

기업의 상장과정과 이익조정과의 관계분석 - 중국의 SSE상장 중소기업을 중심으로

김동일
부산대학교 경영학과 교수

Analysis of the Relationship between the Initial Public Offering Process and Earnings Management - Focusing on SSE-listed SMEs of China

Dong-Il Kim
Dept. Business Administration, Professor, Pusan National University

요약 본 연구는 중소기업의 자본비용과 리스크를 줄이고 직접자본 조달의 기회를 얻기 위해 진행되는 기업공개와 그 과정에서 나타날 수 있는 이익조정에 대해 분석하였다. 경영자는 IPO과정에서 엄격한 관리감독을 받기 때문에 시장에서 평가되는 기업가치가 저평가 되는 현상을 방지하거나 고평가를 고려하여 이익조정을 실행할 수 있다. 본 연구는 기업의 공모 및 발행주가 수익비용에 영향을 미칠 수 있는 재량적 발생액과 실제 이익 조정치를 통해 이익조정이 이루어지는지를 검증하고자 하였다. 본 연구에서는 이익 조정치를 재량적 발생액과 판매, 비용, 그리고 생산 활동의 실제 이익조정으로 간주하여 관계정도를 분석하였다. 분석결과 상장과정에서 이익조정의 대응치인 재량적 발생액은 주가 수익률과 판매 조정치에 모두 양(+)의 관계로 나타나 고평가를 유인할 수 있는 요인으로 확인할 수 있었다. 이러한 결과는 이익조정은 투자자에게 역선택에 대한 리스크가 있을 수 있으며, 공모주에 대한 정보 비대칭이 존재할 수 있다고 추론할 수 있다. 본 연구는 중국 상장기업의 이익조정현황과 유형을 통해 중국뿐만 아니라 중국기업과 거래하는 국내 중소기업과 투자자에게 기업가치를 평가하는데 유용한 지침을 제공할 수 있을 것이다.

주제어 : 중소기업, 상장, 이익조정, 재량적 발생액, 공모주

Abstract This study analyzes the earnings management that can occur in the process of public offering in the process of SMEs reducing cost of capital, risks and seeking opportunities for direct financing. Since a company is subject to strict supervision during the IPO process, it is possible to prevent the phenomenon that the company value evaluated in the market is underestimated, or to perform earnings management in consideration of overestimation. This study attempted to verify the degree of earnings management through discretionary accruals and actual earnings management values that can affect the earnings ratio of the IPO of a company. For this study, total accruals were calculated and analyzed through discretionary accruals, sales, costs, and actual earnings management adjustments from production activities. As a result of the analysis, discretionary accruals, which are the countermeasures for earnings management during the listing process, have a positive(+) relationship in both the stock price return and the sales adjustment value, which can be viewed as a factor that induces high valuation. As a result of this, there may be a risk of adverse selection for the benefit amount, and information asymmetry may exist for public offering stocks. This study can provide useful guidelines for evaluating corporate value to domestic SMEs and investors that do business with Chinese companies as well as China through the current and type of earnings management of Chinese listed companies.

Key Words : SMEs, IPO, Earnings Management, Discretionary Accruals, Public Offering Stocks

*This study was supported by the Fund for Humanities & Social Studies at Pusan National University 2019."

*Corresponding Author : Dong-Il Kim(kdi50@pusan.ac.kr)

