

# 전략적 일탈 기업의 원가행태와 기업가치\*

박순홍  
충남대학교 경영학부 교수

## Strategic Deviance, Cost Behavior and Firm Value

Soon-hong Park<sup>a</sup>

<sup>a</sup>School of Business, Chungnam National University, South Korea

Received 30 August 2024, Revised 20 September 2024, Accepted 25 September 2024

### Abstract

**Purpose** - The purpose of this study was to examine the effects of corporate strategic deviance on firm value considering a firm's cost stickiness.

**Design/methodology/approach** - This study used 40,823 firm-year observations from the Korean stock markets, KOSPI and KOSDAQ. Several multiple regression models were used in order to analyze the data

**Findings** - First, unlike the previous results, corporate strategic deviation is positively associated with firm value. Second, the cost stickiness of a firm is positively related to firm value. Third, the interaction effect between strategic deviation and cost stickiness has negative relation with firm value. Fourth, An increase in standard deviation directly correlates with a decrease in firm value for firms with high levels of controlling shareholder ownership or that are part of chaebols.

**Research implications or Originality** - Strategically deviant firms can experience an increase in firm value due to their future competitive advantage. Moreover, stickiness of costs generally has a positive impact on firm value. However, when firms with high levels of cost stickiness employ strategic deviant strategies, there is a risk of agency problems such as excessive overinvestment, which can negatively impact firm value.

**Keywords:** Strategic Deviance, Cost Stickiness, Firm Value, Agency Cost, Ownership Structure

**JEL Classifications:** C12, C83, D40

## I. 서론

최근 경영환경이 급변하고 산업 내 경쟁이 치열해지면서 기업은 성과를 극대화하기 위해 다양한 전략적 선택을 할 수 있다. 기업이 선택한 전략을 내부적인 자원의 효율적인 배분을 포함해 기업 운영 전반에 걸쳐 큰 영향을 미칠 수밖에 없어 그동안 학계에서는 기업의 전략 선택에 영향을 미치는 요소 및 그 효과에 대해 지속적인 연구가 이루어져 왔다.

\* 이 연구는 충남대학교(교육·연구 및 학생지도비)에 의해 지원되었음(2024년).

<sup>a</sup> First Author, E-mail: soonhong\_park@cnu.ac.kr

© 2024 Management & Economics Research Institute. All rights reserved.

일반적으로 기업이 선택할 수 있는 전략은 동종 산업 내 성과가 우수한 기업들의 전략을 모방하는 전략적 유사성(strategic conformity)과 산업 내 일관된 전략에서 벗어나 차별성을 추구할 수 있는 전략적 이탈(strategic deviance)로 크게 구분할 수 있다. 전략적 유사성이 높을수록 기업들은 경영 관련 활동에 대한 정당성을 증가시킬 수 있고 나아가 미래 불확실성을 낮출 수 있는데 Hirshleiffer(1977)에 따르면 이런 기업들은 산업 내 평균 성과 이상의 결과를 얻는 것으로 알려져 있다. 하지만, 이 전략은 개별 기업의 특성을 고려하지 않은 전략조차도 모방하는 경우가 있어 효율성 저하로 인해 기업 성장에 부정적인 영향을 미치는 결과를 초래하기도 한다. 반면, 차별적인 자원 활용 등으로 인해 경쟁우위를 확보할 수 있는 전략적 이탈을 선택하는 기업은 미래 성과의 불확실성이 증가할 수 있지만 지속적인 발전을 위한 경쟁우위를 확보할 수 있는 긍정적인 기회를 얻기도 한다(Finkelstein and Hambrick, 1990).

기업이 선택한 전략적 선택은 자원 배분 의사결정 등과 직접적으로 연관되어 있어 궁극적으로는 기업가치에 영향을 줄 수밖에 없다. 이를 반영하여 그동안 학계에서는 대체로 자원 배분 의사결정의 직접적인 정보 중의 하나인 원가행태를 이용해 기업의 전략적 선택이 기업에 미치는 영향을 분석해 왔다. 해당 연구들은 이상적인 원가행태를 매출 변화에 따른 대칭적 원가 변화를 가정하고 미래 불확실성 증가 및 경영자의 대리인 문제 발생 가능성으로 인해 전략적 이탈 기업의 원가는 비대칭성 또는 하방경직성(cost stickiness)이 강화된다는 실증적 증거를 확인하면서 전략적 이탈은 기업에 부정적인 영향을 미친다는 일관된 결과를 대체로 제시하고 있다(김상미·신희정, 2022). 하지만, 원가의 하방경직성 관련 연구에 의하면 원가행태는 경영자의 대리인 문제 발생 가능성과 더불어 미래 성과에 대한 경영자의 사적정보를 모두 반영할 수 있으므로 전략적 이탈 기업일수록 원가 하방경직성이 증가한다는 앞의 결과가 반드시 경영자의 대리인 문제로 발생한다고 단순히 주장하기에는 다소 한계가 있다고 볼 수 있다(김소연·신현한, 2022).

이에 따라, 본 연구에서는 기업의 전략적 이탈이 기업가치에 미치는 영향을 다양한 변수를 통해 살펴보고 있다. 우선, 기존 연구 결과를 반영하여 기업의 전략적 이탈과 원가의 하방경직성 각각 두 변수가 장기적으로 해당 기업의 가치에 어떠한 영향을 미치는지 분석하였다. 전략적 이탈과 원가의 하방경직성이 개별적으로 기업가치에 미치는 연구가 일부 존재하지만, 두 변수의 영향을 함께 고려한 연구는 매우 미흡해 이를 확인하고자 하였다. 이어서, 김소연·신현한(2022)은 코로나 시기에 원가의 하방경직성은 미래 경영 성과에 대한 경영자의 사적정보를 반영한다는 결과를 제시하고 있으므로 두 변수의 개별적인 영향과 함께 변수 간 상호 연관성이 기업에 미치는 영향도 분석하였다. 비록 전략적 이탈 기업의 원가 하방경직성이 강화되더라도 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다면 경영자는 매출 감소가 일시적인 현상으로 판단하여 미래 성과의 개선을 감안하여 원가의 하방경직성을 강화하는 것으로 예상할 수 있으므로 이는 효율적인 자원 배분으로 간주할 수 있을 것이다. 이와 더불어 원가행태를 분석한 결과의 강건성을 확인하기 위해 기업의 원가 하방경직성 특성뿐만 아니라 소유구조와 성장성 등에 따라 표본을 구분하여 전략적 이탈 정도가 기업가치에 미치는 영향을 추가로 살펴보았다.

본 연구에서는 2000년부터 2023년까지 유가증권시장과 코스닥시장에 상장한 비(非)금융업종에 속하는 기업을 이용하여 Tang et al.(2011)의 방법으로 기업의 전략적 이탈 정도를 측정하였고 원가의 하방경직성은 Homburg and Nasev(2008)와 김소연·신현한(2022)과 동일하게 판매관리비, 총원가, 매출원가, 그리고 연구개발비를 중심으로 산출하였다. 분석 결과, 전반적으로 기업의 전략적 이탈 정도는 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 기업의 소유구조, 성장성, 자본구조 및 소속 시장 등의 특성을 고려한 이후에도 일관되게 나타나는 것을 확인할 수 있었다. 더욱이, 네 가지 방법으로 산출한 원가의 하방경직성 역시 기업가치에 일관되게 긍정적인 영향을 미치는 것을 확인할 수 있었는데 이는 전반적으로 원가의 하방경직성이 대리인 문제를 초래하기보다 오히려 기업의 미래 성과에 대한 경영자의 사적정보를 반영한다는 김소연·신현한(2022)의 결과와 일치한다. 흥미롭게도, 전략적 이탈과 원가 하방경직성의 상호 관계를 분석한 결과에서는 원가 변수의 종류와 무관하게 하방경직성이 높은 기업에서 전략적 이탈 정도가 클수록 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 기업의 전략적 이탈이

전반적으로 기업가치에 긍정적인 영향을 미치지만, 높은 하방경직성으로 인해 미래 성과의 불확실성과 대리인 문제 발생 가능성을 다소 내포하고 있는 상황에서는 지나친 과잉투자 등의 우려로 인해 전략적 일탈의 긍정적인 영향이 상대적으로 다소 부정적일 수 있음을 의미한다고 볼 수 있다. 특히, 대주주 지분율 수준, 외국인 투자자 지분율 수준, 기업의 성장성 수준, 재벌 여부 및 소속 시장 여부 등을 고려한 추가 분석에서도 최대주주 지분율이 높아 경영자가 독단적이고 지배적일 가능성이 높아 미래 불확실성의 위험이 증가할수록, 그리고 재벌기업에 속할수록 기업의 전략적 일탈 정도는 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 종합적으로, 본 연구에서는 기업의 전략적 일탈이 원가의 하방경직성을 초래하여 기업가치에 부정적인 영향을 미친다고 일률적으로 주장하기보다는 기업이 처한 상황에 따라 과잉투자 등 대리인 문제가 발생할 가능성이 상대적으로 높은 경우에는 부정적인 영향을 미칠 수 있음을 확인할 수 있었다. 따라서, 본 연구를 통해 경쟁이 심한 경영환경에서 경쟁력을 갖추기 위한 차별적인 전략의 긍정적인 효과를 위해서는 대리인 문제 등을 충분히 완화할 수 있는 소유구조 개선 등의 방안이 필요하다는 정책적 시사점을 확인할 수 있다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제1장의 서론에 이해 제2장에서는 관련된 선행연구에 대해서 살펴본다. 제3장에서는 실증분석을 위한 표본 선정, 분석 모형, 그리고 분석 결과에 대해서 자세히 기술한다. 마지막으로 제4장에서는 본 연구의 결론 및 시사점을 제시한다.

