

기업의 기부금 지출 결정요인 지배구조와 산업구조를 중심으로

김영식* · 위정범**

요약

본 연구는 기업의 기부금 지출에 영향을 미치는 요인으로 주주들의 지배구조를 포함한 지배구조, 산업 및 기업의 특성들을 포함하여 포괄적 실증분석을 시도한다. 분석 결과, 경영자나 내부자의 소유 지분을 의미하는 내부지분율이 높을수록 기부금 지출은 감소하는 것으로 나타난다. 상당 지분을 소유한 경영자의 경우 자신의 이익과 기업가치의 극대화가 일치되므로 기부금지출과 같은 비핵심사업에 대한 투자보다 핵심사업에 투자하려는 경향이 반영된 것으로도 해석할 수 있을 것이다. 나머지 지배구조 및 산업/기업 특성 변수들도 기부금 지출에 대해 어느 정도 설명력을 보이고 있다.

주제어: 기부금, 소유, 지배구조, 대리인비용, 산업 경쟁구조, 광고비

* 경희대학교 대학원 박사과정

** (교신저자) 경희대학교 경영학부 교수/ 경영페러다임센터 소장

I. 서론

기업의 기부금(donation)은 대표적인 비수익(non-profit) 지출의 하나이다. 그러나, 기부금은 장기적으로는 기업의 성과나 가치 향상으로 귀결될 수 있는 투자의 성격을 갖고 있다는 연구 결과들도 있다. 최근에는 기업의 기부는 지속가능경영(sustainable management)나 사회적 책임(corporate social responsibility; CSR) 활동의 일환으로 관심의 대상이 되고 있다. 기업의 기부문화는 선진국 뿐 아니라 한국을 포함한 신흥국까지 파급되고 있다. 예를 들어, 국내 기업의 사회공헌 지출액은 2004년 1조 2,284억원에서 2010년 2조8,735억원으로 증가하여 6년 사이에 두 배 넘게 늘어났다(전국경제인연합회, 2011). 본 연구는 기업의 기부금 지출이 어떤 요인들에 의해 결정되는지 실증분석한다.

‘기업은 왜 기부금을 지출하는가’라는 물음에 대하여 다양한 견해가 존재하지만 학계에서는 Navarro (1988)의 견해가 널리 통용되고 있다. 그는 기업의 기부행위는 이익극대화(profit maximization)와 경영자 재량(managerial discretion)의 두 가지 동기에 의해 설명될 수 있다고 주장한다. 이익극대화 이론은 기업이 기부를 통해 선량한 기업시민(corporate citizen)의 역할을 수행하고 있다는 신호를 이해관계자들에게 보내 궁극적으로 기업의 가치를 증대하려 한다는 견해이다. 한편, 경영자 재량 이론은 경영자는 개인의 명성을 높이기 위한 사적소비의 일환으로 기부금을 과다지출하여 기업가치를 훼손할 수 있다는 견해이다. 결국, 기업의 기부금이 어떤 이유에 의해 지출되는지는 실증적 분석에 의해 판단될 사안이다.

본 연구는 기업의 기부금 지출이 결정되는 메커니즘을 기업가치의 극대화와 경영자의 사적 소비의 상반관계(trade-off)의 관점에서 살펴본다. 그리고, 경영자를 감시하고 견제하는 이해관계자들의 역할에도 주목한다. 추가적으로, 기업의 기부금 지출이 산업이나 기업의 특성에 의해 영향을 받을 가능성에 대해서도 분석한다. 본 논문은 기존 문헌들의 기부금이라는 주제에 대하여 기업가치 극대화나 대리인문제에 입각하여 다소 단편적으로 접근하는 수준을 넘어서, 지배구조와 산업구조를 아우르는 통합적 분석을 시도함으로써 기업의 사회공헌 활동에 대한 이해를 넓히려 한다.

본 연구는 기업의 기부금 지출이 주주 등 이해관계자들의 유인(incentive)에 의해 어떤 영향을 받는지 살펴본다. 그리고, 만약 기부금이 외부지분의 대리인문제와 연관되어 있으면 지배구조 개선에 의해 완화될 수 있을 것이므로, 이해관계자들이 경영에 참여하거나 경영자를 감시함으로써 대리인비용을 절감할 수 있는지 살펴본다. 주주들은 크게 내부주주와 외부주주로 구분하여 이들의 존재나 소유 지분율이 기부금에 미치는 영향을 분석한다. 내부주주는 상당 규모의 지분을 소유하고 경영에 적극적으로 참여하는 주주를 말하며, 경영자 선임 및 제반 경영활동에 직접, 간접적으로 영향을

미친다 (박래수, 2001). 외부주주는 직접 경영에 참여하지 않으나 경영자를 감시할 유인이나 능력을 갖고 있는 기관투자자, 외국인투자자 등을 포함한다.

더불어, 본 연구는 기업의 기부금 지출이 산업이나 기업 특성에 의해 설명될 수 있는지 분석한다. 이런 요인들이 기부금에 영향을 미칠 것으로 보는 이유는 다음과 같다. 첫째, 산업의 경쟁구조는 기업의 기부금 등과 같은 사회공헌 활동에 영향을 미칠 수 있다 (Campbell, 2007; Chih, et al., 2010; Zhang, et al., 2010). 예를 들어, Campbell (2007)은 경쟁이 심한 업종 내에서 제품의 질은 평균화되는 경향이 있고 기업들은 사회공헌 활동과 같은 비핵심사업 활동을 확대함으로써 경쟁우위를 유지하려고 시도할 수 있다. 이 가운데 가장 용이한 수단의 하나가 기부금이라고 주장한다. 둘째, 산업에 따라 광고는 경쟁우위를 유지하기 위한 주요한 수단이 될 수 있으며, 기부금은 광고를 대체하거나 병행적으로 사용되는 수단이 될 수 있다. 예를 들어, 기업은 사업의 주요 거래 상대방에 따라 B2B(business to business), B2C(business to customer), B2G(business to government) 등으로 구분되며, Fisman et al. (2005, 2006)은 제품신호차별화(product-signaling differentiation) 가설을 통해 B2C 산업은 다른 산업에 비해 기부금 지출이 많을 것으로 예상한다. B2C 기업은 불특정 다수의 소비자들에게 자신의 제품이 경쟁기업의 제품보다 우월하다는 신호를 보내기 위해 광고나 사회공헌활동에 의존하는 경향이 있다는 주장이다.

본 연구는 방법론적으로 기존의 국내 기부금 관련 연구로부터 다음과 같이 차별화된다. 첫째, 국내 기업의 지배구조를 측정하는 변수로서 주관적 요소를 갖고 있는 평가 지표가 아닌 객관적으로 공개된 지표인 지분율을 이용하여 편의를 최소화하고 있다. 둘째, 대리인 문제를 보다 현실적으로 다루기 위해 경영자가 전문경영인인 경우와 소유경영인인 경우를 구분하여 실증분석을 수행하고 있다. 셋째, 기업의 속한 산업의 특성이나 경쟁구조, 기업의 특성 등을 포함하는 분석 모형을 구축하여 실증분석하고 있다.

