

기업의 사회공헌활동이 기업가치에 미치는 영향:
기부금지출을 중심으로

최운열(서강대학교)*

홍찬선(서강대학교 박사과정)

이호선(서강대학교 박사과정)

Preliminary Draft

(2007/05)

* 연락담당 저자. 주소: 서울특별시 마포구 신수동 1번지 서강대학교 경영대학 121-742; E-mail: wychoi@sogang.ac.kr; Tel: 02)705-8542; Fax: 02)715-8505

1. 서론

2005년 우리나라기업이 사회공헌활동¹⁾에 지출한 금액은 1조 4천억원을 상회한 것으로 조사되었다²⁾. 이제 기업의 사회공헌활동은 기업이 사회의 구성원으로서 당연히 수행해야할 임무로 받아들여지고 있다. 또한 기업들도 사회공헌활동을 기업의 지속가능경영을 가능하게 하는 수단으로 인식하고 있다. 뿐만 아니라 자본 시장에서도 공익적 목적을 강조하는 사회책임투자펀드(SRI펀드)에 대한 소개와 판매가 활발히 이루어지고 있다.

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. 사회공헌활동이 이렇게 중요하게 다루어지는 이유에 관해 전국경제인연합회(2006)는 우리 기업의 사회공헌의 동기로 기업의 사회적 책임과 기업의 이미지 제고, 직원들의 자긍심 증진을 들고 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 것이라고 주장하였으나 다른 학자들은 사회공헌활동이 기업의 영업활동에 긍정적인 영향을 미치고 있다고 주장한다. Roman, Hayibor, Agle(1999)은 기업의 사회적 성과와 재무적 성과의 상관관계에 관한 메

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

타분석을 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 이루어지고 있다.

사회공헌활동에 관해 Barnea, Rubin(2006)은 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 해석할 수 있다는 것이다. Brown, Helland, Smith(2006)도 기업의 기부금지출 결정요인에 관한 연구에서 기업의 기부금지출을 설명하는데 대리인비용이 중요한 역할을 하고 있음을 보였다. 한편 사회공헌활동에 대한 지출이 일종의 신호효과를 위한 것이라는 연구결과들도 있다. Fisman, Heal, Nair(2006)는 상품의 질이 관찰되기 어려운 시장에서 수직적 차별화를 위한 신호수단으로 사회공헌활동이 유용함을 보였다. 또한 Goyal(2006)은 개발도상국에 해외직접투자를 하는 기업에 있어 장기적인 사회공헌활동이 좋은 기업이라는 자신의 유형을 나타내는 신호로써 활용될 수 있음을 보였다.

기부금지출은 기업의 사회공헌활동에 있어 상당한 부분을 차지한다. 기존의 연구들은 기부금지출규모의 결정요인에 대한 연구들이 주를 이루고 있으며 Navarro(1988)는 기업의 기부금지출에 대한 동기를 이익극대화 요인과 경영진의 재량 요인으로 구분하여 이론적 모형을 구성하였고 이윤극대 동기를 지지하는 실증결과를 얻었다. 김성태, 이재기, 남상민(2002)도 국내기업의 경우 이윤극대화 동기에 의해 기부금 지출이 이루어지고 있음을 보였다. 그러나 Boartsman, Gupta(1996)는 한계세율의 변화에 따른 기부금지출의 변화를 연구하여 한계세율 효과가 존재하며 이는 이익극대화가 아니라 경영진의 효용극대화를 지지한다고 보았다.

본 연구에서는 우리나라 기업들의 사회공헌활동의 많은 부분을 차지하고 있는 기부금지출이 기업가치와 어떤 관계에 있는지를 확인하고자 한다. 사회공헌활동이 이익극대화 동기와 결부되어 무형자산투자의 성격을 가진다면 기업가치를 증가시킬 것이나 경영진의 재량에 의해 결정되므로 적정 수준보다 과잉지출이 이루어질 수도 있다. 한편 사회공헌활동을 통해 경영진의 사적효용이 증가될 수 있으

며 따라서 사회공헌활동 지출의 증가는 대리인비용의 증가와 기업가치의 감소를 가져올 수도 있다. 이상을 종합하여 볼 때 기부금지출과 기업가치는 역U자형의 관계를 가질 것으로 예상된다.

이를 검증하기 위해 1999년부터 2005년까지 유가증권시장에 계속 상장된 기업 및 신규상장된 12월 결산 비금융업 기업들로 구성된 표본을 이용하였다. 이 중 완전자본잠식기업을 제외한 표본은 3,334개의 관측치를, 자본잠식기업을 제외한 표본은 3,057개의 관측치를 포함한다. 검증결과 완전자본잠식기업을 제외한 표본을 사용한 분석에서는 유의한 기부금지출과 기업가치 간의 역U자형 관계가 나타났다. 한편 선형관계를 검증한 결과 완전자본잠식기업을 제외한 표본에서는 유의한 관계를 보였으나 자본잠식기업을 제외한 표본에서는 부호는 일치하나 유의하지 않았다. 이러한 결과가 표본의 극단치에 의한 것이 아님을 확인하기 위해 구분선행회귀분석을 수행하였고, 그 결과 기부금지출과 기업가치가 정의 관계를 가지는 구간과 관계가 나타나지 않는 구간이 구분되는 것을 확인할 수 있었다. 이상의 결과를 종합할 때 우리나라 기업들의 사회공헌활동은 기업가치와 양의 관계가 있으며 아직 최적지출규모에 비해 낮은 수준에 위치하고 있는 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.

2. 선행연구

2.1 사회공헌활동

사회공헌활동이 기업경영에 어떠한 의미를 가지는가에 대한 연구는 주로 경영전략이나 경영윤리와 같은 분야의 경영학자들 사이에서 주로 이루어져왔으며 재

무학에서는 최근 들어 연구가 이루어지고 있다.

대리인이론의 측면에서 Barnea, 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 사회공헌활동의 사적효익보다 비용이 과다하게 되기 때문으로 해석하고 있다.

사회공헌활동을 신호수단으로 해석하는 학자들도 있다. Fisman, Heal, Nair(2006)는 상품의 질이 관찰되기 어려운 시장에서 수직적 차별화를 위한 수단으로 사회공헌활동이 유용함을 보이기 위해 신호효과 모형을 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 해외직접투자의 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 위계적회귀분석을 사용하였다. 경실련 산하 한국경제정의연구소의 경제정의지수를 사용하여 1997-1998년의 295개 기업에 대해 기부행위가 일부 재무적 성과의 향상을 가져오며 재무적성과가 좋은 기업이 기부

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

행위수준이 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 미치지 않음을 통해 환경경영이 장기적으로 기업가치와 성과를 향상시킬 수 있다고 주장하였다.

