

한국상장 중국기업의 이익조정과 가치평가

양동훈(동국대) · 홍영도(동국대) · 김 령(동국대)

I. 서론

금융당국이 2005년 12월부터 국내 증권시장을 성장시키고 내국인들이 신흥 경제국들의 성장에 따른 이득을 얻을 수 있도록 하기위해 외국기업의 국내 증권시장의 상장을 허용함으로써 국내 투자자들의 투자기회가 확대되었다. 이에 따라 총 22개 외국기업이 거래소 또는 코스닥을 통하여 상장하였으며 그 중 8개 기업이 상장폐지 되었고 현재 14개 기업이 거래되고 있다. 국내상장 외국기업에는 중국기업들이 대부분을 차지하고 있는데, 2007년 3노드디지털이 한국 코스닥 시장에 상장한 이래 2011년까지 총 16개 중국기업의 한국 KOSPI 또는 KOSDAQ시장에 상장하였다. 그러나 2011년 초 중국고섬이 상장한지 2개월 만에 부실회계로 거래가 정지되어(이하 고섬사태라 함) 국내 투자자들은 큰 손실을 입게 되었으며 그 후 연이어 2개 기업이 같은 이유로 거래정지되면서 국내 투자자들이 중국기업의 재무제표에 대해서 강한 의구심을 갖게 되었으며 그 이후 3년 동안 중국기업의 한국시장의 상장이 이루어지지 않고 있다. 또 한국시장에 상장한 일부 중국기업은 한국시장에서 중국기업들이 저평가되자 자진하여 상장폐지하고 홍콩 등 다른 시장으로 이전하는 현상까지 발생하였다. 그런데 이르면 2014년 내에 코스닥 시장에 2개기업이 코스닥 시장에 상장할 예정이며 5개 기업이 내년 상장을 준비하고 있다. 이들 기업들이 중국 증시에 상장이 쉽지 않아 자국 내에서 자금 확보가 어려워지자 지리적, 문화적으로 가까운 한국 증시에 시선을 돌린 것으로 보고 있다. 중국기업이 중국시장에서는 상장을 하려면 증권거래소에서 약 10회의 검토 과정을 거쳐야 하며 2014년 2분기 말 기준 승인을 원하는 기업만 해도 630여개에 달해 최소한 2년에서 길게는 5년이 걸리는 신청 절차를 거쳐야 한다. 따라서 상장조건이 용이하고 상장절차기간을 단축시킬 수 있는 한국시장을 선택하는 것으로 보인다.

중국기업의 한국시장의 상장이 다시 활성화되는 시점에서 지금까지 중국기업의 한국시장의 상장 실태를 점검해볼 필요가 있다. 한국시장에 상장한 16개 중국기업 중 6개 기업이 상장폐지되었고 나머지 기업들도 한국시장에서 신뢰가 저하된 상태로 보아 지금까지 중국기업의 한국시장의 상장은 성공적이라 할 수 없다. 이러한 결과를 나타내게 한 직접적인 원인은 중국기업이 상장 전후로 이익조정을 많이 함에 있다. 중국기업은 국내에 소재하지 않기 때문에 부실이 밝혀진 후에도 경영자에 대하여 분식회계에 대한 형사처벌의 집행이나 집단소송과 같은 소송제기가 용이하지 않다. 따라서 중국기업은 한국기업에 비하여 이익조정을 할 유인이 있으며 이러한 이익조정은 자금조달효과가 가장 큰 상장 직전에 집중된다. 본 연구의 실증 분석결과 한국상장 중국기업은 같은 기간에 상장한 한국기업보다 상장직전년도와 상장년도에 이익조정을 많이 하는 것으로 분석되었다. 또 상장 전후의 이익조정결과 중국기업들의 ROA가 상장 이후에 한국기업에 비하여 하락하는 폭이 더 큰 것으로 나타났다. 자금이 필요한 중국기업의 한국시장에 상장하여 빠른 시일 내에 대규모 공모자금을 확보할 목적으로 상장전 이익조정을 하고 있는 것으로 보인다. 이러한 이익조정 결과 국내에서 중국기업이 신뢰를 잃게 된 결정적이 사건이 2011년 3월에 발생한 고섬사태이다. 중국고섬은 2011년 1월 한국시장에 KDR방식으로 상장하여 1.88억달러를 조달한 후 2개월 만에 상장 직전 회계연도의 분식회계로 감사의견이 거절되어 거래가 정지되었다. 분석 결과 고섬사태가 발생한 이후 한국시장에서 중국기

업의 가치평가가 저하된 것으로 확인되었다.

이러한 중국기업의 상장전후의 회계부실은 한국투자자의 손실을 초래할 뿐만 아니라 한국시장에서 중국기업의 신뢰도저하로 말미암아 우량의 중국기업이 한국시장 상장을 기피하게 되어 한국의 투자자들이 투자수익을 얻을 수 있는 기회를 상실하게 되고 한국증권시장의 국제화를 방해한다. 본 연구는 한국상장 중국기업에 대하여 보다 철저한 상장전 회계감사를 하고 상장심사기준을 강화해야 함은 물론 회계부실이 밝혀질 경우 상장주간사 및 회계법인에게 보다 엄격한 사후관리가 필요함을 시사하고 있다. 본 연구는 제2장에서 사전연구를 다루고, 제3장에서는 가설설정, 제4장에서는 실증결과를 제시하고 제5장에서는 연구결론을 제시하기로 한다.

