

투자심리와 영업 관련 단기성 투자지출 간의 관련성*

곽영민** · 최원주***

〈요 약〉

본 연구에서는 기업의 영업 관련 단기성 투자지출이 기업에 형성된 투자심리에 따라 차별적인 행태를 보이는가를 실증적으로 검증한다. 이때 개별기업의 투자심리는 류두진 등(2018)의 방법론을 원용하여 추정하며 영업 관련 단기성 투자지출은 포괄손익계산서 상 판매관리비에 기초하여 추정한다. 2011~2019년까지 국내 유가증권 상장기업을 대상으로 분석한 결과 투자심리가 낙관적으로 형성될수록 경영자는 기업의 투자기회에 대한 투자자의 과대평가 성향을 충족시키기 위해 연구개발비와 광고비 투자는 보다 확대하는 반면, 기타 판매관리비 항목의 지출은 더욱 축소하는 경향을 보이는 것으로 나타났다. 이는 경영자가 기업에 형성된 투자심리를 고려하여 영업비용으로 인식된 단기성 투자지출을 증감시키는 경향이 있으며, 이러한 과정에서 영업비용 각 구성항목들이 지니는 경제적 함의와 투자자의 이익기대치 충족을 위한 케이터링 정책을 함께 고려하여 영업비용 각 구성항목에 대한 투자의사결정이 차별적인 행태를 보이고 있음을 시사한다. 또한 이러한 검증 결과는 연도별 자료를 이용한 추정에서뿐만 아니라 투자심리의 연중 변동성을 고려한 분기자료 분석에서도 동일하게 관찰되었으며 투자심리와 영업비용의 변동성을 변수를 이용한 탄력성 모형 검증에서도 다시금 입증되는 것으로 나타났다. 나아가 낙관적 투자심리에 부합하기 위한 경영자의 영업비용 관련 단기성 투자정책이 기업의 여유자원 보유 수준 즉, 현금 보유수준에 따라 차별화되고 있는 것으로 관찰되었다. 이러한 결과는 행태재무학에서 언급해 온 케이터링 이론(catering theory)이 기업의 장기성 투자인 자본투자뿐만 아니라 영업비용에 포함된 단기성 투자의사결정에서도 나타나고 있음을 실증적으로 확인시켜 준다.

〈주제어〉 투자자 심리, 단기성 투자지출, 영업비용, 케이터링 이론

* 이 논문은 2023년 울산대학교 연구비에 의하여 연구되었음.

** 울산대학교 경영대학 회계학과 교수, ymkwak@ulsan.ac.kr, 주저자

*** 부산대학교 경영학 박사, wonju1277@pusan.ac.kr, 교신저자

I. 서 론

본 연구에서는 개별기업에 형성된 투자심리가 영업비용으로 인식된 기업의 단기성 투자지출에 미치는 영향을 실증적으로 검토하고자 한다. 투자심리는 기업의 펀드멘탈에 기초한 합리적인 자본시장참여자가 아닌 소위 잡음투자자(noise trade) 집단을 지칭한다(Baker and Wurgler 2006, 2007). 행태재무학 분야의 연구들은 자본시장에 잡음투자자에 의한 비이성적 투자심리(낙관적 혹은 비관적)가 형성되어 있을 경우 경영자가 단기적 주가부양을 위해 그러한 투자심리에 부합하는 방향으로 기업의 경영정책을 조정하는 경향이 있음을 케이터링 이론(catering theory)을 통해 설명하고 있다. 실제 동 이론은 기업의 다양한 경영의사결정에서 실증적으로 확인되고 있는데 예컨대, 사명변경, 공시, 배당정책, 이익조정 등의 의사결정이 해당 시점에 형성되어 있는 투자심리에 따라 차별화되고 있는 것으로 나타났다. 특히 Polk and Sapienza(2009)와 백정환과 김정모(2023)는 낙관적 투자심리와 자본투자 간의 양(+)의 관련성을 관찰하는 등 투자심리가 기업의 장기적 투자의사결정에도 영향을 미치고 있음을 제시하였다. 하지만 기업의 자본투자 의사결정과 광고비 등과 같은 단기적 관점의 영업비용 지출이 당기손익에 미치는 영향이 다를 것을 고려할 때 투자심리가 상기 두 유형의 투자의사결정에 미치는 영향 또한 차이를 보일 수 있다. 그러나 개별기업에 형성된 투자심리가 영업비용에 포함된 기업의 단기적 관점의 투자지출에 미치는 영향을 실증적으로 검증한 연구는 아직까지 전무한 실정이다.

기업에 형성된 투자심리는 다음과 같은 상반된 경로로 영업비용으로 인식된 단기성 투자지출에 유의미한 영향을 미칠 수 있다. 먼저, 다수의 선행연구에서 포괄손익계산서 상 영업비용에 포함되어 있는 연구개발비(Eberhart et al. 2004 ; Lev and Sougiannis 1996)¹⁾, 광고비(Chan et al. 2001 ; Hirschey and Weygandt 1985), 기타 판매관리비(Anderson et al. 2007 ; Tronconi and Marzetti 2011)가 기업의 미래 가치창출에 대한 잠재력을 보여주는 의미 있는 지표가 되고 있다고 제시되어왔다. 또, 투자심리를 다룬 다수의 연구들은 낙관적 투자심리가 형성되어 있을 때 투자자들이 기업의 투자기회를 과대평가하는 편의를 지니는 것으로 보고하고 있다(Baker and Wurgler 2006 ; Stein 1996). 상기 연구들을 종합해보면, 투자심리가 낙관적으로 형성된 상황에

1) 통상 연구개발비(R&D)는 기업의 장기적인 성장과 혁신을 촉진하는데 사용되는 자본 지출의 성격을 지니고 있다. 이러한 관점에 따라 R&D 지출은 설비투자 등의 자본투자와 유사한 경제적 실질을 지니는 투자의사결정으로 분류할 수 있다. 하지만 K-IFRS 제1038호에 따라 지출 시점에 비용으로 인식된 연구비와 경상개발비는 자본투자와 달리 기간에 걸쳐 비용으로 인식되는 구조가 아니라 투자 시점에 즉시 당기손익에 반영되는 성격을 지니고 있어 본 연구에서는 이를 다른 영업비용 항목과 마찬가지로 단기성 투자지출로 분류한다. 단, 후술하는 바와 같이 본 연구에서는 비용으로 인식된 연구개발비와 다른 영업비용 항목이 미래 기업가치 창출에 대한 잠재력을 대변하는 수준이 상이하며 또한 이에 대한 투자자의 평가 역시 차이를 보일 가능성을 고려하여 연구개발비와 다른 기타 영업비용을 구분한 분석을 추가적으로 실시한다.

서는 투자자들이 기업의 투자기회를 과대평가하는 편의를 지니고 있어 일시적 주가부양 등을 위해 경영자가 그러한 투자심리에 부합하는 방향으로 투자 의사결정을 수행할 수 있으며, 이 과정에서 기업의 장기적 가치창출 능력에 대한 지표가 되는 영업비용 항목에 대한 투자지출을 확대할 것으로 기대할 수 있다.

하지만 Ali and Gurun(2009) 및 Simpson(2013)이 제시한 바와 같이 낙관적 투자심리가 형성된 상황에서는 투자자의 이익기대치 역시 낙관적 편의를 지닐 수 있으며 이에 따라서는 경영자가 투자 시점에 당기손익에 부정적인 영향을 주는 영업비용 항목에 대한 단기성 투자를 축소하는 방향으로 관련 투자 의사결정을 수행할 가능성이 존재한다. 주지하는 바와 같이 통상 영업비용으로 인식되는 단기성 투자는 지출 당해 연도의 당기손익에 즉시 반영되는데 반해 장기적 관점의 자본투자는 감가상각을 통해 여러 기간에 걸쳐 비용으로 인식된다. 이처럼 자본투자는 투자시점의 당기손익에 미치는 영향이 크지 않으므로, 자본투자 의사결정과 투자자의 낙관적 이익기대치를 충족하기 위한 케이터링 관점의 이익관리 전략은 서로 상충되지 않으며, 양립 가능하다. 이에 반해 연구개발비 및 광고비 등의 영업비용 항목은 투자 시점에 즉시 당기손익에 부정적인 영향을 초래하기 때문에 투자심리가 긍정적으로 형성된 상황에서 투자자의 낙관적 이익기대치 충족이 더욱 중요한 케이터링 요소로 인지되고 있을 경우 경영자는 영업비용으로 인식되는 단기성 투자에 오히려 소극적인 모습을 보일 것으로 예측 가능하다. 이러한 관점은 박진모 등(2021)의 연구에서 투자심리가 낙관적으로 형성된 상황에서 경영자가 투자자의 낙관적 이익기대치를 충족시키기 위해 재량적 지출(비정상적 판매관리비)을 축소하는 방식으로 보고이익을 상향조정하는 경향이 있음을 보고한 사실과도 무관하지 않다.

상기와 같은 상반된 관점에 기초하여 본 연구에서는 국내 상장기업을 대상으로 개별기업에 형성된 투자심리가 포괄손익계산서 상 영업비용으로 인식된 단기성 투자에 관한 의사결정에 어떠한 영향을 미치고 있는가를 실증적으로 확인하고자 한다. 이를 위해 먼저 류두진 등(2018)의 방법론을 원용하여 개별기업에 형성된 투자심리 수준을 측정한 다음 그러한 투자심리 수준에 따라 기업의 영업비용 지출 수준이 차별화되고 있는가를 분석한다. 이때 영업비용을 연구개발비, 광고비, 기타 판매관리비 항목으로 구분하여 투자심리와 영업비용 간의 관련성이 영업비용 구성 항목에 따라서도 차이를 보이는가를 함께 살펴본다. 이는 상기 구분된 지출 항목들이 기업의 미래 가치 창출 능력에 대해 시사하는 바가 다를 수 있으며, 이에 따라 경영자가 투자심리에 대응하는 형태로 영업비용 지출 수준을 조정함에 있어 각 구성 항목에 대한 조정 방향과 수준이 상이하게 나타날 가능성이 존재함에 따른다. 나아가 투자심리가 동일 연도(year) 내에서도 가변성을 지닐 수 있음을 고려하여 연도 자료를 이용한 분석과 함께 분기 자료를 이용한 검증을 병행하는 등 다양한 추가분석을 실시하여 연구결과의 강건성을 제고하고자 한다. 이하 본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 관련 선행연구를 정리하고, 연구가설을 설정한다. 이후 제Ⅲ장에서는 연구모형과 표본의 선택 과정을 설명한다. 그리고 제Ⅳ장에서는 실증분석결과를 끝으

로 제 V 장에서는 연구의 결론을 제시한다.

II. 선행연구 및 가설설정

1. 선행연구의 개관

행태재무학 분야의 연구들은 기업가치가 기업 본연의 펀드멘탈 외에도 정치 및 사회적 환경 요소 등에 따라 형성된 투자자의 비합리적인 투자심리에 의해서도 영향을 받을 수 있다고 제시하여 왔다. 구체적으로 Daniel et al.(1988)과 Barberis et al.(1988)은 인지심리학 이론에 기초하여 투자자들이 자신의 비공개 정보에 대해 과도한 믿음을 지니며 그 외의 정보는 무시하거나 가볍게 여기는 경향이 있다고 제시하였다. 또, Baker and Wurgler(2011)는 괴담 정보 소위 찌라시 정보에 대한 투자자의 신뢰(Black 1986)로 인해 자본시장에 비합리적인 투자심리가 형성되며 이러한 투자심리가 자산가격 형성에 유의한 영향을 미친다고 보고하였다. 즉, 이들의 연구들은 기업의 순자산 시장가격이 기업 본연의 내재가치에 대한 정보뿐만 아니라 잡음투자자의 비이성적 투자행태에 의해서도 영향을 받기 때문에 경영자가 단기적인 주가부양을 염두에 두고 있을 경우 이들의 심리(또는 기대)를 충족시키기 위한 방향으로 경영의사결정을 수행할 수 있다는 것이다.

