

# 경영자 능력이 전략적 일탈과 영업활동현금흐름의 관계에 미치는 영향

박원<sup>1\*</sup>

<sup>1</sup>경남대학교 경영학부 부교수

## The Impact of Managerial Ability on the Relationship between Strategic Deviance and Cash Flow from Operating Activities

Won Park<sup>1\*</sup>

<sup>1</sup>Associate Professor, School of Business Administration, Kyungnam University

**요약** 본 연구는 전략적 일탈, 경영자 능력이 경영성과인 영업활동현금흐름에 미치는 영향을 검증하고자 하였다. 또한 전략적 일탈과 영업활동현금흐름의 관계에 경영자 능력이 미치는 영향을 검증하고자 하였다.

표본 선정은 2011년부터 2020년까지 12월 결산상장법인 중에서 비금융업을 대상으로 추출하여 분석하였으며 그 결과는 다음과 같다. 분석 결과, 전략적 일탈은 영업활동현금흐름에 유의적인 음(-)의 영향을 미치는 것으로 확인되었으며 경영자 능력은 영업활동현금흐름에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 이익조정 수준이 높은 집단에서 이러한 결과를 재확인할 수 있었다. 본 연구는 최근 경영전략과 관련된 연구를 확대하여 영업활동현금흐름에 미치는 영향을 검증한 것에 의미가 있다. 또한 이러한 관계에 경영자 특성을 규명한 것에 의미가 있을 것으로 보인다.

**키워드** : 경영자 능력, 전략적 일탈, 영업활동현금흐름, 경영성과, 이익조정, 경영전략

**Abstract** This study focuses on the effect of strategic deviance and managerial ability on cash flow from operating activities, which is financial performance. In addition, this paper examines the effect of managerial ability on the relationship between strategic deviance and cash flow from operating activities.

The sample was extracted and analyzed for non-financial businesses among listed corporations with settlement of accounts in December from 2011 to 2020. As a result of the analysis, it was confirmed that strategic deviance found a significant negative effect on the cash flow from the operating activity, and managerial ability found a significant positive effect on the cash flow from the next operating activity. Strategic deviance was found to have a significant negative relationship with cash flow from next operating activities as managerial ability was higher, and this result was reconfirmed in the group with a high level of earnings management. This study is significant as it expands recent research related to management strategies by examining their impact on operating cash flow. Therefore, it seems that it is meaningful to identify the characteristics of managers in this relationship.

**Key Words** : Managerial Ability, Strategic Deviance, Cash Flow from Operating activities, Earnings management

## 1. 서론

경영자는 기업의 총체적이고 전사적인 의사결정을 하며 이러한 의사결정에 따라 기업의 발전 혹은 생존에 중요한 영향을 미치게 된다. 경영자는 기업의 목표 및 비전을 제시하고 투자, 재무활동 혹은 영업활동 의사결정에 영향을 미치는 전략을 수행할 수 있다.

경영전략은 기업 내부의 자원, 외부환경, 미래 예측능력을 바탕으로 적절하게 수립되어야 한다. 그렇지 않을 경우 기업은 지속적인 성과 창출이 어렵고 사업위험에도 영향을 미칠 수 있다[1]. 경영전략은 재무적인 요소로 측정하여 선도형(prospector), 방어형(defender), 분석형(analyzer)으로 구분할 수 있다[2,3]. 선도형은 대체제가 없고 신기술 혹은 신제품 개발 등을 적극적으로 추진하는 전략으로 볼 수 있다. 이에 반해 방어형 전략은 기업의 규모의 경제 및 원가 절감을 통하여 지속적인 성과 유지를 할 수 있는 전략이며 분석형 전략은 선도형과 방어형 전략의 중간과정으로 장점을 취한 전략으로 볼 수 있다.

이러한 전략적 차이는 기업의 경영투명성, 회계의 질적인 측면에서 중요한 역할을 할 것으로 보인다[4,5]. 선도형과 같은 공격적인 전략은 분권적인 지배구조를 가지고 있으며 회계정보의 질이 낮아 자본비용 수준이 높을 것으로 보았다[6]. 또한 기업의 경영전략은 기업의 특성을 고려하여 수행할 경우 지속적인 성과 창출이나 증가에 영향을 미칠 수 있다.

기업이 정하는 전략은 동종산업 내에서 성공한 선도적인 위치에 있는 기업이나 일반적인 규칙을 가지고 전략을 모방하게 된다[7]. 이러한 전략적 모방은 산업 내에서 유사성을 가지고 있으며 자원의 활용과 배분에 효율성 및 당위성을 가질 수 있다. 하지만 변화에 민감하고 경쟁이 치열한 산업구조 내에서 유사한 전략으로 기업은 성과를 창출하기 어렵기 때문에 전략적 변화를 모색하게 되고 전략적 이탈(Strategic Deviance)이 발생할 수 있다[8].

전략적 이탈은 경영자 특성이 중요한 영향을 미칠 수 있다[9]. 경영자가 권위적이고 독단적일수록 전략적 이탈 수준이 높을 것으로 보았다. 또한 기업의 현금 과보유로 인하여 투자활동에 제약이 적고 경영자의 사적 권한이 남용되어 기회주의적 행위와 결부될 때 전략적 이탈을 추구할 가능성이 존재한다[10]. 이러한 전략적 이탈은 기회주의적인 행위와 영업위험의 증가로 기업의 경영성과에 영향을 미칠 수 있다.

경영자는 기업의 전략을 결정하는데 중요한 역할을 하며 경영자의 특성은 전략적 차이를 발생하게 할 수 있다. 경영자 능력 수준이 높을수록 주주들은 경영자에게 권한을 위임할 가능성이 높으며 사적 권한을 남용할 가능성이 있다. 경영자 능력의 기회주의적 행위로 전략적 이탈을 추구한다면 이는 경영성과에 직접적인 영향이 될 수 있다. 경영자 능력이 높을수록 과신하는 성향은 높고 외부 혹은 내부에서도 경영자에 대한 권한이 절대적이라는 연구결과도 제시되었다[11]. 그리고 경영자 능력이 우수할수록 독점적인 권력 행사로 기업의 가치를 감소시키는 원인이 될 수 있다. 또한 경영자의 권한이 집중되어 있고 독점적일 경우 독단적인 의사결정을 할 가능성이 높으며 이로 인하여 전략적 이탈이 증가될 수 있다[9]. 또한 경영자의 과신성향은 경영성과에 중요한 원인이 되기도 하는데 [12,13] 이러한 특성은 미래 현금흐름에 대해서는 낙관적으로 기대하지만 위험에 대해서는 부정적으로 평가하여 불확실성과 위험 수준이 클 수 있는 의사결정을 할 수 있다. 따라서 경영자의 과신성향이 클 경우 도전적이고 불확실한 전략적 이탈 행위의 가능성이 높을 수 있으며 이러한 위험의 증가는 미래 현금흐름을 감소시키는 원인이 될 수 있다.

본 연구에서는 전략적 이탈이 영업활동현금흐름에 미치는 영향을 검증하기 위해 전략을 결정하는 경영자의 특성을 고려하여 분석하고자 한다. 또한 재무정보의 질이나 경영투명성과 관련하여 이익조정의 역할을 검증함으로써 전략적 이탈과 영업활동현금흐름에 경영자 능력의 중요성을 제안하고자 한다.

## 2. 선행연구

### 2.1 전략적 이탈

경영전략은 수익 창출 측면에서 접근한 차별화 전략과 비용 절감 측면에서 접근한 원가우위 전략으로 구분할 수 있다[14]. 이 중 차별화 전략은 신제품, 신기술, 신시장 개척 등으로 높은 수익을 창출하여 이익을 확보하는 방법으로 볼 수 있다. 이와 달리 원가우위 전략은 규모의 경제 등으로 원가를 절감하여 이익을 유지하는 방법이며 기업이 어떠한 전략을 수행하느냐에 따라 미래 현금흐름 창출과 관련성이 높다[15]. 그리고 기업의 특성에 따라 전략적 차이가 영업현금흐름의 지속성에 중요한 요인이 됨을 제안하였다.

이와 달리 경영전략이 특정 부분만을 고려하여 측정하는 것이 아닌 기업의 전반적인 요소들을 고려하여 측정할 필요가 있다[2,3]. 마케팅, 연구개발, 자본적 지출, 인적자원, 성장성 등 다양한 관점에서 측정하여 전략을 구분할 수 있다. 전략은 연속선상에 있으며 그 끝에 대체제가 없고 신제품 및 신시장 개척 등 적극적인 투자활동을 수행하는 선도형 전략이 있다. 그리고 반대되는 끝에 원가의 절감을 통하여 성과를 유지하려는 방어형 전략이 있다고 볼 수 있다. 이러한 전략적 차이는 기업의 특성 및 정보의 공시, 이익의 질, 자본비용, 지배구조, 조직문화 등 다양한 관점에서 차이가 있다[5,16-20].

