

재벌의 광고공유로 인한 경쟁력과 대리인문제*

이문영**

<요 약>

본 연구는 재벌의 광고자원 공유와 관련된 경쟁력과 대리인 문제를 살펴본다. 재벌은 계열사끼리 광고자원을 공유할 수 있어 그룹 차원으로 공동광고하고 비용을 분담하거나, 한 계열사의 광고가 다른 계열사까지 간접홍보하는 효과를 얻을 수 있다. 광고비는 고정원가 성격이 있어 생산규모가 커지면 단위당 원가가 낮아지고 이익은 점증하는 효과가 있기 때문에, 재벌기업은 규모의 경제로 인해 비재벌기업 보다 광고비가 낮고 이익창출효과가 클 수 있다. 그러나 재벌은 기업에 대한 부정적 인식을 만회하거나 글로벌 브랜드를 구축하기 위해 경영성과와 무관한 홍보활동을 지속한다면, 재벌기업은 비재벌기업에 비해 광고비가 높고 이익창출효과는 낮을 수 있다. 한편 재벌 광고홍보 활동은 일반적으로 광고전담 계열사와 맺는 내부거래이므로 계열사별 광고비에 지배주주의 이해관계가 반영될 개연성도 있다.

본 연구에서 2003년부터 2014년까지 상장기업을 대상으로 광고비와 광고비차감전이익 및 시장가치, 그리고 소유구조와의 관계를 분석한 결과는 다음과 같다. 첫째, 재벌기업은 비재벌기업에 비해 광고비는 작고, 같은 수준의 광고비라면 이익창출효과가 더 큰 것으로 나타났다. 특히 재벌의 이익은 다른 계열사의 광고비와도 유의한 양(+)의 관계로 나타나 광고공유 효과가 직접적으로 나타났다. 둘째, 재벌기업은 지배주주 지분이 높을수록 광고비가 낮은 것으로 나타났다. 본 연구는 재벌이 광고자원을 공유하여 비용절감과 수익향상을 이루지만 지배주주의 사적이익을 추구하는 대리인문제도 나타난다는 것을 실증하였다는 점에서 의의가 있다.

<주제어> 재벌, 광고비, 자원공유, 터널링

* 본 연구는 2019년 덕성여자대학교 교내연구비 지원으로 이루어졌음

** 덕성여자대학교 사회과학대학 회계학과 조교수, moonyounglee@duksung.ac.kr, 주저자, 교신저자

논문접수일 2018년 1월 15일 1차수정일 2019년 1월 19일 2차수정일 2019년 7월 6일

게재확정일 2019년 7월 22일

I. 서론

광고는 기업 이미지나 상품 브랜드를 널리 알리거나 상품판매를 촉진하기 위한 활동이다. 광고비는 회계기준에서 전액 당기 비용으로 인식하여야 하지만, 자산가치(asset value)가 있어 장기에 걸쳐 효익을 창출하므로 일정 기간 동안 상각해야한다는 주장도 있다(Hirschey and Weygandt 1985 ; Graham and Frankenberger 2000 ; 정혜영과 박기남 2001). 또한 광고비는 고정원가 성격이 있어 규모의 경제(economy of scale)를 달성하면, 수익이 점증하고(increasing return to scale) 가치관련성(value relevance)이 커지는 것으로 보고된다(Brown 1978 ; Spence 1980 ; Comanor and Wilson 1969 ; Spence 1980 ; Chauvin and Hirschey 1993 ; 정기식과 이정길 1996).

광고비가 생산규모에 따라 이익이 점증하고 가치관련성이 커지는 효과가 있다면 이 현상은 기업집단(business group) 혹은 재벌에서 보다 명확하게 나타날 수 있을 것이다. 기업집단에 속하지 않은 기업은 당해 기업이 보유한 자원(firm-level resources)만 사용할 수 있으나, 재벌에 속한 기업은 당해 기업의 자원뿐 아니라 계열사들의 자원(group-level resources)도 활용할 수 있다(Chang and Hong 2000). 따라서 특정 자원 활용에 대하여 규모의 경제를 달성하는 것은 재벌기업이 비재벌기업 보다 더 용이할 것이기 때문이다. 본 연구는 재벌의 자원공유(resource sharing) 효과를 광고홍보활동 측면에서 살펴본다. 선행연구는 재벌의 자원공유를 주로 연구개발과 지식전이(knowledge transfer) 측면에서 분석하였을 뿐 광고홍보활동의 자원공유를 살펴본 연구는 드물다(Chang and Hong 2000 ; 홍덕표와 최순규 2006 ; 이정열과 박영렬 2007). 광고홍보는 연구개발과 함께 기업의 주요 무형자산을 형성한다는 점에서 재벌의 광고공유 효과를 이해하는 것은 의의가 있을 것이다.

재벌기업의 광고자원 공유는 다양한 형태로 나타난다. 우선 재벌은 일반적으로 그룹 차원에서 CI(corporate identity)를 공동으로 홍보하고 비용은 계열사들이 분담하며 광고활동을 공유한다.¹⁾ 각 계열사 차원의 광고홍보활동도 있으나 자체 상품 판촉과 브랜드 홍보에 집중하는 것이며, 그룹 차원의 브랜드 관리가 중요한 것으로 알려져 있다. 또한 어느 한 계열사의 광고가 다른 계열사까지도 간접홍보하는 효과가 있을 수 있어 광고효과가 여러 계열사에 공유되는 것으로 볼 수 있다. 가령, 영화관과 식음료 매장을 결합운영하는 기업집단은 영화관 계열사의 홍보에 편승하여 식음료 계열사는 추가 광고없이 식음료 제품의 홍보효과를 기대할 수 있을 것이다.²⁾ 따

1) 재벌의 그룹 공동광고는 일반적으로 중핵기업(core company)이 주도하고 계열사가 비용을 분담한다. 삼성그룹은 “(삼성전자) 미전실 주도로 삼성그룹 광고협찬을 한 뒤 각 삼성 계열사로부터 분담금을 내도록”한다. 현대자동차그룹은 “그룹 차원의 광고와 사회공헌 활동비를 현대기아차와 현대제철, 현대모비스, 현대건설 등 계열사로부터 충당”한다. 2017년 3월 24일자 더벨 「‘지주사 이슈’ 현대차, 자사주 활용 법은」 및 2017년 4년 11일자 미디어오늘 「삼성 미래전략실 해체에 언론사 휘청?」 참조.

2) 2017년 9월 20일자 조선일보 「‘나홀로’ 중국 선방 CJ CGV ‘눈길」」 참조.

라서, 재벌기업은 광고자원을 공유하여 비재벌기업 보다 광고비가 낮고, 광고비의 이익창출역량은 높을 수 있다.

그러나, 재벌은 사회적 논란과 부정적 인식에 대응하고자 친기업정서를 강화하는 홍보를 지속적으로 추진한다(Kim 1997). 또한 재벌은 세계시장에서 글로벌 브랜드로 자리잡고자 운동경기 후원과 같은 대규모 투자를 지속하기도 한다(Cornwell et al. 2001). 이러한 홍보활동은 비재벌기업이라면 필요하지 않은 홍보이거나 경영성과와 무관한 투자이므로 재벌기업의 광고비가 비재벌기업 보다 높고 이익창출역량은 낮을 수도 있다. 이러한 문제는 사전적으로 알기 어려운 실증의 문제인데, 이를 통해 재벌이 광고자원을 공유하여 추가적인 효익을 창출하는지 아닌지를 가름해 볼 수 있을 것이다.

그런데 재벌의 광고홍보활동과 관련하여 지배주주의 기회주의적 행태가 종종 보고된다. 대개 재벌은 외부 광고전문회사 보다는 내부에 광고전문계열사(in-house agency)를 설립하여 홍보활동을 전담시키는데, 재벌 광고전문계열사는 일감몰아주기 및 승계 등과 관련되어 부정적으로 평가된다(Um 2017).³⁾ 또한 광고전문계열사에 지배주주 지분이 많은 재벌은 광고비 지출이 큰 것으로 나타난다(김효진과 이기훈 2015). 즉 재벌은 광고홍보가 그룹 내부에서 거래되어 비용을 분담하는 과정에서 지배주주의 이해관계가 반영될 개연성이 있다. 가령, 지배주주 지분이 높은 계열사는 광고비 분담금을 낮추고 대신 지배주주 지분율이 낮은 계열사로 비용을 전가시킬 수 있을 것이다. 혹은 중핵기업(core company)이 그룹을 대표하여 그룹 아이덴티티를 개발하고 홍보하며 사회적 논란에도 주도적으로 대응하므로 광고비를 많이 부담하고, 그렇지 않은 계열사들이 큰 비용부담 없이 그 효과를 누릴 수 있을 개연성도 있다.

본 연구는 2003년부터 2014년까지 유가증권 및 코스닥 상장기업을 분석한 결과는 다음과 같다. 첫째, 선행연구에서 발견된 광고비 결정요인을 통제한 후 광고비(AD)를 종속변수로 하고 재벌더미(*Chaebol*)를 회귀분석한 결과 유의한 음(-)의 관계로 나타나, 재벌기업은 비재벌기업에 비해 광고비가 적은 것을 발견하였다. 둘째, 광고비 차감전 영업이익(*Earnings*)을 종속변수로 하고 광고비(AD), 재벌더미(*Chaebol*), 그리고 이 둘의 교차항($AD \times Chaebol$)을 회귀분석한 결과, 교차항의 계수가 유의한 양(+)으로 나타났다. 이는 광고비가 이익창출에 기여하는 정도는 재벌기업이 비재벌기업 보다 높다는 의미이다. 더 나아가 재벌의 광고공유를 보다 직접적으로 확인하기 위해, 설명변수로 자체 광고비(AD)뿐 아니라 같은 그룹에 소속된 다른 계열사들의 광고비($AD_affiliate$)와 회귀분석한 결과, 둘 다 유의한 양(+)의 관계임을 확인하였다. 이는 재벌기업의 광고는 다른 계열사의 이익도 증대시키는 효과가 있음을 확인하는 것이다(Chang and Hong

3) 재벌 계열광고회사로는 삼성그룹의 (주)제일기획, 현대자동차그룹의 (주)이노션, LG그룹의 (주)HSAD, SK그룹의 (주)에스케이플래닛, 롯데그룹의 (주)대홍기획, 두산그룹의 (주)오리콤, CJ그룹의 (주)재산커뮤니케이션즈 등이 있다. 공정거래위원회에서는 최근 재벌 총수일가가 부당이익을 취할 목적으로 광고, 부동산관리, 물류, SI(system integration) 등의 사업에서 일감몰아주기를 하는 것으로 지적한 바 있다(매경이코노미 2018년 6월 29일자, “김상조 공정위 ‘재벌 일감 몰아주기’ 정조준” 참조).

2000). 이러한 결과를 종합하면, 재벌은 광고효과가 여러 계열사에 공유되어 이익점증효과(increasing return to scale)가 있음을 시사한다고 할 수 있(Graham and Frankenberger 2000). 그러나 시장가치와 광고비의 관계에서는 재벌기업과 비재벌기업 사이에 유의한 차이는 없었다.

마지막으로, 지배주주 지분율과 광고비를 회귀분석한 결과, 광고비 비중이 높은 업종에 국한하여 유의한 음(-)의 관계를 발견하였다. 즉 광고투자가 많은 업종에서 총수일가 지분이 높으면 광고비 부담이 낮아진다는 의미로, 지배주주의 사적이익을 위해 광고비가 조정되는 터널링의 일종으로 볼 수 있다(김효진과 이기훈 2015). 그러나 재벌기업의 중핵도와 광고비 사이에는 유의한 관계가 없었다.