2.2 기부금지출

기부금지출은 기업의 사회공헌활동에 있어 상당한 부분을 차지하고 있다⁴⁾. 기존의 연구들은 지금까지 기부금의 성격에 대한 연구 위주로 활발히 연구되어왔으며 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 노동견인 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, 유효세율

4) 전국경제인연합회에서 발간한 2005 기업·기업재단 사회공헌백서에 따르면 조사된 사회공헌활동 지출 중 세금혜택을 받는 사회공헌활동 지출은 2005년의 경우 52.9%를 차지하였다.

을 사용하여 실증분석한 결과 기부금지출은 일종의 광고로 볼 수 있으며 이익극대화가 주요한 동기임을 제시하였다.

한편 Boartsman, Gupta(1996)는 한계세율의 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.

Brown, Helland, Smith(2006)는 기업의 기부금지출이 주주가치를 증대시킨다는 이론과 대리인이론에 의거하여 대리인비용과 감시관련 변수, 가치증대 변수를 사용하여 기부금지출의 결정요인을 분석하였다. 대리인비용과 관련된 변수로 이사회 규모, 이사회내 내부자 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, 이재기, 남상민(2002)은 120개 상장기업의 1994년부터 1999년까지의 자료를 이용하여 분석한 결과 이윤극대화 동기에 의해 기부금 지출이 이루어지고 있음을 보였고 이를 통해 기부금을 현재와 같이 손금산입하는 것이 바람직하다고 주장하였다.

3. 가설설정

기업은 사회공헌활동 및 기부금지출을 통해 사회에 이바지하는 좋은 이미지를 사회구성원들에게 제고하고 이를 통해 명성을 구축하며 또한 종업원의 생산성 향상 및 환경관련비용 감소를 유도하고자 하는 의도를 가지고 있다(Schwartz, 1968). 즉 사회공헌활동 및 기부금지출은 브랜드나 기업이미지를 구축하기 위한 지출을 무형자산투자자로 해석하는 것과 마찬가지로 기업의 명성구축을 위한 일종의 무형자산투자자로서 현재 영위하고 있는 사업과는 직접적인 관계는 없으나 기업

이 속한 사회에 대한 간접적인 투자로서의 의미를 가진다고 할 수 있다. 따라서 기업은 사회적 투자로서 기부금지출을 수행하며 투자의 효익으로 잠재적인 매출 증대 또는 비용절감을 얻게 되며 또한 명성구축을 통해 소비자나 종업원과 같은 이해관계자의 기대형성에 좋은 효과를 가져오게 된다. 즉 이러한 효과는 시장참여자들이 이 기업에 대해 잠재적인 매출증대나 비용절감을 통한 미래현금흐름의 증가를 예상하게 됨을 의미하며 이는 곧 기업가치의 증가로 나타나게 된다.

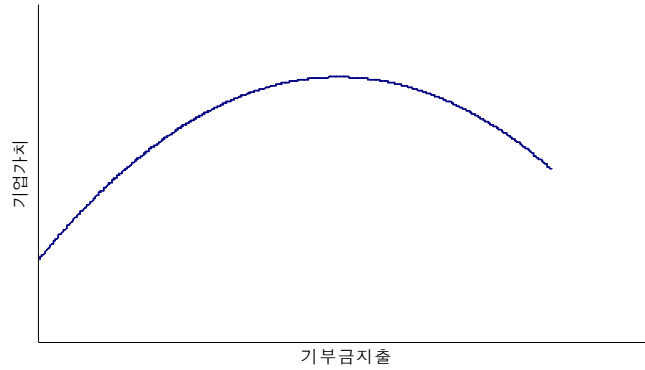
그러나 사회공헌활동 및 기부금지출은 경영진의 재량에 의해 결정되므로 경영진이 그 효익을 잘못 예상하여 실제 효익보다 과다한 지출을 할 가능성이 존재한다. 즉 사회공헌활동 및 기부금지출을 통해 예상되는 투자의 효익을 극대화하게 되는 규모가 존재할 것이고 그 이상의 지출이 이루어질 경우 일반적인 과잉투자 와 마찬가지로 그에 따른 기업가치의 감소로 이어질 수 있다.

한편 사회공헌활동 및 기부금지출을 통해 경영진은 좋은 시민이라는 사회적인 인정 및 높은 명성과 같은 개인적인 이득을 얻을 수 있으며 이를 통해 경영진의 사적효용이 증가될 수 있다(Barnea, Rubin, 2006). 즉 사회공헌활동 및 기부금지출이 경영진의 특권적 소비의 일부가 될 수 있으며 이 경우 이러한 지출이 주주와 경영진간의 이해상충이 존재함을 의미하게 된다. 따라서 사회공헌활동 및 기부금지출은 대리인비용을 나타내는 대응치로 해석할 수 있으며 이러한 지출이 증가할수록 대리인비용의 증가와 기업가치의 감소로 나타날 수 있다. 또한 기업의 기부금지출은 지출하지 않았을 경우 주주들에게 배분되었을 것이므로 기부금지출은 곧 주주가 배분받을 기업가치의 감소를 의미하게 된다.

한편으로는 기부금지출은 기업의 사업에 직접 관계없이 지출되는 것을 말하며⁵⁾ 공익성을 감안한 지정기부금의 경우 소득금액의 5%까지는 손금산입을 인정하도록 법인세법상 규정되어 있다. 따라서 손금산입된 기부금지출은 과세표준액의 감소를 통한 실질부담세금의 절감을 가져오는 측면도 존재한다.

이상의 논의를 통해 사회공헌활동 및 기부금지출은 명성구축과 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. 따

5) 법인세법 제24조 및 동법 시행령 제35조



<그림 1> 기부금지출과 기업가치와의 관계

라서 사회공헌활동 및 기부금지출은 그 규모가 증가함에 따라 기업가치가 증가하다가 감소하는 비선형관계가 존재할 것으로 예상된다. <그림 1>은 기부금지출과 기업가치 간의 예상관계를 나타낸 것이다.

