

판매관리비와 기업의 사회적 책임활동, 그리고 미래 기업성과와의 관계

임승연

국민대학교 경영대학 부교수

SG&A Expenditures, Corporate Social Responsibility, and Future Firm Performance

Seung-Yeon Lim

Associate Professor, Department of Business Administration, Kookmin University

요약 본 연구에서는 기업의 사회적 책임활동(Corporate Social Responsibility, CSR)에 따라 판매관리비가 미래 기업성과에 미치는 영향에 차이가 발생하는지 살펴보았다. 판매관리비를 유지속성과 투자속성으로 구분한 뒤, 이 중에서 판매관리비의 투자속성에 초점을 맞추어 판매관리비의 투자속성이 미래 기업성과에 영향을 미치는지 여부에 대해 검토하고 이들 관계가 CSR의 수준에 따라 어떻게 영향을 받는지 분석하였다. 2012년부터 2017년까지 유가증권 시장에 상장된 국내 기업 중 CSR 평가 자료가 있는 968 기업-연도를 표본으로 하여 실증분석한 결과, 판매관리비의 투자속성이 미래 기업성과에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 확인하였다. 이러한 관계는 CSR의 수준에 따라 달라지는데, CSR이 높을수록 판매관리비의 투자속성이 더 큰 양(+)의 효과로 미래 기업성과에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 기업이 사회적 책임활동에 적극적일수록 기업의 판매관리비 투자속성이 미래 기업성과에 미치는 긍정적인 영향이 커진다는 것을 시사한다.

주제어 : 판매관리비, 투자속성, 유지속성, 기업의 사회적 책임활동(CSR), 기업성과

Abstract This study examines whether there is a moderating effect of corporate social responsibility(CSR) on the relation between sales, general, and administrative(SG&A) expenditures and future corporate performance. SG&A expenditures are decomposed into maintenance and investment components and the latter component is focused. Using 968 Korean firm-year observations with CSR scores in the KOSPI market for the period of 2012-2017, this study investigates the relation between SG&A investment component and future corporate performance and then the moderate effect of CSR on its relation. Main results show that the SG&A investment component increases the future corporate performance and the moderate effect of CSR on its relation is more positively explicit. This finding implies that the effect of SG&A investment component on corporate performance is differentiated according to the level of CSR.

Key Words : SG&A expenditures, Investment component, Maintenance component, CSR, Corporate performance

*Corresponding Author : Seung-Yeon Lim(sylim11@kookmin.ac.kr)

1. 서론

판매관리비는 판매비와 관리비, 연구개발비, 그리고 광고비로 구성되어 있다. 선행연구에서는 대부분 연구개발비와 광고비의 미래 기업성과 간 관련성이나 연구개발비와 광고비를 제외한 판매관리비의 비효율적 관리로 인한 대리인 문제 발생 여부에 대한 주제를 주로 다루었다. 그러나 최근 연구에 의하면, 연구개발비와 광고비를 제외한 판매관리비에 인적자원과 IT인프라에의 투자, 교육비, 신사업확장 관련 비용 등이 포함되어 있어서 이들로 인하여 판매관리비가 미래 기업성과에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다는 연구 결과가 발표되고 있다 [1-4]. 특히 Enache & Srivastava[1]는 연구개발비와 광고비를 제외한 판매관리비를 유지속성과 투자속성으로 구분하는 방법론을 제시하고, 판매관리비의 투자속성이 연구개발비와 유사하게 무형의 투자 속성을 가지고 있기때문에 궁극적으로 미래 기업성과에 기여한다는 결과를 주장하였다.

판매관리비의 유지속성은 매출액의 일정비율로 계산하여 당기의 성과(매출)를 달성하는데 기여한 기대 비용으로 측정되고, 판매관리비의 투자속성은 판매관리비에 이러한 유지속성을 초과하는 나머지 비용으로 측정된다. Enache & Srivastava[1]는 판매관리비 투자속성에 대해 미래 기업성과에 기여할 수 있는 무형의 투자로 해석하는데, 이는 경영자 입장에서 판매관리비에 대한 의사결정이 현재뿐만 아니라 미래 기업의 지속가능성을 염두에 둔 의사결정일 수 있다는 점에 초점을 둔 것이다. 그러나 판매관리비의 투자속성이 증가한다는 의미는 전통적인 연구관점에서 매출 대비 판매관리비 비율이 높아진다는 의미와 유사하고 이는 곧 경영진의 비효율적 관리로 인한 대리인 비용의 발생으로 볼 수도 있으므로, 판매관리비의 투자속성이 기업성과에 어떻게 영향을 미치는지는 실증분석의 대상이 된다.

