

판매관리비 지출과 기업가치*

Selling, General, and Administrative Expenditure and Firm Value*

김현석(주저자)

Hyunseok Kim(First Author)

국민연금연구원 National Pension Research Institute(khs8319@naver.com)

.....

본 연구는 2000-2022년까지 한국거래소 유가증권시장 상장기업들을 대상으로 판매관리비 지출과 기업가치 간 관계를 실증분석하였다. 먼저, 판매관리비 지출은 기업가치에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나, 판매관리비 지출은 기업가치 제고에 도움이 되는 방향으로 작용하며, 판매관리비 지출에 대한 주식시장의 평가는 음(-)의 경영 효율성 지표라는 부정적 인식보다 무형자산성 지출로 인한 장래 가치창출과 같은 긍정적 인식이 지배하고 있음을 발견하였다. 판매관리비의 주요 구성항목에 대한 분석결과, 연구개발비 및 인건비 지출이 기업가치 제고의 핵심적인 요인인 것으로 나타났다. 다만, 무형자산성 지출 비중이 큰 기업은 단기 연구개발비 지출을 증가시키는 것보다는 장기적으로 연구개발비를 축적하여 지식자본을 구축하고, 판매관리비를 축적하여 조직자본을 구축하는 것이 미래 기업가치 제고에 도움이 될 것으로 예상된다. 마지막으로 판매관리비 지출에 대한 주식시장의 긍정적 평가가 판매관리비의 본원적 특성에 따른 것인지, 자산가격결정 오류에 기인할 가능성이 있는지를 분석한 결과, 판매관리비에 대한 시장참여자들의 긍정적 평가는 판매관리비의 본원적 특성(가치창출력)보다는 자산가격결정오류에 기인할 가능성이 크다는 결론을 도출할 수 있었다.

주제어: 판매관리비, 기업가치, 무형자본, 지식자본, 조직자본

This paper investigates the relation between selling, general, and administrative (SG&A) expenditure and firm value for companies listed on Korea Stock Exchange. Empirical results show that SG&A expenditures have a positive impact on firm value, suggesting that SG&A expenses are more likely to contribute to value creation through intangible investments, rather than playing a negative role associated with increased agency costs. The analysis of the main components of SG&A expenses reveals that both research and development (R&D) expenses and labor expenses are crucial contributors to firm value. However, when measuring firm value considering the characteristics of intangible capital, I find that building knowledge capital and organization capital in the long term is a key factor in enhancing future firm value. Furthermore, I explore whether the stock market's evaluation of SG&A expenses stems from their value-creation ability or mispricing. I find that, compared to the predictability of operating profit of

최초투고일: 2024. 01. 31 수정일: (1차: 2024. 04. 11) 게재확정일: 2024. 04. 15

* 본 논문은 제1저자 김현석의 박사학위 논문 중 두 번째 챕터인 '판매관리비에 대한 주식시장의 평가'를 수정·보완한 것입니다. 또한, 본 연구의 내용은 저자의 개인적 견해를 반영한 것이며 국민연금연구원의 공식견해가 아님을 밝혀드립니다.

* This paper is a revised version of the second chapter of the author Hyunseok Kim's doctoral dissertation, titled 'Evaluation of Stock Market on Selling, General, and Administrative Expenditure,' in the form of an academic paper. The content of this research reflects the author's personal opinions and is not an official stance of the National Pension Research Institute.

Copyright 2024 THE KOREAN ACADEMIC SOCIETY OF BUSINESS ADMINISTRATION

This is an open access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0, which permits unrestricted, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

SG&A expenses, market participants tend to undervalue current SG&A expenses. This implies that the positive assessment of SG&A expenses in the stock market is more likely influenced by mispricing rather than the value-creation potential of SG&A expenses.

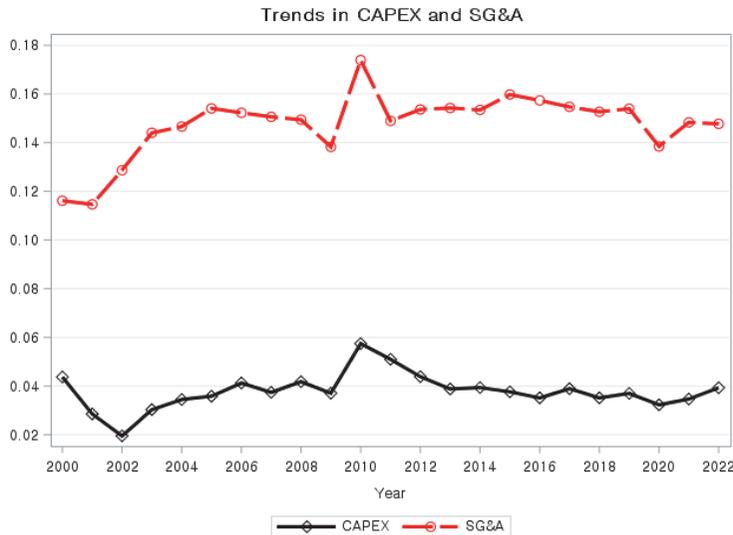
Keyword: SG&A Expenditure, Firm Value, Intangible Capital, Knowledge Capital, Organization Capital

1. 서론

판매관리비는 상품의 판매활동 또는 기업의 관리와 유지에 지출된 비용으로서 인건비, 감가상각비, 연구개발비, 광고선전비, 판매촉진비 등 다양한 세부항목으로 구성되어 있다. 최근 20여 년간 국내 유가증권시장 상장기업은 총자산 대비 10% 이상을 판매관리비로 지출해왔는데, 이는 총자산의 2~5% 가량인 자본적 지출보다 높은 수준이다. <그림 1>에

서 유가증권시장 상장기업의 판매관리비 지출 규모(SG&A)는 2000년 11.6%에서 2022년 14.8%로 증가하였는데, 이는 자본적 지출 규모(CAPEX)가 2000년 4.4%에서 2022년 3.9%로 소폭 감소한 것과 대조적이다.

판매관리비는 구성항목이 매우 다양할 뿐 아니라 상당 부분이 임의적이고 재량적(discretionary) 지출의 성격이 있어, 여러 선행연구에서는 판매관리비가 경영자의 사적 효용 증대를 위해 사용될 가능성이 크다고 하였다(Ang et al, 2000; Singh & Davidson



<그림 1> 판매관리비의 연도별 추세

이 그림은 표본기업의 연도별 평균 판매관리비 지출 비율(SG&A)과 자본적 지출 비율(CAPEX)을 보여주며, 두 변수는 판매관리비 지출과 자본적 지출을 각각 기초시점 자산총계로 표준화(scaled)한 값이다.

III, 2003; 박헌준 외, 2004). 이처럼 전통적 관점에서 판매관리비 지출은 대리인 문제와 엮이거나 비효율적 경영 지표로 인식되는 등 부정적 인식이 주를 이루었다(Lev & Thiagarajan, 1993; Anderson et al, 2007; 홍철규 외, 2015). 이와 달리 판매관리비 지출의 긍정적 효과를 제시하는 연구도 꾸준히 발표되고 있다. Banker et al.(2006)은 판매관리비 지출을 통해 무형자산 투자에 따른 잠재적 가치 창출 효과를 얻을 수 있으므로 판매관리비 지출은 미래 경영성과에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다고 하였으며, Anderson et al.(2007)은 매출이 감소함에도 불구하고 판매관리비 지출 비중이 높은 경우, 경영자의 향후 수익전망에 대한 긍정적인 정보가 시장에 전달되므로 판매관리비 지출은 미래 재무적 성과에 긍정적 영향을 미친다는 실증분석 결과를 제시하였다. 또한, Eisfeldt & Papanikolaou(2013), Tronconi & Marzetti(2011), Leung et al.(2018)은 판매관리비 지출의 일부를 축적하는 방법으로 조직자본(organizational capital)을 측정할 바 있으며, 이렇게 구축된 조직자본은 향후 경영성과에 유의한 양(+의 영향을 미친다는 실증분석결과를 제시하였다. 이처럼 기업의 판매관리비 지출은 무형자산성 지출(또는 투자)로 인한 장래의 가치창출과 같은 긍정적 신호로 인식될 수 있는 반면에 대리인비용의 증가와 같은 부정적 신호로 간주될 수도 있다.

이러한 배경하에 본 연구는 판매관리비 지출과 기업가치 간 관계를 분석함으로써 판매관리비 지출이 기업가치 제고에 긍정적(또는 부정적)으로 영향을 미치는지를 살펴보고, 판매관리비의 주요항목인 연구개발비, 광고비, 인건비를 대상으로 해당 변수들과 기업가치 간 관계를 분석함으로써 판매관리비의 구성항목 중 어떤 항목이 기업가치 제고에 핵심적 역할을 하는지 검토하고자 한다. 이를 위해 기업가치의 대응

변수인 Tobin's $Q(Q_{t+1})$ 를 종속변수로 두고 판매관리비(SG&A)를 설명변수로 설정한 회귀모형을 추정한다. 모형 추정결과, 판매관리비 지출은 Tobin's Q 에 유의한 양(+의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 판매관리비 지출은 미래 기업가치 제고에 도움이 되는 방향으로 작용하며, 판매관리비 지출에 대한 주식시장의 평가는 음(-)의 경영 효율성 지표 또는 대리인비용의 지표라는 부정적 인식보다는 무형자산성 지출로 인한 장래 가치창출과 같은 긍정적 인식이 지배하고 있음을 의미한다. 다음으로 판매관리비의 세부항목에 대한 분석결과, 연구개발비 지출(R&D)과 인건비 지출(XLR)은 기업가치(Q_{t+1})에 모두 유의한 양(+의 영향을 미치지만, 광고비 지출(AD)은 기업가치(Q_{t+1})에 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 종합하면 판매관리비 지출은 기업가치에 긍정적인 영향을 미치며, 그 구성항목 중에서 연구개발비와 인건비 지출이 기업가치 제고에 기여하는 핵심 요인이라는 것을 시사한다. 한편 Peters & Taylor(2017)의 연구에 따라 무형자본의 특성을 고려하여 기업가치를 측정하는 경우, 연구개발비 지출은 기업가치와 유의한 관계가 나타나지 않는 반면에, 지식자본(Knowledge Capital)과 조직자본(Organization Capital)은 모두 기업가치와 유의한 양(+의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 이는 무형자산성 지출 비중이 큰 기업은 당기의 연구개발비 지출을 증가시키는 것보다는 장기적으로 연구개발비를 축적하여 지식자본을 구축하고, 판매관리비를 축적하여 조직자본을 구축하는 것이 미래 기업가치 제고에 도움이 될 수 있음을 시사한다.

한편, 무형자산은 유형자산보다 공개정보가 적고 가치평가에 어려움이 있어 판매관리비 또는 그 세부항목에 내재된 무형자산성 지출 항목의 가치창출력에 관한 정보가 주가에 충분히 반영되지 않을 가능성이

크다. 따라서 판매관리비 지출에 대한 주식시장의 긍정적인 평가가 판매관리비의 가치창출력에 기인한 것인지 아니면 시장참여자들이 판매관리비의 본원적 속성을 이해하지 못한 채 판매관리비 지출에 대해 과대(또는 과소)평가하는 데에 기인하는 지를 분석할 필요가 있다. 이를 위해 손익계산서 상 영업이익 산식(매출액-매출원가-판매관리비=영업이익)에 기반하여, 영업이익을 구성하는 3가지 항목(당기 매출액, 매출원가, 판매관리비)의 차기 영업이익($EBIT_{t+1}$) 예측력과 주식시장 참여자의 3가지 항목에 대한 평가가 일치하는지 여부를 Mishkin 검정(Mishkin, 1983; Sloan, 1996; Muresan, 2015)을 통해 분석한다. Mishkin 검정에서 기본적인 가정은 시장참여자(투자자)들이 판매관리비의 가치창출력을 객관적으로 평가하여 투자 의사 결정에 반영한다면, 판매관리비의 이익예측력과 이에 대한 주식시장의 평가가 동등한 수준으로 나타날 것이라는 가정이다. 반면에 시장참여자들이 판매관리비의 가치창출력이나 다양한 구성항목의 특성을 객관적으로 평가하지 못한 채 투자하는 경우 판매관리비 지출은 주식시장에서 과대평가 또는 과소평가되어, 판매관리비 지출에 대한 주식시장의 평가는 판매관리비의 이익예측력과 괴리를 보일 것으로 예상된다. Mishkin 검정결과, 판매관리비의 미래 영업이익($EBIT_{t+1}$) 예측력에 비해 주식시장은 당기 판매관리비 지출을 과소평가하는 것으로 나타났다. 이는 주식시장 참여자들이 판매관리비의 가치창출력이나 다양한 구성항목의 특성을 객관적으로 평가하지 못한 채 당기 판매관리비를 과소평가하였다가 이후 반전효과로 인해 당기 판매관리비 지출이 클수록 미래 주식수익률은 증가하는 행태를 보이는 것으로 해석할 수 있다. 따라서 판매관리비 지출에 대한 주식시장의 긍정적 평가는 판매관리비의 본원적 특성(가치창출력)에 기인하기보다는 자산가격결정오류

(mispricing)에 기인할 가능성에 무게가 실린다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 첫째, 본 연구에서는 무형자산성 지출 항목인 판매관리비 지출이 미래 기업가치에 긍정적 영향을 미치며, 주요항목 중 연구 개발비와 인건비 지출이 미래 기업가치 제고에 기여하는 핵심 요인이라는 분석결과를 제시함으로써 실증 연구로서 공헌점을 가진다. 둘째, 판매관리비와 세부항목 자료에 기반하여 내부창출 무형자본(지식자본 및 조직자본)을 측정하고, 무형자본(Intangible Capital)의 특성을 고려하여 기업가치를 측정한다. 다음, 내부창출 무형자본과 미래 기업가치 간의 관련성을 최초로 분석하고 시사점을 도출하였다. 셋째, Mishkin 검정 시 Sloan(1996)과 후속연구에서는 순이익(NI) 예측모형을 사용하였으나, 본 연구는 이를 확장하여 판매관리비 항목에 적용할 수 있게끔 영업이익(EBIT) 예측모형을 구성하여 해당 검정을 수행하고 시사점을 도출한 점에서도 기존연구와 차별성이 있다. 넷째, 비교적 충분한 표본기간을 확보함으로써 본 연구의 분석결과가 특정 기간(예: 글로벌 금융위기(GFC)와 COVID-19 팬데믹 기간)에 국한되어 나타나는지 여부를 검증하였고, 다양한 강건성 검정을 통하여 분석결과와 공신력을 제고한 점에서 공헌도가 있다.