반면 현재의 기부금지출규모는 기업들의 최적지출규모에 비하여 낮은 수준에 있다고 할 경우 비선형관계를 가정하지 않는다면 정의 관계를 나타내게 될 것이며 비선형관계를 가정하여도 약하거나 나타나지 않을 가능성도 존재한다. 반대로 최적지출규모에 비하여 높은 수준에 있을 경우에는 정의 관계뿐만 아니라 부의 관계 또는 아무런 관계도 나타나지 않을 수 있다. 그러나 사회적으로 현재 기업들의 기부금지출에 대해 더 많은 지출을 요구하고 있는 것이 현실이므로 선형관계로는 정의 관계를, 그리고 역 U자형의 비선형관계를 나타낼 것으로 예상된다.

[가설 1] 기업의 기부금지출은 기업가치와 정의 관계를 가질 것이다.

[가설 2] 기업의 기부금지출이 일정 규모 이상 증가함에 따라 기업가치는 증가하다가 감소하게 되는 비선형관계가 존재할 것이다.

4. 연구방법

4.1 표본선정 및 변수설정

본 연구에서는 외환위기 이후 1999년부터 2005년까지 유가증권시장에 계속 상장되어있거나 신규상장된 12월 결산 비금융업 기업들 중에서 완전자본잠식기업을 제외한 기업들을 대상으로 한다. 이를 통해 계속기업으로서 현재 활동하고 있는 기업들을 대상으로 하여 이들 기업의 기부금지출이 기업가치와 어떤 관계에 있는지 확인할 수 있다. 자본잠식기업 중 완전자본잠식기업만을 제외한 이유는 완전자본잠식기업은 계속기업으로 활동하기 위해서 법정관리나 화의와 같은 특별한 조치가 취해지며 이에 따라 영업활동에 있어 심한 제약이 발생하는 것이 보통이므로 일반적인 계속기업으로 보기에 는 무리가 있는 반면 부분자본잠식기업은 영업활동에 있어 다소간 제약이 발생하나 그 정도가 심하지 않기 때문이다⁶⁾. 그러나 자본잠식이 발생하였다는 것 자체만으로도 계속기업으로서의 활동에 대한 심각한 의문을 제기할 수 있기 때문에 자본잠식기업 전체를 제거한 경우에 대하여 추가적인 실증분석을 함께 수행하였다.

<표 1>은 표본기업의 현황이다. 계속 상장된 기업에 더해 신규상장된 기업들이 표본기업에 포함되었기 때문에 뒤로 갈수록 표본기업의 수가 증가하고 있으며 7년에 걸쳐 3,334개와 3,057개의 관측치가 연구에 사용되었다. 또한 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.

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

⁶⁾ 완전자본잠식기업까지 포함하는 경우 종속변수로 사용한 Tobin's Q와 독립변수인 부채비율간의 상관관계수가 0.77에 이르는 문제점도 존재한다.

<표 1> 표본기업 현황 (단위:개)

연도	1999년	2000년	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년	총합
표본기업수 (완전자본잠식기업제외)	402	426	447	480	504	526	549	3334
표본기업수 (자본잠식기업제외)	375	399	411	428	459	479	506	3057

추가적으로 기업가치를 자기자본의 시장가치를 자기자본의 장부가치로 나눈 MBR을 대리변수로 측정하여 분석을 수행하였으며 Tobin's Q의 계산에서와 마찬가지로 우선주에 대해서는 장부가치를 사용하였다.

$$MBR = \frac{[(\text{보통주종가} \times \text{보통주주식수}) + (\text{우선주액면가} \times \text{우선주주식수})]}{\text{자기자본의 장부가치}}$$

독립변수로 사회공헌활동지출 대신 기부금지출규모를 이용하였으며, 손익계산서 상의 기부금항목을 매출액으로 나누어 계산하였다. 사회공헌활동지출에 대하여 사용가능한 자료를 찾지 못하여 불가피하게 사회공헌활동지출의 일부를 구성하는 기부금지출을 선택하여 사용하였다.

통제변수로 외국인비중, 최대주주비중, 최대주주비율의 제곱, 연구개발비지출규모, 매출액증가율, 베타, 총자산영업이익률, 부채비율, 기업규모, 기업연령과 업종더미, 연도더미를 사용하였다. 통제변수들의 선정에 위해 신현한, 이상철, 장진호(2004)와 이경태, 이상철, 박애영(2005)의 연구를 참조하였다.

외국인비중은 외국인투자자 전체의 지분율이다. 박현준, 신현한, 최완수(2004)는 외국인지분율이 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, 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 외부

주주들과 자신의 이해를 일치시키려고 노력하는 성향을 뜻하는 경영자안주가설과 이해일치가설이 동시에 지지되는 절충가설로 설명하고 있다. 본 연구에서는 이러한 비선형관계를 최대주주비율의 제곱항을 이용하였다.

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 나타났다. 베타는 기업의 위험수준을 나타내며 당해년도의 일별수익률을 사용하여 계산된 값을 사용하였다. 총자산영업이익률은 당해 영업이익을 자산총계로 나눈 값을 사용하였다. 부채비율은 대차대조표상의 부채총계를 자산총계로 나눈 값을 사용하였다. 기업규모는 자산총계의 자연로그값을 사용하였다. 기업연령은 설립이후 경과연수의 자연로그 값을 사용하였다.

이외에 기부금지출규모가 재무제표의 손익계산서에 나타나지 않은 기업들을 기부금지출규모가 0인 것으로 처리하였기 때문에 기부금지출규모가 0인 기업들과 그렇지 않은 기업들을 분리하는 더미인 D_ZERO_CHAR를 사용하여 그에 따른 효과를 통제하였다. 기부금지출규모를 0으로 처리한 기업은 완전자본잠식기업제의 표본에서는 345개, 자본잠식기업제의 표본에서는 254개였다.

<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. 한편 표본간의 기술통계량을 비교해 볼 때 Tobin's Q는 완전자본잠식기업제의 표본과 자본잠식기업제의 표본간의 기술통계량의 차이가 별로 나타나지 않았으나 MBR은 두 표본간의 차이가 크게 나타났다. 이는 MBR의 분모인 자기자본의 장부가치가 자본잠식기업의 경우 0에 가까워지는 경우가 있으며 이 경우 극단치가 발생하기 때문이다. 따라서 MBR을 기업가치의 대용치로 사용하여 분석할 때에는 자본잠식기업을 모두 제외한 표본을 사용하였다.

