

매출채권 양도와 보유현금의 가치*

: K-IFRS 도입 전후 비교를 중심으로

김보영**

〈요 약〉

본 연구에서는 매출채권 양도를 통한 자금조달행위가 보유현금의 가치에 어떤 영향을 미치는지 살펴보았다. 매출채권은 본래 거래상대방에게서 현금으로 회수되어야 하지만, 회수되기 전에 어음할인이나 팩토링의 방식으로 매출채권을 금융기관 등에 양도하여 자금을 조달하면, 현금 유동성을 확보할 수 있는 장점이 있다. 하지만, 동시에 당기순이익의 감소가 발생하게 되며, 원래 받아야 할 현금의 감소도 발생한다. 모뉴엘이나 디지털시스템스 같은 기업들이 가공매출채권을 이용한 팩토링 방식을 이용하여 현금을 조달해서 사회적 물의를 일으킨 적도 있으므로, 일반적이지 않은 방식이라는 인식도 있다. 이에 매출채권 양도기업이 보유한 현금이 그렇지 않은 기업에 비해 주식시장에서 어떤 평가를 받는지 연구해 볼 필요가 있다.

매출채권 양도 회계처리는 K-IFRS 도입 이전과 이후로 나누어 살펴볼 필요가 있다. 도입 이후 상환청구권 여부를 엄격하게 적용하여, 기업 입장에서 회계처리를 다르게 하는 경우가 발생하기에, 표본의 성격이 달라질 수 있기 때문이다. 본 연구는 매출채권 양도기업의 보유현금의 가치를, 패널고정효과 회귀모형을 이용하여 조사하였는데, 매출채권처분손실이 존재하는 기업을 매출채권 양도기업으로 정의하여 K-IFRS 도입 이전과 이후로 나누어 분석하였다. 실증분석 결과, K-IFRS 도입 이전에는 매출채권 양도에 대하여 매각으로 처리한 기업들의 보유현금의 가치가 높았으나, 도입 이후에는 그러한 증거를 찾을 수가 없었다. 이는 K-IFRS 도입 이후 매출채권 양도를 매각으로 처리하는 기업의 비중이 줄어들었기 때문으로 보이며, 상환청구권을 가지고 있으면서 매출채권 양도를 하는 기업에서만 매출채권 양도라는 자금조달행위가 긍정적인 효과를 나타낸다고 해석할 수 있다.

또한, 수출기업만을 대상으로 분석했을 때에는 매출채권 양도가 보유현금의 가치를 증가시켰는데, 내수기업을 대상으로 했을 때에는 이러한 증거를 찾을 수 없었다. 수출기업의 경우에도 특수관계자 매출채권을 보유하는 경우에는 현금의 가치가 감소하였으므로, 정보비대칭의 정도가 심한 외화매출채권이나 특수관계자 매출채권이 존재하는 기업에 대하여 투자자나 매출채권 양도 거래의 당사자인 금융기관은 많은 주의를 기울일 필요가 있음을 시사하고 있다.

〈주제어〉 보유현금, 기업가치, 매출채권 양도, 팩토링, 특수관계자 매출채권, K-IFRS 도입

* 이 논문은 2016년 대한민국 교육부와 한국연구재단의 지원을 받아 수행된 연구임
(NRF-2016S1A5B5A07920771).

** 한국지방세연구원 부연구위원, bykim0405@kilf.re.kr

논문접수일 2020년 10월 8일 1차수정일 2021년 2월 15일 게재확정일 2021년 2월 15일

I. 서 론

매출채권이란 당해 기업의 사업목적에 위한 경상적 영업활동인 재화의 판매 및 용역의 제공과 관련된 신용채권으로서 외상매출금과 받을어음이 이에 해당하므로, 본래 거래상대방에게서 현금으로 회수되어야 한다. 하지만, 회수되기 전에 어음할인이나 팩토링의 방식으로 매출채권을 금융기관 등에 양도하여 자금을 조달하면, 현금 유동성을 확보할 수 있는 장점이 있는 반면, 수수료 등의 손해를 감수하면서 매출채권을 양도하게 되므로 손익계산서상 비용인 이자비용이나 매출채권처분손실이 발생한다.

이론적으로 매출채권의 양도는 영업주기와 위험을 감소시켜서 기업의 가치를 증가시킬 수 있다(Michalski, 2008). 매출채권 양도를 통해서 증가하는 현금은 원래 매출채권을 회수할 때 증가하는 현금과 비교하여 수수료 등을 고려하면 줄어든 수도 있지만, 매출채권 회수기간이 긴 경우에는 현금흐름의 현재가치는 더 증가할 수도 있으므로, 매출채권 양도를 통해 유동성을 시의적절하게 확보한 기업들의 입장에서는 보유현금이 기업가치를 증가시킬 수 있을 것이다.

하지만, 매출채권 양도기업 중 일부는 가공 매출채권을 양도하고 자금을 조달하여 물의를 일으켰다. 가장 대표적인 사례로 매출 1조 원 대의 중견 가전업체 모뉴엘을 들 수 있다. 모뉴엘은 2012년에 연매출 8,251억 원 가운데 91%에 이르는 매출채권을 팩토링 금융 방식으로 현금화했다. 팩토링은 매출채권을 금융기관에 양도하고 현금을 조달하는 금융방식인데, 현금을 조달할 때 매출채권 처분손실이 발생한다. 팩토링 방식으로 산정한 매출채권처분손실은 2012년 105억 원, 2013년 132억 원에 이르는데, 모뉴엘이 수출 규모를 부풀려 가공매출을 일으킨 것으로 밝혀졌고, 결국 법정관리를 받게 되었다.¹⁾ 이외에도 2012년 스마트폰용 터치스크린패널 생산 1위를 기록한 디지텍시스템스는 수출상이 해외에 수출하면서 발생하는 해외 매출채권 팩토링을 이용했다. 그런데, 디지텍시스템스가 은행에 매출채권을 양도하고 대출받는 과정에서 선적서 등 관련 서류를 위조한 것으로 알려졌고, 2014년 법정관리를 받았고 2015년 1월 상장폐지됐다.

이러한 매출채권 양도의 악용 사례가 알려지면서, 과연 매출채권 양도가 일반적인 기업의 자금조달 방식으로 활용이 되는 것인지, 아니면 자금 상황이 안 좋은 기업만 활용하는 특수한 방식인지에 대하여 의구심이 든다. 그러므로, 본 연구에서는 먼저 매출채권 양도를 어느 정도로 기업들이 활용하는지에 대하여 살펴 본다. 다음으로, 매출채권 양도를 통해 조달한 보유현금의 가치를 투자자들이 긍정적으로 평가하는지에 대하여 실증분석을 수행하고자 한다. 이는 매출채권 양도가 일반적인 자금조달 방식의 일환이라고 주식시장에서 평가를 한다면, 보유현금을 통해 기업의 가치를 증가시킬 수 있을 것이기 때문이다. 하지만, 양도기업의 특성—수출업 영위 여부, 정보비대칭 정도—에 따라 주식시장의 평가가 달라질 수 있기 때문에 특성별로 표본을 나누어

1) 이에 대한 사법처리로 모뉴엘의 박홍석 대표는 1심에서 23년의 중형이 선고되었으나, 2심에서 15년으로 감형되었고, 3심인 대법원에서 이를 확정하여 종결되었다.

살펴보고자 한다.

매출채권의 양도와 보유현금의 가치에 관해서는 아직 연구가 많이 진행되지 않은 상황이다. 전반적인 회계정보의 가치관련성에 관하여는 김보영(2018)이 K-IFRS(한국채택국제회계기준) 도입 이전의 표본을 이용하여 연구하였다. 실증분석 결과, 매출채권 양도기업의 경우에는, 순자산이 순이익보다 가치관련성이 높고, 순이익 중에서는 발생액보다 현금 정보가 관련성이 높다는 증거를 제시하였다. 이는 순자산과 순이익, 발생액과 현금흐름의 가치관련성의 상대적인 유용성 정도에 초점을 맞춘 것으로, 어떤 특성을 가진 매출채권 양도기업의 보유현금이 기업가치에 긍정적인 혹은 부정적인 영향을 미치는지에 대하여는 검토하지 않았다. 수출업을 수행하는 기업이 주로 팩토링을 한다고 알려져 있으나, 내수기업도 팩토링을 이용하므로, 주로 어떤 특성을 가지고 있는 기업이 팩토링을 선호하는지, 또 그로 인한 보유현금의 가치가 주식시장에서 어떠한 평가를 받는 지에 대한 연구가 부족한 것이 현실이다. 이에 본 연구는 수출 여부, 매출채권의 특성 여부를 반영하여, 기업 특성에 따라 매출채권 양도기업의 현금 가치가 달라지는지 여부를 확인하고자 한다.