종합하면, 재벌기업은 비재벌기업 보다 더 적은 광고비를 지출하고, 같은 금액의 광고비라면 더 큰 이익을 창출하였다. 본 연구의 분석결과에 따르면, 광고투자 1원에 대해 재벌은 2.5원의 이익을 창출하는 반면 비재벌은 1.2원의 이익을 창출하는 것으로 추정된다. 이는 기업집단이 광고자원을 공유하여 규모의 경제를 달성하고 독립기업 대비 경쟁우위에 있을 수 있음을 보여준다(Chang and Hong 2000 ; Khanna and Palepu 1999 ; Claessens et al. 2006). 그러나 재벌기업은 광고자원을 공유하는 과정에서 총수일가 지분이 높은 계열사에는 부담을 낮추고 소수주주 지분이 높은 계열사로 비용을 전가하는 기회주의적 경영행태와 대리인 문제(agency problem)도 나타난다고 할 수 있다.

본 연구의 발견은 여러 가지 공헌점이 있다. 첫째, 재벌기업은 비재벌기업 보다 광고비가 적고 이익창출효과는 높다는 점을 보임으로써, 광고비는 규모의 경제와 이익점증효과가 있다는 선행연구에 실증결과를 추가하였다(Comanor and Wilson 1969 ; Brown 1978 ; Spence 1980 ; Chauvin and Hirschey 1993). 둘째, 재벌기업의 자원공유를 광고홍보활동 측면에서 분석함으로써 기업집단이 자원공유로 경쟁력을 확보한다는 연구에 실증결과를 추가하였다(Khanna and Palepu 1999 ; Chang and Hong 2000). 셋째, 재벌기업은 지배주주 지분율이 높으면 광고비가 낮아지는 터널링을 발견함으로써, 광고활동과 관련된 지배주주의 기회주의적 행위에 관한 실증결과를 추가하였다(김효진과 이기훈 2015).

본 연구는 한계점도 있다. 우선 재벌기업이 분담하는 그룹공동 광고비를 구체적으로 측정하지 못하고 광고비 분담에 대한 추정적 설명만 제시하였다는 한계가 있다. 그리고 광고비 결정요인으로 브랜드 가치를 통제할 필요가 있는데, 브랜드 가치를 직접 추정하지 않고 그 대용치를 사용하였다는 한계가 있다(Johansson et al. 2012). 또한 재벌기업이 비재벌기업 보다 광고투자의 수익성이 높은 이유는 규모의 경제에 따른 이익점증효과가 아니라 두 집단의 제품경쟁력 차이일 수도 있다. 본 연구에서는 제품경쟁력 차이를 과거 연구개발비 수준을 이용하여 간접적으로 통제하기는 하였으나, 이러한 개연성을 완전히 해소하지는 못하였다는 한계가 있다. 향후 재벌의 그룹공동 광고비와 브랜드 가치가 구체적으로 측정되고, 제품경쟁력을 엄밀히 통제한 후속연구가 진행되기를 기대한다.

재벌은 기업집단으로서의 경쟁우위와 소유구조에 의한 대리인 문제(*agency problem*)가 동시에 나타날 수 있다. 본 연구는 재벌의 광고자원 공유에서 비롯된 사업경쟁력과 기회주의적 행위를 뒷받침하는 실증결과를 같이 제시하였다. 기업집단의 발전방향은 건전한 기업지배구조를 확립하여 폐해는 줄이고 경쟁력을 키워나가는 것이 될 것이다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 관련 선행연구를 검토하고, 가설을 도출한다. 제Ⅲ장은 연구방법을 설명하고, 제Ⅳ장은 실증분석 결과를 제시한다. 마지막으로 제Ⅴ장에서 본 연구의 결론과 시사점을 논한다.

Ⅱ. 선행연구 검토 및 가설 도출

1. 광고비 및 브랜드 가치의 가치관련성

광고는 기업 이미지나 상품 브랜드를 널리 알리거나 상품의 판매를 촉진하기 위한 것으로, 광고비는 회계기준에서 전액 당기 비용으로 인식하도록 하지만 학계에서는 장기에 걸쳐 효익을 창출하므로 자산가치(*asset value*)가 있다고 논의되기도 한다. Hirschey and Weygandt(1985)는 기업의 시장가치(*market value*)와 장부가치(*book value*)의 괴리 원인으로 광고비와 연구개발비가 자산가치가 있음에도 불구하고 비용으로 인식되기 때문이라고 주장하며 이로 인해 재무정보의 가치관련성(*value relevance*)이 크게 저해된다고 하였다. 이들은 토빈 Q와 광고비를 회귀분석하여 유의한 양(+)의 관계를 보이고, 광고투자의 내용연수를 1년에서 5년으로 추정하기도 하였다. Graham and Frankenberger(2000) 역시 광고비의 자산성을 연구하였는데, 현재 이익과 과거 5년간 광고비 변화량을 회귀분석하여 과거 광고비가 현재 이익창출에 기여함을 보였다. 이 연구는 광고비가 이익창출에 기여하는 기간이 서비스업은 2년, 소비재는 4년, 산업재는 5년으로 추정되었다.

이러한 연구들의 결론은 광고 효익이 당기에 그치는 것이 아니라 차기 이후까지 지속되며, 지속기간은 업종과 기업규모에 따라 차이가 있다는 것이다. 일반적으로 비내구재(*non-durable goods*)가 내구재(*durable goods*)보다 광고와 기업가치 관계가 강하게 나타난다(Hirschey and Weygandt 1985 ; Graham and Frankenberger 2000). 또한 대규모 기업이 중소규모 기업 보다 광고와 기업가치 관계가 뚜렷하게 나타난다(Chauvin and Hirschey 1993).

광고비는 고정원가(*fixed cost*) 성격이 커서 생산량이나 기업규모가 커질수록 이익이 점증(*increasing returns to scale*)하는 규모의 경제(*economy of scale*)가 작용할 수 있다(Comanor and Wilson 1969). Brown(1978)은 광고비와 매출액의 관계는 선형관계가 아니라고 주장하였다. 단위당 광고비는 매출증가에 따라 어느 순간 급격하게 낮아지고, 매출액은 광고비뿐만 아니라 광고

비를 제공한 변수와도 유의한 양(+)의 관계가 있음을 보였다. Spence(1980)도 광고비는 일정 수준 이상에 도달해야 효과가 나타나는 임계점(threshold)이 존재하며, 적은 수준의 광고비로는 의미있는 효과를 거두기 어렵다고 하였다.

광고활동 효과는 이미지 및 브랜드 홍보와 상품 판촉 사이에 차이가 있다. 판촉 광고는 주로 제품에 관한 상세 정보를 제공하여 단기 매출신장에 기여할 수 있으나 효과가 지속되기는 어려운 편이다. 반면 기업 아이덴티티나 브랜드에 관한 광고는 단기 보다는 장기에 걸쳐 효과가 나타난다. 대표적 이미지 광고인 기업의 운동경기 협찬도 상당한 기간 동안 지속적으로 협찬해야 브랜드 인지도와 충성도가 향상되는 것으로 밝혀졌다(Cornwell et al. 2001). 그러나 인지도 있는 브랜드라 하더라도 광고를 중단하면 브랜드 가치가 조만간 소멸할 수 있다(Bass and Parsons 1969).

기업가치 향상에 기여하는 것은 상품 판촉 보다는 기업 아이덴티티나 브랜드 구축인 것으로 나타난다. Barth et al.(1998)은 Interbrand, Ltd.라는 유명 마케팅 회사가 발표하는 브랜드 지수를 사용하여 브랜드 가치가 높으면 시장가치와 주주수익률이 높음을 보였다. 이은주 외(2016)도 한국생산성본부가 발표하는 고객만족지수(NCSI)를 활용하여 브랜드 애호도가 높으면 시장가치와 기업 수익성이 높은 것을 보였다.

그런데 브랜드 가치와 가치관련성을 살펴본 Johansson et al.(2012)은 브랜드가치 측정방법에서 한계를 지적하였다. 브랜드가치 측정은 크게 재무정보에 기반 한 방법과 소비자 설문에 기반 한 방법으로 나뉜다. 전자는 미래 매출에 기여하는 바가 클수록 브랜드 가치가 높다고 가정하고 재무제표와 재무분석가의 예측정보를 기반으로 브랜드 가치를 추정하는 것인데, 이렇게 추정된 브랜드 가치는 실제 미래 경제적 성과와 유의한 관계가 없는 것으로 나타난다는 한계가 있다. 이 방법으로 추정된 브랜드 가치의 예로는 Barth et al.(2001)의 Interbrand 지수가 있으며, 정혜영과 박기남(2001)이 Olhson(1995) 모형을 이용하여 추정한 재벌의 상호자산(商號資產, corporate identity asset) 가치도 그 예이다. 반면 이은주 외(2016)에서 사용한 NCSI와 같은 고객만족에 기반한 브랜드 가치 추정은 미래수익과 유의한 관계를 보이지만, 표본을 대규모로 측정하기 어렵다는 한계가 있다.

한편 한국 기업을 분석한 연구에서는 특이하게 광고비와 시장가치 관계가 음(-)으로 나타난 시기가 있었다. 1990년대 이전 상장기업에서 그러한 현상을 보였는데, 당시 주식 투자자들은 광고비를 당기수익 저해요소로 인식하고 기업가치 향상에 기여하지 않는다고 평가한 것으로 볼 수 있다(최정호 1994 ; Han and Manry 2004). 그러나 유사한 시기를 분석하면서도 표본을 업종과 기업규모로 구분한 연구에서는 대규모 기업에서는 광고비와 기업가치가 유의한 양(+)의 관계로 나타났다(정기식과 이정길 1996). 이는 광고효과는 대규모 기업에서 크다는 선행연구와 일관된 것이다(Comanor and Wilson 1969 ; Spence 1980 ; Chauvin and Hirschey 1993). 2000년대 이후를 분석한 연구에서는 대부분 광고비와 기업가치가 유의한 양(+)의 관계가 나타난다(허화

의 2007 ; 이은주 외 2016).

2. 한국 재벌기업의 광고활동

재벌은 특정 가족이 지배하는 대규모 기업집단(family-controlled business group)으로 법률상 독립되어 있는 기업들을 지분투자, 내부시장(internal market), 공통된 경영방식과 기업문화 등으로 결속시킨 유기적 집합체이다. 재벌에 소속된 기업과 그렇지 않은 독립기업을 활용가능한 자원범위에서 비교하면, 재벌기업은 계열사들이 보유한 자원(group-level resources)까지 자원범위가 확대되지만, 비재벌기업은 해당 기업이 보유한 자원(firm-level resource)에 국한된다는 특징이 있다(Chang and Hong 2000). 재벌은 연구개발, 기술과 지식, 경영기법과 인적자원, 브랜드, 평판 등에서 어느 계열사가 이런 성과물을 다른 계열사가 별다른 추가비용 없이 공유할 수 있기 때문이다. 이는 그룹 차원에서 규모의 경제와 범위의 경제(economy of scope)를 달성하여 재벌기업이 비재벌기업에 비해 더 큰 경제적 효익을 얻을 수도 있게 한다.

Chang and Hong(2000)은 재벌의 자원공유(resource sharing) 효과를 분석하기 위해 1985년부터 1996년까지 재벌기업을 표본으로 그룹의 재무지표와 각 계열사 수익성의 관계를 분석하였다. 연구개발비, 광고비, 재무지표, 사업규모를 개별 계열사 단위와 그룹 단위로 각각 계산하고 회귀분석한 결과, 계열사의 수익성은 해당 기업뿐만 아니라 그룹차원의 변수들과도 유의한 관계가 있었다. 예를 들면, 계열사 수익성은 자체 광고비뿐만 아니라 그룹 광고비 평균과도 유의한 양(+)의 관계였다. Chang and Hong(2000)은 이를 근거로 재벌이 자원을 효율적으로 공유하고 있는 것으로 보았다.

