

## 기부금 지출이 기업가치에 미치는 영향 - 기업의 소유구조를 중심으로 -\*

최원욱

연세대학교 경영대학 교수  
(wonchoi@yonsei.ac.kr)

배지현

연세대학교 경영대학 박사과정  
(jhbae@yonsei.ac.kr)

김상일

연세대학교 경영대학 박사과정  
(sangil@yonsei.ac.kr)

본 연구는 기업의 다양한 사회공헌활동 중 기부금 지출이 기업가치에 미치는 효과를 실증적으로 검증하고, 그 효과에 기업의 소유구조가 어떠한 영향을 미치는지를 분석하였다.

실증분석 결과 기부금 지출액은 기업가치와 긍정적 관계를 갖는 것으로 나타났다. 즉 기부금 지출은 기업의 좋은 이미지 형성을 위한 투자의 역할을 하여 기업가치의 증가로 이어지는 것으로 해석할 수 있다. 그러나 세무상 손금산입 한도를 초과하는 수준의 기부금 지출은 기업가치를 증가시키지 않는 것으로 나타났다. 즉 기부금 지출의 긍정적 효과도 적정 수준을 넘어서 이루어지는 경우에는 기업에 부담으로 작용하여 기업가치 증가로 이어지지 않는다는 것을 의미한다.

소유구조에 따라 기부금 한도초과가 기업가치에 미치는 영향에 대한 분석결과, 기부금 한도초과가 있는 기업들 중 대주주 지분율이 높은 기업일수록 기업가치 감소효과가 크게 나타났다. 이는 시장참여자들이 기업의 과도한 기부금 지출을 대주주의 사적효용을 증가시키기 위한 행위로 인지하기 때문에 나타난 결과로 해석할 수 있다. 반면에 외국인지분율이 높은 기업에서에서는 기부금 한도초과가 기업가치에 미치는 영향이 오히려 긍정적으로 나타났다. 이는 외국인지분율이 높은 기업에서는 기부금 한도초과가 존재하더라도 이러한 행위는 외부주주의 적극적인 모니터링을 거친 결과이므로 기부금 지출의 긍정적 효과가 훼손되지 않은 결과로 해석이 가능하다.

소유와 경영이 분리되지 않은 경우가 많은 국내기업의 특성상 기부금 지출에 있어서 소유주의 영향력이 반영될 가능성이 높다. 본 연구는 기부금 지출이 소유주의 사적 효용을 높이기 위한 수단으로 사용되어 기업가치가 훼손되지 않도록 적절한 통제장치를 마련하는 것이 중요하다는 시사점을 준다.

주제어: 기부금, 세법상 손금한도초과, 기업가치, 소유구조

### 1. 서론

사회에서 기업의 역할이 커지고 사회문제에 대한 시민의식이 높아지면서 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility: CSR)에 대한 요구가 확

대되고 있다. 이에 따라 사회공헌활동은 기업이 사회의 구성원으로서 수행해야 할 당연한 임무로 받아들여지고 있다. 최근에는 도덕적 소비가 하나의 트렌드로 자리 잡으면서 기업들도 사회공헌활동을 단순한 사회적 의무 차원이 아닌 기업의 가치를 높이기 위한 방편으로 생각하여 보다 체계적이고 광

범위하게 그 지출을 확대해나가고 있다.<sup>1)</sup>

기업의 사회공헌활동이 갖는 의미에 대해서는 오랜 기간 동안 학자들 사이에서 논란이 있어왔다. 기업이 사회공헌활동 지출을 하는 동기는 크게 이익극대화 목적을 달성하기 위한 전략적 차원에서 지출한다는 견해와 소유와 경영이 분리된 경영환경에서 경영자의 재량권 차원에서 기부금을 지출한다는 견해로 설명된다(Navarro, 1988).

이익극대화 동기에 따르면 사회공헌활동은 브랜드나 기업이미지를 구축하기 위한 투자와 마찬가지로 기업의 좋은 이미지 형성을 위한 투자의 일종으로 볼 수 있다. 기업은 사회적 투자의 일환으로 사회공헌활동 지출을 하고, 그로 인해 구축된 명성은 소비자나 종업원과 같은 이해관계자들에게 좋은 이미지를 심어주게 된다. 이는 매출증대로 이어져 자본시장 참여자들에게 해당 기업에 대한 미래현금흐름의 증가를 예상하게 하며 궁극적으로는 기업가치 증가로 이어지게 되는 것이다.

반면에 경영자는 개인적인 명성을 높이는 사회적 효익을 위해 사회공헌활동에 과잉투자할 수 있다. 경영자들이 기부금 지출을 개인의 명성이나 사회에 공헌한 실적을 높이기 위한 수단으로 이용한다면 기부금 지출은 기업의 이익극대화 목적을 달성하는 수준을 벗어나 경영자 개인의 효용을 높이기 위한

수준에서 결정될 수 있다. 이러한 경우 기업의 '좋은 일'에 대한 지출이 다른 한편으로는 주주들의 기회손실이 되므로, 기부금 지출은 주주와 경영자 간의 이해가 상충되는 대리인 문제를 가져오게 된다(Brown et al., 2006).

사회공헌활동 지출 가운데 기부금은 특수관계가 없는 자에게 사업과 직접 관계없이 무상으로 지출하는 재산적 증여의 가액을 말한다.<sup>2)</sup> 기부금은 업무와 직접 관련이 없는 지출이므로 본래 손금이 될 수 없다. 그러나 기부금 가운데 기업 활동의 원활한 수행을 위하여 사실상 불가피하게 요구되거나 공익성이 있는 것은 특별히 손금으로 인정할 필요가 있기 때문에 현행 법인세법은 일정한 한도액 범위내의 기부금을 손금으로 인정하고 있다.<sup>3)</sup>

이와 관련하여 기부금 한도초과는 경영자의 재량에 의한 과잉지출 여부를 판단하는 객관적인 기준이 될 수 있다. 세법상 손금한도를 초과하는 기부금 지출은 법인세 측면에서 기업에 부담으로 작용할 것이다. 따라서 기부금 지출이 기업가치에 미치는 효과는 기부금 한도초과 유무에 따라 차이가 존재할 것으로 예상해 볼 수 있다.

기부금 지출은 소유구조와 결부하여 해석이 가능하다. 외국의 경우 기부금 지출에 대해 경영자와 소액주주간 대리인 문제의 관점에서 접근하고 있

1) "전경련이 조사한 국내 200여개 기업들의 사회공헌 총 지출액은 매년 늘어나고 있다. 기업들의 사회공헌 총 지출액은 지난 2004년 1조2,284억원에서 2005년 1조4,025억원, 2006년 1조8,048억원, 2007년 1조9,556억원으로 4년 만에 2배 가까이 늘었다. 이는 기업들이 사회공헌활동을 부수적인 경영활동으로 보던 것에서 벗어나 경영전략의 한 축으로 인식하고 있는 것을 반영한다."(서울경제신문 2008년 12월 31일자 '사회공헌활동은 또 하나의 성장동력')

2) 법인세법 제24조 및 동법 시행령 제35조 1호

3) 법인이 법정기부금, 특례기부금 또는 지정기부금을 지출한 경우에는 다음 금액의 범위 안에서 당해 기부금을 순차적으로 손금에 산입한다.(법인세법 제24조 제1항, 제2항, 법인세법시행령 제38조 제3항)

구분	손금산입한도액
법정기부금	(기준소득금액-이월결손금)×75%
특례기부금	(기준소득금액-이월결손금-법정기부금 손금용인액)×50%
지정기부금	(기준소득금액-이월결손금-법정기부금 손금용인액-특례기부금 손금용인액)×5%

다. 그러나 국내의 경우 소유와 경영이 분리되지 않은 기업이 많다는<sup>4)</sup> 사실을 감안할 때 대리인 문제는 경영자와 소액주주보다는 소유주와 소액주주의 관점에서 접근하는 것이 보다 현실적인 것으로 판단된다. 이와 관련하여 소유주인 경영자 또는 소유주의 영향을 받는 경영자의 재량행위를 통제하기 위하여 가장 중요한 것은 경영자의 도덕적 해이를 감시할 수 있는 체제의 구축이고 이에 외부지분으로서 외국인지분을 고려하고자 한다.<sup>5)</sup> 외환위기를 겪으면서 국내자본시장에서 외국자본의 영향력이 강화됨에 따라, 외국인주주는 기존 경영진에 대한 중요한 감시자 역할을 수행하게 되었다. 또한 선진국의 기업 기부문화는 국내와 차이가 있으므로, 국내기업의 기부금 지출은 외국인주주에 의해 영향을 받을 것으로 추정된다.<sup>6)</sup>

본 연구에서는 기업의 다양한 사회공헌활동 중에서도 재무제표를 통해 명확한 파악이 가능한 기부금을 대상으로 기부금 지출이 기업가치에 미치는 효과를 실증적으로 검증해보고자 한다. 이와 더불어 감사보고서의 주석사항에서 파악이 가능한 기부금 손금불산입액을 대상으로 손금산입 한도를 벗어난 기부금 지출이 기업가치에 미치는 영향을 살펴보고자 한다. 추가적으로 소유구조와 관련하여 기부금 한도초과가 기업가치에 미치는 효과를 대주주 지분율<sup>7)</sup>과 외국인지분율을 통해 검증해보고자 한다.

지금까지 사회공헌활동에 대한 연구들은 경영전략이나 경영윤리와 같은 분야에서 주로 다루어져

왔다. 그러나 기부금 지출효과에 대해 실증적으로 검증한 연구는 많지 않다. 또한 기존의 기부금 관련 연구들이 한도초과에 대한 구분 없이 전체 기부금 지출액을 대상으로 분석을 수행하였다. 그러나 본 연구에서는 이와 더불어 손금산입 한도를 초과해서 기부금을 지출하는 기업에 대하여 소유구조를 감안할 경우 기업가치에 미치는 효과를 분석했다는 점에서 선행연구들과 차별화된다.

본 연구는 다음과 같이 구성된다. II장에서 본 연구와 관련 있는 선행연구들을 검토한다. III장에서 연구방법론과 연구가설을, IV장에서는 실증분석과 추가분석의 결과를, V장에서는 추가분석을, 마지막으로 VI장에서 결론 및 한계점이 제시된다.

## II. 선행연구

### 2.1 기부금 지출동기

지금까지 기부금 관련 국내·외 연구들은 주로 기부금 지출동기에 대해 다루고 있다.

Navarro(1988)는 기업의 기부금 지출에 대한 동기를 이익극대화 요인과 경영진의 재량요인으로 구분하여 실증분석을 하였다. 주요 변수로 광고비 지출, 판매마진, 매출원가 대비 노무비 비율, 산업 집중도, 전문경영인기업 더미, 부채비율, 주당배당

- 
- 4) 국내 상장기업 중 소유경영기업의 비중은 최우석 등(2003)의 연구에서는 82.4%, 황동섭(2005)의 연구에서는 90.4%로 조사되었다.  
 5) 김종성 등(2008)은 기부금과 관련한 경영자의 재량행위에 대한 통제장치로 경영자의 도덕적 해이를 감시할 수 있는 외부지분인 기관투자자, 외국인투자자, 소액투자자의 역할을 고려하였다. 그 결과 외국인 투자자들은 새로운 기업활동의 감시자로서 경영자의 도덕적 해이를 감소시킨다는 측면에서 적절한 역할을 하고 있는 것으로 나타났다. 그러나 기관투자자와 소액투자자는 그 기능을 제대로 하지 못하고 있는 것으로 나타나 이들의 역할을 강화할 필요성이 있음을 제시하였다.  
 6) 기부문화가 발달한 선진국은 개인의 기부가 70~80%이고 기업은 5~10%정도인데 비하여 우리나라는 기업이 40%를 차지하고 있다(손원익과 김진수, 2007).  
 7) 최대주주 및 특수관계인 지분을 포함

금 변화, 경영진 보상액 규모, 유효세율을 사용하여 분석한 결과 기부금 지출은 일종의 광고로 볼 수 있으며 이익극대화가 주요한 동기임을 제시하였다.

