

## 재벌기업의 비대칭적 원가행태에 대한 연구\*

신재용(주저자)

서울대학교 경영학과 부교수  
(jshin@snu.ac.kr)

황인이(교신저자)

서울대학교 경영학과 부교수  
(hiny72@snu.ac.kr)

권세원(공저자)

서울대학교 경영학과 박사과정  
(k4js11@gmail.com)

최세라(공저자)

서울대학교 경영학과 박사과정  
(src0422@gmail.com)

본 연구에서는 대규모기업집단의 소속여부와 원가 비대칭성 사이의 관련성을 검증하였다. 특히, 이러한 관계가 기업의 규모나 기업지배구조 특성(이사회의 독립성, 소유경영자 존재 여부)에 의해 영향을 받는지를 연구하였다. 2001년부터 2013년까지 유가증권시장에 상장된 7,475개 기업연도를 대상으로 관련 테스트를 수행하였다. 주요한 발견점들은 다음과 같다. 첫째, 대규모기업집단에 소속된 기업들의 경우 판매관리비의 하방경직성이 완화되는 것으로 나타났다. 둘째, 대규모기업집단에 소속된 기업들의 판매관리비의 하방경직성이 완화되는 것은 규모가 작은 기업들에 집중적으로 나타났다. 셋째, 대규모기업집단에 소속된 기업들 중 판매관리비의 하방경직성이 완화되는 것은 주로 사외이사 비율이 높은 기업들에서 발견되었다. 마지막으로, 소유경영자가 경영하는 대규모기업집단에 소속된 기업의 경우 판매관리비의 하방경직성이 완화를 발견하였다.

주제어: 대규모기업집단, 재벌, 원가행태의 비대칭성, 원가의 하방경직성, 이사회의 독립성, 소유경영자

### 1. 서론

Anderson, Banker, and Janakiraman(2003)이 최초로 판매관리비의 비대칭적 행태에 대해 실증적으로 검증한 이후 다양한 관련 주제들이 연구되어 왔다. 특히 Anderson et al.(2003)에서 언급된 원가의 하방경직성이 발생하는 유인에 대해서 국내외에 걸쳐 활발하게 연구되었다(Chen, Lu, and Sougiannis 2012; Banker, Byzalov, and Chen 2013; Chen, Gores, and Nasev 2013; Banker

and Byzalov 2014; Cannon 2014; 안태식·이석영·정형록 2004; 정형록 2007; 구정호·박연희·백태영 2009; 장승현·백태영 2009; 정준희·장지인·양대천 2012; 이상철 2014). 특히 Chen et al.(2012)의 경우 기업지배구조가 원가행태에 미치는 영향에 대해 연구를 수행하였다. Chen et al.(2012)의 경우 경영진의 사적이익추구 인센티브가 원가 행태에 영향을 미칠 것이라는 주장을 바탕으로, 경영진-주주 사이의 대리인 문제로 촉발된 경영진의 제국 건설 유인(empire-building incentive)가 클수록 하방경직적인 행태가 나타나며, 다음과

최초투고일: 2016. 8. 3      게재확정일: 2016. 9. 1

\* 본 논문의 심사과정을 성심성의껏 도와주신 편집위원들과 두 분의 익명의 심사자님들에게 감사드립니다. 또한 교신저자는 서울대학교 경영대학 경영연구소의 연구비 지원을 받아 연구를 수행하였습니다.

같은 하방경직성의 정도는 기업지배구조 수준이 높을수록 완화됨을 밝혔다. 국내 연구의 경우도 정준희 외(2012)나 이상철(2014)에서 국내 기업들의 기업지배구조가 원가행태에 미치는 영향을 연구하였는데, 좋은 기업지배구조를 갖고 있는 기업일수록 경영자와 소유주 사이의 대리인 문제가 완화되어 원가의 비대칭성이 약화됨을 보고하였다.

한편 한국 기업의 가장 특징적인 성질 중 하나가 바로 대규모기업집단(이하 재벌과 혼용)의 존재이다. 해외 선행연구들도 재벌에 대해 큰 관심을 갖고 다양한 연구를 수행하였다(Bae, Kang, and Kim 2002; Campbell and Keys 2002; Kim and Lee 2003; Kim, Lyn, Park, and Zychowicz 2005; Kim and Yi 2006). 특히 재벌기업들의 경우 일반적으로 해외의 기업지배구조 연구에서 관심을 가졌던 지배주주와 경영진 사이의 대리인 문제(Type I agency problem)가 아닌, 대주주와 소액주주 사이에 발생하는 대리인 문제(Type II agency problem)가 심각한데 Bae et al.(2002)은 실제로 한국의 재벌기업들이 합병을 통해 터널링을 하고 있음을 밝혔다.

원가행태와 관련된 선행연구에서 대리인 문제가 원가의 하방경직성의 중요한 결정요인 중 하나로 제시되고 있고, 이에 대한 연구가 국내외에 걸쳐 활발하게 이루어지고 있지만, 대규모기업집단에 소속된 기업의 원가행태를 직접적으로 연구한 실증연구는 부족하다. 구정호(2011)이나 이상철(2014)에서 재벌기업의 원가행태가 하방경직적인지 여부에 대한 분석을 일부 수행하였으나, 서로 상반된 결과를 도출하였다.<sup>1)</sup> 따라서 아직 재벌기업의 원가행태에 대

해서는 일관된 결론을 짓지 못한 상황이다. 이에 본 연구에서는 원가 행태의 비대칭성이 대규모기업집단에 소속된 기업인지 여부에 따라 달라지는 지를 검증해보고 동 관계가 이사회 독립성이나 소유경영자 등의 전통적인 기업지배구조변수와 기업의 규모에 따라 달라지는지 여부를 검증하였다.

본 연구가 발견한 점은 다음과 같다. 첫째, 대규모 기업집단에 소속된 기업들의 경우 판매관리비의 하방경직성이 완화되는 것으로 나타났다. 둘째, 재벌 기업들의 판매관리비의 하방경직성이 완화되는 것은 규모가 작은 기업들에서 집중적으로 나타났다. 셋째, 재벌기업들 중 판매관리비의 하방경직성이 완화되는 것은 주로 사외이사 비율이 높은 기업들에서 발견되었다. 마지막으로, 소유경영자가 경영하는 재벌기업의 경우 판매관리비의 하방경직성이 완화됨을 발견하였다.

본 연구의 결과는 다음과 같은 공헌점을 가진다. 첫째, 본 논문은 우리나라 경제에서 중요한 역할을 차지하는 재벌기업의 원가행태를 직접적으로 분석하여 재벌기업의 자원조정계획에 대한 이해를 높였다. 과거 회계학 및 재무 분야에서 재벌기업에 대한 연구는 주로 재벌기업의 기업지배구조와 관련된 분야에 집중하였다. 그러나 본 연구는 재벌기업의 원가행태에 대한 실증연구에 더하여, 재벌 기업의 규모 등으로 인해 발생하는 정치적 비용이 원가행태에 미치는 영향을 밝힘으로서 재벌기업의 경영활동에 대한 이해를 높이는 계기가 될 수 있을 것이다. 둘째로, 대규모기업집단에 소속된 기업들일지라도 이사회 구성에 따라 각기 다른 원가행태를 보임을 발견하였다. 본 연구의 결과에 따르면 규제기관에서

1) 구정호(2011)의 경우 30대 기업군에 속해있는 기업일수록 원가의 하방경직성이 완화되는 것으로 나타났다. 그러나 이상철(2014)은 유의한 결과를 발견하지 못하였다.

재벌기업의 기업지배구조에 대해 어떠한 규제를 신설한다면 이에 따라 원가행태가 바뀔 가능성도 존재한다. 따라서 규제기관에서는 규제의 신설로 재벌기업의 터널링 등 대리인 문제를 해결하려는 노력을 수행하더라도 예기치 못한 방향으로 기업의 경영행태가 바뀔 수도 있다는 점을 늘 주의하여야 할 것으로 판단된다. 마지막으로 본 연구는 관리회계와 재무 분야의 핵심 연구주제를 통합하였다는데 의의가 있다. 원가행태 관련연구는 관리회계의 연구로서, 경영자의 유희자원에 대한 의사결정은 경영자의 합리적 의사결정 요인에 의해 영향을 받기도 하지만, 최근 연구에서 자기 자신의 사적 이익을 추구하는 경영자의 기회주의적 행동에 영향을 받기도 한다는 결과가 보고되면서 원가행태에 관한 연구를 다른 분야와의 통합 주제로 발전하고 있다(Chen et al. 2012, Dierynck, Landsman, and Renders 2012, Kama and Weiss 2013). 본 연구는 원가행태와 회계 및 재무 분야의 주요 연구주제인 대규모기업집단 소속 여부가 원가행태 미치는 영향을 조사하였다는 점에서 최근의 연구흐름을 반영하고 있다. 이를 통해 원가행태에 대한 연구를 확장하는 한편, 우리나라 기업의 특수한 형태인 재벌기업에 대한 이해도를 향상시키는 데 도움이 될 것으로 기대한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 원가의 하방경직성에 대한 선행연구를 검토하고, 가설을 전개한다. 3장에서는 표본선정과 변수에 대한 정의 및 연구모델에 대하여 설명한다. 4장에서는 본 연구의 주요 실증분석 결과를 살펴본다. 5장은 본 연구에 대한 결론을 기술한다.

## II. 선행연구 및 가설 설정

### 2.1 선행연구 검토

원가의 하방경직성이란 매출액이 증가할 때 원가가 증가하는 것보다 매출액이 감소할 때 원가가 감소하는 정도가 작은 현상을 의미한다(Anderson et al. 2003). 원가의 하방경직성이 발생하는 이유는 크게 세 가지로 요약할 수 있다. 첫 번째로 경영자가 미래에 대해 낙관적으로 기대를 할 경우이다. 경영자가 미래를 낙관할 경우, 비록 올 한해의 매출이 감소하였더라도 다시 상황이 좋아질 것으로 예상되는 다음 해를 고려해 보유하고 있는 자원을 줄이지 않는다는 의미이다. Anderson et al.(2003)은 경영자의 미래에 대한 전망(managerial expectation)의 대응치로 매출액이 연속적으로 하락하는 경우(successive sales decreases)나 거시경제적 성장(macroeconomic growth)을 이용하였다. 두 번째는 원가를 조정하는 비용이 클 경우이다. 비록 경영성과가 나빠져서 인력이나 공장 등의 자원을 같은 규모로 유지하는 것이 불합리한 결정처럼 보일지라도 해당 자원을 처분하거나 조정하는데 발생하는 유·무형 비용이 클 경우 원가를 매출이 감소한 만큼 조정하기 어렵다는 의미이다. 자산 집중도(asset intensity)나 종업원집중도(employee intensity)를 이용하여 조정원가를 측정하고, 원가의 하방경직성이 조정원가에서 기인하는 것임을 밝혔다. 마지막으로 경영자가 기업의 주주가 아니라 자기 자신의 이익을 위해서 기업의 자원을 유지하려고 하는 경우이다. 즉, 경영자가 사적이익을 추구하기 위해 매출 감소만큼 원가를 감소시키지 않고 자원을 유지하려는 것을 의미한다. 예를 들어, 경영자의 제국 건설 유인

(empire building incentive)(Chen et al. 2012) 및 과신(overconfidence)(Chen et al. 2013)이 클수록 매출 감소 시 유희자원을 유지하여 하방경직적 행태를 보이는 것으로 나타났다.

