

기업의 사회공헌활동이 기업가치에 미치는 영향: 기부금지출을 중심으로

최운열(제1저자)
서강대학교 경영학부 교수
(wyochoi@sogang.ac.kr)
이호선(교신저자)
서강대학교 경영학과 박사과정
(ahmlhs@hanmail.net)
홍찬선(공동저자)
서강대학교 경영학과 박사과정
(hcs0063@hanmail.net)

.....

최근 들어 기업의 사회공헌활동이 사회구성원으로서 당연히 수행해야할 임무로, 또한 지속가능경영의 수단으로 자주 거론되고 있으며, 자본시장에서도 공익적 목적을 강조하는 사회책임투자펀드에 대한 관심이 커지고 있다. 그러나 기업의 사회공헌활동이 기업가치의 극대화와 실질적인 관련이 있는가에 대한 연구는 아직 부족한 실정이다.

따라서 본 연구에서는 기업의 사회공헌활동이 기업가치와 어떠한 관계에 있는지를 실증분석하였다. 먼저 본 연구에서는 기업의 사회공헌활동이 명성구축을 위한 무형자산투자로서 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 반면 경영진의 재량에 따른 과잉투자의 가능성과 사적효용의 증가를 위한 특권적 소비라는 측면이 부정적인 영향을 미칠 수 있을 것이며 결과적으로 기업들의 사회공헌활동이 기업가치와 역U자형의 비선형관계에 있을 것으로 예상한다.

이를 위해 1999년부터 2005년까지의 비금융업 상장기업들을 대상으로 하여 Pooled OLS, 고정효과 패널분석, 임의효과 패널분석을 수행하였다. 그 결과 기부금지출로 대표된 사회공헌활동과 기업가치 간에 역U자형의 비선형관계를 확인하였으며 일부 분석에서는 양의 선형관계를 확인할 수 있었다. 이러한 결과는 종업원수 대비 기부금지출규모, 기부금지출규모의 자연로그를 독립변수로 사용하거나 Tobin's Q의 변화량을 종속변수로 사용한 추가분석 및 극단치를 제거한 하위표본을 사용한 분석에서도 동일하게 나타났다. 변수간의 내생성을 고려한 2SLS 분석을 통해 기부금지출을 많이 하는 기업의 기업가치가 높음을 확인할 수 있었다. 마지막으로 외국인주주비율을 대용치로 하여 지배구조에 따른 기부금지출과 기업가치의 관계를 살펴본 결과 외국인주주비율이 높은 기업에서는 역U자형의 관계를, 외국인주주비율이 낮은 기업에서는 기업가치의 감소를 가져오고 있음을 볼 수 있었다. 이는 기업경영진에 대한 감시기능의 부재가 경영진의 사적효익추구와 그에 따른 기업가치의 감소를 가져오게 됨을 의미한다.

주제어: 기업의 사회공헌활동, 기업가치, 기부금

.....

1. 서론

2005년 우리나라기업이 사회공헌활동¹⁾에 지출한 금액은 1조 4천억원을 상회한 것으로 조사되었다.²⁾ 이제 기업의 사회공헌활동은 기업이 사회의 구성원

으로서 당연히 수행해야할 임무로 받아들여지고 있다. 또한 기업들도 사회공헌활동을 기업의 지속가능경영을 가능하게 하는 수단으로 인식하고 있다. 뿐만 아니라 자본시장에서도 공익적 목적을 강조하는 사회책임투자펀드(SRI펀드)에 대한 소개와 판매가 활발히 이루어지고 있다.

논문접수일: 2008. 10

게재확정일: 2009. 1

1) Corporate Social Responsibility는 기업의 사회공헌활동, 또는 사회책임활동으로 번역할 수 있으나 여기에서는 기존의 연구와 기업에서 주로 사회공헌활동으로 표현하고 있는 만큼 사회공헌활동으로 번역하여 사용코자 한다.

2) 전국경제인연합회, 2006, 2005 기업·기업재단 사회공헌백서

기업에서 이루어지고 있는 사회공헌활동은 지속가능경영의 일환으로 환경경영과 더불어 중요하게 다루어지고 있다. 여러 대기업들의 홈페이지에서는 지속가능경영 및 사회공헌에 관한 내용을 쉽게 찾아볼 수 있으며 각종 언론매체에서도 사회공헌활동에 관련된 기사들을 쉽게 찾아볼 수 있다. 이러한 사회공헌활동에 관련하여 전국경제인연합회(2006)는 우리 기업들이 기업의 사회적 책임과 기업의 이미지 제고, 직원들의 자긍심 증진을 위해 사회공헌을 행하고 있으며, 이를 위해 상당한 금액 지원과 직원들의 봉사활동 참여가 직접운영이나 비영리단체와의 공동진행, 후원, 협찬과 같은 형태로 사회복지, 의료보건, 교육 및 학술연구, 문화예술 및 체육활동, 환경보전, 응급 및 재난구호, 국제구호 및 교류활동 등의 분야에서 다양하게 이루어지고 있다고 한다. 그러나 소비자들은 기업에 대한 사회적 인식의 개선, 상품의 이미지 개선, 영업실적 개선을 위해 사회공헌을 추진하고 있다고 생각하고 있음을 지적하고 있다.

이러한 사회공헌활동이 기업에 있어 어떤 의미를 가지는지에 대하여 오랜 기간 동안 학자들 간의 논란이 있어왔다. Friedman(1970)은 기업이 사회에 가지는 책임과 공헌은 이윤을 극대화하는 것으로 충분하며 별도의 사회공헌활동을 수행할 필요가 없다고 주장하였으나 다른 학자들은 사회공헌활동이 기업의 영업활동에 긍정적인 영향을 미치고 있다고 주장한다. Roman, Hayibor, and Agle(1999)은 기업의 사회적 성과와 재무적 성과의 상관관계에 관한 메타분석을 수행한 결과 52개 연구 중 33개는 양의 관계를, 14개는 중립적임을 나타냈고, 5개의 연구에서만 음의 관계를 확인하였다. 이러한 사회공헌활동에 대한 연구들은 지금까지 경영전략이나 경영윤리와 같은 분야의 경영학자들 사이에서 주로 이루어져왔으며 재무학에서는 최근 들어 연구가 이루어지

고 있다.

사회공헌활동에 관한 최근의 연구들은 사회공헌활동에 대한 지출을 대리인문제의 측면에서 접근하거나(Barnea and Rubin, 2006; Brown, Helland, and Smith, 2006) 신호효과 측면에서 접근하기도 한다(Fisman, Heal, and Nair, 2006; Goyal, 2006). Barnea and Rubin(2006)은 기업 경영자가 좋은 시민이라는 개인적인 명성을 높이는 사회적 효익을 위해 사회공헌활동에 과잉투자하게 되는 주주와 경영자간의 이해상충 문제를 지적하고 있으며, Fisman, Heal, and Nair(2006)는 수익적 차별화를 위한 신호수단으로, Goyal(2006)은 해외직접투자기업의 사례에서 사회공헌활동이 신호수단으로 쓰일 수 있음을 보이고 있다.

본 연구에서는 우리나라 기업들의 사회공헌활동의 많은 부분을 차지하고 있는 기부금지출이 기업가치와 어떤 관계에 있는지를 확인하고자 한다. 기부금지출에 대한 기존의 연구들이 기부금지출의 동기에 관하여 연구한 반면 본 연구에서는 기부금지출을 대응치로 한 사회공헌활동이 기업가치와 가지는 관계를 살펴본다는 점에서 차별성을 가진다. 기부금지출의 동기에 관한 연구들은 기부금지출이 이익극대화동기와 경영진의 재량적 동기에 의해 이루어진다고 보고하고 있다.

만약 사회공헌활동이 이익극대화 동기와 결부되어 무형자산투자의 성격을 가진다면 기업가치를 증가시킬 것이나 그 지출규모가 경영진의 재량에 의해 결정되므로 적정 수준보다 과잉지출이 이루어질 수도 있다. 한편 사회공헌활동을 통해 경영진의 사적효용이 증가될 수 있으며 따라서 사회공헌활동 지출의 증가는 대리인비용의 증가와 기업가치의 감소를 가져올 수도 있다. 이상을 종합하여 볼 때 사회공헌활동 지출과 기업가치는 역U자형의 관계를 가질 것으로 예상된다.

본 연구에서 1999년부터 2005년까지의 7년간의 자료를 이용하여 Tobin's Q를 종속변수로, 매출액 대비 기부금지출규모, 총자산 대비 기부금지출규모를 독립변수로 Pooled OLS, 고정효과 패널분석, 임의효과 패널분석을 수행한 결과 기부금지출과 기업가치 간에 역U자형의 비선형관계를 확인하였으며 일부 분석에서는 양의 선형관계를 확인할 수 있었다. 이러한 결과는 강건성 검증을 위한 추가분석에서도 동일하게 나타났다. 변수간의 내생성을 고려한 2SLS 분석을 통해 기부금 지출을 많이 하는 기업이 기업가치가 높음을 확인할 수 있었다. 이상의 결과에서 기부금지출로 대표되는 우리나라 기업의 사회공헌활동이 기업가치와 양의 관계가 존재하며 아직 최적지출규모에 비해 낮은 수준에 위치하고 있는 것으로 판단할 수 있다. 또한 기부금지출규모가 현재보다 증가하여도 기업가치에 크게 부정적인 영향을 미치지 않는 것으로 보인다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 기업의 사회공헌활동과 기부금지출에 관련된 선행연구들을 살펴보고 3장에서는 연구가설을 설정한다. 4장에서는 연구자료와 연구방법에 대해, 5장에서는 실증분석 결과를 제시한다. 마지막으로 6장에서는 결론과 앞으로의 연구방향에 대해 제시한다.

II. 선행연구

2.1 사회공헌활동

사회공헌활동이 기업경영에 어떠한 의미를 가지는

가에 대한 연구는 주로 경영전략이나 경영윤리와 같은 분야의 경영학자들 사이에서 주로 이루어져왔으며 재무학에서는 최근 들어 연구가 이루어지고 있다.

대리인이론의 측면에서 Barnea and Rubin(2006)은 기업의 사회공헌활동 지출이 이해관계자들의 선호변화에 대응하기 위한 것일 경우 기업가치 극대화라는 목표를 달성할 수 있을 것이나, 경영자가 좋은 시민이라는 개인적인 명성을 높이는 사적 효익을 위해 사회공헌활동에 과잉투자할 수 있음을 지적하고 있다. 즉 사회공헌활동에 대한 지출이 주주와 경영자간의 이해상충을 가져올 수 있으며 따라서 대리인비용으로 해석해 볼 수 있다는 것이다. 이를 위해 KLD³⁾에서 제공하는 3000여 기업의 CSR 등급을 종속변수로 하여 프로빗(Probit) 분석을 수행하고 그 결과 내부자 소유지분과 레버리지가 기업의 CSR 등급과 음의 관계가 있음을 발견하였으며 이에 대해 내부자 소유지분이 증가할수록 사회공헌활동에 따라 얻게 되는 사적효익보다 사회공헌활동에 들어가는 사적비용이 과다하게 되기 때문으로 해석하고 있다.