이러한 관점은 실제 행태재무학과 회계학 분야의 다수 선행연구들을 통해 실증적으로 입증되어 왔다. 예를 들어 Baker et al.(2007)은 경영자가 투자자의 편향된 투자심리를 충족하여 주가 상승을 도모하기 위해 배당(Baker and Wurgler 2004)과 자본투자(Gilchrist et al. 2005)에 대한 의사결정을 변형하고 공시정책 또한 이러한 관점에서 탄력적으로 수행한다고 제시하였다. 이와 유사하게 Polk and Sapienza(2009)는 주식가격이 과대평가된 시점 즉, 투자심리가 낙관적으로 형성된 상황에서 기업이 보유한 현금을 순현재가치(net present value : NPV)가 음(-)인 투자안에도 투자하는 과잉투자 성향을 보이고 있음을 확인하였다. 또한 그들은 투자심리에 부합하기 위한 케이터링 관점의 과잉투자 경향이 투자자의 주식보유기간이 짧으며(즉, 주식회전율이 높으며), 낙관적 투자심리의 지속기간이 길어질수록 증대되는 경향이 있다고 주장하였다. 이러한 경향은 국내 상장기업을 대상으로 한 백정환과 김정모(2023)의 연구에서도 유사하게 관찰되는데 이들은 투자심리가 비관적으로 형성되어 있는 상황에서는 자본투자 수준이 유의미한 변화를 보이지 않는데 반해 낙관적 투자심리 하에서는 과잉투자 등 자본투자 수준이 체계적으로 증가하고 있음을 확인하였다. 나아가 최근 일부 연구들은 투자심리와 경영자의 이익조정 간의 관계를 분석하였는데 Simpson(2013)은 낙관적 투자심리가 형성된 상황에서는 발생액을 이용한 증가적 이익조정이 관찰되고 있음을 보고하였고, 박진모 등(2021)은 국내 상장기업을 대상으로 투자심리가 낙관적으로 형성된 상황에서 경영자가 투자자의 낙관적 이익기대치를 충족시키기 위해 발생액과 실물활동을 통해 보고이익을 적극적으로 상향조정하는 경향이 있다고 제시하였다.

이상의 연구들에 기초하여 본 연구는 개별기업에 형성된 투자심리에 따라 영업비용으로 인식된 기업의 단기성 투자지출이 차별화되는가를 실증적으로 검증하고자 한다. 전술한 바와 같이 투자심리와 자본투자 간의 관련성은 이미 다수의 연구들에서 확인되어져 왔다. 그러나 투자심리가 자본투자 의사결정에 미치는 영향과 단기적 관점의 영업비용 지출에 미치는 영향은 상이할 것으로 기대된다. 이는 자본투자는 투자시점에 비용이 아닌 자산으로 인식되며 해당 금액은 여러 기간에 걸쳐 감가상각을 통해 비용으로 인식되는데 반해, 영업비용으로 인식된 단기성 투자는 지출 시점에 즉시 당기손익에 부정적인 영향을 준다는 사실에 기초한다. Wang(2018) 등의 최근 연구들에서는 투자심리가 낙관적으로 형성된 상황에서 투자자들이 순자산 정보보다는 순이익 정보에 초점을 두어 투자의사결정을 수행하며, 더욱이 경영자가 그러한 투자심리를 충족시키기 위해 보고이익을 상향조정하는 경향이 있는 것으로 나타나고 있다(Simpson 2013 외 다수). 즉, 투자심리가 낙관적으로 형성된 상황에서는 투자기대에 대한 과대평가뿐만 아니라 이익기대치에 대해서도 투자자가 낙관적 편의를 지니기 때문에 당기손익 효과가 상이한 자본투자와 영업비용 투자에 대한 경영자의 케이터링 전략 역시 서로 다른 양상을 보일 수 있다는 것이다. 그러나 투자심리와 단기성 투자지출 간의 관련성을 검증한 연구는 아직 전무한 실정이다. 또한 투자심리를 다룬 대부분의 선행연구들은 소비자심리지수와 같은 시장 전반의 지표에 근거하여 투자심리를 정의하고 있어 동일 기간 내에서도 개별기업에 형성된 투자심리가 상이할 수 있다는 점을 충분히 고려하지 못하는 한계를 지니고 있다. 이에 본 연구에서는 류두진 등(2018)의 방법론을 원용하여 개별기업 수준에서 측정된 투자심리 변수와 개별기업의 단기성 투자정책 간의 관련성을 실증함으로써 선행연구의 방법론적 한계점을 완화하는 동시에 관련 연구를 확장하는 의미를 지닐 수 있을 것으로 판단된다.

2. 가설설정

본 연구는 국내기업을 대상으로 영업비용으로 인식된 기업의 단기적 관점의 투자지출이 개별기업에 형성된 투자심리에 따라 차별화되고 있는가를 실증적으로 검증한다. 케이터링 이론을 실증적으로 검증한 기존 연구들에서는 경영자가 단기적인 주가상승을 위해 기업에 형성된 투자심리에 부합하는 방향으로 경영정책을 조정하는 경향이 있는 것으로 제시되어 왔다(Stein 1996 ; Baker and Wurgler 2011). 이러한 맥락에서 기업의 영업 관련 단기성 투자를 나타내는 영업비용 지출 역시 당시 형성되어 있는 개별기업의 투자심리에 따라 차이를 보일 가능성이 있다. 이는 영업비용을 구성하고 있는 연구개발비(R&D), 광고비, 기타 판매관리비 등이 기업의 미래 성장가능성에 대한 잠재력을 보여주는 지표가 될 수 있음에 기초한다. Sougiannis(1994)는 R&D 지출이 향후 7년 동안의 영업이익과 양(+)의 관련성이 있음을 실증하였으며, 이와 유사하게 Eberhart et al.(2004)은 R&D 지출이 장기적인 비정상 주가수익률과 비정상 영업성과에 긍정적인 영향을

미치고 있음을 확인하였다. 또한, 광고비 역시 다수의 연구들에서 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 있는 것으로 제시되고 있는데, 구체적으로 Hirschey and Weygandt(1985)는 광고비 투자가 향후 5년 동안 기업의 시장가격에 긍정적인 영향을 미치고 있음을 그리고 Chan et al.(2001)과 Madden et al.(2006)은 광고비에 많은 투자를 한 기업들에서 높은 비정상 수익률에 관찰되고 있음을 보고하였다.

뿐만 아니라 최근 일부 연구들은 기타 판매관리비도 기업의 미래성과에 긍정적인 영향을 미친다고 제시하고 있다. Anderson et al.(2007)과 Baumgarten et al.(2010)은 기타 판매관리비 지출이 매출이 감소하는 상황에서도 미래이익과 양(+)의 관련성을 보임을 확인하였으며, Banker et al.(2011)은 기타 판매관리비 지출이 미래가치 향상으로 이어질 가능성이 크기 때문에²⁾ 주식 보상을 부여받은 경영자들이 판매관리비를 보다 많이 지출하는 경향이 있음을 보고하였다.³⁾ 이처럼 R&D, 광고비 등과 같은 영업비용 구성항목들이 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 있음을 고려할 때, 기업의 투자기회를 과대평가하는 투자자의 기대심리가 존재하는 상황 다시 말해 투자심리가 낙관적으로 형성된 상황에서는 경영자가 단기적으로 주시가격 극대화를 위해 영업비용 지출을 확대할 것으로 기대 가능하다. 물론, 이러한 예측은 투자심리가 낙관적으로 형성된 상황에서 경영자가 케이터링 이론에서와 같이 기업의 장기 성장보다 단기적인 주시가격 상승에 보다 많은 가중치를 두고 있다는 가정이 타당성을 지니고 있을 때 성립될 수 있다. 하지만 잠음 투자자가 존재하는 상황에서는 단기 주시가격 극대화와 장기적 관점의 기업가치 극대화는 그 의미가 상이할 수 있으며 이때 경영자는 자신의 임기연장이나 주식기준 보상의 극대화 그리고 자본비용 절감을 통한 투자기회 확대 등의 유인에 따라 장기적인 기업가치 극대화보다는 단기 주시가격 증대에 보다 많은 관심을 가질 수 있다(Hirshleifer et al. 2006 ; 박진모 등 2021). 더욱이 대표이사의 임기가 짧고(곽영민과 최종서 2011), 잠음투자자로 간주되는 개인투자자의 비중이 높은(Bae et al. 2006 ; Huang and Shiu 2009 ; Kim et al. 2015 외 다수) 국내 자본시장 특성을 감안할 때, 케이터링 관점의 투자의사결정은 더욱 증대될 가능성이 있으며 이에 따라 투자심리에 따른 영업비용 지출 수준의 차별화 현상 역시 국내기업에서 더욱 현저히 관찰될 여지가 있다.

2) 기타 판매관리비의 이러한 가치관련성은 조직자본에 대한 기존 문헌들을 통해서도 확인 가능하다. Lev and Radhakrishnan(2005) 등 다수의 연구들에서 판매관리비에는 직원교육, 브랜드 가치 제고, 정보기술, 인적자원개발 및 고객관리를 위한 지출 등이 포함되어 있기 때문에 판매관리비는 조직자본의 측정 지표로 활용될 수 있다고 제시하고, 판매관리비의 자본화를 통해 측정된 조직자본이 기업성과와 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 있음을 확인하였다(Tronconi and Marzetti 2011 ; Eisfeldt and Papanikolaou 2013).

3) 한편, Lev and Thiagarajan(1993)는 기타 판매관리비 지출과 주가수익률 간에 음(-)의 관계가 존재함으로 보고하였으며 Abarbanell and Bushee(1997)은 양자 간에 통계적으로 유의한 관련성을 확인하지 못하였다. 이처럼 연구개발비 및 광고비와 달리 기타 판매관리비 지출이 기업가치에 미치는 영향은 일관된 방향 없이 아직 혼재된 양상을 보이고 있다.

하지만 투자심리와 회계정보 간의 관련성을 검증한 선행연구(Simpson 2013 ; Wang 2018 ; 백정환과 곽영민 2020 ; 박진모 등 2021)에 따라서는 투자심리와 영업비용 지출 수준 간에 역(逆)의 관계가 존재할 것이라는 기대도 가능하다. 구체적으로 Wang(2018)과 백정환과 곽영민(2020)은 투자심리가 낙관적으로 형성된 상황에서 투자자들이 순자산 정보보다는 순이익 정보에 집중하는 경향이 있음을 보고하였으며, Simpson(2013)과 박진모 등(2021)은 투자심리가 낙관적일수록 경영자가 발생액과 실물활동을 통해 보고이익을 상향조정하는 경향이 있음을 실증하였다. 즉, 이들의 연구들은 투자심리가 낙관적으로 형성된 상황에서는 경영자가 단기 주식가격을 극대화하기 위해 투자자의 기대가 집중된 순이익 정보를 증대시킬 유인을 크게 지닐 수 있으며, 이를 위해 발생액과 실물조정을 적극적으로 이용하여 보고이익을 상향조정하는 경향이 있음을 제시하고 있다. 이처럼 이익관리 정책이 케이터링을 위한 중요한 전략적 수단으로 이용되고 있다면 여러 기간에 걸쳐 당기손익에 영향을 주는 자본투자와 다르게 지출 즉시 당기비용으로 인식되는 영업비용 항목에 대한 투자는 투자심리가 낙관적으로 형성된 상황에서는 오히려 축소할 것으로 기대할 수 있다. 이상의 내용을 종합적으로 고려할 때 개별기업에 형성된 투자심리가 기업의 영업 관련 단기성 투자의사결정에 미치는 영향에 대한 방향성을 사전에 예측하기는 어려우며 따라서 어떠한 효과가 보다 지배적으로 나타나는가는 실증적으로 확인할 필요가 있다. 이에 본 연구에서는 양자 간의 관련성을 검증하기 위해 다음과 같은 귀무가설을 설정한다.

