경영자능력이 원가비대칭성에 미치는 영향에 관한 연구

김새로나*, 최준혁**

< 목 차 >

I. 서론	4.1 기술통계량과 상관관계분석
II. 선행연구 검토와 가설	4.2 경영자능력과 비대칭적 원가행태의 관련성 분석 결과
2.1 선행연구의 개관	4.3 대주주지분율을 반영한 분석결과
2.2 연구가설의 도출	V. 추가분석
III. 연구의 설계	5.1 총원가 및 매출원가를 이용한 분석
3.1 변수 및 모형	5.2 총원가-매출원가를 이용하여 대주주지분율 을 반영한 분석
3.1.1 경영자능력 측정	VI. 결론
3.1.2 원가비대칭성 측정	<참고문헌>
3.1.3 연구모형 설정	<Abstract>
3.2 표본 선정	
IV. 실증 결과	

국문초록

본 연구는 Demerjian et al.(2012)이 제안한 방법론에 의한 경영자 능력과 원가행태간의 관련성을 검증함으로써, 우수한 경영자는 원가와 관련한 의사결정을 어떻게 하는지 규명하는데 목적을 두고 있다. 아울러, 본 논문에서는 경영자능력이 원가행태에 미치는 영향에 대한 지배구조의 영향을 대주주지분율을 통해 확인해 보았다.

본 연구는 2010년부터 2018년까지 12월 결산 상장법인(금융업 제외)을 최종표본으로 선정하여 실증분석을 실시하였다. 실증 결과는 다음과 같다. 첫째, 경영자의 능력이 좋을수록 매출 증가 시 판매비와관리비가 증가하는 정도보다 매출 감소 시 판매비와관리비의 감소하는 정도가 작은 하방경직적 원가행태가 나타났다. 둘째, 대주주지분율을 고려하여 경영자능력이 원가 비대칭성에 대해 미치는 영향을 분석한 결과, 대주주지분율이 높아 경영자에 대한 감시·감독의 수준이 강하고 경영자와 대주주 사이의 이해관계가 일치할 가능성이 높은 집단에서 경영자의 능력과 하방경직적 원가행태 사이의 관계가 잘 나타났다. 이는 유능한 경영자의 하방경직적 원가행태가 기회주의적 동기보다는 주로 기업가치 극대화 동기에서 비롯되었다는 해석을 지지한다.

본 연구는 경영자능력이 원가행태에 미치는 영향을 검증하고 유능한 경영자의 하방경직적 원가의사결정은 집중화된 지배구조에서 뒷받침되고 있음을 확인함으로써, 기업의 원가의사결정에 영향을 미치는 요인으로 경영자능력과 기업지배구조를 함께 고려하였다는 점에서 의의가 있다.

핵심 주제어: 경영자능력, 원가의 비대칭성, 원가행태, 대주주지분율

* 경상국립대학교 회계학과 부교수 (제1저자, ksaerona@gnu.ac.kr).

** 동국대학교 회계학과 연구조교수 (교신저자, fester@dongguk.edu).

I. 서론

본 논문은 Demerjian, Lev, and McVay(2012)이 DEA(Data Envelope Analysis)에 의해 측정된 경영자의 능력이 기업의 원가행태에 미치는 영향을 검증한 연구이다. 경영자의 능력은 기업에 있어 중요성이 높은 무형자산의 하나로 인적자원의 중요한 요소이며, 영업상의 효율성과 관련되는 중요한 자원이다(Demerjian et al., 2012). 경영자는 기업의 영업, 재무, 투자활동 등의 다양한 분야에 걸쳐 중요한 의사결정의 핵심 역할을 담당하며, 기업 의사결정의 궁극적인 목적은 기업가치 극대화에 있으므로 경영자의 능력은 직접적으로 기업가치에 영향을 끼칠 수 밖에 없다. 따라서, 경영자가 지닌 능력이 경영활동의 다양한 의사결정과 기업성과에 미치는 영향에 대한 연구가 회계학 분야에서 활발히 진행되어 왔다(Baik, Farber, & Lee, 2011; Demerjian et al., 2012). 다수 선행연구들은 경영자의 능력이 우수할수록 높은 순현재가치의 사업에 투자하고, 효율적으로 세금을 절감하며, 이익의 질이 높아지고 자기자본비용이 감소하는 등, 기업의 전반적인 위험수준이 낮아져 외부 이해관계자에게 긍정적인 기업가치에 대한 기대를 준다는 관점을 지지하고 있다(Chemmanur & Paeglis, 2005; Demerjian et al., 2012; Andreou, Ghysels, & Kourtelloset, 2013; Bonsall & Holzman, 2017; Koester, Shevlin, & Wangerin, 2016; Cornaggia, Cornaggia, & Hund, 2017).

이와는 반대로, 경영자가 주주와 이해관계가 상충되는 경우, 자신이 쌓아온 명성이나 지위 등을 유지하기 위한 기회주의적 동기로 경영활동을 수행할 가능성이 있다(Francis, Olsson, & Schipper, 2008). 경영자 능력이 우수하여 사회적으로 좋은 명성이 구

축된 경영자들은 추가적인 보상을 받을 수 있는데(Falato, Li, & Milbourn, 2011; Graham, Harvey, & Puri, 2011), 능력이 뛰어난 경영자는 탁월한 미래 예측능력과 정확한 판단력을 활용하여 자신의 명성 유지 및 실적향상을 위한 이익조정을 더 많이 실시하고(Malmendier & Tate, 2009), 이익유연화와 공격적인 조세회피 전략 등 회계부정 행위에 더 많이 가담하기도 한다(Koester et al., 2016; Park, Ko, Jung, & Lee, 2016).

경영자의 능력이 기업에 미치는 영향에 관한 선행연구들에 비추어 볼 때, 경영자의 능력은 기업의 이익 및 본인의 권한에 직접적으로 영향을 미치는 원가관련 의사결정에도 유의미한 영향력을 미칠 것으로 예상할 수 있다. 특히 경영자가 기업가치 극대화 측면과 기회주의적 측면 중 어떤 유인에 동기화되어 원가행태 의사결정을 실시하는지에 대한 물음은 실증적으로 확인할 가치를 지닌다고 볼 수 있다.

Anderson, Banker, and Janakiraman(2003)이 원가의 하방경직성을 발견한 이후로, 연구자들은 조업도의 증감에 상관없이 원가는 대칭적인 행태를 보인다는 전통적인 원가행태의 가정이 문제가 있음을 인식하게 되었다. Anderson et al.(2003) 이후의 후속 연구들은 기업의 활동이 늘어날 때 원가를 늘리는 것보다 활동이 줄어들 때 원가를 줄이는 것이 더 어려워, 활동수준 감소에 따라 원가를 비례적으로 감소시키지 않는 현상인 하방경직성을 확인하였다. Anderson et al.(2003)은 제품수요가 제품공급보다 적어지면 수요가 다시 회복될 경우 발생할 수 있는 기회비용 등을 고려하여 원가감소 의사결정을 소극적으로 실시함으로써 원가 하방경직성이 나타난다고 지적한다. 이와 같은 원가 비대칭성은 경영자와 기업 지배구조의 특성(이용규, 한경찬, 2005; 이상철,

2014) 및 미래 수익성에 대한 경영자의 기대를 반영한 결과로 보는 시각도 있으며(Anderson & Lanen, 2007; 박연희, 구정호, 배수일, 2012), 대리인 문제가 발생하는 경우 경영자의 제국건설형(empire-building) 투자에서 비롯된 특권적 소비가 비대칭적 원가행태를 유발시킨다는 견해도 공존한다(Anderson et al., 2003; Chen, Lu, & Sougiannis, 2012). 이러한 원가행태는 기업의 이익분석에 중요한 지표로 활용되므로 원가행태 파악을 통해 효율적으로 원가관리를 수행하는 것은 기업에 있어 핵심의사결정 사항이다. 즉, 경영자는 조업도 대비 비효율적으로 높은 원가를 투입하는 활동을 찾아 이를 개선함으로써 기업의 경영성과를 향상시킬 수 있다. 또한, 투자자 및 재무분석가 등 외부이해관계자들은 기업의 원가행태를 이해함으로써 수익성 분석 및 기업가치 평가에 활용할 수도 있을 것이다(Banker & Chen, 2006).

이와 같은 원가행태의 유용성으로 인해 다양한 연구가 이루어져 왔으며, 원가행태의 결정요인으로 경영자의 특성 등 다양한 요인이 제기되어 왔다. 그런데 기업의 수익 창출에 경영자의 능력이 중요한 요인으로 작용할 수 있음에도 불구하고, 수익성을 결정짓는 원가관련 의사결정에 대한 영향에 대해서는 연구가 미비한 실정이다. 이에 본 연구는 경영자 능력이 원가행태에 미치는 영향을 검증함으로써 해당 분야의 연구를 확장하고자 한다.

원가행태는 원가에 대한 경영자의 판단이 반영된 의사결정의 산물로 매출 감소 시 잉여자원에 대한 경영자의 판단에 따라 방향과 크기가 결정되며(장승현, 백태영, 2009), 경영자의 사익추구 유인 및 기업의 미래 수익성에 대한 경영자의 기대가 반영된 결과로 해석되기도 한다(Anderson et al., 2003; Anderson & Lanen, 2007; Chen, Gores, & Nasev,

2013). 본 연구는 경영자 특징 중 하나로 논의되어 온 경영자 능력과 원가행태간의 관련성을 검증함과 더불어, 기업지배구조의 영향도 함께 고려하였다.

본 연구는 2010년부터 2018년까지 금융업을 제외한 거래소 상장 12월 결산법인을 대상으로 수행되었다. 경영자능력은 Demerjian et al.(2012, 2013) 및 고창열, 김봉현, 고봉조(2016)에서 제시한 모형을 이용하였으며, 종속변수인 원가행태는 Anderson et al.(2003)에서 제시된 모형을 활용하여 가설을 검증하였다.

실증 결과는 다음과 같다. 첫째, 경영자의 능력이 좋을수록 매출 증가시의 판매비와관리비 증가보다 매출 감소시 판매비와관리비의 감소가 작은 하방경직적 원가행태가 나타났다. 둘째, 대주주지분율을 고려하여 경영자능력이 원가비대칭성에 미치는 영향을 분석한 결과, 경영자의 능력이 높을수록 하방경직적 원가행태가 강화되는 관계는 대주주지분율이 높은 집단에서 나타났다.

추가분석에서는 판매관리비를 총원가 및 매출원가로 대체하여 분석하였다. 경영자의 원가와 관련된 영향력은 판매관리비에 미치지 않고 제품의 생산부터 완성 및 판매에 이르기까지 전 과정에서 미칠 것이기 때문이다. 분석 결과, 경영자능력이 우수할수록 총원가 및 매출원가에서도 하방경직적 원가행태가 나타났으며, 또한 대주주지분율이 높은 집단에서 경영자능력과 하방경직적 원가행태 사이의 유의한 관계가 나타난다는 점을 총원가 및 매출원가에서도 확인할 수 있었다.

본 연구는 선행연구와 비교해 볼 때 몇 가지 차별성을 가진다. 첫째, 본 연구에서는 기업의 원가의사결정에 영향을 미치는 요인에 대한 연구의 범위를 경영자능력으로 확장하였다는 점에서 의의가 있다.

기존 연구에서는 소유경영자와 전문경영자(이용규, 한경찬, 2005; 이상철, 2014), 경영자과신(Chen et al, 2013; 김새로나, 유혜영, 2015), 경영전략(Banker, Flasher, & Zhang, 2014; 김새로나, 최규담, 유현수, 2016) 등이 원가의 비대칭성에 미치는 영향에 관하여 논의하였으나, 투입 대비 산출 효과에 기초한 경영자능력이 원가의 비대칭성에 미치는 영향에 대한 분석은 아직까지 이루어지지 않은 상황이다.

둘째, 선행연구에서는 경영자 능력이 우수할수록 기업가치를 극대화하는 의사결정을 한다는 관점과 경영자의 사익추구를 위한 기회주의적 측면에서 기업에 부정적인 의사결정을 한다는 두 가지 대립되는 관점이 제시되어왔다. 본 연구에서는 능력이 뛰어난 경영자의 동기가 주주의 이익을 위한 것이든 사익을 위한 것이든 상관없이, 매출 감소시의 원가 관련 의사결정은 하방경직적 방향으로 나타날 수 있다는 해석을 제시하였다.