광고홍보활동에서 재벌의 대표적 자원공유는 그룹 아이덴티티와 브랜드 공유이다. 그룹 차원에서 아이덴티티를 개발하여 공동으로 홍보하고 비용은 계열사들이 부담하는 것이다. 물론 각 계열사들도 개별적으로 광고활동을 하지만 개별 상품의 브랜드 개발과 판촉에 집중한다. 그룹 차원에서 실시하는 공동광고활동은 신기술 개발, 시장 선도 같은 사업성과 홍보도 있으나 친기업정서를 확산시키고자 하는 사회정치적 광고도 상당하다. Kim(1997)은 1990년대 재벌의 그룹 광고 내용을 분석하였는데, 재벌은 경제발전과 사회통합에 이바지한다는 내용, 경영자와 노동자 사이에 단합과 조화가 필요하다는 것, 자국 기업이 경쟁력을 갖추어 외국 경쟁사에 대항할 수 있도록 국가적 단결과 애국심에 호소하는 내용이 다수였다.

그룹 차원에서 지속적인 광고홍보활동을 통해 구축한 그룹 아이덴티티의 가치를 구체적으로 계산한 연구도 있다. 정혜영과 박기남(2001)은 상호자산(商號資產, corporate identity asset)을 재무제표에 인식되지 않은 무형자산의 가치로 정의하고, Ohlson(1995) 모형을 활용하여 주가를 장부금액, 이익, 배당금, 재벌그룹별 더미에 회귀분석한 후 그룹더미의 계수를 상호자산 가치로 측정하였다. 추정결과, 1990년대 재벌의 상호자산은 주당 평균 954원이었는데, 당시 표본의 주가

평균이 19,779원이었으므로 주가의 약 5%가 상호자산이라는 의미이다. 또한 이 연구는 재벌의 상호자산은 그룹 규모가 클수록, 광고비와 사회기부금 지출이 많을수록, 수출 비중이 클수록 가치가 높아짐도 보였다.

그런데 재벌의 광고홍보는 외부 광고전문화사에 의뢰하지 않고 내부에 광고전문계열사(in-house agency)를 만들어 전담시킨다는 특징이 있다. Um(2017)에 의하면 1960년대 말 한국에 최초의 광고전문기업이 설립되고 얼마 되지 않아 재벌들은 각자의 광고전문계열사를 설립하였다. 1997년 경제위기에는 비주력사업을 매각하라는 정부 방침에 따라 몇몇 재벌들이 계열광고회사를 매각하고 외부에 광고를 의뢰하던 시기도 있으나, 2000년대 중반 이후 대부분 계열광고회사 체제로 복귀하였다.

재벌이 광고홍보를 계열사에 일임하는 것에는 장단점이 있다. 내부광고조직 운영은 비용절감, 조직통제 용이, 신속한 의사결정 등 경영관리 상 이점과 그룹 전략과 제품 특성에 대한 높은 이해, 광고전략 기밀유지 용이라는 광고활동 고유의 장점도 있다. 특히 전세계 시장에서 글로벌 브랜드를 구축하려는 경우, 외부 광고회사에 의뢰하면 국가별 이미지 단일화에 실패하는 사례가 있으나 내부조직에서 수행하면 단일 이미지로 관리하기에 효과적일 수 있다(Parekh 2009). 그러나 기업 내부에 우수한 역량의 광고홍보조직을 운영하려면 상당한 비용이 소요되므로, 기업규모가 일정 수준 이상 되어야 효율적이며 그렇지 않은 경우 외부에 의뢰하는 것이 유리할 수 있다(Parekh 2009).

재벌의 계열광고회사 운영과 관련하여 특이한 점은 사회적 인식이 상당히 부정적이라는 것이다. Um(2017)은 광고업에 종사하는 전문가들을 대상으로 설문조사를 하였는데, 이들 전문가들은 재벌의 계열광고회사가 최대주주의 승계와 자금세탁에 활용되고 있으며, 재벌에 유리하도록 언론 통제를 피하고, 광고시장의 공정경쟁 및 독립기업의 발전을 저해하고 있다고 평가하였다. 김효진과 이기훈(2015)은 계열광고회사가 존재하는 재벌은 그렇지 않은 재벌에 비해 광고비 지출이 유의하게 높고, 계열광고회사에 지배주주 지분이 많을수록 계열사들의 광고비 지출이 더욱 많아짐을 보였다. 즉, 재벌은 지배주주의 이익을 증대시키기 위해 계열광고회사에 일감을 몰아주고 평균 이상의 이윤을 보장해주는 것으로 해석할 수 있다. 또한 최근 공정거래위원장은 재벌 총수일가가 부당이득을 취할 목적으로 보유하고 있는 비주력사업으로 광고, 부동산관리, 물류, SI(system integration)를 특정한 바 있다. 종합하면 광고홍보활동에서도 지배주주의 사적이익을 우선시하는 대리인문제가 있는 것이다.

3. 가설설정

본 연구는 광고투자활동을 중심으로 재벌의 자원공유에서 비롯한 효익과 비용을 살펴보고자 한다. 구체적으로 재벌기업을 비재벌기업과 비교하여 광고비 수준, 광고비가 이익창출과 시장가

치에 기여하는 정도, 그리고 소유구조와 관련된 광고비 부담을 살펴본다.

첫째, 재벌기업은 비재벌기업과 비교하여 매출 대비 광고비 수준에 차이가 있을 수 있다. 재벌기업의 광고비를 그룹 공동광고 분담비와 기업 자체 광고비로 나누어 보자. 우선, 그룹 공동광고 분담비는 비재벌기업이 유사한 성격으로 기업이미지 광고를 추진하는 경우에 비하여 낮을 수 있다. 광고비는 속성상 고정원가 성격이 강하여 사업규모가 클수록 생산 단위당 원가가 하락하므로 재벌에서 수십 수백개의 계열사가 공동으로 추진하는 광고비는 생산 단위당 원가가 낮을 것이기 때문이다(Comanor and Wilson 1969 ; Brown 1978 ; Spence 1980). 다음으로, 재벌기업의 자체 광고비 역시 비재벌기업에 비해 낮을 수 있다. 재벌기업은 계열사간 거래에서 광고판 촉비를 크게 지출하지 않는다. 또한 재벌기업은 다른 계열사의 광고홍보에 추가 비용부담 없이 편승할 수 있으므로 자체광고를 줄이거나 생략할 개연성이 있다. 따라서, 재벌기업은 비재벌기업에 비해 광고비가 낮을 수 있다.

그러나 재벌기업은 비재벌기업에 비해 광고비가 높을 개연성도 있다. 재벌은 대중의 부정적 인식에 대응하고 친재벌정서를 확산시키고자 적극적인 홍보활동을 지속적으로 전개하는 것으로 알려져 있다(Kim 1997). 한국사회에 퍼져있는 반기업 정서와 재벌에 대한 부정적 시선은 그만큼 비재벌기업이라면 필요하지 않은 광고홍보비를 지출하게 할 수 있다. 또한 재벌은 글로벌 브랜드를 구축하기 위해 세계시장에서 적극적인 광고전략을 실행하고 있으며, 운동경기 후원과 같이 단기 경영성과와 무관한 홍보활동도 추진한다(Cornwell et al. 2001 ; Bass and Parsons 1969 ; Parekh 2009). 따라서 재벌기업은 사회정치적 이슈 대응과 글로벌 브랜드 구축을 위해 광고홍보활동을 강화하여 비재벌기업에 비해 광고비가 높을 수 있다. 이에 따라 본 연구는 아래와 같이 귀무가설을 수립한다.

H1 : 광고비는 재벌기업과 비재벌기업이 차이가 없을 것이다.

둘째, 광고비가 이익창출과 기업가치에 기여하는 정도는 재벌기업과 비재벌기업에 차이가 있을 수 있다. 우선 Chang and Hong(2000)은 재벌기업의 수익성은 자체 광고비나 연구개발비뿐 아니라 다른 계열사의 광고나 연구개발에도 영향을 받음을 보였다. 바꾸어 말하면, 재벌기업의 광고는 해당 기업뿐 아니라 다른 계열사의 이익창출에도 기여하는 것이다. 또한 기업가치는 이익창출역량을 반영하므로 재벌기업의 광고는 다른 계열사의 기업가치도 상승시킬 수 있다. 반면 비재벌기업은 계열사가 존재하지 않으므로 자체 광고활동 외에 기업 외부에서 수익성과 기업가치에 도움 받을 수 있는 기회가 한정적일 것이다. 따라서 같은 수준의 광고비를 지출한다면, 재벌기업의 광고비가 수익성 및 시장가치에 기여하는 정도는 비재벌기업에 비해 높을 것이다. 그러나 재벌은 사회정치적 논란에 대응하고 부정적 인식을 만회하고 글로벌 브랜드를 구축하기 위한 홍보를 추진하는데, 이러한 광고비는 단기 경영성과와 무관할 수 있다. 따라서 재벌기업의 광고비와 수익성 및 시장가치와의 관계는 비재벌기업에 비해 낮을 수도 있다. 이를 종합하여 다

음과 같은 가설을 수립한다.

H2 : 수익성(기업가치)과 광고비의 관계는 재벌기업과 비재벌기업에 차이가 없을 것이다.

셋째, 재벌기업은 피라미드식 소유구조와 상호출자를 이용하여 지배주주가 적은 금액을 출자하고도 기업집단 전체를 통제하는 소수통제구조(controlling minority structure)이다(Bebchuk et al. 2000). 이 소유구조에서는 지배주주가 자신의 지분율이 낮은 계열사에서 높은 계열사로 부(富)를 이전하는 기회주의적 행위가 지속적으로 보고된다(Bertrand et al. 2002 ; Baek et al. 2006 ; 이문영과 김범준 2017). 광고비 집행에 있어서도 재벌은 계열광고회사에 지배주주의 지분율이 높을수록 다른 계열사들의 광고비 지출이 늘어나는 것으로 드러난다(김효진과 이기훈 2015). 따라서 재벌기업에서 그룹공동광고비를 계열사가 부담할 때 지배주주의 지분이 낮은 계열사에 광고비를 많이 할당하고 지배주주 지분율이 높은 계열사는 부담을 완화시킬 수 있다. 따라서 아래와 같은 가설을 수립한다.

H3 : 재벌기업의 지배주주 지분율은 광고비와 음(-)의 관계가 있을 것이다.

넷째, 재벌의 중핵기업은 광고비 부담이 많을 수 있다. 중핵기업은 지배주주를 대신하여 그룹을 총괄관리하며, 해당 기업의 수익이 저해되더라도 다른 계열사를 지원(propping)하기도 한다(Bae et al. 2002 ; Almeida et al. 2011). 또한 중핵기업은 계열사를 대표하여 그룹 아이덴티티 개발과 홍보에 적극적일 것이며 정치사회적 문제에도 주도적으로 대응할 것이다. 따라서 재벌기업의 광고비는 중핵도와 양(+)의 관계가 있을 수 있다. 이에 본 연구는 다음과 같은 가설을 수립한다.

H4 : 재벌기업의 중핵도는 광고비와 양(+)의 관계가 있을 것이다.

III. 연구설계

1. 광고비에서 재벌기업과 비재벌기업의 차이

본 절은 가설검정을 위한 회귀분석모형을 설명한다. 우선 재벌기업과 비재벌기업의 광고비 차이(H1)를 검정하기 위하여 선행연구를 참조하여 아래 식 (1)을 설정한다.

$$\begin{aligned}
 AD_t = & \alpha_0 + \beta_1 Chaebol_t + \beta_2 AD_{t-1} + \beta_3 AD_{t-2} + \beta_4 AD_{t-3} + \beta_5 AD_{t-4} \text{ (or } + \beta_2 AD_{unamortized}) \\
 & + \gamma_1 Size_t + \gamma_2 ROA_t + \gamma_3 LEV_t + \gamma_4 CashFlow_t + \gamma_5 RND_t \\
 & + \gamma_6 Growth_t + \gamma_7 Competition_t + \beta_8 Age_t + \sum Year + \varepsilon_t
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

위에서 종속변수로 사용된 AD_t 는 기업 i 의 t 연도 광고비를 매출로 나눈 값이다. $H1$ 을 검정하기 위한 설명변수는 $Chaebol_i$ 로 재벌기업이면 1 아니면 0의 값을 갖는 더미변수이다. $Chaebol$ 의 계수인 β_1 이 유의한 양(+)의 값을 보이면 재벌기업은 비재벌기업에 비해 생산단위당 광고비가 많은 것이고, β_1 이 유의한 음(-)의 값을 보이면 그 반대로 해석한다.