본 연구의 나머지 부분은 다음과 같이 구성되어 있다. II장은 선행연구들을 정리하고 검증할 가설들을 설정한다. III장은 연구방법을 제시하고, IV장에서는 실증분석을 수행한다. V장은 결론이다.

II. 선행연구 및 가설 설정

1. 선행연구

기업의 기부금은 당해 법인의 업무와 직접 관계없이 무상으로 지출하는 재산적 증여의 가액을 의미한다.¹⁾ 관련 연구들은 다양한 관점에서 기부금을 분석하고 있는데, 기

부금에 영향을 미치는 요인으로 기업의 규모, 경쟁, 지배구조, 광고비, 세금, 기업 특성 등이 고려되고 있다. 여기에서는 본 연구가 초점을 맞추고 있는 지배구조와 산업구조(경쟁, 광고)를 중심으로 선행연구들을 정리한다.

기부금은 기업의 대표적인 사회공헌활동으로 전략적인 동기에 의해 영향을 받는다 (Amato and Amato, 2007).

1) 기부금과 지배구조

기부금과 지배구조의 관계를 다루는 연구들은 주로 경영자가 일으킬 수 있는 대리인 문제에 초점을 맞추고 있다. 국내 일부 연구에서는 경영자를 감시하는 외부주주의 역할을 포함하여 분석한다. 경영자는 주주들이 바라는 기업가치 극대화에서 벗어나서 기업의 자원을 자신의 사적 이익을 위해 임의로 사용할 수 있으며, 기부금 지출이 그런 수단의 하나일 수 있기 때문이다 (Navarro, 1988). 경영자를 비롯한 기업의 내부자들은 훌륭한 시민이라는 사회적 인정과 높은 명성을 얻기 위해 사회공헌 활동을 위한 지출을 결정하기도 한다 (Boatsman and Gupta, 1996; Barnea and Rubin, 2010). 따라서, 경영자의 평판을 위한 사회공헌 활동에 따른 과다지출 문제가 상존한다. 경영자가 기업의 현금을 임의로 처분할 수 있는 재량적 행위는 이를 감시하는 비용을 수반하기 때문에 주주들의 기회손실로 이어질 수 있다 (Brown et al., 2006).

선행연구들은 경영자의 소유 지분율이 높을수록 기업의 기부금 지출이 감소하는 결과를 제시함으로써 대리인비용의 존재를 시사한다. 최원욱 외 (2009)는 국내기업의 2001년-2006년 자료를 이용하여 지배구조가 기부금 지출에 미치는 영향을 분석하였다. 기부금은 법인세 절감효과가 있으나, 대주주 지분율이 높은 기업의 세법상 손금한도를 초과하는 지출은 기업가치를 하락시킬 수 있음을 보였다. Barnea and Rubin (2010)도 미국의 3,000개 기업을 실증분석하여 사회공헌 활동을 위한 지출은 경영진의 지분율과 부(-)의 관계를 갖고 있음을 보임으로써 대리인문제의 가능성을 제시했다. Atkinson and Galaskiewicz (1988), Adams and Hardwick (1998), Bartkus et al. (2002), Brammer and Millington (2005), 최운열 외 (2009), 박준우 (2009) 등의 실증연구들도 비슷한 결론을 제시한다.

한편, 경영자를 견제할 수 있는 외부주주도 기부금 지출에 영향을 미칠 수 있다. 외부주주들은 정보비대칭 문제 때문에 이익을 침해당하기 쉽기 때문에 경영자를 감시하고 견제하려는 유인을 갖는다 (Shleifer and Vishny, 1997; 위정범, 김영식, 2011). 외부주주가 기부금에 미치는 영향을 분석한 기존 연구로는 Barkurs et al. (2002)이 대표적이다. 그들은 표본을 기부금이 많은 집단과 적은 집단으로 구분하여, 소유구조

1) 법인세법 제 24조 및 동법 시행령 제 35조 1호

에 따른 통계적 차이를 분석하였다. 기부금 지출이 많은 기업의 집단에서 기관투자자의 비중이 낮음을 근거로, 기관투자자는 기부금 지출을 감시하는 역할을 한다고 주장했다. 국내 기업을 대상으로 한 연구로 김종성 외 (2008)는 외국인지분율이 높을수록 기부금은 감소하나 기관투자자지분율은 영향이 없음을 보고하였다. 대조적으로, 박준우 (2009)는 외국인지분율이 높을수록 기부금 지출이 증가한다고 보고했다. 외국인투자자들은 사회공헌활동을 활발히 수행하는 우량기업을 선호하는데 이들은 기부금을 장기적으로 기업가치를 증대시키는 전략적 투자로 보는 시각을 갖고 있기 때문이라고 주장하였다. 최원욱 외 (2009)는 외국인지분율이 높은 기업에서는 기부금 지출이 외부주주의 적극적인 모니터링을 거쳐서 결정되기 때문에, 기부금은 기업가치에 긍정적 영향을 미칠 수 있다고 주장하였다.

2) 기부금과 산업구조

산업구조가 기업의 기부금 지출에 미치는 영향에 관한 선행연구는 본 연구에서 다루고 있는 경쟁구조와 광고지출성향을 중심으로 살펴본다. 산업내 경쟁구조가 기업의 기부금 지출에 미치는 영향을 분석한 초기 연구인 Johnson (1966)은 경쟁이 치열한 산업(competition), 독점적(monopolistic) 산업, 소수의 경쟁자(rival)가 존재하는 산업으로 구분하고, 경쟁이 치열한 산업이나 독점적 산업에 속한 기업은 기부금을 지출할 유인이 작지만 막상막하의 경쟁자를 가진 기업은 경쟁에서 전략적 우위를 점하기 위해 기부금 지출을 늘릴 것이라고 주장하였다. Campbell (2007)도 사회적 책임에 관한 연구에서 비슷한 견해를 제시한다. 그에 따르면 기업은 경쟁이 치열한 시장에서는 이익이 제한적이므로 기부금을 지출할 여력이 많지 않고, 독점적 시장에서는 경쟁우위를 확보하기 위한 기부금 지출 유인이 높지 않으며, 중간 수준의 경쟁시장에서는 적정 수준의 이익을 얻고 있기 때문에 경쟁우위 강화를 위한 사회공헌활동을 늘일 것으로 예측했다. 따라서, 기부금은 산업내 경쟁정도에 대해 역 U자 형태의 양상을 보일 것이라고 주장한다. Chih et al. (2010)는 국제 금융기관을 대상으로 한 연구에서 Campbell (2007)의 가설을 지지하는 결과를 보고한 바 있다.