## II. 선행연구 검토

기업이 선택할 수 있는 전략에 관한 연구는 전략적 유사성과 전략적 일탈이라는 개념으로 경영전략, 조직관리, 그리고 회계 및 재무 분야에서 많은 관심을 받으며 진행되고 있다. 기업이 동일 산업 내에서 유사 기업들이 일반적으로 사용하는 유사한 전략을 채택하면 주주들의 동의나 실패 시 발생할 수 있는 관련 이슈들을 사전에 방지할 수 있는 장점이 있다(Carpenter, 2000). 무엇보다도 기술 및 시장 측면에서의 불확실성이 상대적으로 낮아 기업 성과 및 법적 책임 등을 완화할 수 있는 이점도 존재한다(Deepphouse, 1996). 반면, Barney(1991)와 Porter(1996) 등은 기업의 차별적인 위치와 자원의 효율적인 활용을 위해서는 차별적인 전략 수립이 필요하다고 강조하고 있다. 전략적 일탈은 기업의 발전 가능성을 높일 뿐만 아니라 브랜드가치 증대에도 긍정적으로 이바지할 수 있어 장기적인 발전을 위한 필수적인 요소임을 강조하고 있다(Kerin et al., 1992). 아울러, Dong et al.(2021)과 Provaty et al.(2022)은 전략적 일탈 기업들은 보유 현금 및 단기금융에도 긍정적인 영향을 미친다는 결과를 제시하는 등 최근에는 재무 의사결정, 기업 성과, 그리고 자본시장에 미치는 영향 등에 대한 연구가 활발하게 진행되고 있다. 특히, 이들 연구는 전략적 일탈의 정도가 크지 않을 때는 기업에 긍정적인 영향을 미치지만, 상대적으로 전략적 일탈의 정도가 클수록 오히려 부정적인 영향을 초래할 수 있다는 결과도 제시하고 있다. 대표적으로 Ye et al.(2021)은 전략적 일탈 기업들의 주가 동조성이 상대적으로 낮다는 결과를 제시하고 있고 Hasan and Chen(2023)은 일탈 수준이 높은 기업일수록 정보비대칭 및 미래 성과에 대한 불확실성 증가로 인해 기업의 고유변동성(idiosyncratic volatility)이 증가한다는 실증적 증거를 제시하고 있다. 특히, Banker et al.(2014)은 차별적인 전략을 사용하는 기업일수록 인적자원 등에 대한 투자를 확대하여 매출 감소에 따른 관련 비용 감소가 어려운 원가의 하방경직성을 보인다는 실증적 결과를 보여주고 있다.

국내에서도 유사하게 김상미·한중수(2019)는 전략적 일탈의 정도가 클수록 감사위험을 증가시켜 감사 품질이 낮아지는 것을 확인하였으며 김상미·신희정(2022)은 원가의 하방경직성이 전략적 일탈 정도와 유의적인 양(+)의 관계를 보인다는 결과를 제시하면서 전략적 일탈로 발생하는 대리인 비용이 경영자의 사적이익 추구 및 비효율적인 자산운용을 유발한다고 언급하고 있다. 이외는 달리, 김새로나·최규담·유현수(2016)는 차별적 전략을 사용하는 기업일수록 원가의 하방탄력성이 나타나며 이는 기업이 환경변화에 적극적으로 대응하려는 결과라는 증거를 보여준다.

한편, 기업의 전통적인 원가행태는 매출이 증가함에 따라 비례적으로 증가하는 대칭적인 것으로 여겨져 왔지만(Noreen, 1991), Cooper and Kaplan(1992)과 Noreen and Soderstrom(1997) 등에 의해 매출이 감소할 때 비용 감소율이 더 낮은 원가의 하방경직성이 존재하는 것으로 알려져 있다. 원가의 하방경직성은 크게 대리인 문제 관점과 경영자의 기대 관점으로 구분할 수 있는데 특히, 김소연·신현한(2021)과 Banker and Chen(2006) 등은 정보비대칭이 존재하는 경우 하방경직적인 원가는 시장에서 경영자의 사적정보가 반영된 신호로 해석될 수 있다고 주장하고 있다. 하지만, 이재형·황지호·남기만(2021), 김상미·신희정(2022) 등 기업의 전략적 일탈 분야와 연관된 연구에서는 대부분 대리인 비용 관점에서 실증적인 결과를 제시하고 있으며 이에 인해 기업에 부정적인 영향을 미칠 수 있다고 주장한다.

이처럼, 기업의 전략적 일탈과 원가의 하방경직성은 기업에 미치는 긍정적인 영향과 부정적인 영향을 모두 가지고 있다. 하지만, 기존 연구들은 기업의 전략적 선택이 최종적으로 기업가치에 미치는 영향을 살펴본 경우는 많지 않다. 기존 연구를 종합해 보면 전략적 선택이 원가의 하방경직성에 부정적인 영향을 미칠 수 있지만, 하방경직성 자체가 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수도 있으므로 두 효과의 종합적인 분석이 필요하다. 이에 따라 본 연구에서는 기존 연구의 한계점을 보완하여 기업이 선택한 전략적 방향이 최종적으로 기업가치에 미치는 영향을 좀 더 구체적으로 분석하고자 한다.

### III. 실증분석

#### 1. 표본 선정

본 연구에서는 2000년부터 2023년까지 국내 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 비(非)금융업에 속하는 기업을 연구 대상으로 선정하였다. 기업의 재무제표 자료를 포함한 주요 변수들을 위한 재무 자료는 FnGuide에서 추출하였으며 재별 여부는 매년 공정거래위원회에서 발표하는 상호출자제한기업집단 관련 자료를 이용하였다. 이들 기업 중 정상적인 영업활동 여부를 고려하기 위해 자본잠식 기업과 관리종목 기업은 표본에서 제외하였다. 특히, 연속변수(continuous variable)의 경우 이상치(outlier)의 영향을 통제하기 위해 모두 상·하 1%에서 조정(winsorization)하였으며 이와 같은 과정을 거쳐 최종적으로 총 40,823개 표본(기업-연도)을 분석에 사용하였다.

#### 2. 연구 방법

본 연구에서는 기업의 전략적 일탈 변수를 Finkelstein and Hambrick(1990)과 Tange et al.(2011), 그리고 박원(2022) 등과 동일하게 광고 집중도(광고비/매출액), 연구개발투자 집중도(연구개발비/매출액), 공장 및 설비투자 집중도(유형자산/종업원 수), 순유형자산비율(공장설립 및 설비투자비/유형자산), 부채비율(부채/자본), 그리고 간접비 비율(판매관리비/매출액) 등 6가지 전략적 자원배분 프로필(strategic resource allocation profile)을 이용하여 측정하였다. 구체적으로 매년 기업별 앞의 6가지 변수를 산출해 산업 및 연도별로 표준화한 후 표준화된 각 수치의 절대값을 산출 평균하여 계산하였는데 이는 특정 기업의 전략이 산업 내의 기타 기업들이 일반적으로 추구하는 전략의 규범과의 차이 정도를 의미한다.

