

기업특성에 따른 판매관리비가 기업 가치에 미치는 영향

손정근¹ · 배기수^{2†}

¹기독교방송, ²충북대학교 경영학부

The Impact of Sales and Management Expenses on Firm Value

Jeong-Guen Son¹ · Khee-Su Bae^{2†}

¹Christian Broadcasting Studio, ²Chungbuk National University

■ Abstract ■

The purpose of this study is to extract the characteristic cost through the time series analysis of each cost from 2003 to 2014, and to grasp the performance and relevance of the enterprise. Therefore, in this section, we analyzed the time-series analysis of selling, administrative, and non-operating expenses as described above. First, depreciation cost, advertising cost, transportation cost, research cost, current research cost, and ordinary development cost were extracted as the variables of interest to be verified in the empirical analysis. However, in the analysis of non-operating expenses, we could not extract the specific cost, but we could grasp the time-series flow of cost data before and after two epochs such as financial crisis and introduction of IFRS obligation. The results of this study show that sales management costs have a positive (+) effect on firm value. Empirical analysis confirms that management is trying to increase or decrease the cost. This can be confirmed by the empirical results of this paper. At present, general enterprise accounting is done through ERP system. However, since the ERP system does not have an analysis system for each sales and management cost, the current system has difficulty in knowing the budget item for each cost each time the expenditure resolution for each cost item is made. It is a reality that the expenditure plan must be managed separately and it is inconvenient to keep it. However, if this practical difficulty is solved by the cost analysis system such as sales management cost, the present accounting information system will be further developed. Furthermore, the management will increase the profit item. It is thought that coordination actions can also be prevented in advance.

Keywords : ERP System, Sales and Management Expenses, Firm Value, Empirical Analysis

논문접수일 : 2017년 02월 08일 논문게재확정일 : 2017년 03월 21일

논문수정일 : 2017년 03월 19일

* 이 논문은 2015년도 충북대학교 학술연구지원사업의 교내연구비 지원에 의하여 연구되었음(This work was supported by the intramural research grant of Chungbuk National University in 2015).

† 교신저자, ksbae@cbnu.ac.kr

1. 서론

정보시스템의 발전을 살펴보면 전통적 접근방식에 의한 정보시스템은 각 업무별 필요에 따라 개발·운영되어 왔다. 기존에는 회계관리시스템, 인사관리시스템, 자재관리시스템, 매출관리시스템, 구매관리시스템, 생산관리시스템 등의 시스템이 각각 독립적으로 개발되어 있기 때문에 시스템간의 상호연관성과 통합성이 결여되어 있었으나, 1980년대 이후 전사적 자원관리(Enterprise Resource Planning, 이하 ERP) 시스템이 도입됨에 따라 인사·회계·물류·생산에 이르기까지 통합 데이터베이스 구축을 통해 자원을 효과적으로 관리하고, 과거의 분리되었던 업무를 통합하여 처리함에 따라 더욱 효율적인 업무환경을 구축할 수 있었다. ERP 시스템과 같은 회계정보시스템을 올바르게 활용하고 기업의 가치를 증가시킬 수 있으며, 회계정보시스템 사용자에게 더 높은 만족도를 제고할 수 있는 방법에는 어떠한 것이 있을까? 본 연구에서는 판매비와 관리비에 초점을 두어 기업의 판매비와 관리비를 분석하고자한다. 기업의 판매비와 관리비에 대한 계정은 총 50여 가지로 구분할 수 있는데 큰 항목으로 인건비와 판매비, 인반 관리비, 기타 판매비와 관리비 등으로 구분할 수 있다. 기업은 이윤의 극대화를 창출하기 위해 예산을 계획함에 있어 수입을 늘리고 지출을 최소화하는 성과 중심의 방식을 추구한다. 그러나 실무적인 관점에서 생각해 보면 부서의 성과를 늘리는 과정에서 실적에 대한 부담을 느낄 수 있기 때문에 실무자는 좀 더 실질적인 성과를 생각하게 되고, 지출 또한 미래에 대한 불확실성으로 인해 좀 더 넉넉하게 책정하게 되는 경우가 대부분이다. 그런데 이러한 부분에 있어서 기업의 비용이 분석되어져서 실무자가 본인의 부서의 특성에 맞는 각각 판매비와 관리비용의 성격과 지표 등을 알고 있다면 실무자는 업무에 대해 더욱 자신감을 고취시킬 수 있을 것이며, 나아가 경영자가 판매관리비 등을 이용한 자의적인 형태의 이익조정 행위에 대한 견제수단으로 활용 될 수 있을 것으로 판단된다.

이에 본 연구에서는 회계정보 시스템과 관련하여 기업의 성과에 관련된 판매비와 관리비 분석시스템에 대한 국내·외적인 구축사례를 검토하고, 기업의 판매비와 관리비에 해당하는 모든 비용에 대해 2003년부터 2014년까지의 비용을 추출한다. 추출된 비용을 연도별로 시계열적 데이터 기초분석과 정량적 분석을 통해 특징적인 비용 확인한다. 끝으로 기업의 특성을 기준으로 이렇게 추출된 비용과 기업의 성과가 어떠한 관련성이 있는지를 실증 분석하여 유의성을 확인함으로써 판매비와 관리비용의 특성과 기업 가치의 영향관계를 규명한다. 또한 추가적으로 본 논문에서는 경영자가 성과와 관련하여 판매비와 관리비용에 대한 자의적인 이익조정의 유무를 확인하여 판매비와 관리비에 대한 비용분석의 중요성에 대해 실증 분석하고자 한다.

2. 선행연구

본 연구의 목적은 판매관리비와 기업 가치와 관련성을 분석하는 것이다. 판매관리비에 대한 선행연구는 긍정적인 시각과 부정적인 시각이 혼재되어 있다. 전통적으로 판매관리비에 대한 연구는 대리인비용 관점에서 판매관리비를 부정적 측면에서 인식하는 경향이 강한 편이다. 재무제표 기본적 분석을 비롯한 전통적 관점에서는 매출액 대비 판매관리비의 비중이 높은 것을 경영자의 경영 비효율성을 나타내는 것으로 인식하는 경향이 강했으며, 유사한 맥락에서 다수의 선행연구에서는 판매관리비 비중을 대리인비용의 대용변수로 사용하기도 하였다. 그러나 손정근[11]과 Baumgarten et al.[18]은 최근 일부 연구에서 판매관리비 지출에 긍정적인 측면이 존재할 수 있음을 보여주었다. 국내연구의 동향은 판매관리비와 기업 성과 또는 기업 가치와의 관련성은 지금까지 다양한 측면에서 연구되었다. 그리고 많은 연구에서 판매관리비 항목 중 연구개발비와 광고선전비를 함께 분석하였다. 국내의 많은 연구에서도 판매관리비 비중을 부정적인 의미에서 대리인문제의 대용변수로 사용하였다. 고영우 등[1]은 판매관리비의

비중(대리인비용)과 보수적 회계처리의 관련성을 분석한 결과 판매관리비 비중이 높을수록 보수적 회계처리가 강하게 나타남을 실증하였다. 저자들은 이를 투자자들이 대리인비용이 높은 기업일수록 더 보수적인 회계처리를 요구하기 때문인 것으로 해석하였다.