이러한 전략적 특성은 산업 내에서 동질성(Conformity)을 가지고 있다[7]. 그 이유는 산업에 가장 효율적이고 적합한 전략이 오랜 관습과 경험에 의하여 형성될 가능성이 높기 때문이라고 볼 수 있다. 또한 산업 내 선도적인 위치에 있는 기업이 수행하고 있는 전략이 있다면 그 전략을 벤치마킹하여 산업 내 다른 기업들도 규칙처럼 그 전략을 추구할 것으로 보인다. 그리고 기업의 자원의 취득과 활용에 대한 정당성이나 당위성을 확보하고 기업의 이해관계자에게 신뢰성을 얻기 위해 산업 내 일반화된 관습이나 방법을 추구할 수밖에 없다. 하지만 이러한 전략은 산업이 가속화되고 경쟁이 치열해지면서 현금흐름을 창출하기 어려워지기 시작하면, 변화를 모색할 수밖에 없다. 따라서 기존의 산업 내부에 만연되어 있는 전략에서 벗어나 새로운 전략의 변화를 추구하는 것을 전략적 일탈이라고 볼 수 있다[7,9,10,21-23]. 이러한 전략적 일탈은 기업의 회계처리 방법이 공격적이며[7] 이익조정과 같은 기회주의적 행위로 나타날 가능성이 높다고 보았다[24].

그리고 지배구조의 특성, 경영자 성향 등을 고려하여 전략적 일탈에 영향을 미칠 수 있다[9]. 이 연구에서는 중국기업을 대상으로 분석을 실시하였으며 국유기업의 경우 정부의 지배력이나 경영자의 권력 수준에 따라 전략적인 일탈 가능성에 차이가 있을 것으로 보았다. 경영자의 권력이 집중되어 있을 경우 경영자는 독단적인 선택 가능성이 높고 기회주의적 행위와 자기과신으로 인하여 전략적 일탈을 추구할 가능성이 높다고 보았다.

현금보유수준이 높은 기업은 경영자가 자신의 명예나 사적 이윤 확보를 목적으로 여유자금을 이용하여 전략적 일탈을 수행할 수 있다[10]. 그리고 전략적 일탈은 경영자의 기회주의적 행위와 연관해서 원가비대칭성에 영향을 미치게 된다[22,23]. 또한 회계투명성이 이러한 관계에

중요한 조절효과로 나타났다. 그리고 전략적 일탈은 미래 불확실성과 위협으로 인하여 자기자본비용이 높다고 보았으며[26] 회계투명성을 저해하여 감사품질이 감소할 것으로 보았다. 최근에는 이러한 전략적 일탈은 기업의 위협과 불확실성, 대리문제, 회계정보의 질 감소 등으로 주가붕괴에 영향을 미칠 것으로 보았다[27]. 전략적 일탈은 주가붕괴에 중요한 역할을 하며 분석 예측치에 따라 그 관계가 차이가 있을 것으로 보았다. 또한 전략적 일탈과 전략적 변화를 고려할 경우 전략적 일탈 수준이 높고 변화가 클 경우 주가가 붕괴됨을 확인할 수 있었다[28].

본 연구에서는 이러한 연구들을 확대하여 전략적 일탈이 영업활동현금흐름에 미치는 영향을 검증해 보고 이러한 관계에 경영자 능력이 영향을 미치는지 검증하고자 한다.

## 2.2 경영자 능력

경영자는 조직의 목표를 달성하기 위하여 중요한 의사 결정을 하며 계획, 수립, 수행하는 전 과정에 포괄적으로 관여한다. 경영자는 다양한 기업 활동과 관련하여 영향력을 행사하며 경영자의 특성은 기업의 성장과 발전에 중요한 요인이 된다.

경영자 특성은 과신성향, 경영자 보수, 경영자 능력 등 다양한 연구들이 진행되어 오고 있다[29-33].

이 중에서 경영자 능력은 내부적인 역량과 외부적인 환경을 이해하고 분석하여 적재적소에 자원을 배분하며 성과 창출을 위한 경기 동향과 미래예측 능력이 우수한 것을 의미한다[30,31,34].

이러한 경영자 능력과 관련하여 선행연구에서는 경영자의 특성 효과 즉, 경영자의 업무 경력, 나이, 학력, 언론 노출 정도 혹은 과거 성과 등을 이용한 분석 방법[35-37]과 달리 자료포락분석(DEA: Data Envelopment Analysis)을 통하여 경영자 능력을 측정하였다. 이 연구에서는 재무 자료를 이용한 객관적인 경영자 능력을 측정하고자 하였다[30, 31]. 경영자 능력이 높을수록 자원이나 원가의 투입 대비 높은 수익을 창출하여 영업활동현금흐름을 최대한 증가시킬 수 있다고 보았다. 따라서 투입 대비 산출의 결과물인 경영 효율성을 DEA로 측정하여 기업 고유의 효과를 통제된 뒤 차이 나는 부분은 경영자 능력으로 보았다. 이러한 측정 과정을 거친 경영자 능력은 경영자의 특성 효과와 관련성이 높으며 기업의 이익의 질에도 긍정적으로 기여한다고 보았다.

이러한 연구 방법을 이용하여 국내외 연구에서 경영자

능력이 기업가치, 재무적인 성과, 자본비용, 회계정보의 질, 원가구조, 조세회피 등 다양한 관점에서 연구가 이루어지고 있다[11,34,38-44].

경영자 능력이 우수할수록 미래 성과와 현금흐름의 예측 가능성이 높기 때문에 불확실성이 낮다[39]. 따라서 경영자 능력이 우수할수록 내재자기자본비용은 감소될 수 있다. 그리고 경영자 능력이 우수할수록 자원의 효율적 배분으로 성과에 긍정적으로 기여할 것으로 보았다[38]. 경영자 능력이 우수할수록 영업활동으로 현금 확보가 용이하기 때문에 부정적인 이슈가 될 수 있는 조세회피를 통하여 현금 유출을 유도시키지 않을 것으로 보았다[43]. 경영자 능력이 재무 평점 및 신용등급에도 영향을 미칠 수 있다[40]. 이 연구에서는 경영자 능력이 높을수록 영업활동의 정보를 적극적으로 공시하며 효과적인 기업의 정보 공유는 정보비대칭을 감소시키고 기업에 대한 재무위험을 감소시키는 중요한 역할을 한다고 보았다.

경영자 능력과 장단기 성과의 관계를 검증하였으며 분석 결과 경영자 능력은 장단기 성과에 긍정적으로 기여하는 것으로 나타났다[40]. 또한 경영자 능력이 우수할수록 효율적인 투자 의사결정을 하게 되며 적합한 전략으로 인하여 기업가치와 성과를 증대시킬 것으로 보았다[45]. 경영자 능력이 회계정보의 질이나 산업 경쟁 강도에 따라 기업성과에 미치는 영향에 차이가 있을 것으로 보았다. 분석 결과, 회계정보의 질이 높거나 경쟁 강도 수준이 높은 경우 경영자 능력은 기업가치를 향상시키는 것으로 나타났다[41].

하지만 경영자 능력이 우수할수록 이익조정이 장기간 성과에 부정적인 측면을 고려하고 이익조정 계획 단계에서 주가나 미래 성과 등을 고려하여 가치 파괴적인 이익조정은 기피할 것으로 보았다[42]. 따라서 경영자 능력이 높을수록 기존의 이익조정 방법에 접근하여 분석하는 것이 아니라 실제 이익조정 측면에서 연구가 이루어져야 한다고 보았다. 경영자 능력이 높을수록 주가 붕괴 현상이 발생한다고 보았다[11]. 이 연구에서는 경영자의 기회주의적 행위는 능력이 높을수록 취하기 쉬우며 주주와 경영자 간의 대리인 문제를 발생시켜 주가가 하락할 것으로 보았다. 경영자 능력이 높을수록 회계정보의 질은 감소되었으며 그 이유에 대하여 경영자의 사적 이익을 확보하기 위한 기회주의적 행위의 결과로 보았다[37]. 경영자 능력이 높을수록 이익에 대한 정확한 예측 및 체계적인 조세 전략을 세워 조세로 인한 현금 유출을 감소시키려는 노력

을 할 것으로 보았다. 따라서 경영자 능력이 우수할수록 조세로 인한 현금 유출을 막기 위한 조세회피 가능성이 높은 것을 나타냈다[34]. 경영자가 명성을 유지하기 위해 부정적인 사건이나 정보를 최대한 지연시키려는 노력을 할 수 있으며 이로 인하여 미래 추가 폭락에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 보았다[46].

경영자 능력에 대한 연구를 종합해 보면, 경영자 능력이 높을수록 효율적인 투자나 현금흐름 창출에 기여한다는 연구결과도 있지만 권력남용이나 기회주의적 행위와 결부하여 조세회피, 이익조정, 주가 붕괴에도 영향을 미친다고 볼 수 있다.

