

재무적 곤경 기업의 재량적 비용 절감 전략에 대한 연구*

박선영(주저자)
이화여자대학교 경영학 박사
(sypark13@gmail.com)
고윤성(교신저자)
한국외국어대학교 부교수
(max0907@hufs.ac.kr)

본 연구는 재무적 곤경에 처한 기업의 경영자가 당장의 기업생존을 위해 사용할 수 있는 전략 중 재량적 비용의 절감 행태에 대하여 분석하였다. 더 나아가 재량적 비용 절감 행태가 전문경영인과 소유경영인에 따라 어떠한 차이가 있는지를 연구하였다. 재량적 비용은 상당부분 경영자의 자유재량에 의해 결정되는 비용을 말하며, 본 연구에서는 교육훈련비와 복리후생비, 광고선전비, 접대비, 그리고 연구개발비를 포함하였다.

이를 검증하기 위하여 본 연구는 2004년부터 2010년까지 유가증권 및 코스닥 시장에 연속 상장된 비금융업을 분석대상으로 삼았다. 표본 선정기준에 부합한 연구표본은 578개(기업-연도별) 재무적 곤경기업으로 구성했고, 그 대응표본으로 연구표본의 3배수에 해당하는 비곤경기업 1,546개(기업-연도별)를 선정했다. 실증분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 기업의 경영자는 경영악화 상황에서 재량적 비용을 적극적으로 절감하는 것으로 나타났으며, 재량적 비용 중에서도 연구개발 투자와 같이 위험부담이 크고 많은 노력이 소요되는 투자를 유의하게 감축하는 것으로 나타났다. 둘째, 재무적 곤경기업의 소유경영자는 전문경영자에 비해 소비성 경비는 감축하는 반면, 연구개발비 지출은 증가시키는 비용별 선택적인 절감 의사결정을 하는 것으로 나타났다. 셋째, 재무적 곤경 상황에서 소비성 경비는 감소시키되 연구개발비는 감소시키지 않은(즉 증가시키는) 경우는 우수한 시장성과(누적초과수익률)와 미래영업성과(총자산수익률)를 기록하였다.

본 연구는 재무적 곤경기업의 재량적 비용 절감의사결정을 소비성 경비와 연구개발비로 구분하여 분석하였다는 점에서 선행연구와 차별된다. 결론적으로, 선택적인 비용별 절감 의사결정이 향후 기업에 어떠한 영향을 줄 것인지에 대한 연구결과를 제시함으로써 내부 경영자들의 경영의사결정에 지침으로 활용될 수 있으며, 기업의 현재 및 잠재적 투자자들에게도 합리적인 투자의사결정의 방향을 제시해 줄 것으로 기대한다.

주제어: 재무적 곤경기업, 재량적 비용, 소비성경비, 연구개발비, 경영자 유형, 경영성과

1. 서론

본 연구는 재무적 곤경에 처한 기업의 경영자가 기업의 생존문제와 관련된 채무상환 등과 같은 긴급한 문제를 해결하기 위하여 사용할 수 있는 전략 중 재량적 비용(교육훈련비와 복리후생비, 광고비, 접대비, 연구개발비 등)의 절감행태에 대하여 분석한다. 더 나아가 재량적 비용 절감 행태가 전문경영인과 소

유경영인에 따라 차별적인지 검증한다.

기업의 의사결정 과정에서 가장 중요한 고려대상 중 하나는 유동성 확보에 관한 것이다. 기업의 유동성 확보는 1차적으로 차입자금에 대한 원리금을 적시에 상환할 수 있는지를 판단하는 중요한 자원이고, 2차적으로는 정상적인 영업활동을 영위하기 위한 수단이며, 3차적으로는 기업의 지속적 성장을 위한 투자의 원천이라고 할 수 있다. 따라서 기업의 유동성 확보는 기업의 현재 및 미래의 존속여부를 결

최초투고일: 2015. 2. 26 수정일: (1차: 2015. 7. 20, 2차: 2015. 10. 6) 게재확정일: 2016. 2. 21

* 이 논문은 주저자의 2014년 정부재원(교육부)으로 한국연구재단의 지원을 받아 연구되었음(NRF-2014S1A5B5A01015270).

또한 교신저자의 2016학년도 한국외국어대학교 교내학술연구비의 지원에 의하여 이루어진 것임.

정짓는 척도가 된다. 이와 같이 중요한 유동성을 확보하는 방안은 크게 외부자금의 조달을 통한 현금유입 증대와 내부지출의 절감을 통한 현금유출 감소로 나눌 수 있다.

지금까지 유동성 확보와 관련된 선행연구는 주로 외부자금조달을 통한 방법에 대해 초점을 맞추었다.¹⁾ 그러나 사실상 기업이 유동성을 확보하는 방안 중 우선적으로 고려할 것으로 예상되는 방법은 외부자금조달 보다는 내부 자금유출의 절감이라 판단된다. 물론 기업의 상황에 따라 다르겠지만, 유동성이 부족한 기업이 외부자금을 조달 하기에는 여러 가지 비용이 수반되기 때문에 우선적으로 내부자금유출을 최대한 감소시키는 노력을 해야 한다. 특히 재무적 곤경 등의 경영환경 악화가 예상될 경우 경영자는 우선적으로 절감할 수 있는 비용부터 절감함으로써 1차적 유동성을 확보할 것이고,²⁾ 그래도 부족한 유동성을 확보하기 위하여 외부자금을 조달하는 순으로 의사결정 할 것이다.

경영자가 1차적으로 감소시킬 것으로 예상되는 비용은 경영자에게 상대적으로 많은 재량권이 부여되어 있는 재량적 비용과 소비성 비용이다. 여기서 재량적 비용은 투입된 자원과 산출 간의 인과관계가 명확하지 않은 비용으로서(Horngren, Foster, & Datar (2000)³⁾ 해당 항목의 지출 타당성이 불분명하여 상당부분 경영자의 자유재량에 의해 결정되는 비용을 말한다. 따라서 재량적 비용에는 광고선전비, 교육훈련비와 복리후생비, 그리고 연구개발비

가 포함된다. 한편 이러한 재량적 비용 이외에 접대비는 세법상 정의가 광범위하고, 사회·문화적 또는 기업환경의 변화, 또는 경영자의 접대선호에 따라 달라질 수 있는, 다시 말해 경영자가 재량적으로 선택 가능한 대표적인 소비성 비용이다(김동훈, 2009; 최수미, 2008; 고윤성·이진원, 2011).

따라서 본 연구에서는 접대비, 광고선전비, 교육훈련비와 복리후생비, 연구개발비를 재량적 비용으로 총칭하며, 이러한 재량적 비용과 관련하여 재무적 곤경 하에서 경영자가 어떠한 비용 절감 행태를 보이는지를 분석한다. 더 나아가, 재량적 비용의 절감 행태가 소유경영자와 전문경영자에 따라 어떠한 차이가 있는지를 연구한다.

이를 검증하기 위하여 본 연구는 2004년부터 2010년까지 유가증권 및 코스닥 시장에 연속 상장된 비금융기업을 분석대상으로 삼았다. 표본 선정기준에 부합한 연구 표본은 578개(기업-연도별) 재무적 곤경 기업으로 구성했고, 그 대응표본으로 연구표본의 3배수에 해당하는 비곤경 기업 1,546개(기업-연도별)를 선정했다.

실증분석 결과, 기업의 경영자는 경영악화 상황에서 자신이 재량권을 행사할 수 있는 재량적 비용을 적극적으로 절감하는 것으로 나타났으며, 재량적 비용 중에서도 연구개발투자와 같이 위험부담이 크고 많은 노력이 소요되는 투자를 유의하게 감축하는 것으로 나타났다. 그러나 재무적 곤경기업의 소유경영자는 전문경영자에 비해 소비성 경비는 감축하는 반

- 1) 자본조달 우선순위 이론에 따르면, 기업은 내부금융자원이 고갈되었을 때만 외부 금융자원을 사용한다. 기본적으로 기업은 비대칭 정보문제에 덜 취약한 내부금융자원을 우선적으로 사용하고, 그 다음으로 부채 및 지분(equity capital) 발행을 통한 외부자금 조달에 의존한다는 것이다. 더욱이, 비교적 수익성이 높은 기업은 내부잉여금을 통해 상대적으로 낮은 레버리지를 유지하려 하고, 반면에 수익성이 낮은 기업은 상대적으로 높은 레버리지를 부담할 수밖에 없다.
- 2) 비용이라도 줄여서 수익을 낸 기업들, 예를 들어뱅크오브아메리카(BoA)와 메릴린치 등 미국 대형금융회사들은 인건비 감소 등 경영관리비용의 효율화를 통해 실적회복을 유인하고 있다(매일경제, 2014년 1월 28일).
- 3) “내가 광고에 소비한 돈의 절반은 낭비이다. 문제는 그 절반이 무엇인지를 모른다는 것이다.”(Lever Brothers 사의 설립자)

면 연구개발비 지출은 증가시키는 비용별로 선택적인 절감 의사결정을 하는 것으로 나타났다.

시장반응에 대한 분석 결과, 재무적 곤경 기업의 재량적 비용 절감 행태 중에서 소비성 경비는 감소시키되 연구개발비는 감소시키지 않는(즉 증가시키는) 경우는 높은 누적초과수익율을 보고하였다. 또한 이러한 재량적 비용별 선택적인 감축의사결정은 미래 총자산수익률을 향상시키는 것으로 나타나 시장반응과 일관된 결과를 보였다. 이에 비해, 재량적 비용 및 연구개발비를 모두 감소시키는 경우는 재무적 곤경 기업의 미래 총자산수익률을 유의하게 하락시키는 것으로 나타났다. 이러한 분석 결과는 재무적 곤경 하에서 소비성 경비는 감축하되 연구개발비 지출은 감축을 회피하는(증가시키는) 선택적인 비용별 절감 의사결정이 재무적 곤경 상황을 극복하고 미래 기업가치를 향상시킬 수 있는 합리적인 의사결정에 해당한다는 것을 제안한다.

본 논문은 기업의 상황 중 특정 상황인 재무적 곤경기업의 재량적 비용 절감의사결정을 소비성경비와 연구개발비로 구분하여 분석하였다는 점에서 선행연구와 차별된다. 결론적으로, 선택적인 비용별 절감 의사결정이 향후 기업에 어떠한 영향을 줄 것인지에 대한 연구결과를 제시함으로써 내부 경영자들의 경영의사결정에 지침으로 활용될 수 있으며, 기업의 현재 및 잠재적 투자자들에게도 합리적인 투자의사결정의 방향을 제시해 줄 것으로 기대한다. 또한 기업의 경영자는 이익증대를 추구한다는 측면에서 수익증가뿐만 아니라 비용감소도 매우 중요한 의사결정임을 고려할 때, 좀 더 다양한 비용지출과 관련된 기업의 행태를 분석하는 추가 연구가 이루어지기를

기대한다.

본 연구는 총 다섯 개 절로 구성되어 있다. 제I절에서는 서론, 그리고 제II절에서는 선행연구를 검토하며 제III절에서는 가설 설정 및 연구방법론을 설명한다. 제IV절에서는 가설 검증에 대한 실증분석 결과를 제공하고, 마지막으로 제V절에서는 결론을 제시한다.

II. 선행연구

2.1 기업 상황에 따른 비용 의사결정에 대한 연구

일반적으로 경영자는 매출이 증가하는 경우 이에 상응하여 즉각적으로 기정자원(committed resource)을 증가시키는 의사결정을 실시하나, 매출감소가 예상되는 경우 여유자원 감소 의사결정을 내릴 상황에서 수요가 다시 증가할 때⁴⁾를 고려하여 즉각적 의사결정을 내리지 못하는 것으로 보고되었다(Anderson, Banker, and Janakiraman, 2003; 김새로나·양동훈, 2012). 그러나 이러한 일반적인 비대칭적 원가행태는 기업이 처한 내·외부적 환경에 따라 탄력적으로 경영자 의사결정이 달라짐을 선행연구는 제시하고 있다.

기업 경영이 악화된 상황이나 전반적인 경기 침체 시 경영자는 적극적으로 원가 절감을 실행한다는 것이다. 이와 관련된 선행연구로 구정호·박연희·백태영(2009), 그리고 장승현·백태영(2009)은 기업이 손실을 기록하거나 재무적 어려움에 처한 경우 경

4) 관련비용으로 종업원 해고시의 퇴직금과 수요가 증가했을 때 새로운 종업원을 고용하기 위한 탐색비용, 훈련비용 및 잔존 종업원들의 사기저하로 인한 조직차원의 비용 등을 의미한다(Anderson, Banker, and Janakiraman, 2003).

영자는 적극적으로 원가감축을 행하는 것을 제시하였다. 즉 매출 감소시 원가감축을 함으로써 원가의 하방경직성과는 반대로 상방경직적⁵⁾ 원가행태를 보인다고 하였다. 또한 송승아·안태식·정형록(2010)은 외환위기와 같은 경기침체 하에서 기업들이 적극적으로 원가절감을 수행함을 검증하였다.

2.2 재량적 비용

재량적 비용이란 경영자가 자신의 재량에 따라 지출할 수도 있고 안 할 수도 있으며, 또 지출시기를 임의로 선택할 수 있는 비용을 말한다. 예컨대, 접대비, 교육훈련비와 복지후생비, 광고선전비, 연구개발비 등이 이에 속한다(Hornsgren et al., 2000; 이계원, 2005). 이러한 재량적 비용은 외부감사인의 제한을 덜 받을 수 있는(구정호 외, 2009), 경영자에게 상당한 재량권이 부여된 특성으로 대리인 비용을 증가시킬 수 있다고 Jensen and Meckling (1976)은 언급하였다.

다수의 선행연구는 재량적 비용에 속하는 개별 비용항목이 각각 기업가치 및 영업성장에 유의한 영향을 준다고 보고하였다(Ben Zion, 1978; Chauvin and Hirschey, 1993; Sougiannis, 1994; 조성표·정재용, 2001). 이는 재량적 비용이 미래경제적효익을 제공하는 무형자산의 성격을 지니고 있기 때문이며(김연용·신건권, 2004), 다른 한편 유형자산에 비해 미래효익에 대한 불확실성이 크다고 볼 수 있다. 따라서 채권자의 입장에서는 투자리스크가 큰 재량적 비용에 대한 투자를 부정적으로 평가할 것이고 부채비율이 높은 기업들에 대해서는 채무불이행 가능성을 우려하여 재량적 비용의 지출을 꺼려

할 것이다. 재량적 비용을 구성하는 비용 항목별 연구를 살펴보면 다음과 같다.

