

기업 지배구조가 비대칭적 원가행태에 미치는 영향[†]

신성욱*

<요 약>

본 연구에서는 기업의 대리비용이 판매관리비의 비대칭적 원가행태에 어떠한 영향을 미치는지를 살펴보고, 기업 지배구조가 대리비용이 판매관리비의 하방경직적 원가행태에 미치는 영향관계에 어떠한 조절효과를 보이는지를 분석해 보았다.

2007년부터 2012년까지 국내 유가증권 시장에 상장된 1,780개 제조기업을 바탕으로 다중회귀분석을 통해 실증 분석한 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 대리인 문제가 큰 기업의 경우 그렇지 않은 기업에 비해 판매관리비의 하방경직성은 증가하는 것으로 나타났다. 이는 경영자가 매출액이 하락하더라도 자신의 특권적 소비를 줄이지 않기 때문에 판매관리비의 하방경직적 원가행태가 증가된다고 해석할 수 있다.

둘째, 대리인 문제가 심각할 것으로 예상되는 기업을 대상으로 기업 지배구조가 판매관리비의 원가행태에 영향을 미치는 지를 분석한 결과, 좋은 기업 지배구조를 가지고 있는 기업의 경우 판매관리비의 하방경직적 원가행태가 완화되는 것으로 나타났다. 이는 경영자의 대리인 문제 통제에 효과적인 지배구조를 가진 기업일수록 대리인 문제에 기인한 판매관리비의 하방경직적 원가행태가 완화되는 것으로 해석할 수 있다.

본 연구는 대리인 문제의 크기가 판매관리비의 원가행태에 어떠한 영향을 미치며, 이런 영향관계에 기업 지배구조가 조절효과를 가진다는 것을 실증적으로 규명해 보았다는 데 연구의 의의를 찾을 수 있다.

핵심주제어: 기업 지배구조, 대리인 문제, 비대칭적 원가행태

I. 서 론

원가행태(cost behavior pattern)는 원가가 활동량의 변화에 대해 어떤 움직임을 보이는지에 대한 패턴을 의미한다. 전통적으로 관리회계에서는 원가행태에 따라 원가를 크게 변동원가(variable cost)와 고정원가(fixed cost)로 구분하고 있는데, 변동원가는 활동량의 변화에 따라 변동하는 원가이고, 고정원가는 원가동인 또는 활동이 변동해도 변화하지 않는 원가로 정의할 수 있다(심원미, 2014).

전통적인 원가행태에 대한 연구들은 원가행태를 추정할 때 대칭적 원가행태를 가정하고 있다. 즉, 활동수준이 증가할 경우 이에 따라 증가하는 원가의 크기가 활동수준이 감소할 경우 이에 대응하여 감소하는 원가의 크기와 동일하다는 가정이다(Noreen, 1991). 그러나 일부 선행연구들에서 전통적인 원가행태에 대한 기본적 가정이 기업의 특성 및 다양한 상황적 요인에 의해 활동수준의 증감에 대한 차별적 원가행태가 존재한다는 실증적인 증거를 제시하였다(Anderson et al., 2003 등). 이들 연구들은 원가가 원가동인의 변화에 대해서만 반응하는 것이 아니라 경영자의 의사결정에 의해서도 영향을 받을 수 있다는 가능성을 제시한 것으로 이후 비대칭적 원가행태에 대한 많은 연구들을 촉발시켰다.

국내에서도 안태식 등(2004)의 연구 이후로 다양한 원가항목에서 비대칭적 원가행태가 존재하는지, 비대칭적 원가행태에 영향을 미칠 수 있는 다양한 기업 특성 및 상황 요인이 무엇인지를 규명한 연구들이 진행되었다.

원가동인에 대해 원가가 비대칭적인 행태를 보인다는 것은 원가의 움직임에 영향을 미치는 다양한 요인들이 존재한다는 것을 의미한다. 즉, 비대칭적 원가행태는 미래 기업 전망에 대한 경영자의 기대가 반영되어 결정될 수도 있고 경영

자의 사적효익 극대화 추구에 따른 대리인 문제 등에 영향을 받을 수 있다.

판매량이 감소하는 상황에서도 근시일 내에 판매량 증가가 기대될 경우 즉각적인 설비자산의 처분을 미룸으로써 판매량 감소에 비해 원가를 덜 감소하는 하방경직적인 원가행태를 보일 수 있다. 또한 판매량 증가에 대해서는 경영자의 사적효익을 증대시키는 다양한 원가항목들을 증가시키는 데 비해 판매량이 감소할 경우에는 이런 비용항목들을 체계적으로 줄이지 않음으로써 하방경직적 원가행태를 보일 수도 있다.

미래수요에 대한 경영자의 기대로 야기되는 하방경직적 원가행태는 미래 판매량 증가할 경우 다시 구축자원의 확보에 소요되는 기회비용을 감안한다면 단기 판매량 감소에 따라 즉각적인 구축자원의 감소 의사결정을 미루는 것이 오히려 기업가치에 긍정적 영향을 미칠 수 있다. 그러나 판매량 감소에 따른 하방경직적인 원가행태가 경영자의 대리인 문제로 인해 야기된 특권적 소비에 기인한 경우라면 이는 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있다.

그러나 지금까지 실제 기업의 대리문제 크기에 따라 원가행태가 어떻게 달라질 수 있는지에 대한 체계적인 연구는 미흡하며 대리인 문제의 통제에 영향을 미칠 수 있는 기업 지배구조가 어떻게 구축되어 운영되는지에 따라 대리인 문제에 기인한 하방경직적 원가행태가 어떻게 영향을 받는지에 대한 연구도 적극적으로 수행되지 못했다.

따라서 본 연구에서는 경영자의 의사결정에 큰 영향을 받을 수 있는 판매관리비를 대상으로 우선적으로 기업의 대리인 문제의 크기에 따라 판매관리비의 원가행태가 어떻게 달라지는지를 살펴보고, 기업 지배구조가 대리인 문제의 크기와 원가행태 사이의 관계에 어떠한 영향을 미치는지도 살펴보고자 한다.