II. 사전연구

Teoh et al.(1998a)은 신규상장기업은 상장년도에 큰 양(+)의 재량적 발생액과 회계이익을 계상하지만 상장 후에는 장기적으로 음(-)의 재량적 발생액과 낮은 수준의 회계이익을 계상하는 증거를 제시하고 있으며 이는 상장연도에 발행가격을 높이기 위하여 이익을 과도하게 상향조정하기 때문에 상장후 장기적으로는 회계이익과 주가가 하락한다고 하였다. 또 Teoh et al.(1998b)에서는 신규상장기업은 상장년도에 재량적 발생액을 이용하여 이익조정을 하며 양(+)의 이익조정을 한 상위 25% 상장기업은 하위 25%상장기업에 비하여 3개년 동안 수익률이 20% 저조하다고 하였다. DuCharme et al.(2001) 신규상장 이전의 재량적 발생액과 신규상장시의 주가간에는 발생액의 과대평가현상에 의하여 양(+)의 관계이나 신규상장 이후에는 상장이전의 재량적 발생액과 주가수익률과의 관계가 강한 음(-)의 관계이라고 분석하고 이는 상장전 재량적 발생액이 상장 이후에는 이익을 감소시키는 역할을 하여 주가에 부정적인 영향을 미치고 있다고 해석하였다.

국내에서 1980년대와 1990년대 자료를 이용하여 상장기업의 이익조정을 연구한 사전연구로는 최관, 김문철(1997), 김권중, 김문철(2004)과 최정호, 김성중(2005)가 있다. 이 연구들은 일관되게 2000년 이전의 우리나라 기업들은 상장 전 보다는 상장 이후에 이익조정을 더하고 있다고 분석하였으며 김권중, 김문철(2004)은 그 이유로 상장으로 인한 상장으로 인한 공모조달금액보다는 상장 직후 유상증자로 조달할 금액이 훨씬 크기 때문에 유상증가가액을 높이기 위함이라고 해석하였다. 최근의 자료를 활용한 상장 전 이익조정에 관한 국내연구는 많지 않으나 최종서 외2인(2010)은 코스닥에 상장한 기업들을 대상으로 분석한 결과 코스닥 신규상장기업들은 상장전년도와 상장당해년도에 발생액과 실물이익조정을 하고 있으며 이러한 상장전후의 이익조정은 상장 후 대주주 보유주식수 감소와 유의한 관련성이 있음을 검증하였는데 이는 상장 전후 이익조정을 통해 대주주들이 사적 편익을 취하고 있음을 시사하고 있다. 광영민 외 1인(2011)은 코스닥에 신규상장한 기업이 상장 전에 양(+)의 이익조정의 정도가 클수록 시장으로부터 퇴출가능성이 증가한다고 보고하였다. 국내연구 결과를 요약하면 우리나라는 상장후에도 이익조정이 일어나고 있으며 코스닥시장은 상장 전년도와 상장년도에 이익조정이 일어나는 것으로 보고 되고 있다.

중국기업은 증식시장에 상장하기전의 이익조정이 최근에 많이 보고되고 있는데 孟云鳳,李剛(MengYunfeng, LiGang, 2012)은 심천(深圳)증시에 상장된 기업을 대상으로 분석한 결과 상장기업들이 <표1>에서와 같이 상장하기전 2년간 재량적 발생액을 이용하여 이익조정을 하며 그 결과 상장 이후 3년 동안 경영실적이 상장이전 2년에 비하여 하락한다고 보고하였다. 또 項夢曉(XiangMengxiao, 2012)는 상하이(上海)시장을 대상으로 분석한 결과 중국기업은 상장 전에 상장요건을 맞추고 공모가

격을 더 높여 보다 많은 공모자금을 확보하기 위하여 이익조정을 한다고 보고하였다. 또 Aharony et al.(2010)은 중국기업은 자회사를 상장하기 전에 모회사와 가공매출거래를 통하여 이익조정을 하여 발행가격을 높임에 따라 소액주주의 부를 모회사로 이전한다고 보고 하였다. 또 Zhe Shen et al.(2011)은 중국기업이 중국시장에 상장할 때 발행가격은 시장가격으로 결정 되지 않고 증권위원회에서 이익의 배수¹⁾로 결정하기 때문에 중국기업은 IPO전에 재량적 발생액을 이용하여 이익조정을 할 유인이 있고 하였다. 또 상장 첫날 시장은 상장 전 이익조정을 인지하지 못하고 오히려 발생액 이상현상에 의하여 이익조정을 한 기업의 주가가 공모가보다 상승(Underpricing)²⁾하지만 상장전 이익조정영향으로 인하여 상장 후 3년 동안 ROA가 하락하게 되고 따라서 누적 초과수익률도 하락한다고 보고하였다

<표1> 2008년 심천(深圳)시장에 상장한 기업의 상장전후의 재량적 발생액과 ROA³⁾

년도별	2006	2007	2008	2009	2010
재량적발생액	0.0520	0.0241	-0.0148	-0.0275	-0.0210
총자산이익률	27.95	28.44	11.40	10.63	9.29

마지막으로 본 연구와 관련이 있는 자국이외의 시장에 상장에 관한 연구로는 Lang et al.(2003)와 Baker et al.(2002)가 있다. Lang et al.(2003)는 미국이외 국가의 기업이 미국의 거래소(NYSE)에 상장하였을 경우 자국내의 시장에서 상장한 기업보다도 이익의 질이 우수하며 주가도 높게 평가받는다고 하였다. 또 Baker et al.(1998)은 해외상장을 하면 투자분석가 수가 늘어나고 미디어에서 개제하는 횟수가 증가하여 가시성(Visibility)이 확대된다고 하였다. 그러나 이러한 미국시장에 상장한 외국기업의 동기와 한국시장에 상장하는 중국기업의 동기가 같이 않기 때문에 한국상장 중국기업이 이익의 질이 높아지거나 가시성이 상승하는 현상은 기대할 수 없을 것이다.

III. 가설설정

3.1 중국기업의 한국 시장 상장현황 및 문제점

금융당국이 우리나라 증권시장의 활성화와 국제화 정책에 맞추어 2005년 12월 외국기업의 국내 상장을 허용함에 따라 지금까지 22개 외국기업이 상장하였고 그 중 중국기업이 16개 기업이어서 중국기업의 비중이 72%에 달하여 중국기업의 한국시장 상장이 편중되고 있는데 이는 중국기업측면에서는 상장절차가 빠르고 상장조건이 용이한 점이 있었고 국내투자자 측면에서는 성장 동력이 큰 중국기업의 주식에 대한 수요가 있었기 때문이라 할 수 있다. 그러나 중국기업의 국내상장이 활성화 될 무렵 국내투자자들로부터 신뢰를 잃게 되는 매매거래정지사례가 잇따라 발생했다.