Received September 29, 2020

Revised December 5, 2020

Accepted December 20, 2020

Published December 28, 2020

1. 서론

국내외적으로 경기회복을 위해 많은 국가에서는 정책 지원과 더불어 중소기업에 대한 자본 지원은 물론 자본조달 환경을 안정적으로 관리하기 위해 노력하고 있다. 중소기업은 경기불황에 대해 매우 민감할 뿐만 아니라 원활한 자본조달에도 상당한 어려움과 제약점을 가지고 있다. 따라서 주요 국가에서는 직접적인 자본비용을 경감하고 기업의 경제활동을 위해 벤처기업과 중소기업에 위한 상장 제도를 운영하고 있다. 국내의 경우 소규모 중소기업이나 초기 벤처기업의 경우 2013년 7월 1일에 개정된 KONEX에서 자본을 조달할 수 있으며, 업력이 있는 중소기업과 벤처기업은 KOSDAQ을 통해 상장을 진행하고 있다. 중국의 경우 상해종합지수는 주로 중국의 국유기업과 금융, 에너지 등의 대형 기업들이 상장을 주도하고 있으며, 심천주식시장은 첨단산업과 신생기업이 상장되어 있다고 볼 수 있다. 2018년 이후로 중국의 첨단산업 발전과 함께 심천거래소에 있는 종목들이 크게 관심을 받기 시작했으며, 한국 기업들도 이러한 점을 고려하여 선강통 시행 등을 통해 참여 및 관심이 높아지고 있다. 중국 증시는 내국인들을 위한 A주와 외국인 투자자들의 투자를 위한 B주로 나누어져 있으며, A주는 주로 상해와 심천에 상장된 내국인 전용 주식거래를 위해 위안화로 거래된다. 외국인의 경우 초기에는 적격해외기관투자(QFII)와 위안화 적격외국인투자자(RQFII) 자격을 득한 기관만 A주 투자가 가능했으나, 2014년 11월 이후부터 후강통을 통해 외국인이 개별적으로 A주에 투자도 가능하게 되었다.

중국의 벤처기업 및 중소기업의 기업에 대한 벤처캐피탈은 중소기업 IPO(Initial Public Offering)에 있어서 주요한 자본조달의 한 과정으로 볼 수 있다. 벤처투자는 개발도상국 발전에 유용한 중소기업 발전 모델이며, 경제성장의 원동력으로 볼 수 있다. 벤처투자는 궁극적으로 IPO절차를 밟을 수 있는 자본적 조건을 확보하는 것이며, IPO이후에는 독립적으로 주식시장에서 자본 조달이 가능할 수 있다. 즉, IPO는 증권시장에서 거래될 수 있는 자격을 의미함으로 절차와 과정은 매우 엄격하고 거래소의 심사와 승인 또한 사안에 따라 많은 시간이 요구될 수 있다. 또한 IPO는 기업의 평가에 따라 공모주의 가격에 영향을 미칠 수 있기 때문에, 투자자의 입장에서 역선택(Adverse Selection)이 가능하며, 기업과의 관계에서는 정보비대칭 현상이 나타날 수 있다[1].

본 연구에서는 5년 이내의 SSE(Shenzhen Stock

Exchange)에 상장된 중소기업 약 130개 기업을 대상으로 IPO과정에서 나타나는 기업의 이익조정과의 관계를 분석하고자 한다. 초기 중소기업 및 벤처기업의 경우 IPO시점에서는 벤처투자자의 엄격한 심사와 절차로 인해 이익조정이 진행되기는 어려울 것으로 추정되며, 선행 연구에서도 이익조정은 나타나지 않는 것으로 분석하고 있다[2, 3]. 즉, IPO기업은 벤처캐피탈과 같은 투자 유치를 통해 경영권과 자본조달의 제한적 상황을 사전에 차단하고, 이익을 상향 조정함으로써 공모주 발행뿐만 아니라 발행주에 대한 가치를 높이려는 성향을 보인다고 볼 수 있다.

본 연구에서는 독립변수로는 수정된 Jones 모형 [4](Dechow(1995)[5]을 바탕으로 발생액을 통한 이익 조정을 측정하고, Roychowdhury(2006)[6]의 연구에서 제시한 실질적인 이익조정 변수인 판매와 비용 그리고 생산 활동 요인을 통한 이익조정을 중심으로 통제변수로 투입하여 관계정도를 분석하였다. 본 연구에서는 발행주의 수익비율을 종속변수로 사용하여 이익조정에 따라 수익비율에 영향관계에 있는지를 분석하기 위해 상관분석과 회귀분석을 통해 가설을 검증하였다.