한편 기업이 책임져야 하는 이해관계자를 기업의 주주로 한정하지 않고 사회 전체의 다양한 이해관계자들로 확장하는 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility, 이하 CSR)에 대한 논의가 증가하는 추세이다. CSR의 초기 논의에서는 CSR이 기업의 미래 경영성과와 관련성이 있는지 여부가 주된 이슈였다. 이후 회계적 관점에서 CSR은 회계투명성을 통한 지속가능성으로 정의되고 CSR을 적극적으로 하는 기업에서 정보비대칭이 감소한다는 연구결과가 발표되고 있다[5-7].

최근에는 기업의 경영자가 CSR을 여러 전략과 연계하여 계획하고 수행함으로써 미래 기업성과에 긍정적인 영향을 미치고 기업의 장기적인 지속가능성을 추구할 수 있다는 연구결과가 제시되었다[8].

판매관리비의 투자속성과 미래 기업성과 간의 관계는 기업의 정보환경과 지속가능성을 염두에 둔 경영자의 의사결정에 의해 영향을 받을 것이다. 따라서 이를 대리하는 변수로 CSR을 채택하여 CSR이 판매관리비의 투자속성과 미래 기업성과의 관계에 미치는 영향에 대해 검토하고자 한다.

본 연구에서는 2012-2017년의 기간 동안 국내 유가증권 시장에 상장되어 있고 CSR 평가점수가 공개된 968 기업-연도를 표본으로 하여 판매관리비의 투자속성이 미래 기업성과에 영향을 미치는지 여부에 대해 우선 검토한 후 이들 관계가 CSR의 수준에 따라 어떻게 영향을 받는지 실증 분석하였다. Enache & Srivastava[1]의 연구방법론에 근거하여 판매관리비를 유지속성과 투자속성으로 구분하였고, CSR의 측정치로서 경제정의실천시민연합의 경제정의연구소에서 발표하는 KEJ지수를 이용하였다. 그 결과 판매관리비의 투자속성은 미래 기업성과(Tobin's Q)와 양(+)의 관계임을 확인하였는데 이는 판매관리비의 투자속성-즉, 판매관리비 중 매출 대비 발생할 것으로 예상되는 판매관리비(유지속성)를 초과하는 부분-이 대리인 비용이 아니고 미래의 기업성과에 긍정적인 영향을 주는 무형의 투자속성이라는 주장을 지지하는 결과이다. 또한 CSR이 클수록 판매관리비의 투자속성이 더 큰 양(+)의 효과로 미래 기업성과에 영향을 미친다는 결과를 확인할 수 있었다.

본 연구는 대부분의 국내 선행연구에서 판매관리비를 대리인 비용으로 보는 관점에서 벗어나 판매관리비에 미래 기업성과에 긍정적인 영향을 미칠 수 있는 투자속성이 있음을 제시하였다. 한 단계 더 나아가 판매관리비의 투자속성과 기업이 수행하는 CSR의 수준은 기업의 미래 지속가능성을 염두에 둔 경영진의 의사결정의 결과임에 주목했다는 점에서 기존 연구와 차별성이 있다. 본 연구는 판매관리비 투자속성과 미래 기업성과의 관계가 기업이 CSR을 적극적으로 수행할수록 좀 더 명확하다는 결과를 제시한 최초의 연구이다.

2. 선행연구와 가설설정

매출 대비 판매관리비 규모가 클 때, 일반적으로 경영

진이 비효율적으로 비용을 관리한 결과라고 해석하는 경향이 있다. 행동주의적 관점에서 이러한 비효율성이 경영진의 사적이익 등의 추구에 기인한다고 보고 판매관리비를 대리인 비용의 대리변수로 사용하기도 한다 [9-11]. 판매관리비가 대리인 비용의 속성을 가지고 있다면 미래 기업성과에 부정적인 영향을 미치거나 영향을 미치지 못할 것이다.

