

기업의 시장지향성과 투자의사결정¹

Market orientation and investment decision of firms

표 경 민 (Gyungmin Pyo) 건양대학교 글로벌경영대학 세무학과²

ABSTRACT

This paper is aim to test how market orientation is related to the investment decision making. After controlling for firm-specific factors, this study finds a significantly positive relationship between market orientation and R&D expenditures, especially firms with high ratio of intangible assets and low ratio of abnormal inventory assets. Under conditions of low quality of earnings, the negative relation between market orientation and R&D expenditures is enhanced in electronic related industries. This indicates that the relation between market orientation and R&D expenditures may exhibit more reasonable patterns for investment decision of firms in technology driven business environment.

Keywords: Market orientation, Investment decision making, R&D expenditures

1. 서론

최근 진행되는 기술의 발달은 기업의 의사결정체계에도 많은 영향을 미치고 있다. 소셜미디어, 인공지능, 모바일, 빅데이터 등으로 대표되는 데이터중심 사회에서 기업의 의사결정체계는 보다 효율적인 데이터 활용을 기반으로한 신속한 의사결정체계로 변화할 것으로 예상하고 있다. 이러한 기술변화는 기업의 지속가능한 시장지배력 확보를 위해 여러 형태의 혁신활동을 촉진

한다(Porter 2000; Schumpeter 1934). 아울러, 기업의 시장지향성은 환경변화에 대한 기업의 민감도를 파악할 수 있게 하며, 기업과 시장과의 관계를 살펴보는 데 유용할 수 있다(이미홍 2003). 이에 따라, 본 연구에서는 기업의 시장지향성이 기업의 장단기 의사결정에 미치는 영향이 존재하는지 여부를 실증적으로 살펴보고, 기업의 경영환경특성에 따라 이러한 영향이 차별적으로 나타나는지 살펴보고자 한다.

기존 연구결과에 따라, 기업의 시장지향성이 기술변

1) 논문접수일: 2019년 9월 9일; 1차 수정: 2019년 10월 31일; 게재확정일: 2019년 11월 3일

2) 제 1저자(gyung@konyang.ac.kr)

화 및 경영환경변화와 유의한 관계가 나타난다면, 이러한 기업의 투자사결정은 시장지향성과 양(+)의 관련성이 나타날 것으로 예상할 수 있다. 특히, 기업의 규모가 크거나 기술변화가 많은 산업군에서 이러한 관련성이 더 강하게 나타날 것으로 예상된다. 따라서, 본 연구의 결과는 기업의 경영환경별로 시장지향성이 높은 기업의 투자성향이나 의사결정행태 등이 차별적으로 나타나는지 예측하는 데에 실증적 근거로 활용할 수 있을 것으로 기대한다.

분석결과, 기업의 시장지향성이 높을수록 기업의 연구비지출수준은 높은 경향이 유의하게 있는 것으로 나타났다. 특히, 무형자산 비중이 산업 평균보다 높은 기업은 그렇지 않은 기업보다 같은 수준의 광고비 지출이 이루어지더라도 유의한 수준에서 더 높은 비중의 추가적 연구비지출이 있는 것으로 나타났다. 또한, 비정상적 재고자산 보유수준이 높은 기업의 시장지향성이 증가하더라도 그렇지 않은 기업보다 연구비지출 비중은 더욱 낮은 것으로 나타났다. 전체 산업을 대상으로 한 분석에서 유의한 관련성은 나타나지 않았지만, 특정산업을 대상으로 추가분석을 수행한 결과, 전자부문에서 기업의 이익품질 수준이 낮은 기업은 시장지향성이 증가하더라도 연구비지출과의 관련성은 그렇지 않은 기업보다 추가적으로 유의하게 감소하는 것으로 나타났다. 또한, 운송부문의 기업들은 기업의 이익품질 수준이 낮은 기업이라도 시장지향성이 증가하면 연구비지출과의 관련성은 그렇지 않은 기업보다 추가적으로 유의하게 증가하는 것으로 나타나, 산업별 차별적인 관련성이 나타날 수 있음을 확인하였다.