우리나라 기업들의 기부금지출규모는 평균적으로 매출액 대비 0.14% 정도이며

<표 2> 변수들의 기술통계량

완전자본잠식기업 제외					
변수명	평균	중앙값	표준편차	최소값	최대값
Tobin's Q	0.892	0.793	0.496	0.184	9.678
MBR	1.440	0.517	24.316	0.012	1315.1
기부금지출규모(%)	0.137	0.028	0.364	0	6.32
외국인비중(%)	8.792	1.222	14.750	0	92.970
최대주주비율(%)	38.306	37.860	16.973	0	96.390
매출액증가율	0.119	0.060	0.799	-0.970	30.360
연구개발비지출규모(%)	0.487	0.019	1.387	0	24.233
베타	0.667	0.655	0.318	-0.451	2.095
총자산영업이익률	0.047	0.050	0.079	-0.710	0.550
부채비율	0.493	0.488	0.199	0.017	0.999
총자산(억원)	10,815	2,004	39,198	40	645,297
기업연령	33	32	13	1	88
자본잠식기업 제외					
Tobin's Q	0.862	0.772	0.474	0.184	9.678
MBR	0.731	0.484	0.819	0.012	10.949
기부금지출규모(%)	0.144	0.033	0.359	0	6.324
외국인비중(%)	9.043	1.663	15.167	0	92.970
최대주주비율(%)	38.897	92.970	16.478	0	96.390
매출액증가율	0.111	0.060	0.504	-0.960	10.050
연구개발비지출규모(%)	0.470	0.019	1.272	0	24.233
베타	0.663	0.652	0.316	-0.451	2.095
총자산영업이익률	0.054	0.052	0.064	-0.576	0.550
부채비율	0.471	0.475	0.182	0.017	0.986
총자산(억원)	11,371	2,064	40,755	95	645,297
기업연령	33	32	13	1	86

중앙값은 0.03%에 불과한 것으로 나타났다. 이는 소수의 기업이 대규모의 기부금지출을 하는 반면 다수의 기업은 기부금지출규모가 미약함을 의미한다.

<표 3>과 <표 4>는 변수들 간의 상관관계수표이다. 완전자본잠식기업만을 제외한 표본에서는 전술한 바와 같이 Tobin's Q와 MBR간의 상관관계수가 0.095로 상

<표 3> 상관계수표 (완전자본잠식기업제외)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1. Tobins' Q	1											
2. MBR	0.095***	1										
3. 기부금지출규모	0.053***	-0.008	1									
4. 외국인비중	0.239***	-0.007	0.117***	1								
5. 최대주주비율	-0.151***	-0.044**	0.000	-0.050***	1							
6. 매출액증가율	0.125***	-0.007	0.039**	0.002	-0.012	1						
7. 연구개발비규모	0.246***	0.001	0.079***	0.035**	-0.091***	0.015	1					
8. 베타	0.175***	-0.012	-0.007	0.172***	-0.254***	0.019	0.126***	1				
9. 총자산영업이익률	-0.055***	-0.169***	0.149***	0.285***	0.107***	-0.005	-0.120***	0.042**	1			
10. 부채비율	0.112***	0.069***	-0.143***	-0.173***	-0.194***	0.017***	-0.064***	0.150***	-0.166***	1		
11. Ln(총자산)	0.028	-0.046***	0.096***	0.457***	-0.038**	-0.047	0.014	0.354***	0.252***	0.166***	1	
12. Ln(기업연령)	-0.158***	-0.012	-0.019	-0.017	-0.050***	-0.152***	-0.100***	-0.071***	-0.053***	0.017	0.071***	1

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

<표 4> 상관계수표 (자본잠식기업제외)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1. Tobins' Q	1											
2. MBR	0.920***	1										
3. 기부금지출규모	0.081***	0.085***	1									
4. 외국인비중	0.300***	0.316***	0.112***	1								
5. 최대주주비율	-0.151***	-0.111***	-0.006	-0.072***	1							
6. 매출액증가율	0.144***	0.149***	0.079***	0.014	0.007	1						
7. 연구개발비규모	0.255***	0.244***	0.102***	0.047***	-0.093***	0.035*	1					
8. 베타	0.200***	0.190***	0.000	0.182***	-0.260***	0.014	0.137***	1				
9. 총자산영업이익률	0.128***	0.129***	0.194***	0.309***	0.044**	0.117***	-0.044**	0.046**	1			
10. 부채비율	0.071***	-0.026	-0.135***	-0.142***	-0.181***	0.026	-0.063***	0.150***	-0.124***	1		
11. Ln(총자산)	0.110***	0.070***	0.096***	0.458***	-0.081***	-0.020	0.045**	0.363***	0.171***	0.233***	1	
12. Ln(기업연령)	-0.179***	-0.184***	-0.022	-0.015	-0.062***	-0.247***	-0.114***	-0.075***	-0.073***	0.004	0.077***	1

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

당히 낮게 나타났다. 즉 완전자본잠식기업체의 표본에서의 MBR은 기업가치를 잘 반영하지 못하는 것으로 볼 수 있다.

4.2 분석모형

기업의 기부금지출이 기업가치와 정의 관계를 가질 것이라는 가설 1의 검증을 위해 다음과 같은 회귀분석모형을 설정하였다.

<회귀분석모형 1>

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

<회귀분석모형 1>의 종속변수는 기업가치의 대용변수인 Tobin's Q이며, 독립변수로 기부금지출규모를 사용한다. 통제변수로는 외국인비중과 최대주주비율, 최대주주비율의 제곱, 매출액증가율, 연구개발비지출규모, 과거 1년간의 일별수익률로 추정된 베타, 총자산영업이익률, 부채비율, 기업규모, 기업연령과 업종더미와 연도더미를 사용하였다. 실제 분석에서는 기부금지출규모가 0인 기업들을 통제하기 위한 D_ZERO_CHAR 더미변수를 포함한 분석을 추가적으로 수행하였다.