II. 선행연구

본 장에서는 '판매관리비 지출과 재무성과 간 관계에 관한 상반된 두 가지 견해'를 소개한 다음, '판매관리비와 그 세부항목에 내재된 무형자산성 지출과 재무성과 간 관계'에 관한 국내외 선행연구를 살펴본다.

판매관리비 지출이 미래 재무성과에 미치는 영향에

관해서는 긍정적 관점과 부정적 관점의 연구가 양립하고 있다. 증권의 내재가치를 평가하는 기본적 분석(fundamental analysis)을 비롯하여 전통적 관점에서 판매관리비 비율은 경영 비효율성을 나타내는 지표로 인식되었으며, 동 비율이 높을수록 경영자의 비용 통제능력이 낮거나 경영 효율성이 떨어지는 것으로 평가되었다(Anderson et al, 2007; 홍철규 외, 2015). Lev & Thiagarajan(1993)의 연구에서는 판매관리비 지출의 증가가 주식 초과수익률(excess stock returns)에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 보고하였으며, 고정비 성격이 강한 판매관리비 지출이 증가하는 경우 시장은 이를 부정적인 신호로 간주한다고 하였다. 또한, Ang et al.(2000), Singh & Davidson III(2003), 박헌준 외(2004)의 연구에서 판매관리비 또는 판매관리비의 구성항목은 상당 부분이 임의적이고 재량적(discretionary) 지출의 성격이 있어 경영자의 사적 효용 증대를 위해 사용될 가능성이 크기 때문에 판매관리비 지출 규모를 대리인비용의 대용변수(proxy variable)로 사용한 바 있다.¹⁾

판매관리비 지출에 관한 전통적인 시각과는 달리 최근에는 이의 긍정적인 효과를 제시하는 연구결과도 꾸준히 발표되고 있다. Banker et al.(2006)은 투자자들이 판매관리비 지출의 일부분은 미래 경제적 효익을 발생시키는 무형자산 투자로 인식한다고 하였으며, 판매관리비 지출을 통해 무형자산 투자에 따른 잠재적 가치창출 효과를 얻을 수 있으므로 해당 항목의 지출은 향후 경영성과에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다고 하였다. Banker et al.(2011)은 스톡옵션과 같은 주식보상 유인(equity incentives)을 구축하여 합리적 판매관리비 지출 결정을 수행함으로써 미래 가치창출을 도모할 수 있다고 하였다. Anderson et al.(2007), 홍철규 외(2015)는 판매관리비 지출과 미래 기업성과 간 관계를 분석한 결과, 당기 매출이 감소함에도 불구하고 판매관리비 지출 비중이 증가하는 경우, 경영자의 향후 수익전망에 대한 긍정적인 정보가 시장에 전달되므로 판매관리비 지출은 미래 재무적 성과에 긍정적 영향을 미치는 것으로 보고하였다. 나아가 Baumgarten et al.(2010)은 경영자의 의도적인 판매관리비 지출 확대가 미래 경영성과에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 보고하였다.

무형자산성 지출의 일환으로, 조직자본(organization capital)의 관점에서 기업의 경영성과를 규명하는 연구도 활발하다. 조직자본은 기업의 가치창출과 지속 가능한 경쟁력 유지에 핵심적인 요소로서, 넓은 의미로는 인적 자원뿐만 아니라 물리적 자원, 기업 고유의 비즈니스 관행, 프로세스, 보상시스템 등 기업의 가치창출과 지속 가능한 경쟁력을 유지시키는 기술의 집약(agglomeration)을 포괄하는 개념이며, 좁은 의미로는 기업의 구성원 내지 핵심인재에게 내재되어 있는 지식과 전문성(expertise)을 의미한다(Lev & Radhakrishnan, 2005; Eisfeldt & Papanikolaou, 2013; Leung et al, 2018). 그런데 조직자본은 조달한 자금의 운용 또는 투자 측면을 보여주는 재무상태표에 나타나는 것이 아니라 대부분 손익계산서의 판매관리비 항목에 집계되는 것으로 알려져 있으며, 그에 따라 Lev & Radhakrishnan (2005), Eisfeldt & Papanikolaou(2013) 등 다

1) Ang et al.(2000)은 대리인비용의 대용변수로 영업비용(operating expense)을 매출액으로 표준화한 값을 사용하였는데, 여기서 영업비용의 대표적 항목 중 하나가 판매관리비이다. 또한, Singh & Davidson III(2003)은 판매관리비를 대리인비용의 대용변수로 사용하였으며, 국내 기업들을 대상으로 박헌준 외(2004)은 접대비와 기밀비의 합계(판매관리비의 구성항목)를 경영자 사적소비(managerial perquisite consumption)의 대용변수로 사용하였다.

수의 선행연구에서는 판매관리비의 일부를 축적하여 조직자본을 측정해왔다.²⁾ 조직자본을 실증적으로 측정하기 위해 Eisfeldt & Papanikolaou(2013)는 판매관리비를 소비자물가지수(CPI)로 표준화하여 실질 판매관리비 지출을 계산한 다음, 이를 누적하는 방법으로 조직자본을 측정하였다. 그들은 조직자본과 미래 경영성과 간 관련성을 분석한 결과, 조직자본이 많을수록 생산성이 높고, 추가성과가 우수하며, 경영진에 대한 보상수준이 높은 것으로 보고하였다. 또한, Tronconi & Marzetti(2011)은 유럽 기업들을 대상으로 조직자본이 향후 경영성과에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 보고하였으며, Leung et al.(2018)은 OECD 20개 국가의 기업들을 대상으로 조직자본이 향후 추가성과에 유의한 양(+)의 영향을 미친다는 실증분석 결과를 제시하였다.

무형자산은 유형자산보다 공개정보가 적고 가치평가에 어려움이 있어 판매관리비 또는 그 세부항목에 내재된 무형자산성 지출 항목의 가치창출력에 관한 정보가 주가에 충분히 반영되지 않을 가능성이 크다. 자산가격결정오류(mispricing) 관점에서 무형자산성 지출과 미래 주식수익률 간 관계를 규명한 연구들은 대체로 두 변수 간 양(+)의 관계가 나타난다는 실증분석 결과를 제시하였다. 이는 시장참여자들이 무형자산성 지출 항목의 가치창출력을 제대로 산정하지 못한 채 과소평가(또는 과소반응)하였다가 이후 해당 항목의 가치창출 정보가 주가에 반영되면서 주가가 상승하는 행태를 나타내기 때문이다. Lev & Sougiannis(1996), Kothari et al.(2002), 임승연(2020) 등에 따르면 연구개발비는 당기 비용으로

처리되어 당해 수익성에는 부정적으로 작용하지만, 투자속성으로 인해 미래 추가성과에는 긍정적으로 작용한다고 하였다. 유사한 맥락에서 Chan et al.(2001)은 연구개발비와 광고비 지출은 모두 당기 비용처리 되어 과소평가되다가 이후 과소평가가 해소되면서 미래 주식수익률과 양(+)의 관계가 나타나는 것으로 보고하였다. Edmans(2011)는 직원이 일하기 좋은 100대 기업의 미래 주식수익률이 업계 평균보다 우수하다는 실증 분석결과를 제시하면서, 직원 만족도와 같은 무형자산성 항목의 가치창출력이 시장에서 과소평가된다고 하였다. Huang et al.(2015)은 가족기업(Family firms)을 대상으로, Symitsi et al.(2018)은 Glassdoor의 온라인 직원 리뷰 자료에 근거하여, 각각 직원만족도는 미래 기업가치 및 경영성과(ROA)에 유의한 양(+)의 영향을 미친다는 실증 분석결과를 제시하였다.

한편, 판매관리비 지출과 재무성과 간 동시적(contemporaneous) 관계를 분석한 선행연구들은 대체로 두 변수 간 양(+)의 관계가 나타나는 것으로 보고하였다. 김연용(2004)은 상관관계 분석을 통해 판매관리비 지출과 경영성과 간에는 양(+)의 상관관계가 나타난다고 보고하였으며, 손정근 외(2016, 2017), 한영희(2017)는 판매관리비 지출은 기업가치에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 보고하였다. 오희화 외(2021)는 유통업종을 대상으로 판매관리비 지출은 기업가치와 경영성과에 모두 유의한 양(+)의 영향을 미친다는 실증 분석결과를 제시하였다.

다음으로 판매관리비의 주요 구성항목과 재무성과

2) “추상적 개념의 조직자본을 실증적으로 측정하기 위해 Lev & Radhakrishnan(2005) 등은 자본화된(capitalized) 판매관리비 개념으로 조직자본을 산출하는 방안을 제안하였다. 기업의 객관적 재무정보 중에서 조직자본의 개념에 가장 잘 부합하는 항목들은 임직원 훈련 및 교육비용, OJT 비용, 생산 및 업무 프로세스 개선비용, 정보통신(IT) 비용, 연구비 및 경영상태, 브랜드가치 제고를 위한 비용 등인데, 이러한 항목들은 모두 판매관리비 계정에 포함된다.” (권세훈 외, 2016; 김성우 외, 2017)

간 동시적 관계를 분석한 연구를 살펴보자. 첫째, 연구개발비 지출과 재무성과 간 관계를 분석한 연구들은 대체로 둘 간 양(+)의 관계가 있는 것으로 보고하였다(전성일 외, 2003; 정혜영 외, 2004; 허화 외, 2007; 박준우, 2009; 이정길, 2010; 이규진 외, 2015; 송동섭 외, 2018; 이동하 외, 2020; 홍희정, 2024). 허화 외(2007)는 연구개발비 지출이 기업가치에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 보고하였으며, 정균오 외(2005)는 자본화된 연구개발비는 기업가치에 유의한 영향을 미치지 않지만, 비용처리 연구개발비는 기업가치에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 보고하였다. 한편, 곽영민 외(2013)는 국내 전자부품 업종을 대상으로 과거 및 당기 연구개발비는 당기 주가에 유의한 양(+)의 영향을 미치지 않지만, 제약업종에서는 연구개발비의 가치 관련성이 통계적으로 유의성이 나타나지 않아, 무형자산성 지출의 가치관련성은 업종에 따라 상이하게 발현될 수 있다고 하였다. 둘째, 광고비 지출과 재무성과 간 관계를 분석한 연구들은 둘 간 양(+)의 관계(전성일 외, 2003; 정혜영 외, 2004; 정균오 외, 2005; 허화 외, 2007; 이규진 외, 2015; 이상열, 2016; 한영희, 2017)를 보고한 연구와 비유의적 관계를 보고한 연구(박준우, 2009; 오윤경, 2013; 송동섭 외, 2018)가 양립한다. 전성일 외(2003), 정혜영 외(2004), 허화 외(2007) 등은 광고비 지출이 기업가치에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 보고하였으며, 이상열(2016)의 연구에서도 둘 간 양(+)의 관계가 나타났지만 이러한 관계는 기업수명주기에 따라 차이를 보인다고 하였다. 한편, 이창섭 외(2022)는 게임업종 대상으로 광고비 지출과 기업가치 간 유의한 음(-)의 관계를 보고하였으며, 최정미(2023)는 식음료 업종을 대상으로 두 변수 간 유의한 양(+)의 관계를 보고하는 등 광고비 지출의 가치

관련성 또한 업종에 따라 상이한 행태를 보고하였다. 셋째, 직원에 대한 교육비 지출과 재무성과 간 관계를 분석한 연구들은 둘 간 양(+)의 관계(김성환 외, 2011; 이규진 외, 2015; 이동하 외, 2020), 음(-)의 관계(송동섭 외, 2018) 및 비유의적 관계(김연용, 2003; 정혜영 외, 2004)를 보고한 연구가 공존한다. 김성환 외(2011)는 직원에 대한 교육투자가 당기 경영성과(ROA)에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 보고하였으며, 이규진 외(2015), 이동하 외(2020)는 교육훈련비 지출이 기업가치에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 보고하였다. 교육비 지출 외에도 김희은 외(2021)는 잡플래닛(Jobplanet)의 온라인 직원 리뷰 자료를 이용하여 직원만족도가 당기 및 차기 기업가치에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 보고하였다. 그러나 김연용 외(2003), 정혜영 외(2004)는 교육훈련비와 기업가치 간에 통계적 유의성이 나타나지 않는다고 보고하였으며, 송동섭 외(2018)는 교육훈련비 지출과 기업가치 간 유의한 음(-)의 관계가 나타난다고 보고하였다. 그 외 판매촉진비 지출과 재무성과 간 관계를 분석한 연구를 살펴보면, 이호택 외(2014), 이상열(2016)은 판매촉진비와 기업가치 간 유의한 양(+)의 관계가 나타나는 것으로 보고한 반면, 한영희(2017)의 연구에서는 두 변수 간 유의한 음(-)의 관계가 나타나는 실증 분석결과를 제시하였다.