매출채권 양도로 인한 현금조달이 기업의 가치를 증가시키는지 여부는 주식 발생이나 일반적 인 차입과는 달리 회계적으로 복잡한 판단 과정을 거치기 때문에 실증분석이 어려운 측면이 있다. 특히, K-IFRS가 2011년에 도입이 되었는데, 도입 이후에는 매출채권 양도와 관련하여 상환 청구권 여부를 엄격하게 고려해야 했기에, 이전에는 부채비율 증가 때문에 매각거래로 처리하던 기업들이 차입거래로 기록하게 되는 경우가 발생하게 되었다(김정애·최종서, 2013). K-IFRS 도입 이후 실질적인 거래 측면에서는 변화가 없었겠지만, 회계 환경의 변화에 맞닥뜨렸을 때, 이에 따른 가치 변화를 관찰할 수 있는지는 실증이 필요한 영역이라고 할 수 있다.

보유현금의 가치와 관련한 연구는 주로 현금 보유의 유인과 관련하여 전개되어 왔다. 기업이 현금을 보유하는 이유는 주로 유동성을 확보하기 위해서이다. 재무적인 제약이 있거나 자본조달 비용이 높거나, 시장상황이 불리한 경우에 기업은 유동성을 확보하기 위해 현금을 보유한다(Myers and Majluf, 1984). Faulkender and Wang(2006)은 재무적 제약에 있거나 성장하는 기업일수록 현금보유가 기업가치를 증가시키는 영향이 커진다고 하였다. 그러나 경영자와 주주 간의 이해관계 불일치 때문에 적정 수준 이상의 현금보유는 대리인 문제를 야기시켜 오히려 기업가치를 감소시킬 수도 있다(Jensen and Meckling, 1976 ; Harford, 1999)는 기업지배구조가 취약한 기업에서 현금이 낭비될 가능성이 커져 현금보유가 기업가치의 증대로 이어지지 않는다고 주장하였고, Opler et al.(1999)은 적정 수준 이상의 현금을 보유하면, 기업합병이나 기업인수에 낭비되는 경향이 있다고 하였다. 그러므로, 보유현금이 반드시 기업가치에 긍정적인 역할을 한다고 할 순 없다.

본 연구는 1999년부터 2016년까지 한국유가증권과 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 매출채권을 양도하는 자금조달행위가 보유현금의 기업가치를 영향을 미치는지 살펴보았다. 구체

적인 분석 방법은 Faulkender and Wang(2006)의 모형을 변형하여 고정효과회귀모형을 사용하여, 규모초과주가수익률에 초과현금이 어떻게 영향을 미치는지 분석하였다.

먼저 어떤 기업이 주로 매출채권 양도를 하는지 살펴보았는데, 수출기업과 내수기업, 외화매출채권과 특수관계자 매출채권이 있는 경우로 나누어 살펴보았다. 외화매출채권과 특수관계자 매출채권은 정보비대칭이 높은 특성을 지니고 있으므로, 일반적인 매출채권 양도와는 다른 성격을 지닐 수 있기 때문이다. 회귀분석은 K-IFRS 이전과 이후로 나누어 살펴볼 필요가 있는데, 도입 이전에는 매각거래로 처리하는 유인이 컸으나, 도입 이후에는 상환청구권 여부를 엄격하게 적용하여 차입거래로 처리되는 빈도가 커졌기 때문이다. 이에 전체적인 실증분석은 2010년 이전과 2011년 이후로 구분하여 이루어졌다.

논문의 구성은 다음과 같다. 제 I 장 서론에 이어 제 II 장에서는 매출채권 양도 관련 회계처리와 가설 설정에 대해 살펴보고 제 III 장에서는 연구방법에 대해 설명한다. 제 IV 장에서는 실증분석 결과를 제시하고 제 V 장에서는 연구결과를 요약한 후, 공헌점과 한계를 기술한다.

II. 매출채권 양도 관련 회계처리와 연구가설 설정

매출채권을 회수하지 않고 금융기관에 양도하여 자금을 조달하는 방법은 크게 두 가지로, 받을어음을 할인하는 방법과 외상매출금에 대한 팩토링이 있다. 두 방법 다 비슷한 회계처리를 하는데, 매출채권의 양도를 담보 제공으로 본다면 양도기업 입장에서는 차입 거래로, 완전히 매출채권이 처분된 것으로 본다면 매각 거래로 회계처리된다.

예를 들어 기업이 1천만 원 어치 매출채권을 은행에 양도하고 수수료 1백만 원을 떼 9백만 원의 현금을 받는다면 차입거래와 매각 거래는 아래 예시와 같이 회계처리가 된다.

〈예시 (단위 1,000,000원)〉

1) 차입거래

(차) 현금	9	(대) 차 입 금	10
이자비용	1		

2) 매각거래

(차) 현금	9	(대) 매출채권	10
매출채권처분손실	1		

매출채권 양도기업 입장에서는 차입 거래로 기록한다면 차입금이 늘어나 부채비율이 늘어나기 때문에, 매각거래를 선호한다. 대부분의 매출채권의 양도는 상환청구권(소구권)이 있는 경우

가 많은데도, K-IFRS 도입 전에는 금융기관이 매출채권을 처분할 자유로운 권리를 더 중요시 해서 매각거래로 회계처리하는 경우가 대부분이었다.²⁾ 하지만, K-IFRS 도입 이후에는 매출채권 양도와 관련하여 상환청구권 여부를 엄격하게 고려해야 했기에, 매각거래로 처리하던 기업들이 차입거래로 기록하게 되는 경우가 발생하게 되었다(김정애·최종서, 2013).

서론에서 언급했던 모뉴엘도 K-IFRS가 아니라, 일반기업회계기준을 적용하는 회사였고, 상환청구권이 있었음에도 불구하고, 매출채권 양도가 모두 매각거래로 기록이 되어 있어서 매출채권처분손실이 100억 원이 넘게 기록이 될 수 있었다.

이런 매출채권 양도의 본질은 손익계산서상, 그리고 현실적인 금전상 손실을 감수하면서 현금을 급하게 조달하는 데에 있다. 위의 예시의 경우, 원래는 1천만 원의 현금을 회수할 수 있지만, 신속한 자금 회수를 위해서 1백만 원의 손실을 감수하고 있다.

Michalski(2008)는 이론적인 모델을 제시하여, 이렇게 매출채권 양도를 통하여 신속하게 자금 회수를 하여 영업주기(operating cycle)를 감소시키고, 이로 인한 자본비용 감소가 기업의 순현재가치(Net Present Value : NPV)를 증가시킬 수 있음을 보여주었다. 하지만, 실제 매출채권은 회수가 되는 것이 일반적이며, 매각이나 차입을 해야 하는 상황은 재무적 제약이 존재하는 특수 경우라고 생각할 수 있다. 그러므로, 이렇게 급하게 조달한 기업의 현금이 기업가치를 증가시키는데 도움이 될 수 있는지 여부는 실증 분석을 통해 확인해야 한다고 생각할 수 있다.

매출채권의 양도로 인해서 확보된 현금과 기업가치와의 관련성에 대해서는 아직 연구가 많이 진행되지 않은 상황이다. 김보영(2018)은 매출채권 양도기업의 회계정보 가치관련성을 비양도기업과 비교하였는데, 양도기업의 순자산과 현금흐름 관련한 정보가 비양도기업보다 높다는 실증분석 결과를 제시하였다. 특히, 순이익을 발생액과 영업현금흐름으로 나누어 발생액에 비하여 영업현금흐름의 정보가 상대적으로 가치와 더 관련성이 높다는 연구 결과를 제시하였는데, 이러한 결과는 여러 가지로 해석이 가능하다. 먼저, 매출채권 양도로 인해 당기순이익이 감소하고, 현금흐름이 증가하는데, 당기순이익 감소 정보보다 현금흐름 정보가 더 중요하다고 해석할 수 있다. 또한, 비양도기업보다 양도기업의 현금 가치가 더 높다고도 해석할 수 있는데, 순자산과 당기순이익, 발생액과 현금흐름의 가치관련성에 대한 관계가 명확하지 않아서, 어떤 이유로 인하여 이런 결과가 도출되었는지에 대하여는 추가 연구가 필요하다고 서술되어 있다.

2) 종전 기업회계기준 등에 관한 해석(52-14, 현 일반회계기업회계기준 문단 6.5)

: 금융자산의 양도여부(자산 일부의 양도를 포함한다)에 대한 판단은 다음 요건을 모두 충족하는 경우에는 양도자가 금융자산에 대한 통제권을 이전한 것으로 보아 매각거래로, 이외의 경우에는 금융자산을 담보로 한 차입거래로 본다.

가. 양도인은 금융자산 양도후 당해 양도자산에 대한 권리를 행사할 수 없어야 한다. 즉, 양도인이 파산 또는 법정관리 등에 들어갈 지라도 양도인 및 양도인의 채권자는 양도한 금융자산에 대한 권리를 행사할 수 없어야 한다.

나. 양수인은 양수한 금융자산을 처분(양도 및 담보제공 등)할 자유로운 권리를 갖고 있어야 한다.