본 연구를 통해, 기업의 시장지향성이 기업의 장단기 투자사결정과 유의한 관련성이 있다면, 시장지향성이 상대적으로 높은 기업이나 산업군에 대한 미래의 사결정행태를 예측하는 데 실증적 근거로 활용될 수 있으며, 이는 학계와 산업계, 정책입안자에게 기업의 의사결정체계를 살펴볼 수 있는 실증방안을 제공한다

는 점에서 의의가 있다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제2장 살펴본 관련연구를 바탕으로 제3장에서는 가설을 설정하였고, 제4장에서 제시한 연구방법을 통해 제5장 및 6장에서 분석결과를 정리하고 추가분석을 수행하였고, 제7장에서는 결론 및 시사점을 기술하였다.

2. 기존 연구

2.1 비정상 재고자산

기존 연구에서 제시된 정상재고자산 모형(식(1))을 통해 기업의 비정상 재고자산 수준을 측정하고자 한다. Roychowdhury(2006)는 정상수준으로 재고자산 비중의 변화를 보인 기업은 당기 매출액 비중 변화와 전기 매출액 비중 변화와 관련이 있음을 보인다. 이러한 모형을 활용하여 산업별 연도별 정상적 재고자산 추정량과 재고자산의 실제치와의 비교를 통해 비정상 재고자산 수준을 도출하고자 한다.

$$\frac{\Delta Inv_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{A_{it-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta S_{it}}{A_{it-1}} + \alpha_3 \frac{\Delta S_{it-1}}{A_{it-1}} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (1)$$

2.2 이익품질

Francis et al.(2005)는 이익품질이 낮아 재량적 발생액 수치가 높을수록 투자사결정의 위험도인 자본비용을 증가시킬 수 있음을 보고한 바 있다. 따라서, 본 연구에서는 Kothari et al.(2005)에서 제시한 성과조정 재량적 발생액 모형(식(2))을 활용하여 이익품질의 대응치를 측정하고자 한다. 이 모형의 매출채권을 제외한 매출액 변화 비중과 토지 및 건설중인 자산을 제외한 유형자산 비중 및 총자산이익률은 발생액으로 정의되는 항목과 유의한 관련이 있는 것으로 보고된 바 있다. 기존 측정방식 대비 기업의 성과변화가 초래할 수

있는 이익품질 측정치의 왜곡가능성을 줄였다는 점에서 본 연구에서 활용하기에 보다 적합한 대용치일 것으로 판단한다.

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{A_{it-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta REV_{it} - \Delta AR_{it}}{A_{it-1}} + \alpha_3 \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} + \alpha_4 ROA_{it-1} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (2)$$

2.3 기업의 시장지향성

Farber(1981)는 기업의 연구개발 투자와 기업의 광고비 지출의 관계를 이론적으로 보인바 있으며, 기업의 소비자지향성 즉 시장지향성의 증가는 광고선전비의 증가와 관련이 있는 것으로 보고한 바 있다. Lunn(1989)도 기업의 시장지배력이 연구개발활동에 미치는 영향이 유의함을 이론적 모형을 통해 보인바 있다. 이미홍(2003)은 기업의 환경변화에 대한 민감도를 파악하기 위해, 기업의 시장과의 관계 또는 시장지향성을 살펴볼 필요가 있음을 보고한 바 있다. Porter(2000)는 시장이나 소비자는 기술개발, 품질혁신 등 기업의 글로벌 경쟁력 확보에 중요한 역할을 할 수 있음을 기술한 바 있다.

기업의 시장지향성에 관한 기존 연구에서는 광고관련활동을 기업의 수요 증가 및 시장성 확보에 있어 중요한 투입요소로 보고 있으며, 이에 따라 광고선전비를 기업과 소비자의 관계에 대한 대용치로 활용할 수 있음을 보고하고 있다(송치웅·오완근 2010; Farber 1981).

2.4 기업의 투자의사결정

기업의 연구개발활동 관련 연구들은 기업의 연구개발지출이 장단기 기업의 회계이익, 기업가치변동에 미치는 영향에 대해 주로 보고하고 있다. (조성표·정재용 2001; Bhatia and Aggarwal 2018; Boujelben and

Fedhila 2011; Jindal and McAlister 2015).

광고비 관련연구들로는 기업가치에 영향을 미치지 않거나(최정호 1994), 유의한 양(+)의 영향이 있는 것으로 보고한 연구들이(정군오 등 2005) 혼재되어 나타나고 있다. 기존 연구들이 기업의 광고활동, 연구활동이 기업성과, 기업가치와의 관련성이 존재하는 지에 집중하고 있는 반면, 기업의 시장지향성이 기업의 의사결정에 어떠한 영향을 미치는 지에 관한 실증연구는 많지 않은 실정이다.