셋째, 본 연구에서는 경영자 능력의 원가에 대한 영향은 지배구조 내에 대주주가 존재할 때 잘 나타난다는 것을 확인했다. 대주주의 영향력이 존재하여 경영자의 행동이 대주주의 이해관계와 일치할수록, 유능한 경영자의 하방경직적 원가행태는 그 동기가 기회주의적 측면 보다는 기업가치 극대화 측면에 더 지배적이라는 해석을 가능하게 한다.

본 논문은 다음과 같이 구성된다. 우선 II장에서는 선행연구를 검토하고 가설을 제시한다. III장에서 연구모형, 변수 측정 방법과 표본선정 과정이 제시된다. IV장에서 실증분석 결과를, V장에서는 추가 분석 결과를 제시한다. 마지막으로, VI장에서는 결론을 제시하고 한계점을 논의한다.

II. 선행연구 검토와 가설

2.1 선행연구의 개관

경영자의 의사결정은 기업의 영업, 투자, 재무부문의 등의 결과에 큰 영향을 미치므로, 최고경영자의 특성에 대한 많은 연구가 수행되어왔다. Hambrick and Mason(1984)의 최고 경영자이론(Upper echelons theory)은 기업이 처한 상황을 토대로 전략을 설정하는 과정에서 경영자의 개인적 특성이 기업의 의사결정과 경영성과에 큰 영향을 미친다고 주장한다. 후속연구들은 경영자가 가지는 개인적 특성이 불확실한 정보하에서 기업의 전략선택과 경영성과에 어떠한 영향을 미치는지 규명하였다(March & Simon, 1958; Cyert & March, 1963; Adams, Gupta, Haughton, 2007; 전순영 2012).

회계학 분야에서도 경영자 특성과 관련한 연구는 다양한 연구 주제로 중요하게 다루어져 왔다. 최고경영자의 학력, 경력, 나이 등과 같은 인구통계학적 접근에 중점을 둔 연구가 주요 연구영역으로 차지해 왔으며, 경영자특성 측정치로 주식수익률, 경영자보상, 자산수익률(ROA), 사회적 명성도 등 경영자 개인의 능력이라고 보기 어려운 외부적인 요인들이 포함된 변수를 이용하여 관련연구를 실시하였다(Hambrick & Mason, 1984; Agarwal, Barney, Foss, & Klein, 2009; Malmendier & Tate, 2005; Graham, Harvey, & Puriet, 2013; Custódio & Metzger, 2014; 문창호, 2012; 장지영, 김지령, 2016). 또한 경영자 교체로 인한 영향도 규명되었다(이혜영, 신지숙, 2013; 신지숙, 이해영, 2017). 이들 연구는 경영자의 개인적 능력 측정에 한계가 있어 경영자 능력과 기업정책 등 관련 논의를 확장하는데 무리가 있다.

Demerjian et al.(2012)의 연구는 DEA를 이용하여 동일한 산업에서 주어진 경제적 자원을 이용하여 얼마나 효율적으로 매출액을 달성하는지의 정도로 경영자능력을 측정하였다. 이들이 새롭게 제안한 측정치를 활용하여 분석한 결과, 경영자능력과 경영성과가 유의한 관계가 있으며 이전의 경영자능력 측정치보다 다양한 기업의 경영상황을 더 잘 반영함을 확인하였다. 이후 회계학 분야에서 이 측정치를 이용한 기업 고유요인과 구분되는 경영자 능력에 대한 연구가 활성화 되었다. Demerjian et al.(2013)의 연구에서는 Demerjian et al.(2012)에서 제시된 경영자능력 측정치를 활용하여, 경영자 능력이 좋을수록 이익의 질이 향상되는 양(+)의 관련성을 확인하였다. 즉, 경영자의 능력이 뛰어나수록 산업동향 및 기업전반의 흐름에 대하여 더 정확한 판단을 내릴 수 있으므로, 재무제표 재작성, 이익 지속성, 대손충당금 오류, 발생액 등으로 측정된 이익의 질이 높아지는 결과를 제시하였다.

Andreou et al.(2013)의 연구에서는 2008년에 발생한 금융위기 상황에서 경영자능력과 경영성과간의 관련성을 분석한 결과, 경영자의 능력이 뛰어나수록 투자 및 수익성이 높게 나타나고 정보비대칭이 줄어든다는 것을 확인하였다 또한, 부채나 자본을 더 많이 조달하여 이를 효율적으로 활용함으로써 경영성과가 더 높게 나타남을 보고하였다. 뿐만 아니라, 경영자 능력이 우수할수록 감사인이 기업위험 수준을 낮게 인지하므로 상대적으로 감사보수가 낮고 적정 의견을 받을 가능성이 높은 것으로 나타났다(Krishnan & Wang, 2014). 또한, 뛰어난 경영자 능력을 가지는 기업은 신용평가기관이 높은 신용등급을 부여할 가능성이 증가하며, 외부 이해관계자들이 기업의 전반적인 위험수준을 낮게 인식하는 것으로

보고하였다(Cornaggia et al., 2017; Bonsall & Holzman, 2017).

국내연구에서도 Demerjian et al.(2012, 2013)이 제안한 측정치를 이용하여 다양한 분석을 실시하였다. 경영자 능력과 기업성과 간의 양(+)의 관계(고창열, 박준호, 정훈, 유관희, 2013) 및 경영자 능력이 우수할수록 미래현금흐름의 불확실성이 경감하여 자기자본비용이 감소(고창열 외, 2016)한다는 사실을 발견하였다. 이진, 신재은, 이만우(2015)는 경영자 능력이 뛰어나수록 투자자에게 낮은 불확실성을 제공하므로 상대적으로 보수적 회계처리에 대한 요구가 줄어들음을 보였다. 최세라, 양승희(2019)는 능력 있는 경영자일수록 연구개발비 이익조정을 덜 수행하는 실증결과를 제시하고, 기업가치를 훼손하고 회계정보의 질을 악화시키는 것으로 인지되는 실제 이익조정의 부정적 효과를 지양하는 것으로 보았다. 또한, 실제이익조정과 장기 영업성과 간의 음(-)의 관련성이 경영자 능력이 우수할수록 경감됨을 확인하였다. 이는 경영자의 기회주의적 동기 등으로 실제이익조정을 수행할지라도, 우수한 경영자일수록 기업의 경영성과에 미치는 부정적 효과에 대처하는 능력이 뛰어나다는 것을 의미한다.

다른 측면에서, 우수한 경영자가 능력을 자신의 재무성과 및 명성유지 등 사적이익추구(rent extraction) 의도로 활용하면 기업에 부정적인 영향을 미칠 수도 있다는 연구가 있다. Francis et al.(2008)은 언론에 대한 노출 빈도가 높아 개인적으로 쌓아온 사회적 명성 등이 높은 경영자일수록 이익의 질이 감소하는 경향을 발견하고, 재무성과 및 명성 유지를 위한 기회주의적 유인으로 나타난 결과로 보았다. 이와 유사하게 경영자 능력이 우수할수록 개인의 명성과 성과를 위해 이익조정을 더 많이 실시

하는 것으로 나타났다(Malmendier & Tate, 2009). Demerjian, Lewis-Western, and McVay(2020)는 경영자 능력과 이익조정 의도적 이익유연화간의 관계를 검증한 결과, 주주 및 경영자 본인에게 효용이 큰 상황에서 경영자 능력이 우수할수록 이익을 유연화하거나 회계부정 행위를 선택하여 미래 경영성과도 증가함을 보였다. 또한, Baik, Choi, Farber, and Zhang(2013)도 국가별 재무자료를 활용하여 경영자 능력이 우수할수록 이익의 질이 감소하는 것을 확인함으로써, Demerjian et al.(2013)의 연구와는 상반된 결과를 보여주었다. 다만, 이와 같은 사적이익 추구 경향은 투자자 보호 조치가 강하게 시행되는 국가에서 다소 완화되는 것으로 나타났다.

경영자의 기회주의적 의도로 경영자 능력이 기업 가치에 부정적인 영향을 미친다는 증거를 제시한 국내연구로 황인이, 최세라, 정태진(2019)은 경영자능력이 우수할수록 부정적인 정보를 숨기고자 하는 유인이 존재하여 주가폭락위험이 증가한다는 사실을 실증하였다. 이러한 경향은 부정적 정보를 은닉하기 쉬운 기업환경인 재무보고의 불투명성이 높은 기업이거나 대리인 비용이 큰 기업에서 더 두드러지게 나타났다.

경영자 능력과 조세회피간의 관련성을 분석한 연구로, Koester et al.(2016)의 연구에서는 능력이 우수한 경영자일수록 공격적인 조세회피 전략을 선택하는 것을 밝혔다. 이는 경영자가 능력이 우수할수록 기업의 환경에 대한 높은 이해도를 바탕으로, 효율적으로 조세회피의 기회를 실행한다고 보고하였

다. 이와 유사한 방법으로 국내 유가증권상장 기업을 대상으로 한 연구에서도 경영자능력이 뛰어난수록 조세회피수준이 증가함을 확인하고, 여기에서 나아가 조세회피전략이 기업가치를 감소시키는 경향이 경영자능력이 높을수록 완화된다는 사실을 밝혔다(Park et al., 2016).

전통적인 기업의 원가행태에 관한 연구는 조업도의 증감에 상관없이 원가행태가 대칭적인 것으로 가정되어 왔으나(Noreen, 1991; Noreen & Soderstrom, 1994), 활동수준이 증가할 때 원가를 늘리는 결정에 비해 활동수준이 감소할 때 원가를 줄이는 결정이 경영자의 의사결정에서 더 복잡한 선택의 문제에 직면하므로 원가가 비대칭적 행태를 보일 가능성이 제기되었다(Cooper & Kaplan, 1998). 이를 실증적으로 확인한 연구로 Anderson et al.(2003)에서는 매출이 증가할 때 판매관리비가 증가한 정도가 매출이 감소할 때 판매관리비가 감소한 정도보다 더 큰 비대칭적 원가행태가 나타남을 발견하고, 이를 하방경직적 원가행태라고 정의하였다. 이러한 현상은 자산 집중도와 종업원 집중도가 높은 기업에서 더 명확하게 확인되었는데, 저자들은 자산 및 노동집약적 기업일수록 매출 감소시 판매관리비를 대응적으로 감축할때 발생하는 조정비용¹⁾이 더 크므로 잉여자원을 유지하고자하는 유인으로 발생한 것이라고 보았다. 이후, Anderson et al.(2003)이 제시한 모형을 이용하여 국내·외에서 원가행태가 하방경직성을 보임을 밝힌 연구 및 하방경직성에 영향을 미치는 다양한 요인을 규명하는 연구가 활발히 진행되었다(정

1) 조정비용(adjustment costs)은 종업원을 해고할 때 발생하는 퇴직금·해직수당과 추후 수요가 증가할 때 신규 종업원을 고용하기 위한 구인비용·훈련비용, 그리고 조직에 남아있는 직원들의 사기저하 등으로 인한 비금전적인 비용 등을 뜻한다(Anderson et al. 2003). 보통 매출감소시 바로 자원의 투입을 줄이면, 이후 매출 증가시 투입 자원을 복구하기 위해 조정비용이 투입될 가능성이 높다.

형록, 안태식, 2005; 정문중, 이성욱, 2009; 문호은, 홍철규, 2010; 송승아, 2013; Anderson & Lanen, 2007; Chen et al., 2013).

특히, 원가행태는 원가에 대한 경영자의 판단이 반영된 의사결정의 산물로, 잉여자원에 대한 경영자의 선택에 따라 그 방향 및 크기가 결정된다(장승현, 백태영, 2009). 본 연구는 경영자의 여러 특징 중 하나인 경영자의 능력과 원가행태와의 관련성을 규명하는 연구이므로, 경영자 특성이 원가관련 의사결정에 끼치는 영향을 중심으로 선행연구를 살펴보기로 한다.

이용규, 한경찬(2005)은 기업을 소유경영자 기업과 전문경영자 기업으로 구분하여 매출액 변화에 따른 제품제조원가의 증감을 분석한 결과, 소유경영자 기업과 전문경영자 기업에서 각각 하방경직적, 상방경직적²⁾ 원가행태를 확인하였다. 이는 상방경직적 원가행태를 보이는 전문경영자가 소유경영자보다 위험회피적이고, 매출의 감소에 따라 원가를 탄력적으로 감축함으로써 단기적인 경영성과에 대해 적극적으로 의사결정을 내리는 것으로 해석된다. 반면, 이상철(2014)은 소유경영자가 경영하는 기업에서 판매관리비의 하방경직적 원가행태가 완화되는 경향을 발견하였다. 또한 경영자가 스톡옵션을 부여받을수록, 또 경영자의 재임기간이 길수록 판매관리비의 하방경직성이 감소하는 것을 실증하고 대리인비용이 감소하는 상황에서 이런 경향을 보인다고 보았다.