그러나 최근에 판매관리비가 미래 기업성과에 긍정적인 영향을 미치는 투자로서 역할을 하고 있다는 연구가 증가하고 있다. Banker et al.[2]는 판매관리비의 인적자본, 마케팅 투자비용, 고객관계개선 비용 등이 미래 가치 동인이 될 수 있다고 보았고, Chen et al.[10]는 판매관리비로 인해 기대되는 미래의 가치가 커질수록 Anderson et al.[9]가 주장한 판매관리비의 하방경직성과 같은 대리인 문제가 감소될 수 있음을 지적했다. Eisfeldt & Papanikolaou[4] 역시 판매관리비가 미래의 가치에 영향을 미치는 투자속성을 가지고 있음을 보고하였다. Enache & Srivastava[1]는 미국 상장기업을 대상으로 판매관리비를 당기 매출과 관련된 부분(유지속성)과 무형의 투자로 인해서 미래의 성과에 기여할 부분(투자속성)으로 구분하고, 판매관리비의 투자속성이 미래의 기업성과에 긍정적인 영향을 미친다는 실증결과를 제시하였다. Banker et al.[3]도 주식투자자들이 판매관리비에 포함된 무형의 투자속성이 장기성 미래 가치 동인으로서 역할을 하고 있음을 인지하고 있다는 결과를 보여주었다.

본 연구에서는 국내기업을 대상으로 판매관리비의 투자속성이 미래 기업성과에 어떻게 영향을 미치는지에 대해 검증하고자 다음과 같은 귀무가설을 설정한다.

[가설1] 판매관리비의 투자속성은 미래 기업성과에 영향을 미치지 못한다.

CSR의 초기연구는 주로 CSR의 수준이 기업가치 혹은 재무성과에 어떻게 영향을 미치는지에 대한 주제에 집중되어 있었고 그 결과는 일관되지 않았다. 이후 CSR의 확장된 연구에서 최현정·문두철[6]는 CSR을 회계적 관점에서 검토하여 CSR을 하는 기업이 이익조정을 적게하고 이익지속성이 높다는 실증분석 결과를 제시하였다. 이윤경·고종권[7]는 국내기업을 대상으로 CSR을 적극적으로 하는 기업의 내재자본비용이 상대적으로 낮다는 결과를 보고하였는데 이는 CSR을 활발히 할수

록 해당기업의 정보비대칭이 완화된다는 선행연구와 일치하는 결과이다[5,12,13]. 김유진·홍지연[8]는 기업의 경영진이 장기적인 지속가능성을 염두에 두고 전략적으로 CSR을 계획하고 수행한다고 주장하였다.

판매관리비를 통한 무형의 투자나 CSR에 대한 투자는 현재 시점에서 기업에게 비용부담을 요구하지만 장기적인 지속가능성 측면에서 미래 시점의 기업성과에 기여할 수 있는 투자속성이 있다는 공통점이 있다. 기업의 미래 지속가능성을 추구하는 경영자가 CSR을 적극적으로 수행하는 의사결정을 한 경우에 판매관리비를 통한 무형의 투자 활동 역시 적극적으로 수행하는 전략을 선택하여 미래 기업성과에 영향을 미칠 수 있다. 따라서 다음과 같은 귀무가설을 설정한다.

[가설2] 기업의 CSR의 수준은 판매관리비의 투자속성과 미래 기업성과간의 관계에 영향을 미치지 못한다.