2.2.1 접대비

접대비란 접대비 및 교제비, 사례금 기타 명목여하에 불구하고 이와 유사한 성질의 비용으로서 법인이 업무와 관련하여 지출한 금액이라고 법인세법은 규정하고 있다. 이와 같이 접대비를 광범위하게 정의하고 있기 때문에 기업에서는 사업과 무관하게 비생산적인 용도로 사용되어 기업경영의 투명성을 저해할 뿐만 아니라, 그 합리성의 결여로 인하여 사회경제적으로도 그 부작용이 적지 않다고 지적되고 있다.

접대비와 복리후생비 지출을 기업 윤리성 대리변수로 사용하여 기업의 부실 예측 분석을 시행한 박정윤·이미용(2003)의 연구에서는 부실기업이 정상기업보다 접대비와 복리후생비를 더 많이 지출하였으며, 부실 1년전 부실기업은 매출액 증가율을 능가하는 접대비 증가율을 나타내 부실기업 일수록 접대비 지출비중이 큰 것을 제시하였다. 특히, 기업경영에 불요불급한 소비성 경비의 과도한 지출은 필연적으로 수익성을 떨어뜨릴 것으로 우려하였다. 이러한 우려를 지지하는, 즉 접대비의 지출이 많으면 오히려 수익성에 악영향을 줄 수도 있다는 연구결과로는 한상희(2001), 최수미(2008) 등의 연구가 있다.

한편 접대비의 지출은 곧 기업의 수익을 창출하는데 주된 목적이 있기 때문에 접대비 지출의 증가는 곧 매출액의 증가를 가져와 이들 간에는 정(+)의 영향관계가 있는 것으로 보고한 연구도 찾아볼 수 있다(손원익, 1997; 문원형, 2006; 정운오·박찬웅·박종일, 2008; 최원욱·김갑순·이영한, 2005).

5) 달리 말하면 하방탄력적으로, 매출감소에 따른 판매관리비의 감소비율이 매출증가시의 판매관리비 증가비율보다 큰 원가행태를 의미함.

2.2.2 교육훈련비와 복리후생비

기업의 교육훈련비와 복리후생비 지출은 인적자본을 축적하는 것이라 할 수 있으며, 이러한 인적자원 개발에 대한 투자 및 전략적 관리체계는 기업의 중장기적 성장에 중요한 요인으로 작용하게 된다(함창모·김진덕·조문기, 2010).

이러한 인적자본 축적은 근로자의 능력을 향상시키고 최종적으로 기업성과 향상에 긍정적인 영향을 제공함을 과거 선행연구는 제시하고 있다(Kraiger, 2003; Tharenou, Saks, and Moore, 2007; 류장수, 1997; 김안국, 2002; 신건권·정군오·김연용, 2003; 한진환, 2006; 노용진·채창균, 2009; 하봉찬·최홍봉, 2010; 함창모 외, 2010).

그러나 류장수(1995), 정혜영·조성인(2004), 김안국(2002) 등의 연구에서는 교육훈련비 지출과 기업가치 간에 유의적인 관련성이 없음을 제시하였다. 특히 정혜영·조성인(2004)의 연구에서는 교육훈련비의 경우 자산성이 없다고 보고함으로써 인적자본 축적이 기업성과에 미치는 영향은 혼재된 결과를 제시하고 있다.

다시말하면 교육훈련비와 복리후생비 지출은 그 효익 실현의 불확실성과 위험이 크고 객관적인 자산 측정이 어렵기 때문에 당기의 비용으로 인식하고 있다. 따라서 재무상 곤경에 처한 기업은 이러한 비용 지출에 대한 투자를 꺼릴 것으로 예상된다(김연용·신건권, 2004).

2.2.3 광고선전비

기업은 매출액을 증가시키고 수익성을 향상시키기

위해 여러가지 경영활동의 일환으로 판매촉진 활동을 전개하고 있으며, 광고선전비는 회계자료 중 유일하게 마케팅 전략을 판단할 수 있는 수치이다. 따라서 기업은 광고선전 활동을 통해 기업과 제품 및 상품의 이미지를 재고하려 할 것이며, 결국 기업가치 증대로 이어질 것이라 기대한다.

그러나 과연 광고선전비가 기업의 매출을 증가시키는지, 나아가 경영성과를 향상시키는지에 대한 연구는 일관적인 결론을 제시하고 있지는 못하다. 광고선전비의 지출이 당해 기업가치에 영향을 미치지 못한다는 연구와(Han and Manry, 2004; Grabowski, 1968; Lev and Sougiannis, 1996; 이상만, 1994; 최정호, 1994; 김연용·장원경·기현희, 2006), 기업가치 증대에 유의한 양(+)의 영향을 준다는 연구(Hirschey, 1982; Hirschey and Weygadt, 1985; Branch, 1974; 박윤옥·양동우, 2010; 서지성, 2008)가 보고되어 광고선전비의 효과는 분명치 않다. 특히 Han and Manry(2004)는 광고비 지출은 주가와 관련성이 없으며 오히려 기업가치에 부정적인 영향을 주고 있음을 보고하였다. Bublitz and Ettredge(1989)는 마케팅 비용이 초과수익률에 미치는 영향을 분석하였는데 그 효과가 매우 단기적인 것으로 보고하였다. 결국 이러한 광고선전비는 현금지출을 수반하는 공격적 경영전략의 일환으로, 경영자는 매출액과 이익에 미치는 영향을 고려하여 자유재량으로 판단하게 된다.

2.2.4 연구개발비

우리나라의 경우 기업회계 기준서 규정에 따라⁶⁾ 개발비를 무형자산으로 인식할 것이냐 아니면 당기

6) 2002년부터 적용되는 기업회계기준서 제 3호(2001년 12월 27일 회계기준위원회 의결)에서 연구단계에서 발생한 지출은 원칙적으로

비용으로 처리할 것이냐 하는 문제는 규정자체가 지니고 있는 모호성과 추상성으로 인하여 기업 경영자와 회계담당자의 자유재량에 의존할 수밖에 없는 한계를 지니고 있다. 또한 이러한 재량적 성격과 더불어 연구개발비의 임의증감이 당기 경영성과에 직접적인 영향을 미치지 못한다는 시차문제가 있다. 이로 인해 경영자는 연구개발비의 지출을 삭감하여 이익을 과대표시하거나, 당해 연도의 이익이 기대보다 많이 발생할 것으로 예상되는 경우 개발비를 자산화하지 않고 전액을 당기 비용으로 처리하는 등 지출의사결정에 있어서 상당부분 전략적 선택이 이루어지고 있다.

그러나 대다수의 연구에서 연구개발비는 시차를 두고 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 무형자산적 성격이 강한 것으로 보고하고 있다(Han and Manry, 2004; 김정연 · 오동훈 · 이종하, 2012; 박윤옥 · 양동우, 2010; 서지성, 2008; 김연용 외, 2006; 정혜영 · 전성일 · 김현중, 2003; 정혜영 · 조성인, 2004).

예를 들어 최정호(1994)는 광고비 및 연구개발비가 기업가치에 미치는 영향을 검증한 결과, 광고비 지출과 경상연구개발비는 기업가치 증대에 기여하지 못하고 있으나, 경상연구개발비와 비경상연구개발비를 모두 고려한 경우 기업가치 증대에 긍정적인 영향을 미치는 것을 보고하였다. 정혜영 외(2003)의 연구에서도 자본화된 개발비의 경우 기업가치를 향상시키는 것을 보고하였다.

2.2.5 재량적 비용 지출을 통한 실제이익조정

과거 많은 선행연구들이 재량적 지출액 중 특정

계정과목에 대한 경영자의 의사결정을 살펴보았다면, 최근의 연구는 Roychowdhury(2006)이 개발한 실제 이익조정(Real earnings management) 측정 모형을 이용하여 재량적 지출액을 통한 이익조정이 존재하는지에 대한 연구들이 이루어지고 있다.

구체적으로 이익을 높이려는 경영자는 연구개발비, 광고선전비, 복리후생비 등 자신의 재량으로 결정할 수 있는 모든 비용을 삭감할 유인이 있다. 이러한 실제 이익조정은 기업의 자원 배분을 왜곡하여 기업의 연구개발 및 영업 역량을 훼손할 수 있기 때문에 그 영향은 발생액 이익조정으로 인한 경영성과 악화보다 더 심각할 수 있음을 다수의 선행연구는 제시한다(Graham, Harvey, and Rajgopal, 2005; 김지홍 · 배지현 · 고재민, 2009; 김지홍 · 고재민 · 고윤성, 2008; Roychowdhury 2006; Cohen, Dey, and Lys, 2008).

그러나 Roychowdhury(2006)의 실제 이익조정 측정치는 매출액과 관찰 가능한 몇 가지 변수를 이용한 추정 모형으로 계산한 것이기 때문에 잠재적으로 측정오차가 포함될 수 있다(김지홍 외, 2009). 그리고 박종국 · 백태영(2006)은 재량적 비용에 유의한 영향을 미치는 요인은 과거 재량적 비용임을 제시하였다.

본 연구 목적은 재무적 곤경 상황에서 경영자가 당장의 기업생존을 위해 어떠한 재량적 비용의 절감 행태를 보이는지 검증하는 것이다. 구체적으로 경영자는 제한된 자원 안에서 비용지출의사결정을 해야 하는 경우, 재량적 비용을 구성하는 소비성 경비와 연구개발비를 동시에 고려하여 지출의사결정을 할 것으로 예상된다. 예를 들어, 연구개발비를 증가시키고자 한다면 소비성 경비는 감소시키는 등, 총 재

연구비 계정으로 비용처리하고, 개발단계에서 발생한 지출은 무형자산의 인식기준을 모두 충족한 경우에만 개발비 계정으로 무형자산화하여 상각과정을 통하여 비용화되며 자산화 요건을 충족하지 못한 경우에는 경상개발비 계정으로 당기비용화 한다고 규정하고 있다.

량적 비용금액 한도 내에서 비용 요소간 배분이 이루어 질 것이라 기대한다. 이를 검증하기 위하여 본 연구는 재량적 비용을 소비성경비와 연구개발비로 구분하여 재량적 비용의 추정모형을 설정하였다는 점이 선행연구와 차별된다.

III. 연구기설 및 연구모형

3.1 연구 가설

기업의 경영자는 재무적인 부실상태가 비록 일시적인 것이라고 판단할 경우라도 당장의 채무상환과 같은 문제들이 기업 생존을 위하여 더 시급한 과제가 될 것이기 때문에 비용절감에 적극적일 것이다(송승아 외, 2010; 구정호 외, 2009; 장승현·백태영, 2009). 그리고 Anderson and Lanen(2007)은 판매관리비 중에서 광고선전비, 인건비, 연구개발비의 경우 하방경직적인 원가행태를 보이지 않는다고 제시하였다. 이는 판매관리비 항목 중에서 재량적 비용은 기업이 속한 환경에 따라서 경영자가 신속하게 대처할 수 있는 비용항목 이라는 것을 제시한다.

그러나 경영자는 재량적 비용을 무차별적으로 감축하는 대신 비용별 속성에 따라 선별적인 감축의사 결정을 할 것으로 예상된다. 즉 재량적 비용 중에서 기업 가치 및 기업성장과 관련성이 높은 비용은 장기적인 경영전략의 일환으로 감축을 회피하는 것이 전략적인 의사결정일 것이다. 반면, 그렇지 못한 지출은 기업상황에 따라 민감하게 반응할 것으로 예상된다. 이러한 측면에서 재량적 비용 중 투입된 자원과 산출간에 명확한 인과관계가 불분명하며 해당 항목

지출 타당성이 불분명한 소비성 경비를 감축하는 것이 기업생존을 위한 합리적인 의사결정일 수 있다.

구체적으로 소비성 경비 항목은 접대비, 교육훈련비와 복리후생비, 그리고 광고선전비(김동훈, 2009)를 포함한다. 앞서 기술한 선행연구에서 제시하였듯이 접대비는 특성상 기업주 등의 사적인 용도 또는 이익유용의 수단으로 사용될 가능성이 높고, 교육훈련비와 복리후생비에 대한 지출은 인적자원에 대한 투자임에도 불구하고 그 사용용도에 대한 외부 정보 이용자의 불신이 크고 지출비용에 대한 효익이 불분명하다 할 수 있다.

광고선전비 또한 해당 지출이 기업의 매출을 증가시키는지, 나아가 경영성과를 향상시키는지에 대한 실증증거는 불분명하다. 따라서 접대비, 교육훈련비와 복리후생비, 광고선전비에 대한 지출은 그 효익 실현의 불확실성과 위험이 크고 전액 당기비용으로 인식되기 때문에 재무적 어려움에 처한 기업은 이러한 소비성 비용 절감에 적극적일 것이다.

한편 소비성 경비와는 달리 연구개발비는 기업에서 장기적인 안목으로 지출을 결정하게 되며 단기적으로는 큰 변동 없이 유지되는 투자 항목이다(김연용·신건권, 2004). 대다수의 연구에서 연구개발비는 시차를 두고 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 무형자산적 성격이 강한 것으로 보고하였듯이, 연구개발비는 그 결과를 장기간에 걸쳐 수확하는 미래경제적 효익이 가장 높은 재량적 비용이라 할 수 있다.

따라서 기업의 경영자는 전략적으로 기업생존 뿐만 아니라 기업성장을 함께 고려하여 재량적 비용의 속성에 따라 감축하는 것이 합리적인 의사결정일 것이다. 즉 기업의 장기성장 및 존속가능성에 미치는 영향이 미비한 소비성 경비는 적극적으로 감축하는 반면 장기지속성장을 위한 원동력이 되는 연구개발비 투자는 감축을 회피하는 의사결정이 전략적인 의

사결정일 수 있다.⁷⁾

그러나 Jensen and Meckling(1976)이 제시하였듯이, 경영자는 주주의 관점에서 기업가치 향상에 주안점을 두기 보다는 경영자 자신의 효용을 극대화하고자 한다. 이러한 경영자 유인은 비용관련 의사결정에서도 기정자원을 유지하고자 하는 성향으로 나타나며 이는 대리인 비용을 발생시키는 요인이라고 하였다. 즉, 비용지출과 관련된 의사결정은 경영자의 합리적 의사결정과 사적소비 및 효용을 증대시키기 위한 대리인 문제가 혼재되어 나타날 가능성이 존재한다(김새로나 · 양동훈, 2012).

