

한국 상장기업의 영업현금흐름 조정 동기[†]

최중서*

<요 약>

본 연구에서는 우리나라의 상장기업이 K-IFRS 도입 후 현금흐름표에서 보고되는 영업현금흐름을 상향 조정하기 위하여 분류조정을 이용하는 경향이 있는지를 분석하였다. 분류조정 of 대응변수로는 계량경제학적으로 산출되는 비정상영업현금흐름, 그리고 이자 및 배당금의 수취와 지급을 영업현금흐름을 최대화하는 방향으로 분류하는지의 여부를 반영하는 더미변수를 사용한다. 조정의 유인으로는 기업의 재무적 부실, 투자자격과 부적격의 경계영역에 해당하는 신용등급, 음(-), 혹은 전년도의 보고영업현금흐름보다 낮은 실적 보고의 회피동기 등을 고려한다. 실증분석 결과 분류조정 변수와 조정유인 변수사이에 기회주의 설명과 일치하는 양(+)의 관련성은 관찰되지 않았으며 오히려 일부의 분석에서는 음(-)의 관계가 확인되었다. 이는 K-IFRS에서 허용하고 있는 분류의 재량이 영업현금흐름을 최대화하는 방향으로 행사되는 것이 아니라 오히려 초과 영업현금흐름 실적과 관련되고 있을 가능성을 제시하는 것이며 이는 분류방식을 기간별로 일관되게 채택할 것을 요구하고 있는 K-IFRS의 규정과 무관하지 않은 것으로 해석된다.

핵심주제어: 국제회계기준, 영업현금흐름, 분류조정, 재무적 부실, 신용등급

논문접수일: 2015년 10월 29일 수정일: 2015년 12월 22일 게재확정일: 2015년 12월 22일

† 이 논문은 2013년도 부산대학교 인문사회연구기금의 지원을 받아 연구되었음.

* 부산대학교 경영대학 경영학과 교수, jschoi@pusan.ac.kr

I. 서 론

영업현금흐름과 회계이익은 상호보완적인 기업경영성과의 요약측정치이다. 경영자는 기회주의적 동기에 입각하여 회계이익 및 영업현금흐름을 조정하는 것으로 보고되고 있다.¹⁾ 성과측정치는 경영자 및 기업을 둘러싼 이해관계자들 사이의 부의 재배분에 영향을 준다. 따라서 경영자가 예상되는 부의 재배분에 유리한 영향을 주기 위하여 측정치를 조정하려는 유인을 갖게 되는 것은 충분히 예상가능하다. 회계이익을 조정하는 수단으로는 발생액 조정, 실제영업활동 조정 및 계정과목 분류조정이 이용되는 것으로 논의되어 왔다.

회계이익의 조정에 비하여 영업현금흐름 조정에 관한 연구는 드물다. 이는 기업의 이해관계자들이 기업과 관련한 의사결정을 내릴 때 주로 회계이익에 의존할 뿐만 아니라 영업현금흐름 수치의 조정수단이 상대적으로 제한되고 있다는 사실과도 무관하지 않다. 영업현금흐름은 실제 현금흐름과 회계수치가 연동되므로 현금흐름의 변화를 수반하지 않고 수치만을 조정하는 것은 불가능하다. 따라서 발생액 조정을 통하여 실제 영업활동과 관계없이 회계수치를 조정할 수 있는 이익에 비해 신축적인 조정이 어렵다. 그러나 최근의 일부 연구에서는 현금흐름표상의 활동영역간 분류조정을 이용하거나 실제거래의 발생시기를 조정하여 영업현금흐름을 조정하는 경향이 존재하는 것으로 보고되고 있다.

Lee(2012)에 의하면 미국의 기업은 현금흐름표의 활동영역간 분류를 자의적으로 변경하거나 외상대금의 지급시기 혹은 회수시기의 조정을 통하여 영업현금흐름을 조정하는 경향이 있으며 주로 재무적 부실, 기업의 장기신용등급, 재무분

석가에 의한 현금흐름예측치의 발표, 주식수익률과 영업현금흐름 사이의 높은 연관성이 존재하는 기업일수록 이러한 현상이 두드러지는 것으로 보고하고 있다. 국내에서도 국제회계기준(이하 K-IFRS)이 도입된 2011년 이후 현금흐름표에 보고되는 이자 및 배당금 지급액 항목의 활동영역을 분류함에 있어서 영업현금흐름을 최대화하려는 경향이 존재하는지를 조사한 연구가 발표되었다(박종찬·박보영, 2012; 정운오, 정희선, 2015).

우리나라에서는 2011년부터 국내 상장기업에 대하여 K-IFRS의 적용이 의무화됨에 따라 실무적으로 다양한 파급효과가 초래되고 있는데 현금흐름표의 작성에 있어서는 분류조정의 가능성이 확대된 것으로 평가되고 있다. 즉 K-IFRS에서는 기존의 국내 회계기준(이하 K-GAAP)과는 달리 일부 현금흐름 항목의 활동영역 분류와 관련하여 상당한 재량의 여지를 부여하고 있다. 구체적으로 K-GAAP에서 일률적으로 영업활동으로 분류되던 이자와 배당금 수취 및 이자지급과 재무활동으로 분류되던 배당금 지급에 대하여 K-IFRS에서는 현금흐름의 성격을 고려하여 영업활동, 투자활동 또는 재무활동으로 분류할 수 있는 선택의 여지를 허용하고 있다.

국내의 선행연구 가운데 박종찬·박보영(2012)은 K-IFRS를 도입한 거래소 및 코스닥 상장 비금융 국내기업을 대상으로 현금흐름표상 이자지급액을 재무활동으로 분류한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 재무상태와 경영성과가 양호하지 못한 특성이 있음을 보고하였다. 또 정운오·정희선(2015)의 연구에서는 이자지급뿐만 아니라 이자 및 배당금의 수취와 지급을 종합적으로 고려하여 2011년부터 2014년까지의 상장기업을 분석한 결과 음(-)의 영업현금흐름 보고를 회피하기 위하

1) 회계이익의 조정동기와 관련하여서는 미래성과에 대한 사적 신호를 전달하기 위한 순기능적 동기도 있는 것으로 보고되고 있으나 (예컨대 Subramanyam, 1996) 기존의 연구에서는 기회주의적 동기에 의한 조정현상을 주로 조사대상으로 삼아 왔다.

여 이자와 배당금의 수취는 영업활동으로 분류하면서 그 지급은 재무활동으로 분류하는 경향이 있으며 이러한 활동분류를 하는 기업에 대해 신용평가기관은 회사채의 신용등급을 낮추는 경향이 있는 것으로 주장하였다.

본 연구에서는 K-IFRS의 도입 이후 현금흐름표상 영업현금흐름 조정현상이 실제로 관찰되고 있는지를 재확인하는데 목적을 둔다. 연구의 동기는 K-IFRS의 도입에 따라 일견 분류조정 여지가 증가한 것으로 예측할 수도 있으나 현행 K-IFRS에서는 이자 및 배당금의 수취와 지급을 분류함에 있어서 기간별 일관성을 유지하도록 규정하고 있기 때문에 실제로 보고 영업현금흐름을 최대화할 목적으로 자의적인 분류를 할 가능성은 제한될 것이라는 문제의식에서 발단되었다. 본 연구에서는 기존의 국내연구에 비해 보완된 연구방법을 적용하여 선행연구의 결과를 재검토함으로써 우리나라 상장기업의 현금흐름조정 현상에 대한 추가적 증거를 제시하는데 의의를 둔다.

이를 위하여 영업현금흐름의 분류조정에 대한 대응변수로서 Lee(2012)의 연구에서 시계열적으로 추정된 기대영업현금흐름 모형을 산업·연도별로 횡단면적으로 추정하여 도출되는 비기대 영업현금흐름이 선택된 조정유인을 대리하는 기업특성변수와 관련성을 갖는지를 분석한다. 아울러 박종찬·박보영(2012) 및 정운오·정희선(2015)에 의한 국내 선행연구에서 사용된 이자와 배당금의 지급 및 수취의 영역분류를 확장하여 조정유인과 관련된 기업 특성변수와 상관을 분석한다. 이때 이자 및 배당수취를 영업활동으로 분류하는지의 여부와 이자 및 배당지급을 재무·투자활동으로 분류하는지의 여부를 복합적으로 고려할 뿐만 아니라 분류형태의 기간별 변동에 대해서도 조사한다. 영업현금흐름 조정의 유인으로는 선행연구에서 고려된 재무부실, 신용등급의 수준과 더불어 음의 영업현금흐름 보고회피 및 전기 대

비 보고영업현금흐름 감소보고회피의 동기를 고려한다. 재무부실의 정도가 상대적으로 높거나 기업의 장기신용등급이 투자부적격 등급의 경계에 근접한 기업일수록 영업현금흐름을 부풀리려는 유인을 지니되 이러한 경향은 영의 영업현금흐름 혹은 전기의 보고 영업현금흐름 수준을 근소하게 상회하는 수준의 영업현금흐름을 보고하는 기업일수록 두드러질 것으로 예측한다.

