

광고 투자의 전략적 지향성은 광고의 기업성과 및 기업가치 증대효과를 조절하는가? 재무제표 자료를 통한 실증분석

Does Strategic Orientation in Advertising Investments Decision Moderate the Effect of Advertising on Firm Performance and Firm Value?
An Empirical Analysis Using Financial Data Archives

박대윤 • Park, Dae Yun, 유시진 • Yoo, Shijin

기업의 목표에 부합하는 적절한 전략적 지향성(strategic orientation)의 선택은 기업이 우수한 고객가치를 창출하고 더 나은 경영성과를 달성할 수 있도록 지표가 되어 준다는 점에서 매우 중요하다. 이러한 배경으로 그간 학계에서는 전략적 지향성을 다양한 차원으로 접근하여 활발히 연구해 왔는데, 공통적으로 설문조사를 통해 기업 내 특정부서의 특징인으로부터 수집한 정보에 의존하여 기업의 전략적 지향성을 측정하고 있으며, 일각에서는 설문 방식에 의존하는 기존 연구들의 전략적 지향성 측정에 대하여 응답자의 자기보고 편이나 의사-행동간 불일치 가능성에 따른 연구의 신뢰성과 타당성 문제를 제기해 왔다. 이에 본 연구는 설문 방식 기반의 전략적 지향성 측정의 한계점을 보완할 수 있는 대안으로서 계량경제학적인 접근법으로 재무제표와 같은 2차 자료를 사용하여 기업의 전략적 지향성을 측정할 수 있는 방법론을 제시하였다. 2차 자료를 활용한 전략적 지향성의 측정은 설문 방식의 문제점을 보완함과 동시에 설문 방식 보다 비용을 절감할 수 있고, 반복 측정이 수월하므로 이력관리가 용이한 장점을 갖고 있다.

본 연구의 주된 목적은 첫째, 2차 자료를 이용하여 각 기업의 전략적 지향성을 측정하여 기업마다 추구하는 전략적 지향성이 다르게 나타나는지, 다르게 나타난다면 그 차이를 설명할 수 있는 기업 특성 또는 산업 특성은 무엇인지를 살펴보는 데 있다. 둘째, 기업이 어떠한 전략적 지향성을 추구하느냐에 따라 마케팅 투자가 기업성과 또는 기업가치에 미치는 효과에 차이가 나타나는지를 살펴보고자 한다. 마케팅 투입과 마케팅 투입에 반영된 전략적 지향성 간에 상호작용이 있다면, 기업이 마케팅 투자를 함에 있어 어떠한 전략적 지향성을 추구했을 때 더 효과적으로 기업성과 또는 기업가치를 상승시킬 수 있는가를 논의할 수 있을 것이다.

본 연구는 마케팅 투자와 관련된 핵심적인 의사결정 사항 중 하나인 광고 투자 의사결정 상황에 반영될 수 있는 기업의 전략적 지향성을 기업 지향성(company orientation), 경쟁 지향성(competitor orientation), 그리고 성과 지향성(performance orientation)의 차원으로 정의하고, 2차 자료를 이용한 전략적 지향성의 측정을 시도하였다. 여기에서 기업 지향성이란 현재의 광고 투자 규모를 결정함에 있어 과거의 기업 행동 즉, 해당 기업이 과거에 어느 정도의 광고비를 투입했는가에 가중치를 크게 두어 현재의 광고 투입량을 결정하는 것을 의미하며, 경쟁 지향성이란 경쟁자의 광고량에 민감하게 반응하여 자사의 광고 투입량을 결정하는 것이다. 마지막으로 성과 지향성이란 기업이 광고 투자를 결정하는데 있어 시장에서의 성과에 기반하여 현재의 광고투자 규모를 결정하는 것을 뜻한다.

실증분석은 50개 산업의 127개 기업을 대상으로 실시하였으며, 다변량 시계열 분석에 기반을 둔 예측오차 분산분해(Forecasting Error Variance Decomposition: FEVD) 기법을 이용하여 기업별 전략적 지향성을 측정하였다. 그 결과, 표본 기업 127개 중 기업 지향적인 기업은 76개(60%), 경쟁 지향적인 기업은 27개(21%), 그리고 성과 지향적인 기업은 24개(19%)로 나타났으며, 서비스업 보다는 제조업이, 제조업 내에서는 통계적으로 유의하지는 않았으나 소비재 보다는 산업재 기업들이 더 기업 지향적인 광고 투자 의사 결정을 하고 있음을 확인할 수 있었다. 이는 127개 표본 기업의 경우 과거에 투입한 광고량에 준하여 현재의 광고량을 결정하는 기업 지향적인 의사결정이 지배적임을 보여준다.

2차 자료를 이용한 기업별 전략적 지향성의 측정에서 한걸음 더 나아가 광고 투자 의사결정에 나타난 전략적 지향성의 차이가 광고의 기업성과 또는 기업가치에의 효과 차이를 설명할 수 있는지를 탐색하여 전략적 지향성이 마케팅 활동의 효율성에 영향을 주는 요인인가를 고찰하였다. 실증분석의 결과는 광고에 의한 매출과 기업가치 효과는 기업 지향적 혹은 성과 지향적인 기업보다 경쟁 지향적인 기업이 광고 투자 의사결정을 할 때 가장 크고, 광고에 의한 수익 효과는 성과 지향적인 기업이 가장 효과가 큰 것으로 나타났다. 이러한 결과는 마케팅 투자시 기업의 목표가 무엇이나에 따라 기업의 의사결정 방식이 달라야 한다는 것을 시사한다. 특히, 본 연구에서는 경쟁 지향적인 광고 투자 의사결정이 기업 지향적 혹은 성과 지향적인 의사결정에 비하여 매출액과 기업가치에 특히 더 긍정적인 효과가 있음을 보여줌으로써, 기존의 연구들이 주장하는 것처럼 경쟁 지향적인 태도가 기업의 지속가능 경영에 반드시 부정적(Armstrong and Collopy 1996)이라고만은 할 수 없음을 설명해 준다. 또한, 타사와의 경쟁적 광고는 자사의 광고효과를 잠식하는 부정적인 교차효과 보다는 시너지를 통해 시장의 크기를 확대하는 긍정적인 교차효과가 크게 나타나며, 투자자들에게는 기업의 재무적 건전성 혹은 시장의 활성화 정도를 평가하는데 영향을 준다는 것을 실증적으로 보여주고 있다.

핵심주제어: 광고효과, 전략적 지향성, 기업성과, 기업가치

이 논문은 2010년도 정부(교육과학기술부)의 재원으로 한국연구재단의 지원을 받아 연구되었습니다(NRF-2010-332-B00127).

본 논문에 대하여 유익한 논평을 해주신 고려대학교 이종호 교수님과 고려대학교 박사과정 SSCI 모임 회원들, 그리고 논문의 건설적인 수정 방향을 제안해 주신 익명의 심사자 분들께 감사드립니다.

박대운 | 고려대학교 경영대학 박사과정 수료(daeyun@korea.ac.kr), 제1저자

유시진 | 고려대학교 경영대학 부교수(shijinyoo@korea.ac.kr), 제2저자, 교신저자

ABSTRACT

The concept of strategic orientation has been examined as a direction or a tendency in formulating a firm's strategy which leads superior business performance and sustainable competitive advantage (e.g., Gatignon and Xuereb 1997). Scholars have investigated various dimensions of strategic orientation such as product orientation, market orientation, innovation orientation, and entrepreneurial orientation among others. However, the measurement of strategic orientation has been criticized by some researchers (e.g., Raaij and Stoelhorst 2008) in the sense that most of the literature relies on self reports by a single informant in a strategic business unit. Although this survey method is useful as a diagnostic tool, it may suffer from some limitations such as a self-report bias or inconsistency between intention and behavior. In addition using the survey method, analysts have difficulty in repeatedly measuring various firms' strategic orientations to investigate the relationship between strategic orientations and other business performance such as profit.

We attempt to measure the firm's strategic orientation - appeared in marketing decisions in particular - by an econometric model based on publicly-available secondary data from financial statements of the firm. Our proposed approach has some advantages to measure a firm's strategic orientation. First of all, it does not rely on a specific informant's (mostly subjective) assessment to measure the firm's strategic orientation. Furthermore, we are able to repeatedly measure a firm's strategic orientation with less cost and time due to periodical announcement of financial statements of the firm.

Our study seeks to answer three research questions: (1) how can we measure a firm's strategic orientation with non-proprietary financial data? (2) do firms show different strategic orientations in advertising investment decision? and (3) do different types of strategic orientations moderate the relationship between advertisement and firm performance or firm value?

A firm's strategic orientation in advertising investment decision can be classified into 1) company orientation, 2) competitor orientation, and 3) performance orientation. Firms with company orientation tend to decide the amount of their advertisements based on their own past advertisements. Competitor oriented firms tend to make their advertisement investment decision based on competitors' advertisement. Performance orientation refers to the case that the firm's current amount of advertising investment is affected by its past sales performance.

We analyzed 127 companies listed in Korean stock exchange market across 50 industries during 10 years (i.e., 2000-2009) to measure the strategic orientations for each firm. Using forecast error variance decomposition (FEVD) derived from an econometric time-series model, we show that 60% of sample firms have company orientation as a dominant strategic orientation. In the second-stage analysis using a regression model, we find that strategic orientation plays a significant moderating role on the relationship between advertisement and both firm performance (e.g., sales and profit) and firm value (e.g.,

Market-to-book value). More specifically, we find that competitor oriented firms show the highest advertising effects on sales and firm value, while performance oriented firm has the highest effects on profit. This result indicates that competitor orientation in advertising investment decision not only expands the firm's market size by a synergistic effect but also makes investors to more positively evaluate the firm value. In conclusion, these empirical results suggest that a firm's strategic orientation should be carefully selected with respect to the firm's objective.

Key words: Advertising effect, Strategic orientation, Firm performance, Firm value

Park, Dae Yun | Doctoral candidate of Korea University Business School(daeyun@korea.ac.kr)
Yoo, Shijin | Associate professor of Korea University Business School(shijinyoo@korea.ac.kr)

1. 서론

기업은 지속 가능한 경쟁우위를 달성할 수 있는 경영 전략을 수립하고 이를 실행하는 고유의 접근법을 가지고 있으며, 경영 전략 및 마케팅 분야에서는 이를 전략적 지향성(strategic orientation)이라는 개념으로 연구해 왔다. 전략적 지향성은 기업이 우수한 고객 가치를 창출하고 더 나은 경영성과를 달성하기 위해 효과적이고 효율적인 전략적 선택을 할 수 있도록 지표가 되어 주는 전략적 방향(Gatignon and Xuereb 1997; Grinstein 2006; Narver and Slater 1990), 또는 기업이 정책과 절차를 수립하고 조직의 자원을 할당하는데 있어서 지침으로 사용하는 의사결정의 '일관된' 양식으로 정의할 수 있다(Hambrick 1983). 전략적 지향성이 학계와 업계로부터 주목 받아 온 주된 이유는 무엇보다 전략적 지향성이 기업 고유의 핵심역량이자 경쟁우위의 원천이 되기 때문이다(Day 1994; Gatignon and Xuereb 1997; Grawe, Chen, and Daugherty 2009). 전략적 지향성은 기업의 목표에 도달하기 위한 기업의 경영철학과 경영자의 신념을 반영하는 공유가치로서 조직 전체에 확산되는 특징을 갖고 있고(Hitt, Hoskisson, and Kim 1997), 기업의 재무적 성과를 확대하고 경쟁우위를 달성하는 과정에서 기업이 취하는 행동을 이해할 수 있는 수단(O'Regan and Ghobadian 2005)이라는 관점에서 중요하다.

전략적 지향성은 여러 연구자들이 시장 지향성, 성과 지향성, 경쟁 지향성, 혁신 지향성, 그리고 기업가 지향성 등의 다양한 차원으로 정의하여 연구해 왔으며, 특히 전략적 지향성이 어떤 요소로 구성되는지, 그리고 전략적 지향성이 기업성과에 어떻게 영향을 주는지에 초점을 두어 왔다. 예컨대 마케팅 분야에서는 특히 시장 지향성에 주목해 왔는데, 시장 지향성은 경영철학으로서의 마

케팅 개념에 대한 실행적 의미로서, 마케팅 부서에 의한 마케팅 기능을 강조하기보다 전사적으로 시장의 정보를 수집하고 전파하며, 모든 부서가 이에 반응하고 적극적으로 고객 가치를 창출하는데 참여할 것을 강조한다는 것을 의미한다(Jaworski and Kohli 1993). 시장 지향성과 기업성과간 관계에 관한 일부 연구는 표본의 선정이나 측정방법과 같은 연구의 맥락에 따라 그 관계가 유의미하지 않게 나타나는 경우를 보고하고 있기도 하나(Bhuiyan 1998; Grewal and Tansuhaj 2001; Han, Kim, and Srivastava 1998; Voss and Voss 2000), 대부분의 연구는 시장 지향성과 기업성과간의 긍정적인 관계를 밝히고 있다(노전표 1998; Jaworski and Kohli 1993; Kirca, Jayachandran, and Bearden 2005; Matsuno, Mentzer, and Özsoymer 2002; Narver and Slater 1990; Slater and Narver 1994). 예컨대 Kirca, Jayachandran, and Bearden(2005)은 메타분석을 통해 시장 지향성과 기업성과의 관계에 관한 선행연구를 종합 분석하여 시장 지향성이 기업의 수익성과 매출액에 모두 긍정적인 효과가 있는 것으로 일반화하고 있다. 이외에 Merlo and Auh(2009)의 연구는 기업가 지향성이 높을수록 시장 지향성이 기업성과에 미치는 영향이 증가한다는 것을 밝혔으며, Zhou, Yim, and Tse(2005)의 연구는 중국 시장을 대상으로 한 설문 조사를 통해 기술 지향성이 기술 기반 혁신에는 긍정적인 역할을 하나 시장 기반 혁신에는 영향이 없는 반면, 기업가 지향성은 기술 기반 혁신과 시장 기반 혁신 모두에 영향을 준다는 사실을 밝히고 있다.