통제변수는 선행연구에서 광고비 결정요인 중 가장 큰 요인은 전기 광고비로 나타나므로 AD_{t-1} 를 통제변수로 한다(김효진과 이기훈 2015 ; 구정호 외 2016). 또한 광고비는 기업의 브랜드 가치에 영향받을 수 있으므로 이를 통제할 필요가 있다. 그런데 브랜드 가치를 직접 추정하는 것은 ‘II.1.’에서 상술했듯 방법상 한계가 있어 본 연구의 범위를 벗어나는 것으로 생각된다(Johansson et al. 2012). 한편, 브랜드 가치란 과거 광고투자로 구축된 것이므로 본 연구는 브랜드 가치의 대응치로 과거 광고비를 사용한다. 선행연구에서 광고투자가 이익창출에 기여하여 자산가치가 지속되는 기간을 4~5년으로 추정하였으므로, 통제변수로 과거 4년까지 광고비 AD_{t-2} , AD_{t-3} , AD_{t-4} 를 포함한다(Hirschey and Weygandt 1985 ; Graham and Frankenberger 2000).

그런데 AD_{t-1} 부터 AD_{t-4} 는 자기상관(auto-correlation) 관계이므로 다중공선성(multicollinearity)이 우려될 수 있다. 따라서 선행연구처럼 광고비의 자산화 금액, 즉 미상각 광고비 $AD_{unamortized}$ 을 통제변수로 포함한 분석도 수행한다. $AD_{unamortized}$ 는 광고비를 내용연수 4년에 10%, 20%, 30%, 40%의 상각률을 적용한다고 임의로 가정하고 ‘ $AD_{unamortized} = AD_{t-1} \times 90\% + AD_{t-2} \times 70\% + AD_{t-3} \times 40\%$ ’로 계산한다.⁴⁾ 추가로 내용연수와 상각률을 다르게 적용하여 민감도 분석도 수행한다.

그 밖에 통제변수는 선행연구에서 광고비에 영향을 미치는 것으로 논의된 변수들이다(구정호 외 2016 ; 김효진과 이기훈 2015 ; Graham and Frankenberger 2000). 구체적으로는 기업규모(Size), 수익성(ROA), 부채비율(LEV), 현금흐름(CashFlow), 연구개발비(RND), 성장성(Growth), 시장경쟁(Competition), 기업연령(Age), 그리고 연도더미변수(Year)이다. 기업규모가 크고, 수익성이 높으며, 자금여력이 많으면 광고투자가 증가할 수 있으므로 Size, ROA, CashFlow는 AD와 양(+)의 관계를 보일 것으로 예상된다. 반면 재무구조가 부실하면 광고비를 줄이고, 성장성이 높으면 광고에 대한 필요성이 낮아 광고비가 줄 수 있으므로 LEV와 Growth는 AD와 음(-)의 관계로 예상된다(구정호 외 2016 ; 김효진과 이기훈 2015).⁵⁾ 반면 시장경쟁이 심할수록 광고를 늘릴 것으로 예상되어 Competition과 AD는 음(-)의 관계로 예상된다. 연구개발과 광고비는 시장차별화를 위한 대표적인 무형자산 투자이므로 상호 보완관계가 있을 수 있어 RND를 포함하며, 기업연령에 따른 광고투자 변화를 통제하기 위해 Age를 포함한다.

4) 선행연구에서는 미상각 광고비를 계산할 때 적정 상각률을 추정한 후 연도별 미상각액을 누적하였으나, 본 연구는 임의로 설정하였다(Brown 1978 ; Lev and Sougiannis 1996).

5) 성장성과 광고비의 관계는 선행연구에서 경제성장률이나 기업성장률이나에 따라 상반되게 나타났다. GDP증가율로 측정한 경제성장률이 높으면 광고비도 증가하는 것으로 나타나지만(구정호 외 2016), 매출액 증가율 혹은 주가순자산비율(PBR, price-to-book value ratio) 등으로 측정한 개별기업의 성장률은 광고비와 음(-)의 관계를 보였다(구정호 외 2016 ; 김효진과 이기훈 2015).

통제변수의 측정은 다음과 같다. *Chaebol*은 공정거래위원회에서 매년 지정하는 대기업집단 중 동일인이 자연인인 기업집단에 소속된 기업이면 1의 값을 갖고 아니면 0의 값을 갖는다. *Size*는 시가총액의 자연로그 값이고, *LEV*는 금융부채를 총자산으로 나눈 값이며, *Growth*는 전년대비 매출신장률, *Competition*은 허핀달-허쉬만지수(Herfindahl-Hirschman index)에 음(-)의 부호를 곱한 값이다. *ROA*, *CashFlow*, *RND*는 각각 전년도 당기순이익, 영업현금흐름, 연구개발비를 총자산으로 나눈 값이다.

2. 광고비와 수익성 및 시장가치와의 관계

다음으로 광고비와 수익성 및 시장가치와의 관계에서 재벌기업과 비재벌기업의 차이(*H2*)를 검정하기 위한 모형을 수립한다. 우선 수익성을 검정하는 모형은 다음과 같다.

$$\begin{aligned} Earnings_i = & \beta_0 + \beta_1 AD_i + \beta_2 AD_i \times Chaebol_i (AD_affiliate_i) + \beta_3 Chaebol_i \\ & + \beta_4 AD_{i-1} + \gamma_1 Size_i + \gamma_2 LEV_i + \gamma_3 RND_i + \gamma_4 Growth_i \\ & + \gamma_5 Competition_i + \gamma_6 Age_i + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad \text{식 (2)}$$

식 (2)에서 종속변수 *Earnings*는 광고비 차감전 영업이익률로 EBITDA(earnings before interests, taxes, depreciation and amortization expenses, 법인세, 이자, 감가상각비 차감전 영업이익)에 광고비를 더한 값을 매출액으로 나눈다. *H2* 검정은 *AD*와 *Chaebol*의 교차항인 $AD \times Chaebol$ 을 이용한다. $AD \times Chaebol$ 의 계수 β_2 는 광고비와 *Earnings*의 관계에서 재벌기업이 비재벌기업 대비 갖는 증분효과(incremental effect)를 측정한다. 비재벌기업(*Chaebol*=0)의 광고비와 *Earnings*의 관계는 *AD*의 계수 β_1 으로 측정되고, 재벌기업(*Chaebol*=1)의 광고비와 *Earnings*의 관계는 ' $\beta_1 + \beta_2$ '로 측정되기 때문이다. β_2 가 유의한 양(+)의 값으로 나타나면 재벌기업의 광고비는 비재벌기업 보다 더 높은 수익성을 창출한다는 의미이다.

추가로 재벌기업이 광고비의 수익창출역량에 차이를 보이는 원인을 보다 구체적으로 확인해 보고자 계열사의 광고투자비 *AD_affiliate*을 모형에 포함한 분석도 수행한다. *AD_affiliate*은 기업 *i*가 소속된 기업집단 계열사 중 상장사 및 외부감사대상기업의 광고비 합계액을 매출액 합계액으로 나눈 값이다. 비재벌기업의 *AD_affiliate*은 영(0)으로 정의한다. *AD_affiliate*의 계수가 유의한 양(+)의 값을 보이면 재벌기업은 다른 계열사의 광고투자에도 이익창출효과를 얻는다고 해석한다.

그 밖에 통제변수는 수익성 관련 선행연구를 참조하여 *Size*, *LEV*, *RND*, *Growth*, *Competition*, *Age* 그리고 연도더미를 포함한다(Graham and Franken 2000 ; Joh 2003). 광고비는 자산가치가 있어 이익창출효과가 장기간 지속되므로 *AD_unamortized*도 통제변수에 넣는다.

한편 시장가치 관련 모형은 아래처럼 식 (2)를 변형한 모형을 사용한다.

$$\begin{aligned}
TobinQ_t = & \beta_0 + \beta_1 AD_t + \beta_2 AD_t \times Chaebol_t (AD_affiliate_t) + \beta_3 Chaebol_t \\
& + \beta_4 AD_{t-1_t-3} + \gamma_1 Size_t + \gamma_2 LEV_t + \gamma_3 RND_t + \gamma_4 Growth_t \\
& + \gamma_5 Competition_t + \gamma_6 Age_t + \gamma_7 ROA_t + \sum Year + \varepsilon_{i,t}
\end{aligned}
\tag{3}$$

위에서 종속변수는 *TobinQ*이고 자본과 부채의 시장가치 합을 장부가치 합으로 나눈다. 설명변수와 통제변수는 식 (2)와 동일하되, 선행연구에 따라 *ROA*를 통제변수에 추가한다(Hirschey and Weygandt 1985 ; Barth et al. 1998).

3. 재벌의 소유구조와 광고비

마지막으로 재벌의 소유구조와 광고비 관계(*H3* 및 *H4*)를 검정하기 위해 모형을 수립한다.

$$\begin{aligned}
AD_t = & \alpha_0 + \beta_1 Ownership_t + \beta_2 Centrality_t + \beta_3 AD_{unamortized} \\
& + \gamma_1 Size_t + \gamma_2 ROA_t + \gamma_3 LEV_t + \gamma_4 CashFlow_t + \gamma_5 RND_t + \gamma_6 Growth_t \\
& + \gamma_7 Competition_t + \beta_8 Age_t + \sum Year + \varepsilon_{i,t}
\end{aligned}
\tag{4}$$

식 (4)에서 종속변수는 *AD*이고, 설명변수는 지배주주의 지분율(*Ownership*)과 그룹 소유구조에서 계열사가 중심에 위치하는 정도인 중핵도(*Centrality*)이다. 기타 통제변수는 식 (1)과 동일하되, 전년도 광고비는 간단하게 *AD_{unamortized}*를 포함한다.

H3 검정은 β_1 으로 하는데 β_1 이 유의한 음(-)의 값으로 나타나면 지배주주의 지분율이 높을수록 광고비 부담이 낮다는 의미이며 *H3*를 지지하는 것이다. *H4* 검정은 β_2 로 하는데, β_2 가 유의한 양(+)의 값이면 재벌기업의 중핵도가 높을수록 광고비 부담이 많다는 의미로, *H4*를 지지하는 것이다.

*Ownership*은 재벌총수 일가의 지분율을 합산하여 계산한다. *Centrality*는 Almeida et al.(2011)의 정의에 따라 기업집단 소유구조에서 기업 *i*가 중심에 있는 정도를 측정한다. *Centrality*의 구체적인 측정방법은 식 (5)와 같다.

$$Centrality_{i,t} = \frac{\sum_{j \neq i} CCT_j - \sum_{j \neq i} CCT_j^{-i}}{N-1}
\tag{5}$$

여기에서 $\sum_{j \neq i} CCT_j$ 는 지배주주가 기업 *i*를 제외한 모든 계열사 *j*에 대하여 해당 계열사를 지배하기 위해 필요한 최소의결권을 합한 값이고, $\sum_{j \neq i} CCT_j^{-i}$ 는 지배주주가 기업 *i*에 대한 지배력을 잃어버렸다고 가정하고 지배력을 유지하는 계열사들에 대해 지배주주가 보유한 최소의

결권의 합이다. 따라서 $\sum_{j \neq i} CCT_j - \sum_{j \neq i} CCT_j^{-i}$ 는 기업집단 소유구조에서 지배주주가 기업 i 를 통해 확보한 지배권이 되며, 이 값을 계열사 수 N 에서 1을 뺀 값으로 나누어 평균값을 계산한다. *Centrality*가 높을수록 그룹 소유구조에서 지배주주가 해당 기업을 통해 확보한 지배권이 높은 것이므로 사실상 지주회사에 해당한다(황이석 외 2018).