곽태완 등[2]은 산업별 특성요인이 판매비와관리비 및 재량적 원가에 미치는 영향을 연구하였다. 분석의 주요 내용으로는 주요 산업의 특징변수로 산업 사이즈, 산업수익률, 자본집약도, 기술선진화 정도, 첨단산업 더미와 기업의 특징변수로 기업사이즈, 기업부채비율, 거래소상장 여부 더미 등을 채택하였다. 이들 변수가 판매관리비, 판매비, 관리비, 재량적 원가(광고 선전비, 교육훈련비, 연구개발비)등 6개 원가에 영향을 미치는지, 산업변수와 판매비, 관리비의 지출 규모로 분석의 결과와 산업변수, 판매비와 관리비의 지출 규모의 결과가 어떻게 다른지에 대해 검토하고, 제조업과 비제조업간의 비교 및 첨단 산업과 비 첨단산업 간의 패널 분석 등을 단계적으로 추가하여 분석하였다. 분석 결과, 판매비와 관리비는 기업수준 변수에서 음(-)의 관계로, 산업수준 변수들과는 음(-)의 관계로 유의성 가졌다. 판매비는 기업수준 변수에서 대체로 음(-)의 관계를, 산업수준 변수들과는 음(-)의 관계로 유의성을 가졌다. 관리비는 산업 신장률을 제외한 산업 수준 변수와 기업 수준 변수 모두에서 음(-)의 관계를 가졌다. 재량적 원가 중 교육훈련비와 광고 선전비는 산업수익률을 제외한 모든 항목에서, 연구개발비는 모든 항목에서 음(-)의 관계가 있는 것으로 밝혀졌다. 김태오, 홍요석[9]은 판매관리비와 관련된 종업원보상의 증감변화가 기업의 미래가치와 경영성과와의 관계를 실증 분석 하였다. 분석결과 종업원보상의 증감변화에 영향을 미치는 변수는 영업이익의 증감변화가 양(+)의 유의성이 있다고 하고, 미래 기업의 가치를 나타내는 주식가격과 경영성과의 실증결과에서 유의적인 영향을 미치지 못하며, 종업원보상이 기업에서 지출, 즉 비용으로 인식되어지고 있다고 주장하였다.

송승아[12]는 분기별 판매관리비 자료를 이용하여 경영자의 기회주의적 의사결정이 분기별 판매 관리비 원가행태에 어떠한 영향을 미치는지 분석한 결과 2분기와 4분기에 이익조정 의심기업들은 더욱 적극적으로 원가를 감소시키는 하방 탄력적 원가행태가 나타나는 것을 확인하였다. 판매관리비 분석 시스템과 기업 가치에 관련된 국내·외 선행연구를 조사하고 각의 분야에 대한 동향을 파악을 통해 연도별 분석 시스템에 대한 선행연구들의 동향을 파악하고 판매비와 관리비분석시스템이 전체 정보시스템분야에서 어떠한 비중으로 연구가 이루어지고 있는지 파악하였다.

3. 연구 설계

본 연구에서는 판매비와 관리비가 기업 가치에 영향 관계를 살펴보기 위해 판매관리비에 지출규모에 영향을 미치는 기업의 외적인 요소들을 선정하였다. 기업외적인 요소인 산업별 요인들로는 판매비와 관리비 지출규모에 영향을 미치는 요인으로는 기업의 특성중 기업규모와 기업의 성장성, 정도 의 이렇게 2가지 요인을 고려하여 기업 가치의 관계에 따른 가설을 설정한다. 판매비와 관리비 항목에 관련된 대 다수의 선행연구에서는 기업의 판매관리비의 비중이 기업 가치와 양의 관계를 갖거나[5, 6, 7, 19, 20], 또는 원가절감과 생산효율성의 증가를 가져오거나 [21], 재무성과에 유의한 양의 영향을 미친다고 보고 하였다[10]. 전통적 관점에서는 매출액 대비 판매관리비의 비중이 높은 것을 경영자의 경영 비효율성을 나타내는 것으로 인식하는 경향이 강했으며, 이로 인해 다수의 국내외 연구에서도 판매관리비의 비중을 대리인 비용의 측정치로 사용하기도 하였다. 그러나 판매관리비 지출의 상당 부분이 종업원 만족도와 숙련도, 기술개발, 특허와 브랜드 가치 등 무형자산의 가치와 연관되어 있어서, 최근 들어 판매관리비 지출이 기업의 미래성과에 긍정적인 역할을 할 수 있다는 인식이 증가하고 있다. Barth et al.[17]은 매출감소 시, 판매관리비의 비중이 높은 기업일수록

기업의 미래성과(이익)에 긍정적이었음을 보여주었다. 이상의 선행연구를 종합하여 기업의 판매관리비에 비중에 따른 기업 가치와의 관계에 대한 연구 가설 1을 설정하였다.

가설 1 : 판매 관리비의 비중은 기업의 가치에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

Chauvin and Hirschey[21]는 기업규모의 크기에 따라 판매관리비 항목은 그 영향관계가 달라질 수 있다는 실증결과를 제시하고 있으며, 또한 산업의 특성에 따라 판매관리비와 기업 가치의 관계의 유의성이 달라지기는 하지만 판매관리비 지출규모와 기업규모 간에 정(+)의 관계가 있음을 실증하였다. 동일한 결과는 Chauvin and Hirschey[21]의 연구에서도 확인된다. Lev and Sougiannis[23]은 산업의 특성과 영향을 고려할 때 기업규모는 판매관리비지출의 집중도와 통계적 유의성을 갖지 않는다며 판매관리비 투자의 규모의 효과를 부인하였다. 이는 일반적으로 기업규모가 클수록 판매관리 활동이 더 활발하고 그 결과 역시 더 효과적일 것이라는 의미이다. 이상의 선행연구를 살펴볼 때 본 연구에서는 기업의 특성인 기업규모에 따른 판매관리비가 기업 가치와의 관계에 있어 어떠한 영향이 주는가를 실증하고자 다음과 같이 가설 2를 설정하였다.