다. 양도인은 금융자산 양도후에 효율적인 통제권을 행사할 수 없어야 한다.

본 연구는 선행연구와는 다르게, 보다 직접적으로 매출채권 양도기업의 현금 가치에 대해서만 초점을 맞추어 살펴보고자 한다. 기업이 보유한 현금이 기업가치에 어떤 영향을 미치는가에 대하여 기존의 연구들은 주로 재무적 제약, 투자 관점, 그리고 대리인 비용 관점에서 살펴보았다. Pinkowitz et al.(2006)은 현금보유가치가 재무적 제약 하에서 더 가치가 있다고 주장하였다. Faulkender and Wang(2006)은 현금보유 수준이 높을수록, 부채비율이 높을수록, 재무적 제약이 낮을수록, 그리고 회사가 잉여현금을 자사주매입보다 배당으로 지급하려는 성향이 높을수록 투자자들이 기업이 보유한 현금의 가치를 낮게 평가한다는 증거를 제시하였다. Denis and Sibilkov(2010)는 재무적 제약 상황 하에서 보유현금이 많을 수록 투자기회가 기업가치로 이어질 수 있다고 하였다. 국내 연구로는 김미형(2007)은 현금보유량 증가가 기업가치를 증가시키지만, 부채비율의 증가는 감시비용을 외부로 전가하는 효과를 가져와 부채비율이 현금보유가치의 감쇄시키는 것이 명확히 나타나지 않는다고 하였다.

그에 반해 기업의 대리인 문제가 심각한 경우, 기업의 과도한 현금보유는 기업가치 감소로 이어질 수도 있다(Harford, 1999 ; Harford et al., 2008 ; Dittmar et al., 2003). Masulis et al.(2009)은 기업의 소유권과 지배권의 격차가 심화될 수록 보유현금이 기업가치로 이어지지 못하고 오히려 가치를 감소시키게 된다고 하였다. 국내 연구에서 반혜정(2011)은 건전한 기업지배구조는 현금 흐름에 대한 투자활동의 민감도를 감소시켜 투자효율성을 향상시킨다는 사실을 발견하였고, 신민식(2012)은 초과현금을 보유한 기업은 주식시장에서 기업가치가 저평가된다고 하였다. 또한 그는 초과현금 보유에 따른 대리인 문제 발생가능성이 높아지는 것을 주식투자자들이 위험요소라고 판단해 가치를 낮게 평가하는 것이라고 주장하였다. 박순홍·연강홍(2009)은 기업지배구조가 우수해 향후 대리인 문제가 발생할 가능성이 낮은 기업군이 그렇지 않은 기업군보다 보유현금이 기업가치에 보다 긍정적인 영향을 주는 것으로 나타나 대리인 이론의 주장을 지지하는 결과를 확인하였다. 특히, 김보영·정균범(2014)는 직접적으로 대리인 비용을 측정해 대리인 문제가 심각한 기업의 보유현금이 기업가치에 반영되는 비율이 더 낮다는 증거를 제시하였다. 또한, 이러한 관계가 코스닥 기업보다 유가증권 시장에서, IMF 이후에 더 두드러진다는 증거를 제시하여, 정보비대칭이 해소될 때 대리인 비용에 따른 보유현금에 대한 가치평가가 더 제대로 이루어지고 있다고 설명하였다.

이상의 논의로 미루어 보아, 만일 매출채권의 양도가 바람직한 자금조달 역할을 수행한다면, 매출채권 양도기업의 보유현금이 기업가치로 연결되는 정도가 클 것이다. 하지만, 모뉴엘같이 가공의 매출채권을 자금조달에 사용하는 경우가 일반적이라면, 기업의 가치에 전혀 도움이 되지 않을 것이고, 가공이 아닌 실제적인 매출채권을 양도하는 경우에도 원래 매출액에 비해서 손실을 감수하면서 자금을 조달하는 것이기 때문에, 전통적인 다른 자금 조달 방식에 비해서 보유현금의 가치 창출 정도가 낮을 것이라고 예상 가능하다. 그러므로, 매출채권 양도기업의 보유현금이 기업가치를 높이는 데 기여하는 정도가 보통 매출채권양도를 자금조달방식으로 사용하는 수

출기업과 내수기업 간 어떻게 다른지 실증적으로 분석할 필요가 있어 보인다.

그리고 보유하는 매출채권의 종류에 따라 현금의 가치가 달라질 수가 있다. 회사가 외화매출채권을 많이 가지고 있고 매출채권 양도를 하는 경우에는, 국내 매출채권에 비해서 정보가 부족할 여지가 있고 대리인 문제가 클 수 있으므로, 보유현금의 가치가 더 낮을 여지가 있다.

비슷한 맥락에서 특수관계자와의 거래에서 특수관계자 매출채권이 발생하는데, 이런 매출채권을 많이 가지고 있고 이를 통해 매출채권 양도를 많이 한다면, 주주를 위한 거래이기보다 더 복잡한 대리인 문제가 존재할 여지가 있다. 특수관계자와의 거래가 기업의 경영성과에 부정적인 영향을 미친다는 김진희(2011)의 연구를 보더라도, 특수관계자 매출채권이 있을 경우에는 보유현금이 기업가치를 증가시키는 데 기여 정도가 낮을 것이라고 예상할 수 있다.

이에 따라 본 연구는 실증 분석을 통해 아래 세 가지 가설을 검증해 볼 것이다.

가설 1 : 매출채권의 양도가 바람직한 자금 조달 역할을 수행한다면, 양도기업의 보유현금의 가치가 주식시장에서 높게 평가될 것이다.

가설 2 : 매출채권을 양도하는 기업 중에서 매출채권 중 외화매출채권이 존재하는 경우, 그렇지 않은 경우에 비해 보유현금의 가치가 주식시장에서 낮게 평가될 것이다.

가설 3 : 매출채권을 양도하는 기업 중에서 매출채권 중 특수관계자매출채권이 존재하는 경우, 그렇지 않은 경우에 비해 보유현금의 가치가 주식시장에서 낮게 평가될 것이다.

III. 연구 방법

보유현금이 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위해 다음과 같이 Faulkender and Wang (2006) 의 모형을 변형하여 사용하였다. 기업가치의 변화는 기업의 주가 초과수익률로 측정하였고, 구체적인 모형은 다음과 같다.

$$\begin{aligned} SAR_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 dC_{i,t} + \beta_2 dC_ALD_{i,t} + \beta_3 dC_LagC_{i,t} + \beta_4 dC_LagL_{i,t} + \beta_5 ALD_{i,t} \\ & + \beta_6 dE_{i,t} + \beta_7 dNCA_{i,t} + \beta_8 dRD_{i,t} + \beta_9 dI_{i,t} + \beta_{10} dDIV_{i,t} + \beta_{11} dLagC_{i,t} \\ & + \beta_{12} dLagE_{i,t} + \beta_{13} dLagL_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (\text{식 1})$$

SAR : 규모조정초과수익률, 당해 4월부터 시작하여 다음 해 3월까지 1년간의 개별주식의 수익률에서 동일 규모군 포트폴리오의 수익률을 차감한 값,

dC : 보유 현금의 변동분, 보유 현금은 현금 및 현금성 자산으로 측정하였고 t기 보유현금에서 t-1기 보유현금을 차감한 값을 자기자본의 시장가치(발행주식수×주가)로 표준화한 값,

ALD : 매출채권처분손실이 존재하면 1, 존재하지 않으면 0인 더미변수,

dC_ALD : dC 와 ALD 의 교호항,

dE : 법인세비용차감전손익,

- $dNCA$: 비현금자산 변동분이며 비현금자산은 총자산에서 보유 현금을 차감한 값,
 dRD : 연구개발비의 변동분,
 dI : 이자비용의 변동분,
 $dDIV$: 보통주 배당금의 변동분,
 $LagC$: 전기말 보유 현금,
 $LagE$: 전기말 법인세비용차감전손익,
 $LagL$: 전기말 부채비율 (부채/총자산),
 ε : 잔차항.

모든 변수는 극단치의 영향을 줄이기 위해, 1% 수준에서 winsorize 하였고, SAR 외의 C , E , NCA , RD , I , DIV 변수는 자본의 시장가치로 표준화하였다. 이 모형에서 보유현금의 변화가 기업가치로 대부분 연결이 된다면, β_1 은 거의 1에 가까운 값이 될 것이지만, 보유현금을 경영자의 이익에 유용하거나 과도한 부채로 경영이 채권자의 이익에 맞춰져 운영이 되는 방식으로 대리인 문제를 불러일으킨다면 β_2 와 β_3 가 음으로 유의하게 나타나 보유현금의 가치가 그대로 기업가치로 연결되지 못하게 될 것이다. Faulkender and Wang(2006)에 의하면, 미국의 경우 대리인 비용의 존재 때문에 β_1 의 값이 1보다 작은 값을 가지며(0.751), 전기 현금 보유 수준이 높을수록, 전기 부채 비율이 클수록 β_1 값이 작아지게 됨을 밝혔다. 국내에서도 김보영·박형진(2013)의 연구에 의하면, β_1 의 계수값은 1보다 작은 값이며 (0.505), Faulkender and Wang(2006)의 연구와 비슷한 결론을 내렸다.