4. 표본 및 자료수집

표본은 유가증권시장 및 KOSDAQ(Korea Securities Dealers Automated Quotation)에 상장된 기업으로 한다. 선행연구에서 광고비와 이익의 관계가 1990년대와 2000년대 이후가 차이가 있었으므로 표본기간은 2000년부터 2014년으로 한다. 금융업은 다른 산업과 자산구성 및 영업속성이 다르므로 표본에서 제외한다. 기업집단 소속여부는 공정거래위원회가 매년 지정하는 대규모기업집단을 기준으로 분류하고, 기업집단정보포털(<http://groupopni.fss.or.kr>)에서 관련정보를 수집한다. 그 밖에 재무정보는 DataGuide Pro에서 추출한다.

이상치(outlier) 영향을 제거하기 위하여 자산규모 및 매출액 규모가 각각 100억원 이하인 경우와 광고비가 매출액 보다 큰 경우는 표본에서 제외한다. 추가로 모든 연속변수(continuous variable)의 상하위 1%씩을 이상치(outlier)로 간주하여 제거(truncation)하되, AD , AD_{t-1} , AD_{t-2} , AD_{t-3} , AD_{t-4} 는 상위 0.5%씩 제거하였다. 최종표본은 과거 3년치 재무정보가 있는 기업으로 제한하여 2003년부터 2014년까지 11,681개 기업-연도이다.

IV. 실증분석 결과

1. 기술통계 및 상관관계 분석

<Table 1>은 기술통계량이다. AD_t 의 평균은 0.006으로 표본기업은 평균적으로 매출의 0.6%를 광고비로 지출하며, 이는 선행연구와 유사한 값이다(Han and Manry 2004 ; 김효진과 이기훈 2015 ; 구정호 외 2016 ; 이은주 외 2016). 표를 통해 보고하지는 않으나 AD_{t-1} 부터 AD_{t-4} 의 평균도 0.006 혹은 0.007로, 광고비는 시계열적으로 큰 변화가 없었다. 그런데 AD_t 의 중앙값은 0.001로 오른쪽으로 길게 치우친 분포여서, 광고에 일정 수준 이상을 투자하는 기업은 소수에 불과한 것을 알 수 있었다. 광고비 차감전 영업이익률(*Earnings*) 평균은 9.0%이고, 장부가치 대비 시장가치(*TobinQ*) 평균은 1.1배이다. 표본의 12.9%는 재벌기업(*Chaebol*)이며, 재벌기업에서 지배주주 지분율(*Ownership*) 평균은 13.6%이다. 재벌기업의 *Centrality* 평균은 0.049인데, 지배주주가 어느 계열사를 통해 확보한 나머지 계열사에 대한 최소의결권은 4.9%라는 의미이다.

〈Table 1〉 Descriptive Statistics

Variables	N	Mean	STD	P10	P25	Median	P75	P90
AD_t	11,681	0.006	0.013	0.000	0.000	0.001	0.005	0.020
$AD_affiliate_t$	11,681	0.001	0.009	0.000	0.000	0.000	0.000	0.002
<i>Earnings</i>	11,681	0.090	0.074	0.021	0.038	0.070	0.118	0.187
<i>TobinQ</i>	11,681	1.128	0.696	0.541	0.694	0.929	1.316	1.939
<i>Size</i>	11,681	25.133	1.518	23.516	24.104	24.855	25.816	27.178
<i>ROA</i>	11,681	0.052	0.059	-0.001	0.017	0.045	0.083	0.127
<i>LEV</i>	11,681	0.200	0.164	0.000	0.047	0.181	0.324	0.437
<i>CashFlow</i>	11,681	0.073	0.104	-0.038	0.013	0.064	0.126	0.201
<i>RND</i>	11,681	0.019	0.033	0.000	0.000	0.005	0.025	0.056
<i>Growth</i>	11,681	0.122	0.257	-0.122	-0.018	0.078	0.204	0.399
<i>Competition</i>	11,681	-0.181	0.145	-0.340	-0.271	-0.138	-0.068	-0.051
<i>Age</i>	11,681	27.301	15.634	9.000	14.000	25.500	37.917	48.917
<i>Chaebol</i>	11,681	0.129	0.335	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>Centrality</i>	1,501	0.049	0.076	0.000	0.000	0.013	0.070	0.156
<i>Ownership</i>	1,501	0.136	0.186	0.000	0.000	0.035	0.230	0.452

Table 1 shows descriptive statistics. The sample consists of companies which are traded on the Korea Stock Exchange (KSE) and the Korea Securities Dealers Automated Quotation (KOSDAQ) from 2003 to 2014 (11,681 firm-year observations). Variables are defined as follows: AD_t is a firm's own advertising expenses, divided by sales in year t ; AD_{t-k} is a k -year lagged value of AD_t ($k=1, 2, 3$ and 4); $AD_affiliate$ is the sum of advertising expenses scaled by the sum of sales of all other listed or statutorily-audited affiliates of each business group in year t ; *Earnings* is earnings before advertising, depreciation, amortization, and interest expenses, scaled by sales; *TobinQ* is the market value over the book value of equity and debt; *Size* is the natural logarithm of market capitalization at the end of a year; *LEV* is total debt divided by total assets; *CashFlow* is operating cash flows scaled by sales in a previous year; *ROA* is net income divided by average assets; *Growth* is change in sales divided by lagged sales; *RND* is research and development expenditures scaled by sales; *Competition* is Herfindahl-Hirschman Index multiplied by (-1) ; *Age* is the number of years since the firm established. *Chaebol* is an indicator variable which takes the value of one when a firm belongs to Chaebol, zero otherwise; *Centrality* is the control level which a controlling shareholder can take over the whole member firms of the group through a firm i , followed by Almeida et al. (2011). *Ownership* is a controlling shareholder's direct cash flow rights over firm i . AD , AD_{t-k} , $AD_affiliate$, *RND* and *LEV* are truncated at the 99th percentiles of each variables. *Earnings*, *TobinQ*, *Size*, *ROA*, *CashFlow*, *Growth* at the 1st and 99th percentiles of each variables.

<Table 2>는 주요변수에 대하여 재벌기업(*Chaebol*=1)과 비재벌기업(*Chaebol*=0)의 평균과 중앙값을 비교하고 두 집단 간 차이의 통계적 유의도를 분석하였다. 우선 *Size*는 두 집단 간 매우 큰 차이를 보였다. 표를 통해 보고하지는 않으나 재벌기업의 매출액 평균(중앙값)은 4조원

(1.2조원)인 반면 비재벌기업은 3천억원(940억원)으로 10배 이상 차이가 났다. 그러나 AD 평균은 재벌기업이 0.007, 비재벌기업이 0.006으로 그 차이가 통계적으로 유의하지 않아, 광고투자는 재벌과 비재벌에 큰 차이가 없음을 알 수 있었다. $AD_affiliate$ 평균은 재벌기업이 0.008인 반면 비재벌기업은 변수 정의에 따라 영(0)이다. 한편 $Earnings$ 는 재벌기업 평균(0.086)이 비재벌기업(0.091) 보다 낮으나, $TobinQ$ 는 재벌(1.185)이 비재벌(1.122) 보다 높다.

<Table 2> Comparison between Chaebol and Non-chaebol Firms

Variables	Mean			Median		
	Chaebol (a)	Non-chaebol (b)	Diff. (a-b)	Chaebol (a)	Non-chaebol (b)	Diff. (a-b)
<i>Size</i>	27.141	24.837	2.304***	27.073	24.685	2.387***
AD_t	0.007	0.006	0.000	0.001	0.001	0.001***
$AD_affiliate_t$	0.008	0.000	0.008***	0.004	0.000	0.004***
<i>Earnings</i>	0.086	0.091	-0.005**	0.066	0.070	-0.005***
$TobinQ$	1.185	1.122	0.063***	0.999	0.917	0.082***
<i>LEV</i>	0.233	0.195	0.038**	0.230	0.173	0.057**
<i>ROA</i>	0.047	0.053	-0.006***	0.042	0.046	-0.004***
<i>CashFlow</i>	0.078	0.073	0.005	0.068	0.064	0.004**
<i>Growth</i>	0.103	0.125	0.021***	0.075	0.078	-0.004
<i>No of Obs.</i>	1,501	10,180	—	1,501	10,180	—

Table 2 reports the comparative means (medians) between Chaebol and non-Chaebol firms. Differences are evaluated using a t -statistics and the Wilcoxon signed rank test. Statistical significance at 1, 5, and 10% levels are denoted by ***, **, and *, respectively. Variable definitions are explained in Table 1. *Sales_{tr}* is sales in trillion KRW.

<Table 3>은 주요 변수들간 상관관계수이다. AD_t 와 AD_{t-1} 의 상관관계수는 0.92로 선행연구대로 높은 자기상관을 보였다(김효진과 이기훈 2015 ; 구정호 외 2016). AD_t 와 $Chaebol_t$ 의 상관관계수(0.01)는 통계적으로 유의하지 않았다. AD_t 와 $Earnings_t$ 및 $TobinQ_t$ 의 상관관계수는 각각 0.35와 0.14로 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보였다. 마지막으로 AD_t 와 $Centrality_t$ 의 상관관계수(0.03)는 통계적으로 유의하지 않았으나, AD_t 와 $Ownership$ 의 상관관계수(-0.08)는 1% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보였다. 지금까지 분석은 단변량 분석으로 보다 정치한 분석은 ‘IV.2.’에서 수행한다.

〈Table 3〉 Correlations

	[1] <i>Chaebo</i>	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7]	[8]	[9]
[2] <i>AD</i>	0.01 (0.14)								
[3] <i>AD_{t-1}</i>	0.01 (0.18)	0.92*** (0.00)							
[4] <i>AD_affiliate</i>	0.43*** (0.00)	0.13*** (0.00)	0.13*** (0.00)						
[5] <i>Earnings</i>	-0.02** (0.03)	0.35*** (0.00)	0.34*** (0.00)	0.11*** (0.00)					
[6] <i>TobinQ</i>	0.03*** (0.00)	0.14*** (0.00)	0.14*** (0.00)	0.05*** (0.00)	0.32*** (0.00)				
[7] <i>Size</i>	0.51*** (0.00)	0.14*** (0.00)	0.14*** (0.00)	0.29*** (0.00)	0.22*** (0.00)	0.38*** (0.00)			
[8] <i>LEV</i>	0.08*** (0.00)	-0.10*** (0.00)	-0.10*** (0.00)	0.00 (1.00)	-0.23*** (0.00)	-0.08*** (0.00)	-0.04*** (0.00)		
[9] <i>Centrality</i>	0.18*** (0.00)	0.03 (0.19)	0.02 (0.36)	0.01 (0.56)	0.01 (0.83)	-0.05*** (0.03)	0.21*** (0.00)	0.19*** (0.00)	
[10] <i>Ownership</i>	-0.22*** (0.00)	-0.08*** (0.00)	-0.08*** (0.00)	-0.06*** (0.01)	-0.06*** (0.02)	0.07*** (0.01)	-0.14*** (0.00)	-0.05*** (0.04)	0.30*** (0.00)

Table 3 reports Pearson correlation coefficients between variables. Numbers in parentheses are p-value. ***, **, and * denote 1, 5, 10 percent levels of statistical significance, respectively, based on two-tailed test. Variables are defined in Table 1.

2. 회귀분석 결과

가. 광고비에서 재벌기업과 비재벌기업의 차이

본 절에서는 가설검정을 위한 다중회귀분석으로 수행한다. 첫번째로 재벌기업과 비재벌기업의 광고비 차이에 관한 $H1$ 을 검정하기 위해 식 (1)을 OLS(ordinary least square) 회귀분석한다. 본 연구의 모든 회귀분석은 잔차의 이분산성(heteroskedasticity)과 자기상관관계(autocorrelation)를 통제하기 위하여 표준오차를 기업별 클러스터링(clustering)으로 조정한다. 또한 다중공선성 문제를 우려하여 AD_{t-1} 부터 AD_{t-4} 는 모형에 하나씩 추가하여 분석하고, 추가로 AD_{t-1} 부터 AD_{t-4} 를 더하여 하나의 변수로 만든 $AD_{unamortized}$ 를 포함한다.