사회공헌활동을 신호수단으로 해석하는 학자들도 있다. Fisman 외 2인(2006)은 상품의 질이 관찰되기 어려운 시장에서 수직적 차별화를 위한 수단으로 사회공헌활동이 유용함을 보이기 위해 신호효과모형을 사용하였다. 이익극대화를 목적으로 하는 경영자와 사회에 공헌하고자 하는 경영자라는 유형의 차이를 드러내는 신호로 사회공헌활동이 이용되며, 소비자에게 신호를 보내기 쉬운 업종과 경쟁이 심한 업종일수록 사회공헌활동 지출이 높게 된다. 또한 실증분석을 통해 경쟁이 심하고 광고가 집중되는 업종에서만 사회공헌활동과 이익이 양의 관계에 있음을 보였다. Goyal(2006)은 개발도상국에 대한 해

3) Kinder, Lydenberg, and Domini Research & Analytics, Inc. <http://www.kld.com/>

외직접투자의 증가와 더불어 사회공헌활동에 대한 지출이 증가하는 현상을 신호효과모형을 이용하여 설명하고 있다. 즉 장기적인 사회공헌활동을 통해 단순히 이익만 추구하는 기업이 아니라 개발도상국에 대해 호의적인 기업이라는 자신의 유형을 나타내는 신호로써 활용될 수 있음을 보였다.

국내에서의 연구는 아직 활발히 이루어지지 않고 있다. 다만 박헌준, 이종건(2002)은 사회공헌활동으로 기부행위와 환경보호활동을 이용하여 기업의 재무적 성과와의 관계를 알아보기 위해 위계적회귀분석⁴⁾을 사용하였다. 경실련 산하 한국경제정의연구소의 경제정의지수를 사용하여 1997-1998년의 295개 기업에 대해 기부행위가 일부 재무적 성과의 향상을 가져오며 재무적성과가 좋은 기업이 기부행위수준이 높음을 보였다. 관련된 연구로 환경성과와 재무성과와의 관계를 연구한 박헌준, 권인수, 신현한, 정지웅(2004)은 환경성과가 재무성과에 미치는 영향을 알기 위해 1998년을 제외한 1996년부터 2000년까지의 167개 기업의 환경성과와 재무성과 간의 관계를 분석하였고, 그 결과 환경성과가 좋은 기업은 그 이후의 재무성과가 향상되었으나 재무성과는 그 이후의 환경성과에 영향을 미치지 않음을 통해 환경경영이 장기적으로 기업가치와 성과를 향상시킬 수 있다고 주장하였다.

2.2 기부금지출

기부금지출은 기업의 사회공헌활동에 있어 상당한 부분을 차지하고 있다.⁵⁾ 기존의 연구들은 지금까지

기부금의 성격에 대한 연구 위주로 활발히 연구되어 왔으며 기업이 기부금을 지출하는 동기로 이익극대화 동기와 경영자 재량에 의한 동기가 존재하며 기부금 지출의 결정요인에 대한 연구들을 통해 어떤 동기에 의해 기부금 지출을 행하는지 살펴보고 있다.

Schwartz(1968)는 기부금지출의 동기로 이익극대화 동기와 심리적 동기를 들었다. 기부금지출을 통해 기업이미지의 향상과 그에 따른 생산물 수요곡선의 이동이 발생할 수 있으며, 지역 의료기관이나 공동모금기금을 통한 종업원들에 대한 간접적인 복지혜택의 증가, 교육기관에 대한 지원을 통한 기술발전 효과의 습득 등을 통해 이익극대화가 이루어질 수 있으나 경영자가 개인적인 심정적 만족을 얻기 위해 기부금지출을 행할 수도 있다고 주장하였다.

Navarro(1988)는 기업의 기부금지출에 대한 동기를 이익극대화 요인과 경영진의 재량 요인으로 구분하여 이론적 모형을 구성하고 실증모형을 도출하였다. 그 결과에 의하면 기부금지출의 최적수준은 수요측면의 광고 동기와 비용측면의 노동권인 동기, 무임승차문제, 공공부문 후생지출에 대한 민간부문 기여의 대체성, 주주-자본시장 제약조건, 기타 선호성지출, 연방세율에 의해 결정된다. 주요 변수로 광고비지출, 가격비용 마진, 매출원가 대비 노동비 비율, 산업집중도, 경영진/소유주 운영기업 더미, 부채비율, 주당배당액 변화, 경영진 보상액 규모, 유효세율을 사용하여 실증분석한 결과 기부금지출은 일종의 광고로 볼 수 있으며 이익극대화가 주요한 동기를 제시하였다.

한편 Boatsman and Gupta(1996)는 한계세율

4) 위계적 회귀분석은 조직에 속한 개인과 같이 계층화가 가능한 자료에 대해 사용할 수 있는 분석방법이다. 이러한 계층적 자료는 조직 사이에는 독립성이 유지되나 조직 내의 개인들 사이에는 독립성이 유지되지 않고 조직의 고유한 영향을 공유하게 되므로 OLS를 사용하는 데 문제가 있을 수 있어 위계적 회귀분석과 같은 분석방법이 사용되고 있다.

5) 전국경제인연합회에서 발간한 2005 기업·기업재단 사회공헌백서에 따르면 조사된 사회공헌활동 지출 중 세금혜택을 받는 사회공헌활동 지출, 즉 기부금지출은 2005년의 경우 52.9%를 차지하였다. 기부금지출은 손금산입을 통해 세금혜택을 받을 수 있다.

의 변화에 따른 기부금지출의 변화를 연구하였다. 1986년 세금개혁법안(TRA86)에 따른 법인세율의 변화를 포함한 연구자료를 사용하여 한계세율과 기부금지출 간에 유의한 음의 계수를 확인하였다. 이는 이익극대화가 아니라 경영진의 효용극대화를 지지하는 결과이며 이익극대화 이상의 지출은 최소이익조건에 의해 제한된다고 해석하였다.

Brown와 2인(2006)는 기업의 기부금지출이 주주가치를 증대시킨다는 이론과 대리인이론에 의거하여 대리인비용과 감시관련 변수, 가치증대 변수를 사용하여 기부금지출의 결정요인을 분석하였다. 대리인비용과 관련된 변수로 이사회규모, 이사회내 부자 구성비율, 총자산부채비율, 5% 이상 주요주주의 소유비중, 기관투자자 비중을, 가치증대 변수로 규제산업더미, 환경영향산업더미, 연구개발비비율, 광고비비율을 사용하였으며 실증결과 가치증대가설이 일부 지지됨을 보였으나 대리인비용이 주된 역할을 하고 있음을 발견하였다.

국내의 연구로 김성태 외 2인(2002)은 120개 상장기업의 1994년부터 1999년까지의 자료를 이용하여 분석한 결과 이윤극대화 동기에 의해 기부금지출이 이루어지고 있음을 보였고 이를 통해 기부금을 현재와 같이 손금산입하는 것이 바람직하다고 주장하였다.

III. 가설설정

기업은 사회공헌활동을 통해 사회에 이바지하는 좋은 이미지를 사회구성원들에게 제고하고 이를 통해 명성을 구축하며 또한 종업원의 생산성 향상 및 환경관련비용 감소를 유도하고자 하는 의도를 가지

고 있다(Schwartz, 1968). 브랜드나 기업이미지를 구축하기 위한 지출을 무형자산투자로 해석하는 것과 마찬가지로 사회공헌활동은 기업의 명성구축을 위한 일종의 무형자산투자로 볼 수 있으며 현재 영위하고 있는 사업과는 직접적인 관계는 없지만 기업이 속한 사회에 대한 간접적인 투자로써의 의미를 가진다고 할 수 있다. 따라서 기업은 사회적 투자로서 사회공헌활동 지출을 수행하며 그에 따른 투자의 효익으로 잠재적인 매출증대 또는 비용절감을 얻을 수 있고, 이와 함께 구축된 명성을 통해 소비자나 종업원과 같은 이해관계자의 기대형성에 좋은 효과를 가져올 수 있다. 따라서 자본시장참여자들이 이 기업에 대해 잠재적인 매출증대나 비용절감을 통한 미래현금흐름의 증가를 예상하게 되며 이는 최종적으로 기업가치의 증가로 나타나게 된다.

그러나 사회공헌활동은 경영진의 재량에 의해 결정되므로 경영진이 그 효익을 잘못 예상하여 예상 효익을 얻기 위한 적정 규모보다 과도한 지출을 할 가능성이 존재한다. 즉 사회공헌활동을 통해 예상되는 효익을 극대화하게 되는 지출규모가 존재할 것이며 경영진이 이 효익을 잘못 예상하여 적정 규모 이상의 지출이 이루어질 경우 일반적인 과잉투자과 마찬가지로 그에 따른 기업가치의 감소로 이어질 수 있다.

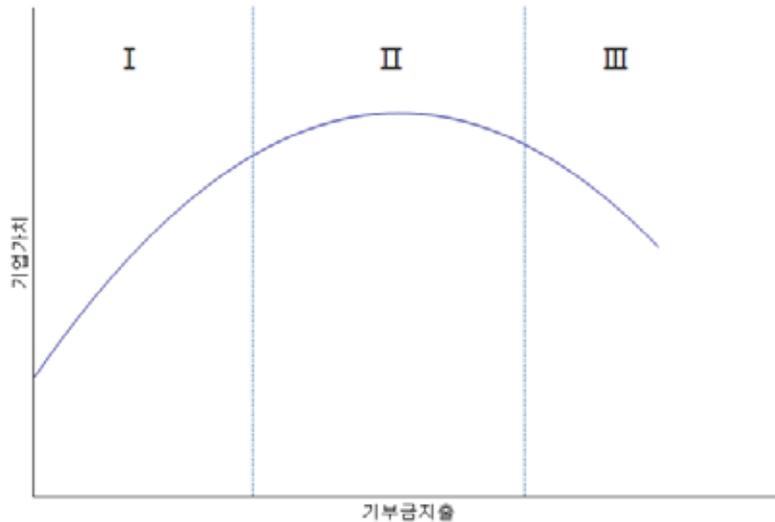
한편 사회공헌활동을 통해 경영진은 사회적으로 좋은 시민이라는 인정과 그에 따른 높은 명성과 같은 개인적인 이득을 얻을 수 있으며 이를 통해 경영진의 사적효용이 증가될 수 있다(Barnea and Rubin, 2006). 따라서 사회공헌활동이 경영진의 특권적 소비의 일부가 될 수 있으며 이 경우 사회공헌활동 지출이 존재한다는 것이 곧 주주와 경영진간의 이해상충이 존재함을 의미할 수 있다. 따라서 사회공헌활동은 대리인비용을 나타내는 대응치로 해석할 수 있으며 사회공헌활동 지출이 증가할수록 대리인비용의

증가와 기업가치의 감소로 나타날 수 있다. 또한 기업의 사회공헌활동 지출은 만약 지출하지 않았을 경우 주주들에게 배분되었을 것이므로 사회공헌활동 지출은 곧 주주가 배분받을 기업가치의 감소를 의미하게 된다.