Anderson and Lanen(2007)은 원가행태에 관한 경영자의 의사결정은 경영자 특성에 의한 영향으로 보

고, 원가 하방경직성이 미래 수익성에 대한 경영자 자신의 기대를 반영한 결과라고 보았다. 이와 관련하여 Chen et al.(2013)은 경영자가 미래 수익에 대해 과대평가하는 과신투자성향을 가질수록 매출 감소시 원가를 덜 감소시키는 원가의 하방경직성이 나타남을 실증하였다. 저자들은 제국건설형 투자(empire-building)로부터 기원한 특권적 소비가 비대칭적인 원가행태를 유발시킨다고 주장하였다. 우리나라 상장기업을 대상으로 Chen et al.(2013)을 확장한 김새로나, 유혜영(2015)은 경영자가 미래수익을 과신하는 성향을 보일수록 매출이 감소할 때 잉여자원을 감축하지 않는 하방경직성을 확인하였으며, 이러한 경향은 이익투명성이 낮은 기업 및 대규모기업 집단에 소속되지 않은 기업에서 더 두드러졌다. 마지막으로 김새로나 외(2016)는 원가행태가 Miles and Snow(1978)가 제안한 분류에 근거한 경영전략에 의해 영향을 받는지 검증하였는데, 경영자가 선도형 경영전략을 추구할수록 하방탄력적, 방어형일수록 하방경직적 원가행태를 보임을 확인하였다.

이상의 내용에서 확인한 바와 같이, 지금까지 국내·외에서 하방경직성을 확인한 연구가 많이 수행되었으며, 경영자의 특성을 반영한 연구도 일부 진행되고 있다. 그러나 경영자의 능력이 원가관련 의사결정에 중요한 영향을 미칠 가능성이 있음에도 관련 연구는 미흡한 실정이다. 본 연구는 경영자 능력과 원가행태간의 관련성을 검증함으로써, 우수한 경영자일수록 원가와 관련한 의사결정을 어떻게 선택하는지 규명하고자 한다.

2) 상방경직적(하방탄력적) 원가행태는 매출 증가시의 원가 증가율보다 매출 감소시 원가 감소율이 더 큰 현상으로, Anderson et al.(2003)의 하방경직적 원가행태와는 반대되는 개념이다.

2.2 연구가설의 도출

원가 비대칭성은 원가에 대한 경영자의 판단이 반영된 의사결정의 산물로, 제품수요 증감 시 잉여 자원에 대한 경영자의 판단에 따라 그 방향과 정도가 결정될 개연성이 매우 높다(Anderson et al., 2003; 장승현, 백태영, 2009). 이에 본 연구는 경영자의 의사결정에 영향을 미치는 요인 중 하나인 경영자 능력과 원가행태와의 관련성을 규명하고자 한다.

경영자는 제품의 공급보다 수요가 많아지면 수요에 대응하여 확정자원(committed resource)을 곧바로 증가시키지만, 시장의 수요가 감소하는 경우 시장 수요가 다시 증가할 때 발생하는 기회비용 등을 고려하여 잉여자원 감감 결정을 내리기 쉽지 않다. 경영자는 수요가 감소하는 경우 잉여자원을 감축하고 조정비용(adjustment costs)을 감당할지, 잉여자원을 보유하고 유지비용을 계속 지불할지의 의사결정 문제에 직면하게 되는데, 이를 결정하는 것은 경영자의 몫이며 이를 선택하는데 있어 경영자의 가장 큰 관심사는 미래 시장수요의 변화일 것이다. 현재의 매출감소가 일시적이고 향후 매출이 회복될 것으로 예측된다면, 경영자는 상충관계에 있는 조정비용과 유지비용을 비교하여 매출감소로 인한 잉여자원에 대한 유지비용을 부담하는 선택을 할 것이다(Anderson & Lanen, 2007; 박연희 외, 2012).

한편, 경영자능력은 주어진 자원을 이용하여 매출액을 얼마나 효율적으로 달성하는지를 나타내는 척도이다(Demerjian et al., 2012). 경영자능력이 좋을수록 투자 및 수익성이 높게 나타나고 정보비대칭이 감소하며, 재무활동으로 조달한 자금을 효율적으로 활용하여 경영성과를 더 높게

달성한다(Andreou et al., 2013; 고창열 외, 2013; 고창열 외, 2016). Andreou et al.(2013)은 전지구적 금융위기 상황에서도 능력이 우수한 경영자일수록 경영성과가 향상됨을 보였다. 또한 선행연구들은 경영자 능력이 높을수록 외부이해관계자에게 낮은 불확실성을 제공하고, 경영성과에 부정적인 영향을 미치는 요인에 대하여 적절히 대처하는 능력이 뛰어난 것을 보였다(이건 외, 2015; Park et al., 2016; Cornaggia et al., 2017; Bonsall & Holzman, 2017; 최세라, 양승희, 2019).

이상의 내용을 바탕으로, 능력이 우수한 경영자는 원가와 관련한 의사결정에서 미래 경영성과를 극대화하는 방향으로 당기 시장수요 변화에 따른 원가 증감을 선택할 것으로 예측된다. 이 경우 경영자는 매출이 증가하는 경우 수요에 맞춰 공급을 증가시키기 위해 원가를 추가로 투입할 것이고, 수요가 감소하는 경우 이익감소를 완화시킬 목적으로 매출감소에 대응하여 원가를 감소시키는 의사결정을 실시할 수 있다. 즉, 경영자가 능력이 우수할수록 대칭적 또는 하방탄력적 원가행태를 보일 수 있을 것이다. 그러나 다른 시각에서 볼 때 시장수요가 감소할 때 즉각적으로 원가를 감축한다면, 종업원의 해고 및 신규 종업원 채용에 따른 비용 뿐 아니라 조직의 사기 저하 등 비금전적인 비용을 포함한 조정비용이 더 투입되는 부작용으로 인해, 잉여자원을 유지하고자 하는 유인이 나타날 수도 있을 것이다(Anderson et al., 2003). 경영자가 능력이 우수한 기업일수록 수익성이 향상된다는 연구결과를 감안할 때, 뛰어난 경영자일수록 주어진 자원을 이용하여 향후 매출을 증가시키는 방향으로 적절히 대응한다고 보는 것은 합리적인 예측일 것이다. 그렇다면, 현재 매출이 감소할지라도 능력이 뛰어난 경영자는 향후 매출의 회

복을 예측한다면 현재 원가를 유지함에 따른 기회비용을 감당하려 할 수 있다. 따라서, 경영자 능력이 우수할수록 매출이 감소함에도 미래 수요증가를 고려해 원가를 감축하지 않는 하방경직적 원가행태를 보일 것으로 판단된다.

그런데, 경영자능력과 원가행태간의 관계를 논의할 때 경영자의 명성유지 등 기회주의적 유인을 고려할 필요가 있다. 경영자와 주주 사이의 대리인 관계 하에서 이해관계가 상충되고 정보비대칭이 존재하는 경우, 경영자는 기업규모 및 유희자원을 필요 이상으로 확장함으로써 사적이익을 추구할 수 있을 것이다(Jensen & Meckling, 1976). 즉, 경영자는 자신의 효용 극대화 목적으로 잉여자원을 감축하지 않고 자원을 유지하는 의사결정을 할 수 있는데, 이는 대리인 문제가 원가행태의 하방경직성을 야기하는 주요원인으로 지목되는 이유이다. 경영자는 시장수요 감소 시, 기업의 자원을 감소시킴에 따라 조직 및 사업부의 규모가 축소되고 동일한 이해관계를 갖는 종업원이 해고됨으로써 경영자 자신의 권한과 지위가 축소될 상황에 직면할 수 있다. 이에 경영자는 제국건설주의에서 비롯된 특권적 소비를 유지하려는 의사결정으로 매출감소에도 잉여자원을 어느 수준으로 유지하려는 하방경직적 원가행태를 보인다(Anderson et al., 2003; Chen et al., 2013).

이상의 내용을 토대로, 경영자의 능력이 좋을수록 좋은 평판·권한 및 지위 등을 확보하게 되고, 이를 유지하기 위해 유희자원을 유지하고자 하는 유인도 강해질 것을 예측할 수 있다. 경영자능력과 조세회피 사이의 양(+)의 관계를 주장한 연구들은 조세회피 수준을 경영자의 기회주의적 유인이 실현된 정도로 본다면, 경영자는 조세회피 전략을 수행하는 과정에서 자신의 권한을 수월하게 확보하고 조세회

피이익의 일부를 착복할 수 있다고 주장하였다(Park et al., 2016; Koester et al., 2016). 또한, 경영자는 사적인 재량권을 강화하고 자신이 통제할 수 있는 자산 규모를 늘리고자 하는 유인이 존재한다(Opler, Pinkowitz, Stulz, & Williamson, 1999; Chang & Noorbakhsh, 2009).

결론적으로, 기회주의적인 측면에서도 경영자의 능력이 우수할수록 원가행태는 하방경직적일 수 있다. 지금까지의 논의를 바탕으로, 첫 번째 가설을 아래와 같이 제시한다.

가설 1 : 경영자의 능력이 우수할수록 매출이 감소하더라도 잉여자원을 유지하려 할 것이므로 원가 하방경직성이 커질 것이다.

첫 번째 가설은 기업가치를 극대화하는 측면 및 경영자의 기회주의적 측면 모두에서 경영자능력이 우수할수록 원가행태는 하방경직성을 보일 것으로 예측하였다. 이때 경영자 능력이 원가행태에 미치는 영향은 기업이 가진 소유지배구조 특성에 따라 달라질 수 있다.

기업의 소유와 경영이 분리됨에 따라 경영자에게 기업경영이 위임되는 경우 대리인 문제가 나타날 수 있다. 경영자가 사적이익을 추구하여 주주에게 주어진 잉여를 부당하게 편취하는 대리인비용은 기업가치에 부정적인 영향을 미친다(Grossman & Hart, 1980; Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1986). 내부자지분은 주주와 경영자 사이의 이해관계를 일치시키고 감시장치로 기능하여 대리인문제를 완화시킬 수 있다(Jensen & Meckling, 1976); Shleifer & Vishny, 1986; Holderness & Sheehan, 1988; Agrawal & Manddelker, 1990; McConnell & Servaes, 1990). 국

내에서도 대주주의 지분이 증가할수록 대리인비용이 감소함을 발견하였다(정구열, 권수용, 백원선, 2002; 강동관, 2005). 기업지배구조가 원가행태에 미치는 영향에 대한 연구들은 효과적인 통제기구를 가진 기업은 대리인비용이 줄어들어 경영자의 기회주의적 의사결정에 제약이 발생함을 확인하였다(정형록, 2007; 구정호, 2011; Chen et al., 2012).

기업가치 극대화 동기를 가진 능력이 우수한 경영자는 미래 수익을 증가시키는 전략의 일환으로 현재 매출의 감소에도 불구하고 유희자원을 유지하는 하방경직적 의사결정을 실시하게 된다(Anderson & Lanen, 2007; 박연희 외, 2012). 이때 소유집중도가 높아 경영자에 대한 감사·감독이 상대적으로 강한 경우, 경영자의 원가에 대한 의사결정을 대주주가 효율적으로 통제할 수 있게 된다(정형록, 2007). 따라서 대주주지분율이 높은 경우에서 하방경직성이 잘 나타난다면, 능력있는 경영자의 하방경직적 원가행태는 주로 기업가치 극대화 동기에서 나타나는 것으로 볼 수 있다.

이와 반대의 동기로서, 경영자의 사적이익 추구와 같은 기회주의적 유인 하에서 뛰어난 경영자는 매출 감소에 대응하여 원가를 절감해야 함에도 불구하고 자신의 제국을 유지하기 위해 하방경직적 원가행태를 보일 수 있다. 만약 주로 대주주지분율이 낮은 집단에서 하방경직적 원가행태가 잘 나타난다면,

능력이 우수한 경영자의 하방경직적 원가행태는 주로 기회주의적 유인에 의해 나타나는 것으로 해석되어야 할 것이다. 이상의 논의는 실증 결과에 대한 다양한 가능성을 제시하므로, 다음과 같이 방향을 제시하지 않고 두 번째 가설을 설정하기로 한다.³⁾

가설 2: 대주주지분율의 정도에 따라 경영자능력이 원가행태에 미치는 영향은 달라질 것이다.