### 3. 연구방법

#### 3.1 연구가설

##### 3.1.1 전략적 일탈과 영업활동현금흐름의 관계

전략적 일탈과 관련하여 기업의 미래 경영성과의 불확실성을 증가시키고 기업가치를 감소시키는 원인이 된다고 보았다[27]. 또한 공격적인 전략은 투자의 비효율성을 증대시키고 미래 성과에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 또한 전략적 일탈은 기업의 재무정보의 질을 감소시키고 이익조정 가능성이 높을 것으로 보았다[24]. 이익조정은 기업의 장기적인 성과에 부정적인 영향을 미치는 요소로서 전략적 일탈로 인하여 미래 영업활동현금흐름을 감소시킬 수 있을 것이다. 또한 경영자의 과신 성향이 높거나 독단적인 경우 전략적 일탈 가능성이 높으며[9] 이러한 경영자 성향으로 전략적 일탈은 기업의 영업활동현금흐름에 부정적인 영향을 미칠 것으로 보인다.

**가설 1:** 전략적 일탈은 영업활동현금흐름에 음(-)의 영향을 미칠 것이다.

##### 3.1.2 경영자 능력과 영업활동현금흐름의 관계

경영자 능력이 우수할 경우 사업에 대한 흐름을 이해하며 경기 동향 및 미래를 예측하여 최적의 성과를 창출할 수 있다[43]. 그리고 경영자 능력은 효율적인 투자를 통하여 기업가치를 증대시킬 뿐 아니라 미래 현금 창출에 긍정적으로 기여할 수 있으리라 본다. 경영자 능력이 우수할 경우 외부 환경에 대한 적응 능력이 우수하고 자원에 대한 적절한 배분으로 최적의 영업활동현금흐름을 창출할 수 있으리라 본다.

가설 2: 경영자 능력은 영업활동현금흐름에 양(+)의 영향을 미칠 것이다.

3.1.3 경영자 능력이 전략적 일탈과 영업활동현금흐름의 관계에 미치는 영향

경영자 능력은 미래 예측 능력뿐만 아니라 현재 외부적인 환경 및 경기 동향에 대한 분석 능력과 내부적인 역량이나 자원을 적재적소에 배분하고 활용할 수 있는 능력을 의미한다[30,31]. 일반적으로 경영자 능력이 우수할 경우 미래 성과에는 긍정적인 영향을 미칠 수 있다[43, 44]. 하지만 경영자 능력이 우수하다 할지라도 과도한 권력의 위임이나 자기과신 등으로 제국주의 건설과 같은 기회주의적 행위와 결합된다면 기업의 성과는 감소될 것으로 보인다.

이러한 경영자 능력에 대하여 주가 붕괴에 직접적인 요인이 될 것으로 보았다[11]. 경영자 능력이 우수할수록 주주를 포함한 이해관계자들이 경영자에게 권한을 위임하고 신뢰하는 경향이 큰 것으로 보았다. 이러한 경영자의 권한은 부정적인 측면에서 기회주의적 행위와 결부되어 권한을 남용하고 사적이익을 추구하여 과잉투자나 과도한 전략을 수행할 수 있으며 재량적 행위의 증대로 인하여 경영 투명성이 저해되거나 정보비대칭성 증대, 혹은 대리문제 등으로 기업의 경영성과에 부정적인 영향을 미칠 것으로 보았다.

또한 경영자 능력이 우수할 경우 과신하는 성향이 크거나 본인의 명예를 증시하는 경향이 크며 이로 인하여 과도한 전략 추구로 기업 성과에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 있다.

따라서 경영자 능력은 경영성과를 향상시키는 중요한 무형자원일 수 있지만 전략적 일탈과 같은 미래 불확실성을 증대시키고 기회주의적 행위와 결부될 경우 경영성과에 부정적인 영향을 미칠 수 있다.

가설 3: 경영자 능력은 전략적 일탈과 경영성과의 관계에 영향을 미칠 것이다.

3.2 연구모형

본 연구에서는 전략적 일탈과 경영자 능력이 영업활동 현금흐름에 미치는 영향을 검증하기 위하여 다음의 모형을 구성하였다.

$$CFO_{t+1} = b_0 + b_1 STR\_DEV_t + b_2 SIZE_t + b_3 \Delta SALES_t + b_4 CASH_t + b_5 FLEV_t + b_6 CFO_t + b_7 AST_t + YD_t + ID_t + e_t \tag{1a}$$

$$CFO_{t+1} = b_0 + b_1 MA\_ABI_{k,t} + b_2 SIZE_t + b_3 \Delta SALES_t + b_4 CASH_t + b_5 FLEV_t + b_6 CFO_t + b_7 AST_t + YD_t + ID_t + e_t \tag{1b}$$

여기서,  $CFO_{t+1}$ : t+1기 영업현금흐름  
 (+1기 영업현금흐름/t기 총자산)  
 $STR\_DEV_t$ : t기 전략적 일탈  
 $MA\_ABI_{k,t}$ : t기 경영자 능력  
 [k=1: 경영자 능력 측정치,  
 k=2: 경영자 능력 부호 더미변수  
 양(+)이면 1, 그렇지 않으면 0]  
 $SIZE_t$ : t기 규모(t기 총자산 자연로그값)  
 $\Delta SALES_t$ : t기 성장성((t기 매출액 - t-1기 매출액)/  
 t-1기 매출액)  
 $CASH_t$ : t기 현금 수준((t기 현금 및 현금성자산  
 + t기 단기금융상품)/t기 총자산)  
 $FLEV_t$ : t기 금융부채 비율((t기 장·단기차입금  
 + t기 유동성 장기부채 + t기 사채)/t기 총자산)  
 $CFO_t$ : t기 영업현금흐름  
 (t기 영업현금흐름/t-1기 총자산)  
 $AST_t$ : t기 총자산 집중도(t기 총자산/t기 매출액)  
 $YD_t$ : t기 연도 더미,  $ID_t$ : t기 산업 더미

전략적 일탈( $STR\_DEV_t$ )이 차기 영업활동현금흐름( $CFO_{t+1}$ )에 부정적인 영향을 미친다면, 식(1a)에서 회귀계수  $b_1$ 이 유의한 음(-)의 값으로 나타날 것으로 보인다. 그리고 경영자 능력( $MA\_ABI_t$ )이 효율적인 자원의 배분과 우수한 미래 예측 능력을 보유하고 있다면, 식(1b)에서 회귀계수  $b_1$ 이 유의적인 양(+)의 값을 가질 것이다. 본 연구에서는 경영성과( $CFO_{t+1}$ )를 차기 영업활동현금흐름으로 측정하였다. 일반적으로 순이익으로 측정된 총자산이익률이나 자기자본이익률의 경우 이익조정 가능성이 존재할 수 있다. 전략적 일탈 수준이 높을수록 영업활동의 불확실성이 높고 이익 지속성이 감소되어 이익조정 가능성이 높다고 보았다[24]. 따라서 본 연구에서는 기업의 경영성과를 영업활동현금흐름으로 보았다. 그리고 경영전략은 기업성과에도 영향을 미칠 수 있기 때문에[47] 내생성 문제를 고려하여 시차를 둔 차기 영업활동현금흐름을 종속변수로 측정하였다.

본 연구에서는 기업의 규모( $SIZE_t$ )가 차기 영업활동 현금흐름에 미치는 영향을 통제하기 위하여 모형에 포함하

였으며 성장성 수준이 증가할 경우 경영성과 창출에 영향을 미칠 가능성을 고려하여 매출액 증가율( $\Delta SALES_t$ )도 통제변수로 포함하였다. 또한 현금보유 수준( $CASH_t$ )을 모형에 포함하였는데 현금보유 수준이 높을 경우 전략에 대한 성공으로 미래 영업활동현금흐름 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 반면, 사적 자원의 남용이 용이하고 경영자의 기회주의적 행위를 할 수 있도록 활용하기 좋은 자산이기 때문에 현금흐름에 부정적인 영향을 미칠 수 있기 때문이다[10].

그리고 금융부채 비율( $FLEV_t$ )을 모형에 포함하였는데 총부채를 기준으로 하는 부채비율은 전략적 일탈을 측정하는 요소이기 때문에 금융부채 비율을 이용하여 안정성의 대체적 지표로서 이용하였다. 또한 금융부채 비율은 이자비용이 차기 영업활동현금흐름에 영향을 미칠 수 있는 요소이기 때문에 이자를 지불하는 부채인 금융부채 비율을 모형에 통제변수로 포함하는 것이 적합하다고 볼 수 있다. 또한 영업활동현금흐름은 지속성이 존재하는 변수로서 당기 영업활동현금흐름 변수( $CFO_t$ )를 모형에 포함하였으며 효율성의 대체적 측정치로 총자산집중도( $AST_t$ )를 포함하였다. 총자산집중도가 높은 기업은 효율성 지표이기 때문에 영업활동현금흐름에 영향을 미칠 수 있다[48]. 마지막으로 연도와 산업 효과를 통제하기 위하여 연도 더미와 산업 더미 변수도 추가하였다.

