

명성 높은 기업의 기부금 지출이 동료기업에 미치는 영향

김현아* · 황문호**

〈요 약〉

기부금 지출은 대표적인 기업의 사회적 책임활동으로 경영자의 재량에 영향을 많이 받는 의사결정 사항이므로 기부금 지출 유도 요인을 살펴보는 것은 기부금 지출 목적이나 그 효과를 파악하는데 중요한 실마리를 제공할 수 있을 것이다. 본 연구는 기업의 투자, 재무 등 여러 의사결정에 동료기업의 영향이 중요하게 작용한다는 선행연구를 바탕으로, 기업의 기부금 지출 의사결정에 있어서도 동료효과가 존재하는지를 살펴보았다. 구체적으로, 명성이 높은 기업의 기부금 지출과 동종산업에 속한 동료기업들의 기부금 지출 간에 관련성이 있는지를 검토하고, 이들 동료기업의 기부금 지출이 궁극적으로 기업가치에는 어떤 영향을 미치는 지를 분석하였다.

2012년부터 2017년까지 9,242 상장기업-연도를 대상으로 분석한 결과, 기부금 지출액(매출액 대비)은 명성 높은 기업이 가장 많고, 동료기업, 비동료기업 순의 크기를 보였으며, 명성 높은 기업의 기부금과 동료기업의 기부금 간에는 유의한 양(+)의 관련성이 나타났다. 다음으로, 기부금 지출이 기업가치에 미치는 영향을 살펴본 분석에서는 비동료기업의 기부금 지출은 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났으나, 동료기업의 기부금 지출은 기업가치에 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 이는 기부금 측면에서 동료효과가 존재함을 실증하는 결과임과 동시에 동료효과에 기인한 기부금 지출은 기업가치 제고에 직결되지 않을 수 있음을 시사하는 결과이다.

본 연구는 사회적으로 명성이 높은 기업들의 사회공헌활동이 동료기업의 활동에도 영향을 미치는 동료효과를 실증함으로써 선행연구를 확장하는 한편 기업들의 사회공헌활동을 독려하는 유관기관의 정책수립이나 모니터링 역할에 유용한 시사점을 제기하고 있다. 다만 명성이 높은 기업이나 이를 모방한 동료기업의 기부금 지출이 기업가치 증가로 연결되지 않을 수 있는 결과는 이들 기업의 경영자 및 투자자들에게 각별한 주의를 환기시키고 있다.

〈주제어〉 기부금, 동료효과, 명성 높은 기업, 동료기업, 기업가치

* 한국기술교육대학교 산업경영학부 조교수, kukolo@koreatech.ac.kr, 주저자

** 경희대학교 경영대학 회계·세무학과 부교수, mhhwang@khu.ac.kr, 교신저자

I. 서 론

1990년대 말 IMF 구제금융 위기와 2000년대 초 기업집단 관련 대규모 회계부정사건을 경험하면서 우리나라에서도 기업의 사회적 책임(corporate social responsibility ; CSR)에 대한 자각과 논의가 적극적으로 개진되고 있다. 이에 부응하듯, 기업들의 사회공헌 지출비용도 점진적인 증가 추세를 보이고 있는데(Hankyoreh Economic Research Institute 2008 ; 전국경제인연합회 2018), 이러한 활동의 중심에는 기부금 지출이 자리 잡고 있다.¹⁾ 기업의 기부금 지출효과를 분석한 선행연구에 따르면, 기부금 지출은 기업이미지를 향상시킴으로써 기업가치 증대를 가져온다는 결과(Navarro 1988 ; Lev et al. 2010 ; 최운열 외 2009)가 보고되는 한편, 기부금 지출은 경영자의 사적이익을 도모하기 위한 수단으로서 기업가치의 희생을 가져온다는 결과(Brown et al. 2006 ; Masulis and Reza 2015 ; 김영식 외 2017)도 보고되고 있다. 따라서 기부금 지출이 어떠한 결과로 이어지는 지를 이해하기 위해서는 사전적으로 어떠한 요인들이 기부금 의사결정을 유도하고 있는지를 파악하는 것이 중요한 실마리가 될 수 있다.

본 연구는 기업의 기부금 지출에 영향을 미칠 것으로 예상되는 요인으로서 동료효과(peer effects)를 검증하고자 한다. 즉 명성 높은 기업(또는 명성기업, most reputable companies)²⁾의 기부금 지출이 동종 산업에 속한 동료기업들(peer firms)의 기부금 지출과 유의하게 관련되어 있는 지를 분석한다. 많은 연구에서 기업의 의사결정이 동료기업과 무관하게 이루어지는 것으로 가정하고 있지만, 투자와 재무구조 결정 등 여러 경영의사결정에는 동료기업의 정보가 활용된다. 이와 일관되게, 최근 연구들은 한 기업의 행위가 산업 내 동료기업들의 재무보고 및 투자의사결정에 영향을 미친다는 분석결과를 제시함으로써 동료효과(peer effects)가 존재함을 보여주고 있다(Beatty et al. 2013 ; Leary and Roberts 2014). 그간 기부금에 관련해서는 기업가치에 미치는 영향이나 결정요인 등의 광범위한 연구가 이루어졌음에도 불구하고 기부금 지출의사결정에서 동료기업이 어떠한 영향을 미치는 지에 대해서는 보고된 바가 없다. 이에 본 연구는 기부금 의사결정에 동료효과가 개입될 수 있음을 가설로 설정하고, 이를 실증적으로 분석하고자 한다.

기부금과 관련한 동료효과의 존재여부는 경영자의 기부금에 대한 인식을 엿볼 수 있기 때문

1) 우리나라의 CSR은 최근에는 대기업을 중심으로 청년창업지원, 임직원 봉사촉진 등 다양한 형태로 확장되고 있으나, 다수의 기업에서는 여전히 CSR을 기부금 지출과 동일시하는 경향이 존재한다(Hankyoreh Economic Research Institute 2008 ; 전국경제인연합회 2018).

2) 본 연구에서 ‘명성 높은 기업(또는 명성기업)’은 한국능률협회컨설팅에서 선정하는 All Star 30대 기업으로 정의한다. 한국능률협회컨설팅은 지난 2004년부터 매년 기업 전체 가치영역에 대한 폭넓은 조사를 바탕으로 ‘한국에서 가장 존경받는 기업(KOREA’s Most Admired Companies, 이하 KMAC)’을 ‘All Star 30대 기업’과 ‘산업별 1위 기업’으로 분류하여 발표하고 있으며, 이러한 발표자료는 국내 여러 선행연구에서도 명성 또는 기업평판을 나타내는 지표로 활용되고 있다(허미옥·정기한 2010 ; 석준희 외 2017 등). 이에 본 연구에서도 이들 All Star 30대 기업을 명성 높은 기업 또는 명성기업으로 칭하기로 한다.

에 중요한 연구주제이다. 기부금 지출은 손익계산서에서 비용으로 인식됨과 동시에 자원의 유출을 동반한다. 만약 명성이 높은 기업의 기부금 지출을 단순히 모방함으로써 기부활동을 수행한다면, 이는 진정한 의미의 CSR로 보기는 어려우며 장기적으로도 해당 기업의 가치증대와 연계될 가능성이 낮을 것이다. 따라서 주주의 입장에서는 이에 관한 적절한 견제장치가 필요할 것이다. 또한, 다른 한편으로 기부금 지출의 동료효과는 명성 높은 기업들의 기부활동에 대해 규제감독기관 등이 보다 면밀히 모니터링하고 보다 올바른 방향으로 유도해야 할 필요성을 제기한다. 명성 높은 기업이 CSR의 취지에 부합하는 기부활동에 적극 참여한다면 이는 동료효과를 통해 주변의 다른 기업들에게도 올바른 방향의 CSR이 전파될 수 있기 때문이다.

만약 기업의 기부금 지출의사결정이 이익극대화 동기에 기초하여 자원을 효율적으로 활용한 결과라면 동료기업의 기부금은 명성 높은 기업의 기부금 지출과 유의한 관련성을 갖지 않을 수 있다(Lin et al. 2017). 하지만 선행연구에서 투자자의사결정, 재무보고 및 세무 등 다양한 측면에서 동료효과가 존재함을 밝히고, 경영자의 기부의사결정시 전문적인 네트워크(professional networks)에서 친밀성이 높은 동료들의 영향을 받음을 고려할 때 기업의 기부금 지출에 대해서도 동료효과가 존재할 가능성은 적지 않다(Galaskiewicz 1985 ; Beatty et al. 2013 ; Leary and Roberts 2014 ; Bird et al. 2018). 따라서 기부금 의사결정에서 동료효과가 존재하는지 여부는 실증분석을 통해 확인할 필요가 있다고 할 것이다.

본 연구는 2012년부터 2017년까지 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 9,242개 기업-연도를 대상으로 분석을 수행하였으며, 주요 결과는 다음과 같다. 첫째, 매출액 대비 기부금 지출액의 비중은 명성 높은 기업이 가장 큰 것으로 나타났으며, 명성기업과 같은 산업에 속한 동료기업의 기부금 지출은 그렇지 않은 기업에 비해 유의하게 높은 것으로 나타났다. 또한 명성기업의 기부금 지출과 같은 산업에 속하는 동료기업의 기부금 지출 간에 유의한 양(+)의 관련성이 나타났다. 이는 기업의 기부금 지출의사결정에 동료효과가 존재함을 의미하는 결과이다.

둘째, 기부금 지출이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과에서는 비동료기업의 기부금 지출은 기업가치와 유의한 양(+)의 관련성이 발견되었으나, 동료기업의 기부금 지출과 기업가치 간에는 유의한 관련성이 나타나지 않았다. 이는 동료기업의 기부금 지출에는 기업가치를 높이기 위한 전략적 CSR보다는 명성기업의 기부금 지출을 단순히 모방하거나 경영자의 사적이익을 추구하기 위한 기부행위가 상당히 포함되어 있음을 시사하는 결과이다.

마지막으로, 동료효과가 어떠한 기업특성을 중심으로 나타나는지를 검토한 결과에서는 기업 규모가 크고, 수익성이 높은 동료기업일수록 기부금 지출이 많아지는 것으로 나타났다. 또한 동료기업을 좁은 산업범위로 재정의하거나 산업더미 또는 산업평균 기부금을 추가적으로 통제한 경우에도 본 연구결과가 유지되는 것으로 나타나 강건성을 확인할 수 있었다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 첫째, 본 연구는 기업의 기부금 지출의사결정에도 동료효과가 존재함을 밝힘으로써 관련 선행연구를 확장하고 있다. 개인의 기부활동에는 타인의 영향이

많이 고려됨에도 불구하고, 그간 기업의 기부금 의사결정에 동료기업의 영향은 거의 고려되지 않아 왔다(Gautier and Pache 2015). 본 연구는 기부금과 관련하여 동료효과가 존재하고 이러한 기부금 지출이 기업가치 증대와 직결되지 않음을 보임으로써 동료기업의 영향으로 비롯되는 기부금은 비용측면의 성격이 강하다는 증거를 제시하고 있다. 기업의 사회공헌활동은 지속가능성을 위해 반드시 필요한 활동이지만, 이러한 활동이 단순한 모방이거나 경영자의 사적 이익 추구하고 관련될 수 있는 만큼 기업의 기부금 지출이 적정 수준에서 이루어지는지에 대한 투자자들의 관심이 필요할 것이다.