이처럼 다양한 차원으로 활발히 진행되고 있는 전략적 지향성에 관한 연구의 특징 중 하나는 공통적으로 기업 내 특정부서의 특정인을 대상으로 수행한 설문조사를 통해 수집한 정보에 의존하여 기업의 전략적 지향성을 측정하고 있다는 점이다. 이와 관련하여 일부 연구자들은

연구방법론적 측면에서 문제를 제기하고 있다(Raaij and Stoelhorst 2008; Steinman, Deshpande, and Farley 2000). 설문 방식에 기반을 둔 전략적 지향성 측정의 주된 문제점을 정리해 보면 다음과 같다. 첫째, 자기보고 편이(Self-reporting bias)가 발생할 수 있다. 기업 내부자가 인지하는 기업의 전략적 지향성의 정도와 기업 외부에서 인식하는(즉, 고객이 평가하는) 전략적 지향성의 정도에는 차이가 있을 수 있으며, 내부자에 의한 전략적 지향성의 평가는 다소 편향적일 수 있기 때문이다(Kuester, Homburg, and Robertson 1999). 예를 들어, 설문 응답자들은 실제 그 기업이 지향했던 방향에 대한 객관적인 정보를 제공하려고 하기 보다는 기업이 지향해야 한다고 믿는 규범적 방향으로 치우친 답변을 할 수 있다. 둘째, 설문 방식의 측정은 응답 내용과 실제 의사결정 내용이 같다는 가정 하에 그 유효성이 확보될 수 있으나, 많은 경우 의사(intention)와 행동(behavior) 간에는 괴리가 발생할 수 있다(Morrison 1979). 이러한 자기보고 편이와 의사-행동간 불일치 가능성은 연구의 신뢰성과 타당성의 문제를 야기할 수 있다(Sorescu, Chandy, and Prabhu 2003). 마지막으로, 실무적 측면에서 보았을 때 전략적 지향성을 반복 측정하여 이력을 관리하는데 많은 비용과 시간이 수반된다는 것이다. 기업은 경쟁과 같은 시장 환경을 고려하여 전략적으로 기업의 방향성 전환을 모색할 수 있는데, 실질적으로 경영전략의 실행 단계까지 기업이 의도한 방향으로 전략적 지향성이 반영되고 있는지를 파악하려면 기업의 전략적 지향성을 반복 측정하여 장기적으로 이력을 관리할 필요가 있다. 그러나 설문에 기초한 평가는 정기적인 반복 측정에 많은 비용과 시간이 소요되는 어려움이 있다.

그렇다면, 설문 방식에 의한 전략적 지향성의 측정을 보완할 수 있는 대안은 무엇인가? 설문에 기반을 둔 전

략적 지향성 측정의 대안으로서, 본 연구에서는 재무제표와 같은 기업의 2차 자료를 이용한 전략적 지향성 평가를 제안하고자 한다. 재무제표를 사용할 경우 특징이 제공하는 정보에 의존하지 않으므로 자기보고 편이 문제를 해결할 수 있으며, 재무제표가 기업이 실천한 전략적 지향성의 결과 지표를 활용하는 것이므로, 내부자에 의한 주관적 판단 혹은 의사-행동간 불일치 문제를 완전하게 배제할 수 있어 측정의 신뢰성과 타당성 문제를 해결할 수 있는 이점을 갖고 있다. 또한, 기업이 정기적으로 공시하는 자료이기 때문에 설문 방식에 비하여 상대적으로 적은 시간과 비용을 들여 정기적으로 반복 측정하는 것이 가능하다. 예컨대, Dutta, Narasimha, and Rajiv(1999)은 기업의 마케팅 역량과 연구개발 역량을 재무제표 자료로 측정할 수 있는 방법론을 시도하여 기업의 역량이 수익성에 미치는 영향을 보다 객관적으로 검증한 바 있다. 본 연구의 주된 목적 또한 계량경제학적인 방법론을 적용한 재무제표 자료 분석을 통해 기업의 전략적 지향성을 간접적으로 측정할 수 있는 방법론을 제시하는데 있다. 이러한 시도는 설문에 기초한 기존의 전략적 지향성 평가의 문제점을 보완하는 대안이 될 수 있을 것이다. 이처럼, 본 연구는 2차 자료를 활용하여 다양한 산업군을 대상으로 여러 기업들의 전략적 지향성을 평가하고, 전략적 지향성의 기업성과에 관한 선행 연구들이 주로 관찰해 왔던 매출이나 수익성과 같은 기업성과와 더불어 시가총액이나 Tobin's Q 등과 같은 기업가치 지표를 전략적 지향성이 설명할 수 있는지 탐색해 보는데 있다. 마케팅 관리의 여러 기능에서 기업의 전략적 지향성이 반영될 것이나, 본 연구는 특히 광고 투자 결정에 나타난 기업의 전략적 지향성이 기업의 시장성이나 주식시장에서의 기업가치를 어느 정도 설명할 수 있는지를 실증 분석하는데 초점을 두고 있다. 마케팅 전략의 실행 측면에서 광고량의 결정은 영업관리 비

용의 결정과 더불어 마케팅 투자와 관련된 핵심적인 의사 결정 사항이기 때문에(Mantrala, Sinha, and Zoltners 1992), 광고 투자 결정에는 기업 고유의 전략적 지향성이 반영될 수 있을 것이다. 본 연구에서는 설문에 근거한 전략적 지향성 측정법의 대안으로서 다변량 시계열 분석에 기반을 둔 예측오차 분산분해(forecasting error variance decomposition: FEVD) 기법을 제안할 것이다.

실증분석은 우리나라의 주식시장에 상장되어 있는 127개의 기업을 대상으로 진행되었으며, 2000년 1분기부터 2009년 4분기까지의 총 10년간 장기 시계열 재무제표 자료를 사용하였다. 분석은 크게 2단계로 구분할 수 있는데, 1단계에서는 FEVD 기법을 이용하여 각 기업이 광고 투자 규모를 결정함에 있어 어떠한 전략적 지향성을 추구하는지를 평가하며, 2단계에서는 광고 투자 결정에 나타난 기업별 전략적 지향성의 차이가 기업의 시장성과 및 기업가치의 차이를 설명할 수 있는지를 회귀분석을 통해 파악하였다. 이후의 논문 전개는 다음과 같다. 우선 II장에서는 광고 투자 의사결정에 반영되는 전략적 지향성의 유형을 정의하고, 선행 연구들에 기반을 두어 광고 투자에 나타나는 전략적 지향성, 기업성과, 그리고 기업가치의 관계를 연구모형과 가설로 제시하였으며, III장에서는 전략적 지향성의 평가를 위한 연구 방법론을 설명하였다. IV장에서는 실증분석을 위한 자료수집과 변수의 정의, 그리고 측정 방법에 관하여 기술하였으며, V장에서는 실증분석 결과를 논하고, 마지막으로 VI장에서는 결론 및 향후 연구 방향을 제시하였다.

II. 이론적 배경 및 연구 가설

1. 광고 투자의 전략적 지향성

마케팅 실무자들은 광고 전략 수립 시, 시장으로부터 수집한 다양한 정보와 더불어 기업 내부의 정보를 고려하게 된다. 예컨대 기업들은 광고 예산을 수립할 때 과거에 집행한 광고비 규모를 참고하여 향후 집행할 광고량의 수준을 결정할 수 있다. 또는 경쟁자가 얼마나 적극적으로 광고를 실행하느냐와 같은 경쟁자의 광고 강도를 참고하여 자사의 광고량 수준을 결정하는 경쟁적 반응을 하기도 한다. 이외는 달리, 매출액과 같은 시장에서의 성과에 준하여 광고량을 증가시키거나 혹은 감소시키는 의사결정을 할 수도 있다(West and Prendergast 2009). 이때 기업이 어떠한 요소에 더 높은 가중치를 두고 의사 결정 하느냐는 그 기업이 어떠한 전략적 지향성을 가지고 있는지를 반영하는 것이라 할 수 있으며, 본 연구에서는 크게 기업 지향성(company orientation), 경쟁 지향성(competitor orientation), 그리고 성과 지향성(performance orientation) 차원으로 구분하고자 한다. 여기서 기업 지향성(company orientation)은 광고 투자 결정시 과거에 투자한 광고량의 규모, 즉 기업 요소를 중시하여 현재의 광고 투자 결정을 하는 것을 말하며, 경쟁 지향성(competitor orientation)은 경쟁자의 광고량 규모, 즉 경쟁 요소를 중시하는 것이고, 마지막으로 성과 지향성(performance orientation)은 과거에 달성한 매출액, 즉 시장의 성과 요소를 중시하는 기업의 방향성으로 정의할 수 있다.

전략적 지향성의 3차원은 광고 예산 수립 이론에서도 확인할 수 있다(West and Prendergast 2009). 예컨대, 많은 기업들이 선호하는 광고 예산 책정법에는 전년도 광고 예산액과 동일하게 책정하거나 비슷한 수준에서

의사결정을 하는 불변 예산법과 매출액 대비 일정 비율의 광고비를 책정하는 매출액 비율법, 그리고 경쟁사의 광고비 책정 규모를 참고하여 자사의 광고비 규모를 결정하는 경쟁사 비교법 등이 있다.

기업 지향성(Company Orientation)

기업 지향적인 광고 투자 결정은 현재의 광고 투자 규모를 결정함에 있어 과거의 기업 행동 즉, 해당 기업이 과거에 어느 정도의 광고량을 투입했는가에 가중치를 크게 두어 현재의 광고 투입량을 결정 하는 것이다. 그러므로, 기업 지향적인 광고 투자 결정은 과거 광고비에 의존하는 형태로 재무제표에 반영될 수 있다. 많은 기업들이 현재의 마케팅 지출 수준을 결정함에 있어 과거의 지출 형태에 영향을 받는데, Dekimpe and Hanssens(1995)은 이를 기업 특정적인 의사결정 규칙(firm-specific decision rules)이라는 개념으로 설명한 바 있다. 기업 지향적인 의사결정은 기업들이 최소의 비용으로 최대의 효과를 얻기 위해 항상 과학적인 방법만을 사용하는 것은 아님을 시사한다.

기업 지향성이 높다는 것은 기업의 마케팅 의사결정에 있어 관성(decision inertia)이 큰 경우로 해석할 수 있다. 관성은 현재의 전략에 몰입하여 이를 벗어나지 않으려는 경향으로, 전략이나 자본투자, 혹은 회사의 특정 기대를 실현하는데 사용되는 제도적 매커니즘의 하나이다(Huff, Huff, and Thomas 1992). Chandy and Tellis(2000)는 기업의 관성이 존재하는 기저에 대하여 규모가 큰 기업일수록 제품을 대량으로 반복 생산하고 유통하기 위해 조직적인 틀(routine)을 발전시키는데 관심을 가지게 되며, 한편으로는 조직의 규모가 클수록 의사결정 과정이 복잡해지고, 조직원들이 새로운 시도를 추진하고자 할 때에는 여러 단계의 의사결정 과정에서 저항을 극복해야 하는 어려움이 있기 때문에 현 상태에

안주하려는 관성적 경향을 만성화시킨다고 보았다. 이와 유사하게 Lieberman and Montgomery(1988)는 관성이 발생하는 이유로서 1) 특정 고정자산에 대해 과거의 규모 정도만을 유지하려는 폐쇄(lock-in) 현상, 2) 기존의 제품 라인 잠식에 대한 회피, 그리고 3) 조직적 유연성의 부족을 제시하였다. 예를 들어, 광고예산 수립 기법 중 전년도 광고 예산액과 동일하게 책정하거나 비슷한 수준에서 의사결정을 하는 불변 예산법은 기업 지향적인 광고 투자 결정에 해당된다고 할 수 있다. 기업 지향적인 의사결정은 가격 책정 관련 연구에서도 찾아볼 수 있는데, Nijs, Srinivasan and Pauwels(2007)의 연구는 가격 책정에 영향을 주는 다섯 가지 의사결정 요인을 제시하고, 그 중 과거의 가격을 기준으로 현재의 가격을 결정하는 가격 이력(pricing history)이 가격 책정의 기준이 되는 핵심적인 의사결정 요인임을 실증적으로 밝히고 있다.

기업 지향성이 반영된 광고 투자 결정의 장점은 단순하면서도 안정적인 광고 예산을 운영할 수 있다는 것이다. 특히, 이전의 광고 예산안이 효과적이었다면 반복적인 효과를 기대할 수 있을 것이며, 광고의 영향력이 적은 산업에 속한 기업들은 광고 예산 결정을 위해 많은 노력을 투입할 필요가 없기 때문에 오히려 정교한 기법을 이용한 광고량 결정이 과도한 자원낭비를 초래할 수 있다. 그러므로, 이러한 산업에서는 기업 지향적인 의사결정이 선호되는 특징이 나타날 수 있다. 같은 맥락으로 경쟁이 심하지 않은 기업은 굳이 자원을 낭비할 필요가 없기 때문에, 과거에 집행했던 수준만큼만을 일정하게 유지하는 것이 적절할 수 있다(Gresov, Haveman, and Oliva 1993). 역설적으로 이러한 기업 지향적인 광고 투자 결정은 경쟁자나 시장의 반응을 반영하지 못하기 때문에 환경의 변화에 적절히 대응할 수 없다는 단점을 가진다.