따라서 재무적 곤경하에서 경영자는 소비성 경비를 선택하여 감축하는 전략적인 의사결정을 하는 대신, 단기적인 시야로 위험부담이 크고 지출규모가 상당한 연구개발비와 소비성경비를 모두 감축할 가능성이 있다. 이를 검증하기 위한 가설은 다음과 같다.

가설 1: 재무적 곤경기업의 경영자는 재량적 비용을 감소시킬 것이다.

한편 재무적 곤경기업의 비용행태는 전문경영인과 소유경영인에 따라 차별적인 의사결정을 보일 가능성이 있다. 일각에서는 소유자(또는 지배주주, 오너)가 기업을 직접 경영하는 소유경영인 기업이 전문경영인이 기업을 경영하는 방식보다 효율적이지 못하다는 비판을 제기한다.⁸⁾

그러나 근본적으로 전문경영인 체제는 주인과 대리인간의 이해상충의 문제가 내재되어 있기 때문에

이러한 대리인 문제(Jensen and Meckling, 1976)는 재무적 곤경기업의 경우 더욱 부각될 가능성이 있다. 왜냐하면 전문경영자는 평가를 받아 자신의 지위보존을 해야 하는 위치에 있으며 소유경영자와 비교하여 전문경영자는 기업의 경영성과가 좋지 않을 경우 교체될 가능성이 더 높기 때문이다(장진호 · 신현한, 2005).

이용규 · 한경찬(2005)는 전문경영자 기업과 소유경영자 기업으로 나누어 매출액 증감에 따른 원가의 변화를 검증한 결과, 소유경영자 기업의 경우에는 하방경직성을 보인 반면, 전문 경영자 기업의 경우에는 상방경직성을 확인하였다. 이에 대해 전문경영자는 소유경영자보다 위험회피적이고 단기적인 경영성과에 더 관심을 갖고 있기 때문일 것이라 해석하였다. 최용용 · 배현정(2011)은 전문경영자는 자신의 이익을 위해 기업이익의 증대를 위한 위험부담과 노력을 가급적 회피하고, 기업의 주가가 단기실적과 연계된 경우에는 장기적인 이익을 희생하고 단기업적 향상에 노력하게 되어 장기적인 관점에서 기업이익의 극대화가 저해될 수 있다고 제시하였다.

이러한 측면에서, 소유경영자는 전문경영인에 비해 제한된 자원안에서 기업의 장기성장 및 존속가능성에 미치는 영향을 고려하여 비용별 선택적인 감축 의사결정을 할 가능성이 크다. 다시말하면 기업이 재무적 곤경에 처한 상황에서 소유경영자는 소비성 경비항목을 절감하여 단기적인 유동성 위기를 극복하고자 하는 동시에 기업성장과 미래효익이 기대되는 연구개발비 지출에 대한 감축은 회피(달리 말하면 연

7) Davison(1969)와 Edwinsson and Malone(1997) 등은 이러한 재량적 비용이 장기적으로 기업가치 극대화에 유의한 영향을 미친다고 보고하였으며, 또한 Gibson(1996)은 최근의 '가치창조 경영'의 핵심은 무형자산(또는 지적자본)의 축적이라고 주장한 바 있다.

8) 폭스바겐 비극의 씨앗 '손자의 난': 과거 배기기술 R&D 업무를 맡았던 폭스바겐 고위 관계자는 "오너들은 자신들의 경영권 장악에 힘을 쓰기 위한 실적에만 골몰하며 환경규정에 적대적이었다"며 "오로지 실적만 좇는 엔지니어와 경영진을 양산한 이유"라고 지적했다. 독일 현지 매체도 "찾은 경영권 다툼이 양산한 폭스바겐의 전제주의적 오너리더십은 북한의 김정은 체제와 다름없었다"며 "줄서기를 강요했고 효율적 기업경영과는 거리가 멀었다"고 비판했다(매일경제, 2015년 9월 25일).

구개발비 지출은 증가)하는 전략적인 의사결정을 할 가능성이 있다. 이를 위해 다음과 같은 가설을 설정하였으며 본 가설을 위한 검증은 재무적 곤경기업만을 대상으로 한다.

가설 2: 소유경영자가 경영하는 재무적 곤경기업은 재량적 비용 중 소비성경비와 연구개발비를 선택적으로 감소시킬 것이다.

3.2 연구 모형

3.2.1 재량적 비용의 추정

3.2.1.1 재무적 곤경 기업

재무적 곤경기업과 관련된 기존 선행연구들은 대체적으로 부채비율(김새로나·양동훈, 2012; 장승현·백태영, 2009), 당기순이익이 음인 적자기업(구정호 외, 2009), 또는 이자보상비율(장승현·백태영, 2009)등을 이용하여 정의하였으나 연구자들마다 정의하는 재무적 곤경기업이 달라서 현재까지 단일화된 측정방법이 존재하지 않는다.

한편 박종원·안성만(2014)은 우리나라 외부감사 대상기업을 대상으로 기업의 부실을 설명해 줄 수

있는 재무변수를 살펴보았다. 그 결과, 부채상환능력(금융비용대부채비율)과 안전성(자기자본비율과 차입금의존도) 변수가 높을수록 부도확률이 높은 것으로 나타났다. 이를 해석하자면, 외부감사대상기업의 경우 기업의 외형성장이나 수익성이 양호하더라도 과도한 이자비용 부담이나 유동성관리에 실패하는 경우 도산위험에 노출될 가능성이 높다는 것이다.

나아가 최근 2014년 11월 금융위원회는 재무상태가 부실한 기업은 금융당국이 지정하는 외부감사인의 감사를 받아야 한다는 시행령 개정안을 마련하였다.⁹⁾ 금융당국이 지정하는 재무상태 부실기업에 대한 기준은 업종 평균을 기준으로 측정한 부채비율과 이자보상배율이 1 미만인 기업이다.

본 연구는 박종원·안성만(2014)의 연구와 최근 금융위에서 공통적으로 제시하고 있는 안전성(차입금의존도)과 이자비용부담(이자보상배율) 변수를 이용하여 재무적 곤경기업을 측정하고자 한다. 구체적으로 본 연구에서 정의한 재무적 곤경기업은 부채비율이 산업¹⁰⁾-연도별 평균 이상인 동시에 이자보상배율이 1미만인 기업이다.¹¹⁾ 부채비율은 장기부채 대비 자본평균으로 측정하였고(Chau and Leung, 2006; Chen, Chen, Cheng, and Shevlin, 2010), 이자보상배율은 감가상각과 본 연구 목적상 재량적 비

9) 2014년 8월 22일 금융당국과 회계법인 업계 등에 따르면 금융위원회는 재무상태 부실기업에 지정 감사인제를 확대하는 내용을 담은 '주식회사의 외부감사에 관한 법률'(외감법) 시행령 개정안을 마련하였다. 금융당국이 지정하는 외부감사인의 감사를 받아야 하는 기준은 부채비율이 200%를 넘으면서 업종 평균의 1.5배 이상이고 이자보상배율이 1 미만인 상장기업이다. 금융당국의 시물레이션 결과 이 기준을 시행하면 1650여개 상장사 중 약 8%인 130개 가량의 기업이 감사인 강제지정 대상이 될 것으로 알려졌다(매일경제, 2014년 8월 23일).

10) 본 연구의 변수 생성 및 연구모형에서 사용한 산업구분은 통계청의 한국표준산업분류표 중분류기준에 따라 표본기업을 23개 업종으로 분류하여 사용하였다.

11) 본 연구는 최근 금융위에서 지정하는 재무상태 부실기업에 대한 기준과 가장 유사한 방법으로 재무적 곤경기업을 정의함으로써 변수 정의에 있어서 연구자의 자의성을 최소화하고 연구의 시의성을 제공할 수 있을 것이라 기대한다. 그러나 본 연구에서 정의한 재무적 곤경기업은 금융위의 기준보다 완화된 부채비율(연도-산업별 평균)을 적용하였으므로 완화된 기준에 의한 표본선정이 분석 결과에 영향을 미칠 수 있다는 의문이 제기될 수 있다. 이러한 가능성을 살펴보고자 추가분석으로는 금융위가 명시한 기준을 적용하여 연구 표본을 선정해 보았다. 즉, 재무적 곤경기업은 부채비율이 200%를 넘으면서 연도별 동일산업 평균의 1.5배 이상이고 이자보상배율((법인세와 이자비용 차감전 순이익-재량적 비용)/이자비용)이 1 미만인 경우로 하였고, 본 연구표본에서 275개(기업-연도별) 표본이 재무적곤경기업에 해당하는 것으로 나타났다. 275개 연구표본과 연구표본의 3배수에 해당하는 대응표본을 이용하여 본연구의 동일분석을 시행한 결과 본문 분석결과와 일치하는 것을 확인할 수 있었다(지면의 효율성을 위하여 표로 제시하지는 않음).

용 차감 전으로 조정한 영업이익(adjEBITDA)(변현수·김석진, 2006)을 이자비용으로 나누어 측정하였다. 본 연구에서 정의한 재무적 곤경기업¹²⁾은 전체 표본 10,655(기업-연도별) 중 약 5% 비중으로, 578개(기업-연도별)로 나타났다.¹³⁾

3.2.1.2 재량적 비용의 추정

전년도 재량적 비용¹⁴⁾에 비하여 당해연도 재량적 비용의 변동성을 살펴보기 위하여 식(1)을 이용하여 산업별 횡단면 회귀분석을 하였다. 여기서 잔차는 당해연도 기업의 재량적 비용 변동분이 될 것이며, 잔차가 0보다 작은 경우 전년대비 당해연도 재량적 비용이 감소한 것을 의미한다.

$$TDE_{i,t} = \alpha + \beta_1 EDU_{i,t-1} + \beta_2 BENEFIT_{i,t-1} + \beta_3 ADV_{i,t-1} + \beta_4 ENTERTAIN_{i,t-1} + \beta_5 RnD_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \quad \text{식(1)}$$

$TDE_{i,t}$: t년도 총 재량적 비용(교육훈련비

+ 복리후생비 + 광고비 + 접대비 + 연구개발총액)/t-1년도 매출액

$EDU_{i,t-1}$: t-1년도 교육훈련비¹⁵⁾/t-2년도 매출액

$BENEFIT_{i,t-1}$: t-1년도 복리후생비/t-2년도 매출액

$ADV_{i,t-1}$: t-1년도 광고비¹⁶⁾/t-2년도 매출액

$ENTERTAIN_{i,t-1}$: t-1년도 접대비¹⁷⁾/t-2년도 매출액

$RnD_{i,t-1}$: t-1년도 연구개발비총액¹⁸⁾/t-2년도 매출액

$XTDE_{i,t}$: 잔차가 0보다 작으면 1, 아니면 0

다음은 소비성경비와 연구개발비에 대한 항목별 변동액을 구하고자 식(2)를 설정하였다. 우선 소비성 경비와 연구개발비의 예측값은 식(1)에서 도출된 β 를 식(2-1)과 식(2-3)에 대입하여 측정하였다. 구체적으로 식(2-1)에서 소비성 경비는 총 재량적 비용에서 연구개발비를 제외한 값으로, 교육훈련비와 복리후생비, 광고비, 그리고 접대비의 합계로 정의한다. 따라서 식(2-1)에서 도출된 소비성경비 예측

- 12) 분석의 강건성을 위하여 추가적으로 영업이익과 당기순이익을 각각 이용하여 이자보상배율을 측정하였다. 그리고, adjEBITDA, 영업이익 그리고 당기순이익을 이용한 이자보상배율이 한가지 기준이라도 1 이하이고, 부채비율이 산업-연도별 평균이상인 기업을 재무적 곤경기업으로 정의하여 추가분석을 하였다. 이렇게 정의된 재무적 곤경기업은 전체 표본에서 12%를 차지하며, 분석 결과는 지면의 효율성을 위해 제시하지는 않았지만 기존결과를 유지하는 것을 확인하였다.
- 13) 본 연구의 회귀분석에는 재무적 곤경기업과 이에 대응되는 대응기업을 이용하였다. 대응기업은 재무적 곤경기업으로 정의된 기업과 동일연도, 동종 산업에 속한 자산규모가 유사한 기업을 3배수로 선정하였다.
- 14) 박종국·백태영(2006)은 재량적 비용에 일관되게 유의한 영향을 미치는 요인은 과거 재량적 비용이라고 제시하였다. 재량적 비용은 일정부분 자본을 형성하는 것이기 때문에 장기적인 안목으로 지출규모를 결정할 가능성이 높으며, 일단 장기적인 안목으로 재량적 비용의 지출을 결정하게 되면 단기적으로는 큰 변동이 없이 유지될 것으로 예상된다(김연용·신건권, 2004). 김덕영·이영식(1993)은 연구개발투자규모에 대한 영향에서, 과거년도(1년에서 3년)의 연구개발지출이 유의하며 특히 1년 전에 지출한 연구개발비의 영향이 가장 큰 것을 보고하였다.
- 15) 교육훈련비는 손익계산서상 판매관리비에 포함된 금액을, 복리후생비는 감사보고서상 “부가가치 계산에 필요한 계정”의 “복리후생비” 금액을 사용하였다.
- 16) 광고선전비는 손익계산서상 판매관리비에 포함된 금액을 사용하였다.
- 17) 접대비는 손익계산서상 접대비를 사용하였다. 접대비는 손익계산서와 제조원가명세서상 접대비의 합계액으로 측정하는 것이 정확할 것이지만 2004년부터 제조원가명세서가 공시되지 않아 제조경비에 포함된 접대비의 금액을 획득할 수 없다. 고윤성·이진원(2011)의 연구에서도 손익계산서상 접대비 비용을 사용하여 연구를 진행하였으며, 제조원가명세서 상으로 파악 가능한 기간 동안 제조경비에 포함되어 있는 접대비 비중이 크지 않음을 제시하며 손익계산서상의 접대비를 사용하여도 실제 접대비 사용액을 측정함에 있어서 커다란 오류는 없을 것으로 판단하였다.
- 18) 본 연구에서는 기업재무상황에 따른 재량적 비용의 실질적인 지출추이를 살펴보고자 하는 것이므로 자산처리되는 부분과 비용처리되는 부분을 모두 포함시켜 분석한다.