2. 이론과 선행연구 검토

2.1 중소기업 IPO

중소기업의 IPO는 자본조달의 안정화에 있다고 볼 수 있다. 비상장 기업이 상장 된다면 주식발행과 공모주를 통해 자본조달이 용이하고, 정보비대칭에서 오는 대리 비용이 경감될 수 있다. 그러나 IPO직후에 기업은 최대한 상장 직전에 나타나는 공모주 저평가를 회복하기 위해, 기업이 투자자와의 정보비대칭을 이용하여 이익조정을 유인하고 결과적으로 이해관계자에게 낙관적인 정보를 생산하게 된다고 알려져 왔다[7-9].

따라서 정보비대칭으로 인하여 투자자의 위험이 존재할 수 있으며, 투자자 입장에서는 공모주와 발행주의 고평가에 대해 다양한 리스크에 직면하고 있다고 볼 수 있다. Shin and Kim(2019)[1]의 연구에 의하면, 외국의 경우 1980년대와 1990년대에 약 16%에서 21% 정도의 저평가가 이루어졌지만 2000년대에 들어서는 그 비중이 40%로 급증하고 있다고 보았다. 또한 국내의 경우 47%에 가까운 비율로 분석하고 있다. 따라서 상장 직전에 저평가된 공모주에 대해 기업은 상장과정에서 고평가로 유인하고자 하는 의도는 항상 내재되어 있다고 볼 수 있다.

Zheng et al(2019)[7]의 연구에서도 내부 이익조정은 정보비대칭을 통해 진행될 수 있으며, 경영자는 정보비대칭을 고려하여 발행주에 대한 할인 등의 정책을 진행할 수 있다고 보았다[3]. 따라서 기업공개 주요 요인을 여러 연구를 통해 정리하면 다음과 같다. 첫째, 자본조달을 자본시장으로부터 직접적으로 진행하고 금융기관의 비중을 줄여 자본비용의 위험을 회피하는데 있다고 볼 수 있다[10, 11]. 둘째로 금융기관과 투자자와의 대등한 관계를 유지하여 금융기관으로부터 차입 등의 자본조달 비용을 줄일 수 있다는 것이다. 그러나 다른 한편으로는 상장 과정이 기업에게 항상 유리한 결과로 나타나는 것은 아니다. 즉, 투자자와 직접적으로 대응하여 자본을 조달할 수 있지만, 투자자가 정보비대칭을 고려하여 기업가치를 저평가할 수 있다. 또한 기업공개 과정에서 법적인 절차와 더불어 심사과정과 절차 및 수수료 등의 많은 대리 비용이 발생할 수 있기 때문에 IPO에 대해 부정적인 측면도 있는 것이다[12, 13].

본 연구에서는 업력이 짧은 중소기업이 IPO과정에서 발생하는 기업의 이익조정에 대한 유인을 살펴보고, 실제로 이익조정을 통해 주가 수익률을 높이려는 의도가 있는지에 대해 분석하고자 한다.

2.2 이익조정과 측정방법

이익조정과 관련하여 그 정의와 개념은 다양한 관점에서 연구되어 왔다. 따라서 본 연구에서는 이러한 연구결과를 정리하고 주류를 이루고 있는 연구방법론에 대해 살펴보고자 한다[14-16]. 이익조정은 기업의 관리자나 경영자가 자기 이익을 목적으로 회계정보에 관여하는 행위로 볼 수 있다. 또한 정보비대칭을 활용하여 재무보고서를 조정하여 실적을 통제하는 절차로 이해될 수 있다[17].

정보비대칭은 투자자의 의사결정을 왜곡할 수 있으며, Fan(2017)[18]의 중국 상장기업을 중심으로 분석한 연구에 의하면 회계 및 재무정보 보고를 이익조정의 수단으로 활용될 수 있다고 보았다. 따라서 정보전달 과정에서 통제하거나 관여하는 행위는 점차 그 비율이 증가되고 있다고 볼 수 있다.