본 연구는 기존의 이익조정 문헌에 비해 연구가 활성화되지 않은 영업현금흐름 조정연구에 대한 관심을 확대시키고 국내 상장기업의 표본으로부터 실증적 증거를 탐색하는데 의의를 둔다. 국내 회계학계에서는 K-IFRS 도입 이후 회계실무의 다양한 영역에서 경영자가 원칙중심 회계기준에서 허용하는 확대된 재량권을 기회주의적 목적을 위하여 행사하고 있음을 제시하는 연구결과들이 보고되고 있다. 본 연구에서는 재무부실이나 신용등급 강등을 회피할 목적으로 영업현금흐름을 부풀리기 위하여 경영자들이 현금흐름표의 활동영역간 분류조정을 이용하는지에 대한 검증결과를 제공함으로써 회계수치 조정연구의 외연확장에 기여할 것으로 기대한다. 아울러 본 연구는 기존의 이익조정 연구가 발생액 조정과 실물조정에 치우쳐 왔음에 비하여 상대적으로 주목을 덜 받아 온 분류조정 연구의 가치에 대해서도 주의를 환기하는 효과를 가질 수 있다. 제2장에서는 선행연구의 개관을 바탕으로 연구가설을 설정한다. 제3장에서는 연구 설계를 제시하고 제4장에서 분석결과와 더불어 시사점을 논의한다. 마지막으로 제5장에서 결론을 맺는다.

II. 선행연구 및 가설

일반적으로 회계이익은 영업현금흐름에 비해 기업의 기간성과에 대한 요약추정치로서 보다

우수한 것으로 인정되고 있으나 회계이익이 추정과 인위적 기간배분에 의한 조정가능성에 취약한 반면 영업현금흐름은 객관적 성과지표로서 신뢰성이 높은 정보로 평가되고 있다. 특히 미국에서는 2000년초 Enron, WorldCom 사건을 비롯한 일련의 분식회계 스캔들 이후로 현금흐름 정보에 대한 자본시장의 수요가 대폭 증가한 것으로 보고되고 있다. Wasley and Wu(2006)에 의하면 2000년 이후 미국에서 재무분석가에 의한 현금흐름 예측치의 발표는 2000년 이전에 비해 급증한 것으로 확인되었는데 이들은 그 배경으로 회계부정 사건의 여파로 시장참여자에 의한 현금흐름정보의 수요가 증가한 사실을 지적하고 있다. DeFond and Hung(2007)은 재무분석가에 의한 현금흐름 예측은 경영자의 이익 조정을 감소시키는 데에도 효과가 있음을 제시하고 있다.

한편 영업현금흐름의 중요성이 부각될수록 영업현금흐름의 보고 수치를 기회주의적으로 조정하려는 유인도 증가한다는 증거들이 제시되고 있다. Lee(2012)에 의하면 2001년에 미국의 Dynergy사는 특수목적법인(SPE)을 이용하여 대여금을 영업현금흐름 유입액으로 번칙 보고함으로써 회계이익 수치에는 아무런 영향을 미치지 않으면서 보고 영업현금흐름을 대폭 증가시킨 사례를 소개하고 있다(Lee, 2012, p. 32). 그의 연구에서는 재무적 부실의 정도가 심각한 기업, 장기신용등급이 투자적격등급 탈락의 위기에 근접한 기업, 재무분석가가 현금흐름예측치를 발표하는 기업, 주식수익률과 영업현금흐름 간의 상관관계가 높은 기업일수록 영업현금흐름을 증가시키기 위하여 활동영역간의 분류조정 및 거래시기의 조정을 수행하는 경향이 있는 것으로 보고하였다.

국내에서는 K-IFRS 제1007호 ‘현금흐름표’에서 현금흐름표의 작성방법과 관련하여 K-GAAP

와는 상이한 규정을 도입한 사실에 착안하는 연구들이 발표되었다. K-IFRS에서는 현금흐름표를 연결기준으로 작성할 것과 이자와 배당금의 수취 및 지급에 따른 현금흐름을 각각 현금흐름표에 별도 공시하되 기업의 선택에 따라 영업활동, 투자활동 또는 재무활동으로 분류하도록 하고 있다. 즉 비금융회사의 이자지급과 수입 및 배당금수입은 당기손익의 결정에 영향을 미치므로 영업활동 현금흐름으로 분류할 수 있으나, 이들은 재무자원을 획득하는 원가나 투자자산에 대한 수익이기도 하므로 재무활동 현금흐름과 투자활동 현금흐름으로 분류할 수도 있는 것으로 정하고 있다(문단 33). 또 배당금의 지급은 재무자원을 획득하는 원가이므로 재무활동 현금흐름으로 분류할 수 있으며, 재무제표이용자가 영업활동 현금흐름에서 배당금을 지급할 수 있는 기업의 능력을 판단하는데 도움을 주기 위하여 영업활동 현금흐름의 구성요소로 분류하는 것도 허용하고 있다(문단 34).

박종찬과 박보영(2012)은 2011년의 유가증권시장 및 코스닥시장 상장기업을 대상으로 K-IFRS 하에서 현금흐름표상에 이자지급액을 재무활동 현금흐름으로 분류한 기업들의 특성을 조사하였다. 그 결과 최근 5년간의 평균 부채비율이 높을수록, 매출액이익률이 낮을수록, 기업규모가 클수록, K-IFRS를 조기 도입한 기업일수록 이자지급액을 재무활동으로 분류하는 경향이 있음을 발견하고 이를 근거로 우리나라 상장기업이 K-IFRS에서 허용하고 있는 현금흐름표상의 분류의 재량권을 기회주의적으로 활용하는 경향이 있는 것으로 해석하였다. 그러나 이 연구는 2011년 단일년도만의 표본을 이용하고 있고 이자의 지급에만 초점을 맞추고 있다는 점에서 외적 타당성이 부족하다. 보다 최근에 정운오와 정희선(2015)의 연구에서는 표본기간을 2011년에서 2014년까지로 확장하고 이자뿐만 아니라 배당금

까지 포함하여 수취는 영업활동으로 분류하면서 지급은 재무활동으로 분류하는 기업을 분석대상으로 삼았다. 그 결과 이자지급과 배당지급을 영업활동으로 분류할 경우에는 음(-)의 영업현금흐름을 보고하게 되지만 이를 재무활동으로 분류할 경우 양(+)의 수치를 보고하는 기업일수록 분류상의 재량을 이용하는 경향이 있다고 주장하였다.

그러나 상술한 국내 선행연구들에서는 이자와 배당금의 수취 및 지급에 따른 현금흐름을 기업의 선택에 따라 영업활동, 투자활동 또는 재무활동으로 분류할 수 있되 선택된 분류방식이 매 기간 일관되게 유지되어야 한다는 요건을 간과하는 측면이 있다(K-IFRS 제1007호 문단 31). 현금흐름의 분류가 기간별로 탄력적으로 이루어질 수 없을 경우 특정한 조정유인에 입각하여 보고 영업현금흐름을 상향조정할 목적으로 분류조정을 자의적으로 이용하는 것은 제약을 받을 수 있다. K-IFRS가 도입된 최초년도에는 회계제도가 이행되는 과정에서 영업현금흐름을 최대화시키기 위하여 선택의 여지를 활용했을 가능성이 있으나 추후 일관된 분류방식을 유지하게 된다면 기회주의적인 조정의 가능성은 축소된다. 영업현금흐름을 기회주의적으로 조정할 수 있기 위해서는 조정의 유인이 존재하는 기간과 존재하지 않는 기간 사이에 분류방식을 달리 선택할 수 있는 재량이 허용되어야 할 것이다.

아울러 영업현금흐름을 증가시키기 위해서는 이자지급이나 배당지급을 재무활동으로 분류하는 외에 실제영업활동을 조정하는 방법에 의존할 수도 있다.²⁾ 따라서 이자와 배당금의 지급, 수취에 따른 현금흐름을 어떤 활동영역에 포함시키는지 뿐만 아니라 비정상 영업현금흐름의 보다 포괄적인 척도를 이용한 분석을 통해서도

추가적인 단서를 구할 필요성이 있다. 본 연구에서는 영업현금흐름 분류조정의 대체적인 대응변수를 이용하여 국내 유가증권시장 및 코스닥시장 상장기업이 K-IFRS를 도입한 2011년 이후로 현금흐름표상의 보고 영업현금흐름을 분류조정 방법을 통해 증가시키고자 하는 경향이 있는지를 재검토한다.

이때 분류조정의 잠재적 유인으로는 기업 부실의 가능성, 장기신용등급이 투자부적격 경계영역에 속하는지의 여부, 보고 영업현금흐름의 수준이 영(+) 및 전년도 보고수치를 근소하게 상회하는지의 여부를 주된 관심변수로 고려한다. 기업의 재무적 부실과 투자부적격 신용등급 변수는 Lee(2012)의 연구에서 영업현금흐름 상향조정의 유인변수로 고려된 바 있고 박종찬과 박보영(2012) 및 정운오와 정선희(2015)의 연구에서도 비슷한 맥락에서 검토된 바 있다. 기업의 재무적 부실 가능성이 증가할수록 투자자, 채권자를 비롯한 기업의 이해관계자들은 영업현금흐름 정보를 중시하게 된다. 영업현금흐름이 부족한 기업은 지불불능 가능성이 큰 것으로 간주되어 위험보상적 자본비용을 추가적으로 부담할 수도 있다. 또한 영업현금흐름의 과부족 여부는 기업의 장기 신용등급을 결정함에 있어서 중요한 고려요인이 될 수 있다. 투자적격과 부적격의 경계영역에 해당하는 신용등급을 받는 기업은 부적격 등급으로의 강등을 모면하거나 적격등급으로의 격상가능성을 높이기 위하여 영업현금흐름 수준을 조정하려는 유인을 가질 수 있다.