Anderson et al.(2003) 이후 몇몇 선행연구들은 미국 외의 국가에서도 원가의 비대칭성이 성립하는지에 대해 연구를 수행하였다. 가령 Calleja, Steliaros, and Thomas(2006)의 경우 독일, 미국, 영국, 프랑스 기업들에 원가의 하방경직성이 있는지를 연구하였는데, 미국과 마찬가지로 독일과 영국, 프랑스 기업에 원가의 하방경직성이 발견되었으며, 독일과 프랑스 기업의 원가의 하방경직성이 미국과 영국보다 높다는 점을 발견하였다. Banker & Byzalov(2014)의 경우 한국을 포함한 20개국에 대해 원가의 하방경직성 존재 여부를 검증하였는데, 한국과 미국 등 16개국에 원가의 하방경직성이 존재함을 발견하였다.

Anderson et al.(2003)이 제기한 원가 형태 결정 요인들에 대해 보다 자세히 연구한 후속논문들이 계속 출간되었다. Banker et al.(2013)는 각 국가의 고용유지관련 규제들(Employment Protection Legislation)의 수준이 노동비의 하방경직성에 미치는 영향에 대해 연구를 하였다. 고용과 관련된 규제들은 기업의 인력 조정을 어렵게 하므로 조정비용을 증가시키게 된다(Banker et al. 2013). Banker et al.(2013)은 이러한 예측과 일치하게 고용과 관련된 규제가 강한 국가에서는 노동비의 하방경직성이 강해지는 것을 발견하였다. 경영자의 사적 이익 추구하고 관련하여 Chen et al.(2012)은 경영자의 제국건설 유인이 원가의 하방경직성의 정도에 미치

는 영향에 대해 연구를 하였는데 기업지배구조가 좋은 기업들은 판매관리비의 하방경직성이 완화됨을 보고하였다. Banker and Byzalov(2014)는 지속적으로 매출이 하락하는 경우 원가의 하방경직성이 어떠한 행태를 보여주는지를 테스트 하였는데, 전기와 당기에 연속적으로 매출이 하락한 경우 미국이나 영국 등 상당수의 국가에서 원가의 하방경직성이 완화됨을 보고하였다. Choi(2016)의 경우 22개국의 원가의 하방경직성과 각국의 법적 체계(legal regime)의 관계를 살펴보았는데, 법적체계가 강한 국가일수록 경영진의 사적 이익추구를 억제하기 때문에 원가의 하방경직성이 약화되는 것을 보고하였다. 또한 Choi(2016)에 따르면, 소유지배 괴리도가 높을수록 발생액을 통한 이익조정이나 실제 이익조정이 발생할 확률이 높고, 이에 따라 원가 역시 매출 감소에 따라 조정될 가능성이 높으므로 괴리도가 높은 회사에서 하방경직성이 완화됨을 보고하였다.

국내 기업들을 대상으로 하는 원가의 하방경직성에 대한 연구도 지속적으로 이루어져 왔다. 안태식 외(2004)은 국내 기업들 중 제조기업을 대상으로 원가의 하방경직성 존재 여부를 검증하였는데, 제조 원가와 판매관리비 항목 모두 원가의 하방경직성이 나타남을 발견하였다.<sup>2)</sup> 구정호 외(2009)의 경우 매출액의 연속적 변화를 중심으로 원가의 하방경직성을 설명하였고, 장승현·백태영(2009)의 경우 기업의 재무요건이나 성장성 등이 원가의 하방경직성에 미치는 영향을 연구하였다.

대리인 문제(agency problem)를 중심으로 국내 선행연구들을 검토해 보면 다음과 같다. 이용규·한영찬(2005)은 경영자의 특성이 원가의 하방경직성

2) 다만 안태식 외(2004)에서 제조원가를 재료비, 노무비, 경비로 분리하여 원가의 하방경직성 존재여부를 검증한 결과 경비항목에서만 하방경직성이 발견됨을 보고하였다.

에 미치는 영향을 연구하였다. 이용규·한영찬(2005)에 따르면 경영자가 소유자인 경우 근시안적인 경영 활동을 하지 않고 보다 장기적인 투자에 관심을 갖기 때문에 원가의 하방경직성이 더 커질 것이라고 예측하였고, 전문 경영인의 경우 단기적인 성과에 집착하는 경영활동을 수행할 가능성이 높으므로, 원가의 하방경직성이 완화될 것이라고 예측하였으며, 이를 지지하는 결과를 보고하였다. 재무 분야의 선행연구들에 따르면, 잉여현금흐름이 많을 경우 경영진이 이를 유용하는 등의 가능성이 높아 경영진과 주주 사이의 대리인비용이 높다고 하는데, 구정호(2011)는 이러한 논의를 이어받아 잉여현금흐름이 많은 기업들은 대리인 비용(agency cost)이 높다고 가정하고, 잉여현금흐름이 많을수록 원가의 하방경직성이 심화됨을 보고하였다. 정준희 외(2012)의 경우 기업이 세무조사를 받았는지 여부와 감리지적을 받았는지 여부를 경영자가 사적이익 추구가능성이 높은 기업의 대응치로 삼아 원가의 비대칭성과의 관계를 검증하였다. 검증 결과, 세무조사 수검 기업(지정감리 기업)은 그렇지 않은 기업보다 세무조사 수검(지정감리) 이전에 판매관리비 등의 원가 항목의 하방경직성이 높은 것으로 나타났다. 이상철(2014)은 다양한 기업지배구조의 특성과 원가행태의 비대칭성 사이의 관계에 대해 연구하였다. 이상철(2014)은 경영자에게 스톡옵션을 부여할 경우 주주와 경영진 사이의 대리인 문제가 약화되어 원가의 하방경직성이 완화되며, 경영자의 책임기간이 길수록 경영자가 보다 장기적인 관점에서 의사결정을 수행하므로 원가의 하방경직성이 완화되는 것을 발견하였다.

대리인 문제는 크게 2가지 유형으로 구분된다. 한 가지는 경영자와 주주 사이의 대리인 문제이고, 다른 한 가지는 대주주와 소액주주 사이의 대리인 문제이다. 앞에서 언급한 내용들을 요약해보면, 원가

행태의 비대칭성에 관한 국내외 선행연구들은 주로 경영진의 제국건설과 관련된 경영진과 주주 사이의 대리인 문제가 원가행태에 미치는 영향에 집중하고 있음을 확인할 수 있다. 그러나 재벌기업으로 대표되는 대주주와 소액주주사이의 대리인 문제가 존재하는 회사의 원가의 비대칭성의 관계를 연구한 논문은 드물다. 대주주와 소액주주의 갈등에서 기인한 기업지배구조 문제가 기업의 경영활동에 다양한 영향을 미치는 것은 선행연구들에서 밝혀진 사실이므로 원가의 비대칭성의 수준을 결정하는 의사결정과 대주주와 소액주주 사이의 대리인 문제의 수준은 밀접한 연관이 있을 것이다.

## 2.2 가설설정

많은 연구자들이 기업이 대규모기업집단에 소속되어 있는지 여부가 기업의 여러 가지 활동에 긍정적인 영향을 주는지 부정적인 영향을 주는지에 대해서 꾸준히 연구하여 왔다. 가령 Khanna and Palepu(2000)의 경우 인도의 대규모기업집단 소속 여부와 기업의 성과에 대한 연구를 수행하였는데, 대규모기업집단에 속한 기업들의 경우 Tobin Q가 그렇지 않은 기업들에 비해 낮지만, 해당 대규모기업집단에 7개 이상의 산업에 다양하게 분포되어 있을 경우 도리어 Tobin Q가 상승함을 보여주었다. Campbell and Keys(2002)는 한국의 대규모기업집단에 속한 기업들의 성과를 분석하였는데, 재벌 그룹에 소속된 기업들이 그렇지 않은 기업들보다 경영성과는 떨어지지만, 매출액 증가율은 크다는 것을 밝혀내었다.

이러한 대규모기업집단 소속여부와 경영성과에 대한 연구 외에 대규모기업집단과 대리인 문제에 대한 연구도 활발하게 이루어져 왔다. 대규모기업집단과 관련된 대리인 문제는 앞서 언급한 경영진과 주주 사

이의 대리인 문제(Type I agency problem)가 아니라 대주주와 소액주주 사이의 대리인 문제(Type II agency problem)에 집중되어 있다. 가령 Bertrand, Mehta, and Mullainathan(2002)는 인도의 대기업집단에서도 터널링이 발생함을 보고하였다. Bae et al.(2002)은 한국의 재벌에 속한 기업들의 경우 기업합병을 통해서 터널링(tunneling)<sup>3)</sup>이 발생함을 발견하였다.

한국에서는 대규모기업집단(재벌)의 총수는 사실상의 이사로 여겨지고 있다(상법 제401조의 2). 일반적으로 재벌의 총수들은 집단에 소속된 기업의 투자 방향 및 전략에 대한 의사결정을 수행한다. 또한 총수들은 산하 기업들의 전문 경영인들에 대한 평가를 수행하고 이에 기반하여 보상을 지급하거나 승진을 시키는 등의 의사결정도 수행한다. 즉, 대규모기업집단의 총수는 산하 기업들의 전반적인 경영활동에 강력한 영향력을 끼친다고 할 수 있다. 그러므로 Chen et al. (2012)에서 제시한 경영자의 제국건설 욕구에 의한 하방경직적 원가행태가 나타난다는 점은 재벌기업에서 성립하기 어렵다. 재벌기업에서는 총수들이 경영진을 자세하게 감시할 수 있기 때문이다. 이런 관점에서 본다면 대규모기업집단에 소속된 기업들의 경우 원가의 하방경직성의 수준이 그렇지 않은 기업보다 낮을 수 있다. 이러한 논의와 유사하게 Choi(2016)<sup>4)</sup>에 따르면 지배주주와 소액주주 사이의 대리인 문제와 원가행태를 분석해 보았다. Choi(2016)에서는 Type II agency problem

을 나타내는 변수로 소유지배과리도를 사용하여 원가의 하방경직성과 대리인 문제 사이의 관계를 연구하였는데, 소유지배과리도가 클수록 원가의 하방경직성이 완화됨을 발견하였다. 해당 연구에 따르면 소유지배과리도가 큰 기업들의 경우 이익조정행위를 하는 경향이 보다 크므로, 매출 감소 시 원가를 이익조정행위를 통해 감소시키고, 자연스럽게 원가의 하방경직성이 완화되는 것으로 나타난다. 즉, 요약하면 재벌기업들은 전반적으로 원가의 하방경직성이 약할 가능성이 높다.