값, predicted DE는 식 (2-2)에서 당해연도 소비성 경비의 실제값(DE)과 비교하여 그 차이가 당해연도 소비성 경비 변동액이 0보다 작은 경우 XDE는 1의 값을 갖는다. 마찬가지로 연구개발비 변동액, XRnD는 식(2-3)에서 구한 predicted RnD와 실제 연구개발비(RnD)를 비교하여 그 차이가 된다.

$$\begin{aligned} predictedDE_{i,t} = & \hat{\beta}_1 EDU_{i,t-1} + \hat{\beta}_2 BENEFIT_{i,t-1} \\ & + \hat{\beta}_3 ADV_{i,t-1} + \hat{\beta}_4 ENTERTAIN_{i,t-1} \end{aligned} \quad \text{식(2-1)}$$

$$\Delta DE_{i,t} = DE_{i,t} - predictedDE_{i,t} \quad \text{식(2-2)}$$

$$predictedRnD_{i,t} = \hat{\beta}_5 RnD_{i,t-1} \quad \text{식(2-3)}$$

$$\Delta RnD_{i,t} = RnD_{i,t} - predictedRnD_{i,t} \quad \text{식(2-4)}$$

DE_{i,t} : t년도 소비성 경비(교육훈련비+복리후생비+광고비+접대비)/t-1년도 매출액
 RnD_{i,t} : t년도 연구개발비총액/t-1년도 매출액
 XDE_{i,t} : ΔDE가 0보다 작으면 1, 아니면 0
 XRnD_{i,t} : ΔRnD가 0보다 작으면 1, 아니면 0

3.2.2 가설 검증 모형

본 연구의 첫 번째 가설은 재무적 곤경기업과 정상기업(재무적 비곤경기업)간의 재량적 비용 절감 행태를 살펴보는 것이며 이를 위하여 다중로짓분석 모형 식 (3)을 설정하였다. 종속변수 DE type은 재량적 비용의 구성요소별 절감행태를 나타내며, 총 3가지 변수를 이용한다: 1)총 재량적 비용 감소(XTDE), 2) 소비성 경비 감소(XDE), 그리고 3)총 연구개발비 감소(XRnD).

이러한 종속변수에 대하여 DISTRESS의 계수 b1은 모두 양(+)의 값을 예상한다. 이는 재무적 곤경기업일수록 재무적 비곤경기업에 비하여 재량적 비용 감축을 더 적극적으로 시행한다는 것을 의미한다. 또한 재무적 곤경하에서 경영자는 비용별 속성에 따라 선별적인 감축 의사결정을 하기 보다는 단기적인 시각으로, 지출규모가 상당하며 당장의 지출효과를 기대하기 어려운 연구개발비에 대한 지출감축에 적극적일 것으로 예상한다.

통제변수로는 선행연구(Fazzari and Athey, 1989; 김연용·신건권, 2004; Bhagat and Welch, 1995; 신건권 외, 2003; 박종국·백태영, 2006)에서 재량적 비용의 지출에 영향을 미치는 것으로 확인된 변수를 포함하였다. 구체적으로 기업규모(SIZE)는 총자산의 자연대수로서 생략변수의 문제를 통제하기 위하여 사용하였으며, Devereau and Shiantarelli (1989)는 기업규모가 클수록 투자지출이 강한 양(+)의 상관관계를 가짐을 보고하였다.

성장기회의 대응치로 과거매출총이익률(GPM)과 장부가치 대비 시장가치(MTB)를 사용하였다. 높은 수익률은 기업이 좋은 성장기회를 가지고 있다고 해석될 수 있으며(김연용·신건권, 2004; Bhagat and Welch, 1995), 박종국·백태영(2006)은 과거매출이익률이 재량적 비용에 일관되게 유의한 영향을 미치는 요인으로 제시하였다. Pakes and Schankerman(1984)는 새로운 기술적 기회가 발생한 시점과 이를 활용하기 위한 연구개발투자가 발생하는 시점 간에는 시차가 존재한다고 보고하였다. 즉 기업은 미래의 성장기회가 클수록 재량적 비용의 지출을 증가시키게 될 것이다(신건권 외, 2003).

한편 경영자들은 이익조정에 다양한 수단을 동원하며 상황에 따라 이들을 선택적으로 사용할 가능성이 있으며(Barton, 2001; Bartov, 1993), 본 연

구는 이러한 이익유연화 동기에 따른 재량적 비용 의사결정에 미치는 영향을 통제하기 위하여 송인만 · 최신재(2001)와 유사하게 수익변동성(VOL) 변수를 통제하였다.

소유구조가 재량적 비용지출 의사결정에 미치는 영향을 통제하기 위하여 (이용규 · 한경찬, 2005; 김새로나 · 양동훈, 2012), 대주주지분율(LSHR)과 외국인 지분율(FOR)을 포함하였다. 마지막으로 시장 구분(KOSPI)과 연도(YD) 및 산업구분(ID) 더미 변수를 포함하였다.

$$DEtype_{i,t} = \alpha + \beta_1 DISTRESS_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 GPM_{i,t-1} + \beta_4 MTB_{i,t} + \beta_5 VOL_{i,t} + \beta_6 LSHR_{i,t} + \beta_7 FOR_{i,t} + \beta_8 KOSPI_{i,t} + \beta_9 \sum YD + \beta_{10} \sum ID + \epsilon_{i,t} \quad \text{식 (3)}$$

- DE type : 다음의 3가지 재량적 비용 감축의사결정을 의미함.
- XTDE : t년도 총 재량적 비용 감소여부. 즉 식 (1)에서 잔차가 0보다 작으면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수.
- XDE : t년도 소비성 경비(교육훈련비+복리후생비+광고비+접대비) 감소 여부. 즉 식(2-2)에서 ΔDE가 0보다 작으면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수.
- XRnD : t년도 연구개발비 총액 감소 여부. 즉 식 (2-4)에서 ΔRnD가 0보다 작으면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수.
- DISTRESS : t년도 재무적 곤경 기업. 즉 부채비율(장기부채/자본평균)이 산업-연도별 평균이상 & 이자보상배율(조정영업이익¹⁹⁾(adjEBITDA)/이자비용)이 1이하인 경우 1의 값을 갖는 더미변수.

- SIZE : t년도 기업규모(총자산의 자연대수값)
- GPM : t-1년도 매출총이익률 (t-1 매출총이익 / t-1 매출액)
- MTB : 성장성 변수(시장가치/자본장부가)
- VOL : t년도 수익 변동성(t-2부터 t년도의 가상각비차감전 영업이익(EBITDA) 표준편차/평균총자산)
- LSHR : 기업의 대주주 1인과 특수관계인의 지분을 합한 대주주 총지분율
- FOR : 외국인 투자자 지분율
- KOSPI : KOSPI 상장기업이면 1, KOSDAQ 상장기업이면 0
- YD : 연도더미
- ID : 산업더미(한국표준산업 중분류 기준에 따른 23개 업종)

가설 2는 재무적 곤경기업 중에서 소유경영자와 전문경영인 여부에 따라 재량적 비용의 요소별 감축 의사결정이 다른지 살펴보는 것이고 이를 위하여 식 (4)를 설정하였다. 본 가설을 위한 다중로짓분석에는 재무적 곤경기업만을 대상으로 한다. 식 (4)에서 종속변수는 재량적 비용의 요소별 감축의사결정에 대한 조합을 나타내는 다음 4가지 변수이다: 1) 소비성경비 감소 & 연구개발비 감소(All_dec), 2) 소비성경비 증가 & 연구개발비 감소(XDE0XRnD1), 3) 소비성경비 감소 & 연구개발비 증가(XDE1XRnD0), 그리고 4) 소비성경비 증가 & 연구개발비 증가(All_inc)이다. 이러한 재량적 비용 절감의 유형별 조합은 <표 1>에 제시하였다.

식 (4)에서 관심변수는 CEO로 소유경영자를 나타내는 이분형 변수이다. 구체적으로 소유경영자는 최고경영자가 최대주주이거나 최대주주의 특수관계인인 경우(최용용 · 배현정, 2011; 장진호 · 신현한,

19) 조정영업이익은 영업이익에서 감가상각비와 총재량적 비용을 차감하기 전의 값이며 여기서 조정하는 총재량적 비용은 교육훈련비, 복리후생비, 광고비, 접대비와 당해비용처리한 연구개발비의 합을 의미한다.

〈표 1〉 재량적 비용 절감 유형별 표본 구분 (DE type)

| | | 소비성 경비(DE) | |
|----------------|-------------------------|--------------------------|----------------------|
| | | 감소 (XDE=1, n=1,554) | 증가 (XDE=0, n=570) |
| 연구개발비 (RnD) | 감소 (XRnD=1, n=909) | All_dec (n=642) | XDE0XRnD1 (n=267) |
| | 증가 (XRnD=0, n=1,215) | XDE1XRnD0 (n=912) | All_inc (n=303) |

2005)로 정의하였다.

기업의 전략적 목표는 생존과 성장일 것이고 본 연구는 소유경영자의 경우 기업에 대한 주인의식이 강하기 때문에 기업이 재무적 곤경에 처한 경우에도 기업의 생존과 성장에 이로운 의사결정을 할 것이라 예상하였다. 따라서 당장의 유동성위기를 극복하기 위한 단기적인 방편으로 모든 재량적 비용을 감소시키기 보다는 미래 경제적 효익을 제공할 가능성이 높은 비용 감축은 회피 할 것이라 예상하였다. 즉 장기적인 기업의 생존과 성장에 기여할 수 있는 연구개발비에 대한 투자는 장기적인 관점에서 지출 감축을 회피할 것이므로 CEO의 계수값 b1은 All_dec에 대하여 음(-)의 계수값을 예상한다.

나아가 경영자가 제한된 자원 안에서 재량적 비용에 대한 배분의사결정을 해야 하는 경우, 소유경영자는 전문경영자에 비해 지출 결과에 대한 미래경제적 효익의 경중에 따라 전략적인 감축의사결정을 할 것이라 예상하였다. 이러한 관점에서 소비성경비는 감축하는 반면 연구개발비에 대한 지출은 감축을 회피하여 유동성 위기 극복과 기업성장을 함께 도모할 것이라 기대하였다. 이 경우 CEO의 계수값 b1은 XDE1XRnD0에 대해 양(+)의 관련성을 보일 것이다. 기타 통제변수는 식(3)과 일치한다.

$$DEtype_{i,t} = \alpha + \beta_1 CEO_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 GPM_{i,t-1} + \beta_4 MTB_{i,t} + \beta_5 VOL_{i,t} + \beta_6 LSHR_{i,t} + \beta_7 FOR_{i,t} + \beta_8 KOSPI_{i,t} + \beta_9 \sum YD + \beta_{10} \sum ID + \epsilon_{i,t} \quad \text{식 (4)}$$

- DE type : 다음의 4가지 재량적 비용 절감에 대한 유형별 변수(〈표 1〉에 제시한 그룹별 변수임)
- All_dec : t년도 소비성경비 감소 & 연구개발비 감소. 즉 XDE=1 & XRnD=1 이면 1의 값을 갖는 더미변수.
- XDE0XRnD1 : t년도 소비성경비 증가 & 연구개발비 감소. 즉 XDE=0 이면서 XRnD=1 이면 1의 값을 갖는 더미변수.
- XDE1XRnD0 : t년도 소비성경비 감소 & 연구개발비 증가. 즉 XDE=1 이면서 XRnD=0 이면 1의 값을 갖는 더미변수.
- All_inc : t년도 소비성경비 증가 & 연구개발비 증가. 즉 XDE=0 & XRnD=0 이면 1의 값을 갖는 더미변수.
- CEO : 소유경영자이면 1, 전문경영자이면 0. (소유경영자는 최고경영자²⁰⁾가 최대주주이거나 최대주주의 특수관계인인 경우로 정의함.)
- 기타 변수에 대한 설명은 식(3)과 같음.

20) 최고경영자의 직명은 사업보고서상 등기이사 명부에 대표이사 회장, 대표이사 부회장, 대표이사 사장, 대표이사, 사장 또는 회장 등으로 사장이상의 직급으로 정의하였다(장진호·신현한, 2005).

3.2.3 표본

본 연구는 2004년부터 2010년의 표본기간²¹⁾ 동안 유가증권 및 코스닥 시장에 연속 상장된 비금융업을 대상으로 하며, kis-value와 fn-guide에서 자료수집이 가능한 기업을 대상으로 추출하였으며 표본 선정과정은 <표 2>와 같다. 그리고 표본수를 축소하지 않고 극단치로 인한 결과의 왜곡을 방지하기 위하여 표본의 변수 분포 상 양쪽 끝 1%이내에서 그 값을 초과하는 경우에는 그에 해당하는 값을 부여하는 winsorization기법을 사용하였다. 이러한 선정기준을 충족시킨 표본의 수는 총 10,655개(기업-연도)이며 이중 재무적 곤경기업은 전체 표본에서 578개로(약 5%) 낮은 비중인 것을 알 수 있다.

따라서 본 연구의 회귀분석에서는 재무적 곤경기

업과 비곤경기업의 비대칭적인 표본비율로 인한 결과의 왜곡 가능성을 배제하고자 재무적 곤경기업의 3배수 대응표본을 구성하여 이용하였다. 구체적으로 대응표본은 재무적 곤경기업과 당해연도 동일한 산업에 속한 자산규모가 유사한 기업이다(기업-연도별 1,546개).²²⁾

IV. 실증분석결과

4.1 기술통계 및 단순상관분석 결과

본 절에서는 실증분석에 사용된 변수들의 기술통계와 변수 간 상관관계를 살펴본다. <표 3>에서 패널

<표 2> 최종표본 설정

| 구분 | 총합 |
|---|--------------|
| 비금융업 전체표본 | 15,349 |
| 12결산 이외 제외 및 결산일 변경 제외 | 852 |
| 자본잠식제외 | 105 |
| 자료미비 제외 | 3,737 |
| 총 표본 | 10,655 |
| 재무적 곤경기업과 연도별 동일 산업에 속한 유사한 기업규모로 3배수의 대응표본 구성 | |
| 재무적 곤경기업(DISTRESS) | 578 |
| 재무적 비곤경기업* | 1,546 |
| 최종 표본 | 2,124 |

* 대응표본인 비곤경기업은 연도별 동일산업별 기업규모 순으로 정렬하여 재무적 곤경기업 전(1개), 후(2개)에 위치한 표본에 해당한다. 매칭결과, 578개의 3배수인 1,734개보다 188개 적은 1,548개가 대응표본으로 매칭되었다. 이렇게 3배수보다 적게 매칭된 이유는 다음과 같다: 1)재무적 곤경기업의 기업규모가 연도-산업별 가장 크거나 가장 작은 경우; 2)2개 이상의 재무적 곤경기업이 유사한 기업규모로 순차적으로 배열된 경우.