가설 2 : 대기업은 중소기업에 비해 판매관리비가 기업 가치에 미치는 긍정적인 영향의 정도가 더 강할 것이다.

홍철규, 정준희[16]은 산업별로 차이는 존재하지만 판매관리비 지출은 지출 후 최대 7년 정도까지 기업의 투자수익률(ROA)에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 실증하여, 판매관리비와 기업의 미래가치(SG&A future value)간의 정(+)의 관계를 보여주었다. 유사한 맥락에서 김진황[8]의 연구도 특정 상황에서 판매관리비 지출이 기업 성과에 긍정적인 측면이 있다는 것을 부분적으로 보여주고 있다. 성장성

과 관련된 국내연구로 한봉희[15]는 판매관리비 및 자본화에 영향을 미치는 요인분석에서 성장성은 연구개발비집약도와 연구개발비의 자본화율에 모두 양(+)의 영향을 미치며, 이는 기업의 투자와 자본화가 기업의 성장성을 합리적으로 반영한다 하였다. 광태완, 왕현선[2]도 성장성이 높은 기업의 R&D 투자는 그렇지 않은 기업의 R&D 투자에 비해 주가에 양(+)의 영향을 미친다 하였고 이는 성장성이 높은 기업은 영업과 관련된 기업의 투자 활동이 활발할 것이므로 관련된 비용과 기업 가치는 양(+)의 관계가 있을 것으로 기대 할 수 있다. 이상의 선행연구로 볼 때 본 논문에서는 기업의 성장성이 각각의 비용과 기업 가치의 관계에 있어 어떠한 영향을 주는가를 실증하고자 다음과 같은 가설 3을 설정하였다.

가설 3 : 고성장이기업은 저성장기업에 비해 판매관리비가 기업 가치에 미치는 긍정적인 영향의 정도가 더 강할 것이다.

본 연구에서 종속변수는 기업 가치를 나타내는 MV이며, 관심변수로는 기업의 판매관리비와, 본 연구 제 2장의 판매관리비 분석을 통해 얻어진 비용항목, 통제변수로는 이익조정외의 대응치인 재무적 발생액과 기업규모를 나타내는 SIZE, 재무적 안정성을 나타내는 LEVR와 LOSS이며, 기업의 성장성을 나타내는 GROWTH로 구성된다.

Barth et al.[17]의 초과이익을 이용한 주식가치 평가모형에 근거하여 기업 가치를 실물자산, 재무자산, 지식자산으로 구분하여 각 구성요소의 기업 가치에 대한 기여도를 추정하는 방법으로 지식자산 가치를 추정 하였다. 장지인, 신상철[13]의 연구에서는 판매관리비 지출과 기업 가치와의 가치관련성을 상장 제조업 기업을 중심으로 Barth et al.[17] 모형을 기초로 하여 도출하였으며, 판매관리비와 가치관련성을 검증하였다. 김문현[4] 연구에서는 판매관리비에 대한 국내 기업회계기준변경의 타당성을 검증하는 과정에서 Barth et al.[17] 모형을 이용하여

자본화된 개발비의 기업 가치 관련성을 검증하였다. 따라서 본 연구에서는 이러한 선행연구를 근거하여 Barth et al.[17] 모형에 기초하여 종속변수를 산출하였다.

본 연구는 판매관리비가 기업 가치와 어떠한 관련이 있는가를 실증하기 위해 2003년부터 2014년까지 표본을 선정하고 정량적 분석을 통해 판매관리비의 각각의 항목을 분석 하였다. 다음의 식 (1)은 판매관리비와 기업 가치를 의 관계를 실증하기 위한 실증 연구 모형을 나타낸다. 이 식에서 종속변수는 기업 가치 MV이며 관심변수는 판매관리비 SGA와 정량적 분석을 통해 추출된 v1~v6은 판매관리비에 대한 각각의 계정과목을 나타낸다.

$$\begin{aligned}
 MV = & a_0 + a_1SGA_t + a_2(v1 \sim v6)_t + a_3BV_t + a_4XA_t \\
 & + a_5DA_tROA + a_6REMI_t(1, 2, 3) \\
 & + a_7(v1 \sim v6) \times DA_t^{ROA} \\
 & + a_8(v1 \sim v6) \times REM(1, 2, 3) \\
 & + a_{10}K-IFRS_t + a_{11}SIZE_t + a_{12}LEVR_t \\
 & + \beta_{13}LOSS_t + \beta_{14}GROWTH_t + \sum IIND \\
 & + \sum YD + \varepsilon
 \end{aligned} \tag{1}$$

여기서

- MV : 3월말 주가
- BV : 장부가치
- XA : 초과이익
- SGA : 판매관리비율이 중위수 이상이면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수
- V1 : 감가상각비(= DEP)
- V2 : 경상연구개발비(= RND)
- V3 : 경상개발비(= RECD)
- V4 : 연구비(= REC)
- V5 : 광고선전비(= ADV)
- V6 : 운반비(= MOVE)
- DA^{ROA} : 성과대응 재량적 발생액
- REMI : 비정상 현금흐름(ACFO×-1)
- REM2 : 비정상 제조원가

- REM3 : 비정상재량적비용(ADE×-1)
- (V1...V7)×DA^{ROA} : 성과대응 재량적 발생액 각각의 비용에 대한 상호작용 변수
- (V1...V7)×REM(1, 2, 3) : 3개의 실제이익조정 변수와 각각의 비용에 대한 상호작용 변수
- SIZE : 총자산의 자연로그 값
- LEVR : 부채비율
- LOSS : 당기순이익이 음(-)이면 1, 아니면 0인 더미변수
- GROWTH: 성장성변수(당기매출액-전기매출액)/전기 매출액
- K-IFRS : IFRS 의무도입 이후면 1, 아니면 0인 더미변수
- YD : 연도별 더미변수
- IIND : 산업별 더미변수

4. 실증분석결과

4.1 기술통계 분석 결과

<표 1>은 기술통계 분석 결과를 나타낸 것이다. 종속변수이며 3월말 주가를 의미하는 MV의 평균과 중위수는 0.007(-0.145)로 나타났으며, 표준 편차는 0.657로 나타났다. 관심 변수 V1~V6으로 각각의 비용을 의미한다. 주요 변수들 간의 상관관계분석결과 MV와 감가상각비를 나타내는 V1의 경우 유의수준 1%에서 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타났으며, 경상 연구개발비를 나타내는 V2의 경우 유의수준 1%에서 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 경상개발비를 나타내는 V3은 유의수준 1%에서 음(-)의 상관관계가 있는 것으로 나타났으며, 연구비를 나타내는 V4의 경우 유의수준 1%에서 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 광고 선전비를 나타내는 V5는 유의수준 1%에서 양(+)의 상관관계가 나타났고, 운반비를 나타내는 V6의 경우 유의수준 1%에서 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다.