III. 연구 설계

3.1 모형 설계 및 변수의 정의

본 연구는 판매관리비 지출과 기업가치 간의 관계

를 분석하기 위해 식 (1)과 같은 회귀모형을 설정한다.

$$Q_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 SG\&A_{it} + \beta_{Controls} Controls_{it} + \varepsilon_{it+1} \quad (1)$$

기업가치를 대변하는 변수로서 Tobin's Q는 자산의 시장가치(market value)를 자산의 대체원가(replacement cost)로 나눈 비율로 정의되지만, 분모인 자산의 대체원가는 현실적으로 정확한 측정이 어려우므로 대다수 선행연구에 따라 대체원가 대신 자산의 장부가액을 사용한다(박헌준 외, 2004; 김희은 외, 2021; 김현석, 2024). 식 (1)에서 종속변수인 Tobin's Q는 기업가치의 대용변수로서, 「(자산총계 - 보통주 장부가치 + 보통주 시장가치) / 자산총계」로 측정한다. 따라서 주가가 상승하여 장부가치 대비 시장가치가 커질수록 Tobin's Q(M/B 비율)는 증가하며, 이는 주식시장에서 참가자들의 평가가 호의적인 것으로 해석할 수 있다.

식 (1)에서 설명변수는 손익계산서 상 판매관리비(SG&A)와 그 세부항목인 연구개발비(R&D), 광고비(AD), 인건비(XLR)에 대한 지출로 구성되며, 각각 기초시점 자산총계로 표준화(scale)한다. 만일 주식시장에서 판매관리비 지출에 대해 음(-)의 경영 효율성 지표 또는 대리인비용의 지표로 인식하여 부정적으로 평가한다면 판매관리비 지출(SG&A)은 기업가치(Q_{t+1})에 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. 그러나 주식시장에서 판매관리비 지출을 통해 무형자산성 지출에 따른 장래 가치창출을 기대하는 경우, 판매관리비 지출(SG&A)은 기업가치(Q_{t+1})에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. 자산가격결정오류 관점에서도 시장참여자들 이 판매관리비 지출 항목의 가치창출력을 제대로 산정하지 못한 채 당기 판매관리비를 과소평가한다면, 이후 해당 항목의 가치창출

정보가 주가에 반영되어, 판매관리비 지출(SG&A)은 기업가치(Q_{t+1})에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다.

판매관리비 지출 이외에 기업가치에 영향을 미칠 수 있는 다양한 요인들을 통제하기 위해 자본적 지출 비율(CAPEX), 기업규모(SIZE), 레버리지 비율(LEV), 수익성 비율(EBIT) 등을 통제변수로 두며, 주요변수의 정의는 <표 1>에 정리되어 있다. 통제변수 중에서, 자본적 지출 비율(CAPEX)은 「유형자산 순취득액 / 기초시점 자산총계」로 측정하며, 유형자산 순취득액은 현금흐름표상 투자활동으로 인한 현금흐름계정 중 '유형자산의 증가'에서 '유형자산의 감소'를 차감하여 측정한다. 자본적 지출은 기계장치, 건축물 등 고정자산(또는 비유동자산)에 대한 지출을 의미하며 이를 통해 고정자산의 가치를 증가시키거나 사용연한(내용연수)을 연장시킬 수 있으므로, 자본적 지출 비율(CAPEX)은 기업가치에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. 기업규모(SIZE)는 「log(자산총계)」로 측정하며, 기업규모가 클수록 성장기회가 감소하는 경향이 있으므로(Agrawal & Knoeber, 1996; Choi, 2013) 동 변수는 기업가치에 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. 레버리지 비율(LEV)은 「(단기금융부채 + 장기금융부채) / 자산총계」로 측정하며, 레버리지 비율이 상승할수록 이자비용에 대한 절세효과로 기업가치가 증가하므로 동 비율은 기업가치에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. 그러나 레버리지 비율이 일정수준 이상으로 상승하면 재무적 곤경비용이 커지고 대리인비용이 발생하여 기업가치에 부정적으로 작용할 가능성도 있다. 수익성 비율(EBIT)은 「영업이익 / 기초시점 자산총계」로 측정하며, 수익성이 증가할수록 미래 현금흐름이 증가하므로 동 변수는 기업가치(Q_{t+1})에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다.

〈표 1〉 주요변수의 정의

변수	정의
Q	(자산총계 - 보통주 장부가치 + 보통주 시장가치) / 자산총계
SG&A	판매관리비 / 기초시점 자산총계
R&D	연구개발비 / 기초시점 자산총계
AD	광고비 / 기초시점 자산총계
XLR	인건비 / 기초시점 자산총계
CAPEX	자본적 지출 / 기초시점 자산총계
SIZE	log(자산총계)
LEV	(단기금융부채 + 장기금융부채) / 자산총계
EBIT	영업이익 / 기초시점 자산총계

3.2 표본 선정

본 연구의 표본기간은 2000-2022년이며, 한국거래소 유가증권시장에 상장된 12월 결산 기업들을 분석대상으로 한다. 금융, 보험업 및 유틸리티 산업은 자본구조, 정부의 규제감독 측면에서 일반 기업들과 차이가 있으므로 분석대상에서 제외하며, 실증분석에 필요한 재무 및 주가자료는 FnGuide의 데이터 가이드에서 추출한다. 총자산이 결측(missing)이거나 자본의 장부가치가 음(-)인 기업-연도 관측치는 표본에서 제외하고, 판매관리비가 매출액보다 큰 기업-연도 관측치도 표본에서 제외한다. 또한, 극단치로 인한 분석결과의 왜곡문제를 완화시키기 위해 변수들을 상하위 1% 수준에서 윈저라이즈(winsorize)한다. 이상의 조건을 충족시키는 최종 표본은 11,378개의 기업-연도 관측치로 구성된다.

IV. 실증분석 결과

4.1 기초통계량

〈표 2〉는 표본기업의 기초통계량을 보여준다. 먼

저 회귀모형의 종속변수로 사용되는 기업가치 변수(Q_{t+1})의 평균은 1.02로 나타나, 자산의 장부가치와 시장가치는 평균적으로 유사한 수준이다. 회귀모형의 설명변수로 사용되는 판매관리비 비율(SG&A)의 평균은 14.78%로 나타나, 국내 유가증권시장 상장 기업은 총자산 대비 14~15%가량을 판매관리비로 지출해왔음을 알 수 있다. 판매관리비의 주요 구성항목 중 연구개발비 비율(R&D)의 평균은 1.06%, 광고비 비율(AD)의 평균은 0.72%, 인건비 비율(XLR)의 평균은 4.70%로 각각 나타나, 판매관리비의 주요항목 중 인건비 지출의 비중이 가장 큰 것으로 나타났다.

4.2 단변량 분석

〈표 3〉은 판매관리비 지출규모와 기업가치 변수 간의 단변량 분석결과를 보고하며, 기업가치 변수(Q_{t+1})의 평균과 중앙값이 판매관리비 지출규모 최상위 집단(Q5)과 최하위 집단(Q1) 간에 유의한 차이가 있는지를 t-test와 Wilcoxon-test로 검정한 결과를 보고한다. 패널 A에서 기업가치 변수(Q_{t+1})는 판매관리비 지출규모 최하위 집단(Q1)에서 평균(중앙값)이 0.84(0.80)로 나타나며, 판매관리비 지출비중이

〈표 2〉 기초통계량

이 표는 연도 말 기준으로 주요변수들의 기초통계량을 보고한다. Tobin's Q의 측정 시점은 t+1년도이며, 그 외 기업특성 변수들의 측정 시점은 모두 t년도로 동일하므로 변수명의 간소화를 위해 하첨자를 생략한다.

	N	Mean	Median	Std	Min	Max
Q _{t+1}	11,378	1.02	0.88	0.55	0.38	3.97
SG&A	11,378	0.1478	0.0994	0.1436	0.0137	0.8036
R&D	7,029	0.0106	0.0039	0.0164	0.0000	0.0855
AD	11,378	0.0072	0.0009	0.0155	0.0000	0.0864
XLR	11,378	0.0470	0.0333	0.0412	0.0042	0.2193
CAPEX	11,378	0.0386	0.0251	0.0525	-0.1174	0.2631
SIZE	11,378	26.82	26.58	1.57	23.87	31.33
LEV	11,378	0.2413	0.2310	0.1733	0.0000	0.6912
EBIT	11,378	0.0464	0.0422	0.0643	-0.1631	0.2619

〈표 3〉 단변량 분석

이 표는 주요변수들의 평균(Mean) 및 중앙값(Median) 차이 검정결과를 보고한다. 평균 차이 검정결과는 t-통계량으로, 중앙값 차이 검정결과는 Wilcoxon 순위합(rank-sum) 검정의 z-통계량으로 보고한다. ***, ** 및 *는 양측검정 시 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타낸다.

패널 A: 판매관리비 비중과 기업가치

		SG&A Quintile					Difference
		Q1 (Low)	Q2	Q3	Q4	Q5 (High)	(Q5-Q1)
Q _{t+1}	Mean	0.84	0.90	0.97	1.05	1.31	0.47***
	Median	0.80	0.82	0.86	0.91	1.04	0.24***

패널 B: 연구개발비 비중과 기업가치

		R&D Quintile					Difference
		Q1 (Low)	Q2	Q3	Q4	Q5 (High)	(Q5-Q1)
Q _{t+1}	Mean	0.87	0.92	1.01	1.09	1.38	0.50***
	Median	0.81	0.84	0.88	0.93	1.11	0.30***

패널 C: 광고비 비중과 기업가치

		AD Quintile					Difference
		Q1 (Low)	Q2	Q3	Q4	Q5 (High)	(Q5-Q1)
Q _{t+1}	Mean	0.96	0.89	0.97	1.03	1.23	0.26***
	Median	0.86	0.81	0.85	0.88	0.99	0.13***

패널 D: 인건비 비중과 기업가치

		XLR Quintile					Difference
		Q1 (Low)	Q2	Q3	Q4	Q5 (High)	(Q5-Q1)
Q _{t+1}	Mean	0.84	0.90	0.98	1.05	1.32	0.48***
	Median	0.79	0.83	0.87	0.90	1.04	0.25***

증가함에 따라 Q_{t+1} 의 평균과 중앙값도 선형적으로 증가하여, 판매관리비 지출규모 최상위 집단(Q5)에서 Q_{t+1} 의 평균(중앙값)은 1.31(1.04)로 나타난다. 그리고 판매관리비 지출규모에 따른 집단 간 차이 검정결과를 살펴보면, Q_{t+1} 의 평균과 중앙값은 모두 판매관리비 지출규모 최상위 집단(Q5)이 최하위 집단(Q1)보다 1% 수준에서 유의하게 크다. 다음으로 패널 B~D는 판매관리비의 주요항목인 연구개발비(R&D), 광고비(AD), 인건비(XLR)를 대상으로 각 변수와 기업가치 변수와의 단변량 분석결과를 보고한다. 패널 B와 패널 D에서 연구개발비 및 인건비 비중이 증가함에 따라 Q_{t+1} 는 증가하는 경향이 나타난다. 패널 C의 광고비 비중에 따른 Q_{t+1} 의 추세는 Q1~Q2 구간에서는 감소하다가 그다음 구간부터는 광고비 비중이 증가함에 따라 선형적으로 증가하는 추세를 보인다.

4.3 판매관리비 지출과 기업가치 간 관계 분석

4.3.1 회귀분석 결과

〈표 4〉는 판매관리비(SG&A)와 그 세부항목인 연구개발비(R&D), 광고비(AD), 인건비(XLR)를 대상으로 각 변수와 기업가치(Q_{t+1}) 간 관계를 분석한 결과를 보고한다. 먼저 판매관리비 지출(SG&A)을 설명변수로 설정한 모형 (1)의 추정결과를 보면, 판매관리비 지출(SG&A)은 기업가치(Q_{t+1})에 1% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나, 판매관리비 지출은 미래 기업가치 제고에 도움이 되는 방향으로 작용하며 선행연구인 Banker et al.

(2006), 홍철규 외(2015) 등의 분석결과와도 일관성이 있다. 따라서 판매관리비 지출에 대한 주식시장의 평가는 음(-)의 경영 효율성 지표 또는 대리인비용의 지표라는 부정적 인식보다는 무형자산성 지출로 인한 장래의 가치창출 등 긍정적 인식이 지배하고 있음을 알 수 있다. 다음으로, 판매관리비의 세부항목에 대한 분석결과, 연구개발비 지출(R&D)과 인건비 지출(XLR)은 기업가치(Q_{t+1})에 모두 유의한 양(+)의 영향을 미치지만, 광고비 지출(AD)은 기업가치(Q_{t+1})에 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.³⁾ 이는 판매관리비의 세부항목 중 연구개발비(R&D) 및 인건비(XLR) 지출은 미래 기업가치 제고에 도움이 되며, 해당 지출에 대한 주식시장의 평가는 긍정적인 것으로 해석할 수 있다.⁴⁾

통제변수 중에서, 자본적 지출 비율(CAPEX)은 모형 (1)~(4)에서 모두 기업가치(Q_{t+1})에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나, 자본적 지출을 통한 고정자산의 가치 증대나 사용연한의 연장은 미래 기업가치에 긍정적으로 작용하는 것으로 나타났다. 기업규모(SIZE)의 회귀계수는 유의한 음(-)의 값으로 추정되어 기업규모가 클수록 성장기회가 감소하는 경향을 보인다는 Agrawal & Knoeber(1996), 최영목(2013) 등의 분석결과와 일관성이 있다. 또한, 수익성 비율(EBIT)의 회귀계수는 사전에 예상한 바와 같이 유의한 양(+)의 값으로 나타났다.