그리고 본 연구에서는 경영자 능력에 따라 전략적 일탈이 영업활동현금흐름에 미치는 영향을 검증하기 위해 다음의 모형(2)을 설정하였다.

$$\begin{aligned}
 CFO_{t+1} = & b_0 + b_1 STR\_DEV_t + b_2 STR\_DEV_t \times MA\_ABI_t \\
 & + b_3 MA\_ABI_t + b_4 SIZE_t + b_5 \Delta SALES_t \\
 & + b_6 CASH_t + b_7 FLEV_t + b_8 CFO_t + b_9 AST_t \\
 & + YD_t + ID_t + e_t \quad (2)
 \end{aligned}$$

모형(2)에서 경영자 능력이 높을수록 전략적 일탈의 경영성과가 증가된다면 회귀계수  $b_1$ 이 유의한 양(+)의 값을 가질 것으로 보인다. 하지만 경영자 능력이 권한의 위임으로 인하여 감시 감독이 어려워져 제국주의 건설이나 사적 이윤을 확보하기 위해 전략적 일탈을 추구[11]할 경우 현금흐름 창출에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 따라서 경영자 능력의 부정적인 측면으로 인하여 전략적 일탈이 영업활동현금흐름을 감소시킨다면, 회귀계수  $b_2$ 는 유

의한 음(-)의 값을 가질 것으로 보인다.

그리고 본 연구에서는 이익조정 수준에 따라 연구결과에 차이가 있는지 검증하기 위하여 식(2)을 이익조정 수준이 높은 집단과 낮은 집단으로 나누어 추가분석을 실시하고자 한다.

이익조정 수준이 높을수록 재무정보의 질은 감소할 수 있으며 이로 인하여 경영투명성이 저해될 수 있다[49]. 또한 공시되는 재무정보의 질이 낮을 경우 미래 성과를 예측하기 어려우며[50] 감시와 감독체계가 어려워 대리인 문제가 발생할 수 있다[51]. 이러한 대리인 문제로 인하여 기업의 지속적인 성과 창출에 어려울 수 있다. 본 연구에서는 이러한 점을 감안하여 경영자 능력에 따른 전략적 일탈과 영업활동현금흐름의 관계에 이익조정 수준을 고려하여 분석하고자 한다.

### 3.3 변수측정

본 연구에서는 주요 변수인 기업의 전략적 일탈을 측정하는 방법을 다음의 Table 1에 제시하였다[7,9,21,23,27]. Table 1에서 보면 전략적 일탈은 연구활동으로 볼 수 있는 연구개발 관련 비용, 마케팅 활동으로 볼 수 있는 광고선전비, 자본적 투자활동으로 볼 수 있는 유형자산 재투자 활동, 유형자산 집중도, 판매관리 활동, 재무활동으로 볼 수 있는 부채비율로서 측정되었다. 이러한 측정치를 바탕으로 산업평균을 계산한 뒤 각 영역별로 평균에서 벗어난 정도를 측정하였다. 그 측정치를 절대값으로 계산한 뒤 표준편차로 표준화한 6가지 측정치를 합산하여 전략적 일탈 수준을 측정하였다.

그리고 본 연구에서는 경영자 특성에 대한 변수로 경영자 능력이 전략적 일탈과 영업활동현금흐름의 관계에 미치는 영향을 검증하고자 하였다. 경영자 능력은 두 단계에 걸쳐 측정하였다[30,31].

Table 1. Factors for Measuring Strategic Deviance

Factors	Measurement Method
R&D Investment	R&D Investment/Sales
Marketing Costs	Marketing Costs/Sales
Tangible Assets Investment	Depreciable Assets /Tangible Assets
Selling and Administrative Expenses	Selling and Administrative Expenses/Sales
Financial Leverage	Total Liabilities/Total Assets
Capital Intensity	Tangible Assets /Number of Employees

먼저 자료포락분석(DEA)을 통하여 경영효율성을 측정 하였으며 그 식은 다음과 같다.

$$FEv\theta = \frac{Sales}{v_1SCost + v_2SnA + v_3Tang + v_4Itang} \quad (3a)$$

여기서, FEvθ : 자료포락분석에 의한 효율성

Sales : 매출액

SCost : 매출원가

SnA : 판매관리비 및 일반관리비

Tang : 감가상각 대상 유형자산  
(=유형자산-토지-건설중인자산)

Itang : 무형자산

위의 식(3a)에서 측정한 경영효율성을 바탕으로 다음의 식(3b)을 이용하여 토빗(Tobit) 분석을 실시하였다.

$$FE_t = a + \beta_1 LA_t + \beta_2 MS_t + \beta_3 FCFI_t + \beta_4 Age_t + \beta_5 BS_t + \beta_6 FC_t + YD + e_t \quad (3b)$$

여기서, FE<sub>t</sub> : 기업의 효율성 측정치

LA<sub>t</sub> : 총자산의 자연로그 값

MS<sub>t</sub> : 매출액/해당 산업 기업의 전체 매출액

FCFI<sub>t</sub> : 잉여현금흐름

[(영업이익-△운전자본-자본적 지출액)이 0보다 크면 1, 아니면 0]

Age<sub>t</sub> : 회사상장 후 연수

BS<sub>t</sub> : 사업부문수(기업 전체 매출액의 10% 이상 되는 사업의 부문수)

FC<sub>t</sub> : 외화환산계정(외화환산이익, 외화환산손실, 외환차익, 외환차손)의 절대 크기 합/매출액

YD : 연도더미

식(3b)는 기업의 고유효과를 통제하기 위하여 실시한 분석이며 위의 식으로 경영효율성을 추정하게 된다.

추정된 경영효율성과 기업의 식(3a)에서 측정된 실제 경영효율성의 차이를 경영자 능력으로 측정하였다. 경영자 능력이 우수할수록 적재적소에 자원을 배분하고 내부 역량뿐만 아니라 외부환경, 경기의 흐름까지 분석 능력이 우수하여 투입 대비 산출의 결과가 크기 때문에 경영 효율성이 높을 것으로 보았다. 이러한 경영 효율성은 경영자 능력과는 별개로 기업이나 외부적인 효과들이 있으며 이러한 점을 고려할 필요가 있다. 따라서 경영자 능력 범위 외에 경영 효율성에 영향을 미칠 수 있는 요인들을 고려하여 식(3b)를 측정하였다. 기업의 특수한 상황이나 요인들을 고려하여 추정된 경영 효율성과 실제 경영 효율성의 차이가 경영자 능력으로 보았으며 그 값이 클수록 경영자 능력이 우수하다고 볼 수 있다.

본 연구에서는 이익조정 수준에 따라 경영자 능력, 전략적 일탈이 영업활동현금흐름에 미치는 영향을 검증하고자 하였으며 이익조정 수준은 추정된 재량적 발생액의 절대값으로 측정하였으며[52] 그 식은 다음과 같다.

$$\frac{TA_t}{A_{t-1}} = b_0 + b_1 \frac{1}{A_{t-1}} + b_2 \frac{(\triangleright EV_t - \triangleright EC_t)}{A_{t-1}} + b_3 \frac{PPE_t}{A_{t-1}} + \epsilon_t \quad (4a)$$

$$EM_t = \left| \frac{TA_t}{A_{t-1}} - \left[ \hat{b}_1 \frac{1}{A_{t-1}} + \hat{b}_2 \frac{(\triangleright EV_t - \triangleright EC_t)}{A_{t-1}} + \hat{b}_3 \frac{PPE_t}{A_{t-1}} \right] \right| \quad (4b)$$

여기서, TA<sub>t</sub> : t기 총발생액

(t기 순이익 - t기 영업활동현금흐름)

A<sub>t-1</sub> : t-1기 총자산

△REV<sub>t</sub> : t기 매출액 증감분

(t기 매출액 - t-1기 매출액)

△REC<sub>t</sub> : t기 매출채권 변동분

(t기 매출채권 - t-1기 매출채권)

PPE<sub>t</sub> : t기 토지를 제외한 유형자산

EM<sub>t</sub> : t기 수정 Jones(1995) 모형을 이용한

재량적 발생액 측정치

이익조정 측정치인 EM<sub>t</sub>이 양(+)인 경우는 이익을 상향조정하는 것으로 볼 수 있으며 음(-)인 경우 이익을 하향조정하는 것으로 볼 수 있다.