〈표 1〉 기술통계분석결과

변수	N	평균	표준편차	1%	10%	25%	중간값	75%	90%	99%
MV	8,155	0.007	0.657	-1.035	-0.550	-0.359	-0.145	0.167	0.674	3.285
V1	8,155	0.005	0.006	0.000	0.0007	0.0015	0.0031	0.0062	0.0113	0.032
V2	8,155	0.009	0.018	0.000	0.0000	0.0003	0.0013	0.0067	0.0250	0.115
V3	8,155	0.012	0.016	0.000	0.0001	0.0012	0.0048	0.0145	0.0328	0.084
V4	8,155	0.009	0.018	0.000	0.0000	0.0004	0.0019	0.0085	0.0266	0.095
V5	8,155	0.017	0.022	0.000	0.0002	0.0017	0.0080	0.0239	0.0459	0.109
V6	8,155	0.017	0.023	0.000	0.0003	0.0019	0.0076	0.023	0.047	0.110
BV	8,155	0.639	0.241	0.078	0.3376	0.4647	0.6337	0.8073	0.9350	1.354
XA	8,155	0.020	0.123	-0.567	-0.099	0.0013	0.0340	0.0787	0.13	0.298
DA	8,155	-0.004	0.081	-0.241	-0.097	-0.047	-0.004	0.0371	0.0880	0.265
REM1	8,155	0.006	0.110	-0.292	-0.117	-0.055	-0.000	0.060	0.1323	0.382
REM2	8,155	-0.027	0.168	-0.620	-0.237	-0.098	-0.003	0.064	0.144	0.437
REM3	8,155	0.003	0.092	-0.179	-0.074	-0.044	-0.015	0.022	0.0945	0.462
SIZE	8,155	25.565	1.307	23.205	24.522	25.454	25.886	26.334	27.889	29.836
LEVR	8,155	0.466	0.239	0.070	0.1713	0.2858	0.4478	0.6098	0.7587	1.305
Growth	8,155	0.097	0.964	-0.704	-0.182	-0.042	0.050	0.178	0.372	1.268

변수의 설명 : 식 (1) 참조.

〈표 2〉 다중회귀분석결과

변수	종속변수 = MV							
SGA	0.059***							
V1		8.450***						
V2			5.5942***					
V3				7.0003***				
V4					10.5015***			
V5						4.2586***		
V6								-3.5412***
수정된 R ²	0.144	0.106	0.114	0.172	0.298	0.1120	0.117	
F값	25.43***	16.97***	6.00***	11.97***	11.28***	18.14***	19.20	
표본수	8,155							
VIF	VIF < 2.5							

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄. 변수 설명은 식 (1) 참조.

2.1 판매관리비 비중과 기업 가치와의 관련성 분석 결과

기업의 판매관리비의 비중을 나타내는 변수인 SGA와 기업 가치 MV는 회귀계수가 0.059일 때 T값이 2.98로 유의수준 1%에서 양(+)의 유의한 관계가 있는 것으로 나타났다. 이는 본 연구의 가설 1을 지지하는 결과라 할 수 있다. 즉 판매관리비가 중위수보다 높은 기업일수록 기업 가치가 높게 나타남을 알 수 있었다. 그밖에 판매관리비에 대한 각각의 비용들

과 기업 가치의 유의성에 대한 실증결과는 감가상각비를 나타내는 V1의 경우 회귀계수가 8.450일 때 T값이 4.78로 유의수준 1%에서 양(+)의 유의한 관계가 있는 것으로 나타났다. 경상 연구개발비를 나타내는 V2의 경우 회귀계수가 5.594일 때 T값이 5.82로 유의수준 1%에서 양(+)의 유의한 관계가 있는 것으로 나타났다. <표 2>의 결과로 볼 때 각각의 SGA와 각각의 판매관리비 항목은 기업 가치와 유의한 관계가 있음을 알 수 있었으며, 본 연구의 가설 1을 지지하는 결과라 할 수 있다.

<표 3> DA^{ROA} 상호작용변수를 포함한 다중회귀분석

변수	종속변수 = MV					
V1×DA ^{ROA}	-4.648**					
V2×DA ^{ROA}		-3.7842				
V3×DA ^{ROA}			-22.98			
V4×DA ^{ROA}				-2.8777		
V5×DA ^{ROA}					-9.2645	
V6×DA ^{ROA}						3.757
수정된 R ²	0.0962	0.085	0.181	0.119	0.096	0.095
F값	15.36***	4.34***	5.95***	7.82***	15.67***	15.23***
표본수	8,155					
VIF	VIF < 2.5					

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄. 변수 설명은 <표 3> 참조.

<표 4> REM1의 상호작용변수를 포함한 다중회귀분석

변수	종속변수 = MV					
V1×ACFO	-25.838**					
V2×ACFO		-15.7390**				
V3×ACFO			-12.20			
V4×ACFO				-1.722		
V5×ACFO					-11.460**	
V6×ACFO						5.895
수정된 R ²	0.0958	0.088	0.188	0.219	0.095	0.095
F값	15.69***	4.67***	5.85***	8.22***	15.67***	15.61***
표본수	8,155					
VIF	VIF < 2.5					

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄. 변수 설명은 식 (1) 참조.

<표 3>의 분석 결과를 보면 감가상각비 재량적 발생액의 상호작용변수인 V1×DA^{ROA}의 경우 회귀계수 -4.648일 때 T값이 -2.35로 유의수준 5%에서 음(-)의 유의한 관계가 있는 것으로 나타났다. 또한 <표 4>에서와 같이 V1×REM1(ACFO)의 경우 회귀계수 -25.838일 때 T값이 -1.73로 유의수준 5%에서 음(-)의 유의한 관계가 있는 것으로 나타났다. 또한 V2×REM1(ACFO)은 회귀계수 -15.730일 때 T값이 -2.24로 유의수준 5%에서 음(-)의 유의한 관계가 있는 것으로 나타났다. V5×REM1(ACFO) 회귀계수 -11.460일 때 T값이 -2.55로 유의수준 5%에서 음(-)의 유의한 관계가 있는

것으로 나타났다. 반면에 V4×REM1(ACFO)와 V5×REM1(ACFO)의 변수는 MV와의 다중회귀 분석 결과에서 유의한 관계가 없는 것으로 나타났다.