4.3.2 강건성 검증

표본 구축과정에서 이미 모든 변수들을 상하위 1% 수준에서 윈저라이즈(winsorize)하였기 때문에 극단

3) 단, 광고비 지출과 기업가치 간 관계는 여러 선행연구에서 보고한 것처럼 업종에 따라 차이를 보일 수 있다.

4) 익명의 심사자의 제안에 따라, 연구개발비, 광고비, 인건비 외에 판매촉진비를 대상으로 기업가치와의 관련성을 분석해 보았으나 유의한 관계가 나타나지 않았다.

〈표 4〉 판매관리비 지출과 기업가치 간 관계

이 표는 판매관리비 지출과 기업가치 간 관계를 분석한 결과를 보고한다. 각 모형의 종속변수는 기업가치의 대응변수인 Tobin's Q(Q_{t+1})이다. 모형 (1)-(4)에서 설명변수는 판매관리비(SG&A)와 이의 세부항목인 연구개발비(R&D), 광고비(AD), 인건비(XLR)에 대한 지출로 구성되며, 각각 기초시점 자산총계로 표준화한다. 모형 (1)-(4)에서 통제변수는 공히 자본적 지출(CAPEX), 기업규모(SIZE), 자본구조(LEV), 수익성(EBIT)이다. ()안은 산업에 대해 조정된 군집 표준오차(clustered standard errors by industry)를 계산한 후 산출한 t값이며, ***, ** 및 *는 양측검정 시 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타낸다.

	Dependent variable: Q_{t+1}			
	(1)	(2)	(3)	(4)
SG&A	0.661*** (4.32)			
R&D		6.588** (2.58)		
AD			-0.955 (-0.56)	
XLR				1.432** (2.47)
CAPEX	0.432*** (3.24)	0.363*** (3.62)	0.560*** (4.11)	0.469*** (3.90)
SIZE	-0.174*** (-7.07)	-0.213*** (-10.12)	-0.182*** (-7.68)	-0.174*** (-7.96)
LEV	0.240 (1.54)	0.160 (1.02)	0.244 (1.55)	0.247 (1.57)
EBIT	0.968*** (3.22)	1.124*** (3.28)	1.105*** (3.90)	0.993*** (3.29)
Intercept	4.848*** (7.84)	5.868*** (11.12)	5.261*** (8.95)	4.876*** (9.35)
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm FE	Yes	Yes	Yes	Yes
N	11,378	7,029	11,378	11,378
Adjusted R ²	0.5991	0.6263	0.5934	0.5957

치로 인한 분석결과의 왜곡가능성은 크지 않을 것으로 추측된다. 그러나 여러 선행연구에서 최초상장주식의 저가발행(underpricing)과 이후 장기 저성파(long-term underperformances) 현상(Ritter, 1991; Rock, 1986; Ritter & Welch, 2002; Boulton et al, 2010; 김현아 외, 2010; 광노결 외, 2015; 김현석 외, 2023), 신규상장 전후로 나타

나는 이익조정 현상(Aharony et al, 1993; Teoh et al, 1998; 김권중 외, 2004; 김진우 외, 2010)이 보고된 것을 고려하면, 신규상장 기업의 재무적 특성이 기상장 기업의 재무적 특성과 차이를 보일 가능성을 배제할 수 없다. 이에 신규상장 기업을 표본기업에 포함시킴으로써 발생할 수 있는 변수의 왜곡 가능성을 추가적으로 고려하여, 신규상장 직후 관

측치를 제외한 하위표본의 추정결과를 살펴보고자 한다. <표 5>의 패널 A는 신규상장 직후 4년(IPO ~ IPO+3)의 기업-연도 관측치를 제외한 하위표본의 추정결과를 보고한다. 먼저 판매관리비 지출(SG&A)을 설명변수로 설정한 모형 (1)의 추정결과를 살펴보면, 판매관리비(SG&A) 지출은 기업가치(Q_{t+1})에 1% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나, <표 4>의 추정결과와 일관성이 있다. 그리고 모형 (2)~(4)에서 판매관리비의 세부항목인 연구개발비(R&D), 인건비(XLR) 및 광고비(AD)에 대한 추정결과도 <표 4>의 추정결과와 일관성 있게 나타났다.⁵⁾

여러 선행연구에서는 판매관리비 지출과 미래 재무성과 간의 관계는 경영환경이 호전되는 시기와 악화되는 시기 간에 차이가 있는 것으로 보고하고 있다. Abarbanell & Bushee(1997)는 판매관리비 지출이 미래 재무성과에 미치는 영향은 직전년도에 이익이 감소한 경우와 그렇지 않은 경우에 차이가 있으며, 낮은 GDP 기간(low-GDP periods)과 그렇지 않은 기간에 차이가 있다는 실증분석결과를 제시하였다. 뿐만 아니라 Anderson et al.(2007)은 기업의 경영환경이 악화되는 시기(전기 대비 당기 매출 감소)임에도 불구하고 판매관리비 지출 비중이 높은 경우 시장은 이를 긍정적인 신호로 받아들이며, 그로 인해 판매관리비 지출은 향후 재무성과에 양(+)의 영향을 미친다는 실증분석 결과를 제시하였다. 따라서 본 연구의 분석결과가 경영환경이 악화되는 시기에 국한되

어 나타나는 현상인지 아니면 보편적인 현상인지를 구분할 필요가 있다. <표 5>의 패널 B~C는 경영환경이 악화될 가능성이 큰 글로벌 금융위기(GFC) 기간(2008-2009년)과 COVID-19 팬데믹 기간(2020-2022년)의 기업-연도 관측치를 제외한 하위표본의 추정결과를 각각 보고한다. 패널 B~C에 대한 분석결과, 판매관리비(SG&A) 지출은 기업가치(Q_{t+1})에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나며, 판매관리비의 세부항목의 추정결과도 <표 4>의 추정결과와 일관적이다.⁶⁾ 그리고 패널 D는 전년 대비 당기 매출액이 감소한 기업-연도 관측치를 제외한 하위표본의 추정결과를 보고하며, 분석결과는 <표 4>의 추정결과와 일관성이 있다. 따라서 판매관리비 지출이 미래 기업가치에 미치는 긍정적인 영향은 기업의 경영환경이 악화되는 시기에 국한되어 나타나는 현상이라기보다는 표본기간 전반에 걸쳐 나타나는 현상으로 판단할 수 있다.

본 연구에서는 모형 추정 시 종속변수와 독립변수 간 시차를 설정함으로써 판매관리비와 기업가치 간 역인과관계 등으로 인한 내생성(endogeneity)의 문제를 완화시키고자 하였으며, 기업더미 및 연도더미를 추가하여 관측되지 않는 기업고유효과 및 시간효과를 통제함으로써 누락변수(omitted variable)로 인한 내생성의 문제를 완화시키고자 하였다. 그러나 이 경우에도 독립변수와 오차항 간 상관관계가 유의적으로 나타날 가능성이 완전히 사라진 것은 아니므로, 이번에는 GMM 추정법을 사용하여 내생성으로 인한

5) 표에는 보고되어 있지 않지만, 신규상장 후 2년간(IPO ~ IPO+1) 및 3년간(IPO ~ IPO+2) 기업-연도 관측치를 제외한 하위표본의 추정결과도 질적으로 동일하다.

6) 추가적으로 GFC 더미(GFC 기간이면 1, 그렇지 않으면 0)와 COVID19 더미(COVID-19 팬데믹 기간이면 1, 그렇지 않으면 0)을 설정한 다음, 판매관리비 지출과 각 변수의 상호작용 효과를 분석하였다. 판매관리비 지출과 GFC 더미의 상호작용 변수(SG&A×GFC)는 유의한 음(-)의 값으로 추정되었고, 판매관리비 지출과 COVID19 더미의 상호작용 변수(SG&A×COVID19)는 통계적으로 유의하지 않아, GFC 기간 및 COVID-19 팬데믹 기간에 '판매관리비 지출과 미래 기업가치 간 양(+)의 관계'가 뚜렷하게 나타난다는 증거를 발견할 수 없었다.

추정결과의 편의문제를 최소화하고자 한다. <표 5>의 패널 E는 2단계 GMM 추정결과를 보고한다. 과대 식별(over-identification) 여부를 검정한 Hansen J-test 결과를 보면, 모형 (1)-(4)에서 모두 '모형에

서 사용한 도구변수들은 오차항과 상관관계가 없다'는 귀무가설(H_0)을 기각하지 못하며, 오차항에 대해 2계 자기상관 여부를 검정하는 AR(2) test 결과에서도 모두 '2계 자기상관이 없다'는 귀무가설(H_0)을

<표 5> 판매관리비 지출과 기업가치 간 관계: 강건성 검정

이 표는 판매관리비 지출과 기업가치 간 관계를 분석한 결과를 보고한다. 패널 A는 상장 후 4년간의 관측치를 제외한 하위표본의 추정결과를, 패널 B는 글로벌 금융위기(2008-2009년)의 관측치를 제외한 하위표본의 추정결과를, 패널 C는 COVID-19 기간(2020-2022년)의 관측치를 제외한 하위표본의 추정결과를, 패널 D는 전년 대비 매출액이 감소한 관측치를 제외한 하위표본의 추정결과를 각각 보고하며, 패널 E는 2단계 GMM(two-step GMM)을 이용한 추정결과를 보고한다. 패널 A~E 모두 각 모형의 종속변수는 기업가치의 대용변수인 Tobin's Q(Q_{t+1})이다. 모형 (1)-(4)에서 설명변수는 판매관리비(SG&A)와 이의 세부항목인 연구개발비(R&D), 광고비(AD), 인건비(XLR)에 대한 지출로 구성되며, 각각 기초시점 자산총계로 표준화한다. 모형 (1)-(4)에서 통제변수는 공히 자본적 지출(CAPEX), 기업규모(SIZE), 자본구조(LEV), 수익성(EBIT)이다. 패널 A~D에서 ()안은 산업에 대해 조정된 군집표준오차(clustered standard errors by industry)를 계산한 후 산출한 t값이며, 패널 E의 ()안은 Windmeijer(2005)의 방법으로 표준오차 편의를 수정한 후 산출한 t값을 나타낸다. ***, ** 및 *는 양측검정 시 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타낸다.

	패널 A: IPO ~ IPO+3 year 제외				패널 B: GFC 기간(2008-2009년) 제외			
	Dependent variable: Q_{t+1}				Dependent variable: Q_{t+1}			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)
SG&A	0.671*** (3.51)				0.723*** (3.61)			
R&D		6.846*** (4.18)				6.578*** (3.88)		
AD			-0.889 (-0.58)				-1.170 (-0.72)	
XLR				1.494*** (2.83)				1.532*** (2.90)
CAPEX	0.433*** (3.86)	0.356** (2.49)	0.562*** (5.13)	0.468*** (4.50)	0.395*** (3.36)	0.320** (2.18)	0.545*** (4.73)	0.441*** (4.05)
SIZE	-0.171*** (-7.87)	-0.207*** (-9.24)	-0.179*** (-8.51)	-0.171*** (-8.18)	-0.170*** (-7.69)	-0.211*** (-8.99)	-0.179*** (-8.42)	-0.171*** (-8.05)
LEV	0.240*** (2.70)	0.160 (1.49)	0.244*** (2.74)	0.247*** (2.75)	0.246*** (2.65)	0.161 (1.45)	0.253*** (2.71)	0.254*** (2.71)
EBIT	0.924*** (5.19)	1.086*** (5.35)	1.065*** (6.09)	0.947*** (5.32)	0.949*** (4.89)	1.109*** (5.02)	1.095*** (5.72)	0.977*** (5.02)
Intercept	4.785*** (8.46)	5.708*** (9.92)	5.202*** (9.56)	4.799*** (8.99)	4.737*** (8.22)	5.798*** (9.64)	5.225*** (9.49)	4.797*** (8.82)
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	11,116	6,861	11,116	11,116	10,444	6,460	10,444	10,444
Adj. R ²	0.5995	0.6311	0.5936	0.5961	0.6005	0.6287	0.5941	0.5966

〈표 5〉 판매관리비 지출과 기업가치 간 관계: 강건성 검정 (계속)

	패널 C: COVID-19 기간(2020-2022년) 제외				패널 D: 전년 대비 매출액 감소 관측치 제외			
	Dependent variable: Q_{t+1}				Dependent variable: Q_{t+1}			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)
SG&A	0.588*** (3.13)				0.609*** (2.92)			
R&D		5.281*** (2.91)				6.299*** (3.88)		
AD			-1.118 (-0.70)				-1.801 (-1.16)	
XLR				1.531*** (3.15)				1.102** (2.36)
CAPEX	0.328*** (3.21)	0.237* (1.86)	0.445*** (4.65)	0.347*** (3.63)	0.414*** (3.32)	0.269* (1.70)	0.533*** (4.52)	0.457*** (3.89)
SIZE	-0.152*** (-7.18)	-0.193*** (-7.96)	-0.156*** (-7.69)	-0.149*** (-7.38)	-0.159*** (-6.90)	-0.190*** (-6.99)	-0.165*** (-7.32)	-0.161*** (-7.16)
LEV	0.214** (2.57)	0.180* (1.87)	0.214** (2.56)	0.219*** (2.61)	0.233** (2.45)	0.140 (1.12)	0.239** (2.51)	0.239** (2.49)
EBIT	0.930*** (5.46)	1.129** (5.30)	1.066*** (6.39)	0.935*** (5.57)	1.214*** (6.01)	1.365*** (5.57)	1.417*** (7.40)	1.277*** (6.56)
Intercept	4.274*** (7.80)	5.359*** (8.69)	4.590*** (8.74)	4.214*** (8.17)	4.442*** (7.41)	5.224*** (7.45)	4.838*** (8.37)	4.540*** (7.91)
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	9,509	5,836	9,509	9,509	7,468	4,646	7,468	7,468
Adj. R ²	0.6160	0.6360	0.6111	0.6139	0.6431	0.6726	0.6387	0.6396