3. 가설

기존 연구에서는(조성표·정재용 2001; Bhatia and Aggarwal 2018; Boujelben and Fedhila 2011; Jindal and McAlister 2015) 기업의 연구개발지출이 경영성과, 기업가치변동에 미치는 영향에 대해 주로 확인할 수 있다. 기존 연구에서 연구개발투자와 기업가치 및 기업성과와의 양(+)의 관련성을 보고한 바 있다(강신형 등 2016; 신건철 등 2011).

시장지향성 관련연구 중, 기업가치에 영향을 미치지 않거나(최정호 1994), 유의한 양(+)의 영향이 있는 것으로 보고한 연구들이(정군오 등 2005) 있어, 기업의 시장지향성은 기업 성과와의 관련성이 다양하게 나타날 수 있을 것으로 기대한다.

Hunter et al.(2012)에서는 호주의 614개 대기업들의 경영진 및 업무담당자들은 연구개발활동이 기업의 무형적 지출활동 중 가장 큰 비중을 차지하는 것으로 응답하였으며, 다음으로 비중이 큰 무형적 지출활동은 고객관력활동 인 것으로 답변한 것을 확인할 수 있다. 하지만, 이러한 무형적 지출활동의 성과에 대해 직접적인 피드백은 거의 없다고 응답하고 있으며, 무형적 지출활동의 예산수립을 위한 평가체계도 미미하여, 76%의 응답자가 전년도의 지출수준을 기준으로 사용가능

한 예산범위 내에서 조정하는 정도로 무형적 지출활동 관련예산을 수립하고 있는 것으로 답변하였다.

Arrighetti et al. (2015)는 기업의 무형자산과 관련된 활동이 크게 3가지 패턴으로 나타날 수 있음을 이론적 모형을 통해 보고한 바 있다. 해당 연구에서는 무형자산 관련 투자가 매우 미미한 수준으로 유지되거나, 무형자산 관련 투자가 평균보다 낮은 수준에서 변동성이 크게 이루어지거나, 무형자산 관련 투자가 매우 높은 수준에서 지속적으로 유지되는 형태가 주로 나타나고 있음을 확인할 수 있다.

따라서, 본 연구는 기업의 투자의사결정과 시장지향성과의 관련성이 혼재되어 나타나거나, 기업특성별로 다양한 의사결정 행태를 보일 경우, 유의한 관련성이 나타나지 않을 수 있다. 이와 관련하여 다음과 같은 가설을 설정하고, 연구모형을 구성하였다.

H1. 기업의 시장지향성과 연구비지출수준과 관련이 있다.

H2. 기업특성별(기업의 무형자산, 재고자산, 이익품질 수준별) 기업의 시장지향성과 연구비지출수준과 관련이 있다.

4. 연구방법

4.1 연구모형

연구가설 검증을 위해 식(3) 및 식(4)와 같이 선형회귀모형을 연구모형으로 설정하고, 회귀분석을 실시하였다.

$$rndex_t = \beta_0 + \beta_1adv_t + \beta_2control_t + \varepsilon_t, \dots \dots (3)$$

$$rndex_t = \beta_0 + \beta_1adv_t + \beta_2d_intan_t + \beta_3d_intan_t \times adv_t + \beta_4d_abinv_t + \beta_5d_abinv_t \times adv_t + \beta_4d_da_t \times adv_t + \beta_6control_t + \varepsilon_t, \dots \dots (4)$$

rndex : 자산총계 대비 비용화된 연구활동지출 비중,
adv : 자산총계 대비 광고선전비지출 비중,
d_intan : 자산총계 대비 무형자산 비중의 산업평균 초과여부 더미, 초과시 1,
d_abinv : 비정상 재고자산의 산업평균 초과여부 더미, 초과시 1,
d_da : 이익품질 측정치의 산업평균 여부 더미, 평균 이하 1,
control_roa : 자산총계 대비 당기순이익 비중,
control_cfo : 자산총계 대비 영업활동현금흐름 비중,
control_sale: 자산총계 대비 매출액 비중,
control_size: ln(자산총계),
control_age: ln(업력),
control_mtb: 자산총계 대비 시가총액 비중,
control_lev: 자산총계 대비 부채총계 비중.