한편, Murray (1991)는 경영자의 동기와 산업 내 경쟁구조를 연관시켜 분석했다. 그에 따르면, 산업 내 경쟁이 치열한 기업일수록 경영자는 단기적 성과에 우선순위를 두기 때문에, 단기적 성과와 관련이 없는 기부금 지출은 감소한다고 주장했다. 한편, Hajoto and Jo (2011)는 1993년부터 2004년까지의 미국상장 기업을 대상으로 실증분석한 결과에 따르면, 사회적책임 활동을 활발히 하거나 산업 내 독점적 지위를 가진 기업은 많은 기부금을 지출하는 것으로 나타났다. 그러나, 내생성을 고려한 모형에서는 이 변수들의 영향이 유의하지 않아 결과의 강건성을 확보하지 못하였다.

또한, 기업의 광고도 기부금 지출에 영향을 미칠 수 있다. 기부금이 광고와 같이 기

업의 이미지를 제고하기 위한 수단이라면 광고비를 많이 지출하는 기업은 기부금 지출도 많을 것이기 때문이다 (Navarro, 1988; Boatsman and Gupta, 1996, Zhang et al., 2010). Fisman et al. (2006)은 상품의 질적 차이가 작고 소비자에게 신호를 보내기 쉬운 산업에서 기업은 사회공헌활동을 활발히 수행하여 경쟁우위를 확보할 수 있다는 신호효과(signaling effect)를 제시했다. Navarro (1988)는 기업의 기부금과 광고비 간에 통계적으로 유의한 정(+)의 관계가 나타남을 보고하였으며, Schwartz (1968), Levy and Shatto (1978), Boatsman and Gupta (1996), Brammer and Millington (2005), Amato and Amato (2007), Zhang et al. (2010) 등도 비슷한 결과를 제시했다. 한편, Hajoto and Jo (2011)는 상반되는 결과를 보고한 바 있다.

2. 가설 설정

1) 내부주주와 기부금

기업의 기부금 지출은 경영자가 초래하는 대리인 문제에 의해 영향을 받을 수 있다 (Barnea and Rubin, 2010). 경영자가 자신의 평판이나 사적소비를 위해 기부금을 지출하는 과다투자(over-investment) 가능성이 있기 때문이다 (Hajoto and Jo, 2011). 경영자가 초래하는 대리인 문제는 자신이 보유하는 지분율 수준에 의해 영향을 받으며, 기부금 지출도 같은 시각에서 연구된 바 있다. 예를 들어, Atkinson and Galaskiewicz (1988)이 1979년-1981년 기간 미국기업을 대상으로 기부금 지출과 경영자 지분율의 관계를 분석한 결과, 경영자 지분율이 높으면 기부금 지출은 감소하는 현상을 관찰하였다. 한편, Barkus et al. (2002)은 경영자 지분율이 높으면 기부금 지출도 증가하는 결과를 제시하고, 경영자의 보상체계가 적절히 고안될 경우 기부금은 감소할 수 있다고 주장했다. 국내기업을 대상으로 분석한 최원욱 외 (2009)는 기부금 지출과 기업가치는 정(+)의 상관관계를 갖지만, 세무상 손금산업 한도를 초과하는 기부금 지출은 기업가치에 기여하지 못한다고 주장했다.

경영자가 자신이 소유하는 지분율에 따라 다른 경영상 행태를 보일 가능성에 대해서 선행연구는 크게 이해일치가설(alignment hypothesis)과 경영자안주가설(management entrenchment hypothesis)로써 설명한다. 먼저 Jensen and Meckling (1976) 등이 주장한 이해일치가설에 따르면, 경영자는 지분율이 높으면 기업가치가 증가할 경우 자신의 수혜도 커지기 때문에 경영자의 이해는 전체 주주의 이해와 일치되어 간다고 주장하였다. 한편, Fama and Jensen (1983)의 경영자안주가설에 의하면, 경영자는 다양한 규율 장치에 의해 통제되거나 경영자 지분율이 일정 수준을 넘어서면 이사회에 해고나 외부의 인수합병 위협 등으로부터 어느 정도 자유로울 수 있기 때문에 자신의 사적 이익을 확대하려는 행동을 취할 수 있다고 주장하였다. 따라서, 경영자는 자신이 소유하는 지분율에 따라 기부금 지출과 관련하여 다른 행태를 보일 것으로 예측된다.

본 연구는 경영자 등 실질적으로 경영에 관한 의사결정을 하는 경영자의 지분율이 기부금에 미치는 영향을 분석하기 위해 가설 1을 설정한다.

가설 1: 기업의 기부금 지출은 경영자지분율에 의해 영향을 받지 않는다.

또한, 본 연구는 경영자 또는 내부주주의 소유 지분율이 대리인비용에 미치는 영향이 비선형적 관계를 따를 가능성에 대해서도 분석한다. Stulz (1988)는 경영자가 통제하는 의결권의 비율과 기업가치의 관계를 분석하여 경영자지분율이 50% 미만의 특정 수준에서 기업가치가 극대화됨을 보고했다. McConnell and Servaes (1990)도 기업가치와 경영자지분율 사이에 역 U자형의 비선형관계가 존재함을 발견하였다. 위정범, 김영식 (2011)도 국내 은행을 대상으로 위험과 경영자지분율 간에 비선형관계가 존재함을 보고했다. 선행연구들을 종합하면, 경영자지분율과 대리인비용 또는 기업가치의 관계에서 경영자지분율에 따라 이해일치가설과 안주가설이 복합적으로 작용할 수 있음을 알 수 있다. 본 연구는 기부금 지출과 경영자지분율 사이의 비선형관계를 살펴보기 위해 가설 2를 설정한다.

가설 2: 기업의 기부금 지출은 경영자지분율의 제곱항에 의해 영향을 받지 않는다.

다음으로, 경영자가 소유경영자인지 전문경영자인지에 의해 기부금 지출이 영향받을 가능성을 살펴본다. 국내 기업은 대부분 소유와 경영이 분리되지 않았기 때문에 기부금 지출에 있어 소유주의 영향력이 반영될 가능성이 상존한다 (최원욱 외, 2009). 기업의 소유주는 장기적인 안목에서 의사 결정을 하는 경향이 있기 때문에 (Stein, 1989) 기부금 지출에 호의적일 수 있으나, 전문경영자는 자신의 직업적 안정을 위해 단기적 기업성장에 집착하여 기부금 지출에 부정적일 수 있다. 한편, 대리인이론은 경영자는 자신의 사적 이익을 위해 기부금을 지출할 유인을 가질 것으로 예측하기도 한다. 이를 종합하여 본 연구는 다음의 가설 3을 설정한다.

가설 3: 기업의 기부금 지출은 경영자의 지위(소유경영자 또는 전문경영자)에 의해 영향을 받지 않는다.