매출채권 양도기업은 매출채권처분손실이 존재하게 되므로, 본 연구에서는 매출채권처분손실이 존재하면 1, 존재하지 않으면 0인 더미변수 ALD 를 사용하여 양도기업을 표시한다. 가설 1에서 만일 매출채권 양도기업이 내부 자금인 현금을 더 잘 활용하여 기업가치로 연결시킨다면 보유현금 변동과 수출기업 더미의 교호항(dC_ALD)의 계수 β_2 가 양(+)의 값을 가지게 될 것이고, 그렇지 않으면, 음(-)의 값을 가질 것이다.

외화매출채권 여부와 관련된 가설2를 측정하기 위해서는 기업의 매출채권 중에 외화매출채권이 존재할 때 1, 그렇지 않은 경우에는 0인 더미변수 ARF 를 만들어서, 앞의 식(1)에 dC_ALD 와의 교호항, dC_ALD_ARF 를 넣어서 다음과 같이 확인한다.

$$\begin{aligned}
 SAR_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 dC_{i,t} + \beta_2 dC_ALD_{i,t} + \beta_3 dC_ALD_ARF_{i,t} + \beta_4 dC_LagC_{i,t} \\
 & + \beta_5 dC_LagL_{i,t} + \beta_6 ALD_{i,t} + \beta_7 ALF_{i,t} + \beta_8 dE_{i,t} + \beta_9 dNCA_{i,t} \\
 & + \beta_{10} dRD_{i,t} + \beta_{11} dI_{i,t} + \beta_{12} dDIV_{i,t} + \beta_{13} dLagC_{i,t} + \beta_{14} dLagE_{i,t} \\
 & + \beta_{15} dLagL_{i,t} + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{식 2}$$

만일, 가설2처럼 외화매출채권이 존재할 때, 매출채권 양도시 현금가치가 낮아진다면, β_3 가 음(-)의 값을 가질 것이다.

특수관계자매출채권 여부와 관련된 가설3을 검증하기 위해서 기업의 매출채권 중에 특수관계

자매출채권이 존재할 때 1, 그렇지 않은 경우에는 0인 더미변수 $ARSP$ 를 만들어서, 앞의 식(1)에 dC_ALD 와의 교호항, dC_ALD_ARSP 를 넣어서 다음과 같이 확인한다.

$$\begin{aligned} SAR_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 dC_{i,t} + \beta_2 dC_ALD_{i,t} + \beta_3 dC_ALD_ARSP_{i,t} + \beta_4 dC_LagC_{i,t} \\ & + \beta_5 dC_LagL_{i,t} + \beta_6 ALD_{i,t} + \beta_7 ALSP_{i,t} + \beta_8 dE_{i,t} + \beta_9 dNCA_{i,t} \\ & + \beta_{10} dRD_{i,t} + \beta_{11} dI_{i,t} + \beta_{12} dDIV_{i,t} + \beta_{13} dLagC_{i,t} + \beta_{14} dLagE_{i,t} \\ & + \beta_{15} dLagL_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (\text{식 } 3)$$

만일, 가설3처럼 특수관계자매출채권이 존재할 때, 매출채권 양도시 현금가치가 낮아진다면, β_3 가 음(-)의 값을 가질 것이다.

본 연구에서도 선행연구와 동일하게 법인세비용차감전손익으로 수익에 따른 기업가치 증감을 통제하였고, 투자규모, 매출채권 양도 외의 자금 조달 정책 등을 통제하기 위해 비현금자산과 연구개발비, 이자비용, 보통주 배당금, 부채 비율을 통제변수로 사용하였다. 또한, 개별효과와 시간효과를 동시에 고려한 패널고정효과 회귀모형을 사용하여 분석하였다.

이러한 모형을 적용할 때에는 한계점이 존재하는데, 자료 입수의 한계로 인하여 매출채권 양도를 통해 증가하는 직접적인 현금 증가분을 파악하지 못 하여 전체 보유 현금 변동을 이용하여 실증분석을 하는 것이므로, 해석에 있어서 주의를 요한다.

IV. 실증분석

본 연구의 표본은 1999년부터 2016년까지 상장회사협의회 데이터베이스(TS2000)에 수록된 유가증권, 코스닥 상장 기업 중 12월 결산 제조업 영위 법인을 대상으로 하였다. 금융업에 속한 기업, 재무자료가 없는 기업, 국내 매출과 수출 자료가 구분되어 있지 않은 기업은 표본에서 제외하였다. 이에 따라 본 연구에서 사용되는 표본의 수는 총 19,653개 기업/연도이며 기업-년 현황은 <표 1>과 같다.

여기서 정의한 매출채권 양도기업은 매출채권처분손실이 존재하는 기업이고, 비양도기업은 매출채권처분손실이 존재하지 않는 기업이다. 전체 표본 중 양도기업-연도는 5,789개이고, 비양도기업은 13,864개이다. 양도기업은 전체 기업의 29.46%를 차지하고 있으므로, 매출채권 양도가 아주 예외적인 자금조달 방법은 아니라는 것을 알 수 있다.

K-IFRS가 2011년에 도입되면서 매출채권 양도와 관련된 회계기준이 변경되었으므로, 2010년 이전과 2011년 이후로 나누어서 표본을 살펴볼 필요가 있다. 실질은 변하지 않았으나, K-IFRS 도입 후에는 양도한 매출채권의 상환청구권이 있다면 차입거래로 인식해야 하고, 매출채권처분손실보다는 이자비용으로 인식하게 되는 경우가 많아지게 되었다.

〈표 1〉 표본기업의 기업-연도 현황

(단위 : 개, %)

연도	매출채권 양도기업	매출채권 비양도기업	전체기업	연도	매출채권 양도기업	매출채권 비양도기업	전체기업
1999	207 (40.35%)	306 (59.65%)	513 (100%)	2009	466 (38.83%)	734 (61.17%)	1,200 (100%)
2000	290 (50.61%)	283 (49.39%)	573 (100%)	2010	443 (35.08%)	820 (64.92%)	1,263 (100%)
2001	310 (46.69%)	354 (53.31%)	664 (100%)	2011	84 (6.29%)	1,251 (93.71%)	1,335 (100%)
2002	370 (48.88%)	387 (51.12%)	757 (100%)	2012	192 (13.60%)	1,220 (86.40%)	1,412 (100%)
2003	427 (49.48%)	436 (51.52%)	863 (100%)	2013	206 (14.30%)	1,235 (85.70%)	1,441 (100%)
2004	435 (47.44%)	482 (52.56%)	917 (100%)	2014	207 (13.93%)	1,279 (86.07%)	1,486 (100%)
2005	446 (46.17%)	520 (53.83%)	966 (100%)	2015	186 (12.13%)	1,348 (87.87%)	1,534 (100%)
2006	434 (42.26%)	593 (57.74%)	1,027 (100%)	2016	177 (12.09%)	1,287 (87.91%)	1,464 (100%)
2007	433 (39.91%)	652 (60.09%)	1,085 (100%)	합계	5,789	13,864	19,653
2008	476 (41.28%)	677 (58.72%)	1,153 (100%)				

주. 매출채권 양도기업은 매출채권처분손실이 존재하는 기업, 비양도기업은 매출채권처분손실이 존재하지 않는 기업으로 정의함.

2010년과 2011년의 양도기업과 비양도기업 비교를 보면, 회계기준 변경으로 인하여 매출채권 양도와 관련한 기업의 회계처리 방식이 확연하게 바뀌었음을 알 수 있다. 2010년도에는 1,263개의 기업 중 443개 기업, 즉 35.08%의 기업이 매출채권 처분손실을 기록했으나, 2011년도에는 1,335개 기업 중 84개 기업, 즉 6.29%만이 매출채권 처분손실을 기록하였다. 하지만, 2012년부터는 양도기업이 다시 늘어나서, 2012~2016년에는 12~14% 정도의 비중을 차지하는 모습을 보였다. 이는 상환청구권 여부에 대하여 2011년 가장 엄격하게 적용하였고, 그 이후에는 덜 엄격하게 적용하였다고 해석할 수 있다.