	패널 E: 2단계 GMM 추정 결과			
	Dependent variable: Q_{t+1}			
	(1)	(2)	(3)	(4)
SG&A	0.393*** (3.61)			
R&D		3.393** (2.52)		
AD			-0.698 (-0.79)	
XLR				1.692*** (3.60)
CAPEX		-0.224*** (-2.81)	-0.267** (-2.35)	-0.171** (-2.23)
SIZE		0.003 (0.11)	0.003 (0.08)	0.029 (0.86)
LEV		-0.163* (-1.66)	-0.203 (-1.63)	-0.154 (-1.60)
EBIT		-0.442*** (-3.65)	-0.505*** (-3.56)	-0.369*** (-3.16)
N		9,646	5,729	9,646
Hansen J-test		0.187	0.355	0.162
m ₂ test for AR(2)		0.593	0.764	0.656

기각하지 못하는 것으로 나타나, 도구변수의 사용은 적절하며 내생성으로 인한 편의의 문제가 적절히 통제된 것으로 볼 수 있다(김현석, 2021). 모형 (1)에서 판매관리비(SG&A)의 회귀계수는 유의한 양(+)의 값으로 추정되었으며, 모형 (2)~(4)에서 판매관리비의 세부항목인 연구개발비(R&D), 인건비(XLR) 및 광고비(AD)에 대한 추정결과도 <표 4>의 추정결과와 일관성 있게 나타났다.

<표 4~5>의 분석결과를 요약하면, 판매관리비 지출은 기업가치에 긍정적으로 영향을 미치는 것으로 나타나, 판매관리비 지출에 대한 시장참가자들의 평가는 대리인비용의 증가와 같은 부정적 평가보다는 무형자산성 지출에 따른 장래 가치창출과 같은 긍정적 평가가 지배하는 것으로 나타났다. 또한, 판매관리비 지출과 기업가치 간 양(+)의 관계가 기업의 경영환경이 악화되는 시기에 국한되어 나타나는 현상이라는 증거는 미미하다. 판매관리비의 세부항목 중에서는 연구개발비와 인건비 항목이 미래 기업가치 제고에 긍정적으로 작용하는 것으로 나타났다.

지금부터는 무형자본의 특성을 잘 반영하는 것으로 알려진 기업가치 측정치인 Peters & Taylor(2017)의 Total Q를 사용하여 판매관리비 지출과 기업가치 간 관계를 재차 검증하며, Total Q 계산과정에서 산출한 무형자본 측정치를 이용하여, 무형자본에 대한 투자가 장래 기업가치 제고에 도움이 되는지를 추가적으로 분석하고자 한다.

Peters & Taylor(2017)의 연구에서 제안한 무형자본(Intangible Capital)은 재무상태표 상 무형자산(Intangible Asset) 항목과 구분되는 개념이며, 기업 내부에서 창출한 무형자본과 외부에서 구매한 무형자본으로 구성된다. 일반적으로 내부창출 무형자

본은 손익계산서 상 비용(판매관리비와 그 세부항목)으로 처리되며, 외부에서 구매한 무형자본은 무형자산 항목에 기록된다(Peters & Taylor, 2017; 김병모, 2023). 따라서 무형자본은 재무상태표의 무형자산 항목보다 광의의 개념이다.

내부창출 무형자본은 지식자본(G: R&DCapital)과 조직자본(O: OrgCapital)으로 구성되며, 식 (2)~(3)과 같이 영구재고법(Perpetual Inventory Method)에 따라 각각 과거 연구개발비 지출 및 판매관리비 지출의 일부를 축적하는 방식으로 계산한다.

$$G_{it} = (1 - \delta_{R\&D})G_{it-1} + R\&D_{it} \quad (2)$$

구체적으로 지식자본(G_t)은 전기 지식자본(G_{t-1})을 감가상각률($\delta_{R\&D}$) 만큼 할인한 다음 여기에 당해 연구개발비($R\&D_t$)를 합산하여 측정한다. 식 (2)에서 연구개발비($R\&D_t$)는 「손익계산서 상 연구개발비 지출 / 소비자물가지수」로 측정하며, 이는 연구개발비를 소비자물가지수(CPI)로 표준화한 실질 연구개발비 지출이다.⁷⁾ 지식자본의 감가상각률($\delta_{R\&D}$)은 Peters & Taylor(2017), 김병모(2023)의 연구에 따라 15%를 사용하며, 이 값은 미국 경제분석국 BEA(Bureau of Economic Analysis)에서 연구개발비에 대한 감가상각률로 흔히 사용하는 수치이다. 그리고 지식자본의 초기값(G_0)은 첫째 연구개발비 지출을 지식자본의 감가상각률($\delta_{R\&D}$)로 나누어 측정한다($G_0 = R\&D_1 / 0.15$).

$$O_{it} = (1 - \delta_{SG\&A})O_{it-1} + (0.3 \times SG\&A_{it})_{it} \quad (3)$$

7) 소비자물가지수(CPI)는 한국은행 경제통계시스템에서 입수하였으며, 2020년 기준의 소비자 총물가지수를 사용한다(2020년 CPI=100).

조직자본(O_t)은 전기 조직자본(O_{t-1})을 감가상각률($\delta_{SG\&A}$) 만큼 할인한 값에 당해 판매관리비($SG\&A_t$)의 30%를 더한 값으로 측정한다. 이는 기업들이 전체 판매관리비($SG\&A_t$) 중 30%는 조직자본을 구축하는데 사용하고, 나머지 70%는 당해 이익창출을 위한 운영비용으로 사용한다는 가정하에 산정된 값이다. 식 (3)에서 판매관리비($SG\&A_t$)는 「판매관리비 지출 - 연구개발비 지출 / 소비자물가지수」로 측정하며, 이는 판매관리비 중 지식자본 구축에 사용되는 연구개발비를 제외한 후 소비자물가지수(CPI)로 표준화한 실질 판매관리비 지출이다. 조직자본의 감가상각률($\delta_{SG\&A}$)은 20%를 사용하며, 조직자본의 초기값(O_0)은 첫째 판매관리비 지출을 조직자본의 감가상각률($\delta_{SG\&A}$)로 나누어 측정한다($O_0 = SG\&A_1 / 0.2$).

최종적으로 무형자본(IntanCapital)은 지식자본(G: R&DCapital)과 조직자본(O: OrgCapital), 재무상태표 상 무형자산(IntanAsset) 항목을 합산한 값으로 정의하며, 이렇게 산출한 무형자본(IntanCapital)에 유형자산을 더하여 유무형자본 총계(TC: Total Capital)를 구성한다. 회귀분석 시 종속변수와 설명변수로 사용되는 주요변수들의 조작적 정의는 다음과 같이 정리할 수 있다.

- 무형자본(IntanCapital) = 내부창출 무형자본 + 외부구매 무형자본
= 지식자본(R&DCapital) + 조직자본(OrgCapital) + 무형자산(IntanAsset)
- 유무형자본 총계(TC: TotalCapital) = 유형자산 + 무형자본(IntanCapital)

- Peters & Taylor의 Total Q(PT Q) = (자산총계 - 보통주 장부가치 + 보통주 시장가치 - 유동자산) / 유무형자본 총계⁸⁾

〈표 6〉의 패널 A는 판매관리비(SG&A)와 그 세부항목인 연구개발비(R&D), 광고비(AD), 인건비(XLR)를 대상으로 각 변수와 Peters & Taylor (2017)의 무형자본을 고려한 기업가치(PT Q_{t+1}) 간 관계를 분석한 결과를 보고한다. 먼저 판매관리비 지출(SG&A)을 설명변수로 설정한 모형 (1)의 추정결과를 살펴보면, 판매관리비 지출(SG&A)은 무형자본을 고려한 기업가치(PT Q_{t+1})에 1% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 무형자본의 특성을 고려하여 기업가치를 측정하더라도, 판매관리비 지출(SG&A)은 미래 기업가치에 긍정적 영향을 미치는 것으로 판단할 수 있다. 다음으로 모형 (2)~(4)에서 연구개발비(R&D) 및 광고비(AD)의 회귀계수는 통계적으로 유의하지 않으며, 인건비(XLR)의 회귀계수는 유의한 양(+)의 값으로 나타났는데, 이는 무형자산성 지출의 비중이 큰 기업들에게 판매관리비의 주요항목 중 기업가치 제고의 핵심 요인은 인건비 지출임을 시사한다.

〈표 6〉의 패널 B는 무형자본(IntanCapital)과 그 세부항목인 지식자본(R&DCapital), 조직자본(OrgCapital), 무형자산(IntanAsset)을 대상으로 각 변수와 무형자본을 고려한 기업가치(PT Q_{t+1}) 간 관계를 분석한 결과를 보고한다. 세부항목에 대한 분석결과를 먼저 살펴보면, 모형 (2)~(3)에서 지식자본(R&DCapital)과 조직자본(OrgCapital)은 모두 미래 기업가치(PT Q_{t+1})에 유의한 양(+)의

8) Peters & Taylor의 Total Q는 '기업(자산)의 시장가치'를 '유무형자본의 대체원가'로 나누어 산출한다. 여기서, 자산의 시장가치는 유동자산을 차감한 값을 사용하며, 유무형자본의 대체원가는 유형자본의 대체원가(재무상태표 상 유형자산)와 무형자본의 대체원가(지식자본, 조직자본, 무형자산)의 합계액으로 측정한다.

영향을 미치는 반면, 모형 (4)에서 무형자산(Intan Asset)은 미래 기업가치($PT Q_{t+1}$)에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 연구개발비를 축적하여 구축한 '지식자본(R&DCapital)'과 판매관리비(연구개발비 제외)를 축적하여 구축한 '조직자본(OrgCapital)'이 모두 미래 기업가치 제고에 긍정적으로 작용한다는 것을 의미한다. 그리고 무형자본 총계(IntanCapital)를 설명변수로 설정한 모형 (1)에서 무형자본(IntanCapital)은 기업가치($PT Q_{t+1}$)에 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나

타났는데, 이는 기업가치($PT Q_{t+1}$)의 결정요인으로서 지식자본(R&DCapital) 및 조직자본(OrgCapital)의 긍정적 효과와 무형자산(IntanAsset)의 부정적 효과가 상쇄되어 나타난 결과로 추측된다. 한편, 패널 A의 모형 (2)에서 연구개발비 지출(R&D)과 기업가치($PT Q_{t+1}$) 간에는 유의한 관계가 나타나지 않았는데, 이를 패널 B의 모형 (2)에 대한 추정결과와 종합하면, 무형자산성 지출의 비중이 큰 기업들은 당기의 연구개발비 지출을 증가시키는 것보다는 장기적으로 연구개발비를 축적하여 지식자본(R&DCapital)

〈표 6〉 판매관리비 지출 및 무형자본 투자와 기업가치 간 관계: Peters & Taylor(2017)의 Total Q를 이용한 검정

이 표는 무형자본을 고려한 기업가치 측정치인 Peters & Taylor(2017)의 Total Q($PT Q_{t+1}$)를 종속변수로 설정한 다음, 판매관리비 지출(패널 A) 및 무형자본 투자(패널 B)가 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과를 보고한다. 패널 A~B에서 종속변수는 Peters & Taylor(2017)의 Total Q($PT Q_{t+1}$)이다. 패널 A의 모형 (1)-(4)에서 설명변수는 판매관리비(SG&A)와 이의 세부항목인 연구개발비(R&D), 광고비(AD), 인건비(XLR)에 대한 지출로 구성되며, 각각 기초시점 유무형자본 총계(TC)로 표준화한다. 패널 B의 모형 (1)-(4)에서 설명변수는 무형자본(IntanCapital)과 이의 세부항목인 지식자본(R&DCapital), 조직자본(OrgCapital), 무형자산(IntanAsset)으로 구성되며, 각각 기초시점 유무형자본 총계(TC)로 표준화한다. 패널 A~B의 ()안은 산업에 대해 조정된 군집표준오차(clustered standard errors by industry)를 계산한 후 산출한 t값이며, ***, ** 및 *는 양측검정 시 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타낸다.

	패널 A: 판매관리비 지출과 기업가치 간 관계				패널 B: 무형자본 투자와 기업가치 간 관계				
	Dependent variable: $PT Q_{t+1}$				Dependent variable: $PT Q_{t+1}$				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)	
SG&A_TC	0.933*** (3.88)				IntanCapital_TC (%)	0.003 (0.35)			
R&D_TC		2.428 (0.36)			R&DCapital_TC (%)		3.557*** (3.69)		
AD_TC			1.248 (0.30)		OrgCapital_TC (%)			0.441*** (3.90)	
XLR_TC				2.586*** (2.90)	IntanAsset_TC (%)				-0.014* (-1.83)
Intercept	-0.958* (-1.95)	0.092 (0.10)	-0.685 (-0.82)	-0.941* (-1.82)	Intercept	-0.508 (-1.08)	-1.453** (-2.14)	-1.685** (-2.68)	-0.546 (-1.16)
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Firm FE	Yes	Yes	Yes	Yes
N	10,595	6,571	10,595	10,595	N	10,595	10,595	10,595	10,595
Adjusted R ²	0.4181	0.3978	0.3988	0.4159	Adjusted R ²	0.3988	0.4092	0.4285	0.4001

을 형성하는 것이 장래 기업가치 제고에 도움이 될 수 있음을 의미한다.