2) 외부주주와 기부금 지출

기업의 외부주주는 경영자의 사적 이익 때문에 기부금이 과잉지출되지 않도록 감시하는 역할을 할 수 있다. Shleifer and Vishny (1986)는 경영자를 감시하고 기업가치를 증대시키기 위해 기관투자자나 대주주의 존재가 필수적이라고 주장하였다. 한국 기업의 경우, 기관투자자나 외국인투자자가 소액주주에 비해 대규모 투자를 하고 있고, 정보 비대칭이 적으며, 경영자 감시에 필요한 능력을 갖고 있다고 할 수 있다 (박

경서 외, 2004; 신현한 외, 2004). Utama and Cready (1997)는 실증적으로 기관투자자의 지분율이 높은 기업일수록 결산기말의 이익정보에 대한 추가반응이 낮음을 발견하고, 이런 현상은 기관투자자 때문에 기업의 경영투명성이 제고되었음을 의미한다고 해석하였다. 기부금 지출과 관련해서는 Atkinson and Galaskiewicz (1988)은 기관투자자 지분율과 기부금 지출 사이에 통계적으로 유의하지 않은 부(-)의 관계를 발견하였고, 김종성 외 (2008)도 비슷한 결과를 보고했다. 그러나, Bartkus et al. (2002)은 기부금 지출이 많은 기업의 집단과 작은 기업의 집단으로 구분하여 비교한 분석에서 기관투자자 지분율이 높을수록 기부금 지출이 작은 것을 근거로, 기관투자자는 기부금 지출의 적절성을 판단하고 통제한다고 주장한 바 있다.

경영자를 감시할 수 있는 외부주주에는 외국인투자자도 있다. 국내 자본시장에서 외국인투자자는 선진국 수준의 경영감시 능력과 독립성을 가진 감시주체의 역할을 기대 받고 있다. 자본시장 개방 이후 외국인투자자에 대한 국내 연구가 활발한 편이다. 박현준 외 (2004)는 경영자의 사적소비를 매출액 대비 접대비와 기밀비의 합으로 측정하여 외국인투자자 지분율에 대해 분석한 결과, 외국인 지분율이 높은 기업은 접대비 비중이 낮음을 보고하였다. 그들은 외국인투자자들이 기업의 경영투명성을 향상시키는데 긍정적 역할을 한다고 결론지었다. 신현한 외 (2004)는 경영자를 감시할 인센티브와 전문성 및 독립성을 갖춘 외국인투자자와 이사들이 기업가치에 기여한다고 주장하였다. 김종성 외 (2008)는 외국인투자자는 기업활동의 감시자로서 경영자의 도덕적 해이 특히 기부금과 관련한 재량적 의사결정을 통제할 수 있다는 결론을 제시하였다.

그러나, 국내 기업의 외국인투자자가 단순히 기부금 지출을 억제하는 역할만 한다고 결론짓기는 어렵다. 많은 외국인투자자들이 기부금에 대해 호의적인 문화와 제도를 갖고 있는 선진국의 자본이기 때문이다. 예를 들어, 기업의 사회적 책임에 대한 인식을 알아보기 위해 EAI(East Asia Institute)의 여론조사분석센터가 2008년 총 32개 국가 31,996명을 대상으로 조사한 결과에 의하면, 선진국에서는 사회 전체의 이익과 관련된 환경, 빈곤, 교육훈련, 보건 분야에 대한 책임을 중시하여 이윤이나 일자리 창출 등 경제적 실리성을 강조하는 국내의 인식과 차이가 있었다고 나타났다. 이 같은 결과를 감안할 때 외국인이 인식하는 기부금과 국내 투자자들이 인식하는 기부금은 차이가 있다.

본 연구는 선행연구들에 기초하여, 기관 및 외국인 투자자의 존재나 지분율이 기업의 기부금 지출에 미치는 영향을 분석하기 위해 가설 4를 설정한다.

가설 4: 기업의 기부금 지출은 외부주주(기관·외국인 투자자)의 지분율에 의해 영향을 받지 않는다.

외부주주의 경영자 감시는 사외이사를 통해서도 이루어질 수 있다. 이사회는 주주를 대신하여 경영자를 감시하고 견제하며 (Xie et al., 2003), 특히 사외이사의 존재는 대주주나 경영자의 일탈적 행위를 감시하고 있다는 신호를 보냄으로써 (이경목, 오종향, 2002), 기업가치에 기여할 수 있다 (Kaplan and Minton, 1994). 한편, Brown et al. (2006)은 이사회 규모가 클수록 이사회의 명성을 높이기 위한 기부금 지출이 증가하고 비영리 자선단체를 세울 가능성이 높다는 결과를 제시했다. 본 연구는 사외이사의 영향력이 기부금 지출에 미치는 영향을 분석하기 위해 가설 5를 설정한다.

가설 5: 기업의 기부금 지출은 이사회 내 사외이사 비율에 의해 영향을 받지 않는다.

3) 산업구조와 기부금 지출

기업의 기부금은 규모(size), 경쟁(competition), 광고(advertise), 세금(tax) 등에 의해서도 영향을 받는다 (Zhang et al., 2010). 본 연구는 이들 중 경쟁구조와 광고비 지출성향을 산업구조를 나타내는 설명변수로 선택한다. 우선 제품시장의 경쟁은 기업의 기부금 지출에 영향을 미칠 수 있는데, 제품의 차별화가 어려운 경쟁적 시장일수록 기업은 이미지 제고, 고객의 충성심 확보 등을 위해 더 많은 사회공헌활동을 할 유인이 있기 때문이다 (Campbell, 2007). 이런 사회활동 가운데에는 기부금 지출이 포함될 수 있다 (Fisman et al., 2006). Schwartz and Smart (1995)는 미국의 463개 기업을 조사하여, 기업은 기부금을 통해 이미지 상승과 평판의 증대, 종업원들의 충성심 등을 확보하려 한다고 주장했다. Zhang et al. (2010)이나 Chih et al. (2010) 등도 유사한 결과를 제시하였다.

다음으로, 광고도 기부금 지출에 영향을 줄 수 있다. 소비자는 가격이 동일한 경우 사회적 책임을 중시하는 기업의 제품을 구매하려는 의사를 보이는 경향이 있기 때문에 (Barone et al., 2000), 사회공헌활동은 마케팅 차원에서 소비자의 충성도를 높이고 수익을 증대시키기 위한 (Dick and Basu, 1994) 광고의 일부 또는 대안이 될 수 있다. 기업이 쉽게 수행할 수 있는 사회공헌활동으로 기부금이 이용될 수 있다. 결국, 시장의 경쟁이 치열하면 기업은 소비자에게 신호를 보내기 위해 광고를 늘릴 유인이 생기며, 광고의 한 형태로서 기부금 지출을 선택할 수 있다 (Fry et al., 1982). Zhang et al. (2010)은 중국기업을 대상으로 한 연구에서 광고비와 기부금 지출은 정(+)의 상관관계가 있음을 보고하였다.

본 연구는 산업 내 경쟁이나 광고활동 등이 기부금 지출에 미치는 영향을 분석하기 위해 가설 6을 설정한다.

가설 6: 기업의 기부금 지출은 산업구조(경쟁, 광고)에 의해 영향을 받지 않는다.