경쟁 지향성(Competitor Orientation)

경쟁 지향성은 현재와 미래의 잠재 경쟁자가 갖고 있는 단기적인 강점과 약점, 그리고 장기적인 능력과 전략을 이해하고 이에 반응하는 능력과 의지를 말한다(Grawe, Chen, and Daugherty 2009; Narver and Slater 1990). 그러므로, 경쟁 지향적인 기업은 경쟁자의 마케팅 활동 및 시장성과에 민감하게 반응하는 특징을 갖게 된다(Leeflang and Wittink 2001). 예컨대 경쟁 지향적인 광고 투자 결정을 하는 기업들은 경쟁자의 광고량에 민감하게 반응하여 경쟁자가 광고를 하면 덩달아서 광고량을 늘이는 형태를 취할 수도 있고, 오히려 경쟁자가 공격적으로 광고를 투입할 때에는 광고량을 대폭 줄였다가 경쟁자가 광고량을 줄였을 때 상대적으로 광고량을 늘이는 전략을 취할 수도 있다(Steenkamp, Nijs, Hanssens, and Dekimpe 2005).

Armstrong and Collopy(1996)는 기업의 경쟁 지향적 행동을 사회 비교 이론 즉, '자신의 성과를 평가할 때 상대와 비교하여 평가하는 경향성'에 비추어 설명하고 있는데, 기업들은 미래의 수익을 예측하거나 수익 극대화에 도달하는 방법을 찾기가 어렵기 때문에 추상적인 '수익 극대화' 목표 보다는 좀 더 현실적이고 구체적인 '경쟁자의 성과'를 기준으로 삼아 그 이상의 수준을 목표로 추구하는 경우가 있다고 설명한다. 이 연구에 따르면 경쟁자에 대한 정보가 더 많을수록 경쟁 기업의 상대적 성과에 초점을 두는 태도가 더욱 강하게 나타난다. 이에 저자들은 정보기술의 발달로 경쟁자의 정보 수집은 갈수록 용이해질 것이므로 경쟁 지향적 행동은 앞으로 더욱 증가할 것이라고 전망하고 있다. 한편, Steenkamp, Nijs, Hanssens, and Dekimpe(2005)는 포장재 상품군 기업들의 2차 자료를 이용하여 가격 프로모션과 광고에 대한 경쟁자의 반응 현상을 분석한 결과, 대부분의 브랜드가 경쟁자의 행동에 민감하게 반응하지 않는 것으

로 나타났다. 또한, 경쟁적 대응 시에는 가격 프로모션에는 가격 프로모션으로, 광고에는 광고로 경쟁적 반응을 하는 종과득과(種瓜得瓜) 식의 대응을 하며, 광고의 경쟁적 반응 강도는 1) 공격 브랜드가 시장 파워를 가지고 있거나, 2) 공격 브랜드와 방어 브랜드간의 파워 불균형 정도가 적을수록, 3) 시장 집중도가 낮을수록, 4) 카테고리 성장률이 낮을수록, 5) 구매주기가 길수록, 그리고 6) 카테고리 광고 강도가 높을수록 심화되는 것으로 밝히고 있다. 광고 예산 결정 이론 중에서는 '경쟁사 대비 균형법'이 경쟁 지향성에 해당한다. 경쟁사 대비 균형법은 경쟁자와 비견될 수 있는 수준으로 광고 예산을 책정하는 방법으로서, 경쟁자의 행동에 민감하게 반응하는 기업의 태도를 보여주기 때문이다.

경쟁 지향성의 장점은 '경쟁자 보다 더 나은 성과'라는 구체적인 목표가 행동에 대한 동기를 부여할 뿐 아니라, 경쟁자의 행동에 민감하게 반응하므로 신속한 방어가 가능하다는 점에 있다. 반면, 경쟁자가 어떻게 행동하느냐를 관찰하여 그때그때 마다 단기적인 시장 대응을 하는데 초점을 두기 때문에 매출이나 시장 점유율과 같은 시장성과가 단기적으로는 증가할 수 있으나, 장기적인 관점에서의 기업성과, 예컨대 수익성 측면에서는 부정적인 영향을 미칠 수 있다(Antersian and Graham 1989). 또, 경쟁 지향적인 의사결정은 마케팅 투입 규모의 동요가 크기 때문에 미래의 현금흐름 예측을 어렵게 만들 수 있다. 그러므로, 기업의 불확실성이 높아 투자자들이 평가하는 기업가치에 부정적인 영향을 줄 수 있다(Fischer, Shin, and Hanssens 2009).

성과 지향성(Performance Orientation)

본 연구에서는 기업이 광고 투자를 결정하는데 있어 시장에서의 과거 성과에 민감하게 대응하는 것을 성과 지향성이라 정의한다. 본 연구에서 정의하는 '성과 지향성'

은 기업이 광고 투자를 통해 시장성과 달성을 지향(또는 추구)한다는 의미가 아닌, 광고 투자의 규모를 결정함에 있어 고려할 수 있는 여러 차원 가운데 기업의 과거 성과 측면을 중시하여 현재의 투자 규모를 결정한다는 것이다.¹⁾ 선행 연구를 살펴보면, 성과 지향성과 유사한 개념들을 찾아 볼 수 있는데, 예컨대 Dekimpe and Hanssens(1995)의 연구는 기업의 장기적 성과에 영향을 주는 요소 중 하나로서 과거 마케팅 활동에 의한 시장성과가 현재의 마케팅 행동에 영향을 주는 피드백 효과(feedback effect)를 설명하고 있다. 또한, Hoskisson, Eden, Lau, and Wright(2000)은 시장의 변화를 효과적으로 읽어내고 반응하는 기업의 역량인 기업 반응 역량(corporate responsive capability)이라 정의하고, 환경적 불확실성이 높은 시장에서 특히 요구된다고 설명하고 있다. 광고 예산 책정 이론 중에서는 판매 기준 비율법에 성과 지향성이 반영된다. 판매 기준 비율법은 과거의 판매실적이나 앞으로의 실적 예측치에 사전에 정의한 일정 비율을 곱해 광고 예산을 결정하는 방법이기 때문이다.

성과 지향적인 마케팅은 시장의 반응에 준하여 마케팅 투자 규모를 결정하는 것이므로, 과도한 마케팅 투자에 따른 손실 위험이 적고, 매출이 증가하거나 혹은 감소하는 추세와 같은 시장의 양상을 반영하기 때문에 시장의 기회를 놓칠 가능성을 낮춰준다는 장점이 있다. 그러나, 시장의 반응이 긍정적일 때 마케팅에 더 투자할 것인가, 혹은 덜 투자할 것인가에 대한 문제는 자원의 효율적 배분 측면에서 중요한 쟁점이며, 어떻게 할 것인가에 관한 기준은 기업마다 다를 수 있다.

2. 연구모형과 가설

본 연구의 주된 목적은 첫째, 2차 자료를 이용하여 광고 투자 결정에 나타나는 각 기업의 전략적 지향성을 측정하고, 기업마다 추구하는 전략적 지향성이 다르게 나타나는지, 다르게 나타난다면 그 차이를 설명할 수 있는 기업 특성 또는 산업 특성은 무엇인지를 살펴보는 데 있다. 둘째, 기업이 광고비를 책정할 때 어떠한 전략적 지향성을 추구하느냐에 따라 광고가 기업성과 또는 기업 가치에 미치는 효과가 어떻게 달라지는지를 살펴보고자 한다. 광고량과 광고 투자의 전략적 지향성 간에 상호작용이 있다면, 기업이 광고비를 집행함에 있어 어떠한 전략적 지향성을 추구했을 때 더 효과적으로 기업성과 또는 기업가치를 상승시킬 수 있는가를 논의할 수 있을 것이다.

전략적 지향성의 기업간 차이

광고에 얼마나 투자할 것인가를 결정하는 과정은 기업마다 다르며, 이러한 의사결정 차이는 기업이 어떤 업태에 속하느냐 혹은 어떤 특성을 갖느냐에 영향을 받을 것이다. 예컨대, 제조업은 소재를 생산하거나 완제품을 거래처에 납품하는 형태의 기업간 거래 비중이 크고, 서비스업에 비하여 상대적으로 광고의 영향력이 적기 때문에 광고비 집행 과정에 덜 집중하므로, 좀 더 기업 지향적인 광고 투자 결정을 하는 것이 업태 전반적인 경향일 수 있다. 이에 반해 금융, 여행, 유통과 같은 서비스업은 유무형의 제품을 이용하여 소비자와 직접 거래를 하므로 제조업에 비하여 좀 더 시장에서의 고객 반응에 민감하게 되고, 경쟁자의 진입장벽 또한 낮아 경쟁자의 진입이나 성장과 같은 시장 환경 변화에 대한 의존도가 높으며, 이러한 업태 특성은 서비스업의 광고 투자 결정에

1. 이 부분을 지적해 주신 제 2 심사위원께 감사드립니다.

있어 좀 더 성과 지향적이고 경쟁 지향적인 경향으로 나타날 수 있다. 또한, 제조업이 전반적으로 기업 지향적인 광고 투자 결정을 할지라도 기업과 거래하는 산업재나, 소비자와 거래하는 소비재나에 따라서 광고 투자에 반영되는 전략적 지향성은 차이가 있을 수 있다. 예컨대, 식품이나 의류, 제약과 같은 소비재 업종은 금속이나 건축자재와 같은 산업재에 비하여 광고가 소비자의 구매에 미치는 영향력이 상당하고, 경쟁 또한 치열하여 마케팅 관리자는 광고 예산 수립 과정에 더욱 신중할 수 밖에 없다. 이러한 산업적 특징으로 인해 소비재 산업은 광고 집행이 잦아 광고대행사와 긴밀한 관계를 맺으며, 광고대행사가 제공하는 정교한 분석기법을 활용하는 비중이 높은 것으로 알려져 있다(Blasko and Patti 1984). 그러므로, 소비재는 산업재에 비하여 좀 더 경쟁 지향적 혹은 성과 지향적인 광고 투자 결정을 한다고 설명할 수 있을 것이다.

가설 1: 광고 투자의 전략적 지향성은 산업의 특성에 따라 차이가 있을 것이다.

가설 1-1: 서비스업에 비하여 제조업 기업들이 더 기업 지향적인 광고 투자를 할 것이다.

가설 1-2: 소비재에 비하여 산업재 기업들이 더 기업 지향적인 광고 투자를 할 것이다.

광고와 기업성과간 관계에 있어서 전략적 지향성의 조절효과

광고가 기업성과에 미치는 효과, 즉 매출이나 수익에 대한 광고의 직접 효과는 많은 연구들을 통해 실증적으로 확인되어 왔다(예, Erickson and Jacobson 1992; Leone 1995; Lodish, Abraham, Livelsberger 1995 등). 그러나, 광고를 통한 기업성과가 모든 기업에 동일하게 나타나는 것은 아니며, 그러한 차이가 발생하는 원

인으로는 광고의 콘텐츠를 비롯하여 커뮤니케이션 방식, 방송 매체의 차이 등 광고 전략과 관련된 여러 가지를 고려해 볼 수 있을 것이다. 그렇다면 기업성과 혹은 기업가치에 영향을 줄 수 있는 여러 변수들(예, 기업 규모, 기업 성장률, 시장 포화도, 산업유형 등)을 통제된 상태에서 서로 다른 전략적 지향성을 추구하는 기업들이 동일한 광고를 동일한 규모로 동시에 투입한다고 가정할 경우 기업의 성과 혹은 가치는 동일할 것인가, 아니면 기업간 전략적 지향성의 차이로 인해 광고의 성과에 차이가 나타날 것인가? 차이가 있다면 어떠한 전략적 지향성을 추구하는 것이 광고의 성과를 가장 증가시키고, 역으로 어떠한 전략적 지향성을 추구하는 것이 성과를 증가시키는데 덜 효과적일까? 이러한 문제 제기는 광고의 성과 차이가 반드시 기업성과나 기업가치와 직접적으로 관련된 여러 요인들뿐만 아니라 광고 투자에 반영되는 기업의 전략적 방향에 의해서도 설명될 수 있는지, 즉 전략적 지향성이 마케팅 활동의 효율성에 영향을 주는 요인임을 고찰한다는 점에서 의의가 있다.

우선, 동일한 광고를 동일한 규모로 동시에 투입한다고 했을 때, 광고를 통한 매출 효과는 성과 지향적인 광고 투자를 한 조직이 기업 지향적인 광고 투자를 한 조직보다 클 것으로 예상할 수 있다. 성과 지향적인 광고 투자 방식은 시장의 반응을 감지하여 신속하게 마케팅 투입량을 더 늘이거나 줄이는 식의 논리적 대응을 하게 되므로, 관성적으로 광고 투자 규모를 결정하는 기업 지향적인 방식 보다는 매출 효과가 클 것이기 때문이다. 그러나, 경쟁 지향적인 조직의 광고에 의한 매출 효과는 광고의 긍정적 교차 효과(positive cross effect)와 부정적 교차 효과(negative cross effect)가 상충할 수 있으므로, 둘 중 어느 것이 더 크게 작용하느냐에 따라 광고를 통한 매출 효과의 크기가 달라질 수 있다. 선행연구들에 따르면, 경쟁이 과열된 상태에서 경쟁 지향적인

광고 투자를 할 경우에는 경쟁사의 광고에 의해 자사의 광고 효과가 희석되는 부정적인 교차 효과로 인해 광고 효과가 낮아진다는 연구 결과도 있고(Danaher, Bonfrer, and Dhar 2008), 이와는 반대로 경쟁적인 광고를 장기간 지속할 경우 브랜드 자산을 강화시키며(McAlister, Srinivasan, and Kim 2007), 타사 광고와 자사 광고의 시너지 효과로 제품에 대한 소비자의 친숙도를 증가시키는 긍정적인 교차 효과(positive cross effect)에 의해 시장 전체의 크기가 커질 수 있다고도 하였다(Simpson 2008). 이를 종합하면, 성과 지향적인 광고 투자 의사결정을 한 기업의 매출효과는 항상 일정한 수준의 광고량을 노출하는 기업 지향적인 기업에 비하여 그 효과가 클 것이며, 경쟁 지향적인 광고 투자 의사결정을 한 기업의 매출 효과는 광고의 긍정적인 효과와 부정적인 효과 가운데 어느 것이 더 크냐에 따라 성과 지향적인 광고의 매출 효과 보다 더 클 수도 있고 더 작을 수도 있을 것이다.