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

<회귀분석모형 2>

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q = & \beta_0 + \beta_1 \text{기부금지출규모} + \beta_2 (\text{기부금지출규모})^2 + \beta_3 \text{외국인비중} \\ & + \beta_4 \text{최대주주비율} + \beta_5 (\text{최대주주비율})^2 + \beta_6 \text{매출액증가율} \\ & + \beta_7 \text{연구개발비지출규모} + \beta_8 \text{베타} + \beta_9 \text{총자산영업이익률} \\ & + \beta_{10} \text{부채비율} + \beta_{11} \text{Ln(총자산)} + \beta_{12} \text{Ln(기업연령)} \\ & + \sum_{j=1}^{15} \beta_{12+j} \text{업종더미} + \sum_{t=2000}^{2005} \beta_t \text{연도더미} + \varepsilon \end{aligned}$$

<회귀분석모형 2>의 종속변수는 기업가치의 대용변수인 Tobin's Q이며, 독립변수로 기부금지출규모와 기부금지출규모의 제곱을 사용한다. 통제변수는 <회귀분석모형 1>과 마찬가지로 외국인비중과 최대주주비율, 최대주주비율의 제곱, 매출액증가율, 연구개발비지출규모, 과거 1년간의 일별수익률로 추정된 베타, 총자산영업이익률, 부채비율, 기업규모, 기업연령과 업종더미와 연도더미를 사용하였다. 기부금지출규모가 0인 기업들을 통제하기 위한 D_ZERO_CHAR 더미변수를 포함한 분석 또한 추가적으로 수행하였다.

5. 실증결과

본 연구에서는 기업의 기부금지출과 기업가치와의 관계를 검증하기 위해 완전자본잠식기업제거 표본과 자본잠식기업제거 표본을 사용하여 회귀분석을 수행하였다. 먼저 <표 5>는 완전자본잠식기업제거 표본을 사용하여 종속변수인 Tobin's Q에 대해 가설검증을 위한 회귀분석을 수행한 결과이다. 분석 1은 가설 1을 검증하기 위해 독립변수로 기부금지출규모 변수만을 사용하여 회귀분석을 수행한 것이고, 분석 2는 기부금지출규모가 0인 기업들을 통제하기 위한 D_ZERO_CHAR 더미변수를 기부금지출규모 변수와 더불어 사용하여 회귀분석을 수행한 것이다. 회귀분석 결과 기업의 기부금지출과 기업가치 사이에 정의 관계가 존재하며 가설 1을 지지하고 있다.

분석 3은 가설 2를 검증하기 위해 독립변수로 기부금지출규모 및 그 제곱을 변수로 사용하여 회귀분석을 수행한 것이고, 분석 4는 D_ZERO_CHAR 더미변수를 추가적으로 사용하여 회귀분석을 수행한 것이다. 회귀분석 결과 기부금지출규모 변수의 계수는 유의한 양의 값을, 그 제곱항은 유의한 음의 값으로 나타났다. 이는 그 형태가 역U자형으로 극대점⁷⁾이 매출액의 약 2.93%에 위치하게 됨을 의미

7) 함수 $f(x) = ax^2 + bx + c$ 에서 $a < 0$ 일 때 극대값은 $x = -\frac{b}{2a}$ 에 위치하며 본문의 극대점은 분석4에서 추정된 계수를 사용하여 계산되었다.

<표 5> 완전자본잠식기업제거 표본에서의 회귀분석모형 1과 2의 분석결과

	Tobin's Q			
	분석 1	분석 2	분석 3	분석 4
상수	2.375 (10.924)***	2.203 (10.907)***	2.408 (10.956)***	2.235 (10.937)***
기부금지출규모	5.111 (2.186)**	5.660 (2.446)**	11.692 (2.347)**	12.980 (2.612)***
(기부금지출규모) ²			-199.759 (-1.998)**	-221.813 (-2.193)**
D_ZERO_CHAR		0.106 (3.066)***		0.108 (3.134)***
외국인비중	1.000 (10.330)***	0.983 (10.436)***	0.999 (10.326)***	0.982 (10.434)***
최대주주비율	-0.621 (-3.214)***	-0.585 (-3.012)***	-0.615 (-3.178)***	-0.578 (-2.968)***
(최대주주비율) ²	0.603 (2.824)***	0.564 (2.623)***	0.596 (2.782)***	0.555 (2.573)***
매출액증가율	0.056 (2.012)**	0.056 (1.956)**	0.056 (2.019)**	0.056 (1.965)**
연구개발비지출규모	6.962 (4.957)***	6.947 (4.946)***	6.873 (4.950)***	6.849 (4.935)***
베타	0.092 (2.852)***	0.096 (2.975)***	0.094 (2.954)***	0.099 (3.090)***
총자산영업이익률	-0.165 (-0.783)	-0.103 (-0.508)	-0.187 (-0.875)*	-0.125 (-0.611)
부채비율	0.492 (9.807)***	0.475 (9.222)***	0.501 (10.067)***	0.484 (9.491)***
Ln(총자산)	-0.049 (-5.862)***	-0.044 (-5.563)***	-0.051 (-6.043)***	-0.045 (-5.757)***
Ln(기업연령)	-0.0663 (-3.809)***	-0.064 (-3.628)***	-0.067 (-3.844)***	-0.064 (-3.666)***
업종더미	포함	포함	포함	포함
연도더미	포함	포함	포함	포함
수정 R ²	0.2910	0.2944	0.2915	0.2950
F 값	43.744***	43.137***	42.545***	42.023***
표본수	3334	3334	3334	3334

1) ()내의 수치는 White Heteroskedasticity-Consistent 표준오차에 의한 t-value
 2) ***, **, *는 유의수준 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 의미함.

하며 따라서 가설 2를 지지하고 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 정의 관계를 보이는 것을 볼 때 현재의 우리나라 기업들의 지출규모가 아직까지는 최적지출규모에 비하여 낮은 수준에 있는 것으로 해석할 수 있다. 이는 <표 2>의 기부금지출규모의 평균이 0.137%, 중앙값이 0.028%에 불과한 것을 보아도 알 수 있다.