반면에 한국의 경우 대규모기업집단 소속 기업들에 대해 경제 활성화를 위해 불경기에도 투자를 강권하는 사회적 압박이 존재한다. 결국 재벌기업들은 비록 매출이 감소하더라도 이러한 정치적 비용(political cost)으로 인해 투자를 줄이기 힘들다. 즉, 조정비용(adjustment cost)이 크다고 할 수 있다. 이러한 가설이 성립한다면 재벌기업에 속한 기업들의 원가의 하방경직성이 그렇지 않은 기업들보다 클 것이다.

실제 국내 연구를 살펴보다도 그 방향성을 예측하기 힘든데, 구정호(2011)는 대규모기업집단 소속 기업들의 경우 일부 원가 항목에서 원가의 하방경직성이 억제되는 것으로 보고한 반면, 이상철(2014)은 대규모기업집단 소속 기업들의 판매관리비를 중심으로 볼 때 원가의 비대칭성이 비재벌기업과 아무런 차이가 없다고 보고하였다. 따라서 두 가지 논의와 국내 선행연구를 종합하면 기업이 대규모기업집단에

3) 터널링(tunneling)이란 대주주의 배당권이 의결권보다 낮은 때 대주주가 소액주주의 부를 배당권이 높은 소유회사로 이동하는 경우를 의미한다.

4) 본 연구의 경우 Choi(2016)과는 달리 소유지배과리도가 아닌 대규모기업집단 소속 여부 자체에 집중하여 연구를 수행하였다. 보통 대규모기업집단에 소속된 기업들의 경우 소유주가 직접 지배하는 회사가 아니고 간접지배를 하는 경우 소유지배과리도가 자연스럽게 큰 경향을 보여주고 있다. 그러나 김상일·최원욱(2013)에 따르면 지주회사 전환이후 많은 재벌기업들에서 도리어 소유지배과리도가 감소함을 보여주고 있다. 따라서 본 연구자들은 재벌기업 자체가 갖는 함의를 단순히 소유지배과리도 만으로는 나타내기 어렵다고 판단하여 재벌기업의 원가행태에 집중하여 관련 가설을 전개한다.

소속되어 있는지 여부가 원가의 하방경직성에 영향을 줄 수 있지만 그 방향을 예측하기는 어렵다.

업의 규모가 작을 경우 원가의 하방경직성이 약화될 것이다.

가설 1: 원가의 비대칭성과 기업이 대규모기업집단에 소속되어 있는지 여부는 무관하다.

가설 1을 논의하는 과정에서 설명하였듯이 한국의 경우 재벌기업에 대한 사회적 압력이 존재한다. 특히, 이러한 현상은 재벌기업의 규모가 커서 언론 등에 노출이 잘 될 경우 심하다. 가령 시민단체들에서는 끊임없이 10대 재벌들의 사내유보금을 “곳간에 쌓아 두기만 해서는 안 된다”는 비판을 해오고 있다.<sup>5)</sup> 이러한 상황에서 대규모기업집단에 속한 기업들 중 그 규모가 큰 기업은 매출이 줄었다고 그 투자를 줄이기는 어려울 것이다. 즉, 요약하면 규모가 큰 재벌기업들은 규모가 큰 비재벌기업들에 비해 원가의 하방경직성이 강화될 것이다. 반면에 기업의 규모가 작은 기업들의 경우 규모가 큰 기업들에 비해 상대적으로 외부에 노출되는 수준이 낮다. 따라서 이러한 기업들이 대규모기업집단에 속할 경우라도 정치적 비용이 낮을 것이다. 그러나 여전히 이러한 기업들은 비재벌기업들에 비해 경영진이 소유주에 의해 감독되는 경향이 크기 때문에 경영진의 제국건설이 상대적으로 어려울 것이다. 결국 요약하면 규모가 작은 재벌기업들은 규모가 작은 비재벌기업들에 비해 원가의 비대칭성이 약화될 것이다.

가설 2-1: 대규모기업집단에 소속된 기업들은 기업의 규모가 클 경우 원가의 하방경직성이 강화될 것이다.

가설 2-2: 대규모기업집단에 소속된 기업들은 기

많은 선행연구에서 이사회 독립성이 기업의 경영활동에 미치는 영향을 연구해 왔다. 가령 Weisbach (1988)의 경우 이사회 독립성이 경영성과에 따른 CEO의 사임과 강한 상관관계가 있음을 보였다. 이외에도 많은 선행연구에서는 이사회 독립성이 기업의 가치와 양의 상관관계가 있음을 밝혔다(Byrd and Hickman 1992; Brickley, Coles, and Terry 1994; Dechow, Sloan, and Sweeney 1996; Core, Holthausen, and Larcker 1999). 원가의 하방경직성과 이사회 독립성의 관계를 최초로 연구한 것은 Chen et al. (2012)이다. Chen et al. (2012)은 이사회 독립성, 이사회 규모, CEO의 이사회 의장 겸직 여부, 이사가 소유한 주식 가치 등 주요 기업지배구조 변수를 통합하여 하나의 변수로 만드는 factor analysis를 통해 기업지배구조가 강한 기업일수록 경영진과 주주의 대리인 문제가 약화되어 원가의 하방경직성이 완화됨을 발견하였다. 국내 연구에서는 정형록(2007), 구정호(2011), 정준희 외 (2012)이나 이상철(2014)에서 기업지배구조와 원가의 하방경직성 사이의 관계에 대해 연구를 수행하였고, 대체적으로 기업지배구조가 강화될수록 원가의 하방경직성이 약화됨을 보여주었다. 양대천·이경동(2013)은 전문 경영인이 교체된 경우 교체 이전기간보다 교체 이후기간에 판매관리비, 인건비, 재량적비용의 하방경직성이 유의적으로 크게 나타남을 발견하였다. 박지영·박애영(2014)의 경우 한국기업 지배구조원의 기업지배구조 평가점수를 활용하여 기업의 원가행태를 연구하였는데, 국내 선행연구들

5) 연합뉴스 “10대 재벌 사내유보금 550조, 삼성 215조, 현대차 112조”

과 유사한 결과를 도출하였다. 또한 신성욱(2015)에서는 직접적으로 사외이사 비율로 측정된 이사회 의 독립성이 원가의 하방경직성과 음의 관계가 있음을 보고하였다.

재벌기업과 기업지배구조에 관한 연구의 경우 건전한 기업지배구조가 재벌기업의 지배주주로 인해 발생하는 문제점을 어떻게 해결하느냐에 초점이 맞추어져 왔다. 가령 이문영 · 심호식 · 최종학(2012)의 경우 이사회 의 특징을 기초로 측정된 기업지배구조 수준이 높을수록 재벌기업일지라도 공시빈도가 높음을 보고하였다. 재벌기업의 원가행태는 가설 1에서 예측한 바와 같이 대리인 비용이 적어진다는 것과 정치적 비용이 상승한다는 측면에서 볼 때 그 방향을 예측하기 힘들다. 그러나 보다 재벌기업의 이사회 의 독립성이 강화될 경우 지배주주들의 경영진에 대해 감시 기능이 더해서 이사회가 경영진에 대한 감시기능을 추가적으로 수행할 것이기 때문에, 경영진의 제국건설 욕구는 더 저해될 것이다. 따라서 다음과 같은 가설 3을 예측할 수 있다.

가설 3: 대규모기업집단에 소속된 기업들은 이사회 의 독립성이 클 경우 원가의 하방경직성이 약화될 것이다.

선행연구들에서는 소유경영자가 원가행태에 미치는 영향에 대해 일관된 결론을 내리고 있지 않다. 가령 이용규 · 한영찬(2005)은 소유경영자가 보다 장기적인 관점을 갖고 경영을 하기 때문에 원가의 하방경직성이 더 커진다고 보고하였다. 반면에 이상철(2014)은 이용규 · 한영찬(2005)과는 다른 관점에서 소유경영자가 주주와 경영진 사이의 대리인 문제를 약화시키므로 원가의 하방경직성이 완화된다고 보고하였다. 이렇게 상반된 결과가 나온 이유는 재벌

기업 여부와 같은 특정한 조건 하에서 소유경영자의 존재와 원가행태의 관계가 달라질 가능성이 존재하기 때문이다. 가설 1을 전제함에 있어 재벌기업의 소유주는 산하 소속 기업들의 경영활동에 큰 영향을 끼치고 있음을 언급하였다. 만약 소유주가 실제 기업의 이사회에서 등기이사로 활동한다면 소유주가 해당 기업에 끼치는 영향이 훨씬 클 것으로 예상된다. 결국 소유 경영자는 주주와 경영진 사이의 대리인 문제가 더 약화될 것이므로 해당 기업의 원가행태의 비대칭성이 완화될 것으로 예상된다. 따라서 가설 4를 다음과 같이 예측한다.

가설 4: 대규모기업집단에 소속된 기업들은 소유주가 이사회에서 활동을 할 경우 원가의 하방경직성이 약화될 것이다.

### III. 연구설계

#### 3.1 표본선정 및 자료수집

본 연구의 실증분석을 위해 사용된 표본은 2001년부터 2013년까지이다. 본 분석기간 동안 모든 재무제표를 이용할 수 있는 유가증권시장에 상장된 법인 중에서 아래의 요건을 충족하는 기업을 대상으로 하였다.