중국고섬은 2011년 1월 한국거래소에 상장하였으나 동년 3월 원주가 상장된 싱가포르증권거래소에서 2010년도 재무제표에 대해 반영된 예금의 확인이 불가능하여 감사의견이 거절되고 싱가포르 시장에서 매매가 정지되었다. 이틀 뒤 한국시장에서도 같은 이유로 상장되어있는 주식예탁증서가 매매거래정지 되었으며 결국 2013년 10월 상장폐지 되었다. 잇따라 다른 2개 기업이 상장폐지되었다.

고섬사태 및 일련의 회계부실로 인한 중국기업의 거래가 정지된 이후 외국 기업에 대한 투자자

1) 중국은 증권위원회에서 공모가를 이익의 배수로 결정하므로 상장전 이익이 중요하다. 우리나라는 수요예측(Book Buiding)방식으로 결정하는데 수요예측방식은 공모주 청약을 받기 전에 기관투자자들로부터 가격과 수요량을 조사해서 수요에 적절한 수준의 가격을 설정하는 방법으로 미국 및 국제금융시장에서 사용되고 있다.
2) 공모가저가발행으로 상장 첫날 종가를 정상가로 볼 때 공모가가 더 낮게 발행되었음을 나타낸다.
3) 孟云凤 李刚. 基于深市上市公司IPO盈余管理实证研究《财务与金融》2012年02期

들의 부정적인 시선 때문에 중국기업에 대한 국내상유치가 중단됐었다. 뿐만 아니라 국내시장에서 중국기업들의 신뢰가 상실되어 중국기업들이 저평가되자 우리나라시장에서 상장이 실익이 없다는 이유로 3개 중국기업이 자진 상장폐지를 신청했다.

3.2 한국시장에 상장한 중국기업의 상장전후의 이익조정동기

선행연구에서처럼 중국기업의 상장전 이익조정은 중국내에서 보편화 되어 있다. 한국상장 중국기업은 다음과 같이 추가적인 이익조정동기가 있다고 할 수 있다.

첫째, 한국에 상장하는 중국기업은 중국에 상장한 기업보다도 질적 특성이 열악하거나 자금소요가 시급한 기업이라 할 수 있다. 한국에 상장한 중국기업은 까다로운 중국의 상장요건과 절차를 피하여 한국시장을 택한다. 기술한 바와 같이 한국시장은 중국시장보다 기업가치는 높지 않지만 상장요건이 비교적 느슨하고 상장절차가 빠르다. 따라서 중국기업이 한국시장을 택하는 것은 회사의 재무구조나 수익성이 중국내 상장기업에 비하여 취약하거나 사업자금소요가 시급한 상황일 수 있다. 이러한 특성을 갖춘 기업들이 한국시장의 상장요건을 맞추고 공모가를 높여 자금을 조달할 목적으로 상장 전 이익을 조정하여 재무구조와 수익성을 좋게 포장할 수 있다.

둘째, 한국상장 중국기업이 갖는 지배구조의 복잡성이 이익조정을 일으킬 수 있다. 중국기업이 해외에 직접 상장하려면 먼저 중국증권감독원으로부터 까다로운 해외상장에 대한 허가를 받아야 하기 때문에 이를 피하기 위하여 중국이외의 지역에 지주회사를 설립하고, 이 지주사를 상장시키는 편법을 쓴다. 2006년부터는 해당 지주사의 최대주주가 중국인인 경우에는 해외상장을 금지하도록 규제가 강화됐다. 한국에 상장된 16개 중국기업은 모두 해외에 지주회사를 설립하여 상장하였다. 이 가운데 13곳은 상장 당시 최대주주들이 외국 국적이다. 이는 지배구조의 불투명성을 증가시킬 뿐만 아니라 우리나라 회계기준에서 요구하고 있는 내부통제제도가 자회사인 중국기업에서는 약화될 수 있다.

셋째, 분식회계나 허위공시에 관한 국내 법률의 적용이 어렵기 때문에 한국상장 중국기업의 이익조정유인이 커질 수 있다. 우리나라 주식회사의 외부감사에 관한 법률 제20조 제1항에 의하면 회사의 이사, 감사 또는 외국회사의 대표자 등이 회계처리기준에 위반하여 공시한 때에는 3년 이하의 징역 또는 3천만 원 이하의 벌금에 처한다고 규정하고 있다. 그러나 현실적으로 외국에 거주하는 외국인에게 국내 형법의 집행이 용이하지 않다. 또한 우리나라는 증권관련 집단소송제도를 2003년부터 시행하고 있다. 그러나 국내소액주주들이 외국에 거주하는 외국인이나 외국에 소재하는 외국법인에게 집단소송을 제기하기가 쉽지 않기 때문에 국내시장에 상장한 외국법인의 대표자나 회계책임자는 내국법인의 임원들보다 집단소송제도로부터 자유로울 수 있다. 한 예로 고섬사태로 한국의 소액주주들은 국내에 소재한 회계감사법인과 주관증권사를 상대만 소송을 하였을 뿐 중국고섬이나 중국고섬의 경영진을 대상으로 소송을 못하고 있다. 이와 같이 국내법의 구속력을 느슨하게 여기는 국외기업의 경영진은 국내기업 경영진보다 더 많은 이익조정유인을 갖는다.

마지막으로 제도, 관습 등의 차이가 커뮤니케이션을 어렵게 하고 이는 부실한 회계보고의 원인이 될 수 있다. 한국상장 중국법인은 K-IFRS와 C-IFRS 두 가지 회계기준으로 재무제표를 작성해야 하지만 K-IFRS 및 국내의 공시제도 등에 대한 이해가 낮아 재무제표작성을 소홀히 하거나 공시에 오류를 포함하거나 누락할 수 있다. 또한 언어, 문화 및 사업관행의 차이와 지리적 장벽으로 인하여 감독기관의 감독도 쉽지 않다.