III. 연구방법

1. 표본

본 연구는 기업의 기부금을 분석하기 위해 2001년 - 2010년 기간 상장된 12월 결산 제조기업을 표본으로 선정하여 자료를 수집하였다. 다만, 다음 사항에 해당되는 기업은 제외되었다.

- 기업이 상장폐지된 경우.
- 기업이 합병 또는 인수되어 해당 기업이 존재하지 않는 경우.
- 기업의 총자산이 일부 또는 전체 잠식된 경우.
- 기업의 기부금 자료 및 재무자료 이용이 불가능한 경우.

최종적으로 328개 기업에 대한 4,349개의 표본을 구성하였다. 아래 <표 1>은 연도별 표본의 수를 나타내며, 연도별로 표본 수가 달랐다. 연구 자료는 DataGuide 및 공시된 사업보고서에서 추출하였다.

<표 1> 표본으로 선정된 기업의 수

연도	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	계
표본	399	422	430	417	429	437	442	452	459	462	4,349

2. 변수

1) 종속변수 및 독립변수

회귀모형의 종속변수로는 매출액 대비 기부금 비율을 이용한다. 설명변수는 기업의 지배구조와 산업 특성을 나타내는 변수들이다. 지배구조 변수는 경영자 지분율, 전문경영자 더미변수, 기관투자자 지분율, 외국인투자자 지분율, 사외이사 비율 등을 포함하고, 산업구조의 대리변수는 경쟁구조와 광고비이다.

지배구조 변수들의 구체적인 산출방식은 다음과 같다. 첫째, 경영자가 소유하는 지분은 내부지분율로 측정되며, 이는 최대주주 및 특수관계인과 10% 이상 주요주주, 그리고 임원 보유 주식수를 의결권 있는 총발행주식수로 나눈 비율이다. 둘째, 전문경영자 더미변수는 전문경영인의 경우 1, 소유경영인의 경우 0으로 정하였다. 최우석, 이우백 (2005)의 방식을 참조하여 재벌 기업, 경영자가 최대주주 또는 그 특수관계인인 경우

소유경영자로 보았고, 그렇지 않은 경우 전문경영자로 구분하였다. 셋째, 기관투자자 지분율은 은행, 증권, 보험, 투신, 증금 그리고 신금과 기금, 공제회의 보유주식수를 의결권 있는 총발행주식수로 나누어 구하였다. 넷째, 외국인투자자 지분율은 외국인, 외국법인의 보유주식수를 의결권 있는 총발행 주식수로 나누어 산출하였다. 마지막으로, 사외이사비율은 전체 등기이사 중에서 사외이사로 명기된 이사의 비중으로 계산하였다.

산업 특성 변수 가운데 경쟁구조는 허핀달-허쉬만 지수(이하 HHI)로 측정하였다. HHI가 크면 산업의 집중도가 높으므로 독점적이라고 볼 수 있고, HHI가 낮으면 집중도가 낮고 경쟁이 치열한 상태로 볼 수 있다. 다음으로 기업의 광고비는 광고비와 선전비의 합을 매출액으로 나누어 계산된다.

2) 통제변수

기부금 지출을 분석하는 회귀모형의 통제변수들은 다음과 같다. 첫째, 기업의 성장성이 기부금에 영향을 줄 수 있다. 빨리 성장하는 기업은 무형자산에 대한 투자가 많다. 기업의 기부금은 명성 등과 같은 일종의 무형자산을 형성하기 위한 투자로 볼 수 있다. 본 연구에서 기업의 성장성은 연구비와 개발비의 합계를 매출액으로 나눈 비율로 측정되며, 기존 연구에서도 기부금에 정(+)의 영향을 미치는 변수로 나타나고 있다 (Navarro, 1988; Brammer and Millington, 2006; 최원욱 외, 2009).

둘째, 기업의 규모가 기부금 지출에 영향을 줄 수 있다. 대기업은 중소기업보다 대중으로부터 많은 관심을 받으며, 이런 관심은 궁극적으로 기업들의 더 많은 사회적 활동을 요구한다 (김영식, 위정범, 2011). 또한, 기업의 규모는 명성과 직접 관련되어 있으며 대기업은 명성에 대해 더 많은 가치를 부여한다 (Amato and Amato, 2007). 따라서, 기업규모가 클수록 기부금 지출은 증가할 것으로 기대된다. 기업규모는 자산총계의 자연로그 값으로 측정하였다.

셋째, 기업의 부채는 잉여현금흐름을 감소시키고 경영자의 지출을 제한함으로써 기부금 지출에 영향을 줄 수 있다. Jensen and Meckling (1976), Maloney et al. (1993) 등에 따르면, 부채는 경영자의 재량적 의사결정을 제약한다고 보았다. Brown et al. (2006)은 채권자는 경영자 감시를 통해 기업의 기부금이나 재단 설립을 통제한다는 결과를 제시했다. 김영식, 위정범 (2011)도 부채비율이 높을수록 기업의 사회적 활동은 감소한다는 결과를 보고했다. 따라서, 본 연구는 총부채를 총자산으로 나눈 부채의존도를 통제변수로 포함시켰다.

<표 2>는 본 연구에 사용된 변수들에 관한 주요 사항을 정리하였다.

<표 2> 변수의 출처 및 계산식

구분	변수	변수명	출처	계산식
종속변수	기부금	<i>GIV</i>	DataGuide	기부금/매출액
	내부지분율	<i>INSI</i>	DataGuide	내부자의 보유주식수(보통)/의결권이 있는 총발행주식수(의결권이 있는 우선주포함)
설명변수	전문경영인 터미	<i>PROF</i>	사업보고서	전문경영인이면 1, 아니면 0.
	기관투자자지분율	<i>INST</i>	DataGuide	기관투자자의 보유주식수(보통)/의결권이 있는 총발행주식수(의결권이 있는 우선주포함)
	외국인투자자지분율	<i>FOR</i>	DataGuide	주주형태가 외국인·외국법인인 주주의 보유주식수(보통)/의결권이 있는 총발행주식수(의결권이 있는 우선주포함)
	사외이사비율	<i>OD</i>	사업보고서	사외이사수/전체이사수
	경쟁	<i>HHI</i>	DataGuide	$(\frac{A \text{ 산업에 속한 } i \text{ 기업의 매출액}}{A \text{ 산업의 총매출액}})^2$
	광고비	<i>ADV</i>	DataGuide	광고비+선전비/매출액
	성장성	<i>RD</i>	DataGuide	연구비+개발비/매출액
통제변수	규모	<i>SIZE</i>	DataGuide	Ln(총자산)
	부채의존도	<i>LEV</i>	DataGuide	총부채/총자산

3. 연구모형

본 연구에서 기업의 특성이 기부금 지출에 미치는 영향을 분석하기 위한 회귀모형은 다음과 같다.

$$Y_{i,t} = \alpha + X'_{i,t} \beta_1 + \delta'_{i,t} \beta_2 + \gamma_i + \mu_{i,t} \quad (식 1)$$

여기에서 $Y_{i,t}$ 는 i 기업의 t 시점의 기부금(*GIV*)을 나타낸다. $X'_{i,t}$ 는 설명변수의 벡터로 지배구조와 산업구조를 나타내는 변수들을 포함한다. 구체적으로, 내부지분율(*INSI*), 내부지분율의 제곱항(*INST*INSI*), 전문경영자 터미변수(*PROF*), 기관투자자 지분율(*INST*), 외국인투자자 지분율(*FOR*), 사외이사비율(*OD*), 경쟁구조(*HHI*), 광고비(*ADV*) 등을 의미한다. $\delta'_{i,t}$ 는 통제변수의 벡터로 성장성(*RD*), 기업규모(*SIZE*), 부채의존도(*LEV*)를 포함한다. γ_i 는 기업별 고정효과(fixed effect)를 나타낸다.