Ⅲ. 연구의 설계

3.1 변수 및 모형

3.1.1 경영자능력 측정

본 연구에서는 Demerjian et al.(2012)에서 제안된 경영자능력 측정치를 이용하였다.⁴⁾ 먼저, Demerjian et al.(2012)은 자료포락분석(DEA: Data Envelope Analysis)⁵⁾을 이용하여 자원의 투입 대비 산출 효과로 효율성을 산출하고, 다음 단계로 기업의 효율성 측정치에서 경영자능력에 영향을 미칠 수 있는 기업의 고유 특성 요소를 토빗회귀분석을 실시하여 제거함으로써 경영자 개인의 능력을 산출했다. 구체적으로, 아래와 같이 2단계 분석을 실시하기로 한다.

먼저, DEA(Data Envelopment Analysis) 분석기

3) 본 연구에서는 내부지분의 증가는 주주-경영자간 이해관계의 일치로 해석하는 이해일치가설(convergence of interest hypothesis)을 취하고 있다. 이는 원가비대칭성 관련 선행연구들이 내부지분율의 이해일치가설 하에서 잘 설명되는 결과를 얻고 있어, 대부분 이해일치가설을 채택하고 있기 때문이다.

4) 국내에서는 고창열 외(2013)의 연구가 국내 기업의 실정을 고려하여 Demerjian et al.(2012)의 방법론을 수정하여 경영자능력을 측정하였다.

5) 유사한 환경 하의 의사결정단위(DMU: Decision Making Units) 사이의 상대적인 효율성을 측정하는 통계적 방법이며, 동종 산업 안의 타 기업 대비 특정 기업의 투입-산출비율을 최대로 만드는 하는 최적가중치 u 와 v 를 결정하는데 사용된다(조상민, 강선아, 2017)

법을 활용하여 기업의 효율성을 투입되는 자원과 산출물을 비교하여 측정하는데, 매년 동일산업 내의 기업들과 해당 값을 비교하여 상대적인 효율성을 측정한다. 즉, 투입자원을 상대적으로 적게 활용하여 높은 수익성을 창출한다면, 효율성이 높은 기업일 것이다. 기업의 효율성(θ)을 측정하기 위한 산출물로는 매출액(SALES)을, 매출을 달성하기 위한 투입 자원으로는 매출원가(COGS), 판매비와관리비(SG&A), 유형자산(PPE) 및 무형자산(INTN) 등을 고려하였다(Demerjian et al., 2012; 고창열 외, 2013)6). 이에 따라 동일 산업-년의 기업들과 비교하여 측정된 기업의 효율성(θ)은 다음의 모형 (1)과 같이 산출된다.

$$max_{\theta} \theta = \frac{u_1 SALES}{v_1 COGS + v_2 SG\&A + v_3 PPE + v_4 INTN} \dots\dots\dots (1)$$

where,

- SALES : 매출액
- COGS : 매출원가
- SG&A : 판매비와관리비
- PPE : 유형자산(토지, 건설중인자산 제외)
- INTN : 무형자산

DEA(Data Envelopment Analysis) 방법론은 모형 (1)을 통해 산업별로 효율성(θ)을 최대화하는 u 와 v 의 계수값을 도출하고, 이를 각 기업의 산출물과 투입물에 곱하여 기업별 효율성 점수를 측정한다.

한편, 1단계에서 도출한 효율성 측정치는 기업의 고유한 특성요인으로 인한 효율성과 경영자 개인의 능력요인에 의한 효율성을 모두 포함한다. 따라서 2 단계에서는 경영자 개인의 능력만을 추출하기 위해 기업의 고유한 특성요인을 제거하게 된다. 본 연구는 Demerjian et al.(2012)의 방법론에 따라 기업규모, 시장점유율, 잉여현금흐름, 상장 후 경과연수, 사업부문 수, 외환관련계정 등과 같은 기업의 고유한 특성요인을 1단계에서 구한 효율성 측정치에서 제거한다7). 이상의 내용을 바탕으로 모형 (2)에 해당 기업의 고유특성변수가 포함된 토빗회귀분석(tobit regression)을 실시하고, 잔차값을 본 연구의 경영자 능력의 대용치(MA)로 사용한다.

$$FE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{i,t} + \beta_2 MS_{i,t} + \beta_3 FCF_{i,t} + \beta_4 AGE_{i,t} + \beta_5 NBS_{i,t} + \beta_6 FC_{i,t} + YEAR_DUMMY + \epsilon_{i,t} \dots\dots\dots (2)$$

where,

- FE_{it} : 기업 i의 t기에 대한 효율성 측정치;
- $SIZE_{it}$: 기업 i의 t기말 총자산의 자연로그;

6) 본 연구에서는 Demerjian et al.(2012)와 달리, 운영리스와 연구개발비가 나타나는 기업들이 국내의 경우 극히 소수이므로 영업권, 운영리스, 연구개발비를 제외하고 매출원가, 판관비, 유형자산, 무형자산과 같은 4개의 투입요소만을 이용하여 기업을 효율성을 측정한다(고창열 외, 2013).

7) 기업고유요인으로 해당 변수들을 선택한 이유는 아래와 같다. 첫째, 규모가 크고 점유율이 높은 기업은 그렇지 못한 기업과 비교하여 상대적으로 협상력에 있어 우위를 점할 가능성이 높으므로 기업의 효율성이 높아질 수 있다. 둘째, 잉여현금흐름이 높은 기업의 경우 순현가를 지닌 투자안에 효과적으로 투자를 실시할 가능성이 높으므로 기업의 효율성이 높을 것이다. 셋째, 상장 후 경과연수에 따라 투자기회가 상이하고 투자에 소요되는 투입물 및 비용에 차이를 보이므로 기업효율성에 미치는 영향이 다를 수 있다. 넷째, 사업부문 수가 많은 기업은 부문별 복잡성이 증가하고 경영자의 효율적 자원배분에 어려움을 초래하여 효율성이 감소할 수 있다. 마지막으로, 외환계정의 금액이 많은 기업은 국제적으로 다각화 되어 있고, 환율 변동의 영향으로 복잡한 의사결정에 직면할 가능성이 증가할 것이다.

MS_{it} : 기업 i의 t기 시장점유율(=기업의 매출액/기업이 속한 산업의 총 매출액);
 FCF_{it} : 기업 i의 t기에 대한 잉여현금흐름이 0보다 크면 1, 크지 않으면 0의 값인 더미;
 AGE_{it} : 기업 i의 t기말 현재 상장기간;
 NBS_{it} : 기업 i의 t기말 현재 사업부문의 수;
 FC_{it} : 기업 i의 t기 중 외환계정(외환차손의 및 외환자산 손익의 절대값)의 합계금액;
 $YEAR_DUMMY$: 연도 더미변수.

3.1.2 원가비대칭성 측정

국내·외 원가가 하방경직적(sticky cost behavior)인 행태를 보임을 밝힌 연구 및 하방경직성의 결정요인 연구들에서 Anderson et al.(2003)의 모형을 많이 이용하고 있다. Anderson et al.(2003)은 매출변화에 대한 판매비외관리비의 변화를 검증해 기업의 판매관리비에서 비대칭적 원가행태가 나타나는지 규명하였다. 그들은 횡단면적 분석을 통해 매출이 증가할 때 판매관리비의 증가비율 보다 매출이 감소할 때 판매관리비의 감소비율이 작음을 발견하고 이를 하방경직성으로 정의하였다.

본 연구에서는 경영자능력의 원가행태에 대한 영향을 살펴보기 위하여 Anderson et al.(2003)에서 제안된 모형을 이용하여 비대칭적 원가행태를 분석한다. 측정모형은 아래 모형(3)과 같다.

$$\Delta \ln SG\&A_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta \ln Sales_{i,t} + \beta_2 \Delta \ln Sales_{i,t} * DecrDum_{i,t} + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (3)$$

where,

$\Delta \ln SG\&A_{i,t}$: 't기의 판매비외관리비/t-1기의 판매비외관리비의 자연로그
 $\Delta \ln Sales_{i,t}$: 't기의 매출액/t-1기의 매출액의 자연로그;
 $DecrDum_{i,t}$: t기의 매출액이 t-1기의 매출액 보다 작으면 1, 작지 않으면 0인 더미변수

비대칭적 원가행태를 주로 판매관리비를 통해 확인한 선행연구를 바탕으로, 본 연구에서도 원가중 판매관리비를 중심으로 분석한다(Anderson et al., 2003; 안태식, 이석영, 정형록, 2004; 이석영, 유상열, 윤재원, 2004). Anderson et al.(2003)은 모형(3)에서 β_1 은 매출액이 1% 증가할 때 판매관리비의 증가율(%)을, $\beta_1+\beta_2$ 는 매출액이 1% 감소할 때 판매관리비의 감소율(%)을 나타낸다고 하였다. 원가하방경직성은 매출액 증가시 판매관리비의 증가율(β_1) 보다 매출액 감소시 판매관리비의 감소율($\beta_1+\beta_2$)이 작은 경우를 의미하므로, β_1 은 양(+)의 값을, β_2 는 음(-)의 값을 보일 것이다 (Anderson et al., 2003).

3.1.3 연구모형 설정

본 연구는 경영자능력이 매출의 변화에 따라 판매관리비에 미치는 영향이 비대칭적 원가행태를 보이는지 여부를 규명하는 목적을 가지고 있다. 이를 검증하기 위하여 아래와 같이 Anderson et al.(2003)에서 이용된 기본모형을 확장한 식(4)를 연구에 이용하고자 한다.

$$\Delta \ln SG\&A_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta \ln Sales_{i,t} + \beta_2 \Delta \ln Sales_{i,t} * DecrDum_{i,t} + \beta_3 MA_{i,t} + \beta_4 \Delta \ln Sales_{i,t} * MA_{i,t} + \beta_5 \Delta \ln Sales_{i,t} * DecrDum_{i,t} * MA_{i,t} + \beta_6 EmplInt_{i,t} + \beta_7 AssetInt_{i,t} + \beta_8 SuccessiveDecr_{i,t} + \beta_9 CFO_{i,t} + \beta_{10} LEV_{i,t} + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (4)$$

where,

$\Delta \ln SG\&A_{i,t}$: t기의 판매비외관리비/t-1기의 판매비외관리비의 자연로그;
 $\Delta \ln Sales_{i,t}$: t기의 매출액/t-1기의 매출액의 자연로그;
 $DecrDum_{i,t}$: t기의 매출액이 t-1기의 매출액 보다 작으면 1, 아니면 0인 더미;

- MA_{it} : 경영자능력(수정된 Demerjian et al.(2012) 모형 측정치);
- $EmplInt_{it}$: 종업원 집중도 (1000×종업원수/매출액의 자연로그);
- $AssetInt_{it}$: 자산 집중도 (= 총자산/매출액의 자연로그);
- $SuccessiveDecr_{it}$: t-1기의 매출액이 t-2기의 매출액보다 작다면 1, 그렇지 않으면 0인 터미(2년 연속 매출의 감소여부);
- CFO_{it} : 영업현금흐름 (=영업현금흐름/총자산);
- LEV_{it} : t년도 부채비율(=총부채/총자산);
- ΣIND : 해당 산업이면 '1'; 그렇지 않으면 '0';
- $\Sigma YEAR$: 해당 연도이면 '1'; 그렇지 않으면 '0'.

연구모형(2)에서 MA_{it} 는 Demerjian et al.(2012)에서 제시한 경영자능력 대응치를 나타내므로, 경영자의 능력이 뛰어날수록 허방경직적 원가행태를 보인다면 관심변수인 경영자능력(MA)과의 상호작용항인 $\Delta \ln Sales_{i,t} * DecrDum_{i,t} * MA_{i,t} (\beta_5)$ 의 회귀계수가 유의한 음(-)의 값을 보일 것이다. 이와 달리, 경영자의 능력이 뛰어날수록 매출액이 감소할 때 판매관리비를 감소시키는 정도가 매출액이 증가할 때 판매관비를 증가시키는 정도보다 큰 허방탄력적 원가행태를 보이는 경우라면, β_5 의 계수값은 유의한 양(+)의 값이 나타날 것이다.

본 연구는 경영자능력과 원가행태간의 관련성을 파악하기 위해 원가행태에 영향을 미치는 요인으로 선행연구에서 사용된 통제변수를 연구모형에 포함하였다(Anderson et al., 2003; 장승현, 백태영, 2009; Chen et al., 2012; 김새로나, 유혜영, 2015; 김새로나 외, 2016).

3.2 표본 선정

본 연구는 2010년부터 2018년까지 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업 중 12월

결산법인을 대상으로 실증하였다. 재무자료는 한국 신용평가정보(KIS)의 KisValue 데이터베이스로 부터 수집하였다. 본 연구가 대상으로 한 기업들의 요건을 정리하면 아래와 같다.