가설 2-1: 광고 투자의 전략적 지향성은 광고가 매출에 미치는 긍정적인 효과를 조절할 것이다. 광고의 매출 증대 효과는 기업 지향적인 광고 투자 의사결정을 한 기업들에 비하여 성과 지향적인 의사결정을 한 기업들이 상대적으로 클 것이며, 경쟁 지향적인 의사결정을 한 기업들의 광고에 의한 매출 증대 효과는 긍정적인 교차 효과와 부정적인 교차 효과의 크기 차이에 의해 달라질 것이다.

기업의 성과는 매출 기반 성과(즉, 매출액 또는 시장 점유율)와 비용 기반 성과(즉, 수익)로 나눌 수 있는데(Kirca, Jayachandra, and Bearden 2005), 이렇게

구분하는 주된 이유는 매출 기반 성과가 마케팅 투자에 의해 직접적으로 시장에서 나타나는 효과만을 설명하는 반면, 수익은 매출 증대를 통해 창출될 뿐 아니라, 비용 절감을 통해서도 증가되는 특성이 있기 때문이다. 즉, 경쟁사와 동일한 양의 마케팅(예, 광고)을 투입하여 동일한 매출성과에 도달한다고 하더라도 자사의 투입비용이 더 적다면, 자사의 수익 증대효과가 더 커지게 된다. 그러므로, 광고가 수익에 미치는 효과에 있어 매출을 통한 수익 증대 효과를 배제한 순수한 비용절감 효과, 즉 광고에 의한 수익의 직접적인 증대에 있어 전략적 지향성의 조절효과는 광고에 의한 매출 증대에 있어 전략적 지향성이 보이는 조절효과와 다소 다른 메커니즘을 가질 수 있다. 우선, 광고업계에서는 여러 광고판매제도 가운데 6개월 혹은 1년 단위의 장기 계약시 광고대행사가 광고비를 할인해 주거나, 광고주가 원하는 광고 위치 또는 광고 순서를 지정할 수 있는 업프론트 제도가 활성화되어 있기 때문에 기본적으로는 일정한 광고량을 장기 유지하는 기업 지향적인 기업의 광고가 비용 절감 측면에서 유리하다. 이에 반해 경쟁 지향적인 기업은 경쟁자가 언제 어떻게 행동할지 예측하기 어려운 상태에서 경쟁자의 행동을 추적해야 하므로 상황에 따라 가변적으로 광고비를 추가 혹은 축소 집행해야 하는 상황이 많을 것이며, 그러한 단기적 대응 방식으로는 경쟁자보다 유리한 광고 위치나 순서를 확보하기 어렵고, 설사 유리한 광고 위치나 순서를 확보할지라도 장기 계약자에 비하여 더 많은 비용이 소요되므로 비용 측면에서 효율적이지 못하다. 한편, 성과 지향적인 기업은 자사의 시장성과, 즉 매출액을 고려하여 광고량을 변화시키기 때문에 기업 지향적인 기업에 비하여 업프론트 제도의 이점을 활용한 비용 절감 효과는 완전하게 누릴 수 없으나, 자사의 시장 성과에 준하여 광고 투자 규모를 고려한다는 측면에서 가장 합리적이므로 광고에 의한 수익 효과 또한 가장 클

것으로 기대할 수 있다.

가설 2-2: 광고 투자의 전략적 지향성은 광고가 수익에 미치는 긍정적인 직접 효과를 조절할 것이다. 광고에 의한 수익의 직접적인 증대 효과는 경쟁 지향적인 광고 투자 의사결정을 한 기업들에 비하여 기업 지향적인 의사결정을 한 기업들이, 기업 지향적인 의사결정을 한 기업들에 비하여 성과 지향적인 의사결정을 한 기업들이 클 것이다.

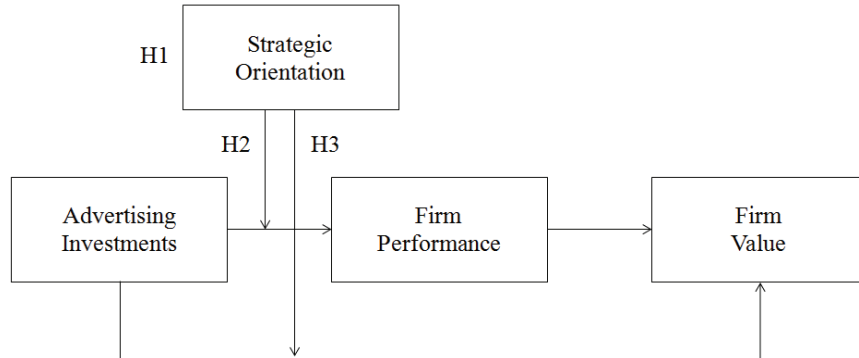
광고와 기업가치간 관계에 있어 전략적 지향성의 조절효과

광고와 기업가치간 관계는 마케팅과 재무적 관점에서 활발히 연구되고 있는데, 마케팅 연구자들은 광고가 기업가치에 어떠한 영향을 주는지에 초점을 둔 실증적 탐구에 주력하고 있는 반면, 재무 연구자들은 광고가 미래의 기업가치를 예측할 수 있는 무형자산으로서의 역할을 할 수 있는지에 주안점을 두고 있어 연구의 관점에는 다소 차이가 있다. 예컨대, 마케팅 분야에서는 Joshi and Hanssens(2010)이 광고가 매출액이나 수익성과 같은 기업성능을 매개로 하여 기업가치에 영향을 주기도 하지만, 한편으로는 광고를 통해 친숙해진 브랜드에 대한 투자자들의 선호가 확산(spillover effect)되거나, 광고를 통해 기업이 재무적으로 건전하다는 신호로 받아들여(signaling effect) 해당 브랜드를 긍정적으로 평가하는 투자자의 행동이 기업가치(시가총액)에 직접적으로 긍정적인 영향을 준다는 것을 실증적으로 밝힌 바 있다. 반면, 재무 분야에서는 Hirchey(1982)와 Chauvian and Hirschey(1993)이 광고와 기업가치(M/B비율, Tobin's q, EV/S)간 관계가 긍정적임을 밝히고, 광고가 연구개발비와 함께 기업의 미래 현금흐름에 영향을

주는 예측 가능한 무형자산이라고 강조하고 있다.

광고가 투자자들이 쉽게 접할 수 있는 기업에 대한 가치적 정보라는 측면에서 볼 때, 광고에 의한 기업가치 효과는 광고의 노출량이 클수록 증가하는 특성이 있을 것이다. 그러므로, 광고에 의한 기업가치 상승효과는 경쟁 지향적인 의사결정을 하는 기업이 가장 클 것이다. 경쟁 기업들의 광고와 이를 방어하기 위해 함께 노출되는 자사의 공격적인 광고 행위는 Joshi and Hanssens(2010)이 설명하는 것처럼, 확산효과에 의해 전반적으로 산업에 대한 투자자들의 친숙도를 높이고 노출된 브랜드에 대한 기업가치를 긍정적으로 평가할 뿐 아니라 산업이 건전하다는 신호를 전달하는 신호효과를 통해 기업의 가치를 긍정적으로 평가하는데 기여할 수 있기 때문이다. 한편, 꾸준히 동일한 양의 광고를 노출하는 기업 지향적인 조직의 광고에 의한 기업가치 효과는 경쟁사의 광고량과 함께 시너지를 유발하여 기업가치를 증가시키는 경쟁 지향적인 기업 보다는 작지만, 시장에서의 고객 반응에 따라 광고 노출량을 조절하는 성과 지향적인 기업에 비해서는 좀 더 광고에 의한 기업가치 효과가 클 것이다. 왜냐하면 성과 지향적인 광고 투입은 확산효과나 신호효과를 기대하기 어려울 뿐 아니라, 시장 반응에 대응하는 형태를 띠므로 광고량의 변동성이 크고, 일시적으로 마케팅 투입량이 증가하거나 감소하는 변동성의 증가는 기업성능의 불확실성을 증가시켜 투자자들로 하여금 기업성능을 예측하기 어렵게 만들어 기업가치 평가에 부정적인 영향을 줄 수 있기 때문이다(Fischer, Shin, and Hanssens 2009). 이러한 마케팅 변동성에 의한 부정적인 기업가치 효과는 경쟁 지향적인 의사결정에도 적용되나, 투자자들이 받아들여지게 되는 광고에 의한 확산효과와 신호효과를 통해 상쇄시킬 수 있을 것이다. 그러므로, 광고에 의한 기업가치 효과는 경쟁 지향적인 기업들이 가장 크고, 성과 지향적인 기업들이 가

〈FIGURE 1〉 Research Model



장 작을 것이다.

가설 3: 광고 투자의 전략적 지향성은 광고가 기업가치에 미치는 긍정적인 직접효과를 조절할 것이다. 광고의 기업가치 증대효과는 성과 지향적인 광고 투자 의사결정을 한 기업들에 비하여 기업 지향적인 의사결정을 한 기업들이, 기업 지향적인 의사결정을 한 기업들에 비하여 경쟁 지향적인 의사결정을 한 기업들이 상대적으로 클 것이다.

해 어느 정도 설명되는지를 백분율로 측정해 주며, 특정 변수의 변화에 미치는 다른 변수의 영향력을 비교 평가할 수 있기 때문에 기업의 광고 투입량이 과거 어떤 변수의 변화에 민감하게 반응하는지를 측정할 수 있도록 해준다(Nijs, Srinivasan, and Pauwels 2007). 이렇게 측정된 FEVD량은 각 기업이 갖는 상대적인 전략적 지향성에 대한 추정치로서 활용될 수 있다. 마지막 3 단계에서는 각 기업의 전략적 지향성과 기업성과 및 기업가치 지표와의 회귀분석을 통해 전략적 지향성이 기업성과 혹은 기업가치에 대해 가지는 설명력을 분석하고자 한다.

III. 연구방법

본 연구는 크게 3단계의 분석으로 이루어졌다. 1단계에서는 벡터자기회귀(Vector Autoregressive: VAR) 모형을 이용하여 자사와 경쟁사의 광고 투자 및 시장성과를 변수로 하는 시계열 시스템을 구성하고 모수들을 추정하였다. 2단계에서는 1단계에서 추정된 VAR 모형의 모수들을 이용하여 각 기업의 광고 투자에 대한 예측오차 분산분해(Forecast Error Variance Decomposition: FEVD)를 실시하였다. FEVD는 특정 변수의 시계열이 다른 변수의 예기치 못한 변화 혹은 충격(shock)에 의

1단계: VAR 모형의 정의 및 모수 추정

VAR 모형은 서로 인과관계가 있는 여러 변수들의 현재 관측치를 종속변수로 하고, 자신과 여타 변수들의 과거 관측치들을 독립변수로 구성된 다수의 선형회귀방정식을 통해 예측변수 및 내생변수의 변화에 따른 효과를 분석하는데 사용한다. 따라서, VAR 모형은 자사의 광고 투입량과 경쟁사의 광고 투입량, 그리고 시장성과간의 복잡한 피드백 경로와 동적 상호작용을 측정하기에 적합하다. 자사의 광고량, 경쟁사의 광고량, 그리고 자사의 매출액 등 세 개의 변수로 이루어진 시계열 시스템은 다음 식 (1)과 같다.

$$\begin{pmatrix} OM_t \\ CM_t \\ OS_t \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \beta_{10} \\ \beta_{20} \\ \beta_{30} \end{pmatrix} + \sum_{l=1}^L \begin{pmatrix} \beta_{11}(l) & \beta_{12}(l) & \beta_{13}(l) \\ \beta_{21}(l) & \beta_{22}(l) & \beta_{23}(l) \\ \beta_{31}(l) & \beta_{32}(l) & \beta_{33}(l) \end{pmatrix} \begin{pmatrix} OM_{t-1} \\ CM_{t-1} \\ OS_{t-1} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \\ \varepsilon_{3t} \end{pmatrix} \quad (1)$$

여기서, OM(Own Marketing)은 자사의 광고비, CM(Competitor Marketing)은 경쟁사의 광고비, OS(Own Sales)는 자사의 매출액, t는 시간, ε 은 잔차를 가리킨다. 이 모형에서 β_{11} 은 자사의 과거 광고비가 현재 시점의 자사 광고 투자에 영향을 주는 정도를 설명하며, β_{12} 는 경쟁사의 과거 광고비가 자사의 현재 광고 투자에 영향을 주는 정도를 설명한다. 한편, β_{13} 은 자사의 과거 시장성과, 즉 매출액이 현 시점의 자사 광고 투자에 어느 정도 영향을 주는지를 설명한다. 하지만, 이러한 모수들이 직접적으로 전략적 지향성을 나타낸다고 보기는 어렵다. 각 변수들간에는 상기한 관계 이외에도 자사와 경쟁사의 전기 광고에 대한 시장의 지연반응(β_{31}, β_{32}), 경쟁사들의 전략적 지향성($\beta_{21}, \beta_{22}, \beta_{23}$), 그리고 소비자들 사이에서 나타나는 관성 및 영향력(β_{33}) 등이 존재하기 때문이다. 식 (1)에서 $[\varepsilon_{1t}, \varepsilon_{2t}, \varepsilon_{3t}] \sim N(0, \Sigma)$ 으로 가정하며, 시계열 시스템에 영향을 줄 수 있는 기타 독립변수(예: 거시경제 상황, 산업의 특성)들은 외생 변수로서 식의 우변에 추가할 수 있다. 또한, 변수간 인과관계는 자사의 마케팅 행동이 경쟁사의 반응에 영향을 주고, 결과적으로 자사의 성과에 영향을 준다는 현실적인 흐름을 감안하여 Dekimpe and Hanssens(1995)과 같이 잔차의 공분산 행렬을 출레스키 분해(Cholesky decomposition)하기 위해 자사 광고비(OM), 경쟁사 광고비(CM), 그리고 자사 매출액(OS) 순으로 인과적 순서를 정의하였다.