3. 연구방법

본 연구의 가설을 검증하기 위해서 가장 먼저 Enache & Srivastava[1]의 연구방법을 따라서 연구개발비와 광고비를 제외한 판매관리비를 다음의 단계를 거쳐 유지속성과 투자속성으로 나눈다.

$$SGNA_{i,t} = \alpha_{1,Ind,t} + \beta_{1,Ind,t}Rev_{i,t} + \beta_{2,Ind,t}Rev_Decrease_Dummy_{i,t} + \beta_{3,Ind,t}LossDummy_{i,t} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

식 (1)에서 하위첨자 i 는 기업을, Ind 는 산업을, t 는 년도를 의미한다. SGNA는 광고비와 연구개발비 등을 제외한 판매관리비이고 Rev 는 당기 매출을 기초총자산과 기말총자산의 평균값으로 나눈 값이다. $Rev_Decrease_Dummy$ 는 전년 대비 매출이 감소하는 경우에 1의 값을 갖는 더미변수로서 판매관리비의 하방경직성을 통제하기 위하여 포함한다[9]. $LossDummy$ 는 당기순이익이 적자일 때 1의 값을 갖는 더미변수이다. 식 (1)을 연도별, 산업별로 추정해보면 산업별 추정치($\hat{\beta}_{1,Ind,t}$)를 구할 수 있고, 아래 식 (2)와 같이 이 추정치($\hat{\beta}_{1,Ind,t}$)와 개별 기업의 실제 매출액을 곱하여 기업들의 판매관리비 유지속성(MaintenanceSGNA)의 기대값을 산출할 수 있다.

$$\widehat{MaintenanceSGNA}_{i,t} = \hat{\beta}_{1,Ind,t} \times Rev_{i,t} \quad (2)$$

판매관리비 투자속성(InvestmentSGNA)은 아래의 식 (3)과 같이, 판매관리비에서 식 (2)에서 산출한 판매관리비 유지속성을 차감하여 산출한다. 따라서 판매관리비의 투자속성은 판매관리비에 당기 매출과 직접적인 관련이 없는 경영진의 사적소비나 비효율적인 경영에 따른 비용 발생분(slack)을 대리할 수도 있다. 전통적인 연구에서 주장하는 바와 같이 위에서 구한 판매관리비의 투자속성이 대리인 비용을 반영한다면 오히려 미래의 경영성과에 부정적인 영향을 미치거나 아무런 영향을 미치지 못하게 될 것이다.

$$\widehat{InvestmentSGNA}_{i,t} = SGNA_{i,t} - \widehat{MaintenanceSGNA}_{i,t} \quad (3)$$

판매관리비를 유지속성과 투자속성으로 구분한 후 본 연구의 가설을 검증하기 위한 모형은 다음의 식 (4)와 같다.

$$\begin{aligned} TobinQ_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 \widehat{MaintenanceSGNA}_{i,t} + \beta_2 \widehat{InvestmentSGNA}_{i,t} \\ &+ \beta_3 RND_{i,t} + \beta_4 Advertising_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} \\ &+ \beta_6 EarningsGrowth_{i,t} + \beta_7 Leverage_{i,t} \\ &+ \beta_8 LossDummy_{i,t} + IND + YD + \varepsilon_{i,t} \quad (4) \end{aligned}$$

종속변수인 TobinQ는 토빈의 q 비율로서 미래 기업 성과를 대리하는 변수이고, 주주지분의 시장가치와 총부채의 합을 총자산으로 나눈 값으로 측정한다. 이는 주주들의 기업의 미래 성과에 대한 기대치를 반영한다. RND와 Advertising은 각각 연구개발비와 광고비로 측정하며 기초총자산과 기말총자산의 평균값으로 나눈 값을 이용한다. Enache & Srivastava[1] 방법에 따라 통제변수로서 기업의 규모(Size), 당기 이익의 증가(EarningsGrowth), 부채비율(Leverage), 적자기업 더미(LossDummy)를 사용한다. Size는 연도말 기준의 주식가격과 유통보통발행주식수의 곱으로 추정되는 주주지분의 시장가치에 대해 자연로그값을 취하여 구한다. Earnings Growth는 전기 당기순이익 대비 당기 당기순이익의 증가분을 전기 당기순이익의 절대값으로 나눈 수치를 이용한다. Leverage는 총부채를 자본으로 나눈 값이고, LossDummy는 당기순이익이 적자일 때 1, 그 외의 경우는 0의 값을 갖는 더미변수이다. 특정 시기에

모든 기업에게 공통으로 영향을 미치는 비확률적인 영향을 통제하기 위하여 연도 더미변수(YD)를 회귀식에 포함하였고, 산업효과를 통제하기 위해서 10차 한국표준산업분류 2자리를 기준으로 분류된 산업 더미변수(IND)를 회귀식에 포함하였다.