〈표 6〉의 분석결과를 요약하면, 무형자본의 특성을 고려하여 기업가치를 측정하더라도 판매관리비 지출과 세부항목 중 인건비 지출은 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한, 무형자본 중 내부창출 요소인 지식자본과 조직자본은 미래 기업가치 제고에 긍정적으로 작용하지만, 외부구매 무형자본은 미래 기업가치 제고에 부정적으로 작용하는 것으로 나타났다.

4.4 추가 분석: Mishkin 검정

직전 분석에서 판매관리비 지출에 대한 주식시장의 평가(Tobin's Q)가 긍정적으로 나타나는 것을 확인한 바 있다. 그렇다면 위와 같은 주식시장의 평가가 판매관리비의 가치창출력에 기인한 것인지 아니면 시장참여자들이 판매관리비의 본원적 속성을 이해하지 못한 채 판매관리비 지출에 대해 과대(또는 과소)평가하는 데에 기인하는지를 추가적으로 분석할 필요가 있다. 이와 관련한 대표적인 연구로 발생액 이상현상(accrual anomaly)을 들 수 있다. Sloan(1996)은 시장참여자들이 순이익(NI)의 구성요소인 영업현금흐름(cash flow from operations: 이하 CFO)과 발생액의 속성을 이해하지 못한 채, 영업현금흐름(CFO)은 과소평가하는 한편 발생액은 과대평가하

여 발생액에 대하여 과잉반응(overreaction)을 보이며, 이후 반전효과 또는 회귀효과(reversion)로 인해 당기 발생액이 클(작을)수록 미래 주식수익률은 감소(증가)한다는 실증분석결과를 제시하였다(김현석 외, 2017).

본 절에서는 판매관리비 지출에 대한 주식시장의 긍정적 평가가 판매관리비의 본원적 특성(가치창출력)에 따른 것인지 아니면 자산가격결정오류(mispricing)에 기인하는지를 분석하기 위해, 재무·회계 자료를 이용하여 추정한 이익예측 계수(식 4)와 주식시장에서 평가하는 시장평가 계수(식 5)를 비교하는 'Mishkin 검정'을 이용하고자 한다. 이를 위해 Sloan(1996)의 순이익(NI) 예측회귀모형을 원용하여⁹⁾ 다음과 같이 영업이익 예측회귀모형과 자본시장 가치평가모형을 설정한다.

$$EBIT_{it+1} = \gamma_0 + \gamma_1 EBIT_{it} + \varepsilon_{it+1} \quad (4)$$

$$AR_{it+1} = \beta(EBIT_{it+1} - \gamma_0^* - \gamma_1^* EBIT_{it}) + u_{it+1} \quad (5)$$

식 (4)는 t+1기의 영업이익을 종속변수($EBIT_{it+1}$)로 두고, 영업이익의 1기간 시차변수($EBIT_{it}$)를 설명변수로 둔 자기회귀모형이다. γ_1 은 영업이익(EBIT)의 1차 자기회귀 계수로서, 차기 영업이익에 대한 당기 영업이익의 예측력을 의미한다. 또한, 식 (5)에서 종속변수인 주식 초과수익률(AR_{it+1})은 월별 연

9) Sloan(1996)은 순이익(NI)을 발생액(Accruals)과 영업현금흐름(CFO)으로 분해한 후, 분해된 2가지 항목이 순이익에 대한 예측력을 갖는지를 검정하기 위해 식 (A1)과 같은 이익 예측모형을 설정하였다. 또한, 순이익과 2가지 이익 항목(발생액, 영업현금흐름)에 관한 정보가 주가(수익률)에 반영되는지를 검정하기 위해 식 (A2)와 같은 시장평가모형을 설정하였다. 그리고 Mishkin(1983)의 방법론에 따라 반복가중 비선형 회귀분석을 사용하여 식 (A1)과 식 (A2)를 동시에 추정한 바 있다.

$$NI_{it+1} = \gamma_0 + \gamma_1 Accruals_{it} + \gamma_2 CFO_{it} + \varepsilon_{it+1} \quad (A1)$$

$$AR_{it+1} = \beta(NI_{it+1} - \gamma_0^* - \gamma_1^* Accruals_{it} - \gamma_2^* CFO_{it}) + u_{it+1} \quad (A2)$$

모형의 추정결과, 미래 순이익에 대한 당기 발생액(Accruals)의 예측력(γ_1)은 당기 영업현금흐름(CFO)의 예측력(γ_2)보다 작은 것으로 나타나 자본시장은 2가지 항목(발생액과 영업현금흐름)의 속성을 이해하지 못한 채 발생액의 예측력에 대하여 과잉반응 또는 과대평가하며(즉, 발생액이 시장에서 과대평가되어 있으며), 그로 인해 당기 발생액이 클수록 미래 주식수익률이 감소한다고 주장하였다.

간주식수익률에서 규모-B/M 포트폴리오 수익률(10×10 Size and Book-to-Market adjusted value-weighted portfolio returns)을 차감하여 산출한다 (Fama & French, 1992; Fama & French, 1993; Shin & Yu, 2016). 여기서 규모-B/M 포트폴리오 수익률은 매년 표본기업을 직전년도 말 시가총액을 기준으로 10개의 포트폴리오로 구분한 후, 다시 직전년도 말 보통주의 장부가-시장가 비율(B/M)을 기준으로 10개의 포트폴리오로 구분하여 매년 100개의 규모-B/M 포트폴리오를 구성한 다음, 각 포트폴리오에 대해 가치가중(value-weighted) 12개월 보유기간수익률을 계산한 값이다. 그리고 Mishkin (1983)의 방법론에 따라 반복가중 비선형 회귀분석(iterative weighted non-linear least squares)을 사용하여 식 (4)와 식 (5)를 동시에 추정한다.¹⁰⁾

Sloan(1996)의 연구에서 순이익(NI)을 영업현금흐름(CFO)과 발생액(accruals)으로 분해한 다음 분해된 2가지 항목들의 차기 순이익 예측력을 검정한 아이디어를 확장하여, 본 연구는 영업이익(EBIT)을 매출액(Sale)과 매출원가(COGS), 판매관리비(SG&A)로 분해한 다음 분해된 항목들의 차기 영업이익 예측력을 검정하고자 한다. 영업이익은 기업의 주된 영업활동에 의해 발생된 이익으로서 매출액에서 매출원가와 판매관리비를 차감한 것이다. 그러므로 『영업이익(EBIT)=매출액(Sale)-매출원가(COGS)-판매관리비(SG&A)』의 산식이 성립하며, 영업이익(EBIT)을 이 3가지 항목으로 분해하여 식 (6)-(7)과 같은 회귀모형을 설정한다.

$$EBIT_{it+1} = \gamma_0 + \gamma_1 Sale_{it} - \gamma_2 COGS_{it} - \gamma_3 SG\&A_{it} + \varepsilon_{it+1} \quad (6)$$

$$AR_{it+1} = \beta(EBIT_{it+1} - \gamma_0^* - \gamma_1^* Sale_{it} + \gamma_2^* COGS_{it} + \gamma_3^* SG\&A_{it}) + u_{it+1} \quad (7)$$

식 (6)은 t+1기의 영업이익(EBIT_{it+1})을 종속변수로 두고, t기의 매출액(Sale_{it}), 매출원가(COGS_{it}), 판매관리비(SG&A_{it})와 같은 예측변수(predictor)를 설명변수로 설정한 영업이익 예측모형이다. 회귀계수 γ_1 은 향후 영업이익에 대한 매출액(Sale)의 예측력을, γ_2 는 향후 영업이익에 대한 매출원가(COGS)의 예측력을, γ_3 은 향후 영업이익에 대한 판매관리비(SG&A)의 예측력을 각각 의미한다.

Mishkin 검정에서 기본적인 가정은 시장참여자(투자자)들이 판매관리비의 가치창출력을 객관적으로 평가하여 투자 의사 결정에 반영한다면, 판매관리비의 이익예측력과 이에 대한 주식시장의 평가가 동등한 수준으로 나타날 것이라는 가정이다. 반면 시장참여자(투자자)들이 판매관리비의 가치창출력이나 다양한 구성항목의 특성을 객관적으로 평가하지 못한 채 투자하는 경우 판매관리비 지출은 주식시장에서 과대평가 또는 과소평가되어, 판매관리비 지출에 대한 주식시장의 평가는 판매관리비의 이익예측력과 괴리를 보일 것으로 예상된다.

〈표 7〉은 판매관리비 지출에 대한 주식시장의 평가가 판매관리비의 본원적 특성(가치창출력)에 따른 것인지 아니면 자산가격결정오류에 기인하는지를 분석하기 위해 Mishkin 검정을 수행한 결과를 보고한다. 먼저, 패널 A는 미래 영업이익에 대한 현재 영업이익의 예측계수(γ_1)와 주식시장의 평가계수(γ_1^*)를 비교한 결과를 보고한다. 분석결과, 영업이익 예측모형(Forecasting Equation)에서 추정된 영업이익 예측계수(γ_1)는 0.710으로 나타났고, 주식시장 평

10) 이에 관한 논의는 Muresan(2015)의 연구를 참조할 수 있다.

〈표 7〉 Mishkin 검정

이 표는 영업이익 예측회귀식과 주식시장 평가회귀식을 반복가중 비선형 회귀분석(Iterative weighted non-linear least squares)을 사용하여 두 회귀식을 동시에 추정한 결과를 보고한다. 패널 A는 미래 영업이익에 대한 당기 영업이익의 예측계수와 주식시장의 평가계수를 비교한 결과를 보고하고, 패널 B는 미래 영업이익에 대한 당기 매출액, 매출원가, 판매관리비의 예측계수와 주식시장의 평가계수를 비교한 결과를 보고한다. ()안은 t값을 나타내며, ***, ** 및 *는 양측 검정 시 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타낸다.

패널 A: 미래 영업이익에 대한 당기 영업이익의 예측계수와 주식시장의 평가계수 비교

(1) 영업이익 예측회귀모형(Forecasting Equation): $EBIT_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 EBIT_t + \varepsilon_{t+1}$

(2) 자본시장 가치평가모형(Pricing Equation): $AR_{t+1} = \beta(EBIT_{t+1} - \gamma_0^* - \gamma_1^* EBIT_t) + u_{t+1}$

	Forecasting Equation		Pricing Equation	
		(1)		(2)
EBIT _t	γ_1	0.710*** (115.67)	γ_1^*	0.467*** (17.69)
		Likelihood ratio	P-value	
$\gamma_1 = \gamma_1^*$		89.27	<.0001	

패널 B: 미래 영업이익에 대한 당기 매출액, 매출원가, 판매관리비의 예측계수와 주식시장의 평가계수 비교

(1) 영업이익 예측회귀모형: $EBIT_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 Sale_t - \gamma_2 COGS_t - \gamma_3 SG\&A_t + \varepsilon_{t+1}$

(2) 자본시장 가치평가모형: $AR_{t+1} = \beta(EBIT_{t+1} - \gamma_0^* - \gamma_1^* Sale_t + \gamma_2^* COGS_t + \gamma_3^* SG\&A_t) + u_{t+1}$

	Forecasting Equation		Pricing Equation	
		(1)		(2)
Sale _t	γ_1	0.538*** (93.53)	γ_1^*	0.352*** (14.05)
COGS _t	γ_2	0.536*** (90.16)	γ_2^*	0.360*** (13.97)
SG&A _t	γ_3	0.517*** (72.55)	γ_3^*	0.406*** (13.45)
		Likelihood ratio	P-value	
$ \gamma_1 = \gamma_1^* $		56.05	<.0001	
$ \gamma_2 = \gamma_2^* $		47.12	<.0001	
$ \gamma_3 = \gamma_3^* $		13.01	0.0003	
$ \gamma_1 = \gamma_2 $		2.47	0.1159	
$ \gamma_1 = \gamma_3 $		35.64	<.0001	
$ \gamma_2 = \gamma_3 $		28.93	<.0001	
$ \gamma_1^* = \gamma_2^* $		4.96	0.0259	
$ \gamma_1^* = \gamma_3^* $		13.55	0.0002	
$ \gamma_2^* = \gamma_3^* $		9.08	0.0026	

가모형(Pricing Equation)의 시장평가계수(γ_1^*)는 0.467로 나타났다. 우도비 통계량(likelihood ratio)을 살펴보면 '추정된 두 회귀계수 간 유의적인 차이가 없다는 귀무가설을 1% 수준에서 기각하는 것으로 나타나(p-값: <0.0001), 영업이익 예측계수(γ_1)가 시장평가계수(γ_1^*)보다 유의하게 크다고 판단할 수 있다. 이는 당기 영업이익(EBIT_t)의 차기 영업이익(EBIT_{t+1})에 대한 예측력에 비해, 주식시장에서는 당기 영업이익(EBIT_t)을 과소평가(underweight)한다는 것을 의미한다.