둘째, 명성 높은 기업의 기부금 지출이 동료기업의 기부금 의사결정에 영향을 미친다는 본 연구결과는 사회적 대표기업들의 사회공헌활동에 대한 규제감독기관의 모니터링과 보다 올바른 방향으로의 유도가 필요함을 제기한다. 최근 ‘김치 강매 논란’ 이후 다양한 사회공헌활동계획을 공표한 태광그룹 사례에서 알 수 있듯이, 우리나라 대기업들의 사회공헌활동은 여전히 부정간 이미지를 완화시키기 위한 일시적 용도로 활용되고 있다.³⁾ 사회적 대표기업의 기부금 지출이 법적 처벌을 면제하거나 사회적 비판을 완화시키는 장치로 이용될 수 있는 만큼 이러한 행위가 동료기업들의 불필요한 지출로 이어지지 않도록 제어할 수 있는 정책이 필요하며, 또한 대표기업들로 하여금 바람직한 사회공헌활동을 할 수 있도록 유도함으로써 이러한 활동이 동료효과를 통해 우리사회에 전반적으로 활성화될 수 있는 기회를 마련하는 것이 필요할 것이다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 기부금 및 동료효과 관련 선행연구에 대하여 살펴보고 이를 바탕으로 연구가설을 설정한다. 제Ⅲ장에서는 연구모형과 연구방법을 설명하고, 제Ⅳ장과 제Ⅴ장에서는 연구가설을 검증한 결과와 추가분석 결과를 제시한다. 마지막으로 제Ⅵ장에서는 본 연구를 요약하고 한계점을 제시한다.

Ⅱ. 선행연구 검토 및 가설설정

1. 기부금에 대한 선행연구

기부금에 관한 많은 선행연구들은 기부금을 투자와 비용 중 어느 것으로 볼 것인지에 초점을 맞추고 있다(Seifert et al. 2003 ; Lin et al. 2017 ; 최운열 외 2009 등). 투자관점의 선행연구는 기부금 지출이 기업이미지 제고 등을 통해 기업가치 증대로 이어진다고 주장한다. 구체적으로 Navarro(1988)은 249개의 미국 기업을 이용하여 기부금 지출이 광고비와 같은 이익극대화 변수

3) 태광그룹은 총수일가의 ‘김치 강매 논란’ 직후 취약계층 지원과 관련한 다양한 사회공헌계획을 공표하여 업계로부터 보여주기식 이미지 개선을 하고 있다는 비판을 받고 있다(프라임경제 2019.6.19. ‘태광그룹 사회공헌 진정성, 총수 ‘욕심’에 쇠퇴’).

에 의해 야기됨을 보임으로써 이익극대화 동기에 의해 기부금이 지출되고 있다는 증거를 제시하였다. Lev et al.(2010)는 미국 상장기업을 대상으로 기부금 증가와 매출 증가간의 관계를 분석하며, 제한적(marginally)이지만 기부금이 지출될수록 미래 매출이 증가됨을 보여주었다. 최근 연구로는 Lin et al.(2017)이 대만 기업을 이용하여 기부금 지출과 투자변수인 수익성, 광고비, 연구개발비, 노동집약도, 비용변수인 이사회규모, 독립이사(independent director) 비율, 경영자 지분율, 부채비율 간의 관련성을 분석하였다. 분석결과 투자관점의 변수 대부분과는 유의한 관련성이 나타났으나, 비용관점 변수는 부채비율만 유의한 것으로 나타나 대만 기업에 있어 기부금 지출은 투자관점에서 이루어지고 있음을 제시하였다. 국내연구로서 최운열 외(2009)는 1999년부터 2005년까지의 국내 상장기업을 대상으로 기부금 지출이 많을수록 기업가치가 증가하지만 일정 수준 이상에서는 오히려 기업가치에 부정적으로 작용한다는 실증결과를 제시하였고, 김성환·김미나(2011)는 기부금이 기업의 수익성과 유의하게 관련되어 있음을 보이고 있다. 또한 김영식·위정범(2019)도 1992년부터 2017년까지 국내 상장기업을 대상으로 기부금 지출 결정요인을 분석하여 경영자 지분율과 최대 지분율이 낮을수록 기부금 지출이 많지만, 기부금 지출이 기업가치에 긍정적 영향을 미친다는 결과를 보고함으로써 기부금의 투자관점을 지지하고 있다.

반면 비용관점의 선행연구는 기부금 지출이 경영자의 사적이익 추구를 위해 재량적으로 이용된다고 주장한다. Brown et al.(2006)은 이사회 규모가 큰 기업일수록 현금기부 및 기부재단 설립과 유의한 관련성을 갖는다는 증거를 통해 기부금 지출이 대리인 비용과 밀접하게 관계됨을 보였으며, Boatsman and Gupta(1996)도 한계세율이 높을수록 기부금 지출이 적어짐을 보임으로써 이를 지지하고 있다. 또한 Masulis and Reza(2015)도 기부금이 경영자 또는 이사와 관련성을 갖는다는 실증증거를 제시함으로써 기부금 지출이 기업가치의 희생을 통해 경영자 이익에 도움을 주는 자원의 비효율적 이용임을 보여준다. 국내연구로는 김영식 외(2017)가 내부지분율이 낮을수록 기부성향이 더 높음을 보임으로써 우리나라의 경우 기부금 지출이 비용측면이 강함을 주장하고 있다.

2. 동료효과에 대한 선행연구

기업의 의사결정은 당해기업의 정보 뿐만 아니라 동료기업의 행위도 고려하여 이루어짐에도 불구하고 대부분의 선행연구들은 이러한 동료효과를 별도로 고려하지 않고 분석을 진행해왔다 (Porter 1980 ; Graham and Harvey 2001). 최근에 이르러서야 한 기업의 행동이 다른 동료기업들의 행태에 어떠한 영향을 미치는지에 대해서 재무, 회계분야에서 본격적으로 연구가 진행되고 있다. 먼저 Leary and Roberts(2014)는 덜 성공적인 기업일수록 규모가 크고 성공적인 동료기업들의 자금조달을 모방함을 보임으로써 자금조달 측면에서 동료효과가 존재한다는 증거를 제시하고 있다. Kaustia and Rantala(2015)은 대표기업의 성공적인 주식분할 후에 주식분할이 많이

발생하지만 이것들이 기업가치를 증가시키지는 않는다는 실증증거를 제시함으로써 주식분할 측면에서도 동료효과가 존재함을 실증하였다. 한편 투자 의사결정과 관련하여 Foucault and Fresard (2014)는 동료기업들의 주가가 기업의 투자활동에 영향을 미치고 있음을 제시하였으며, Dougal et al.(2015)은 기업의 투자가 같은 지역 내에 다른 산업에 종사하는 동료기업들의 투자와 유의하게 관련된다는 증거를 제시함으로써 투자 의사결정에 있어 동료들의 정보가 중요하게 작용함을 보여주었다. 또한 Oh and Kim(2019)는 우리나라 기업들을 대상으로 국내외 신용등급 차이가 클수록 동료기업들이 투자를 많이 하고 있다는 실증증거를 통해 신용등급 측면에서도 동료효과가 존재하며, 동료기업들의 과대투자로 인한 기업가치 하락을 방지하기 위해서는 국내 신용등급에 대한 적절한 규제 및 감독이 필요함을 주장하고 있다.

한편 회계분야의 연구들은 재무보고와 조세의사결정에 초점을 맞추고 있다. Beatty et al.(2013)은 선도기업(industry leader)의 이익 과대계상(overstated earnings)이 시장 기대를 높여 동종 산업에 속한 동료기업들의 투자를 증가시킨다는 실증결과를 제시하였다. 특히 이러한 영향은 투자 심리가 높을수록, 자본조달비용이 낮을수록 큰 것으로 나타나 유명기업의 분석회계가 시장 전체적으로 불필요한 투자를 야기할 수 있음을 보여준다. Li(2016)은 표본을 확대하고 투자를 자본적 지출 뿐 아니라 연구개발, 광고비 지출까지 확대하여 Beatty et al.(2013)을 확장한 결과에서, 재무제표 과대계상이 동료기업의 연구개발과 광고비까지도 증가시킴을 보임으로써 투자 측면의 동료효과가 일반적인 현상임을 보고하고 있다. Bird et al.(2018)은 경영자의 조세회피 고정효과를 측정하여 조세측면의 동료효과를 분석하였다. 구체적으로 한 초점기업(focal firm)의 경영자 교체로 인한 조세전략 변화가 동료기업의 법인세 비용과 법인세 납부액에 미치는 영향을 검증한 결과 동료기업들이 초점기업의 GAAP 세율 변화에 같은 방향으로 대응한다는 실증증거를 통해 조세의사결정에서도 동료효과가 존재함을 보여주었다.

3. 가설설정

일반적으로 대중들은 기업이 사회적 책임을 이행할 것이라는 기대를 가지고 있다. 기업의 기부금 지출은 이러한 대중의 도덕적 기대에 부응하는 현명한 마케팅 전략의 일환으로 영업권(goodwill)을 창출하고 회사이미지를 개선시킬 수 있는 잠재력을 가지며, 이해관계자들의 기대에 긍정적인 영향을 미쳐 기업가치를 향상시킨다(Schwartz 1968 ; Gautier and Pache 2015). 이와 일관되게 허미옥·정기한(2010)은 우리나라 기업들을 이용하여 CSR성과와 기업가치 간의 양(+)의 관련성이 기업명성을 매개로 이루어진다는 실증결과를 제시한 바 있다.

한편 동료효과에 관한 선행연구에 따르면, 기업은 재무, 투자 및 세무 의사결정에 이르기까지 다양한 측면에서 동료기업의 영향을 받는다(Leary and Roberts 2014 ; Li 2016 ; Bird et al. 2018 등). 특히, 기부금은 기업의 다른 의사결정에 비해 상대적으로 경영자의 재량권이 많이 작용하며

(Carroll 1979), 한 개인의 기부금 의사결정은 주변 동료의 기부금 지출에 많은 영향을 받는 것으로 보고되는 바, 경영자의 기부금 지출의사결정은 동료기업의 기부금 행태를 반영할 가능성이 높다(Galaskiewicz 1985).