- 1) 금융업이 아닌 기업
- 2) 당기 및 전기 매출액 및 판매관리비 자료의 입수가 가능한 기업
- 3) 당기 판매관리비가 매출액을 초과하지 않은 기업
- 4) 본 연구에 필요한 재무제표 자료의 입수가 가

능한 기업

- 5) 사업보고서를 통해 기업지배구조 자료의 입수가 가능한 기업

분석을 위하여 먼저 최초표본은 1999<sup>6)</sup>년부터 2013년까지의 비금융업 상장법인으로 16,326 기업-연도이다. 금융업의 경우 영업상의 특성이 다른 업종들과 상이하므로 원가행태 관련 선행연구와 동일하게 표본에서 제외하였다. 표본기업의 재무자료는 Fn-Guide의 DataGudie Pro를 이용하였다. Anderson et al.(2003) 등 원가행태 선행연구에 따라 당기 및 전기 매출액 및 판매관리비 자료가 존재하며, 판매관리비가 매출액을 초과하지 않는 기업으로 한정하였다. 또한, 원가 하방경직성 모형의 대표적인 통제변수로 알려진 자산 집중도(*Asset Intensity*), 종업원 집중도(*Employee Intensity*), 전기의 매출추이(*Successive Decrease*), 경제 성장률(*GDP Growth*)을 측정하기 위한 재무자료가 존재하는 기업에 한정하였다. 위와 같은 조건을 만족하는 표본은 총 7,655 기업-연도이다. 이들 중에서 직접 사업보

고서를 통해 수집한 기업지배구조와 관련된 자료가 누락된 기업을 제외하였다. 참고로 이상치(outlier)가 연구결과에 미치는 영향을 제거하기 위해 회귀분석 전에 모든 연속변수들을 대상으로 상·하위 1% 이내에 해당하는 값을 각 변수의 상·하위 1% 값으로 조정하였다. 그 결과 실증분석에 사용된 표본 수는 <표 1>에 제시된 바와 같이 총 7,475 기업-연도이다.

3.2 연구모형 및 변수정의

본 연구에서는 대규모기업집단 소속여부가 판매관리비 원가행태에 미치는 영향을 살펴보기 위하여 선행연구의 대표적인 원가행태 모형을 사용하였다. (Anderson et al. 2003 등) 가설 1을 검증하기 위해 다음과 같은 회귀분석 모형(1)을 설정하였다.

$$\begin{aligned} \Delta \ln SG\&A = & \alpha + \beta_1 \cdot \Delta \ln Sales \\ & + \beta_2 \cdot DecDummy * \Delta \ln Sales \\ & + \beta_3 \cdot DecDummy * \Delta \ln Sales * Chaebol \\ & + \beta_4 \cdot DecDummy * \Delta \ln Sales \end{aligned}$$

<Table 1> Sample Selection

	선정절차	표본 수
(1)	1999~2013 기간 동안의 비금융업 상장법인	16,326
(2)	당기 및 전기 매출액 및 판매관리비의 자료 입수가 가능한 기업-연도 수	10,150
(3)	당기 판매관리비가 매출액을 초과하지 않는 기업-연도 수	10,038
(4)	통제변수 측정을 위해 재무자료가 입수 가능한 기업-연도 수	7,655
(5)	사업보고서를 통해 기업지배구조 자료가 입수 가능한 기업 연도 수	7,475
(6)	이상치를 조정한 최종 표본	7,475

6) 최초표본이 1999년부터 시작하는 이유는 원가행태를 분석하기 위해서 매출액 및 판매관리비의 로그-변화 값을 사용하므로 전기 매출액 및 판매관리비가 필요하며, 나아가 선행연구에 따라 원가 하방경직성 모형의 대표적인 통제변수로 전기의 매출추이(*Successive Decrease*)을 측정하기 위해서 전전기 매출액 자료가 필요하므로 최종표본기간의 시작연도인 2001년에서 2개년도 앞선 1999년부터 최초 표본을 추출하였다.

$$\begin{aligned}
 & * Asset Intensity + \beta_5 \cdot DecDummy \\
 & * \Delta \ln Sales * Employee Intensity \\
 + & \beta_6 \cdot DecDummy * \Delta \ln Sales \\
 & * Successive Decrease \\
 + & \beta_7 \cdot DecDummy * \Delta \ln Sales \\
 & * GDP Growth + \beta_8 \cdot Chaebol \\
 + & \beta_9 \cdot Asset Intensity \\
 + & \beta_{10} \cdot Employee Intensity \\
 + & \beta_{11} \cdot Successive Decrease \\
 + & \beta_{12} \cdot GDP Growth + \sum YearDummy \\
 + & \sum IndustryDummy + \varepsilon \quad (1)
 \end{aligned}$$

여기서,

- $\Delta \ln SG\&A$  : 판매관리비의 변화에 로그를 취한 값
- $\Delta \ln Sales$  : 매출액의 변화에 로그를 취한 값
- $DecDummy$  : 매출액이 전기에 비해서 감소했으면 1, 그렇지 않으면 0
- $Chaebol$  : 대규모기업집단(재벌)에 속해있으면 1 그렇지 않으면 0
- $Asset Intensity$  : (총자산/매출액)에 로그를 취한 값
- $Employee Intensity$  : (종업원 수/매출액)에 로그를 취한 값
- $Successive Decrease$  : 전기의 매출액이 전전기 매출액보다 작으면 1, 그렇지 않으면 0
- $GDP Growth$  : GDP 성장률(%)
- $YearDummy$  : 연도더미
- $IndustryDummy$  : 산업더미

위 식(1)에서 종속변수인  $\Delta \ln SG\&A$ 와 독립변수  $\Delta \ln Sales$ 의 관계는 판매관리비가 작업도(volume)에 따라 변화한다는 기본적인 원가행태를 나타낸다. 더미변수  $DecDummy$ 을 통해 매출이 증가한 경우

와 매출이 감소한 경우 각 상황에서의 판매관리비 변화정도를 차별화할 수 있다. 구체적으로,  $\beta_1$ 은 매출 증가시의 판매관리비의 증가정도를 측정하고,  $\beta_1 + \beta_2$ 는 매출 감소시의 판매관리비의 감소정도를 측정한다. 대칭적인 원가행태라면 매출증감에 대해 판매관리비 증감 비율이 동일하여  $\beta_2$ 는 0의 값을 가질 것이다. 비대칭적 원가행태의 경우 매출액 감소 시 판매관리비 감소 비율이 더 적은 하방경직적인 원가행태와 원가감소 비율이 더 큰 하방탄력적인 원가행태로 구분할 수 있는데, 실증적으로 원가가 평균적으로 하방경직적이라면,  $\beta_1$ 은 양(+의 값을  $\beta_2$ 는 음(-의 값을 가질 것이며 하방탄력적이라면,  $\beta_1$ 은 양(+의 값을  $\beta_2$ 는 양(+의 값을 가질 것이다.

가설 1인, 대규모기업집단에 속한 기업들의 원가행태를 검증하기 위하여 위 식(1)에서 더미변수  $Chaebol$ 을 이용하여 대규모기업집단에 속한 기업과 그렇지 않은 기업 간의 차별적인 원가행태가 나타나는지 분석하였다.  $DecDummy * \Delta \ln Sales * Chaebol$ 의 계수인  $\beta_3$ 이 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 가진다면, 재벌기업의 하방경직적인 원가행태를 검증하며, 반대로 유의한 양(+의 값을 가진다면, 재벌기업에 속한 기업의 하방탄력적 원가행태를 검증할 것이다.

식 (1)에서 판매관리비의 비대칭적 원가행태의 결정변수로 알려진 대표적인 네 가지 변수를 모형에 통제변수로서 포함하였다. Anderson et al.(2003) 연구에 따라 조정원가(adjustment cost)를 측정하는 변수로 자산집중도와 종업원집중도를 사용하였다.  $Asset Intensity$ 는 자산집중도로 총 자산을 매출액으로 나눈 값이며,  $Employee Intensity$ 는 종업원 수를 매출액으로 나눈 값이다. 미래 성장에 대한 경영자의 기대 또한 판매관리비의 하방경직성을 결정하는 변수로, 더미변수인  $Successive Decrease$

는 매출액이 이번 기의 매출액이 전기와 전전기에 비해 연속해서 감소하였으면 1, 그렇지 않으며 0으로 설정한다. *GDP Growth*는 이번 년도 실질 GDP 성장률로, 거시적인 경제요인의 영향으로 인해 비대칭적인 원가행태가 나타난다는 선행연구를 따라 통제한다.

다음으로 가설 2는 대규모기업집단 소속여부가 판매관리비 원가행태에 미치는 영향이 기업 규모에 따라 차이가 있을 것으로 기대하는 바, 이를 검증하기 위해서 표본을 매출액의 로그값으로 측정된 기업 규모의 중간값(median)에 따라 표본을 두 그룹으로 나누어 식 (1)을 분석하고 그 결과를 비교한다. 즉,  $DecDummy * \Delta \ln Sales * Chaebol$ 의 계수인  $\beta_3$ 가 두 그룹 간 상이할 것으로 예측한다. 가설 3에서는 대규모기업집단에 속한 기업들의 원가행태가 기업지배구조 변수인, 이사회 독립성의 정도에 따라 차이가 있을 것으로 예상한다. 이를 검증하기 위해서 표본을 사외이사비율의 중간값(median)에 따라 표본을 두 그룹으로 나누어 식 (1)의  $\beta_3$ 을 비교하였다.

한편, 최근의 비대칭적 원가행태 연구에 따라 *Chaebol* 및 원가하방경직성에 영향을 미치는 대표적인 네 가지 통제변수에 대해 매출액 변화에 대한 교차항과 더불어 단독변수(standalone variable)를 모형에 포함하여, 각각의 변수가 판매관리비 변화에 독립적으로 미치는 영향 또한 통제하였다. 우리나라 기업들을 대상으로 한 원가 하방경직성 연구에서 원가행태가 기간별, 산업별 상이하다는 문호은·홍철규(2010) 및 송승아·안태식·정형록(2010)에 따라 산업효과와 연도효과를 통제하였다. 또한 식 (1) 각 계수의 표준오차(standard error)는 기업 내 계열상관(serial correlation)을 조정하기 위해서 기업별로 cluster 한다.

## IV. 실증분석 결과

### 4.1 기술통계 및 상관관계 분석

주요 변수의 기술통계량은 <표 2>의 <Panel A>와 같다. 먼저 매출액대비 판매관리비의 비중 (*SG&A/Sales*)은 평균 16%으로, 우리나라 기업을 대상으로 한 선행연구와 유사한 수치이다. 이는 표본에 속한 기업의 판매관리비가 평균적으로 매출액의 16% 수준임을 의미한다. 매출액(*Sales*)은 평균 1조 6,372억 원이고, 판매관리비(*SG&A*)는 평균 2,205억 원이다. 다음으로 이번 기의 매출액이 전기 매출액보다 작은 경우, 즉 *DecDummy*가 1인 경우는 전체표본의 32%로서 선행연구에서 보고된 바와 같이 매출이 증가한 경우가 매출이 감소한 경우보다 많음을 알 수 있다.