나아가 영업현금흐름이 회계이익과 더불어 요약성과지표의 역할을 수행하는 만큼 영(0) 혹은 전년도 실적을 상회하는 수치를 보고하려는 유인(즉 meet or beat benchmark)이 중요한 조정동기가 될 수 있다. 전망이론(prospect theory)에

2) 예컨대 Lee(2012)의 연구에서는 4분기말에 공급업체에 대한 외상대금의 지급시기를 늦추는 대신 고객으로부터 회수시기를 앞당김으로써 시기조정을 통한 영업현금흐름의 조정이 이루어지고 있다는 증거를 보고하고 있다.

의하면 기준을 하회하는 실적보고가 야기하는 비효용은 기준을 상회하는 경우의 효용에 비해 비대칭적으로 크다. 이익조정과 관련한 회계문헌에서는 적자보고회피, 이익감소보고회피, 재무분석가의 예측치 초과달성 유인에 입각한 이익 상향조정의 증거가 널리 보고되고 있다 (Burgstahler and Dichev, 1997). 박종찬과 박보영(2012) 및 정운오와 정선희(2015)의 국내 연구에서는 이자 및 배당금 지급을 영업활동으로 분류할 경우 음(-)의 영업현금흐름을 보고하는 기업일수록 현금유출항목을 재무활동으로 분류하는 경향이 있는 것으로 보고하고 있다. 본 연구에서도 이러한 관점을 반영하여 보고 영업현금흐름 수치가 영(0)뿐만 아니라 전년도 보고수치를 근소하게 상회하는 기업은 영업현금흐름을 상향 조정했을 가능성이 큰 것으로 예상된다.

그러나 이상의 논의에도 불구하고 이자 및 배당금 수취와 지급에 따른 현금유출입의 분류방식이 매기 일관되어야 한다는 K-IFRS의 규정을 감안할 때 분류조정과 조정유인간의 체계적인 관련성이 존재할 지는 실증적 문제(empirical question)라 할 수 있다. 연구가설은 아래와 같은 형식으로 설정한다.

가설: 다른 조건이 동일하다면 기업의 부실가능성이 크거나 신용등급이 투자적격과 부적격의 경계영역에 속하거나, 영업현금흐름의 수준이 영, 혹은 전년도 보고 수치보다 근소하게 높은 기업일수록 영업현금흐름을 상향조정할 가능성이 클 것이다.

III. 연구설계

1. 영업현금흐름의 분류조정

Lee(2012)는 미국 자료를 이용한 분석에서 영업현금흐름의 분류조정 현상을 측정하기 위하여 계량경제학적으로 추정된 비정상 영업현금흐름 변수를 이용하였다. 이는 기대 핵심이익을 추정하기 위한 모형을 개발하여 핵심이익의 분류조정 현상을 조사한 McVay(2006), Fan 등(2010)의 연구방법을 응용한 접근방법이라 할 수 있다. 본 연구에서는 Lee(2012)의 모형을 원용하되 산업별, 연도별 횡단면 추정을 통하여 비정상 영업현금흐름의 추정치를 산출한다.³⁾ 이 때 산업의 분류는 소속기업의 수가 10개 이상인 중분류 표준산업단위로 하되 연도, 산업별 표본 집단에서 추정대상기업을 제외한 기업, 년 관찰치로 회귀계수를 추정한 후 이를 대상기업의 실제값에 적용하여 정상 영업현금흐름을 계산한다. 비정상 영업현금흐름(UCFO)은 개별기업별 정상 영업현금흐름과 실제 영업현금흐름의 차이로 정의된다. 먼저 정상 영업현금을 추정하기 위한 횡단면 회귀모형은 다음 식(1)과 같다.

$$\begin{aligned} CFO_t/TA_{t-1} = & \alpha_0 + \alpha_1(1/TA_{t-1}) + \\ & \alpha_2(SALE_t/TA_{t-1}) + \alpha_3(\Delta SALE_t/TA_{t-1}) + \epsilon_t \end{aligned} \quad (1)$$

여기서, CFO_t = t기의 현금흐름표상의 영업현금흐름
 TA_t = t기의 재무상태표상의 총자산
 SALE_t = t기의 포괄손익계산서상의 매출액
 ΔSALE_t = t기의 매출액에서 t-1기의 매출액을 차감한 차액

3) Lee(2012)의 연구에서는 과거 10년간의 시계열자료를 이용하여 개별 기업별로 정상 영업현금흐름의 수준을 측차적으로 추정한 다음(rolling regression) 이를 실제 보고 영업현금흐름에서 차감하는 방식으로 비정상 영업현금흐름을 구하였다. 그러나 우리나라의 경우 2011년에 K-IFRS를 전면 도입하는 과정에서 이전과 이후 기간 사이에 구조적 변화가 초래되어 2011년 이전의 시계열 자료를 이용하여 추정된 정상 영업현금흐름을 2011년 이후의 실제 영업현금흐름과 비교하는 것은 의미가 희석되므로 횡단면 추정방식을 선택하였다.

비정상 영업현금흐름은 (2)식과 같이 표기되며 이는 자의적 영업현금흐름 조정 수준에 대한 포괄적 척도로 사용된다. 그러나 자의적 분류조정이 이루어지지 않을 경우 동 변수는 동종 산업에 속한 경쟁 기업에 비해 우월하거나 열등한 영업현금흐름 실적을 반영할 수도 있다.⁴⁾

$$UCFO_t = CFO_t - [\hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1(1/TA_{t-1}) + \hat{\alpha}_2(SALE_t/TA_{t-1}) + \hat{\alpha}_3(\Delta SALE_t/TA_{t-1})] \quad (2)$$

두 번째로는 이자 및 배당금의 수취와 지급의 활동영역 분류변수를 고려한다. 박종찬·박보영(2012)의 연구에서는 이자지급을 재무활동으로 분류한 경우를 영업활동에 대한 기회주의적 분류조정으로 간주하였고 정운오·정선희(2015)의 연구에서는 이자 및 배당수취는 영업활동으로 분류하면서 이자 및 배당의 지급은 재무활동으로 분류하는 경우를 영업현금흐름을 최대화하기 위한 자의적인 활동분류로 간주한 바 있다. 본 연구에서는 이를 확장하여 다음과 같은 네 가지의 분류조정(classification shifting: CS) 변수를 대체적으로 사용함으로써 보다 다양한 분석을 시도한다.

CS1 = 이자 및 배당금 수취액의 분류방식과 관계없이 이자 및 배당금 지급액을 재무 혹은 투자활동으로 분류하는 기업은 1, 그 외의 경우는 0의 값을 갖는 더미변수

CS2 = 이자 및 배당금 수취액을 영업활동으로 분류하면서 이자 및 배당금 지급액을 재무 혹은 투자활동으로 분류하는 기업은 1, 그 외의 경우는 0의 값을 갖는 더미변수

CS3 = 전년도에는 이자 및 배당금 수취액의

분류방식과 관계없이 이자 및 배당금 지급액을 영업활동으로 분류하였으나 당기에 재무 혹은 투자활동으로 분류 변경한 기업이면 1, 그 외의 경우는 0의 값을 갖는 더미변수

CS4 = 전년도에는 이자 및 배당금 수취액과 이자 및 배당금 지급액을 모두 영업활동으로 분류하였으나 당기에 이자 및 배당지급액을 재무 혹은 투자활동으로 분류 변경한 기업이면 1, 그 외의 경우는 0의 값을 갖는 더미변수

위의 네 가지 범주형 변수 가운데 CS2는 정운오·정선희(2015)의 연구에서 사용된 영업현금흐름조정 변수와 동일하며 이는 박종찬·박보영(2012)의 조정변수를 개선한 형태라 할 수 있다. CS1은 CS2변수가 이자 및 배당금의 수취를 영업활동으로 분류한 기업 가운데 지급을 비영업활동으로 분류하는 집단만을 분류조정기업으로 좁게 해석함으로써 표본의 범위를 협소하게 설정하고 있는 점을 개선하기 위해 수취액의 분류 유형에 대한 제약을 제거한 것이다. 이에 따라 이자 및 배당금을 재무 혹은 투자활동으로 분류하는 모든 기업을 영업현금흐름을 최대화할 목적으로 자의적인 분류조정을 하는 집단에 포함하게 되어 표본의 크기는 대폭 증가된다. CS3와 CS4는 K-IFRS에서 규정한 분류방식의 기간적 계속성 요건을 감안한 변수로서 전년도에는 이자 및 배당금 지급액을 영업활동으로 구분하였으나 당기에 비영업활동으로 변경하는 경우에 초점을 맞추었다. 기간별 분류방법의 변경이 드물다면 CS3, CS4의 값은 극단적인 비대칭분포를 이룰 수 있다. 만일 특정 유인이 존재하는 기간에 분류변경이 발생한다면 이는 영업현금흐름의 기회주의적 분류조정에 대한 강력한 증거가 될 수 있을 것이다.⁵⁾

4) 만일 비정상 영업현금흐름과 유인변수들과의 상관관계가 양(+)으로 나타나면 이는 기회주의적 분류조정이 존재한다는 증거로 해석할 수 있으나 음(-)의 관계가 관찰되면 이는 평균을 상회하는 초과실적의 지표로 해석될 수도 있다.