<표 5>를 살펴보면 V1×REM2(APC)의 경우 회귀계수 28.359일 때 T값이 4.47로 유의수준 1%에서 양(+)의 유의한 관계가 있는 것으로 나타났다. 또한 V3×REM2(APC)은 회귀계수 -19.964일 때 T값이 -4.43으로 유의수준 1%에서 음(-)의 유의한 관계가 있는 것으로 나타났다. V4×REM2(APC) 회귀계수 -12.3587일 때 T값이 -3.39로 유의수준 1%에서 음(-)의 유의한 관계가 있는 것으로 나타났다.

〈표 5〉 REM2의 상호작용변수를 포함한 다중회귀분석

변수	종속변수 = MV					
V1×APC	28.359***					
V2×APC		-8.78				
V3×APC			-19.964***			
V4×APC				-12.3587**		
V5×APC					0.4543	
V6×APC						7.8367**
수정된 R ²	0.1419	0.1327	0.3032	0.1772	0.1385	0.1405
F값	24.49***	7.37***	11.96***	12.78***	23.81***	24.19***
표본수	8155					
VIF	VIF < 2.5					

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄. 변수 설명은 식 (1) 참조.

〈표 6〉 REM3의 상호작용변수를 포함한 다중회귀분석

변수	종속변수 = MV					
V1×ADE	-32.81***					
V2×ADE		-17.825				
V3×ADE			54.552***			
V4×ADE				21.014**		
V5×ADE					8.9131***	
V6×ADE						-0.1220
수정된 R ²	0.1057	0.0956	0.2481	0.1331	0.1065	0.1041
F값	17.49***	5.06***	9.07***	9.11***	17.65*	17.20***
표본수	8155					
VIF	VIF < 2.5					

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄. 변수 설명은 식 (1) 참조.

〈표 6〉 분석 결과를 살펴보면 V1×REM3(ADE)의 경우 회귀계수 -32.81일 때 T값이 -2.96로 유의수준 1%에서 유의한 음(-)의 관계가 있는 것으로 나타났으며, V3×REM3(ADE)의 경우 회귀계수 54.552일 때 T값이 4.46로 유의수준 1%에서 양(+)의 유의한 관계가 있는 것으로 나타났다. 또한 V4×REM3(ADE)은 회귀계수 21.014일 때 T값이 2.00으로 유의수준 5%에서 양(+)의 유의한 관계가 있는 것으로 나타났다. V5×REM3(ADE) 회귀계수 8.913일 때 T값이 3.61로 유의수준 1%에서 양(+)의 유의한 관계가 있는 것으로 나타났다.

3. 기업규모에 따른 판매관리비가 기업 가치에 미치는 영향 분석 결과

〈표 7〉의 분석결과를 살펴보면 감가상각비를 나타내는 V1의 경우 대기업이 중소기업보다 더 높은 양(+)의 유의한 관계가 있는 것으로 나타났다. 그 밖의 경장연구개발비(V2), 경장개발비(V3), 연구비(V4), 광고선전비(V5)는 모두 기업 가치와 유의수준 1%에서 양(+)의 유의한 관계가 있는 것으로 나타났다.

〈표 7〉 기업규모에 따른 다중회귀분석

$$MV = \alpha_0 + \alpha_1(v1 \sim v6) + \alpha_2 BV + \alpha_3 XA_t + \alpha_4 DA^{ROA} + \alpha_5 REM(1, 2, 3) + \alpha_6(v1 \sim v6) \times DA^{ROA} + \alpha_7(v1 \sim v6) \times REM(1, 2, 3) + \alpha_8 F-CRISIS + \alpha_9 K-IFRS + \alpha_{10} SIZE + \alpha_{11} LEVR + \alpha_{12} LOSS_t + \alpha_{13} GROWTH_t + \sum IIND + \sum YD + \varepsilon \quad (6)$$

패널 A : 다중회귀 분석

변수	종속변수 = MV, (VIF > 2.5)			
	대기업		중소기업	
	β	T	β	T
V1	5.91227	3.42***	-2.35806	-0.83
V2	4.64578	6.60***	4.91272	6.19***
V3	7.85502	14.59***	3.58197	4.82***
V4	7.76756	6.43***	9.27887	5.32***
V5	3.45329	6.46***	4.52793	3.50***
V6	-3.54669	-7.87***	-6.67436	-5.63***
통제변수	포함	포함	포함	포함

패널 B : 상호작용변수(V1~V6×DA^{ROA}) 다중회귀 분석

변수	종속변수 = MV, (VIF > 2.5)			
	대기업		중소기업	
	β	T	β	T
V1×DA ^{ROA}	-81.53095	-3.61***	-4.33501	-0.10
V2×DA ^{ROA}	17.23322	-1.88*	9.65810	0.87
V3×DA ^{ROA}	-57.49380	-2.24**	-35.35722	-0.99
V4×DA ^{ROA}	-8.36695	-1.24	-6.56683	-0.44
V5×DA ^{ROA}	-12.55907	-2.24**	12.92176	0.52
V6×DA ^{ROA}	8.99335	1.51	5.58211	0.29
통제변수	포함	포함	포함	포함

패널 C : 상호작용변수(V1~V6×ACFO) 다중회귀 분석

변수	종속변수 = MV, (VIF > 2.5)			
	중소기업		대기업	
	β	T	β	T
V1×ACFO	-18.16141	-1.46	22.45347	1.33
V2×ACFO	-11.42323	-2.00**	-4.29679	-0.81
V3×ACFO	-64.54356	-3.30***	23.12454	1.51
V4×ACFO	-3.46180	-0.84	-1.10775	-0.18
V5×ACFO	-7.60994	-2.29**	9.39241	1.04
V6×ACFO	11.43786	2.95***	-18.60273	-1.84*
통제변수	포함	포함	포함	포함