다음으로 표본 내 대규모기업집단에 속한 기업의 비중은 *Chaebol*이 1인 경우로 측정하며, 전체표본의 29% 수준이다. Kim and Yi (2006)에서 표본 내 재벌기업의 비중은 45%, Kim and Lee (2003)에서 재벌기업의 비중은 23%임을 감안할 때, 표본의 구성에 따라 영향을 받으며 우리나라 기업 상당수가 대규모기업집단으로 분류됨을 알 수 있다. 통제변수들에 대한 기술통계가 제시되어 있으며, 마지막으로 기업지배구조의 영향을 본 가설 3을 검증하기 위해 도입된 *Board Independence*는 사외이사 비율로 측정되며 그 평균값은 0.35이다. 이는 표본에 속한 기업 이사회 사외이사비율이 평균적으로 35%임을 의미한다. 이외 주요 변수에 대한 정의는 <Appendix 1>에 기술되어 있다.

<표 2>의 <Panel B>에는 재벌기업 소속여부에 따른 주요 변수의 차이에 대해 비교분석을 수행한 것

〈Table 2〉 Descriptive statistics

Panel A. Full sample						
Variables	N	Mean	STD	Q1	Median	Q3
<i>SG&amp;A/Sales</i>	7,475	0.16	0.16	0.06	0.11	0.20
<i>Sales</i> (\bil.)	7,475	1,637.17	7,182.36	99.48	224.88	727.18
<i>SG&amp;A</i> (\bil.)	7,475	220.51	1,411.56	10.44	26.03	84.83
$\Delta \ln SG\&A$	7,475	0.09	0.35	-0.03	0.07	0.17
$\Delta \ln Sales$	7,475	0.08	0.39	-0.03	0.06	0.16
<i>DecDummy</i>	7,475	0.32	0.47	0.00	0.00	1.00
<i>Chaebol</i>	7,475	0.29	0.45	0.00	0.00	1.00
<i>Asset Intensity</i>	7,475	0.17	0.59	-0.18	0.11	0.44
<i>Employee Intensity</i>	7,475	-13.35	1.06	-13.88	-13.20	-12.64
<i>Successive Decrease</i>	7,475	0.31	0.46	0.00	0.00	1.00
<i>GDP Growth</i>	7,475	0.04	0.03	0.03	0.04	0.05
<i>Board Independence</i>	7,475	0.35	0.13	0.25	0.33	0.43
Panel B. Chaebol vs. Non-chaebol						
	Chaebol (N=2,176)		Non-chaebol (N=5,299)		Mean Diff.	
	Mean	Median	Mean	Median		
<i>SG&amp;A/Sales</i>	0.14	0.08	0.17	0.11	-0.03***	
<i>Sales</i> (\bil.)	4,811.22	1,167.68	333.76	158.06	4477.46***	
<i>SG&amp;A</i> (\bil.)	641.01	109.70	47.83	17.28	593.18***	
$\Delta \ln SG\&A$	0.10	0.07	0.09	0.07	0.01	
$\Delta \ln Sales$	0.09	0.07	0.08	0.06	0.01	
<i>DecDummy</i>	0.29	0.00	0.33	0.00	-0.04***	
<i>Asset Intensity</i>	0.14	0.11	0.18	0.11	-0.04**	
<i>Employee Intensity</i>	-13.80	-13.62	-13.17	-13.04	-0.63***	
<i>Successive Decrease</i>	0.27	0.00	0.32	0.00	-0.05***	
<i>GDP Growth</i>	0.04	0.04	0.04	0.04	0.00	
<i>Board Independence</i>	0.43	0.43	0.32	0.28	0.11***	

Table 2 of Panel A reports descriptive statistics for the variables in the test. The sample consists of 7,475 firm-year observations between 2001 and 2013. *Sales* is sales revenue. *SG&A* is selling general and administrative expense. *SG&A/Sales* is the ratio of *SG&A* to *Sales*. Other variables are defined in 〈Appendix 1〉. Panel B compares descriptive statistics between chaebol vs. non-chaebol and also reports mean differences between the two groups. \*, \*\*, \*\*\* indicate significance at the 10%, 5%, and 1% level, respectively (two-tailed test).

을 기술하였다. 전반적으로 볼 때, 대규모기업집단에 소속된 기업들의 경우 그렇지 않은 기업들보다 매출액이 유의하게 크며, 판관비도 많은 편이지만, 판관비를 자체는 낮은 편이다. 또한, 재벌기업들은 비재벌기업들보다 매출액이 감소할 가능성이 유의하게 낮은 편이다. 재벌기업들의 경우 비재벌기업들보다 사외이사비율이 유의하게 높아서, 재벌기업들의 기업지배구조가 비재벌기업들보다 낫다고 결론을 내릴 가능성이 존재하는데, 재벌 기업들의 규모가 크다는 점을 고려할 때 이러한 해석은 적절하지 못하다.<sup>7)</sup>

다음으로 <표 3>은 본 연구의 주요변수 간의 피어슨 상관관계수 결과이다. 기본적으로 매출변화( $\Delta \ln Sales$ )은 판매관리비 변화율( $\Delta \ln SG\&A$ )과 1% 수준에서 유의하게 양(+ )의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 한편, 본 연구의 주요 분석과 관련하여, 대규모기업집단 소속여부(*Chaebol*)은 판매관리비 변화율과

유의한 관련성이 없으나 상관관계 분석을 판매관리비 원가행태에 영향을 미치는 주요 변수를 통제하기 전의 결과임을 유념해야 한다. 기업지배구조 변수와 관련하여 이사회의 독립성(*Board Independence*)은 판매관리비 변화율과 1% 수준에서 유의한 양(+ )의 상관관계가 있는 것으로 나타나, 기업지배구조와 원가행태를 연구한 구정호(2011)와 일치한다.

#### 4.2 회귀분석 결과

##### 4.2.1 대규모기업집단 여부와 원가행태 사이의 관련성 분석

<표 4>는 가설 1에 따라 대규모기업집단에 속한 기업과 그렇지 않은 기업 간의 차별적인 원가행태가 나타나는지 분석한 결과이다. 실증분석 연구모형

<Table 3> Pearson Correlation among Regression Variables

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
(1) $\Delta \ln SG\&A$									
(2) $\Delta \ln Sales$	0.72***								
(3) <i>Chaebol</i>	0.02	0.01							
(4) <i>Board Independence</i>	0.05***	0.04***	0.40***						
(5) <i>Board Meeting</i>	0.03**	0.01	0.04***	0.02					
(6) <i>Asset Intensity</i>	-0.10***	-0.20***	-0.03**	-0.00	0.01				
(7) <i>Employee Intensity</i>	-0.21***	-0.26***	-0.27***	-0.28***	-0.06***	0.20***			
(8) <i>Successive Decrease</i>	-0.13***	-0.11***	-0.00	-0.05***	-0.00	-0.01	0.08***		
(9) <i>GDP Growth</i>	-0.05***	0.01	-0.06***	-0.04***	-0.03**	0.18***	0.07***	0.04***	

Table 3 reports Pearson correlation among variables in the test. Variables are defined in <Appendix 1>. \*, \*\*, \*\*\* indicate significance at the 10%, 5%, and 1% level, respectively (two-tailed test).

7) 상법 542조 8항에 따르면 자산 총액이 2조원이 넘는 회사들은 사외이사를 최소 3인 이상을 선임하고 전체 이사의 과반수를 사외이사로 구성하도록 규정하고 있다. 따라서 재벌기업들이 일반적으로 기업규모가 크다는 점을 고려할 때 상법으로 인해 사외이사의 비율이 높은 것은 당연할 수 있다. 따라서 본 연구에서는 가설 3을 테스트할 때 자산 2조 기준으로 표본을 나눈 후, 이사회의 독립성이 재벌기업의 원가 하방경직성에 미치는 영향을 테스트하였다.

〈Table 4〉 Regression Results of Chaebol and SG&A Cost Behavior

Variables	(1)	(2)	(3)
<i>Intercept</i>	0.117*** (12.73)	0.110*** (11.80)	0.045 (0.95)
$\Delta Sales$	0.667*** (28.02)	0.668*** (28.05)	0.656*** (27.09)
<i>DecDummy</i> * $\Delta Sales$	-0.198*** (-4.90)	-0.259*** (-5.80)	-0.070 (-0.18)
<i>DecDummy</i> * $\Delta Sales$ * <i>Chaebol</i>		0.171** (2.46)	0.163** (2.32)
<i>DecDummy</i> * $\Delta Sales$ * <i>Asset Intensity</i>			0.010 (0.30)
<i>DecDummy</i> * $\Delta Sales$ * <i>Employee Intensity</i>			0.003 (0.11)
<i>DecDummy</i> * $\Delta Sales$ * <i>Successive Decrease</i>			-0.014 (-0.18)
<i>DecDummy</i> * $\Delta Sales$ * <i>GDP Growth</i>			-3.362* (-1.93)
<i>Chaebol</i>		0.016*** (2.70)	0.011* (1.85)
<i>Asset Intensity</i>			0.021*** (2.98)
<i>Employee Intensity</i>			-0.008** (-2.00)
<i>Successive Decrease</i>			-0.054*** (-7.37)
<i>GDP Growth</i>			-0.949*** (-7.37)
Year dummies	Yes	Yes	Yes
Industry dummies	Yes	Yes	Yes
N	7,475	7,475	7,475
Adjusted R <sup>2</sup> (%)	53.66%	53.83%	54.95%

Table 4 reports the regression results of chaebol and SG&A cost behavior. The dependent variable  $\Delta SG\&A$  which is the change in selling general and administrative expense. Variables are defined in 〈Appendix 1〉. All continuous variables are winsorized at the top/bottom 1%. The specification is estimated with robust standard errors clustered by firm and include year/industry fixed effects. The robust t-statistics are in parentheses. \*, \*\*, \*\*\* indicate significance at the 10%, 5%, and 1% level, respectively (two-tailed test).

에서 설명한 바와 같이 대규모기업집단 소속여부는 *Chaebol* 변수를 이용하여, 대규모기업집단에 속해 있는 기업이면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수로 분류하였다.