여기서, 종속변수는 자산총계로 조정한 연구개발 지출액 비중을 사용하였다. 특히, 상장기업의 회계처리 기준에 따라, 기업들은 연구활동 관련지출액을 개발비로 처리하려는 성향이 높지 않으며, 장기적 진행이 필요한 기초 단계의 연구활동 관련지출액은 비용화된 연구비지출항목에서 추출할 수 있다. 따라서, 본 연구에서는 비용화된 연구비지출액 비중을 연구투자 활동의 대응치로 활용하고자 한다. 시장지향성을 측정하기 위한 설명변수는 광고선전비 비중을 사용하였고, 통제변수를 통해 기업 내외부 경영환경의 차이요인이 미치는 영향의 최소화를 위해, 기업의 당기 성과 및 기업규모효과를 통제할 수 있는 변수와 연도 및 산업 더미변수를 분석에 반영하였다. *roa*, *cfo*, *sale*, *age*는 Dickinson(2011)이 언급한 바와 같이, 기업수명주기에 따른 기업의 성과와의 관련성이 차별적으로 나타나 이를 통제하고자 반영한 변수이다. *size*는 Cohen et al.(2012)에서 언급된 바와 같이 투자의사결정 환경에서 미반영된 기업특성변수들의 효과를 포괄하는 역

할을 한다. mtb와 lev는 기업의 불확실성과 위험도를 반영하기 위해 추가되었다(Gu and Li 2007; Acharya and Johnson 2007).

4.2 자료수집 및 표본의 특성

연구자료는 회계기준의 연속성과 신뢰성 확보를 위해 2013~2017까지 5개년간 유가증권 상장기업 중 비금융업종에 해당하는 기업을 대상으로 하였다. 해당기간의 기업 자료 중 KIS-value에서 재무자료 및 주가자료를 확보할 수 없는 관측치를 제외한 1,876개의 기업-연 관측치를 활용하여 분석을 수행하였다.

표<1>을 통해, 본 연구에서 활용된 변수들의 기술통계량을 확인할 수 있다. 더미변수를 제외한 변수들의 평균과 중앙값의 차이는 크지 않은 것으로 나타났다.

연구대상기업들의 연구개발투자와 광고비지출과의 상관계수는 표<2>와 같다. 상관계수를 통해 장단기 연구비지출 비중과 광고비지출 비중은 유의한 양(+)의 상관관계가 있음을 확인할 수 있다. 가장 강한 상관관계를 보인 변수는 d_da 더미 변수와 cfo 통제변수로 이익품질이 낮은 기업의 cfo는 낮은 경향이 있음을 확인할 수 있다. 회귀분석 시 VIF값은 10미만으로 다중공선성 문제는 크지 않은 것으로 나타났으며, 이분산성을 통제한 통계치를 활용하여 결과분석을 진행하였다.

5. 분석결과

표<3>의 결과에서는 광고비지출 비중을 통해 확인한 바와 같이, 기업의 시장지향성 수준이 높은 기업의 연구비지출수준은 높은 관련성이 있음을 1% 유의수준에서 확인할 수 있다. 본 연구에서 통제변수로 활용된 변수와 연구비지출수준과의 관련성을 살펴보면, 기존 연구에서 보고한 바와 같이 매출액 비중, 기업규모, 시장가 대비 장부가 비중이 높을수록, 업력이 낮을수록 기업의 연구비지출 비중 수준은 유의하게 높은 연관이 있음을 확인할 수 있다.

기업의 무형자산 수준 및 비정상적 재고자산 수준별 기업의 시장지향성향과 기업의 연구개발투자활동과의 연관성을 살펴보면, 다음 표와 같이 유의한 관련성이 나타남을 알 수 있다. 1% 유의수준에서 기업의 시장지향성이 높을수록 연구비지출수준이 높은 경향이 있음을 확인할 수 있다. 아울러 무형자산 비중이 산업 평균보다 높은 기업은 그렇지 않은 기업보다 같은 수준의 광고비 지출이 이루어지더라도 유의한 수준에서 더 높은 비중의 추가적 연구비지출이 있을 수 있음을 알 수 있다. 또한, d_abinv_adv의 추정계수를 통해 adv와의 교호효과를 확인할 수 있는 바와 같이, 비정상적 재고자산 보유수준이 높은 기업의 광고비 지출 비중이