이하 논문의 구성은 다음과 같다. 먼저 2장에서는 본 연구와 밀접한 관련성이 있는 선행연구를 제시하고 이를 바탕으로 연구가설을 설정하였다. 3장에서는 연구가설을 실증분석하기 위한 연구모형과 표본에 대해 제시하였고, 4장에서는 실증분석 결과를, 마지막 5장에서는 연구결과에 대한 요약, 한계점 및 연구의 의의에 대해 기술하였다.

II. 선행연구 및 연구가설

1. 대리인문제와 비대칭적 원가행태

비대칭적 원가행태(asymmetric cost behavior)는 활동수준의 증감에 대하여 원가의 증감 패턴이 대칭적이지 않은 경우이다(Anderson et al. 2003). 즉, 활동수준의 증가에 따른 원가 행태가 활동수준의 감소에 따른 원가 행태와 상이할 경우이며, 하방경직적 원가행태, 하방탄력적 원가행태, 상방탄력적 원가행태 등을 모두 포함한다.

Noreen and Soderstrom(1994)의 연구에서는 고전적 관리회계 문헌에서 제시한 활동수준 증감에 대한 대칭적 원가행태의 기본가정이 성립되는지를 병원자료를 이용하여 분석한 결과 간접비 계정들 대부분이 원가동인의 변화와 관련하여 대칭적인 행태를 보이지 않는다는 실증적 증거를 제시하였다. Maher and Marais(1998)의 연구에서도 병원 자료를 이용하여 간접원가와 활동수준 사이에 대칭적 비례관계가 존재하지 않음을 보여주었고, Anderson et al.(2001)의 연구에서도 활동수준의 변화 방향에 대해 비대칭적 원가행태가 존재한다는 실증분석 결과를 보여주었다.

이런 비대칭적 원가행태를 야기하는 원인으로 많은 선행연구들에서는 자원조정에 대한 의사결

정, 경영자의 미래 수요에 대한 기대, 그리고 경영자의 대리인 문제 등을 언급하고 있다(Anderson et al. 2003; Banker et al. 2013 등).

Anderson et al.(2001)의 연구에서는 비대칭적 원가행태를 야기시키는 원인이 무엇인지에 대해 분석한 결과 고정자산을 보다 많이 보유하고 있는 기업, 종업원 수가 많은 기업, 경영자가 미래 수요에 대해 낙관적 기대를 하고 있는 기업에서 비대칭적 원가행태가 나타난다고 제시하였고, Anderson et al.(2003)의 연구에서는 이런 비대칭적 원가행태는 결국 경영자의 의사결정 속도의 차이에 기인한다고 주장하였으며, Banker et al.(2008)의 연구에서는 자원조정활동에 대한 의사결정과 미래의 불확실성에 대한 경영자의 전망이 원가의 비대칭성에 영향을 미칠 수 있다고 주장하였다.

Dierynck and Renders(2014)의 연구에서는 경영자의 유인이 비대칭적 원가행태에 영향을 미치는 지를 분석한 결과 적은 수준의 양(+)의 이익을 기록한 기업의 경우 회계손실이 발생하는 것을 막기 위해 하방경직적 원가행태를 완화시키거나 하방탄력적 원가행태를 취한다고 주장하였다. 또한 Wiersma(2010)의 연구에서도 비슷한 맥락에서 경영자 유인보상제도와 원가행태 사이의 관련성에 대해 분석한 결과, 경영자 총 보상 중에 단기 회계성과에 근거한 보상의 비중이 높을수록 매출액 감소에 대해 즉각적인 비용감소가 이루어져 하방경직적 원가행태가 감소하거나 오히려 하방탄력적 원가행태를 보이는 것으로 나타났고, 반대로 경영자 보상 중 장기 인센티브(주식성과에 근거한 보상)의 비중이 높을 경우 경영자는 원가의 하방경직성을 증가시키는 의사결정을 수행한다고 주장하였다.

한편 하방경직적 원가행태와 관련하여 다양한 국내 연구들도 진행되었고 의미 있는 결과들이 제시되었다.

정형록(2005)은 국내 상장 제조기업을 대상으로 제조원가 및 판매관리비의 비대칭적 원가행태가 존재하는지와 만약 비대칭적 원가행태가 존재한다면 그 원인이 무엇인지를 규명하였는데, 분석결과 일부 원가항목들에서 비대칭적 원가행태가 발생하는 것으로 나타났고, 재고자산 회전기간, 최대주주 및 특수 관계자 지분율, 실질 GDP성장률, 유형자산 집중도, 그리고 기업경쟁강도 등이 비대칭적 원가행태를 야기시키는 원인으로 분석되었다.

지성권 등(2009)의 연구에서는 판매관리비의 비대칭적 원가행태에 영향을 미치는 기업특성요인에 대해 분석한 결과 유형자산의 비중이 높을수록, 잉여현금흐름이 클수록, 투자기회집합이 클수록 하방경직적 원가행태가 더욱 크게 나타나는 것으로 분석되었으며, 반대로 재고자산 회전기간이 길수록 하방경직적 원가행태는 완화되는 것으로 나타났다.

한편 원가의 하방경직성에 대해 연구한 많은 국내외 선행연구들은 하방경직성을 야기하는 요인으로 경영자의 대리인 문제를 제시하고 있다.

위임자(주주)와 대리인(경영자) 사이에 유인불일치와 정보불균형으로 인한 대리인 문제가 발생할 때, 경영자는 자신이 통제할 수 있는 희소자원을 증가시키고 자신의 통제력을 최대화할 목적으로 희소자원의 소비에 대해 의사결정을 자신에게 유리한 방향으로 수행할 유인을 갖게 된다. 따라서 원가행태는 이러한 대리인 문제의 크기에 따라 영향을 받을 수 있는 것이다(양대천 등 2013, 심원미 2014).