- 21) 본 연구에서 분석기간을 2004년부터 한 이유는 우리나라 제조원가명세서에 대한 공시관련규정이 2004년 결산부터 의무공시항목이 아닌 자율적 공시로 변경되었기 때문이며, 또한 2011년은 K-IFRS로 회계기준이 변경되었기 때문에 동일한 K-GAAP 하에서 동일한 공시기준으로 작성된 재무제표를 이용하기 위하여 연구기간을 정하였다.
- 22) 표본선정 과정에 자의적인 요소가 개입될 가능성을 배제하고자 다음의 두가지 추가분석을 시행하였다. 첫 번째는 총 표본 10,655를 이용하여 동일 분석을 해보았으며, 두 번째는 성향매칭기법(propensity score matching)을 이용하였다. 추가분석 결과는 대응표본을 이용한 본문의 분석과 일치하는 것을 알 수 있었으며, 지면의 효율성을 위하여 표로 제시하지는 않았다.

A는 전체 표본에 대한 기술통계 값을 제시하며 패널 B는 재무적 곤경기업(DISTRESS=1, n=578)과 재무적 비곤경기업(DISTRESS=0, n=1,546)에 대한 평균과 중위수 값의 차이검증결과를 보여주고 있다.

우선 패널 A에서 재량적 비용 의사결정 유형과 관련된 총 7가지 변수를 살펴보면 다음과 같다. 전체 표본에서 총 재량적 비용을 감소시킨 기업(XTDE), 소비성 경비를 감소시킨 기업(XDE), 연구개발비를 감소시킨 기업(XRnD)은 각각 59.2%, 73.2%, 그리고 42.7%로 과반수가 넘는 기업들이 연구개발비에 대해 지속적인 지출을 하고 있다는 것을 알 수 있다. 또한 소비성경비와 연구개발비를 모두 감소시킨 기업(All_dec), 소비성 경비는 증가시키고 연구개발비는 감소시킨 기업(XDE0XRnD1), 반대로 소비성 경비는 감축한 반면 연구개발비는 증가시킨 기업(XDE1XRnD0), 그리고 두가지 항목의 비용 모두를 증가시킨 기업(All_inc)은 각각 30.2%, 12.5%, 43.0%, 그리고 14.3%로 나타났다.

한편 전체 표본에서 74.5%는 소유경영자(CEO)가 있는 기업인 것으로 나타났으며, 대주주지분율(LSHR)은 39.1%, 외국인 지분율(FOR)은 4.5%로 나타났다.

다음 패널 B에는 재무적 곤경기업과 비곤경기업 간 차이가 제시되어 있다. 여기서 재무적 곤경기업은 총재량적 비용을 감소시키거나(XTDE) 소비성 경비와 연구개발비를 모두 감소시키는 의사결정(All_dec)을 하는 경우가 재무적 비곤경기업보다 모두 1%수준에서 유의하게 높은 것으로 나타났다. 특히 예상과 같이 재무적 곤경기업은 소비성경비를 감소시키는 의사결정(XDE)에 있어서는 재무적 비곤경기업과 유의한 차이가 없지만, 연구개발비(XRnD)는 유의하게 감소시키는 것을 보여주고 있다.

나아가 소비성경비와 연구개발비의 선택적 감축의

사결정에 있어서 소비성 경비는 감소시키고 연구개발비는 증가시킨 유형(XDE1XRnD0)은 재무적 곤경기업의 경우 35.9%인 반면 재무적 비곤경기업은 45.1%로 1% 수준에서 유의한 차이를 보이고 있다.

이러한 통계치를 해석하자면 재무적 어려움에 처한 기업의 경영자는 당장의 기업생존과 관련된 긴급한 문제를 해결하는 방안으로 총 재량적 비용 지출을 감축하고 특히 위험부담과 지출규모가 상당한 연구개발비 지출을 축소시키는 의사결정을 하는 것을 시사한다. 한편 재무적 곤경기업과 비곤경기업은 유사한 기업규모로 대응표본을 선정하였기 때문에 기업규모(SIZE)에서 유의한 차이가 없는 것을 알 수 있다. 그 외 재무적 곤경기업의 기업특성을 재무적 비곤경기업과 비교하여 살펴보면, 전년도 매출총이익률(GPM)은 저조한 반면 장부가치 대비 시장가치(MTB)와 수익변동성(VOL)은 높은 것으로 유의한 차이를 나타냈다.

한편 기업지배구조와 소유구조 측면에서 재무적 곤경기업은 64.8%가 소유경영자(CEO)가 경영하는 것으로 나타났으며 대주주 지분율(LSHR)은 34.2%, 외국인 지분율(FOR)은 3.5%로 재무적 비곤경기업에 비하여 소유경영자 비율이 낮고, 대주주지분율과 외국인 지분율이 낮은 것으로 나타나 재무적 곤경기업에서 대리인 비용으로 인한 문제가 더 심각할 수 있음을 암시한다.

변수 간 상관관계는 <표 4>에 제시하였으며 대각선을 기준으로 우측 상단은 피어슨 상관계수, 좌측 하단은 스피어만 상관계수를 각각 보여준다. 우측 상단의 피어슨 상관관계를 살펴보면 재무적 곤경기업(DISTRESS)은 XTDE, All_dec, 그리고 XRnD와 모두 1%수준에서 유의한 양(+)의 상관계수 값을 보이는 반면 XDE1XRnD0와는 유의한 음(-)의 상관관계를 제시한다.

〈표 3〉 주요 변수에 관한 기술통계 및 단변량 분석결과

| 변수 | 패널 A: 전체 표본(n=2,124) | | | | | 패널 B: 재무적 곤경기업과 비곤경기업 간 차이검증 | | | | | |
|-----------|----------------------|--------|-------|--------|--------|--------------------------------|--------|-----------------------------------|--------|---------------|----------------|
| | 평균 | 중위수 | 표준편차 | 최대값 | 최소값 | 재무적곤경기업 (DISTRESS=1, n=578) | | 재무적비곤경기업 (DISTRESS=0, n=1,546) | | 평균차이 (t-값) | 중위수차이 (z-값) |
| XTDE | 0.592 | 1.000 | 0.492 | 1.000 | 0.000 | 0.640 | 1.000 | 0.577 | 1.000 | 2.830*** | 2.783*** |
| XDE | 0.732 | 1.000 | 0.443 | 1.000 | 0.000 | 0.735 | 1.000 | 0.731 | 1.000 | 0.190 | 0.190 |
| XRnD | 0.427 | 0.000 | 0.495 | 1.000 | 0.000 | 0.505 | 1.000 | 0.404 | 0.000 | 4.460*** | 4.487*** |
| All_dec | 0.302 | 0.000 | 0.459 | 1.000 | 0.000 | 0.376 | 0.000 | 0.280 | 0.000 | 4.450*** | 4.613*** |
| XDE0XRnD1 | 0.125 | 0.000 | 0.331 | 1.000 | 0.000 | 0.129 | 0.000 | 0.124 | 0.000 | 0.300 | 0.306 |
| XDE1XRnD0 | 0.430 | 0.000 | 0.495 | 1.000 | 0.000 | 0.359 | 0.000 | 0.451 | 0.000 | -4.200*** | -4.110*** |
| All_inc | 0.143 | 0.000 | 0.350 | 1.000 | 0.000 | 0.137 | 0.000 | 0.145 | 0.000 | -0.540 | -0.529 |
| SIZE | 18.084 | 17.830 | 1.310 | 25.003 | 15.015 | 18.042 | 17.768 | 18.097 | 17.848 | -0.890 | -1.413 |
| GPM | 0.237 | 0.182 | 0.217 | 1.000 | -0.130 | 0.178 | 0.138 | 0.256 | 0.195 | -7.710*** | -9.853*** |
| MTB | 1.517 | 1.007 | 1.520 | 7.784 | 0.181 | 1.843 | 1.189 | 1.404 | 0.974 | 5.330*** | 4.269*** |
| VOL | 0.056 | 0.038 | 0.053 | 0.265 | 0.002 | 0.069 | 0.051 | 0.051 | 0.035 | 6.620*** | 7.019*** |
| CEO | 0.745 | 1.000 | 0.436 | 1.000 | 0.000 | 0.648 | 1.000 | 0.778 | 1.000 | -5.910*** | -6.272*** |
| LSHR | 0.391 | 0.386 | 0.172 | 0.983 | 0.001 | 0.342 | 0.329 | 0.408 | 0.401 | -7.840*** | -8.273*** |
| FOR | 0.045 | 0.004 | 0.097 | 0.533 | 0.000 | 0.035 | 0.004 | 0.048 | 0.003 | -3.360*** | 1.548 |
| KOSPI | 0.351 | 0.000 | 0.477 | 1.000 | 0.000 | 0.390 | 0.000 | 0.338 | 0.000 | 2.370** | 2.404** |

1) 변수정의는 다음과 같다: DISTRESS는 t년도 재무적 곤경 기업, 즉 부채비율(장기부채/자본평균)이 산업-연도별 평균이상 & 이자보상배율(조정영업이익(adjEBITDA)/이자비용)이 1이하인 경우 1의 값을 갖는 더미변수; XTDE는 t년도 총 채량적 비용 감소인 경우 1의 값을 가짐; All_dec는 t년도 소비성 경비 감소 & 연구개발비 감소 기업, 즉 XDE=1 그리고 XRnD=1 이면 1의 값을 갖는 더미변수; XDE는 t년도 소비성 경비 감소인 경우 1의 값을 가짐; XRnD는 t년도 연구개발비 총액 감소인 경우 1의 값을 가짐; XDE0XRnD1는 t년도 소비성 경비 증가 & 연구개발비 감소 기업, 즉 XDE=0 그리고 XRnD=1 이면 1의 값을 갖는 더미변수; XDE0XRnD1는 t년도 소비성 경비 증가 & 연구개발비 감소 기업, 즉 XDE=0 그리고 XRnD=1 이면 1의 값을 갖는 더미변수; All_inc는 t년도 소비성 경비 증가 & 연구개발비 증가 기업, 즉 XDE=0 그리고 XRnD=0 이면 1의 값을 갖는 더미변수; SIZE는 t년도 기업규모(총자산의 자연대수값); GPM은 t-1년도 매출총이익률(t-1 매출총이익/t-1 매출액); MTB는 성장성 변수(시장가치/자본장부가); VOL는 t년도 수익 변동성(t-2부터 t년도의 감가상각비차감전 영업이익(EBITDA) 표준편차/평균총자산); CEO는 소유경영자이면 1, 전문경영자이면 0; LSHR은 기업의 대주주 1인과 특수관계인의 지분을 합한 대주주 총지분율; FOR은 외국인 투자자 지분율; KOSPI는 KOSPI 상장기업이면 1, KOSDAQ 상장기업이면 0.

〈표 4〉 변수간의 상관관계 분석
(대각선 우측 상단은 피어슨 상관관계, 좌측 하단은 스피어만 상관관계를 각각 나타냄.)

| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 |
|-------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 1.DISTRESS | | 0.054 (0.011) | 0.004 (0.851) | 0.087 (.0001) | 0.089 (.0001) | 0.006 (0.761) | -0.079 (.0001) | -0.010 (0.601) | -0.018 (0.361) | -0.152 (.0001) | 0.126 (.0001) | 0.143 (.0001) | -0.130 (.0001) | -0.168 (.0001) | -0.059 (0.001) |
| 2.XTDE | 0.054 (0.011) | | 0.629 (.0001) | 0.292 (.0001) | 0.547 (.0001) | -0.322 (.0001) | 0.056 (0.001) | -0.492 (.0001) | 0.035 (0.071) | -0.079 (.0001) | -0.117 (.0001) | -0.071 (0.001) | -0.103 (.0001) | -0.006 (0.771) | -0.017 (0.371) |
| 3.XDE | 0.004 (0.851) | 0.629 (.0001) | | -0.048 (0.011) | 0.398 (.0001) | -0.625 (.0001) | 0.525 (.0001) | -0.675 (.0001) | -0.052 (0.011) | -0.061 (0.001) | -0.109 (.0001) | -0.020 (0.301) | -0.028 (0.171) | -0.065 (0.001) | -0.033 (0.091) |
| 4.XRND | 0.087 (.0001) | 0.292 (.0001) | -0.048 (0.011) | | 0.762 (.0001) | 0.438 (.0001) | -0.750 (.0001) | -0.353 (.0001) | 0.017 (0.381) | -0.011 (0.561) | -0.074 (0.001) | -0.014 (0.481) | -0.115 (.0001) | 0.057 (0.011) | -0.032 (0.101) |
| 5.All_dec | 0.089 (.0001) | 0.547 (.0001) | 0.398 (.0001) | 0.762 (.0001) | | -0.249 (.0001) | -0.571 (.0001) | -0.269 (.0001) | 0.004 (0.831) | -0.030 (0.121) | -0.106 (.0001) | -0.024 (0.221) | -0.132 (.0001) | 0.026 (0.211) | -0.019 (0.341) |
| 6.XDE0XRnD1 | 0.006 (0.761) | -0.322 (.0001) | -0.625 (.0001) | 0.438 (.0001) | -0.249 (.0001) | | -0.328 (.0001) | -0.154 (.0001) | 0.020 (0.321) | 0.024 (0.211) | 0.036 (0.081) | 0.012 (0.541) | 0.012 (0.561) | 0.049 (0.021) | -0.022 (0.251) |
| 7.XDE1XRnD0 | -0.079 (.0001) | 0.056 (0.001) | 0.525 (.0001) | -0.750 (.0001) | -0.571 (.0001) | -0.328 (.0001) | | -0.354 (.0001) | -0.050 (0.011) | -0.027 (0.161) | 0.002 (0.931) | 0.004 (0.851) | 0.098 (.0001) | -0.081 (.0001) | -0.012 (0.531) |
| 8.All_inc | -0.010 (0.601) | -0.492 (.0001) | -0.675 (.0001) | -0.353 (.0001) | -0.269 (.0001) | -0.154 (.0001) | -0.354 (.0001) | | 0.047 (0.021) | 0.054 (0.011) | 0.105 (.0001) | 0.014 (0.471) | 0.025 (0.231) | 0.035 (0.091) | 0.063 (0.001) |
| 9.SIZE | -0.027 (0.161) | 0.047 (0.011) | -0.031 (0.111) | 0.011 (0.591) | 0.013 (0.501) | -0.002 (0.911) | -0.040 (0.041) | 0.041 (0.031) | | -0.078 (.0001) | -0.166 (.0001) | -0.302 (.0001) | -0.023 (0.271) | 0.172 (.0001) | 0.421 (.0001) |
| 10.GPM | -0.191 (.0001) | -0.091 (.0001) | -0.031 (0.111) | -0.077 (.0001) | -0.067 (0.001) | -0.022 (0.251) | 0.034 (0.081) | 0.060 (0.001) | -0.137 (.0001) | | 0.117 (.0001) | -0.030 (0.131) | 0.148 (.0001) | 0.084 (.0001) | 0.091 (.0001) |
| 11.MTB | 0.088 (.0001) | -0.107 (.0001) | -0.053 (0.011) | -0.105 (.0001) | -0.111 (.0001) | -0.001 (0.951) | 0.057 (0.011) | 0.070 (0.001) | -0.280 (.0001) | 0.157 (.0001) | | 0.287 (.0001) | -0.008 (0.701) | -0.263 (.0001) | 0.106 (.0001) |
| 12.VOL | 0.136 (.0001) | -0.077 (.0001) | 0.005 (0.791) | -0.034 (0.081) | -0.040 (0.041) | 0.004 (0.841) | 0.041 (0.031) | -0.010 (0.591) | -0.350 (.0001) | 0.004 (0.851) | 0.287 (.0001) | | -0.028 (0.181) | -0.223 (.0001) | -0.097 (.0001) |
| 13.CEO | -0.130 (.0001) | -0.103 (.0001) | -0.028 (0.171) | -0.115 (.0001) | -0.132 (.0001) | 0.012 (0.561) | 0.098 (.0001) | 0.025 (0.231) | -0.022 (0.301) | 0.178 (.0001) | -0.008 (0.701) | -0.028 (0.181) | | 0.090 (.0001) | -0.001 (0.951) |
| 14.LSHR | -0.171 (.0001) | -0.003 (0.871) | -0.059 (0.001) | 0.056 (0.011) | 0.025 (0.221) | 0.049 (0.021) | -0.076 (0.001) | 0.029 (0.161) | 0.199 (.0001) | 0.055 (0.011) | -0.263 (.0001) | -0.223 (.0001) | 0.090 (.0001) | | -0.109 (.0001) |
| 15.FOR | 0.030 (0.121) | 0.047 (0.021) | 0.015 (0.441) | -0.032 (0.101) | -0.020 (0.311) | -0.021 (0.291) | 0.032 (0.101) | 0.001 (0.981) | 0.489 (.0001) | -0.035 (0.071) | 0.106 (.0001) | -0.097 (.0001) | -0.001 (0.951) | -0.109 (.0001) | |