이상의 논의를 통해 사회공헌활동은 명성구축 및 잠재적 매출증대와 비용감소를 위한 투자로서 일정 규모까지는 기업가치의 증가를 가져오게 될 것이나 지나친 지출이 이루어지는 경우 과잉투자 또는 대리인비용에 따른 영향이 투자의 효익보다 크게 되어 기업가치의 감소를 가져오게 될 것으로 예측된다. 따라서 사회공헌활동 지출은 그 규모가 증가함에 따라 기업가치가 증가하다가⁶⁾ 감소하는 비선형관계가

존재할 것으로 예상된다. <그림 1>은 사회공헌활동 지출과 기업가치 간의 예상관계를 나타낸 것이다.

반면 현재의 사회공헌활동 지출규모가 기업들의 최적 지출규모에 비하여 낮은 수준에 있을 경우, 즉 I로 나타낸 구역에 대부분의 기업들이 위치할 경우 비선형관계를 가정하지 않는다면 정의 관계를 나타내게 될 것이며 비선형관계를 가정하여도 약하거나 나타나지 않을 가능성도 존재한다. 반대로 최적 지출규모에 비하여 높은 수준에 있을 경우, 즉 구역 II 나 구역 III에 기업들이 위치할 경우 아무런 관계도 나타나지 않거나 부의 관계가 나타날 가능성도 있다. 그러나 현재 사회적으로 기업들에게 더 많은 사회공헌활동 지출을 요구하고 있는 것이 현실이므로



<그림 4> 기부금지출과 기업가치와의 관계

6) 본 연구에서는 기업의 사회공헌활동 지출을 직접 측정하지 못하고 기부금지출규모를 이용하였기 때문에 기부금지출이 가지는 세금효과도 기업가치에 영향을 미칠 수 있다. 법인세법 제24조와 시행령 제35조에 의하면 기부금지출은 기업의 사업에 직접 관계없이 지출되는 것을 말하며 공익성을 감안한 지정기부금의 경우 소득금액의 5%까지는 손금산입을 인정하도록 법인세법상 규정되어 있다. 따라서 손금산입된 기부금지출은 과세표준액의 감소를 통한 실질부담세금의 절감을 가져오고 그에 따라 기업가치가 증가하는 효과가 있을 수 있다. 한편 손금산입되지 않는 사회공헌활동에서는 이러한 세금효과는 나타나지 않을 것이다.

선형관계로는 정의 관계를, 그리고 역 U자형의 비선형관계를 나타낼 것으로 예상된다.

가설 1: 기업의 사회공헌활동 지출은 기업가치와 정의 관계를 가질 것이다.

가설 2: 기업의 사회공헌활동 지출이 일정 규모 이상 증가함에 따라 기업가치는 증가하다가 감소하게 되는 비선형관계가 존재할 것이다.

IV. 연구방법

4.1 표본선정 및 변수설정

본 연구에서는 Yermack(1996)이 제안한 표본선택기법을 이용하여 외환위기 이후 1999년부터 2005년까지 유가증권시장에 상장되어있던 12월 결산 비금융업 기업들 중 3년 이상 상장이 유지된 기업을 대상으로 표본을 선정하였다. Yermack(1996)이 제안한 표본선택기법은 패널내의 표본기업의 진입과 퇴거를 허용하여 생존편의를 제한하고, 패널자료 분석기법을 적용하기 위한 것으로 패널자료의 표본기간 중 절반 이상의 기간 동안 선택기준을 만족하는 기업들을 이용하여 표본을 구성하는 것이다. 본 연

구에서는 7년의 표본기간 중 3년 이상 상장이 유지된 기업을 선택기준으로 삼았다. 따라서 2002년 이전에 상장폐지되거나 2004년 이후에 신규상장된 기업은 선택기준을 만족하지 못해 최종 표본에 포함되지 않았으며, 그 결과 구성된 표본은 불균형패널자료로 최종 표본내의 기업 수는 569개, 기업-연도 표본수는 3609개였다.

〈표 1〉은 최종표본내의 연도별 기업수 현황이다. 2002년 이전에 상장폐지되거나 2004년 이후에 신규상장된 기업이 포함되지 않았기 때문에 2003년에 가장 많은 기업-연도 표본이 위치하는 것을 볼 수 있다. 한편 연구에 사용된 주식시장 및 재무제표 관련 자료는 모두 FnGuide 자료를 사용하였다.

종속변수인 기업가치는 Tobin's Q를 대리변수로 사용하였다. Tobin's Q의 측정에 있어 연강흠, 박순홍(2006)이 지적한 바와 같이 우선주의 유동성 부족 및 비효율적으로 형성된 시장가격 문제를 피하기 위해 우선주의 시장가치 대신 장부가치를 사용한 아래의 식을 따라 계산하였다.⁷⁾

$$Tobin's Q = [(보통주종가 \times \text{보통주주식수}) + (\text{우선주액면가} \times \text{우선주주식수}) + \text{총부채의 장부가치}] / \text{총자산의 장부가치}$$

독립변수로 사회공헌활동 지출에 대한 직접적인

〈표 1〉 기업수

연도	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	총계
기업수	490	514	521	520	531	523	510	3609

7) 우선주의 시장가치를 사용한 Tobin's Q를 이용하여도 분석결과에 큰 차이를 보이지 않았다. 참고로 우선주의 시장가치를 사용한 Tobin's Q와 장부가치를 사용한 Tobin's Q의 상관계수는 0.997이다.

자료를 구하기 어려운 관계로 재무제표 상의 기부금 지출규모를 이용하였으며, 손익계산서 상의 기부금 항목을 매출액과 자산규모로 각각 나누어 기업규모에 따른 효과를 통제하였다. 기업의 기부금지출은 사회공헌활동 지출의 일부이므로 기업이 행하고 있는 사회공헌활동 전체를 반영하지 못한다는 문제점이 있으나 사회공헌활동 지출의 상당 부분을 차지하고 있고 사회공헌활동 지출에 대한 사용가능한 자료가 없다는 점을 고려하였다.⁸⁾

한편 일부 기업의 경우 기부금지출을 손익계산서에 보고하지 않고 감사보고서에만 기재하는 경우가 있어 기부금지출이 보고되지 않은 기업의 경우 감사보고서를 추가적으로 확인하였다. 그러나 기부금지출이 보고되지 않고 감사보고서에서도 기재되지 않은 기업-연도 표본이 423개가 존재하며 이들 표본과 기부금지출이 보고된 표본을 구분하기 위해 D_ZERO_CHAR 더미를 사용하여 그 효과를 통제하였다.⁹⁾

통제변수로 외국인주주비율, 최대주주비율, 최대주주비율의 제곱, 매출액증가율, 연구개발비지출규모, 베타, 총자산영업이익률, 부채비율, 기업규모, 기업연령과 업종더미, 연도더미를 사용하였다. 통제변수들은 기존의 기업가치에 관한 연구들에서 사용된 변수들을 선정하였다(김영숙, 이재춘, 2000; 신현한, 이상철, 장진호, 2004; 이경태, 이상철, 박애영, 2005).

외국인주주비율은 외국인투자자 전체의 지분율이다. 박현준, 신현한, 최완수(2004)는 외국인주주지

분율이 증가할수록 기업가치가 증가하는 경향을 확인하였으며 이에 대해 외국인투자자가 경영자의 도덕적 해이를 방지하는 효율적 감시자 역할을 수행할 수 있기 때문으로 해석하고 있다.

최대주주비율은 최대주주와 특수관계인의 지분율이다. Morck, Shleifer, and Vishny(1988)는 기업가치와 대주주지분율 간에 비선형관계가 존재함을 보였으며 김영숙, 이재춘(2000)은 우리나라 기업에서도 비선형관계가 존재하며 약 29%의 지분율에서 최저점을 보이는 U자형 관계임을 보였다. 이러한 비선형관계는 경영자가 지분율의 증가에 따라 기업의 자원을 자신의 이익을 위하여 사용하려는 성향과 외부주주들과 자신의 이해를 일치시키려고 노력하는 성향을 뜻하는 경영자안주가설과 이해일치가설이 동시에 지지되는 절충가설로 설명하고 있다. 본 연구에서는 최대주주비율의 제곱항을 이용하여 소유구조와 기업가치 간의 비선형관계를 확인한다.

연구개발비지출규모는 연구비와 경상개발비의 합을 매출액으로 나누어 계산하였다. 연구개발비 지출은 기업의 미래를 위한 지출로 무형자산의 축적을 가져오지만 회계상으로는 비용처리되는 항목이다. 따라서 연구개발비의 지출은 기업가치와 양의 관계가 있을 것으로 기대되며 김영숙, 이재춘(2000)의 연구에서도 기업가치와 양의 관계를 가지고 있는 것으로 나타났다.

매출액증가율은 전년대비 매출액의 증가율로 계산하였으며 신현한, 이상철, 장진호(2004)의 연구에서는 기업가치와 양의 관계를 가지고 있는 것으로

8) 전국경제인연합회의 2005년 사회공헌백서에 따르면 설문조사에 응답한 208개 기업은 2005년 사회공헌활동에 1조 4025억 1000만 원을 지출하였으며 이중 기부형태로 지출한 금액은 2005년 7410억 8600만원으로 나타났다. 이 설문조사에서 사용된 사회공헌활동 비용의 계산은 법인세법상 기부금 인정항목을 기준으로 기업이 직접 수행한 사회공헌 사업비용 및 임직원의 봉사활동에 사용된 각종 경비를 더하고 영리목적의 스포츠, 문화예술 및 법적 의무부담이 있는 비용, 종업원 등 기업 내부 구성원을 위한 지출, 비즈니스와 관련된 각종 회비를 차감한 값으로 산출하도록 하였다.

9) D_ZERO_CHAR 더미와 기부금지출 간의 상관계수는 0.13에 불과하여 이에 따른 추정치의 안정성 문제는 없는 것으로 보인다.