대리인 문제의 크기에 따른 원가행태를 분석한 국내외 선행연구들의 분석결과는 혼재되어 나타나고 있다.

먼저 소유경영자 기업과 전문경영자 기업으로 구분하여 경영자 유형이 비대칭적 원가행태에 어떠한 영향을 미치는지를 분석한 이용규와 한

경찬(2005)의 연구에서는 소유경영자 기업의 경우 매출액 증감에 대해 제조원가가 하방경직적 원가행태를 보였지만 전문경영자 기업의 경우에는 하방탄력적인 행태를 보인 것으로 나타났다. 이들은 전문경영자 기업에서 매출액 하락에 따른 이익 감소폭을 최소화시켜 경영성과를 높이는 차원에서 매출액이 감소할 경우에 오히려 제조원가를 더 많이 줄인다고 주장하였다.

이와는 반대로 대리인 문제의 크기가 큰 기업일수록 하방경직적 원가행태가 심해진다는 분석결과를 제시한 연구들도 다수 존재한다. 대표적인 연구로는 백태영과 구정호(2011)의 연구에서는 대리인 문제가 클 것으로 예상되는 기업일수록 하방경직성이 더 강화되어 나타났으며, 대기업 군에 속한 기업일수록 대리인 문제의 정도가 감소하여 하방경직성이 완화되는 것으로 나타났다. 또한 유정민과 윤대희(2013)의 연구에서도 가족기업과 비가족기업을 대상으로 기업의 대리인 문제가 원가 비대칭성에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하였는데, 분석결과 가족기업에서는 매출액 증감에 따라 판매관리비가 하방 탄력적 원가행태를 보이는 것으로 나타났다. 이들은 이런 원인으로 기업의 매출액이 감소할 때 가족기업은 비가족기업에 비해 보다 신속하게 자원조정 의사결정을 수행하기 때문으로 해석하고 있다.

Chen et al.(2008)는 경영자의 기업 내에서의 영향력을 증대시키고자 하는 유인의 크기가 원가행태에 어떠한 영향을 미치는지를 분석한 결과, 해당 유인이 큰 기업일수록 원가의 하방경직성이 오히려 증가하는 것으로 나타났다.

기업 내 대리인 문제가 크다는 것은 경영자가 기업가치를 극대화하기 위한 의사결정을 수행하기 보다는 자신의 효익 극대화를 위한 의사결정을 수행할 가능성이 높다는 것을 의미한다. 이런 맥락에서 경영자의 대리인 문제가 보다 심각할

것으로 예상되는 기업의 경우 매출액 증감에 대한 판매관리비의 증감이 하방경직적 원가행태를 보일 것으로 기대된다. 따라서 다음과 같은 가설 설정이 가능하다.

[가설 1] 대리인 문제가 보다 심각한 기업일수록 매출액 증감에 대한 판매관리비의 하방경직적 원가행태는 증가할 것이다.

2. 기업 지배구조와 비대칭적 원가행태

대리인 문제의 크기는 원가의 하방경직성에 영향을 미칠 수 있다. 즉, 경영자는 자신의 사적 효익 극대화 의사결정을 수행함으로써 기업에 대한 제품 혹은 서비스 수요의 감소에도 불구하고 관련 원가를 적극적으로 줄이지 않으려 할 것이다. 그러나 경영자의 사적효익 추구에 기인한 대리인 문제의 통제에 효과적인 기업 지배구조를 가진 기업의 경우 경영자의 대리인 문제로 인해 야기되는 판매관리비의 비대칭적 원가행태가 완화될 수 있다.

기업 지배구조가 대리인 문제를 완화시키는데 효과적이어서 대리인 문제에 기인한 비대칭적 원가행태를 완화시킬 수 있다는 주장은 국내 다수의 연구들에 의해 분석되었으나 이 또한 일치된 결과를 보여주지 못했다. 이런 이유는 기업 지배구조 통제장치들이 원가행태에 직접적인 영향을 미치는 요인이 아님에도 불구하고 직접적인 영향 관계를 분석하였거나, 고려한 원가항목 중 경영자의 대리인 문제의 크기에 큰 영향을 받지 않는 항목들을 고려하여 분석했기 때문인 것으로 판단된다.

양대천(2012)은 외국인 투자자의 단기실적 중시 성향을 고려하여 외국인 투자자 지분율과 원가행태 사이의 관계를 분석하였다. 분석결과에 의하면 외국인 지분이 증가할수록 인건비와 감

가상각비 등 고정원가 항목들이 대칭적 원가행태를 보이는 것으로 나타났는데, 이들은 이런 원인으로 외국인 투자자들의 적극적인 경영활동 참여로 인해 경영자들이 수요감소에 대해 보다 즉각적인 원가 감소 의사결정을 수행하는 것으로 해석하고 있다.

양대천 등(2013)의 연구에서도 기업 지배구조와 비대칭적 원가행태의 관련성에 대해 분석하였다. 즉, 전문경영자 기업을 대상으로 전문경영자에 대한 감시통제가 강화될 경우 원가의 하방경직적 행태에 어떠한 영향을 미치는지를 실증 분석하였다. 분석결과에 의하면 이사회 독립성이 높은 기업의 경우 원가의 비대칭성이 큰 것으로, 이사회 전문성은 원가의 비대칭성을 감소시키는 것으로 나타났다. 그리고 내부자 지분율은 모든 원가항목의 비대칭성을 완화시키며, 외국인 지분율은 일부 원가 항목에 대해서만 하방경직성을 완화시키는 것으로 나타났다.

김형근(2011)의 연구에서는 비대칭적 원가행태가 경영자의 의사결정에 기인한다는 점에 초점을 두고 경영자 유형, 사외이사 비율, 외국인투자자 지분율, 대주주 소유지분율 및 기관투자자 지분율 등의 기업 지배구조 변수가 원가의 하방경직성에 어떤 영향을 미치는지를 분석하였다. 분석결과 경영자 유형과 사외이사 비율은 원가의 하방경직성에 유의한 영향을 미치지 않은 것으로 나타났고, 외국인투자자 지분율과 기관투자자 지분율은 원가의 하방경직성을 강화시키는 것으로 나타났다. 이와 반대로 대주주 소유 지분율은 하방경직성을 완화시키는 것으로 분석되었다.