$$\begin{aligned} TobinQ_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 \widehat{MaintenanceSGNA}_{i,t} + \beta_2 \widehat{InvestmentSGNA}_{i,t} \\ &+ \beta_3 \widehat{MaintenanceSGNA}_{i,t} \times CSR_{i,t} \\ &+ \beta_4 \widehat{InvestmentSGNA}_{i,t} \times CSR_{i,t} + \beta_5 CSR_{i,t} \\ &+ Controls + IND + YD + \varepsilon_{i,t} \quad (5) \end{aligned}$$

마지막으로 CSR이 판매관리비의 투자속성과 미래 기업성과 간의 관계에 미치는 영향을 분석하기 위하여 식(5)와 같이 CSR을 포함하였다. 이 모형에서 관심변수는 InvestmentSGNA *CSR로서 CSR 수준에 따른 판매관리비 투자속성과 미래 기업성과간의 관계를 나타낸다. CSR의 측정치로서 경제정의실천시민연합(경실련) 산하 경제정의연구소에서 매년 발표하는 KEJ지수를 이용하였다. KEJ지수는 국내 선행연구에서 가장 많이 활용하고 있는 CSR 측정치이다. 경제정의연구소에서는 유가증권 상장기업을 대상으로 평가를 실시하여 매년 상위 200개 기업의 KEJ지수에 대해 발표하고 있는데, 2011년 이후로는 다음의 6개 항목으로 집계된다. 건전성 25점, 공정성 20점, 사회공헌 15점, 소비자보호 15점, 환경경영 10점, 직원만족 15점으로 총 100점으로 구성되어 있으므로 이 점수를 100으로 나눈 값을 CSR 변수로 이용한다.

4. 실증분석

본 연구는 2012년부터 2017년 동안 유가증권 상장 기업 중 금융업을 제외한 산업에 속한 12월 결산기업을 대상으로 한다. 재무자료는 FnGuide에서 제공하는 데이터베이스를 이용하고, CSR 은 경실련 산하 경제정의연구소에서 매년 발표하는 KEJ지수를 이용한다. 그 결과 최종 표본은 968 기업-연도로 집계되었고, 주요변수는 상위 1%에 해당하는 값으로 조정(winsorizing)하였다.

Table 1의 <Panel A>에서는 주요 변수들의 기본통계치를 제시하고 있다. 판매관리비 유지속성(MaintenanceSGNA)이 판매관리비 투자속성(InvestmentSGNA)보다 평균값과 중간값이 높다는 점과 연구개발비(RND)가 이들 판매관리비보다 훨씬 낮은 비율을 보인다는 점은 미국 기업을 대상

으로 한 연구 결과와 유사하다[1].

〈Table 1〉의 〈Panel B〉에서는 본 연구의 표본, 즉 CSR을 대리하는 KEJ지수 자료가 있는 기업군(Firms with KEJ)과 KEJ지수 자료가 없는 기업군(Firms w/o KEJ)을 비교하였다. 경제정의연구소에서는 매년 상위 200개 기업의 KEJ지수를 공표하고 있는데, 이들 200개 기업에 포함되지 않는다고 해서 기업이 CSR을 전혀 안한다고 볼 수 없다. 200개 기업이라는 것은 KEJ지수 발표기관에서 인위적으로 나는 것에 불과하므로, KEJ지수의 존재여부로 CSR 수준을 나타낸다면 연구 결과를 왜곡시킬 우려가 있다.

따라서 본 연구에서는 KEJ지수 자료가 있는 기업을 표본으로 하여 KEJ지수의 크기를 이용하여 실증분석하였으며, 이들 표본에 대한 이해를 높이기 위해 KEJ지수가 없는 기업군과 비교하여 제시하고 있다. KEJ지수가 있는 기업군은 해당 자료가 없는 기업군에 비해 상대적으로 CSR을 활발히 하는 것으로 볼 수 있다. CSR을 활발히 하는 기업들은 그렇지 못한 기업보다 미래 기업성과가 우수하고 연구활동 역시 활발하였다. 기업규모는 약간 컸으며 이익의 증가율은 양(+)의 값을 보이고 부채비율은 낮았다. 당기순손실율 역시 KEJ지수가 있는 기업군, 즉 표본에서 매우 낮았다. 그러나 판매관리비는 유지속성이나 투자속성에서 두 그룹간에 커다란 차이를 보이지 않았다.