따라서 이러한 점을 고려하여 절대값을 취할 경우 이익조정 방향이 아니라 이익조정 크기를 측정할 수 있다. 이러한 이익조정 수준은 중위수 기준으로 구분하여 이익조정 수준이 높은 집단과 낮은 집단으로 구분하여 경영자 전략에 따른 전략적 일탈과 영업활동현금흐름의 관계를 검증하고자 한다.

### 3.4 표본 선정

본 연구에서는 전략적 일탈과 경영자 능력이 차기 영업활동현금흐름에 미치는 영향을 검증하기 위하여 다음과 같이 표본을 선정하였다.

Table 2. Sampling Procedure

Selected Sample	Sample Size
Non-financial Firms Listed with December Fiscal Year End	7,120
Number of Samples with Sample Sizes Less than 20 within an Industry	(1,843)
Inadequate Sample	(2,427)
Impaired Sample	(42)
Final Sample	2,808

표본 선정 기준은 먼저 2011년부터 2020년 12월 결산 상장법인 중에서 비금융업을 대상으로 분석하였다. 그리고 산업 내 20개 미만 표본은 제외하였다. 그 이유는 본 연구의 중요한 변수로 볼 수 있는 전략적 일탈과 경영자 능력은 연도별 산업으로 구분하여 측정하기 때문에 표본 수가 적을 경우 소수의 표본으로 변수가 측정될 편(bias)이 발생할 수 있기 때문이다.

그리고 자료미비표본을 제거하여 분석을 실시하고자 하였다. 그리고 분석에 필요한 자료는 상장사협의회에서 제공하는 TS-2000에서 자료를 추출하였다.

### 4. 분석결과

#### 4.1 주요변수들의 기술통계치

본 연구에서는 평균, 중위수, 표준편차 등 주요 변수들의 기술통계를 분석하였으며 그 결과는 Table 3에 제시하였다.

Table 3. Descriptive Statistics of Variables

Variables	Ave.	Med.	Std.	Min	Max
$CFO_{t+1}$	0.05	0.05	0.07	-0.50	0.53
$STR\_DEV_t$	3.25	2.75	1.70	0.79	18.90
$MA\_ABI_{k,t}$	0.00	0.01	0.11	-0.56	0.80
$ EM_t $	0.04	0.03	0.07	0.00	1.77
$SIZE_t$	26.85	26.60	1.45	23.03	31.99
$\Delta SALES_t$	0.04	0.02	0.37	-0.97	9.79
$CASH_t$	0.10	0.06	0.10	0.00	0.75
$FLEV_t$	0.22	0.21	0.17	0.00	1.16
$CFO_t$	0.05	0.05	0.08	-1.54	1.12
$AST_t$	2.44	1.25	12.54	0.23	633.88

a) Description of Variables:  $CFO_{t+1}$ : Operating cash flow in period t+1,  $STR\_DEV_t$ : Strategic deviation in period t,  $MA\_ABI_{k,t}$ : Managerial abilities in period t(k=1: MA index, k=2: MA Dummy),  $|EM_t|$ : Earnings management in period t,  $SIZE_t$ : Size in period t,  $\Delta SALES_t$ : Growth ration in period t,  $CASH_t$ : Cash holding level at period t,  $FLEV_t$ : Financial leverage ratio at period t,  $CFO_t$ : Operating cash flow in period t,  $AST_t$ : Concentration of total assets in period t,  $YD_t$ : Year dummy for period t.  $ID_t$ : Industry dummy for period t

본 연구에서는 경영성과의 대응치로서 차기 영업활동 현금흐름으로 측정하였으며 평균과 중위수는 각각 0.049, 0.048로 나타났다. 또한 전략적 일탈 수준의 평균은 3.245로 나타났으며 경영자 능력의 평균은 0.001로 0에 가까운 분포를 나타낸다. 그리고 수정 Jones(1991) 모형으로 추정된 재무적 발생액의 절대치인 이익조정 측정

치의 평균은 0.044로 확인되었다. 또한 당기 총자산의 자연로그값으로 측정된 기업의 규모 평균과 중위수는 각각 26.849, 26.600으로 나타났다. 그리고 성장성의 대체적 측정치인 매출액 증가율의 평균은 0.039로 나타났다.

현금 및 현금성자산과 단기금융자산의 합으로 계산된 현금보유수준은 총자산 대비 0.096로 10%에 가까운 것으로 나타났다. 그리고 장·단기 차입금과 사채, 유동성 장기부채를 금융부채로 보았으며 총자산 대비 평균이 21.9% 수준으로 나타났다.

그리고 당기 영업활동현금흐름의 평균이 0.049로 차기 영업활동현금흐름의 평균과 유사한 것으로 나타났다. 또한 당기영업활동현금흐름의 중위수가 0.046으로 평균과 유사하게 나타난 것을 확인할 수 있었다. 마지막으로 총자산 집중도는 평균이 2.437로 매출액 대비 총자산 수준이 2.4배에 달하는 것으로 확인할 수 있었다.

#### 4.2 주요변수들의 상관관계

본 연구에서는 주요변수들의 상관계수를 분석하였으며 그 결과는 Table 4에 제시하였다. Table 4의 결과에서 전략적 일탈은 영업활동현금흐름과 유의적인 음(-)의 관계에 있는 것으로 나타났다.

Table 4. Correlations

Variables	$STR\_DEV_t$	$MA\_ABI_{k,t}$	$ EM_t $
$CFO_{t+1}$	-0.127**	0.086**	-0.104**
$STR\_DEV_t$	1	-0.055**	0.099**
$MA\_ABI_{k,t}$		1	-0.047**

a) Description of Variables: Refer to Table 3

b) \*\*, \* are significant at the 1% and 5% levels, respectively.

전략적 일탈 수준이 높을수록 영업활동현금흐름 수준이 낮음을 확인할 수 있었다. 또한 경영자 능력은 전략적 일탈 수준과 음(-)의 관계에 있으며 영업활동현금흐름과 양(+)의 관계에 있는 것으로 나타나 경영자 능력 수준이 증가할수록 전략적 일탈은 감소되며 영업활동현금흐름은 증가된다고 볼 수 있다.

그리고 이익조정은 전략적 일탈과 양(+)의 관계에 있으며 영업활동현금흐름과 음(-)의 관계에 있는 것으로 나타나 이익조정 수준이 증가할수록 차기 성과에는 부정적인 것으로 볼 수 있지만 전략적 일탈 수준은 증가되는 것으로 연구결과와 유사한 것으로 나타났다[24].

그리고 Table 4에는 제시하지 않았지만 전략적 일탈은 금융부채비율, 총자산집중도와 양(+)의 관계에 있으며



당기 영업활동현금흐름과 음(-)의 관계에 있는 것으로 나타났다. 전략적 일탈 수준이 높을수록 수익성과 안전성 수준은 낮으며 효율성은 감소한다고 볼 수 있다.

4.3 연구가설 검증 결과

전략적 일탈은 기업의 영업활동 변동성과 불확실성이 크다고 볼 수 있다. 그리고 지속적인 성과 창출이 어려우며 공격적인 전략으로 인하여 미래 성과에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 이러한 점을 감안하여 전략적 일탈은 경영성과의 대체적 측정치인 영업활동현금흐름에 음(-)의 영향을 미칠 것으로 보고 분석하였으며 그 결과는 Table 5에 제시하였다.

Table 5. The Impact of Strategic Deviation on Operating Cash Flow

모 형:  $CFO_{t+1} = b_0 + b_1STR\_DEV_t + b_2SIZE_t + b_3\Delta SALES_t + b_4CASH_t + b_5FLEV_t + b_6CFO_t + b_7AST_{t+YD_t} + ID_t + e_t$  (1a)

Variables	bi	t-value	P-value
$STR\_DEV_t$	<b>-0.002</b>	<b>-2.820</b>	<b>0.005</b>
$SIZE_t$	0.005	5.565	0.000
$\Delta SALES_t$	-0.004	-0.955	0.340
$CASH_t$	-0.049	-3.594	0.000
$FLEV_t$	-0.031	-3.695	0.000
$CFO_t$	0.239	14.957	0.000
$AST_t$	-0.002	-4.817	0.000
VIF-Max (N)	1.421 (2,808)		
F-Value (R2)	19.292 (R <sup>2</sup> =0.159)		

a) Description of Variables: Refer to Table 3

Table 5를 보면, 전략적 일탈은 영업활동현금흐름에 유의적인 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉, 전략적 일탈 수준이 높을수록 차기 성과는 낮아짐을 확인할 수 있다. 이러한 결과는 전략적 일탈과 같은 공격적인 투자 전략이 기업의 성과나 가치 창출보다 경영자의 권함을 남용한 기회주의적 행위와 관련 있는 것으로 볼 수 있다.

규모는 차기 영업활동현금흐름에 유의적인 양(+)의 영향을 미침으로 규모가 클수록 영업활동현금흐름이 증가함을 확인할 수 있었다. 그리고 현금 보유 수준은 영업활동현금흐름에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났는데 이러한 결과는 현금 보유 수준이 낮다면, 재무적인 위험이 존재하며 투자활동의 어려움이 존재하기 때문에 일정 수준으로 유지해야 한다.