<표 6>은 자본잠식기업 전체를 제거한 표본을 사용하여 가설검증을 위한 회귀

<표 6> 자본잠식기업제거 표본에서의 회귀분석모형 1과 2의 분석결과

	Tobin's Q			
	분석 1	분석 2	분석 3	분석 4
상수	1.912 (7.923)***	1.854 (8.384)***	1.936 (7.929)***	1.876 (8.372)***
기부금지출규모	3.109 (1.211)	3.322 (1.299)	7.836 (1.597)	8.439 (1.713)*
(기부금지출규모) ²			-154.079 (-1.493)	-166.410 (-1.592)
D_ZERO_CHAR		0.043 (1.128)		0.046 (1.185)
외국인비중	0.874 (8.735)***	0.870 (8.861)***	0.874 (8.732)***	0.870 (8.860)***
최대주주비율	-0.406 (-2.339)**	-0.392 (-2.220)**	-0.402 (-2.314)**	-0.387 (-2.188)**
(최대주주비율) ²	0.321 (1.785)*	0.307 (1.676)*	0.316 (1.753)*	0.301 (1.637)*
매출액증가율	0.075 (2.397)***	0.075 (2.416)***	0.075 (2.430)**	0.076 (2.452)**
연구개발비지출규모	7.397 (4.612)***	7.407 (4.619)***	7.326 (4.631)***	7.331 (4.636)***
베타	0.088 (2.790)***	0.090 (2.807)***	0.090 (2.913)***	0.092 (2.935)***
총자산영업이익률	0.653 (3.158)***	0.670 (3.336)***	0.637 (3.042)***	0.653 (3.208)***
부채비율	0.413 (7.259)***	0.410 (7.136)***	0.420 (7.499)***	0.417 (7.387)***
Ln(총자산)	-0.032 (-3.467)***	-0.031 (-3.529)***	-0.034 (-3.589)***	-0.032 (-3.651)***
Ln(기업연령)	-0.067 (-3.667)***	-0.065 (-3.572)***	-0.067 (-3.692)***	-0.066 (-3.597)***
업종더미	포함	포함	포함	포함
연도더미	포함	포함	포함	포함
수정 R ²	0.3090	0.3094	0.3092	0.3096
F 값	43.712***	42.485***	42.449***	41.307***
표본수	3057	3057	3057	3057
1) ()내의 수치는 White Heteroskedasticity-Consistent 표준오차에 의한 t-value				
2) ***, **, *는 유의수준 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 의미함.				

분석을 수행한 결과이다. 완전자본잠식기업만 제거한 표본을 사용한 경우와 비교해 볼 때 가설 1을 검증한 분석 1과 분석 2에서 가설 1은 지지되지 못하고 있음을 알 수 있다. 가설 2를 검증한 분석 3과 4에서는 기부금지출규모 변수의 계수는 유의성이 약한 양의 값을, 그 제곱항은 유의성이 매우 약한 음의 값으로 나타났다. 다만 계수의 부호는 가설1과 2에서 예측한 것과 일치하였으며 그 형태는 역U자형으로 극대점이 매출액의 약 2.54%에 위치함을 의미하고 있다.

<표 7>은 자본잠식기업제거 표본과 기업가치의 대리변수로 자기자본의 시장가

<표 7> 자본잠식기업제거 표본에서의 회귀분석모형 1과 2의 분석결과(종속변수:MBR)

	MBR			
	분석 1	분석 2	분석 3	분석 4
상수	2.803 (7.288)***	2.621 (7.150)***	2.846 (7.243)***	2.664 (7.107)***
기부금지출규모	4.775 (1.127)	5.447 (1.291)	13.363 (1.430)	15.224 (1.629)*
(기부금지출규모) ²			-279.927 (-1.373)	-317.959 (-1.545)
D_ZERO_CHAR		0.136 (2.133)**		0.141 (2.207)***
외국인비중	1.543 (11.048)***	1.531 (11.149)***	1.542 (11.045)***	1.530 (11.150)***
최대주주비율	-0.559 (-1.852)*	-0.516 (-1.687)*	-0.553 (-1.827)*	-0.507 (-1.654)*
(최대주주비율) ²	0.549 (1.689)*	-0.505 (1.544)	0.540 (1.659)*	0.494 (1.506)
매출액증가율	0.139 (4.601)***	0.141 (2.640)***	0.140 (2.642)***	0.142 (2.687)***
연구개발비지출규모	11.016 (6.599)***	11.046 (6.621)***	10.888 (6.616)***	10.901 (6.633)***
베타	0.190 (3.787)***	0.196 (3.859)***	0.194 (3.898)***	0.200 (3.983)***
총자산영업이익률	1.041 (3.464)***	1.093 (3.691)***	1.102 (3.325)***	1.062 (3.540)***
부채비율	0.391 (3.208)***	0.381 (3.142)***	0.403 (3.240)***	0.394 (3.186)***
Ln(총자산)	-0.065 (-3.816)***	-0.060 (-3.630)***	-0.068 (-3.862)***	-0.062 (-3.683)***
Ln(기업연령)	-0.107 (-3.515)***	-0.103 (-3.341)***	-0.108 (-3.555)***	-0.104 (-3.382)***
업종더미	포함	포함	포함	포함
연도더미	포함	포함	포함	포함
수정 R ²	0.3243	0.3259	0.3245	0.3263
F 값	46.825***	45.779***	45.478***	44.527***
표본수	3057	3057	3057	3057
1) ()내의 수치는 White Heteroskedasticity-Consistent 표준오차에 의한 t-value				
2) ***, **, *는 유의수준 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 의미함.				

치와 장부가치의 비율인 MBR을 사용한 회귀분석결과이다. Tobin's Q를 사용한 분석결과와 마찬가지로 가설 1을 검증한 분석 1과 2에서 가설 1을 지지되지 못함을 알 수 있다. 또한 가설 2를 검증한 분석 3과 4도 계수의 부호는 예상과 일치하였으나 유의성은 매우 약하게 나타났다.

분석결과를 종합할 때 기부금지출과 기업가치 사이에 약하나마 정의 선형관계와 역U자형의 비선형관계를 확인할 수 있었다. 그러나 기부금과 기업가치의 비선형관계로 결과를 해석하는데 있어 표본구성 상의 문제점이 있을 수 있다. 표본을

확인해본 결과 완전자본잠식기업제거 표본의 경우 극대점 2.93%보다 더 많은 기부금지출을 한 관측치는 14개에 불과하며, 자본잠식기업제거 표본의 경우에도 극대점 2.54%보다 더 많은 기부금지출을 한 관측치는 15개에 불과하였다. 따라서 Morck, Shleifer, Vishny(1988)의 구분선형회귀분석(Piecewise linear regression) 기법을 적용하여 기부금과 기업가치의 비선형관계가 표본의 극단치에 의해 나타난 것이 아니라는 것을 확인한다.