Table 1. Descriptive Statistics

Panel A					
Variables	Mean	Std. Dev.	25th	Median	75th
TobinQ	1.137	0.661	0.790	0.958	1.242
Maintenance SGNA	0.085	0.087	0.029	0.062	0.116
Investment SGNA	0.051	0.121	-0.003	0.032	0.078
RND	0.010	0.019	0.000	0.002	0.012
Advertising	0.008	0.017	0.000	0.001	0.007
LogSize	26.270	1.402	25.289	26.024	27.062
Earnings Growth	0.489	2.634	-0.277	0.041	0.588
Leverage	0.906	0.913	0.351	0.646	1.205
LossDummy	0.049	0.215	0.000	0.000	0.000
CSR	0.636	0.024	0.623	0.635	0.651
Panel B					
Variables	Firms with KEJ	Firms w/o KEJ	Diff.	t-stat	
TobinQ	1.137	1.091	0.046	1.94	
MaintenanceSGNA	0.085	0.079	0.006	1.75	
Investment SGNA	0.051	0.051	-0.000	-0.09	

RND	0.010	0.006	0.004	6.85	
Advertising	0.008	0.006	0.002	3.19	
Size	26.270	26.142	0.128	2.39	
Earnings Growth	0.489	-0.538	1.027	8.49	
Leverage	0.906	1.523	-0.617	-14.59	
LossDummy	0.049	0.299	-0.251	-23.67	
N	968	3,249			

Table 2는 변수들 간의 피어슨(Pearson) 상관관계를 보여주고 있다. 판매관리비 유지속성(MaintenanceSGNA)보다 판매관리비 투자속성(InvestmentSGNA)이 기업의 미래성과(TobinQ)와 상관관계가 높았고, 연구개발비(RND)는 판매관리비보다 기업의 미래성과와 상관관계가 더 높았다. 기업의 사회적 책임 활동(CSR) 역시 기업의 미래성과와 상관관계가 높았다.

Table 2. Correlations

Variables	TobinQ	Maintenace SGNA	InvestSGNA
Maintenance SGNA	0.168***		
Investment SGNA	0.223***	-0.228***	
RND	0.284***	0.053	0.070**
Advertising	0.352***	0.278***	0.413***
Size	0.445***	0.107***	0.049
Earnings Growth	-0.013	0.007	0.012
Leverage	-0.038	-0.064**	-0.009
LossDummy	-0.036	-0.046	0.011
CSR	0.192***	0.082**	0.070**

Table 3는 식(4)와 식(5)를 이용한 가설검증 결과를 제시하고 있다. 괄호 안의 값은 기업별 클러스터링을 함으로써 이분산성과 자기상관성을 고려한 표준오차에 근거한 t 통계치이다[14,15]. 칼럼(1)에서 판매관리비 투자속성(InvestmentSGNA)의 회귀계수 값은 1.427로 1% 유의수준에서 유의한 양(+)의 값을 보이고 있는데, 이는 귀무가설 1을 기각시킴으로써 판매관리비 투자속성이 기업의 미래성과(TobinQ)에 긍정적인 영향을 미친다는 결과를 지지한다. 칼럼(2)에서는 관심변수인 InvestmentSGNA*CSR의 회귀계수 값이 18.626으로 5% 유의수준에서 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 이는 귀무가설 2를 기각시키고, CSR을 활발히 할수록 판매관리비의 투자속성이 미래 기업성과에 미치는 영향이 크다는 결과를 보여준다.