더욱이 기부금 지출이 기업의 명성을 높이기 위한 활동이라면 경영자는 평판이 우수한 대표 기업의 행동을 모방하여 기부금 의사결정을 내릴 가능성이 높을 것이다. 명성 높은 기업은 일반적으로 규모가 크고 이해관계자들이 많으므로 가시성(visibility)이 높고, 사회적 영향력 역시 상당하므로 경영자는 이들 기업의 행동을 모방함으로써 명성을 높이하고자 할 유인이 존재하기 때문이다(Roberts 1992 ; Udayasankar 2008). 이와 일관되게, Beatty et al.(2013)은 SEC로부터 회계 부정으로 기소된 Fortune 500 기업들의 회계 부정사건이 해당 산업에 대한 전망을 왜곡시켜 동료기업들의 투자를 증가시킨다는 증거를 통해 동료기업의 의사결정에 있어 선도기업(industry leaders) 정보가 중요하게 고려됨을 보여주고 있으며, Oh and Kim(2019)도 선도기업의 신용등급과대평가가 동료기업의 투자를 증가시키는 요인으로 작용함을 실증하고 있다. 따라서 가시성이 높은 명성기업의 기부금 지출은 동료기업의 기부금 지출에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상되는 바, 본 연구의 첫 번째 가설은 다음과 같이 설정한다.

[연구가설 1] 명성 높은 기업의 기부금 지출은 동료기업의 기부금 지출과 양(+)의 관련성을 가진다.

위 가설 1이 실증적으로 지지된다면, 이는 동료기업들이 명성 높은 기업의 기부금 지출 활동을 모방하거나 추종하고 있음을 의미한다. 그러나 Bushman and Smith(2001)의 주장과 같이, 경영자들은 다른 기업들의 정보에 기초하여 새로운 투자 기회를 식별할 수 있기 때문에 가설 1의 결과는 동료기업들이 기업가치에 긍정적으로 영향을 미칠 기부금 지출 기회를 명성 높은 기업의 기부금 지출행위에서 발견한 결과일 수도 있다. 즉, 가설 1의 결과가 동료기업이 단순히 명성 높은 기업의 기부금 지출행위를 따라한 것인지, 그 보다는 기업가치를 증대시키기 위한 최적의 의사결정을 내린 것인지를 판단하기 위해서는 동료기업의 기부금 수준이 여타의 기업들에 비해 많은지 혹은 적은지를 비교해보고, 결과적으로 기업가치에 어떠한 영향을 미치고 있는지를 살펴볼 필요가 있다.

일반적으로 명성 높은 기업은 규모가 크고 이해관계자가 많기 때문에 기부금 지출이 일반기업에 비해 많이 이루어짐을 고려할 때(Gautier and Pache 2015)⁴⁾, 만약 가설 1의 결과가 단순한 모방에서 비롯되거나 경영자의 사적 이익 추구하고 관련성을 갖는다면, 동료기업의 기부금 지출규

4) 정부가 중소기업을 지원하기 위해 추진하는 ‘산업혁신운동’의 재원이 100% 기업 출연금에 의존하는 등 기부금과 관련하여 대기업의 경우 정부의 영향력에서 벗어나기 어려우며 이로 인해 일반기업 보다 많은 수준의 기부금 지출이 이루어지고 있다(매일경제 2018.5.2. ‘기부금 강요 비판에...정부, 민간주도로 ‘포장’’).

모는 여타의 기업에 비해 큰 반면 기업가치와의 관련성은 상대적으로 낮을 것이 예상된다. 하지만 가설 1의 결과가 명성 높은 기업의 기부금 지출을 통해 새로운 정보를 획득한 결과이자 이익 극대화를 위한 전략적 의사결정이라면, 동료기업의 기부금 지출규모는 여타의 기업과 다르지 않을 것이며 기업가치와도 양(+)의 관련성이 나타날 것으로 예상된다.

앞서 선행연구에서 살펴본 바와 같이 경영자는 기업가치를 극대화하거나 경영자 자신의 사적 이익을 추구하기 위한 목적으로 기부금을 지출할 수 있으며, 이중 동료효과와 결부된 기부금 지출행위가 어느 목적에 보다 가까운 의사결정인지는 합리적으로 예측하기 어렵다. 이에 본 연구의 가설 2-1과 2-2는 다음과 같이 귀무가설의 형태로 설정한다.

[연구가설 2-1] 동료기업의 기부금 지출은 다른 기업의 기부금 지출과 다르지 않다.

[연구가설 2-2] 동료기업의 기부금 지출과 기업가치 간에는 관련성이 없다.

III. 연구방법론

1. 명성 높은 기업과 동료기업

본 연구에서 명성 높은 기업(*Astar*)은 한국능률협회컨설팅에서 전 산업을 망라하여 매년 선정하는 All Star 30대 기업으로 정의한다. 한국에서 가장 존경 받는 기업(KOREA's Most Admired Companies, 이하 KMAC)은 2004년 이후 기업 전체 가치영역에 대해 산업계, 증권계, 소비자를 대상으로 폭넓은 조사를 통해 선정되어 왔으며, 선행연구에서도 명성 또는 기업평판을 나타내는 지표로 이용되고 있다(허미옥·정기한 2010 ; 석준희 외 2017 등). KMAC에서 산업별 1위 기업도 선정하고 있으나, All Star 기업 선정시 더욱 다양한 요소가 고려되기 때문에 평판의 신뢰도가 보다 높을 것으로 예상된다.⁵⁾ 한편 동료기업(Peer)은 선행연구와 일관되게 명성 높은 기업과 동일한 산업(한국표준산업분류 소분류 기준)에 속한 기업으로 정의하였다(Beatty et al. 2013 ; Oh and Kim 2019 등).

2. 연구모형

본 연구가설 1은 명성 높은 기업의 기부금 지출과 동료기업의 기부금 지출 간에 관련성을 분석하는 것이며, 연구가설 2-1에서는 동료기업의 기부금 지출이 다른 기업들에 비해 차별적인

5) KMAC에서 선정하는 산업별 1위 기업의 경우에는 한 개의 기업이 2개 이상의 업종에서 1위를 차지하거나, 업종의 분류가 본 연구에서 이용하고 있는 한국표준산업분류표(소분류)와 상이한 것으로 나타나 본 연구의 '명성 높은 기업'으로 활용할 수 없었다.

지 여부를 검증하는 것이다. 이를 위한 연구모형은 Lin et al.(2017) 등의 선행연구를 참조하여 아래의 회귀식 (1)로 설정하였다. 또한 회귀분석 잔차 간의 잠재적인 시계열, 횡단면 상관관계를 수정하기 위해 기업-연도에 대해 two-way 클러스터링을 적용하였다(Gow et al. 2010).

$$GIV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 AstarGIV(Peer)_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 FOR_{i,t} + \beta_6 LAR_{i,t} + \beta_7 RDAD_{i,t} + \beta_8 ACCR_{i,t} + \beta_9 BIG4_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

- GIV* : 기부금/매출액*100 ;
AstarGIV : 명성 높은 기업(한국능률협회컨설팅에서 매년 선정하는 All star 30대 기업)의 기부금 지출 ;
Peer : 명성 높은 기업과 같은 산업(소분류)에 포함된 기업이면 1, 아니면 0 ;
SIZE : 당기말 자산총계에 자연로그를 취한 값 ;
LEV : 부채총계/자본총계 ;
ROA : 당기순이익을 평균 자산총계로 나눈 값 ;
FOR : 외국인 지분율 ;
LAR : 대주주 지분율 ;
RDAD : (연구개발비+광고선전비)/매출액 ;
ACCR : (당기순이익-영업현금흐름)/자산총계 ;
BIG4 : 대형감사인이면 1, 아니면 0.

식 (1)의 종속변수는 기부금 지출(*GIV*)로 Lin et al.(2017) 등 선행연구에서 많이 이용되는 매출액 대비 기부금 비율로 산출하였다. 연구가설 1의 검정을 위한 독립변수는 명성 높은 기업의 기부금 지출(*AstarGIV*)로서, *AstarGIV*가 동료기업들의 *GIV*와 관련성을 갖는다면, β_1 은 유의한 양(+)의 값을 가질 것으로 기대된다. 연구가설 2-1을 분석하기 위한 관심변수는 동료기업(*Peer*)이다. 동료기업들의 기부금 지출이 다른 기업에 비해 차별적으로 많다면 β_1 이 유의한 양(+)의 값을 가질 것이며, 차이가 없다면 β_1 이 유의하지 않은 계수 값을 보일 것으로 기대된다.

식 (1)에서 통제변수는 기부금 또는 CSR 활동과 관련성을 가진다고 선행연구에서 알려진 변수들로 구성하였다. 먼저 기업규모(*SIZE*)는 자산총계에 자연대수를 취한 값으로 측정하였으며, 기업명성 혹은 이해관계자 규모의 대용치로서 기업규모가 클수록 이해관계자들의 수요에 대응하여 기부금 지출도 많이 이루어질 것으로 기대된다(Lin et al. 2017). 부채비율(*LEV*)은 자본총계 대비 부채총계의 비율로 대표적인 대리인 비용의 대용치로 이용되며, 부채비율이 높을수록 부도 혹은 청산위험이 높기 때문에 기부금도 적게 지출할 것으로 예상된다(Lin et al. 2017). 수익성(*ROA*)은 당기순이익을 평균총자산으로 나누어 측정하였으며, 수익성과 기부금 간에 양(+)의 관련성을 나타낸다는 선행연구에 기초하여 포함하였다(Gautier and Pache 2015 ; Lin et al. 2017). 외국인지분율(*FOR*)이 기부금 지출을 낮추는 요인으로 작용한다는 선행연구 결과에 따라 외국인지분율을 추가하였으며(김종성 외 2008 ; 고성천·박래수 2011), 대주주지분율(*LAR*)은 선행연구에 따라 경영자 지분율의 대용치로서 경영자 지분 소유가 기부금에 미치는 영향을 통제하기 위해 포함하였고(최운열 외 2009 ; 김영식·위정범 2019), 연구개발비와 광고비(*RDAD*)

도 기부금과 관련성을 가진다는 선행연구에 따라 통제변수로 포함하였다(Lin et al. 2017 등). 한편 총발생액(*ACCR*)과 대형감사인(*BIG4*)는 각각 회계의 질과 감사의견이 기부금에 미치는 영향을 통제하기 위해 포함되었다(Kim et al. 2012 ; Guiral et al. 2014).