패널 D : 상호작용변수(V1~V6×APC) 다중회귀 분석

변수	종속변수 = MV, (VIF > 2.5)			
	중소기업		대기업	
	β	T	β	T
V1×APC	10.62775	1.97**	51.26901	5.79
V2×APC	-5.03232	-1.42	-19.41090	-4.98***
V3×APC	-15.77931	-3.88***	-44.69106	-4.18***
V4×APC	-21.23003	-9.01***	-8.02373	-1.77*
V5×APC	-1.81665	-1.62	12.80125	3.76
V6×APC	7.63570	4.09***	15.96454	1.93**
통제변수	포함	포함	포함	포함

패널 E : 상호작용변수(V1~V6×ADE) 다중회귀 분석

변수	종속변수 = MV, (VIF > 2.5)			
	중소기업		대기업	
	β	T	β	T
V1×ADE	-6.18607	-0.63	-63.49101	-4.32***
V2×ADE	3.51188	0.43	24.01627	2.07**
V3×ADE	54.97149	4.70***	57.03209	2.70**
V4×ADE	40.12248	5.16***	-3.57437	-0.27
V5×ADE	9.93589	4.91***	-4.22690	-0.74
V6×ADE	-2.55484	-0.83	-12.15844	-0.88
통제변수	포함	포함	포함	포함

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄. 변수 설명은 식 (1) 참조.

4. 기업성장에 따른 판매관리비가 기업 가치에 미치는 영향 분석 결과

<표 8>의 분석 결과를 살펴보면 패널 A에서 MV에 대한 고성장기업의 평균과 표준편차는 0.692(0.7203)이며, 저성장기업은 -0.0296(0.6472)로 검정 통계량 T값이 5.660일 때 유의수준 1%에서 유의한 차이가 있음을 보고한다. 감가상각비를 나타내는 V1은 T값이 2.552일 때 유의수준 5%에서 유의한 차이가 있음을 보고한다. 경상연구개발비를 나타내는 V2의 경우 또한 T값이 3.220일 때 1%에서 유의한 차이가 있음을 나타내며, V3(경상개발비)은 T값이 3.185일 때 1%에서 유의한 차이가 있음을 보고하고 있다. 광고선전비와 운송비를 나타내는 V5와 V6은 1%에서 유의한 차이가 있음을 알 수 있었으나, 경상연구비를 나타내는 V4는 유의한 차이가 나타나질 않았으나, 안정성을 나타내는 LEVR은 유의수준 1%에서 양(+)의 유의성이 기업규모를 나타내는 SIZE는 유의수준 1%에서 음(-)의 유의한 차이가 있는 것으로 나타났다.

통제변수를 포함한 <표 9>의 분석결과를 살펴보면 감가상각비를 나타내는 V1의 경우 고성장기업은 유의한 관계가 나타나질 않았으나 저성장기업의 경우 양(+)의 유의한 관계가 있는 것으로 나타났다. 경상연구개발비(V2) 또한 고성장기업은 유의한 관계

가 나타나질 않았으나 저성장기업의 경우 양(+)의 유의한 관계가 있는 것으로 나타났으며, 경상개발비(V3), 연구비(V4), 광고선전비(V5)는 고성장기업과 저성장기업 모두 기업 가치와 유의수준 1%에서 양(+)의 유의한 관계가 있는 것으로 나타났다. 기업 가치와 각각의 비용과의 유의성 검증에 있어서 고성장기업이 저성장기업보다 유의성이 높지만은 않은 결과를 나타내는 것으로 보아 기업의 특성인 성장성에 따라 차이가 있다는 가설 3은 부분적으로 채택됨을 알 수 있다.

5. 결 론

본 연구에서는 기업 특성에 따른 판매관리비가 기업 가치와 어떠한 관련성이 있는지를 실증 분석하고자, 2003년~2014년까지 국내 상장기업을 대상으로 판매비와 관리비의 재무데이터를 추출하여 시계열적 정량분석을 통해 특징적인 비용인 감가상각비, 경상연구 개발비, 경상개발비, 경상연구비, 광고선전비, 운반비 총 6가지의 비용에 대해 분석하였다. 추출된 비용과 기업 가치의 관련성을 실증하기 위해서 판매관리비의 비중과 기업 가치의 관계에 대한 가설 1과 기업의 특성을 나타내는 가설 2와 가설 2를 설정하고 이를 실증하기 위해 연구모형을 설정하였다. 본 연구의 연구결과를 제시하면 다음과 같다.

<표 8> 기업의 성장성에 따른 t-검증 결과

변 수	고성장기업		저성장기업		T
	평균	표준편차	평균	표준편차	
MV	.0692	.7203	-.0296	.6472	5.660***
V1	.0053	.0058	.0049	.0055	2.552**
V2	.0196	.0245	.0131	.0170	3.220***
V3	.0214	.0264	.0160	.0227	3.185***
V4	.0092	.0171	.0084	.0174	.287
V5	.0090	.0206	.0100	.0188	-1.956*
V6	.0134	.0186	.0116	.0157	3.889***
LEVR	.5344	.2571	.4234	.2169	18.374***
SIZE	25.461	1.305	25.7930	1.3468	-9.868***

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄. 변수 설명은 식 (1) 참조.

〈표 9〉 기업의 성장성에 따른 다중회귀분석

$$MV = a_0 + a_1(v1 \sim v6) + a_2BV + a_3XA_t + a_4DA^{ROA} + a_5REM(1, 2, 3) + a_6(v1 \sim v6) \times DA^{ROA} + a_7(v1 \sim v6) \times REM(1, 2, 3) + a_8F-CRISIS + a_9K-IFRS + a_{10}SIZE + a_{11}LEVR + a_{12}LOSS_t + a_{13}GROWTH_t + \sum IIND + \sum YD + \varepsilon \quad (7)$$

패널 A : 기업의 성장성에 따른 다중회귀분석

변수	종속변수 = MV			
	고성장기업		저성장기업	
	β	T	β	T
V1	1.33775	0.38	5.83705	2.46**
V2	0.71742	0.43	8.61087	7.39***
V3	7.63086	6.31***	6.19717	6.11***
V4	6.38998	2.84**	12.08874	8.29***
V5	3.64169	3.53***	4.10512	5.44***
V6	-5.42558	-6.63***	-3.96220	-5.76***
통제변수	포함	포함	포함	포함