Guo(2010)[19]은 중국 상장기업을 대상으로 이익조정의 효과에 대해 연구를 진행하였으며, 재무보고의 고평가를 위해 유인 수단으로 이익조정을 이용하는 것으로 보고한 바 있다. 또한 Huang(2012)[20]와 Yuan et al(2016)[21]의 연구에서도 이익조정은 발행주의 이익을 실현하기 위한 유인요인으로 보고 있다[22]. 그리고 회계정보의 질과 내부통제와의 관계에 있어서도 정보비

대칭을 통해 재무정보를 활용하고 재량적발생액을 통해 회계정보를 이용하는 연구들이 많이 있었다[23-27].

본 연구에서는 전통적인 관점에서 분석하고 있는 이익조정의 추정치 산정방식인 수정된 Jones(1995)를 통해 다음과 같이 분석하였다.

$$\frac{TaCC_{it}}{Asset_{it-1}} = \beta_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}} - \frac{\Delta REC_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_4 \left(\frac{\Delta COST_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_5 \left(\frac{CFO_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_6 \left(\frac{IA_{it}}{A_{it-1}} \right) + \epsilon \quad (1)$$

TaCC_{i,t}: 당기순이익-영업현금흐름=총발생액/
 Asset_{i,t-1}: t-1기말의 자산총계/ ΔREV_{i,t}: 매출액변화
 =t기 매출액-(t-1)기 매출액/ ΔREC_{i,t}: t기의 매출채권
 변동분=t기 매출채권-(t-1)기 매출채권/ PPE: t연도 고정자산/
 ΔCOST: t기의 기간비용의 변화(당기-전기)/ CFO:
 t기 현금순유입량/ IA: t기의 무형자산+장기자산

또한 실제 이익조정치(Real Earnings Management: REM)를 산출하기 다음과 같이 Roychowdhury(2006)의 연구 모형을 이용하여 분석하였다[6]. REM조정치는 비정상적인 현금유입(Cash in Flow)과 비정상적인 생산비용(Production Cost), 비정상적인 재량적 비용(Discretionary Expenses or Selling, General & Administrative Expenses)으로 다음과 같이 측정하고 있다.

$$\frac{CFO_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_1 + \alpha_2 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{S_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} \right) + \epsilon_t \quad (2)$$

$$\frac{PRO_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{S}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta S}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{\Delta S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} \right) + \epsilon_t \quad (3)$$

$$\frac{DISEXP_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta \left(\frac{S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} \right) + \epsilon_t \quad (4)$$

본 연구의 연구모형은 다음과 같이 수정된 Jones 모형과 Roychowdhury(2006)[6]의 ERM 모형을 통해 변수를 선정하고 통해 IPO기업의 공모주 발행수익률을 통해 이익조정과의 관계를 검증하고자 한다. 또한 통제변수로 기업규모(SIZE), 총자산 증가율(GROWTH), 자산부채비율(LEV), 총자산이익률(ROA), 신규상장기업의 업력

(AGE), 공모주저평가비율(AR)을 통해 발행수익률을 분석하고자 한다. 본 연구를 위해 다음과 같이 연구모형을 설정하였다.

[연구가설] 중소기업은 IPO과정에서 이익조정 의 유인을 통해 기업 발행 주식의 수익률을 높일 것이다.

3. 실증분석

3.1 분석 설계

본 연구는 중국 심천(SSE)에 상장되어 있는 중소기업 중 업력이 5년 이내에 있는 130개 기업을 대상으로 IPO와 이익조정간의 관련성을 분석하였다. 분석에 투입된 자료 중에 금융업과 극단치에 해당되는 데이터는 제외하고 상장 전 재무자료와 상장과 관련된 자료를 통해 2016년부터 2019년까지 4년간의 데이터를 통해 가설을 검증하였다. 대상 연구기간에 IPO가 진행된 기업중 2016년 30개 기업, 2017년 45개 기업, 2018년 30개 기업, 2019년 25개 기업을 조사하였다. 이들 기업중 벤처캐피탈에 의해 투자를 받은 기업은 약 60%인 78개 기업이 투자유치가 있었던 것으로 분석되었다.