동료기업의 기부금 지출과 기업가치 간의 관련성(연구가설 2-2)을 살펴보기 위한 연구모형은 최운열 외(2009)를 참조하여 다음의 회귀식 (2)와 같이 설정하였다. 연구모형 (1)과 마찬가지로 회귀분석 잔차 간의 잠재적인 시계열, 횡단면 상관관계를 수정하기 위해 기업-연도에 대해 two-way 클러스터링을 적용하였다(Gow et al. 2010).

$$TQ_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 GIV_{i,t} + \gamma_2 GIV_{i,t}^2 + \gamma_3 FOR_{i,t} + \gamma_4 LAR_{i,t} + \gamma_5 LAR_{i,t}^2 + \gamma_6 GROWTH_{i,t} + \gamma_7 RD_{i,t} + \gamma_8 AD_{i,t} + \gamma_9 BETA_{i,t} + \gamma_{10} ROA_{i,t} + \gamma_{11} LEV_{i,t} + \gamma_{12} SIZE_{i,t} + \gamma_{13} AGE_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

- TQ* : Tobin's q=(시가총액+부채총계)/자산총계 ;
GIV : 기부금/매출액*100 ;
FOR : 외국인 지분율 ;
LAR : 대주주 지분율 ;
GROWTH : (당기 매출액-전기 매출액)/전기 자산총계 ;
RD : 연구개발비/매출액 ;
AD : 광고선전비/매출액 ;
BETA : 1년동안 일별수익률을 기초로 측정된 체계적 위험 ;
ROA : 당기순이익을 평균 자산총계로 나눈 값 ;
LEV : 부채총계/자본총계 ;
SIZE : 당기말 자산총계에 자연로그를 취한 값 ;
AGE : ln(1+설립후 경과년수).

연구모형 (2)에서 종속변수(*TQ*)는 다수의 선행연구에서 기업가치(최운열 외 2009 ; 허미옥 · 정기한 2010 등)의 대용변수로 활용되는 Tobin's q로서 시가총액과 부채총계의 합을 자산총계로 나누어 산출한다. 주요 관심변수는 기부금 지출(*GIV*)로서 동료기업 만을 대상으로 연구모형 (2)를 분석하여 γ_1 이 유의하지 않는 값을 나타낸다면 동료기업들의 기부금 지출이 기업가치 증대에 기여하지 않음을 의미한다. 기부금 지출의 자승(GIV^2)과 대주주 지분율의 자승(LAR^2)는 이 두 변수가 기업가치와 비선형 관련성을 갖는다는 최운열 외(2009)에 따라 포함하였으며, 외국인 지분율(*FOR*)과 대주주 지분율(*LAR*)은 기업가치에 대한 지배구조의 영향을 통제하기 위해 포함하였다(최운열 외 2009). 이 외에도 성장성(*GROWTH*), 체계적 위험(*BETA*), 수익성(*ROA*), 자본구조(*LEV*), 기업규모(*SIZE*) 및 경과연수(*AGE*)도 기업가치와 유의한 관련성을 갖는다는 선행연구의 결과에 따라 이들 변수를 추가로 통제하였다(최운열 외 2009 ; 김영식 · 위정범 2019 등). 마지막으로 연속형 변수의 극단치가 분석결과에 미치는 영향을 최소화하기 위해 상하위 1% 수준에서 조정(winsorization)을 실시하였다.

3. 표본선정

본 연구는 2012년부터 2017년까지 거래소와 코스닥 시장에 상장된 비금융업, 12월 결산법인들을 대상으로 분석을 실시하였다. 통제변수 산출에 필요한 재무자료가 존재하지 않거나, 자본잠식인 기업은 배제하였다. 재무자료는 K-IFRS 적용 별도재무제표를 기준으로 FnGuide에서 추출하였으며, 일부 변수를 산출함에 있어 전년도 자료가 필요하여 2011년은 포함되지 않았다. 명성 높은 기업(*Astar*)은 한국능률협회컨설팅(www.kmac.co.kr)에서 수기로 수집하였다. 이러한 기준을 적용하여 채택된 최종 표본 수는 9,242 기업-연도이며, 연도별, 산업별 표본 구성은 <표 1>과 같다.

<표 1> 연도별, 산업별 표본 구성

[패널 A] 연도별 표본 구성				
연도	전체표본	명성 높은 기업	동료기업	비동료기업
2012	1,403	19	415	969
2013	1,444	19	470	955
2014	1,491	19	500	972
2015	1,538	19	487	1,032
2016	1,636	22	539	1,075
2017	1,730	21	595	1,114
합계	9,242	119	3,006	6,117
[패널 B] 산업별 표본 구성				
구분	전체표본	명성 높은 기업	동료기업	비동료기업
제조업	6,049(65%)	66(56%)	2,040(68%)	3,943(65%)
출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업	993(11%)	23(19%)	349(12%)	621(10%)
전문, 과학 및 기술 서비스업	734(8%)	6(5%)	507(17%)	221(3%)
도매 및 소매업	680(8%)	16(13%)	104(3%)	560(9%)
건설업	286(3%)	0(0%)	0(0%)	286(5%)
기타	500(5%)	8(7%)	6(0%)	486(8%)
합계	9,242(100%)	119(1%)	3,006(33%)	6,117(66%)

[패널 A]를 살펴보면, 전체표본은 매년 조금씩 증가하는 양상을 보이고 있는 한편 명성 높은 기업의 수는 연도별로 19~22개로 큰 변동 없이 나타나고 있다. 한국능률협회컨설팅의 All star 기업은 매년 30개 기업이 선정되지만, 그 중 금융업과 비상장기업이 포함되어 있어 분석 표본에

는 20개 내외의 기업이 포함된 것으로 파악된다. 한편, 동료기업 수는 전체적인 기업 증가 추세 및 연도별 명성 높은 기업 수에 따라 다소 차이가 나타남을 알 수 있다. [패널 B]의 산업별 표본 구성을 살펴보면, 제조업의 비중이 가장 높고, 출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업이 그 뒤를 따르고 있다. 명성 높은 기업의 비중도 제조업이 가장 높으며, 이 영향으로 동료기업 중에서도 제조업 비중이 높게 나타남을 알 수 있다.

IV. 실증분석결과

1. 주요 변수들의 기술통계량

본 연구에서 이용된 주요 변수들의 기술통계량은 <표 2>와 같다. 먼저 표본기업의 기부금 지출을 나타내는 변수인 *GIV*의 평균은 0.092%로 선행연구(0.13%~0.16%)에 비하면 낮지만 최근 연구인 석준희 외(2017)와 유사한 수준이다.

<표 2> 기술통계

변수명	표본	평균	표준편차	최솟값	25%	50%	75%	최댓값
<i>GIV</i>	9,242	0.092	0.222	0.000	0.000	0.014	0.071	1.486
<i>Astar</i>	9,242	0.013	0.113	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>Peer</i>	9,242	0.338	0.473	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
<i>SIZE</i>	9,242	12.104	1.371	9.724	11.166	11.840	12.756	16.843
<i>LEV</i>	9,242	0.900	1.014	0.027	0.277	0.613	1.146	6.497
<i>ROA</i>	9,242	0.010	0.099	-0.407	-0.010	0.025	0.059	0.231
<i>FOR</i>	9,242	0.066	0.105	0.000	0.006	0.020	0.074	0.527
<i>LAR</i>	9,242	0.413	0.162	0.087	0.289	0.408	0.525	0.796
<i>RDAD</i>	9,242	0.030	0.055	0.000	0.001	0.009	0.034	0.348
<i>ACCR</i>	9,242	-0.037	0.092	-0.418	-0.070	-0.026	0.008	0.205
<i>BIG4</i>	9,242	0.521	0.500	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
<i>TQ</i>	9,242	1.429	0.988	0.489	0.861	1.107	1.602	6.416
<i>GROWTH</i>	9,242	0.024	0.211	-0.661	-0.059	0.012	0.092	0.851
<i>RD</i>	9,242	0.021	0.045	0.000	0.000	0.002	0.022	0.275
<i>AD</i>	9,242	0.008	0.019	0.000	0.000	0.001	0.005	0.119
<i>BETA</i>	9,242	0.800	0.414	-0.046	0.494	0.781	1.084	1.810
<i>AGE</i>	9,242	3.220	0.639	1.099	2.833	3.258	3.738	4.290

주1) 변수 설명

<i>GIV</i>	: 기부금/매출액*100 ;
<i>Astar</i>	: 명성 높은 기업(한국능률협회컨설팅이 매년 선정하는 All star 30대 기업) ;
<i>Peer</i>	: 명성 높은 기업과 같은 산업(소분류)에 포함된 기업이면 1, 아니면 0 ;
<i>SIZE</i>	: 당기말 자산총계에 자연로그를 취한 값 ;
<i>LEV</i>	: 부채총계/자본총계 ;
<i>ROA</i>	: 당기순이익을 평균 자산총계로 나눈 값 ;
<i>FOR</i>	: 외국인 지분율 ;
<i>LAR</i>	: 대주주 지분율 ;
<i>RDAD</i>	: (연구개발비+광고선전비)/매출액 ;
<i>ACCR</i>	: (당기순이익-영업현금흐름)/자산총계 ;
<i>BIG4</i>	: 대형감사인이면 1, 아니면 0 ;
<i>TQ</i>	: Tobin's q로 (시가총액+부채총계)/자산총계 ;
<i>GROWTH</i>	: (당기 매출액-전기 매출액)/전기 자산총계 ;
<i>RD</i>	: 연구개발비/매출액 ;
<i>AD</i>	: 광고선전비/매출액 ;
<i>BETA</i>	: 1년동안 일별수익률을 기초로 측정된 체계적 위험 ;
<i>AGE</i>	: $\ln(1 + \text{설립후 경과년수})$.

본 연구의 다소 낮은 기부금 비율은 표본에 유가증권 시장 뿐 아니라 코스닥 상장 기업들이 포함되었기 때문이다. 명성 높은 기업을 나타내는 *Astar*는 전체 표본의 1.3%이며, 동료기업인 *Peer*는 전체의 33.8%를 차지하고 있다. 표본에 포함된 기업의 기업규모(*SIZE*) 및 부채비율(*LEV*)의 평균은 각각 12.1(약 1,800억 원)과 0.9이고, 수익성(*ROA*)의 평균은 0.01을 나타내고 있다. 기업가치를 나타내는 Tobin's q(*TQ*)는 평균 1.429로 높게 나타났으며, 중위수가 1.1 수준임을 고려할 때 우리나라 상장기업들의 시장가치는 일반적으로 장부가치와 크게 다르지 않지만 시장가치가 상당히 높은 기업들이 전체 평균에 영향을 미치고 있음을 알 수 있다.