Boartsman and Gupta(1996)는 한계세율의 변화에 따른 기부금지출의 변화를 연구하였다. 1986년 세금 개혁법안(TRA86)에 따른 법인세율의 변화 자료를 사용하여 한계세율과 기부금 지출 간에 유의한 음(-)의 관계를 확인하였다. 또한 기부금 지출은 이익극대화가 아니라 경영진의 효용극대화를 지지하는 결과임을 확인하였다.

권순용 등(1997)은 기부금 지출수준에 영향을 미치는 특성에 대해 조사하였다. 연구결과 기업의 기부금 지출수준에 유의하게 양(+),의 영향을 미치는 변수로는 전기 및 업종평균 기부금 지출수준, 광고비 지출수준, 연구개발비 지출수준, 유효세율 등이며 음(-)의 영향을 미치는 변수는 부채비율인 것으로 나타났다. 또한 기부금을 단순히 기업규모에 따른 정치적 비용의 일부로만 볼 것이 아니라 기업 외부의 경제상황, 기업 내부의 재무상황 또는 광고 및 투자전략, 세금문제, 소유형태도 반영된 결과로 해석하였다.

정건영과 정용철(1999)도 기부금 지출수준을 결정하는 요인을 분석한 결과 기업규모, 순현금흐름, 동일산업의 타기업 및 과거의 기부금 지출수준, 광고비와 접대비, 연구개발비 등이 기업의 기부금 지출수준에 유의한 양(+),의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 한편, 부채비율과 유효법인세율은 기부금 지출수준에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 기업이 이익극대화 동기에서 기부금을 지출한다고 해석하고, 기부금 지출을 경상적인 경비로 간주하여 손금산입을 적절한 수준까지 확대하는 것이 바람직하다고 하였다.

Bartkus et al.(2002)은 소유구조와 관련하여 기관투자자는 기부금 지출이 과도한지 여부를 판단하고 이를 저지하는 역할을 수행한다고 보고하였다. 이들은 업종과 기업규모로 통제한 대응표본 분석을 통하여 기부금 지출이 많은 기업은 5% 이상 주주(Blockholder)의 수와 기관투자자 지분이 적은 기업이라는 증거를 발견하였다.

김종성 등(2008)은 기업의 소유구조가 기부금 지출수준에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과 대주주지분의 증가는 기부금 지출수준에 양(+),의 영향을 미치고 외국인지분의 증가는 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나 기관투자자지분과 소액투자자지분의 증가는 기부금 지출수준에 유의한 영향을 미치지 못하였다.

배정호 등(2008)은 2001년부터 2006년까지 사회공헌활동이 언론에 공개된 100개 기업을 분석한 결과, 사회공헌활동 및 관련 투자 사건당일과 사건 직전일의 비정상 수익률 합의 평균이 1.04%로 나타났다. 이는 시가총액 기준으로 약 1000억 원에 해당하며, 통계적으로 유의한 양(+),의 값을 보여주었다. 또한 사회공헌활동이 기업가치를 상승시키는 세부적인 요인을 검증한 결과, 자산규모가 작을수록 사회공헌활동 투자의 효율성이 오히려 큰 것으로 나타났다.

## 2.2 기부금 지출효과

기부금에 관한 최근 연구들은 기부금 지출동기와 더불어 기부금 지출이 매출 및 주가치 등 기업가치에 미치는 영향을 살펴보는 연구들이 수행되고 있다.

Barnea and Rubin(2006)은 대리인이론의 측면에서 기업의 사회공헌활동 지출이 이해관계자들

의 선호변화에 대응하기 위한 것일 경우 기업가치 극대화라는 목표를 달성할 수 있지만, 경영자가 개인적 명성을 높이는 사적효익을 위해 사회공헌활동에 과잉투자할 수 있다고 주장하였다. 분석결과 내부자 소유지분과 레버리지가 기업의 CSR 등급과 음(-)의 관계가 있음을 발견하였으며, 이에 대해 사회공헌활동 투자로 내부자가 부담하는 비용이 크지 않을 경우 과잉투자 동기가 크기 때문으로 해석하고 있다.

Fisman et al.(2006)은 상품의 질이 차별화되기 어려운 시장에서 사회공헌활동이 수직적 차별화를 위한 수단으로 사용된다는 사실을 검증하였다. 이익극대화 또는 사회공헌 목적으로 구분되는 경영자 유형의 차이를 알리는 신호로 사회공헌활동이 이용되며, 소비자에게 신호를 보내기 쉽거나 경쟁이 심한 업종일수록 사회공헌활동 지출이 높게 된다. 또한 경쟁이 심하고 광고가 집중되는 업종에서만 사회공헌활동과 이익이 양의 관계에 있음을 보였다.

Brown et al.(2006)은 기부금 지출이 주주가치 증대에 기여하고 있음을 발견하였다. 이들은 대리인비용이 기부금 지출의 주된 동기가 된다는 증거를 제시하면서, 이사회 규모가 클수록 이사회 명성을 위한 기부금 지출이 커지고 비영리 자선단체를 세울 가능성이 높다는 사실을 제시하였다. 또한 채권자 감시가설과 일관되게 부채비율이 높은 기업일수록 기부금 지출과 비영리자선단체를 세울 가능성이 낮아진다는 사실을 발견하였다.

Lev et al.(2006)은 1989년부터 2000년까지 상장기업에 대상으로 기부금이 미래 매출증가에 기여한다는 사실을 제시하고 있다. 소매나 금융서비

스와 같이 소비자의 인식에 민감한 산업에 속한 기업일수록 기부금의 매출증대 기여효과가 크게 나타난다는 사실을 발견하였다. 한편 매출증가가 미래 기부금 증가로 이어진다는 증거는 발견하지 못하였다.

기부금 지출효과에 관한 국내연구로 최운열 등(2007)은 1999년부터 2005년까지의 자료를 이용하여 Tobin's Q를 종속변수로, 매출액 대비 기부금지출규모, 총자산 대비 기부금 지출규모를 독립변수로 Pooled OLS, 고정효과 패널분석, 임의효과 패널분석을 수행하였다. 분석결과 사회공헌활동과 기업가치 간에 역U자형의 비선형관계를 확인하였으며 일부 분석에서는 양의 선형관계를 확인하였다.

### 2.3 선행연구와 본 연구의 차이

선행연구와 비교하여 본 연구의 차이점을 정리하면 다음과 같다.

첫째, 기업의 특성에 따른 기부금 지출수준의 변화를 살펴본 선행연구들과 달리 본 연구는 기부금 지출이 기업가치에 미치는 영향을 살펴보고자 한다. 그동안 기부금의 지출동기에 관한 실증연구들은 있었지만, 기부금 지출이 궁극적으로 기업가치에 미치는 영향에 관한 실증연구는 거의 없었다. 배정호 등(2008)은 언론보도를 이용하여 기업의 사회공헌활동 사건 당일과 사건 직전일의 비정상수익률(Abnormal Return)을 측정하는 event study를 수행하였다. 본 연구는 기업의 사회공헌활동에 관하여 이러한 단기적 영향을 측정하기보다는 일정 기간 동안 이루어진 기부금 지출액이 해당기간 말에 기업가치에 미치는 장기적 영향을 토빈 q로 측정하는 것에 목적이 있다.<sup>8)</sup>

8) 토빈 q를 이용한 기업가치의 측정은 주식초과수익률을 이용한 event study에 비해 주식시장에 미치는 직접적인 영향을 측정하기 어렵다. 그러나 기업의 장부가치에 비해 시장가치가 얼마나 높게 형성되어 있는가를 제시함으로써, 보다 장기적인 기업가치를 측정하

둘째, 본 연구는 기부금 지출 총액뿐만 아니라 법인세법상 손금산입 한도를 초과하는 기부금 지출이 기업가치에 미치는 영향을 살펴보고자 한다. 손금한도를 초과하는 기부금 지출은 법인세 측면에서 기업에 부담으로 작용할 것이므로 손금한도 내 기부금 지출과 구분하여 살펴볼 필요가 있다. 최윤열 등(2007)은 기부금 지출이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과 기부금 지출과 기업가치 간에 비선형관계를 확인하였다. 그러나 기부금 지출이 기업가치에 부정적 영향을 미치는 수준에 대해서는 규명하지 않았다. 본 연구는 기부금 과다지출을 판단할 수 있는 가장 객관적인 측정치인 법인세법상 손금한도를 기준으로 기부금 지출과 기업가치와의 관계를 규명한다는데 의의가 있다.

셋째, 기부금 한도초과가 기업가치에 미치는 영향을 소유구조에 따라 분석했다는 측면에서 선행연구들과 차별화된다고 할 수 있다. 김종성 등(2008)은 기업의 소유구조가 기부금 지출수준에 미치는 영향을 분석한 결과, 대주주지분의 증가는 기부금 지출수준에 양(+ )의 영향을 미치고 외국인지분의 증가는 음(-)의 영향을 미치는 것을 밝혔다. 이는 기업 소유구조가 기부금 과다지출의 가능성을 줄인다는 증거를 제시한 것으로, 본 연구는 이러한 증거를 토대로 기부금 과다지출의 경우 모니터링 효과에 따라 기업가치에 미치는 영향이 달라지는지를 대리인 이론 관점에서 검증하고자 한다.

### III. 연구 방법

#### 3.1 연구 가설

기부금 지출을 기업의 좋은 이미지를 구축하기 위한 투자의 일종으로 본다면 이러한 기업의 행위는 고객의 충성도를 높이고 기업의 인지도를 높여 잠재적인 매출증대를 가져올 것이다. 이는 시장참여자들에게 해당 기업에 대한 미래현금흐름의 증가를 예상하게 만들어 궁극적으로는 기업가치의 증가로 이어질 수 있다. 그러나 다른 한편으로 기부금은 사업과는 무관한 지출이므로 기업가치를 증대시키지 못하고, 오히려 기업의 사회적 이미지를 유지하기 위한 자원의 낭비로 인식되어 주주의 부를 감소시키는 결과를 가져올 수도 있다. 본 연구에서는 기부금 지출을 기업의 이미지를 제고하기 위한 투자의 일종으로 보고 다음과 같이 가설을 설정한다.

가설 1: 기부금 지출액은 기업가치에 긍정적 영향을 미친다.

기부금 가운데 기업 활동의 원활한 수행을 위하여 사실상 불가피하게 요구되거나 공익성이 있는 것에 대하여 현행 법인세법은 일정한 한도액 범위 안에서 손금으로 인정하고 있다. 기업가치 극대화 측면에서 본다면 기업은 손금인정 범위를 벗어나는 기부금 지출을 자제할 것이다. 한편 기부금은 경영자의 재량에 의해서 지출되는 비용의 성격을 가지고 있다. 이 경우 손금산입 한도를 벗어나는 기부

는데 널리 쓰이는 측정치이다. 기업의 사회공헌활동이 단기적 비용이 아닌 장기적 투자로 인식된다면 토빈 q는 기부금 지출이 기업가치에 미치는 영향을 측정하는데 적절한 측정치라고 볼 수 있다.

금 지출이 있는 기업은 경영자가 그러한 사실을 사전에 파악할 수 있었음에도 불구하고 동 비용을 지출한 것으로 추정할 수 있다. 경영자는 기부금 지출을 개인의 사회적 지위향상이나 사회에 공헌한 실적을 높이기 위한 수단으로 이용할 유인이 존재하기 때문이다(Barnea and Rubin, 2006).

경영자가 자신의 사적 효익을 극대화하기 위하여 기부금을 적정수준 이상으로 지출한다면 기업 측면에서는 손금불산입으로 인한 세금부담 및 다른 주주들의 기회손실을 가져오게 된다. 기부금 한도초과는 경영자의 재량에 의한 과잉지출 여부를 판단하는 객관적인 기준이 될 수 있다. 따라서 손금으로 인정되는 범위를 넘어서는 기부금 지출은 기업에 부담으로 작용하여 기업가치의 증가효과가 줄어들 것으로 예상된다.

가설 2: 손금한도를 초과하는 기부금 지출을 하는 기업에서는 기부금 지출이 기업가치에 미치는 긍정적 효과가 줄어든다.