2단계: 예측오차 분산분해

1단계에서 추정된 모수로 부터 광고 투자 변수에 대한 예측오차 분산분해를 계산한다. 예측오차의 분산분해는

특정 내생변수의 예측기간을 확장하면서 얻는 예측오차의 분산에서 시스템을 구성하는 내생변수들의 변동에 기인하는 부분이 차지하는 비중을 백분율로 산정하여 상대적 기여도를 나타낸 것으로, 특정변수에 영향을 주는 다른 변수들이 상대적으로 얼마나 중요한가를 평가하는데 사용할 수 있다. 즉, 식 (1)을 이동평균의 형태로 바꾸면 아래와 같은 식 (2)를 얻을 수 있고, 이때 예측오차는 식 (3)과 같이 분해할 수 있다. 아래 식 (3)은 첫 번째 내생변수인 OM에 대한 시차 1의 분산분해 예이다.

$$\begin{pmatrix} OM_t \\ CM_t \\ OS_t \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \mu_1 \\ \mu_2 \\ \mu_3 \end{pmatrix} + \sum_{i=0}^{\infty} \begin{pmatrix} \phi_{11}(i) & \phi_{12}(i) & \phi_{13}(i) \\ \phi_{21}(i) & \phi_{22}(i) & \phi_{23}(i) \\ \phi_{31}(i) & \phi_{32}(i) & \phi_{33}(i) \end{pmatrix} \begin{pmatrix} e_{1t-i} \\ e_{2t-i} \\ e_{3t-i} \end{pmatrix} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} \sigma_{OM}^2(1) &= \text{Var}[OM_{t+1} - E(OM_{t+1})] \\ &= \text{Var} \left[\left\{ \mu_1 + \sum_{i=1}^{\infty} (\phi_{11}(i) \phi_{12}(i) \phi_{13}(i)) \begin{pmatrix} e_{1t+1-i} \\ e_{2t+1-i} \\ e_{3t+1-i} \end{pmatrix} - \mu_1 \right. \right. \\ &\quad \left. \left. + \sum_{i=0}^{\infty} (\phi_{11}(i) \phi_{12}(i) \phi_{13}(i)) \begin{pmatrix} e_{1t-i} \\ e_{2t-i} \\ e_{3t-i} \end{pmatrix} \right\} \right] \\ &= \text{Var}[\phi_{11}(0)e_{1t+1} + \phi_{12}(0)e_{2t+1} + \phi_{13}(0)e_{3t+1}] \\ &= \phi_{11}(0)^2\sigma_1^2 + \phi_{12}(0)^2\sigma_2^2 + \phi_{13}(0)^2\sigma_3^2 \quad (3) \end{aligned}$$

이러한 분산분해를 통해 각 기업의 광고 투자가 얼마나 자사의 전기 광고비, 즉 기업 지향성(ϕ_{11}), 경쟁사의 전기 광고비, 즉 경쟁 지향성(ϕ_{12}), 그리고 자사의 전기 매출액, 즉 성과 지향성(ϕ_{13})에 민감한지를 측정하고, 이를 전략적 지향성의 측정치로서 활용할 수 있다.

3단계: 전략적 지향성과 기업성과 및 기업가치 지표와의 회귀분석

2단계에서 측정한 전략적 지향성은 기업마다 다른 패턴을 보일 것으로 예측할 수 있다. 예를 들어 동일 산업 내에서 경쟁하는 기업 A는 마케팅 투자 결정에 있어 보다

성과 지향적인데 비해 기업 B는 보다 기업 지향적일 수 있다. 3단계에서는 이러한 기업간 차이가 기업성과(예: 수익성, 매출액, 또는 시장 점유율)나 기업가치 지표(예: 시가총액, 주가수익률)를 설명할 수 있는지를 횡단면적인 분석을 통해 검증하고자 한다. 즉, 아래 식 (4)와 같은 회귀모형을 추정할 수 있다. 여기서 Y 는 기업의 시장성과 혹은 기업가치 지표이고, α 는 상수항, λ_1 은 광고의 직접효과, λ_2 는 광고와 전략적 지향성의 상호작용 효과를 설명하는 계수이다. γ 와 δ 는 종속변수에 영향을 줄 수 있는 기타 통제 변수 벡터의 계수(예: 기업의 크기, 산업의 집중도 등)를 가리키며, ϵ 는 잔차이다.

$$\begin{aligned}
 Y_{it} = & \alpha_0 \\
 & + (\lambda_1 + \lambda_2 \text{Strategic Orientation}) AD_{it} \\
 & + \gamma_{firm} (\text{Firm Characteristics})_{it} \\
 & + \delta_{industry} (\text{Industry Factors})_{it} + \epsilon_{it} \quad (4)
 \end{aligned}$$

IV. 연구자료 및 모형

1. 연구자료

본 연구는 2009년 말 기준 한국거래소(코스피, KOSPI)에 등록되어 있는 총 708개의 기업 중 일부를 연구의 표본으로 사용하였다. 분석 대상 기업의 선정 과정은 다음과 같다. 1단계로서 2000년 전후에 상장한 기업 가운데 상장 후 10년간 계속 증권거래소에서 거래된 기업을 분석 대상 기업으로 1차 선정하였다. 2단계에서는 본 연구가 다양한 산업을 대상으로 각 산업 내에서 긴밀한 경쟁 관계에 있는 기업들간의 전략적 지향성 차이를 연구하는 것이 주된 목적인 점을 감안하여, 1단계에서 선정한 기업별 소속 산업을 분류하였다. 산업분류에 대한 외적 타당성을 높이기 위해 각 기업의 주식시장 등록업종

과 한국산업 표준분류, 그리고 한신평신용정보의 KIS-VALUE 데이터베이스가 제공하는 산업분류를 비교 대조하고, 사업 보고서를 포함하여 기업 홈페이지, 인터넷 포털 사이트가 제공하는 기업별 금융정보, 그리고 한신평신용정보에서 제공하는 기업별 매출 구성비 1위 제품 등을 참고하였다. 또한 제약과 제철산업은 고유의 전문성을 고려하여 해당 산업에 종사하는 전문가의 의견들을 반영하였다. 3단계에서는 각 산업에 속하는 기업들 중 매출액 기준으로 시장 지위가 높은 기업 2-3개씩을 묶어 경쟁관계에 있는 기업들로 정의하였다. 이때, 코스닥(KOSDAQ) 등록 기업 중에서 코스피 등록 기업과 긴밀한 경쟁관계에 있다고 판단되거나(예. 코스피 등록 기업인 남양유업과 코스닥 등록 기업인 매일유업), 코스닥 등록 기업이지만 상장 기간이 오래되어 안정적인 자료 분석이 가능하다고 판단되는 일부 산업(예. 문구 제조, 여행, 인터넷포털 등)을 실증분석의 대상에 포함시켰다.

이러한 과정을 거쳐 최종 선정된 분석 대상 기업은 코스피에 등록된 113개의 기업과 코스닥에 등록된 기업 14개를 포함하여 총 50개 산업의 127개 기업이다. 127개의 기업 가운데 제조업은 99개, 서비스업은 28개이며, 제조업 가운데 산업재 기업은 46개, 그리고 소비자재 기업은 53개이다. 실증 분석을 위한 각 기업의 재무제표 자료는 한신평신용정보의 KIS-VALUE 데이터베이스를 이용하여 2000년부터 2009년까지 10년간의 분기별 재무회계 및 주가 관련 자료를 수집하였다. 10년간의 장기 시계열 분기 자료를 사용한 것은 첫째, 광고는 그 효과가 장기적으로 나타나는 특성이 있으며, 둘째, 광고의 이월효과를 고려하여 광고의 예산 집행 및 실행, 그리고 조정의 과정이 분기별로 이루어지는 보편적인 관행이 있다는 점을 감안할 때 각 기업의 광고 투자 결정 또한 분기별로 차이가 발생할 수 있기 때문이다. 마지막으로 전략적 지향성은 장기간 기업에 축적되는 일종의

조직문화이므로, 장기 시계열 자료를 사용함으로써 각 기업의 광고 투자 결정에 나타나는 장기적인 전략적 지향성을 측정할 수 있기 때문이다. KIS-VALUE 데이터베이스에서 수집할 수 없었던 일부 자료는 다른 데이터베이스를 사용하였다. 예컨대, VAR 모형에서 경제적 상황을 통제하기 위해 사용한 코스피 200 지수는 예프앤가이드에서 제공하는 Fn-Guide Pro 데이터베이스를 이용하고, 광고비 자료가 재무제표 상에 누락되어 있는 손해보험사들의 광고비 자료는 닐슨 미디어 리서치에서 제공하는 4대 매체(TV, 라디오, 신문, 케이블)의 월간 광고비를 분기별로 합산하여 사용하였다.

2. 전략적 지향성의 측정

예측오차 분산분해를 이용하여 각 기업의 전략적 지향성을 평가하기 위해서는 우선 자사 및 경쟁사의 광고비와 시장성과 변수간에 어떠한 상호작용이 나타나는지를 평가할 수 있도록 각 기업에 대한 VAR 모형을 구축해야 한다. 기업별 VAR 모형에서 사용할 세 변수, 즉 자사의 광고비, 경쟁사의 광고비, 그리고 자사의 매출액은 해당 기업의 순자산으로 나누어 기업 규모에 따른 차이를 보정하였으며, 경쟁사가 1개인 경우에는 경쟁사의 광고비 보정값을 경쟁사의 광고비 변수로 그대로 사용하고 경쟁사가 2개 이상인 경우에는 산업 내에서 각 기업이 차지하는 매출 비중을 가중치로 사용한 광고비 지수를 계산하여 경쟁사의 광고비 변수로 사용하였다. 그 다음으로는 내생변수 각각에 대한 단위근 검정을 통하여 변수의 시계열 자료가 비정상성(non-stationarity)을 갖는지 ADF(Augmented Dickey-Fuller) 검정방법으로 검정하였다. ADF 검정 결과 비정상 시계열로 판명될 경우 차분을 통해 자료를 치환하여 시계열의 정상성을 회복시켜 주는 과정을 실행하였다. 이렇게 보정된 변수를 사용

하여 식 (5)와 같이 기업별 VAR 모형을 구축하였으며, VAR 모형에 영향을 줄 수 있는 거시적 경제상황은 코스피 200 지수를 반영하고 계절성과 추세를 외생변수로 추가하였다. 또한, SC(Schwartz criterion) 통계량을 사용하여 각 VAR 모형의 적정 시차를 결정하였다. 이러한 일련의 과정을 거친 다음, 기업별로 광고 투자 결정에 반영되는 자사 광고비와, 경쟁사 광고비, 그리고 자사 매출액의 비중을 파악하기 위한 예측오차 분산분해를 실행하였다. 이때, 결과값 중 시차 10에 해당하는 값을 각 기업의 전략적 지향성을 평가하는데 활용하였다.

$$\begin{pmatrix} OM_t \\ CM_t \\ OS_t \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \beta_{10} \\ \beta_{20} \\ \beta_{30} \end{pmatrix} + \sum_{l=1}^L \begin{pmatrix} \beta_{11}(l) & \beta_{12}(l) & \beta_{13}(l) \\ \beta_{21}(l) & \beta_{22}(l) & \beta_{23}(l) \\ \beta_{31}(l) & \beta_{32}(l) & \beta_{33}(l) \end{pmatrix} \begin{pmatrix} OM_{t-l} \\ CM_{t-l} \\ OS_{t-l} \end{pmatrix} \\ + \begin{pmatrix} \tau_{10} \\ \tau_{20} \\ \tau_{30} \end{pmatrix} Seasonality_t + \begin{pmatrix} v_{10} \\ v_{20} \\ v_{30} \end{pmatrix} Economic\ Condition_t \\ + \begin{pmatrix} \theta_{10} \\ \theta_{20} \\ \theta_{30} \end{pmatrix} Trend_t + \begin{pmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \\ \varepsilon_{3t} \end{pmatrix} \quad (5)$$

3. 광고 투자, 전략적 지향성, 기업성과, 기업가치간 관계의 측정

광고비와 광고 투자의 전략적 지향성, 그리고 기업성과 또는 기업가치간 관계를 분석하기 위해 식 (4)를 이용하여 종속변수가 매출액, 수익, 그리고 기업가치로 이루어진 세 개의 회귀모형을 추정하였다. 광고비와 기업성과 및 기업가치 관계를 조절하는 변수이자 본 연구의 관심 변수인 기업별 광고 투자의 전략적 지향성은 자사 광고비, 경쟁사 광고비, 그리고 자사 매출액의 예측오차 분산분해 값 중 비중이 가장 큰 변수를 해당 기업의 전략적 지향성으로 정의하였다. 그리고 종속변수 중 기업성과 변수는 매출액과 총자산수익률(Return on Assets: ROA)을, 기업가치 변수는 M/B비율(Market price to

book value of equity: MTB)을 사용하였다. 광고비와 매출액은 순자산으로 나누어 표준화한 값을 사용하였고, ROA는 마케팅 활동에 따른 순수한 이익을 반영할 수 있도록 순자산 대비 영업이익으로 측정하였다. 이외에도 본 연구에서는 각 종속변수에 영향을 줄 수 있는 기업 특성 요소와 산업 특성 요소를 선행 연구에 기반하여 회귀모형에 반영함으로써 종속변수에 대한 이들의 효과를 통제하고자 하였다. 기업 특성 요소로는 연구개발비, 기업규모, 그리고 기업성장률을 반영하였으며, 산업 특성 요소로는 산업성장률과 산업집중도를 공통적으로 반영하고, 기업가치 모형에는 선행 연구를 참조하여 레버리지를 추가하였다(Rao, Agarwal, and Dahlhoff 2008; Liu and Yang 2009).