대리인 문제로 인한 원가행태의 변화에 기업 지배구조가 어떠한 역할을 수행하는지를 분석한 구정호(2009)의 연구에서는 기업 지배구조 변수로 대주주 지분율, 외국인투자자 지분율, 기관투자자 지분율을 사용하여 분석하였다. 실증결과에

의하면 전체적으로 기업 지배구조가 효과적일수록 하방경직적 원가행태를 완화되는 것으로 나타났다.

임새창(2013)의 연구에서는 경영자에 대한 모니터링 유인이 있는 기관투자자의 지분율이 원가의 비대칭성에 어떠한 영향을 미치는 지에 대해 검증한 결과, 판매관리비의 경우 사외이사 비율이 높을수록, 사외이사의 지분율이 높을수록 비대칭성이 완화되었고, 인건비의 경우에는 사외이사 비율이 높을수록, 사외이사의 지분율이 높을수록 비대칭성이 완화되었다. 그리고 감사위원회와 보상위원회가 설치되어 있으면 원가의 비대칭성이 완화되는 것으로 나타났으며, 광고선전비의 경우 사외이사 비율이 높을수록, 감사위원회와 보상위원회가 설치되어 있으면 비대칭성이 완화되는 것으로 나타났다.

Chen et al.(2008)의 연구에서는 기업의 경영자가 자신의 영향력을 증대시키고자 하는 유인의 크기가 원가행태에 어떠한 영향을 미치는 지를 분석하면서 기업 지배구조의 효과성이 이런 비대칭적 원가행태를 완화시키는지를 분석한 결과, 기업 지배구조가 경영자의 대리인 문제 통제에 효과적인 경우 원가의 비대칭성이 완화되는 것으로 나타났다. 구체적으로 이사회 의 규모가 크고, 사외이사 비율이 높으며, 최고경영자와 이사회 의장이 분리되어 있고, 이사가 소유한 주식의 가치가 높을수록 판매관리비의 하방경직성이 완화되는 것으로 나타났다.

이상의 선행연구들의 결과를 종합해 보면 기업 지배구조가 대리인 문제의 통제에 효과적인 기업의 경우 대리인 문제로 야기되는 원가행태의 변화에 기업 지배구조가 조절효과를 갖는 것으로 기대할 수 있다. 즉 대리인 문제로 인한 판매관리비의 하방경직적 원가행태는 효과적인 기업 지배구조를 통해 완화될 것으로 기대할 수 있다. 따라서 본 연구에서는 기존의 선행연구들

의 연구결과를 바탕으로 다음과 같은 가설을 설정하였다.

[가설 2] 기업 지배구조가 보다 양호한 기업일수록 대리인 문제에 기인한 판매관리비의 하방경직적 원가행태가 완화될 것이다.

III. 연구설계

1. 연구모형

대리인 문제의 크기가 매출액 증감에 대한 판매관리비의 원가행태에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하기 위해 기존의 선행연구를 바탕으로 다음과 같은 연구모형을 설정하였다(Anderson et al., 2003; 안태식 등, 2004; 구정호, 2009 등).

<모형 1>

$$\ln\left(\frac{\text{판매관리비}_t}{\text{판매관리비}_{t-1}}\right) = \alpha_0 + \alpha_1 * \ln\left(\frac{\text{매출액}_t}{\text{매출액}_{t-1}}\right) + \alpha_2 * D_t * \ln\left(\frac{\text{매출액}_t}{\text{매출액}_{t-1}}\right) + \alpha_3 * D_t * \ln\left(\frac{\text{매출액}_t}{\text{매출액}_{t-1}}\right) * FCF_t + \varepsilon$$

여기서 D_t : t-1년도 대비 t년도 매출액이 감소하였으면 1, 아니면 0인 더미변수, FCF_t : 잉여현금흐름(대리인 문제의 크기)

위 모형은 기업의 제품에 대한 수요(매출액)의 증감에 대해 판매관리비의 원가행태가 기업의 대리인 문제에 따라 어떻게 달라지는지를 살펴보기 위한 회귀분석 모형이다(가설 1 검증모형).

위 식에서 매출액 증감에 대한 판매관리비의 원가행태가 대칭적이라면 α_2 의 계수값은 통계적 유의성이 없는 음(-) 혹은 양(+)¹의 값을 기대할 수 있다. 그러나 판매관리비가 매출액 증감에 비

해 하방경직적인 원가행태를 가진다면 α_2 의 계수값은 음(-), 반대로 하방탄력적 원가행태를 가진다면 양(+)의 값을 보일 것이다.

본 연구는 기업의 대리인 문제의 수준에 따라 판매관리비의 원가행태가 영향을 받는지를 분석하는 데 목적이 있다. 우선 기업의 대리인 문제의 크기에 대한 대리변수로 기존의 선행연구를 토대로 잉여현금흐름(free cash flow)의 크기를 고려하였다. 일반적으로 다수의 선행연구에서 잉여현금흐름의 크기가 큰 기업의 경우 기업 내 대리인 문제의 크기가 클 것으로 분석하고 있으며 본 연구에서도 기존의 선행연구들에서 많이 사용해 오던 잉여현금흐름의 크기를 기업의 대리인 문제 수준에 대한 대리변수로 사용하였다. 기업 내 대리인 문제가 보다 심각한 기업의 경우(잉여현금흐름의 크기가 큰 경우) 경영자의 사적효익 추구가능성이 높아지기 때문에 매출액 증가에 따른 판매관리비의 증가보다 매출액 감소에 따른 판매관리비의 감소는 줄어들어 하방경직적 원가행태를 보일 것으로 기대할 수 있다. 따라서 α_3 의 기댓값은 음(-)로 예상할 수 있다.