연구가설 : 개별기업에 형성된 투자심리와 영업비용 지출 수준 간에는 체계적인 관련성이 존재하지 않는다.

한편, 영업비용으로 인식된 기업의 단기성 투자지출 항목들이 기업의 미래가치 창출 능력에 대한 가능성을 보여주는 잠재적 지표가 된다고 하더라도 영업비용 내의 각 항목들이 지니는 경제적 함의와 이에 대한 투자자의 평가는 차이를 보일 수 있다. 주지하는 바와 같이 연구개발비는 영업비용 내 다른 항목과 달리 일반적으로 기업의 장기적인 성장과 혁신을 촉진하기 위한 투자지출로 자본투자와 유사한 특성을 지니고 있다. 다만, 연구개발비 투자가 지니는 미래 경제적 효익을 판단하거나 이에 대한 신뢰성 있는 측정이 어려워 회계기준에서는 이를 자산으로 인식하는데 엄격한 기준을 두고 있다. 즉, 연구개발비는 자본투자와 유사한 경제적 실질을 지니고 있으나 회계기준에서 이를 자산으로 인식하는데 엄격한 기준을 적용하고 있어 관련 투자액이 영업비용으로 구분된 측면이 있다는 것이다. 이와 같이 비용 처리된 연구개발비가 자본투자와 유사한 실질을 지니고 있을 경우 동 비용 항목이 미래 기업가치에 미치는 영향력이나 이에 대한 투자자의 평가는 다른 영업비용 항목들과 현저한 차이를 보일 수 있다. 이러한 경우에 따라서는 경영자가 투자심리에 부응하는 방향으로 영업비용 투자를 조정하는 과정에서 연구개발비 투자와 다른 항목에 대한 투자 행태가 차이를 보일 것으로 기대할 수 있다. 또한 전술한 Hirschey and Weygandt(1985)에서 연구개발비와 광고비 투자의 미래 기업가치에 대한 지속성 수준이 다

르며, 나아가 일부 연구들(Lev and Thiagarajan 1993)에서 판매관리비 지출과 미래 주가수익률 간에 음(-)의 관련성이 관찰된 사실 또한 영업비용을 구성하는 각 항목들의 잠재가치와 이에 대한 투자자의 인식이 차이를 보일 수 있음을 시사한다. 이와 같이 영업비용 구성 항목에 대한 투자자의 평가가 항목의 특성에 따라 차이를 보인다면, 경영자가 투자심리를 충족시키기 위한 방향으로 영업비용 투자를 조정함에 있어 각 구성항목에 대한 조정 방향과 수준은 서로 다른 행태를 보일 수 있다. 본 연구에서는 이러한 가능성을 검토하기 위해 다음과 같은 보조가설을 설정하여 투자심리와 영업비용 지출 수준 간의 관련성이 영업비용 구성 항목에 따라 차이를 보이는가를 추가적으로 검증하고자 한다.

보조가설 : 개별기업에 형성된 투자심리와 영업비용 지출 수준 간의 관련성은 영업비용의 구성항목에 따라 차별화 될 수 있다.

III. 연구설계

1. 연구모형

본 연구에서는 국내 상장기업을 대상으로 개별기업에 형성된 투자심리가 기업의 단기성 투자에 미치는 영향을 살펴보기 위해 개별기업의 투자심리와 영업비용 지출 수준 간의 관련성을 실증적으로 검증하고자 한다. 이를 위한 기본적인 모형은 다음과 같다.

$$Op_Exp_{ijt}(j=1,2,3,4) = \alpha_0 + \alpha_1 SI_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 LEV_{i,t} + \alpha_4 FCF_{i,t-1} + \alpha_5 BIG4_{i,t} + \alpha_6 \sum IND + \phi_{i,t} \quad (1)$$

여기서,

$Op_Exp_1 = TSGA$: 영업비용[(판매관리비-감가상각비 및 무형자산상각비-대손상각비-세금과공과)/ 기초총자산] ;

$Op_Exp_2 = RD$: 연구개발비(당기 비용으로 인식된 연구개발비 / 기초총자산) ;

$Op_Exp_3 = AD$: 광고비(당기 광고(선전)비 / 기초총자산) ;

$Op_Exp_4 = OSGA$: 기타 판매관리비[($TSGA - RD - AD$) / 기초총자산] ;

SI = 개별기업의 투자자 심리지수 ;

$SIZE$ = 기업규모 : $\ln(\text{기초총자산})$;

LEV = 부채비율 : 부채총액 / 자산총액 ;

FCF_{t-1} = (t-1)기의 잉여현금흐름 : [(영업활동현금흐름-투자활동현금흐름) / 기초 총자산] ;

$BIG4$ = 대형회계법인 더미변수 : 감사인이 Big4(삼일·삼정·한영·안진)이면 1, 그렇지 않으면 0 ;

IND = 산업더미.

모형의 종속변수는 기업의 영업 관련 단기성 투자지출(Op_Exp)로 본 연구에서는 포괄손익계산서 상 판매관리비에서 감가상각비와 무형자산상각비 그리고 투자지출로 간주하기 힘든 매출채권에 대한 대손상각비(손상차손)와 세금과공과를 차감한 값을 이용한다. 단, 보조가설에서와 같이 경영자가 투자심리에 부합하기 위해 단기투자 지출을 조정하는 과정에서 영업비용 구성항목 간에 차별적인 행태가 관찰될 가능성을 고려하여 총 영업비용($TSGA$)을 연구개발비(RD), 광고비(AD)⁴⁾, 기타 판매관리비($OSGA$)의 3가지 항목으로 구분한 변수를 종속변수로 병행하여 이용한다. 다음으로 주요 관심변수인 개별기업의 투자심리지수(SI)는 류두진 등(2018)을 인용하여 추정하며 구체적인 추정과정은 별도의 소절을 통해 설명한다. 앞서 언급한 바와 같이 개별기업의 투자심리가 낙관적으로 형성된 상황에서 경영자가 그러한 투자심리에 부응하기 위해 보다 공격적인 단기성 투자를 집행한다면 투자심리지수(SI)의 계수추정치(α_1)는 양(+)의 부호를 가질 것으로 기대할 수 있다. 이와 달리 투자자의 낙관적 기대심리를 충족시키기 위해 경영자가 이익극대화에 초점을 두고 있을 경우에는 지출 즉시 비용으로 인식되는 단기성 투자지출 즉, 영업비용 지출 수준을 오히려 축소할 가능성이 존재한다. 이러한 경우에 따라서는 투자심리지수(SI)의 계수추정치(α_1)가 음(-)의 부호를 가질 수도 있다. 또한 경영자가 투자심리에 부합하는 방향으로 영업비용을 조정하는 과정에서 영업비용 구성 항목의 특성을 고려하여 각 항목 간에 차별적인 투자 행태를 보인다면 종속변수로 이용된 영업비용 구성항목에 따라 투자심리지수(SI) 추정회귀계수(α_1)의 방향성과 유의성이 차이를 보일 것으로 기대된다. 즉, 상술한 모형의 검증에서 주된 관심대상은 투자심리지수(SI)의 추정회귀계수인 α_1 이며, 종속변수의 형태에 따라 이 값의 부호와 유의성이 차별적인 현상을 보이는가를 검증하는데 있다.

회귀분석에 투입될 통제변수로는 선행연구들에서 투자자의사결정에 영향을 미칠 것으로 기대한 기업특성 변수인 기업규모($SIZE$), 부채비율(LEV), 잉여현금흐름(FCF), 대형회계법인($Big4$)과 산업터미(IND)를 선정하여 모형에 포함한다. Hovakimian(2009)를 비롯한 다수의 연구에서 규모가 큰 기업일수록 보다 보수적인 경영활동을 선호한다고 보고하였으며 이에 따라 기업규모($SIZE$)의 추정회귀계수(α_2)는 음(-)의 방향성을 보일 것으로 예상된다. 또, Myers(1977)는 부

4) 본 연구에서는 연구비를 제외한 총 영업비용과 그 외 구성항목들을 보다 다양한 형태로 조합하여 후술하는 연구결과와 강건성을 확인하고자 하였다. 이를 위해 먼저 총 영업비용($TSGA$)에서 임차료와 보험료와 같은 준고정비 성격의 항목을 추가 차감하여 총 영업비용($TSGA-I$)을 재구성하였다. 또 광고비 대신 판매촉진활동에 관한 투자지출을 영업비용의 주요 구성항목으로 고려해 보았으며, 이때 동 투자지출 변수(TSP)는 포괄손익계산서 상 판매촉진비, 판매수수료, 광고선전비, 접대비, 행사비를 모두 합한 금액으로 정의하였다. 이러한 과정을 거쳐 재구성된 총 영업비용과 하위 구성항목 즉, $TSGA-I$, RD , TSP , $OSGA-I(=TSGA-I-RD-TSP)$ 을 종속변수로 이용하여 식(1) 등 본문에 제시된 모든 분석을 재차 수행하였다. 분석결과 TSP 변수에 대한 투자심리지수(SI)의 추정 값이 후술하는 AD 에 대한 SI 변수의 추정 값과 유사한 등 상기와 같이 종속변수를 다른 형태로 재조합한다고 하더라도 본문에 제시된 분석결과가 질적으로 달라지지 않음을 확인하였다.

채비율이 높은 기업은 부채계약 유지 등을 위해 투자활동을 축소하는 경향이 있음을 보고하였으며 이에 따라 부채비율(*LEV*)의 계수(α_3) 역시 영업비용에 대해 음(-)의 값을 보일 것으로 기대한다. 한편, 다수의 선행연구에서 잉여현금흐름을 많이 보유한 기업일수록 경영자가 잉여현금흐름을 과잉투자나 사적효용을 극대화하는 방향으로 지출할 가능성이 높아지는 경향을 보인다고 제시해 왔다. 따라서 전기 잉여현금흐름(*FCF*)의 추정회귀계수(α_4)는 영업비용에 대해 양(+)의 방향성을 보일 것으로 기대한다. 또한 연구개발비의 자본화와 비용처리에 대한 입장과 의견 조율 과정 등이 회계법인의 규모에 따라 차이를 보일 가능성(황선영과 박종성 2020)이 있어 이러한 영향을 통제하기 위해 대형회계법인 여부에 대한 더미변수(*BIG4*)를 통제변수로 포함하였다. 끝으로 산업 특성 차이를 통제하기 위해 산업더미(*IND*)를 추가하였으며, 나아가 투자심리가 기간의 경과에도 불구하고 기업특성으로 인해 지속되는 시계열적 상관성을 통제하기 위해 식에 포함된 모든 회귀계수의 통계적 유의성은 기업-연도별 클러스터링(*firm-year clustering*)을 통한 표준오차를 이용하여 조정한 값으로 검증한다.