〈표 4〉의 〈Column 1〉을 보면 가장 기본적인 원가의 비대칭성을 확인하는 모델에 대한 결과인데,  $\beta_2$ 가 유의한 음의 값(coefficient=-0.198, t=-4.90)을 갖고 있어 국내외 선행연구에서 밝힌 원가의 비대칭성을 지지하는 것을 확인할 수 있다. 〈Column 2〉의 경우 대규모기업집단 소속 여부에 대한 더미변수의 교차항을 추가한 테스트에 대한 결과를 보고한다. 분석결과, *DecDummy \* ΔlnSales \* Chaebol*의 계수인  $\beta_3$ 는 통계적으로 유의한 양(+)의 값이 나타났다(coefficient=0.171, t=2.46). 마지막으로 〈Column 3〉에서는 선행연구에서 밝힌 핵심 통제변수들을 통제한 식 (1)을 이용하여 테스트를 수행하였다. 분석결과, *DecDummy \* ΔlnSales \* Chaebol*의 계수인  $\beta_3$ 는 여전히 통계적으로 유의한 양(+)의 값이 나타났다(coefficient=0.163, t=2.32). 가설 1을 전개함에 있어 두 가지 상의한 논의로 재벌에 소속여부가 원가행태에 미치는 영향의 방향(i.e. 하방경직적 또는 하방탄력적 원가행태)을 예측하지 어려웠으나, 실증분석결과 재벌에 속한 기업들은 원가 하방탄력적인 행태를 보임을 알 수 있다.

한편, Anderson et al.(2003) 및 안태식 외(2004)에서 판매관리비의 행태를 분석한 결과, 평균적으로 하방경직적인 행태를 보였다. 〈Column 3〉의 결과를 볼 때  $\Delta \ln Sales$ 의 계수인  $\beta_1$ 은 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 (coefficient=0.656, t=27.09), *DecDummy \* ΔlnSales*의 계수인  $\beta_2$ 는 음(-)의 값이지만 통계적으로 유의하지 않다

(coefficient=-0.070, t=-0.18). 그러나 *DecDummy \* ΔlnSales \* Chaebol*의 계수인  $\beta_3$ 는 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 지니므로, *Chaebol*의 효과가 매출 감소가 판매관리비 변화율에 미치는 영향을 압도했음을 파악할 수 있다.<sup>8)</sup>

#### 4.2.2 대규모기업집단 여부와 원가행태 사이의 관련성 분석 : 기업규모의 영향

〈표 5〉는 대규모기업집단에 속한 기업의 규모에 따라 다른 원가행태를 보일 것이라는 가설 2를 검증한 결과이다. 기업 규모(매출액)의 중앙값(median)을 기준으로 표본을 둘로 나누어 식 (1)을 분석하였다. 〈Column 1〉은 기업의 규모(매출액)가 작은 기업을 대상으로 분석을 수행하였고, 〈Column 2〉은 기업의 규모(매출액)가 큰 기업을 대상으로 분석을 수행하였다. 분석결과, *DecDummy \* ΔlnSales \* Chaebol*의 계수인  $\beta_3$ 은 〈Column 1〉에서만 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 나타낸다(coefficient=0.284, t=3.24). 이 결과는 가설 2-2를 지지하는 결과로, 기업의 규모가 작을 경우 원가를 조업도의 변화에 따라 움직이는 것에 대해 정지적 비용이 낮기 때문에, 조업도 감소 시 보다 탄력적으로 원가를 조절한다는 의미이다. 반면에 가설 2-1은 지지되지 아니하였는데, 〈Column 1〉의  $\beta_3$ 는 통계적으로 유의한 값을 갖지 아니한다(coefficient=-0.141, t=-1.01). 즉, 〈표 5〉의 결과를 요약하면 재벌기업의 규모가 작을 때는 매출 변화에 따라 원가가 상대적으로 하방 탄력적이며, 기업의 규모가 재벌기업의 원가행태를 설명하는 중요한 요소임을 보여준다.

8) Chen et al.(2012) 등의 선행연구들도 기업지배구조 변수를 교차항으로 포함시킬 경우 매출 감소가 판매관리비 변화율에 미치는 영향을 나타내는  $\beta_2$ 가 통계적으로 유의하지 않게 되는 경향을 보였다.

〈Table 5〉 Regression Results of Chaebol and SG&A Cost Behavior:  
Subgroup Analysis Based on Firm Size

Variables	(1)	(2)
	Low Sales	High Sales
<i>Intercept</i>	0.016 (0.14)	0.102 (1.48)
$\Delta Sales$	0.553*** (10.15)	0.699*** (26.45)
<i>DecDummy</i> * $\Delta Sales$	-0.057 (-0.12)	-0.478 (-0.62)
<i>DecDummy</i> * $\Delta Sales$ * <i>Chaebol</i>	0.284*** (3.24)	-0.141 (-1.01)
<i>DecDummy</i> * $\Delta Sales$ * <i>Asset Intensity</i>	-0.061 (-1.61)	0.234*** (3.22)
<i>DecDummy</i> * $\Delta Sales$ * <i>Employee Intensity</i>	-0.013 (-0.34)	-0.016 (-0.31)
<i>DecDummy</i> * $\Delta Sales$ * <i>Successive Decrease</i>	0.051 (0.59)	-0.076 (-0.56)
<i>DecDummy</i> * $\Delta Sales$ * <i>GDP Growth</i>	-3.991** (-2.04)	-0.177 (-0.05)
<i>Chaebol</i>	0.007 (0.55)	-0.013* (-1.83)
<i>Asset Intensity</i>	0.031*** (2.87)	0.029*** (2.73)
<i>Employee Intensity</i>	0.001 (0.07)	-0.004 (-0.88)
<i>Successive Decrease</i>	-0.037*** (-3.47)	-0.067*** (-6.66)
<i>GDP Growth</i>	-1.093*** (-4.89)	-0.876*** (-6.00)
Year dummies	Yes	Yes
Industry dummies	Yes	Yes
N	3,734	3,741
Adjusted R <sup>2</sup> (%)	41.79%	65.53%

Table 5 reports the regression results of chaebol and SG&A cost behavior with respect to firm size, which is measured by the log of sales revenue. The dependent variable  $\Delta SG\&A$  which is the change in selling general and administrative expense. Variables are defined in 〈Appendix 1〉. All continuous variables are winsorized at the top/bottom 1%. The specification is estimated with robust standard errors clustered by firm and include year/industry fixed effects. The robust t-statistics are in parentheses. \*, \*\*, \*\*\* indicate significance at the 10%, 5%, and 1% level, respectively (two-tailed test).

#### 4.2.3 대규모기업집단 여부와 원가행태 사이의 관련성 분석 : 이사회 독립성의 영향

본 논문의 가설 3에서는 이사회 독립성이 가설 1에서 보고한 대규모기업집단 여부와 원가행태 간의 관련성에 미치는 영향을 검증한다. 이에 따라 먼저 자산 2조 원을 기준으로 표본을 둘로 나눈 후, 자산이 2조보다 큰 기업과 2조보다 작은 기업 표본에서 이사회 독립성(Board Independence)의 중앙값(median)을 기준으로 표본을 다시 나누었다. 4개의 표본에서 식 (1)을 분석하였으며, 그 결과는 <표 6>과 같다. <Column 1>은 자산이 2조보다 낮은 표본 중 사외이사비율로 측정된 Board Independence가 중앙값보다 작은 관측치를 이용하여 분석한 결과이며, <Column 2>는 자산이 2조보다 낮은 표본 중 Board Independence가 중앙값보다 크거나 같은 관측치를 이용하여 분석한 결과이다. <Column 3>과 <Column 4>은 자산이 2조보다 큰 기업들에 대해 사외이사비율의 중간값을 기준으로 나눈 표본들에 대한 검증결과이다.

분석결과,  $DecDummy * \Delta \ln Sales * Chaebol$ 의 계수인  $\beta_3$ 은 사외이사비율이 높은(이사회 독립성이 큰) <Column 2>와 <Column 4>에서만 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 나타낸다(각각 coefficient=0.241, t=2.46, coefficient=0.731, t=3.21). 이는 제도적인 규제에 따라 사외이사비율이 달라지더라도 이사회 독립성을 기초로 측정된 기업지배구조 수준이 높은 경우에 재벌기업의 지배주주가 경영진을 감시하는 것에 더하여 독립적인 이사회가 경영진을 감시하므로, 경영진 개인의 인센티브(예를 들어, 제국건설유인)에 의해 발생할 수 있는 원가 하방경직성의 정도를 감소하고 더 나아가 하방탄력적인 행태를 보임을 알 수 있다. 한편,

<Column 1>와 <Column 3>에서 이사회 독립성의 정도가 낮은 경우에는  $DecDummy * \Delta \ln Sales * Chaebol$ 의 계수인  $\beta_3$ 가 통계적으로 유의하지 않다(각각 coefficient=0.112, t=0.77, coefficient=-0.516, t=-1.53). 상기의 결과는 이사회 독립성으로 측정된 기업지배구조 수준이 높을 때, 대규모 기업집단에 속한 기업과 그렇지 않은 기업 간의 차별적인 원가행태가 나타남을 보여준다.

#### 4.2.4 대규모기업집단 여부와 원가행태 사이의 관련성 분석 : 소유경영자의 영향

본 논문의 가설 4에서는 소유주가 기업의 이사회에서 등기이사로 활동할 때, 가설 1에서 보고한 재벌기업의 비대칭적 원가행태가 어떻게 달라지는 지 검증하고자 한다. 사업보고서를 통해 직접 수집한 소유주의 이사회 활동여부에 따라 소유주가 이사회에서 등기이사이면 1 그렇지 않으면 0으로 설정하였다. 해당 더미변수에 따라, 소유주가 이사회에서 등기이사인 기업과 그렇지 않은 기업으로 표본을 나누어 식 (1)을 분석하였으며, 그 결과는 <표 7>과 같다. <Column 1>은 소유주가 이사회에서 등기이사로 활동하는 기업을 대상으로 분석을 수행하였고, <Column 2>는 소유주가 이사회에서 등기이사로 활동하는 않는 기업을 대상으로 분석을 수행하였다. 분석결과,  $DecDummy * \Delta \ln Sales * Chaebol$ 의 계수인  $\beta_3$ 은 <Column 1>에서만 5% 이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 나타낸다(coefficient=0.198, t=2.53). 한편, 소유주가 이사회에서 등기이사로 활동하지 않는 경우인 <Column 2>의  $\beta_3$ 는 통계적으로 유의한 값을 갖지 아니한다(coefficient=0.202, t=1.42). 이사회 내 소유주의 여부에 따른 차별적인 결과는 가설 4를 지지하는 결과로, <표 7>에서는

(Table 6) Regression Results of Chaebol and SG&A Cost Behavior:  
Subgroup Analysis Based on Board Independence