<Table 4>는 회귀분석 결과이다. 먼저 통제변수 추정결과는 선행연구와 일관되어 분석결과는 신뢰할 수 있는 것으로 판단된다. 다음으로 *Chaebol*의 계수 β_1 은 열(1)부터 (5)까지 모두 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값으로 나타났다. 열(1)에서 전기 광고비를 통제하지 않았을 때 β_1 은 $-0.004(t\text{-value}=-3.11)$ 이며, 열(2)에서 전기 광고비(AD_{t-1})를 통제한 후에도 β_1 은 유의한 음(-)의 값을 보였고, 열(3)과 (4)에서 브랜드 가치를 통제하기 위해 추가로 AD_{t-4} 까지 포함하여도 β_1 이 유의한 음(-)의 값을 보이는 것은 같았다. 마지막으로 열(5)에서 과거 4년간 광고비 $AD_{unamortized}$ 로 변환하여 분석한 결과도 질적으로 다르지 않았다.

종합하면, 전년도 광고비와 브랜드 가치를 통제한 후에 재벌기업의 광고비는 비재벌기업에 비해 유의하게 낮다고 할 수 있다. 이 결과는 재벌기업은 계열사끼리 광고비용을 분담하거나 타 계열사의 광고효과에 편승할 수 있는 등 광고자원을 공유할 수 있으므로 재벌기업의 광고비는 비재벌기업 보다 낮을 것이라는 예상을 지지하는 것이다.

<Table 5>는 위 결과의 강건성을 확인하기 위해 수행한 분석결과이다. 이후 모든 분석은 과거 광고비를 통제하는 방법으로 $AD_{unamortized}$ 만 모형에 포함한 결과를 제시한다. 지면의 제약으로 표를 통해 보고하지 않지만 모든 분석에서 AD_{t-1} 부터 AD_{t-4} 를 추가하여도 결과는 질적으로 다르지 않았다. 우선 열(1)은 *Chaebol* 변수가 광고비에 미치는 실질적 영향력이 어느 정도인지 확인하기 위해 표준화 회귀계수(standardized regression coefficient)를 계산한 것이다. 분석결과, 광고비에 미치는 영향은 $AD_{unamortized}(0.826)$ 와 *Size*(0.066) 다음으로 *Chaebol*(0.025)이 세 번째로 컸다.

열(2)와 (3)에서는 표본을 대기업과 광고비 비중이 높은 산업으로 제한하여 분석한다. 선행연구에서 기업규모와 업종에 따라 광고비와 관련한 연구결과에 큰 차이가 있었던 점을 고려한 것이다(Spence 1980 ; Hirschey and Weygandt 1985 ; Chauvin and Hirschey 1993 ; Graham and Frankenberger 2000 ; 정기식과 이정길 1996). 이를 위해 열(2)의 표본은 *Size*가 중앙값 보다 큰 기업으로, 열(3)의 표본은 AD_t 의 업종평균이 0.01 이상인 산업에 속하는 기업으로 제한한다. 분석결과, 재벌기업의 광고비가 낮다는 결과는 동일하였다.

〈Table 4〉 Chaebol Firms' Advertising Expenditures

VARIABLES	(1) t to t	(2) $t-1$ to t	(3) $t-2$ to t	(4) $t-4$ to t	(5) Unamortized
Chaebol	-0.004*** (-3.11)	-0.000*** (-3.14)	-0.000*** (-2.97)	-0.000*** (-2.95)	-0.001*** (-3.73)
AD_{t-1}		0.887*** (86.04)	0.735*** (22.66)	0.713*** (19.12)	
AD_{t-2}			0.163*** (5.42)	0.089*** (2.67)	
AD_{t-3}				0.087** (2.46)	
AD_{t-4}				0.015 (0.76)	
$AD_{unamortized}$					0.421*** (39.81)
<i>Size</i>	0.002*** (6.10)	0.000*** (5.17)	0.000*** (5.07)	0.000*** (5.06)	0.001*** (7.19)
<i>ROA</i>	-0.013*** (-3.28)	-0.000 (-0.33)	-0.000 (-0.26)	-0.001 (-0.85)	-0.003 (-1.59)
<i>LEV</i>	-0.007*** (-4.05)	-0.000 (-1.10)	-0.000 (-0.82)	-0.000 (-0.40)	-0.001** (-2.18)
<i>CashFlow</i>	0.007*** (3.42)	0.003*** (4.03)	0.003*** (4.02)	0.003*** (3.72)	0.003*** (3.19)
<i>RND</i>	0.028*** (3.61)	-0.004** (-2.11)	-0.004** (-2.35)	-0.005** (-2.18)	0.004 (1.44)
<i>Growth</i>	-0.003*** (-6.85)	-0.001*** (-4.51)	-0.001*** (-4.46)	-0.001*** (-3.84)	0.001 (1.55)
<i>Competition</i>	0.009*** (2.94)	0.001 (1.62)	0.001 (1.23)	0.001 (1.62)	0.002*** (2.62)
<i>Age</i>	0.000 (0.89)	-0.000 (-0.45)	-0.000 (-0.67)	-0.000 (-0.24)	0.000* (1.74)
Constant	-0.035*** (-4.86)	-0.004*** (-4.37)	-0.004*** (-4.37)	-0.005*** (-4.97)	-0.013*** (-6.95)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs.	11,681	11,681	11,681	10,697	11,681
Adj.-R ²	0.060	0.839	0.844	0.848	0.708

This table reports the OLS(ordinary least square regression) result to test the impact of Chaebol affiliation on advertising expenditures. The model specification is as follows :

$$\begin{aligned}
 AD_t = & \alpha_0 + \beta_1 Chaebol + \beta_2 AD_{t-1} + \beta_3 AD_{t-2} + \beta_4 AD_{t-3} + \beta_5 AD_{t-4} \text{ (or } \beta_2 AD_{unamortized}) \\
 & + \gamma_1 Size + \gamma_2 ROA + \gamma_3 LEV + \gamma_4 CashFlow + \gamma_5 RND + \gamma_6 Growth \\
 & + \gamma_7 Competition + \gamma_8 Age + \sum Year + \varepsilon
 \end{aligned}$$

The sample consist of the firms traded on the KSE and KOSDAQ from 2003 to 2014. Variables are defined in Table 1. Numbers in parentheses are t -statistics. We adjust the t -statistics by using standard errors clustered on each firm. ***, **, * denote significance at the 1, 5, and 10 percent levels, respectively, based on two-tailed test.

〈Table 5〉 Robustness Test of Chaebol's Advertising Expenditures

VARIABLES	(1) Standardized Coefficient	(2) Size>Median	(3) High-AD Industry	(4) Propensity Score Matching	(5) Generalized Least Square
Chaebol	-0.025*** (-3.73)	-0.001*** (-3.33)	-0.002*** (-3.50)	-0.001*** (-2.61)	-0.001** (-2.57)
<i>AD_unamortized</i>	0.826*** (39.81)	0.460*** (40.41)	0.443*** (44.05)	0.479*** (39.89)	0.412*** (61.10)
<i>Size</i>	0.066*** (7.19)	0.000*** (3.99)	0.001*** (4.93)	0.000*** (3.10)	0.000*** (6.15)
<i>ROA</i>	-0.013 (-1.59)	0.001 (0.25)	0.000 (0.01)	-0.001 (-0.54)	-0.002 (-1.02)
<i>LEV</i>	-0.014** (-2.18)	-0.000 (-0.50)	-0.001 (-0.99)	-0.000 (-0.05)	-0.001 (-1.27)
<i>CashFlow</i>	0.023*** (3.19)	0.004*** (2.79)	0.005** (2.41)	0.004*** (3.25)	0.003*** (3.92)
<i>RND</i>	0.011 (1.44)	-0.002 (-0.51)	-0.001 (-0.21)	-0.000 (-0.09)	-0.003 (-1.28)
<i>Growth</i>	0.010 (1.55)	0.001 (1.10)	0.002* (1.76)	0.001 (1.53)	-0.001*** (-4.32)
<i>Competition</i>	0.020*** (2.62)	0.002** (2.53)	0.001 (0.84)	0.001 (1.53)	0.001 (1.47)
<i>Age</i>	0.015* (1.74)	0.000 (1.45)	0.000 (1.50)	0.000 (1.48)	-0.000 (-0.20)
Constant	0.000 (0.00)	-0.009*** (-3.72)	-0.021*** (-4.55)	-0.005*** (-3.09)	-0.010*** (-5.70)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs.	11,681	5,840	3,716	4,460	11,681
Adj.-R ²	0.708	0.761	0.731	0.801	0.827

This table reports the OLS regression result using the following model :

$$AD_i = \alpha_0 + \beta_1 Chaebol + \beta_2 AD_{unamortized} + \gamma_1 Size + \gamma_2 ROA + \gamma_3 LEV + \gamma_4 CashFlow + \gamma_5 RND + \gamma_6 Growth + \gamma_7 Competition + \gamma_8 Age + \sum Year + \varepsilon$$

In Column (1), the standardized regression coefficients are reported. In Columns (2) and (3), the samples are restricted to the cases where *Size* is above its median value and where the industry mean value of *AD* is greater than 0.01, respectively. In Column (4), the sample is restricted to 1,498 Chaebol observations and their 2,962 matched non-Chaebol observations, where the propensity score matching is conducted using the following model : $Chaebol = \alpha_0 + \beta_1 Size + \beta_2 ROA + \beta_3 LEV + \beta_4 CashFlow + \beta_5 Growth + \varepsilon$. In Column (5), the generalized least square regression estimation is conducted. Sample and variables are explained in Table 1. Numbers in parentheses are *t*-statistics. We adjust the *t*-statistics by using standard errors clustered on each firm. ***, **, * denote significance at the 1, 5, and 10 percent levels, respectively, based on two-tailed test.

열(4)는 성향점수매칭(propensity score matching) 방법을 이용하여 재벌기업과 속성이 유사한 비재벌기업을 대응표본(matched sample)으로 추출한 후 동일한 분석을 수행한다. 앞에 <Table 2>에서 보았듯 재벌기업과 비재벌기업은 기업규모 등에서 큰 차이를 보였으므로, *Size*, *ROA*, *LEV*, *CashFlow*, *Growth*를 설명변수로 로지스틱 회귀분석(logistic regression)을 실시하여 성향점수를 계산하고 재벌기업과 유사한 비재벌기업을 최대 6개까지 추출하였다. 적합하지 않은 기업이 통제집단으로 추출되는 것을 방지하고자 caliper는 추정된 성향점수 표준편차의 1/2로 지정하고, 실험집단이 속한 산업군에 있는 기업으로 한정하였다. 그 결과 재벌기업 관측치 1,498개에 대응표본 2,962개 관측치가 추출되었다. 두 집단 간에 평균값과 중앙값 등으로 분석한 결과, *Size*, *ROA*, *LEV*, *Growth*에서 유의한 차이가 없는 것으로 나타나 통제집단이 실험집단과 유사한 속성을 갖는 기업들로 적절하게 구성되었다고 판단된다. 이들을 표본으로 분석한 결과도 *Chaebol*의 계수(-0.001)는 유의하게 음(-)의 값을 유지하였다.⁶⁾

마지막으로 열(5)에서 일반화최소제곱모형(generalized least square)을 사용한 분석도 *Chaebol*의 계수(-0.001)는 유의하게 음(-)의 값이었다. 그 밖에 모형에 산업더미를 추가하여 분석한 결과도 질적으로 다르지 않았다. 종합하면, 재벌기업은 비재벌기업에 비해 광고비가 낮다는 분석결과는 강건성을 보였다.