2. 개별기업의 투자심리지수(*SI: Sentiment_index*)

투자심리에 관한 대다수의 기존 연구들은 소비자 심리지수와 같은 시장 지표에 근거하여 개별기업에 아닌 자본시장 전반에 형성된 평균적인 투자심리를 이용하여 분석에 활용하였다. 하지만 동일한 기간 내에서도 개별기업에 형성된 투자심리와 시장 전반의 투자심리는 기업의 제반 환경에 따라 큰 차이를 보일 수 있으며, 기업의 투자사결정 역시 시장의 평균적인 지표가 아닌 기업 자체에 형성된 투자심리에 의해 더욱 큰 영향을 받을 것으로 기대 가능하다. 이러한 점을 고려하여 본 연구에서는 류두진 등(2018)의 방법론을 원용하여 시장 전반의 지표가 아닌 개별 기업 수준(*firm-level*)에서 투자심리 변수를 추정하여 분석에 이용한다. 구체적인 추정 과정은 다음과 같다. 먼저, 개별기업의 주식거래 특성을 보여주는 상대강도지수(*RSI*), 투자심리선(*PLI*), 수정거래회전율(*ATR*), 로그거래량(*LTV*), 개인투자자의 매수-매도 거래량 불균형(*IBSI*)의 5가지 변수를 일별(*daily*) 자료에 기초하여 계산한다.⁵⁾ 이후 동 변수들의 주성분을 산출한 다음 아래 식(2)와 같이 주성분과 개별기업 수준에서 계산한 상기 5가지 변수들을 선형결합하여 개별기업의 투자심리 수준을 추정한다. 다만, 식(2)를 통해 추정한 투자심리변수는 시장 전반의 공통 심리를 통제하지 못하는 측면이 있기 때문에 이를 통제한 식(3)의 잔차로 투자심리를 정의한다. 식(3)에 포함된 *Market_Sentiment*는 코스피시장의 일별 초과수익률로 코스피시장의 일별 수익률에서 무위험이자율(CD91의 수익률)을 차감하여 계산한다.

5) 해당 5가지 성분변수의 구체적인 추정과정은 류두진 등(2018)의 연구에서 확인 가능하다.

$$S_{i,t} = F_{i,RSI} \times RSI_{i,t} + F_{i,PLI} \times PLI_{i,t} + F_{i,ATR} \times ATR_{i,t} + F_{i,LTV} \times LTV_{i,t} + F_{i,IBSI} \times IBSI_{i,t} \quad (2)$$

$$S_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Market_Sentiment_t + \nu_{i,t} \quad (3)$$

본 연구에서는 상술한 방법에 따라 개별기업의 일별 투자심리를 측정 한 다음 이를 연(year)평균하여 표본기업에 형성된 연평균 투자심리 수준을 구한다. 하지만 Wang(2018) 및 백정환과 곽영민(2020)에서와 같이 해당 심리지수의 극단값에 의해 분석결과에 편의(bias)가 초래될 수 있음에 따라 본 연구에서는 투자심리 변수의 순위 값을 투자자심리지수(SI : sentiment index)로 정의하여 분석에 이용한다. 이를 위해 식(3)을 통해 계산한 개별기업의 연평균 투자심리 값을 연도-산업별 내림차순으로 정렬하여 순위를 부여한 다음 이를 같은 기간에 동종 산업에 속한 기업 표본수로 나누어 계산한다. 즉, 식(1)의 주요검증변수인 투자심리지수(SI)는 개별기업에 형성된 투자심리의 연도-산업별 상대적 위치를 나타내는 척도 변수로 0과 1사이의 범위를 가지며, 해당 값이 증가할수록 연도-산업별 투자심리가 보다 낙관적으로 형성되어 있음을 의미한다.

3. 표본의 선정

본 연구는 한국채택국제회계기준(K-IFRS)이 도입된 2011년부터 2019년까지의 기간 동안 한국증권거래소 유가증권시장에 상장된 기업 중 다음 기준에 부합하는 기업을 선별하여 표본으로 이용한다. 이때 표본기간을 2019년까지로 설정한 것은 2020년과 2021년 COVID-19 대유행기간 동안 정부의 유동성 공급정책 등에 따른 투자심리와 주식가격의 급격한 변화를 통제할 필요가 있음에 따른다.

- (1) 2011년부터 2019년까지 금융업을 제외한 12월 결산법인
- (2) 자본잠식이 없는 기업
- (3) FnGuide와 TS-2000 데이터베이스로부터 연구에 필요한 주가 및 재무자료를 입수할 수 있는 기업
- (4) 연도-산업별 관찰치가 10개 이상인 산업표본 내 기업

먼저, 표본선정 기준 (1)과 (2)에 따라 2011년부터 2019년까지 유가증권시장에 상장된 금융업을 제외한 12월 결산법인 6,642개 기업-연도를 최초 표본으로 구성하였다. 다음으로 데이터의 입수가능성을 고려한 선정 기준 (3)에 따라 1,048개 기업-연도의 관측치를 분석 표본에서 제외하였다. 이후 연도-산업별로 개별기업에 형성된 투자심리의 상대적 위치 척도를 추정함에 있어 산업 내 충분한 표본수의 확보를 위해 도입된 기준 (4)에 따라 815개 기업-연도를 제외한 4,779

개 기업-연도를 최종표본으로 선정하였다. 한편, 모형에 포함된 변수들을 기준으로 상·하위 1%에 해당하는 표본을 윈저라이징(winsorizing)하여 극단치에 의해 분석결과의 왜곡을 완화시키고자 하였다. 상술한 표본 구성 절차와 최종표본의 산업별 분포는 각각 <표 1>과 <표 2>를 통해 확인할 수 있다.

<표 1> 표본선정 절차

2011년부터 2019년까지 유가증권시장에 상장된 금융업을 제외한 12월 결산법인	6,679
제외 :	
(1) 자본잠식기업	(37)
(2) FnGuide와 TS-2000 데이터베이스로부터 주가 및 재무자료를 입수할 수 없는 기업	(1,048)
(3) 연도-산업별 관찰치가 10개 미만인 산업표본 내 기업	(815)
최종표본(기업-연도)	4,779

<표 2> 표본의 산업별 분포

산업명	표본수 (기업-연도)	산업명	표본수 (기업-연도)
식품제조업	256	전자부품 및 통신장비 제조업	356
의복 및 모피 제조업	135	전기장비 제조업	142
펄프 및 종이 제조업	131	기타 기계 및 장비 제조업	249
화학물질 및 제품 제조업	592	자동차 및 트레일러 제조업	408
의약품 제조업	380	종합건설업	185
고무 및 플라스틱 제조업	223	도매 및 상품 중개업	372
비금속 광물제품 제조업	169	소매업(자동차 제외)	147
1차 금속 제조업	443	전문서비스업	493
금속가공제품 제조업	98	Total	4,779

IV. 실증분석 결과

1. 기술통계치 및 상관관계

먼저, <표 3>은 주요 변수의 기술통계치를 나타낸다.⁶⁾ 앞서 설명한 변수의 정의에 따라 본 연구의 주요 검증변수인 투자심리지수(*SI*)는 영(0)과 1의 사이의 분포 값을 지니고 있음을 알 수 있다. 또, 종속변수로 이용된 영업비용 관련 변수와 통제변수들 모두 평균과 중위수가 큰 차이를 보이지 않으며 표준편차도 크지 않는 등 각 변수들이 원저라이징을 통해 비교적 정규분포에 근접한 분포형태를 보이고 있는 것으로 나타났다.

다음으로 주요 변수들의 피어슨 적률상관관계를 제시하고 있는 <표 4>를 살펴보면, 개별기업의 투자심리지수(*SI*)와 총영업비용(*TSGA*) 간에는 유의한 상관관계가 확인되지 않으나 3가지 항목으로 구분된 영업비용의 주요 구성항목들은 투자심리와 다소 차별적인 상관관계를 지니는 것으로 나타났다. 구체적으로 개별기업의 투자심리가 영업비용으로 인식된 연구개발비(*RD*) 및 광고비(*AD*)와는 각각 5%와 10% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 보이는 반면, 기타 판매관리비(*OSGA*)와는 10% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계를 가지는 것으로 관찰된다. 이는 경영자가 기업에 형성된 투자심리를 고려하여 영업비용에 포함된 단기성 투자지출에 관한 의사결정 수행하며 그러한 의사결정 과정에서 영업비용 구성항목들의 내재적 특성에 따라 투자지출의 행태가 차별화되고 있음을 시사한다. 하지만 <표 4>에 제시된 상관관계는 기업특성 효과를 통제하지 않고 추정된 값이므로 이에 대한 정밀한 추론을 내리기는 어려운 측면이 있다. 이에 다음 ‘2.’에서는 다변량 회귀모형의 분석을 통해 기업특성 변수를 통제한 가설검증 결과를 제시한다.

- 6) 참고로 본 연구의 주요 검증변수인 투자심리지수를 산출하기 위해 투입된 5가지 성분 변수의 일별 자료에 근거한 기술통계량을 제시하면 아래 표와 같다. 표에 제시된 바와 같이 개인투자자 매수-매도 거래량의 불균형 변수(*IBSI*)를 제외한 모든 변수들의 평균이 양(+)의 값으로 관찰되는데 이는 본 연구에서 이용하고 있는 투자심리지수가 류두진 등(2018)과 이를 원용하여 개별기업의 투자심리를 추정한 박진모 등(2021)과 질적으로 유사한 형태로 추정되었음을 의미한다.

변수명	표본수	평균	표준편차	Q1	중위수	Q3
<i>RSI</i>	1,098,043	48.342	15.328	36.803	49.014	61.238
<i>PLI</i>	1,098,043	47.661	12.967	42.109	50.000	59.293
<i>ATR</i>	1,098,043	0.002	0.061	-0.005	0.001	0.004
<i>LTV</i>	1,098,043	10.285	2.397	9.953	10.996	12.287
<i>IBSI</i>	1,098,043	-0.008	0.171	-0.047	0.000	0.051

변수정의 : *RSI*=상대강도지수 ; *PLI*=투자심리선 ; *ATR*=수정거래회전율 ; *LTV*=로그거래량 ;
IBSI=개인투자자 매수-매도 거래량 불균형.