본 연구는 연구가설을 검증하기 위해 재량적 발생액을 통한 이익조정치와 실제 이익조정치를 통해 발행주의 수익률에 정(+) 또는 부(-)의 영향을 미치고 있는지를 분석하여 이익조정의 관계 정도를 확인하고자 한다.

3.2 가설분석

본 연구를 분석하기 위해 설정된 가설에 따라 연구모형을 통해 기업공개과정에서 나타나는 이익조정이 공모 및 발행주의 수익률에 유의한 영향 관계에 있는지에 대해 분석하고자 한다. 본 연구의 연구모형은 다음과 같다.

$$PE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DA_{i,t} + \beta_2 AB-CFO_{i,t} + \beta_3 AB-PRO_{i,t} + \beta_4 AB-DISEXP_{i,t} + \beta_5 V_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 GROWTH_{i,t} + \beta_9 AGE + \beta_{10} AR_{i,t} + \epsilon_t \quad (5)$$

PEt: 발행주 수익률/ DAt: 재량적 발생액/ AB-CFOt: 현금유입/ AB-PROt: 생산비용/ AB-DISEXPt: 재량적 비용/ LEVt: 자산부채비율/ SIZEt: 기업규모/ ROAt: 총자산수익률/ GROWTHt: 총자산증가율/ AGEt: 업력/ ARt: 공모주저평가비율

본 연구에서 투입된 기업 자료는 Table.1과 같이 각 변수에 대해 기초 기술분석을 실시하였으며, 130개 기업에 대한 각각의 평균과 표준편차는 다음과 같다. 기초분석에서 나타난 평균구간과 평균차이의 범위가 모집단을 투영하는데 통계적으로 크게 문제가 없는 것으로 볼 수 있다. 또한 선행연구에서도 본 기초자료분석과 크게 차이가 나지 않기 때문에 모집단을 추정하는데 편차가 없을 것으로 분석된다.

Table 1. Statistical Analysis

Variable	PE	No.	Mean	St.Devi.
DA		130	.104	.103
CFO		130	2.090	.760
PRO		130	15.067	.301
DISEXP		130	20.021	.567
LEV		130	.412	.254
SIZE		130	.407	.501
ROA		130	.289	.231
GROWTH		130	.542	.143
AGE		130	.280	.709
AR		130	.802	.510

Table 2.는 각 변수에 대한 피어슨 상관관계분석 내용이며, 관계정도에 대한 부호는 양(+)과 부(-)의 부호가 동시에 나타나고 있다.

분석결과에서 보는 바와 같이 재량적발생액(DA)와 발행주 수익률(PE)과의 관계에서는 .05수준에서 통계적으로 관련성이 있는 것으로 볼 수 있다. 또한 현금유입(CFO)도 .376**로 관계가 유의한 것으로 분석되어 두 변수는 발행주 수익률에 상관성이 있는 것으로 볼 수 있다. 기업의 규모(SIZE)와는 부(-)로 나타나고 있어서 규모가 큰 경우에는 발행주 수익률이 반대로 나타난다고 볼 수 있다. 그리고 재량적 발생액(DA)과 영업현금 유입(CFO), 재량적 비용(DISEP)과 주요 변수와의 관계에서는 업력(AGE)과 공모주평가비율(AR)의 두 변수를 제외하고 대부분 상관관계가 있는 것으로 분석되었다. 또한 주목해서 분석되는 변수는 총자산수익률(ROA)과 총자산증가율(GROWTH)변수로 중소기업의 기업이 IPO과정에서 과도한 재량적 발생액으로 이익을 조정하는 경우 실제 수익률은 감소할 수 있는 것으로 추정될 수 있다. 이상과 같이 상관관계 분석에서는 IPO기업의 이익조정은 단기적으로 기업의 발행주가 수익률과의 관계에서 어느 정도 관련성이 있는 것으로 해석될 수 있다.