나. 광고비와 수익성 및 기업가치

다음으로 광고비와 수익성 및 기업가치의 관계에서 재벌과 비재벌의 차이에 관한 $H2$ 를 검증하기 위하여 식(2)를 회귀분석한다. <Table 6>는 분석결과이며 열(1)부터 (3)까지는 종속변수가 *Earnings*이고, 열(4)부터 (6)까지는 *TobinQ*이다. 우선 열(1)에서 *AD*의 계수 β_1 은 1.355(t -value = 10.64)로 통계적으로 유의하게 나타나, 광고투자 1원은 1원보다 큰 이익창출로 연결된다는 선행연구 결과를 확인하였다(Graham and Frankenberger 2000).

열(2)에서 $AD \times Chaebol$ 의 계수 β_2 는 1.332로 1% 수준에서 유의하였다(t -value = 3.25). β_2 는 재벌기업이 비재벌기업 대비 갖는 증분효과(incremental effect)를 측정하므로, 광고비 1원을 지출하였을 때 재벌은 비재벌 보다 1.3원 더 많은 이익을 창출한다고 해석할 수 있다. 구체적으로 살펴보면, 비재벌(*Chaebol*=0)은 광고비 1원에 이익 1.2원(β_1)을 창출하지만, 재벌(*Chaebol*=1)은 광고비 1원에 총 2.5원($\beta_1 + \beta_2$)의 이익을 창출한다. 같은 수준의 광고비를 투자하고 재벌은 비재벌에 비해 약 2배의 이익을 올린다고 볼 수 있다.

6) 통제집단은 실험집단보다 *CashFlow*가 유의하게 높게 나타나, 상대적으로 자금여력이 높은 기업들로 추출되었음을 알 수 있었다. 이로 인해 <Table 5>의 PSM 분석결과는 재벌이 유사한 비재벌기업들에 비해 자금여력이 부족하여 광고비가 낮은 것으로 나타났을 수도 있다. 이 개연성을 확인하고자 본 연구는 추가로 *CashFlow*를 기준으로 유의한 차이가 없도록 통제집단을 추출하고 동일한 분석을 수행해보았다. 분석결과 *Chaebol*의 계수는 유의한 음(-)의 값을 보여, 재벌기업이 광고비가 낮은 이유가 자금사정에 의한 것은 아닌 것으로 보인다.

〈Table 6〉 Chaebol's Advertising, Earnings, and Market Value

VARIABLES	Earnings			Market Value		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>AD</i> (β_1)	1.355*** (10.64)	1.214*** (9.16)	1.333*** (10.51)	3.951*** (3.69)	4.338*** (3.76)	4.048*** (3.80)
<i>AD</i> × <i>Chaebol</i> (β_2)		1.332*** (3.25)			−3.648 (−1.33)	
<i>AD_affiliate</i>			0.833** (2.06)			−2.304 (−1.07)
<i>Chaebol</i>	−0.025*** (−5.07)	−0.034*** (−7.09)	−0.032*** (−6.02)	−0.312*** (−7.12)	−0.288*** (−6.21)	−0.296*** (−6.22)
<i>AD_unamortized</i>	0.192*** (4.11)	0.188*** (4.04)	0.166*** (3.04)	0.709* (1.83)	0.720* (1.86)	0.726* (1.86)
<i>Size</i>	0.014*** (9.53)	0.014*** (9.52)	0.013*** (10.04)	0.212*** (16.28)	0.212*** (16.34)	0.213*** (16.38)
<i>LEV</i>	−0.072*** (−9.99)	−0.073*** (−10.27)	−0.070*** (−10.01)	0.240*** (3.96)	0.244*** (4.03)	0.238*** (3.91)
<i>ROA</i>				1.745*** (9.77)	1.748*** (9.78)	1.739*** (9.79)
<i>RND</i>	0.211*** (5.21)	0.215*** (5.32)	0.222*** (6.15)	0.955*** (3.31)	0.942*** (3.26)	0.936*** (3.24)
<i>Growth</i>	0.024*** (9.06)	0.024*** (8.96)	0.024*** (9.43)	0.299*** (11.81)	0.299*** (11.82)	0.300*** (11.83)
<i>Competition</i>	0.005 (0.44)	0.007 (0.58)	0.011 (1.08)	−0.000 (−0.00)	−0.005 (−0.05)	−0.005 (−0.06)
<i>Age</i>	−0.001*** (−8.98)	−0.001*** (−9.03)	−0.001*** (−10.02)	−0.012*** (−16.32)	−0.012*** (−16.39)	−0.012*** (−16.37)
Constant	−0.233*** (−6.60)	−0.231*** (−6.56)	−0.227*** (−6.61)	−4.139*** (−13.58)	−4.144*** (−13.65)	−4.158*** (−13.67)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs.	11,681	11,681	11,681	11,681	11,681	11,681
Adj.−R ²	0.296	0.304	0.300	0.345	0.345	0.345

This table reports the OLS regression estimation result of the following model :

$$\begin{aligned}
 Dep = & \alpha_0 + \beta_1 AD_i + \beta_2 AD_i \times Chaebol(\text{or } AD_affiliate) + \beta_3 Chaebol + \beta_4 AD_{unamortized} \\
 & + \gamma_1 Size + \gamma_2 ROA + \gamma_3 LEV + \gamma_4 CashFlow + \gamma_5 RND + \gamma_6 Growth + \gamma_7 Competition \\
 & + \gamma_8 Age + \sum Year + \varepsilon
 \end{aligned}$$

where *Dep* denotes *Earnings* in Columns (1) to (3) and *TobinQ* in Columns (4) to (6), respectively. The sample and variable definitions are explained in Table 1. Numbers in parentheses are *t*—statistics. We adjust the *t*—statistics by using standard errors clustered on each firm. ***, **, * denote significance at the 1, 5, and 10 percent levels, respectively, based on two—tailed test.

광고비의 이익창출효과가 재벌기업이 더 큰 이유를 확인하기 위해 열(3)에서는 모형에 $AD_affiliate$ 을 포함하였다. 분석결과 $AD_affiliate$ 의 계수는 0.833으로 유의한 양(+)으로 나타나(t -value=2.06), 재벌기업은 해당 기업이 아닌 다른 계열사의 광고투자비에도 이익이 창출되는 효과를 누리는 것으로 볼 수 있다. 바꾸어 말하면 재벌기업의 광고는 자기 자신뿐 아니라 다른 계열사의 이익도 올리는 효과가 있는 것이다. 이 결과는 재벌이 계열사끼리 광고효과가 공유되고 규모의 경제를 달성할 수 있어 이익집중효과(increasing returns to scale)를 누릴 것이라는 예상을 지지한다.

다음으로 열(4)부터 열(5)에서는 광고비와 시장가치의 관계를 살펴본다. 열(4)에서 AD 의 계수는 3.951(t -value=3.69)로 유의하게 나타나, 2000년대 이후 한국 자본시장에서 광고비는 가치 관련성을 보인다는 선행연구와 일관되었다(허화 외 2007; 이은주 외 2016). 열(5)에서는 $AD \times Chaebol$ 의 계수 β_2 가 통계적으로 영(0)과 다르지 않았다. 따라서 광고비와 시장가치의 관계에서 재벌기업과 비재벌기업은 통계적으로 차이가 없다고 할 수 있다. 마찬가지로 열(6)에 $AD_affiliate$ 의 계수도 통계적으로 유의하지 않아, 재벌기업의 시장가치는 다른 계열사의 광고비와 무관함을 확인하였다. 주식시장 투자자들은 재벌기업의 광고공유에 가치를 두지 않는 것으로 보인다. 종합하면 재벌기업 광고의 이익창출효과는 비재벌기업보다 더 크지만, 그것이 주식가치에 반영되지는 않음을 시사한다.

다. 재벌의 소유구조와 광고비

마지막으로 재벌의 소유구조와 광고비 관계에 대한 $H3$ 를 검정하기 위해 식(3)을 회귀분석한 다. <Table 7>에서 종속변수는 AD_i 이고 표본은 재벌기업에 국한된다. 재벌그룹의 소유구조는 열(1)과 (2)에서 각각 *Ownership*과 *Centrality*를 단독으로 포함하고, 열(3)에서 두 변수를 동시에 고려한다. 광고비는 업종에 따라 큰 차이를 보인다는 선행연구에 따라 열(1)부터 (3)까지는 모든 재벌기업을 분석하고, 열(4)부터 (6)까지는 AD_i 의 산업평균이 0.01 이상인 업종으로 제한하여 광고비 비중이 높은 산업만 살펴본다.

우선 열(1)에서 (3)까지 *Ownership*과 *Centrality* 계수는 통계적으로 유의하지 않았다. 재벌기업 전체적으로는 광고비와 소유구조가 무관한 것처럼 보인다. 그러나 열(4)에서 *Ownership* 계수가 -0.003로 10% 수준에서 유의하였다(t -value=-1.89). 열(5)에서 *Centrality*는 유의한 결과가 없었다. 따라서 광고투자가 많은 업종에서 지배주주 소유권이 높으면 광고비가 낮지만, 중핵도와는 관계가 없는 것으로 보인다. 이 결과는 지배주주의 이해관계를 위해 소수주주의 지분이 높은 계열사의 부를 침해하는 것으로, 재벌 그룹의 광고비 분담에서 대리인문제가 발생한다는 김효진과 이기훈(2015)과 일맥상통한다.⁷⁾

7) 참고로 전체 상장기업을 대상으로 최대주주 지분을 및 외국인 지분을 설명변수로 하여 <Table 7>과 동일한 분석을 수행한 결과, 이들 지분율과 광고비는 유의한 관계가 도출되지 않았다. 따라서 지분율과 광고비의 관계는 재벌의 광고비 분담에 기인하는 현상으로 보인다.

〈Table 7〉 Chaebol Ownership Structure and Advertising Expenditure

VARIABLES	Total Sample			High-AD Industry		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Ownership	-0.001 (-1.31)		-0.002 (-1.61)	-0.003* (-1.89)		-0.005** (-2.20)
Centrality		0.002 (0.90)	0.003 (1.29)		0.003 (0.58)	0.009 (1.33)
<i>AD_unamortized</i>	0.499*** (25.65)	0.499*** (25.71)	0.499*** (26.05)	0.498*** (19.86)	0.500*** (20.11)	0.497*** (20.60)
<i>Size</i>	0.000 (0.49)	0.000 (0.27)	-0.000 (-0.11)	-0.000 (-0.81)	-0.000 (-0.80)	-0.000 (-1.08)
<i>ROA</i>	0.001 (0.38)	0.001 (0.38)	0.002 (0.56)	0.014 (1.32)	0.012 (1.16)	0.016 (1.52)
<i>LEV</i>	0.001* (1.70)	0.001 (1.56)	0.001 (1.51)	0.004* (1.85)	0.003* (1.76)	0.003* (1.68)
<i>CashFlow</i>	0.006*** (2.60)	0.006*** (2.62)	0.006*** (2.60)	0.013** (2.51)	0.013** (2.49)	0.012** (2.39)
<i>RND</i>	-0.001 (-0.21)	-0.000 (-0.02)	-0.001 (-0.16)	0.007 (0.66)	0.003 (0.31)	0.002 (0.19)
<i>Growth</i>	0.002*** (2.81)	0.002*** (2.84)	0.002*** (2.82)	0.004* (1.97)	0.004** (2.04)	0.004* (1.91)
<i>Competition</i>	-0.000 (-0.21)	-0.000 (-0.34)	-0.000 (-0.24)	-0.001 (-0.43)	-0.001 (-0.33)	-0.001 (-0.29)
<i>Age</i>	0.000 (0.36)	0.000 (0.05)	0.000 (0.07)	0.000** (2.06)	0.000* (1.88)	0.000* (1.72)
Constant	-0.002 (-1.03)	-0.002 (-0.86)	-0.001 (-0.29)	0.003 (0.53)	0.003 (0.52)	0.005 (0.95)
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs.	1,501	1,501	1,501	470	470	470
Adj.- R ²	0.872	0.872	0.873	0.873	0.872	0.874

This table reports the OLS result to test the association between ownership structure and advertising expenditures of Chaebol. The model specification is as follows :

$$AD = \alpha_0 + \beta_1 Centrality + \beta_2 Ownership + \beta_3 AD_unamortized + \gamma_1 Size + \gamma_2 ROA + \gamma_3 LEV + \gamma_4 CashFlow + \gamma_5 RND + \gamma_6 Growth + \gamma_7 Competition + \gamma_8 Age + \sum Year + \varepsilon$$

In Columns (1) to (3), the sample consist of Chaebol firms traded on the KSE and KOSDAQ from 2003 to 2014. In Columns (4) to (6), the samples are further restricted to the cases where the industry mean value of AD_t is greater than 0.01. Variables are defined in Table 1. Numbers in parentheses are t -statistics. We adjust the t -statistics by using standard errors clustered on each firm. ***, **, * denote significance at the 1, 5, and 10 percent levels, respectively, based on two-tailed test.