〈표 3〉 기술통계치

변수명	표본수	평균	표준편차	Q1	중위수	Q3
<i>SI</i>	4,779	0.536	0.290	0.288	0.533	0.793
<u>Dependent Variables</u>						
<i>TSGA</i>	4,779	0.134	0.132	0.055	0.109	0.157
<i>RD</i>	4,779	0.005	0.015	0.000	0.003	0.008
<i>AD</i>	4,779	0.007	0.016	0.000	0.006	0.013
<i>OSGA</i>	4,779	0.120	0.119	0.050	0.118	0.139
<u>Firm Characteristic Variables</u>						
<i>SIZE</i>	4,779	20.165	1.519	19.122	19.961	20.966
<i>LEV</i>	4,779	0.475	0.199	0.321	0.483	0.623
<i>FCF_{t-1}</i>	4,779	0.005	0.081	-0.034	0.006	0.042
<i>BIG4</i>	4,779	0.539	0.488	0.000	1.000	1.000

변수정의 :

- SI* = 개별기업의 투자심리지수
TSGA = 총영업비용 : (판매관리비 - 감가상각비 및 무형자산상각비 - 대손상각비 - 세금과공과) / 기초총자산 ;
RD = 연구개발비 : (당기 비용으로 인식된 연구개발비 / 기초총자산) ;
AD = 광고비 : (당기 광고(선전)비 / 기초총자산) ;
OSGA = 기타 판매관리비 : [(*TSGA* - *RD* - *AD*) / 기초총자산] ;
SIZE = 기업규모 : ln(기초총자산) ;
LEV = 부채비율 : 부채총액 / 자산총액 ;
FCF_{t-1} = (t-1)기의 잉여현금흐름 : [(영업활동현금흐름 - 투자활동현금흐름) / 기초 총자산] ;
BIG4 = 대형회계법인 더미변수 : 감사인이 Big4(삼일 · 삼정 · 한영 · 안진)이면 1, 그렇지 않으면 0 ;

〈표 4〉 피어슨 적률상관관계

	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
(1) <i>SI</i>	-0.012	0.086**	0.049*	-0.047*	0.013	-0.099***	0.008	-0.001
(2) <i>TSGA</i>		0.229***	0.677***	0.986***	-0.105***	-0.062***	0.030**	0.008
(3) <i>RD</i>			0.184***	0.099***	0.035**	-0.090	-0.000	0.014*
(4) <i>AD</i>				0.596***	0.034**	-0.112***	0.038***	-0.006
(5) <i>OSGA</i>					-0.128***	-0.040***	0.029**	0.010
(6) <i>SIZE</i>						0.191***	0.040***	0.318***
(7) <i>LEV</i>							-0.076***	0.009
(8) <i>FCF</i>								-0.003
(9) <i>BIG4</i>								

1) 변수의 정의는 <표 3>의 하단을 참조하기 바람.

2) *, **, ***은 양측 검증시 각각 10%, 5%, 1% 의 수준에서 유의함을 의미함.

2. 가설 검증결과

본 연구는 케이터링 이론에 기초하여 영업비용으로 인식된 기업의 단기성 투자지출 수준이 해당 기업에 형성되어 있는 투자심리에 따라 차별화되는 경향이 있는가를 검증하는데 주요한 목적을 두고 있다. 이를 위해 기업의 총 영업비용과 이를 주요 항목별로 구분한 3가지 하위 변수를 종속변수로 하고, 류두진 등(2018)에 따라 추정한 개별기업의 투자심리지수(SI)와 다양한 통제변수를 독립변수로 이용한 다변량 회귀모형을 추정하였으며 그 결과를 <표 5>에서 제시하고 있다. 분석결과를 살펴보면, 먼저 판매관리비 총액에서 유·무형자산 상각비와 대손상각비를 제외한 총 영업비용($TSGA$)을 종속변수로 포함한 모형에서는 개별기업의 투자심리지수(SI)의 추정 회귀계수가 통계적 유의성을 지니지 않는 것으로 나타났다. 그러나 영업비용을 연구개발비(RD), 광고비(AD), 기타 판매관리비($OSGA$)로 구분하여 각 모형의 종속변수로 이용한 검증에서는 투자심리지수(SI)의 회귀계수가 영업비용의 각 구성항목에 따라 차별적인 방향성과 통계적 유의성을 지니는 것으로 관찰된다.⁷⁾ 구체적으로, 연구개발비(RD)와 광고비(AD)를 종속변수로 이용한 모형에서는 투자심리지수(SI)의 회귀계수가 각각 5%와 10% 수준에서 유의한 양(+)의 값을, 이에 반해 기타 판매관리비($OSGA$)를 종속변수로 이용한 모형에서는 동 회귀계수가 5% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 지니는 것으로 나타났다.

이는 개별기업에 형성된 투자심리가 낙관적일수록 경영자가 그러한 투자심리를 충족시키기 위해 연구개발비 및 광고비 투자를 확대하는 반면 기타 판매관리비 항목에 대한 지출은 줄이고 있음을 의미한다. 전술한 바와 같이 포괄손익계산서 상 영업비용은 기업의 미래 가치 창출 능력에 대한 잠재력을 보여주는 지표가 될 수 있으나 기업가치에 미치는 효과는 영업비용을 구성하고 있는 각 항목에 따라 차이를 보일 수 있다. 예컨대, 선행연구에서는 연구개발비와 광고비가 모두 미래 영업성과와 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 있으나, 기업가치 증대에 대한 영향력과 지속 수준은 연구개발비가 더욱 큰 것으로 제시되고 있다(Sougiannis 1994 ; Hirschey and Weygandt 1985). 이러한 점을 고려할 때 낙관적 투자심리 하에서 투자기회에 대한 투자자의 과대평가 성향을 충족시키기 위해 경영자가 영업 관련 단기성 투자지출을 확대함에 있어 기업의 미래가치 증대에 보다 많은 기여를 할 것으로 기대되는 연구개발비 투자를 광고비 투자에 비해 더욱 선호할 가능성이 있다. 이와 같은 경영자의 차별적 선호로 인해 연구개발비와 광고비를 종속변수로 이용한 모형 모두에서 투자심리지수(SI)의 추정회귀계수가 양(+)의 부호를 지니고 있기는 하나 해당 계수 값의 크기와 통계적 유의성이 연구개발비를 종속변수로 이용한 모형에서 더욱 크게 관찰되고 있는 것으로 판단된다.

7) 연구결과의 강건성을 제고하기 위해 분석대상 기간 동안 연도별 포괄손익계산서에 연구개발비 및 광고(선전)비 금액이 존재하지 않는 기업을 표본에서 제외한 후 동일한 분석을 재차 실시해 보았으며 그 결과가 본문에서 제시한 분석결과와 질적으로 동일함을 확인하였다.

〈표 5〉 가설검증결과

	Dependent variables			
	<i>TSGA</i>	<i>RD</i>	<i>AD</i>	<i>OSGA</i>
	Coef. (t-value)	Coef. (t-value)	Coef. (t-value)	Coef. (t-value)
<i>Intercept</i>	0.0286 (1.10)	0.0043 (2.96)***	0.1059 (3.53)***	0.0013 (0.80)
<i>SI</i>	-0.0013 (-1.03)	0.0046 (2.12)**	0.0029 (1.86)*	-0.0035 (-2.05)**
<i>SIZE</i>	-0.0504 (-2.75)***	-0.0297 (-1.90)*	-0.0683 (-3.67)***	-0.0493 (-2.77)***
<i>LEV</i>	-0.0452 (-5.13)***	-0.0114 (-1.79)*	-0.0529 (-4.18)***	-0.0293 (-2.31)***
<i>FCF</i>	0.0227 (1.99)*	0.0164 (1.72)*	0.0396 (2.37)**	0.0231 (1.83)*
<i>BIG4</i>	0.0011 (0.82)	0.0028 (1.87)*	-0.0012 (-0.98)	0.0916 (0.93)
<i>IND_dummies</i>	Included	Included	Included	Included
<i>Model F-statistic</i>	19.26***	14.12***	16.69***	17.83***
<i>Adj. R²</i>	0.1013	0.0861	0.0962	0.1008
<i>Observation</i>	4,779	4,779	4,779	4,779

1) 산업더미(IND_dummies)는 한국표준산업분류(중분류)를 기준으로 구분하였으며 각 더미변수에 대한 구체적인 추정결과 값은 생략함. 또한 그 외 변수의 정의는 <표 3>의 하단을 참조하기 바람.

2) *, **, ***은 양측 검증시 각각 10%, 5%, 1%의 수준에서 유의함을 의미함.

한편, 투자심리지수와 기타 판매관리비 간에 역(逆)의 관련성이 관찰된 것에 대해서는 다음과 같은 설명이 가능하다. Wang(2018)과 박진모 등(2021)의 최근 연구들에서는 투자심리가 낙관적인 상황에서는 투자자들이 순자산 정보보다 순이익 정보에 더욱 집중하는 경향이 있으며, 경영자가 그러한 투자심리에 부합하기 위해 보고이익을 상향조정하는 경향이 있음을 제시한 바 있다. 이를 종합적으로 고려할 때 경영자는 낙관적 투자심리에 부합하는 방향으로 경영정책을 변경 및 수립함에 있어 투자확대와 이익극대화를 동시에 고려해야 하며 이를 적정 수준에서 효율적으로 달성하기 위해서는 미래 기업가치 증대에 기여도가 높은 연구개발비 및 광고비에 대한 투자지출은 확대하는 반면, 그 외의 항목에 대한 지출은 오히려 줄일 필요가 있다. 이는 연구개발비 및 광고비와 달리 기타 판매관리비와 기업가치 간의 관계에 대한 선행연구의 결과들이 아직까지 혼재된 양상을 보이고 있는 사실과도 무관하지 않다(Lev and Thiagarajan 1993 ;

Abarbanell and Bushee 1997 ; Baumgarten et al. 2010). 또한 투자심리에 따른 영업비용 구성항목에 대한 투자지출의 방향성이 서로 상충됨에 따라 이러한 상충효과가 포괄적으로 반영된 총 영업비용(TSGA)에 대해서는 투자심리지수(SI)의 추정회귀계수가 통계적으로 유의미한 값을 나타내지 않는 것으로 확인된다. 이와 같이 <표 5>의 결과는 경영자가 개별기업에 형성된 투자심리를 고려하여 영업비용으로 인식된 단기성 투자지출에 관한 의사결정을 수행하는 경향이 있으며, 특히 이 과정에서 영업비용의 각 구성항목이 지니는 내재적 특성과 이익극대화 관점을 함께 고려하고 있어 영업비용 항목별 투자지출의 행태가 차별화되고 있음을 시사한다.

3. 추가분석

가. 분기별 투자심리지수를 이용한 분석

전절의 분석결과는 경영자가 개별기업에 형성된 투자심리를 고려하여 영업비용에 포함된 단기성 투자지출을 확대(또는 축소)하는 경향이 있으며 또한 그러한 행태가 영업비용의 각 구성항목이 지닌 내재적 특성 등에 따라 차별화되고 있음을 보여준다. 하지만 해당 결과는 개별기업에 형성된 연평균 투자심리와 연차 포괄손익계산서에 표시된 영업비용 정보를 이용하여 추정한 결과이다. 그런데 박진모 등(2021)의 연구에서와 같이 투자심리는 동일 연도 내에서도 지속적인 변화를 보일 수 있으며 이에 따라 투자심리의 연평균 값은 그러한 투자심리의 연중 변동성을 적시성 있게 반영하기 어려울 수 있다. 이러한 점을 고려하여 본 연구에서는 식(1)에 포함된 모든 변수(BIG4 제외)를 연도별 자료가 아닌 분기 자료에 기초하여 계산한 값으로 추정함으로써 연구결과의 강건성을 제고하고자 한다. 분기자료를 이용한 식(1)의 추정결과는 <표 6>에서 확인 가능하다. 분석결과를 살펴보면, 분기별로 추정된 개별기업의 투자심리지수(SI)가 총 영업비용(TSGA)에 대해서는 통계적으로 유의한 관련성을 보이지 않고 있으나 연구개발비(RD) 및 광고비(AD)와는 유의미한 양(+)의 관련성을 보이고 이에 반해 기타 판매관리비(OSGA)와는 유의미한 음(-)의 관련성을 보이고 있는 것으로 관찰된다. 이러한 결과는 연도 자료를 이용한 <표 5>의 분석결과와 질적으로 동일하다. 즉, <표 6>의 결과는 투자심리가 낙관적으로 형성된 상황에서 경영자가 투자확대와 이익극대화에 대한 투자자의 기대를 함께 충족시키기 위해 연구개발비와 광고비 투자를 확대하는 반면, 기타 판매관리비의 지출을 줄이고 있다는 사실이 투자심리의 적시성을 고려한 분기자료 분석에서도 재차 입증되고 있음을 보여준다.