2. 현금흐름조정의 유인

박종찬과 박보영(2012)은 현금흐름표상 이자지급액을 재무활동으로 분류하는 기업의 특징을 분석하면서 부채비율, 매출액이익률, 이자비용이 영업현금흐름 절대값에서 차지하는 비중, 회사규모 등의 변수를 고려하였다. 이 중 부채비율은 부도위험에 대한 지표이자 부채비율이 높은 기업이 조정을 할 경우 영업현금흐름을 증가시키는 효과도 크다는 관점에서 조정유인변수로 포함되었으며 정운오와 정선희(2015)의 연구에서도 영업현금흐름을 증가시키는 분류조정과 부채비율 사이에 유의적인 양(+)의 관계가 확인된 바 있다. Lee(2012)는 기업의 재무적 부실이 심각할수록 이익에 비해 영업현금흐름이 외부 이해관계자 집단에 있어서 더욱 중요성을 가진다는 인식을 근거로 부채비율, ROA, 시가총액, 주식수익률, 시장위험의 척도를 반영하는 기업의 재무적 부실변수를 조정유인에 포함시켰다.⁶⁾ 본 연구에서는 여러 선행연구와 유사한 관점에서 기업의 재무적 부실의 수준을 영업현금흐름 분류조정의 잠재적 유인으로 고려하며 이는 다음과 같이 측정한다.

$DISTRESS(or\ DIST) = \text{부채비율, 이자보상율, 유동비율의 역수, 손실발생여부, 영업현금흐름의 절대값에서 이자지급액이 차지하는 비중,}$

총자산이익율에 대한 제1주성분

구체적으로 부채비율(LEV)은 총부채를 총자산으로 나눈 값이며 이자보상율(INTCOV)은 이자 및 법인세비용 차감전 이익을 이자비용으로 나눈 값, 유동비율의 역수(INVCR)은 유동부채를 유동자산으로 나눈 값이다. 또 손실보고기업의 경우 1, 그 외는 0의 값을 갖는 터미변수(LOSS), 이자지급액을 영업현금흐름의 절대값으로 나눈 비율(INTOCF), 당기순이익을 총자산으로 나눈 비율(ROA)도 주성분분석에 투입된다. 주성분분석에서 도출되는 제1주성분은 이들 대부분의 특성변수들과 기대와 일치하는 방향의 상관관계를 갖는 것으로 확인되며 이를 재무적 부실의 포괄적 대용변수로 간주한다.⁷⁾ 기업이 재무적 부실에 근접할수록 영업현금흐름을 최대화시키기 위하여 자의적인 분류조정을 하는 경향이 있다면 DISTRESS와 전절에서 설명한 UCFO (혹은 CS변수)와는 양(+)의 관계를 가질 것이나 이러한 예상과 반대로 음(-)의 관계가 관찰된다면 이는 UCFO 및 CS변수는 영업현금흐름의 초과실적을 반영하는 것으로 해석할 수 있다.⁸⁾

또 다른 조정 유인변수로는 기업의 신용등급을 고려한다. Lee(2012)는 영업현금흐름의 조정 유인으로서 투자적격등급의 탈락경계영역에 처한 기업의 신용등급을 고려하였다. Standard & Poor's(2008)를 비롯한 국제적 신용평가기관에서 기업의 장기신용등급을 결정할 때 현금흐름의

5) 그러나 이러한 기간간 분류변경은 기업회계기준을 위반하는 결과가 되므로 실제로 존재하지 않을 수 있으며 이 경우 이자 및 배당금 지급이 영업현금흐름을 최대화하기 위한 분류조정 수단으로 활용될 가능성은 크게 감소할 것이다.

6) 부실의 정도가 클수록 현금흐름정보의 중요성이 커진다는 증거는 Graham et al.(2005)의 연구에서도 보고되고 있으며 이는 현금흐름 변수가 기업의 신용도나 도산위험을 평가하기 위한 전통적인 척도로 사용되어 왔다는 사실과도 부합하는 것이다 (Ohlson, 1980; DeFond and Hung, 2003).

7) 주성분분석에서 산출된 제1주성분을 각 투입변수의 적재치를 반영하여 표기하면 다음과 같다. $DISTRESS = 0.503805*LEV - 0.024482*INTCOV + 0.487391*INVLIQ + 0.495197*LOSS + 0.055175*INTOCF - 0.509673*ROA$, 여기서 LEV=부채비율, INTCOV=이자보상율, INVLIQ=유동비율의 역수, LOSS=손실발생 여부 터미변수, INTOCF=영업현금흐름 절대값에서 이자지급액이 차지하는 비중, ROA=총자산이익률

8) 즉 계량경제학적으로 도출된 비정상 영업현금흐름은 실질적으로 초과 영업현금흐름성공과 측정하며 이자 및 배당지급액을 비영업활동으로 분류하는 것은 기회주의적 행위가 아니라 현금흐름성공과 양호한 기업의 일반적 선택일 수 있다.

충분성 여부를 중요한 요소로 고려하는 경향이 있으며 이러한 상황은 국내 신용평가기관의 경우에도 마찬가지이다. Beaver et al.(2006)에 의하면 투자적격과 부적격등급 간의 경계영역은 신용등급을 결정함에 있어서 결정적 영역에 해당한다. 기업이 계약을 체결함에 있어서 투자적격 이하의 등급을 받을 경우 부채계약 위반을 범하거나 채권발행을 통한 자금조달이 어려워질 수 있다. 따라서 투자적격 등급을 받고 있는 기업 중에서도 하위권에 속하는 기업은 등급의 강등을 회피하기 위하여, 투자부적격 등급을 받는 기업 가운데 상위권에 속한 기업은 적격등급으로 승격될 가능성을 높이기 위해 각각 보고 영업현금흐름을 최대화하려는 유인을 가질 수 있다.⁹⁾ 본 연구에서는 투자적격과 부적격의 경계영역을 BBB+, BBB, BBB-, BB+, BB, BB- 및 B등급으로 간주한다. 따라서 영업현금흐름의 상향조정과 관련이 있을 것으로 예측되는 변수를 다음과 같이 정의하였다.

CUTOFF(or CUT) = 기업의 장기 회사채신용등급이 BBB+, BBB, BBB-, BB+, BB, BB- 혹은 B등급에 해당하면 1, 그 외의 경우는 0의 값을 갖는 더미변수

추가적으로 본 연구에서는 전망이론을 근거로 영업현금흐름의 보고수치가 영(0), 혹은 전년도 보고수치에 미달될 것을 회피하기 위하여 보고 영업현금흐름을 상향조정하려는 유인을 가질 것으로 추론한다. 이와 유사한 맥락에서 박종찬과 박보영(2012)은 이자지급액 차감전 영업활동 현금흐름은 양(+)이나 이자지급액을 차감할 경우

음(-)으로 바뀌는 기업일수록 이자지급액을 재무활동 현금흐름으로 분류할 것으로 가설을 설정하였다. 또 정운오와 정희선(2015)는 K-GAAP의 기준에 따라 이자 및 배당금 지급액을 분류할 경우에는 영업현금흐름이 음(-)이나 이를 재무활동 현금흐름으로 분류할 경우 양(+)이 되는 기업은 영업현금흐름을 최대화하는 방향으로 해당항목을 분류조정할 것으로 예측하였다.¹⁰⁾ 본 연구에서는 보고영업이익 수치가 영(0) 혹은 전년도 실적치에 비해 근소하게 높은 기업은 영업현금흐름을 상향조정했을 가능성이 큰 것으로 예측하고 유인변수를 다음과 같이 정의하였다.

MBZERO(or MBZ) = 보고된 양(+)의 영업현금흐름 수치가 매출액의 1%(3%, 5%) 이하이면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는 더미변수(각각 MBZ1, MBZ2, MBZ3으로 명명함)

MBPRIOR(or MBP) = 보고된 영업현금흐름 수치가 전년도의 보고 영업현금흐름에 비하여 0.1(0.3, 0.5) 이하이면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는 더미변수(각각 MBP1, MBP2, MBP3로 명명함)

그 밖에 영업현금흐름의 조정에 영향을 미칠 수 있는 통제변수로 영업이익의 수준(EARN), 기업규모(SIZE), 시가총액 대 장부가액의 비율(MB), 재량적 발생액(DACC) 등을 고려한다. 이들 네 변수는 Lee(2012)의 연구에서 통제변수로 사용되었고 박종찬과 박보영(2012)의 연구에서는 이들 중 일부변수가 관심변수에 포함될 바 있다. 이들 통제변수는 다음과 같이 정의된다.