2. 주요 변수들의 상관관계 분석

<표 3>에는 본 연구에서 이용되는 주요 변수 간의 피어슨(Pearson) 상관관계수가 제시되어 있다. 명성 높은 기업(*Astar*)일수록 기부금 지출(*GIV*)을 유의하게 많이 하는 것으로 나타났으며, 동료기업(*Peer*)의 기부금 지출(*GIV*)도 1% 수준에서 유의한 정(+)의 관련성을 보이고 있어 기부금 지출 측면에서도 동료효과가 존재할 가능성을 높인다. 선행연구와 유사하게 기업규모(*SIZE*)가 크고, 수익성(*ROA*)이 높으며, 연구비와 광고비(*RDAD*) 수준이 높을수록 기부금 지출이 많이 일어남을 알 수 있다(Gautier and Pache 2015). 한편 기부금 지출(*GIV*)과 기업가치(*TQ*) 간에도 1% 수준에서 유의한 정(+)의 관계를 갖는 것으로 나타나 단일변량 분석이지만 기부금 지출이 기업가치에 기여함을 나타내고 있다.

〈표 3〉 피어슨(Pearson) 상관계수

변수명	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
1 <i>GIV</i>	1.00																
2 <i>Astar</i>	0.11	1.00															
3 <i>Peer</i>	0.08	0.16	1.00														
4 <i>SIZE</i>	0.15	0.32	0.12	1.00													
5 <i>LEV</i>	-0.10	0.01	-0.08	0.16	1.00												
6 <i>ROA</i>	0.09	0.05	0.04	0.22	-0.30	1.00											
7 <i>FOR</i>	0.13	0.29	0.09	0.49	-0.10	0.22	1.00										
8 <i>LAR</i>	0.03	-0.08	-0.02	0.15	-0.04	0.21	-0.04	1.00									
9 <i>RDAD</i>	0.11	0.06	0.09	-0.12	-0.13	-0.14	0.03	-0.16	1.00								
10 <i>ACCR</i>	0.05	-0.01	0.01	0.11	-0.22	0.61	0.04	0.12	-0.06	1.00							
11 <i>BIG4</i>	0.09	0.11	0.09	0.41	0.05	0.09	0.25	0.16	0.03	0.01	1.00						
12 <i>TQ</i>	0.06	0.02	0.02	-0.19	-0.09	-0.07	0.10	-0.22	0.32	-0.07	-0.04	1.00					
13 <i>GROWTH</i>	-0.03	0.01	-0.04	0.01	0.01	0.28	0.03	-0.01	-0.05	0.18	-0.01	0.10	1.00				
14 <i>RD</i>	0.03	0.04	0.08	-0.18	-0.11	-0.16	-0.03	-0.19	0.90	-0.07	-0.01	0.28	-0.05	1.00			
15 <i>AD</i>	0.20	0.08	0.08	0.07	-0.10	-0.00	0.14	-0.00	0.51	0.00	0.09	0.21	-0.01	0.13	1.00		
16 <i>BETA</i>	-0.03	0.02	0.06	-0.01	-0.01	-0.02	-0.02	-0.24	0.13	-0.03	-0.02	0.23	0.02	0.16	-0.00	1.00	
17 <i>AGE</i>	0.05	0.03	0.04	0.25	0.07	0.02	0.06	0.09	-0.18	0.05	0.03	-0.18	-0.07	-0.20	-0.04	-0.11	1.00

(*) 변수에 대한 설명은 <표 2> 참조. 굵은 글씨는 1% 수준에서 유의함(양측 검정).

3. 명성 높은 기업, 동료기업, 비동료기업의 기부금 지출

본 연구에서는 선행연구 및 언론보도에 기초하여 명성 높은 기업일수록 기부금을 많이 지출하고, 동료기업이 이러한 행태를 모방한다면 동료기업도 비동료기업에 비해 많은 기부금을 지출할 것이라고 기대한다(Kim et al. 2013). 따라서 본 연구가설의 타당성을 확보하기 위해서는 본격적인 가설검정에 앞서 우리나라에서 명성 높은 기업의 기부금 지출이 다른 기업과 차별적으로 많은지에 대해서 살펴볼 필요가 있다. 이에 따라 명성 높은 기업과 동료기업, 동료기업과 비동료기업의 기부금 지출에 대해 t검정을 실시하였으며, 이에 대한 결과는 <표 4>에 제시되어 있다.

예상과 일관되게 <표 4>에서 명성 높은 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 유의하게 많은 기부금을 지출하고 있으며, 동료기업의 기부금 지출이 비동료기업 보다 많음을 알 수 있다. 이는 본 연구가설 설정의 기초가 논리상 큰 결함이 없음을 의미한다.

<표 4> 명성 높은 기업과 동료기업, 비동료기업의 기부금 지출

구분	명성 높은 기업	차이 (t값)	동료기업	차이 (t값)	비동료기업
표본수	119		3,006		6,117
평균 기부금 지출비율(GIV)	0.299	0.188 (7.75)***	0.111	0.032 (6.67)***	0.079

(*) ***는 1% 수준에서 유의함(양측 검정).

다음으로 기부금 측면에서의 동료효과 존재여부를 검증하기 위해 명성 높은 기업의 기부금 지출과 동료기업의 기부금 지출 간의 관련성과 동료기업의 기부금 지출이 비동료기업에 비해 차별적으로 많은지를 회귀분석을 통해 살펴본다. 이에 대한 분석결과는 <표 5>에 제시되어 있으며, 모형 (1)은 명성 높은 기업과 동료기업의 기부금 지출 간의 관련성에 대한 분석결과를 모형 (2)는 동료기업의 기부금 지출이 다른 기업과 차별적인지에 대한 분석결과를 나타낸다.

<표 5>의 모형 (1)을 살펴보면, 관심변수인 *AstarGIV*의 계수 값이 0.097로 1% 수준에서 유의한 것으로 나타나 명성 높은 기업의 기부금 지출과 동료기업의 기부금 지출은 관련성을 가짐을 알 수 있다. 앞서 <표 4>에서 명성 높은 기업의 기부금 지출이 다른 기업들에 비해 상당히 많음을 고려할 때 <표 5>의 모형 (1)의 결과는 기부금 측면에서의 동료효과의 존재를 나타내며, 본 연구가설 1을 지지하는 결과이다. 한편 모형 (2)에서도 관심변수 *Peer*의 계수가 5% 수준에서 유의한 정(+)의 관련성을 나타내고 있어 비동료기업에 비해 동료기업의 기부금 지출이 차별적으로 많음을 확인할 수 있다. 이는 연구가설 2-1을 지지하는 결과로 모형 (1)의 결과와 연계하면 동료기업들의 기부금 의사결정이 개별 기업의 가치 극대화를 위한 것이기 보다는 명성 높은 기업의 행태를 단순히 모방했을 가능성을 높인다. 그러나 기부금 측면의 동료효과를 보다 면밀히

살펴보기 위해서는 동료기업의 기부금 지출이 기업가치와 어떤 관련성을 갖는지에 대해 추가적인 분석이 필요하며, 이에 대한 분석은 다음 절에 제시되어 있다.

〈표 5〉 기부금 지출의 동료효과⁶⁾⁷⁾

$$GIV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 AstarGIV(Peer)_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 FOR_{i,t} + \beta_6 LAR_{i,t} + \beta_7 RDAD_{i,t} + \beta_8 ACCR_{i,t} + \beta_9 BIG4_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

변수	예상부호	모형 (1)		모형 (2)	
		계수	t값	계수	t값
<i>Intercept</i>	+/-	-0.210***	-2.68	-0.202***	-5.09
<i>AstarGIV</i>	+	0.097***	3.96		
<i>Peer</i>	+			0.018**	2.28
<i>SIZE</i>	+	0.021***	3.71	0.023***	6.97
<i>LEV</i>	-	-0.018***	-4.50	-0.021***	-7.45
<i>ROA</i>	+	0.042	0.60	0.040	0.92
<i>FOR</i>	+/-	0.040	0.60	0.051	1.38
<i>LAR</i>	+/-	0.030	0.57	0.021	0.74
<i>RDAD</i>	+/-	0.494***	4.02	0.400***	5.44
<i>ACCR</i>	+/-	0.084	1.54	0.022	0.57
<i>BIG4</i>	+/-	0.023	1.59	0.009	1.12
Adj. R ²		0.091		0.046	
F 값		21.66		34.30	
N		3,006		9,123	

(*) 변수에 대한 설명은 <표 2> 참조. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함(양측 검정). 모형 (1)은 동료기업을 대상으로 분석하고, 모형 (2)는 동료기업과 비동료기업을 대상으로 분석함(명성 높은 기업 불포함). t값은 기업-연도에 대해 two-way 클러스터링을 적용하여 수정된 표준오차를 이용하여 산출됨.

- 6) 본 연구는 기부금 지출 관련 선행연구에 따라 동일기간의 독립변수(*AstarGIV*, *Peer*)와 종속변수(*GIV*)를 이용하였다(김종성 외 2008 등). 별도의 표로 제시하지는 않았지만, 본 연구결과의 강건성을 확보하기 위해 독립변수를 t-1년도의 자료를 이용하여 추가분석을 실시하였으며, 주된 분석결과가 유지됨을 확인하였다.
- 7) 상장시장에 따라 동료효과가 상이하게 나타날 가능성을 고려하여 코스닥 시장(KOSDAQ) 및 코스닥 시장과 기부금 지출(*AstarGIV*) 및 동료기업(*Peer*) 간의 교호변수를 포함하여 분석을 재실시한 결과 모형 (1)에서는 교호변수(*KOSDAQ_AstarGIV*)에 대해 유의한 음의 관련성이 나타났고, 모형 (2)의 교호변수(*KOSDAQ_Peer*)에서는 유의한 관련성이 나타나지 않아 코스닥 시장과 유가증권 시장의 동료효과가 차별적임을 확인할 수 있었다.

한편, 통제변수는 대체로 예상하는 방향과 일치하게 나타났으며, 기업규모(*SIZE*)가 크고 부채비율(*LEV*)이 낮고, 연구비와 광고비(*RDAD*)가 많을수록 기부금 지출 수준도 높은 것으로 나타났다.

4. 기부금 지출과 기업가치

<표 6>은 명성 높은 기업, 동료기업, 비동료기업을 대상으로 기부금 지출과 기업가치 간의 관계를 분석한 결과이다. <표 5>의 모형 (1)과 (2)의 결과가 동료효과라면, 명성 높은 기업과 동료기업 집단에서 기부금 지출과 기업가치 간에 유의한 관계가 관찰되지 않을 것으로 기대된다.