K-IFRS 도입 이전에는 매출채권을 양도하고 매각거래로 처리하는 비중이 35~51% 정도 수준으로, 매출채권 양도가 적지 않게 이루어지고 있다는 것을 알 수 있다. K-IFRS 도입 이후에는 2011년을 제외하고, 12~15% 정도로 보이지만, 실질상 매출채권 양도 빈도가 줄었다고는 확

신할 수 없다. 이는 도입 이전, 상환청구권이 있음에도 불구하고 매각거래로 기록했던 것을, 차입거래로 기록하게 되면서, 매출채권처분손실이 이자비용으로 기록되는 것이기 때문에, 분석상 표본의 성격이 다르다는 것을 의미할 뿐이다. 즉, 연구설계상, 2011년 전의 매출채권 양도기업 표본에는 차입거래 성격을 띠었으나 매각거래로 기록했던 기업들이 포함되어 있고, 2011년 이후의 매출채권 양도기업 표본에는 상환청구권이 없는 매출채권 양도기업들이 포함되어 있다는 부분을 명확히 할 필요가 있다. 그러므로, 차입거래를 고려한다면, 매출채권 양도는 재무적 제약 상황 하에 있는 부실기업들만이 이용하는 거래가 아니며, 일반적으로도 많이 이용되는 자금조달 행위라고 생각할 수 있다.

<표 2>는 본 연구에 사용된 모든 표본기업들의 주요 특성변수들에 대한 기술통계량을 나타내고 있다. 표본기업의 매출채권처분손실(AR_{Loss})은 매출채권에 비해서는 미미한 수준이며(0.5%), 외화매출채권(AR_F)은 매출채권의 11%, 특수관계자매출채권(AR_SP)은 매출채권의 5% 정도이며, 수출비중(EXP_R)은 전체 매출의 20% 수준이다.

〈표 2〉 기술통계량

변수	평균	표준편차	25%	50%	75%
AR_{Loss}	0.0047	0.0257	0.0000	0.0000	0.0005
AR_F	0.1057	0.2207	0.0000	0.0000	0.0761
AR_SP	0.0546	0.1597	0.0000	0.0000	0.0044
EXP_R	0.2012	0.2868	0.0000	0.0222	0.3555
SAR	-0.0628	0.7490	-0.4182	-0.1625	0.1256
dC	0.0066	0.2121	-0.0370	0.0018	0.0488
dE	0.0475	0.5022	-0.0633	0.0031	0.0767
$dNCA$	0.1435	0.8606	-0.0575	0.0708	0.2755
dRD	0.0017	0.0444	0.0000	0.0000	0.0014
dI	-0.0101	0.0716	-0.0056	-0.0001	0.0032
$dDIV$	0.0008	0.0085	0.0000	0.0000	0.0000
$LagC$	0.1779	0.3364	0.0306	0.0820	0.1868
$LagE$	0.0200	0.4672	0.0044	0.0722	0.1545
$LagL$	0.4208	0.2088	0.2552	0.4176	0.5689

주. AR_{Loss} : 매출채권처분손실/매출채권(총액), AR_F : 외화매출채권/매출채권, AR_SP : 특수관계자매출채권/매출채권, EXP_R : 수출비중(=수출/매출), SAR : 규모조정초과수익률, dC : 보유 현금의 변동분, dE : 법인세비용차감전손익, $dNCA$: 비현금자산 변동분이며 비현금자산은 총자산에서 보유 현금을 차감한 값, dRD : 연구개발비의 변동분, dI : 이자비용의 변동분, $dDIV$: 보통주 배당금의 변동분, $LagC$: 전기말 보유 현금, $LagE$: 전기말 법인세비용차감전손익, $LagL$: 전기말 부채비율(부채/총자산)

<표 3>은 매출채권 양도기업과 비양도기업들의 주요변수 평균과 차이의 유의성을 표시하고 있다. 양도기업은 비양도기업에 비해서 통계적으로 유의하게 외화매출채권과 특수관계자 매출채권이 많았다. 또 양도기업의 수출비중이 비양도기업보다 통계적으로 1% 수준에서 유의하게 높았다. 이는 매출채권 양도기업은 주로 수출기업이며, 외화매출채권과 특수관계자 매출채권이 있는 경우에도 양도가 많이 일어나고 있다는 것을 알 수 있다. 규모조정초과수익률(*SAR*), 보유 현금변동(*dC*), 보통주 배당금의 변동분(*dDIV*), 지난 기 세전이익(*LagE*)의 경우에는 양도기업과 비양도기업의 차이가 없었다. 비현금자산변동분(*dNCA*), 연구개발비 변동분(*dRD*), 지난기 부채비율(*LagL*)의 경우 매출채권 양도기업이 높았고, 이자비용 변동분(*dI*), 기초 보유현금(*LagC*)은 양도기업이 낮았다. 이를 통해 보유현금이 부족하고 부채비율이 높은 경우에 매출채권 양도를 하고 있음을 유추할 수 있었으며, 양도기업이라고 해서 특별히 초과수익률로 판단한 기업가치가 낮지는 않다는 것을 알 수 있었다.

〈표 3〉 매출채권 양도기업과 비양도기업 간 기술통계량 비교

변수	매출채권 양도기업	비양도기업	차이	(양도-비양도) t 검정통계량
<i>AR_F</i>	0.1499	0.0870	0.0629	17.51***
<i>AR_SP</i>	0.0779	0.0446	0.0333	12.58***
<i>EXP_R</i>	0.2402	0.1849	0.0553	12.47***
<i>SAR</i>	-0.0628	-0.0629	0.0001	0.01
<i>dC</i>	0.0055	0.0070	-0.0015	-0.44
<i>dE</i>	0.0748	0.0361	0.0387	4.46***
<i>dNCA</i>	0.1967	0.1212	0.0755	4.98***
<i>dRD</i>	0.0038	0.0008	0.0031	3.11***
<i>dI</i>	-0.0158	-0.0077	-0.0081	-6.33***
<i>dDIV</i>	0.0009	0.0008	0.0001	0.62
<i>LagC</i>	0.1714	0.1806	-0.0092	-1.73*
<i>LagE</i>	0.0111	0.0237	-0.0126	-0.55
<i>LagL</i>	0.5011	0.3872	0.1139	37.23***

주. *AR_F* : 외화매출채권/매출채권, *AR_SP* : 특수관계자매출채권/매출채권, *EXP_R* : 수출비중(=수출/매출), *SAR* : 규모조정초과수익률, *dC* : 보유 현금의 변동분, *dE* : 법인세비용차감전손익, *dNCA* : 비현금자산 변동분이며 비현금자산은 총자산에서 보유 현금을 차감한 값, *dRD* : 연구개발비의 변동분, *dI* : 이자비용의 변동분, *dDIV* : 보통주 배당금의 변동분, *LagC* : 전기말 보유 현금, *LagE* : 전기말 법인세비용차감전손익, *LagL* : 전기말 부채비율 (부채/총자산)

<표 4>는 매출채권 양도를 이용하는 기업의 특성을 알아보기 위해서, 수출업 여부, 외화매출채권 보유 여부, 특수관계자매출채권 보유 여부에 따라 매출채권처분손실의 비교를 수행한 결과이다. 이 표에서 보듯이 수출기업, 외화매출채권이 있는 기업, 특수관계자매출채권이 있는 기업의 매출채권처분손실이 통계적으로 유의하게 크며 매출채권 양도를 많이 한다는 것을 알 수 있다(유의수준 1%).

<표 4> 기업 특성과 매출채권 특성별 매출채권처분손실 비교

	내수기업 (n=8,004)	수출기업 (n=11,393)	diff	t-stat
매출채권처분손실/ 매출채권	0.0026	0.0063	-.0037	-9.90***
	외화매출채권=0 (n=13,947)	외화매출채권>0 (n=5,450)	diff	t-stat
매출채권처분손실/ 매출채권	0.0034	0.0082	-0.0048	-10.20***
	특수관계자매출채권=0 (n=12,313)	특수관계자매출채권>0 (n=7,084)	diff	t-stat
매출채권처분손실/ 매출채권	.0028	.0081	-0.0053	-13.62***

<표 5>는 본 연구의 주된 분석 결과이다. 먼저 Panel A는 전체기간을 대상으로 하였으며, Panel B는 K-IFRS 도입 이전, Panel C는 K-IFRS 도입 이후를 대상으로 하였다. (가)는 가설1에 대하여 식(1)을 추정한 결과로, 기업의 보유현금과 매출채권 양도기업 더미의 교호항, dC_ALD 의 계수가 통계적으로 유의한 값을 보여주면, 가설 1을 지지하고 있다고 해석할 수 있다. (나)는 가설2, 식(2)에 대한 분석결과로서, 기업의 매출채권 중에 외화매출채권이 존재할 때 1, 그렇지 않은 경우에는 0인 더미변수 ARF 를 만들어서, 기업의 외화매출채권이 존재할 때 현금의 가치가 어떻게 변하는지를 확인한다. (다)는 가설3, 식(3)에 대한 분석결과로서, 기업의 매출채권 중에 특수관계자매출채권이 존재할 때 1, 그렇지 않은 경우에는 0인 더미변수 $ARSP$ 를 만들어서, 기업의 특수관계자매출채권이 존재할 때 현금의 가치가 어떻게 변하는지를 확인한다.