- 1) 12월 결산기업
- 2) 금융업을 영위하지 않는 기업
- 3) 한국신용평가정보(주)의 KIS-VALUE에서 재무자료 및 혹은 상장협 데이터베이스(TS-2000)로 부터 재무자료가 입수 가능한 기업
- 4) 자본잠식 및 관리대상이 아닌 기업

본 연구에서 12월 결산인 비금융업으로 표본을 한정된 이유는 대부분의 한국 기업들이 12월 결산 기업인 상황 하에서 모든 기업에 유사한 시장 조건을 적용하고, 영업활동과 회계변수의 동질성을 확보하며, 또한 금융업은 성격이 매우 다르기 때문이다. 이에 따라 본 연구에서는 총 6,724 기업-년 표본을 이용하여 분석을 실시하였다. 또한, 변수들의 이상치(outliacr)로 인한 왜곡을 완화하기 위해 1% 상위 Winsorization을 적용하였다.

IV. 실증 결과

4.1 기술통계량과 상관관계분석

<표 1>은 본 연구의 실증분석에 사용된 변수들의 기술통계량을 나타내고 있다. 주요 변수들의 특성을 살펴보면 다음과 같다. 표에서 제시한 바와 같이, Anderson et al.(2003) 모형의 변수인 판매관리비변화율($\Delta \ln SG\&A$)의 평균값은 0.069이며, 중앙값은

〈표 1〉 주요변수의 기술통계량

Variables	Mean	Std. Dev.	Min	Median	Max
$\Delta \ln TotalCost$	0.066	0.182	-0.320	0.069	0.427
$\Delta \ln COGS$	0.065	0.203	-0.378	0.072	0.460
$\Delta \ln SG\&A$	0.069	0.184	-0.316	0.068	0.450
$\Delta \ln SALES$	0.058	0.280	-1.025	0.065	1.124
<i>DecrDum</i>	0.333	0.471	0.000	0.000	1.000
<i>MA</i>	-0.002	0.140	-0.500	-0.015	0.766
<i>EmplInt</i>	-12,985	0.839	-15,692	-12,896	-11,090
<i>AssetInt</i>	0.191	0.617	-1.124	0.125	2.509
<i>SuccessiveDecr</i>	0.303	0.459	0.000	0.000	1.000
<i>CFO</i>	0.052	0.103	-0.266	0.050	0.362
<i>LEV</i>	0.411	0.192	0.050	0.412	0.854

1) 변수정의: 총원가($\Delta \ln TotalCost$): $\ln(\text{당기 총원가}/\text{전기 총원가})$; 매출원가($\Delta \ln COGS$): $\ln(\text{당기 매출원가}/\text{전기 매출원가})$; 판매비와관리비($\Delta \ln SG\&A$): $\ln(\text{당기 판매비와관리비}/\text{전기 판매비와관리비})$; $\Delta \ln Sales$: $\ln(\text{당기 매출액}/\text{전기 매출액})$; *DecrDum*: 당기 매출액이 전기 매출액보다 작으면 1, 작지 않으면 0인 더미변수; *MA*: 경영자능력 측정치; *EmplInt*: 종업원집중도($=\ln(1000 \times \text{종업원수}/\text{매출액})$); *AssetInt*: 자산집중도($=\ln(\text{총자산}/\text{매출액})$) *SuccessiveDecr*: 전기의 매출액이 전전기의 매출액 대비 작으면 1, 아니면 0인 더미변수; *CFO*: 영업현금흐름($=\text{영업현금흐름}/\text{총자산}$); *LEV*: 부채비율($=\text{총부채}/\text{총자산}$).

0.068로 나타났다. 총원가변화율($\Delta \ln TotalCost$)의 평균값 및 중앙값은 각각 0.066, 0.069이며, 매출원가변화율($\Delta \ln COGS$)은 평균값과 중앙값이 각각 0.065, 0.072로 나타났다. 또한, 매출액변화율($\Delta \ln SALES$)의 평균값은 0.058이고, 중앙값은 0.065로 확인되었다. 매출액 감소여부(*DecrDum*)의 평균값은 0.333으로, 이는 매출액이 전년대비 감소한 기업이 전체의 33.3%에 해당한다는 것을 의미한다. 경영자능력(*MA*)의 평균값은 -0.002로 나타났으며, 중위수는 -0.015로 확인되었다. 본 연구의 주요변수의 측정치는 선행연구에서 제시한 기술통계량과 큰 차이를 보이지는 않았다.

본 연구에서 사용된 통제변수들의 평균값(중앙값)을 확인해보면, 종업원집중도(*EmplInt*)는 12.985(-12.896)의 평균값을 보이며, 자산집중도(*AssetInt*)는 0.191(0.125)이다. *SuccessiveDecr*는 전기의 매출

액이 전전기매출액 대비 감소여부를 나타내는 변수로 평균값이 0.303로 나타나, 표본 기업의 30.3%가 전전기와 비교해 전기에 매출이 감소하고 있다. 나머지 통제변수로 영업현금흐름(*CFO*)의 평균값(중앙값)은 0.052(0.050)이며, 부채비율(*LEV*)의 경우 0.411(0.412)로 확인되었다. 이상의 변수 역시 전반적으로 선행연구와 유사한 분포를 보여주고 있다.

<표 2>는 본 연구의 분석에서 이용된 변수들의 피어슨 상관분석 결과를 제시하고 있다. 매출액변화율($\Delta \ln SALES$)과 Anderson et al.(2003)의 원가행태를 측정하기 위한 변수인 총원가변화율($\Delta \ln TotalCost$), 매출원가변화율($\Delta \ln COGS$), 판매관리비변화율($\Delta \ln SG\&A$)의 상관계수는 각각 0.843, 0.844 그리고 0.421로 유의적인 양(+)의 상관관계를 보였다. 매출액감소여부(*DecrDum*)와 총원가변화율, 매출원가변화율, 판매관리비변화율의 상관계수는 각각 -0.696,

〈표 2〉 상관관계 분석

Vari	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1. $\Delta \ln TotalCost$	1									
2. $\Delta \ln COGS$	0.953***	1								
3. $\Delta \ln SG\&A$	0.539***	0.382***	1							
4. $\Delta \ln SALES$	0.843***	0.844***	0.421***	1						
5. $DecrDum$	-0.696***	-0.690***	-0.317***	-0.655***	1					
6. MA	0.209***	0.211***	0.062***	0.227***	-0.185***	1				
7. $EmplInt$	-0.129***	-0.132***	-0.023**	-0.149***	0.118***	-0.370***	1			
8. $AssetInt$	-0.222***	-0.219***	-0.118***	-0.249***	0.199***	-0.524***	0.338***	1		
9. $SuccessiveDecr$	-0.096***	-0.077***	-0.112***	-0.017*	0.098***	-0.124***	0.089***	0.175***	1	
10. CFO	0.104***	0.101***	0.071***	0.134***	-0.140***	0.135***	-0.011	-0.186***	-0.132***	1
11. LEV	0.053***	0.049***	0.013	0.058***	-0.038***	0.082***	-0.187***	-0.249***	-0.003	-0.187***

1) This table shows the pearson correlations among the variables in this study.

2) ***, **, * represent 1%, 5%, and 10% significance levels, respectively(two-tailed).

3) Refer to 〈Table 1〉 for the definition of the variables.

-0.690, -0.317로, 모두 1% 수준에서 유의적인 음(-)의 상관관계가 나타났다. 이상의 상관관계 분석은 기존 연구와 유사한 결과를 보였다. 또한, 경영자 능력과 총원가변화율, 매출원가변화율 및 판매관리비 변화율은 모두 1% 유의수준에서 유의한 양(+의) 관계를 보이는 것으로 나타났다.

본 연구에서 이용한 Anderson et al.(2003)의 모형은 기업-연도별로 원가행태를 측정하는 것이 아니라 횡단면적으로 해당 기업의 원가가 하방경직적 특성을 보이는지 규명한 것이므로 <표 2>의 상관관계 분석을 통해서도 직접적으로 경영자 능력과 원가행태간의 상관관계는 파악할 수 없다. 따라서 다음 절에서 다변량회귀분석을 실시함으로써 경영자 능력이 원가행태에 미치는 영향을 직접적으로 파악한 결과를 확인할 수 있을 것이다.

4.2 경영자 능력과 비대칭적 원가행태의 관련성 분석결과

본 연구에서는 경영자의 능력이 우수할수록 기업의 원가의사결정에 어떠한 영향을 미치는지 분석하고자 한다. <표 3>은 Anderson et al.(2003)이 비대칭적 원가행태를 판매비와관리비를 통해 확인하기 위해 사용한 모형을 토대로 경영자 능력이 매출 변화에 따른 원가의사결정 시 판매관리비에 끼치는 영향을 분석한 결과이다.

먼저, 본 연구를 위해 구성한 표본의 판매비와관리비가 하방경직적 원가행태를 보이는지 확인하면 다음과 같다. 연구모형(4)에서 β_1 은 매출액 1% 증가시의 판매관리비의 증가율(%)을, $\beta_1 + \beta_2$ 는 매출액 1% 감소시의 판매관리비의 감소율(%)을 나타내므로, β_1 보다 $\beta_1 + \beta_2$ 가 덜 감소되는 경우 판매관리비가 하방경직적임을 의미한다. <표 3>에서 β_1 의 계수값은 0.772로 유의한 양의 값을, β_2 의 계수값은 -0.380

〈표 3〉 경영자능력과 원가행태의 관련성 분석

$$\Delta \ln SG\&A_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta \ln Sales_{i,t} + \beta_2 \Delta \ln Sales_{i,t} * DecrDum_{i,t} + \beta_3 MA_{i,t} + \beta_4 \Delta \ln Sales_{i,t} * MA_{i,t} + \beta_5 \Delta \ln Sales_{i,t} * DecrDum_{i,t} * MA_{i,t} + \beta_6 EmplInt_{i,t} + \beta_7 AssetInt_{i,t} + \beta_8 SuccessiveDecr_{i,t} + \beta_9 CFO_{i,t} + \beta_{10} LEV_{i,t} + \sum IND + \sum YEAR + \epsilon_{it}$$

Dependent Variables: $\Delta \ln SG\&A$		
Variables	SG&A	
	Coef.	t-value
Intercept	0.146**	2.08
$\Delta \ln Sales$	0.772***	23.03
$\Delta \ln Sales * DecrDum$	-0.380***	-4.94
MA	-0.186**	-4.2
$\Delta \ln Sales * MA$	0.407*	1.8
$\Delta \ln Sales * DecrDum * MA$	-0.856**	-1.91
EmplInt	0.010*	1.84
AssetInt	-0.029***	-3.79
SuccessiveDecr	-0.035***	-4.99
CFO	0.008	0.24
LEV	-0.017	-0.94
Industry dummies	controlled	
Year dummies	controlled	
Mean VIF	2.41	
No. of observations	6,724	
Adjusted R-square	0.155	

- 1) Test results of this table are based on the fixed-effects model.
- 2) ***, **, * represent 1%, 5%, and 10% significance levels, respectively(two-tailed).
- 3) Refer to 〈Table 1〉 for the definition of the variables.

으로 유의한 음(-)의 값을 나타내고 있어, 매출 1% 증가 시 판매비와관리비는 $0.772\%(\beta_1)$ 증가하지만, 매출액 1% 감소 시 판매비와관리비는 $0.392\%(\beta_1 + \beta_2)$ 로 덜 감소하고 있어, 판매비와관리비가 하방경직적임을 알 수 있다.

다음으로, 본 연구의 관심사인 경영자의 능력이 원가행태에 미치는 영향은 경영자능력(MA)과의 상

호작용항인 $\Delta \ln Sales_{i,t} * DecrDum_{i,t} * MA_{i,t} (\beta_5)$ 의 회귀계수를 통해 확인할 수 있다.⁸⁾ <표 3>은 판매비와관리비(SG&A)로 원가행태를 측정할 경우 $\Delta \ln Sales_{i,t} * DecrDum_{i,t} * MA_{i,t} (\beta_5)$ 의 계수값이 -0.856으로 나타나, 5% 유의도 수준에서 음(-)으로 유의한 모습을 보여준다. 따라서, 경영자가 능력이 뛰어날수록 매출이 증가할 때 판매관리비를 증가시

8) 경영자능력의 정도에 따라 원가행태에 보이는 차이는 β_5 의 계수를 통해 반영된다. 따라서 β_5 의 계수값이 유의한 음(-)이면 경영자능력이 우수할수록 하방경직적 원가행태를 보인다는 것을 의미하며, 반대로 β_5 가 유의한 양(+)의 값이면 우수한 능력을 가진 경영자일수록 하방탄력적인 원가의사결정을 실시한다는 것을 나타낸다.