Variables	Total assets < 2 trillion won		Total assets >= 2 trillion won	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Low Indep.	High Indep.	Low Indep.	High Indep.
<i>Intercept</i>	0.157* (1.85)	0.156 (1.41)	-0.094 (-0.52)	-0.338* (-1.76)
$\Delta Sales$	0.615*** (12.66)	0.645*** (14.88)	0.697*** (14.95)	0.632*** (12.26)
<i>DecDummy</i> * $\Delta Sales$	-0.701 (-1.26)	0.326 (0.58)	0.291 (0.26)	-2.852* (-1.73)
<i>DecDummy</i> * $\Delta Sales$ * <i>Chaebol</i>	0.112 (0.77)	0.241** (2.46)	-0.516 (-1.53)	0.731*** (3.21)
<i>DecDummy</i> * $\Delta Sales$ * <i>Asset Intensity</i>	-0.071 (-1.61)	0.049 (1.15)	0.169 (1.55)	-0.264*** (-3.39)
<i>DecDummy</i> * $\Delta Sales$ * <i>Employee Intensity</i>	-0.053 (-1.11)	0.035 (0.85)	-0.000 (-0.00)	-0.144 (-1.20)
<i>DecDummy</i> * $\Delta Sales$ * <i>Successive Decrease</i>	-0.022 (-0.19)	-0.051 (-0.46)	0.318 (0.61)	0.707*** (2.85)
<i>DecDummy</i> * $\Delta Sales$ * <i>GDP Growth</i>	0.052 (0.02)	-6.128** (-2.45)	-2.163 (-0.43)	6.080 (0.94)
<i>Chaebol</i>	-0.003 (-0.31)	0.015 (1.51)	-0.055 (-1.51)	0.048 (1.36)
<i>Asset Intensity</i>	0.007 (0.73)	0.023 (1.61)	0.048 (1.45)	0.013 (0.38)
<i>Employee Intensity</i>	-0.012** (-2.11)	0.005 (0.61)	-0.015 (-1.23)	-0.024* (-1.72)
<i>Successive Decrease</i>	-0.039*** (-4.02)	-0.065*** (-5.58)	-0.074** (-2.38)	-0.028 (-0.85)
<i>GDP Growth</i>	-1.503*** (-5.08)	-0.875*** (-3.97)	-0.933*** (-3.64)	-1.472*** (-2.73)
Year dummies	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry dummies	Yes	Yes	Yes	Yes
N	3,265	3,198	557	455
Adjusted R <sup>2</sup> (%)	48.38%	48.96%	79.12%	62.45%

Table 6 reports the regression results of chaebol and SG&A cost behavior with respect to board independence. The dependent variable  $\Delta SG\&A$  which is the change in selling general and administrative expense. Variables are defined in (Appendix 1). All continuous variables are winsorized at the top/bottom 1%. The specification is estimated with robust standard errors clustered by firm and include year/industry fixed effects. The robust t-statistics are in parentheses. \*, \*\*, \*\*\* indicate significance at the 10%, 5%, and 1% level, respectively (two-tailed test).

〈Table 7〉 Regression Results of Chaebol and SG&A Cost Behavior:  
Subgroup Analysis Based on Controlling Owner

Variables	(1) Controlling Owner = 1	(2) Controlling Owner = 0
<i>Intercept</i>	-0.013 (-0.21)	0.214** (2.09)
<i>ΔSales</i>	0.653*** (26.67)	0.638*** (8.69)
<i>DecDummy*ΔSales</i>	0.016 (0.04)	0.989 (0.94)
<i>DecDummy*ΔSales*Chaebol</i>	0.198** (2.53)	0.202 (1.42)
<i>DecDummy*ΔSales*Asset Intensity</i>	-0.034 (-0.98)	0.038 (0.41)
<i>DecDummy*ΔSales*Employee Intensity</i>	-0.001 (-0.03)	0.112 (1.42)
<i>DecDummy*ΔSales*Successive Decrease</i>	0.032 (0.39)	-0.095 (-0.64)
<i>DecDummy*ΔSales*GDP Growth</i>	-4.633** (-2.47)	1.437 (0.54)
<i>Chaebol</i>	0.013* (1.79)	0.011 (0.93)
<i>Asset Intensity</i>	0.019** (2.29)	0.018 (1.41)
<i>Employee Intensity</i>	-0.008* (-1.82)	-0.001 (-0.13)
<i>Successive Decrease</i>	-0.046*** (-5.77)	-0.073*** (-4.60)
<i>GDP Growth</i>	-0.920*** (-5.32)	-1.037*** (-4.75)
Year dummies	Yes	Yes
Industry dummies	Yes	Yes
N	5,439	2,036
Adjusted R <sup>2</sup> (%)	60.85%	34.96%

Table 7 reports the regression results of chaebol and SG&A cost behavior with respect to the existence of a controlling owner. The dependent variable  $\Delta SG\&A$  which is the change in selling general and administrative expense. Variables are defined in 〈Appendix 1〉. All continuous variables are winsorized at the top/bottom 1%. The specification is estimated with robust standard errors clustered by firm and include year/industry fixed effects. The robust t-statistics are in parentheses. \*, \*\*, \*\*\* indicate significance at the 10%, 5%, and 1% level, respectively (two-tailed test).

재벌기업의 소유주가 해당 기업의 원가행태에 유의한 영향을 미치며, 따라서 기업지배구조의 특징 중 하나인 이사회 내 소유주의 여부가 가설 1에서 검증한 재벌기업의 하방탄력적 원가행태를 결정하는 중요한 요인임을 밝혔다.

## V. 결론

본 연구에서는 재벌기업의 비대칭적 원가행태를 분석하였다. 국내 선행연구를 종합해볼 때, 재벌기업 여부가 원가의 하방경직성 정도에 어떠한 영향을 미치는지 그 방향성을 예측하기 어렵고, 실증분석 결과 역시 혼재되어 있다. 본 논문은 재벌기업의 매출액 변화에 따른 자원조정 과정을 재조명하여 재벌기업과 비재벌기업 간의 차별적인 원가행태를 검증하고자 한다. 실증분석결과, 재벌기업의 경우 판매관리비의 하방경직성이 완화되는 것으로 나타났다. 나아가, 이와 같은 관계가 기업의 규모 및 기업지배구조와 관련된 특성(사외이사비율 및 이사회 내 소유주 여부)에 따라 어떻게 달라지는지 살펴보았다. 분석결과 첫째, 재벌기업들의 판매관리비의 하방경직성이 완화되는 것은 규모가 작은 기업들에 집중적으로 나타났다. 둘째, 재벌기업들 중 판매관리비의 하방경직성이 완화되는 것은 주로 사외이사 비율이 높은 기업들에서 발견되었다. 마지막으로, 소유경영자가 경영하는 재벌기업의 경우 판매관리비의 하방경직성이 완화됨을 발견하였다. 이러한 연구결과는 재벌기업은 재벌기업이 아닌 기업과 차별적인 원가행태를 보이며, 또한 그러한 현상이 기업의 규모 및 기업지배구조 특성에 따라 달라질 수 있음을 시사한다. 한국 경제에서 중요한 역할을 차지하는 재벌기업

에 대한 연구는 회계 및 재무 분야에서 주요 주제 중 하나로서, 본 연구는 재벌기업의 원가행태를 심도 있게 분석하여 재벌기업의 내부 경영활동(자원조정 계획)에 대한 이해도를 높이고자 하였다. 더불어, 재벌 기업의 규모 등으로 인해 발생하는 정치적 비용 및 재벌기업의 기업지배구조 특성이 원가행태에 미치는 영향을 밝힘으로서 재벌기업의 비대칭적 원가행태를 유발하는 중요한 요인들을 파악하였다. 본 연구는 관리회계의 대표적인 연구 주제인 원가행태와 회계 및 재무 분야의 주요 연구 주제인 대규모기업집단 소속여부의 관련성을 조사하여, 두 분야의 주요 연구주제를 통합하였다는데 의의가 있다. 원가행태에 대한 연구를 확장하는 한편, 우리나라 기업의 특수한 형태인 재벌기업에 대한 이해도를 향상시키는 데 도움이 될 것으로 기대한다.

## 참고문헌

- 곽지영 · 박애영(2014), “기업지배구조의 수준과 개선정도가 원가의 하방경직성에 미치는 영향,” **국제회계연구**, 58, 81-102.
- 구정호(2011), “기업지배구조가 비대칭적인 원가행태에 미치는 영향: 경영자지분율과 외국인투자자 및 기관투자자지분율을 중심으로,” **관리회계연구**, 11(1), 1-35.
- 구정호 · 박연희 · 백태영(2009), “전략적 선택에 따른 원가행태의 비대칭성,” **회계저널**, 18(4), 65-92.
- 김상일 · 최원욱(2013), “재벌의 지주회사 전환이 소유집중과 이익조정에 미치는 영향,” **회계학연구**, 38(4), 369-401.
- 안태식 · 이석영 · 정형록(2004), “한국제조기업의 비대칭적 원가행태,” **경영학연구**, 33(3), 789-807.