Table 3. Main Results

	(1)	(2)
Intercept	-3.655*** (-5.27)	-3.107*** (-3.31)
Maintenance SGNA	1.612*** (2.78)	-7.589 (-1.22)
InvestmentSGNA	1.427*** (3.12)	-10.519* (-1.77)
CSR		-0.830 (-0.68)
MaintenanceSGNA *CSR		14.649 (1.46)
InvestmentSGNA *CSR		18.626** (2.04)
RND	5.120** (2.12)	4.764* (1.96)
Advertising	1.828 (0.64)	0.834 (0.29)
Size	0.173*** (6.82)	0.172*** (6.73)
EarningsGrowth	-0.001 (-0.14)	0.001 (0.12)
Leverage	0.022 (1.06)	0.022 (1.10)
LossDummy	-0.014 (-0.21)	-0.009 (-0.13)
IndFixedEffect	Included	Included
YearFixedEffect	Included	Included
Adjusted R-Square	0.390	0.395
N	968	968

*, ** and *** denote significance at the 10%, 5% and 1% levels, respectively(Two-tailed tests).

Table 4는 KEJI지수 정보가 있는 표본에 KEJI지수 정보가 없는 기업들을 추가하여 분석한 결과이다. 칼럼 (1)에서는 분석대상 기업-연도가 968개에서 4,217개로 증가해도 판매관리비 투자속성(InvestmentSGNA)의 회귀계수 값이 1.193으로 1% 유의수준에서 유의한 양 (+)의 값을 보이고 있다. 한편 칼럼(2)에서는 CSR의 수준을 구체적인 KEJI지수값을 이용하지 않고 KEJI지수가 존재하는지 여부, 즉 더미변수(CSR_dummy)를 이용하여 분석한 결과를 제시하고 있다. 앞 선 Table 1 <Panel B>에서 이미 CSR을 대리하는 KEJI지수 자료가 있는 기업군(Firms with KEJI)과 KEJI지수 자료가 없는 기업군(Firms w/o KEJI)을 비교하였는데, KEJI지수 자료가 있는 기업군은 CSR_dummy의 값을 1을 갖고, KEJI지수 자료가 없는 기업군은 CSR_dummy의 값을 0으로 갖도록 한 후 분석한 결과, InvestmentSGNA*CSR_dummy의 회귀계수 값에서 유의미한 결과를 확인할 수 없었다. 이는 매년 상위 200개 기업에 대해서만 공표되고 있는

KEJI지수 정보에서 KEJI지수가 존재하는지 여부, 즉 200개 기업에 포함되는지 여부는 KEJI지수 발표기관에서 인위적으로 나는 것에 불과하므로, KEJI지수의 존재 여부로 CSR 수준을 나타낸다면 연구 결과를 왜곡시킬 우려가 있다는 점을 뒷받침하는 결과이다.

Table 4. Additional Results using CSR_dummy

	(1)	(2)
Intercept	-2.064*** (-4.71)	-2.068*** (-4.75)
Maintenance SGNA	1.171*** (3.26)	1.156*** (3.30)
InvestmentSGNA	1.193*** (3.77)	1.201** (3.81)
CSR_dummy		0.001 (0.02)
MaintenanceSGNA *CSR_dummy		0.086 (0.27)
InvestmentSGNA *CSR_dummy		-0.035 (-0.09)
Controls	Included	Included
IndFixedEffect	Included	Included
YearFixedEffect	Included	Included
Adjusted R-Square	0.295	0.294
N	4,217	4,217

*, ** and *** denote significance at the 10%, 5% and 1% levels, respectively(Two-tailed tests).

5. 결론

본 연구는 판매관리비를 당기 성과(매출)에 기여하는 부분(유지속성)과 미래 성과에 기여할 부분(투자속성)으로 구분한 뒤, 판매관리비 투자속성이 실제로 미래 기업 성과에 영향을 미치는지 살펴보고, 이들 관계가 기업의 사회적 책임활동(CSR) 수준에 의해 영향을 받는지 검토하였다. 실증분석 결과, 판매관리비 투자속성이 미래 기업성과에 긍정적인(+) 영향을 미치고, 기업이 사회적 책임활동(CSR)에 적극적일수록 판매관리비 투자속성이 미래 기업성과에 미치는 긍정적인 영향이 커진다는 것을 제시하였다.