Table 6. The Impact of Managerial Abilities(k=1) on Operating Cash Flow

모 형:  $CFO_{t+1} = b_0 + b_1MA\_ABI_{1,t} + b_2SIZE_t + b_3\Delta SALES_t + b_4CASH_t + b_5FLEV_t + b_6CFO_t + b_7AST_{t+YD_t} + ID_t + e_t$  (1b)

Variables	bi	t-value	P-value
$MA\_ABI_{1,t}$	0.050	4.289	0.000
$SIZE_t$	0.005	5.509	0.000
$\Delta SALES_t$	-0.005	-1.111	0.267
$CASH_t$	-0.054	-4.009	0.000
$FLEV_t$	-0.034	-4.165	0.000
$CFO_t$	0.239	15.016	0.000
$AST_t$	-0.002	-5.184	0.000
VIF-Max (N)	1.394 (N=2,808)		
F-Value (R2)	19.724 (R <sup>2</sup> =0.162)		

a) Description of Variables: Refer to Table 3

b)  $MA\_ABI_{k,t}$  was included in the model where k=1.

하지만 현금 보유 수준이 높은 경우 비효율적인 경영 활동으로 볼 수 있으며 기회주의적 행위와 관련이 있을 수 있다[10]. 따라서 일정 수준 이상의 현금 보유 수준은 기업의 미래 성과에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 그리고 금융부채비율은 영업활동현금흐름에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며 금융부채는 이자를 수반하고 있는 부채로서 미래 성과에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 그리고 당기 영업활동현금흐름은 차기 영업활동현금흐름과 유의적인 양(+)의 관계에 있으며 총자산집중도는 비효율적인 수준이 높을수록 미래 영업활동현금흐름에 부정적임을 알 수 있었다.

Table 7. The Impact of Managerial Ability on the Relationship Between Strategic Deviation and Operating Cash Flow

모 형:  $CFO_{t+1} = b_0 + b_1STR\_DEV_t + b_2STR\_DEV_t \times MA\_ABI_{k,t} + b_3MA\_ABI_{k,t} + b_4SIZE_t + b_5\Delta SALES_t + b_6CASH_t + b_7FLEV_t + b_8CFO_t + b_9AST_{t+YD_t} + ID_t + e_t$  (2)

Panel A:  $MA\_ABI_{k,t}(k=1)$

Variables	bi	t-value	P-value
$STR\_DEV_t$	-0.002	-2.826	0.005
$STR\_DEV_t \times MA\_ABI_{1,t}$	<b>-0.012</b>	<b>-2.373</b>	<b>0.018</b>
$MA\_ABI_{1,t}$	0.092	4.220	0.000
$SIZE_t$	0.005	5.493	0.000
$\Delta SALES_t$	-0.005	-1.168	0.243
$CASH_t$	-0.052	-3.814	0.000
$FLEV_t$	-0.031	-3.722	0.000
$CFO_t$	0.234	14.706	0.000
$AST_t$	-0.002	-5.092	0.000
VIF-Max (N)	3.628 (N=2,808)		
F-Value (R <sup>2</sup> )	18.925 (R <sup>2</sup> =0.166)		

Panel B: $MA\_ABI_{k,t}$ (k=2)			
Variables	bi	t-value	P-value
$STR\_DEV_t$	0.000	0.213	0.831
$STR\_DEV_t \times MA\_ABI_{k,t}$	<b>-0.004</b>	<b>-3.054</b>	<b>0.002</b>
$MA\_ABI_{2,t}$	0.025	4.871	0.000
$SIZE_t$	0.005	5.725	0.000
$\Delta SALES_t$	-0.005	-1.203	0.229
$CASH_t$	-0.053	-3.878	0.000
$FLEV_t$	-0.029	-3.584	0.000
$CFO_t$	0.235	14.733	0.000
$AST_t$	-0.002	-4.871	0.000
VIF-Max (N)	3.628 (N=2,808)		
F-Value (R <sup>2</sup> )	18.925 (R <sup>2</sup> =0.166)		

a) Description of Variables: Refer to Table 3

Table 6에는 경영자 능력이 차기 영업활동현금흐름에 미치는 영향을 검증한 결과를 제시하였다. 경영자 능력은 영업활동현금흐름에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 경영자 능력이 우수할수록 차기 영업활동현금흐름에 긍정적으로 기여하는 것으로 볼 수 있다.

본 연구에서는 경영자 능력 수준에 따라 전략적 일탈과 경영성과인 영업활동현금흐름의 관계에 차이가 있는지 검증하였으며 결과는 Table 7에 제시하였다.

Table 7에서 보면, 경영자 능력이 우수할수록 전략적 일탈은 차기 영업활동현금흐름에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

경영자 능력은 영업활동현금흐름에 긍정적으로 기여하며 경영자 능력이 우수할 경우 권한의 남용이 심하거나 과신성향이 클 수 있으며 이러한 특성이 전략적 일탈과 결부된다면 영업활동현금흐름에 부정적인 영향을 미칠 수 있다.

우수한 경영자는 주주 혹은 채권자로부터 많은 권한을 위임받을 수 있다. 이러한 결과는 기회주의적 행위로 사적 이윤 확보를 위하거나 본인의 명성을 유지하기 위한 제국주의 건설을 위한 공격적인 전략을 추구할 수 있다. 이러한 상황에서 현금흐름 창출의 불확실성은 커지고 부정적인 영향을 미칠 수 있다.

본 연구에서는 경영자 능력에 따른 전략적 일탈과 영업활동현금흐름의 관계에 이익조정 수준에 차이가 있는지 추가적으로 검증하고자 하였다.

이익조정 수준이 높은 경우 기업이 공시하는 재무정보의 질이 저하될 수 있다. 이러한 관계는 경영자가 기회주의적 행위로 인한 권한을 남용할 가능성이 있고 대리문제를 유발시킬 수 있으며 경영투명성 저하로 인한 미래 현금흐름유입에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 즉, 이익조정

수준이 높다면, 경영자가 기업의 가치를 증가시키는 전략 추구보다 자신의 사적 권한을 남용하여 사적 이윤을 위한 행위로 나타날 수 있으며 영업활동현금흐름에 부정적일 수 있다. 따라서 Table 8에 이익조정 수준이 높은 집단과 낮은 집단을 구분하여 추가 분석한 결과를 제시하였다.

경영자 능력은 이익조정 수준이 높은 집단과 낮은 집단 모두 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나 일반적으로 경영자 능력은 경영성과에 긍정적으로 기여한다고 볼 수 있다.

그리고 경영자 능력이 전략적 일탈과 영업활동현금흐름의 관계에 미치는 영향을 검증한 결과 이익조정 수준이 높은 집단에서만 경영자 능력이 전략적 일탈과 영업활동현금흐름의 관계에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이익조정 수준이 높아 경영투명성이나 재무정보의 질 저하로 대리인 문제나 정보비대칭 문제가 발생할 경우 전략적 일탈이 영업활동현금흐름에 미치는 영향이 부정적일 수 있음을 제안할 수 있다.

**Table 8. Analysis of the Effects of Managerial Abilities on Relationship between Strategic Deviations and Operational Cash Flow, between Groups with Earnings Management**

모형: $CFO_{t+1} = b_0 + b_1STR\_DEV_t + b_2STR\_DEV_t \times MA\_ABI_{k,t} + b_3MA\_ABI_{k,t} + b_4SIZE_t + b_5\Delta SALES_t + b_6CASH_t + b_7FLEV_t + b_8CFO_t + b_9AST_t + YD_t + ID_t + e_t$ (2)			
Panel A: $ EM_t  > \text{Median of }  EM_t $			
Variables	bi	t-value	P-value
$STR\_DEV_t$	-0.004	-3.393	0.001
$STR\_DEV_t \times MA\_AB$	<b>-0.028</b>	<b>-2.879</b>	<b>0.004</b>
$MA\_ABI_{1,t}$	0.165	4.152	0.000
$SIZE_t$	0.007	4.973	0.000
$\Delta SALES_t$	0.008	1.105	0.270
$CASH_t$	-0.070	-3.210	0.001
$FLEV_t$	-0.026	-2.026	0.043
$CFO_t$	0.214	9.592	0.000
$AST_t$	-0.001	-2.636	0.008
VIF-Max (N)	5.015 (N=1,404)		
F-Value (R <sup>2</sup> )	10.453 (R <sup>2</sup> =0.171)		
Panel B: Panel A: $ EM_t  \leq \text{Median of }  EM_t $			
Variables	bi	t-value	P-value
$STR\_DEV_t$	0.000	-0.259	0.796
$STR\_DEV_t \times MA\_AB$	<b>-0.004</b>	<b>-0.642</b>	<b>0.521</b>
$MA\_ABI_{k,t}$	0.043	1.700	0.089
$SIZE_t$	0.003	2.846	0.004
$\Delta SALES_t$	-0.013	-2.763	0.006
$CASH_t$	-0.035	-2.061	0.039
$FLEV_t$	-0.038	-3.528	0.000
$CFO_t$	0.258	10.964	0.000
$AST_t$	-0.002	-4.045	0.000
VIF-Max (N)	3.043 (N=1,248)		
F-Value (R <sup>2</sup> )	9.949 (R <sup>2</sup> =0.164)		

a) Description of Variables: Refer to Table 3

또한 경영자 능력은 기본적으로 영업활동현금흐름을 증가시키는 요인이지만 전략적 일탈 수준을 추구할 경우 영업활동의 불확실성이 높고 자기 과신적인 형태의 의사결정이 될 수 있음을 제안할 수 있기 때문에 기업가치나 영업에 기인한 현금흐름의 긍정적인 요소로 설명하기 어려운 것을 확인할 수 있었다.