이와 같은 이유로 한국상장 중국기업들은 상장전 이익조정을 하며 이러한 이익조정으로 보고된 높은 이익을 상장년도에도 유지하기 위하여 상장년도에도 이익조정을 하는 것으로 추정된다.

3.3 가설의 설정

사전연구에서와 같이 중국기업들은 발행가격을 높여 보다 많은 자금을 확보하려고 상장전 이익 조정현상이 보편화되어 있다. 그런데 한국에 상장하는 기업들은 중국에 상장하는 기업들보다 기업의 특성이 열악하거나 자금의 소요가 시급한 기업일 수 있기 때문에 이익조정요인이 더 크다고 할 수 있다. 또한 한국의 각종 법집행이 용이하지 않고 문화적·지리적 차이 때문에 감시가 쉽지 않아 한국의 기업이 상장하는 경우보다 상장전 이익조정요인이 크다고 할 수 있다. 16개 한국상장 중국기업 중 3개 기업이 상장 초기에 회계부실문제로 상장폐지된 사실로 보아 중국기업의 상장전 이익조정이 한국기업보다 더 클 것임을 추정할 수 있다. 그리고 상장년도에도 상장 직전 년도에 보고한 이익의 수준을 유지시키기 위하여 재량적 발생액을 이용하여 이익조정을 할 것으로 본다. 따라서 본 연구는 한국에 상장한 중국의 기업들은 한국의 기업들보다도 상장 직전년도와 상장년도에 발생액을 이용한 이익조정을 더 할 것이라고 가설을 설정한다.

가설1: 한국에 상장하는 중국의 IPO기업들은 한국의 IPO기업보다 상장 직전년도와 상장년도의 발생액을 이용한 이익조정을 더 많이 할 것이다.

Teoh et al.(1998a)의 연구에서와 같이 상장 전후에 발생액을 이용한 이익조정을 하면 발생의 평균 회귀(Mean Revert)에 의해 이익조정 이후 이익의 감소에 영향을 미친다. 孟云鳳,李剛(MengYunfeng, LiGang, 2012)이 분석한 <표1>에서와 같이 2008년 중국 심천시장에 상장한 기업의 경우 상장전인 2006년과 2007년의 경우는 재량적 발생액이 양(+)이지만 상장이후에는 음(-)으로 반전하였으며 이에 따라 수익성도 감소하였다. 한국에 상장하는 중국기업의 상장전 이익조정이 한국기업보다 크다면 이익조정으로 나타나는 수익성의 감소폭도 한국기업보다 더 클 것으로 가정한다.

가설2: 중국의 IPO기업들은 상장 이후 수익성이 감소정도가 한국의 IPO기업보다 클 것이다.

한국투자자들이 한국에 상장한 중국기업의 회계부실문제를 직접 확인한 사건이 고섬사태이다. 국내 상장한지 2개월 만에 감사의견이 거절되어 거절당하였으며 투자자들은 2000여 억 원의 손실을 보게 되었다. 고섬사태를 계기로 중국기업에 대한 시장의 신뢰가 크게 손상되었으며 중국기업에 공시한 재무제표도 신뢰성이 크게 하락하였다. 따라서 중국기업이 보고한 성과에 대하여 국내시장에서 디스카운트현상이 발생할 것으로 추정할 수 있다. 시장이 고섬사태를 계기로 중국기업의 회계가 부실한 사실을 인지하게 되고 그 이후에 한국시장에서 중국기업의 이익에 대한 정보효과가 감소할 것이라고 가정한다.

가설3: 투자자들이 중국기업의 회계가 부실하다는 사실을 인지하게 된 후에 한국시장에서 중국기업의 이익에 대한 정보효과가 감소할 것이다.

3.4 표본기업의 선정

표본에 사용한 중국 IPO기업의 수는 16개 기업이며 2007년부터 2011년 사이에 분포한다. 이들 중국기업과 비교되는 한국 IPO기업의 수는 386개이며 재무자료는 KIS Value의 자료를, 추가자료는 Data Guide 자료를 활용하였으며 중국 IPO기업의 IPO전 재무자료는 KIS Value에 자료가 구비되어 있지 않아서 금융감독원 전자공시시스템(<http://dart.fss.or.kr>)에 공시된 각 기업의 사업보고서에서 직접 추출하였다.

IV. 실증 결과

4.1 기술적 분석

<표2>에서 상장기업들의 기술적 통계를 보면 통제가 되지 않은 통계이지만 상장기업들은 IPO 직전년도에 재량적 발생액을 이용하여 이익조정을 하며 IPO년도에 이익조정이 더 증가한다. 그리고 발생액의 평균회귀특성에 의하여 상장 다음년도에는 재량적 발생액이 감소하는 것으로 나타났다. 이러한 영향으로 이익은 IPO년도와 IPO 다음년도에 감소하였다. 그리고 고섬사태 후에는 Tobin q 비율이 줄었으나 그 폭은 크지 않았다.

<표3>는 변수간 상관관계를 표시하고 있다. IPO 직전년도의 이익조정과 IPO년도의 이익감소와는 유의한 상관관계이며 또 IPO년도의 이익조정은 IPO 다음년도의 이익의 감소와도 유의한 상관관계를 나타내고 있어 이익조정의 영향은 다음 년도의 이익의 감소와 관련되어 있음을 추정할 수 있다. 그리고 IPO 직전년도의 이익조정액과 IPO년도의 이익조정액이 유의한 양(+)의 관계인 것으로 봐 IPO직전 년도에 이익조정을 하여 높은 이익을 보고한 기업들이 이익을 유지시키기 위하여 다음년도에도 이익조정을 하고 있음을 추정할 수 있다.

또 본 연구의 관심대상인 중국기업의 더미와 상장 직전년도의 이익조정과는 유의한 상관관계가 있어 중국IPO기업이 상장전 이익조정을 더 많이 하고 있음을 추측할 수 있으며 또 중국IPO기업은 한국IPO기업과 달리 고섬사태이후의 Tobin q 비율과 음(-)의 관계를 보이고 있어 고섬사태이후 중국IPO기업의 기업가치가 하락하였음을 추정할 수 있다.