한편 매출액 증감에 대한 판매관리비의 원가행태에 대리인 문제의 크기가 영향을 미치는지를 분석한 위 모형을 확장하여 이런 영향관계에 기업 지배구조가 조절효과를 가지는지를 분석하기 위해 다음과 같은 회귀분석 모형을 고려하였다.

<모형 2>

$$\ln\left(\frac{\text{판매관리비}_t}{\text{판매관리비}_{t-1}}\right) = \alpha_0 + \alpha_1 * \ln\left(\frac{\text{매출액}_t}{\text{매출액}_{t-1}}\right) + \alpha_2 * D_t * \ln\left(\frac{\text{매출액}_t}{\text{매출액}_{t-1}}\right) + \alpha_{3-7} * D_t * \ln\left(\frac{\text{매출액}_t}{\text{매출액}_{t-1}}\right) * CG_t + \epsilon$$

여기서 : t-1년도 대비 t년도 매출액이 감소하였으면 1, 아니면 0인 더미변수, : 기업 지배구조(5% 이상 주식을 보유한 외부 대주주 보유 지분율; 외

국인 투자자 지분율; 내부자 지분율, 사외이사 비율, 부채비율)

대리인 문제의 크기가 판매관리비의 하방경직성에 미치는 영향에 기업 지배구조가 어떠한 조절효과를 가지는지를 분석하기 위해 앞서 대리인 문제의 크기에 대한 대리변수인 잉여현금흐름의 중앙값을 기준으로 표본을 대리인 문제가 큰 기업과 작은 기업으로 분류한 후 대리인 문제가 큰 기업(잉여현금흐름의 중앙값 보다 큰 기업)만을 대상으로 위 <모형 2>를 실증분석하였다. 기업 지배구조 변수로 본 연구에서는 5% 이상 주식을 보유한 외부 대주주 보유 지분율, 외국인 투자자 지분율, 내부자 지분율, 사외이사 비율, 부채비율을 고려하였으며, 기업 지배구조가 좋을수록 판매관리비의 하방경직적 원가행태가 완화될 것으로 기대되므로 α_{3-7} 의 계수값이 모두 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보일 것으로 기대된다.

2. 표본선정 및 자료수집

본 연구의 목적은 대리인 문제의 크기에 따라 판매관리비의 원가행태가 어떻게 달라지는지를 분석하고, 기업 지배구조가 이들의 영향관계에 조절효과를 가지는지를 분석하는 데 있다.

이상의 연구목적은 달성하기 위해 본 연구에서는 2007년부터 2012년까지 국내 유가증권 시장에 상장된 기업 중 금융업, 12월 결산이 아닌 기업, 표본기간 중 관리대상기업, 본 연구에서 사용할 변수들에 관한 자료를 입수할 수 없는 기업을 제외한 최종 1,780개 기업-연도 자료를 활용하여 실증분석에 활용하였다.

분석에 필요한 기업 지배구조에 대한 자료는 금융감독원의 전자공시시스템 내에서 개별 기업이 보고한 사업보고서에서 추출하여 사용하였고,

기업의 재무자료 및 주식관련 자료는 FnGuide를 이용하여 수집하였다.

IV. 실증분석 결과

1. 기술통계량

본 연구의 각 모형에서 사용된 변수들에 대한 기술통계량은 <표 1>에 제시되어있다.

먼저 판매관리비 증감에 자연로그를 취한 값의 평균은 0.07로 나타났다. 이 값은 중앙값 약

0.08과 큰 차이를 보이고 있지 않지만 판매관리비의 최소값이 최대값에 비해 다소 낮은 결과로 유추해 볼 경우 표본기업 내에서도 기업규모에 일부 차이가 존재하는 것으로 확인할 수 있다. 매출액 변화 변수도 매출액 변화에 자연로그를 취한 값을 분석에 사용하였는데 판매관리비 변화 변수와 유사하게 평균값과 중앙값에 큰 차이를 보이지 않는 것으로 나타났다. 판매관리비 변화, 매출액 변화 변수의 경우 평균값과 중앙값에 큰 차이를 보이지 않는 것으로 나타나 표본자료의 정규성은 크게 문제가 되지 않을 것으로 판단된다.

<표 1> 변수에 관한 기술통계량

구 분	평균	표준편차	최소값	중앙값	최대값
판매관리비 변화	0.07	0.23	-1.46	0.08	1.36
매출액 변화	0.08	0.23	-1.26	0.08	1.32
매출액 대비 잉여현금흐름	0.04	0.08	-0.05	0.04	0.36
5% 외부대주주 지분율	0.07	0.11	0.00	0.00	0.91
외국인 투자자 지분율	0.09	0.13	0.00	0.04	0.87
내부자 지분율	0.43	0.16	0.00	0.43	0.99
사외이사 비율	0.30	0.15	0.00	0.25	1.00
부채비율	0.48	0.19	0.06	0.49	0.99

매출액 대비 잉여현금흐름의 경우도 평균값과 중앙값이 큰 차이를 보이지 않는 것으로 나타나 정규성에 큰 문제가 없는 것으로 판단된다.

기업 지배구조 변수로 본 연구에서 고려한 5가지 변수의 기초통계량을 살펴보면 먼저 5% 이상 주식을 보유하고 있는 외부대주주 지분율은 최소값 0%에서 최대값 91%에 걸쳐 분포되어 있어 기업마다 큰 차이가 있는 것으로 나타났다. 외국인 지분율의 경우도 평균값과 중앙값 사이에 다소 차이가 있음을 확인할 수 있는데, 이는 외국인 지분율이 상대적으로 높은 기업이 표본에 일부 포함되어 나타난 결과로 외국인이 일부 우량기업에만 보다 집중적으로 투자하는 경향이

있음을 간접적으로 유추해 볼 수 있는 결과라 하겠다. 최대주주 및 그 특수 관계인 지분율을 사용한 내부자 지분율의 경우 평균값과 중앙값과 큰 차이를 보이지 않고 있으며 부채비율의 경우도 평균값과 중앙값에 사이에 큰 차이가 없기 때문에 회귀분석을 위한 변수들의 정규성은 크게 문제가 되지 않는 것으로 판단된다. 그러나 이사회 효율성을 측정하기 위한 사외이사비율의 경우 평균값과 중앙값에 다소 차이를 보이고 있어 사외이사 비율이 매우 높은 일부기업이 표본에 포함되어 있다는 것을 알 수 있다.