기업에서 대주주의 통제력이 강할수록 지배구조에 대한 영향력이 커지고, 이러한 통제권을 사용하여 대주주는 사적효용 극대화 관점에서 사회적 영향력을 행사하고자 할 것이다. 이들은 사회적 평판과 영향력을 유지하기 위하여 기부금 지출을 증가시킬 유인을 가지고 있다(김종성 등, 2008). 시장 참여자들이 기업의 과도한 기부금 지출을 대주주의 사적효용 추구행위로 인지하고 있다면 대주주지분율이 높은 기업에서 손금한도를 초과하는 기부금 지출이 기업가치에 미치는 영향은 부정적으로 관찰될 것이다.

가설 3: 손금한도를 초과하는 기부금 지출의 부

정적 효과가 대주주 지분율이 높은 기업에서는 늘어난다.

외부대주주지분과 기업가치의 관계에 관한 이론으로 적극적 감시가설과 이해상충가설이 있다(Pound, 1988). 적극적 감시가설은 외국인투자자나 기관투자자와 같은 외부대주주가 기업을 모니터링 함으로써 기업가치를 증대시키는 역할을 한다고 보는 견해이다. 또한 외국인투자자는 회계정보의 투명도를 개선하여 기업과 외부이해관계자 사이의 정보비대칭을 완화하는 데 공헌하는 것으로 알려져 있다(안윤영 등, 2005).

반면 이해상충가설은 외국인투자자나 기관투자자가 적극적인 감시자로 행동하기보다는 기업의 압력에 의해서 또는 자신들의 이해관계에 따라 경영진을 지지하게 되어 오히려 기업가치가 하락한다는 견해이다. 또한 외국인투자자들은 투자기업이 속한 국가의 상황을 현지 투자자보다 잘 알지 못하므로, 외국인투자자와 투자대상기업 간에는 정보비대칭이 존재한다. 외국인투자자가 내국인투자자에 비해 정보열위에 있으므로 정보 비대칭 문제가 클 것이라는 관점(Kang and Stulz, 1997; Coval and Moskowitz, 1999; Dahlquist and Robertsson, 2001)에 따르면 외국인투자자의 모니터링 역할이 제한될 수도 있다.

본 논문에서는 내국인 주주들의 기업 감시기능이 외국인에 비해 상대적으로 미약한 상황에서 외국인 투자자들이 적극적 감시자 역할을 담당할 것으로 가정한다. 따라서 외국인지분율이 높은 기업에서는 기부금 한도초과가 존재하더라도 이는 적극적 모니터링을 거친 결과이므로 기부금 지출이 기업가치에 미치는 긍정적 효과가 훼손되지 않을 것으로 예상된다.

가설 4: 손금한도를 초과하는 기부금 지출의 부정적 효과가 외국인 지분율이 높은 기업에서는 줄어든다.

### 3.2 연구 모형

본 연구에서 기업가치는 Tobin's Q로 측정하였으며, 기부금 및 소유구조와 Tobin's Q 사이의 관련성을 검증하는데 있어 Tobin's Q에 영향을 미

치는 것으로 기대되는 통제변수들을 모형에 포함하였다. 통제변수는 기업연령(AGE), 기업규모(SIZE), 부채비율(LEV), 총자산이익률(ROA), 매출액성장률(GROWTH), 영업위험(ORISK), 광고선전비(MKT), 연구개발비(RND), 채벌여부(CHAEBOLD) 등이며(박경서 등, 2003; 신현한 등, 2004; 박종일 등, 2006), 연도더미(YD)와 산업더미(IND)가 모형식에 추가되었다.

본 연구에서 종속변수인 기업가치를 측정하기 위

$$Q_{it(t+1)} = \alpha + \beta_1 TCONT_{it} + \beta_2 OWN_{it} + \beta_3 FOREIGN_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 GROWTH_{it} + \beta_9 ORISK_{it} + \beta_{10} ADVE_{it} + \beta_{11} RND_{it} + \beta_{12} CHAEBOLD_{it} + \beta_{13-25} IND_{it} + \beta_{26-31} YEAR_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$Q_{it(t+1)} = \alpha + \beta_1 TCONT_{it} + \beta_2 NCONTD_{it} + \beta_3 TCONT_{it} \times NCONTD_{it} + \beta_4 OWN_{it} + \beta_5 FOREIGN_{it} + \beta_6 AGE_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 LEV_{it} + \beta_9 ROA_{it} + \beta_{10} GROWTH_{it} + \beta_{11} ORISK_{it} + \beta_{12} ADVE_{it} + \beta_{13} RND_{it} + \beta_{14} CHAEBOLD_{it} + \beta_{15-27} IND_{it} + \beta_{28-33} YEAR_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

$$Q_{it(t+1)} = \alpha + \beta_1 TCONT_{it} + \beta_2 NCONTD_{it} + \beta_3 OWN_{it} + \beta_4 FOREIGN_{it} + \beta_5 (NCONTD \times OWN)_{it} + \beta_6 (NCONTD \times FOREIGN)_{it} + \beta_7 AGE_{it} + \beta_8 SIZE_{it} + \beta_9 LEV_{it} + \beta_{10} ROA_{it} + \beta_{11} GROWTH_{it} + \beta_{12} ORISK_{it} + \beta_{13} ADVE_{it} + \beta_{14} RND_{it} + \beta_{15} CHAEBOLD_{it} + \beta_{16-28} IND_{it} + \beta_{29-34} YEAR_{it} + \epsilon_{it} \quad (3)$$

- Q = (보통주와 우선주의 기말 시가총액 합계 + 기말 총부채) / 기말 총자산
- TCONT = 기부금/매출액
- NCONTD = 기부금 한도초과가 있으면 1, 그렇지 않으면 0
- OWN = 기말 현재 최대주주 및 특수관계자 지분율
- FOREIGN = 기말 현재 외국인지분율
- AGE = (해당연도 - 설립년도)의 자연로그 값
- SIZE = 총자산의 자연로그 값
- LEV = 기말 총부채/기말 총자산
- ROA = 영업이익/기초 총자산
- GROWTH = (당기 매출액/전기 매출액) - 1
- ORISK = (기말 매출채권 + 기말 재고자산) / 기말 총자산
- ADVE = 광고선전비/매출액
- RND = 연구개발비/매출액
- CHAEBOLD = 공정거래위원회에서 지정하는 출자총액제한집단 및 상호출자제한집단 계열에 속하면 1, 그렇지 않으면 0
- IND = 업종더미
- YEAR = 연도더미

하여 사용된 Tobin's Q는 기업의 장부가치 대비 시장가치의 비율로 보았다. 순현재가치가 양(+ )인 투자기회를 보유하거나, 미래 성장성이 높은 연구 개발투자를 한 경우, 또는 우수한 경영진 및 기타 무형자산을 보유한 경우 기업의 시장가치는 장부가치에 비해 높게 형성된다(김병호, 2002). 분석에서 Tobin's Q는 시차(lag)에 따른 동시성 효과를 고려하여 t기 뿐만 아니라 t+1기의 값을 병행하기로 한다. 또한 종속변수와 독립변수를 동일 기간으로 검증한다면 시차에 의한 인과관계를 규명하기 어려운 내생성(endogeneity)의 문제가 발생할 우려가 있다. t+1기의 종속변수와 t기의 시차모형은 이러한 내생성을 완화시킬 수 있을 것이다. Tobin's Q의 분자는 보통주와 우선주의 시가총액 합계와 부채의 장부가액의 합으로 계산하였고, 시가총액은 해당연도 기말 시가총액을 사용하였다.

본 연구의 주된 관심변수는 기부금(TCONT), 기부금 한도초과더미(NCONTD) 및 상호작용 변수로 사용되는 대주주지분율(OWN)과 외국인지분율(FOREIGN)이다. TCONT는 손익계산서상의 기부금을 매출액으로 나누어 측정하였으며, 최운열 등(2007)에서 기업가치와 유의적인 양(+ )의 관계에 있음을 보고하고 있다. NCONTD는 감사보고서 주식에서 '당기와 전기의 법인세비용차감전순이익과 과세소득 간 차이내역 중 영구적 차이로 인한 변동액' 중 기부금 한도초과 금액을 찾아 더미를 취하는 방식을 사용하였다. 이와 더불어 손금한도를 초과하는 기부금 지출이 기업가치에 미치는 영향을 소유구조를 통해 알아보기 위하여 대주주지분율(OWN)과 외국인지분율(FOREIGN)을 포함하

였다.<sup>9)</sup>

그 밖에 통제변수로 선정된 변수의 측정 및 통제 변수와 기업가치 사이의 관련성을 살펴보면 다음과 같다. 기업연령(AGE)은 선행연구와 같이 해당연도에서 설립연도를 차감한 후 자연로그를 취하여 계산하였다. 선행연구에서는 기업연령과 기업가치 사이에는 유의적인 음(-)의 관련성을 보고하였다(신현한 등, 2004; 박경서 등, 2003). 기업규모(SIZE)는 총자산에 자연로그를 취하여 측정하였는데, 신현한 등(2004)의 연구는 기업규모와 기업가치 사이에 유의적인 음(-)의 관계를 보고하였다. 레버리지(LEV)는 재무위험의 통계를 목적으로 부채총계를 자산총계로 나눈 비율로 측정하였으며, 신현한 등(2004)의 연구는 부채비율과 기업가치 사이에 유의적인 양(+ )의 관계를 보고하였다.

총자산이익률(ROA)은 수익성을 통제하기 위한 목적으로 총자산 대비 영업이익으로 측정하였으며(신현한 등, 2004; 박경서 등, 2004), ROA가 높은 기업일수록 기업가치가 증가할 것으로 기대된다. 매출액성장률(GROWTH)은 전기 매출액 대비 당기 매출액의 증가율로 측정하였다. 선행연구에서는 매출액성장률이 높은 기업일수록 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다(박종일, 2004). ORISK는 영업위험을 나타내는 변수로 총자산 대비 매출채권과 재고자산의 합으로 측정하였다(박종일, 2004; 신승묘, 1999). 영업위험이 높은 기업일수록 기업가치는 감소할 것으로 기대된다.

McConnell and Servaes(1990)는 연구개발 및 광고 활동과 Tobin's Q 사이에 각각 양(+ )의 관계를 보고하였고, 공재식(1999)에서도 연구개발비

9) 소유구조 변수는 가설 1과 2를 검증함에 있어서 통제변수로도 사용하였다. 소유구조와 기업가치 사이의 관련성에 관한 선행연구 결과에 의하면, 기업가치에 대해 OWN은 유의적인 음(-)의 관계에 있고(신현한 등, 2004), FOREIGN은 유의적인 양(+ )의 관계에 있는 것으로 나타났다(신현한 등, 2004; 박경서 등, 2003).

지출이 많을수록 기업가치와 유의적인 양(+)의 관계가 있음을 보고하였다. ADVE는 광고선전비를 매출액으로 나누어 측정하였으며(Black et al., 2003), RND는 연구비와 개발비의 합을 매출액으로 나누어 측정하였다(Choi et al., 2004).

CHAEBOLD는 신현한 등(2004) 및 박경서 등(2003)의 연구에서 통제변수로 포함하고 있으며, 30대 재벌더미 변수와 기업가치 간에는 유의적인 양(+)의 관계를 보고하였다. CHAEBOLD 변수는 해당연도에 공정거래위원회에서 지정된 출자총액제한집단과 상호출자제한집단에 소속된 계열회사이면 1, 아니면 0으로 측정되었다. 또한 연도별 더미(YD)와 산업별 더미변수(IND)가 모형식에 포함되었다.

## IV. 실증 분석

### 4.1 자료 및 기술통계

본 연구는 2001년부터 2006년까지를 표본기간으로, 2008년 10월 31일 현재 유가증권시장에 상장되어 있는 기업 중 다음의 조건들을 만족시키는 기업을 대상으로 하였다.