패널 B : 전상호작용변수(V1~V6×DA^{ROA}) 다중회귀 분석

변수	종속변수 = MV			
	고성장기업		저성장기업	
	β	T	β	T
V1×DA ^{ROA}	-0.09860	-0.00	-80.81199	-3.13***
V2×DA ^{ROA}	-35.36175	-2.35**	30.90100	2.55**
V3×DA ^{ROA}	-16.80019	-0.47	-50.77922	-1.59
V4×DA ^{ROA}	7.57526	0.64	-20.75990	-1.71*
V5×DA ^{ROA}	7.31027	0.86	-38.45731	-4.33***
V6×DA ^{ROA}	2.01487	0.24	3.25678	0.37
통제변수	포함	포함	포함	포함

패널 C : 상호작용변수(V1~V6×ACFO) 다중회귀 분석

변수	종속변수 = MV			
	고성장기업		저성장기업	
	β	T	β	T
V1×ACFO	19.15905	0.81	-59.30627	-2.87**
V2×ACFO	-31.79935	-3.10***	14.51945	1.43
V3×ACFO	-29.95809	-1.06	-16.62874	-0.72
V4×ACFO	3.38412	0.36	-11.65869	-1.26
V5×ACFO	0.55976	0.09	-32.38792	-4.73***
V6×ACFO	2.03986	0.31	17.15519	2.23**
통제변수	포함	포함	포함	포함

패널 D : 상호작용변수(V1~V6×APC) 다중회귀 분석

변수	종속변수 = MV			
	고성장기업		저성장기업	
	β	T	β	T
V1×APC	35.42372	3.31***	32.33900	4.07***
V2×APC	-7.16859	-0.88	-12.56680	-1.46
V3×APC	-5.85369	-0.84	-36.82202	-5.76***
V4×APC	-4.69429	-0.87	-20.21953	-3.64***
V5×APC	1.25751	0.62	1.92631	1.04
V6×APC	11.10862	3.16***	4.86410	1.49
통제변수	포함	포함	포함	포함

패널 E : 상호작용변수(V1~V6×ADE) 다중회귀 분석

변수	종속변수 = MV			
	고성장기업		저성장기업	
	β	T	β	T
V1×ADE	-35.02369	-1.80*	-28.75240	-2.03**
V2×ADE	41.43799	1.91*	-77.67852	-4.26***
V3×ADE	24.22422	1.28	94.46303	5.04***
V4×ADE	9.30712	0.61	20.61119	1.24
V5×ADE	7.48188	1.95	7.18290	2.21**
V6×ADE	-9.30109	-1.47	10.38910	2.02**
통제변수	포함	포함	포함	포함

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄. 변수 설명은 식 (1) 참조.

첫째, 판매관리비의 비중이 높은 기업이 낮은 기업에 비해 기업 가치와 정(+)의 관련성이 더 강한 것으로 나타났다. 전체샘플의 다중회귀분석결과에서 판매비와 관리비 비중이 높을수록 기업 가치가 증가하는 결과를 보고하였으며, V1~V6 변수와 기업 가치와의 유의성에 대한 실증분석결과 운반비를 제외한 모든 비용에서 양(+)의 유의한 관계를 보고하였다. 이러한 결과는 연구개발비와 광고선전비 등이 증가 할수록 기업 가치가 증가 한다는 기존의 선행연구와 같은 결과라 할 수 있다. 둘째, 판매관리비용과 기업 가치의 관계가 기업의 특성 중 기업 규모와는 크게 영향을 받지 않는다. 실증분석결과 평균 차이검증에는 유의적인 차이가 있는 것으로 나타났으나, 다중회귀분석결과 대기업 과 중소기업의 비용변수와 기업 가치와의 관계는 각각의 비용이 유의적인 방향이 각각 다르게 나타남을 볼 수 있었다. 따라서 기업의 규모가 대기업 또는 중소기업이라 해서 판매관리비용과 기업 가치가 반드시 유의적인 것은 아니다. 셋째, 비용과 기업 가치의 유의적인관계는 기업의 특성인 성장성 따라 부분적으로 유의적인 차이가 있다. 실증분석결과 평균에 따른 차이 분석 결과에서는 고성장기업이 저성장기업에 비해 유의적인 차이가 더 높았으나, 다중회귀 분석결과 일부의 분석에서 저성장 기업이 고성장 기업보다 판매관리비용과 기업 가치의 관련성이 더 높게 나타남을 확인하였다. 따라서 고성장 기업이라 해서 기업 가치와 판매비와 관리비간 관계의 유의성이 반드시 높은 것만은 아님을 알 수 있었다. 넷째, 성과 대응 재량적 발생액은 판매관리비용을 낮추기 위한 이익조정의 유인이 있다. 재량적 발생액과 판매관리비 변수들과 상호작용 변수를 포함한 다중회귀분석 결과 일부의 변수에서 기업 가치와 음(-)의 유의성이 있음을 보고하였다. 이는 재량적 발생액이 기업 가치를 약화시키는 결과라 할 수 있다. 또한 이러한 결과는 각각의 비용의 특성을 고려 해 볼 때 경영자에게 외계적 이익조정의 유인이 작용될 수 있음을 시사하는 결과라 할 수 있다. 다섯째, 실제 영업활동을 통한 이익조정 변수는 판매비와 관리비를 증가 또는 감소시키

기 위한 이익조정의 유인이 있으며 이러한 부분으로 기업 가치를 약화시킨다. 실증분석 결과에서와 같이 각각의 비용변수와 실제 이익조정 변수인 비정상 영업현금흐름(ACFO), 비정상제조원가(APC), 비정상 재량적비용(ADE)모두 기업 가치 MV와 유의한 관계를 보고 하였다. 이는 각각의 비용의 특성을 고려해 볼 때 양(+) 또는 음(-)의 유의성은 각각의 비용들을 통해 실제 영업활동을 통한 이익조정의 유인으로 작용할 수 있음을 말해준다.

본 연구의 결과를 종합해 볼 때 판매관리비는 기업 가치에 양(+)의 유의한 영향을 미치는 것으로 실증분석결과 확인되었으며, 경영자는 이러한 비용에 대해 기업 가치를 높이기 위해서 비용을 증가 또는 감소시키려하는 이익조정의 유인이 될 수 있음을 본 논문의 실증 결과를 통해 확인할 수 있었다. 현재 일반적인 기업의 회계업무는 ERP 시스템을 통해 이루어진다. 그러나 이러한 ERP 시스템은 각각의 판매관리비용 등에 대한 분석시스템이 갖추어져 있지 않기 때문에 현재의 시스템은 각각의 비용항목에 대한 지출결의서를 작성할 때마다 각각의 비용에 대한 예산항목을 숙지해야 하는 어려움과 월별 지출계획을 별도로 관리해야 하고 보관해야하는 불편함을 감수하고 있는 것이 현실이다. 그러나 판매관리비 등의 비용분석 시스템이 갖추어져 이러한 실무적인 어려움이 해결된다면, 현재의 회계정보시스템은 더욱 더 발전할 것이며, 나아가 경영자가 기업의 가치를 증가시키기 위해 비용항목을 재량적으로 증가 또는 감소시키는 이익 조정 행위 또한 사전 예방 할 수 있을 것으로 생각된다.