다음으로 원가의 하방경직성은 개별 기업 수준의 원가 비대칭성을 측정하기 위해 김소연·신현한(2022)과 Homburg and Nasev(2008)의 방법을 이용하여 아래와 같이 산출하였다. 이때 판매관리비, 총비용, 매출원가, 그리고 연구개발비 등의 대표적인 네 가지 원가를 이용하여 측정하였는데 이 값이 커질수록 하방경직성이 강하다는 것을 의미한다.

$$STICKY_{i,t} = CostSignal_{i,t} \times Dsales_{i,t} \times Dcost_{i,t} \tag{1}$$

여기서,  $CostSignal_{i,t} = \frac{Cost_{i,t}}{Sales_{i,t}} - \frac{Cost_{i,t-1}}{Sales_{i,t-1}}$

$Dsales_{i,t}$ : 전년도 대비 매출액이 감소하면 1, 그렇지 않으면 0

$Dcost_{i,t}$ : 전년도 대비 비용(판매관리비, 총비용, 매출원가, 연구개발비)이 감소하면 1, 그렇지 않으면 0

앞에서 측정한 기업별 전략적 일탈 및 원가 하방경직성 변수가 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위해 기본적으로 아래와 같이 식(2)을 사용하였다.

$$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SD_{i,t} + \beta_2 STICKY_{i,t} + \beta_3 LARGE_{i,t} + \beta_4 FOREIGN_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 GROWTH_{i,t} + \beta_8 CR_{i,t} + \beta_9 CF_{i,t} + \beta_{10} CHAEBOL_{i,t} + \beta_{11} KOSPI_{i,t} + \epsilon_{i,t} \tag{2}$$

종속변수인 기업가치(Q)는 기업별, 연도별 주식의 시장가치와 부채의 장부가치 합을 총자산으로 나눠 산출하였다. 기업의 전략적 일탈(SD)과 원가의 하방경직성(STICKY)이 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다면 각각 유의적인 양(+)의 계수값을 가질 것으로 예상된다. 아울러, 전략적 일탈 정도가 높을수록 하방경직성이 증가한다는 기존 연구의 결과를 고려하기 위해 두 변수의 교차 항(interaction term)을 추가하여 두 변수의 상호 효과가 기업가치에 미치는 영향을 분석했다. 만약, 전략적 일탈이 과잉투자 등 여러 형태의 대리인 문제를 초래해 원가의 하방경직성을 강화한다면 교차 항의 계수는 유의적인 음(-)의 값을 가질 것이다.

통제 변수는 기존 연구를 바탕으로 기업가치에 영향을 줄 수 있는 소유구조 관련 변수로 최대주주 지분율(LARGE), 외국인 투자자 지분율(FOREIGN)을 포함하였으며 규모효과와 레버리지 효과를 통제하기 위해 각각 기업규모(SIZE) 및 총자산 대비 총부채 비율인 부채비율(LEV), 기업의 성장성을 고려하기 위해 매출액 성장률(GROWTH) 변수를 추가하였다. 또한 유동성을 고려한 유동자산을 유동부채로 나눈 CR을 포함하였으며 영업이익과 감가상각비를 더한 현금흐름을 총자산으로 나눈 CF 변수도 고려하였다. 아울러, 재벌그룹 여부에 따른 효과를 통제하기 위한 CHAEBOL 변수와 소속 시장별 특성을 반영하기 위해 유가증권시장에 속하면 1, 코스닥시장에 속하면 0의 값을 갖는 KOSPI 변수도 포함하였다. 마지막으로 모든 모형에 연도 및 표준산업분류 중분류 기준의 산업 더미변수를 포함하였다.

### 3. 분석 결과

본격적인 분석에 앞서 <Table 1>에는 주요 변수들의 기초 통계량을 정리하였다. 평균을 기준으로 기업가치(Q)와 전략적 일탈(SD) 변수는 각각 약 1.334와 0.612이며 하방경직성 변수들은 총비용(STICKY(TC))에서는 약 0.073으로 값이 가장 큰 반면, 연구개발비(STICKY(RD))에서는 약 0.004로 가장 작은 값을 가진다. 한편, 전체 표본의 약 7.2%가 재벌그룹(CHAEBOL)에 속하며 약 38.9%가 유가증권시장(KOSPI)에 속하는 기업으로 나타났다.

**Table 1.** 주요 변수 기초 통계량

	N	Mean	Median	Std.Dev	Min	P1	P99	Max
Q	40,823	1.334	1.013	1.061	0.361	0.470	6.084	12.390
SD	40,823	0.612	0.539	0.311	0.181	0.217	1.764	2.209
STICKY(SG&A)	40,823	0.032	0.000	0.174	0.000	0.000	0.649	3.587
STICKY(TC)	40,823	0.073	0.000	0.406	0.000	0.000	1.518	11.046
STICKY(COGS)	40,823	0.014	0.000	0.047	0.000	0.000	0.259	0.571
STICKY(R&D)	40,823	0.004	0.000	0.042	0.000	0.000	0.083	1.125
LARGE	40,823	0.398	0.389	0.170	0.088	0.099	0.785	0.932
FOREIGN	40,823	0.062	0.016	0.108	0.000	0.000	0.516	0.692
SIZE	40,823	18.931	18.654	1.514	16.166	16.451	23.933	25.116
LEV	40,823	0.438	0.436	0.207	0.079	0.084	0.899	0.985
GROWTH	40,823	0.144	0.062	0.496	-0.584	-0.462	2.313	8.024
CR	40,823	2.577	1.575	3.011	0.486	0.533	16.443	28.602
CF	40,823	0.064	0.067	0.087	-0.237	-0.189	0.283	0.384
CHAEBOL	40,823	0.072	0.000	0.259	0.000	0.000	1.000	1.000
KOSPI	40,823	0.389	0.000	0.487	0.000	0.000	1.000	1.000

(Table 2)는 표본을 여섯 가지 기준으로 구분하여 기초 통계량을 비교한 것으로 두 그룹 간의 평균 차이에 대한 검증 결과의 유의성을 마지막 열에 정리하였다. 재벌그룹이나 유가증권시장 소속 여부를 제외한 나머지 변수들에 대해서는 연도별, 소속 시장별 중위값(median)을 기준으로 두 그룹으로 구분하였다. 먼저, 전략적 일탈 정도에 따라 표본을 비교해 보면, 전략적 일탈이 높은 기업일수록 기업가치(Q)와 원가의 하방경직성 관련 변수(STICKY), 부채비율(LEV), 최대주주 지분율(LARGE), 그리고 유동비율(CR)이 유의적으로 높은 것을 알 수 있다. 이는 기업의 전략적 일탈은 차별적인 경쟁력 확보 등으로 인해 기업가치에 긍정적인 영향을 미침을 알 수 있다. 아울러, 기존 연구에서와 동일하게 전략적 일탈 정도가 높을수록 원가의 하방경직성이 강화됨을 알 수 있다. 하지만, 전략적 일탈 기업에서 기업가치 역시 높으므로 원가의 하방경직성이 강화되어 대리인 문제 발생 가능성이 높다고 추측하기에는 한계가 있어 보인다. 한편, 기업가치(Q)는 최대주주 지분율이 낮을수록, 외국인 투자자 지분율과 성장률이 높을수록, 비(非)재벌그룹이고 코스닥시장에 속하는 기업일수록 높은 반면, 기업의 전략적 일탈(SD) 정도는 최대주주 지분율 및 외국인 투자자 지분율, 그리고 성장률은 낮고 재벌그룹과 유가증권시장에 속한 기업일수록 높음을 알 수 있다. 한편, 원가의 하방경직성(STICKY) 변수들도 최대주주 지분율 및 외국인 투자자 지분율, 성장률 등이 낮고 비(非)재벌그룹에 속하는 코스닥시장 소속 기업일수록 유의적으로 높다. 비록 주요 통제 변수들이 고려되지 않은 단순한 기초통계 비교이지만 기업 특성별 전략적 일탈 및 원가의 하방경직성 정도가 뚜렷한 차이를 보이기 때문에 이를 충분히 통제할 필요가 있음을 알 수 있다.

**Table 2.** 기초통계량 비교

	전략적 일탈이 낮은 기업						전략적 일탈이 높은 기업						
	No.	Mean	Median	Std.Dev	Min.	Max.	No.	Mean	Median	Std.Dev	Min.	Max.	
Q	20,398	1.313	1.006	1.032	0.361	12.391	20,425	1.356	1.019	1.088	0.361	12.391	***
SD	20,398	0.398	0.399	0.099	0.181	0.619	20,425	0.826	0.730	0.304	0.428	2.209	***
STICKY(SG&A)	20,398	0.018	0.000	0.107	0.000	3.587	20,425	0.046	0.000	0.220	0.000	3.587	***
STICKY(TC)	20,398	0.042	0.000	0.254	0.000	11.046	20,425	0.104	0.000	0.512	0.000	11.046	***
STICKY(COGS)	20,398	0.012	0.000	0.040	0.000	0.571	20,425	0.017	0.000	0.053	0.000	0.571	***
STICKY(R&D)	20,398	0.003	0.000	0.031	0.000	1.125	20,425	0.006	0.000	0.050	0.000	1.125	***
LARGE	20,398	0.396	0.386	0.164	0.088	0.932	20,425	0.401	0.393	0.176	0.088	0.932	***
FOREIGN	20,398	0.062	0.017	0.104	0.000	0.693	20,425	0.062	0.014	0.111	0.000	0.693	