<표1> 기술통계량

Variables (N=1,876)	Mean	STD	Min	Q1	Q2	Q3	Max
rndex	0.0036	0.0068	0	0	0.0000	0.0036	0.0345
adv	0.0034	0.0064	0	0.0001	0.0005	0.0032	0.0336
d_intan	0.2473	0.4315	0	0	0	1	1
d_abinv	0.2104	0.4077	0	0	0	1	1
d_da	0.2020	0.4016	0	0	0	1	1
roa	0.0236	0.0390	-0.1137	0.0055	0.0251	0.0481	0.1255
cfo	0.0469	0.0466	-0.0709	0.0171	0.0472	0.0764	0.1683
sale	0.8393	0.3786	0.0598	0.5819	0.8072	1.0850	1.9725
size	0.0779	0.1087	0.0053	0.0186	0.0343	0.0772	0.5818
age	3.5602	0.6257	1.0986	3.4012	3.7377	3.9703	4.5951
mtb	0.6077	0.4129	0.0530	0.3260	0.4877	0.7665	2.1923
lev	0.4151	0.1741	0.0916	0.2700	0.4179	0.5526	0.7894

<표2> 피어슨 상관도

Variables (N=1,876)	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1. rndex	0.13 ***	0.06 ***	-0.03	0.00	0.05 **	0.04	0.00	0.03	-0.08 ***	0.16 ***	-0.02
2. adv	1	0.09 ***	0.02	-0.03	0.06 ***	0.04 *	0.01	0.12 ***	-0.11 ***	0.17 ***	-0.04
3. d_intan		1	0.02	0.02	-0.04	-0.02	-0.01	0.05 **	0.00	0.04	0.07 ***
4. d_abinv			1	0.20 ***	0.02	-0.16 ***	0.01	-0.03	0.01	-0.01	-0.02
5. d_da				1	-0.07 ***	-0.57 ***	-0.06 ***	-0.02	0.03	-0.06 ***	0.06 ***
6. roa					1	0.43 ***	0.10 ***	0.03	-0.09 ***	0.33 ***	-0.38 ***
7. cfo						1	0.15 ***	0.08 ***	-0.09 ***	0.19 ***	-0.15 ***
8. sale							1	-0.09 ***	-0.06 ***	-0.12 ***	0.21 ***
9. size								1	-0.06 ***	0.01	0.15 ***
10. age									1	-0.12 ***	-0.02
11. mtb										1	-0.34 ***
12. lev											1

*: p<0.1 **: p<0.05 ***: p<0.01

<표3> 연구비 및 광고비 지출 관련성

Variables	coeff.	Std.Error	t Value	Pr> t
intercept	0.0009	0.0013	0.72	0.4694
adv	0.1355	0.0272	4.98 ***	<.0001
roa	-0.0028	0.0049	-0.58	0.5646
cfo	-0.0044	0.0034	-1.29	0.1985
sale	0.0006	0.0004	1.69 *	0.0918
size	0.0035	0.0012	2.83 ***	0.0048
age	-0.0005	0.0002	-2.17 **	0.0305
mtb	0.0017	0.0005	3.71 ***	0.0002
lev	0.0002	0.0009	0.19	0.8472
YR/IND	included			
N	1,876			
Adj R-Sq	0.1941			
F-value	22.50***			

*: p<0.1 **: p<0.05 ***: p<0.01

<표4> 무형자산, 재고자산, 이익품질 수준에 따른 연구비 및 광고비 지출 관련성

Variables	coeff.	Std.Error	t Value	Pr> t	coeff.	Std.Error	t Value	Pr> t
intercept	0.0009	0.0013	0.72	0.4692	0.0009	0.0013	0.66	0.5107
adv	0.1648	0.0459	3.59 ***	0.0003	0.1608	0.0495	3.25 ***	0.0012
d_intan	0.0006	0.0004	1.79 *	0.0734	0.0006	0.0004	1.79 *	0.0730
d_intan_adv	0.0270	0.0505	0.53	0.5936	0.0257	0.0509	0.51	0.6131
d_abinv	0.0000	0.0003	0.00	0.9983	0.0000	0.0003	-0.02	0.9822
d_abinv_adv	-0.0849	0.0491	-1.73 *	0.0839	-0.0872	0.0498	-1.75 *	0.0799
d_da	-	-	-	-	0.0001	0.0004	0.26	0.7987
d_da_adv	-	-	-	-	0.0128	0.0501	0.26	0.7978
roa	-0.0025	0.0049	-0.50	0.6188	-0.0029	0.0051	-0.57	0.5715
cfo	-0.0048	0.0035	-1.37	0.1718	-0.0038	0.0045	-0.84	0.4000
sale	0.0006	0.0004	1.73 *	0.0846	0.0006	0.0004	1.73 *	0.0833
size	0.0034	0.0012	2.79 ***	0.0053	0.0034	0.0012	2.78 ***	0.0054
age	-0.0005	0.0002	-2.15 **	0.0320	-0.0005	0.0002	-2.16 **	0.0310
mtb	0.0017	0.0005	3.64 ***	0.0003	0.0017	0.0005	3.64 ***	0.0003
lev	0.0000	0.0009	0.02	0.9847	0.0000	0.0009	-0.01	0.9907
YR/IND	included				included			
N	1,876				1,876			
Adj R-Sq	0.1965				0.1957			
F-value	19.34***				17.90***			