2. 상관관계분석

회귀분석에 앞서 모형에 포함된 변수를 대상으로 상관관계 분석을 실시하였고 그 결과를 <표 2>에 제시하였다.

본 연구의 종속변수로 고려한 판매관리비 변화 변수($\ln(SGA_t/SGA_{t-1})$)의 경우 전기 대비 매출액 변화를 나타내는 변수($\ln(SALES_t/SALES_{t-1})$)와 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 이는 판매관리비 변화가 매출액 변화와 같은 방향으로 움직인다는 것으로, 일반적으로 매출액이 증가하면 판매관리비도 증가하고 반대로 매출액이

감소하면 판매관리비도 줄어드는 것으로 해석할 수 있다.

한편 본 연구에서 고려한 독립변수들은 대부분이 상호작용 변수 형태로 모형에 포함되어 있어 변수들간의 다중공선성 여부가 분석결과의 신뢰성에 큰 영향을 미칠 수 있다. 따라서 본 연구에서는 다중공선성이 존재하는지의 여부를 보다 세밀하게 분석하기 위해 가설검정을 위한 회귀분석 시에 VIF(variance inflation factor) 검증을 추가하여 다중공선성 존재 여부를 확인하였다.

<표 2> 상관관계분석

	$\ln(SGA_t/SGA_{t-1})$	$\ln(SALES_t/SALES_{t-1})$	FCF_t
$\ln(SGA_t/SGA_{t-1})$	1		
$\ln(SALES_t/SALES_{t-1})$	0.613** (0.000)	1	
FCF_t	-0.008 (0.725)	0.012 (0.612)	1

주) 1) $\ln(SGA_t/SGA_{t-1})$: 판매관리비 변화율의 자연대수, $\ln(SALES_t/SALES_{t-1})$: 매출액 변화율의 자연대수, FCF_t : 잉여현금흐름

2) *, **는 각각 유의수준 0.05, 0.01에서 유의적임. ()안은 p값

3. 가설검증 결과

기업의 대리인 문제가 크다는 것은 경영자가 자신의 효익 극대화를 위한 의사결정을 수행할 가능성이 높다는 것을 의미한다. 이는 매출액이 하락하더라도 경영자 자신이 누릴 수 있는 다양한 특권적 소비를 줄이지 않으므로써 하방경직적인 원가행태를 야기할 수 있는 것이다. 이런 맥락에서 기업의 대리인 문제가 보다 심각할 것으로 예상되는 기업의 경우 매출액 증감에 대한 판매관리비의 증감이 하방경직적 원가행태를 보일 것으로 기대된다.

본 연구에서는 먼저 기업의 대리인 문제 크기에 따라 판매관리비의 원가행태가 어떻게 달라지는지를 분석하였고 그 결과를 <표 3>에 제시하였다.

분석결과 기대했던 바와 동일하게 대리인 문제가 보다 심각할 것으로 예상되는 기업에서 매출액 증감에 대해 판매관리비의 하방경직적 원가행태가 더욱 증가하는 것으로 나타났다. 이는 경영자가 매출액의 감소에도 불구하고 자신의 효익 증대를 위한 특권적 소비를 줄이지 않기 때문인 것으로 해석할 수 있다.

<표 3> 대리인 문제의 크기에 따른 판매관리비 하방경직성

변수	ln(SGA _t /SGA _{t-1})		
	기대부호	계수값	t값
절편		0.018	3.565***
ln[SALES _t /SALES _{t-1}]	+	0.609	29.062***
D _t *ln[SALES _t /SALES _{t-1}]	-	-0.062	-1.688*
D _t *ln[SALES _t /SALES _{t-1}]*FCF _t	-	-1.017	-3.224***
수정결정계수		0.377	
F-값		360.02***	
표본 수		1,780	

주) 1) ln(SGA_t/SGA_{t-1}) : 판매관리비 변화율의 자연대수, ln(SALES_t/SALES_{t-1}) : 매출액 변화율의 자연대수 값, D_t : 매출액 감소더미, FCF_t : 대리인 문제 크기(잉여현금흐름).

2) *, **, ***는 각각 유의수준 0.1, 0.05, 0.01에서 유의적임.

한편 기업 지배구조는 경영자들의 대리인 문제를 완화시키기 위한 다양한 내·외부 통제장치들에 의해 결정된다. 즉 다양한 내·외부 통제장치들을 통해 경영자의 대리인 문제를 완화시키는 것이 기업 지배구조의 개선의 목적이다. 따라서 기업 지배구조가 우수한 기업은 그 만큼 기업에서 발생할 수 있는 다양한 대리인 문제를 통제하거나 완화시킬 수 있고 대리인 문제로 야기되는 경영자의 기회주의적 행동을 최소화시킬 수 있다(심원미, 2014).

대리인 문제가 큰 기업의 경영자는 자신이 개인적 효익을 얻을 수 있는 다양한 특권적 소비를 줄일 유인이 없다. 그러나 기업 지배구조가 대리인 문제의 통제에 효과적인 작용을 하는 기업들은 이런 지배구조 메커니즘을 활용하여 경영자의 기회주의적 행위를 완화시키기 위해 적극적으로 노력할 것이다.

대리인 문제로 인해 야기되는 판매관리비의 원가행태에 기업 지배구조가 어떠한 영향을 미치는지에 대한 [가설 2]를 실증 분석한 결과를 <표 4>에 제시하였다. <표 4>의 결과는 본 연구에서 대리인 문제의 크기로 고려한 잉여현금

흐름 변수값의 중위수를 중심으로 중위수 보다 큰 값을 보이는 기업들만을 대상으로 회귀분석한 결과이다.