구분선형회귀분석을 수행하기 위해서는 우선 구분점을 선택해야 한다. 첫번째로 구분점을 하나로 하는 구분선형회귀분석에서는 구분점을 중앙값으로 선정하였고, 그에 따라 기부금지출을 아래와 같은 변수들로 대체하였다.

$$\begin{aligned} \text{기부금지출규모}_1 &= \begin{cases} \text{기부금지출규모} < \text{중앙값이면, 기부금지출규모} \\ \text{기부금지출규모} \geq \text{중앙값이면, 중앙값} \end{cases} \\ \text{기부금지출규모}_2 &= \begin{cases} \text{기부금지출규모} < \text{중앙값이면, 0} \\ \text{기부금지출규모} \geq \text{중앙값이면, 기부금지출규모} - \text{중앙값} \end{cases} \end{aligned}$$

구분점을 둘로 하는 분석에서는 구분점을 중앙값과 앞서의 분석에서 계산된 극대점으로⁸⁾ 선정하였고, 그에 따라 기부금지출을 아래와 같은 변수들로 대체하였다.

$$\begin{aligned} \text{기부금지출규모}_1 &= \begin{cases} \text{기부금지출규모} < \text{중앙값이면, 기부금지출규모} \\ \text{기부금지출규모} \geq \text{중앙값이면, 중앙값} \end{cases} \\ \text{기부금지출규모}_2 &= \begin{cases} \text{기부금지출규모} < \text{중앙값이면, 0} \\ \text{극대점} \geq \text{기부금지출규모} \geq \text{중앙값이면, 기부금지출규모} - \text{중앙값} \\ \text{기부금지출규모} \geq \text{극대점이면, 극대점} - \text{중앙값} \end{cases} \\ \text{기부금지출규모}_3 &= \begin{cases} \text{기부금지출규모} < \text{극대점이면, 0} \\ \text{기부금지출규모} \geq \text{극대점이면, 기부금지출규모} - \text{극대점} \end{cases} \end{aligned}$$

<표 8>과 <표 9>는 각각 완전자본잠식기업제거 표본과 자본잠식기업제거 표본에서의 구분선형회귀분석의 결과이다. 분석결과 기부금지출규모가 중앙값보다 작은 구간에서는 기부금지출과 기업가치 사이에 유의한 양의 관계가 관찰되는 반면

8) 기부금지출이 극대점의 값보다 큰 관측치가 소수에 불과하기 때문에 이 구분선형회귀분석의 의미는 계수의 부호를 확인하는 데 있다.

<표 8> 완전자본잠식기업제거 표본에서의 구분선형회귀분석 결과

	분석 1	분석 2
독립변수	Tobin's Q	Tobin's Q
상수	2.224 (10.966)***	2.237 (10.969)***
기부금지출규모_1	187.750 (2.906)***	175.884 (2.683)***
기부금지출규모_2	4.561 (1.953)**	6.967 (1.790)*
기부금지출규모_3		-5.484 (-0.949)
D_ZERO_CHAR	0.134 (3.725)***	0.132 (3.684)***
외국인비중	0.974 (10.386)***	0.975 (10.383)***
최대주주비율	-0.604 (-3.104)***	-0.598 (-3.054)***
(최대주주비율) ²	0.580 (2.698)***	0.573 (2.649)***
대출액증가율	0.055 (1.963)**	0.055 (1.963)**
연구개발비지출규모	6.882 (4.887)***	6.839 (4.892)***
베타	0.093 (2.860)***	0.095 (2.924)***
총자산영업이익률	-0.112 (-0.556)	-0.124 (-0.607)
부채비율	0.488 (9.514)***	0.490 (9.598)***
Ln(총자산)	-0.046 (-5.783)***	-0.047 (-5.848)***
Ln(기업연령)	-0.063 (-3.608)***	-0.064 (-3.632)***
업종더미	포함	포함
연도더미	포함	포함
수정 R ²	0.2952	0.295
F 값	42.067***	40.912***
표본수	3334	3334
1) ()내의 수치는 White Heteroskedasticity-Consistent 표준오차에 의한 t-value		
2) ***, **, *는 유의수준 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 의미함.		

중앙값보다 큰 구간에서는 유의하지 않거나 약한 유의성을 가지는 관계가 나타났다. 극대점을 구분점으로 집어넣은 분석 2에서는 기부금지출이 극대점보다 큰 구간에서의 계수의 부호가 완전자본잠식기업제거 표본에서는 음으로 나타났으나 자본잠식기업제거 표본에서는 양으로 나타났으며 모두 유의하지 않았다. 따라서 구분선형회귀분석을 실시한 결과 기부금지출과 기업가치 사이에는 앞서의 회귀분석에서와 같이 역U자형의 관계가 존재함을 확인할 수는 없었으나 그 관계가 비선형관계임은 확인할 수 있었다.

<표 9> 자본잠식기업제거 표본에서의 회귀분석모형 1과 2의 분석결과

독립변수	분석 1		분석 2	
	Tobin's Q	MBR	Tobin's Q	MBR
상수	1.876 (8.412)***	2.661 (7.164)***	1.883 (8.352)***	2.680 (7.112)***
기부금지출규모_1	126.004 (2.222)**	228.387 (2.214)**	119.985 (2.078)**	211.333 (2.050)**
기부금지출규모_2	2.348 (0.902)	3.677 (0.877)	3.731 (0.853)	7.594 (0.976)
기부금지출규모_3			1.469 (0.470)	1.187 (0.268)
D_ZERO_CHAR	0.065 (1.622)*	0.176 (2.663)***	0.065 (1.609)*	0.174 (2.633)***
외국인비중	0.864 (8.851)***	1.519 (11.160)***	0.864 (8.841)***	1.520 (11.144)***
최대주주비율	-0.406 (-2.299)**	-0.541 (-1.773)*	-0.404 (-2.285)**	-0.537 (-1.755)*
(최대주주비율) ²	0.319 (1.742)*	0.526 (1.612)*	-0.317 (1.724)*	0.521 (1.590)
매출액증가율	0.075 (2.432)**	0.141 (2.661)***	0.076 (2.466)**	0.142 (2.725)***
연구개발비지출규모	7.365 (4.592)***	10.971 (6.574)***	7.333 (4.645)***	10.881 (6.630)***
베타	0.087 (2.704)***	0.191 (3.758)***	0.088 (2.786)***	0.194 (3.855)***
총자산영업이익률	0.654 (3.248)***	1.065 (3.587)***	0.649 (3.190)***	1.050 (3.511)***
부채비율	0.417 (7.334)***	0.394 (3.233)***	0.419 (7.429)***	0.399 (3.233)***
Ln(총자산)	-0.032 (-3.693)***	-0.063 (-3.742)***	-0.033 (-3.710)***	-0.064 (-3.748)***
Ln(기업연령)	-0.065 (-3.555)***	0.102 (-3.319)***	-0.065 (-3.566)***	-0.103 (-3.350)***
업종더미	포함	포함	포함	포함
연도더미	포함	포함	포함	포함
수정 R ²	0.3099	0.3266	0.3097	0.3265
F 값	41.365***	44.584***	40.181***	43.327***
표본수	3057	3057	3057	3057

1) ()내의 수치는 White Heteroskedasticity-Consistent 표준오차에 의한 t-value
 2) ***, **, *는 유의수준 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 의미함.