나타났다. 베타는 기업의 위험수준을 나타내며 과거 1년간의 주별수익률을 사용하여 계산된 값을 사용하였다. 총자산영업이익률은 당해 영업이익을 자산총계로 나눈 값을 사용하였다. 부채비율은 대차대조표상의 부채총계를 자산총계로 나눈 값을 사용하였다. 기업규모는 자산총계의 자연로그를 사용하였다. 기업연령은 설립이후 경과년수의 자연로그를 사용하였다.

〈표 2〉는 변수들의 기술통계량이다. Tobin's Q의 평균값이 1보다 낮은 것을 볼 때 평균적인 국내 상장기업의 기업가치는 장부가치에 비해 낮은 상태임을 알 수 있다. 우리나라 기업들은 평균적으로 매출액 대비 0.13%, 총자산대비 0.1% 정도의 기부금을 지출하고 있으며 기부금지출의 중앙값은 매출액 대비 0.02%, 총자산 대비 0.02%에 불과한 것으로 나타났다. 이는 소수의 기업이 대규모의 기부금지출

을 하는 반면 다수의 기업은 기부금지출규모가 미약함을 의미한다.

〈표 3〉은 변수들 간의 상관계수표이다. 매출액 대비 기부금지출규모인 CSR_REV와 총자산 대비 기부금지출규모인 CSR_ASSET 모두 Tobin's Q와 상관계수가 통계적으로 유의하지 않게 나왔다. 이는 이들 변수 사이에 선형관계가 유의하지 않음을 의미하고 있으나 상관계수의 특성상 비선형관계는 알 수 없다. 따라서 이들 간의 관계는 다중회귀분석을 통해 확인해야 할 것으로 판단되며 통제변수들 간의 상관관계는 그다지 크게 나타나지 않아 다중공선성의 가능성은 크지 않은 것으로 볼 수 있다.¹⁰⁾

4.2 분석모형

기부금지출로 대표되는 기업의 사회공헌활동이 기

〈표 2〉 기술통계량

	평균	중앙값	최대값	최소값	표준편차
Tobin's Q	0.9480	0.8098	26.7800	0.1841	0.8121
CSR_REV	0.0013	0.0002	0.0632	0	0.0036
CSR_ASSET	0.0010	0.0002	0.0451	0	0.0026
외국인비율	0.0811	0.0086	0.9410	0	0.1435
최대주주비율	0.3717	0.3633	0.9639	0	0.1752
매출액증가율	0.1467	0.0595	39.3677	-0.9994	1.1272
연구개발비지출규모	0.0048	0.0002	0.2423	0	0.0137
베타	0.7007	0.6781	2.9593	-1.2407	0.4315
총자산영업이익률	0.0359	0.0476	0.5497	-3.4061	0.1277
부채비율	0.5795	0.5162	26.4768	0.0169	0.7032
총자산(억원)	10,260	1936	645,297	9.9374	37822
기업연령(년)	33.5309	32	88	1	12.7787

10) 외국인비율과 총자산으로 나타낸 기업규모 간의 상관계수가 0.4491로 높은 편이나 둘 중 한 변수를 제외한 분석에서 계수의 부호나 유의성에 영향을 미치지 않아 다중공선성에 대한 문제는 없다고 판단하였다.

〈표 3〉 상관계수표

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1. Tobins' Q	1											
2. CSR_REV	0.0070	1										
3. CSR_ASSET	-0.0004	0.9137***	1									
4. 외국인비율	0.0921***	0.1260***	0.1574***	1								
5. 최대주주비율	-0.1745***	0.0060	0.01627	-0.0222	1							
6. 매출액증가율	0.0415**	2.22*10 ⁻⁵	0.0041	-0.0089	-0.0076	1						
7. 연구개발비규모	0.1188***	0.0930***	0.0686***	0.0398**	-0.0895***	-0.0039	1					
8. 베타	0.0401**	-0.0183	-0.0107	0.0917***	-0.1552***	-0.0063	0.0922***	1				
9. 총자산영업이익률	-0.2832***	0.0871***	0.1373***	0.2037***	-0.1438***	0.0345**	-0.0896***	0.0126	1			
10. 부채비율	0.8067***	-0.0582***	-0.0708***	-0.1011***	-0.1730***	-0.0074	-0.0305*	-0.0149	-0.3053***	1		
11. Ln(총자산)	-0.0831***	0.1018***	0.0992***	0.4491***	0.0026	-0.0483***	0.01446	0.2456***	0.2521***	-0.0668***	1	
12. Ln(기업연령)	-0.0968***	0.0036	-0.0096	-0.0019	-0.0269	-0.0843***	-0.1022***	-0.0467***	0.0055	-0.0229	0.0843***	1

1) ***, **, *는 유의수준 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 의미함.

업가치와 정의 관계를 가질 것이라는 가설 1의 검증을 위해 다음과 같은 회귀분석모형을 설정하였다.

〈회귀분석모형 1〉

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q = & \beta_0 + \beta_1 \text{기부금지출규모} \\ & + \beta_2 \text{외국인비율} + \beta_3 \text{최대주주비율} \\ & + \beta_4 (\text{최대주주비율})^2 + \beta_5 \text{매출액증가율} \\ & + \beta_6 \text{연구개발비지출규모} + \beta_7 \text{베타} \\ & + \beta_8 \text{총자산영업이익률} + \beta_9 \text{부채비율} \\ & + \beta_{10} \text{Ln(총자산)} + \beta_{11} \text{Ln(기업연령)} \\ & + \sum_{j=1}^{15} \beta_{11+j} \text{업종더미} + \sum_{t=2000}^{2005} \beta_t \text{연도더미} + \varepsilon \end{aligned}$$

〈회귀분석모형 1〉의 종속변수는 기업가치의 대용변수인 Tobin's Q이며, 독립변수로 기부금지출규모를 사용한다. 통제변수로는 외국인비율과 최대주주비율, 최대주주비율의 제곱, 매출액증가율, 연구개발비지출규모, 과거 1년간의 주별수익률로 추정된 베타, 총자산영업이익률, 부채비율, 기업규모, 기업연령과 업종더미와 연도더미를 사용하였다. 실제 분석에서는 기부금지출규모가 0인 기업들을 통제하기 위한 D_ZERO_CHAR 더미변수를 포함하였다.

기업의 기부금지출이 기업가치와 비선형, 특히 역 U자형의 관계를 가질 것이라는 가설 2의 검증을 위해 다음과 같은 회귀분석모형을 설정하였다.

〈회귀분석모형 2〉

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q = & \beta_0 + \beta_1 \text{기부금지출규모} \\ & + \beta_2 (\text{기부금지출규모})^2 + \beta_3 \text{외국인비율} \\ & + \beta_4 \text{최대주주비율} + \beta_5 (\text{최대주주비율})^2 \\ & + \beta_6 \text{매출액증가율} + \beta_7 \text{연구개발비지출규모} \\ & + \beta_8 \text{베타} + \beta_9 \text{총자산영업이익률} \\ & + \beta_{10} \text{부채비율} + \beta_{11} \text{Ln(총자산)} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} & + \beta_{12} \text{Ln(기업연령)} + \sum_{j=1}^{15} \beta_{12+j} \text{업종더미} \\ & + \sum_{j=1}^{15} \beta_{12+j} \text{업종더미} + \sum_{t=2000}^{2005} \beta_t \text{연도더미} + \varepsilon \end{aligned}$$

〈회귀분석모형 2〉의 종속변수는 기업가치의 대용변수인 Tobin's Q이며, 독립변수로 기부금지출규모와 기부금지출규모의 제곱을 사용한다. 통제변수는 〈회귀분석모형 1〉과 마찬가지로 외국인비율과 최대주주비율, 최대주주비율의 제곱, 매출액증가율, 연구개발비지출규모, 과거 1년간의 주별수익률로 추정된 베타, 총자산영업이익률, 부채비율, 기업규모, 기업연령과 업종더미와 연도더미를 사용하였다. 기부금지출규모가 0인 기업들을 통제하기 위한 D_ZERO_CHAR 더미변수더미변수를 분석에 포함하였다.

위의 회귀분석모형에는 패널자료의 특성을 활용하지 않는 Pooled OLS를 적용하였다. 그러나 Himmelberg, Hubbard, and Palia(1999)는 관찰불가능한 기업별 특성을 고려하기 위해 기업별 고정효과를 고려하는 고정효과 패널분석을 적용하는 것이 타당함을 주장하였고, 본 연구에서는 이러한 관찰불가능한 기업별 특성에 대한 고려를 위해 추가적으로 고정효과 패널분석과 임의효과 패널분석을 수행하여 가설검증에 이용하였다.

V. 실증결과

5.1 기업의 사회공헌활동과 기업가치와의 관계

본 연구에서는 기부금지출을 대용치로 한 기업의 사회공헌활동과 기업가치와의 관계를 검증하기 위한

회귀분석을 수행하였다. <표 4>는 종속변수 Tobin's Q에 대해 매출액 대비 기부금지출규모를 나타내는 CSR_REV을 독립변수로 하여 가설 1과 가설 2의 검증을 위한 회귀분석 수행결과이다. 지출규모가 0인 기업들을 통제하기 위한 D_ZERO_CHAR 더미변수와 연도더미를 포함하여 Pooled OLS와 고정효과 패널분석, 임의효과 패널분석을 수행하였으며, Pooled OLS 분석에서는 업종더미를 포함하여 산업별 고유효과를 통제하였다. 기업의 사회공헌활동과 기업가치 간의 정의 관계를 예상한 가설 1을 검증하는데 있어 Pooled OLS 분석에서는 유의한 정의 관계를 확인할 수 있었으나 고정효과 패널분석에서는 부호는 (+)로 일치하나 유의하지 않았으며 임의효과 패널분석에서는 유의성이 낮게 나타났다. 기업의 기부금지출과 기업가치 간의 비선형관계를 예상한 가설 2의 검증에서는 모든 분석에서 CSR_REV는 유의한 양의 계수를, CSR_REV의 제곱항은 유의한 음의 계수를 나타냈다. 모든 분석에서 D_ZERO_CHAR 더미는 유의하지 않은 계수를 보였다.

분석방법에 있어 Pooled OLS과 임의효과 패널분석을 사용한 경우 가설 1과 가설 2 모두 지지되나, 고정효과 패널분석을 사용한 경우 가설 1은 지지되지 않고 가설 2만 지지되었다. 즉 기업의 기부금지출이 증가함에 따라 기업가치는 증가하다가 일정 규모 이상 지출이 늘어날 경우 오히려 감소하는 역U자형의 관계가 기부금지출로 대표되는 사회공헌활동과 기업가치 사이에 존재함이 모든 분석방법에서 지지됨을 알 수 있다. 또한 이러한 역 U자형 관계의 극대점¹¹⁾은 Pooled OLS를 사용할 경우 매출액 대비 2.70%, 고정효과 패널분석을 사용할 경우 매출

액 대비 2.02%, 임의효과 패널분석을 사용할 경우 매출액 대비 2.22%에 위치함을 볼 수 있다. 한편 기부금지출과 기업가치 간의 선형관계는 분석방법에 따라 다른 결과를 보이고 있다.