가설검증을 위해 Table 3.과 같이 중소기업의 IPO과

Table 2. Pearson Correlation Analysis

Var.	PE	DA	CFO	PROD	DISEP	LEV	SIZE	ROA	GRO	AGE	AR
PE	1										
DA	.087*	1									
CFO	.376**	-.195**	1								
PROD	-.090	-.201**	-.201**	1							
DISEP	.076	.512***	-.365***	.502***	1						
LEV	-.209	-.030	.102**	.012	-.032	1					
SIZE	-.601**	-.042*	.194*	.072	-.154**	.294***	1				
ROA	-.032	-.201**	-.298**	-.042	.145**	.502***	-.270***	1			
GRO	.030	.304***	-.201**	-.032	.243***	.070	.021	.287***	1		
AGE	.081	.054	.091	.023	.004	.008	.007	.003	.003	1	
AR	.005	.092	.004	.003	.021	.002	.021	.012	.010	.002	1

* p<0.05, **p<0.01, *** p<0.001

Table 3. Regression of Hypothesis 2

Independent variables	Non-standardized-coefficients	standardized-coefficients	t	p
	B	Beta		
Constant	39.038		9.023***	.001
DA(PE)	2.096	2.560	1.976*	.050
CFO(PE)	3.056	3.980	6.903***	.001
PROD(PE)	.590	.503	.521	-
DISEP(PE)	2.023	.178	2.034**	.010
LEV(PE)	1.90	2.089	2.089*	.050
SIZE(PE)	-.067	-.012	-3.563**	.001
ROA(PE)	-4.07	-3.90	-2.674**	.010
GRO(PE)	.156	.102	.734	-
AGE(PE)	.103	.189	.231	-
AR(PE)	.214	.109	.245	-
R ² =0.321, F=36.305(p=0.001)				

* p<0.05, **p<0.01, *** p<0.001

정에서 이익조정을 통해 공모 및 발행주의 수익률을 유인할 수 있는가를 분석하기 위해 회귀분석을 실시하였다. 분석결과 발행주 수익률에 영향을 미치는 변수는 재량적 발생액(DA) 1.976**, 영업현금 유입(CFO) 6.903*** 재량적 비용 .10, 기업규모 .001, 총자산 수익률과 총자산 증가율 간의 관계에서는 모두 유의한 관련성이 있는 것으로 분석되었다. 그러나 기업규모와 총자산 수익률은 부(-)의 관계로 나타나고 있어서 기업규모가 클수록 이익조정의 영향이 미미하거나 발행주의 수익률과 자산 수익률은 반대로 움직이고 있는 것으로 추정할 수 있다. 본 연구의 가설을 검증하기 위한 회귀분석 결과 이익조정의 유인은 발행주 수익률에 긍정적으로 작용하는 것으로 분석되었다. R²의 값이 약 32%의 설명력으로 볼 수 있지

만 선행연구와 크게 다르지 않고 F값의 경우 약 36(p<.001)로 분석되어 통계적으로 유의한 것으로 볼 수 있다.

본 연구의 가설은 전체적으로 지지되는 것으로 판단되며, 중소기업의 IPO과정에서 발행주의 수익을 높이기 위해 이익조정을 통해 공개 이전에 저평가 된 공모주와 대리인 비용을 상계하려는 의도가 있는 것으로 볼 수 있다.

4. 결론

본 연구는 업력이 5년 이내의 중소기업을 대상으로 IPO과정에서 이익조정을 통해 발행주의 수익률을 상향 조정하기 위해 의도적인 이익조정행위를 진행하는지를 알아보기 위해 연구를 진행 하였다. 본 연구를 위해 중국의 심천(SSE)증권거래소에 상장된 130개 기업을 중심으로 재량적 발생액을 통해 이익조정을 추정하고, 영업현금 유입과, 생산성과 재량적 비용을 대응 치료 하여 발행주가 수익률과의 관계를 분석 하였다. 일반적으로 재량적 발생액을 통해 기업의 재무적 지표를 조정하는 것은 정보비대칭을 심화시킬 수 있으며, 투자자의 입장에서 역선택을 할 수 있기 때문에 얼마간의 위험이 내재 되어 있다고 볼 수 있다. 그러나 투자자는 역선택의 위험을 회피하고 정보비대칭을 고려하여 IPO의 공모주를 저평가 하거나 의도적으로 기업 가치를 낮게 인식할 수도 있다.