9) 정운오·정희선(2015)의 연구에서는 회사채 신용등급과 영업현금흐름의 관련성을 검증하는 과정에서 음(-)의 관계를 예측한 바 있다. 이들은 인과관계를 역으로 해석하여 자의적으로 영업현금흐름을 조정하는 기업에 대해 신용평가기관이 차기의 신용등급을 하향조정함으로써 페널티를 부여하는 것으로 해석하였다.

10) 박종찬·박보영(2012)의 연구에서는 유의적인 관련성을 발견할 수 없었으나 정운오·정희선(2015)의 연구에서는 양(+)의 관련성을 보고하고 있다.

EARN = 영업이익/기말총자산
 SIZE = Log (기말총자산)
 MB = 시가총액/자기자본 장부가액
 DACC = Kothari et al.(2005)의 모형을 이용하여 추정된 재량적 발생액

EARN, SIZE, MB변수는 Roychowdhury (2006)의 실물이익조정 연구에서도 통제변수로 사용된 바 있다. EARN은 이익수준을 통제한 후 비기대 영업현금흐름과 영업현금흐름을 증가시키려는 유인 사이의 상관관계를 조사할 목적으로 투입된다. UCFO가 EARN의 중요한 구성요소가 된다는 점에서 양(+)의 관계가 예측된다. SIZE는 대기업과 소규모 기업 사이의 영업활동의 안정성 및 예측가능성의 차이를 통제할 목적으로 포함되는데 기업 규모가 클수록 영업현금흐름을 조정할 가능성이 높거나 낮음에 따라 부호가 결정될 것으로 기대한다. 또 MB는 비정상 영업현금흐름이 기업의 성장기회와 관련된 측정오차를 지닐 가능성을 통제하기 위해 포함된다. 마지막으로 DACC는 발생액을 이용하여 이익을 조정하려는 경영자의 유인이 비정상 영업현금흐름의 체계적 변동을 야기할 가능성을 통제하기 위해 포함된다. Roychowdhury(2006), Lee(2012) 등의 선행연구에서는 비정상 영업현금흐름과 비정상 발생액 사이에 음(-)의 관계가 존재하는 것으로 보고된 바 있는데 이는 영업현금흐름과 발생액 사이에 구조적으로 존재하는 음의 관계를 반영한다.

3. 연구모형

가설을 검증하기 위해서는 기본적으로 영업현금흐름 조정변수를 종속변수로 하고 조정유인변

수를 독립변수로 하는 회귀모형을 추정한다. 본 연구에서는 영업현금흐름의 분류조정 정도를 연속형 변수인 비정상 영업현금흐름(UCFO)과 이자 및 배당금의 수취와 지급액을 보고 영업현금흐름을 최대화하는 방향으로 분류하는지의 여부를 나타내는 분류조정변수(CS)를 상호보완적으로 사용하므로 UCFO를 종속변수로 하는 OLS 회귀식과 CS를 종속변수로 하는 로지스틱 모형을 각각 추정한다. 연구모형은 다음의 (3), (4)으로 표기된다.

$$UCFO_t = \beta_0 + \beta_1 FC_t + \sum_{i=2}^5 \beta_i CONT + \epsilon_t \quad (3)$$

$$CS_t = \beta_0 + \beta_1 FC_t + \sum_{i=2}^5 \beta_i CONT + \epsilon_t \quad (4)$$

주된 관심변수인 FC(firm characteristics)는 영업현금흐름 조정유인과 관련된 기업의 특성변수로서 전절에서 논의된 DISTRESS(DIST), CUTOFF(CUT), MBZERO(MBZ), MBPRIOR(MBP)의 네 가지 변수를 대표한다. 만일 조정유인에 따라 실제로 자의적 분류조정이 발생한다면 FC의 회귀계수는 유의한 양(+)의 값을 가질 것으로 기대되나 조정변수가 경영자의 기회주의적 동기와 무관하거나 초과실적을 반영한다면 영(0) 혹은 음(-)의 부호를 가질 수도 있다. 이들에 네 가지 관심변수는 회귀모형에 각각 별도로 투입된다. 또 CONT는 EARN, SIZE, MB, DACC 등의 통제변수를 의미하며 각 회귀식에 동시에 투입된다.¹¹⁾

11) 이 밖에 연도더미도 모든 모형에 공통적으로 투입된다.

IV. 실증분석

1. 표본 및 기술통계치

본 연구에 사용된 표본은 K-IFRS가 전면 도입된 2011년부터 2014년까지의 기간 중 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 비금융업의 국내기업이다.¹²⁾ 이 중 TS2000 데이터베이스로부터 현금흐름표 상의 이자 수취 및 지급액, 배당 지급 및

수취액에 대한 정보가 추출가능한 기업을 대상으로 하되 FnGuide와 TS2000으로부터 분석에 필요한 재무적 정보가 없는 기업은 제외한다. 아울러 회계기간이 12월로 종료되는 기업을 분석대상으로 삼는다. 이러한 표본선정 조건을 만족시키는 총 3,794건의 기업-년도 관찰치는 가설검정의 목적을 위하여 사용되는데 이들에 대한 산업별 연도별 분포를 제시하면 <Table 1>과 같다.

<Table 1> 표본의 산업별, 연도별 분포

산업구분	2011년	2012년	2013년	2014년	합계
식품제조업	37	37	38	39	151
섬유, 의복 제조업	23	24	24	22	93
화학제품제조업	66	64	69	74	273
의약품제조업	35	38	43	45	161
고무, 플라스틱제품 제조업	34	32	32	33	131
비금속광물제품 제조업	23	24	24	27	98
1차금속 제조업	38	37	37	39	151
금속가공제품 제조업	23	16	16	18	73
전자부품 제조업	178	177	185	186	726
의료, 정밀 광학기기 제조업	22	23	31	32	108
전기장비 제조업	31	32	34	39	136
기타기계 장비 제조업	77	76	80	85	318
자동차 제조업	58	59	65	63	245
종합건설업	21	21	19	19	80
도매 및 상품중개업	59	56	62	72	249
소매업	17	18	18	21	74
기타산업*	170	171	181	205	727
합계	912	905	958	1,019	3,794

표주: *기타산업은 연도별 관찰치 수가 10건 이하인 산업을 편의상 집계한 것으로 광업, 펄프 종이제품 제조업, 인쇄업, 기타 운송장비 제조업, 가구제조업, 전문직별 공사업 등이 포함된다.

추가적으로 이자수취 및 지급에 관한 자료가 이용 가능한 표본을 취합한 바 유가증권시장 2,001건과 코스닥시장 2,520건, 배당금 수취 및 지급에 관한 자료가 이용 가능한 표본은 유가증권시장 1,520건, 코스닥시장 1,266건이 확보되었다. 증권시장 유형별로 이자수취 및 지급액 자료

가 있는 표본과 배당금 수취 및 지급액 자료가 있는 표본의 분포를 요약하면 <Table 2> 및 <Table 3>과 같다.

표에 의하면 시장의 유형 및 이자와 배당금을 막론하고 수취액은 영업활동으로, 지급액은 비영업활동으로 분류하는 경향이 지배적인 것으로

12) 금융업의 경우는 이자지급 및 수취, 그리고 배당금 수입은 영업활동 현금흐름으로 분류되어 경영자가 자의적으로 분류조정을 할 여지가 없다.

나타났다. 이자수취액의 경우 유가증권시장과 코스닥시장 모두 압도적 다수가 영업활동으로 분류하고 있는 반면 이자지급액에 대해서는 상대적으로 많은 수의 기업이 재무, 투자활동으로 분류하는 경향이 확인되었다. 배당금에 대해서는 압도적 다수의 기업이 수취액과 지급액을 불문

하고 재무, 투자활동으로 분류하는 경향이 관찰된다. 아울러 현금유입을 영업활동으로 분류하는 기업은 현금유출도 영업활동으로 분류하는 반면 현금유입을 비영업활동으로 분류하는 기업은 현금유출에 대해서도 비영업활동으로 분류하는 경향도 있는 것으로 보인다.