이러한 결과들은 기부금지출로 대표되는 사회공헌활동에의 지출이 어느 수준까지는 기업가치의 증가를 가져오나 그 수준을 넘어설 경우 오히려 기업가치의 감소를 가져오는 것을 의미하며, 선형관계를 가정하는 경우 일부 분석에서 정의 관계를 보이는 것을 볼 때 현재의 우리나라 기업들의 기부금지출 규모가 아직까지는 최적지출규모에 비하여 낮은 수준에 있는 것으로 해석해 볼 수 있다. 이는 <표 2>의 CSR_REV의 평균이 0.13%, 중앙값이 0.02%에 불과한 것을 보아도 알 수 있다. 그러나 극대점의 위치와 평균값 및 중앙값 간에 큰 차이가 있는 것을 볼 때 극대점의 위치는 표본의 극단치에 의해 지나치게 크게 계산되었을 가능성도 있다.

<표 5>는 종속변수 Tobin's Q에 대해 총자산 대비 기부금지출규모를 나타내는 CSR_ASSET을 독립변수로 하여 가설 1과 가설 2의 검증을 위한 회귀분석 수행결과이다. CSR_REV를 독립변수로 사용한 분석과 마찬가지로 가설 1을 검증하는데 있어 Pooled OLS 분석에서는 유의한 정의 관계를 확인할 수 있었으나 고정효과 패널분석에서는 부호는 (+)로 일치하나 유의하지 않았으며 임의효과 패널분석에서는 유의성이 낮게 나타났다. 기부금지출로 대표되는 기업의 사회공헌활동과 기업가치 간의 비선형관계를 예상한 가설 2의 검증에서는 모든 분석에서 CSR_ASSET는 유의한 양의 계수를, CSR_ASSET의 제곱항은 유의한 음의 계수를

11) 함수 $f(x) = ax^2 + bx + c$ 에서 $a < 0$ 일 때 극대값은 $x = -\frac{b}{2a}$ 에 위치하며 본문의 극대점은 분석에서 추정된 (CSR_REV)², CSR_REV의 계수를 사용하여 계산되었다.

〈표 4〉 가설 1과 2의 검증결과 (독립변수: CSR_REV)

	Pooled OLS		Fixed-Effects Panel		Random-Effects Panel	
	Tobin's Q					
상수	1.815 (14.346)***	1.844 (14.566)***	3.053 (5.609)***	3.182 (5.866)***	1.819 (11.053)***	1.859 (11.291)***
CSR_REV	6.781 (3.486)***	18.632 (4.795)***	1.518 (0.670)	22.617 (4.854)***	4.327 (2.157)**	22.113 (5.530)***
(CSR_REV) ²		-344.806 (-3.521)***		-558.707 (-5.175)***		-498.556 (-5.142)***
D_ZERO_CSR	0.031 (1.359)	0.036 (1.574)	0.014 (0.485)	0.019 (0.637)	0.025 (1.005)	0.033 (1.317)
외국인비율	1.133 (20.378)***	1.120 (20.136)***	1.028 (10.405)***	1.005 (10.203)***	1.156 (16.727)***	1.131 (16.355)***
최대주주비율	-0.248 (-1.665)*	-0.243 (-1.630)*	0.657 (3.123)***	0.666 (3.176)***	0.077 (0.455)	0.087 (0.517)
(최대주주비율) ²	0.320 (1.805)*	0.309 (1.747)*	-0.555 (-2.256)**	-0.570 (-2.325)**	-0.013 (-0.064)	-0.028 (-0.141)
매출액증가율	0.028 (4.572)***	0.027 (4.557)***	0.022 (3.695)***	0.021 (3.652)***	0.025 (4.399)***	0.0243 (4.371)***
연구개발비지출규모	6.057 (11.443)***	5.889 (11.099)***	6.348 (8.704)***	6.123 (8.416)***	6.614 (11.569)***	6.323 (11.035)***
베타	0.059 (3.388)***	0.062 (3.559)***	0.016 (0.916)	0.017 (0.950)	0.045 (2.674)***	0.047 (2.830)***
총자산영업이익률	-0.200 (-3.337)***	-0.211 (-3.516)***	-0.145 (-2.266)**	-0.151 (-2.365)**	-0.198 (-3.395)***	-0.213 (-3.662)***
부채비율	0.947 (90.673)***	0.947 (90.806)***	0.939 (79.974)***	0.937 (80.177)***	0.942 (88.748)***	0.942 (89.008)***
Ln(총자산)	-0.058 (-9.691)***	-0.060 (-10.021)***	-0.137 (-5.625)***	-0.145 (-5.949)***	-0.0659 (-8.306)***	-0.069 (-8.619)***
Ln(기업연령)	-0.065 (-4.945)***	-0.066 (-4.984)***	-0.060 (-0.705)	-0.061 (-0.712)	-0.079 (-4.428)***	-0.081 (-4.531)***
업종더미	포함	포함	-	-	-	-
연도더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함
수정 R ²	0.752	0.753	0.813	0.814	0.722	0.724
기업-연도 표본수	3609	3609	3609	3609	3609	3609

1) ()내의 수치는 t값임.

2) ***, **, *는 유의수준 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 의미함.

〈표 5〉 가설 1과 2의 검증결과 (독립변수: CSR_ASSET)

	Pooled OLS		Fixed-Effects Panel		Random-Effects Panel	
	Tobin's Q					
상수	1.805 (14.262)***	1.818 (14.364)***	3.051 (5.605)***	3.114 (5.732)***	1.811 (11.013)***	1.832 (11.130)***
CSR_ASSET	9.766 (3.544)***	19.894 (3.878)***	1.370 (0.426)	21.611 (3.608)***	5.820 (2.045)**	22.705 (4.338)***
(CSR_ASSET) ²		-451.505 (-2.340)**		-873.980 (-4.002)***		-753.005 (-3.846)***
D_ZERO_CSR	0.032 (1.397)	0.036 (1.564)	0.014 (0.473)	0.017 (0.588)	0.025 (1.008)	0.031 (1.250)
외국인비율	1.125 (20.167)***	1.115 (19.948)***	1.027 (10.393)***	1.008 (10.216)***	1.153 (16.659)***	1.134 (16.355)***
최대주주비율	-0.246 (-1.648)*	-0.244 (-1.635)*	0.659 (3.132)***	0.667 (3.179)***	0.079 (0.468)	0.086 (0.508)
(최대주주비율) ²	0.316 (1.782)*	0.311 (1.755)**	-0.557 (-2.262)**	-0.570 (-2.321)**	-0.015 (-0.076)	-0.025 (-0.126)
매출액증가율	0.028 (4.573)***	0.027 (4.557)***	0.022 (3.692)***	0.021 (3.621)***	0.025 (4.396)***	0.024 (4.352)***
연구개발비지출규모	6.104 (11.551)***	6.028 (11.394)***	6.357 (8.718)***	6.254 (8.594)***	6.643 (11.636)***	6.493 (11.362)***
베타	0.059 (3.341)***	0.060 (3.428)***	0.016 (0.905)	0.016 (0.889)	0.044 (2.648)***	0.046 (2.722)***
총자산영업이익률	-0.209 (-3.492)***	-0.218 (-3.631)***	-0.146 (-2.279)***	-0.154 (-2.415)**	-0.202 (-3.466)***	-0.215 (-3.694)***
부채비율	0.947 (90.676)***	0.947 (90.730)***	0.939 (79.969)***	0.938 (80.102)***	0.942 (88.749)***	0.942 (88.899)***
Ln(총자산)	-0.057 (-9.597)***	-0.058 (-9.753)***	-0.137 (-5.613)***	-0.140 (-5.751)***	-0.066 (-8.265)***	-0.067 (-8.427)***
Ln(기업연령)	-0.0645 (-4.888)***	-0.065 (-4.904)***	-0.061 (-0.716)	-0.140 (-5.751)***	-0.079 (-4.419)***	-0.080 (-4.484)***
업종더미	포함	포함	-	-	-	-
연도더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함
수정 R ²	0.752	0.753	0.813	0.814	0.722	0.723
기업-연도 표본수	3609	3609	3609	3609	3609	3609

1) ()내의 수치는 t값임.

2) ***, **, *는 유의수준 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 의미함.

나타냈다.

이러한 결과는 기업의 기부금지출이 증가함에 따라 기업가치는 증가하다가 일정 규모 이상 지출이 늘어날 경우 오히려 감소하는 역U자형의 관계가 사회공헌활동과 기업가치 사이에 존재함이 모든 분석 방법에서 지지되고 있음을 의미한다. 또한 이러한 역U자형 관계의 극대점은 각각 Pooled OLS를 사용할 경우 총자산 대비 2.20%, 고정효과 패널분석을 사용할 경우 총자산 대비 1.24%, 임의효과 패널분석을 사용할 경우 총자산 대비 1.51%에 위치하고 있다.

5.2 강건성 검증

기부금지출로 대표되는 기업의 사회공헌활동과 기업가치가 비선형관계에 있음을 이상의 분석을 통해 확인하였으나 독립변수와 종속변수를 교체한 분석과 기부금지출이 없는 기업을 제거한 하위표본 및 기부금지출이 없는 기업에 더해 기부금지출 상위 1% 기업을 제거한 하위표본을 이용한 분석을 추가적으로 수행하여 강건성을 검증하였다.

먼저 <표 6>은 독립변수로 종업원 1인당 기부금지출(천원)을 측정하는 독립변수 CSR_EMPL과 기부금지출의 자연로그값¹²⁾인 독립변수 Ln(CSR)로 바꾸어 분석을 수행한 결과와 종속변수를 Tobin's Q의 변화량으로 바꾸어 분석을 수행하여 가설 1과 2를 검증한 결과이다. Pooled OLS를 사용한 결과 독립변수를 바꾸어 수행한 추가분석에서 가설 1과 2 모두 지지됨을 볼 수 있다. 한편 종속변수로 Tobin's Q의 변화량을 사용한 추가분석에서는 가설 1은 지지되지 않고 가설 2만 지지됨을 볼 수 있

다. 이러한 결과는 사회공헌활동을 의미하는 기업의 기부금지출이 기업가치의 증가와 관련성을 보이느냐 그 규모가 과다할 경우 기업가치를 오히려 해치게 됨을 의미한다. 따라서 기업들의 기부금지출규모가 기업가치를 해치지 않는 수준으로 설정해야 할 것이다.