본 연구는 기업별 특성과 연도별 영향을 통제하기 위해 고정효과 패널모형을 기본 회귀분석 모형으로 이용한다. 고정효과 모형은 연도별 영향이 기업별로 상이한 점을 통제하고, 모형에 포함되지 않은 기업의 특성이 오차항에 미치는 영향 때문에 발생하는 편의를 완화할 수 있기 때문이다.

IV. 실증분석

1. 기술적 통계량과 상관분석

실증분석에 포함된 변수들의 기술적 통계 자료는 <표 3>에 정리되었다. 본 연구의 종속변수를 의미하는 기부금의 대용변수인 *GIV*의 평균은 약 0.14%이다. 이는 2001년-2006년 자료를 분석한 최원욱 외(2009), 1999년-2005년 자료를 분석한 최운열 외(2009)와 유사한 수치이다. 내부지분율을 뜻하는 *INSI* 평균은 약 44%, 전문경영자 더미변수인 *PROF*는 약 32%를 보이고 있다. 외부주주인 기관투자자 지분율 *INST*의 평균은 대략 13%이며, 외국인투자자 지분율을 의미하는 *FOR*는 약 15%의 평균값을 보이는데 국내 시장의 현실을 고려하면 다소 낮은 느낌이나 DB상 결측치 때문으로 보인다.²⁾ 사외이사비율인 *OD*의 평균은 약 29%이다. 이는 최근 연구인 권대현 외(2012)의 사외이사비율 약 39%보다 낮은 수치이다. 경쟁구조를 나타내는 집중도 지수 *HHI*는 평균 약 59이다. 광고비를 뜻하는 *ADV*의 평균은 약 0.88%, 성장성을 의미하는 *RD*의 평균은 대략 0.61%를 보인다. 따라서, 국내 기업의 경우 비수익 지출 가운데 기부금의 비중이 낮은 것으로 나타난다. 규모를 뜻하는 *SIZE*는 총자산에 자연로그를 수한 수치로서 평균 약 19, 부채의존도를 뜻하는 *LEV*는 약 47%이다. 이 수치들은 표본기간을 달리 하는 국내의 기존 연구들과 큰 차이를 보이지 않는다.

<표 3> 기술적 통계량

Variable	Mean	Median	Maximum	Minimum	SD	N
GIV	0.14	0.03	5.96	0.00	0.31	4349
INSI	44.07	44.81	96.58	0.00	18.35	3616
PROF	32.19	0.00	100	0.00	47.01	3755
INST	13.13	8.80	79.78	0.00	12.60	1002
FOR	15.62	9.97	81.56	0.00	16.35	999
OD	29.31	25.00	85.71	0.06	12.81	3520
HHI	59.81	1.17	4316.49	0.00	290.31	4349
ADV	0.88	0.11	30.49	0.00	2.14	4349
RD	0.61	0.04	24.23	0.00	1.54	4349
SIZE	19.63	19.33	25.40	15.74	1.50	4349
LEV	47.49	47.45	328.03	4.49	20.24	4349

주 1) *GIV* = 기부금/ 매출액
INSI = 경영자지분율
PROF = 전문경영인이면 1, 아니면 0

2) 한국거래소의 2012년 2월 10일 보도자료에 따르면 2012년 1월 25일 기준으로 외국인의 주식보유 규모는 유가증권시장 시가총액 1,115조5,522억원 중 33.30%인 371조4,588억원의 주식을 보유하고 있다.

INST = 기관투자자 지분율
FOR = 외국인투자자 지분율
OD = 사외이사 비율
HHI = (A 산업에 속한 i기업의매출액/A산업의 총매출액)²
ADV = (광고비+선전비)/매출액
RD = (연구비+개발비)/매출액
SIZE = 총자산의 자연로그 값
LEV = 총부채/총자산

주 2) *SIZE*와 *HHI*를 제외하고 모든 변수의 단위는 백분율(%)임.

<표 4>는 변수들의 상관분석 결과를 정리한다. 대부분의 변수는 종속변수인 기부금(*GIV*)과 유의한 상관관계를 갖고 있다. 첫째, 내부지분율을 뜻하는 *INSI*는 기부금과 부(-)의 상관계수를 보여서 경영자지분율이 낮을수록 기부금지출에 적극적임을 의미한다. 이는 기부금과 관련한 대리인문제가 존재할 수 있음을 시사한다. 전문경영자 더미 변수인 *PROF*도 통계적으로 유의한 부(-)의 상관관계를 보나. 전문경영자는 단기적 실적과 직접 관련이 적은 기부금 지출을 기피함을 시사한다. 기관투자자 지분율을 의미하는 *INST*는 유의한 부(-)의 관계를 보여서 기관투자자는 경영자의 과도한 기부금 지출을 통제함을 시사한다. 외국인투자자 지분율을 의미하는 *FOR*는 통계적으로 유의한 정(+)의 관계를 보여 외국인투자자들은 기부금 지출을 기업가치 제고 수단으로 인식하고 있음을 나타낸다. 사외이사비율인 *OD*는 통계적으로 유의하지 않은 부(-)의 계수를 보인다. 종합하면, 내부지분율과 기관투자자 지분율이 낮을수록, 전문경영인일 경우, 외국인투자자 지분율이 높을수록 기업의 기부금 지출은 높아지는 경향이 있다. 한편, 산업의 집중도를 의미하는 *HHI*는 통계적으로 유의한 정(+)의 계수를 보인다. 이는 경쟁이 낮을수록 기부금 지출이 높음을 의미하며 기존 연구들과 유사한 결과이다. 광고비(*ADV*)의 상관계수는 0.23로 나타났으며 통계적으로도 유의하다. 이미지 제고 등을 위해 광고를 많이 하는 기업은 기부금도 많이 지출함을 알 수 있다.