Panel A에서 전체 기간을 대상으로 확인하였을 때, (다)의 결과만 유의한 결과를 보여주었는데, dC_ALD 의 계수가 1% 수준에서 유의하게 양의 값을 보여 주어 가설 1을 지지하였고, $ARSP$ 의 교호항, dC_ALD_ARSP 의 계수가 통계적으로 1% 수준에서 유의하게 음(-)의 값을 보이고

있으므로, 특수관계자매출채권이 존재해서 대리인 문제가 심한 경우 현금가치가 낮아질 것이라는 가설3을 지지하는 결과라고 해석할 수 있다. 즉, 특수관계자매출채권이 있는 경우에는 보유현금의 가치가 낮게 평가되며, 이러한 경우를 제외하면, 매출채권 양도기업의 보유현금은 높게 평가된다고 할 수 있다. 통제변수와 관련하여, 유의성은 약간씩 다르지만, 대부분의 계수값이 Faulkender and Wang(2006)과 비슷한 방향을 나타내었다. 전기보유현금과 전기부채비율이 높은 기업의 경우, 대리인비용이 크다고 해석할 수 있는데, 이에 따라 보유현금의 가치가 음의 값을 가지며, 분석결과도 동일하다.

Panel B는 K-IFRS 도입 이전을 대상으로 하였는데, Panel A와 비교하여 (다)의 결과는 동일하고, 추가적으로 (가)의 결과가 통계적으로 5% 수준에서 유의하게 가설1을 지지하는 결과를 보여주었다.

하지만, K-IFRS 도입 이후를 대상으로 하는 Panel C의 경우에는 모든 가설에 대하여 유의적인 결과가 나타나지 않았다.

요약하자면, Panel A의 전체기간에 대한 결과는 주로 K-IFRS 도입 이전의 결과에 의한 것이며, K-IFRS 도입 이전에는 매출채권처분손실이 존재하는 기업의 현금가치가 투자자들에게 긍정적으로 평가를 받았다. 하지만, 도입 이후에는 그런 결과를 찾을 수가 없었다.

분석 기간별로 이러한 분석 결과의 의미를 고찰해 볼 필요가 있다. 앞서서도 설명하였듯이, Panel B와 Panel C의 표본은 성격이 다르다. 매출채권 양도를 한 기업들이 양도기업으로 표본에 포함되어 있는 것은 맞지만, K-IFRS 도입 이전 매출채권 양도기업 표본에는 청구권이 존재하는 기업들이 포함되어 있다. K-IFRS 도입 이후에는 상당수 그런 기업들이 배제되었다.

Panel B의 (가)의 결과를 보면, K-IFRS 이전에 매출채권 양도를 하고, 매각거래로 기록했던 기업들이 현금 증가분에 대하여 긍정적으로 평가를 받고 있다는 것을 알 수 있다. 그리고, (다)의 결과를 볼 때, 특수관계자매출채권이 존재하면 부정적으로 평가를 받으며, 그렇지 않은 기업들의 긍정적 평가가 부각되는 것으로 보인다.

반면, Panel C에서는 보유현금 증가분이 긍정적으로 평가받는다는 증거를 찾을 수가 없었다. 그러므로, Panel B의 결과를 만들어낸 기업들은 실제로는 상환청구권이 존재하지만, 매각처리로 회계처리를 한 기업들이었을 것이라고 해석할 수 있다. 이에 대해 추후 주식자료 등 구체적인 자료를 이용하여 면밀하게 검토할 필요가 있을 것으로 보이는데, 상환청구권이 존재함에도 불구하고, 차입거래로 기록하였던 기업들의 특성을 변별하는 것이 의미가 있을 수 있기 때문이다. 본 연구의 실증분석 결과를 해석함에 있어서 이 부분에 대하여 주의를 기울일 필요가 있다.

〈표 5〉 매출채권 양도기업의 보유현금이 기업가치에 미치는 영향

Panel A. 전체기간 (1999–2016년)			
변 수	(가) SAR	(나) SAR	(다) SAR
<i>dC</i>	0.646*** (9.399)	0.645*** (9.394)	0.671*** (9.696)
<i>dC_ALD</i>	0.053 (0.984)	0.077 (1.029)	0.177*** (2.598)
<i>dC_ALD_ARF</i>		-0.040 (-0.461)	
<i>dC_ALD_ARSP</i>			-0.269*** (-3.126)
<i>dC_LagC</i>	-0.021 (-0.449)	-0.020 (-0.434)	0.004 (0.079)
<i>dC_LagL</i>	-0.703*** (-6.304)	-0.703*** (-6.306)	-0.765*** (-6.807)
<i>ALD</i>	-0.009 (-0.523)	-0.009 (-0.540)	-0.010 (-0.630)
<i>ARF</i>		0.006 (0.293)	
<i>ARSP</i>			0.051*** (3.163)
<i>dE</i>	0.208*** (13.792)	0.208*** (13.791)	0.206*** (13.597)
<i>dNCA</i>	0.057*** (7.648)	0.057*** (7.656)	0.060*** (8.053)
<i>dRD</i>	0.862*** (7.029)	0.862*** (7.030)	0.878*** (7.117)
<i>dI</i>	-0.323*** (-3.607)	-0.325*** (-3.624)	-0.353*** (-3.931)
<i>dDIV</i>	0.919 (1.329)	0.921 (1.331)	0.883 (1.263)
<i>LagC</i>	0.223*** (8.749)	0.223*** (8.748)	0.226*** (8.839)
<i>LagE</i>	-0.027 (-1.537)	-0.026 (-1.526)	-0.031* (-1.759)
<i>LagL</i>	0.380*** (8.049)	0.381*** (8.052)	0.391*** (8.096)
<i>Industry dummies included</i>			
<i>Year dummies included</i>			
<i>Constant</i>	-0.920*** (-19.250)	-0.923*** (-18.926)	-0.956*** (-19.577)
<i>Observations</i>	19,653	19,653	19,653
<i>R-squared</i>	19,653	19,653	19,653

〈표 5〉 매출채권 양도기업의 보유현금이 기업가치에 미치는 영향 (계속)

Panel B. K-IFRS 도입 이전 (1999–2010년)			
변 수	(가) SAR	(나) SAR	(다) SAR
<i>dC</i>	0.663^{***} (7.331)	0.663^{***} (7.334)	0.694^{***} (7.632)
<i>dC_ALD</i>	0.120[*] (1.861)	0.139 (1.528)	0.242^{***} (2.967)
<i>dC_ALD_ARF</i>		-0.031 (-0.305)	
<i>dC_ALD_ARSP</i>			-0.259^{***} (-2.628)
<i>dC_LagC</i>	0.028 (0.487)	0.027 (0.473)	0.052 (0.910)
<i>dC_LagL</i>	-0.923 ^{***} (-6.671)	-0.922 ^{***} (-6.667)	-0.986 ^{***} (-7.091)
통제변수 결과 생략			
<i>Observations</i>	10,981	10,981	10,981
<i>R-squared</i>	0.067	0.067	0.071
Panel C. K-IFRS 도입 이후 (2011–2016년)			
변 수	(가) SAR	(나) SAR	(다) SAR
<i>dC</i>	0.477^{***} (3.828)	0.478^{***} (3.836)	0.480^{***} (3.796)
<i>dC_ALD</i>	-0.116 (-0.654)	-0.112 (-0.633)	-0.087 (-0.457)
<i>dC_ALD_ARF</i>		-0.979 (-0.335)	
<i>dC_ALD_ARSP</i>			-0.365 (-0.668)
<i>dC_LagC</i>	-0.114 (-0.889)	-0.114 (-0.884)	-0.110 (-0.832)
<i>dC_LagL</i>	0.362 (1.478)	0.359 (1.463)	0.345 (1.390)
통제변수 결과 생략			
<i>Observations</i>	8,672	8,672	8,672
<i>R-squared</i>	0.065	0.065	0.065

주 : 1. 식 (1), (2), (3)의 회귀분석 결과를 나타내며 추정된 계수와 괄호 안에 t 통계량을 보여주고 있다.

2. t 통계량 옆의 별표는 다음과 같은 통계적 유의성을 나타낸다. *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

<표 6>은 수출기업만 대상으로, <표 7>은 내수기업만 대상으로 앞의 식 (1), (2), (3)을 실증분석한 결과이다. <표 5>와 동일하게 전체기간(Panel A), K-IFRS 도입 이전(Panel B), K-IFRS 도입 이후 (Panel C)로 나누어서 분석하였다.

<표 6>의 결과를 보면, 수출기업을 대상으로 했을 때, 전체기간과 K-IFRS 도입 이전에 있어서 (가), (나), (다) 모두 dC_ALD 가 통계적으로 유의하게 양의 계수값을 가지는 것을 보여 주고 있다. 전반적으로 수출기업에 있어서 매출채권 양도는 유용한 자금조달 수단으로 쓰이고 있으며, 외화매출채권이나 특수관계자매출채권이 있는 경우에는 보유현금의 가치가 감소하는 것을 알 수 있었다. 수출기업의 경우에도 정보비대칭이 심한 외화매출채권, 특수관계자매출채권이 있는 경우에는 주식시장에서 보유현금의 가치를 낮게 평가하고 있다는 것을 알 수 있다.