다음으로 앞서의 분석결과가 극단치로 인한 것인지 확인하기 위해 기부금지출이 없는 기업을 제거한 하위표본 및 기부금지출이 없는 기업과 기부금지출 상위 1% 기업들을 극단치로 보아 이를 제거한 하위표본을 사용하였을 때 어떠한 차이점이 존재하는지 살펴보았다. <표 7>은 기부금지출이 없는 기업을 제거한 하위표본을 이용하여 분석한 결과이다. Pooled OLS와 고정효과 및 임의효과 패널분석 모두에서 유의한 역U자형의 관계를 확인할 수 있다. 그러나 제곱항을 사용하지 않은 분석에서는 분석방법에 따라 기부금지출변수에 대한 계수의 유의성이 다르게 나타남을 볼 수 있다.

<표 8>은 기부금지출이 없는 기업과 기부금지출 상위 1% 기업을 제거한 하위표본을 이용하여 분석을 수행한 결과이다. 이 경우 Pooled OLS에서는 유의한 역U자형 관계를 확인할 수 있으나 다른 분석방법에서는 제곱항의 계수가 유의하지 않게 나타났다. 한편 제곱항의 유무에 무관하게 기부금지출변수의 계수는 모두 유의하게 나타났다. 이는 기부금지출 상위 1% 기업을 제외한 대부분의 기업들은 기부금지출의 증가가 기업가치의 증가와 관계가 있음을 의미한다.

<표 9>는 이들 하위표본에 대하여 Tobin's Q의 변화량을 종속변수로 하여 Pooled OLS를 이용한 분석결과이다. 기부금지출이 없는 기업만 제외한 하

12) 기부금지출이 없는 기업은 독립변수 Ln(CSR)의 값을 0으로 처리하였다. 기부금지출이 없는 기업을 Ln(CSR+1)을 사용하여 처리한 분석에서도 동일한 분석결과를 얻었다.

〈표 6〉 다른 변수를 사용한 분석결과 (Pooled OLS)

	CSR_EMPL		Ln(CSR)		CSR_REV		CSR_ASSET	
	Tobin's Q				ΔTobin's Q			
상수	1.830 (14.422)***	1.846 (14.514)***	2.142 (16.305)***	2.621 (14.731)***	-0.187 (-1.004)	-0.153 (-0.822)	-0.190 (-1.021)	-0.173 (-0.930)
CSR	5.10*10 ⁻⁶ (2.131)**	1.09*10 ⁻⁵ (2.702)***	0.031 (8.462)***	-0.034 (-2.008)**	1.963 (0.686)	15.839 (2.767)***	3.071 (0.757)	15.691 (2.078)**
(CSR) ²		-9.48*10 ⁻¹¹ (-1.787)*		0.003 (3.980)***		-403.708 (-2.799)***		-562.636 (-1.981)**
D_ZERO_CSR	0.027 (1.162)	0.028 (1.204)	0.309 (7.632)***	-0.020 (-0.219)	-0.031 (-0.927)	-0.025 (-0.755)	-0.031 (-0.914)	-0.026 (-0.768)
외국인비율	1.143 (20.573)***	1.136 (20.408)***	1.058 (18.890)***	1.025 (18.155)***	0.417 (5.091)***	0.402 (4.902)***	0.414 (5.039)***	0.402 (4.879)***
최대주주비율	-0.250 (-1.674)*	-0.245 (-1.639)*	-0.324 (-2.187)**	-0.274 (-1.851)*	0.720 (3.280)***	0.726 (3.312)***	0.720 (3.284)***	0.723 (3.297)***
(최대주주비율) ²	0.325 (1.831)*	0.320 (1.805)*	0.393 (2.235)**	0.352 (2.000)**	-0.613 (-2.350)**	-0.626 (-2.399)**	-0.615 (-2.355)**	-0.621 (-2.379)**
매출액증가율	0.028 (4.572)***	0.028 (4.572)***	0.025 (4.245)***	0.025 (4.243)***	-0.104 (-11.678)***	-0.104 (-11.707)***	-0.104 (-11.678)***	-0.104 (-11.699)***
연구개발비지출규모	6.151 (11.632)***	6.105 (11.534)***	5.841 (11.123)***	5.779 (11.021)***	0.569 (0.731)	0.373 (0.477)	0.581 (0.747)	0.486 (0.624)
베타	0.059 (3.377)***	0.061 (3.442)***	0.059 (3.412)***	0.062 (3.564)***	-0.017 (-0.653)	-0.013 (-0.518)	-0.017 (-0.661)	-0.015 (-0.587)
총자산영업이익률	-0.197 (-3.282)***	-0.201 (-3.358)***	-0.212 (-3.572)***	-0.200 (-3.367)***	-0.753 (-8.540)***	-0.765 (-8.679)***	-0.756 (-8.562)***	-0.767 (-8.671)***
부채비율	0.947 (90.550)***	0.947 (90.575)***	0.946 (91.390)***	0.946 (91.553)***	0.362 (23.578)***	0.362 (23.591)***	0.362 (23.579)***	0.362 (23.586)***
Ln(총자산)	-0.058 (-9.704)***	-0.059 (-9.850)***	-0.091 (-12.716)***	-0.100 (-13.348)***	-0.002 (-0.277)	-0.005 (-0.568)	-0.002 (-0.258)	-0.004 (-0.407)
Ln(기업연령)	-0.065 (-4.956)***	-0.065 (-4.882)***	-0.063 (-4.793)***	-0.061 (-4.696)***	-0.028 (-1.417)	-0.028 (-1.443)	-0.027 (-1.403)	-0.225 (-1.414)
업종더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
연도더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
수정 R ²	0.7509	0.7511	0.7578	0.7589	0.2405	0.2419	0.2405	0.2411
기업-연도 표본수	3609	3609	3609	3609	3609	3609	3609	3609

- 1) ()내의 수치는 t값임.
- 2) ***, **, *는 유의수준 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 의미함.
- 3) CSR_EMPL은 종업원 1인당 지출로 천원단위임

〈표 7〉 CSR=0 제거 표본을 사용한 분석결과

	Pooled OLS		Fixed-Effects Panel		Random-Effects Panel	
	Tobin's Q					
상수	1.678 (14.189)***	1.700 (14.358)***	2.712 (5.102)***	2.875 (5.441)***	1.713 (10.150)***	1.757 (10.395)***
CSR_REV	5.917 (3.449)***	14.331 (4.164)***	0.588 (0.308)	21.853 (5.586)***	3.012 (1.713)*	20.469 (5.793)***
(CSR_REV) ²		-243.750 (-2.319)***		-565.234(-6.212)***		-482.857 (-5.695)***
외국인비율	0.953 (18.662)***	0.946 (18.510)***	0.952 (10.819)***	0.933 (10.679)***	1.004 (15.150)***	0.981 (14.825)***
최대주주비율	-0.543 (-3.809)***	-0.536 (-3.765)***	0.109 (0.555)	0.121 (0.620)	-0.246 (-1.499)	-0.232 (-1.415)
(최대주주비율) ²	0.618 (3.691)***	0.607 (3.627)***	0.135 (0.597)	0.119 (0.533)	0.380 (1.986)***	0.361 (1.898)*
매출액증가율	0.036 (3.829)***	0.036 (3.818)***	0.039 (4.316)***	0.038 (4.305)***	0.038 (4.406)***	0.037 (4.390)***
연구개발비지출규모	6.020 (11.412)***	5.876 (11.100)***	6.657 (8.860)***	6.321 (8.450)***	6.971 (11.752)***	6.612 (11.122)***
베타	0.043 (2.553)**	0.046 (2.695)***	-0.008 (-0.494)	-0.009 (1.326)	0.020 (1.266)	0.022 (1.379)
총자산영업이익률	0.143 (1.987)**	0.129 (1.796)*	0.126 (1.645)*	0.101 (1.326)	0.128 (1.832)*	0.099 (1.425)
부채비율	0.834 (42.301)***	0.835 (42.382)***	0.716 (20.668)***	0.714 (20.764)***	0.843 (38.844)***	0.841 (38.876)***
Ln(총자산)	-0.039 (-7.012)***	-0.041 (-7.285)***	-0.109 (-4.482)***	-0.119 (-4.885)***	-0.051 (-6.306)***	-0.054 (-6.629)***
Ln(기업연령)	-0.086 (-6.801)***	-0.0864 (-6.819)***	-0.044 (-0.536)	-0.0443 (-0.547)	-0.087 (-4.661)***	-0.089 (-4.737)***
업종더미	포함	포함	-	-	-	-
연도더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함
수정 R ²	0.508	0.509	0.409	0.401	0.478	0.480
기업-연도 표본수	3186	3186	3186	3186	3186	3186

1) ()내의 수치는 t값임.

2) ***, **, *는 유의수준 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 의미함.

〈표 8〉 CSR=0 및 상위 1% 지출기업 제거 표본을 사용한 분석결과

	Pooled OLS		Fixed-Effects Panel		Random-Effects Panel	
	Tobin's Q					
상수	1.712 (14.435)***	1.744 (14.670)***	2.902 (5.444)***	2.900 (5.440)***	1.770 (10.330)***	1.775 (10.450)***
CSR_REV	14.302 (4.398)***	35.440 (4.712)***	17.790 (4.645)***	14.529 (1.665)*	17.478 (5.148)***	24.656 (3.162)***
(CSR_REV) ²		-2135.569 (-3.116)***		306.768 (0.416)		-699.389 (-1.024)
외국인비율	0.938 (18.290)***	0.931 (18.150)***	0.949 (10.801)***	0.950 (10.807)***	0.987 (14.779)***	0.985 (14.778)***
최대주주비율	-0.561 (-3.922)***	-0.578 (-4.044)***	0.122 (0.617)	0.124 (0.627)	-0.231 (-1.397)	-0.243 (-1.472)
(최대주주비율) ²	0.634 (3.775)***	0.654 (3.897)***	0.114 (0.506)	0.113 (0.500)	0.362 (1.887)*	0.371 (1.938)*
매출액증가율	0.036 (3.769)***	0.036 (3.770)***	0.037 (4.079)***	0.037 (4.075)***	0.036 (4.198)***	0.036 (4.198)***
연구개발비지출규모	6.093 (11.389)***	6.068 (11.357)***	6.481 (8.496)***	6.465 (8.463)***	6.740 (11.140)***	6.746 (11.179)***
베타	0.047 (2.730)***	0.048 (2.809)***	-0.009 (-0.511)	-0.009 (-0.508)	0.022 (1.342)	0.022 (1.389)
총자산영업이익률	0.124 (1.726)*	0.124 (1.716)*	0.092 (1.211)	0.092 (1.205)	0.092 (1.305)	0.091 (1.300)
부채비율	0.835 (42.362)***	0.838 (42.506)***	0.718 (20.738)***	0.718 (20.732)***	0.841 (38.600)***	0.841 (38.747)***
Ln(총자산)	-0.042 (-7.461)***	-0.044 (-7.806)***	-0.120 (-4.911)***	-0.120 (-4.906)***	-0.055 (-6.633)***	-0.055 (-6.728)***
Ln(기업연령)	-0.085 (-6.724)***	-0.084 (-6.617)***	-0.042 (-0.522)	-0.042 (-0.516)	-0.088 (-4.625)***	-0.088 (04,667)***
업종더미	포함	포함	-	-	-	-
연도더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함
수정 R ²	0.5119	0.5133	0.405	0.404	0.483	0.484
기업-연도 표본수	3154	3154	3154	3154	3154	3154

1) ()내의 수치는 t값임.