〈표 6〉 분기자료에 기초한 가설검증결과

	Dependent variables			
	<i>TSGA</i>	<i>RD</i>	<i>AD</i>	<i>OSGA</i>
	Coef. (t-value)	Coef. (t-value)	Coef. (t-value)	Coef. (t-value)
<i>Intercept</i>	0.0392 (1.74) [*]	0.1026 (4.19) ^{***}	0.1813 (2.77) ^{***}	-0.0411 (-1.95) [*]
<i>SI</i>	-0.0191 (-0.98)	0.0084 (2.41)^{***}	0.028 (2.05)^{**}	-0.0116 (-2.16)^{**}
<i>SIZE</i>	-0.0297 (-3.79) ^{***}	-0.0113 (-1.64) [*]	-0.0191 (-1.95) [*]	-0.0284 (-3.25) ^{***}
<i>LEV</i>	-0.0428 (-4.12) ^{***}	-0.0208 (-2.73) ^{***}	-0.0415 (-3.20) ^{***}	-0.0381 (-3.83) ^{***}
<i>FCF</i>	0.0111 (1.04)	0.0067 (1.64) [*]	-0.0005 (-0.01)	0.0137 (1.31)
<i>BIG4</i>	0.0009 (0.02)	0.0032 (0.04)	-0.0008 (-0.06)	-0.0013 (-0.91)
<i>IND_dummies</i>	Included	Included	Included	Included
<i>Model F-statistic</i>	10.19 ^{***}	10.02 ^{***}	9.69 ^{***}	10.12 ^{***}
<i>Adj. R²</i>	0.0416	0.0397	0.0337	0.0408
<i>Observation</i>	19,116	19,116	19,116	19,116

1) 산업더미(IND_dummies)는 한국표준산업분류(중분류)를 기준으로 구분하였으며 각 더미변수에 대한 구체적인 추정결과 값은 생략함. 또한 그 외 변수의 정의는 <표 3>의 하단을 참조하기 바람.

2) *, **, ***은 양측 검증시 각각 10%, 5%, 1%의 수준에서 유의함을 의미함.

나. 투자심리 변화에 따른 영업비용 변동성 분석

지금까지의 분석결과들은 개별기업에 형성된 투자심리에 따라 기업의 영업비용에 대한 항목별 투자 수준이 차별화되고 있음을 횡단면적으로 보여주고 있다. 이에 추가하여 본 소절에서는 투자심리 변화에 따른 영업비용 지출의 증감을 분석하여 투자심리의 변화에 따라 영업비용 지출에 대한 의사결정 또한 탄력적인 변화추이를 보이는가를 확인하고자 한다. 이를 위한 검증모형은 다음의 식(4)와 같다. 식(4)의 종속변수는 총 영업비용과 이를 구성하는 연구개발비, 광고비, 기타 판매관리비의 증감($\Delta \ln TSGA$, $\Delta \ln RD$, $\Delta \ln AD$, $\Delta \ln OSGA$)이며 주요 검증변수는 투자심리의 변화를 나타내는 $\Delta \ln Sentiment$ 이다. 모형의 통제변수는 식(1)과 동일하다. 따라서 $\Delta \ln Sentiment$ 의 추정회귀계수 β_1 은 투자심리의 낙관적 변화에 따른 영업비용 및 그 구성항목 지출의 증감 수준을 나타낸다. 이때 투자심리의 증감을 나타내는 $\Delta \ln Sentiment$ 는 식(1)에 투입

된 순위척도 값이 아니라 식(3)을 통해 추정한 일별 잔차의 연평균 값에 기초하여 계산한다. 한편 변화량을 종속변수로 이용함에 따라 표본기간은 2012년부터 2019년까지로 1년 축소되며, 당기 혹은 전기에 연구개발비나 광고비 지출이 없는 기업은 자연로그의 인수가 영(0)인 형태가 되어 종속변수의 추정이 불가능하므로 분석대상 표본에서 제외한다.

$$\Delta \text{Ln}(Op_Exp_{ijt}(j=1,2,3,4)) = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{Sentiment}_{i,t} + \beta_2 \sum \text{Control variables} + v_{i,t} \quad (4)$$

여기서,

$$\Delta \text{Ln}(Op_Exp_1) = \Delta \text{LnTSGA} = \ln(\text{당기 TSGA} / \text{전기 TSGA}) ;$$

$$\Delta \text{Ln}(Op_Exp_2) = \Delta \text{LnRD} : \ln(\text{당기 RD} / \text{전기 RD}) ;$$

$$\Delta \text{Ln}(Op_Exp_3) = \Delta \text{LnAD} : \ln(\text{당기 AD} / \text{전기 AD}) ;$$

$$\Delta \text{Ln}(Op_Exp_4) = \Delta \text{LnOSGA} : \ln(\text{당기 OSGA} / \text{전기 OSGA}) ;$$

$$\Delta \text{Sentiment} = \text{개별기업의 투자심리 지수 증감 : 식(3)의 잔차로 추정된 } \ln(\text{당기 투자심리} / \text{전기 투자심리}) ;$$

$$\sum \text{Control} = \text{식(1)에 포함된 통제변수와 동일 : SIZE, LEV, FCF, BIG4, } \sum \text{IND.}$$

식(4)의 추정결과를 요약하면 <표 7>과 같다.

<표 7> 투자심리 변화에 따른 영업비용의 변화

	Dependent variables			
	ΔLnTSGA	ΔLnRD	ΔLnAD	ΔLnOSGA
	Coef. (t-value)	Coef. (t-value)	Coef. (t-value)	Coef. (t-value)
$\Delta \text{LnSentiment}$	-0.0082 (-1.01)	0.0264 (3.78)***	0.0198 (2.17)**	-0.0275 (-1.82)*
<i>Control Variables</i>	Included	Included	Included	Included
<i>Model F-statistic</i>	9.49***	15.89***	11.63***	10.63***
<i>Adj. R²</i>	0.0149	0.0218	0.0194	0.0154
<i>Observation</i>	4,779	2,587	3,817	4,779

1) 변수정의 : $\Delta \text{LnTSGA} = \ln(\text{당기 TSGA} / \text{전기 TSGA})$; $\Delta \text{LnRD} = \ln(\text{당기 RD} / \text{전기 RD})$; $\Delta \text{LnAD} = \ln(\text{당기 AD} / \text{전기 AD})$; $\Delta \text{LnOSGA} = \ln(\text{당기 OSGA} / \text{전기 OSGA})$; $\Delta \text{Sentiment} = \ln(\text{당기 투자심리} / \text{전기 투자심리})$.

2) 모형에 포함된 통제변수는 식(1)에 포함된 통제변수와 동일함. 따라서 통제변수의 정의는 <표 3>의 하단을 참조하기 바람.

2) *, **, ***은 양측 검증시 각각 10%, 5%, 1%의 수준에서 유의함을 의미함.

분석결과를 살펴보면, 투자심리의 변화 크기를 나타내는 $\Delta LnSentiment$ 의 추정회귀계수(β_1)가 총 영업비용의 증가($LnTSGA$)에 대해서는 유의미한 값을 보이지 않고 있으나 연구개발비($LnRD$)와 광고비($LnAD$)의 증가에 대해서는 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 그리고 기타 판매관리비($LnOSGA$)의 증가에 대해서는 유의한 음(-)의 값을 지니고 있는 것으로 각각 관찰된다. 이는 개별기업의 투자심리가 보다 낙관적으로 변할 경우 경영자가 그러한 투자심리의 변화에 부응하기 위해 연구개발비와 광고비를 지출을 더욱 크게 확대하는 경향이 있으나, 이때 케이터링 관점에서 이익극대화 역시 중요한 요소가 되므로 기업가치 증대에 대한 기여 수준이 상대적으로 낮은 기타 판매관리비의 지출은 오히려 줄이고 있는 경향이 있음을 의미한다. 이러한 결과는 기업의 영업비용 지출이 개별기업에 형성된 투자심리에 따라 차별적 행태를 보인다는 사실이 전술한 수준변수를 이용한 검증에서뿐만 아니라 상대적 변화량에 기초한 추정에서도 질적으로 동일하게 관찰되고 있음을 확인시켜 주는 것으로 해석할 수 있다.

다. 현금보유수준에 따른 차이 분석

본 소절에서는 기업의 현금보유량에 따라 투자심리와 영업비용 간의 관련성이 차별화되는 가를 추가적으로 확인하고자 한다. 기업의 장·단기 투자수준은 기업이 보유한 여유자원에 따라 차이를 보일 수 있으며 이에 따라 투자심리와 영업비용으로 인식한 단기성 투자지출 수준 간의 관련성은 기업의 현금보유 수준에 따라 차이를 보일 수 있다. 이러한 추론은 Biddle et al.(2009) 등 다수의 연구에서 현금보유량이 풍부할 때 기업의 과잉투자 가능성이 증대될 것이라고 기대한 사실에 기초한다. 즉, 현금보유량이 자본투자에 미치는 영향이 영업비용으로 인식된 단기성 투자지출의 경우에도 유사하게 존재할 수 있다는 것이다. 이러한 경우 현금보유량이 풍부한 기업은 낙관적 투자심리가 형성된 상황에서 주가부양을 위해 연구개발비 등과 같은 영업비용을 보다 적극적으로 지출할 것으로 기대된다. 이와 달리 현금보유량이 부족한 기업은 투자재원의 부족으로 낙관적 투자심리에 부합하는 방향으로 경영의사결정을 수행함에 있어 투자확대보다는 이익관리에 보다 집중할 가능성이 있으며 이로 인해 영업비용 지출을 오히려 축소할 여지가 있다. 이러한 가능성을 검토하기 위해 본 연구에서는 표본기업을 전기 현금보유수준에 따라 연도-산업별로 3등급으로 나눈 다음 각 하위 표본별로 식(1)을 재차 추정하였다. 이에 대한 검증결과는 <표 8>에 제시되어 있으며 패널 A, B, C는 전기 현금보유수준에 따라 최상위(High_Cash), 중위(Middle_Cash), 최하위(Low_Cash)로 구분된 3가지 하위 표본에 대한 분석결과를 각각 나타낸다.

〈표 8〉 현금보유수준에 따라 구분된 각 하위표본에 대한 검증결과

	Dependent Variables			
	<i>TSGA</i>	<i>RD</i>	<i>AD</i>	<i>OSGA</i>
	Coef. (t-value)	Coef. (t-value)	Coef. (t-value)	Coef. (t-value)
패널 A : 전기 현금보유량에 따라 구분된 최상위 집단(High_Cash)				
SI	0.0131 (1.42)	0.0206 (3.81)***	0.0186 (2.14)**	0.0128 (1.17)
<i>Control Variables</i>	Included	Included	Included	Included
<i>Model F-statistic</i>	12.78***	26.02***	12.83***	11.08***
<i>Adj. R²</i>	0.0522	0.1326	0.0852	0.0495
<i>Observation</i>	1,591	1,591	1,591	1,591
패널 B : 전기 현금보유량에 따라 구분된 중위 집단(Middle_Cash)				
SI	-0.0063 (-0.91)	0.0198 (2.29)***	0.0097 (1.48)	-0.0050 (-0.82)
<i>Control Variables</i>	Included	Included	Included	Included
<i>Model F-statistic</i>	8.49***	19.01***	6.97***	9.44***
<i>Adj. R²</i>	0.0358	0.0967	0.0265	0.0424
<i>Observation</i>	1,593	1,593	1,593	1,593
패널 C : 전기 현금보유량에 따라 구분된 최하위 집단(Low_Cash)				
SI	-0.0267 (-2.91)***	-0.0011 (-0.65)	0.0004 (0.06)	-0.0185 (-2.57)***
<i>Control Variables</i>	Included	Included	Included	Included
<i>Model F-statistic</i>	23.29***	10.89***	8.69***	18.30***
<i>Adj. R²</i>	0.1191	0.0465	0.0387	0.0934
<i>Observation</i>	1,595	1,595	1,595	1,595

1) *, **, ***은 양측 검증시 각각 10%, 5%, 1%의 수준에서 유의함을 의미함.