〈표 7〉의 패널 B는 영업이익(EBIT)을 매출액(Sale)과 매출원가(COGS), 판매관리비(SG&A)로 분해한 다음, 분해된 3가지 항목들에 대한 추정결과를 보여 준다. 먼저 각 항목의 영업이익 예측계수(모형 1)와 주식시장 평가계수(모형 2)를 추정된 결과를 비교하면, 영업이익 예측모형(Forecasting Equation)에서 추정된 매출액(Sale_t)의 영업이익 예측계수(γ_1)는 0.538로 주식시장에서 평가된 시장평가계수(γ_1^*)인 0.352보다 유의하게 큰 것으로 나타나(p-값: <0.0001), 매출액(Sale_t)이 1년 후 영업이익(EBIT_{t+1})을 예측하는 능력보다 주식시장은 매출액(Sale_t)을 과소평가하고 있는 것으로 해석할 수 있다. 또한, 절댓값을 기준으로 매출원가(COGS_t)의 영업이익 예측계수(γ_2)는 시장평가계수(γ_2^*)보다 유의하게 큰 것으로 나타나(p-값: <0.0001), 매출원가(COGS_t)가 1년 후 영업이익(EBIT_{t+1})을 예측하는 능력보다 주식시장은 매출원가(COGS_t)를 과소평가하는 것으로 판단할 수 있다. 매출액 및 매출원가와 유사하게 절댓값을 기준으로 판매관리비(SG&A_t)의 영업이익 예측계수(γ_3)는 시장평가계수(γ_3^*)보다 유의하게 큰 것으로 나타나(p-값: 0.0003), 판매관리비(SG&A_t)가 1년 후 영업이익(EBIT_{t+1})을 예측하는 능력에 비해 주식시장에서는 판매관리비 지출(SG&A_t)을 과소평

가하는 것으로 나타났다. 이는 주식시장 참여자들이 판매관리비의 가치창출력이나 다양한 구성항목의 특성을 객관적으로 평가하지 못한 채 당기 판매관리비를 과소평가하였다가 이후 반전효과로 인해 당기 판매관리비 지출을 클수록 미래 주식수익률은 증가하는 행태를 보이는 것으로 해석할 수 있다. 따라서 판매관리비 지출에 대한 주식시장의 긍정적 평가는 판매관리비의 본원적 특성(가치창출력)보다는 자산가 격결정오류에 기인할 가능성에 무게가 실린다.

다음으로 영업이익 예측계수(모형 1) 및 주식시장 평가계수(모형 2)에 대한 항목 간(inter-items) 분석결과를 살펴보자. 모형 (1)에서 매출액(Sale_t), 매출원가(COGS_t), 판매관리비(SG&A_t)의 미래 영업이익(EBIT_{t+1})에 대한 예측력(predictive power) 분석결과, 절댓값을 기준으로 매출액(Sale_t)의 영업이익 예측계수(γ_1)와 매출원가(COGS_t)의 영업이익 예측계수(γ_2)는 통계적으로 유의한 차이가 없는데 반해(p-값: 0.1159), 두 회귀계수(γ_1, γ_2)는 모두 판매관리비(SG&A_t)의 영업이익 예측계수(γ_3)보다 1% 수준에서 유의하게 큰 것으로 나타났다. 이는 3가지 변수의 미래 영업이익에 대한 예측력은 매출액(Sale_t)과 매출원가(COGS_t)가 유사한 수준으로 높고, 판매관리비(SG&A_t)가 가장 낮다는 것을 의미한다. 그리고 모형 (2)에서 매출액(Sale_t), 매출원가(COGS_t), 판매관리비(SG&A_t)에 대한 주식시장의 평가에 관한 분석결과, 절댓값을 기준으로 매출액(Sale_t)의 시장평가계수(γ_1^*)는 매출원가(COGS_t)의 시장평가계수(γ_2^*)보다 유의하게 작고(p-값: 0.0259), 매출원가(COGS_t)의 시장평가계수(γ_2^*)는 판매관리비(SG&A_t)의 시장평가계수(γ_3^*)보다 유의하게 작은 것(p-값: 0.0026)으로 나타났다. 그러므로 주식시장에서는 판매관리비(SG&A_t)를 가장 높게 평가하고, 그 다음으로 매출원가(COGS_t), 매출액(Sale_t)

순으로 평가한다.

〈표 7〉에서 나타난 판매관리비 지출에 대한 시장의 평가(Mishkin 검정)를 요약하면, 판매관리비의 영업이익 예측계수(γ_3)는 주식시장 평가계수(γ_3^*)보다 유의하게 크게 나타나, 판매관리비(SG&A_t)가 향후 영업이익(EBIT_{t+1})을 예측하는 능력에 비해 주식시장에서는 판매관리비 지출(SG&A_t)을 과소평가하는 것으로 나타났다. 이는 주식시장 참여자들이 판매관리비의 가치창출력이나 다양한 구성항목의 특성을 객관적으로 평가하지 못한 채 당기 판매관리비를 과소평가하였다가 이후 반전효과로 인해 당기 판매관리비 지출이 클수록 미래 주식수익률은 증가하는 행태를 보인다는 것을 시사한다. 또한, 영업이익(EBIT)을 구성하는 3가지 항목인 매출액(Sale_t), 매출원가(COGS_t), 판매관리비(SG&A_t) 항목을 대상으로 영업이익 예측력 및 주식시장의 평가를 분석한 결과, 3가지 항목의 미래 영업이익(EBIT_{t+1}) 예측력은 ‘매출액=매출원가>판매관리비’ 순으로 높게 나타난 반면, 주식시장 참여자들의 평가는 ‘판매관리비>매출원가>매출액’ 순으로 높게 나타나, 이익 예측력과 시장의 평가는 어긋난 행태를 보였다. 이는 판매관리비 지출에 대한 주식시장의 긍정적 평가가 판매관리비의 본원적 특성(가치창출력)보다는 자산가격결정오류에 기인할 가능성을 지지하는 결과이다.

V. 결론

본 연구는 2000-2022년 기간 동안 한국거래소의 유가증권시장에 상장된 기업들을 대상으로 판매관리비 지출과 기업가치 간 관계에 대하여 실증분석하였으며 주요한 분석결과는 다음과 같다.

첫째, 판매관리비 지출은 기업가치에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나, 판매관리비 지출은 미래 기업가치 제고에 도움이 되는 방향으로 작용하며, 판매관리비 지출에 대한 주식시장의 평가는 음(-)의 경영 효율성 지표 또는 대리인비용의 지표라는 부정적 인식보다 무형자산성 지출로 인한 장래 가치창출과 같은 긍정적 인식이 지배하고 있음을 발견하였다.

둘째, 판매관리비의 주요 구성항목에 대한 분석결과, 연구개발비 및 인건비 지출은 기업가치에 모두 유의한 양(+)의 영향을 미치지만, 광고비 지출은 기업가치에 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타나, 주요항목 중에서 연구개발비와 인건비 지출이 기업가치 제고의 핵심 요인인 것으로 나타났다.

셋째, Peters & Taylor(2017)의 연구에 따라 무형자산의 특성을 고려하여 기업가치를 측정하는 경우, 연구개발비 지출은 기업가치에 유의한 영향을 미치지 않는 반면에, 지식자본과 조직자본은 모두 기업가치에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

넷째, 판매관리비 지출에 대한 주식시장의 평가가 판매관리비의 본원적 특성보다는 자산가격결정오류에 기인할 가능성이 있는지를 살펴보았다. 분석결과, 판매관리비의 미래 영업이익 예측력에 비해 주식시장은 당기 판매관리비 지출을 과소평가하는 것으로 나타나, 판매관리비 지출에 대한 주식시장의 긍정적 평가는 판매관리비의 본원적 특성(가치창출력)보다는 자산가격결정오류에 기인할 가능성을 지지하는 결과가 도출되었다.

결론적으로 판매관리비 지출은 기업가치에 긍정적 영향을 미치며, 그 구성항목 중에서 연구개발비 및 인건비 지출이 기업가치 제고의 핵심적인 요인인 것으로 나타났다. 다만, 무형자산성 지출 비중이 큰

기업은 당기의 연구개발비 지출을 증가시키는 것보다 장기적으로 연구개발비를 축적하여 지식자본을 구축하고, 판매관리비를 축적하여 조직자본을 구축하는 것이 미래 기업가치 제고에 도움이 될 것으로 예상된다.

참고문헌

- 곽노걸, 전상경(2015), "IPO 저가 발행의 저주: 공모주 상장 초기 주가행태 분석," **재무관리연구**, 제32권 2호, pp.143-169.
- (Kwark, N. K., and S. G. Jun(2015), "Curse of IPO underpricing: Stock price behavior of IPO shares," *Korean Journal of Financial Management*, 32(2), pp.143-169.)
- 곽영민, 최종서(2013), "한국제약산업의 가치동인," **경영학연구**, 제42권 4호, pp.987-1025.
- (Kwak, Y. M., and J. S. Choi(2013), "Value drivers for Korean pharmaceutical industry: The roles of sales promotion vs. R&D expenditures," *Korean Management Review*, 42(4), pp.987-1025.)
- 권세훈, 유재훈, 한상범(2016), "혁신형 중소기업의 조직자본과 성과분석," **산업경제연구**, 제29권 5호, pp.1901-1919.
- (Kwon, S., J. H. Yoo, and S. B. Hahn(2016), "Performance analysis on innovative SMEs using organizational capital," *Journal of Industrial Economics and Business*, 29(5), pp.1901-1919.)
- 김권중, 김문철, 전중열(2004), "신규 상장기업의 이익조정 동기," **회계학연구**, 제29권 4호, pp.87-116.
- (Kim, K. J., M. Kim, and J. Y. Jeon(2004), "Why do firms manage earnings after initial public offerings?," *Korean Accounting Review*, 29(4), pp.87-116.)
- 김병모(2023), "기업의 무형자본과 Tobin's q," **재무관리연구**, 제40권 3호, pp.79-100.
- (Kim, B.(2023), "Intangible capital and Tobin's q," *Korean Journal of Financial Management*, 40(3), pp.79-100.)
- 김성우, 이기환(2017), "조직자본이 기업가치와 외국인 투자자 소유지분비율에 미치는 영향," **국제지역연구**, 제21권 3호, pp.145-162.
- (Kim, S. W., and K. H. Lee(2017), "The effects of organizational capital on firm value and foreign investors' ownership," *International Area Studies Review*, 21(3), pp.145-162.)
- 김성환, 김진산(2011), "교육투자가 기업의 수익성에 미치는 영향," **경영교육연구**, 제26권 2호, pp.117-146.
- (Kim, S. H., and J. S. Kim(2011), "The effects of firm's HRD investments on their profitability," *Korean Business Education Review*, 26(2), pp.117-146.)
- 김연용(2004), "판매관리비가 기업성장에 미치는 영향에 관한 연구," **국제회계연구**, 제10집, pp.45-57.
- (Kim, Y. Y.(2004), "A study on the impact of the selling & administrative expenses on the firm performance," *Korea International Accounting Review*, 10, pp.45-57.)
- 김연용, 신건권(2003), "교육훈련비가 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구," **경영컨설팅연구**, 제3권 2호, pp.67-84.
- (Kim, Y. Y., and G. K. Shin(2003), "The effects of education & training costs on enterprise value," *Korean Management Consulting Review*, 3(2), pp.67-84.)
- 김진우, 이종룡(2010), "이익조정행위가 신규공모주 장기 성과에 미치는 효과," **산업경제연구**, 제23권 1호, pp.357-384.
- (Kim, J. W., and J. R. Lee(2010), "Earning ma-

- agement and the long-run performance of IPOs," *Journal of Industrial Economics and Business*, 23(1), pp.357-384.)
- 김현석(2021), "주식 가치평가요인이 외부자금조달에 미치는 영향," **경영학연구**, 제50권 4호, pp.959-980.
- (Kim, H. (2021), "The effect of equity valuation on external financing," *Korean Management Review*, 50(4), pp.959-980.)
- 김현석(2024), "기업의 ESG 활동과 가치관련성 분석: 가치평가 변수를 성장기회와 가치평가오류로 분해하여," **경영학연구**, 제53권 1호, pp.197-224.
- (Kim, H. (2024), "ESG activities and value relevance: Break down the Market-to-Book ratio into growth opportunities and misvaluation measures," *Korean Management Review*, 53(1), pp.197-224.)
- 김현석, 여효성(2017), "금융변수의 주가수익률 예측력 검증," **금융연구**, 제31권 1호, pp.39-73.
- (Kim, H., and H. Yeo(2017), "An empirical test of stock return predictability in Korean stock market," *Journal of Money & Finance*, 31(1), pp.39-73.)
- 김현석, 최재윤, 송교직(2023), "IPO 전후 애널리스트 리포트 발간과 주식시장 반응," **재무연구**, 제36권 4호, pp.151-177.
- (Kim, H., J. Choi, and K. Song(2023), "Publication of analyst reports around the IPO date and the stock market's response," *Asian Review of Financial Research*, 36(4), pp.151-177.)
- 김현아, 정성창(2010), "낙관적 투자자의 기대가 핫마켓상황 IPO 시장의 이상현상에 미치는 영향력 검증," **재무관리연구**, 제27권 2호, pp.1-33.
- (Kim, H. A., and S. C. Jung(2010), "The effect of optimistic investors' sentiment on anomalous behaviors in the hot market IPOs," *Korean Journal of Financial Management*, 27(2), pp.1-33.)
- 김희은, 이한준(2021), "온라인 직원 리뷰와 기업가치," **경영경제연구**, 제43권 2호, pp.27-52.
- (Kim, H. E., and H. Lee(2021), "Online employee reviews and firm value," *Journal of Management and Economics, Chungnam National University*, 43(2), pp.27-52.)
- 박준우(2009), "하이테크 기업의 연구개발비와 광고비가 기업가치에 미치는 영향," **상업교육연구**, 제23권 3호, pp.377-395.
- (Park, J. W. (2009), "The impact of R&D, advertising expense on firm value of Korean high-tech firms," *The Journal of Business Education*, 23(3), pp.377-395.)
- 박현준, 신현환, 최완수(2004), "한국기업의 대리인비용과 기업가치: 외국인 지분의 역할," **경영학연구**, 제33권 2호, pp.655-682.
- (Park, H. J., H. H. Shin, and W. S. Choi(2004), "The Korean firms' agency costs and firm value: Role of foreign investors' equity ownership," *Korean Management Review*, 33(2), pp.655-682.)
- 손정근, 김승희, 배기수(2016), "매출규모에 따른 판매관리비와 기업가치와의 관계," **세무회계연구**, 제48권, pp.77-100.
- (Son, J. G., S. H. Kim, and K. S. Bae(2016), "Selling and administrative expenses according to company characteristics impact on the enterprise value," *Tax Accounting Research*, 48, pp.77-100.)
- 손정근, 배기수(2017), "기업특성에 따른 판매관리비가 기업 가치에 미치는 영향," **경영과학**, 제34권 1호, pp.71-84.
- (Son, J. G., and K. S. Bae(2017), "The impact of sales and management expenses on firm value," *Korean Management Science Review*, 34(1), pp.71-84.)
- 송동섭, 한창근(2018), "인적투자자 연구개발투자가 기업