## 6. 결론

경영전략은 기업의 미래 존속 및 발전을 위하여 기업 내부의 역량을 고려하고 외부적인 환경 및 경기 동향 등을 분석하여 기업에 적합하게 수립해야 한다[1]. 이러한 경영전략을 결정하는 데 있어서 경영자의 역량이나 능력은 중요한 영향을 미치게 된다. 본 연구에서는 경영전략이 산업 내부에서 모방적이고 유사한 전략에서 벗어나 새로운 전략적 변화를 모색하는 전략적 일탈이 영업활동현금흐름에 미치는 영향을 검증하고자 하였다. 또한 이러한 전략을 결정하는 중요한 요소로 경영자 능력을 들 수 있으며 경영자 능력이 우수할 경우 영업활동현금흐름에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 볼 수 있다. 또한 경영자 능력 수준에 따라서 전략적 일탈과 경영성과의 관계에 미치는 영향을 검증하고자 하였다.

2011년부터 2020년까지 국내 비금융업 상장 기업을 대상으로 몇 가지 조건을 만족하는 표본을 선정하여 분석하였으며 그 결과는 다음과 같다. 먼저 전략적 일탈은 영업활동현금흐름에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 두 번째 경영자 능력은 영업활동현금흐름을 증가시키는 것으로 나타나 우수한 경영자는 효율적인 자원 배분, 외부시장의 예측능력으로 기업의 성과가 높을 수 있다. 하지만 경영자 능력이 우수한 경우 전략적 일탈과 영업활동현금흐름은 음(-)의 관계에 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 전략적 일탈을 추구하는 경영자는 능력이 우수하더라도 그 능력을 영업활동현금흐름을 증가시키고 성장시키는 역할을 하기 보다 권한을 가지고 사적 이윤 확보나 자신의 명성을 위한 제국주의 건설과 관련하여 자원을 소비했을 가능성도 배제하기 어렵다. 또한 경영자 능력이 높은 집단에서 전략적 일탈은 영업활동현금흐름에 부정적인 영향을 미친 것으로 나타났지만 경영자 능력이 낮은 집단에서는 그러한 관계를 확인할 수 없었다. 본 연구에서는 경영투명성과 회계정보의 질에 대한 대체적 측정치로 이익조정 수준을 높은 집단과 낮은 집단으로 구

분한 뒤 경영자 능력이 전략적 일탈과 영업활동현금흐름의 관계에 미치는 영향을 검증하였다. 검증 결과 이익조정 수준이 높은 집단에서 전략적 일탈은 영업활동현금흐름에 음(-)의 영향을 미쳤으며 경영자 능력에 따른 전략적 일탈과 영업활동현금흐름의 관계도 유의적인 음(-)인 것으로 나타났다. 이익조정 수준이 낮은 집단에서는 경영자 능력이 전략적 일탈과 영업활동현금흐름의 관계에 영향을 미치지 않은 것으로 나타나 경영투명성이 낮고 회계정보의 질이 낮을 경우 영업활동현금흐름에 부정적인 영향을 미친다는 것을 확인하였다. 즉, 감시나 감독 수준이 낮고 경영자의 기회주의적 행위 수준이 높을 경우 전략적 일탈을 수행하는 즉, 영업위험이 증대될 때 경영자 능력은 미래 영업활동현금흐름에 긍정적으로 기여한다고 보기 어렵다.

본 연구는 경영자 능력, 전략적 일탈이 영업활동현금흐름에 미치는 영향을 검증하였으며 선행연구에서 일반적으로 전략적 일탈에 대한 부정적인 시각과 관련하여 그 원인의 일부를 경영자 특성으로 접근한 것에 의미가 있다고 볼 수 있다. 또한 이러한 관계는 재무정보의 질이나 경영투명성에 따라 차이가 존재할 수 있음을 제안하였다. 향후에는 전략적 일탈의 원인이 되는 요소들을 파악하고 영업활동현금흐름뿐만 아니라 기업가치나 자본비용 측면에서도 분석이 필요할 것으로 보인다.

## REFERENCES

- [1] S. W. Shin. (2021). The Effect of Fit between Strategy and Leadership Style on Corporate Performance. *Management & Information Systems Review*, 40(4), 85-98. DOI: 10.29214/damis.2021.40.4.005
- [2] R. E. Miles & C. C. Snow. (1978). *Organizational Strategy, Structure and Process*. New York: McGraw Hill. DOI: 10.5465/amr.1978.4305755
- [3] R. E. Miles & C. C. Snow. (2003). *Organizational Strategy, Structure, and Process*. California: Stanford University Press. DOI: 10.1177/1476127005057
- [4] C. D. Ittner & D. F. Larcker. (1997). Quality Strategy, Strategic Control Systems, and Organizational Performance. *Accounting, Organizations and Society*, 22(3-4), 293-314.

- DOI: 10.1016/S0361-3682(96)00035-9
- [5] K. D. Choi., K. S. Kim & H. S. Ryu. (2015). Business Strategy and Tax Avoidance. *Korean Accounting Review*, 40(5), 271-326.  
UCI: G704-000358.2015.40.5.006
- [6] H. S. Ryu., K. S. Kim. & K. D. Choi. (2015). Business Strategy and Cost of Capital. *Korean Accounting Journal*, 24(6), 293-429.  
UCI: G704-000663.2015.24.6.006
- [7] R. Wang. (2018). Strategic Deviance and Accounting Conservatism. *American Journal of Industrial and Business Management*, 8, 1197-1228.  
DOI: 10.4236/ajibm.2018.85082
- [8] M. A. Carpenter. (2000). The Price of Change: The Role of CEO Compensation in Strategic Variation and Deviation from Industry Strategy Norms. *Journal of Management*, 26, 1179-1198.  
DOI: 10.1016/S0149-2063(00)00078-7
- [9] J. Tang, M. Crossan & W. G. Rowe. (2011). Dominant CEO, Deviant Strategy, and Extreme Performance: The Moderating Role of a Powerful Board. *Journal of Management Studies*, 48, 1479-1503.  
DOI: 10.1111/j.1467-6486.2010.00985.x
- [10] X. Dong, K. C. Chan, Y. Cui & J. X. Guan. (2021). Strategic Deviance and Cash Holdings. *Journal of Business Finance and Accounting*, 48, 742-782.  
DOI: 10.1111/jbfa.12487
- [11] I. I. Hwang, S. R. Choi & T. J. Jung. (2019). Managerial Ability and Stock Price Crash Risk. *Korean Accounting Review*, 44(1), 111-154.  
DOI: 10.1080/16081625.2019.1636662
- [12] R. Cyert & J. March. (1963). *A Behavioral Theory of the Firm*, Englewood Cliffs. NJ: Prentice-Hall.
- [13] M. Schrand & S. L. C. Zechman. (2012). Executive Overconfidence and the Slippery Slope to Fiancial Misreporting. *Journal of Accounting and Economics*, 53(1-2), 311-329.  
DOI: 10.1016/j.jacceco.2011.09.001
- [14] M. E. Porter. (1980). *Competitive Advantage*. New York: Harvard Business Press.
- [15] S. Y. Won & S. L. Ryu. (2016), The Effect of Firm Life-cycle and Competitive Strategy on Performance Persistence. *Korean Accounting Journal*, 25(5), 33-65.  
UCI: G704-000663.2016.25.5.005
- [16] N. Houqe & R. Monem. (2013). Corruption, Political Institutions, and Accounting Environment: A Cross-Country Study. *International Journal of Accounting Symposium*.  
<https://ssrn.com/abstract=2263630>
- [17] K. A. Bentley, T. C. Omer & N. Y. Sharp. (2013). Business Strategy, Financial Reporting Irregularities, and Audit Effort. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 780-817.  
DOI: 10.1111/j.1911-3846.2012.01174.x
- [18] K. A. Bentley, N. J. Newton & A. M. Thompson. (2015). Business Strategy and Internal Control over Financial Reporting. *Working Paper*, University of NewSouth Wales.  
DOI: 10.2139/ssrn.2637688
- [19] R. Banker, G. Porter & D. Srinivasan. (2000). An Empirical Investigation of an Incentive Plan That Includes Nonfinancial Performance Measures. *The Accounting Review*, 75(1), 65-92.  
DOI: 10.2308/accr.2000.75.1.65
- [20] S. R. N. Kim, G. D. Choi, & H. S. Ryu. (2016). The Effect of Business Strategy on Cost Stickines. *Study on Accounting Taxation & Auditing*, 58(4), 255-295.  
DOI: 10.3390/su12051850
- [21] S. M. Kim, & J. S. Han. (2022). Strategic Deviance, Cash Holdings, and the Value of Cash Holdings. *Korean Accounting Journal*. 32(2), 59-84.  
DOI: 10.24056/KAJ.2022.12.001
- [22] S. M. Kim, & H. J. Shin. (2022). The Influence of Strategic Deviance on Asymmetric Cost Behavior. *Journal of New Industry and Business*, 40(2), 179-197.  
DOI: 10.30753/emr.2022.40.2.007
- [23] J. H. Lee, J. H. Hwang & G. M. Nam. (2021). Strategic Deviance and Asymmetry Cost Behavior. *Korean Management Review*, 50(4), 1037-1069.  
DOI: 10.17287/kmr.2021.50.4.1037
- [24] M. Luo, K. M. Jun, & S. B. Park. (2023). Deviant