2) ***, **, *는 유의수준 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 의미함.

위표본에서는 기부금지출에 대한 역U자형의 관계를 확인할 수 있으며 이는 전체표본을 이용한 분석과 동일한 결과이다. 한편 기부금지출이 없는 기업과 기부금지출 상위 1% 기업을 제거한 하위표본을 이용한 분석에서는 기부금지출의 제곱항에 대한 계수가 유의하지 않고 기부금지출과 선형관계만 있음을 볼 수 있다. 따라서 기부금지출 상위 1% 기업을 제외한 대부분의 기부금지출 기업들은 기부금지출의 증가가 기업가치의 증가와 관계가 있음을 의미한다. 한편 기부금지출로 대표되는 기업의 사회공헌활동

과 기업가치 간의 관계에 대해 사회공헌활동을 통해 기업가치가 변화하는 것이 아니라 기업가치가 높은 기업이 더욱 활발한 사회공헌활동 및 기부금지출을 수행한다고 해석할 수도 있다. 또는 기업가치와 기부금지출로 대표되는 사회공헌활동이 기업의 여러 특성에 의해 내생적으로 결정되는 것으로 해석할 수도 있다. 이러한 점들을 고려하여 기업가치와 기부금지출에 대한 연립방정식모형을 사용하여 2SLS를 적용하였다. 2SLS 적용시 기부금지출을 종속변수로 하는 공식에는 매출액 대비 광고선전비 비율을

(표 9) ΔTobin's Q를 종속변수로, 표본을 달리한 분석결과 (Pooled OLS)

표본	ΔTobin's Q			
	CSR=0 제거 표본		CSR=0 및 상위 1% 지출기업 제거 표본	
상수	-0.179 (-1.298)	-0.146 (-1.053)	-0.154 (-1.110)	-0.147 (-1.055)
CSR_REV	2.842 (1.417)	15.968 (3.973)***	12.562 (3.298)***	17.319 (1.963)**
(CSR_REV) ²		-380.288 (-3.766)***		-480.621 (-0.598)
외국인비율	0.381 (6.387)***	0.370 (6.194)***	0.368 (6.128)***	0.367 (6.093)***
최대주주비율	0.371 (2.226)**	0.381 (2.294)**	0.379 (2.264)**	0.375 (2.240)**
(최대주주비율) ²	-0.238 (-1.215)	-0.255 (-1.307)	-0.257 (-1.305)	-0.252 (-1.281)
매출액증가율	0.016 (1.486)	0.016 (1.471)	0.016 (1.466)	0.016 (1.465)
연구개발비지출규모	1.767 (2.867)***	1.543 (2.496)**	1.642 (2.620)***	1.637 (2.611)***
베타	-0.038 (-1.917)*	-0.034 (-1.727)*	-0.038 (-1.877)*	-0.037 (-1.862)*
총자산영업이익률	-0.370 (-4.412)***	-0.392 (-4.664)***	-0.417 (-4.943)***	-0.418 (-4.945)***
부채비율	0.501 (21.760)***	0.503 (21.856)***	0.501 (21.674)***	0.501 (21.679)***
Ln(총자산)	-0.009 (-1.314)	-0.011 (-1.718)*	-0.011 (-1.662)*	-0.011 (-1.725)*
Ln(기업연령)	-0.013 (-0.854)	-0.013 (-0.870)	-0.010 (-0.699)	-0.010 (-0.677)
업종더미	포함	포함	포함	포함
연도더미	포함	포함	포함	포함
수정 R ²	0.2334	0.2366	0.2363	0.2361
기업-연도 표본수	3186	3186	3154	3154

1) () 내의 수치는 t값임.

2) ***, **, *는 유의수준 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 의미함.

추가변수로 사용하였다. Navarro(1988), 김성태 외 2인(2002)에서 기부금을 기업의 이미지제고를 위한 광고수단으로 인식하고 있으며 광고비비율이 기부금지출에 양의 관계에 있음을 보였으므로 통제 변수로 광고비비율을 이용하였다. <표 10>은 이러한 2SLS 분석의 결과이다. 기부금지출을 종속변수로 한 공식에서는 Tobin's Q가 유의한 계수를 가지지 않은 반면 Tobin's Q를 종속변수로 한 공식에서는 CSR_REV가 유의한 계수를 가지는 것을 볼 수

있다. 즉 기업가치가 높은 기업이 기부금지출을 더 많이 한다는 가설은 지지되지 않으며 기부금지출을 많이 하는 기업은 기업가치가 높음을 알 수 있다.

더불어 기업의 지배구조나 소유구조에 따라 기부금지출로 대표되는 기업의 사회공헌활동과 기업가치 간의 관계가 다르게 나타날 수 있다.¹³⁾ 즉 지배구조가 좋은 기업에서는 과도한 사회공헌활동 지출을 억제하거나 경영진의 사적효용을 위한 지출에 대한 방지능력이 적절하게 운용되고 있을 가능성이 높은 반

<표 10> 2SLS 분석결과

	Tobin's Q	CSR_REV
상수	2.134 (17.399)***	-0.002 (-0.354)
Tobin's Q		4.96*10 ⁻⁴ (0.117)
CSR_REV	229.844 (13.472)***	
외국인비율	0.639 (9.485)***	0.001 (0.282)
최대주주비율	-0.290 (-1.947)*	
(최대주주비율) ²	0.341 (1.925)*	
매출액증가율	0.028 (4.640)***	-9.08*10 ⁻⁶ (-0.066)
연구개발비지출규모		0.019 (4.267)***
베타	0.116 (6.538)***	-2.48*10 ⁻⁴ (-0.693)
총자산영업이익률	-0.343 (-5.746)***	9.62*10 ⁻⁴ (0.749)
부채비율	0.971 (91.437)***	-5.91*10 ⁻⁴ (-0.147)
Ln(총자산)	-0.104 (-15.490)***	2.16*10 ⁻⁴ (0.889)
Ln(기업연령)		-1.32*10 ⁻⁴ (-1.170)
광고선전비지출규모		0.018 (4.851)***
업종더미	포함	포함
연도더미	포함	포함
수정 R ²	0.753	0.091
기업-연도 표본수	3609	3609

1) ()내의 수치는 t값임.

2) ***, **, *는 유의수준 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 의미함.

13) 이러한 측면을 지적하여주신 심사자께 감사드립니다.

면, 지배구조가 나쁜 기업에서는 경영진들에 대한 감시기능이 충분히 작동하지 못해 경영진의 사적효용을 위한 사회공헌활동이 주로 이루어질 가능성이 높다. 따라서 지배구조가 좋은 기업에서는 기부금지출이 기업가치의 증가와 관련되지만 지배구조가 나쁜 기업에서는 기부금지출이 기업가치의 증가와 관련되지 않을 수 있다. 이러한 차이점의 존재를 확인하기 위해 외국인주주비율을 이용하였으며 연도별로 중앙값보다 큰 표본과 작은 표본으로 구분하여 하위

표본을 구성하였다. 지배구조수준을 직접적으로 나타내는 변수로 여러 연구들에서 사용하고 있는 기업 지배구조점수는 2003년 이후부터 제공되고 있으므로 본 연구의 연구기간인 1999~2005년 중 일부에만 적용할 수 있다는 단점이 있어 박경서, 이은정(2006)이 보고한 바와 같이 지배구조점수와 유의한 양의 관계를 가지고 있는 외국인주주비율을 선택하였다.

<표 11>은 외국인주주비율의 연도별 중앙값으로

<표 11> 외국인주주비율로 구분한 하위표본의 분석결과 (Pooled OLS)

표본	Tobin's Q			
	외국인비율 > 중앙값 하위표본		외국인비율 ≤ 중앙값 하위표본	
상수	2.003 (8.779)***	2.208 (8.836)***	2.373 (11.620)***	2.397 (11.456)***
CSR_REV	7.502 (2.483)**	21.668 (3.784)***	0.440 (0.213)	10.315 (1.464)
(CSR_REV) ²		-442.585 (-3.040)***		-258.096 (-1.797)*
D_ZERO_CSR	0.089 (0.750)	0.097 (0.813)	0.022 (0.872)	0.025 (1.050)
외국인비율	0.892 (9.263)***	0.881 (9.246)***	9.662 (2.752)***	9.626 (2.733)***
최대주주비율	-0.396 (-1.436)	-0.365 (-1.309)	-0.521 (-2.658)***	-0.531 (-2.698)***
(최대주주비율) ²	0.466 (1.466)	0.430 (1.341)	0.665 (3.006)***	0.670 (3.027)***
매출액증가율	0.051 (1.573)	0.049 (1.504)	0.023 (1.750)*	0.023 (1.752)*
연구개발비지출규모	5.127 (2.713)***	4.931 (2.660)***	5.241 (3.116)***	5.148 (3.106)***
베타	0.024 (0.768)	0.032 (1.060)	0.079 (2.294)**	0.079 (2.301)**
총자산영업이익률	0.391 (2.128)**	0.388 (2.131)**	-0.532 (-3.284)***	-0.538 (-3.325)***
부채비율	0.969 (51.137)***	0.970 (51.738)***	0.823 (20.198)***	0.824 (20.453)***
Ln(총자산)	-0.042 (-4.389)***	-0.044 (-4.653)***	-0.109 (-10.719)***	-0.111 (-10.608)***
Ln(기업연령)	-0.136 (-4.990)***	-0.139 (-5.057)***	0.0126 (0.785)	0.013 (0.822)
업종더미	포함	포함	포함	포함
연도더미	포함	포함	포함	포함
수정 R ²	0.8038	0.8047	0.6499	0.6509
기업-연도 표본수	1803	1803	1806	1806

1) ()내의 수치는 t값임.

2) ***, **, *는 유의수준 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 의미함.