키는 정도보다 상대적으로 매출이 감소할 때 판매비와관리비를 덜 감축하는 하방경직적 의사결정을 실시한다는 것을 알 수 있다.

이상의 분석을 통해서, 능력이 뛰어난 경영자는 기업의 경영성과 극대화 측면 및 경영자 본인의 명성유지 등 기회주의적 측면의 두 해석 하에서 모두, 매출이 현재 감소할지라도 즉각적으로 판매관리비를 줄이고자 하는 유인이 크지 않을 것이라는 본 연구의 제안이 확인됨을 알 수 있다.

즉, 경영자는 능력이 우수할수록 기업의 제한적인 자원을 잘 활용하여 매출액을 최대화하는 경영활동을 추구하므로, 현재 매출이 감소할지라도 미래 시장수요를 증가시키는 방안으로 기업을 이끌어가고자 할 것이고, 따라서 매출 감소에 대응하여 즉각적으로 판매관리비를 줄이고자 하는 유인이 적다는 것이다. 물론 기회주의적 동기 측면에서도, 능력이 뛰어난 경영자가 기회주의적으로 행동하려 할 경우에도 이미 사회적으로 형성된 명성 및 권한 등을 유지하고자 유해자원을 감축하지 않을 유인이 강하다고 해석될 수 있다.

4.3 대주주지분율을 반영한 분석결과

다음으로, 본 절에서는 기업의 대주주지분율을 고려하여 경영자능력이 원가의 비대칭성에 미치는 영향을 확인하고자 한다. 즉, 대주주지분율의 정도에 따라 능력이 뛰어난 경영자가 매출이 감소할 때

판매관리비 감소율을 매출이 증가할 때의 판매관리비증가율과 비교해서 증가 또는 감소시키는 행동에 영향이 발생하는가를 확인함으로써, 지배구조가 유능한 경영자의 원가의사결정에 미치는 영향을 규명하고자 한다.

실증에서 대주주지분율의 정도를 구분하기 위하여 기업-연도별 대주주지분율을 5분위로 분류하였다. 이때 5분위로 나누어진 집단 중 1분위 집단이 대주주지분율이 가장 낮은 집단이며, 5분위에 속하는 집단이 지분율이 가장 높은 집단을 나타낸다. 본 연구에서는 대주주지분율에 따른 1분위 및 5분위 집단에서 각각 경영자능력과 원가행태간의 관련성을 실증적으로 분석하였다. 각각의 집단으로 구분하여 대주주지분율 정도에 따른 경영자능력과 원가행태를 확인함으로써 해석상의 편의와 대주주지분율이 미치는 효과를 더욱 명확하게 파악할 수 있을 것으로 판단된다⁹⁾.

<표 4>에서는 대주주지분율이 낮은 집단(1분위)과 대주주지분율이 높은 집단(5분위)으로 구분한 회귀분석 결과를 [Model 1]과 [Model 2]에 각각 제시하였다. 주요 관심변수인 $\Delta \ln Sales_{i,t} * DecrDum_{i,t} * MA_{i,t} (\beta_3)$ 를 [Model 1]에서 확인하면, 1.099의 양(+)의 계수값을 보이고 유의하지 않은 결과를 나타낸다. 반면, [Model 2]의 대주주지분율이 높은 집단에서는 $\Delta \ln Sales_{i,t} * DecrDum_{i,t} * MA_{i,t} (\beta_3)$ 의 계수값이 -0.229로 5% 유의도 수준에서 음(-)으로 유의한

9) 본 연구는 Anderson et al.(2003)의 원가모형을 이용하여 경영자능력이 원가행태에 미치는 영향을 파악하고자 한다. 그런데 가설 2를 검증하는 과정에서는 대주주지분율 변수를 삽입하는 경우 「 $\Delta \ln Sales_{i,t} * DecrDum_{i,t} * MA_{i,t}$ 대주주지분율」과 같이 상호작용항(interaction variable)이 4개나 생성되어 해석상의 어려움이 발생한다. 따라서 본 논문에서는 모형의 복잡성 및 해석상의 어려움을 감안하여 표본을 대주주지분율 1분위 집단과 대주주지분율 5분위 집단으로 나누고 각 그룹별로 연구모형(4)의 $\Delta \ln Sales_{i,t} * DecrDum_{i,t} * MA_{i,t}$ 가 어떤 차이를 보이는지 분석하였다. 이러한 분석으로 대주주지분율이 높은 집단과 낮은 집단에서 각각 경영자능력에 따라 원가행태에 미치는 영향을 극명하게 파악할 수 있을 것으로 본다.

〈표 4〉 대주주지분율을 고려한 경영자능력과 원가행태의 관련성

$$\Delta \ln SG\&A_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta \ln Sales_{i,t} + \beta_2 \Delta \ln Sales_{i,t} * DecrDum_{i,t} + \beta_3 MA_{i,t} + \beta_4 \Delta \ln Sales_{i,t} * MA_{i,t} + \beta_5 \Delta \ln Sales_{i,t} * DecrDum_{i,t} * MA_{i,t} + \beta_6 EmplInt_{i,t} + \beta_7 AssetInt_{i,t} + \beta_8 SuccessiveDecr_{i,t} + \beta_9 CFO_{i,t} + \beta_{10} LEV_{i,t} + \Sigma IND + \Sigma YEAR + \epsilon_{it}$$

Variables	Dependent Variables: $\Delta \ln SG\&A$			
	[Model 1] 대주주지분율이 낮은 집단		[Model 2] 대주주지분율이 높은 집단	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value
Intercept	-0.081	-0.48	0.122	0.96
$\Delta \ln Sales$	0.578***	7.84	0.794***	12.64
$\Delta \ln Sales * DecrDum$	-0.236	-1.41	-0.400***	-2.73
MA	-0.166	-1.56	-0.218**	-2.55
$\Delta \ln Sales * MA$	-0.376	-0.75	-0.193	-0.44
$\Delta \ln Sales * DecrDum * MA$	1.099	0.97	-0.229**	-2.21
EmplInt	-0.011	-0.87	0.007	0.70
AssetInt	-0.062***	-3.36	-0.040***	-2.74
SuccessiveDecr	-0.067***	-4.51	-0.034***	-2.67
CFO	-0.059	-0.9	0.055	0.86
LEV	-0.081*	-1.96	-0.066*	-1.93
Industry dummies	controlled		controlled	
Year dummies	controlled		controlled	
Mean VIF	2.72		1.81	
No. of observations	1,340		1,262	
Adjusted R-square	0.157		0.241	

- 1) Test results of this table are based on the fixed-effects model.
- 2) ***, **, * represent 1%, 5%, and 10% significance levels, respectively(two-tailed).
- 3) Refer to 〈Table 1〉 for the definition of the variables.

값을 보였다. 이러한 결과로 대주주지분율이 높은 집단에서는 경영자의 능력이 우수할수록 하방경직적 원가행태를 보이나, 대주주지분율이 낮은 집단의 경우 그와 같은 하방경직성이 사라진 것을 확인할 수 있다.

기존 연구에서는 대주주지분율이 증가할수록 대주주의 경영자에 대한 감사·감독의 강화로 대리인 비용이 감소하여 하방경직적 원가행태가 완화됨을 주장하였다(정구열 외, 2002; 강동관, 2005; 정형록, 2007). 그러나 경영자의 능력이 우수하다면 경영성과를 극대화하고자 하는 경영자와 대주주 사이의 이

해가 일치하는 상황에서 현재 매출이 감소함에도 미래 수요 증가에 대처하기 위한 경영방안으로서 판매 관리비를 즉각적으로 감소시키지 않는 것으로 볼 수 있다[Model 2]. 또한 낮은 소유집중도로 인해 모니터링의 강도가 약한 경우, 경영자의 기회주의적 동기가 더 큰 영향을 미칠 수 있는 집단에서는 경영자 능력이 원가행태에 미치는 유의한 증분적 영향이 나타나지 않는 것을 확인하였다[Model 1]. 따라서 가설1에 해당하는 전체 표본에서의 하방경직적 원가행태는 주로 기업가치 극대화 동기에서 능력있는 경영자가 미래 매출 회복 여부를 더 잘 예측한 결과라

는 해석에 보다 무게를 실을 수 있다.

증을 위해 총원가와 매출원가를 이용하여 분석을 실시하고자 한다.

V. 추가분석

5.1 총원가 및 매출원가를 이용한 경영지능력과 원가행태 분석

<표 3> 및 <표 4>에서의 분석은 기존 연구들에서 하방경직적 원가행태를 검증하기 위해 주로 이용한 판매비와관리비를 이용하였다. 여기서는 강건성 검

기업의 소유와 경영이 분리됨에 따라 주주와 경영자의 이해가 일치하지 않아 발생하는 대리인 문제가 원가행태의 하방경직성을 야기하는 주요원인으로 지목됨에 따라, 선행연구는 판매비와관리비를 이용하여 원가행태가 하방경직성을 보임을 주장하였다(Anderson et al., 2003). 그런데 총원가는 매출원가와 판매관리비를 종합한 금액으로, 제품의 완성 및 판매에 이르기까지 소비된 일체의 원가를 합한

<표 5> 총원가 및 매출원가를 이용한 경영지능력과 원가행태의 관련성

$$\Delta \ln COST_{i,t} = \theta_0 + \theta_1 \Delta \ln Sales_{i,t} + \theta_2 \Delta \ln Sales_{i,t} * DecrDum_{i,t} + \theta_3 MA_{i,t} + \theta_4 \Delta \ln Sales_{i,t} * MA_{i,t} + \theta_5 \Delta \ln Sales_{i,t} * DecrDum_{i,t} * MA_{i,t} + \theta_6 EmplInt_{i,t} + \theta_7 AssetInt_{i,t} + \theta_8 SuccessiveDecr_{i,t} + \theta_9 CFO_{i,t} + \theta_{10} LEV_{i,t} + \Sigma IND + \Sigma YEAR + \epsilon_{it}$$

Variables	Dependent Variables: $\Delta \ln COST$			
	[Model 1]		[Model 2]	
	$\Delta \ln TotalCost$		$\Delta \ln COGS$	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value
Intercept	0.018	0.87	0.017	0.72
$\Delta \ln Sales$	0.982***	99.01	1.067***	93.35
$\Delta \ln Sales * DecrDum$	-0.058**	-2.55	-0.110***	-4.19
MA	-0.080***	-6.06	-0.069***	-4.55
$\Delta \ln Sales * MA$	0.518***	7.76	0.411***	5.34
$\Delta \ln Sales * DecrDum * MA$	-0.665***	-4.37	-0.764***	-4.36
EmplInt	0.000	0.13	0.000	0.23
AssetInt	-0.004*	-1.91	-0.005*	-1.80
SuccessiveDecr	-0.016***	-7.60	-0.007***	-2.85
CFO	-0.060***	-6.13	-0.061***	-5.48
LEV	-0.009*	-1.66	-0.009	-1.40
Industry dummies	controlled		controlled	
Year dummies	controlled		controlled	
Mean VIF	2.41		2.40	
No. of observations	6,724		6,671	
Adjusted R-square	0.825		0.814	

- 1) Test results of this table are based on the fixed-effects model.
- 2) ***, **, * represent 1%, 5%, and 10% significance levels, respectively(two-tailed).
- 3) Refer to <Table 1> for the definition of the variables.

정보를 제공한다. 또한, 총원가와 매출원가는 기업의 이익에 큰 영향을 미치는 변수이므로, 투자자 및 재무분석가 등이 관심을 갖고 모니터링하므로 선행 연구에서도 가설을 검증하는데 추가적으로 활용하였다(Weiss, 2010).

본 연구에서는 연구모형(4)의 종속변수인 판매관리비에 각각 총원가 및 매출원가를 대체하여 검증을 실시하였다. <표 5>는 경영자의 능력이 원가행태에 미치는 영향을 총원가 및 매출원가를 활용하여 재검증한 결과를 제시하고 있다. 여기에서 종속변수로 총원가($\Delta \ln Total Cost$)를 이용한 결과를 [Model 1]로, 매출원가($\Delta \ln COGS$)를 이용하여 분석한 결과는 [Model 2]에 각각 제시하였다. 회귀분석 결과, $\Delta \ln Sales_{i,t} * DecrDum_{i,t} * MA_{i,t} (\beta)$ 의 계수값은 총원가[Model 1] 및 매출원가[Model 2]를 이용한 경우 각각 -0.665, -0.764로 나타났으며 1% 유의도 수준에서 음(-)으로 유의한 결과가 나타났다. <표 5>는 경영자가 능력이 우수할수록 총원가 및 매출원가에서 모두 하방경직성이 커진다는 점을 보여준다. 한편, $\Delta \ln Sales_{i,t} * DecrDum_{i,t} (\beta)$ 의 계수값은 모두 음(-)으로 유의하므로, 총원가 및 매출원가를 이용해 구성한 모형에서도 기존 연구들과 동일하게 원가행태가 하방경직적인 특성을 보이고 있다는 것을 알 수 있다.