<표2> 상장기업의 기술적 통계

Variable	표본수	평균	표준편차	최대값	최소값
ac_1	369	0.0437	0.1047	-0.2470	0.5984
ac_0	402	0.0699	0.1331	-0.2621	0.7558
ac1	402	0.0290	0.1217	-0.9798	0.4411
difroa_10	369	-0.0536	0.0866	-0.4050	0.2154
difroa01	402	-0.0370	0.0815	-0.6484	0.1947
difroa_11	369	-0.0825	0.0866	-0.6050	0.2264
tq_antegs	184	1.5798	1.1412	0.3043	10.1293
tq_postgs	320	1.4857	1.1228	0.3356	11.1464
lta	402	11.3820	1.1941	8.9403	18.1483
lev	402	0.6093	0.5620	0.0000	4.7043
ocfs	402	0.0684	0.1134	-0.3936	0.4515
sgr	402	0.2109	1.1651	-0.9815	17.7394

ac_1: 상장 직전 년도 재량적 발생액

ac_0: 상장 년도 재량적 발생액

ac1: 상장 다음 연도 재량적 발생액

difroa_10: 상장년도 ROA-상장직전년도ROA

difroa01: 상장다음년도ROA-상장년도ROA

difroa_11: 상장다음년도ROA-상장직전년도ROA

tq_antegs: 고섬사태이전 tobin q 비율

tq_postgs: 고섬사태이전 tobin q 비율

lta: 총자산의 자연로그 값

lev: 부채비율 (부채/자본)

ocfs: 영업활동현금흐름/총자산

sgr: 매출 증가율 (매출액/전년도 매출액-1)

<표3> 변수간 상관관계

	ac_1	ac_0	difroa_10	difroa01	tq_antegs	tq_postgs	chin
ac_1	1						
ac_0	0.1769 0.0013	1					
difroa_10	-0.1337 0.0157	-0.1825 0.0009	1				
difroa01	-0.0083 0.8883	-0.189 0.0013	-0.0905 0.1253	1			
tq_antegs	-0.0223 0.7637	0.1253 0.0902	0.1146 0.1212	-0.0986 0.1831	1		
tq_postgs	-0.0289 0.6065	0.017 0.7625	0.0318 0.5706	-0.002 0.9734	0.8088 0	1	
chin	0.0923 0.0963	0.0899 0.1051	-0.0744 0.1802	-0.0743 0.2087	-0.0232 0.755	-0.1194 0.0328	1

chin: 중국 IPO기업이면 1인 더미변수

4.2 가설1의 검증

가설1은 ‘한국에 상장하는 중국의 IPO기업들은 한국의 IPO기업보다 상장 직전년도와 상장년도의 발생액을 이용한 이익조정을 더 많이 할 것이다.’이다. <표4>은 IPO년도를 전후로 하여 한국과 중국의 IPO기업들의 재량적 발생액을 비교한 표이다. 단변량 분석이지만 상장 직전년도에 중국기업의 이익조정이 한국기업보다 크다는 것을 알 수 있다. 상장년도에도 중국기업의 이익조정이 커 보이지만 표본의 제약으로 인하여 유의한 차이가 나타나지 않았다. 그리고 상장다음년도부터는 중국기업과 한국기업의 이익조정차이가 현저히 줄어들고 있음을 알 수 있다. 따라서 중국IPO기업이 한국IPO기업보다 상장 직전년도와 상장년도에 이익조정을 하고 있음을 추정할 수 있다.

<표4> 연도별 재량적 발생액

Group	t-1년도		t년도		t+1년도		t+2년도	
	표본수	Mean	표본수	Mean	표본수	Mean	표본수	Mean
한국IPO기업	318	0.0410	386	0.0772	386	0.0291	372	0.0108
중국IPO기업	16	0.0936	16	0.1220	16	0.0103	15	0.0118
차이 (t값)		-0.0527 ** (-1.989)		-0.044 8 (-1.225 2)		0.0188 -0.5889		-0.0009 (-0.033 2)

(*: 10% 수준의 유의수준 **: 5%수준의 유의수준 ***: 1%수준의 유의수준)

<표5> 상장직전년도와 상장년도의 중국IPO기업의 이익조정

$$DA_{it} = \alpha + \beta_1 chin_{it} + \beta_2 lta_{it} + \beta_3 lev_{it} + \beta_4 ocfs_{it} + \beta_5 산업더미_{it} + \beta_6 년도더미_{it} + \varepsilon_{it}$$

	상장직전년도	상장년도	상장년도 및 이전년도
chin	0.034 (1.374)	0.013 (0.458)	0.047* (1.863)
lta	-0.013*** (-3.204)	0 -0.086	-0.015*** (-5.174)
lev	-0.009*** (-2.817)	-0.054*** (-4.370)	-0.003** (-2.509)
ocfs	-0.415*** (-10.490)	-0.865*** (-16.488)	-0.593*** (-21.232)
절편	0.310*** (3.949)	0.152** (2.434)	0.268*** (6.982)
표본수	334	402	736
R-sq Adj	0.286	0.421	0.251
F값	13.100***	29.978***	43.441***

(*: 10% 수준의 유의수준 **: 5%수준의 유의수준 ***: 1%수준의 유의수준)

그리고 <표5>은 이익조정액을 종속변수로 하고 중국기업을 더미변수로 사용하여 회귀분석한 결과이다. 상장 직전년도와 상장년도의 표본을 각각 회귀분석한 결과 중국IPO기업더미와 채량적발생액이 양(+)의 방향이지만 중국기업의 표본이 적어 유의하지 않았다. 그러나 상장직전년도 표본과 상장년도의 표본을 포함하여 회귀분석을 한 결과 중국더미변수(chin)의 계수값이 유의한 음(-)으로 나타나 중국기업의 채량적 발생액이 더 많은 것으로 해석할 수 있다. 따라서 중국IPO기업이 상장직전년도와 상장년도에 발생액을 통한 이익조정을 한국IPO기업보다 많이 한다는 가설1이 성립한다.