SIZE	20,398	18.933	18.677	1.471	16.166	25.116	20,425	18.928	18.627	1.556	16.166	25.116
LEV	20,398	0.431	0.439	0.184	0.079	0.971	20,425	0.445	0.431	0.227	0.079	0.985***
GROWTH	20,398	0.149	0.069	0.458	-0.584	8.024	20,425	0.139	0.053	0.531	-0.584	8.024**
CR	20,398	2.419	1.567	2.676	0.486	28.602	20,425	2.734	1.587	3.305	0.486	28.602***
CF	20,398	0.073	0.073	0.080	-0.237	0.384	20,425	0.056	0.059	0.092	-0.237	0.384***
CHAEVOL	20,398	0.072	0.000	0.258	0.000	1.000	20,425	0.072	0.000	0.259	0.000	1.000
KOSPI	20,398	0.389	0.000	0.487	0.000	1.000	20,425	0.389	0.000	0.487	0.000	1.000

	최대주주 지분율이 낮은 기업						최대주주 지분율이 높은 기업					
	No.	Mean	Median	Std.Dev	Min.	Max.	No.	Mean	Median	Std.Dev	Min.	Max.
Q	20,395	1.461	1.100	1.174	0.361	12.391	20,428	1.208	0.937	0.917	0.361	12.391***
SD	20,395	0.617	0.535	0.330	0.181	2.209	20,428	0.607	0.543	0.291	0.181	2.209***
STICKY(SG&A)	20,395	0.047	0.000	0.224	0.000	3.587	20,428	0.016	0.000	0.099	0.000	3.107***
STICKY(TC)	20,395	0.112	0.000	0.528	0.000	11.046	20,428	0.035	0.000	0.217	0.000	6.860***
STICKY(COGS)	20,395	0.018	0.000	0.056	0.000	0.571	20,428	0.010	0.000	0.036	0.000	0.571***
STICKY(R&D)	20,395	0.007	0.000	0.054	0.000	1.125	20,428	0.002	0.000	0.024	0.000	1.039***
LARGE	20,395	0.261	0.268	0.089	0.088	0.459	20,428	0.535	0.514	0.110	0.337	0.932***
FOREIGN	20,395	0.068	0.019	0.109	0.000	0.693	20,428	0.056	0.013	0.106	0.000	0.693***
SIZE	20,395	18.886	18.538	1.629	16.166	25.116	20,428	18.976	18.759	1.389	16.166	25.116***
LEV	20,395	0.460	0.463	0.210	0.079	0.985	20,428	0.416	0.409	0.201	0.079	0.985***
GROWTH	20,395	0.153	0.056	0.548	-0.584	8.024	20,428	0.135	0.065	0.438	-0.584	8.024***
CR	20,395	2.522	1.521	3.049	0.486	28.602	20,428	2.631	1.635	2.972	0.486	28.602***
CF	20,395	0.049	0.056	0.095	-0.237	0.384	20,428	0.080	0.076	0.075	-0.237	0.384***
CHAEVOL	20,395	0.074	0.000	0.261	0.000	1.000	20,428	0.071	0.000	0.256	0.000	1.000
KOSPI	20,395	0.389	0.000	0.487	0.000	1.000	20,428	0.389	0.000	0.488	0.000	1.000

	외국인투자자 지분율이 낮은 기업						외국인투자자 지분율이 높은 기업					
	No.	Mean	Median	Std.Dev	Min.	Max.	No.	Mean	Median	Std.Dev	Min.	Max.
Q	20,455	1.285	0.992	0.996	0.361	12.391	20,368	1.383	1.036	1.120	0.405	12.391***
SD	20,455	0.617	0.547	0.311	0.181	2.209	20,368	0.607	0.532	0.312	0.181	2.209***
STICKY(SG&A)	20,455	0.035	0.000	0.178	0.000	3.587	20,368	0.029	0.000	0.169	0.000	3.587***
STICKY(TC)	20,455	0.081	0.000	0.420	0.000	11.046	20,368	0.065	0.000	0.390	0.000	11.046***
STICKY(COGS)	20,455	0.015	0.000	0.048	0.000	0.571	20,368	0.013	0.000	0.046	0.000	0.571***
STICKY(R&D)	20,455	0.005	0.000	0.043	0.000	1.125	20,368	0.004	0.000	0.041	0.000	1.125
LARGE	20,455	0.415	0.412	0.179	0.088	0.932	20,368	0.381	0.370	0.158	0.088	0.932***
FOREIGN	20,455	0.007	0.003	0.010	0.000	0.054	20,368	0.117	0.065	0.131	0.000	0.693***
SIZE	20,455	18.461	18.341	1.115	16.166	24.642	20,368	19.403	19.115	1.703	16.166	25.116***
LEV	20,455	0.455	0.456	0.208	0.079	0.985	20,368	0.421	0.414	0.204	0.079	0.985***
GROWTH	20,455	0.137	0.050	0.510	-0.584	8.024	20,368	0.151	0.072	0.482	-0.584	8.024***
CR	20,455	2.459	1.485	3.015	0.486	28.602	20,368	2.694	1.676	3.004	0.486	28.602***
CF	20,455	0.051	0.055	0.084	-0.237	0.384	20,368	0.079	0.079	0.087	-0.237	0.384***
CHAEVOL	20,455	0.030	0.000	0.171	0.000	1.000	20,368	0.114	0.000	0.318	0.000	1.000***
KOSPI	20,455	0.388	0.000	0.487	0.000	1.000	20,368	0.390	0.000	0.488	0.000	1.000