<표 6> 기부금 지출과 기업가치

$$TQ_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 GIV_{i,t} + \gamma_2 GIV_{i,t}^2 + \gamma_3 FOR_{i,t} + \gamma_4 LAR_{i,t} + \gamma_5 LAR_{i,t}^2 + \gamma_6 GROWTH_{i,t} + \gamma_7 RD_{i,t} + \gamma_8 AD_{i,t} + \gamma_9 BETA_{i,t} + \gamma_{10} ROA_{i,t} + \gamma_{11} LEV_{i,t} + \gamma_{12} SIZE_{i,t} + \gamma_{13} AGE_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

변수	예상 부호	(1) 명성 높은 기업		(2) 동료기업		(3) 비동료기업	
		계수	t값	계수	t값	계수	t값
<i>Intercept</i>	+/-	7.299***	2.84	4.068***	8.04	3.878***	8.67
<i>GIV</i>	+/-	0.137	0.17	0.296	1.20	0.413**	2.04
<i>GIV</i> ²	+/-	0.442	0.67	-0.129	-0.68	-0.158	-0.94
<i>FOR</i>	+/-	-0.525	-0.52	1.673***	4.06	1.887***	5.87
<i>LAR</i>	+/-	2.189	0.75	-4.194***	-4.14	-4.285***	-8.16
<i>LAR</i> ²	+/-	-6.756	-1.39	4.262***	3.38	4.363***	7.43
<i>GROWTH</i>	+	0.539	0.37	0.596***	4.65	0.486***	5.04
<i>RD</i>	+/-	-5.402**	-2.00	1.681*	1.76	5.437***	5.38
<i>AD</i>	+	14.809*	1.95	9.019***	6.41	7.656***	4.31
<i>BETA</i>	+	0.388**	2.13	0.463***	3.40	0.387***	4.15
<i>ROA</i>	+	9.808***	3.77	-0.043	-0.14	-0.319	-0.96
<i>LEV</i>	+/-	0.040	0.55	0.004	0.18	-0.007	-0.49
<i>SIZE</i>	+/-	-0.357**	-2.31	-0.181***	-4.93	-0.152***	-4.12
<i>AGE</i>	+/-	-0.286	-1.61	-0.053	-1.15	-0.104***	-3.97
Adj. R ²		0.683		0.197		0.285	
F 값		9.19		40.04		99.17	
N		119		3,006		6,117	

(*) 변수에 대한 설명은 <표 2> 참조. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함(양측 검정). 모형 (1), (2), (3)은 각각 명성 높은 기업, 동료기업, 비동료기업을 대상으로 분석한 결과임. t값은 기업-연도에 대해 two-way 클러스터링을 적용하여 수정된 표준오차를 이용하여 산출됨.

예상과 일관되게 명성 높은 기업과 동료기업을 대상으로 분석한 결과에서는 *GIV*의 계수 값이 양(+)이긴 하지만 유의하지 않은 것으로 나타났으며, 비동료기업을 대상으로 분석한 결과에서는 *GIV*의 계수 값이 0.413으로 5% 수준에서 유의한 것으로 나타났다. 이는 <표 5>의 결과가 동료효과와 관련될 가능성을 지지하는 결과임과 동시에 동료기업들의 기부금 의사결정이 기업가치 극대화를 목적으로 하는 것이 아닐 수 있음을 의미하는 결과이다.

각종 규제로 옥죄고, 뒤로는 기부금 요구하며 ‘팔 비틀기’

- 설 곳 없는 기업들(下) 가중되는 기업 출연금 압박

(문화일보, 2018. 4. 30)

정부가 추진하는 산업혁신운동에 대한 논란의 핵심은 ‘자발성’여부에 있다. 정부는 기업들이 스스로 내놓는 기부금을 통해 2·3차 협력업체는 물론 영세 중소기업의 근로환경을 개선, 생산성을 높일 수 있다고 얘기하지만, 돈을 내야 하는 대기업들은 사실상 ‘강요된’ 정책이라는 반응이다. 정부가 반(反) 기업적 정책에 집중하며 대기업에 대한 부정적 인식을 퍼뜨리고 있는 상황에서, 기업들의 자발적 참여가 담보될지 의문 일 수밖에 없다.

(중략)

위의 언론 보도에서 알 수 있는 바와 같이 우리나라의 경우 기업집단으로 대표되는 대기업에 대해 정부가 이미지 쇄신을 이유로 다양한 기금 출연 등을 요구하여 비자발적 기부금 출연이 종종 이루어지고 있다. 따라서 명성 높은 기업의 기부금 지출은 CSR 활동과 관련하여 반드시 필요하거나 간접적으로 기업가치 증대에 도움이 되는 경우도 존재하지만, 이와 같이 정부 정책에 순응하기 위한 목적일 수도 있다. <표 6>의 명성 높은 기업에 대한 유의하지 않은 결과는 이들 기업의 기부금 지출이 후자의 영향을 상당히 받을 가능성이 있음을 의미하며, 더 나아가 이러한 기부금 지출 행태의 모방은 결국 기부금과 관련한 새로운 기회의 발견과는 거리가 멀기 때문에 동료기업의 기업가치에도 긍정적인 영향을 미치지 못한 것으로 해석된다.

한편 비동료기업에 대한 유의한 결과는 이들 기업의 기부금 지출은 기업가치 증대에 도움이 됨을 나타낸다. 이는 <표 4>에서 비동료기업의 평균 기부금 지출이 명성 높은 기업과 동료기업에 비해 상당히 낮은 수준임을 고려할 때 높은 기부금 수준이 반드시 주주가치에 이익이 되는 CSR 활동으로 이어지지 않음을 보여주는 흥미로운 결과라 할 수 있다. 이와 더불어 <표 6>의 결과는 그 동안 선행연구에서 기부금과 기업가치 간의 일관성 있는 결과가 도출되지 않은 이유 중 하나가 동료효과임을 보여준다.

V. 추가분석

1. 전년도 기부금(LagGIV) 추가 통제

선행연구에 따르면 기부금은 지속성을 가지므로 당해연도 기부금 의사결정은 전년도 기부금 지출과 유의한 관련성을 나타낸다(Lev et al. 2010 ; Lin et al. 2017). 따라서 본 연구결과가 전년도 기부금 지출에서 비롯되지 않았음을 확인하기 위해서는 이에 대해 추가적으로 통제한 후 분석할 필요가 있으며, 그 결과는 <표 7>에 제시되어 있다.

<표 7> 전년도 기부금 추가 통제 후 기부금 지출의 동료효과

$$GIV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 AstarGIV(Peer)_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 FOR_{i,t} + \beta_6 LAR_{i,t} + \beta_7 RDAD_{i,t} + \beta_8 ACCR_{i,t} + \beta_9 BIG4_{i,t} + \beta_{10} LagGIV_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

변수	예상 부호	모형 (1)		모형 (2)	
		계수 값	t값	계수 값	t값
<i>Intercept</i>	+/-	-0.087***	-2.88	-0.080***	-5.60
<i>AstarGIV</i>	+	0.044***	3.00		
<i>Peer</i>	+			0.009***	3.18
<i>SIZE</i>	+	0.007***	4.71	0.008***	9.03
<i>LEV</i>	-	-0.006**	-2.50	-0.007***	-5.25
<i>ROA</i>	+	0.046	1.17	0.014	0.48
<i>FOR</i>	+/-	0.053***	2.66	0.038***	3.18
<i>LAR</i>	+/-	0.027	0.73	0.015	1.04
<i>RDAD</i>	+/-	0.199*	1.69	0.142***	4.71
<i>ACCR</i>	+/-	0.012	0.37	0.013	0.61
<i>BIG4</i>	+/-	0.008	1.05	0.003	0.52
<i>LagGIV</i>	+	0.633***	15.58	0.625***	25.03
Adj. R ²		0.450		0.424	
F 값		51.49		103.215	
N		3,006		9,123	

(*) LagGIV는 전년도 기부금 지출을 의미하며, 기타 변수에 대한 설명은 <표 2> 참조. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함(양측 검정). 모형 (1)은 동료기업을 대상으로 분석하고, 모형 (2)는 동료기업과 비동료기업을 대상으로 분석함(명성 높은 기업 불포함). t값은 기업-연도에 대해 two-way 클러스터링을 적용하여 수정된 표준오차를 이용하여 산출됨.

<표 7>의 결과를 살펴보면 추가 통제변수로 포함된 전년도 기부금 지출(*LagGIV*)의 계수 값이 1% 수준에서 유의한 정(+)의 값을 나타내어 우리나라 기업에 대해서도 기부금 지출이 지속적으로 이루어지고 있음을 알 수 있다. *LagGIV*가 추가로 포함된 모형 (1)과 (2)에서도 관심변수인 *AstarGIV*와 *Peer*는 여전히 모두 1% 수준에서 유의하게 *GIV*와 관련성을 가지는 것으로 나타나 본 연구결과의 강건성을 지지한다.

2. 동료기업의 수익성과 기업규모를 고려한 분석

기부금 관련 선행연구에서는 수익성과 기업규모가 기부금 의사결정에 영향을 미치는 중요한 요인임을 지적하고 있다(Gautier and Pache 2015). 기업규모와 수익성이 가시성(visibility) 혹은 지급능력을 나타내는 중요한 변수이기 때문에 동료기업의 수익성과 기업규모에 따라 동료효과가 다르게 나타날 가능성이 존재한다. 이러한 가능성을 검토하기 위해 동료기업의 수익성과 기업규모를 고려하여 분석을 재 실시하였으며, 수익성을 고려한 분석결과는 <표 8>에 제시되어 있다. 모형 (1A)와 모형 (1B)는 연구모형 (1)을 각각 흑자(*ROA* > 0)인 동료기업과 적자(*ROA* < 0)인 동료기업에 대해서 분석한 결과이고, 모형 (2A)와 (2B)는 동료기업(*Peer*)을 흑자인 동료기업(*POSPeer*)과 적자인 동료기업(*NEGPeer*)으로 재정의하여 분석한 결과이다.

<표 8> 동료기업의 수익성을 고려한 기부금 지출의 동료효과

$$GIV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 AstarGIV(POS_{Peer}, NEG_{Peer})_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 FOR_{i,t} + \beta_6 LAR_{i,t} + \beta_7 RDAD_{i,t} + \beta_8 ACCR_{i,t} + \beta_9 BIGA_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

변수	예상 부호	모형 (1)		모형 (2)	
		(1A) POS	(1B) NEG	(2A) POS	(2B) NEG
<i>AstarGIV</i>	+/-	0.089*** (3.47)	0.117* (1.95)		
<i>POSPeer</i>	+/-			0.026*** (2.74)	
<i>NEGPeer</i>	+/-				-0.005 (-0.68)
Adj. R ²		0.086	0.086	0.047	0.045
F 값		14.82	5.80	34.59	34.39
N		2,216	790	9,123	9,123

(*) 모형 (1A)은 *ROA* > 0인 동료기업을 대상으로 분석하고 모형 (1B)는 *ROA* < 0인 동료기업을 대상으로 분석한 결과임. 모형 (2A)의 *POSPeer*는 *ROA* > 0인 동료기업이면 1, 아니면 0을 나타내며, 모형 (2B)의 *NEGPeer*는 *ROA* < 0인 동료기업이면 1, 아니면 0을 나타내는 지시변수임. 기타 변수에 대한 설명은 <표 2> 참조. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함(양측 검정). 괄호 안의 값은 t값을 나타내며, 기업-연도에 대해 two-way 클러스터링을 적용하여 수정된 표준오차를 이용하여 산출됨.