구분한 하위표본을 이용한 Pooled OLS의 결과이다. 외국인주주비율이 높은 기업들에서는 가설과 일치하는 역U자형의 관계를 확인할 수 있었다. 이는 외국인주주비율이 높아 지배구조가 좋다고 판단되는 기업들은 기부금지출로 대표되는 기업의 사회공헌활동이 기업가치의 증가와 관계가 있는 반면 과다하거나 경영진의 사적효용을 위한 사회공헌지출로 인한 기업가치의 감소도 나타남을 의미한다. 한편 외국인주주비율이 낮은 기업들에서는 가설이 기각되고 있음을 볼 수 있다. 선형관계는 나타나지 않고 있으며 비선형관계에서도 일차항은 유의하지 않은 계수를 보이고 제곱항은 그 유의성이 낮게 나타났다. 이를 통해 외국인주주비율이 낮아 지배구조가 좋다고 하기 어려운 기업들은 기부금지출이 기업가치의 증가를 가져오지 않고 오히려 기업가치의 감소를 가져올 수 있음을 의미한다. 즉 외국인주주와 같은 감시기능이 부재한 경우 기부금지출은 경영진의 사적효익 추구하고 연결되고 그에 따른 기업가치의 감소를 가져올 수 있게 된다.

VI. 결론

최근 들어 기업의 사회공헌활동에 대한 사회적 요구가 증대되고 있으며 기업들도 지속가능경영이라는 화두에 접해 사회의 일원으로서 사회공헌활동에 대해 적극적으로 나서고 있다. 기업의 사회공헌활동이 가지는 의미에 대하여는 학자들 간의 논란이 있어왔으나 여러 연구들에서 사회공헌활동이 기업의 재무적 성과와 양의 관계에 있음을 확인하고 있다.

본 연구에서는 기부금지출로 본 우리나라 기업들의 사회공헌활동이 기업가치와 어떤 관계에 있는지

분석하였다. 1999년부터 2005년까지의 7년간의 자료를 이용하여 Tobin's Q를 종속변수로, 매출액 대비 기부금지출규모, 총자산 대비 기부금지출규모를 독립변수로 Pooled OLS, 고정효과 패널분석, 임의효과 패널분석을 수행한 결과 기부금지출과 기업가치 간에 역U자형의 비선형관계를 확인하였으며 일부 분석에서는 양의 선형관계를 확인할 수 있었다. 이러한 결과는 종업원수 대비 기부금지출규모, 기부금지출규모의 자연로그값을 독립변수로 사용하거나 Tobin's Q의 변화량을 종속변수로 사용한 추가분석 및 극단치를 제거한 하위표본을 사용한 분석에서도 동일하게 나타났다. 변수간의 내생성을 고려한 2SLS 분석을 통해 기부금지출을 많이 하는 기업이 기업가치가 높음을 확인할 수 있었다. 이상의 결과에서 기부금으로 대표되는 우리나라 기업의 사회공헌활동이 기업가치와 양의 관계가 존재하며 아직 최적 지출규모에 비해 낮은 수준에 위치하고 있는 것으로 판단할 수 있다. 또한 기부금지출규모가 현재보다 증가하여도 기업가치에 크게 부정적인 영향을 미치지 않는 것으로 보인다. 따라서 기업이 사회공헌활동과 기부금지출을 수행하는데 있어 기업가치에 미치는 비선형성을 감안하여 그 적절한 수준을 찾는 것이 중요할 것이다.

한편 본문에서는 따로 언급하지 않았으나 당기순손실이 발생한 기업이 기부금지출을 행하는 경우가 다수 존재함을 확인할 수 있었다. 이는 재무회계와 세무회계상의 차이점에 의해 당기순손실이 발생하였음에도 기부금지출에 대한 손금산입 혜택이 존재할 수 있으며 한편 기업들이 사회공헌활동의 지속적인 수행이 기업가치에 미치는 영향을 고려하고 있다는 것으로 해석해 볼 수 있다. 그러나 사회공헌활동의 수행이 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 할지라도 기업의 영업활동에 부가하여 수행되어야 할 것

이며 당기순손실이 발생한 기업이라면 영업활동을 정상화하는 것이 우선되어야 한다는 점은 명백하다.

본 연구의 한계점으로는 먼저 사회공헌활동을 기업의 특성을 알리기 위한 신호수단으로 이용할 수 있다는 선행연구들의 결과를 감안하지 못하였다. 기업의 사회공헌활동에 대한 사회적분위기를 감안할 때 어떤 기업이 다른 기업과의 차별성을 보이기 위한 수단으로 기존의 배당이나 자사주매입이외에도 사회공헌활동을 추가로 사용할 수 있을 것이다.

다음으로 사회공헌활동에 대한 지출 중 기부금에 만 국한하여 연구를 수행하였다는 점을 들 수 있다. 현재 기업들은 기부금 외에도 세금혜택을 받지 못하는 사회공헌적 성격을 가지는 영업이나 캠페인활동에 대한 비용도 사회공헌활동 지출로 보고 있다. 따라서 본 연구에서는 기부금 이외의 이러한 지출에 의한 영향을 충분히 반영하고 있지 못하고 있다.

참고문헌

- 김성태, 이재기, 남상민(2002), "한국 기업 기부금의 결정 요인," **국제경제연구** 제8권 2호, 47-69.
- 김영숙, 이재춘(2000), "기업가치와 기업소유구조와의 관련성," **증권학회지** 제26권, 173-197.
- 박경서, 이은정(2006), "외국인투자자가 한국기업의 경영 및 지배구조에 미치는 영향," **금융연구** 제20권 2호, 73-113.
- 박헌준, 권인수, 신현한, 정지웅(2004), "기업의 환경성과 재무성과의 관계," **경영학연구** 제33권 5호, 1461-1487.
- 박헌준, 신현한, 최완수(2004), "한국기업의 대리인비용과 기업가치: 외국인지분의 역할," **경영학연구** 제33권 2호, 655-682.
- 박헌준, 이종건(2002), "기부와 환경보호: 기업의 사회공헌활동과 재무적 성과간의 관계에 관한 실증적연구," **인사조직연구** 제10권 1호, 95-133.
- 신현한, 이상철, 장진호(2004), "외부감시주체와 기업가치," **재무연구** 제17권 1호, 41-72.
- 연강흠, 박순홍(2006), "외국간접투자자본이 국민경제에 미치는 영향에 관한 연구," **경영학연구** 제35권 6호, 1885-1912.
- 이경태, 이상철, 박애영(2005), "경영자 스톡옵션 보상과 기업가치: 선형 및 비선형 관계 분석," **경영학연구** 제34권 6호, 1637-1665.
- 전국경제인연합회(2006), 2005 기업·기업재단 사회공헌 백서, 서울, 전국경제인연합회.
- Barnea, A. and A. Rubin(2006), "Corporate social responsibility as a conflict between shareholders," Working paper, University of Texas at Austin.
- Boatsman, J. R and S. Gupta(1996), "Taxes and Corporate Charity: Empirical Evidence from Micro-level Panel Data," **National Tax Journal** 49, 193-213.
- Brown, W. O., E. Helland and J. K. Smith(2006), "Corporate philanthropic practices," **Journal of Corporate Finance** 12, 855-877.
- Fisman, R., G. Heal and V. B. Nair(2006), "A model of corporate philanthropy," Working paper, University of Pennsylvania.
- Friedman, M.(1970), "The social responsibility of business is to increase its profits," **New York Times Magazine**, 13 September, 32-33.
- Goyal, A.(2006), "Corporate social responsibility as a signaling device for FDI," **International Journal of the Economics of Business** 13, 145-163.
- Himmelberg, C. P., R. G. Hubbard and D. Palia (1999), "Understanding the determinants of managerial ownership and the link

- between ownership and performance," *Journal of Financial Economics* 53, 353-384.
- McConnell, J. J. and H. Servaes(1990), "Additional evidence on equity ownership and corporate value," *Journal of Financial Economics* 27, 595-612.
- Morck, R., A. Shleifer and R. Vishny(1988), "Management ownership and market valuation: An empirical analysis," *Journal of Financial Economics* 20, 293-316.
- Navarro, P.(1988), "Why do corporations give to charity?," *Journal of Business* 61, 65-93.
- Roman, R. M., S. Hayibor and B. R. Agle(1999), "The Relationship Between Social and Financial Performance: Repainting a Portrait," *Business and Society* 38, 109-125.
- Schwartz, R. A.(1968), "Corporate Philanthropic Contributions," *Journal of Finance* 23, 479-497.
- Yermack, D.(1996), "Higher market valuation of companies with a small board of directors," *Journal of Financial Economics* 40, 185-211.

Corporate Social Responsibility and Firm Value: Focused on Corporate Contributions

Woon Yeol Choi* · Ho Sun Lee** · Chan Sun Hong***

Abstract

Recently, CSR(Corporate Social Responsibility) is widely discussed as the necessary obligation of a member of society and the means of sustainable management. In the capital market, concerns about the SRI(Socially Responsible Investment) Fund which is focused on public goods are also grown. Yet there are no sufficient researches that examine the relation between CSR and firm value maximization. This paper examines empirically how CSR expenditure is related to firm value.

In this paper, we expect that the relation between CSR expenditure and firm value is nonlinear and inverted U shaped because CSR expenditure has influence on firm value positively as the investment on intangible assets for reputation, while it also affects firm value negatively as the overinvestment by management discretion and the perquisite consumption for maximizing manager's private utility. Therefore we get two hypotheses between CSR expenditure and firm value. Firstly a firm's CSR expenditure is positively related with firm value because there are more social pressures on firms regarding the increase of CSR expenditure. Secondly a firm's CSR expenditure is nonlinearly related with firm value like the inverted U shape previously mentioned.

We run tests on the publicly traded non-financial firms during 1999-2005 using Pooled OLS, fixed effects panel analysis and random effects panel analysis. We use Tobin's Q as the proxy for firm value, and corporate contributions as the proxy for CSR expenditure. As the result of these tests, We find that CSR expenditure and firm value have nonlinear and inverted U shape relation, and have positively linear relation in some tests. This nonlinear relation is

* Professor, Sogang University

** Ph. D. Candidate, Sogang University

*** Ph. D. Candidate, Sogang University

consistent through the robustness check. Also, we confirm that firms which have more CSR expenditure are the higher valued firms by 2SLS analysis. And finally we test the effect of corporate governance on the relationship between CSR expenditure and firm value. We use foreign stock holding ratio as the proxy variable of the corporate governance, and find the inverted U shape relation in firms with higher foreign stock holding ratio. However, we find that firm value and CSR expenditure are negatively related in firms with lower foreign stock holding ratio.

These results show that CSR expenditure proxied by corporate contributions is positively related with firm value and located below the optimal expenditure level. Also these results indicate that the increase of CSR expenditure may not affect firm value negatively when firm has good corporate governance structure. Therefore, it is important that firms find the optimal level of CSR expenditure.

Key words: CSR(Corporate Social Responsibility), Firm Value, Contribution