둘째, 종속변수와 통제변수들의 상관관계도 대부분 예상했던 것과 비슷하다. 성장성(*RD*)은 기부금지출과 통계적으로 유의한 정(+)의 상관관계를 보여서 활발하게 성장하는 기업은 무형자산 증가를 위해 기부금 지출이 많은 것으로 나타난다. 기업의 규모를 뜻하는 *SIZE*는 통계적으로 유의하지 않은 정(+)의 계수를 보여서, 대기업이 기부금 지출에 적극적인 것이라는 예상을 지지하지 않는다. 부채의존도(*LEV*)는 유의한 부(-)의 계를 나타내서, 기업의 채무는 경영자의 재량적 지출을 억제하는 영향을 미치는 것으로 나타난다.

<표 4> 기술적 통계량

	<i>GIV</i>	<i>INSI</i>	<i>PROF</i>	<i>INST</i>	<i>FOR</i>	<i>OD</i>	<i>HHI</i>	<i>ADV</i>	<i>RD</i>	<i>SIZE</i>	<i>LEV</i>
<i>GIV</i>	1										
<i>INSI</i>	-0.05***	1									
<i>PROF</i>	-0.05***	0.08***	1								
<i>INST</i>	-0.08***	0.15***	0.14***	1							
<i>FOR</i>	0.07**	0.43***	0.20***	0.03	1						
<i>OD</i>	0.00	-0.10***	0.00	0.22***	-0.08**	1					
<i>HHI</i>	0.08***	-0.13***	0.01	0.12***	-0.05*	0.32***	1				
<i>ADV</i>	0.23***	-0.02	-0.08***	-0.09***	-0.00	-0.04**	-0.00	1			
<i>RD</i>	0.13***	-0.10***	-0.09***	0.01	-0.04	0.22***	0.09***	0.11***	1		
<i>SIZE</i>	0.03	-0.09***	0.04**	0.14***	-0.08***	0.62***	0.43***	-0.02	0.05***	1	
<i>LEV</i>	-0.14***	-0.14***	0.05***	0.11***	-0.13***	-0.02	-0.01	-0.06***	-0.08***	0.20***	1

주 1) 변수의 정의는 <표 3>을 참조하기 바람.

주 2) ***, **, *은 통계적으로 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

2. 단변량 분석

본 연구는 표본 기업들을 특성에 따라 두 개의 집단으로, 소표본 집단들 간에 기부금이나 설명변수의 유의한 차이가 있는지 단변량분석을 수행하였다. 구체적으로 자료를 기부금, 경쟁, 광고비를 기준으로 각각 2개 표본으로 구분하였고, 산업별로는 16개 산업으로 분류하였다. 단변량 분석결과는 <표 5>로 정리하였다.

첫째, 기부금 규모를 기준으로 하는 분석결과이다. 기부금이 높은 집단을 *BG*(big giver)로 낮은 집단을 *N-BG*(non-big giver)로 표시한다. 내부지분율을 뜻하는 *INSI*가 *BG* 집단에서 *N-BG* 집단에서보다 유의하게 높아서, 내부지분율이 높으면 기부금 지출이 증가함을 시사한다. 전문경영인을 뜻하는 *PROF*는 *N-BG*에서 유의하게 높아서, 전문경영자의 권한이 미약한 국내 기업에서 전문경영자는 기부금 지출에 소극적임을 의미한다. 기관투자자 지분율을 의미하는 *INST*의 경우 *N-BG*에서 높은 수치를 보여, 기관투자자는 경영자의 기부금 지출을 감시 및 견제하는 것으로 나타난다. 산업의 집중도를 의미하는 *HHI*는 *BG*에서 높은 것으로 나타나 시장에서의 경쟁이 적어 시장지배력이 높은 기업이 기부금을 많이 지출한다는 예상과 다른 결과가 나타났다. 이는 국내에서는 대기업의 기부금이 많고, 대기업들은 보통 산업내에서 우월한 지위를 갖고 있기 때문으로 해석된다. 광고비와 연구개발비를 뜻하는 *ADV*와 *RD*는 *BG*에서 높게 관측되었고, 통계적으로 유의한 결과가 나타났다. 이는 무형자산 투자에 활발한 기업이 기부금을 많이 지출하는 것을 의미한다. 또한, 규모를 의미하는 *SIZE*가 크고, 부채의존도를 의미하는 *LEV*가 낮은 기업이 많은 기부금을 지출하는 것으로 나타났다.

둘째, 산업의 경쟁구조를 기준으로 하는 경우, *H-HHI*(high Herfindahl-Hirschman index)는 높은 산업집중도 즉 낮은 경쟁을 보이는 산업,

L-HHI(low Herfindahl-Hirschman index)는 낮은 산업집중도 즉 심한 경쟁을 보이는 산업을 각각 의미한다. 먼저 관심 대상인 기부금을 뜻하는 *GIV*는 *L-HHI*에서 *H-HHI*보다 통계적으로 유의하게 높다. 이는 경쟁이 심한 산업에 속한 기업이 그렇지 않은 산업에 속한 기업보다 많은 기부금을 지출한다는 Campbell (2007), Zhang et al. (2010) 등의 견해와 일치한다. 그러나, 이는 앞 문단에서 기술한 것과 상반되는 결과이므로 추가적인 분석이 필요해 보인다. 기관투자자 지분율을 의미하는 *INST*는 *L-HHI*산업에서 더 높은 수치를 나타낸다. 광고비를 의미하는 *ADV*는 *L-HHI*에서 높은 수치를 보여 경쟁이 심한 상황에 이라면, 광고비 지출을 통해 경쟁우위를 확보하려는 경향이 있음을 시사한다. 부채의존도를 의미하는 *LEV*도 경쟁이 심한 산업에서 높은 수치를 보인다. 이는 높은 경쟁을 보이는 산업일수록 경쟁우위를 확보를 위해 더 많은 투자를 할 것이기 때문에 더 많은 부채를 이용함을 의미한다.

셋째, 광고비 규모를 기준으로 하는 경우, 광고비지출이 높은 집단을 *B2C*(business to customer)로 그렇지 않은 집단을 *N-B2C*(non business to customer)로 구분한다. *B2C* 집단과 *N-B2C* 집단을 비교하면 사외이사비용(*OD*)를 제외한 모든 변수가 유의하게 다르다. 기부금을 의미하는 *GIV*는 *B2C*에서 높게 나타나 광고비가 높은 업종은 기부금지출도 높은 것으로 해석된다. 내부지분율을 의미하는 *INSI*의 경우 *N-B2C*가 높은 것으로 나타난다. 이는 기부금을 기준으로 표본을 구분하여 단변량 분석을 한 경우와 다른 결과이다. 이는 내부지분율이 낮을수록 자신의 사적효용을 위해 더 높은 광고비를 지출하는 것으로 해석할 수 있다. 그러나, 전문경영인을 뜻하는 *PROF*의 경우 더 높은 광고비 지출을 보인다. 외부지분율을 뜻하는 *INST*와 *FOR*의 경우 모두 *N-B2C*에서 높게 나타난다. 이는 광고비를 외부주주들이 효과적으로 통제를 하여 광고비지출을 억제함을 의미한다. 경쟁을 의미하는 *HHI*는 *B2C*에서 높은 수치를 나타내어 앞선 분석결과와 혼재된 양상을 보인다. 성장성을 뜻하는 *RD*는 *B2C*에서 높아서 성장을 피하기 위한 투자로 광고비를 지출하고 있는 것으로 해석된다. 규모를 의미하는 *SIZE*는 *N-B2C*에서 높은 수치를 보인다. 부채의존도를 뜻하는 *LEV*는 *N-B2C*에서 높은 수치를 보인다.