추가로 본 연구는 다양한 강건성 분석을 수행하였다. 첫째, 광고비 지출이 없는 경우는 광고 투자 효과를 논의할 수 없으므로 선행연구와 같이 표본을 광고비가 영(0)보다 큰 경우로 한정하여 분석하였다(Graham and Frankenberger 2000). 둘째, *AD* 변수를 계산할 때 광고비를 매출액이 아니라 총자산으로 나눈 값으로 분석하였다. 셋째, *Earnings*를 광고비 차감전 영업이익률이 아닌 광고비 차감전 매출총이익률로 계산하여 분석하였다. 결과를 표를 통해 보고하지는 않으나 분석결과가 질적으로 달라지지는 않았다.

V. 결 론

본 연구는 재벌의 광고자원 공유효과를 분석하였다. 재벌은 계열사끼리 자원을 공유한다는 특징이 있는데, 광고홍보 역시 그룹차원에서 공동으로 투자하고 비용은 계열사가 분담하거나 다른 계열사의 광고효과를 추가비용 없이 얻을 수 있는 대표적인 공유자원이다. 광고자원 공유는 단위당 광고비를 낮추고 이익은 점증시키는 효과가 있을 수 있으나, 계열사 간 내부거래인 만큼 지배주주의 사적이익이 반영될 여지도 있다.

본 연구에서 2003년부터 2014년까지 상장기업을 대상으로 광고비와 광고비 차감전 이익 및 시장가치, 그리고 소유구조를 분석한 결과는 다음과 같다. 첫째, 재벌기업은 비재벌기업에 비해 광고비가 낮았다. 둘째, 광고비와 광고비 차감전 이익의 관계는 재벌기업이 비재벌기업 보다 강하였으나, 광고비와 시장가치의 관계에서 재벌과 비재벌의 차이는 없었다. 셋째, 재벌기업에서 총수일가 지분이 높을수록 광고비는 낮았으나 중핵도와는 유의한 관계가 없었다. 종합하면 재벌기업은 비재벌기업에 비해 적은 광고비를 지출하고, 같은 수준의 광고비라면 더 큰 이익을 창출하는 것으로 나타나 광고자원 공유가 경쟁력을 창출하는 것으로 볼 수 있다. 그러나 광고비가 지배주주의 이익을 위해 조정되는 것으로 나타나, 광고자원 공유를 기회주의적으로 이용하는 것을 시사한다.

본 연구는 기업집단이 광고자원을 공유함으로써 비용절감과 수익향상을 이루지만 지배주주의 사적이익 추구도 나타나는 것을 보였다. 본 연구는 기업집단의 자원공유에 대한 이해를 높이고, 자원공유로 인한 경쟁력 증대와 대리인문제를 같이 살펴보았다는 점에서 공헌점이 있다. 기업집단의 속성을 이해하여 경쟁력을 강화하면서 폐해를 줄이는 방향으로 논의가 진전되기를 기대한다.

참고문헌

- 구정호 · 송승아 · 백태영. 2016. “광고비 원가행태 결정요인 분석 : 제조업 vs. 비제조업을 중심으로”. 제34권 제4호 : 267-292.
- 김효진 · 이기훈. 2015. “계열광고회사 보유 및 지배주주의 지분율이 광고비지출에 미치는 영향”. 경영학연구 제44권 제5호 : 1445-1469.
- 이문영 · 김범준. 2017. “제일모직-삼성물산 합병의 재탐색”. 회계저널 제26권 제1호 : 337-369.
- 이은주 · 백태영 · 신현준 · 전경민 · 차경천. 2016. “광고비가 마케팅 및 재무적 성과에 미치는 영향 : 브랜드 애호도, 수익성, 기업가치를 중심으로”. 광고학연구 제27권 제4호 : 71-90.
- 이정열 · 박영렬. 2007. “재벌 내 지식공유 유형이 계열사 성과에 미치는 영향에 관한 연구”. 경영학연구 제36권 제4호 : 1061-1092.
- 정기식 · 이정길. 1996. “광고비 및 연구개발비의 기업가치에 대한 영향”. 산업경제연구 제9권 제1호 : 395-417.
- 정혜영 · 박기남. 2001. “한국의 재벌기업집단별 상호자산의 측정 및 결정요인에 관한 연구”. 회계학연구 제26권 제2호 : 1-31.
- 최정호. 1994. “광고비와 연구개발비 지출이 기업가치에 미치는 영향”. 회계학연구 제19권 제1호 : 103-124.
- 허 화 · 이정길 · 김영갑. 2007. “연구개발비와 광고비의 기업가치에 대한 영향”. 금융공학연구 6(1) : 1-16.
- 홍덕표 · 최순규. 2006. “본-자회사 간 혁신노하우의 국제적 이전을 결정하는 요인에 관한 연구”. 경영학연구 제35권 제2호 : 645-670.
- 황이석 · 이문영 · 최세라. “재벌의 소유구조와 원가 하방탄력성 : 중핵기업을 중심으로”. 회계학연구 제43권 제4호 : 161-199.
- Almeida, H. V., S. Y. Park, M. G. Subrahmanyam, and D. Wolfenzon. 2011. The structure and formation of business groups : Evidence from Korean chaebols. *Journal of Financial Economics* 99 (2) : 447-475.
- Bae, K. H., J. K. Kang, and J. M. Kim. 2002. Tunneling or value added? Evidence from mergers by Korean business groups. *The Journal of Finance* 57 (6) : 2695-2740.
- Baek, J. S., J. K. Kang, and I. Lee. 2006. Business groups and tunneling : Evidence from private securities offerings by Korean chaebols. *The Journal of Finance* 61 (5) : 2415-2449.
- Bass, F. M., L. J. Parsons. 1969. Simultaneous-Equation Regression Analysis of Sales and Advertising. *Applied Economics* 1 : 103-124.

- Bebchuk, L. A., R. Kraakman, G. Triantis. 2000. Stock pyramids, cross-ownership and dual class equity : The mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights. *Concentrated Corporate Ownership*.
- Bertrand, M., P. Mehta, and S. Mullainathan. 2002. Ferreting out tunneling : an application to Indian business groups. *Quarterly Journal of Economics* 117 (1) : 121-148.
- Brown, R. 1978. Estimating advantages to large-scale advertising. *The review of Economics and Statistics* 60 (3) : 428-437.
- Chang, S. J., and J. Hong. 2000. Economic Performance of Group-Affiliated Companies in Korea : Intragroup Resource Sharing and Internal Business Transactions. *Academy of Management Journal* 43 (3) : 429-448.
- Chauvin, K. W., and M. Hirschey. 1993. Advertising, R&D Expenditures and the Market Value of the Firm. *Financial Management* 22 (4) : 128-140.
- Claessens, S., J. P. Fang, and L. H. Lang. 2006. The benefits and costs of group affiliation : Evidence form East Asia. *Emerging Markets Review* 7 (1) : 1-26.
- Comanor, W. and T. Wilson. 1969. Advertising and the advantage of size. *The American Economic Review* 59 (2) : 87-98.
- Cornwell, T. B., D. P. Roy, and E. A. Steinarð II. 2001. Exploring Managers' Perceptions of the Impact of Sponsorship on Brand Equity. *Journal of Advertising* 30 (2) : 41-51.
- Graham, R. C. J., and K. D. Frankenberger. 2000. The Contribution of Changes in Advertising Expenditures to Earnings and Market Values. *Journal of Business Research* 50 (2) : 149-155.
- Hirschey, M., and J. J. Weygandt. 1985. Amortization Policy for Advertising and Research and Development Expenditures. *Journal of Accounting Research* 23 (1) : 326-335.
- Joh, S. W.. 2003. Corporate governance and firm profitability : Evidence from Korea before the economic crisis. *Journal of Financial Economics* 68 (2) : 287-322.
- Johansson J. K., C. V. Dimofte, S. K. Mazvancheryl. The performance of global brands in the 2008 financial crisis : A test of two brand value measures. *International Journal of Research in Marketing* 29 (3) : 235-245.
- Khanna, T., and K. Palepu. 1999. The right way to restructure conglomerates in emerging markets. *Harvard Business Review* Apr : 125-134.
- Kim, H. 1997. Korean Chaebols' Co-Culture Identification Strategies in Corporate Advertising (1994-1996). *Korean Journal of Public Relations* 1 (1) : 99-146.
- Lev, B., and T. Sougiannis. 1996. The capitalization, amortization, and value-relevance of R&D. *Journal of Accounting and Economics* 21 (1) : 107-138.

- Ohlson J. 1995. Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research* 11 (2) : 661–687.
- Parekh, R. 2009. Thinking of Pulling a CareerBuilder? Pros and Cons of Bringing an Account In-house. *AdvertiseAge*.
- Spence, A. M. 1980. Notes on Advertising, Economies of Scale, and Entry Barriers. *The Quarterly Journal of Economics* 95 (3) : 394–507.
- Um, N.-H. 2017. In-House Advertising Agency—Korean Way of Doing Business? : An Exploratory Study of Korean In-House Ad Agency. *Korean Journal of Practical Research in Advertising and Public Relations* 10 (2) : 193–215.

Competitiveness and Agency Problem in Shared Advertising of Chaebol

Moony Lee*

〈Abstract〉

This study examines the competitiveness and agency problem arising from resource sharing of chaebol in terms of advertising. Chaebol could share advertising resources among affiliates as they co-advertise at the group-level with sharing costs or get benefits indirectly from the other affiliate's advertising for free. This advertisement sharing would result in lower advertising costs and higher profits, compared to non-chaebol firms, because advertising costs are fixed costs rather than variable ones, which reduce costs but raise profits per unit with the economy of scale. However, chaebol could have higher advertising costs and lower profits if it run advertisements to make up for the socially negative perception of chaebol or build a global brand regardless of its business performance. In addition, it is probable that the cost-sharing of advertisement among affiliates is distorted by controlling shareholders' private interests because advertisements are generally ran by in-house advertising agency within a group.

This study investigates advertising costs, earnings before advertising expenses, market value, and ownership structure using the sample of listed firms from 2003 to 2014. The findings are as follows. First, chaebol firms have lower advertising costs but higher earnings before advertising expenses than non-chaebol firms. In particular, chaebol's profits are positively associated with advertising expenses of the other affiliates, supporting the effect of resource sharing in terms of advertising. Second, among chaebol firms, firms with higher stakes of controlling shareholders show lower advertising costs, suggesting the cost allocation in favor of controlling shareholders. This study contributes to the literature by showing both the competitiveness of shared advertising such as reduced costs and the agency problem like the cost distortion for private interests of controlling shareholders.

〈Key words〉 Chaebol, Resource Sharing, Advertising Expense, Tunneling

* Assistant Professor, Department of Accounting, Duksung Womens University, moonyounglee@duksung.ac.kr, First Author, Corresponding Author