- ① 금융업을 제외한 12월 결산기업
- ② 한국신용평가정보(주)에서 제공하는 Kis-Value 및 Fn-Guide에서 제공하는 Data Guide Pro를 이용해 자료가 입수 가능한 기업

### ③ 자본잠식 기업 제외

다음으로 데이터베이스에 포함되어 있는 데이터 오류로 의심되는 표본을 분석에서 제외하였다.<sup>10)</sup> 그리고 이상치가 회귀분석에 미치는 영향을 배제하기 위하여, 분석모형에 포함된 독립변수와 종속변수에서 상위 1%와 하위 1%에 해당하는 표본의 값을 Winsorization 방식으로 조정하였다.

〈표 1〉은 분석에 사용된 주요 변수의 기술통계량을 보여주고 있다. Panel A와 Panel B는 각각 금액기준 및 비율기준 기술통계량을 보여주고 있다. Panel A를 보면 손익계산서상 기부금 지출이 기록되어 있는 기업은 전체 2,981개 기업 중 2,661개 기업으로 전체 표본의 약 90%의 기업이 기부금을 지출하고 있음을 알 수 있다. 표에서 표본기업의 평균 기부금 지출액은 20억원 정도이나, 기부금 지출액의 편차가 매우 심해 중위수인 74백만원 정도를 평균으로 생각하는 것이 타당한 것으로 보인다. 이는 소수의 기업이 대규모의 기부금지출을 하는 반면 다수의 기업은 기부금지출규모가 크지 않음을 의미한다.<sup>11)</sup> 기부금 한도초과가 있는 기업은 326개로 기부금 지출기업 2,661개 중 약 12% 정도가 손익산입 한도를 초과하여 기부금을 지출했음을 알 수 있다.

Panel B에서 매출액 대비 기부금 비율은 평균적으로 0.13%로 광고선전비(0.8%)나 연구개발비(1.2%)에 비해 매우 낮은 편이다. 소유구조 변수 중 OWN은 평균(34%)과 중위수(32%)가 거의 차이가 없으나, FOREIGN은 평균(11%)보다 중

10) DB는 입력 과정에서 잠재적으로 오류가 발생할 수 있다. 따라서 이론적으로는 가능하지만, 현실적으로 거의 발생 가능성이 희박한 데이터는 오류로 보고 분석에서 제외하는 것이 타당할 것이다. 본 연구에서는 매출액과 시가총액이 0이나 음(-)의 값을 갖는다면 이는 데이터 오류일 가능성이 높은 것으로 판단했다.

11) Panel A에서 기부금 지출액의 최대값인 175,249백만원은 삼성전자의 2006년도 기부금 지출액이었고, 삼성전자, 포스코, 한국전력공사, 케이티 등이 분석기간 동안 기부금 지출 상위를 기록하고 있다.

위수(4%)가 많이 낮아 외국인지분이 일부 기업에 편중되어 있음을 알 수 있다. ADVE와 RND의 경우도 평균과 중위수의 차이가 커 일부기업의 광고 선전비와 연구개발비 지출이 높다는 것을 보여주고 있다. Panel C는 전체표본 중 기부금 한도초과를 기록

〈표 1〉 기술통계량

Panel A. 금액 기준(N=2981) (단위: 백만원)						
구분	표본 수	평균값	표준편차	최소값	중위수	최대값
시가총액	2981	661,555	4,005,494	2,337	52,408	108,281,480
기부금	2661	1,997	10,913	0.012	74	175,249
기부금 한도초과	326	115	443	0.035	7	3,562
기업연령	2981	33	14	1	33	110
자산총계	2981	1,116,937	4,025,727	5,218	197,083	63,536,201
부채총계	2981	554,359	1,650,762	816	80,573	20,574,177
매출액	2981	1,043,618	3,575,371	1,149	178,758	58,972,765
영업이익	2981	79,723	442,629	-1,292,128	8,996	12,016,877
당기순이익	2981	60,958	420,795	-5,073,591	6,398	10,786,742
광고선전비	2874	7,973	52,983	0.080	271	1,515,037
연구개발비	2283	26,759	232,718	0.017	970	5,576,301
Panel B. 비율 기준(N=2981)						
구분	표본 수	평균값	표준편차	최소값	중위수	최대값
Q <sub>t</sub>	2981	0.90546	0.39285	0.34740	0.81759	3.15864
Q <sub>t+1</sub>	2981	0.96877	0.45096	0.35522	0.85803	3.18328
TCONT(%)	2661	0.13149	0.24884	0.00001	0.03404	1.59405
NCONT(%)	326	0.02021	0.04028	0.00000	0.00293	0.15364
OWN	2875	0.34090	0.17386	0.00300	0.32410	0.77870
FOREIGN	2475	0.10869	0.15347	0.00005	0.03670	0.65900
AGE	2981	3.37590	0.61899	0.69315	3.49651	4.26268
SIZE	2981	26.24476	1.46281	23.62984	26.00689	30.39192
LEV	2981	0.47392	0.19378	0.08422	0.47381	0.92961
ROA	2981	0.05236	0.06903	-0.20399	0.05047	0.25251
GROWTH	2981	0.04019	0.24281	-0.97805	0.04672	0.98089
ORISK	2981	0.27625	0.14276	0.00442	0.26386	0.65224
ADVE	2874	0.00812	0.01726	0.00000	0.00118	0.09921
RND	2283	0.01223	0.01871	0.00000	0.00480	0.10829
CHAEBOLD	2981	0.23818	0.42604	0.00000	0.00000	1.00000

〈표 1〉 기술통계량 (계속)

Panel C. 기부금 한도초과 유무에 따른 비교(N=2981)					(단위: 백만원)	
구분	기부금 한도초과 有 (N=326)		기부금 한도초과 無 (N=2655)		t-stat	z-stat
	평균값	중위수	평균값	중위수		
$Q_t$	0.855	0.792	0.912	0.824	2.77***	2.21**
$Q_{t+1}$	0.933	0.838	0.973	0.861	1.68*	0.10
TCONT(%)	0.182	0.042	0.109	0.023	-3.90***	-6.10***
OWN	0.334	0.337	0.328	0.315	-0.54	-1.15
FOREIGN	0.072	0.015	0.093	0.014	3.09***	-0.38
AGE	3.432	3.526	3.369	3.497	-1.74*	-2.59**
SIZE	26.302	26.137	26.238	26.967	-0.88	2.11**
LEV	0.458	0.471	0.476	0.475	1.61	1.25
ROA	0.053	0.046	0.052	0.051	-0.33	0.90
GROWTH	0.039	0.044	0.040	0.047	0.13	0.08
ORISK	0.261	0.250	0.278	0.266	2.19**	1.74*
ADVE	0.010	0.002	0.008	0.001	-2.42**	-4.39***
RND	0.009	0.003	0.010	0.002	1.02	-2.59***
CHAEBOLD	0.288	0.000	0.232	0.000	-2.25**	-2.25**

주1) \* 10% 유의수준, \*\* 5% 유의수준, \*\*\* 1% 유의수준. 양측검정(two-tailed test) 결과임.

주2) TCONT와 NCONT의 수치를 보다 자세히 나타내기 위해 백분율(%)로 표시하였음.

$Q = (\text{보통주와 우선주의 기말 시가총액 합계} + \text{기말 총부채}) / \text{기말 총자산}$

TCONT = 기부금/매출액

NCONT = 기부금 한도초과가 있으면 1, 그렇지 않으면 0

OWN = 기말 현재 최대주주 및 특수관계자 지분율

FOREIGN = 기말 현재 외국인 지분율

AGE = (해당연도 - 설립년도)의 자연로그 값

SIZE = 총자산의 자연로그 값

LEV = 기말 총부채/기말 총자산

ROA = 영업이익/기초 총자산

GROWTH = (당기 매출액/전기 매출액) - 1

ORISK = (기말 매출채권 + 기말 재고자산) / 기말 총자산

ADVE = 광고선전비/매출액

RND = 연구개발비/매출액

CHAEBOLD = 공정거래위원회에서 지정하는 출자총액제한집단 및 상호출자제한집단 계열에 속하면 1, 그렇지 않으면 0

한 표본(326개)과 그렇지 않은 표본(2,655개)의 기술통계량을 비교한 것이다. 기부금 한도초과가 있는 기업들이 그렇지 않은 기업들보다 매출액 대비 기부금 지출비율, 광고선전비 지출비율이 유의적으로 높고 기업연령은 유의적으로 높은 것을 알

수 있다.

〈표 2〉는 주요 변수 간 피어슨 상관분석 결과를 나타낸다. 먼저 종속변수인  $Q_{(t+1)}$ 와 대부분 변수들이 유의한 관계를 나타내고 있음을 알 수 있다.  $Q_{(t+1)}$ 는 전체 기부금인 TCONT와 유의한 양(+)

〈표 2〉 변수간 피어슨 상관분석(N=2,981)

	TCNT	NCNTD	OWN	FOREIGN	AGE	SIZE	LEV	ROA	GROWTH	ORISK	ADVE	RND	CHAE -BOLD
Q <sub>t</sub>	0.124 (<.0001)	-0.045 (0.014)	-0.116 (<.0001)	0.327 (<.0001)	-0.205 (<.0001)	0.136 (<.0001)	0.194 (<.0001)	0.168 (<.0001)	0.072 (<.0001)	-0.060 (0.001)	0.179 (<.0001)	0.278 (<.0001)	0.158 (<.0001)
Q <sub>t+1</sub>	0.090 (<.0001)	-0.028 (0.124)	-0.093 (<.0001)	0.278 (<.0001)	-0.174 (<.0001)	0.124 (<.0001)	0.169 (<.0001)	0.095 (<.0001)	0.090 (<.0001)	-0.047 (0.010)	0.153 (<.0001)	0.225 (<.0001)	0.167 (<.0001)
TCNT		0.095 (<.0001)	0.030 (0.103)	0.142 (<.0001)	0.007 (0.694)	0.136 (<.0001)	-0.155 (<.0001)	0.241 (<.0001)	0.031 (0.094)	-0.085 (<.0001)	0.234 (<.0001)	0.104 (<.0001)	0.052 (0.005)
NCNTD			0.009 (0.619)	-0.045 (0.015)	0.032 (0.082)	0.014 (0.457)	-0.029 (0.108)	0.005 (0.772)	-0.002 (0.896)	-0.037 (0.046)	0.048 (0.008)	-0.016 (0.378)	0.041 (0.024)
OWN				-0.064 (0.000)	-0.044 (0.017)	-0.048 (0.009)	-0.138 (<.0001)	0.068 (0.000)	0.016 (0.389)	-0.029 (0.118)	0.032 (0.078)	-0.092 (<.0001)	0.036 (0.047)
FOREIGN					-0.034 (0.065)	0.488 (<.0001)	-0.156 (<.0001)	0.317 (<.0001)	0.059 (0.001)	-0.183 (<.0001)	0.206 (<.0001)	0.103 (<.0001)	0.308 (<.0001)
AGE						0.045 (0.014)	0.015 (0.422)	-0.116 (<.0001)	-0.123 (<.0001)	-0.044 (0.017)	-0.024 (0.184)	-0.111 (<.0001)	-0.052 (0.004)
SIZE							0.172 (<.0001)	0.229 (<.0001)	0.071 (<.0001)	-0.386 (<.0001)	0.056 (0.002)	0.050 (0.006)	0.635 (<.0001)
LEV								-0.145 (<.0001)	0.017 (0.366)	0.047 (0.010)	-0.066 (0.000)	-0.092 (<.0001)	0.153 (<.0001)
ROA									0.318 (<.0001)	0.083 (<.0001)	0.194 (<.0001)	-0.008 (0.668)	0.117 (<.0001)
GROWTH										0.085 (<.0001)	-0.004 (0.839)	-0.057 (0.002)	0.027 (0.134)
ORISK											0.032 (0.081)	0.007 (0.717)	-0.263 (<.0001)
ADVE												0.134 (<.0001)	0.017 (0.361)
RND													0.048 (0.009)

주) 변수정리는 〈표 1〉참조

의 상관관계를 보여, 기부금 지출액이 큰 기업일수록 기업가치가 높은 것을 알 수 있다. 기부금 한도 초과 더미를 나타내는 NCONTD에 대해서는 예상대로 음(-)의 상관관계이나 t+1기에서는 유의하지 않은 결과를 보이고 있다. 소유구조 변수인 OWN과는 유의한 음(-)의 관계를, FOREIGN과는 유의한 양(+)의 관계를 나타내어 대주주지분율이 높은 기업일수록 기업가치가 낮고 외국인지분율이 높은 기업일수록 기업가치가 높은 결과를 보이고 있다. 기타 통제변수들은 대부분 예상부호와 일치하는 유의한 상관관계를 나타내고 있으나 기업규모 변수인 SIZE의 경우 예상과 달리 유의적인 양(+)의 관계를 보이고 있다.