<Table 2> 현금흐름표상 이자수취 및 지급액의 분류유형에 따른 분포

패널 A. 유가증권시장 표본		이자수취액		합계
		영업활동	재무, 투자활동	
이자지급액	영업활동	1,664	12	1,676
	재무, 투자활동	93	232	325
합계		1,757	224	2,001
패널 B. 코스닥시장 표본		이자수취액		합계
		영업활동	재무, 투자활동	
이자지급액	영업활동	2,186	35	2,221
	재무, 투자활동	97	202	299
합계		2,283	237	2,520

<Table 3> 현금흐름표상 배당금수취 및 지급액의 분류유형에 따른 분포

패널 A. 유가증권시장 표본		배당금수취액		합계
		영업활동	재무, 투자활동	
배당금지급액	영업활동	33	0	33
	재무, 투자활동	0	1,487	1,487
합계		33	1,487	1,520
패널 B. 코스닥시장 표본		배당금수취액		합계
		영업활동	재무, 투자활동	
배당금지급액	영업활동	14	1	15
	재무, 투자활동	0	1,251	1,251
합계		14	1,252	1,266

<Table 4>에서는 주요변수에 대한 기술 통계치를 제시한다. 여기서 종속변수는 UCFO, CS1, CS2, CS3, CS4이고 관심변수인 조정 유인변수는 DISTRESS, CUTOFF, MBZERO, MBPRIOR이며 통제변수는 EARN, SIZE, MB, DACC이다. 모든 변수는 상하위 1%의 수준에서 조정

(winsorizing)하여 극단치의 영향을 줄이고자 하였다. UCFO 변수는 Lee(2012)의 모형을 산업, 연도별로 횡단면 추정하여 구한 회귀계수를 개별기업의 실제값에 적용하여 구한 정상영업현금흐름의 기댓값과 실제 영업현금흐름의 차이로 계산되므로 평균이 영(0)인 정규분포를 취한다.

이에 비해 범주형 변수인 CS1에서 CS4까지의 분류조정변수는 1 혹은 0의 값을 취하므로 평균 값은 해당 속성을 갖는 관찰치의 백분율을 나타낸다. 예컨대 CS1의 평균 0.63은 이자와 배당금 수취액의 분류방식과 관계없이 이자 및 배당금 지급을 채무 혹은 투자활동으로 분류한 관찰치의 수가 전체의 63%, 즉 약 2,390건에 해당함을 의미한다. 그런데 이자지급액과 배당지급액의 분

류방법을 전년도와 달리하여 특정연도에 채무 혹은 투자활동으로 분류했는지의 여부를 나타내는 CS3, CS4의 평균은 사실상 0으로 나타나 대부분의 표본관찰치가 K-IFRS의 규정에 합치하여 분류방법에 대한 기간별 계속성을 유지하고 있음을 제시한다. 이에 따라 이후의 분석에서는 CS3, CS4를 제외한다.¹³⁾¹⁴⁾

<Table 4> 주요변수에 대한 기술통계치

변수명	n	Mean	SD	Min	P25	P50	P75	Max
UCFO	3,533	0.00	0.09	-0.30	-0.05	0.00	0.05	0.26
CS1	3,794	0.63	0.48	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00
CS2	3,794	0.33	0.47	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
CS3	3,794	0.00	0.06	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
CS4	3,794	0.00	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
DISTRESS	3,660	-0.65	7.88	-68.72	0.13	0.62	1.23	4.30
CUTOFF	1,242	0.44	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
MBZERO1	3,794	0.04	0.19	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
MBZERO2	3,794	0.09	0.29	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
MBZERO3	3,794	0.14	0.35	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
MBPRIOR1	3,794	0.03	0.17	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
MBPRIOR2	3,794	0.06	0.24	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
MBPRIOR3	3,794	0.09	0.29	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
EARN	3,794	0.03	0.07	-0.26	0.01	0.04	0.07	0.21
SIZE	3,794	26.27	1.49	23.74	25.22	25.96	27.06	31.08
MB	3,794	1.32	1.24	0.14	0.58	0.92	1.62	7.57
DACC	3,794	0.00	0.09	-0.28	-0.05	0.00	0.04	0.30

표주: UCFO, CS1, CS2, CS3, CS4, DUSTRESS, CUTOFF, EARN, SIZE, MB, DACC의 변수정의는 3.1, 3.2절에서 제시한 바와 같음. MBZERO1=영업현금흐름/매출액의 크기가 0 이상 0.01 이하이면 1, 그 외는 0을 갖는 더미변수; MBZERO2=영업현금흐름/매출액의 크기가 0 이상 0.02 이하이면 1, 그 외는 0을 갖는 더미변수; MBZERO3=영업현금흐름/매출액의 크기가 0 이상 0.03 이하이면 1, 그 외는 0을 갖는 더미변수; MBPRIOR1=(당기영업현금흐름-전기영업현금흐름)/전기영업현금흐름의 크기가 0 이상 0.1 이하이면 1, 그 외는 0을 갖는 더미변수; MBPRIOR2=(당기영업현금흐름-전기영업현금흐름)/전기영업현금흐름의 크기가 0 이상 0.2 이하이면 1, 그 외는 0을 갖는 더미변수; MBPRIOR3=(당기영업현금흐름-전기영업현금흐름)/전기영업현금흐름의 크기가 0 이상 0.3 이하이면 1, 그 외는 0을 갖는 더미변수

- 13) 이러한 관찰은 이자 및 배당금 지급을 채무, 투자활동으로 분류하는 것이 영업현금흐름을 최대화시키기 위한 실효성 있는 방법이 되기 어려움을 시사한다.
- 14) 지면관계상 주요변수들 사이의 상관계수표를 별도로 제시하지는 않으나 현금흐름 분류조정변수로 사용되는 UCFO, CS1, CS2 사이에는 유의한 양의 상관관계가 존재하며 조정유인변수들 간의 상관관계는 대체로 미미함을 확인할 수 있었다. 또 분류조정의 통제변수로 사용될 EARN, SIZE는 강한 양의 관련성을 나타내는 반면 DACC는 음, 혹은 비유의적인 관련성을 보였다. 반면에 UCFO는 잠재적 유인변수인 DISTRESS, CUTOFF, MBZERO와 음의 상관관계를 나타내며 MBPRIOR와는 약한 양의 관계를 나타내어 예상과 일치하지 않았다. 분류조정 변수인 CS1, CS2의 경우에 있어서도 DISTRESS, CUTOFF, MBPRIOR과는 음의 관련성, MBZERO와는 양의 관련성을 나타내어 기대와 대체로 불일치하였다.

2. 가설검정 결과

본 연구의 주된 관심사는 보고 영업현금흐름을 최대화시키고자 하는 유인과 영업현금흐름 분류조정 대상변수로 채택된 비정상 영업현금흐름의 수준 및 이자 혹은 배당지급액의 분류방식 사이의 관련성을 규명하는 것이다. 이를 위하여 비정상 영업현금흐름이 양(+의 값을 갖는지 혹은 음(-)의 값을 갖는지와 이자 및 배당금 지급액을 영업활동으로 분류하는지 혹은 재무, 투

자활동으로 분류하는지의 여부에 따라 주요 분석대상 변수들의 값에 차이가 있는지를 t검정 및 Wilcoxon의 순위합 검정을 통하여 분석하였다. <Table 5>에서는 이러한 단변량 검정 결과를 제시하는데 패널 A에서는 UCFO의 값이 음인 경우와 양의 경우를 비교한 결과를 제시하고 패널 B에서는 이자 및 배당금 지급액을 영업활동으로 분류한 집단과 재무, 투자활동으로 분류한 집단을 비교한 결과를 제시한다.

<Table 5> 영업현금흐름 분류조정 집단 간의 차이분석

패널 A: UCFO의 값이 음인 집단과 양의 집단의 평균(중위수) 차이분석						
	UCFO≤0인 집단		UCFO>0인 집단		T-test	Wilcoxon Z-test
	평균(중위수)	n	평균(중위수)	n		
DIST	0.29(0.82)	2,035	-1.82(0.40)	1,625	8.12***	18.65***
CUT	0.46(0.00)	738	0.41(0.00)	504	1.93*	1.93*
RATING	9.34(9.00)	738	8.59(8.00)	504	2.92***	3.07***
LEV	0.51(0.53)	2,091	0.42(0.42)	1,703	13.92***	14.01***
INVLIQ	1.71(1.25)	2,091	2.49(1.59)	1,703	-9.74***	-12.60***
LOSS	0.40(0.00)	2,091	0.19(0.00)	1,703	14.16***	13.81***
INTOCF	2.16(0.28)	2,091	0.63(0.09)	1,703	2.89***	20.59***
ROA	-0.02(0.01)	2,035	0.04(0.04)	1,625	-13.87***	-19.01***
INTCOV	241.19(1.81)	2,035	1798.25(6.20)	1,625	-1.50	-18.42***
패널 B: 이자 및 배당지급의 분류방식에 따른 평균(중위수) 차이분석						
	영업활동으로 분류		재무/투자활동으로 분류		T-test	Wilcoxon Z-test
	평균(중위수)	n	평균(중위수)	n		
DIST	0.18(1.01)	1,356	-1.14(0.47)	2,304	4.91***	17.79***
CUT	0.51(1.01)	404	0.40(0.00)	838	3.73***	3.71***
RATING	11.92(12.00)	404	7.64(7.00)	838	17.49***	15.71***
LEV	0.50(0.51)	1,389	0.46(0.47)	2,405	5.89***	5.81***
INVLIQ	2.01(1.27)	1,389	2.09(1.44)	2,405	-0.86	-6.54***
LOSS	0.50(0.00)	1,389	0.20(0.00)	2,405	20.43***	19.40***
INTOCF	1.83(0.22)	1,389	1.26(0.15)	2,405	1.04	5.92***
ROA	-0.03(0.00)	1,356	0.03(0.03)	2,304	-16.75***	-18.85***
INTCOV	273.41(0.97)	1,356	1,320.41(5.23)	2,304	-0.98	-20.32***

표주: RATING은 기업의 신용등급을 수치로 전환한 것으로 최상위등급인 AAA를 1, AA등급을 2, 등과 같이 나타내어 수치가 높을수록 낮은 신용등급을 반영하도록 함. 괄호속의 수치는 중위수를 나타냄.