4.3 가설2의 검증

가설2는 ‘중국의 IPO기업들은 상장이후 수익성이 감소정도가 한국의 IPO기업보다 클 것이다.’라는 것이다. <표6>는 상장 직전년도의 이익조정과 상장년도의 ROA의 증감(Difroa_10)관계와 상장년도의 이익조정과 상장 다음년도의 ROA의 증감(difroa01)관계를 보여주는 회귀결과이다. <표9>에서분석결과를 보면 채량적발생액(DA)의 계수가 모두 유의한 음(-)의 값으로 나와 상장 직전년도의 이익조정은 상장년도의 수익성감소를 초래하고 상장년도의 이익조정은 상장 다음년도의 수익성감소를 초래하는 것으로 해석된다. 즉 이익조정을 하면 발생액의 평균회귀(Mean Revert)현상으로 인하여 다음연도의 이익감소를 초래하게 된다. 가설1의 검증으로 중국IPO기업들이 한국IPO기업들에 비하여 상장 직전년도와 상장년도에 이익조정을 더 많이 하는 것으로 확인되었다. 따라서 중국IPO기업들의 상장년도와 상장 다음연도의 수익성감소가 한국IPO기업들보다 더 클 것임을 추정할 수 있다.

<표7>는 한국기업과 중국기업의 상장년도와 상장 다음년도의 ROA의 변화이다. 한국기업과 중국기업이 모두 상장년도와 상장 다음년도에 ROA가 유의하게 감소하였다. 이는 <표4>에서와 같이 한국기업과 중국기업 모두 IPO직전년도와 IPO년도에 이익조정을 한 결과 다음연도의 이익감소현상이 나타난 결과로 해석된다. 그리고 상장년도에 중국기업의 ROA의 감소가 한국기업의 ROA감소보다 유의하게 컸으며 상장 직전년도대비 상장다음년도의 ROA감소도 한국기업에 비하여 중국기업이 유의하게 컸다. 이는 가설1의 검증에서 나타났듯이 중국기업의 상장전후의 이익조정이 한국기업보다도

더 큰 원인에 기인했다고 볼 수 있다.

<표8>은 중국기업이 상장년도와 상장 다음년도에 한국기업에 비해 ROA감소가 더 컸는지 여부를 확인하기 위한 회귀분석이다. 상장년도에는 중국기업더미(chin)의 계수가 유의한 음(-)의 값이어서 중국기업이 한국기업보다 수익성감소가 더 컸음을 확인할 수 있다. 상장 다음년도에는 중국기업이 수익성감소폭이 한국기업에 비하여 더 큰지 확인할 수 없었으나 IPO년도와 IPO다음년도 2개년의 표본을 합하여 회귀분석한 결과 중국기업의 ROA가 유의하게 작게 나타남으로써 상장이후 중국IPO 기업들의 수익성 감소가 한국IPO기업들보다 더 클 것이라는 가설2가 성립함을 검증하였다. 즉 중국 기업들의 IPO전후의 양(+)의 이익조정이 한국기업들보다 크며 그 결과 상장이후의 수익성하락도 한국기업들보다 더 크다고 할 수 있다.

<표6> IPO기업 이익조정과 차기년도 ROA증감 관계

$$\text{Difroa_10(또는01)}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{DA}_{it} + \beta_2 \text{lta}_{it} + \beta_3 \text{lev}_{it} + \beta_4 \text{sgr}_{it} + \beta_5 \text{mtb}_{it} + \beta_6 \text{연도더미}_{it} + \varepsilon_{it} \beta$$

	difroa_10	difroa01
DA	-0.087* (-1.957)	-0.081** (-2.297)
lta	0.012*** (3.145)	0.002 (0.454)
lev	0.008** (2.576)	0.001 (0.106)
sgr	0.005*** (2.846)	0.009** (2.414)
mtb		-0.005 (-1.262)
절편	-0.177** (-2.496)	-0.069 (-1.192)
표본수	334	402
r ² _a	0.128	0.048
F	5.746***	2.736***

DA: 재량적 발생액

sgr: 매출성장률

mtb: 시장가치/장부가치

difroa_10: 상장년도ROA-상장직전년도ROA

difroa01: 상장년도ROA-상장직전년도ROA

<표7> 한국기업과 중국기업의 IPO년도와 IPO다음년도의 ROA의 변화

	IPO 직전년도 ROA	IPO 년도 ROA	IPO 다음년도 ROA	IPO년도-IPO직전년도	IPO다음년도-IPO년도	IPO다음년도-IPO직전년도
				차이 (t값)	차이 (t값)	차이 (t값)
한국 기업	0.1341	0.074	0.0387	-0.051... (-10.66)	-0.028... (-4.61)	-0.083... (-13.14)
중국 기업	0.1923	0.110	0.0485	-0.082... (-3.64)	-0.061** (-2.12)	-0.143... (-4.35)
차이 (t값)	-0.058** (-2.286)	-0.036 (-1.27)	-0.009 (-0.186)	0.030* (1.380)	0.033 (1.018)	0.055** (1.912)

<표8> 한국기업대비 중국기업의 IPO년도와 IPO다음년도의 ROA변화에 대한 회귀분석

$$\text{difroa_10(또는01)}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{chin}_{it} + \beta_2 \text{ita}_{it} + \beta_3 \text{lev}_{it} + \beta_4 \text{sgr}_{it} + \beta_5 \text{산업더미}_{it} + \beta_6 \text{년도더미}_{it} + \varepsilon_{it}$$

	IPO년도	IPO다음년도	IPO년도 및 다음년도
chin	-0.074*** (-2.688)	-0.02 (-0.500)	-0.060** (-2.351)
lta	0.013*** (3.203)	-0.007 (-1.054)	-0.006** (-2.130)
lev	0.008** (2.539)	0.01 (0.791)	0.002* (1.752)
sgr	0.051*** (6.656)	0.008* (1.758)	0.014*** (10.213)
절편	-2.323*** (-6.476)	0.127 (0.831)	-0.214** (-2.257)
표본수	334	402	736
r2_a	0.248	-0.003	0.082
F값	3.172***	0.972	3.446***