<표 8>의 분석결과를 살펴보면, 투자심리지수(SI)가 High_Cash 집단에서는 연구개발비 및 광고비 투자 수준과 유의한 양(+)의 관련성 그리고 Middle_Cash 집단에서는 연구개발비에 대해서만 유의한 양(+)의 관련성을 보이고 있다. 이에 반해 현금보유량이 가장 낮은 Low_Cash 집단에서는 투자심리지수(SI)가 연구개발비 및 광고비 모두와 통계적으로 유의한 관계를 보이지 않고 있으며 오히려 총 영업비용 및 기타 판매관리비와는 1% 수준에서 유의한 음(-)의 관계를

보이고 있는 것으로 관찰된다. 이는 투자를 위한 현금보유량을 일정 수준 이상 확보한 기업에서는 투자심리가 낙관적으로 형성될 때 연구개발비나 광고비와 같은 단기성 투자지출을 적극적으로 확대하는 반면, 현금보유량이 부족한 기업에서는 영업비용 지출을 전반적으로 축소하는 방향으로 관련 의사결정을 수행하고 있음을 보여준다. 이러한 결과는 경영자가 낙관적 투자심리에 부합하는 방향으로 경영정책을 조정함에 있어 투자재원이 풍부할 경우에는 단기성 투자지출을 확대하는 케이터링 전략에 초점을 두는 반면, 투자재원이 부족한 상황에서는 낙관적 이익기대치를 충족하는데 보다 큰 비중을 두고 있음에 따라 영업비용에 포함된 단기성 투자지출을 축소하는 경향이 있음을 시사한다. 즉, <표 8>의 결과는 경영자가 기업에 형성된 투자심리를 고려하여 영업비용 항목에 대한 투자의사결정을 차별적으로 수행하나 그러한 투자행태가 기업이 보유한 현금보유수준 즉, 여유자원의 크기에 따라 다른 양상을 보이고 있음을 보여주는 결과로 해석할 수 있다.

V. 결 론

본 연구는 국내 상장기업을 대상으로 개별기업에 형성된 투자심리에 따라 포괄손익계산서 상 영업비용으로 인식된 기업의 단기성 투자지출의 형태가 차별화되고 있는가를 확인하고자 한다. 한국예탁결제원이 발표한 2022년 12월 결산 상장법인 주식 소유자 현황에 따르면 전체 상장기업 주식의 98.8%를 개인투자자가 소유하고 있는 것으로 확인되는 등 국내 자본시장은 개인투자자의 거래 비중이 압도적으로 높은 모습을 보이고 있다. 이러한 자본시장 구조로 인해 국내 상장기업의 기업가치는 기업 본연의 펀드멘탈 요소 외에도 잡음투자자로 분류되는 개인투자자의 비합리적인 투자행태 즉, 투자심리에 의해 큰 변동성을 보이는 측면이 있다. 이에 따라 국내 자본시장에서는 기업에 형성된 투자심리에 부합하는 방향으로 해당 기업의 경영자가 경영정책을 수정 및 집행하여 단기적 주가부양을 도모하는 케이터링 관점의 의사결정 행태가 보다 현저히 나타날 수 있다.

그러나 국내에서 개별기업에 형성된 투자심리가 기업의 경영정책에 미치는 영향을 살펴본 연구는 아직 소수에 불과하며 더욱이 기업의 영업 관련 단기성 투자지출에 미치는 영향을 살펴본 연구는 전무한 실정이다. 특히 투자심리와 자본투자 간의 양(+)의 관련성은 이미 몇몇 선행연구(Polk and Sapienza 2009 ; Hussain and Qayyum 2020 등)를 통해 입증된 바 있으나 자본투자 와 영업비용에 포함된 단기성 투자지출은 당기손익에 미치는 영향이 상이함에 따라 투자심리에 부합하는 형태로 경영자가 투자의사결정을 수행함에 있어 자본투자와 영업비용 지출에 대해서는 서로 다른 관점과 투자행태를 보일 수 있다. 뿐만 아니라 투자심리와 자본투자 간의 관련성을 검증한 선행연구들은 투자심리 변수를 개별기업 수준이 아니라 소비자지수 등과 같은 시장

전반에 형성된 평균적인 심리 수준으로 정의한 후 개별기업 수준에서 결정되는 투자의사결정과
의 관련성을 검증하고 있어 검증 단위 간에 적절한 대응(matching)이 이루어지지 않는 한계를
지니고 있다.

이에 본 연구에서는 류두진 등(2018)의 방법에 기초하여 개별기업의 투자심리지수를 추정하
후 동 변수와 영업비용에 포함된 단기성 투자지출 간의 관련성을 실증적으로 검증한다. 이때 영
업비용 구성 항목을 연구개발비, 광고비, 기타 판매관리비로 구분하여 각 구성항목이 지니는 경
제적 함의의 차이에 따라 투자심리에 따른 경영자의 투자행태 역시 차별화되는가에 대해서도
함께 검증한다. 또한, 투자심리의 연중 변동성을 고려하여 투자심리와 영업비용 투자지출 간의
적시성 있는 분석을 위해 연간 자료를 이용한 분석에 추가하여 분기자료를 활용한 분석을 실시
한다. 추가분석으로 투자심리와 영업비용 투자지출의 수준 변수뿐만 아니라 해당 변수들의 변화
량에 대한 관련성을 분석하여 투자심리의 변화에 따라 영업비용 투자지출이 탄력적으로 변화하
는가에 대해서도 확인한다. 나아가 투자심리에 부응하기 위한 경영자의 영업비용 관련 단기성
투자의사결정이 기업이 보유하고 있는 현금보유수준에 따라 차이를 보이는가에 대해서도 추가
적으로 확인한다.

주요한 분석결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 연도자료와 분기자료를 이용한 분석 모두에
서 투자심리지수(SI : Sentiment Index)가 연구개발비 및 광고비와는 유의한 양(+)의 관련성을
지니는 것으로 관찰된 반면, 기타 판매관리비와는 유의한 음(-)의 관계를 그리고 총 영업비용
과는 통계적으로 유의한 관계를 보이지 않는 것으로 나타났다. 이는 투자심리가 낙관적으로 형
성되어 투자자가 해당 기업의 투자기회를 과대평가하는 경우 경영자가 그러한 투자심리를 충족
시키기 위해 영업 관련 단기성 투자지출 중 연구개발비와 광고비 투자는 확대하는 반면, 기타
판매관리비의 지출은 오히려 축소하고 있음을 의미한다. 이러한 결과는 낙관적 투자심리가 형성
된 상황에서는 투자기회에 대한 과대평가뿐만 아니라 낙관적으로 형성된 투자자의 이익기대치
를 충족하는 것 역시 단기적 주가부양을 위한 중요한 케이터링 요소가 되고 있기 때문에 경영자
가 영업비용 항목들이 지니는 본연의 미래가치 창출 능력 등을 감안하여 투자의사결정을 차별
적으로 수행하고 있음을 보여준다.

둘째, 투자심리와 영업비용 투자지출의 변동성을 분석한 결과에서도 투자심리가 보다 낙관적
인 형태로 변화할 때 영업비용으로 인식된 연구개발비와 광고비 투자는 증가하는데 반해 기타
판매관리비의 지출은 더욱 감소하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 투자심리에 따른 영업비용
지출의 항목 간 투자행태 차이가 수준변수를 이용한 검증에서뿐만 아니라 변화량 변수를 이용
한 탄력성 분석에서도 질적으로 동일하게 나타나고 있음을 보여준다. 끝으로 양자의 관련성이
현금보유수준에 따라 차별화되고 있는가를 분석한 결과 현금보유량이 많을수록 낙관적 투자심
리가 형성된 상황에서 영업비용에 포함된 연구개발비 및 광고비 투자를 보다 적극적으로 확대
하는 반면에 현금보유량 수준이 상대적으로 낮은 기업집단에서는 투자확대보다는 낙관적 이익

기대치 충족을 위한 케이터링 정책에 더욱 집중하고 있어 기타 판매관리비 지출을 보다 현저히 축소하는 경향을 보이는 것으로 확인되었다. 이러한 결과는 개별기업에 형성된 낙관적(혹은 비관적) 투자심리를 고려하여 경영자가 그에 부합하는 경영정책을 수립하는 과정에서 기업이 보유한 현금보유량 수준에 따라 투자확대 정책과 이익극대화 정책의 상대적 중요성이 차별적으로 존재할 수 있음을 시사한다.

요컨대, 본 연구의 결과는 국내 자본시장을 대상으로 개별기업에 형성된 투자심리에 따라 포괄손익계산서 상 영업비용으로 인식된 기업의 단기성 투자의사결정이 상이한 패턴을 보이며 더욱이 그러한 투자행태가 영업비용 구성 항목에 따라서도 차별화되고 있음을 보여준다. 이는 경영자가 낙관적 투자심리가 형성된 상황에서 투자기회에 대한 투자자의 과대평가 경향과 낙관적 이익기대치를 적정 수준에서 함께 충족시키기 위해 영업비용을 구성하는 개별 투자항목의 경제적 함의 등을 고려하여 각 구성항목 간 투자정책이 차별화되고 있음을 시사한다. 이러한 결과는 또한 기업의 장기적 투자의사결정인 자본투자뿐만 아니라 단기성 투자지출 항목인 영업비용 역시 투자심리 충족을 위한 케이터링 요소로 경영자의 재량에 따라 조정되는 경향이 있으며 이로 인해 기업가치가 단기적 변동성을 지닐 수 있음을 보여준다. 이처럼 본 연구의 결과는 국내 자본시장에서 기업의 영업 관련 단기성 투자의사결정을 나타내는 영업비용 투자지출의 수준 및 변화량이 해당 기업에 형성된 잡음투자자의 비이성적인 투자심리에 의해 영향을 받고 있음을 입증한 최초의 연구로 다음과 같은 측면에서 중요한 공헌점을 지닐 수 있을 것으로 판단된다.