소유구조 변수와 일부 통제변수 사이에도 유의적인 관련성이 있는 것으로 나타났다. 대주주 지분율은 외국인지분율, 기업연령, 기업규모, 부채비율, 연구개발비 비중이 낮을수록 높게 나타나고 있다. 반면 외국인투자자 지분율은 기업규모, 수익성, 광고선전비, 연구개발비 비중이 높고 재벌 계열사일수록 높고, 부채비율과 영업위험이 높을수록 낮았다.

## 4.2 다변량 분석

### 4.2.1 [가설 1]의 검증 결과

〈표 3〉은 [가설 1]에 대한 다변량 회귀분석의 결과를 보여준다. 모형의 F값은  $Q_t$  및  $Q_{t+1}$  모두 통계적으로 유의하게 나타나 모형 설정상의 문제점은 없는 것으로 판단된다. 또한 모형의 설명력(수

정  $R^2$ )은 종속변수가  $Q_t$ 인 경우가  $Q_{t+1}$ 에 비해 더 높게 나타나, t기의 설명변수들이 t+1기보다 t기의 기업가치와 관련성이 더 높다는 것을 알 수 있다.

관심변수인 TCONT의 회귀계수는  $Q_t$ 의 경우 13.006,  $Q_{t+1}$ 의 경우 11.770으로 모두 1% 수준에서 유의하게 나타나, 기부금 지출액이 기업가치에 긍정적 영향을 미치고 있음을 알 수 있다. 이는 기부금 지출액이 기업의 좋은 이미지를 구축하기 위한 투자의 역할을 하여 시장참여자들에게 해당 기업에 대한 미래현금흐름의 증가를 예상하게 만들어 궁극적으로는 기업가치의 증가로 이어진다는 해석을 가능하게 하는 결과이다.

통제변수들도 모든 변수들의 부호가 선행연구와 일치하는 방향으로 유의한 결과를 나타내고 있다. 소유구조 변수 중 FOREIGN의 회귀계수는  $Q_t$ 와  $Q_{t+1}$ 에서 일관되게 유의한 양(+)의 값을 보여주고 있다. 이는 외국인지분율이 높은 기업일수록 기업가치가 높다는 선행연구 결과와 일치한다. LEV의 회귀계수는 선행연구와 일치하게 1% 수준에서 양(+)의 값을 나타내었다. 이는 국내기업의 경우 차입의존도가 높은 기업일수록 기업가치가 높다는 것을 의미한다(박종일 등, 2006). ADVE와 RND의 회귀계수도 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타내어, 광고선전비나 연구개발비에 대한 투자가 많은 기업일수록 기업가치가 높다는 결과를 뒷받침해주고 있다. CHAEBOLD 역시 유의한 양(+)의 값을 나타내어 재벌계열에 소속된 기업들의 기업가치 차이가 높은 것으로 해석된다.<sup>12)</sup>

12) 변수 간에 발생할 수 있는 다중공선성(Multicollinearity) 여부를 파악하기 위해 VIF값을 확인하였으나 최대 3.03으로 나타나 큰 문제가 되지 않는 것으로 보인다. Gujarati(1995)에 따르면 VIF가 10보다 작으면 다중공선성이 문제가 되지 않는 것으로 설명하고 있다.

(표 3) 기부금지출액이 기업가치에 미치는 영향에 대한 회귀분석 결과

$$Q_{it(t+1)} = \alpha + \beta_1 TCONT_{it} + \beta_2 OWN_{it} + \beta_3 FOREIGN_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 GROWTH_{it} + \beta_9 ORISK_{it} + \beta_{10} ADVE_{it} + \beta_{11} RND_{it} + \beta_{12} CHAEBOLD_{it} + \beta_{13-25} IND_{it} + \beta_{26-31} YEAR_{it} + \epsilon_{it}$$

변수	예상부호	$Q_t$		$Q_{t+1}$	
		계수	t-stat	계수	t-stat
<i>Intercept</i>		2.077	13.75***	1.977	10.61***
<i>TCONT</i>	(+)	13.006	5.35***	11.770	3.93***
<i>OWN</i>	(-)	-0.105	-3.36***	-0.102	-2.66***
<i>FOREIGN</i>	(+)	0.749	16.04***	0.697	12.1***
<i>AGE</i>	(-)	-0.066	-7.31***	-0.067	-5.98***
<i>SIZE</i>	(-)	-0.057	-9.98***	-0.054	-7.7***
<i>LEV</i>	(+)	0.721	22.72***	0.700	17.89***
<i>ROA</i>	(+)	0.910	9.64***	0.558	4.79***
<i>GROWTH</i>	(+)	0.069	2.89***	0.093	3.17***
<i>ORISK</i>	(-)	-0.239	-5.31***	-0.195	-3.51***
<i>ADVE</i>	(+)	1.550	4.41***	1.779	4.1***
<i>RND</i>	(+)	5.336	15.18***	4.815	11.1***
<i>CHAEBOLD</i>	(+)	0.056	3.37***	0.096	4.68***
<i>IND</i>		업종더미 포함			
<i>YEAR</i>		연도더미 포함			
수정 $R^2$		0.46		0.37	
F-value		88.97***		65.73***	
표본 수		2,981			

주) \* 10% 유의수준, \*\* 5% 유의수준, \*\*\* 1% 유의수준. 양측검정(two-tailed test) 결과임.

$Q$  = (보통주와 우선주의 기말 시가총액 합계 + 기말 총부채) / 기말 총자산

*TCONT* = 기부금/매출액

*OWN* = 기말 현재 최대주주 및 특수관계자 지분율

*FOREIGN* = 기말 현재 외국인 지분율

*AGE* = (해당연도 - 설립년도)의 자연로그 값

*SIZE* = 총자산의 자연로그 값

*LEV* = 기말 총부채 / 기말 총자산

*ROA* = 영업이익 / 기초 총자산

*GROWTH* = (당기 매출액 / 전기 매출액) - 1

*ORISK* = (기말 매출채권 + 기말 재고자산) / 기말 총자산

*ADVE* = 광고선전비 / 매출액

*RND* = 연구개발비 / 매출액

*CHAEBOLD* = 공정거래위원회에서 지정하는 출자총액제한집단 및 상호출자제한집단 계열에 속하면 1, 그렇지 않으면 0

*IND* = 업종더미

*YEAR* = 연도더미

#### 4.2.2 [가설 2]의 검증 결과

<표 4>는 [가설 2]에 대한 다변량 회귀분석의 결과를 보여준다. 분석결과에서 관심변수인 손금한도를 초과하는 기부금지출(TCONT×NCONTD)의 부호가 음(-)으로 유의적으로 나타났다. 이는 손금한도 초과 기업에서의 손금한도 초과 기부금은 전체 기부금 지출이 기업가치에 미치는 긍정적 효과를 반감시키는 것을 의미한다. 즉 손금한도를 초과하는 기부금 지출을 하는 기업에서는 기부금 지출이 기업가치에 미치는 긍정적 효과가 줄어든다는 [가설 2]를 지지하는 결과이다.<sup>13)</sup>  $Q_{t+1}$ 에서도 부호는 음(-)이나 유의하지는 않은 결과를 보여, 기부금 한도초과가 기업가치에 미치는 부정적 효과가 다음 기까지 이어지지 않는 것으로 해석할 수 있다.

기부금 한도초과는 경영자의 재량에 의한 과잉지출 여부를 판단하는 객관적인 기준이 될 수 있다.<sup>14)</sup> 따라서 이러한 결과는 기부금 지출의 긍정적 효과도 손금한도를 넘어서는 수준으로 이루어지면 기업에 부담으로 작용하여 기업가치 증가로 이어지지 않는다는 것을 의미한다. 통제변수들은 [가설 1]에 대한 검증결과와 일관된 결과를 나타내고 있다.<sup>15)</sup>

#### 4.2.3 [가설 3]과 [가설 4]의 검증 결과

<표 5>는 [가설 3]과 [가설 4]에 대한 다변량

회귀분석의 결과를 보여준다. 먼저 [가설 3]의 대주주지분율에 따른 기부금 한도초과가 기업가치에 미치는 영향을 검증한 결과, 기부금 한도초과 더미(NCONTD)와 대주주지분율(OWN)의 상호작용 효과에서 회귀계수는  $Q_t$ 의 경우 -0.310, 그리고  $Q_{t+1}$ 의 경우 -0.339로 모두 1% 수준에서 유의한 결과를 보였다. 즉 기부금 한도초과가 있는 기업 중 대주주지분율이 높은 기업일수록 기업가치 감소 효과가 크게 나타나고 있음을 알 수 있다. 이는 시장참여자들이 기업의 과도한 기부금 지출을 대주주의 사적효용을 증가시키기 위한 지출로 인지하기 때문에 대주주지분율이 높은 기업의 기부금 한도초과가 기업가치에 부정적 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있다.

[가설 4]에 대한 회귀분석 결과를 나타내는 기부금 한도초과 더미(NCONTD)와 외국인지분율(FOREIGN)의 상호작용 변수의 회귀계수는  $Q_t$ 의 경우 0.317, 그리고  $Q_{t+1}$ 의 경우 0.406으로 각각 5% 수준에서 유의한 결과를 보였다. 즉 외국인지분율이 높은 기업의 경우 기부금 한도초과가 기업가치에 미치는 영향은 긍정적으로 나타나고 있음을 의미하는 것이다. 이는 외국인지분율이 높은 기업에서는 손금한도를 초과하는 기부금 지출이 있더라도 이러한 행위는 적극적인 모니터링을 거친 결과이므로 기부금 지출이 기업가치에 미치는 긍정적인 효과가 훼손되지 않기 때문이라는 해석이 가능하

- 13) 기부금 한도초과가 존재할 때의 기부금 지출이 기업가치에 미치는 영향에 대한 계수( $\beta_1 + \beta_3$ )는 -1.760으로 음(-)으로 나타났다. 그러나  $\beta_1 + \beta_3 = 0$ 에 대한 유의성 검증결과는 비유의적으로 나타나, 손금한도를 초과하는 기업의 기부금 지출은 기업가치에 오히려 부정적 영향을 미친다는 해석은 어려운 것으로 보인다.
- 14) 기부금 과다지출 여부를 판단하는 기준으로 세법상 손금한도 이외에 다른 요인들을 생각해볼 수 있다. 본 연구에서는 상대적 기부금 지출수준(연도별 기부금 지출액 상위 5%기업과 나머지 기업)과 과거 대비 기부금 지출수준(과거 5년 평균 기부금 지출액 대비)을 기준으로 분석하였다. 그 결과 기부금의 상대적 지출 수준 및 과거 대비 기부금 지출수준에 따른 기업가치의 부정적 영향은 관찰되지 않았다. 따라서 기부금 과다지출 여부를 판단하는 기준으로 세법상 손금한도를 사용하는 것에 큰 문제가 없는 것으로 보인다.
- 15) 변수 간에 발생할 수 있는 다중공선성(Multicollinearity) 여부를 파악하기 위해 VIF값을 확인하였으나 최대 3.06으로 나타나 큰 문제가 되지 않는 것으로 보인다.