본 연구의 공헌 점은 첫째, 단기간의 횡단면분석을 통해 이루어진 기존의 연구와는 달리 10년 이상의 연구기간의 분석결과 라는 점이며 둘째, 연구 배경에서 특허분석 과 선행 연구 분석 또한 정량적 분석을 통해 현재의 회계정보시스템이나 판매관리비분석 등, 기업 가치와 성과 관련에 대한 기초 자료를 제공하였다는 점이라 할 수 있다. 셋째, 본 연구의 실증결과는 기존의 판매관리비에 대한 선행연구에서는 판매관리비에 대한 합계액만을 사용하여 실증하였는데 본

연구는 판매관리비 계정과목 각각의 항목을 실증함으로써 인해 좀 더 구체적인 결과를 제시하였다고 할 수 있으며, 넷째, 본 연구의 실증분석에서 경영자의 자의적인 이익조정의 대표적인 두 가지 형태인 회계적 이익조정과 실제 영업활동을 통한 실질적 이익조정 변수와 판매관리비 항목의 상호작용에 대한 실증 결과를 제시함으로써 인해 경영자 이익조정의 유인으로 판매관리비가 사용 된다는 실증적 증거를 제시 하였으며, 마지막으로 본 연구의 실증결과를 바탕으로 기존의 ERP 시스템에 단점을 완화 할 수 있는 판매관리비 분석 시스템에 대한 개발의 필요성을 강조하였다는 점이라 할 수 있다. 본 연구는 연구모형에 의해 측정된 기업 가치와 재량적발생의 변수들은 모두 계량통계학적 모형의 추정을 통해 측정된 것이기 때문에 모형의 불완전성에 따른 측정오류의 문제로부터 자유로울 수는 없다. 그러나 판매관리비용 관련 연구 분야와 기업 가치의 연구 분야에 있어 본 연구의 결과는 중요한 연구 자료를 제공할 수 있을 것이다.

참 고 문 헌

- [1] 고영우, 권수영, 황문호, “기업수명주기가 판매관리비의 비대칭적 원가 행태에 미치는 영향”, 한국회계학회 학술연구발표회논문집, (2008), pp.1-25.
- [2] 광태완, 왕현선, “기업특성에 따른 연구개발비의 가치관련성에 관한 연구”, 『국제회계연구』, 제50집(2013), pp.159-182.
- [3] 권대현, “회계이익의 가치관련성과 판매관리비의 하방경직성”, 『세무와 회계저널』 제16권, 제4호(2015), pp.201-224.
- [4] 김문현, “자본화된 개발비의 기업가치 관련성에 관한 실증연구”, 『회계정보연구』 제16권(2001), pp.161-187.
- [5] 김문현, “코스닥 IT기업의 개발비의 가치관련성”, 『한국IT서비스학회지』, 제8권, 제3호(2009), pp.67-81.
- [6] 김성기, 광태완, “연구개발비 투자규모와 회계정보”, 『국제회계연구』, 제32집(2010), pp.17-38.
- [7] 김정교, 서지성, “연구개발비가 기업가치에 미치는 영향”, 『국제회계연구』, 제20집(2007), pp.207-229.
- [8] 김진황, “광고선전비의 비용효과분석에 관한 연구”, 『지역사회연구』, 제5권(1997), pp.187-201.
- [9] 김태오, 홍요석, “중업원 보상과 기업가치의 관련성에 관한 연구”, 『국제회계연구』 제35집(2011), pp.187-217.
- [10] 김흥기, 송영렬, “연구논문: 연구개발비가 기업 성과에 미치는 영향에 관한 연구”, 『세무회계연구』, 제14권(2004), pp.171-193.
- [11] 손정근, “기업의 특성에 따른 판매관리비가 기업 가치에 미치는 영향”, 충북대학교 박사학위논문, 2016.
- [12] 송승아, “분기별 비대칭적 판매관리비 행태 및 이익조정”, 『관리회계연구』, 제13권(2014), pp.137-164.
- [13] 장지인, 신상철, “인건비 정보의 기업가치 관련성에 관한 실증연구”, 『대한경영학회지』, 제32호(2002), pp.165-187.
- [14] 정군오, 장원경, 김연용, “연구개발비와 광고비가 기업가치에 미치는 영향”, 『대한경영학회지』, 제52호(2005), pp.168-192.
- [15] 한봉희, “연구개발비의 집약도 및 자본화에 영향을 미치는 요인”, 『회계저널』, 제19권(2010), pp.185-219.
- [16] 홍철규, 정준희, “판매관리비와 미래 기업성과의 관계”, 『회계저널』 제24권(2015), pp.153-182.
- [17] Barth, M.E. and S. Kallapur, “The Effect of Cross-sectional Scale Differences on Regression Results in Empirical Accounting Research,” *Contemporary Accounting Research*, Vol.13, No.2(1996), pp.79-193.
- [18] Baumgarten, D., U. Bonenkamp, and C. Homburg, “The information content of the SG&A ratio,” *Journal of Management Accounting Research*, Vol.22, No.1(2010), pp.1-22.

- [19] Bublitz, B. and M. Etterdge, "The Information in Discretionary Outlays : Advertsing Research and Development," *The Accounting Review*, Vol.64, No.1(1989), pp.265-283.
- [20] Burgstahler, D. and I. Dichev, "Earnings management to avoid earnings decreases and losses," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.24, No.1(1997), pp.99-126.
- [21] Chauvin, K. and M. Hirschey, "Advertising, R&D Expenditures and the Market Value of the Firm," *Financial Management*, Vol.22, No.4 (1993), pp.128-140.
- [22] Kothari, S.P., A.J. Leone, and C.E. Wasley, "Performance Matched Discretionary Accrual Measures," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.39, No.1(2005), pp.163-197.
- [23] Lev, B. and T. Sougiannis, "The Capitalization, Amotization and Value-relevance of R&D," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.21, No.1(1996), pp.236-249.
- [24] Roychowdhury, S., "Earnings Management through Real Activities Manipulation," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.42, No.3 (2006), pp.335-370.