<표 8>의 결과를 살펴보면, 모형 (1A)와 (1B) 모두 *AstarGIV*의 계수 값이 유의하게 나타났으나, 흑자 기업을 대상으로 한 모형 (1A)의 결과의 유의수준이 1%로 모형 (1B)에 비해 높음을 알 수 있다. 또한 모형 (2A)의 흑자 동료기업(*POSPeer*)의 기부금은 유의하게 높은 것으로 나타났으나, 모형 (2B)의 적자 동료기업(*NEGPeer*)의 경우 유의한 관련성이 관찰되지 않아 아주 강력한 결과는 아니지만, 명성 높은 기업의 기부금 지출 모방은 주로 흑자 동료기업에 의해 발생하고 있음을 알 수 있다. 이는 기부금 의사결정에 있어 수익성이 영향을 미친다는 선행연구를 확인하는 결과임과 동시에 동료효과가 수익성에 따라 차별적으로 나타남을 의미한다.

다음으로 동료기업의 기업규모를 고려한 분석결과는 <표 9>에 제시되어 있다. 기업규모에 따른 명확한 영향을 살펴보기 위해 모형 (1A)과 모형 (1B)은 연구모형 (1)을 각각 동료기업 중 기업규모 기준 상위 25%에 해당하는 기업과 하위 25%에 해당하는 기업에 대해서 분석하였으며, 모형 (2A)와 (2B)는 동료기업(*Peer*)을 기업규모 상위 25% 동료기업(*LPeer*)과 하위 25% 동료기업(*SPeer*)으로 재정의하여 분석하였다. <표 9>의 결과도 <표 8>의 결과와 유사하게 기업규모가 큰 동료기업들을 중심으로 동료효과가 존재함을 보여주어 동료기업들의 기부금 모방 행동에 기업규모도 중요하게 고려됨을 알 수 있다.

<표 9> 동료기업의 기업규모를 고려한 기부금 지출의 동료효과

$$GIV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 AstarGIV(LPeer, SPeer)_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 FOR_{i,t} \\ + \beta_6 LAR_{i,t} + \beta_7 RDAD_{i,t} + \beta_8 ACCR_{i,t} + \beta_9 BIGA_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

변수	예상 부호	모형 (1)		모형 (2)	
		(1A) Large	(1B) Small	(2A) Large	(2B) Small
<i>AstarGIV</i>	+/-	0.124*** (4.05)	0.084 (1.04)		
<i>LPeer</i>	+/-			0.037* (1.89)	
<i>SPeer</i>	+/-				-0.003 (-0.27)
Adj. R ²		0.114	0.032	0.047	0.045
F 값		9.51	2.62	34.46	34.28
N		850	677	9,123	9,123

(*) 모형 (1A)은 동료기업 중 기업규모 기준 상위 25%에 해당하는 동료기업을 대상으로 분석하고 모형 (1B)은 동료기업 중 기업규모 기준 하위 25%에 해당하는 동료기업을 대상으로 분석한 결과임. 모형 (2A)의 *LPeer*는 동료기업 중 기업규모 기준 상위 25%에 해당하면 1, 아니면 0을 나타내며, 모형 (2B)의 *SPeer*는 동료기업 중 기업규모 기준 하위 25%에 해당하면 1, 아니면 0을 나타내는 지시변수임. 기타 변수에 대한 설명은 <표 2> 참조. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함(양측 검정). 괄호 안의 값은 t값을 나타내며, 기업-연도에 대해 two-way 클러스터링을 적용하여 수정된 표준오차를 이용하여 산출됨.

3. 동료기업을 세세분류로 정의한 분석

본 연구에서는 선행연구에 따라 동료기업을 명성 높은 기업과 한국표준산업분류 소분류(3-digit KSIC) 기준으로 같은 산업에 속한 기업들로 정의하고 분석을 실시하였다(Beatty et al. 2013 ; Oh and Kim 2019 등). 그러나 동료기업의 정의에 따라 본 연구결과가 달라질 가능성을 배제할 수 없기 때문에 연구결과와 강건성을 높이기 위해서는 동료기업의 범위를 보다 좁게 정의하여 분석할 필요가 있다. 이에 동료기업의 범위를 가장 작은 산업분류기준인 세세분류로 재정의하고 분석을 실시하였으며, <표 10>과 <표 11>에서 알 수 있는 바와 같이 세세분류로 정의한 경우에도 기부금 측면에서 동료효과가 존재하는 것으로 나타나 본 연구결과가 강건함을 확인시켜 준다.

<표 10> 세세분류 동료기업을 이용한 기부금 지출의 동료효과

$$GIV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 AstarGIV(Peer3)_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 FOR_{i,t} + \beta_6 LAR_{i,t} + \beta_7 RDAD_{i,t} + \beta_8 ACCR_{i,t} + \beta_9 BIG4_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

변수	예상 부호	모형 (1)		모형 (2)	
		계수	값	계수	값
<i>AstarGIV</i>	+	0.089***	2.69		
<i>Peer3</i>	+			0.038*	1.70
Adj. R ²		0.088		0.048	
F 값		9.84		34.44	
N		981		9,123	

(*) 모형 (1)은 명성 높은 기업과 동일한 한국표준산업분류 세세분류에 속한 기업을 대상으로 분석하였으며, 모형 (2)의 *Peer3*은 명성 높은 기업과 동일한 한국표준산업분류 세세분류에 속하면 1, 아니면 0을 나타내는 지시변수임. 기타 변수에 대한 설명은 <표 2> 참조. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함(양측 검정). t값은 기업-연도에 대해 two-way 클러스터링을 적용하여 수정된 표준오차를 이용하여 산출됨.

<표 11> 세세분류 동료기업을 이용한 기부금 지출과 기업가치

$$TQ_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 GIV_{i,t} + \gamma_2 GIV_{i,t}^2 + \gamma_3 FOR_{i,t} + \gamma_4 LAR_{i,t} + \gamma_5 LAR_{i,t}^2 + \gamma_6 GROWTH_{i,t} + \gamma_7 RD_{i,t} + \gamma_8 AD_{i,t} + \gamma_9 BETA_{i,t} + \gamma_{10} ROA_{i,t} + \gamma_{11} LEV_{i,t} + \gamma_{12} SIZE_{i,t} + \gamma_{13} AGE_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

변수	예상 부호	(1) 동료기업		(2) 비동료기업	
		계수	값	계수	값
<i>GIV</i>	+/-	-0.169	-0.35	0.449**	2.27
Adj. R ²		0.184		0.260	
F 값		16.05		121.11	
N		981		8,142	

(*) 변수에 대한 설명은 <표 2> 참조. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함(양측 검정). 모형 (1), (2)는 각각 한국표준산업분류 세세분류 기준 동료기업, 비동료기업을 대상으로 분석한 결과임. t값은 기업-연도에 대해 two-way 클러스터링을 적용하여 수정된 표준오차를 이용하여 산출됨.

4. 산업영향 추가 통제

본 연구의 동료기업은 명성 높은 기업과 동종 산업에 속하는 기업들로 정의되기 때문에 기부금 지출 측면에서의 관련성이 산업특성에서 비롯될 가능성이 존재한다. 이와 같은 산업 내 기부금 특성이 본 연구결과에 미치는 영향을 통제하기 위해 산업별 기부금 지출 중위수를 통제변수로 추가하여 <표 5>에 대한 분석을 재 실시하였으며, <표 12>에서 보는 바와 같이 주된 분석결과가 유지되는 것으로 나타나 본 연구의 기부금 관련 동료효과가 산업특성에서 비롯된 것이 아님을 확인할 수 있었다.

<표 12> 산업별 기부금 통제변수를 포함한 기부금 지출의 동료효과

$$GIV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 AstarGIV(Peer)_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 FOR_{i,t} + \beta_6 LAR_{i,t} + \beta_7 RDAD_{i,t} + \beta_8 ACCR_{i,t} + \beta_9 BIG4_{i,t} + \beta_{10} INDGIV_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

변수	예상 부호	모형 (1)		모형 (2)	
		계수	t값	계수	t값
<i>AstarGIV</i>	+	0.071**	2.51		
<i>Peer</i>	+			0.026***	3.56
<i>INDGIV</i>	+	1.286***	3.91	0.943***	10.04
Adj. R ²		0.108		0.167	
F 값		22.69		73.08	
N		3,006		9,123	

(*) INDGIV는 산업 기부금 수준으로 기업이 속한 산업의 기부금 지출 중위수로 측정함. 기타 변수에 대한 설명은 <표 2> 참조. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함(양측 검정). 모형 (1)은 동료기업을 대상으로 분석하고, 모형 (2)는 동료기업과 비동료기업을 대상으로 분석함(명성 높은 기업 불포함). t값은 기업-연도에 대해 two-way 클러스터링을 적용하여 수정된 표준오차를 이용하여 산출됨.

한편, 본 연구는 Gow et al.(2010)에 따라 기업-연도에 대해 two-way 클러스터링을 적용하고 있기 때문에 별도의 산업더미와 연도더미를 포함하지 않았다. 그러나 모형에 따라 분석결과가 상이하게 나타날 수 있으며, 다른 연구와의 비교가능성을 높이기 위해 추가분석으로 산업, 연도더미를 포함하여 <표 5>에 대한 회귀분석을 재 실시하였으며, 아래의 <표 13>에서 보는 바와 같이 모형을 변경해도 대체로 주된 결과가 유지됨을 확인하였다.

〈표 13〉 산업, 연도더미를 포함한 기부금 지출의 동료효과

$$GIV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 AstarGIV(Peer)_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 FOR_{i,t} + \beta_6 LAR_{i,t} \\ + \beta_7 RDAD_{i,t} + \beta_8 ACCR_{i,t} + \beta_9 BIG4_{i,t} + ID + YD + \epsilon_{i,t}$$

변수	예상 부호	모형 (1)		모형 (2)	
		계수 값	t값	계수 값	t값
<i>AstarGIV</i>	+	0.034*	1.80		
<i>Peer</i>	+			0.015***	3.31
Adj. R ²		0.103		0.102	
F 값		12.04		17.15	
N		3,006		9,123	

(*) 변수에 대한 설명은 <표 2> 참조. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함(양측 검정).