4.4. 가설3의 검증

가설3은 ‘투자자들이 중국기업의 회계가 부실하다는 사실을 인지하게 된 후에 한국시장에서 중국기업의 이익에 대한 정보효과가 감소할 것이다.’라고 설정하였다. 고검사태이후 중국기업이 보고한 재무성과에 대한 시장의 신뢰가 추락하였는데 이로 인하여 보고이익이 주가에 반영되는 정도가 하락하였는지를 확인하고자 한다. <표9>은 중국IPO기업과 한국IPO기업을 고검사태 이전과 이후로 나누어 Ohlson모형을 이용하여 순자산과 순이익에 대한 시장의 평가를 분석한 결과이다. <표9>에서 시장이 순이익에 관한 정보를 주가에 반영하는 정도는 주당순이익(nips)의 계수값(β_2)이다. 중국기업의 경우 고검사태이전에는 주당순이익의 계수값(β_2)이 3.869로 5%수준에서 유의하였다. 그러나 고검사태 이후 계수값이 2.094로 하락하였으며 유의수준도 낮아졌다. 그리고 고검사태이후더미(pogo)를 도입하여 중국기업 전체표본을 Ohlson모형으로 회귀분석한 결과 주당순이익(nips)와 고검사태이후더미(pogo)의 교차변수의 계수값(β_8)이 유의한 음(-)의 값을 보여 시장에서 고검사태이후에 중국기업의 순이익에 대한 주가반영정도가 하락하였음을 확인할 수 있다. 반면 한국기업의 경우 β_8 값이 유의한 양(+)으로 나타나 고검사태이후 순이익을 주가에 반영하는 정도가 오히려 상승하였음을 확인할 수 있다. 한국기업과 달리 중국기업의 보고이익의 주가반영정도가 하락함에 따라 ‘고검사태이후 시장이 중국기업의 재무보고를 신뢰하지 않음에 따라 중국기업의 이익에 대한 정보효과가 감소할 것이다’는 가설3은 지지된다.

<표9> 고섬사태이후 중국과 한국기업의 순자산과 순이익에 대한 시장평가

$$mvps_{it} = \alpha + \beta_1 bvps_{it} + \beta_2 nips_{it} + \beta_3 lo_{it} + \beta_4 bvps_{it} * lo_{it} + \beta_5 nips_{it} * lo_{it} + \beta_6 pogo_{it} + \beta_7 bvps_{it} * pogo_{it} + \beta_8 nips_{it} * pogo_{it} + \beta_9 \text{산업더미}_{it} + \beta_{10} \text{년도더미}_{it} + \varepsilon_{it}$$

	중국기업			한국기업		
	고섬이전	고섬이후	더미사용	고섬이전	고섬이후	더미사용
bvps	0.483 (0.804)	0.063 (0.259)	0.188 (0.393)	0.213*** (6.308)	0.451*** (19.547)	0.209*** (7.108)
nips	3.869** (2.500)	2.094* (1.737)	5.164*** (3.642)	6.280*** (18.888)	8.805*** (42.556)	6.435*** (22.845)
lo		-0.001 (-0.804)	-0.000 (-0.339)	-0.002 (-0.810)	0.002 (1.405)	0.000 (0.328)
bvps*lo		0.454 (1.623)	0.479 (1.201)	0.273* (1.810)	0.244** (2.550)	0.256*** (3.144)
nips*lo		-2.135 (-1.591)	-2.451 (-1.398)	-6.747*** (-3.912)	-7.583*** (-11.699)	-7.459*** (-12.084)
pogo			-0.001 (-0.606)			-0.009*** (-4.112)
bvps*pogo			-0.156 (-0.309)			0.245*** (6.542)
nips*pogo			-2.707* (-1.922)			2.292*** (6.688)
절편	-0.001 (-0.335)	0.001 (0.714)	0.002 (1.045)	0.012*** (5.115)	0.001 (0.934)	0.012*** (5.615)
표본수	22	30	52	706	1192	1898
r ² _a	0.398	0.519	0.487	0.516	0.819	0.744
F	3.774**	5.472***	4.719***	95.013***	771.114***	425.748***

mvps: 주당 가격

bvps: 주당 장부가치

nips : 주당 순이익

lo: 손실기업 더미

pogo: 고섬사태 발생이후 년도(2011년 이후) 더미

<표10> 성향점수 대응에 따른 한국 IPO기업과 중국IPO기업간의 Tobin Q 비교

Variable	고섬사태이전					고섬사태이후				
	대응 표본	중국 기업	한국 기업	차이	T값	대응 표본	중국 기업	한국	차이	T값
성향점수미대응	675	1.328	1.348	-0.02	-0.12	1178	0.759	1.344	-0.59** *	-4.22
성향점수대응	22	1.328	1.622	-0.29	-1.15	30	0.759	1.183	-0.42** *	-5.31

<표10>는 매출성장률, 자본집약도 (유형고정자산/총자산), 총자산의 자연로그 값, ROA, 부채비율을 성향변수로 사용하여 중국IPO기업과 유사한 기업특성을 가진 한국IPO기업을 대응시켜 중국기업과 한국기업의 Tobin Q 비율의 차이를 분석하였다. 분석결과 고섬사태이전에는 중국기업의 Tobin Q 비율이 한국기업의 Tobin Q 비율과 차이가 없었으나 고섬사태이후에는 중국기업의 Tobin Q 비율이 한국기업에 비하여 유의하게 낮음을 확인할 수 있다. 이와 같은 결과는 성향점수 대응하지 않은 전체표본을 대상으로 한 비교에서도 같은 결과를 보이고 있다. 이는 중국고섬의 회계부실로 인한 거래정지가 시장에서 중국기업의 재무제표에 대한 불신을 초래하여 중국기업이 보고하는 이익이 주가에 반영하는 정도가 낮아졌을 뿐만 아니라 중국기업의 가치가 평가절하(Discount)되었음을 확인할 수 있다.