통제변수인 외국인비중은 모든 분석에서 유의한 양의 관계를 보여 기존의 선행 연구들과 같은 결과를 얻었으며 외국인투자자가 효율적 감시자 역할을 수행하여 기업가치에 양의 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있다. 최대주주비율과 기업가치 간의 관계를 보면 최대주주비율은 유의한 음의 계수를, 그 제곱항을 양의 계수를 가져 U자형의 관계임을 알 수 있으며, 경영자안주가설과 이해일치가설이 동시에 지지되는 절충가설을 지지하는 것으로 해석된다. 다만 제곱항은 그 유의성이 그다지 높지 않았다. 연구개발비지출규모 또한 유의한 양의 관계를 보였으며

연구개발비의 지출이 회계상의 자산은 아니지만 기업가치에 영향을 미치는 무형 자산의 축적을 가져오는 것으로 해석된다.

이상의 연구결과들을 종합할 때 기부금으로 측정한 현재 우리나라 기업들의 사회공헌활동은 기업가치와 양의 관계가 존재하며 아직 최적지출규모에 비해 낮은 수준에 위치하고 있는 것으로 보인다. 본 연구에서는 사회공헌활동지출이 기업가치의 증가를 가져온다는 인과관계를 확인하지 않았기 때문에 확증할 수는 없으나 사회공헌활동에 대한 지출규모가 현재보다 증가하여도 기업가치에 부정적인 영향을 미치지 않을 것으로 예상된다.

6. 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 회귀분석을 수행한 결과 기부금지출과 기업가치 간에 역U자형의 비선형관계와 양의 선형관계를 확인하였다. 그러나 일부 극단치의 영향으로 인해 역U자형의 비선형관계를 가져온 것으로 볼 수도 있기 때문에 구분선형회귀분석을 수행하였으며 그 결과 구분점으로 사용한 표본의 중앙값보다 낮은 구간에서는 유의한 양의 선형관계를, 그보다 높은 구간에서는 유의하지 않은 양의 선형관계를 확인하였다. 이상의 결과를 통해 우리나라 기업의 사회공헌활동이 기업가치와 양의 관계가 존재하며 아직 최적지출규모에 비해 낮은 수준에 위치하고 있는 것으로 판단된다. 또한 인과관계를 확인하지 않았으나, 사회공헌활동에 대한 지출규모가 현재보다 증가하여도 기업가치에 부정적인 영향을 미치지 않을 것으로 보인다.

연구의 한계점으로는 먼저 사회공헌활동에 대한 지출 중 기부금에만 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.

다음으로 기부금지출을 외생변수로 가정하고 연구를 수행하였다는 점을 들 수 있다. 기부금지출과 기업가치를 결정하는데 있어 중요한 역할을 하는 변수가 생략된 경우 변수의 내생성문제가 발생할 수 있다. 또한 기업가치가 높은 기업일수록 더 많은 기부금을 지출한다면 기업가치에 의해 기부금지출의 규모가 결정되어 두 변수가 내생적으로 결정될 수도 있다. 이러한 내생성문제에 대해 추가적인 연구가 진행되어야 할 것이다. 여기에 더해 사용된 분석기법 또한 Pooled OLS만을 사용하였다. 따라서 패널분석기법인 고정효과모형이나 임의효과모형을 사용하여 분석을 수행할 필요가 있다.

마지막으로 기부금지출과 기업가치간의 인과관계에 대한 분석을 수행하지 않았다. 따라서 본 연구에서 확인된 기부금지출과 기업가치간의 양의 관계가 기부금지출의 증가가 기업가치의 증가의 원인이 되는 인과관계를 의미하지는 않으며 이에 대한 추가적인 연구가 필요하다.

<참 고 문 헌>

- 김성태, 이재기, 남상민, 2002, 한국 기업 기부금의 결정요인, 국제경제연구 제 8권 2호, pp. 47-69
- 김영숙, 이재춘, 2000, 기업가치와 기업소유구조와의 관련성, 증권학회지 제26권, pp. 173-197
- 박현준, 권인수, 신현한, 정지웅, 2004, 기업의 환경성과와 재무성과의 관계, 경영학연구 제33권 5호, pp. 1461-1487
- 박현준, 신현한, 최완수, 2004, 한국기업의 대리인비용과 기업가치: 외국인지분의 역할, 경영학연구 제33권 2호, pp. 655-682
- 박현준, 이종건, 2002, 기부와 환경보호: 기업의 사회공헌활동과 재무적 성과 간의 관계에 관한 실증적연구, 인사조직연구 제10권 1호, pp. 95-133
- 신현한, 이상철, 장진호, 2004, 외부감시주체와 기업가치, 재무연구 제17권 1호, pp. 41-72
- 연강흠, 박순홍, 2006, 외국간접투자자본이 국민경제에 미치는 영향에 관한 연구, 경영학연구 제35권 6호, pp. 1885-1912
- 이경태, 이상철, 박애영, 2005, 경영자 스톡옵션 보상과 기업가치: 선형 및 비선형 관계 분석, 경영학연구 제34권 6호, pp. 1637-1665
- 전국경제인연합회, 2006, 2005 기업·기업재단 사회공헌백서
- Barnea, A., A. Rubin, 2006, Corporate social responsibility as a conflict between shareholders, Working paper, University of Texas at Austin
- Brown, W. O., E. Helland, J. K. Smith, 2006, Corporate philanthropic practices, *Journal of Corporate Finance* 12, pp. 855-877
- Fisman, R., G. Heal, 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, pp. 32-33
- Goyal, A., 2006, Corporate social responsibility as a signaling device for FDI, *International Journal of the Economics of Business* 13, pp. 145-163
- Morck, R., A. Shleifer, R. Vishny, 1988, Management ownership and market valuation: An empirical analysis, *Journal of Financial Economics* 20, pp. 293-316
- Navarro, P., 1988, Why do corporations give to charity?, *Journal of Business* 61, pp. 65-93
- Roman, R. M., S. Hayibor, B. R. Agle, 1999, The Relationship Between Social and Financial Performance: Repainting a Portrait, *Business and Society* 38, pp. 109-125
- Schwartz, R. A., 1968, Corporate Philanthropic Contributions, *Journal of Finance* 23, pp. 479-497