- 가치와 경영성과에 미치는 영향: 음식점업을 중심으로,” **글로벌경영학회지**, 제15권 3호, pp.225-246.
- (Song, D. S., and C. K. Han(2018), “The effects of human and R&D investments on firm value and performance: Focus on the food industries,” *International Business Education Review*, 15(3), pp.225-246.)
- 오윤경, 김남곤(2013), “항공운송기업의 광고비 지출과 기업가치,” **한국항공경영학회지**, 제11권 1호, pp.141-154.
- (Oh, Y. K., and N. G. Kim(2013), “Aviation firms’ advertising spendings and firm values,” *Journal of the Aviation Management Society of Korea*, 11(1), pp.141-154.)
- 오희화, 임종욱(2021), “유통기업의 판매비와 관리비 지출이 기업가치와 경영성과에 미치는 영향,” **유통경영학회지**, 제24권 6호, pp.25-36.
- (Oh, H. H., and J. O. Lim(2021), “The effects of selling, general and administrative expenses on firm value and performance in the distribution industry,” *Korea Research Academy of Distribution and Management Review*, 24(6), pp.25-36.)
- 이규진, 옥주영(2015), “무형자산이 기업의 시장가치에 미치는 영향에 관한 연구,” **국제회계연구**, 제62집, pp.47-72.
- (Lee, G. J., and J. Y. Og(2015), “A study on the impact of intangible assets on the firm’s market value,” *Korea International Accounting Review*, 62, pp.47-72.)
- 이동하, 박희석(2020), “연구개발비 지출과 기업가치 관련성 연구,” **한국비즈니스연구**, 제4권 1호, pp.19-41.
- (Lee, D. H., and H. S. Park(2020), “The value relevance of research and development expenditures,” *The Journal of Korean Business Research*, 4(1), pp.19-41.)
- 이상열(2016), “기업수명주기가 광고선전비 및 판매촉진비와 기업성과 간의 관련성에 미치는 영향,” **글로벌경영학회지**, 제13권 1호, pp.201-231.
- (Lee, S. Y.(2016), “Impact of firm life cycle on the relationship between advertising & promotion expenses and financial performance of firm,” *International Business Education Review*, 13(1), pp.201-231.)
- 이정길(2010), “기업특성이 연구개발과 기업가치간의 관계에 미치는 영향,” **금융공학연구**, 제9권 2호, pp.77-101.
- (Lee, J.(2010), “The effects of firm characteristics on the relationship between R&D expenditure and corporate value,” *Korean Journal of Financial Engineering*, 9(2), pp.77-101.)
- 이창섭, 문보영(2022), “광고선전비가 게임산업의 기업가치에 미치는 영향: Tobin’s Q를 활용한 실증분석,” **전문경영인연구**, 제25권 2호, pp.143-157.
- (Rhee, C. S., and B. Moon(2022), “Effect of advertising expenses on the firm value of game industry: An empirical analysis using Tobin’s q,” *Journal of CEO and Management Studies*, 25(2), pp.143-157.)
- 이호택, 지성구, 이한근(2014), “대형유통업체에 대한 판매촉진비 지원의 선행요인과 결과,” **마케팅연구**, 제29권 3호, pp.51-71.
- (Yi, H. T., H. G., Lee, and S. G. Ji(2014), “The antecedents and consequences of manufacturer allowances expenditure: Resource-based view and power-dependence view,” *Korean Journal of Marketing*, 29(3), pp.51-71.)
- 임승연(2020), “판매관리비의 투자속성과 미래 기업성과,” **국제회계연구**, 제91집, pp.75-97.
- (Lim, S. Y.(2020), “Investment component of SG&A and future corporate performance,” *Korea International Accounting Review*, 91,

- pp.75-97.)
- 전성일, 이병원(2003), "무형자산성 지출의 기업가치관련성에 관한 연구," **중소기업연구**, 제25권 2호, pp. 327-352.
- (Jeon, S. I., and B. W. Lee(2003), "Value relevance of intangible expenditures," *Asia Pacific Journal of Small Business*, 25(2), pp.327-352.)
- 정균오, 김연용, 장원경(2005), "연구개발비와 광고비가 기업가치에 미치는 영향," **대한경영학회지**, 제18권 5호, pp.1851-1867.
- (Jung, K. O., W. K. Chang, and Y. Y. Kim(2005), "The relationships between R&D, advertising expenses and the market value of the firms in Korean manufacturing industry," *Korea Journal of Business Administration*, 18(5), pp.1851-1867.)
- 정혜영, 조성인(2004), "무형자산 관련 회계정보의 기업가치 관련성에 관한 연구," **회계학연구**, 제29권 3호, pp.1-31.
- (Chung, H. Y., and S. I. Cho(2004), "Value-relevance of accounting information on intangibles," *Korean Accounting Review*, 29(3), pp.1-31.)
- 최영목(2013), "손해보험을 이용한 헤징과 기업가치," **재무연구**, 제26권 1호, pp.67-100.
- (Choi, Y. M.(2013), "Hedging with property-liability insurance and firm value: Evidence from Korean firms," *Asian Review of Financial Research*, 26(1), pp.67-100.)
- 최정미(2023), "식·음료 제조기업의 광고선전비 지출과 가치관련성," **경상농총**, 제15권 1호, pp.67-77.
- (Choi, J.(2023), "The effect of advertising expenditure on value relevance of food and beverage manufacturing companies," *Gyeongsangnongchong, Cheongju University*, 15(1), pp.67-77.)
- 한영희(2017), "수출과 판매비와관리비 지출이 기업가치에 미치는 영향," **국제회계연구**, 제75집, pp.213-232.
- (Han, Y.(2017), "An effect that export and selling and administrative expenses have on corporate value," *Korean Accounting Review*, 75, pp. 213-232.)
- 허화, 이정길, 김영갑(2007), "연구개발비와 광고비의 기업가치에 대한 영향," **금융공학연구**, 제6권 1호, pp. 1-16.
- (Huh, H., J. G., Lee, and Y. Kim(2007), "The effects of the R&D and advertising expenditures on the corporate value," *Korean Journal of Financial Engineering*, 6(1), pp.1-16.)
- 홍철규, 정준희(2015), "판매관리비와 미래 기업성과의 관계," **회계저널**, 제24권 2호, pp.153-182.
- (Hong, C., and J. H. Cheung(2015), "The relationship Between SG&A Costs and Future Firm Performance," *Korean Accounting Journal*, 24(2), pp.153-182.)
- 홍희정(2024), "경제적 불확실성 상황에서 기업의 연구개발투자는 기업가치를 향상시키는가?," **회계저널**, 제33권 1호, pp.135-183.
- (Hong, H. J.(2024), "Does R&D investment improve firm value under economic policy uncertainty?," *Korean Accounting Journal*, 33(1), pp.135-183.)
- Abarbanell, J. S., and B. J. Bushee(1997), "Fundamental analysis, future earnings, and stock prices," *Journal of Accounting Research*, 35 (1), pp.1-24.
- Agrawal, A., and C. R. Knoeber(1996), "Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), pp.377-397.
- Aharony, J., C. J. Lin, and M. P. Loeb(1993), "Initial public offerings, accounting choices, and earnings management," *Contemporary*

- Accounting Research*, 10(1), pp.61-81.
- Anderson, M., R. Banker, R. Huang, and S. Janakiraman(2007), "Cost behavior and fundamental analysis of SG&A costs," *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 22(1), pp.1-28.
- Ang, J. S., R. A. Cole, and J. W. Lin(2000), "Agency costs and ownership structure," *Journal of Finance*, 55(1), pp.81-106.
- Banker, R., R. Huang, and R. Natarajan(2006), "Does SG&A expenditure create a long-lived asset?," Temple University, Baruch College-City University of New York and University of Dallas at Texas.
- 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), pp.794-830.
- Baumgarten, D., U. Bonenkamp, and C. Homburg (2010), "The information content of the SG&A ratio," *Journal of Management Accounting Research*, 22(1), pp.1-22.
- Boulton, T. J., S. B. Smart, and C. J. Zutter(2010), "IPO underpricing and international corporate governance," *Journal of International Business Studies*, 41(2), pp.206-222.
- Chan, L. K., J. Lakonishok, and T. Sougiannis(2001), "The stock market valuation of research and development expenditures," *Journal of Finance*, 56(6), pp.2431-2456.
- Edmans, A.(2011), "Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices," *Journal of Financial Economics*, 101(3), pp.621-640.
- Eisfeldt, A. L., and D. Papanikolaou(2013), "Organization capital and the cross-section of expected returns," *Journal of Finance*, 68(4), pp. 1365-1406.
- Fama, E. F., and K. R. French(1992), "The cross-section of expected stock returns," *Journal of Finance*, 47(2), pp.427-465.
- Fama, E. F., and K. R. French(1993), "Common risk factors in the returns on stocks and bonds," *Journal of Financial Economics*, 33 (1), pp.3-56.
- Huang, M., P. Li, F. Meschke, and J. P. Guthrie (2015), "Family firms, employee satisfaction, and corporate performance," *Journal of Corporate Finance*, 34, pp.108-127.
- Kothari, S. P., T. E. Laguerre, and A. J. Leone (2002), "Capitalization versus expensing: Evidence on the uncertainty of future earnings from capital expenditures versus R&D outlays," *Review of Accounting Studies*, 7(4), pp. 355-382.
- Leung, W. S., K. Mazouz, J. Chen, and G. Wood (2018), "Organization capital, labor market flexibility, and stock returns around the world," *Journal of Banking & Finance*, 89, pp.150-168.
- Lev, B., and S. R. Thiagarajan(1993), "Fundamental information analysis," *Journal of Accounting Research*, pp.190-215.
- Lev, B., and S. Radhakrishnan(2005), "The valuation of organization capital," Corrado C., Haltiwanger J., Sichel D. (Eds.), *Measuring Capital in the New Economy*, University of Chicago Press pp.73-110.
- Lev, B., and T. Sougiannis(1996), "The capitalization, amortization, and value-relevance of R&D," *Journal of Accounting and Economics*, 21 (1), pp.107-138.
- Mishkin, F.(1983), "A rational expectations approach to macroeconometrics: Testing policy effecti-

- veness and efficient-market models," Chicago, IL: University of Chicago Press.
- Muresan, D.(2015), "The Mishkin test: An analysis of model extensions," *SEA - Practical Application of Science*, 3(1), pp.393-400.
- Peters, R. H., and L. A. Taylor(2017), "Intangible capital and the investment-q relation," *Journal of Financial Economics*, 123(2), pp.251-272.
- Ritter, J. R.(1991), "The long-run performance of initial public offerings," *Journal of Finance*, 46(1), pp.3-27.
- Ritter, J. R., and I. Welch(2002), "A review of IPO activity, pricing, and allocations," *Journal of Finance*, 57(4), pp.1795-1828.
- Rock, K.(1986), "Why new issues are underpriced," *Journal of Financial Economics*, 15(1-2), pp.187-212.
- Shin, Y. C., and K. Yu(2016), "Do investors misprice components of net periodic pension cost?," *Accounting & Finance*, 56(3), pp.845-878.
- Singh, M., and W. N. Davidson III(2003), "Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms," *Journal of Banking & Finance*, 27(5), pp.793-816.
- Sloan, R. G.(1996), "Do stock prices fully reflect information in accrual and cash flow about future earnings?," *The Accounting Review*, 71(July), pp.289-315.
- Symitsi, E., P. Stamolampros, and G. Daskalakis (2018), "Employees' online reviews and equity prices," *Economics Letters*, 162, pp.53-55.
- Teoh, S. H., I. Welch, and T. J. Wong(1998), "Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings," *Journal of Finance*, 53(6), pp.1935-1974.
- Tronconi, C., and G. V. Marzetti(2011), "Organization capital and firm performance. Empirical evidence for European firms," *Economics Letters*, 112(2), pp.141-143.
- Windmeijer, F.(2005), "A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators," *Journal of Econometrics*, 126(1), pp.25-51.

• 저자 김현석은 현재 국민연금연구원 기금정책분석실 부연구위원으로 재직 중이다. 성균관대학교에서 경영학박사(세부전공: 재무금융) 학위를 취득하였으며, 주요 연구분야는 자본구조정책, 지급정책, 가치평가, 연기금 자산운용 등이다.