V. 실증분석 결과

1. 전략적 지향성

본 연구의 주된 목적 중 하나는 재무제표 자료를 이용하여 광고비 의사결정에 나타난 기업의 전략적 지향성을 평가하고, 전략적 지향성과 기업성과 및 기업가치간 관계를 실증분석 하는데 있다. 이를 위해 127개 표본 기업을 대상으로 광고 투자 결정에 어떠한 전략적 지향성이 가장 크게 영향을 주는지를 예측오차 분산분해 분석법을 이용하여 기업별로 분석하였다. 각 기업별 전략적 지향성의 구체적인 평가 과정은 다음과 같다. 우선 표본 기업 127개를 대상으로 세 변수(OM, CM, OS)에 대한 10기 예측오차 분산분해 값을 각각 취합한 다음, 기업간 비교가 용이하도록 OM, CM, OS 세 변수의 예측오차 분산분해 값을 표준점수(z-score)로 변환하여 이 중 가장 큰 값을 갖는 변수를 해당 기업의 전략적 지향

성으로 정의하였다. OM, CM, OS 세 변수의 표준점수는 변수값에서 평균값을 뺀 값을 표준편차로 나누어 구한 값으로서 이때 표준점수의 평균은 0이고 표준편차는 1이 된다. 그 결과, 표본 기업 127개 중 기업 지향적인 기업은 76개(60%), 경쟁 지향적인 기업은 27개(21%), 그리고 성과 지향적인 기업은 24개(19%)로 나타났다. 이는 127개 표본 기업의 경우 광고 투자 결정에 나타난 기업별 전략적 지향성은 기업 지향적인 의사결정이 지배적임을 보여주는 것으로, 이러한 양상은 광고 예산 수립 방법을 실증 조사한 선행 연구들의 결과와 매우 흡사하다(박현수 1999; West and Prendergast 2009). 또한, 경쟁 지향적인 기업의 비중이 전체 127개 중 21%에 그친다는 연구의 결과는 대부분의 포장재 상품 브랜드들이 경쟁자의 광고나 가격 프로모션에 경쟁적으로 반응하지 않는다는 연구 결과를 보여 주었던 Steenkamp, Nijs, Hanssens, and Dekimpe (2005)의 결과가 비단 포장재 상품에만 국한하는 것이 아님을 보여준다 하겠다.

보다 구체적으로는 소재나 부품을 제조하여 거래처에 납품하는 형태의 영업을 하는 산업재 기업 43개 중 31개(72%)가 기업 지향적인 광고 투자 결정을 하고, 12개(28%)만이 경쟁 혹은 성과 지향적인 광고 투자 결정을 하는 것으로 나타났다. 반면, 소비자를 대상으로 제품을 제조 판매하는 소비재 기업 59개 중에서는 35개(59%)의 기업이 기업 지향적인 의사결정을 하고, 경쟁 지향적인 기업의 수는 15개(25%), 성과 지향적인 기업의 수는 9개(15%)로 나타나 산업재에 비하여 소비재가 좀 더 경쟁 지향적이거나 성과 지향적인 것으로 나타났다(〈TABLE 1〉 참조). 이에 대하여 산업별로 전략적 지향성의 분포가 통계적으로 유의한 차이를 갖는지 카이제곱 검정을 실시한 결과, 유의확률이 0.018($\chi^2=11.973$, d.f=4, $p < 0.05$)로서 산업 유형과 전략적 지향성 간에

〈TABLE 1〉 The Most Influential Strategic Orientations by Industry

Classification	Company orientation	Competitor orientation	Performance orientation	Total
Manufacturing Industry	66(52%)	23(18%)	13(10%)	102(80%)
Business to Business	31(24%)	8(6%)	4(3%)	43(34%)
Business to Consumer	35(28%)	15(12%)	9(7%)	59(46%)
Service Industry	10(8%)	4(3%)	11(9%)	25(20%)
Total	76(60%)	27(21%)	24(19%)	127(100%)

Note: The most influential strategic orientation for each firm is selected based on the standard scores of forecast error variance decomposition (FEVD) values.

는 분포의 차이가 있는 것으로 나타났다. 따라서 가설 1은 채택되었다.

한편, 제조업과 서비스업간 그리고 산업재와 소비재 기업간의 전략적 지향성 차이가 통계적으로 유의한가를 살펴보기 위해 독립 표본 t 검정을 실시하였으며, 그 결과 제조업과 서비스업간 기업 지향성의 평균 차이는 t값이 -2.784로서 통계적으로 유의한 평균 차이가 있는 것으로 나타나 가설 1-1은 지지된 반면, 산업재와 소비재 간의 기업 지향성의 평균 차이는 t값이 1.490으로서 그 차이가 통계적으로 유의하지는 않은 것으로 나타나 가설 1-2이 지지되지 않았다.

2. 기술통계

회귀분석에 포함된 주요 변수의 기술 통계치는 〈TABLE 2〉와 같다. 순자산으로 표준화한 표본 기업들의 광고비 평균은 0.013이며 그 중위수는 0.003이다. 전략적 지향성의 더미변수는 예측오차 분산분해 분석법(FEVD)을 이용하여 정의한 각 기업별 전략적 지향성을 기준으로 코딩 하였다. 순자산으로 표준화한 매출액의 평균은 0.740, 중위수는 0.488이고, ROA는 평균이 0.047, 중위수는 0.033이다. 또한, 기업가치 변수인 M/B비율은 시가총액을 자본총액으로 나누어 계산한 값으로, 평

2. 이 부분을 추가하도록 조언해 주신 제 2 심사위원께 감사드립니다.

균이 1.406, 중위수는 0.829이다. 그 외 기업특성 및 산업특성에 대한 통제변수의 기초통계량은 〈TABLE 2〉와 같다. 각 변수간 상관관계를 분석한 결과, 변수간 다중공선성에는 문제가 없는 것으로 판단되었다(〈TABLE 3〉).

3. 회귀분석

광고비와 기업성과 및 기업가치간 관계에 있어 전략적 지향성의 조절효과를 살펴보기 위하여 식 (4)를 이용한 회귀분석을 실시하였으며, 연구모형 3개 모두 조정된 R² 값이 0.5 이상으로 종속변수에 대한 높은 설명력이 있는 것으로 나타났다. 광고와 전략적 지향성이 기업성과 및 기업가치에 어떠한 영향을 주는지를 살펴보기 이전에 광고가 기업성과 및 기업가치에 미치는 간접효과와 직접효과를 살펴보면, 우선 기업의 회계적 성과, 즉 매출액과 수익을 통한 광고와 기업가치간 간접관계는 양(+)의 방향(광고가 매출액($\beta=28.585$, $p<0.01$)과 수익($\beta=0.054$, $p<0.01$)을 매개로 하여 M/B비율에 주는 영향($\beta=0.969$, $p<0.01$)인 것으로 나타났고, 광고와 기업가치간 직접관계 또한 양(+)의 방향($\beta=12.458$, $p<0.01$)으로 나타나 선행 연구들과 일치하는 결과를 보여주고 있다(예. Joshi and Hanssens 2010).²⁾

(TABLE 2) Variable Operationalization and Descriptive Statistics

Independent variable								
Variable	Measurement	Case	Sample	Mean	Median	SD	Min	Max
1. Advertising	advertising expenditures/net assets	4892	127	0.013	0.003	0.044	-0.350	2.082
2. Competitor orientation (Dummy variable)	one if the FEVD for competitor orientation is the biggest, zero otherwise	4892	127	0.198	0.000	0.399	0.000	1.000
3. Performance orientation (Dummy variable)	one if the FEVD for performance orientation is the biggest, zero otherwise	4892	127	0.187	0.000	0.390	0.000	1.000
Dependent variable								
Variable	Measurement	Case	Sample	Mean	Median	SD	Min	Max
4. Sales Revenue	sales revenue/net assets	4892	127	0.740	0.488	1.960	-42.209	87.360
5. ROA(Return on assets)	operating income/net assets	4428	115	0.047	0.033	0.238	-5.403	0.047
6. MTB(Market to book value)	market capitalization/book value	4866	127	1.406	0.829	2.623	-25.697	39.653
Control variable								
Variable	Measurement	Case	Sample	Mean	Median	SD	Min	Max
7. R&D	R&D expenditures/net assets	4892	127	0.004	0.001	0.012	-0.014	0.450
8. Firm size	ln(total assets)	4892	127	11.498	11.388	0.854	9.030	14.396
9. Firm growth	(Current sales-Lagged sales)/Lagged sales	4892	127	0.139	0.015	2.504	-0.962	150.589
10. Industry growth	{(Total sales of all firms in the industry at t)-(Total sales of all firms with the industry at t-1)}/(Total sales of all firms with the industry at t-1)	4892	127	0.059	0.022	0.385	-0.961	6.685
11. Industry concentration	Sum of squared of the each firm's market share within the industry	4892	127	0.446	0.405	0.172	0.158	2.000
12. Industry type(BtoC) (Dummy variable)	one if a firm is in the business-to-consumer industry, zero otherwise	4892	127	0.448	0.000	0.497	0.000	1.000
13. Industry type(Service) (Dummy variable)	one if a firm is in the service industry, zero otherwise	4892	127	0.203	0.000	0.402	0.000	1.000
14. Leverage	liability/total assets	4784	127	160.64	101.975	196.795	0.000	1874.570

광고 투자와 기업성과간 관계에 대한 전략적 지향성의 조절효과

광고 투자시 어떠한 전략적 지향성이 반영되었을 때 가장 광고에 의한 매출 효과가 클 것인지 살펴 본 결과 (<TABLE 4>), 경쟁 지향적인 기업이 광고를 통한 매출 효과가 가장 크고($\beta=30.205, p<0.01$), 그 다음이 성과 지향적인 기업으로 나타났으며($\beta=9.309, p<0.01$), 기업 지향적인 기업이 가장 작은 것으로 나타나 가설 2-1이 지지 되었다. 이는 적어도 매출 측면에서는 경쟁적인 광고 투자 의사결정시 유발되는 타사광고와 자사광고의 시너지에 의한 시장 확대의 긍정적 교차효과(Simpson

1998)가 경쟁의 과열에 의한 부정적인 교차 효과를 상쇄시킬 뿐 아니라, 시장의 반응을 고려하여 광고 투자 의사결정을 하는 성과 지향적인 의사결정 보다 매출효과가 크다는 것을 보여준다. 한편, 광고와 직접적인 수익성간의 관계에 있어 전략적 지향성의 조절효과 차이를 확인(가설 2-2)하기 위한 회귀모형에서는 매출액을 독립변수에 포함시켜 광고의 매출 증대 효과를 제외한 직접적인 효과(즉, 비용절감)를 측정하였다. 그 결과, 광고 투자에 의한 직접적인 수익 증대에 대한 전략적 지향성의 조절효과는 가설 2-2와 같이 성과 지향적인 기업에게서 가장 효과가 크고($\beta=2.851, p<0.01$), 경쟁

〈TABLE 3〉 Correlation Matrix

Variables	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1. Advertising	1.000													
2. Competitor orientation	0.019	1.000												
3. Performance orientation	0.068***	0.686***	1.000											
4. Sales	0.610***	0.043***	0.068***	1.000										
5. ROA(Return on Assets)	0.503***	-0.006	-0.007	0.614***	1.000									
6. MTB(Market to Book Value)	0.192***	0.000	0.001	0.210***	0.273***	1.000								
7. R&D	0.020	-0.004	-0.050***	-0.007	-0.028	0.067***	1.000							
8. Firm size	-0.062***	0.041***	-0.002	0.051***	0.054***	-0.006	-0.025*	1.000						
9. Firm growth	-0.001	0.016	-0.004	0.020	0.010	-0.005	0.002	-0.028*	1.000					
10. Industry growth	0.000	-0.001	-0.020	0.030**	0.01	-0.001	0.006	-0.019	0.408***	1.000				
11. Industry concentration	0.114***	0.034**	0.002	-0.015	-0.008	0.094***	-0.010	-0.274***	-0.013	0.013	1.000			
12. Industry type(BtoC)	0.156***	-0.033**	-0.105***	0.016	-0.015	-0.087***	0.045***	-0.240***	-0.032**	-0.045**	0.103***	1.000		
13. Industry type(Service)	0.039	0.095***	0.273***	0.047***	0.037**	0.302***	-0.000	0.210***	-0.002	0.010	0.044***	-0.454***	1.000	
14. Leverage	0.010	0.080***	0.205***	0.277***	0.085***	0.026*	-0.029**	0.361***	-0.017	-0.016	-0.216***	-0.163***	0.285***	1.000

Notes: Pearson correlation analysis, *** p-value < 0.01, ** p-value < 0.05, *p-value < 0.10 (two-tailed)

지향적인 기업에게서 가장 효과가 적은 것으로 나타났다 ($\beta = -1.206, p < 0.01$). 즉, 경쟁 지향적인 기업은 광고를 통해 매출을 증가시키는 효과가 가장 큰 것으로 확인되었으나(가설 2-1), 매출을 통한 효과를 제외한 직접적인 수익성 증대 효과에 있어서는 가장 낮은 것으로 나타났다(가설 2-2). 이는 시장 점유율을 목표로 하는 경쟁 지향적인 기업이 수익 극대화를 목표로 하는 기업에 비하여 수익이 낮은 것으로 나타난 바 있는 Armstrong and Collopy(1996)의 연구결과를 지지한다 하겠다. 또한, 시장의 성과에 반응한다는 측면에서 성과 지향성이 시장 지향성과 개념적으로 유사하다고 볼 때, 시장 지향성이 매출 뿐 아니라 수익에도 긍정적인 효과가 있음을 밝힌 Kirca, Jayachandran, and Bearden(2005) 연구의 결과 또한 지지한다.