1) 변수들의 정의는 〈표 3〉 참조.

2) 각 칸에서 위의 값은 상관계수이며, 아래 괄호안의 값은 p-값임.

기타 통제변수에 있어서도 <표 3>에서 살펴본 기초통계량과 일치하는 상관관계를 보이는 것을 알 수 있으며, 스피어만 상관관계도 일치하는 결과를 보여 해석을 생략한다. 전체적으로 기초통계량과 상관관계 분석 결과를 보면, 전년도 매출총이익률이 낮고 수익변동성이 높을수록 재무적 곤경기업이 될 가능성이 높다는 것을 보여준다. 또한 재무적 곤경에 처한 기업의 경영자는 재량적 비용을 감소시키거나 연구개발비 지출을 감소시킴으로써 단기 영업성과를 향상시키고자 하는 유인이 강하다는 것을 제시한다. 그리고 재무적 곤경기업의 경영자는 전문경영인인 경우가 높고 대주주 지분율과 외국인 지분율이 낮아 대리인 비용이 증가하며 외국인 투자자들의 모니터링 능력도 취약할 가능성을 암시한다.

4.2 다중로짓분석 결과

<표 5>는 재무적 곤경기업의 재량적 비용 절감 의사 결정에 대한 로짓분석 결과를 제시한다. 모형은 총 3개로 제시되며, 모형 1은 총재량적 비용 감소(XTDE)를 종속변수로 하며, 모형 2와 3은 총재량적 비용을 구성하고 있는 소비성경비(XDE)와 연구개발비(XRnD)이다.

우선 모형 1에서 DISTRESS는 양의 계수값(0.231)으로 5% 수준에서 유의한 값이다. 이는 재무적 곤경기업의 경우 총재량적 비용의 지출수준을 전년 대비 감소시키는 의사결정을 하는 경향이 높다는 것을 보여준다. 그리고 세분화된 원가별로 살펴보면 모형 2, 소비성 경비 감소(XDE)에 대한 DISTRESS는 양의 계수값(0.127)이지만 유의하지는 않다. 반면 모형 3, 연구개발비 감소(XRnD)에 대해서 DISTRESS는 1% 수준에서 유의한 양의 계수값(0.532)으로 이는 재무적 곤경기업일수록 연구개발비 지출을 감축

시킬 가능성이 유의하게 증가한다는 것을 의미한다.

<표 5>의 로짓분석 결과를 요약하자면 기업의 경영자는 재무적 압박 하에서 경영자의 재량적 의사결정에 의해 조정할 수 있는 총 재량적 비용 수준을 적극적으로 감소시키는 것을 제시하며, 총 재량적 비용 중에서도 연구개발투자와 같이 비용부담이 크고 지출 결과가 미래에 걸쳐 나타나는 투자를 유의하게 감축한다는 것을 의미한다.

이는 일반적인 예상과는 상반된 결과이다. 즉 기업의 전략적 목표는 생존과 성장일 것이고 경영자가 합리적이라면 재량적 비용을 구성하는 요소별로 기업가치에 미치는 유의한 영향 정도를 고려하여 선별적인 감축의사결정을 할 것이기 때문이다. 이러한 관점에서 비용 지출에 대한 효익 실현의 불확실성이 큰 소비성 경비에 대해서는 감축하고 미래 경제적 효익을 제공할 가능성이 가장 높은 연구개발비는 지출감축을 회피할 것이라 예상하였다. 그러나 본 연구 결과는 기업의 경영자가 주주 관점에서 기업가치를 극대화하는 의사결정을 하기 보다는 자신의 사적소비 및 효용 증대에 주안점을 두어 단기적인 시각의 비용감축 의사결정을 할 가능성이 높다는 것을 제시한다.

기타 통제변수로는 기업규모(SIZE)가 작을수록, 과거 매출총이익률(GPM)과 성장기회(MTB)가 낮을수록 재량적 비용지출을 감소시키는 것으로 나타나 과거 선행연구와 일치하는 것을 알 수 있다. 그리고 수익의 변동성(VOL)이 클수록 연구개발비지출이 감소하는 것으로 나타났다.

다음은 재무적 곤경기업만을 대상으로 경영자 유형에 따라 재량적 비용별 감축의사결정이 상이한지 살펴보았으며 그 결과는 <표 6>에 제시하였다. <표 6>에서 관심변수는 소유경영자를 나타내는 이분형 변수 CEO이며 종속변수는 <표 1>에서 비용별 감축 유형에 따라 구분한 4가지 변수가 된다. 우선 두가

〈표 5〉 재무적 곤경기업의 재량적 비용 감축 의사결정에 대한 로짓분석

| 종속변수(DE type) | XTDE=1 | | | XDE=1 | | | XRnD=1 | | |
|-----------------------|--------|----------------------------------|-----------------------|-------|------|-----------------------------------|--------|------|------|
| | 예상부호 | 모형 1 | 모형 2 | 모형 1 | 모형 2 | 모형 3 | 모형 1 | 모형 2 | 모형 3 |
| 상수항 | | 0.130 (0.089) | -1.218 (-0.667) | | | 4.399*** (2.718) | | | |
| DISTRESS | +/- | 0.231** (2.013) | 0.127 (0.943) | | | 0.532*** (4.404) | | | |
| SIZE | - | -0.046 (-0.789) | -0.077 (-1.142) | | | -0.188*** (-2.971) | | | |
| GPM | - | -0.566** (-2.235) | 0.403 (1.392) | | | -0.369 (-1.413) | | | |
| MTB | - | -0.209*** (-5.649) | -0.226*** (-5.509) | | | -0.214*** (-5.348) | | | |
| VOL | +/- | 0.353 (0.336) | -1.302 (-1.033) | | | 3.815*** (3.284) | | | |
| LSHR | +/- | -0.074 (-0.244) | -0.483 (-1.346) | | | 0.486 (1.511) | | | |
| FOR | + | -0.178 (-0.333) | -0.100 (-0.162) | | | 0.151 (0.266) | | | |
| KOSPI | ? | 0.151 (1.215) | -0.198 (-1.357) | | | 0.254* (1.928) | | | |
| 연도/산업 더미 포함 | | | | | | | | | |
| 관측수 | | 2,124 | 2,124 | | | 2,124 | | | |
| Pseudo R ² | | 0.072 | 0.203 | | | 0.187 | | | |
| Likelihood ratio | | 1327 | 980 | | | 1182 | | | |

1) 변수들의 정의는 〈표 3〉 참조.

2) 연도, 산업더미는 포함하였으나 지면의 효율성을 위하여 회귀계수는 보고하지 않음.

3) 괄호안은 추정계수에 대한 z값임. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.

지 비용에 대해서 모두 감소(All_dec) 또는 모두 증가(All_inc)시키는 경우에 대한 분석결과는 모형 1과 4에 제시하였다. 모형 1과 4에서 CEO는 모두 음(-)의 계수값(각각 -0.566과 -0.153)을 보이지만 모형 1, All_dec를 종속변수로 한 경우에만 5% 수준에서 유의하다. 결론적으로 재무 압박 상황에서 전문경영자에 비하여 소유경영자는 두가지 경비를

모두 감소(즉 소비성경비 감소와 연구개발비 감소)시키지 않는다는 것을 의미한다. 달리 말하면 소유경영자는 소비성경비를 감소시키지 않거나 연구개발비를 감소시키지 않는다는 것이 된다.

따라서 비용별 감축의사결정이 다른지 살펴볼 필요가 있으며 모형 2와 3이 이에 해당한다. 모형 2에서 소비성경비는 감소시키지 않고(증가시키되) 연구개

〈표 6〉 재무적 근경기업의 경영자 유형에 따른 재량적 비용 감축 의사결정에 대한 로짓분석

| 종속변수(DE type) | | <i>All_dec=1</i> | <i>XDE0XRnD1=1</i> | <i>XDE1XRnD0=1</i> | <i>All_inc=1</i> |
|-----------------------|------|------------------------------------|--------------------|----------------------------------|---------------------|
| | 예상부호 | 모형 1 | 모형 2 | 모형 3 | 모형 4 |
| 상수항 | | -12.090 (-0.017) | 4.380 (1.042) | -17.489 (-0.045) | -0.346 (-0.087) |
| CEO | -/+ | -0.566** (-2.507) | 0.371 (1.113) | 0.511** (2.093) | -0.153 (-0.459) |
| SIZE | - | -0.080 (-0.612) | -0.160 (-0.914) | 0.199 (1.368) | 0.004 (0.024) |
| GPM | - | -0.000 (-0.001) | -0.559 (-0.776) | 0.350 (0.616) | 0.139 (0.183) |
| MTB | -/+ | -0.293*** (-3.910) | 0.125 (1.528) | 0.082 (1.158) | 0.259*** (2.952) |
| VOL | +/- | 1.886 (0.963) | 0.457 (0.164) | -0.383 (-0.186) | -3.732 (-1.148) |
| LSHR | +/- | 0.285 (0.450) | -0.011 (-0.013) | -0.500 (-0.703) | 0.563 (0.621) |
| FOR | + | -1.422 (-0.995) | -0.287 (-0.143) | -1.496 (-0.906) | 4.328*** (2.630) |
| KOSPI | ? | -0.019 (-0.072) | 0.178 (0.483) | -0.182 (-0.611) | 0.144 (0.382) |
| 연도/산업 더미 포함 | | | | | |
| 관측수 | | 578 | 578 | 578 | 578 |
| Pseudo R ² | | 0.188 | 0.159 | 0.244 | 0.192 |
| Likelihood ratio | | 137.7 | 172.5 | 176.7 | 168.2 |

1) 변수들의 정의는 〈표 3〉 참조.

2) 연도, 산업더미는 포함하였으나 지면의 효율성을 위하여 회귀계수는 보고하지 않음.

3) 괄호안은 추정계수에 대한 z값임. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.

발비를 감소시키는 경우, XDE0XRnD1를 종속변수로 하였을 때 CEO는 양의 계수값(0.371)으로 나타났다. 한편 모형 3, XDE1XRnD0 (즉 소비성경비는 감소시키고 연구개발비는 증가시킨 경우)에 대한 CEO의 계수는 양의 계수값(0.511)으로 5% 수준에서 유의하다. 이를 해석하자면 소유경영자는 전문경영자에 비하여 소비성경비는 감소시

키워 연구개발비는 감소시키지 않는(증가시키는) 의사결정 성향이 높다는 것을 보여준다.

이상의 결과를 종합해 보면 소유경영자는 전문경영자에 비해 당장의 기업생존을 위하여 무차별적으로 모든 재량적 비용을 감소(*All_dec*) 시키는 대신, 기업의 주인으로써 장기적인 안목으로 비용별 속성을 고려하여 선택적인 감축의사결정을 한다는 것이다.

즉 소유경영자는 비용지출 결과가 불분명한 소비성 경비를 감축하여 당장의 기업생존을 도모하고자 하는 동시에 기업의 장기적인 성장에 필수적인 연구 개발비 지출에 있어서는 지속적인 지출을 감행한다는 결과(XDE1XRnD0)로서 본 연구의 가설을 지지한다.

달리 말하면 전문경영자의 경우 소유경영자에 비하여 기업의 경영성고가 좋지 않을 경우 교체될 위험이 높아지므로(장진호·신현한, 2005) 기업이 재무적 어려움에 처할수록 전문경영자의 위협회피 성향(최용용·배현정, 2011)이 증가할 것이라는 선행 연구를 지지하는 결과라 할 수 있다.

4.3 시장반응과 미래영업성과 분석 결과

다음은 재무적 곤경기업의 재량적 비용 절감 의사 결정에 대한 시장반응과 이러한 비용절감 의사결정이 미래 영업성과에 미치는 영향을 살펴보고자 한다.