제시된 결과에 의하면 영업현금흐름을 최대화하는 방향에 부합하는 양의 UCFO 집단 및 이자와 배당금 지급을 재무/투자활동으로 분류하는

집단은 그렇지 않은 집단에 비하여 재무부실의 수준(DIST), 투자적격/부적격 경계영역에 속한 빈도(CUT), 적자보고의 빈도(LOSS), 영업현금흐

름 대비 이자비용의 비중(INTOCF)이 유의하게 낮은 반면 총자산순이익률(ROA), 이자보상배율(INTCOV), 신용평가등급(RATING)은 더 양호한 것으로 나타났다. 이러한 결과는 영업현금흐름을 자의적으로 분류조정을 하는 기업일수록 부실수준이 높거나 신용등급의 부담을 받을 가능성이 있음을 제시한 선행연구의 결과와는 일치하지 않는다. 다만 유동비용의 역수(INVLIQ)는 영업현금흐름 상향조정 집단이 더 높게 나타나 단기지급능력에 압박을 받는 기업일수록 분류조정을 이용할 가능성이 있다는 기대에 부합하고 있다. 그러나 이러한 결과는 통제변수의 영

향을 고려하지 않은 것으로 이에 근거하여 추론을 도출하기에는 미흡하다.

<Table 6>과 <Table 7>에서는 영업현금흐름 분류조정변수를 각 조정유인변수에 대해 개별적으로 회귀분석한 결과를 제시한다. 연속변수인 UCFO를 종속변수로 하는 OLS회귀분석의 결과는 <Table 6>, 이원적 범주형 변수인 CS를 종속변수로 하는 로지스틱 회귀분석 결과는 <Table 7>에서 각각 나타낸다. 모든 회귀모형에는 EARN, SIZE, MB, DACC변수와 연도더미가 통제변수로서 포함된다.

<Table 6> UCFO를 조정유인변수에 대해 OLS 회귀분석한 결과

$$\text{모델: } UCFO_t = \beta_0 + \beta_1 FC_t + \beta_2 EARN_t + \beta_3 SIZE_t + \beta_4 MB_t + \beta_5 DACC_t + \sum \beta^* YD + \epsilon_t$$

FC	예측 부호	절편	β_1	통제변수				n	Adj. R ²
				EARN	SIZE	MB	DACC		
DIST	+	0.013 (0.53)	-0.001*** (-5.45)	0.433*** (23.07)	-0.001 (-1.33)	-0.001 (-0.51)	-0.339*** (-23.61)	3,407	27.1%
CUT	+	-0.072* (-1.78)	0.002 (0.33)	0.382*** (11.97)	0.002 (1.51)	-0.001 (-0.32)	-0.354*** (-13.29)	1,121	24.7%
MBZ1	+	0.035 (1.44)	-0.044*** (-6.57)	0.469*** (26.56)	-0.002** (-2.24)	0.000 (0.21)	-0.338*** (-23.94)	3,533	27.6%
MBZ2	+	0.032 (1.31)	-0.033*** (-7.28)	0.467*** (26.42)	-0.002** (-2.03)	0.000 (0.14)	-0.337*** (-23.95)	3,533	27.8%
MBZ3	+	0.033 (1.37)	-0.031*** (-8.32)	0.468*** (26.58)	-0.002** (-2.04)	-0.000 (-0.06)	-0.336*** (-23.95)	3,533	28.1%
MBP1	+	0.036 (1.49)	0.004 (0.45)	0.470*** (26.39)	-0.002** (-2.39)	0.000 (0.46)	-0.340*** (-23.94)	3,533	26.7%
MBP2	+	0.039 (1.59)	0.011** (2.04)	0.468*** (26.21)	-0.002** (-2.50)	0.000 (0.39)	-0.339*** (-23.88)	3,533	26.8%
MBP3	+	0.041* (1.70)	0.016*** (3.48)	0.465*** (26.09)	-0.002*** (-2.62)	0.000 (0.33)	-0.337*** (-23.77)	3,533	26.9%

표주: FC는 분류조정의 유인과 관련된 기업특성(firm characteristics), DIST는 DISTRESS, CUT는 CUTOFF를 의미함. MBZ1, MBZ2, MBZ3, MBP1, MBP2, MBP3는 각각MBZERO1, MBZERO2, MBZERO3, MBPRIOR1, MBPRIOR2, MBPRIOR3의 약칭. 괄호 속 수치는 t 통계치를 나타냄.

<Table 6>에서는 전술한 단변량 차이검정과 질적으로 유사한 결과를 보여주고 있다. UCFO를 종속변수로 하는 회귀분석에서 재무적 부실(DIST), 영(0)의 영업현금흐름 벤치마크 수준을

근소하게 상회하는지 여부(MBZ)에서는 음(-)의 계수부호가 확인된다. 이는 UCFO가 높을수록 부실화의 정도가 경미하고 영업현금흐름 수준이 가까스로 영의 수준을 상회하는 집단에 속하지

않을 가능성이 높음을 의미하는데 결국 UCFO가 영업현금흐름을 상향조정하기 위한 자의적인 분류조정을 반영하기 보다는 경쟁기업의 평균수준을 상회하는 초과실적을 달성하는 정도를 반영하고 있음을 제시한다. 전년도 영업현금흐름 실적을 약간 상회하는 집단(MBP)에서 관찰되는 양의 계수부호는 현금흐름 실적이 개선된 기업일수록 UCFO의 수준도 높은 경향이 있음을 의미하는데 이러한 결과는 상술한 논의와 모순되지 않는다. 즉 보고 영업현금흐름이 작년에 비해 개선되고 영의 수준을 가까스로 상회한 집단이 아닌 기업일수록 비정상 영업현금흐름 수준이

높은 경향이 있으며 이러한 기업은 부실화의 수준이 낮고 투자부적격 등급의 경계영역에 속하지도 않는 것으로 해석할 수 있다. 한편 주요 통제변수인 EARN이 양의 계수를 지니는 것은 UCFO가 영업이익의 구성요소임을 나타낸다. DACC가 음의 부호를 나타내는 것도 일반적 기대와 일치하며 영업현금흐름과 발생액 사이에 존재하는 음의 상관관계를 반영한다. 또 규모가 큰 기업일수록 UCFO 수준이 낮은 것으로 나타난 점은 Lee(2012)의 연구와 일치한다. 연도더미에 대한 결과는 별도로 언급하지 않는다.

<Table 7> CS1을 조정유인변수에 대해 로지스틱 회귀분석한 결과

$$\text{모델: } CS1_t = \beta_0 + \beta_1 FC_t + \beta_2 EARN_t + \beta_3 SIZE_t + \beta_4 MB_t + \beta_5 DACC_t + \sum \beta^* YD + \epsilon_t$$

FC	예측 부호	절편	β_1	통제변수				n	Pseudo R ²
				EARN	SIZE	MB	DACC		
DIST	+	-12.68*** (-14.71)	-0.015** (-2.49)	8.57*** (13.44)	0.514*** (15.61)	-0.319*** (-8.72)	-0.110 (-0.26)	3,660	17.3%
CUT	+	-14.95*** (-10.07)	0.139 (0.93)	8.49*** (6.92)	0.586*** (10.90)	-0.211*** (-3.13)	-0.870 (-0.96)	1,242	21.1%
MBZ1	+	-12.51*** (-14.79)	0.137 (0.69)	9.05*** (15.10)	0.506*** (15.66)	-0.286*** (-8.28)	-0.117 (0.777)	3,794	16.8%
MBZ2	+	-12.49*** (-14.77)	0.145 (1.09)	9.07*** (15.11)	0.505*** (15.62)	-0.286*** (-8.28)	-0.121 (-0.29)	3,794	16.8%
MBZ3	+	-12.50*** (-14.79)	0.108 (1.00)	9.07*** (15.11)	0.505*** (15.64)	-0.286*** (-8.26)	-0.126 (-0.31)	3,794	16.8%
MBP1	+	-12.47*** (-14.74)	0.48* (1.81)	8.99*** (15.01)	0.505*** (15.61)	-0.286*** (-8.29)	-0.109 (-0.26)	3,794	16.9%
MBP2	+	-12.43*** (-14.67)	0.413** (2.28)	8.94*** (14.91)	0.503*** (15.55)	-0.289*** (-8.37)	-0.071 (-0.19)	3,794	16.9%
MBP3	+	-12.43*** (-14.68)	0.354** (2.38)	8.92*** (14.87)	0.503*** (15.54)	-0.289*** (-8.37)	-0.052 (-0.12)	3,794	16.9%

표주: FC는 분류조정의 유인과 관련된 기업특성(firm characteristics), DIST는 DISTRESS, CUT는 CUTOFF를 의미함. MBZ1, MBZ2, MBZ3, MBP1, MBP2, MBP3는 각각MBZERO1, MBZERO2, MBZERO3, MBPRIOR1, MBPRIOR2, MBPRIOR3의 약칭. 괄호 속 수치는 점근적 Z 통계치임.