- 양대천 · 이경동(2013), “전문경영자 교체와 비대칭적 원가행태,” **회계정보연구**, 31(1), 135-156.
- 문호은 · 홍철규(2010), “원가행태의 비대칭성과 산업별 특성 차이에 대한 종합적 분석,” **관리회계연구**, 10(1), 1-38.
- 송승아 · 안태식 · 정형록(2010), “한국제조기업의 비대칭적 원가행태에 대한 재조명,” **회계저널**, 19(1), 253-280.
- 신성욱(2015), “기업지배구조가 비대칭적 원가행태에 미치는 영향,” **경영과 정보연구**, 34(2), 193-206.
- 이문영 · 심호식 · 최종학(2012), “대규모기업집단 소속기업의 이사회 특성과 공시 빈도 사이의 관계,” **회계학연구**, 37(2), 279-320.
- 이상철(2014), “경영자 및 기업지배구조 특성과 원가행태 비대칭성 사이의 관련성,” **회계저널**, 23(2), 251-284.
- 이용규 · 한경찬(2005), “원가의 행태와 경영자 유형,” **관리회계연구**, 5(2), 1-23.
- 장승현 · 백태영(2009), “기업의 경영조건이 비대칭적 원가행태에 미치는 영향: 원가관리와 이익조정의 역할,” **회계학연구**, 34(4), 71-107.
- 정준희 · 장지인 · 양대천(2012), “비용항목을 통한 이익조정(법인세를 인하가 원가행태에 미치는 영향을 중심으로),” **회계학연구**, 37(3), 239-275.
- 정형록(2007), “한국제조기업의 비대칭적 원가행태 결정요인에 관한 연구,” **회계정보연구**, 25(3), 1-28.
- Anderson, M. C., R. D. Banker, and S. N. Janakiraman (2003), “Are selling, General, and Administrative Costs ‘Sticky’?” *Journal of Accounting Research*, 41(1), 47-63.
- Bae, K. H., J. K. Kang, and J. M. Kim(2002), “Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups,” *Journal of Finance*, 57, 2695 - 2740.
- Banker, R. D., and D. Byzalov(2014), “Asymmetric Cost Behavior,” *Journal of managerial Accounting Research*, 26(2), 43-79.
- Banker, R. D., D. Byzalov, and L. Chen(2013), “Employment Protection Legislation, Adjustment Costs and Cross-country Differences in Cost Behavior,” *Journal of Accounting and Economics*, 55(1), 111-127.
- Bertrand, M., P. Mehta, and S. Mullainathan(2002), “Ferretting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups,” *Quarterly Journal of Economics*, 117(1), 121-148.
- Brickley, J. A., J. L. Coles, and R. L. Terry(1994), “Outside Directors and the Adoption of Poison Pills,” *Journal of Financial Economics*, 35(3), 371-90.
- Byrd, J. W., and K. A. Hickman(1992), “Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence from Tender Offer Bids,” *Journal of Financial Economics*, 32(2), 195-221.
- Campbell, T. L. and P. Y. Keys(2002), “Corporate Governance in South Korea: The *Chaebol* Experience,” *Journal of Corporate Finance*, 8, 373-391.
- Cannon, J. N.(2014), “Determinants of ‘Sticky Costs’: An Analysis of Cost Behavior Using United States Air Transportation Industry Data,” *The Accounting Review*, 89 (5), 1645-1672.
- Calleja, K., M. Steliaros, and D. C. Thomas(2006), “A Note on Cost Stickiness: Some International Comparisons,” *Management Accounting Research*, 17, 127-140.
- Chen, C. X., H. Lu, and T. Sougiannis(2012), “The Agency Problem, Corporate Governance, and the Asymmetrical Behavior of Selling, General, and Administrative Costs,” *Contemporary Accounting Research*, 29(1), 252-282.
- Chen, C. X., T. Gores and J. Nasev(2013), “Managerial

- Overconfidence and Cost Stickiness,” Working paper.
- Choi, A. (2016), “The Effect of Ownership Divergence and Legal Regime on Cost Stickiness: International Evidence,” *Working paper*, Seoul National University.
- Core, J. E., R. Holthausen, and D. Larcker (1999), “Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance,” *Journal of Financial Economics*, 51(3), 371-406.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney (1996), “Causes and Consequences of Earnings Manipulations: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC,” *Contemporary Accounting Research*, 13(1), 1-36.
- Dierynck, B., W. R. Landsman, and A. Renders (2012), “Do Managerial Incentives Drive Cost Behavior? Evidence about the Role of the Zero Earnings Benchmark for Labor Cost Behavior in Private Belgian Firms,” *The Accounting Review*, 87(4), 1219-1246.
- Kama, I., and D. Weiss (2013), “Do Earnings Targets and Managerial Incentives Affect Sticky Costs?” *Journal of Accounting Research*, 51(1), 201-224.
- Kim, B., and I. Lee (2003), “Agency Problems and Performance of Korean Companies During the Asian Financial Crisis: Chaebol vs. Non-chaebol Firms,” *Pacific Basin Finance Journal*, 11(3), 327-348.
- Kim, W. S., E. Lyn, T. Park, and E. Zychowicz (2005), “The Wealth Effects of Capital Investment Decisions: An Empirical Comparison of Korean *chaebol* and Non-*chaebol* Firms,” *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(5&6), 945-971.
- Kim, J. B., and C. H. Yi (2006), “Ownership Structure, Business Group Affiliation, Listing Status, and Earnings Management: Evidence from Korea,” *Contemporary Accounting Research*, 23(2), 427-464.
- Khanna, T., and K. Palepu (2000) “Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business groups,” *Journal of Finance*, 55(2), 867-891.
- Weisbach, M.S (1988), “Outside Directors and CEO Turnover,” *Journal of Financial Economics*, 20, 431-460.

## 〈Appendix 1〉 Variable Definition

Variable	Definition
$\Delta \ln SG\&A$	is the log change in selling general and administrative expenses for firm $i$ in year $t$ .
$\Delta \ln Sales$	is the log change in sales revenue for firm $i$ in year $t$ .
$DecDummy$	is dummy variable that takes the value of one when sales revenue in year $t$ is less than that in year $t-1$ , zero otherwise.
$Chaebol$	is dummy variable that takes the value of one if a firm is affiliated with a business group called a chaebol in year $t$ , and zero otherwise.
$Board Independence$	is the percentage of directors who are independent.
$Board Meeting$	is the logarithm of the number of board meetings.
$Asset Intensity$	is the logarithm of the ratio of total assets to sales revenue.
$Employee Intensity$	is the logarithm of ratio of employees to sales revenue.
$Successive Decrease$	is dummy variable that takes the value of one if sales have decreased in two consecutive years
$GDP Growth$	is the percentage growth in real GDP during year

## Asymmetric SG&A Cost Behavior of Chaebol Firms

Jae Yong Shin\* · Iny Hwang\*\* · Sewon Kwon\*\*\* · Sera Choi\*\*\*\*

### Abstract

This paper investigates whether and how the degree of SG&A cost stickiness differs between chaebol and non-chaebol firms in Korea. The unique feature among Korean firms is the prevalence of large business groups called chaebols and, the differential natures between chaebol and non-chaebol firms drive cost behavior to diverge between two groups.

The ownership structure of chaebol firms is characterized by the dominance of single largest shareholder and his family members who typically participate in the management of the firm directly or indirectly and influence most of the importance management decisions. Moreover, the dominant owner plays an influential role in deciding whether to promote the managers or how much to reward based upon the performance of managers. Thus, such monitoring mechanism brought out by unique ownership structure of chaebol system suppresses managers' empire-building incentives, a particular Type I agency problem, which are known to drive sticky cost behavior as in Chen, Lu and Sougiannis(2012). Under this agency perspective, chaebol firms may have lower degree of cost stickiness compared to non-chaebol firms. To further extent, the agency problems for chaebol firms are not merely on the conflicts of interests between shareholders and managers (Type I agency problems) but, also concentrated on the conflicts of interest between controlling shareholders and outside minority shareholders (Type II agency problems). Therefore, the differential agency problem among chaebol firms may result in different cost behavior, relative to non-chaebol firms.

Although a few literature attempt to examine the cost behavior of chaebol firms, the empirical results have been mixed. We revisit the link between chaebol and cost stickiness in order to resolve inconclusive findings. Based on a comprehensive dataset of Korean firms listed in KOSPI market from 2001 to 2013, we empirically find that the degree of cost stickiness is on average, lower in chaebol firms than in non-chaebol firms, even exhibiting anti-sticky behavior.

---

\* Associate professor, College of Business Administration, Seoul National University, First Author

\*\* Associate professor, College of Business Administration, Seoul National University, Corresponding Author

\*\*\* Ph.D. Candidate, College of Business Administration, Seoul National University, Co-Author

\*\*\*\* Ph.D. Student, College of Business Administration, Seoul National University, Co-Author

We further conduct several cross-sectional analyses to examine the effect of firm size and corporate governance (e.g. board independence, the existence of controlling owner as a board member) on chaebol firms' cost behavior. First, the anti-stickiness in chaebol firms is more prevalent when the firm size is small. Large chaebol firms must bear political costs induced by high media attention making them difficult to divest the resources in response to sales changes whereas, small chaebol firms can have more flexibility in resource adjustments, resulting in a lower degree of cost stickiness. Second, in terms of corporate governance, the anti-stickiness in chaebol firms is more prevalent when the firm has a higher degree of corporate board independence or a controlling owner as a board member. Because good corporate governance measured by board independence effectively monitors managers' perverse incentives (i.e. empire-building incentives) in addition to controlling owners monitoring managers, less sticky behavior is presented among firms with an independent board. Apart from board independence, the existence of a controlling owner as a board member also reduces the agency problems between shareholders and managers thus, results in a lower degree of cost stickiness.

Our study makes several important contributions to the accounting literature. First, we increase the understanding of chaebol firms, in particular how chaebols adjust the resources committed to activities. We contrast the cost stickiness of chaebol versus non-chaebol firms to articulate the differential cost management of chaebols compared to non-chaebols. Second, cross-sectional analyses provide further implications on the effects of firm size and corporate governance on differential cost stickiness between chaebol and non-chaebol firms. Lastly, we converge cost behavior studies, which is the primary stream of research in managerial accounting with the key topic in finance or financial accounting, namely Korean chaebols. This study extends the research on cost behavior, and deepens the understanding of chaebols.

Key words: Chaebol, cost stickiness, the asymmetrical behavior of costs, board independence, controlling owner

- 저자 신재용은 현재 서울대학교 경영대학 경영학과 회계학 교수로 재직 중이다. 서울대학교 경영학과를 졸업하고 동 대학원에서 석사 학위를 취득하였다. 이후 KISDI에서 근무 후 미국 위스컨신 매디슨 대학교 대학원에서 경영학 박사를 취득하였다. 2010년에는 미국 회계학회 관리회계분과, "가장 영향력 있는 논문상"을 수상하였으며, 2014년부터 삼일회계법인 지명교수를 역임하고 있다. 주요연구분야는 경영진의 성과 보상, 상대평가제도, 기업지배구조 등이다.
- 저자 황인이는 서울대에서 국제경제학 학사 및 경영학 석사 학위를, 미국 텍사스대-달라스에서 회계학 박사 학위를 취득했다. 2005년 여름부터 2010년 여름까지 5년간 미국 미네소타주립대 및 드렉셀대에서 회계학과 조교수로 지내고 2010년 가을부터 서울대 경영대학 부교수로 재직 중이다. 관심 연구 및 강의분야는 성과평가 및 보상, 원가관리, 공급망관리, 원가행태에 따른 기업가치분석 등이다.
- 저자 권세원은 현재 서울대학교 경영대학 경영학과 회계학 박사과정에 재학 중이다. 서울대학교 경영학과 및 동 대학원에서 경영학 석사를 취득하였으며, 공인회계사 자격 취득 후 삼일회계법인에서 약 4년 가량 회계감사를 담당하였다. 주요연구분야는 경영진의 성과보상, 기업지배구조, Accrual anomaly 등이다.
- 저자 최세라는 현재 서울대학교 경영대학 경영학과 회계학 박사과정에 재학 중이다. 이화여자대학교 경영학과 및 서울대학교 대학원에서 경영학 석사를 취득하였다. 주요연구분야는 경영진의 성과평가 및 보상, 원가행태 등이다.