우선 시장반응에 있어서, 투자자들은 기업의 장기 지속성장에 영향을 미치는 연구개발비에 대한 감축보다는 소비성 경비에 대한 감축을 더 긍정적으로 받아들일 것으로 예상하였다. 이에 대한 식 (5)의 분석결과는 <표 7>에 제시하였으며 종속변수는 시장조정 누적 초과수익률(t년 4월 1일 ~ t+1년 3월 31일까지 월별 초과수익률), CAR를 이용하였다.

모형 1~4에서 관심변수 XTDE, All_dec, XDE, XRnD는 모두 유의하지 않은 것으로 나타났다. 그러나 흥미로운 것은 모형 5에서 관심변수 XDE1XRnD0는 5%수준에서 유의한 양의 계수값 0.142로 나타났다. 이는 재무적 어려움에 직면한 기업의 경영자가

소비성 경비는 감소시키지만 연구개발비는 증가시키는 경우, 즉 비용별 선택적인 감소 의사결정을 하는 경우 시장이 긍정적으로 받아들이는 것을 제시한다.

이러한 시장 반응은 신호이론(information signaling hypothesis) 측면에서 설명이 가능하다. 즉 기업환경의 불확실성이 높고, 정보비대칭이 증가할수록 기업의 내부경영자는 기업의 내재가치 또는 유익한 사적정보를 외부투자자에게 전달하기 위해²³⁾ 선택적 비용 절감 의사결정을 할 가능성이 있다. 따라서 재무적 곤경 기업의 경영자가 미래 기업 성과의 향상과 성장성에 대한 자신감을 신호하고자 한다면 연구 개발비용 절감은 회피하고 소비성 경비를 절감하는 의사결정을 할 것이며 본 연구의 추가분석은 이를 지지하는 결과라 할 수 있다.

$$CAR_{i,t} = \alpha + \beta_1 DEtype_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 VOL_{i,t} + \beta_4 LSHR_{i,t} + \beta_5 FOR_{i,t} + \beta_6 AGE_{i,t} + \beta_7 \sum YD + \beta_8 \sum ID + \epsilon \quad \text{식(5)}$$

CAR : 시장조정 누적 초과수익률(t년 4월 1일 ~ t+1년 3월 31일까지 월별 초과수익률)

AGE : t년도 설립년수(Ln(설립연도-기준연도))

이외 변수에 대한 설명은 식(3)과 같음.

그렇다면 재량적 비용 절감 의사결정이 향후 기업의 영업성과에 어떠한 영향을 미치는 지식 (5)를 설정하여 회귀분석을 해 보았다. 회귀분석 결과는 <표 8>에 제시하였으며 종속변수는 향후 2개년(t+1 ~ t+2)의 누적 평균 총자산수익률(ROA)이고, 총자산수익률은 감가상각비 차감전 영업이익(EBITDA)

23) 예를 들어 기업의 내부경영자는 현재의 주가가 내재가치보다 낮게 평가되어 있다는 정보를 외부투자자에게 알리는 위해 자사주 취득을 하며 이는 신호의 역할(information signal hypothesis)로 설명된다(Dann, 1981).

〈표 7〉 재무적 곤경기업의 재량적 비용 감축 의사결정에 따른 시장성과(누적초과수익률)

| 독립변수(DE type) | | <i>XTDE=1</i> | <i>All_dec=1</i> | <i>XDE=1</i> | <i>XRnD=1</i> | <i>XDE1XRnD=1</i> |
|----------------|------------|-------------------------|---------------------------|-------------------------|---------------------------|---------------------------|
| | 예상부호 | 모형 1 | 모형 2 | 모형 3 | 모형 4 | 모형 5 |
| 상수항 | | 2.050** (2.312) | 2.007** (2.271) | 2.069** (2.335) | 2.090** (2.362) | 2.103** (2.385) |
| DE type | -/+ | 0.027 (0.448) | -0.075 (-1.222) | 0.058 (0.816) | -0.082 (-1.349) | 0.142** (2.116) |
| SIZE | - | -0.111*** (-3.257) | -0.110*** (-3.239) | -0.111*** (-3.265) | -0.112*** (-3.287) | -0.113*** (-3.333) |
| VOL | - | -1.331** (-2.569) | -1.313** (-2.540) | -1.325** (-2.562) | -1.303** (-2.521) | -1.312** (-2.546) |
| LSHR | + | 0.592*** (3.480) | 0.597*** (3.513) | 0.594*** (3.491) | 0.597*** (3.511) | 0.599*** (3.533) |
| FOR | + | 0.368 (0.961) | 0.309 (0.816) | 0.375 (0.985) | 0.306 (0.807) | 0.363 (0.964) |
| AGE | - | -0.030 (-0.596) | -0.021 (-0.427) | -0.031 (-0.626) | -0.020 (-0.397) | -0.027 (-0.536) |
| KOSPI | ? | 0.087 (1.114) | 0.083 (1.065) | 0.089 (1.140) | 0.083 (1.065) | 0.088 (1.139) |
| 연도/산업 더미 포함 | | | | | | |
| 관측수. | | 578 | 578 | 578 | 578 | 578 |
| Adj. R2 | | 0.112 | 0.115 | 0.113 | 0.120 | 0.125 |
| F-value | | 3.454 | 3.712 | 3.482 | 3.241 | 3.431 |

1) 변수들의 정의는 〈표 3〉 참조.

2) 연도, 산업더미는 포함하였으나 지면의 효율성을 위하여 회귀계수는 보고하지 않음.

3) 괄호안은 추정계수에 대한 t값임. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.

을 평균 총자산으로 나눈 수익률을 이용하였다.²⁴⁾

모형 1과 2에서 관심변수 *XTDE*와 *All_dec*는 모두 음(-)의 계수값(-0.008과 -0.021)이지만 *All_dec*만이 5%수준에서 유의하다. 이를 해석하자면 재무적 곤경기업의 경영자가 소비성경비와 연구개발비를 모두 감소시키는 경우 미래 영업성과가 하락한다는 것을 제시한다.

모형 3에서 *XDE*는 유의한 영향을 미치지 않지만 모형 4, *XRnD*는 5%수준에서 유의한 음(-)의 계수값, -0.024를 나타낸다. 나아가 모형 5에서 *XDE1XRnD*는 1%수준에서 유의한 양(+)의 계수값 0.030으로 나타났다.

이는 예상과 일치하는 결과로 소비성 경비와 연구개발비는 상이한 비용의 속성으로 인해 비용의 선택

24) 만약 A 기업의 t+1년과 t+2년의 ROA가 각각 10%와 15%일 경우, 본 연구에서 종속변수로 사용되는 미래 누적 평균 총자산 수익률은 12.5%((10%+15%)/2)가 된다.

(표 8) 재무적 곤경기업의 재량적 비용 감축 의사결정에 따른 미래 영업성과(미래 2개년의 평균 총자산수익률)

| 독립변수(DE type) | 예상부호 | <i>XTDE=1</i> | <i>All_dec=1</i> | <i>XDE=1</i> | <i>XRnD=1</i> | <i>XDE1XRnD0=1</i> |
|----------------|------------|---------------------------|-----------------------------|-------------------------|-----------------------------|----------------------------|
| | | 모형 1 | 모형 5 | 모형 2 | 모형 3 | 모형 4 |
| 상수항 | | -0.156 (-1.000) | -0.156 (-1.005) | -0.151 (-0.967) | -0.106 (-0.679) | -0.132 (-0.853) |
| DE type | -/+ | -0.008 (-0.772) | -0.021** (-2.134) | 0.009 (0.751) | -0.024** (-2.456) | 0.030*** (2.915) |
| SIZE | + | 0.001 (0.233) | 0.001 (0.143) | 0.001 (0.175) | -0.000 (-0.025) | -0.000 (-0.002) |
| GROWTH | + | 0.000 (0.027) | 0.000 (0.068) | 0.001 (0.169) | 0.000 (0.060) | 0.002 (0.303) |
| LSHR | + | 0.125*** (4.573) | 0.126*** (4.639) | 0.126*** (4.591) | 0.125*** (4.602) | 0.128*** (4.716) |
| FOR | + | 0.298*** (4.257) | 0.297*** (4.280) | 0.311*** (4.431) | 0.291*** (4.196) | 0.316*** (4.577) |
| AGE | - | -0.011 (-1.279) | -0.010 (-1.160) | -0.012 (-1.412) | -0.010 (-1.094) | -0.011 (-1.279) |
| KOSPI | ? | 0.011 (0.789) | 0.010 (0.750) | 0.011 (0.806) | 0.011 (0.792) | 0.012 (0.872) |
| 연도/산업 더미 포함 | | | | | | |
| 관측수. | | 384 | 384 | 384 | 384 | 384 |
| Adj. R2 | | 0.267 | 0.259 | 0.269 | 0.281 | 0.283 |
| F-value | | 3.871 | 3.892 | 3.900 | 4.153 | 4.183 |

1) 변수들의 정의는 <표 3> 참조.

2) 연도, 산업더미는 포함하였으나 지면의 효율성을 위하여 회귀계수는 보고하지 않음.

3) 괄호안은 추정계수에 대한 t값임. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.

적 절감의사결정이 향후 기업의 장기성과에 상이한 영향을 미치는 것을 확인한 것이다. 즉 소비성 경비는 기업의 장기 성장 및 존속 가능성에 미치는 영향이 유의하지 않은 반면, 연구개발비는 장기 지속성장을 위한 원동력이 되기 때문에 재무 곤경 상황에서도 연구개발비의 지속적인 지출의사결정은 기업의 생존에 긍정적인 영향을 준다는 것을 제시한다. 특히 연구개발비 지출은 증가시키고 소비성 경비는 감축하는(XDE1XRnD0) 재량적 비용별 선택적인 감

축의사결정은 재무적 곤경 상황을 극복하고 미래 기업가치를 향상시킬 수 있는 합리적인 의사결정이라는 것을 암시한다.

통제변수 중 대주주 지분율(LSHR)과 외국인 지분율(FOR)은 증가할수록 미래 기업성과를 향상시키는 것으로 나타나 대주주의 이해일치로 인한 대리인 비용의 감소와 외국인 투자자의 모니터링 역할이 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 제시한다. 한편 기업연령(AGE)은 증가할수록 성장기회가

감소하여 미래 성과에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

$$\begin{aligned}
 ROA_{i,(t+1,t+2)} = & \alpha + \beta_1 DEtype_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} \\
 & + \beta_3 GROWTH_{i,(t-2,t-1,t)} \\
 & + \beta_4 LSHR_{i,t} + \beta_5 FOR_{i,t} \\
 & + \beta_6 AGE_{i,t} + \beta_7 \sum YD \\
 & + \beta_8 \sum ID + \epsilon
 \end{aligned}
 \quad \text{식(6)}$$

ROA : t+1와 t+2기의 평균 총자산수익률 (총 자산수익률=(감가상각비 차감전 영업이익(EBITDA))/평균총자산)
 GROWTH: 과거 3개년 평균 매출액 성장률(t-2부터 t년도까지의 평균 매출액 성장률)
 이의 변수에 대한 설명은 식(3)과 같음.

V. 결론

본 연구는 재무적 어려움에 직면한 기업의 경영자가 당장의 기업 생존과 관련된 문제를 해결하기 위하여 어떠한 재량적 비용 지출 의사결정을 하는지 분석하였다. 더 나아가 재량적 비용 절감 의사결정이 소유경영자와 전문경영자에 따라 차이가 있는지 살펴보았다.

재무적 곤경에 처한 기업의 경영자는 경영자에게 상대적으로 많은 재량권이 부여되어 있는 재량적 비용을 감소시키고자 할 것으로 예상하였으며, 본 연구에서는 교육훈련비와 복리후생비, 접대비, 광고선전비, 그리고 연구개발비를 재량적 비용이라 총칭하였다. 그리고 재량적 비용 중에서 연구개발비는 미래경제적 효익을 제공할 가능성이 가장 높은 투자인

반면 그 외 비용은 투입된 자원과 산출간에 명확한 인과관계가 불분명하며 해당 항목의 지출 타당성이 불분명하므로 소비성 경비로 구분하였다.

실증분석 결과, 기업의 경영자는 경영악화 상황에서 경영자의 재량적 의사결정에 의해 결정되는 재량적 비용을 적극적으로 절감하는 것으로 나타났으며, 재량적 비용 중에서도 연구개발투자와 같이 위험부담이 크고 많은 노력이 소요되는 투자를 유의하게 감축하는 것으로 나타났다.

그러나 재무적 곤경기업의 소유경영자는 전문경영자에 비해 소비성 경비를 감축하는 반면 연구개발비 지출은 증가시키는 의사결정을 하는 것으로 나타났다. 이를 해석하자면 소유경영자는 자신의 사적 효용이나 단기적인 경영성과에 관심을 두기 보다는 기업의 주인으로서 장기적인 시각으로 기업성과와 미래기업가치를 향상시킬 수 있는 의사결정을 한다는 것을 제안한다.

나아가 시장반응에 대한 분석 결과, 재무적 곤경기업의 재량적 비용 절감 행태 중에서 소비성 경비는 감소시키되 연구개발비는 감소시키지 않는(즉 증가시키는) 경우는 높은 누적초과수익률을 보고하였다. 또한 이러한 재량적 비용별 선택적인 감축 의사결정은 미래 총자산수익률을 향상시키는 것으로 나타나 시장반응과 일관된 결과를 보였다. 이러한 분석 결과는 재무적 곤경 하에서 소비성 경비는 감축하되 연구개발비는 증가시키는 선택적 비용 절감 의사결정이 재무적 곤경상황을 극복하고 미래 기업가치를 향상시킬 수 있는 합리적인 의사결정에 해당한다는 것을 제공하는 증거이다.

본 연구는 재량적 비용을 소비성 경비와 연구개발비로 구분하여 기업의 상황 중 특정 상황인 재무적 곤경 상황에서 어떠한 재량적 비용 절감 행태를 보이는지 살펴보았다는 점에서 선행연구와 차별성이

있다. 결론적으로 선택적인 재량적 비용별 절감의사 결정이 향후 기업에 어떠한 영향을 줄 것인지에 대한 연구결과를 제시함으로써, 기업 내부적으로는 경영자의 재량적 비용과 관련한 의사결정에 지침으로 활용될 수 있으며, 외부적으로는 정보이용자들의 투자 의사결정의 방향을 제시해 줄 것으로 기대된다. 한편 본 연구 주제와 관련하여 재무적 곤경기업의 경영자가 해당계정(소비성경비와 연구개발비)을 어느 정도 까지 줄이는지, 그리고 언제 줄이는 지에 대한 문제는 중요한 주제일 것이며 이에 대한 분석은 향후 연구과제로 남겨두고자 한다.