	성장률이 낮은 기업						성장률이 높은 기업						
	No.	Mean	Median	Std.Dev	Min.	Max.	No.	Mean	Median	Std.Dev	Min.	Max.	
Q	20,398	1.255	0.973	0.996	0.361	12.391	20,425	1.413	1.059	1.116	0.361	12.391	***
SD	20,398	0.629	0.550	0.327	0.181	2.209	20,425	0.596	0.530	0.294	0.181	2.209	***
STICKY(SG&A)	20,398	0.064	0.004	0.242	0.000	3.587	20,425	0.000	0.000	0.000	0.000	0.031	***
STICKY(TC)	20,398	0.146	0.000	0.564	0.000	11.046	20,425	0.000	0.000	0.002	0.000	0.195	***
STICKY(COGS)	20,398	0.028	0.000	0.063	0.000	0.571	20,425	0.000	0.000	0.001	0.000	0.106	***
STICKY(R&D)	20,398	0.009	0.000	0.059	0.000	1.125	20,425	0.000	0.000	0.000	0.000	0.019	***
LARGE	20,398	0.395	0.386	0.172	0.088	0.932	20,425	0.402	0.393	0.167	0.088	0.932	***
FOREIGN	20,398	0.055	0.014	0.102	0.000	0.693	20,425	0.068	0.019	0.113	0.000	0.693	***
SIZE	20,398	18.829	18.566	1.483	16.166	25.116	20,425	19.032	18.746	1.538	16.166	25.116	***
LEV	20,398	0.432	0.427	0.213	0.079	0.985	20,425	0.444	0.444	0.200	0.079	0.985	***
GROWTH	20,398	-0.100	-0.063	0.149	-0.584	0.238	20,425	0.388	0.212	0.592	-0.027	8.024	***
CR	20,398	2.690	1.587	3.227	0.486	28.602	20,425	2.463	1.567	2.775	0.486	28.602	***
CF	20,398	0.042	0.050	0.085	-0.237	0.353	20,425	0.087	0.085	0.083	-0.237	0.384	***
CHAEVOL	20,398	0.063	0.000	0.242	0.000	1.000	20,425	0.082	0.000	0.274	0.000	1.000	***
KOSPI	20,398	0.389	0.000	0.487	0.000	1.000	20,425	0.389	0.000	0.487	0.000	1.000	
	비(非)재벌기업						재벌기업						
	No.	Mean	Median	Std.Dev	Min.	Max.	No.	Mean	Median	Std.Dev	Min.	Max.	
Q	37,879	1.345	1.017	1.079	0.361	12.391	2,944	1.202	0.970	0.779	0.361	11.076	***
SD	37,879	0.610	0.535	0.314	0.181	2.209	2,944	0.643	0.589	0.270	0.197	1.847	***
STICKY(SG&A)	37,879	0.034	0.000	0.180	0.000	3.587	2,944	0.007	0.000	0.049	0.000	2.246	***
STICKY(TC)	37,879	0.078	0.000	0.420	0.000	11.046	2,944	0.015	0.000	0.098	0.000	4.151	***
STICKY(COGS)	37,879	0.015	0.000	0.048	0.000	0.571	2,944	0.006	0.000	0.028	0.000	0.465	***
STICKY(R&D)	37,879	0.005	0.000	0.043	0.000	1.125	2,944	0.001	0.000	0.013	0.000	0.703	***
LARGE	37,879	0.396	0.387	0.170	0.088	0.932	2,944	0.432	0.422	0.158	0.096	0.861	***
FOREIGN	37,879	0.054	0.014	0.099	0.000	0.693	2,944	0.162	0.117	0.153	0.000	0.693	***
SIZE	37,879	18.728	18.549	1.281	16.166	25.116	2,944	21.539	21.593	1.824	16.211	25.116	***
LEV	37,879	0.432	0.428	0.207	0.079	0.985	2,944	0.511	0.532	0.189	0.079	0.985	***
GROWTH	37,879	0.145	0.060	0.505	-0.584	8.024	2,944	0.131	0.073	0.365	-0.536	8.024	**
CR	37,879	2.649	1.614	3.086	0.486	28.602	2,944	1.651	1.262	1.524	0.486	22.387	***
CF	37,879	0.062	0.065	0.088	-0.237	0.384	2,944	0.091	0.082	0.063	-0.213	0.333	***
KOSPI	37,879	0.352	0.000	0.478	0.000	1.000	2,944	0.857	1.000	0.350	0.000	1.000	**
	코스닥시장 기업						유가증권시장 기업						
	No.	Mean	Median	Std.Dev	Min.	Max.	No.	Mean	Median	Std.Dev	Min.	Max.	
Q	24,960	1.514	1.138	1.230	0.361	12.391	15,863	1.051	0.888	0.620	0.405	7.407	***
SD	24,960	0.580	0.500	0.320	0.181	2.209	15,863	0.663	0.599	0.289	0.278	1.870	***
STICKY(SG&A)	24,960	0.047	0.000	0.220	0.000	3.587	15,863	0.008	0.000	0.029	0.000	0.358	***
STICKY(TC)	24,960	0.105	0.000	0.510	0.000	11.046	15,863	0.023	0.000	0.098	0.000	1.457	***
STICKY(COGS)	24,960	0.018	0.000	0.055	0.000	0.571	15,863	0.008	0.000	0.029	0.000	0.465	***
STICKY(R&D)	24,960	0.007	0.000	0.053	0.000	1.125	15,863	0.001	0.000	0.003	0.000	0.044	***
LARGE	24,960	0.379	0.367	0.170	0.088	0.932	15,863	0.429	0.428	0.165	0.096	0.861	***
FOREIGN	24,960	0.041	0.010	0.082	0.000	0.545	15,863	0.094	0.035	0.132	0.000	0.693	***
SIZE	24,960	18.260	18.185	0.989	16.166	21.560	15,863	19.986	19.734	1.593	17.168	25.116	***
LEV	24,960	0.408	0.398	0.205	0.079	0.968	15,863	0.485	0.490	0.200	0.113	0.985	***
GROWTH	24,960	0.169	0.068	0.578	-0.584	8.024	15,863	0.106	0.054	0.324	-0.424	4.566	***
CR	24,960	3.036	1.806	3.538	0.491	28.602	15,863	1.854	1.340	1.671	0.486	15.137	***
CF	24,960	0.057	0.063	0.098	-0.237	0.384	15,863	0.076	0.071	0.064	-0.069	0.335	***
CHAEVOL	24,960	0.017	0.000	0.129	0.000	1.000	15,863	0.159	0.000	0.366	0.000	1.000	**

Notes: \*\*\*<0.01, \*\*<0.05 and \*<0.10.

Table 3. 상관분석

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)
Q	1														
SD	0.029***	1													
STICKY(SG&A)	0.193***	0.187***	1												
STICKY(TC)	0.147***	0.172***	0.757***	1											
STICKY(COGS)	0.077***	0.109***	0.374***	0.431***	1										
STICKY(R&D)	0.189***	0.100***	0.715***	0.464***	0.237***	1									
LARGE	-0.119***	-0.016***	-0.090***	-0.095***	-0.083***	-0.052***	1								
FOREIGN	0.046***	-0.015***	-0.016***	-0.020***	-0.025***	-0.006	-0.091***	1							
SIZE	-0.182***	0.068***	-0.125***	-0.121***	-0.121***	-0.065***	0.135***	0.439***	1						
LEV	-0.111***	0.110***	-0.018***	0.023***	0.015***	-0.044***	-0.093***	-0.067***	0.240***	1					
GROWTH	0.075***	-0.053***	-0.183***	-0.180***	-0.302***	-0.108***	0.016***	0.058***	0.067***	0.028***	1				
CR	0.204***	0.025***	0.111***	0.064***	0.050***	0.111***	-0.004	0.011**	-0.223***	-0.586***	-0.015***	1			
CF	-0.095***	-0.168***	-0.322***	-0.310***	-0.365***	-0.194***	0.236***	0.222***	0.195***	-0.157***	0.157***	-0.015***	1		
CHAEBOL	-0.035***	0.027***	-0.040***	-0.040***	-0.047***	-0.026***	0.055***	0.260***	0.480***	0.099***	-0.008	-0.086***	0.085***	1	
KOSPI	-0.213***	0.130***	-0.109***	-0.098***	-0.098***	-0.076***	0.144***	0.240***	0.555***	0.181***	-0.062***	-0.191***	0.103***	0.268***	1

Notes: \*\*\*<0.01, \*\*<0.05 and \*<0.10.

(Table 3)은 주요 변수 간의 상관관계를 분석한 결과이다. 기업의 전략적 일탈(*SD*) 변수는 기업가치 (*Q*)와 유의적인 양(+)의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 또한, 모든 원가의 하방경직성 (*SG&A, TC, COGS, R&D*) 변수들도 기업가치(*Q*)와 유의적인 양(+)의 관계를 가져 하방경직성이 높을 수록 대리인 문제로 인해 기업에 부정적인 영향을 미친다는 주장과는 일치하지 않으며 오히려 기업가치에 긍정적인 영향을 준다는 김소연·신현한(2022)의 연구 결과를 지지하는 것을 확인할 수 있다. 아울러, 전략적 일탈(*SD*) 변수와 하방경직성 변수(*SG&A, TC, COGS, R&D*) 간에도 모두 유의적인 양(+)의 관계로 나타나 전략적 일탈 정도가 높을수록 원가의 하방경직성을 강화한다는 김상미·신희정(2022) 및 이재형·황지호·남기만(2021)과 일치하는 결과이다. 요컨대, 기업의 전략적 일탈은 원가의 하방경직 성과 유의적인 양(+)의 관계를 가짐과 동시에 기업가치에도 긍정적인 영향을 미치고 원가의 하방경직성 역시 기업가치에 긍정적인 영향을 미쳐 종합적으로 두 변수가 기업가치에 미치는 세부적인 관계에 대한 추가적인 분석이 필요함을 알 수 있다.

한편, 기초 통계량을 분석한 (Table 2)와 동일하게, 최대주주 지분율(*LARGE*), 외국인 투자자 지분율 (*FOREIGN*), 성장률(*GROWTH*), 그리고 현금흐름(*CF*)은 기업의 전략적 일탈(*SD*)과 유의적인 음(-)의 상관관계를 가지는 반면, 기업규모(*SIZE*), 부채비율(*LEV*), 채벌더미(*CHAEBOL*), 그리고 유가증권시장 소속 기업(*KOSPI*)일수록 유의적인 양(+)의 관계를 가지는 것을 확인할 수 있다.

**Table 4. 회귀분석 결과**

	(1)	(2)	(3)
Intercept	0.054 *** (0.002)	0.052 *** (0.002)	0.052 *** (0.002)
SD	0.218 *** (0.016)	0.154 *** (0.016)	0.187 *** (0.016)
STICKY(SG&A)		0.690 *** (0.029)	1.096 *** (0.055)
SD × STICKY(SG&A)			-0.352 *** (0.041)
LARGE	-0.385 *** (0.029)	-0.364 *** (0.029)	-0.364 *** (0.029)
FOREIGN	1.195 *** (0.050)	1.165 *** (0.050)	1.164 *** (0.050)
SIZE	-0.159 *** (0.005)	-0.156 *** (0.005)	-0.157 *** (0.005)
LEV	0.461 *** (0.030)	0.464 *** (0.030)	0.462 *** (0.030)
GROWTH	0.182 *** (0.009)	0.218 *** (0.009)	0.222 *** (0.009)
CR	0.042 *** (0.002)	0.040 *** (0.002)	0.040 *** (0.002)
CF	0.037 *** (0.061)	0.359 *** (0.062)	0.397 *** (0.062)
CHAEBOL	0.263 *** (0.021)	0.257 *** (0.020)	0.257 *** (0.020)
KOSPI	-0.120 *** (0.012)	-0.104 *** (0.012)	-0.104 *** (0.012)
Year-fixed effect	Yes	Yes	Yes
Industry-fixed effect	Yes	Yes	Yes
No. of observations	40,823	40,823	40,823
F-value	160.84 ***	167.62 ***	166.91 ***
Adj. R <sup>2</sup>	0.2627	0.2730	0.2743

Notes: 1. Dependent Variable: Tobin's Q  
 2. \*\*\*<0.01, \*\*<0.05 and \*<0.10.