하지만, Panel C의 결과를 보면, 수출기업을 대상으로 했을 때에도 K-IFRS 도입 이후에는 유의한 결과를 찾을 수가 없었다.

<표 6> 수출기업 대상으로 매출채권 양도기업의 보유현금이 기업가치에 미치는 영향

Panel A. 전체기간 (1999-2016년)			
변 수	(가) SAR	(나) SAR	(다) SAR
dC	0.669*** (7.284)	0.674*** (7.334)	0.669*** (7.273)
dC_ALD	0.127* (1.917)	0.285*** (2.847)	0.228*** (2.704)
dC_ALD_ARF		-0.226** (-2.106)	
dC_ALD_ARSP			-0.199** (-2.001)
dC_LagC	0.073 (1.206)	0.079 (1.307)	0.071 (1.180)
dC_LagL	-0.887*** (-6.093)	-0.903*** (-6.196)	-0.880*** (-6.044)
통제변수 결과 생략			
Observations	11,418	11,418	11,418
R-squared	0.064	0.065	0.066

〈표 6〉 수출기업 대상으로 매출채권 양도기업의 보유현금이 기업가치에 미치는 영향 (계속)

Panel B. K-IFRS 도입 이전 (1999-2010년)			
변 수	(가) SAR	(나) SAR	(다) SAR
<i>dC</i>	0.635*** (5.895)	0.644*** (5.976)	0.639*** (5.930)
<i>dC_ALD</i>	0.161** (2.159)	0.335*** (2.967)	0.268*** (2.843)
<i>dC_ALD_ARF</i>		-0.244** (-2.057)	
<i>dC_ALD_ARSP</i>			-0.205* (-1.886)
<i>dC_LagC</i>	0.074 (1.096)	0.078 (1.145)	0.070 (1.026)
<i>dC_LagL</i>	-0.904*** (-5.525)	-0.924*** (-5.639)	-0.901*** (-5.502)
통제변수 결과 생략			
<i>Observations</i>	8,142	8,142	8,142
<i>R-squared</i>	0.066	0.067	0.068
Panel C. K-IFRS 도입 이후 (2011-2016년)			
변 수	(가) SAR	(나) SAR	(다) SAR
<i>dC</i>	0.609*** (2.722)	0.605*** (2.700)	0.604*** (2.689)
<i>dC_ALD</i>	0.160 (0.547)	0.160 (0.545)	0.142 (0.475)
<i>dC_ALD_ARF</i>		2.953 (0.297)	
<i>dC_ALD_ARSP</i>			-0.006 (-0.058)
<i>dC_LagC</i>	0.423 (1.528)	0.418 (1.508)	0.425 (1.530)
<i>dC_LagL</i>	-0.085 (-0.177)	-0.073 (-0.151)	-0.078 (-0.162)
통제변수 결과 생략			
<i>Observations</i>	3,276	3,276	3,276
<i>R-squared</i>	0.059	0.059	0.059

주 : 1. 수출기업만 대상으로, 식 (1), (2), (3)의 회귀분석 결과를 나타내며, 추정된 계수와 괄호 안에 t 통계량을 보여주고 있다.

2. t 통계량 옆의 별표는 다음과 같은 통계적 유의성을 나타낸다. *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

반면, <표 7>의 경우, 내수기업만을 분석대상을 했을 경우에는, K-IFRS 도입 이전(Panel B) (다)의 경우를 제외하고는 dC_ALD 가 모두 통계적으로 유의하지 못한 값을 가지는 것을 보여 주고 있으므로, 내수기업에 있어서 매출채권 양도가 바람직한 자금조달 수단인지에 대해서 회의를 갖게 한다. 특히, Panel A와 Panel B에 있어서 (다)의 결과를 보면, 특수관계자 매출채권이 존재 할 때 현금의 가치가 통계적으로 유의하게 음(-)의 값을 가지므로, 특수관계자 매출채권이 존재하는 내수기업의 매출채권 양도에 대해서 많은 주의를 기울여야 함을 시사하고 있다.

<표 7> 내수기업 대상으로 매출채권 양도기업의 보유현금이 기업가치에 미치는 영향

Panel A. 전체기간 (1999-2016년)			
변 수	(가) SAR	(나) SAR	(다) SAR
dC	0.525*** (4.776)	0.520*** (4.705)	0.579*** (5.184)
dC_ALD	-0.098 (-0.908)	-0.077 (-0.650)	0.153 (1.163)
dC_ALD_ARF		-0.104 (-0.443)	
dC_ALD_ARSP			-0.722*** (-3.574)
dC_LagC	-0.216*** (-2.717)	-0.216*** (-2.710)	-0.131 (-1.622)
dC_LagL	-0.251 (-1.341)	-0.240 (-1.272)	-0.421** (-2.217)
통제 변수 결과 생략			
Observations	8,235	8,235	8,004
R-squared	0.080	0.080	0.085

〈표 7〉 내수기업 대상으로 매출채권 양도기업의 보유현금이 기업가치에 미치는 영향 (계속)

Panel B. K-IFRS 도입 이전 (1999-2010년)			
변 수	(가) SAR	(나) SAR	(다) SAR
<i>dC</i>	0.499*** (2.773)	0.486*** (2.682)	0.600*** (3.288)
<i>dC_ALD</i>	0.025 (0.168)	0.053 (0.324)	0.316* (1.745)
<i>dC_ALD_ARF</i>		-0.116 (-0.395)	
<i>dC_ALD_ARSP</i>			-0.777*** (-3.018)
<i>dC_LagC</i>	-0.089 (-0.765)	-0.089 (-0.761)	0.020 (0.167)
<i>dC_LagL</i>	-0.654** (-2.329)	-0.631** (-2.219)	-0.920*** (-3.222)
통제변수 결과 생략			
<i>Observations</i>	2,839	2,839	2,839
<i>R-squared</i>	0.101	0.101	0.113
Panel C. K-IFRS 도입 이후 (2011-2016년)			
변 수	(가) SAR	(나) SAR	(다) SAR
<i>dC</i>	0.463*** (2.915)	0.463*** (2.912)	0.467*** (2.889)
<i>dC_ALD</i>	-0.196 (-0.841)	-0.194 (-0.830)	-0.142 (-0.550)
<i>dC_ALD_ARF</i>		-0.753 (-0.196)	
<i>dC_ALD_ARSP</i>			-0.305 (-0.509)
<i>dC_LagC</i>	-0.246 (-1.567)	-0.246 (-1.565)	-0.220 (-1.358)
<i>dC_LagL</i>	0.451 (1.499)	0.451 (1.497)	0.444 (1.453)
통제변수 결과 생략			
<i>Observations</i>	5,396	5,396	5,396
<i>R-squared</i>	0.075	0.075	0.075

주 : 1. 내수기업만 대상으로 하며, 식 (1), (2), (3)의 회귀분석 결과를 나타내며, 추정된 계수와 괄호 안에 t 통계량을 보여주고 있다.

2. t 통계량 옆의 별표는 다음과 같은 통계적 유의성을 나타낸다. *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

V. 결 론

본 연구는 1999년부터 2016년 동안 한국 유가증권시장과 코스닥 시장에 상장된 회사들을 대상으로 매출채권 양도를 통한 자금조달행위가 보유현금의 가치에 어떤 영향을 미치는지 살펴보았다.

매출채권은 본래 거래상대방에게서 현금으로 회수되어야 하지만, 회수되기 전에 어음할인이나 팩토링의 방식으로 매출채권을 금융기관 등에 양도하여 자금을 조달하면, 현금 유동성을 확보할 수 있는 장점이 있다. 반면, 수수료를 감수하면서 매출채권을 양도하게 되므로 손익계산서상 비용인 이자비용이나 매출채권처분손실이 발생한다.

아직까지 매출채권 양도기업과 그 기업의 가치와 관련한 연구도 부족하다. 특히, 매출채권 양도를 이용하는 기업의 특성에 대한 연구가 드물기에, 본 연구는 먼저 매출채권 양도를 하는 기업 현황과 특성을 분석하였다. 분석 결과, 매출채권 양도를 이용하는 기업의 빈도가 K-IFRS 도입 이전에는 30~50% 수준이었으며, 이는 일부 기업만 이용하는 수단이 아님을 시사하고 있다. 보통 매출채권 양도는 영업주기가 긴 수출기업이 이용한다고 알려져 있으나, 내수기업도 매출채권 양도를 하고 있다는 점도 확인할 수 있었다. 매출채권 양도기업과 비양도기업의 재무제표 특성을 비교하였는데, 초과수익률, 보유현금변동, 보통주 배당금의 변동분, 지난기 세전이익의 경우, 양도기업과 비양도기업의 차이가 없었다. 연구개발도 많이 수행하고, 비현금자산변동분, 부채비율은 높은 편으로 나타났지만, 기초 보유현금은 낮은 편이어서 보유현금이 부족할 때 매출채권 양도를 하고 있음을 유추할 수 있었다.