*: p<0.1 ** : p<0.05 ***: p<0.01

높아질수록 그렇지 않은 기업보다 연구비지출 비중은 10% 유의수준에서 절반 정도 낮을 수 있음을 확인할 수 있다.

표<4>에서 무형자산, 비정상 재고자산, 이익품질 수준에 따른 기업의 시장지향성향은 기업의 연구비지출 수준과의 연관성이 차별적으로 나타나는지 살펴볼 수 있다. 1% 유의수준에서 기업의 시장지향성이 높을수록 연구비지출 수준도 높게 나타나며, 무형자산 비중이 평균보다 높은 기업이 동일한 수준의 시장지향성을 보이더라도, 그렇지 않은 기업보다 높은 연구비지출이 이루어질 수 있는 것으로 나타났다. 이러한 시장지향성과 연구비지출 수준과의 관련성은 비정상적 재고자산을 보유할 경우 급격히 떨어지는 것을 확인할 수 있다. 하지만, 재량적 발생액으로 측정된 기업의 이익품질이 높은 경우, 시장지향성과 연구비지출수준과의 추가적 관련성은 유의하지 않음을 확인할 수 있다.

6. 추가분석

표<5> 및 표<6>의 결과는 기업의 시장지향성과 연구비지출 수준과의 관련성이 산업별로 차별적으로 나타나는 지 살펴보기 위해 추가분석을 수행한 결과이다. 분산분석을 통해 산업별 평균 연구비 지출수준 및 광고비 지출수준을 비교한 결과, 평균 차이가 유의한 것으로 나타났으며, 전자부문은 연구비 지출수준이 높고 화학부문은 광고비 지출수준이 높게 나타났다.

표<6>의 회귀분석 결과, 전자부문 및 운송부문은 1% 유의수준에서 기업의 시장지향성이 높을수록 연구비지출 수준도 높게 나타나고 있다.

또한, 1% 및 5% 유의수준에서 전자부문 및 화학부문은 무형자산 비중이 평균보다 높은 기업의 시장지향성이 높을수록, 그렇지 않은 기업보다 2~3배 이상 높은 연구비지출이 추가적으로 이루어지는 경향이 있는 것으로 나타났다. 이러한 시장지향성과 연구비지출 수

<표5> 산업별 연구비 및 광고비 평균지출 차이 비교

구분		N	Mean	Std	Min	Max	F-value	Pr> t
rndex	전자부문	224	0.0070	0.0086	0	0.0345	7.51***	0.0006
	운송부문	156	0.0052	0.0079	0	0.0341		
	화학부문	230	0.0042	0.0067	0	0.0338		
adv	전자부문	224	0.0013	0.0021	0	0.0190	15.38***	<.0001
	운송부문	156	0.0008	0.0018	0	0.0102		
	화학부문	230	0.0025	0.0047	0	0.0244		

*: p<0.1 **: p<0.05 ***: p<0.01

<표6> 산업별 연구비 및 광고비 지출 관련성

Variables	전자부문		운송부문		화학부문	
	coeff.	t Value	coeff.	t Value	coeff.	t Value
intercept	0.0097	2.17 **	0.0193	3.23 ***	0.0079	1.73 *
adv	1.9993	3.73 ***	1.2673	3.97 ***	0.2998	1.29
d_intan	0.0027	1.5	0.0024	1.62	-0.0037	-4.44 ***
d_intan_adv	1.6098	2.65 ***	0.3717	0.79	0.5435	2.14 **
d_abinv	0.0004	0.35	-0.0006	-0.51	0.0007	0.73
d_abinv_adv	-0.2440	-0.45	-0.6283	-1.28	0.0564	0.22
d_da	0.0031	1.87 *	0.0018	0.93	0.0003	0.28
d_da_adv	-0.9370	-1.96 *	3.7044	2.66 ***	-0.1265	-0.61
roa	-0.0301	-2.15 **	-0.0011	-0.07	-0.0094	-0.48
cfo	0.0351	2.01 **	0.0142	0.72	-0.0152	-1.33
sale	0.0029	1.76 *	-0.0042	-2.63 ***	-0.0006	-0.43
size	0.0109	2.39 **	-0.0172	-3.44 ***	0.0116	5.27 ***
age	-0.0034	-4.12 ***	-0.0045	-3.81 ***	-0.0013	-1.51
mtb	0.0024	1.48	0.0044	1.54	0.0038	2.22 **
lev	-0.0049	-1.25	0.0027	0.71	-0.0060	-2.78 ***
YR더미	included		included		included	
N	224		156		230	
Adj R-Sq	0.2565		0.2167		0.2023	
F-value	5.27***		3.38***		4.23***	