현금흐름 분류조정 변수인 CS를 종속변수로 하는 로지스틱 회귀분석의 결과를 보고하는 <Table 7>에 의하면 우선 이자 및 배당금 지급액을 비영업현금흐름으로 분류하는 경향과 부실

화 수준(DIST)은 음(-)의 관련성을 보이고 있다. 투자부적격 경계등급 소속여부(CUT)나 영의 수준을 근소하게 상회하는 영업현금흐름의 보고 여부(MBZ)와는 이자와 배당금의 분류방식이 무

관한 것으로 확인된다. 마지막으로 전년도의 실적에 비해 개선된 현금흐름 실적을 보고한 기업(MBP)은 이자와 배당금 지급을 비영업활동으로 분류하는 경향이 있다. 이러한 결과는 이자나 배당금 지급의 분류방식이 영업현금흐름을 상향조정할 목적으로 이용되고 있다고 판단하기에 논리적 일관성을 결여하고 있다. 통제변수에 대한 결과는 영업이익 수준(EARN)이 높을수록, 기업 규모(SIZE)가 클수록, 시가 대 장부가치의 비율이 높은 성장기업(MB)일수록 이자와 배당금을 재무 및 투자활동으로 분류하는 경향이 있음을 반영한다. 재량적 발생액은 이자 및 배당의 분류조정과 무관한 것으로 나타난다.

V. 결 론

2011년부터 원칙중심의 회계기준인 K-IFRS가 전면 도입되면서 국내 상장기업의 회계실무에 다양한 영향을 초래하고 있는데 현금흐름표상의 이자 및 배당금 수취와 지급의 분류선택을 허용하고 있는 것도 실무적 다양성을 증대시킨 사례의 하나로 주목받고 있다. 미국에서는 영업현금흐름을 상향조정하기 위하여 기업이 활동영역간의 분류조정을 이용하거나 거래시기를 조절하는 경향이 있다는 연구결과가 발표되었고 국내에서도 이자와 배당금의 지급을 분류조정에 이용하여 영업현금흐름 최대화를 도모하는 경향이 있는지를 조사한 연구가 수행된 바 있다. 본 연구에서는 이러한 선행연구의 결과가 국내 자본시장에서 확인되는지를 재확인하고자 하였는데 분류의 재량을 허용하되 선택된 방법은 기간적으로 일관되게 적용되어야 한다는 K-IFRS의 규정으로부터 연구의 동기를 제공받았다. 분류방식의 선택이 기간별로 자유롭지 못할 경우 특정 유인에 입각하여 보고 영업현금흐름을 최대화하고자

분류조정을 이용하는 것은 현실적으로 어려울 수 있기 때문이다.

비정상 영업현금흐름의 수준 및 이자와 배당금의 활동분류 방식이 재무적 부실의 정도, 투자부적격 등급에 인접한 신용등급을 받는지의 여부, 영, 혹은 전년도 보고 영업현금흐름 수준을 가까스로 상회하는지의 여부와 관련되는지를 실증 분석한 결과 분류조정과 조정유인 간에 기회주의적 조정현상이 존재한다는 추론을 뒷받침하는 증거는 발견되지 않았다. 이는 선행연구에서 채용된 분류조정 변수들이 실제로 영업현금흐름을 최대화할 목적으로 자의적으로 이용되고 있지 않을 가능성을 시사한다. 관찰된 일부 증거에 의하면 이들 분류조정 변수들은 오히려 평균 이상의 양호한 재무구조 및 경영실적과 연관되고 있어서 영업현금흐름을 자의적으로 상향조정하려는 유인과는 무관한 것으로 판단된다.

그러나 연구의 결과를 일반화하기 위해서는 추가적인 분석이 요구된다. 우선 비정상 영업현금흐름 모형이 미국의 자료를 이용한 연구에서 유효하게 적용되었음에도 불구하고 국내에서도 기회주의적 조정을 포착하기에 적절한지는 불확실하다. 모형의 타당성 검증 및 모형의 개선방향에 대해서는 추후의 연구에서 보다 신중히 다루어질 필요가 있다. 또 이자 및 배당의 수취와 지급을 기회주의적 분류조정의 맥락에서 동질적으로 취급할 수 있는지에 대해서도 재검토가 필요하다. 나아가 영업현금흐름의 자의적 조정수단으로 실제영업활동이 이용되는지, 특히 사분기별로 이러한 경향이 차별적으로 나타나는지에 대해서도 검토해 볼 여지가 있다. 그럼에도 불구하고 본 연구는 K-IFRS 도입 이후 현금흐름표의 작성방식과 관련하여 증대된 재량이 영업현금흐름을 기회주의적으로 상향조정하기 위해 이용되는지를 포괄적으로 검토했다는 점에서 공헌점을 갖는다. 특히 국내 선행연구와 상이한 결과를 관

찰하고 이에 대해 가능한 설명을 모색하였다는 점에서 중요한 차별성을 갖는다.

참고문헌

1. 박중찬·박보영(2012), 국제회계기준 도입 이후 현금흐름표상 이자지급액을 재무활동으로 분류하는 기업의 특징, *회계저널* 21(6), 183-207
2. 정운오·정희선(2015), K-IFRS 이후 영업현금흐름 조정 요인 및 회사채 신용등급에 미친 영향, *한국회계학회 학술대회 논문집*, 하계 권 1호
3. 한국기업평가(2009), 신용평가의 이해와 활용. 도서출판 새로운 제안.
4. Beaver, W., C. Shakespeare, and M. Soliman (2006), Differential Properties in the Ratings of Certified Versus Non-certified Bond-rating Agencies, *Journal of Accounting and Economics* 42(3), 303-334.
5. DeFond, M., and M. Hung(2003), An Empirical Analysis of Analysts' Cash Flow Forecasts. *Journal of Accounting and Economics* 35(1), 73-100.
6. DeFond, M., and M. Hung(2007), Investor Protection and Analysts' Cash Flow Forecasts Around the World. *Review of Accounting Studies* 12(2-3), 377-419.
7. Fan, Y., A. Barua, W. Cready, and W. Thomas(2010), Managing Earnings Using Classification Shifting: Evidence from Quarterly Special Items, *The Accounting Review* 85(4), 1303-1323.
8. Graham, J., C. Harvey, and S. Rajgopal (2005), The Economic Implications of Corporate Financial Reporting, *Journal of Accounting and Economics* 40(1-3), 3-73.
9. Lee, L. F.(2012), Incentives to Inflate Reported Cash from Operations Using Classification and Timing. *The Accounting Review* 87(1), 1-33.
10. McVay, S. E.(2006), Earnings Management Using Classification Shifting: An Examination of Core Earnings and Special Items, *The Accounting Review* 81(3), 501-531.
11. Ohlson, J.(1980), Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy, *Journal of Accounting Research*, 18(1), 109-131.
12. Roychowdhury, S.(2006), Earnings Management Through Real Activities Manipulation, *Journal of Accounting and Economics* 42(3), 335-370.
13. Standard & Poor's(2008), *Corporate Ratings Criteria*. New York, NY: Standard & Poor's, McGraw-Hill.
14. Subramanyam, K. R.(1996), The Pricing of Discretionary Accruals, *Journal of Accounting and Economics* 22(April), 249-281.
15. Wasley, C., and J. Wu(2006), Why Do Managers Voluntarily Issue Cash Flow Forecasts? *Journal of Accounting Research* 44(2), 389-429.

Abstract

Incentives to Manage Operating Cash Flows Among Listed Companies in Korea[†]

Choi, Jong-Seo*

In this paper, I examine whether the listed companies in Korea tend to manage operating cash flows upward via classification shifting after the adoption of K-IFRS. As proxies for cash flow management, I derive a measure of abnormal operating cash flows borrowing from Lee(2012). Alternative proxies include a series of categorical variables designed to identify the types of classification shifting of interest and dividend payments among others, in the statement of cash flows. Higher level of estimated abnormal operating cash flows, and the classification of interest/dividend payments in non-operating activity sections are considered to indicate the managerial intention to maximize reported operating cash flows. I consider several potential incentives to manage operating cash flows, which include financial distress, the credit rating proximity to investment/non-investment cutoff threshold, avoidance of negative or decreasing operating cash flows relative to previous period and so forth. In a series of empirical analyses, I do not find evidence in support of the opportunistic classification shifting explanation, inconsistent with several previous literature in Korea. In contrast, I observe negative associations between the CFO management proxies and selected incentives, which suggest that the classification is likely to represent above average cash flow performance rather than opportunistic motives exercised to maximize reported operating cash flows. I reckon that this observation is, in part, driven by the K-IFRS requirement to maintain temporal consistency in classifying interest and dividend receipts/payments in cash flow statement.

Key Words: K-IFRS, operating cash flows, classification shifting, financial distress, credit rating

[†] This study was supported by the Fund for Humanities & Social Studies at Pusan National University 2013.

* Professor, School of Business, Pusan National University, jschoi@pusan.ac.kr