VI. 결 론

본 연구에서는 우리나라가 기업의 기부금 지출의사결정에 있어 동료효과가 존재하는지를 분석하였다. 구체적으로 명성 높은 기업의 기부금 지출과 동종산업에 속한 동료기업들의 기부금 지출이 관련성을 갖는지를 살펴보고, 동료기업의 기부금이 기업가치에 미치는 영향을 검토하였다. 2012년부터 2017년까지 9,242 상장기업-연도를 대상으로 분석을 수행한 결과, 명성 높은 기업의 기부금 지출이 가장 많고, 동료기업의 기부금 지출도 비동료기업에 비해 유의하게 높은 수준으로 나타났다. 또한 명성 높은 기업의 기부금과 동료기업의 기부금 간에 유의한 양(+)의 관련성이 존재하는 것으로 나타나, 동료기업이 명성 높은 기업의 기부금 지출행태의 영향을 받는 것으로 확인하였다. 다만, 동료기업들의 기부금 지출과 기업가치 간에는 유의적인 관련성을 없는 것으로 나타나 이들 기업의 기부금 지출은 기업가치 극대화를 위한 전략적 의사결정이기 보다는 단순한 모방에 그치는 것으로 해석된다.

본 연구결과는 동료효과에 기인한 기부금 지출은 기부금의 비용적 성격이 강함을 보여줌으로써 관련 기업의 경영자 및 투자자들의 주의를 환기시키고 있다. 또한 명성 높은 기업의 동료기업들에 대한 영향을 고려하여 사회적 대표기업의 선정이 보다 공정하게 이루어질 필요성을 제기하며, 이들 기업의 CSR 활동이 보다 건전하게 이루어질 수 있도록 감독당국의 세심한 모니터링과 정책 유도가 필요함을 시사한다는 점에서 차별적 의의를 가진다.

본 연구는 우리나라에서 기부금 지출이 대표적인 CSR 활동임에 착안하여 기부금 측면에서의 동료효과를 살펴보았다. 그러나 최근 대기업을 중심으로 다양한 CSR 활동이 전개되고 있는 만큼 향후 연구에서는 CSR 측면에서의 동료효과를 살펴보는 것도 필요하다. 현재까지 선행연구에

서 많이 이용되는 CSR 성과 지표인 경제정의지수(KEJI Index)는 일부 기업에 대해서만 점수가 산출되고 있어 본 연구에서는 이와 관련한 분석을 수행할 수 없었다. 향후 다양한 CSR 지표가 개발된다면, 본 연구를 확장하여 다양한 측면에서 동료효과에 대한 연구가 활발히 이루어질 것으로 기대된다.

참고문헌

- 고성천 · 박래수. 2011. “기업의 사회적 책임활동(CSR) 결정요인과 기업가치”, 세무와회계저널 제12권 제2호 : 105-134.
- 김성환 · 김미나. 2011. “기부금과 접대비가 기업성장에 미치는 영향 : 이론과 실증연구”. 경영학연구 제40권 제3호 : 659-685.
- 김영식 · 박필립 · 위정범. 2017. “기업의 소유 · 지배구조와 기부성향”. 대한경영학회지 제30권 제7호 : 1159-1187.
- 김영식 · 위정범. 2019. “기업의 기부금 결정요인과 기업가치”. 금융연구 제33권 제1호 : 35-68.
- 김종성 · 홍정화 · 김완희. 2008. “기업의 소유구조가 기부금 지출수준에 미치는 영향”. 세무와회계저널 제9권 제2호 : 105-126.
- 석준희 · 이유석 · 고사랑 · 김병도. 2017. “기업의 사회적 책임(CSR) 활동에 대한 홍보가 기업가치에 미치는 영향”. 경영학연구 제46권 제6호 : 1663-1688.
- 전국경제인연합회. 2018. “2018 주요 기업의 사회적 가치 보고서”. www.fki.or.kr
- 최운열 · 이호선 · 홍찬선. 2009. “기업의 사회공헌활동이 기업가치에 미치는 영향 : 기부금지출을 중심으로”. 경영학연구 제38권 제2호 : 407-432.
- 허미옥 · 정기한. 2010. “CSR성과와 기업가치에 관한 연구 : 기업명성의 매개효과를 중심으로”. 산업경제연구 제23권 제2호 : 749-771.
- Beatty, A., S. Liao, and J. J. Yu. 2013. The spillover effect of fraudulent financial reporting on peer firms' investments. *Journal of Accounting and Economics* 55(2-3) : 183-205.
- Bird, A., A. Edwards, and T. G. Ruchti. 2018. Taxes and peer effects. *The Accounting Review* 93(5) : 97-117.
- Boatsman, J. R., and S. Gupta. 1996. Taxes and corporate charity : empirical evidence from micro level panel data. *National Tax Journal* 49 : 193-213.
- Brown, W. O., E. Helland, and J. K. Smith. 2006. Corporate philanthropic practices. *Journal of Corporate Finance* 12(5) : 855-877.
- Bushman, R. M., and A. J. Smith. 2001. Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics* 32(1-3) : 237-333.
- Carroll, A. B. 1979. A three-dimensional conceptual model of corporate performance. *Academy of Management Review* 4(4) : 497-505.
- Dougal, C., C. A. Parsons, and S. Titman. 2015. Urban vibrancy and corporate growth. *The Journal of Finance* 70(1) : 163-210.
- Foucault, T., and L. Fresard. 2014. Learning from peers' stock prices and corporate investment. *Journal of Financial Economics* 111(3) : 554-577.
- Galaskiewicz, J. 1985. *Social organization of an urban grants economy : A study of business*

- philanthropy and nonprofit organizations*. Academic Press.
- Gautier, A., and A. C. Pache. 2015. Research on corporate philanthropy : A review and assessment. *Journal of Business Ethics* 126(3) : 343–369.
- Gow, I. D., G. Ormazabal, and D. J. Taylor. 2010. Correcting for cross–sectional and time–series dependence in accounting research. *The Accounting Review* 85(2) : 483–512.
- Graham, J. R., and C. R. Harvey. 2001. The theory and practice of corporate finance : Evidence from the field. *Journal of Financial Economics* 60(2–3) : 187–243.
- Guiral, A., E. Guillamon Saorin, and B. Blanco. 2014. Are auditor opinions on internal control effectiveness influenced by corporate social responsibility? Available at SSRN 2485733.
- Hankyoreh Economic Research Institute. 2008. East Asia’s response : Comparative analysis of CSR performance among Chinese, Japanese and Korean companies listed in Fortune Global 500.
- Kaustia, M., and V. Rantala. 2015. Social learning and corporate peer effects. *Journal of Financial Economics* 117(3) : 653–669.
- Kim, C. H., K. Amaeshi, S. Harris, and C. J. Suh. 2013. CSR and the national institutional context : The case of South Korea. *Journal of Business Research* 66(12) : 2581–2591.
- Kim, Y., M. S. Park, and B. Wier. 2012. Is earnings quality associated with corporate social responsibility? *The Accounting Review* 87(3) : 761–796.
- Leary, M. T., and M. R. Roberts. 2014. Do peer firms affect corporate financial policy? *The Journal of Finance* 69(1) : 139–178.
- Lev, B., C. Petrovits, and S. Radhakrishnan. 2010. Is doing good good for you? How corporate charitable contributions enhance revenue growth. *Strategic Management Journal* 31(2) : 182–200.
- Li, V. 2016. Do false financial statements distort peer firms’ decisions? *The Accounting Review* 91(1) : 251–278.
- Lin, C. P., M. H. Chen, J. Wang, and L. Tian. 2017. Corporate giving in Taiwan : Agency cost theory vs. value enhancement theory. *Asia Pacific Business Review* 23(1) : 135–151.
- Masulis, R. W., and S. W. Reza. 2015. Agency problems of corporate philanthropy. *The Review of Financial Studies* 28(2) : 592–636.
- Navarro, P. 1988. Why do corporations give to charity? *Journal of Business* 61(1) : 65–93.
- Oh, K. W., and H. A. Kim. 2019. Are inflated domestic credit ratings relative to global ratings associated with peer firms’ investment decisions? Evidence from Korea. *Japan and the World Economy* 51 : 100956.
- Porter, M. E. 1980. *Competitive strategy : Techniques for analyzing industries and competitors*. The Free Press.

- Roberts, R. W. 1992. Determinants of corporate social responsibility disclosure : An application of stakeholder theory. *Accounting, Organizations and Society* 17(6) : 595–612.
- Schwartz, R. A. 1968. Corporate philanthropic contributions. *The Journal of Finance* 23(3) : 479–497.
- Seifert, B., S. A. Morris, and B. R. Bartkus. 2003. Comparing big givers and small givers : Financial correlates of corporate philanthropy. *Journal of Business Ethics* 45(3) : 195–211.
- Udayasankar, K. 2008. Corporate social responsibility and firm size. *Journal of Business Ethics* 83(2) : 167–175.

The Peer Effects of the Most Reputable Firms' Contributions

Hyun Ah Kim* · Mun Ho Hwang**

〈Abstract〉

Contribution spending is one of the major corporate social responsibility activities and a decision making that is heavily influenced by management discretion. Thus, identifying what factors play an important role in contribution decision-making may provide a clue about its purpose. Extending to previous studies that peer firms critically affect various decisions such as investment and finance, this study investigates whether peer effects exist in terms of contribution spending. Specifically, we examine whether the contributions of the most reputable companies are related to those of peer firms belonging to the same industry (3-digit KSIC), and analyze the effect of peer firms' contributions on corporate value. The most reputable companies are defined as All Star 30 firms selected annually by Korea Management Association Consulting, KMAC), consistent with prior studies.

Empirical results using 9,242 firm-years from 2012 to 2017 show that contributions are the largest in the most reputable companies, followed by peers and non-peers and that donations of the most reputable companies have a significantly positive association with those of peer firms. This indicates that the contribution spending of the most reputable companies is an important factor in donation decision-making of peers, suggesting the existence of peer effects in terms of donation. We also analyze the impact of contributions on corporate value for the most reputable companies, peers, and non-peers subsample, respectively, and find that the first two groups have no significant results while donations of non-peers are positively related to firm value, corroborating the above peer effects.

This study extends the literature by adding peer effects in terms of donation. Our results suggest that investors should pay attention to peer firms which mimic donation behavior of the most reputable companies because contributions of peers are not related to their firm value. The findings also indicate that regulatory authorities need to closely monitor corporate social responsibility activities considering the influence of leading firms, such as the most reputable companies, on their peers.

〈Key words〉 Contributions, Peer Effects, Most Reputable Companies, Peer Firms, Firm Value

* Assistant Professor, School of Industrial Management, Korea University of Technology & Education, kukolo@koreatech.ac.kr, First Author

** Associate Professor, Department of Accounting and Taxation, School of Management, Kyung Hee University, mhhwang@khu.ac.kr, Corresponding Author