(표 4) 기부금 한도초과가 기업가치에 미치는 영향

$$Q_{it(t+1)} = \alpha + \beta_1 TCONT_{it} + \beta_2 NCONTD_{it} + \beta_3 TCONT_{it} \times NCONTD_{it} + \beta_4 OWN_{it} + \beta_5 FOREIGN_{it} + \beta_6 AGE_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 LEV_{it} + \beta_9 ROA_{it} + \beta_{10} GROWTH_{it} + \beta_{11} ORISK_{it} + \beta_{12} ADVE_{it} + \beta_{13} RND_{it} + \beta_{14} CHAEBOLD_{it} + \beta_{15-27} IND_{it} + \beta_{28-33} YEAR_{it} + \epsilon_{it}$$

변수	예상부호	Q <sub>t</sub>		Q <sub>t+1</sub>	
		계수	t-stat	계수	t-stat
Intercept		2.103	13.96***	1.994	10.7***
TCONT	(+)	17.938	6.59***	14.394	4.28***
NCONTD	(-)	-0.018	-0.93	-0.032	-1.34
TCONT×NCONTD	(-)	-19.698	-3.53***	-9.344	-1.35
OWN	(-)	-0.105	-3.38***	-0.103	-2.70***
FOREIGN	(+)	0.741	15.85***	0.688	11.9***
AGE	(-)	-0.066	-7.37***	-0.067	-5.99***
SIZE	(-)	-0.058	-10.12***	-0.055	-7.76***
LEV	(+)	0.721	22.79***	0.699	17.89***
ROA	(+)	0.903	9.59***	0.556	4.77***
GROWTH	(+)	0.065	2.75***	0.092	3.11***
ORISK	(-)	-0.247	-5.49***	-0.202	-3.63***
ADVE	(+)	1.585	4.52***	1.822	4.20***
RND	(+)	5.284	15.07***	4.772	11.00***
CHAEBOLD	(+)	0.057	3.42***	0.098	4.76***
IND		업종더미 포함			
YEAR		연도더미 포함			
수정 R <sup>2</sup>		0.46		0.38	
F-value		84.28***		59.03***	
표본 수		2,981			

주1) \* 10% 유의수준, \*\* 5% 유의수준, \*\*\* 1% 유의수준. 양측검정(two-tailed test) 결과임.

주2) NCONTD는 기부금 한도초과금액이 있으면 1, 그렇지 않으면 0임. 기타 변수의 정의는 <표 3>참조

다. 기타 통제변수들은 [가설 1] 및 [가설 2]의 분석결과와 일관되는 부호와 유의성을 나타내었다.<sup>16)</sup>

그러나 앞서 언급한 바와 같이 외국인투자자가 내국인투자자에 비해 정보열위에 있으므로 정보 비

대칭 문제가 클 것이라는 관점(Kang and Stulz 1997; Coval and Moskowitz 1999; Dahlquist and Robertsson 2001)에 따르면 외국인투자자의 모니터링 역할이 제한될 수도 있는 바, 이러한

16) 변수 간에 발생할 수 있는 다중공선성(Multicollinearity) 여부를 파악하기 위해 VIF값을 확인하였으나 최대 5.47로 나타나 큰 문제가 되지 않는 것으로 보인다.

〈표 5〉 소유구조에 따른 기부금 지출이 기업가치에 미치는 영향

$$Q_{it(t+1)} = \alpha + \beta_1 TCONT_{it} + \beta_2 NCONTD_{it} + \beta_3 OWN_{it} + \beta_4 FOREIGN_{it} + \beta_5 (NCONTD \times OWN)_{it} + \beta_6 (NCONTD \times FOREIGN)_{it} + \beta_7 AGE_{it} + \beta_8 SIZE_{it} + \beta_9 LEV_{it} + \beta_{10} ROA_{it} + \beta_{11} GROWTH_{it} + \beta_{12} ORISK_{it} + \beta_{13} ADVE_{it} + \beta_{14} RND_{it} + \beta_{15} CHAEBOLD_{it} + \beta_{16-28} IND_{it} + \beta_{29-34} YEAR_{it} + \epsilon_{it}$$

변수	예상부호	Q <sub>t</sub>		Q <sub>t+1</sub>	
		계수	t-stat	계수	t-stat
Intercept		2.091	13.88***	1.990	10.7***
TCONT	(+)	13.799	5.67***	12.509	4.16***
NCONTD	(-)	0.028	0.72	0.034	0.70
OWN	(-)	-0.081	-2.52**	-0.076	-1.92*
FOREIGN	(+)	0.720	15.08***	0.663	11.26***
NCONTD×OWN	(-)	-0.310	-3.02***	-0.339	-2.66***
NCONTD×FOREIGN	(+)	0.317	2.09**	0.406	2.17**
AGE	(-)	-0.064	-7.13***	-0.065	-5.81***
SIZE	(-)	-0.058	-10.13***	-0.055	-7.82***
LEV	(+)	0.719	22.75***	0.699	17.9***
ROA	(+)	0.912	9.68***	0.560	4.82***
GROWTH	(+)	0.069	2.9***	0.093	3.18***
ORISK	(-)	-0.252	-5.6***	-0.208	-3.75***
ADVE	(+)	1.621	4.62***	1.849	4.27***
RND	(+)	5.287	15.07***	4.764	10.99***
CHAEBOLD	(+)	0.062	3.72***	0.102	4.97***
IND		업종더미 포함			
YEAR		연도더미 포함			
수정 R <sup>2</sup>		0.46		0.37	
F-value		81.59***		57.61***	
표본 수		2,981			

주1) \* 10% 유의수준, \*\* 5% 유의수준, \*\*\* 1% 유의수준. 양측검정(two-tailed test) 결과임.

주2) 변수의 정의는 〈표 3〉 참조

결과는 외국인투자자의 부정적 영향을 고려한 평균적 결과이다.

## V. 추가분석

### 5.1 2SLS(Two Stage Least Squares) 분석

본 연구에서는 독립변수인 기부금 지출과 종속

변수인 기업가치 간에 발생할 수 있는 내생성(Endogeneity)을 고려하여 종속변수인 Tobin's Q를  $Q_t$ 와  $Q_{t+1}$ 과 같이 시차모형을 사용하여 분석하였다. 또한 변수 간에 존재할 수 있는 다중공선성 문제(Multicollinearity problem)를 파악하기 위해 VIF 값을 살펴본 결과 큰 문제가 없는 것을 확인하였다. 그러나 보다 강건한 결론을 얻기 위해 변수들 간의 다중공선성과 독립변수들 간에 존재할 수도 있는 내생성을 통제한 2SLS(two stage least squares)를 각각 수행하였다.

먼저 변수들 간에 존재할 수 있는 다중공선성 문제를 해결하기 위해 1단계로 기부금지출액(TCONT\_S)을 종속변수로 놓고 다른 통제변수들을 독립변수로 사용하여 잔차(Residual)를 구한 다음, 이를 2단계 분석의 독립변수로 사용하였다.<sup>17)</sup> 그 결과 <표 6>과 같이 TCONT의 회귀계수는 13.006으로 1% 수준에서 유의한 결과를 보였다.

다음으로는 독립변수인 기부금 지출수준과 통제변수들 간에 발생할 수 있는 내생성 문제를 고려한 2SLS를 실행하였다. 선행연구(김종성 등 2008)에 따르면 대주주지분율, 외국인지분율, 기업규모, 광고선전비, 연구개발비, 부채비율 등은 기부금 지출수준에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 영향을 통제하기 위해 1단계로 기부금지출액(TCONT\_S)을 종속변수로 놓고 내생성이 존재할 것으로 의심되는 통제변수를 독립변수로 사용하여 기타 통제변수를 포함한 예측치(predicted value)를 구한 다음, 이를 2SLS 분석 2단계의 독립변수로 사용하였다. 그 결과 역시 TCONT의 회귀계수

는 362.175로 1% 수준에서 유의한 결과를 보여 변수들 간의 내생성을 통제한 후에도 일관된 결론을 얻을 수 있었다.<sup>18)</sup>

## 5.2 기부금 한도초과 정도에 따른 영향 분석

기부금 지출기업 중 기부금 한도초과가 존재하는 기업은 일부(약 12%)에 국한되고, 기부금 한도초과 금액은 이러한 기업 중 일부가 전체에서 많은 비중을 차지하고 있다.<sup>19)</sup> 따라서 기부금 한도초과 기업들 중에서도 그 한도초과 정도에 따라 기부금지출이 기업가치에 미치는 영향에 차이가 존재할 것으로 생각해볼 수 있다. 추가적으로 기부금 한도초과가 존재하는 기업들 중 한도초과 금액의 크기를 기준으로 그룹을 나누어 기부금 지출이 기업가치에 미치는 영향을 검증해 보았다.

<표 7>은 기부금 한도초과가 존재하는 326개 기업을 대상으로 한도초과 금액의 크기에 따라 상, 중, 하로 표본을 나누어 기부금 지출이 기업가치에 미치는 효과를 검증한 결과이다. 분석결과는 상·중·하 어느 그룹에서도 기부금 지출이 기업가치에 미치는 영향이 유의적으로 나오지 않았다. 즉 손금한도 초과 정도가 클수록 기업가치에 미치는 부정적 효과가 더 클 것이라는 예상과 달리, 손금한도 초과 정도에 따른 차이는 확인할 수 없었다. 이는 투자자들이 손금한도 초과 정도에 따라 부정적 인식이 커지는 것이 아니라, 손금한도 초과 여부 자체를 중요하게 인지하는 것으로 해석할 수 있다.

17) Beaver et al.(1982)

18) [가설 2]~[가설 4]에 대한 2SLS 분석도 대부분 기본 OLS 분석과 일관된 결과를 보였다.

19) 기부금 한도초과가 존재하는 326개 기업의 기부금 한도초과액 총합계(376억원) 가운데 약 90%(338억원)가 기부금 한도초과액 1억원이 넘는 43개 기업의 합계로 구성되어 있다.

〈표 6〉 기부금 지출이 기업가치에 미치는 영향에 대한 2SLS 분석 결과

$$Q_{it} = \alpha + \beta_1 TCONT_{it} + \beta_2 OWN_{it} + \beta_3 FOREIGN_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 GROWTH_{it} + \beta_9 ORISK_{it} + \beta_{10} ADVE_{it} + \beta_{11} RND_{it} + \beta_{12} CHAEBOLD_{it} + \beta_{13-25} IND_{it} + \beta_{26-31} YEAR_{it} + \epsilon_{it}$$

변수	예상부호	다중공선성 통제		변수들 간의 내생성 통제	
		계수	t-stat	계수	t-stat
<i>Intercept</i>		2.033	13.48***	3.264	11.35***
<i>TCONT_R</i>	(+)	13.006	5.35***		
<i>TCONT_P</i>	(+)			362.175	5.03***
<i>OWN</i>	(-)	-0.105	-3.37***	-0.102	-3.27***
<i>FOREIGN</i>	(+)	0.742	15.9***	0.933	15.51***
<i>AGE</i>	(-)	-0.064	-7.13***	-0.112	-8.56***
<i>SIZE</i>	(-)	-0.055	-9.59***	-0.122	-8.4***
<i>LEV</i>	(+)	0.704	22.3***	1.174	11.89***
<i>ROA</i>	(+)	0.996	10.7***	-1.394	-2.88***
<i>GROWTH</i>	(+)	0.065	2.74***	0.167	5.33***
<i>ORISK</i>	(-)	-0.253	-5.64***	0.146	1.60
<i>ADVE</i>	(+)	1.802	5.17***	-5.222	-3.63***
<i>RND</i>	(+)	5.502	15.71***	0.893	0.91
<i>CHAEBOLD</i>	(+)	0.052	3.14***	0.161	5.90***
<i>IND</i>		업종더미 포함			
<i>YEAR</i>		연도더미 포함			
수정 $R^2$		0.46		0.46	
F-value		88.97***		88.74***	
표본 수		2,981			

주1) \* 10% 유의수준, \*\* 5% 유의수준, \*\*\* 1% 유의수준. 양측검정(two-tailed test) 결과임.  
 주2) 변수의 정의는 〈표 3〉 참조

### 5.3 연속변수를 사용한 분석

분석결과의 강건성(robustness)을 더하기 위해 기부금 한도초과를 더미변수가 아닌 연속변수로 놓고 [가설 2]와 [가설 3.4]를 검증하였다. 〈표 8〉은 기부금 지출액을 손금한도 내 금액(ICONT)과 손금한도 초과금액(NCONT)으로 구분한 [가설 2]