첫째, 본 연구는 투자심리와 자본투자에 관한 기존 연구들(Polk and Sapienza 2009 ; Hussain and Qayyum 2020 등)에 이어 기업의 영업 관련 단기성 투자지출인 영업비용 역시 해당 기업에 형성된 투자심리에 따라 차별화되고 있음을 입증함으로써 관련 연구를 확장하는 의미를 지닐 수 있을 것으로 판단된다. 특히, 해당 선행연구들은 투자심리를 추정함에 있어 시장 전반의 지표를 이용하고 있는데 반해 본 연구는 시장 전반에 형성된 투자심리와 개별기업의 투자심리가 상이할 가능성을 염두에 두고 개별기업 수준의 투자심리와 개별기업의 제반환경에 기초하여 결정되는 영업 관련 단기성 투자지출 간의 관련성을 검증하고 있다는 점에서 선행연구의 방법론적 한계를 어느 정도 극복하는 동시에 향후 관련 연구에도 기여하는 바가 있을 것으로 보인다. 둘째, 본 연구의 결과는 투자심리가 낙관적으로 형성된 기간에 투자자가 포괄손익계산서 상 영업비용 구성 항목의 증감 즉, 영업 관련 단기성 투자지출의 행태를 면밀히 파악하지 못할 경우 향후 경제적 피해를 경험할 수 있음을 보여준다. 즉, 투자심리가 낙관적으로 형성된 상황에서는 경영자가 단기적 주가부양을 위해 투자기회에 대한 투자자의 과대평가 성향을 충족시키고자 연구개발비나 광고비 투자를 확대할 여지가 있는데 투자자가 동 항목에 대한 투자 증가의 의미를 오도할 경우 향후 주가하락에 따른 경제적 손실을 입을 수 있다는 것이다. 따라서 자본시장 참여자는 투자심리가 낙관적으로 형성된 상황에서 기업의 자본투자뿐만 아니라 영업 관련 단기성 투자지출의 확대 등에 대해서도 신중한 검토를 수반할 필요가 있을 것이다.

다만, 본 연구는 다음의 한계를 지니고 있는 것으로 판단된다. 첫째, 본 연구의 주요 검증변수인 투자심리변수는 일별 주식거래량 자료 등에 기초하여 계량경제학적으로 추정된 값으로 모형의 불완전성에 따른 측정 오류로부터는 자유로울 수 없다. 둘째, 본 연구는 포괄손익계산서 상 판매관리비에 기초하여 영업 관련 단기성 투자기출 변수를 추정하고 있음에 따라 제조원가에 포함되어 자산 처리된 경상개발비 등과 같이 당기 비용으로 인식되지 않은 영업 관련 투자기출을 포괄적으로 반영하고 있지 못할 가능성이 있다. 또한, 연구개발비가 기업의 장기 성장을 위한 자본적 지출의 성격을 지니고 있으나 회계기준에서 내부창출 무형자산에 대한 엄격한 자산인식요건을 적용하고 있음에 따라 지출 시점에 자산이 아닌 비용으로 인식된 연구개발비를 기업의 단기성 투자기출 항목으로 분류할 수 있는지에 대해 이견이 존재할 수 있을 것으로 판단된다. 따라서 향후 개별기업에 대한 투자심리 변수를 보다 명확히 추정할 수 있는 방법론을 추가적으로 고안하고 앞서 언급한 투자기출의 분류 형태에 대한 한계를 극복하는 등을 통해 케이터링 관점에서 수행되는 다양한 경영자의 투자의사결정 행태와 이로 인한 경제적 효과 등을 보다 면밀히 검토할 필요가 있을 것으로 보인다.

참고문헌

- 곽영민 · 최중서. 2011. “최고경영자 교체유형과 이익조정 행태간의 관련성”. 회계학연구 제36권 제2호 : 129-184.
- 류두진 · 류두원 · 양희진. 2018. “개별기업의 특성을 반영한 투자자 심리지수와 주식수익률”. 재무연구 제31권 제1호 : 1-38.
- 박진모 · 곽영민 · 노정희. 2021. “투자자 심리와 이익조정 간의 관련성에 관한 연구”. 회계저널 제30권 제6호 : 1-42.
- 백정환 · 곽영민. 2020. “투자자 심리가 회계정보의 가치관련성에 미치는 영향”. 경영학연구 제49권 제6호 : 1351-1380.
- 백정환 · 김정모. 2023. “투자자 심리가 기업의 적정투자에 미치는 영향”. 회계학연구 제48권 제2호 : 139-178.
- 황선영 · 박종성. 2020. “연구개발지출의 자본화 비율과 개발비 손상차손 인식에 영향을 미치는 요인에 관한 연구”. 회계학연구 제45권 제1호 : 69-110.
- Abarbanell, J. S., and B. J. Bushee. 1997. Fundamental analysis, future Earnings, and stock prices. *Journal of Accounting Research* 35(1) : 1-24.
- Ali, A., and U. Gurun. 2009. Investor sentiment, accruals anomaly and accruals management. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 24(3) : 415-431.
- Anderson, M. C., R. D. Banker, R. Huang, and S. N. Janakiraman. 2007. Cost behavior and fundamental analysis of SG&A costs. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 22(1) : 1-28.
- Banker, R. D., R. Huang, and R. Natarajan. 2011. Equity incentives and long-term value created by SG&A expenditure. *Contemporary Accounting Research* 28(3) : 794-830.
- Barberis, N., A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1998. A model of investor sentiment. *Journal of Financial Economics* 49(3) : 307-343.
- Baumgarten, D., U. Bonenkamp, and C. Homburg. 2010. The information content of the SG&A ratio. *Journal of Management Accounting Research* 22(1) : 1-22.
- Bae, K. H., T. Yamada, and K. Ito. 2006. How do individual, institutional, and foreign investors win and lose in equity trades? Evidence from Japan. *International Review of Finance* 6(3-4) : 129-155.
- Baker, M., and J. Wurgler. 2004. A catering theory of dividends. *Journal of Finance* 59(3) : 1,125-1,165.
- Baker, M., and J. Wurgler. 2006. Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *Journal of Finance* 61(4) : 1,645-1,680.
- Baker, M., and J. Wurgler. 2007. Investor sentiment in the stock market. *Journal of Economic*

- Perspectives* 21(2) : 129–151.
- Baker, M., and J. Wurgler. 2011. Behavioral corporate finance : An updated survey. Working paper. NBER working paper series.
- Baker, M., R. Ruback, and J. Wurgler. 2007. Behavioral corporate finance : A survey. In E. Eckbo (ed.), *The Handbook of Corporate Finance : Empirical Corporate Finance* (Amsterdam : Elsevier/North Holland) : 145–87.
- Biddle, G., G. Hilary, and R. Verdi 2009. How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics* 48(2–3) : 112–131.
- Black, F. 1986. Noise. *The Journal of Finance* 41(3) : 529–543.
- Chan, L. K. C., J. Lakonishok, and T. Sougiannis. 2001. The stock market valuation of research and development expenditures. *Journal of Finance* 56(6) : 2431–2456.
- Daniel, K., D. Hirshleifer, and A. Subrahmanyam. 1998. Investor psychology and security market under- and overreactions. *The Journal of Finance* 53(6) : 1839–1885.
- Eberhart, A. C., W. F. Maxwell, and A. R. Siddique. 2004. An examination of long-term abnormal stock returns and operating performance following R&D increases. *Journal of Finance* 59(2) : 623–650.
- Eisfeldt, A. L., and D. Papanikolaou. 2013. Organization capital and the cross-section of expected returns. *Journal of Finance* 69(4) : 1365–1406.
- Gilchrist, S., C. Himmelberg, and G. Huberman. 2005. Do stock price bubbles influence corporate investment? *Journal of Monetary Economics* 52(4) : 805–827.
- Hirshleifer, D., A. Subrahmanyam, and S. Titman. 2006. Feedback and the success of irrational investors. *Journal of Financial Economics* 81(2) : 311–338.
- Hirschey, M., and J. J. Weygandt. 1985. Amortization policy for advertising and research and development expenditures. *Journal of Accounting Research* 23(1) : 326–335.
- Hovakimian, G. 2009. Determinants of investment cash flow sensitivity. *Financial Management* 38(1) : 161–183.
- Hussain, A., and M. A. Qayyum. 2020. A study on the impact of Investors' sentiments on corporate investment efficiency through mediating effect of credit financing. *Paradigms* SI(1) : 120–128.
- Huang, R. D., and C. Y. Shiu. 2009. Local effects of foreign ownership in an emerging financial market : Evidence from qualified foreign institutional investors in Taiwan. *Financial Management* 38(3) : 567–602.
- Kim, J. S., D. Ryu., and S. W. Seo. 2015. Corporate vulnerability index as a fear gauge? Exploring the contagion effect between U.S. and Korean markets,” *Journal of Derivatives* 23(1) : 73–88.

- Lev, B., and S. Radhakrishnan. 2005. The valuation of organization capital. In *Measuring Capital in the New Economy*, ed. Carol Corrado, J. H. a. D. S., 73–110. Chicago : University of Chicago Press.
- Lev, B., and T. Sougiannis. 1996. The capitalization, amortization, and value–relevance of R&D. *Journal of Accounting and Economics* 21(1) : 107–138.
- Lev, B., and S. R. Thiagarajan. 1993. Fudamental information analysis. *Journal of Accounting Research* 31(2) : 190–215.
- Madden, T. J., F. Fehle, and S. Fournier. 2006. Brands matter : An empirical demonstration of the creation of shareholder value through branding. *Journal of the Academy of Marketing Science* 34(2) : 224–235.
- Myers, S. 1977. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 5(2) : 147–176.
- Polk, C., and P. Sapienza. 2009. The stock market and corporate investment : A test of catering theory. *The Review of Financial Studies* 22(1) : 187–217.
- Simpson, A. 2013. Does Investor Sentiment Affect Earnings Management? *Journal of Business Finance & Accounting* 40(7–8) : 869–900.
- Sougiannis, T. 1994. The accounting based valuation of corporate R&D. *The Accounting Review* 69(1) : 44–68.
- Stein, J. C. 1996. Rational capital budgeting in an irrational world. *Journal of Business* 69(4) : 429–455.
- Tronconi, C., and G. V. Marzetti. 2011. Organization capital and firm performance : Empirical evidence for European firms. *Economic Letters* 112(2) : 141–143.
- Wang, G. 2018. The differential impact of investor sentiment on the value relevance of book value versus earnings. *International Journal of Critical Accounting* 10(6) : 462–490.

The Impact of Investor Sentiment on the Short-Term Investment Decision : Focusing on Operating Expenses

Youngmin Kwak* · Wonju Choi**

〈Abstract〉

This paper investigates the association between investor sentiment and short-term investment expenditures related to corporate operations in Korea, utilizing a sample of 4,779 firm-years spanning from 2011 to 2019. Investor sentiment at the individual firm level is estimated using the methodology proposed by Ryu et al.(2018), while short-term investment expenditures related to operations are measured based on selling and administrative expenses in the comprehensive income statement. The analysis yields the following key findings : First, managers tend to expand research and development(R&D) and advertising investments to cater to investors' tendency to overvalue the company's investment opportunities during periods of optimistic investor sentiment. Conversely, expenditures in other selling and administrative expense categories show a tendency to decrease during the same periods. These results suggest that managerial decision-making regarding the increase or decrease of short-term investment expenditures, recognized as operating expenses, takes into account the investor sentiment formed within the company. In this process, it is implied that the economic implications of each component of operating expenses and catering policies for meeting investors' profit expectations are considered, resulting in discriminatory decision-making behaviors for each component of operating expenses. Furthermore, these verification results are observed not only in estimations using annual data but also in quarterly data analysis, considering the volatility of investor sentiment throughout the year. The elasticity model verification, using variables for the volatility of investor sentiment and operating expenses, also reaffirms these results. These results empirically confirm that the catering theory presented in behavioral finance is applicable not only to long-term capital investment decisions but also to short-term investment decision-making included in operating expenses.

〈Key words〉 investor sentiment, short-term investment expenditures, operating expenses, catering theory

* Professor, College of Business Administration, University of Ulsan, ymkwak@ulsan.ac.kr, First Author

** Ph.D., Pusan National University, wonju1277@pusan.ac.kr, Corresponding Author