Faulkender and Wang(2006)의 모형을 변형하여 패널고정효과 회귀모형을 이용하여 보유현금의 가치를 조사한 결과, K-IFRS 도입 이전과 이후에 있어서 결과가 상당히 다른 것을 알 수 있었다. 이는 2011년 이후 상환청구권 유무에 대하여 회계기준이 엄격해져서, 상환청구권이 있음에도 매각거래로 처리하기가 힘들어졌기 때문이라고 보인다. 매출채권처분손실에 대한 정보가 K-IFRS 도입 이전과 이후가 달라졌다고 할 수 있다.

K-IFRS 도입 이전에는 매출채권처분손실이 있는 기업의 보유현금 가치가 그렇지 않은 기업에 비하여 높게 평가받았지만, 외화매출채권이나 특수관계자 매출채권이 존재하여 대리인비용이 높은 경우에는 그렇지 않았다. 특히, 수출기업의 경우에는 이러한 결과가 두드러져서, 수출기업이 매출채권양도를 통하여 자금조달을 하는 경우 보유현금의 가치가 높게 평가되었다.

K-IFRS 도입 이후에는 매출채권처분손실이 있는 기업의 보유현금 가치가 그렇지 않은 기업과 차이가 난다는 결과를 찾을 수가 없었다. 특수관계자 매출채권이 존재하는 경우의 가치감소는 발견되었으나, 수출기업에 있어서도 보유현금의 가치증가를 찾을 수가 없었다.

결과를 정리하면, 상환청구권이 있음에도 불구하고, K-IFRS 도입 이전 매각거래로 회계처리하는 기업의 보유현금에 대하여 가치가 높게 평가받고 있었다고 해석할 수 있다. 이에 대하여

상환청구권의 의미와 보다 구체적인 상황에 대하여 추후 연구를 수행할 여지가 있다고 보인다.

또한, 공통적으로 특수관계자매출채권이 있는 경우에는 매출채권 양도를 통해 증가한 현금의 가치가 감소함을 발견할 수 있었는데, 이는 기업의 투자자 입장에서나 매출채권 양도 거래의 당사자인 금융기관 입장에서 상당한 주의가 필요한 결과라고 보인다. 매출채권 양도가 바람직한 자금 조달 역할을 수행할 수도 있지만, K-IFRS 도입 이후 매각거래로 처리한 경우에는 그렇다는 결과를 찾기가 어렵고, 특수관계자 관련한 매출 거래가 많을 때에는 좀더 주의를 기울여서 살펴 봐야 할 당위성을 찾을 수 있었다.

매출채권을 이용한 금융은 현실적으로 많이 이루어지고 있는 자금조달 방식이라고 볼 수 있으며, 그럼에도 불구하고 연구가 많이 이루어지고 있지 않다. 본 연구는 이러한 방식을 선택하는 기업들이 어떤 특성을 가지고 있는지에 대해서 살펴보았고, 또 이렇게 조달한 자금이 실제로 기업의 가치를 증가시키는지 실증분석하였다. 이는 정책적으로도 은행들이 사기대출을 피하고, 가공 매출채권을 진단할 수 있는 지침이 될 수 있고, 조달 자금이 실제로 기업의 가치를 증가시키는데 도움이 되지 않는다면, 문제가 되는 부분에 정책적 지원을 하거나, 혹은 후속적으로 조달된 자금의 운영방식을 감독하는 등의 금융제도 개선이 필요함을 시사하고 있다.

연구의 한계점으로는, 매출채권 양도기업을 정의함에 있어서 매출채권처분손실 유무를 사용하고 있기 때문에 K-IFRS 도입과 관련하여 복잡한 해석이 필요한 부분을 들 수 있다. 재무제표 주석이나 공시 정보를 이용하여 매출채권 양도 상황을 구체적으로 유형화할 수 있다면, 보다 정확한 의미와 결과를 도출할 수 있겠으나, 이는 앞으로의 연구 영역으로 남겨두겠다. 본 연구는 실무적인 금융과 학문 분야에서 도움이 될 수 있으며, 매출채권 양도와 관련한 연구가 부족한 상황에서 시작점이 될 수 있을 것으로 보인다.

참고문헌

- 김보영 · 박형진. 2013. “현금보유량이 기업 가치에 미치는 영향”. 대한경영학회지 제26권 제8호 : 2127-2145.
- 김보영 · 정균범. 2014. “대리인 비용 및 정보 비대칭과 보유현금의 가치”. 회계저널 제23권 제5호 : 459-485.
- 김보영. 2018. “매출채권 양도기업의 회계정보의 가치관련성에 관한 연구”. *Asia-pacific Journal of Multimedia Services Convergent with Art, Humanities, and Sociology* 8 (6) : 163-170.
- 김미형. 2007. “현금보유량이 기업의 가치에 미치는 영향”. 국제회계연구 제17권 : 183-203.
- 김정애 · 최종서. 2014. “K-IFRS 도입 이후 매출채권양도 회계처리에 관한 사례연구 -수출기업을 중심으로-”. 회계저널 제23권 제2호 : 317-343.
- 김진희. 2011. “특수관계자와의 거래가 기업의 경영성과에 미치는 영향”. 대한경영학회지 제24권 제1호 : 569-585.
- 박순홍 · 연강흠. 2009. “기업지배구조가 보유현금수준에 미치는 영향”. 재무연구 제22권 제2호 : 1-36.
- 반혜정. 2011. “기업지배구조에 따른 회계정보의 질과 투자의 효율성”. 대한경영학회지 제24권 제5호 : 3079-3096.
- 신민식. 2012. “기업의 초과현금 보유가 주주가치에 미치는 영향”. 산업경제연구 제25권 : 2463-2483.
- Denis, D. J., and V. Sibilkov. 2010. Financial constraints, investment, and the value of cash holdings. *The Review of Financial Studies* 23(1) : 247-269.
- Dittmar, A., J. Mahrt-Smith and H. Servaes. 2003. International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38 : 111-133.
- Faulkender, M. and R. Wang. 2006. Corporate financial policy and the value of cash. *Journal of Finance* 61 : 1957-1990.
- Harford, J. 1999. Corporate cash reserves and acquisitions. *Journal of Finance* 54 : 1969-1997.
- Harford, J., A. M. Sattar, and F. M. William. 2008. Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of Financial Economics* 87(3) : 535-555.
- Jensen, M. and W. Meckling. 1976. Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 : 305-360.
- Masulis, W. Ronald, C. Wang, and F. Xie. 2009. Agency problems at dual-class companies. *The Journal of Finance* 64(4) : 1697-1727.
- Michalski, G. 2008. Factoring and the firm value. *Economics and Organization* 5(1) : 31-38.

- Myers, S. C. and N. S. Majluf. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13(2) : 187 – 221.
- Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz and R. Williamson. 1999. The determinants and implications of cash holdings. *Journal of Financial Economics* 52 : 3–46.
- Pinkowitz, L., R. Stulz and R. Williamson. 2006. Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross–country analysis. *Journal of Finance* 61(6) : 2725–2751.

Selling Accounts Receivables and the Value of Cash Holdings

: Comparison between Before and After K-IFRS

Boyoung Kim*

〈Abstract〉

This paper examines firms listed on Korea Exchange in order to investigate the relationship between selling accounts receivables (factoring) and the value of cash holdings. Factoring accounts receivable incurs decreased net incomes and increased cash flows in advance of due. Previous studies report that holding high cash stocks can increase liquidity, but also cause severe agency problems between managers and stockholders. Therefore, it is necessary to examine cash holdings' value of the firms which sell accounts receivables.

Empirical results are as follows. Prior to the introduction of K-IFRS, the value of cash held by an entity with loss of disposal of accounts receivables was higher than that of an entity that did not, but was not the case when foreign currency receivables or related party receivables existed. Especially, for the exporters, the value of holding cash was highly valued if they raised funds through selling accounts receivables.

Since the introduction of K-IFRS, it has not been found that the value of cash held by an entity with loss of disposal of accounts receivables differs from those that do not. A decrease in the value of related party trade receivables was found, but no increase in the value of cash held was found in export companies.

For the total sample of listed firms in the Korean stock market, the cash flow of the firms used factoring accounts receivables may have positive relations with the firm value. However, the firms having related party receivables decreased the positive impact of factoring on the value of cash holdings. In total, factoring can be a useful means of financing, but caution is needed when there are accounts receivables with special interested parties.

〈Key words〉 factoring, account receivables, value of cash holdings, special interested parties, K-IFRS

* Associate Research Fellow, Korea Institute of Local Finance, bykim0405@kilf.re.kr