*: p<0.1 **: p<0.05 ***: p<0.01

준과의 관련성은 비정상적 재고자산을 보유할 경우 추가적 관련성은 없는 것으로 나타났다. 전자부문 기업의 이익품질이 낮은 경우, 시장지향성과 연구비지출수준과의 추가적 관련성은 10% 유의수준에서 절반으로 감소하는 경향이 있음을 확인할 수 있다. 하지만 운송 부문은 이익품질이 낮은 기업이더라도 시장지향성과 연구비지출수준과의 추가적 관련성은 그렇지 않은 기업보다 3배정도 증가하는 것으로 나타났다. 이는 2010

년 이후 운송부문의 이익품질이 글로벌경영환경변화로 급격히 저하된 기업일수록 시장지향성과 연구비지출비율을 지속적으로 늘려온 결과가 반영된 것으로 해석할 수 있다.

7. 결론 및 시사점

본 연구는 경영환경변화와 기업의 의사결정수준과의 관계를 파악하기 위해, 기업의 시장지향성이 연구비 지출 수준과의 관련성이 어떻게 나타나는지 살펴보고자 실증분석을 시도하였다. 이에 따라, 본 연구에서는 기업의 시장지향성이 기업의 연구비 지출 의사결정과 연관이 유의하게 존재하는지 여부를 실증적으로 살펴보고, 기업의 경영환경특성에 따라 이러한 영향이 차별적으로 나타나는지 살펴보았다.

연구결과, 기업의 시장지향성이 높을수록 연구비 지출수준이 높은 경향이 유의하게 나타났으며, 보유자산 비중별 추가효과를 살펴본 연구에서도 유의한 결과를 확인할 수 있다. 특히, 무형자산 비중이 산업 평균보다 높은 기업은 그렇지 않은 기업보다 같은 수준의 광고비 지출이 이루어지더라도 유의한 수준에서 더 높은 비중의 추가적 연구비지출이 있는 것으로 나타났다. 또한, 비정상적 재고자산 보유수준이 높은 기업의 시장지향성이 증가하더라도 그렇지 않은 기업보다 연구비 지출 비중은 낮을 수 있음을 확인할 수 있다. 이러한 경향은 기업의 이익품질 수준에 대한 변수의 추가에도 유의하게 나타났으며, 전체 기업을 대상으로 한 분석에서는 이익품질 수준이 기업의 시장지향성과 연구비 지출 수준과의 관련성에 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 반면, 산업별 더미를 활용하는 대신, 특정산업별 분석기업만을 대상으로 추가분석을 수행한 결과, 전자부문에서 기업의 이익품질 수준이 낮은 기업은 시장지향성이 증가하더라도 연구비지출과의 관련성은 그렇지 않은 기업보다 추가적으로 유의하게 감소하였다. 또한, 운송부문의 기업들은 기업의 이익품질 수준이 낮은 기업의 시장지향성이 증가하면 연구비 지출과의 관련성은 그렇지 않은 기업보다 추가적으로 유의하게 증가하는 것으로 나타나, 산업별로 차별적인 관련성이 있음을 확인하였다.

본 연구는 국외 기업들의 경영의사결정에 대한 설문조사(Hunter et al. 2012)를 기반으로 국내 기업들의 시장지향성 및 연구비지출 의사결정과 연관성을 살펴보았으나, 국내 기업 경영진의 설문조사에 기반할 경우, 보다 더 의미있는 시사점을 제공할 수 있다는 점에서 한계점이 존재할 수 있다. 또한, 연구모형의 통제변수들을 통해서도 통제되지 못한 거시경제적 요인들의 영향이 있을 수 있음도 한계로 볼 수 있다. 본 연구를 통해, 기업의 시장지향성이 기업의 투자사결정과 유의한 관련성이 있다면, 시장지향성이 상대적으로 높은 기업이나 산업군에 대한 투자성향, 의사결정체계, 지속가능성을 차별적으로 예측할 수 있으며, 이는 학계와 산업계, 정책입안자에게 실무적으로 활용가능한 실증적 시사점을 제공할 수 있다는 점에서 의의가 있다.