V. 결론

본 연구는 한국시장에서 외국기업들의 IPO가 허용된 이래 가장 IPO가 활발했던 중국기업들이 한국기업들보다 IPO를 전후하여 이익조정을 더 하고 있음을 확인하였다. 이러한 이익조정결과, 상장 이후에 중국기업들의 수익성이 한국기업들보다 더 크게 하락하였다. 또한 중국고섬을 비롯한 일부 기업들이 회계부실로 주식거래가 정지되었고 그 이후 중국기업들의 재무제표에 대한 불신이 더 커지게 되어 중국기업의 이익이 주가에 반영하는 정도가 낮아졌으며 중국기업의 기업가치가 하락하게 되었다. 이로 인하여 중국기업의 한국시장에의 상장이 중단되었을 뿐만 아니라 가치가 저평가되었다고 여기는 일부 중국기업들이 자진하여 상장폐지 하게 되었다.

이는 중국기업에 투자한 우리나라 투자자들의 손실을 가져왔을 뿐만 아니라 미래에 성장가능성이 있는 중국기업들이 우리나라시장에 상장하는 것을 기피하게 되어 우리나라 투자자들이 투자수익을 얻을 수 있는 기회를 상실하게 되었다. 또한 중국기업의 회계부실문제는 국내 증권시장이 국제화를 지연시키는 요인이 되고 있다.

본 연구는 한국시장에 상장하는 중국기업이 상장을 전후하여 이익조정하고 이로 인하여 수익성 저하와 기업가치하락이 일어나고 있음을 밝히는 국내 첫 연구라는데 의의가 있다. 중국기업의 국내시장 상장이 재개되고 있는 현시점에서, 부실기업의 한국시장의 상장을 방지하기 위하여 상장전 회계감사절차를 더 강화되어야 할 필요가 있으며 이러한 감사가 실효성 있게 실시되었는지에 대한 철저한 감사가 필요함을 시사한다. 또한 외국기업이 국내시장에 빠른 기간 내에 용이하게 상장하여 국내시장을 양적으로 확대하는 것도 중요하지만 상장심사기준에 투명성항목은 강화하여 상장신청기업의 회계부실여부에 대하여 충분한 검토를 하여야 함을 시사한다.

본 연구의 한계로는 중국기업의 표본이 IPO기준 16개 기업, 현재 상장기준 10개 기업에 불과하여 통계적으로 더 의미 있는 결과를 찾기가 쉽지 않았다. 또한 일부 중국기업들은 한국에서 수익성과 성장성을 인정받고 높은 시장가치를 형성하고 있는데 표본의 한계가 있어 이러한 기업들의 특성을 반영하지 못하였다.

중국기업들의 한국시장의 상장이 늘어나게 된다면 중국기업의 대지주지분율과 같은 지배구조특성에 따라 중국IPO기업이 이익조정정도가 변하는지를 추가로 연구할 필요가 있다. 또한 본 연구를 확장하여 중국기업이 홍콩이나 싱가포르 등 다른 나라의 시장에 상장하는 경우와 이익조정정도를 비교하여 연구할 수 있을 것이다.

참고문헌

- 곽영민. 최종서(2011), "신규상장기업의 이익조정과 생존가능성의 관련성: 코스닥 시장을 중심으로", 회계저널 20(3): 231-263.
- 김권중. 김문철. 전중열(2004), "신규 상장기업의 이익조정동기", 회계학연구 9(4) : 87-116.
- 최종서. 곽영민. 백정환(2010), "코스닥 신규상장 기업의 발생액 및 실물활동에 기초한 이익조정 실태", 한국회계학회 2010년도 하계 국제학술대회 발표논문집: 1-28.
- 최관. 김문철(1997), "신규상장기업의 이익조정에 관한 실증적 연구", 회계학연구 22권(2) : 1-28.
- 孟云鳳, 李剛 (2012), "基于深市上市公司IPO盈余管理實證研究", 財務與金融 (02): 45~49.
- 項夢曉(2012), "IPO對企業盈余管理行爲的影響研究", 財經界(03):142~143.
- 沈紅波(2007), "企業海外上市的動因分析", 會計之友(08): 62~63.
- 朱建華(2010), "中國企業在韓國證券市場上市之分析研究", 中國證券期貨(12): 27~28.
- Aharony, Joseph , Jiwei Wangc and Hongqi Yuan(2010), "Tunneling as an incentive for earnings management during the IPO process in China", J. Account. Public Policy 29 :1-26.
- Baker, H. Kent, John R. Nofsinger, and Daniel G. Weaver(2002), "International Crosslisting and Visibility", Journal of Financial and Quantitative Analysis 37(3) : 495-521.
- Doide, G. Craig, Andrew Karolyi, and Rene M. Stulz(2004), "Why are Foreign Firms Listed in the U.S. Worth More?", Journal of Financial Economics 71(2) : 205-238.
- DuCharme, L., P. Malatesta, and S. Sefcik(2001) "Earnings management: IPO valuation and subsequent performance", Journal of Accounting, Auditing and Finance 16 : 369-396.
- Lang, Mark H., Karl V. Lins, and Darius P. Miller(2003), "ADRs, Analysts and Accuracy: Does Cross-listing in the U.S. Improve a Firm Information Environment and Increase Market Value?", Journal of Accounting Research 41 (2) : 317-345.
- Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer and Robert Vishny(2002), "Investor Protection and Corporate Valuation", The Journal of Finance 57 (3) : 147-1170.
- Teoh. S.. I. Welch. and T Wong(1998a), "Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings", The Journal of Finance 53: 1935-1974.
- Teoh. S., T. Wong. and G Rao(1998b) "Are Accruals during Initial Public Offerings Opportunistic?", Review of Accounting Studies 3: 175-208.
- Shena, Zhe, Jerry Coakleyb, Norvald Instefjord(2014), "Earnings Management and IPO Anomalies in China", Review of Quantitative Finance and Accounting 42(1): 69~93.