(Table 4)는 기업의 전략적 일탈이 기업가치에 미치는 영향을 회귀 분석한 결과이다. 이 과정에서 전략적 일탈이 원가의 하방경직성을 강화하여 부정적인 영향을 초래한다는 기존 연구를 감안하여 원가의 하방경직성 변수를 추가로 고려하여 해당 효과를 분석하였다. 세부적으로, 모형(1)은 전략적 일탈이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 것이고 모형(2)는 전략적 일탈이 기업가치에 미치는 효과를 고려한 후 판매관 리비로 측정된 원가의 하방경직성이 기업가치에 미치는 영향을 살펴본 결과이다. 마지막으로 모형(3)은 전략적 일탈과 하방경직성 변수의 교차 항을 이용하여 두 변수의 상호작용이 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다.

먼저, 모형(1)의 결과를 보면, 기업의 전략적 일탈(*SD*)의 회귀분석 계수가 유의적인 양(+)<sup>3</sup>의 값을 가지는 것으로 나타났다. 이는 기업의 전략적 일탈이 미래 성과의 불확실성 등으로 인한 위험이 크고, 이로 인한 대리인 문제 발생 가능성이 높음에도 불구하고 차별적인 전략 수립에 따른 경쟁력 확보 등 긍정적인 효과로 인해 전반적으로 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 의미한다. 이와 같은 경영전략은 기업의 발전과 성장 가능성에 긍정적인 영향을 미친다는 박원(2022)의 주장과도 일치하는 결과이다. 전략적 일탈이 기업가치에 미치는 영향을 고려해 원가의 하방경직성(*STICKY(SG&A)*)을 분석한 모형(2)의 결과도 전략적 일탈 변수는 모형(1)과 일관된 결과를 보여주고 있고 특히 하방경직성 변수 역시 유의적인 양(+)<sup>3</sup>의 계수 값을 가졌다. 이는 하방경직성이 전반적으로는 대리인 문제보다는 기업의 미래 성과에 대한 경영자의 사적정보를 반영한다는 김소연·신현한(2022)의 연구 결과와 일치하는 것을 알 수 있다. 한편, 모형(1)과 모형(2)는 전략적 일탈과 원가의 하방경직성이 기업에 미치는 전반적인 영향을 분석한 결과이다. 즉, 기업의 세부적인 특성이나 상황에 따라서 해당 결과는 달라질 수 있는데 이를 반영한 분석이 모형(3)이다. 모형(3)은 두 변수의 교차 항을 이용해 상호작용이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 것이다. 흥미롭게도, 두 변수의 교차 항(*SD* × *STICKY(SG&A)*)은 유의적인 음(-)<sup>2</sup>의 계수 값을 가져 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 하방경직성이 높은 기업에서 전략적 일탈 정도가 높아질수록 기업가치에는 상대적으로 부정적인 영향을 미친다는 것을 의미한다. 결국, 모형(2)를 통해 전략적 일탈이 경쟁이 심한 환경에서 기업의 경쟁력 확보에 전반적으로 긍정적인 영향을 주고, 하방경직성이 전반적으로 경영자의 미래 성과에 대한 기대를 반영하는 것을 확인하였지만, 동시에 둘 다 불확실성이 및 대리인 문제 발생 가능성을 잠재적으로 내포하고 있다는 점을 고려하면, 모형(3)의 결과는 일정 수준 이상의 하방경직성이나 전략적 일탈은 오히려 불확실성 증대 및 대리인 문제 발생 가능성 증가 등을 초래하여 각각의 긍정적인 효과를 감소시킬 수 있다고 해석할 수 있다.

**Table 5.** 회귀분석 결과 - 기타 원가

	TC		COGS		R&D	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
SD	0.175 *** (0.016)	0.206 *** (0.016)	0.208 *** (0.016)	0.197 *** (0.017)	0.185 *** (0.015)	0.194 *** (0.016)
STICKY	0.225 *** (0.012)	0.394 *** (0.024)	0.971 *** (0.107)	0.661 *** (0.190)	2.613 *** (0.113)	3.205 *** (0.198)
SD × STICKY		-0.152 *** (0.018)		-0.389 ** (0.197)		-0.548 *** (0.150)
Control variables	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
No. of observations	40,823	40,823	40,823	40,823	40,823	40,823
F-value	164.20 ***	163.44 ***	160.31 ***	158.64 ***	166.93 ***	165.33 ***
Adj. R <sup>2</sup>	0.2689	0.2701	0.2642	0.2642	0.2722	0.2724

Notes: 1. Dependent Variable: Tobin's Q  
 2. p: \*\*\*<0.01, \*\*<0.05 and \*<0.10.

(Table 5)는 판매관리비를 이용하여 분석한 <Table 4>를 확대하여 원가를 총비용(*TC*), 매출원가(*COGS*), 그리고 연구개발비(*R&D*)로 확대하여 분석한 결과를 주요 변수를 기준으로 간략하게 정리한 것이다.

각각에 대해서 모형(1)은 전략적 일탈과 원가 하방경직성의 효과를, 그리고 모형(2)는 두 변수의 교차항을 이용한 분석 결과를 나타낸다. 원가 종류와 무관하게 모형(1)에서는 모두 전략적 일탈과 원가 하방경직성 변수가 유의적인 양(+)의 값을 가져 종속변수인 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것을 확인할 수 있다. 아울러, 모든 모형(2)에서는 유의적인 음(-)의 값을 가져 두 변수가 상호 효과는 오히려 기업가치에 상대적으로 부정적인 영향을 미칠 수 있음을 알 수 있다. 결국, <Table 5>는 앞의 <Table 4>의 결과가 원가 측정 변수와 무관하게 일관되게 나타나는 결과임을 보여주는 것으로 두 변수가 모두 증가하는 경우에는 각 변수의 긍정적인 영향보다 불확실성이나 대리인 문제 발생 가능성의 증가 등으로 인해 부정적인 영향이 더 커질 수 있음을 의미한다.

**Table 6. 회귀분석 결과 - 강건성 검증**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Intercept	0.053 *** (0.002)	0.055 *** (0.002)	0.054 *** (0.002)	0.054 *** (0.002)	0.054 *** (0.002)
SD	0.249 *** (0.018)	0.184 *** (0.017)	0.185 *** (0.017)	0.229 *** (0.016)	0.212 *** (0.019)
SD × LARGE (High)	-0.069 *** (0.020)				
SD × FOREIGN (High)		0.068 *** (0.016)			
SD × GROWTH (High)			0.076 *** (0.015)		
SD × CHAEBOL				-0.185 *** (0.065)	
SD × KOSPI					0.018 (0.031)
Control variables	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
No. of observations	40,823	40,823	40,823	40,823	40,823
F-value	159.27 ***	159.37 ***	159.45 ***	159.21 ***	159.10 ***
Adj. R <sup>2</sup>	0.2629	0.2630	0.2631	0.2628	0.2627

Notes: 1. Dependent Variable: Tobin's Q

2. \*\*\*<0.01, \*\*<0.05 and \*<0.10.

<Table 6>은 전략적 일탈이 기업가치에 미치는 영향을 기업의 특성을 고려해서 추가로 분석한 결과를 주요 변수만을 재정리한 것이다. <Table 5>는 전략적 일탈의 효과를 원가의 하방경직성을 중심으로 살펴본 것으로 기타 기업의 특성을 고려하지는 않고 있다. 기업의 특성은 크게 소유 구조적인 측면을 고려한 최대주주 지분율(*LARGE*), 외국인 투자자 지분율(*FOREIGN*), 그리고 채벌그룹 소속 여부(*CHAEBOL*)와 매출액 성장률을 중심으로 한 성장성(*GROWTH*), 그리고 유가증권시장 소속 여부(*KOSPI*) 등을 순차적으로 고려하였다. 이때, 최대주주 지분율, 외국인 투자자 지분율, 그리고 성장률은 연도별, 소속 시장별 중앙값을 기준으로 구분하였다.