에 대한 연속변수 검증결과를 나타낸다. 분석결과 손금한도 내 기부금 지출액이 기업가치에 미치는 영향을 의미하는 ICONT의 회귀계수  $\beta_1$ 은 t기에 10.643, t+1기에 10.472로 예상대로 유의한 양(+)의 값을 나타냈다. 그러나 손금한도 초과 기부금 지출액이 기업가치에 미치는 영향을 의미하는 NCONT의 회귀계수  $\beta_2$ 는 t기에 -50.282, t+1

〈표 7〉 기부금 한도초과 구간별 기부금 지출이 기업가치에 미치는 영향

$$Q_{it} = \alpha + \beta_1 TCONT_{it} + \beta_2 OWN_{it} + \beta_3 FOREIGN_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 GROWTH_{it} + \beta_9 ORISK_{it} + \beta_{10} ADVE_{it} + \beta_{11} RND_{it} + \beta_{12} CHAEBOLD_{it} + \beta_{13-25} IND_{it} + \beta_{26-31} YEAR_{it} + \epsilon_{it}$$

변수	예상 부호	상		중		하	
		계수	t-stat	계수	t-stat	계수	t-stat
<i>Intercept</i>		3.254	4.53***	2.849	3.95***	3.251	5.48***
<i>TCONT</i>	(-)	-10.449	-1.64	-11.994	-1.66	-13.357	-1.04
<i>OWN</i>	(-)	-0.285	-2.15**	-0.430	-3.26***	-0.719	-5.03***
<i>FOREIGN</i>	(+)	1.267	5.30***	0.908	3.59***	0.774	2.77***
<i>AGE</i>	(-)	-0.152	-3.8***	-0.030	-0.85	-0.088	-2.13**
<i>SIZE</i>	(-)	-0.097	-3.45***	-0.086	-3.04***	-0.084	-3.54***
<i>LEV</i>	(+)	0.899	5.65***	0.493	3.58***	0.543	4.81***
<i>ROA</i>	(+)	2.116	4.68***	1.414	3.51***	1.135	2.69***
<i>GROWTH</i>	(+)	-0.134	-1.16	0.042	0.38	0.181	1.83*
<i>ORISK</i>	(-)	-0.185	-0.91	-0.322	-1.70*	-0.598	-3.24***
<i>ADVE</i>	(+)	0.507	0.54	5.582	3.52***	5.417	3.00***
<i>RND</i>	(+)	4.802	2.55**	6.017	4.74***	6.961	3.96***
<i>CHAEBOLD</i>	(+)	0.103	1.80*	0.131	2.41**	-0.035	-0.58
<i>YEAR</i>		연도더미 포함					
수정 $R^2$		0.63		0.67		0.73	
F-value		11.78***		11.31***		14.03***	
표본 수		109		112		105	

주1) \* 10% 유의수준, \*\* 5% 유의수준, \*\*\* 1% 유의수준. 양측검정(two-tailed test) 결과임.

주2) 상은 기부금 한도초과액 19,017,000원 이상, 중은 3,000,000원 이상 19,017,000원 미만, 하는 3,000,000원 미만임.

주3) 변수의 정의는 〈표 3〉 참조

기에 -52.727로 부호는 예상대로 음(-)이나 유의하지 않은 결과를 보였다. 이를 통해 손금한도 내 기부금 지출은 기업가치에 긍정적 영향을 미치나, 손금한도를 초과하는 기부금 지출 부분은 기업가치에 미치는 긍정적 영향이 없다는 해석이 가능하다.<sup>20)</sup> 〈표 9〉는 기부금 지출액을 손금한도 내 금액과

20) 연속변수결과보다 더미변수 결과가 유의하다는 것은 투자자들이 손금한도 초과 정도에 따라 부정적 인식이 커지는 것이 아니라, 손금한도 초과 여부 자체를 중요하게 인지하여 부정적으로 반응한다는 것을 의미한다. 이에 대해서는 다음과 같은 해석이 가능하다. 첫째, 투자자들이 한도초과 종류에 따른 구분을 인지하지 못하기 때문이다. 만약 투자자들이 법정, 지정, 비지정 기부금과 같은 한도

〈표 8〉 기부금 한도초과가 기업가치에 미치는 영향(연속변수 사용)

$$Q_{it(t+1)} = \alpha + \beta_1 ICONT_{it} + \beta_2 NCONT + \beta_3 OWN_{it} + \beta_4 FOREIGN_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 GROWTH_{it} + \beta_{10} ORISK_{it} + \beta_{11} ADVE_{it} + \beta_{12} RND_{it} + \beta_{13} CHAEBOLD_{it} + \beta_{14-26} IND_{it} + \beta_{27-32} YEAR_{it} + \epsilon_{it}$$

변수	예상부호	$Q_t$		$Q_{t+1}$	
		계수	t-stat	계수	t-stat
Intercept		2.066	13.72***	1.969	10.6***
ICONT	(+)	10.643	6.30***	10.472	5.02***
NCONT	(-)	-50.282	-1.37	-52.727	-1.17
기타 통제변수		포함			
수정 $R^2$		0.45		0.37	
F-value		86.65***		61.29***	
표본 수		2,981			

주1) ICONT는 한도 내 기부금 지출액/매출액이고 NCONT는 한도초과 기부금 지출액/매출액임.  
 주2) \* 10% 유의수준, \*\* 5% 유의수준, \*\*\* 1% 유의수준. 양측검정(two-tailed test) 결과임.  
 주3) 변수의 정의는 〈표 3〉 참조

손금한도 초과금액으로 구분한 [가설 3.4]에 대한 연속변수 검증결과를 나타낸다. 여기서 관심변수는 기부금 손금한도 초과금액과 대주주지분율 및 외국인지분율의 상호작용이 기업가치에 미치는 영향을 나타내는  $\beta_6$ 와  $\beta_8$ 이다. 분석결과 대주주지분율에 따른 기부금 한도초과 금액이 기업가치에 미치는 영향을 나타내는  $\beta_6$ 는 예상대로 음(-)이나,  $Q_{t+1}$ 에서는 유의적이지 않았다. 외국인지분율에 따른 기부금 한도초과 금액이 기업가치에 미치는 영향을 나타내는  $\beta_8$ 은 예상과 반대로 양(+)이나 비유의적으로 나타났다. 결론적으로 연속변수를 사용한 결과는 더미변수를 사용한 결과에 비해 강건성이 떨어지는 것으로 나타나, 소유구조에 따른 기부금 한

도초과가 기업가치에 미치는 영향에 대한 가설은 지지되기 어려운 것으로 보인다.

#### 5.4 기부금 한도 내 기업과 한도초과 기업 간 차이를 고려한 분석

기부금 한도초과 기업은 기부금 한도 내 기업과 본질적으로 다를 가능성이 존재한다. 〈표 1〉의 Panel C에서 통제변수 중 기업연령(AGE), 영업위험(ORISK), 광고선전비율(ADVE), 재벌더미(CHAEBOLD)는 기부금 한도 내 기업과 한도초과 기업에 있어서 두 그룹 간 유의미한 차이를 보이고 있다. 이는 이러한 변수들에 있어서 두 그룹

초과 종류에 따른 차이를 인지할 수 있다면, 단순히 손금한도를 초과했느냐 여부보다는 종류에 따른 손금한도 초과 크기가 중요한 것이다. 그러나 투자자들은 이러한 구분이 현실적으로 불가능하므로 연속변수에 반응하지 못할 수 있다. 두 번째는 손금한도 초과 금액의 분포를 감안할 경우 연속변수 사용의 부적합성이다. 본문에 나타내지는 않았으나 기부금 손금한도 초과금액을 X축으로, 기업가치(Q)를 Y축으로 놓고 산점도를 그려보면 기부금 한도초과 금액은 0을 약간 상회하는 부근에 집중적으로 분포되어 있다. 즉 한도 초과 금액이 선형성(linearity)을 갖지 않고 기업가치(Q)의 분포도 일정하지 않은 경우 투자자들은 손금한도 초과 크기의 크기보다는 초과 여부 자체를 중요하게 인식한다고 볼 수 있다.

〈표 9〉 소유구조에 따른 기부금 지출이 기업가치에 미치는 영향(연속변수 사용)

$$Q_{it(t+1)} = \alpha + \beta_1 ICONT_{it} + \beta_2 NCONT_{it} + \beta_3 OWN_{it} + \beta_4 FOREIGN_{it} + \beta_5 (ICONT \times OWN)_{it} + \beta_6 (NCONT \times OWN)_{it} + \beta_7 (ICONT \times FOREIGN) + \beta_8 (NCONT \times FOREIGN) + \beta_9 AGE_{it} + \beta_{10} SIZE_{it} + \beta_{11} LEV_{it} + \beta_{12} ROA_{it} + \beta_{13} GROWTH_{it} + \beta_{14} ORISK_{it} + \beta_{15} ADVE_{it} + \beta_{16} RND_{it} + \beta_{17} CHAEBOLD_{it} + \beta_{18-30} IND_{it} + \beta_{31-36} YEAR_{it} + \epsilon_{it}$$

변수	예상부호	$Q_t$		$Q_{t+1}$	
		계수	t-stat	계수	t-stat
<i>Intercept</i>		2.060	13.66***	1.979	10.63***
<i>ICONT</i>	(+)	10.441	2.37**	17.218	3.17***
<i>NCONT</i>	(-)	88.916	1.05	44.312	0.42
<i>OWN</i>	(-)	-0.084	-2.48**	-0.065	-1.56
<i>FOREIGN</i>	(+)	0.705	13.97***	0.665	10.67***
<i>ICONT×OWN</i>	(-)	-6.167	-0.57	-23.491	-1.76*
<i>NCONT×OWN</i>	(-)	-308.234	-1.68*	-223.603	-0.99
<i>ICONT×FOREIGN</i>	(+)	29.103	2.23**	18.304	1.13
<i>NCONT×FOREIGN</i>	(+)	-279.851	-0.89	-38.443	-0.10
기타 통제변수		포함			
수정 $R^2$		0.46		0.37	
F-value		76.52***		54.08***	
표본 수		2,981			

주1) ICONT는 한도 내 기부금 지출액/매출액이고 NCONT는 한도초과 기부금 지출액/매출액임.

주2) \* 10% 유의수준, \*\* 5% 유의수준, \*\*\* 1% 유의수준. 양측검정(two-tailed test) 결과임.

주3) 변수의 정의는 〈표 3〉 참조

간 근본적인 차이가 존재할 가능성을 의미한다. 따라서 동 변수들을 기준으로 각각 표본을 나누어 실증분석을 하여 본 분석과 일관된 결과가 나타난다면, 기부금 한도초과 기업과 한도 내 기업 간에 근본적인 차이가 존재하더라도 그 차이가 본 연구결과에 영향을 미치지 않는 것으로 볼 수 있다. 즉 차이가 존재하는 이들 변수에 대해 적절한 통제가 이루어졌음을 의미한다. 차이가 존재하는 4가지 통제변수들의 중위수를 기준으로 각각 상·하위로 표본을 나누어 회귀분석을 수행한 결과, 모든 경우에 서 본 분석과 대체적으로 일관된 결과를 얻을 수

있었다.

### 5.5 총자산 대비 기부금 지출액 비율을 사용한 분석

기부금 지출액을 매출액으로 나눈 비율로 분석하였을 뿐만 아니라 기부금 지출액을 총자산으로 나눈 비율로도 [가설 1~4]를 검증하였다. 분석결과를 표로 제시하지는 않았으나, 모든 가설에 있어서 기부금 지출액을 매출액으로 나눈 비율을 사용했을 때와 일관된 결과를 얻을 수 있었다.

## VI. 결론

본 연구는 기업의 다양한 사회공헌활동 중에서도 재무제표를 통해 명확한 파악이 가능한 기부금을 대상으로 기업가치에 미치는 효과를 실증적으로 검증해보았다. 이와 더불어 감사보고서의 주식사항에서 파악이 가능한 기부금 한도초과액을 대상으로 손금한도를 초과하는 기부금 지출이 기업가치에 미치는 영향을 살펴보았다. 또한 기부금 한도초과가 기업가치에 미치는 효과는 소유구조에 따라 달라질 수 있는데, 이를 대주주지분율과 외국인지분율을 통해 검증하였다.