분석결과를 살펴보면 기업 지배구조에 영향을 미치는 다양한 통제장치에 대한 대리변수로 사용한 5%BHR_t(5% 이상 주식을 보유한 외부 대주주 지분율), FOR_t(외국인 투자자 지분율), OUT_t(사외이사 비율), LEV_t(부채비율)은 계수값이 모두 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보였다. 이는 대리인 문제가 큰 기업에서 경영자의 기회주의적 행위로 인한 판매관리비의 하방경직적 원가행태를 기업 지배구조가 완화시키는 역할을 수행한다고 해석할 수 있다. 그러나 최대주주 및 특수관계자 지분율로 고려한 내부자 지분율(OWN_t)의 경우 통계적인 유의성은 없으나 기대와는 달리 음(-)의 관련성을 보였는데, 이는 최대주주 및 특수관계자 지분율이 높은 기업일수록 대리인 문제가 완화되기 보다는 지배주주와 그 특수관계인을 중심으로 하는 또 다른 대리인 문제의 존재가능성을 간접적으로 시사하는 결과라 할 수 있다.

<표 4> 판매관리비의 하방경직성에 영향을 미치는 기업 지배구조의 조절효과

변수	ln(SGA _t /SGA _{t-1})		
	기대부호	계수값	t값
절편		0.047	6.832***
ln [SALES _t /SALES _{t-1}]	+	0.496	16.191***
D _t *ln [SALES _t /SALES _{t-1}]	-	-0.156	-3.187***
D _t *ln [SALES _t /SALES _{t-1}]*5BHR _t	+	1.628	3.361***
D _t *ln [SALES _t /SALES _{t-1}]*FOR _t	+	0.683	1.919**
D _t *ln [SALES _t /SALES _{t-1}]*OWN _t	+	-0.149	-1.146
D _t *ln [SALES _t /SALES _{t-1}]*OUT _t	+	0.927	5.937***
D _t *ln [SALES _t /SALES _{t-1}]*LEV _t	+	0.267	2.184**
수정결정계수		0.495	
F-값		125.256***	
표본 수		890	

주) 1) ln(SGA_t/SGA_{t-1}) : 판매관리비 변화율의 자연대수 값, ln(SALES_t/SALES_{t-1}) : 매출액 변화율의 자연대수 값, D_t : 매출액 감소 터미, 5%BHR_t : 5% 이상 주식을 보유한 외부대주주 지분율, FOR_t : 외국인 투자자 지분율, OWN_t 내부자 지분율, OUT_t 사외이사 비율, LEV_t : 부채비율.
 2) *, **, ***는 각각 유의수준 0.1, 0.05, 0.01에서 유의적임.

V. 결 론

본 연구에서는 기업의 대리비용이 판매관리비의 비대칭적 원가행태에 어떠한 영향을 미치는지를 살펴보고, 기업 지배구조가 대리비용이 판매관리비의 하방경직적 원가행태에 미치는 영향 관계에 어떠한 조절효과를 보이는지를 분석하였다.

상기의 연구목적을 분석하기 위해 2007년부터 2012년까지 국내 유가증권 시장에 상장된 1,780개 제조기업을 바탕으로 다중회귀분석을 통해 실증 분석하였으며 실증 분석된 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 대리비용이 큰 기업의 경우 그렇지 않은 기업에 비해 판매관리비의 하방경직성은 증가하는 것으로 나타났다. 이는 경영자가 매출액이 하락하더라도 자신의 특권적 소비를 줄이지 않음으로써 판매관리비의 하방경직성이 증가하는 것으로 해석할 수 있다.

둘째, 대리인 문제가 큰 기업을 대상으로 판매관리비의 원가행태가 기업 지배구조에 의해 어떤 영향을 받는지를 분석한 결과, 내부자 지분율을 제외한 5%이상 주식을 보유한 외부대주주 지분율이 높은 기업, 외국인 지분율이 높은 기업, 사외이사 비율이 높은 기업, 채권자의 영향력(부채비율)이 높은 기업에서 판매관리비의 하방경직적 원가행태가 완화되는 것으로 나타났다. 이는 기업 지배구조가 판매관리비의 비정상적 원가행태에 영향을 미친다는 것으로 경영자의 대리문제 통제에 효과적인 지배구조를 가진 기업일수록 경영자의 대리문제에 기인한 판매관리비의 비정상적인 원가행태가 완화되는 것으로 해석할 수 있다.

그러나 본 연구에서는 연구수행 과정에서 다음과 같은 연구의 한계가 존재한다.

먼저 본 연구에서의 핵심변수인 대리비용의 크기는 기존의 선행연구들을 참고할 때 다양한 측정방법이 존재한다. 대리비용의 크기에 따라

판매관리비의 원가행태가 어떻게 달라지는 지를 보다 세밀하게 분석하기 위해서는 대리비용 크기를 다양하게 측정하여 분석에 활용함으로써 통계적 강건성을 확보할 수 있을 것이다.

둘째, 판매관리비에는 경영자의 대리인 문제로 인해 야기되는 원가항목들이 다수 포함되어 있으나 그렇지 않은 항목들도 있다. 특히 광고선전비, 연구개발비, 접대비 등과 같이 경영자가 재량권을 가지고 있는 원가항목들(광고선전비, 접대비 등)은 경영자의 대리인 문제의 크기와 밀접한 관련성을 지니고 있는 원가항목들이다. 이런 항목들을 개별적으로 고려하여 실증 분석해 본다면 기업의 대리비용 크기에 따른 관련 원가항목들의 행태에 대한 보다 의미 있는 결과를 도출할 수 있을 것이다.

마지막으로 본 연구에서는 기업 지배구조에 대한 대리변수로 기업 지배구조에 영향을 미치는 개별 요인 각각을 고려하여 분석모형에 사용하였다. 기업 지배구조는 개별 기업 지배구조 통제장치에 영향을 받을 수 있으나 이런 다양한 통제장치들의 상호작용에 의해 형성되는 것이 일반적이다. 공신력 있는 기업 지배구조 지수 등을 분석모형에 포함시켜 분석한다면 기업 지배구조에 의한 판매관리비 원가행태에 대한 본 연구의 결과를 일반화 시키는 데 보다 유용할 것으로 판단된다.