먼저, 소유 구조적인 특성을 반영한 결과를 보면, 최대주주 지분율(*LARGE*)과 채벌그룹 소속(*CHAEBOL*)일수록 기업의 전략적 일탈이 기업가치에 미치는 영향이 상대적으로 감소하는 반면, 외국인

투자자 지분율(*FOREIGN*)이 높은 기업일수록 전략적 일탈의 긍정적인 영향이 더욱 증가하는 것을 확인할 수 있다. 이는 최대주주의 지분율이 높아 지배적인 성향이 강하고, 재벌기업이 속해 상대적으로 대리인 문제가 발생 가능성이 높은 경우에는 차별적인 경쟁력 확보 등에 긍정적인 전략적 일탈일지라도 대리인 문제로 인한 부정적인 영향이 더 크게 증가한다는 것을 의미한다. 동일하게, 외국인 투자자 지분율이 높아 대리인 문제를 적절하게 감시할 수 있는 지배구조를 가진 경우 전략적 일탈의 긍정적인 효과는 더 커질 수 있음을 알 수 있다. 한편, 미래 성장성이 높은 기업일수록 전략적 일탈은 차별적인 경쟁력 확보 등의 장점이 더 크게 작용해 기업가치에 긍정적인 영향을 주는 것으로 나타났으며, 소속 시장에 따른 영향은 유의적으로 차이가 나지는 않는 것을 알 수 있다.

**Table 7. 회귀분석 결과 - 강건성 검증**

	SG&A	TC	COGS	R&D
SD × STICKY × LARGE (High)	-0.071 *** (0.021)	-0.076 *** (0.022)	-0.129 *** (0.024)	-0.015 (0.025)
SD × STICKY × FOREIGN (High)	-0.128 *** (0.020)	-0.111 *** (0.021)	-0.170 *** (0.023)	-0.052 ** (0.024)
SD × STICKY × GROWTH (High)	-0.335 (0.219)	-0.396 * (0.221)	-0.534 * (0.295)	-0.469 ** (0.238)
SD × STICKY × CHAEBOL	-0.138 ** (0.057)	-0.186 *** (0.063)	-0.208 *** (0.067)	-0.098 (0.073)
SD × STICKY × KOSPI	-0.040 * (0.022)	-0.063 *** (0.023)	-0.101 *** (0.025)	0.013 (0.027)

Notes: 1. Dependent Variable: Tobin's Q  
 2. \*\*\*<0.01, \*\*<0.05 and \*<0.10.

〈Table 7〉은 〈Table 4〉와 〈Table 5〉의 결과에 〈Table 6〉에서와 동일한 방법으로 구성된 기업의 특성이 미치는 영향을 확인하기 위한 분석으로 각 회귀분석 결과 중 주요 변수들만 하나의 표로 정리한 것이다.

원가의 종류와 무관하게 전반적으로 대부분의 교차 항 변수들이 유의적인 음(-)의 값을 가져 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 특히, 〈Table 6〉에서 전략적 일탈이 기업가치에 미치는 영향은 외국인 투자자 지분율이 큰 경우 대리인 문제 발생 가능성을 줄여 더욱 긍정적이라는 결과와 달리, 〈Table 7〉에서는 외국인 투자자 지분율이 높을 경우에도 교차 항( $SD \times STICKY \times FOREIGN(High)$ )의 계수 값이 유의적인 음(-)의 값을 가져 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것을 확인할 수 있다. 이는 외국인 지분율이 높을 경우 전략적 일탈 자체가 기업가치에 미치는 영향은 긍정적이지만, 원가의 하방경직성까지 높은 경우에는 오히려 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 것이다. 결국, 기업의 전략적 일탈과 원가의 하방경직성이 함께 미치는 부정적인 영향은 지배구조적인 특성으로도 충분히 보완할 수 없을 만큼 더욱 부정적이라는 의미로 해석할 수 있다.

#### IV. 결론 및 시사점

경쟁이 치열한 경영환경을 고려할 때, 기업의 경영전략은 장기적인 발전을 위해 매우 중요한 요소 중의 하나이다. 기업의 향후 발전 가능성 및 지속적인 경쟁력 확보를 위해 차별화된 전략이 반드시 필요하지만, 이에 따른 불확실성 증가로 인해 기업이 받을 수 있는 악영향을 고려할 때 경영전략의 선택은 기업에

매우 어려운 의사결정일 수밖에 없다. 이와 같은 경영전략의 선택은 기업의 재무 의사결정뿐만 아니라 전반적인 경영활동에 영향을 줄 수밖에 없어 그동안 학계에서는 이에 대한 연구가 지속적으로 이루어져 왔다.

기업이 선택할 수 있는 경영전략은 크게 두 가지로 구분할 수 있다. 우선 동종 산업 내 유사 기업들이 일반적으로 선택하는 경영전략을 선택함으로써 일정 수준의 수익성 확보 및 실패에 대한 우려를 줄일 수 있다. 반면, 차별적인 경쟁력 확보 및 향후 지속적인 발전을 위해서는 동종 산업 내 기업들과는 다른 독자적인 경영전략을 선택할 수도 있다. 그런데 일반적으로 두 전략 중 이른바 전략적 일탈을 선택하는 기업은 해당 전략의 긍정적인 측면에도 불구하고 부정적인 영향을 더욱 많이 받는다는 연구 결과가 꾸준히 제기되고 있다.

이에 따라, 본 연구에서는 우선, 일탈적 전략이 기업가치에 미치는 영향을 살펴보았다. 이를 통해 관련된 기존 연구들이 경영전략에 따른 기업가치의 영향을 직접적으로 분석하는 대신, 원가의 하방경직성 등 일부 의사결정 과정에 중점을 두고 선택한 전략의 효과를 간접적으로 분석한 것에 대한 한계를 보완하고자 하였다. 이어서, 일탈적 전략 선택이 기업의 원가 하방경직성을 강화해 대리인 문제를 초래할 수 있다는 최근의 연구 결과를 고려하여, 원가의 하방경직성이 기업가치에 미치는 영향을 추가로 분석하였다. 뿐만 아니라, 기업의 특성 등을 다양하게 분류하여 전략적 일탈이 기업 특성에 따라 다른 영향을 줄 수 있는지 세부적으로 살펴보았다. 분석 결과, 기업의 전략적 일탈은 전반적으로 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 아울러, 원가의 하방경직성 역시 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타나, 원가 하방경직성 증가 자체가 기업가치에 부정적인 영향을 미친다는 기존의 연구 결과에 주의가 필요함을 확인하였다. 그런데, 전략적 일탈을 선택하는 기업에서 동시에 원가의 하방경직성도 증가할 경우 기업가치에는 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 두 변수는 각각 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있지만, 서로 간의 상호 효과는 내재되어 있는 미래 성과에 대한 불확실성과 대리인 문제 발생 가능성 등의 부정적인 영향이 더 커짐으로 인해 기업에 미치는 긍정적인 효과보다 부정적인 효과가 더 커지는 것으로 해석할 수 있다. 이와 같은 결과는 기업의 특성을 고려한 경우에도 동일하였는데 특히, 전략적 일탈과 하방경직성의 상호 효과는 소유구조 등의 차이에도 영향을 받지 않고 일관되게 기업에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

요컨대, 본 연구는 기업의 전략적 일탈과 원가의 하방경직성에 관한 연구를 보완하여 두 효과가 기업가치에 미치는 영향을 종합적인 시각에서 분석하였다는 차별성이 있다. 이를 통해, 개별적으로는 각각 긍정적인 효과가 있음에도 불구하고 상호 효과는 기업에 오히려 부정적인 영향을 초래할 수 있음을 보였다. 이에 따라, 본 연구는 전략적 일탈과 원가의 하방경직성이 가지는 부정 및 긍정적인 효과를 효율적으로 활용할 수 있는 기업 전략이 필요하다는 시사점을 제공해 줄 수 있을 것이다.

## References

- 구정호·박연희·백태영 (2009), “전략적 선택에 따른 원가행태의 비대칭성”, *회계저널*, 18(4), 65-92.
- 김봉진·송상영 (2013), “불확실한 환경 하의 전략적 일탈이 기업의 성과에 미치는 영향”, *경영학연구*, 42(4), 1027-1049.
- 김상미·신희정 (2022), “기업의 전략적 일탈이 원가행태에 미치는 영향”, *신산업경영저널*, 40(2), 179-197.
- 김상미·최수영 (2021), “전략적 일탈이 타인자본비용에 미치는 영향”, *경영학연구*, 50(2), 557-582.
- 김상미·한종수 (2019), “기업의 전략적 일탈과 감사품질”, *회계저널*, 28(6), 221-250.
- 김상미·한종수 (2023), “전략적 일탈이 현금보유수준과 보유현금가치에 미치는 영향”, *회계저널*, 32(2), 59-84.
- 김소연·신현한 (2022), “원가의 하방경직성과 기업가치 간의 관계: 코로나 위기 기간을 중심으로”, *재무관리연구*, 39(5), 151-170.