광고 투자와 기업가치간 관계에 대한 전략적 지향성의 조절효과

광고 투자와 기업가치간 관계에 대한 전략적 지향성의

조절효과는 가설 3과 같이 경쟁 지향적인 기업이 가장 효과가 크고($\beta = 18.300, p < 0.01$), 성과 지향적인 기업이 가장 적은 것으로 나타났다($\beta = -6.205, p < 0.01$). 경쟁 지향적인 광고 투자 의사결정시 광고의 기업가치 증대 효과가 가장 높다는 것은 소비자들에게 광고를 경쟁적이고 공격적으로 노출시킴으로써 시장의 크기를 확대하는 것처럼, 투자자들에게는 경쟁 지향적인 광고 투자 의사결정이 전반적으로 산업 및 해당 브랜드에 대한 친숙도를 높이고 노출된 브랜드에 대한 기업가치를 긍정적으로 평가하도록 만들며, 산업이 건전하다는 신호를 전달하는 긍정적인 영향을 준다는 것을 보여준다. 한편, 시장의 반응(즉, 매출)에 따라 광고량이 변동하는 성과 지향적인 광고 투자 의사결정의 경우 광고 투자의 기업가치 증대효과가 낮다는 것은, 투자자들이 이미 매출이라는 시장성과를 기업가치 평가에 반영하고 있기 때문에 그 성과와 연동된 광고 투자에 의한 기업가치 추가 증대 효과는 낮아지는 것으로 해석할 수 있다.

(TABLE 4) Parameter Estimates

Variables	Sales(Sales revenue)	Profitability(ROA)	Firm Value(MTB)
	Coefficient (t-Statistic)	Coefficient (t-Statistic)	Coefficient (t-Statistic)
C	-0.772(-2.646)***	-0.114(-2.472)***	-0.111(-0.407)
Lagged sales revenue	0.437(35.151)***	-0.010(-4.503)***	
Sales revenue		0.054(24.509)***	
Lagged ROA		0.166(11.525)***	0.772(6.884)***
ROA			0.969(9.785)***
Lagged MTB			0.876(136.561)***
Lagged Advertising	-24.49(-36.877)***	0.039(0.350)	-13.809(-24.126)***
Advertising	28.585(32.136)***	-0.295(-2.147)**	12.458(17.200)***
Lagged R&D	-5.630(-2.636)***	0.616(2.121)**	-1.996(-1.199)
R&D	-0.545(-0.256)	-0.864(-2.992)***	4.244(2.562)***
Firm size	0.108(4.587)***	0.012(3.100)***	0.020(0.868)
Firm growth	0.009(1.098)	-0.001(-0.117)	0.001(0.171)
Type(BtoC)	-0.013(-0.306)	-0.003(-0.536)	0.074(2.138)**
Type(Service)	-0.146(-2.628)***	0.042(4.092)***	0.275(4.382)***
Industry growth	0.198(3.766)***	0.003(0.460)	-0.039(-0.927)
Industry concentration	-0.258(-2.258)***	-0.017(-1.062)	-0.148(-1.577)
Leverage			0.000(0.538)
Competitor orientation	-0.315(-6.137)***	0.003(0.474)	-0.293(-7.123)***
Performance orientation	-0.018(-0.326)	-0.073(-9.132)***	0.121(2.578)*
Advertising*Competitor orientation	30.205(18.194)***	-1.206(-5.097)***	18.300(13.389)***
Advertising*Performance orientation	9.309(9.085)***	2.851(19.711)***	-6.205(-7.095)***
Adjusted R-squared	0.599	0.502	0.871
F-statistic(Prob)	474.752(0.000)	256.081(0.000)	1586.963(0.000)
Schwarz criterion	3.316	-0.679	2.809

Note: The moderating effects of both competitor and performance orientation on the relationship between advertising and dependent variables (e.g., sales, ROA, and MTB) are compared with company orientation.

*** p-value < 0.01, ** p-value < 0.05, *p-value < 0.10 (2-tailed)

VI. 결론

전략적 지향성은 기업 행동의 방향성을 안내하는 중요한 지표이다. 그러므로, 기업의 목표에 부합하는 적절한 전략적 지향성의 선택은 효과적으로 기업의 목표에 도달하도록 돕는 안내자 역할을 한다는 점에서 매우 중요하다. 이러한 배경으로 전략적 지향성과 관련된 연구들이 그간 활발하게 연구되어 왔다. 그럼에도 불구하고, 일각에서는 설문 방식에 의존하는 전략적 지향성의 측정에 대하여 응답자의 자기보고 편이나 의사-행동간 불일치 가능

성에 따른 연구의 신뢰성과 타당성 문제를 제기해 왔다. 이에 본 연구는 설문 방식 기반의 전략적 지향성 측정의 한계점을 보완할 수 있는 대안으로서 계량경제학적인 접근법으로 재무제표와 같은 2차 자료를 사용하여 기업의 전략적 지향성을 측정할 수 있는 방법론을 실험적으로 제시하고자 하였다. 2차 자료를 활용한 전략적 지향성의 측정은 설문 방식의 문제점을 보완하면서, 설문 방식에 비하여 비용을 절감할 수 있고 반복 측정이 수월하므로 이력관리가 용이한 장점을 갖고 있다.

본 연구에서는 마케팅 투자 의사결정 중 비중이 큰 광

고 투자 의사결정 상황에 반영될 수 있는 기업의 전략적 지향성을 기업 지향성과 경쟁 지향성, 그리고 성과 지향성으로 구분하여 다양한 산업을 대상으로 127개 기업의 전략적 지향성을 측정하였다. 그 결과 전체적으로 기업 지향적인 의사결정을 하는 기업의 비중이 가장 컸으며, 서비스업 보다는 제조업이, 제조업 내에서는 통계적으로 유의하지는 않았으나 소비재 보다는 산업재 기업들이 더 기업 지향적인 광고비 의사결정을 하고 있음을 확인할 수 있었다. 또한, 광고 투자 의사결정에 나타난 전략적 지향성의 차이가 광고의 기업성과 또는 기업가치에의 효과 차이를 설명할 수 있는지를 탐색하였는데, 연구의 결과는 경쟁 지향적인 광고 투자 의사결정을 할 때 광고에 의한 매출과 기업가치 효과가 매우 크고, 성과 지향적인 광고 투자 의사결정을 할 때 광고에 의한 순수한 수익 효과, 즉 비용절감 효과가 상대적으로 가장 크다는 것을 보여주었다. 이러한 결과는 첫째, 마케팅 투자시 기업의 목표가 무엇이나에 따라 기업의 의사결정 방식이 달라야 한다는 것을 시사한다. 특히, 본 연구에서는 경쟁 지향적인 광고 투자 의사결정이 수익에는 부정적이나 매출액과 기업가치에는 긍정적임을 보여줌으로써, 기존의 연구들이 주장하는 것처럼 경쟁 지향적인 태도가 기업의 지속가능 경영에 부정적(Armstrong and Collopy 1996) 이라고만은 할 수 없음을 설명해 준다. 물론, 본 연구에서 경쟁 지향성이 매출액과 기업가치에 미치는 긍정적인 영향력이 상대적으로 크게 나타난 것은 광고의 특수성에 기인하는 것일 수 있다. 즉, '광고 투자'는 가시적인 효과를 유발한다는 점에서 타사와의 경쟁적 광고가 시너지가 되어 시장의 크기를 확대하고, 투자자들에게는 기업의 재무적 건전성 혹은 시장의 활성화 정도를 평가하는데 영향을 준다는 것을 보여준다.

본 연구의 이론적·실무적 공헌점은 다음과 같다. 첫째, 계량경제학적 접근법으로 2차 자료를 사용하여 특정

기업의 '전략적 지향성'을 측정함으로써 그간 설문에만 의존해 왔던 전략적 지향성의 연구 방법을 확장하였다. 이러한 시도는 전략적 지향성의 계량적 측정에 대한 관련 연구의 시발점이 될 수 있을 것이다. 둘째, 광고 투자 의사결정에 나타난 전략적 지향성을 기업 지향성, 경쟁 지향성, 그리고 성과 지향성으로 구분함으로써 실질적으로 모든 기업이 동일한 방법으로 광고 예산을 책정하고 있지 않음을 실증적으로 보여준다. 셋째, 기업이 어떠한 전략적 지향성을 가지고 광고 투자 의사결정을 하느냐에 따라 매출액이나 수익성과 같은 기업의 성과와 기업가치에 차이가 유발될 수 있음을 실증하였다. 본 연구에서는 실증분석을 위하여 127개 기업의 2000년 1분기부터 2009년 4분기까지의 총 10년간 장기 시계열 재무제표 자료를 사용하였으며, 분석 결과 경쟁 지향적인 광고 투자 의사결정은 다른 전략적 지향성이 반영된 광고 투자 의사결정에 비하여 매출액과 기업가치에 미치는 긍정적인 효과가 상대적으로 더 크고, 수익성에는 성과 지향적인 의사결정의 긍정적인 영향력이 가장 크다는 점을 밝혔다. 또한, 성과 지향적인 광고 투자 의사결정은 기업가치의 경우 오히려 기업 지향적인 의사결정보다 그 상대적인 효과가 적은 것으로 나타났다. 이러한 연구 결과는 기업의 목표에 따라 기업이 추구해야 하는 전략적 지향성이 달라야 한다는 것을 설명해 준다. 마지막으로, 본 연구에서 정의한 세 가지 유형의 전략적 지향성은 기존의 광고 예산 수립 이론에서 구분하는 다양한 예산 책정 방법들과도 일부 부합하기 때문에 어떠한 전략적 지향성을 추구하는 광고 예산 책정법이 선호되고 있는지를 간접적으로 보여준다 하겠다.

상기에서 기술한 바와 같이, 본 연구는 여러가지 이론적·실무적인 시사점을 가지고 있음에도 몇 가지 한계점을 가지고 있다. 우선, 기업들의 주된 광고 투자 의사결정 방식을 2차 자료로 측정하였다는 점에서 의의가 있으

나, 기업이 설정한 목표에 따라 광고량을 결정하는 목표 과업법이나, 광고량에 대한 시장 반응의 시뮬레이션을 통해 광고량을 결정하는 모형 기법과 같은 일부 광고 예산 수립 방법은 측정에 반영하지 못하였다는 점을 한계점으로 고려할 수 있을 것이다. 둘째, 각 산업별로 경쟁사를 정의함에 있어 기업간 주력 제품의 유사성을 참고하여 경쟁 관계를 정의하였기 때문에 다양한 제품을 취급하는 기업일 경우에는 특정 제품별로 기업이 추구하는 전략적 지향성이 달라질 수 있을 것이다. 그러나, 본 연구에서는 기업 수준에서의 광고 투자 의사결정에 나타난 전략적 지향성을 평가하였기 때문에 이러한 부분에서 미흡한 점이 있다. 셋째, 광고비와 기업성과 및 기업가치 간 관계는 광고비가 기업성과 및 기업가치에 영향을 주는 인과관계 이외에 기업성과 또는 기업가치가 광고비에 영향을 주는 인과관계 또한 가능한, 내생성(endogeneity)을 띠 수 있는 한계점을 갖고 있다(박종찬, 권용덕, 양상현, 송인암 2005). 그러므로, 그에 따른 처치효과(treatment effect)에 대한 해석은 주의가 필요함을 지적해 두고자 한다. 예컨대, 경쟁 지향적인 광고 투자 의사결정을 하는 기업이 기업 지향적인 광고 투자 의사결정을 하는 기업보다 매출효과가 큰 것으로 나타났다고 해서, 이를 단순히 기업 지향적인 광고 투자 의사결정 방식을 경쟁 지향적인 방식으로 바꾸면 매출효과가 증대할 것이라고 액면적으로 해석하는데는 한계가 있다.³⁾ 마지막으로, 본 연구에서 측정한 전략적 지향성 평가 결과와 실제로 기업 관리자가 평가하는 전략적 지향성 평가가 어느 정도 일치하는지를 기업 설문문을 통해 교차확인한다면 연구 결과의 외적 타당성 측면에서 바람직할 것이다.