5.2 총원가·매출원가를 이용하여 대주주지분율을 반영한 분석

본 절에서는 대주주지분율의 정도에 따라 경영자 능력이 기업의 원가행태에 미치는 영향을 파악하는 연구모형에 총원가 및 매출원가를 활용하여 추가적인 분석을 실시하고자 한다.

<표 6>에서 Panel A는 종속변수로 총원가($\Delta \ln Total Cost$)를, Panel B는 매출원가($\Delta \ln COGS$)를 이용한 분석결과를 제시하고 있다. 먼저, Panel A에서 $\Delta \ln Sales_{i,t} * DecrDum_{i,t} * MA_{i,t} (\beta)$ 의 계수값이 대주주지분율이 낮은 집단[Model 1]의 경우 유의하지 않은 음(-)의 값으로 나타났으며, 대주주지분율이 높은 집단[Model 2]의 경우는 계수값이 -2.100으로 1% 유의수준에서 음(-)으로 유의한 결과가 나타났다. 다음으로 Panel B에서 매출원가를 이용하여 원가행태를 규명한 결과를 확인하면, 대주주지분율이 낮은 집단[Model 1]과 대주주지분율이 높은 집단[Model 2]에서 각각 $\Delta \ln Sales_{i,t} * DecrDum_{i,t} * MA_{i,t} (\beta)$ 의 계수값이 -1.619, -2.303으로 나타났으나, [Model 2]에서만 1% 유의수준에서 음(-)으로 유의한 영향을 미치는 것을 확인하였다.

이상의 결과는 <표 4>에서 판매관리비를 이용하여 분석한 결과와 동일한 결론을 제시한다. 즉, 총원가와 매출원가를 이용하여 분석을 실시한 경우에도 대주주지분율이 낮은 집단과 비교해 높은 집단에서 경영자능력이 우수할수록 하방경직적 원가행태를 보인다는 것을 확인할 수 있다. 총원가 및 매출원가는 제품의 완성 및 판매에 이르기까지 소비된 일체의 원가에 대한 정보를 제공하므로, 능력이 뛰어난 경영자가 기업의 경영성과를 극대화하기 위해 미래 수요증가를 예상하고 경영활동을 실시할 때 판매관리비와 함께 현재 매출감소에 따라 즉시 감소시키기 쉽지 않을 것이다. 이상의 결과는 유능한 경영자의 원가행태가 기회주의적 측면 보다는 기업가치 극대화 측면에서 더 잘 나타난다는 본 연구의 분석을 뒷받침하고 있다고 보여진다.

〈표 6〉 대주주지분율을 반영한 분석결과: 총원가 및 매출원가 이용

$$\Delta \ln \text{COST}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta \ln \text{Sales}_{i,t} + \beta_2 \Delta \ln \text{Sales}_{i,t} * \text{DecrDum}_{i,t} + \beta_3 \text{MA}_{i,t} + \beta_4 \Delta \ln \text{Sales}_{i,t} * \text{MA}_{i,t} + \beta_5 \Delta \ln \text{Sales}_{i,t} * \text{DecrDum}_{i,t} * \text{MA}_{i,t} + \beta_6 \text{EmplInt}_{i,t} + \beta_7 \text{AssetInt}_{i,t} + \beta_8 \text{SuccessiveDecr}_{i,t} + \beta_9 \text{CFO}_{i,t} + \beta_{10} \text{LEV}_{i,t} + \Sigma \text{IND} + \Sigma \text{YEAR} + \epsilon_{it}$$

[Panel A] Dependent Variables: $\Delta \ln \text{TotalCost}$				
Variables	[Model 1]		[Model 2]	
	대주주지분율이 낮은 집단		대주주지분율이 높은 집단	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value
<i>Intercept</i>	-0.031	-0.30	0.028	0.37
$\Delta \ln \text{Sales}$	1.146***	25.03	1.233***	32.04
$\Delta \ln \text{Sales} * \text{DecrDum}$	0.134	1.29	-0.094	-1.04
<i>MA</i>	-0.173***	-2.62	-0.135**	-2.58
$\Delta \ln \text{Sales} * \text{MA}$	0.571*	1.83	0.804***	2.96
$\Delta \ln \text{Sales} * \text{DecrDum} * \text{MA}$	-0.955	-1.35	-2.100***	-3.21
<i>EmplInt</i>	-0.003	-0.41	0.001	0.16
<i>AssetInt</i>	-0.043***	-3.75	-0.018**	-1.99
<i>SuccessiveDecr</i>	-0.024**	-2.57	0.01	1.3
<i>CFO</i>	-0.084**	-2.06	-0.047	-1.2
<i>LEV</i>	-0.029	-1.11	-0.039*	-1.86
<i>Industry dummies</i>	controlled		controlled	
<i>Year dummies</i>	controlled		controlled	
<i>No. of observations</i>	1,340		1,262	
<i>Adjusted R-square</i>	0.667		0.708	
[Panel B] Dependent Variables: $\Delta \ln \text{COGS}$				
Variables	[Model 1]		[Model 2]	
	대주주지분율이 낮은 집단		대주주지분율이 높은 집단	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value
<i>Intercept</i>	0.058	0.46	-0.008	-0.09
$\Delta \ln \text{Sales}$	1.272***	22.79	1.339***	30.94
$\Delta \ln \text{Sales} * \text{DecrDum}$	0.276**	2.18	-0.095	-0.95
<i>MA</i>	-0.178**	-2.21	-0.095	-1.61
$\Delta \ln \text{Sales} * \text{MA}$	0.642*	1.69	0.598*	1.93
$\Delta \ln \text{Sales} * \text{DecrDum} * \text{MA}$	-1.619	-1.49	-2.303***	-3.1
<i>EmplInt</i>	0.005	0.52	-0.002	-0.26
<i>AssetInt</i>	-0.040***	-2.89	-0.011	-1.12
<i>SuccessiveDecr</i>	-0.003	-0.28	0.025***	2.87
<i>CFO</i>	-0.068	-1.37	-0.055	-1.24
<i>LEV</i>	-0.017	-0.55	-0.041*	-1.77
<i>Industry dummies</i>	controlled		controlled	
<i>Year dummies</i>	controlled		controlled	
<i>No. of observations</i>	1,323		1,251	
<i>Adjusted R-square</i>	0.646		0.694	

1) Test results of this table are based on the fixed-effects model.

2) ***, **, * represent 1%, 5%, and 10% significance levels, respectively(two-tailed).

3) Refer to 〈Table 1〉 for the definition of the variables.

VI. 결론

경영자의 능력은 기업 가치와 본인의 명성·권한 등에 직접적으로 영향을 미치는 중요한 요소이다. 일반적으로 경영자는 기업의 경영성과 향상 및 사회적으로 형성된 명성 및 실적 등을 유지하기 위해 작업도 대비 높은 원가를 투입하는 활동을 찾아 이를 개선하고자 할 것이다. 따라서 경영자는 기업의 이익 및 본인의 권한에 직접적으로 영향을 미치는 원가 관련 의사결정에 막대한 영향력을 행사할 것이다. 따라서 기업의 수익성에 큰 영향을 미치는 원가 관련 의사결정에 경영자의 능력이 어떤 영향을 미치는지에 대한 연구의 필요성이 제기된다. 특히, 경영자의 행동은 기업가치 극대화 측면과 기회주의적 측면 등 서로 다른 유인에 의해 결정될 수 있으므로, 원가 관련 의사결정에 경영자 능력이 미치는 평균적인 영향을 실증으로 확인할 필요성이 제기된다.

본 연구는 Demerjian et al.(2012)이 DEA(Data Envelope Analysis) 방법론에 의해 측정된 경영자 능력과 원가행태간의 관련성을 실증적으로 검증함으로써, 우수한 경영자가 원가와 관련한 의사결정을 어떻게 하는지를 규명하는데 목적이 있다. 아울러, 본 논문에서는 대주주지분율을 고려하여, 유능한 경영자의 원가 관련 의사결정에서 어떤 유인이 지배적인 영향력을 행사하는지를 확인하고자 하였다.

본 연구는 2010년부터 2018년까지 금융업을 제외한 12월 결산 상장법인을 최종표본으로 선정하여 실증분석을 실시하였다. 경영자능력 측정치는 Demerjian et al.(2012, 2013)과 고창열 외(2013)에서 제시한 모형을 이용하였으며, 기업의 원가행태는 Anderson et al.(2003)의 모형에 기초하여 가설을 검증하였다. 실증분석 결과를 제시하면 다음과 같다.

첫째, 경영자 능력이 좋을수록 매출 증가 시 판매비외관리비가 증가하는 정도보다 매출 감소 시 판매비외관리비가 덜 감소하는 하방경직적 원가행태를 보임을 확인하였다. 경영자의 능력이 뛰어날수록 경영자는 기업의 경영성과 극대화 측면 및 기회주의적 측면 모두를 충족시키기 위한 유인으로 매출이 현재 감소하는 상황에서도 판매관리비의 유지자원을 감축하고자 하는 유인이 그리 크지 않다고 해석될 수 있다.

둘째, 대주주지분율을 고려하여 경영자능력이 원가의 비대칭성에 대해 가지는 영향을 분석한 결과, 상대적으로 대주주지분율이 높은 집단에서 경영자의 능력이 좋을수록 하방경직적 원가행태가 강화됨을 실증적으로 파악하였다. 선행연구에서 대주주의 지분이 증가할수록 대리인비용의 감소로 원가행태의 하방경직성이 완화됨을 주장하여 왔으나(정구열 외, 2002; 강동관, 2005; 정형록, 2007), 본 연구를 통해 경영자능력이 높은 경우에는 경영성과를 극대화하고자하는 이해관계가 대주주와 경영자간 일치하므로 현재 매출이 감소함에도 미래매출 향상을 위한 경영방안으로 판매관리비를 즉각적으로 감소시키지 않음을 확인하였다. 반면, 대주주지분율이 낮으므로 모니터링이 약하고 이에 의해 경영자가 기회주의적으로 행동할 가능성이 더 큰 집단에서는 하방경직적 효과가 유의하지 않았다. 이상의 결과로, 가설 1에서 평균적인 효과를 놓고 제시된 두 가지 동기 측면에서의 가능성은 주로 경영성과 극대화 측면의 동기를 가진 유능한 경영자 집단에서 하방경직적 효과가 증명되었다고 볼 수 있다.

추가분석에서는 총원가 및 매출원가를 활용하여 실증분석을 실시하였다. 분석 결과, 경영자능력이 우수할수록 총원가 및 매출원가에서도 원가행태가

주 분석과 동일한 형태로 하방경직성을 보여, 주 분석의 강건성을 뒷받침해 주었다.

본 연구는 선행연구 흐름에 더해 다음과 같은 공헌점이 있다. 먼저, 경영자능력에 따라 원가행태에 미치는 영향을 검증함으로써, 기업의 원가사결정에 영향을 미치는 요인으로 경영자능력을 고려하였다는 점에서 의의가 있다. 다음으로, 본 연구는 경영자능력이 우수할수록 하방경직적 원가행태를 보이는 현상이 주로 대리인비용이 낮은 집단에서 유의하게 나타남을 보임으로써, 유능한 경영자의 원가행태는 기업가치 극대화 측면의 동기 하에서 더 많이 이루어지고 있음을 확인하였다. 따라서 본 연구로 경영자의 능력에 대한 충분한 신뢰가 있다면, 경기 하락에 따른 비용부담 증가를 기업이 단기적으로는 묵과해 줄 필요도 있어 보인다. 즉, 유능한 경영자의 비용과 관련된 의사결정을 너무 단기적으로 평가할 필요는 없으며, 실적 평가와 보상 시 이를 고려해야 한다는 실무적 시사점을 가진다.