본 연구의 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 기업의 IPO과정에서 재량적 발생액을 통한 이익조정의 유인은 발행주의 수익률을 극대화하기 위한 의도로 추정할 수 있었다. 이러한 이익 조정치는 일정부분 발행주 수익률에 영향을 주는 것으로 분석할 수 있었지만, 기업 규모와 총

수익 측면에서는 반대의 결과로 나타나고 있어서 기업규모가 표본의 평균집단 보다 큰 경우 이익조정 효과는 미미한 것으로 추정할 수 있다. 둘째로 이익조정의 실제치인 영업현금 유입과, 재정적 비용을 통한 이익조정 유인은 발행주의 수익률에 영향을 미치는 것으로 확인할 수 있었다. 따라서 IPO과정에 있는 중소기업은 일정 부분 이익조정에 대한 유인이 존재한 것으로 분석할 수 있었다.

본 연구 결과는 중국 상장기업의 이익조정현황과 유형을 통해 중국뿐만 아니라 중국기업과 거래하는 국내 중소기업과 투자자에게도 기업가치를 평가하는데 유용한 지침을 제공할 수 있을 것이다. 그러나 본 연구 결과가 유의미하게 나타났지만 투입된 변수의 통제와 기업이 갖고 있는 내재적인 특성을 반영하는데 어려움이 있을 수 있다. 따라서 향후 연구에서는 이러한 제약적인 부분을 수용할 수 있는 연구방법 등이 적용되어야 할 것이다.