- Strategy and Earnings Management. *Korean Business Education Review*, 38(1), 229-253.  
DOI: 10.23839/kabe.2023.38.1.229
- [25] H. Damle & R. K. Sinha. (2023). Strategic Deviance and Trade Credit. *International Journal of Managerial Finance*, 19, 831-852.  
DOI: 10.1108/IJMF-02-2022-0081
- [26] S. M. Kim & S. Y. Choi. (2021). The Effect of Strategic Deviance on the Cost of Debt. *Korean Management Review*, 50(2), 557-582.  
DOI: 10.17287/kmr.2021.50.2.557
- [27] J. H. Lee & J. M. Jun. (2022). The Effect of Strategic Deviance on Stock Price Crash Risk. *Korean Accounting Journal*, 31(6), 75-105.  
DOI: 10.24056/KAJ.2022.08.006
- [28] M. K. Park, S. I. Jun, & J. E. Kim. (2022), Business Strategy and Stock Price Crash Risk. *Korean Accounting Review*, 47(6), 1-32.  
DOI: 10.24056/KAR.2022.12.006
- [29] S. Finkelstein, D. Hambrick & A. A. Cannella. (1996). *Strategic Leadership*. St. Paul: West Educational Publishing.
- [30] P. Demerjian, B. Lev & S. McVay. (2012). Quantifying Managerial Ability: A New Measure and Validity Tests. *Management Science*, 58(7), 1229-1248.  
DOI: 10.1287/mnsc.1110.1487
- [31] P. Demerjian, B. Lev, M. Lewis & S. McVay. (2013). Managerial Ability and Earnings Quality. *The Accounting Review*, 88(2), 463-498.  
DOI: 10.2308/accr-50318
- [32] J. R. Graham, S. Li & J. Qiu. (2012). Managerial Attributes and Executive Compensation. *The Review of Financial Studies*, 25(1), 144-186.  
DOI: 10.1093/rfs/hhr076
- [33] S. R. N. Kim & H. Y. Ryu. (2014). Managerial Overconfidence and Cost Stickiness. *Korean Accounting Journal*, 23(6), 309-345.  
DOI: I410-ECN-0102-2015-300-002242724
- [34] A. Koester, T. Shevlin & D. Wangerin. (2016). The Role of Managerial Ability in Corporate Tax Avoidance. *Management Science*, 63(10), 3285-3310.  
DOI: 10.1287/mnsc.2016.2510
- [35] C. E. Fee & C. J. Hadlock. (2003). Raids, Rewards, and Reputations in the Market for Managerial Talent. *The Review of Financial Studies*, 16(4), 1315-1357.  
DOI: 10.1093/rfs/hhg031
- [36] X. Gabaix & A. Landier. (2008). Why Has CEO Pay Increased So Much?. *The Quarterly Journal of Economics*, 123(1), 49-100.  
DOI: 10.1162/qjec.2008.123.1.49
- [37] B. Baik, S. Choi, D. B. Farber & J. Zhang. (2012). Managerial Ability and Earnings Quality: an International Analysis. *Working Paper*, Singapore Management University.  
[https://kaa-edu.or.kr/online3/2013\\_1/2.%20Sunhwa%20Choi.pdf](https://kaa-edu.or.kr/online3/2013_1/2.%20Sunhwa%20Choi.pdf)
- [38] C. Y. Ko, H. Jung, & Y. Y. Jun. (2021). The Effects of Managerial Ability on Cost Behavior of R&D Costs. *Korean Management Consulting Review*, 21(3), 163-172.  
<https://www.riss.kr/link?id=A107854509>
- [39] S. H. Ko, C. Y. Ko & B. J. Ko. (2015). The Effect of Managerial Ability on the Implied Cost of Equity Capital. *Accounting Information Review*, 33(4), 161-192.  
UCI: G704-001013.2015.33.4.002
- [40] Y. K. Lee & W. J. Lee. (2016). The Effect of Managerial Ability on the Financial Score and Credit Score. *Review of Accounting and Policy Studies*, 21(5), 1-23.  
UCI: G704-001804.2016.21.5.007
- [41] S. M. Jo & S. A. Kang. (2017). The Effect of Accounting Quality and Competition Intensity on the Relationship between Managerial Ability and Firm Performance. *Korean Journal of Management Accounting Research*, 17(1), 149-178.  
UCI: G704-001741.2017.17.1.008
- [42] S. R. Choi & S. H. Yang. (2019). The Effect of Managerial Ability on Real Earnings Management Using R&D Cuts. *Korean Accounting Journal*, 28(1), 101-139.  
DOI: 10/24056/KAJ.2019.01.004
- [43] B. B. Francis, I. Hasan, Q. Wu & M. Yan. (2014). Are Female CFOs less Tax Aggressive? Evidence from Tax Aggressiveness. *The Journal of the American Taxation Association*, 36: 171-202.  
DOI: 10.2308/atax-50819

- [44] S. A. Kang & Y. S. Kim. (2019). Effects of Industrial Characteristics on the Relationship between Management Ability and Short or Long-term Performance. *Accounting Information Review*, 37(4), 217-237.  
DOI: 10.29189/KAIAAIR.37.4.09
- [45] S. Y. Park, H. Jung & C. Y. Ko. (2016). The Effect of Managerial Ability Using DEA on Investment Efficiency. *Korea Business Review*, 20(4), 255-275.  
UCI: G704-001117.2016.20.4.011
- [46] U. Malmendier & G. Tate. (2008). Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 20-43.  
DOI: 10.1016/j.jfineco.2007.07.002
- [47] Y. J. Kim & J. Y. Hong. (2017). The Effect of Suitability between Business Strategy and Executive Compensation on Corporate Performance. *Korean Accounting Journal*, 26(5), 45-72.  
DOI: 10.24056/KAJ.2017.10.006
- [48] M. C. Anderson, R. D. Banker & S. Janakiraman. (2003). Are Selling, General, and Administrative Costs 'Sticky'? *Journal of Accounting Research*, 41, 47-63.  
DOI: 10.1111/1475-679X.00095
- [49] S. O. Jang. (2007). Information Asymmetry and Earnings Management. *Accounting Information Review*, 25(1), 221-244.  
UCI: G704-001274.2006..43.003
- [50] T. K. Lim & S. W. Jung. (2006). The Association between Discretionary Accruals and Analysts' Forecasts. *Study on Accounting, Taxation & Auditing*, 44, 311-334.  
UCI: G704-000830.2006..44.011
- [51] M. G. Lee, W. Y. Kim & J. H. Kim. (2007). The Material Weakness of Internal Accounting Control System and Firm Characteristics. *Accounting Information Review*, 25(2), 161-194.  
UCI: G704-001013.2007.25.2.004
- [52] J. J. Jones. (1991). Earnings Management during Import Relief Investigation. *Journal of Accounting Research*, 29, 193-228.  
DOI: 10.2307/2491047

## 박원(Won Park)

[정회원]



- 2000년 2월 : 경상대학교 회계학과 (경영학사)
- 2003년 2월 : 경상대학교 회계학과 (경영학석사)
- 2006년 8월 : 경상대학교 회계학과 (회계학박사)
- 2020년 4월 ~ 현재 : 경남대학교 경영학부 부교수
- 관심분야 : 회계, 재무 등
- E-mail: yes0638@naver.com