참고 문헌

[국내 문헌]

1. 강신형, 황정태, 박상문 2016. “외부지식탐색이 기업의 혁신 성과에 미치는 영향: 지식 보호와 환경 불확실성의 조절효과를 중심으로,” *지식경영연구* (17:3), pp. 117-136.
2. 신건철, 이지원, 강인원 2011. “다국적기업 R&D 센터의 지식이전과 혁신성과에 관한 연구,” *지식경영연구* (12:1), pp. 111-121.
3. 송치웅, 오완근 2010. “제조기업의 연구개발활동과 소비자지향성이 기술혁신에 미치는 영향,” *기술혁신학회지* (13:1), pp. 124-139.
4. 조성표, 정재용 2001. “개발지출의 다기간 이익효과 분석,” *경영학연구* (30:1), pp. 289-313.
5. 정군오, 장원경, 김연용 2005. “연구개발비와 광고비가 기업가치에 미치는 영향,” *대한경영학회지* (18:5), pp. 1851-1867.

6. 최정호 1994. “광고비 및 연구개발비 지출이 기업 가치에 미치는 영향 - 토빈 Q에 의한 실증적 분석,” *회계학연구* (19:1), pp. 103-126.

[국외 문헌]

1. Acharya, V. V., and Johnson, T. C. 2007. “Insider Trading in Credit Derivatives,” *Journal of Financial Economics* (84:1), pp. 110-141.
2. Arrighetti, A., Landini, F., and Lasagni, A. 2015. “Intangible asset dynamics and firm behavior,” *Industry and Innovation* (22:5), pp. 402-422.
3. Boujelben, S., and Fedhila, H. 2011. “The effects of intangible investments on future OCF,” *Journal of Intellectual Capital* (12:4), pp. 480-494.
4. Cohen, L., Malloy, C., and Pomorski, L. 2012. “Decoding Inside Information,” *The Journal of Finance* (67:3), pp. 1009-1043.
5. Dickinson, V. 2011. “Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle,” *THE ACCOUNTING REVIEW* (86:6), pp. 1969-1994.
6. Farber, S. 1981. “Buyer market structure and R&D effort: A simultaneous equations model,” *Review of Economics and Statistics* (63:3), pp. 336-345.
7. Francis, J., Lafond, R., Olsson, P., and Shipper, K. 2005. “The market pricing of accruals quality,” *Journal of Accounting and Economics* (39:2), pp. 295-327.
8. Gu, F., and Li, J. Q. 2007. “The Credibility of Voluntary Disclosure and Insider Stock Transactions,” *Journal of Accounting Research* (45:4), pp. 771-810.
9. Hunter, L., Webster, E., and Wyatt, A. 2012. “Accounting for Expenditure on Intangibles,” *A journal of accounting, finance and business studies* (48:1), pp. 104-145.
10. Jindal, N., and McAlister, L. 2015. “The Impacts of Advertising Assets and R&D Assets on Reducing Bankruptcy Risk,” *Marketing Science* (34:4), pp. 555-572.
11. Kothari, S. P., Leone, A., and Wasley, C. 2005. “Performance matched discretionary accrual measures,” *Journal of Accounting and Economics* (39:1), pp. 163-197.
12. Lunn, J. 1989. “R and D, Concentration and Advertising: A Simultaneous Equations Model,” *Managerial and Decision Economics* (10:2), pp. 101-105.
13. Porter, M. E. 2000. “Location, competition, and economic development: Local clusters in a global economy,” *Economic development quarterly* (14:1), pp. 15-34.
14. Roychowdhury, S. 2006. “Earnings management through real activities manipulation,” *Journal of Accounting and Economics* (42:3), pp. 335-370.

저 자 소 개



표 경 민 (Gyungmin Pyo)

건양대학교 세무학과 교수로 재직 중이며, 주요관심분야는 정보비대칭성, 의사결정 관련 분야로, 기업의 투자의사결정, 자발적 공시, 경영성과 관련 연구를 수행하고 있다.