그러나 본 연구에서는 경영자의 동기를 보다 세밀하게 구분하여 증명하지 않았다. 또한, 유능한 경영자의 영향을 연구한 본 연구에서는 선행연구에서 다수 발견되는 원가비대칭성이 경영자의 사익추구에 의한 결과라는 해석(정형록, 2007; 구정호, 2011; Chen et al., 2012; 양대천, 정준희, 2012; 양대천, 김창수, 기도훈, 2013; 김유진, 정문중, 2017 등)과 배치되는 해석을 제시하고 있다. 본 연구는 능력이 우수한 경영자가 원가정책에 미치는 영향을 분석한 것으로, 원가 비대칭성은 기업의 수익성에 대한 경영자의 예측을 반영한 결과로 보는 시각(Anderson & Lanen, 2007; 박연희 외, 2012)과 부합될 수 있다. 따라서 본 연구 결과를 해석할 때 일정한 주의가 요구되며, 후속 연구의 필요성이 요청된다.

〈참고문헌〉

- 강동관 (2005). 기업의 소유집중률과 대리인 비용. **경제연구**, 23(1), 197-221.
- 고창열, 김봉현, 고봉조 (2016). 경영자능력이 정보비대칭에 미치는 영향. **글로벌경영학회지**, 13(1), 77-94.
- 고창열, 박준호, 정훈, 유관희 (2013). DEA를 이용한 경영자 능력이 기업성과에 미치는 영향에 관한 연구. **관리회계연구**, 13(1), 165-200.
- 구정호 (2011). 기업지배구조가 비대칭적인 원가행태에 미치는 영향: 경영자지분율과 외국인투자자 및 기관투자자지분율을 중심으로. **관리회계연구**, 11(1), 1-35.
- 김새로나, 유혜영 (2015). 경영자과실에 따른 원가비대칭성. **회계저널**, 23(6), 309-345.
- 김새로나, 최규담, 유현수 (2016). 기업의 경영전략이 원가비대칭성에 미치는 영향. **회계·세무와 감사 연구**, 58(4), 255-295.
- 김유진, 정문중 (2017). 국민연금 투자가 기업의 원가행태에 미치는 영향. **대한경영학회지**, 30(11), 1997-2014.
- 문창호 (2012). 경쟁전략과 최고경영자 특성 사이의 적합성이 성과에 미치는 영향: 국내 제조벤처기업들을 중심으로. **대한경영학회지**, 25(8), 3335-3355.
- 문호은, 홍철규 (2010). 원가행태의 비대칭성과 산업별 특성 차이에 대한 종합적 분석. **관리회계연구**, 10(1), 1-38.
- 박연희, 구정호, 배수일 (2012). 원가의 하방경직성에 대한 정보유용성. **회계학연구**, 37(4), 227-252.
- 송승아 (2013). 분기별 비대칭적 판매관리비 행태 및 이익조정. **관리회계연구**, 13(1), 137-164.
- 신지숙, 이해영 (2017). 한국 대규모기업집단과 최고경영자교체. **기업경영연구**, 24(2), 195-212.
- 안태식, 이석영, 정형록 (2004). 한국제조기업의 비대칭적 원가행태. **경영학연구**, 33(3), 789-807.
- 양대천, 김창수, 기도훈 (2013). 전문경영자 기업의 지배구조와 비대칭적 원가행태. **회계정보연구**, 31(3),

- 155-185.
- 양대천, 정준희. (2012). 대내외적 감사장치와 비대칭적 원가행태. *산업경제연구*, 25(6), 3643-3671.
- 이건, 신재은, 이만우. (2015). 임원의 세무전문성이 기업의 조세회피에 미치는 영향. *세무와회계저널*, 16(3), 137-170.
- 이상철. (2014). 경영자 및 기업지배구조 특성과 원가행태 비대칭성 사이의 관련성. *회계저널*, 23(2), 251-285.
- 이석영, 유상열, 윤재원. (2004). 비대칭적 원가행태의 산업별차이. *회계·세무와 감사 연구*, 40, 59-81.
- 이용규, 한경찬. (2005). 원가행태와 경영자유형. *관리회계연구*, 5(2), 1-23.
- 이해영, 신지숙. (2013). 최고경영자 교체가 경영성과에 미치는 영향. *기업경영연구*, 20(3), 123-142.
- 장승현, 백태영. (2009). 기업의 경영조건이 비대칭적 원가행태에 미치는 영향. *회계학연구*, 34(4), 71-107.
- 장지영, 김지령. (2016). 최고경영자의 특성과 기업의 현금보유수준. *산업경제연구*, 29(5), 1781-1813.
- 전순영. (2012). 경영자특성과 인적자원관리가 성과에 미치는 효과. *기업경영연구*, 19(2), 35-56.
- 정구열, 권수용, 백원선. (2002). 기업소유구조와 이익의 정보효과. *경영학연구*, 31(6), 1707-1727.
- 정문중, 이성욱. (2009). 설비용량 조정과 원가하방경직성의 관계. *관리회계연구*, 9(1), 29-50.
- 정형록, 안태식. (2005). 한국제조기업의 원가구조변화에 관한 연구. *관리회계연구*, 5(2), 59-80.
- 정형록. (2007). 한국제조기업의 비대칭적인 원가행태 결정요인에 관한 연구. *회계정보연구*, 25(3), 1-28.
- 조상민, 강선아. (2017). 회계정보의 질과 경쟁강도가 경영자능력과 경영성과의 관계에 미치는 영향. *관리회계연구*, 17(1), 149-178.
- 최세라, 양승희. (2019). 경영자 능력이 연구개발비를 이용한 실제 이익조정에 미치는 영향. *회계저널*, 28(1), 101-139.
- 황인이, 최세라, 정태진. (2019). 경영자 능력이 주가폭락 위험에 미치는 영향. *회계학연구*, 44(1), 111-154.
- Adams, S. M., Gupta, A., & Haughton, D. M. (2007). Gender differences in CEO compensation: Evidence from the USA. *Women in Management Review*, 22(3), 208-224.
- Agarwal, R., Barney, J. B., Foss, N. J., & Klein, P. G. (2009). Heterogeneous resources and the financial crisis: Implications of strategic management theory. *Strategic Organization*, 7(4), 467-484.
- Agrawal, A., & Mandelker, G. (1990). Large shareholders and the monitoring of managers: The case of antitakeover charter amendments. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25, 143-161.
- Anderson, M. C., Banker, R. D., & Janakiraman, S. N. (2003). Are selling, general, and administrative costs "sticky"? *Journal of Accounting Research*, 41(1), 47-63.
- Anderson, S. W., & Lanen, W. N. (2007). Understanding cost management: What can we learn from the evidence on "sticky costs"? *Working Paper*, University of California, Davis and University of Michigan.
- Andreou, E., Ghysels, E., & Kourtellis, A. (2013). Should macroeconomic forecasters use daily financial data and how? *Journal of Business & Economic Statistics*, 31(2), 240-251.
- Baik, B., Choi, S. H., Farber, D. B., & Zhang, J. J. (2013). Managerial ability and earnings quality: An international analysis. *Working Paper*.
- Baik, B., Farber, D. B., & Lee, S. (2011). CEO ability and management earnings forecasts. *Contemporary Accounting Research*, 28(5), 1645-1668.
- Banker, R. D., & Chen, L. (2006). Predicting earning using a model of cost. Variability and cost stickiness. *The Accounting Review*, 81(1), 285-307.
- Banker, R. D., Flasher, R., & Zhang, D. (2014). Strategic positioning and asymmetric cost behavior. *Working Paper*.
- Bonsall IV, S. B., & Holzman, E. R. (2017). Managerial ability and credit risk assessment. *Management*

- Science*, 63(5), 1425-1449.
- Chang, K., & Noorbakhsh, A. (2009). Does national culture affect international corporate cash holdings? *Journal of Multinational Financial Management*, 19(5), 323-342.
- Chemmanur, T. J., & Paeglis, I. (2005). Management quality, certification, and initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 76(2), 331-368.
- Chen, C. X., Gores, T., & Nasev, J. (2013). Managerial overconfidence and cost stickiness. *Working Paper*.
- Chen, C. X., Lu, H., & Sougiannis, T. (2012). The agency problem, corporate governance, and the asymmetrical behavior of selling, general, and administrative costs. *Contemporary Accounting Research*, 29, 252-282.
- Cooper, R., & Kaplan, R. S. (1998). *The design of cost management systems: Text, cases, and readings* (2nd ed.). NJ: Prentice Hall.
- Cornaggia, J. N., Cornaggia, K. J., & Hund, J. E. (2017). Credit ratings across asset classes: A long-term perspective. *Review of Finance*, 21(2), 465-509.
- Custódio, C., & Metzger, D. (2014). Financial expert CEOs: CEO's work experience and firm's financial policies. *Journal of Financial Economics*, 114(1), 125-154.
- Cyert, R. M., & March, J. G. (1963). *A behavioral theory of the firm*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Demerjian, P. R., Lev, B., & McVay, S. (2012). Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests. *Management Science*, 58(7), 1229-1248.
- Demerjian, P. R., Lev, B., Lewis, M. F., & McVay, S. (2013). Managerial ability and earnings quality. *The Accounting Review*, 88(2), 463-498.
- Demerjian, P. R., Lewis-Western, M., & McVay, S. (2020). How does intentional earnings smoothing vary with managerial ability? *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 35(2), 406-437.
- Falato, A., Li, D., & Milbourn, T. (2011). To each according to his ability? CEO pay and the market for CEOs. *Working Paper*, Washington University in St Louis.
- Francis, J., Olsson, P., & Schipper, K. (2008). *Earnings quality*. Now Publishers Inc.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Puri, M. (2011). Capital allocation and delegation of decision-making authority within firms. *Journal of Financial Economics*, 115(3), 449-470.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Puri, M. (2013). Managerial attitudes and corporate actions. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 103-121.
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1980). Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of corporation. *Bell Journal of Economics*, 11(1), 42-64.
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organizations as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193-206.
- Holderness, C. G., & Sheehan, D. P. (1988). The role of majority shareholder in publicly held corporation: An exploratory analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 317-346.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Koester, A., Shevlin, T., & Wangerin, D. (2016). The role of managerial ability in corporate tax avoidance. *Management Science*, 63(10), 3285-3310.
- Krishnan, G. V., & Wang, C. (2014). The relation between managerial ability and audit fees and going concern opinions. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 34(3), 139-160.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *The Journal of Finance*, 60(6), 2661-2700.

- Malmendier, U., & Tate, G. (2009). Superstar CEOs. *The Quarterly Journal of Economics*, 124(4), 1593-1638.
- March, J. G., & Simon, H. A. (1958). *Organizations*. Cambridge, MA: Blackwell.
- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 595-612.
- Miles, R. E., & Snow, C. C. (1978). *Organizational strategy, structure and process*. New York: McGraw-Hill.
- Noreen, E. (1991). Conditions under which activity-based cost systems provide relevant costs. *Journal of Management Accounting Research*, 3, 159-168.
- Noreen, E., & Soderstrom, N. (1994). Are overhead costs strictly proportional to activity? Evidence from hospital service departments. *Journal of Accounting and Economics*, 17(1-2), 255-278.
- Opler, T., Pinkowitz, L. F., Stulz, R. M., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3-46.
- Park, J., Ko, C. Y., Jung, H., & Lee, Y. S. (2016). Managerial ability and tax avoidance: evidence from Korea. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 23(4), 449-477.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.
- Weiss, D. (2010). Cost behavior and analysts' earnings forecasts. *The Accounting Review*, 85(4), 1441-1471.

Abstract

The Effect of Managerial Ability on Asymmetric Cost Behavior

Kim, Saerona*, Choi, Jun Hyeok**

This study investigates the relationship between managerial ability and the cost behavior of Demerjian et al. (2012) to find out how able managers make cost-related decisions. We also tested the moderating effect of governance on the relationship between managerial ability on cost behavior. We conducted our analysis for the non-financial December year-end businesses listed on the Korea Exchange from 2010 to 2018.

Test results are as follows. First, we discovered that the higher the manager's ability, the more sticky the cost: the less cost reduction when sales decreased, compared to the cost increase when sales increased. Second, when considering corporate governance, we found that this effect was evident in companies with major shareholders. We interpret that the relationship between managerial ability and asymmetrical cost behavior occurs mainly in companies with low agency costs, implying that the able managers' cost behavior is primarily due to value maximization motives rather than opportunistic motives.

This study's contribution to the literature is that it was the first Korean study to investigate the effect of manager ability on the asymmetric cost behavior and that it found the motivation behind the cost behavior by competent managers. We also contribute to the literature by considering managerial ability and governance together as the factors influencing managerial cost decisions.

Key Words: Managerial Ability, Cost stickiness, Asymmetric cost behavior, Majority shareholder

논문접수일	2021년 03월 16일
논문수정일	2021년 04월 12일
게재확정일	2021년 04월 19일

* Associate Professor, Gyeongsang National University.

** Research Assistant Professor, Department of Business Administration, Dongguk University.