향후 연구로서는 경쟁적 대응 방식 혹은 시장 대응 방식의 차이가 성과 차이를 유발하는지를 고찰해 볼 수 있

을 것이다. 예컨대 경쟁 지향적인 의사결정은 경쟁자의 마케팅 활동 움직임을 따라 정(+의 방향으로 함께 반응하는 기업이 있는 반면, 경쟁사가 적극적으로 마케팅 활동을 할 때에는 보수적으로 반응하다가 경쟁사가 주춤할 때에는 적극적으로 마케팅을 투입하는 기업이 있을 것이다. 향후 연구로서, 이러한 경쟁적 대응 방식의 차이가 실제로 시장의 성과 혹은 기업가치에도 유의미한 차이를 유발하는지를 고찰한다면, 어떠한 경쟁적 대응이 보다 성과 측면에서 효과적인지를 살펴볼 수 있을 것이다. 마지막으로, 광고를 제외한 다양한 마케팅 투자 의사결정(예. 프로모션, 가격, R&D)에 나타나는 전략적 지향성의 효과 차이를 분석하거나, 선진국과 개발도상국의 기업을 대상으로 전략적 지향성의 기업성과 및 기업가치 효과를 살펴봄으로써 국가의 특성에 따라 전략적 지향성 효과 차이가 나타나는지에 대한 고찰도 가능할 것이다.

〈최초투고일: 2011년 11월 15일〉

〈수정일: 1차: 2011년 12월 13일〉

〈게재확정일: 2012년 1월 30일〉

참고문헌

- 노전표(1998), "시장지향성과 성과: 객관적 성과 지표를 이용한 중단연구," 『마케팅연구』, 13(2), 23-37.
- 박종찬, 권용덕, 양상현, 송인암(2005), "시장과급효과에 대한 광고와 매출의 동태적 관계," 『산업경제연구』, 18(3), 1269-1294.
- 박현수(1999), "광고예산수립과 매체계획 및 평가방법에 대한 한국 광고계의 의식조사," 『광고연구』, 45(겨울), 183-202.
- AnterAsian, Cathy, and John L. Graham(1989), "When It's

3. 이 문제를 지적해 주신 제 1 심사위원께 감사드립니다.

- Good Management to Sacrifice Market Share,” *Journal of Business Research*, 19(November), 187-213.
- Armstrong, J. Scott and Fred Collopy(1996), “Competitor Orientation: Effects of Objectives and Information on Managerial Decisions and Profitability,” *Journal of Marketing Research*, 33(May), 188-199.
- Assmus, Gert, John U. Farley, and Donald R. Lehmann(1984), “How Advertising Affects Sales: Meta-Analysis of Econometric Results,” *Journal of Marketing Research*, 21 (February), 65-74.
- Bhuian, Shahid N.(1998), “An Empirical Examination of Market Orientation in Saudi Arabian Manufacturing Companies,” *Journal of Business Research*, 43(February), 13-25
- Blasko, Vincent J. and Charles H. Patti(1984), “The Advertising Budgeting Practices of Industrial Marketers,” *Journal of Marketing*, 48(Fall), 104-110.
- Chandy, Rajesh, and Gerard J. Tellis(2000), “The Incumbent’s Curse? Incumbency, Size, and Radical Product Innovation,” *Journal of Marketing*, 64(July), 1-17.
- Chauvin, Keith W. and Mark Hirschey(1993), “Advertising, R&D Expenditures and the Market Value of the Firm,” *Financial Management*, 4(Winter), 128-140.
- Clark, Darral G. (1976), “Econometric Measurement of the Duration of Advertising Effect on Sales,” *Journal of Marketing Research*, 13(November), 345-357.
- Covin, Jeffrey G. and Dennis P. Slevin(1991), “A Conceptual Model of Entrepreneurship as Firm Behavior,” *Entrepreneurship Theory and Practice*, 16(Fall), 7-25.
- Danaher, Peter J., André Bonfrer, and Sanjay Dhar(2008), “The Effect of Competitive Advertising on Sales for Packaged Goods,” *Journal of Marketing Research*, 45(April), 211-225.
- Day, George S.(1994), “The Capabilities of Market-Driven Organizations,” *Journal of Marketing*, 58(October), 37-52.
- Dekimpe, Mamik G. and Dominique M. Hanssens(1995), “The Persistence of Marketing Effects on Sales,” *Marketing Science*, 14(1), 1-21.
- Dutta, Shantanu, Om Narasimhan, and Surendra Rajiv(1999), “Success in High-Technology Markets: Is Marketing Capability Critical?” *Marketing Science*, 18(4), 547-568.
- Erickson, Gary and Robert Jacobson(1992), “Gaining Competitive Advantage Through Discretionary Expenditures: The Returns to R&D and Advertising,” *Management Science*, 38(September), 1264-79.
- Farris, Paul W. and Robert D. Buzzell(1979), “Why advertising and Promotional Costs Vary: Some Cross-Sectional Analyses,” *Journal of Marketing*, 43(Fall), 112-122.
- Fischer, Marc, Hyun Shin, and Dominique M. Hanssens(2009), “Marketing Spending and the Volatility of Revenues and Cash Flows,” *Working paper*, 1-41.
- Gatignon, Hubert and Jean-Marc Xuereb(1997), “Strategic Orientation of the Firm and New Product Performance,” *Journal of Marketing Research*, 34(February), 77-90.
- Grawe, Scott J., Haozhe Chen, and Patricia J. Daugherty (2009), “The relationship between strategic orientation, service innovation, and performance,” *International Journal of Physical Distribution & Logistics Management*, 39(4), 282-300.
- Gresov, Christopher, Heather A. Haveman, and Terence A. Oliva(1993), “Organizational Design, Inertia and the Dynamics of Competitive Response,” *Organization Science*, 4(2), 181-208.
- Grewal, Rajdeep and Patriya Tansuhaj(2001), “Building Organizational Capabilities for Managing Economic Crisis: The Role of Market Orientation and Strategic Flexibility,” *Journal of Marketing*, 65(April), 67 - 80.
- Grinstein, Amir(2006), “The relationships between market orientation and alternative strategic orientations: A meta-analysis,” *European Journal of Marketing*, 42(1/2), 115-134.
- Hambrick, Donald C.(1983), “Some Tests of the Effectiveness and Functional Attributes of Miles and Snow’s Strategic Types,” *The Academy of Management Journal*, 26(1), 5-26.
- Han, Jin K., Namwoon Kim, and Rajendra K. Srivastava

- (1998), "Market Orientation and Organizational Performance: Is Innovation a Missing Link?" *Journal of Marketing*, 62 (October), 30-45.
- Hirschey, Mark(1982), "Intangible Capital Aspects of Advertising and R&D Expenditures," *The Journal of Industrial Economics*, 30(June), 375-390.
- Hitt, Michael A., Robert E. Hoskisson, and Hicheon Kim (1997), "International Diversification: Effects on Innovation and Firm Performance in Product-Diversified Firms," *The Academy of Management Journal*, 40(4), 767-798.
- Hoskisson, Robert E., Lorraine Eden, Chung Ming Lau and Mike Wright(2000), "Strategy in Emerging Economies," *The Academy of Management Journal*, 43(June), 249-267.
- Huff, James O., Anne S. Huff, and Howard Thomas(1992), "Strategic Renewal and the Interaction of Cumulative Stress and Inertia," *Strategic Management Journal*, 13(Summer), 55-75.
- Jaworski, Bernard J. and Ajay K. Kohli(1993), "Market Orientation: Antecedents and Consequences," *Journal of Marketing*, 57(July), 53-70.
- Jedidi, Kamel, Carl F. Mela, and Sunil Gupta(1999), "Managing Advertising and Promotion for Long-Run Profitability," *Marketing Science*, 18(1), 1-22.
- Joshi, Amit, and Dominique M. Hanssens(2010), "The Direct and Indirect Effects of Advertising Spending on Firm Value," *Journal of Marketing*, 74(January), 20-33.
- Kirca, Ahmet H., Satish Jayachandran, and William O. Bearden (2005), "Market Orientation: A Meta-Analytic Review and Assessment of Its Antecedents and Impact on Performance," *Journal of Marketing*, 69(April), 24-41.
- Kohli, Ajay K. and Bernard J. Jaworski(1990), "Market Orientation: The Construct, Research Propositions, and Managerial Implications," *Journal of Marketing*, 54(April), 1-18.
- Kohli, Ajay K., Bernard J. Jaworski, and Ajith Kumar (1993), "MARKOR: A Measure of Market Orientation," *Journal of Marketing Research*, 30(November), 467-77.
- Kuester, Sabine, Christian Homburg and Thomas S. Robertson (1999), "Retaliatory Behavior to New Product Entry," *Journal of Marketing*, 63(October), 90-106.
- Leeflang, Peter S. H. and Dick R. Wittink(2001), "Explaining competitive reaction effects," *International Journal of Research in Marketing*, 18(June), 119-137.
- Leone, Robert P.(1995), "Generalizing What Is Known About Temporal Aggregation and Advertising Carryover," *Marketing Science*, 14(3), 141-150.
- Lieberman, Marvin B. and David B. Montgomery(1988), "First-Mover Advantages," *Strategic Management Journal*, 9 (Summer), 41-58.
- Liu, Yuping and Rong Yang(2009), "Competing Loyalty Programs: Impact of Market Saturation, Market Share, and Category Expandability," *Journal of Marketing*, 73(January), 93-108.
- Lodish, Leonard, Magid M. Abraham, Jeanne Livelsberger, Beth Lubetkin, Bruce Richardson, and Mary Ellen Stevens (1995), "A Summary of Fifty-five In-Market Experimental Estimates of the Long-Term Effect of TV Advertising," *Marketing Science*, 14(3), 133-140.
- Mantrala, Murali K., Prabhakant Sinha, Andris A. Zoltners (1992), "Impact of Resource Allocation Rules on Marketing Investment-Level Decisions and Profitability," *Journal of Marketing Research*, 29(May), 161-175.
- Matsuno, Ken, John T. Mentzer, and Ayşegül Özsoyler(2002), "The Effects of Entrepreneurial Proclivity and Market Orientation on Business Performance," *Journal of Marketing*, 66 (July), 18-32.
- McAlister, Leigh, Raji Srinivasan, and Min Chung Kim(2007), "Advertising, Research and Development, and Systematic Risk of the Firm," *Journal of Marketing*, 71(January), 35-48.
- Merlo, Omar and Seigyoung Auh(2009), "The effects of entrepreneurial orientation, market orientation, and marketing subunit influence on firm performance," *Marketing Letters*, 20(September), 295-311.
- Miller, Danny(1983), "The Correlates of Entrepreneurship in Three Types of Firms," *Management Science*, 29(July),

- 770-791.
- Morrison, Donald G.(1979), "Purchase Intentions and Purchase Behavior," *Journal of Marketing*, 43(Spring), 65-74.
- Narver, John C. and Stanley F. Slater(1990), "The Effect of a Market Orientation on Business Profitability," *Journal of Marketing*, 54(October), 20-35.
- Nijs, Vincent R., Shuba Srinivasan, and Koen Pauwels(2007), "Retail-Price Drivers and Retailer Profits," *Marketing Science*, 26(4), 473-487.
- Noble, Charles H., Rajiv K. Sinha, and Ajith Kumar(2002), "Market Orientation and Alternative Strategic Orientations: A Longitudinal Assessment of Performance Implications," *Journal of Marketing*, 66(October), 25-39.
- O'Regan, Nicholas and Abby Ghobadian(2005), "Innovation in SMEs: the impact of strategic orientation and environmental perceptions," *International Journal of Productivity and Performance Management*, 54(2), 81-97.
- Ohlson, J.(1995), "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation," *Contemporary Accounting Research*, 11(Spring), 107-120.
- Raaij, Erik M. van and Stoelhorst J. W.(2008), "The implementation of a market orientation," *European Journal of Marketing*, 42(11/12), 1265-1293.
- Rao, Vithala R., Manoj K. Agarwal, and Denise Dahlhoff (2008), "How Is Manifest Branding Strategy Related to the Intangible Value of a Corporation?" *Journal of Marketing*, 68(May), 126-141.
- Simpson, Ana(2008), "Voluntary Disclosure of Advertising Expenditures," *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 23(Summer), 403-436.
- Sims, Christopher A.(1980), "Macroeconomics and Reality," *Econometrica*, 48(January), 1-48.
- Slater, Stanley F. and John C. Narver(1994), "Does Competitive Environment Moderate the Market Orientation - Performance Relationship?" *Journal of Marketing*, 58(January), 46-55.
- Sorescu, Alina B., Rajesh K. Chandy, and Jaideep C. Prabhu (2003), "Sources and Financial Consequences of Radical Innovation: Insights from Pharmaceuticals," *Journal of Marketing*, 67(July), 82-101.
- Srinivasan, Shuba, and Dominique M. Hanssens(2009), "Marketing and Firm Value: Metrics, Methods, Findings, and Future Directions," *Journal of Marketing Research*, 46(June), 293-312.
- Steenkamp, Jan-Benedict E. M., Vincent R. Nijs, Dominique M. Hanssens, and Marnik G. Dekimpe(2005), "Competitive Reactions to Advertising and Promotion Attacks," *Marketing Science*, 24(1), 35-54.
- Steinman, Christine, Rohit Deshpande, and John U. Farley (2000), "Beyond market orientation: When customers and suppliers disagree," *Journal of the Academy of Marketing Science*, 28(Winter), 109-119.
- Voss, Glenn B. and Zannie Giraud Voss(2000), "Strategic Orientation and Firm Performance in an Artistic Environment," *Journal of Marketing*, 64(January), 67-83.
- West, Douglas and Gerard P. Prendergast(2008), "Advertising and promotions budgeting and the role of risk," *European Journal of Marketing*, 43(11/12), 1457-1476.
- Zhou, Kevin Zheng, Chi Kin(Bennett) Yim, and David K. Tse (2005), "The Effects of Strategic Orientations on Technology- and Market-Based Breakthrough Innovations," *Journal of Marketing*, 69(April), 42-60.