참고문헌

- 고윤성 · 이진훤(2011), "집대비지출의 타비용 대체처리와 조세회피에 대한 연구," **세무학연구**, 23(2), 101-132.
- 김지홍 · 배지현 · 고재민(2009), "실제 이익조정이 장기 경영성과에 미치는 영향," **회계학연구**, 34(4), 31-70.
- 김지홍 · 고재민 · 고윤성(2008), "적자회피 및 이익평준화를 위한 실제 이익조정 활동," **회계저널**, 17(4), 31-63.
- 김동훈(2009), "집대비지출의 규제가 기업경영에 미치는 영향," **경영교육연구**, 54, 1-25.
- 김덕영 · 이영식(1993), "한국의 기업 연구개발투자모형에 관한 연구," **경제학연구**, 41(1), 1051-1076).
- 김안국(2002), "기업교육훈련의 생산성효과 분석," **경제학연구**, 50(3), 341-367.
- 김연용 · 신건권(2004), "교육훈련비지출에 영향을 미치는 재무적 특성요인에 관한 연구," **대한경영학회지**, 46, 2309-2321.
- 김연용 · 장원경 · 기현희(2006), "무형자산의 기업가치관련성에 관한 연구," **대한경영학회지**.
- 김정인 · 오동훈 · 이종하(2012), "연구개발투자의 경제적 파급효과 분석," **재정정책논집**, 14(2), 3-31.
- 김새로나 · 양동훈(2012), "원가의 비대칭성과 보수주의 관련성," **세무와회계저널**, 13(2), 197-227.
- 구정호 · 박연희 · 백태영(2009), "전략적 선택에 따른 원가행태의 비대칭성," **회계저널**, 18(4), 65-92.
- 노용진 · 채창균(2009), "기업 내 교육훈련이 경영성과 효과," **노동정책연구**, 9(2), 67-93.
- 문원형(2006), "집대비실명제가 집대비 지출수준 및 수익 관련성에 미치는 영향," **연세대학교 석사논문**.
- 류장수(1997), "한국제조업체의 교육훈련투자규모와 결정요인," **경제학연구**, 45(4), 4227-4249.
- 류장수(1995), "한국기업의 교육훈련투자결정요인과 효과 분석," **한국노동교육원**.
- 박정윤 · 이미용(2003), "윤리성변수를 이용한 기업부실예측: 집대비 및 복리후생비를 중심으로," **경영학연구**, 32(2), 499-522.
- 박종원 · 안성만(2014), "재무비율을 이용한 부도예측에 대한 연구: 한국의 외부감사대상기업을 대상으로," **경영학연구**, 43(3), 639-669.
- 박윤옥 · 양동우(2010), "연구개발비 및 기타 무형자산 관련 투자가 기업성과에 미치는 영향에 관한 실증연구," **기업가 정신과 벤처연구**, 14(1), 27-46.
- 박종국 · 백태영(2006), "재량적원가의 추세와 결정요인," **관리회계연구**, 6(2), 33-57.
- 변현수 · 김석진(2006), "재무곤경과 기업의 부채선택: 금융위기를 중심으로," **경영학연구**, 35(4), 1035-1073.
- 송승아 · 안태식 · 정형록(2010), "한국제조기업의 비대칭적 원가행태에 대한 재조명," **회계저널**, 19(1), 253-280.
- 신건권 · 정군오 · 김연용(2003), "교육훈련비가 기업의 경영성과에 미치는 영향에 관한 연구 - 패널분석을 중심으로 -," **회계정보연구**, 21, 173-185.
- 서지성(2008), "무형자산성 지출의 회계처리방법에 따른 기업가치관련성," **국제회계연구**, 24, 317-336.
- 손원익(1997), "집대비 관련세제의 정책방향," **한국조세연**

- 구원 발간자료.**
- 송인만 · 최신재(2001), "경영자의 전략적 회계선택: 회계 변경과 재정적발생액의 선택을 중심으로," **회계학 연구**, 26(1), 105-126.
- 이계원(2005), "자유재량적비용지출이 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구," **세무와회계저널**, 6(4), 7-31.
- 이용규 · 환경찬(2005), "원가의 행태와 경영자 유형," **관리 회계연구**, 5(2), 1-23.
- 이상만(1994), "연구개발비와 광고비지출의 이익예측력에 관한 연구: 경상이익 예측력을 중심으로," **단국대학교 대학원 박사학위논문.**
- 정운오 · 박찬용 · 박종일(2008), "법인세율의 변화가 기업의 접대비지출에 미치는 영향," **경영학연구**, 37(1), 165-195.
- 장진호 · 신현환(2005), "최고경영자 교체에 영향을 미치는 요인분석: 경영성과, 전문경영자, 대규모기업집단," **경영학연구**, 34, 289-311.
- 장승현 · 백태영(2009), "기업의 경영조건이 비대칭적 원가 행태에 미치는 영향: 원가관리와 이익조정 역할," **회계학연구**, 34(4), 71-107.
- 정혜영 · 조성인(2004), "무형자산 관련 회계정보의 기업가치 관련성에 관한 연구," **회계학연구**, 29(3).
- 정혜영 · 전성일 · 김현중(2003), "연구개발비 정보의 기업가치 관련성에 관한 연구: 산업별비교," **경영학연구**, 32(1), 257-282.
- 조성표 · 정재용(2001), "연구개발지출의 다기간 이익효과 분석," **경영학연구**, 30(1), 289-313.
- 최수미(2008), "접대비지출실태 및 접대비가 수익성에 미치는 영향," **회계연구**, 12(1), 1-21.
- 최정호(1994), "광고비 및 연구개발비가 기업가치에 미치는 영향," **회계학연구**, 19, 103-124.
- 최원욱 · 김갑순 · 이영환(2005), "법인세법상 접대비 손금 한도 초과지출액의 수익관련성에 대한 연구," **세무학연구**, 22(4), 87-121.
- 최용용 · 배현정(2011), "소유와 경영의 분리가 경영자의 위험성향에 미치는 영향," **회계저널**, 20(3), 213-230.
- 한상희(2001), "접대비지출의 업종별 차이와 기업특성에 관한 연구," 석사학위논문. **고려대학교 대학원.**
- 함창모 · 김진덕 · 조문기(2010), "기업의 교육훈련비가 경영성과에 미치는 영향," **회계연구**, 15(1), 285-308.
- 한진환(2006), "교육훈련이 노동생산에 미치는 시차효과," **회계연구**, 11(1), 285-304.
- 하봉찬 · 최홍봉(2010), "교육훈련투자가 생산성에 미치는 효과분석: 부산시 선도기업을 중심으로," **한국경제지리학회지**, 13(4), 697-709.
- Anderson, M. C., R. D. Banker, and S. N. Janakiraman (2003), "Are selling, General, and Administrative Costs 'Sticky?," *Journal of Accounting Research*, 4, 47-63.
- Anderson, S. W., and W. N. Lanen(2007), "Understanding Cost Management : What Can We Learn from the Evidence on "Sticky Costs?," *Working Paper, Rice University.*
- Ben Zion, U.(1978), "The Investment Aspect of Nonproduction Expenditure: An Empirical Test," *Journal of Economics and Business*, 30, 224-229.
- Barton, J.(2001), "The Balance Sheet as an Earnings Management Constraint," *The Accounting Review.*
- Bartov, E.(1993), "The Timing of Asset Sales and Earnings Manipulation," *Accounting Review.*
- Bhagat S., and I. Welch(1995), "Corporate Research & Development Investments International Comparisons," *Journal of Accounting and Economics*, 19, 443-470.
- Branch, B.(1974), "Research and Development Activity and Profitability: A Distributed lag Analysis," *Journal of Political Economy*, 82.
- Bublitz, B., and M. Ettredge(1989), "The Information Discretionary Outlays: Advertising, Research and Development," *Accounting Review*, 108-124.

- Chau, G., P. Leung(2006), "The Impact of Board Composition and Family Ownership on Audit Committee Formation: Evidence from Hong Kong," *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 15(1), 1-15.
- Chauvin, K. W., and M. Hirschey(1993), "Advertising, Research and Development Expenditures and the Market Value of the Firm," *Financial Management*, 128-140.
- Chen, S., X. Chen, Q. Cheng, and T. Shevlin(2010), "Are Family Firms More Tax Aggressive than Non-family Firms?," *Journal of Financial Economics*, 95(1), 41-61
- Cohen, D. A., A. Dey, and T. Z. Lys(2008), "Real and Accrual Based Earnings Management in the Pre- and Post-sarbanes-oxley Periods," *The Accounting Review* 83, 757-787.
- Dann, L.Y.(1981), "Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders," *Journal of Financial Economics* 9(2), 113-138.
- Davidson, S.(1969), "Accounting and Financial Reporting in Seventies," *Journal of Accountancy* 128, 29.
- Devereau, M., and F. Shinantarelli(1989), "Investment, Financial Factors and Cash Flow: Evidence from U.K. Panel Data," *NBER Working Paper*.
- Edvinsson, L., and M. S. Malone(1997), "Intellectual Capital," *Harpercollins Publishers Inc*.
- Fazzari, S.M., and M.J. Athey(1987), "Asymmetric Information, Financing Constraints, and Investment," *The Review of Economics and Statistics*, 69.
- Graham, J. R., C. R. Harvey, and S. Rajgopal(2005), "The Economic Implications of Corporate Financial Reporting," *Journal of Accounting and Economics*, 40, 3-73.
- Grabowski, H.G.(1968), "The Determinants of Industrial Research and Development: A Study of the Chemical, Drug, and Petroleum Industries," *Journal of Political Economy*, 76, 292-306.
- Gibson, R.(1996), "Rethinking the Future," *Nicholas Brealey Publishing, London*.
- Han, Bong H., and David Manry(2004), "The Value Relevance of R&D and Advertising Expenditures: Evidence from Korea," *The International Journal of Accounting*, 39, 155-173.
- Hirschey, M.(1982), "Intangible Capital Aspects of Advertising and R&D Expenditures," *The Journal of Industrial Economics*, 15.
- Hirschey, M., J.J. Weygandt(1985), "Amortization Policy for Advertising and Research and Development Expenditures," *Journal of Accounting Research*, 23.
- Horngren, C. T., G. Foster, and S. M. Datar(2000), "Cost Accounting," *10th edition: Prentice Hall*.
- Jensen, Michael, and William. H. Meckling(1976), "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kraiger, K.(2003), "Perspectives on Training and Development," *Handbook of Psychology*.
- Lev, B., and T. Sougiannis(1996), "The Capitalization, Amortization, and Value Relevance of R&D," *Journal of Accounting and Economics*, 21, 107-138.
- Pakes, A., and M. Schankerman(1984), "The Rate of Obsolescence of Patents, Research Gestation Lags, and the Private Rate of Return to Research Resources," *nber.org*.

Roychowdhury, S.(2006), "Earnings Management through Real Activities Manipulation," *Journal of Accounting and Economics* 42, 335-370.

Sougiannis, T.(1994), "The Accounting Based Valuation of Corporate R&D," *The Accounting Review*, 69, 44-68.

Tharenou, P., A.M. Saks, and C. Moore(2007), "A Review and Critique of Research on Training and Organizational-level Outcomes," *Human Resource Management Review*, 17, 251-273.

Financially Distressed Firms and Their Strategies to Reduce Discretionary Expenses*

Seun-Young Park** · Yunsung Koh***

Abstract

We examine whether financially distressed firms (henceforth FD firms) adopt strategies for reducing discretionary expenses in order to solve their urgent issues related to immediate survival. We further analyze that their adoption behavior varies across types of CEO - owner managers vs. non-owner managers. In this study, education or training expenses, employee benefits, advertisement expenses, entertainment expenses, and research & development (henceforth R&D) expenditures are regarded as discretionary items which managers have discretions to disburse.

From non-financial industry firms which have been consecutively listed in KOSPI and KOSDAQ from 2004 to 2010, we select 578 FD firms for analysis sample, and 1,546 non-FD firms for matching sample to compare with. Based on both samples, we have the empirical results as follows: First, discretionary expenses in sum have significantly decreased during the periods of financial distress. In particular, R&D expenditures which require high-risk and high-effort deem higher priority of reduction. Second, owner managers and non-owner managers show different behavior when they choose expense-reducing strategies. Owner managers rather increase R&D expenditures and decrease other expendable expenses, contrary to the behavior of non-owner managers. Third, FD firms which increase R&D expenditures show significantly better performance not only in their future operations (measured as return on assets) but also in the stock markets (measured as abnormal returns) compared to their counterparts.

* This work was supported by the National Research Foundation of Korea Grant funded by the Korean Government. [NRF-2014S1A5B5A01015270]

** Ph.D. in Accounting, College of Business Administration, Ewha Womans University, First Author

*** Associate Professor, College of Business, Hankuk University of Foreign Studies, Corresponding Author

Thus the study provide useful information for internal managers who try to escape from financial distresses by showing that firms future performance significantly differs according to their strategies of reducing various discretionary expenses. It also confers a guideline on present and potential investors who make rational decisions to invest.

Key words: financially distressed firms, discretionary expenses, R&D expense, CEO type, operating performance

-
- 저자 박선영은 현재 이화여자대학교 경영대학에서 회계전공 과목을 강의하고 있다. 이화여자대학교 경영대학 국제사무학과를 졸업하였으며, KDI 국제정책대학원에서 경영학석사, 이화여자대학교에서 경영학 박사를 취득하였다. 박사 학위 취득 이후에는 한국연구재단 박사후국내연수지원사업에 선정되어 한국외국어대학교에서 박사후연구원으로 재직하였다.
 - 저자 고윤성은 연세대학교에서 경영학 박사를 취득하고, 현재 한국외국어대학교 경영대학 부교수로 재직 중이다. 주요 저서로는 “가족구성원의 경영참여 정도가 가족기업 경영에 미치는 영향” (회계저널, 2013), “Agent or structure for principal-principal conflicts? Audit firms versus foreign ownership in the Asian context” (Asian Business & Management, 2014), “The effect of financial factors on firms’ financial and tax reporting decisions.” (Asian Review of Accounting, 2015)이 있다.