그러나 Enache & Srivastava[1]의 방법론에 근거하여 판매관리비를 유지속성과 투자속성으로 나누고 있기 때문에, 해당 연구의 방법론 측면의 한계점은 본 연구에도 동일하게 적용된다. 예를 들어, 연구개발비는 다른 판매관리비와 별도로 집계되는 반면, 일반적인 판매관리비는 판매비와 관리비로 분류되는 다양한 비용 항목들

의 합계치이기 때문에 구체적으로 어떤 항목이 유지속성이나 투자속성과 관련되는지 추적하는 것이 불가능하다. 판매관리비의 일부 속성이 미래 기업성과에 긍정적인 영향을 미친다는 실증분석 결과에도 불구하고 각 기업 수준에서 투자속성과 관련이 있는 구체적인 항목을 확인하지 못한다면, Enache & Srivastava[1]의 방법을 이용할 때 비효율적인 관리로 인해 판매관리비를 증가시킬수록 투자속성이 늘어난 것으로 해석될 수 있으므로 주의할 필요가 있다.

마지막으로 판매관리비 투자속성과 미래 기업성과 간의 관계에 영향을 미치는 요인으로 CSR 외에 다양하게 존재할 수 있으므로 이에 대한 연구는 향후 추가 연구 주제로 남겨놓기로 한다.

REFERENCES

[1] L. Enache & A. Srivastava. (2017). Should intangible investments be reported separately or commingled with operating expenses? New evidence. *Management Science*, 64(7), 3446-3468.

[2] R. D. Banker, R. Huang & R. Natarajan. (2011). Equity incentives and long-term value created by SG&A expenditure. *Contemporary Accounting Research*, 28(3), 794-830.

[3] R. D. Banker, R. Huang, R. Natarajan & S. Zhao. (2019). Market valuation of intangible asset: Evidence on SG&A expenditure. *The Accounting Review*, 94(6), 61-90.

[4] A. L. Eisfeldt & D. Papanikolaou. (2013). Organization capital and the cross section of expected returns. *Journal of Finance*, 68(4), 1365-1406.

[5] S. H. Bae. (2014). The relation between corporate social responsibility and analysts' forecast properties. *Korean Accounting Journal*, 23(6), 1-39.

[6] H. J. Choi & D. C. Moon. (2013). The relationship between corporate social responsibilities and accounting transparency. *Korean Accounting Review*, 38(1), 135-171.

[7] Y. K. Lee & J. K. Ko. (2013). The effect of corporate social responsibility on the cost of equity and information asymmetry. *Korean Accounting Journal*, 22(5), 159-193.

[8] Y. J. Kim & J. Y. Hong. (2018). The effect of business strategy on corporate social responsibility activities and corporate

performance. *Korean Accounting Journal*, 27(3), 127-161.

[9] M. C. Anderson, R. D. Banker & S. Janakiraman. (2003). Are selling, general, and administrative costs 'sticky'? *Journal of Accounting Research*, 41, 47-63.

[10] C. X. Chen, H. Lu & T. Sougiannis. (2012). The Agency problem, corporate governance, and the asymmetrical behavior of selling, general, and administrative costs. *Contemporary Accounting Research*, 29(1), 252-282.

[11] S. Kim, D. H. Yang & K. Cho. (2011). The impact of the agency cost on accounting conservatism. *Korean Accounting Review*, 36(3), 65-102.

[12] S. Cho, C. Lee & R. Pfeiffer. (2012). Corporate social responsibility and information asymmetry. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(1), 71-83.

[13] D. Dhaliwal, O. Z. Li, A. H. Tsang & Y. G. Yang. (2011). Voluntary non-financial disclosure and the cost of equity capital: the case of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59-100.

[14] M. A. Petersen. (2009). Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *The Review of Financial Studies*, 22(1), 435-480.

[15] S. B. Thompson. (2011). Simple formulas for standard errors that cluster by both firm and time. *Journal of Financial Economics*, 99(1), 1-10.

임 승 연(Seung-Yeon Lim)

[정회원]



- 1997년 2월 : 서울대학교 영어교육 학과(학사)
- 2000년 8월 : 서울대학교 경영학(석사)
- 2010년 8월 : 서울대학교 경영학(박사)
- 2011년 9월 ~ 현재 : 국민대학교 경영대학 부교수

- 관심분야 : 재무회계, 기업지배구조, 자본시장
- E-Mail: sylim11@kookmin.ac.kr