- 김새로나·최규담·유현수 (2016), “기업의 경영전략이 원가비대칭성에 미치는 영향”, *회계·세무와 감사 연구*, 58(4), 255-295.
- 김예경·박원 (2023), “산업특성(산업 경쟁 정도, 산업 진입장벽, 산업 집중도)이 전략적 일탈과 기업가치의 관계에 미치는 영향”, *재무와회계정보저널*, 23(3), 21-45.
- 나묘·전경민·박삼복 (2023), “기업의 전략적 일탈과 이익조정”, *경영교육연구*, 38(1), 229-253.
- 박민경·전성일·김정은 (2022), “경영전략과 추가붕괴위험”, *회계학연구*, 47(6), 1-32.
- 박원 (2022), “전략적 일탈이 기업가치, 미래 성과, 성과지속성에 미치는 영향”, *한국융합학회논문지*, 13(4), 397-407.
- 박원 (2022), “재무적 특성, ESG 역량이 전략적 일탈과 기업가치의 관계에 미치는 영향”, *재무와회계정보저널*, 22(2), 83-107.
- 박원·윤성용 (2023), “유통업의 현금 보유 수준이 전략적 일탈(혹은 구성요소)의 가치관련성에 미치는 영향”, *유통물류연구*, 10(3), 65-82.
- 서승범·이창섭·김동현 (2023), “전략적 일탈이 연구개발비 행태에 미치는 영향”, *재무와회계정보저널*, 23(3), 1-19.
- 이재형·전경민 (2022), “기업의 전략적 일탈이 추가붕괴위험에 미치는 영향”, *회계저널*, 31(6), 75-105.
- 이재형·황지호·남기만 (2021), “전략적 일탈과 비대칭적 원가행태”, *경영학연구*, 50(4), 1037-1069.
- 장승현·백태영 (2009), “기업의 경영조건이 비대칭적 원가행태에 미치는 영향”, *회계학연구*, 34(4), 71-107.
- 최규담·김갑순·유현수 (2016), “경영전략과 발생액의 질”, *회계저널*, 25(3), 261-305.
- 최수영·김삼미 (2022), “전략적 일탈이 이익예측가능성 및 현금흐름예측가능성과 가치관련성에 미치는 영향”, *대한경영학회지*, 35(12), 2241-2265.
- 최수영·안형태·김용기 (2022), “전략적 일탈이 신용등급 불일치에 미치는 영향”, *상업교육연구*, 36(3), 117-137.
- 홍난희 (2020), “기업수명주기에 따라 경영전략이 원가비대칭성에 미치는 영향”, *디지털융복합연구*, 18(5), 145-155.
- Anderson, M. C., R. D. Banker and S. N. Janakiraman (2003), “Are Selling, General, and Administrative Costs Sticky?”, *Journal of Accounting Research*, 41(1), 47-63.
- Anderson, M. C., R. D. Banker, R. Huang and S. Janakiraman (2007), “Cost Behavior and Fundamental Analysis of SG&A Costs”, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 22, 1-28.
- Banker, R. D. and L. Chen (2006), “Predicting Earnings Using a Model Based on Cost Variability and Cost Stickiness”, *Accounting Review*, 81(2), 258-307.
- Banker, R. D., R. Flasher and D. Zhang (2014), “Strategic Positioning and Asymmetric Cost Behavior”, *Working Paper*.
- Barney, J. (1991), “Firm Resources and Sustained Competitive Advantage”, *Journal of Management*, 17, 99-120.
- Baum, J. A. and C. Oliver (1991), “Institutional Linkages and Organizational Mortality”, *Administrative Science Quarterly*, 36(2), 187-218.
- Bentley, K. A., T. C. Omer and N. Y. Sharp (2013), “Business Strategy, Audit Fees and Financial Reporting Irregularities”, *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 780-817.
- Boeker, W. (1997), “Strategic Change: The Influence of Managerial Characteristics and Organizational Growth”, *Academy of Management Journal*, 40(1), 152-170.
- Carpenter, M. A. (2000), “The Price of Change: The Role of CEO Compensation in Strategic Variation and Deviation from Industry Strategy Norms”, *Journal of Management*, 26(6), 1179-1198.
- Chatterjee, A. and D. C. Hambrick (2007), “It’s All About Me, Narcissistic Chief Executive Officers and Their Effects on Company Strategy and Performance”, *Administrative Science Quarterly*, 52, 351-386.
- Chen, C. X., H. Lu and T. Sougiannis (2012), “The Agency Problem, Corporate Governance, and the Asymmetrical Behavior of Selling, General, and Administrative Costs”, *Contemporary Accounting Research*, 29(1), 252-282.

- Cooper, R. and R. Kaplan (1992), "Activity Based Cost Systems: Measuring the Cost of Resources Usage", *Accounting Horizons*, 6, 1-13.
- Deephouse, D. L. (1996), "Does Isomorphism Legitimate?", *Academic Management Journal*, 39, 1024-1039.
- Deephouse, D. L. (1999), "To Be Different, or To Be the Same? It's Question (and Theory) of Strategic Balance", *Strategic Management Journal*, 20(2), 147-166.
- Dong, X., K. C. Chan, Y. Cui and J. X. Guan (2021), "Strategic Deviance and Cash Holdings", *Journal of Business Finance and Accounting*, 48(3), 742-782.
- Finkelstein, S. and D. C. Hambrick (1990), "Top-Management-Team Tenure and Organizational Outcomes: The Moderating Role of Managerial Discretion", *Administrative Science Quarterly*, 35, 484-503.
- Geletkanycz, M. A. and D. C. Hambrick (1997), "The External Ties of Top Executives, Implications for Strategic Choice and Performance" *Administrative Science Quarterly*, 42, 654-681.
- Higgins, D., T. Omer and J. Philips (2015), "The Influence of a Firm's Business Strategy on Its Tax Aggressiveness", *Contemporary Accounting Research*, 32(2), 674-702.
- Hirshleiffer, J. (1977), "Economics from a Biological Viewpoint", *Journal of Law and Economics*, 20(1), 1-52.
- Kama, I. and D. Weiss (2013), "Do Earnings Targets and Managerial Incentives Affect Sticky Costs?", *Journal of Accounting Research*, 51(1), 201-224.
- Kerin, R. A., P. R. Varadaraja and R. A. Peterson (1992), "First-mover Advantage: A synthesis, Conceptual Framework, and Research Propositions", *Journal of Marketing*, 56, 33-52.
- Kuang, Y. F., A. Mohan and B. Qin (2015), "CEO Overconfidence and Cost Stickiness", *Management Control & Accounting*, (2), 26-32.
- Litov, L. P., P. Moreton and T. R. Zenger (2012), "Corporate Strategy, Analyst Coverage, and the Uniqueness Paradox", *Management Science*, 58, 1797-1815.
- Miller, D., I. L. Breton-Miller and R. H. Lester (2013), "Family Firm Governance, Strategic Conformity, and Performance, Institutional vs. Strategic Perspectives", *Organization Science*, 24(1), 189-209.
- Noreen, E. and N. Soderstrom (1997), "The Accuracy of Proportional Cost Models: Evidence from Hospital Service Departments", *Review of Accounting Studies*, 2, 89-114.
- Noreen, E. (1991), "Conditions Under Which Activity-Based Cost Systems Provide Relevant Costs", *Journal of Management Accounting Research*, 3, 159-168.
- Porter, M. E. (1996), "What is Strategy?", *Harvard Business Review*, 74, 61-78.
- Prahalad, C. K. and G. Hamel (1990), "The Core Competence of the Corporation", *Harvard Business Review*, 68, 79-91.
- Provaty, S. S., S. Amin and M. M. Hasan (2022), "Strategic Deviation and Debt Maturity Structure", *Finance Research Letters*, 50, 103317.
- Tang, J. Y., M. Crossan and W. G. Rowe (2011), "Dominant CEO, Deviant Strategy, and Extreme Performance: The Moderating Role of a Powerful Board", *Journal of Management Studies*, 48(7), 1479-1503.
- Teece, D. J., G. Pisano and A. Shuen (1997), "Dynamic Capabilities and Strategic Management", *Strategic Management Journal*, 18(7), 509-533.
- Wang, R. (2018), "Strategic Deviance and Accounting Conservatism", *American Journal of Industrial and Business Management*, 8(5), 1197-1228.
- Wiersema, M. F. and K. A. Bantel (1992), "Top Management Team Demography and Corporate Strategic Change", *Academy of Management Journal*, 35(1), 91-121.
- Ye, K., J. X. Guan and B. Zhang (2021), "Strategic Deviation and Stock Return Synchronicity", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 36(1), 172-194.
- Ye, K. T., H. Zhang and Y. X. Zhang (2015), "Value Correlation Between Corporate Strategy Differences and Accounting Information", *Accounting Research*, 5, 44-51.