REFERENCES

- [1] Y. U. Shin, K. B. Kim. (2019). The Effects of IPO Underpricing on Earnings Management of Post-IPO, *Korea International Accounting Review*, 83, 251-275.
- [2] S. M. Bak. (2019). Earnings Management of KOSDAQ IPO Firms : Focusing on the Borrowing Relationship of Financial Institutions, *The Journal of Business Education*, 33(5), 181-200.
- [3] Z. Xin, Y. M. Kwon, K. M. Kim. (2019). Research on the relationship between internal control and real earnings management, *Korean International Accounting Review*, 85, 133-149.
- [4] J. J. Jones. (1991). Earnings Management during Import Relief Investigations, *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228.
- [5] P. M. Dechow, R. G. Sloan, A. P. Sweeney. (1995). Detecting Earnings Management. *Accounting Review*, 70(2), 193-225.
- [6] S. Roychowdhury. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of accounting and economics*, 42(3), 335-370.
- [7] X. Zheng, L. Mao, Y. Lu. (2019). Impact of Venture Capital Firms' Co-investment Behavior on Fundraising Capacity of Investees in IPO Markets: : Evidence from Chinese ChiNext Market, *Industrial Engineering and Systems Management*, 10, 1-5.
- [8] H. S. Cho, Y. M. Kim. (2020). Ownership-Control Disparity and its Impacts on IPO Performance, *Korea Business Review*, 49(5), 1269-1294.
- [9] Y. B. Jang, Y. O. Kwon. (2020). Impact of Shortly Acquired IPO Firms on ICT Industry Concentration, *Journal of Intelligence and Information Systems*, 26(3), 51-69.
- [10] Y. H. Jeon, J. I. Ban. (2019). Factors Affecting IPO Stock Investment Performance of Individual Investors, *The Korean Journal of Financial Management*, 36(3), 169-203.
- [11] S. Gladriel. (2018). Private Benefits in Public Offerings: Tax Receivable Agreements in IPOs, *Vanderbilt Law Review*, 71(3), 889-935.
- [12] R. Wang, C. Wu. (2020). Politician as venture capitalist: Politically-connected VCs and IPO activity in China, *Journal of Corporate Finance*, 64, 120-130.
- [13] N. Sakawa, H. Watanabe. (2020). NIPO underpricing and ownership monitoring in Japan, *Asian Business and Management*, 19(4), 480-503.
- [14] G. B. Alisa, G. Adrea, R. Jacop, K. Kristian. (2020). Effects of superiors' compensation structures on physiological responses and real earnings management decisions of subordinate managers, *Management Accounting Research* September, 48, 150-178.
- [15] H. S. Shim. (2019). Beating Earnings Thresholds of IPO Firms through Real Earnings Management, *Korean Review of Corporation Management*, 10(3), 291-310.
- [16] C. S. Song, Y. J. Lee. (2017). Earnings Management of Venture Firms around Initial Public Offerings, *The Korean Journal of Financial Management*, 34(2), 201-234.
- [17] S. H. Shin, Y. Yu. (2017). Empirical Study on Earnings Management in KONEX, *Journal of International Trade Commercial*, 13(2), 533-549.
- [18] H. J. Moon. (2017). A Comparison of Earnings Quality Between KOSPI Firms and KOSDAQ Firms. *Journal of Digital Convergence*, 15(1), 129-141.
- [19] G. Guo. (2010). Research on the "Authentication Effect" of my country's Venture Capital on IPOs of Small and Medium-sized Enterprises [J] *Economic Forum*, 2010 (04): 177-180
- [20] M. Huang. (2012). Theoretical Explanation of the Motivation of IPO Companies' Earnings Management[J]. *Friends of Accounting*, 2012 (7): 72-75
- [21] Y. Yuan, Y. Wang. (2016). An Empirical Study on the Impact of Venture Capital on Companies' Earnings Management Behavior before IPO—Based on the Data of Listed Companies on the Growth Enterprise Market[J] *Journal of Shanghai Finance University*, 2016 (03): 55-63
- [22] D. A. Cohen, A. Dey, T. Z. Lys. (2008). Real and accrual-based earnings management in the pre-and post-Sarbanes-Oxley periods. *The accounting review*, 83(3), 757-787.
- [23] J. H. Kim, J. B. Kim & J. M. Choi. (2017). The

Corporate Life Cycle and Management Compensation.
Journal of Digital Convergence, 15(1), 85-96.

- [24] E. J. Lee, W. M. Sim & J. K. Kim. (2018). The Effect of Management Forecast Precision on CEO Compensation-Accounting Performance. *Journal of Digital Convergence*, 16(10), 123-132.
- [25] C. H. Lee, D. M. Lee & C. Lu. (2019). Relative Importance of Executive Competency Factors of SMEs and Venture Firms in Credit Evaluation. *Journal of Digital Convergence*, 17(4), 123-136.
- [26] M. N. Jo & D. H. Lee. (2016). The Impact of CEO's Values System and Employee's Awareness, Sympathy on Organizational Performance. *Journal of Digital Convergence*, 14(12), 95-103.
- [27] H. C. Lee, S. T. Park & K. J. Song. (2017). Analysis of Management Performance Change of Korean Agricultural Co-operatives around CEO turnover. *Journal of Digital Convergence*, 15(11), 175-185.

김 동 일(Dong-II Kim)

중산학원



- 1998년 7월 ~ 2000년 3월 : 텍사스 주립대(UTA) ERP센터 연구교수
- 1999년 2월 : 명지대학교 대학원 경영학박사
- 2000년 3월 ~ 2006년 2월 : 국립밀양대학교 회계정보학과 교수
- 2008년 1월 ~ 2010년 2월 : 텍사스 주립대(UTD) 객원교수
- 2019년 3월 ~ 2021년 2월 : 텍사스주립대(UTD) 연구교수
- 2006년 1월 ~ 현재 : 부산대학교 경영학과 교수
- 관심분야 : ERP, AIS Cloud, SCM, IC & 회계감사
- E-Mail : kdi50@pnu.edu