실증분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 기부금 지출액은 기업가치와 긍정적 관계를 갖는 것으로 나타났다. 즉 기부금 지출은 기업의 좋은 이미지 형성을 위한 투자의 역할을 하여 기업가치의 증가로 이어지는 것으로 해석할 수 있다. 둘째, 손금산입 한도를 초과하는 수준의 기부금 지출은 기업가치를 증가시키지 않는 것으로 나타났다. 즉 기부금 지출의 긍정적 효과도 세무상 적정 가이드라인인 손금산입 한도를 넘어서는 수준으로 이루어지면 기업에 부담으로 작용하여 기업가치 증가로 이어지지 않는다는 것을 의미한다. 셋째, 소유구조에 따라 기부금 한도초과가 기업가치에 미치는 영향에 대한 분석결과 기부금 한도초과가 있는 기업 중 대주주지분율이 높은 기업일수록 기업가치 감소효과가 크게 나타났다. 이는 시장참여자들이 기업의 과도한 기부금 지출에 대해 대주주의 사적효용을 증가시키기 위한 행위로 인지하기 때문에 나타난 결과로 해석할 수 있다. 마지막으로 외국인지분율이 높은 기업에서는 기부금 한도초과가 기업가치에 미치는 영향이 오히려 긍정적으로 나타났다. 이는 외국인

지분율이 높은 기업에서는 기부금 한도초과가 존재 하더라도 이러한 행위는 외부주주의 적극적인 모니터링을 거친 결과이므로 기부금 지출의 긍정적 효과가 훼손되지 않은 결과로 해석이 가능하다.

소유와 경영이 분리되지 않은 경우가 많은 국내 기업의 특성상 기부금 지출에 있어서 소유주의 영향력이 반영될 가능성이 높다. 본 연구는 기부금 지출이 소유주의 사적 효용을 높이기 위한 수단으로 사용되어 기업가치를 훼손시키지 않도록 적절한 통제장치를 마련하는 것이 중요하다는 시사점을 준다.

본 연구의 가장 큰 한계점은 데이터 입수의 어려움 때문에 기부금 한도초과 금액을 사용한 분석에 있어서 지정기부금과 비지정기부금 등 손금불산입 사유에 따른 구분을 하지 못하였다는 것이다. 손금 한도 초과금액을 손금불산입 사유에 따라 구분하는 것이 가능하다면 기부금 지출이 기업가치에 미치는 영향에 대해 보다 명확한 해석이 가능할 것이다.

## 참고문헌

- 공재식(1999), "기업의 R&D 투자와 Tobin's Q," 한국증권학회, 1999년 제1차 정기학술발표회발표논문.
- 권순용 · 서대석 · 심한택(1997), "기업의 기부금지출행태에 관한 실증연구," 세무학연구, 9, 361-386
- 김문현 · 박종일(2005), "소유구조와 기업가치 및 이익의 정보효과," 한국회계학회, 2005년도 하계학술발표대회 발표논문.
- 김병호(2002), "기업의 소유구조와 기업가치 및 수익률에 대한 연구: 임원 지분율을 중심으로," 증권학회지, 30, 391-434
- 김종성 · 홍정화 · 김완희(2008), "기업의 소유구조가 기부

- 금 지출수준에 미치는 영향," *세무와회계저널*, 9 (2), 105~126
- 김성태·이재기·남상민(2002), "한국 기업 기부금의 결정요인," *국제경제연구*, 8(2), 47-69
- 박경서·이은정·장하성(2003), "한국 상장기업의 사외이사제도 운영에 관한 연구," 한국증권학회, 2003년 제4차 정기학술발표회 발표논문.
- 박종일·김완희(2006), "이사회구성과 기업가치," *회계정보연구*, 24(1), 91-123
- 배정호·김병도·김준호(2008), "기업의 사회공헌활동이 기업가치에 미치는 영향," *인사조직연구*, 16(2), 159-192
- 손원익·김진수(2007), "기부문화 활성화 및 공익법인의 투명성 제고방안," 한국조세연구원.
- 신승묘(1999), "법인세부담이 자본구조에 미치는 영향에 관한 실증연구," *세무학연구*, 14, 371-398
- 신현한·이상철·장진호(2004), "외부감시주체와 기업가치," *재무연구*, 17(1), 41-72
- 안윤영·신현한·장진호(2005), "외국인투자자와 정보비대칭 간의 관계," *회계학연구*, 30(4), 109-131
- 오기수(1999), "세법이 기부금지출에 미치는 영향에 관한 실증연구," *세무회계연구*, 6, 499-517
- 이원홍(2006), "비대칭 규제 하에서의 기업의 신규투자자와 토빈 Q간의 관계에 관한 실증연구," *규제연구*, 15(2), 151-182
- 정건영·정용철(1999), "기업의 기부금 지출수준 결정요인에 관한 연구," *세무회계연구*, 6, 323-346
- 최우석·이우백, "오너경영과 기업성과에 관한 실증연구," *재무연구*, 18(1), 121-155
- 최운열·홍찬선·이호선(2007), "기업의 사회공헌활동이 기업가치에 미치는 영향," 한국경영학회 통합학술대회.
- 황동섭(2005), "소유경영 유형이 기업생산성에 미치는 실증적 연구," *생산성 논집*, 19(4), 1-14
- Bartkus, B., Morris, S., and Seifert, B(2002), "Governance and corporate philanthropy," *Business and Society*, 41, 319-344
- Barnea, A., and A. Rubin(2006), "Corporate social responsibility as a conflict between shareholders," Working paper, University of Texas at Austin.
- Beaver, W. H., P. A. Griffin, and W. R. Landsman (1982), "The Incremental Information Content of Replacement Cost Earnings," *Journal of Accounting and Economics*, 4, 15-39
- Black, B.S., H. Jang, and W. Kim(2003), "Does Corporate Governance Affect Firm's Market Value? Evidence from Korea," Working Paper, Stanford Law School and Korea University Business School.
- Boatsman, J.R., and Gupta, S.(1996), "Taxes and corporate charity: empirical evidence from micro-level panel data," *National Tax Journal*, 49, 193-213
- Brown, W., E. Helland, and K. Smith.(2006), "Corporate philanthropic practices," *Journal of Corporate Finance*, 12, 855-877
- Choi, J.J., S.W. Park, and S. Yoo(2004), "Do Outside Directors Enhance Firm Performance? Evidence from an Emerging Market," *Working Paper*, Temple University.
- Coval, J.D., and Moskowitz, T.J(1999), "Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios," *Journal of Finance*, 54, 2045-2073
- Dahlquist, M., and Robertsson, G(2001), "Direct Foreign Ownership, Institutional Investors, and Firm Characteristics," *Journal of Financial Economics*, 59, 413-440
- Fisman, R., G. Heal, and V. B. Nair(2006), "A model of corporate philanthropy," Working paper, University of Pennsylvania.
- Kang, J. K., and Stulz, R. M(1997), "Why is there a Home Bias? An Analysis of Foreign

Portfolio Equity Ownership in Japan"  
*Journal of Financial Economics*, 46, 3-28

Lev, B., P. Christine and R. Suresh.(2006), "Is  
Doing Good Good for You? Yes, Charitable  
Contributions Enhance Revenue Growth".  
Working Paper.

McConnell, J. and H. Servaes(1990), "Additional  
Evidence on Equity Ownership and Cor-  
porate Value," *Journal of Financial Eco-  
nomics*, 27: 585-602

Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny(1988), "Ma-

nagement 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

Petrovits, C.(2006), "Corporate-sponsored foundations  
and earnings management," *Journal of Ac-  
counting and Economics*, 41, 335-362

Pound, J.(1988), "Proxy contests and the efficiency  
of shareholder oversight," *Journal of Finan-  
cial Economics*, 20, 237-265

## The Effect of Charitable Contributions on the Firm Value - From the Perspective of Corporate Ownership -

Won-Wook Choi\* · Ji-Hun Bae\*\* · Sang-il Kim\*\*\*

### Abstract

We address a basic question of corporate charitable contribution's effect: Does it really contribute to firm's profit maximization or shareholder value creation? Or does it just represent a drain on resources by opportunistic managers? If the capital market expects the expenditure creates the positive relation with consumers and subsequent sales increases, firm's charitable contributions would increase the firm's value in the capital market. On the contrary, if the capital market perceives the expenditure is more for the manager's private gain than for the benefit of all shareholders, firm's charitable contributions would decrease the firm's value. Using the sample of charitable contributions by public companies from 2001 through 2006, we empirically test whether charitable contributions enhance the market value of the firm.

We extend our analysis to the effects of non-tax-deductible contributions on the firm value. We hypothesize that the positive effect of charitable contributions on the firm value would decline if the amount of contributions becomes excessive. The Korean corporate tax law provides the guideline regarding how much is the excessive contribution. The tax law prescribes the limit on tax deductibility of charitable contributions up to 5%~75% of pre-tax income, proportions depending on the characteristics of donees. We use the amount of contribution above that limit, non-tax-deductible contribution, as the proxy for excessive contribution. Non-tax-deductible contributions could have negative impact on the firm value but only because the expenditure is excessive but also the amount does not save the tax and thus further decreases the firm's cash flows. Still many firms in Korea report that they have paid more charitable contributions than their tax-deduction limit. A potential reason why

---

\* Professor, School of Business, Yonsei University

\*\* Doctoral Student, School of Business, Yonsei University

\*\*\* Doctoral Student, School of Business, Yonsei University

firms would pay such excessive contributions would be that the contributions can be made for the private benefit or personal reputation of managers or large shareholders. Excessive charitable contribution could be an indicator of agency problem between managers, large shareholders and minority shareholders. Thus, we expect that the capital market perception of charitable contributions could be different between the amount within the limit and above the limit.

The effects of non-tax-deductible contributions on the firm value would depend on the degree of firm's ownerships by largest shareholders. If the firms owned by large shareholders spend excessive amounts of charitable contributions, the market would tend to perceive that the contributions are more for the private gains of managers or large shareholders than for the benefit of all investors including minority shareholders. Thus, the positive relation between charitable contributions and firm value would decline further when the firms owned by largest shareholders spend excessive amount of contributions.

The effects of non-tax-deductible contributions on the firm value would also depend on the degree of firm's ownerships by foreign investors. The effects of foreign investors on the firm's spending pattern are not straightforward. Foreign investors may be less knowledgeable of managers' behavior than domestic investors and thus they may not monitor managers as effectively as domestic investors do. On the other hand, foreign investors may have more experiences of monitoring managers in international capital markets and thus would exercise more effective monitoring on the managers' behavior and prevent any excessive spending intended for the managers' private gains. We expect that the latter effect dominates in Korean capital market and the firms owned more by foreign investors would spend charitable contributions more effectively. Thus we hypothesize that the capital market values the excessive charitable contributions positively if they are spent by the firms owned foreign investors. The market perceives the charitable contributions would be paid after tight monitoring of managers' spending by foreign investors. Thus, the positive relation between charitable contributions and firm value would increase when the firms owned by foreign investors spend excessive amount of contributions.

Our empirical findings support all the hypotheses. Charitable contributions enhance shareholder value. There is no positive relationship between charitable contributions and firm value for sample firms that report excessive contributions as measured by the tax deductibility. Our results also imply that the agency cost is a prominent issue in explaining market perception of corporate contributions. We find evidence that, for firms with largest

shareholders, non-tax-deductible charitable contributions are negatively related to firm value. Consistent with the expectation of effective monitoring by foreign investors, non-tax-deductible charitable contributions have significantly positive association with firm value for the sample firms with large foreign investors. We also perform various sensitivity tests including control for endogeneity and linearity between variables and conclude that our empirical findings are robust.

Previous studies on charitable contributions have mostly focused on the relation between charitable contributions and firm characteristics. Our study extends the study into the relation with the firm value in the capital market. While previous studies have not used any distinction between proper amounts of charitable contribution and excessive amounts in empirical analyses, our study adopts the tax-deductibility as a benchmark for the proper level of firm's spending on charitable contributions. We also analyze the relation between charitable contributions and firm value from the perspective of corporate ownership and find that largest shareholders and foreign investors have different impacts on the relation between charitable contributions and firm value.

Key words: charitable contributions, tax-deductibility, firm value, corporate ownership