이런 한계에도 불구하고 본 연구는 기업의 대리비용의 크기에 따라 매출액 증감에 대한 판매관리비의 원가행태가 달라질 수 있으며, 기업 지배구조가 경영자의 기회주의적 행위를 완화시키는 역할을 수행하여 판매관리비의 비정상적 원가행태가 조절된다는 것을 실증적으로 규명해 보았다는데 연구의 의의를 찾을 수 있다.

참고문헌

1. 구정호(2009), 이익조정과 기업지배구조가 원가행태에 미치는 영향, 성균관대학교 대학원 박사학위논문.
2. 김형근(2011), 제조기업 물류비의 비대칭적 원가행태에 관한 연구, 동국대학교 대학원 박사학위논문.
3. 백태영·구정호(2011), 대리인 문제와 원가의 하방경직성간의 관계, 한국회계학회 학술발표논문집.
4. 심원미(2014), 대리인 문제 및 경영전략에 따른 판매관리비와 연구개발비의 비대칭적 원가행태, 부산대학교 박사학위논문.
5. 안태식·이석영·정형록(2004), 한국제조기업의 비대칭적 원가행태, *경영학연구*, 33(3), 789-807.
6. 양대천(2012), 외국인 지분이 원가 및 배당의 비대칭적 행태에 미치는 영향, *회계저널*, 21(1), 61-91.
7. 양대천·김창수·기도훈(2013), 전문경영자 기업의 지배구조와 비대칭적 원가행태, *회계정보연구*, 31(3), 155-184.
8. 유정민·윤대희(2013), 가족기업과 비가족기업의 원가 비대칭성 차이에 관한 연구, *국제회계연구*, 49, 81-102.
9. 이용규·한경찬(2005), 원가의 행태와 경영자 유형, *관리회계연구*, 5(2), 1-23.
10. 임새창(2013), 기업지배구조가 원가의 하방경직성(비대칭성)에 미치는 영향 -이사회와 감사위원회 및 보상위원회를 중심으로-, 한양대학교 대학원 석사학위논문.
11. 정형록(2005), 한국제조기업의 비대칭적 원가행태 결정요인에 관한 연구, 서울대학교 대학원 박사학위논문.

12. 지성권 · 신성욱 · 최원주(2009), 원가의 하방 경직성에 영향을 미치는 기업특성요인, *상업교육연구*, 23(4), 225-250.
13. Anderson, M. C., R. D. Banker, and S. Janakiraman(2003), Are Selling, General and Administrative Costs “sticky”?, *Journal of Accounting Research*, 41,47-63.
14. Anderson, M. C, R. D. Banker, T. L. Chen, and S. Janakiraman(2001), Drivers of Stickiness in the Cost of Sales at Service Firms, Working paper, The University of Texas at Dallas.
15. Banker, R. D , M. Cifcic, and R. Mashruwala(2008), Managerial Optimism, Prior Period Sales and Cost Stickiness, Working paper.
16. Dierynck, B and A. Renders(2014), An Empirical Test of the Effect of Outrage Costs on CEO Compensation Level, AAA 2015 Management Accounting Section (MAS) Meeting Paper
17. Chen C. H., H. Lu, and T. Sugiannis(2008), Managerial Empire Building, Corporate Governance and the Asymmetrical Behavior of Selling, General and Administrative Costs, Working paper.
18. Maher, M. W. and M. L. Marais(1998), A Field Study on the Limitations of Activity-Based Costing When Resources Are Provided on a Joint and Indivisible Basis, *Journal of Accounting Research*, 36, 129-142.
19. Noreen, E(1991), Conditions Under Which Activity -Based Cost System Provide Relevant Costs, *Journal of Management Accounting Research*, 3 (Fall), 159-168.
20. Noreen, E and N. Soderstrom(1994), Are Overhead Costs Strictly Proportional to Activity-Evidence from Hospital Service Departments, *Journal of Accounting and Economics*, 17, 255-278.
21. Weiss, D(2010), Cost Behavior and Analysts’ earnings forecasts, *The Accounting Review*, 85(4), 1441-1471.
22. Wiersma, E(2010), The Impact of the Reward Structure on Stickiness, AAA 2011 Management Accounting Section(MAS) Meeting Paper

Abstract

The Effects of Corporate Governance on Asymmetrical Behavior of costs[†]

Shin, Sung-Wook*

The purposes of this paper are to investigate the impact of managers' agency problem on asymmetrical behavior of SG&C and to examine whether or not the corporate governance mechanisms can have any moderating effects on Asymmetrical behavior of SG&C.

To test empirically the above mentioned purposes, we gathered firm-year data of manufacturing firms from 2007 to 2012 and the sample firms are listed on the Korean Stock Exchange. The findings of this research are summarized as follows:

Firstly, for those firms whose agency problems are high, the stickiness of SG&A increases as sales variation. The results imply that managers are not willing to reduce their perquisite consumption in proportion with sales reduction.

Secondly, we investigate how corporate governance mechanisms influence the cost stickiness behaviors of SG&A for those firms whose agency problem are high (above the median value of free cash flow used as a proxy of agency problem). The results are that as the effectiveness of corporate governance mechanisms improve the cost stickiness of SG&A mitigation except for the insider ownership.

These results show that agency problem has impact on the asymmetrical behavior of SG&A. And effective governance mechanisms have moderate effects on the reducing stickiness behavior of SG&A caused by agency problem.

Key Words: Agency problem, Asymmetrical behavior of costs, Corporate governance,

[†] This paper was supported by RESEARCH FUND offered from Catholic University of Pusan

* Assistant Professor, Dept. of Business Administration, Catholic University of Pusan, shinsw@cup.ac.kr