종합하면, 기부금 지출은 경쟁이 심한 산업과 소비자에게 신호를 보내기 쉬운 산업에서 많은 경향이 있다. 이는 기존 연구들이 제시했던 신호가설이나, 기부금이 경쟁우위를 위한 전략적 지출의 일부라는 가설을 지지하는 결과이다. 따라서, 경쟁이나 광고비 지출과 같은 산업적 특성도 기부금 지출에 영향을 미침을 시사한다.

<표 5> 단변량 분석결과

Variable	BG (1)	N-BG (2)	(1)-(2)	H-HHI (3)	L-HHI (4)	(3)-(4)	B2C (5)	N-B2C (6)	(5)-(6)
----------	--------	----------	---------	-----------	-----------	---------	---------	-----------	---------

<i>GIV</i>	0.231	0.100	0.131***	0.124	0.156	-0.032***	0.198	0.112	0.086***
<i>INSI</i>	44.903	43.651	1.252*	43.995	44.118	-0.123	41.761	45.468	-3.707***
<i>PROF</i>	0.280	0.340	-0.060***	0.340	0.473	-0.133	0.280	0.350	-0.070***
<i>INST</i>	11.580	13.800	-2.220**	11.998	13.685	-1.688**	11.770	13.900	-2.130***
<i>FOR</i>	15.884	15.476	0.408	16.430	15.230	1.200	13.312	17.114	-3.802***
<i>OD</i>	0.283	0.282	0.001	0.284	0.281	0.003	0.282	0.282	0.000
<i>HHI</i>	105.199	36.990	68.208***	121.727	22.726	99.001***	82.434	46.429	36.005***
<i>ADV</i>	1.471	0.588	0.883***	0.248	1.264	-1.015***	1.415	0.569	0.845***
<i>RD</i>	0.716	0.561	0.155***	0.658	0.586	0.072	0.959	0.409	0.550***
<i>SIZE</i>	19.528	19.368	0.160***	19.667	19.605	0.062	19.448	19.735	-0.287***
<i>LEV</i>	44.704	48.889	-4.186***	46.530	48.063	-1.532**	46.220	48.223	-2.003***
<i>N</i>	1616	2734	4350	1629	2721	4350	1455	2895	4350

주 1) BG는 기부금지출이 높은 산업을 의미하며 N-BG는 상대적으로 기부금지출이 낮은 산업을 의미. H-HHI는 HHI가 높은 산업을 의미하며 L-HHI는 상대적으로 낮은 산업을 의미. B2C는 광고비지출이 높은 산업을 의미하고, N-B2C는 광고비지출이 낮은 산업을 의미.

주 2) *GIV* = 기부금/매출액
INSI = 경영자지분율
PROF = 전문경영인인 1, 아니면 0
INST = 기관투자자 지분율
FOR = 외국인투자자 지분율
OD = 사외이사 비율
HHI = (A 산업에 속한 i기업의매출액/A산업의총매출액)²
ADV = (광고비+선전비)/매출액
RD = (연구비+개발비)/매출액
SIZE = 총자산의 자연로그 값
LEV = 총부채/총자산

주 3) ***, **, *은 통계적으로 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

3. 다변량 분석

기업의 기부금 지출을 회귀분석한 결과는 <표 6>에 정리되었다. 모형 1-(1)은 내부지분율을 의미하는 *INSI*가 기부금 지출에 미치는 영향을 분석하며, *INSI*는 통계적으로 유의한 부(-)의 회귀계수를 갖는 것으로 나타난다. 지분율이 높은 경영자는 기부금 지출에 소극적이고, 지분율이 낮은 경영자는 기부금 지출을 늘림을 시사한다. 이 결과는 기존의 Atkinson and Galaskiewicz (1988), Harjoto and Jo (2011), 박준우 (2009), Barnea and Rubin (2010) 등과 유사하다. Cespa and Cetone (2007)은 경영자는 기업시민이라는 이미지 제고를 위해 전략적으로 사회공헌활동을 선택하며, 이는 궁극적으로 경영자가 교체될 확률을 낮춘다고 주장했다. Harjoto and Jo (2011)도 비슷한 결과를 제시했다. 내부지분율이 증가하여 대리인문제를 일으킬 유인이 감소함에 따라 기부금이 감소하는 현상은 경영자는 주로 사적 소비 목적으로 기부금을 지출함을 시사한다. 또한, 대리인 비용이 경영자 지분의 증가에 따라 감소한다는 Jensen and Meckling (1976)의 이해일치가설을 지지하는 결과이다.

모형 1-(2)는 내부지분율을 의미하는 *INSI*가 기부금 지출에 비선형적 영향을 미칠 가능성을 분석한다. 내부지분율(*INSI*)의 1차항은 유의하지 않은 부(-) 계수, 2차항은 유의하지 않은 정(+)의 계수를 나타낸다. 이는 내부지분율이 낮은 구간에서는 내부지분율이 증가할수록 기부금 지출이 감소하나, 내부지분율이 높은 구간에서는 내부지분율이 증가할수록 기부금 지출도 증가함을 의미한다. 즉, 첫째 구간에서는 경영자지분이 증가할수록 대리인비용이 감소하여 Jensen and Meckling (1976)의 이해일치가설을 지지하나, 둘째 구간에서는 경영자가 기업에 대한 통제권이 강해지면 안주현상을 보이고 자신의 사적 이익을 위해 기부금 지출을 늘린다는 Fama and Jensen (1983)의 경영자안주가설을 지지한다. 그러나, 이 결과는 통계적으로 유의하지 않다는 한계를 갖고 있다.

모형 1-(3)은 전문경영자를 의미하는 *PROF*가 기부금 지출에 미치는 영향에 대한 분석결과이다. 회귀계수는 통계적으로 유의한 부(-)의 값을 가져서 전문경영자는 기부금지출에 소극적임을 시사한다. 전문경영자는 대부분 대주주의 감시를 받고 있기 때문에 사적소비보다 직업의 안정성 확보를 위해 기부금 지출을 덜 하는 것으로 보인다. 다른 관점에서는 Casson (1999), 최우석, 이우백 (2005) 등이 제기한 바와 같이 소유경영자는 기업의 장기적 생존에 관심을 갖고 투자하지만, 전문경영자는 단기적 이익 성과에 민감하기 때문에 기부금과 같은 무형자산 형성을 위한 장기 투자에는 소홀하다고 해석할 수 있다.

모형 1-(4)와 1-(5)는 외부의 감시 주체인 기관투자자를 뜻하는 *INST*와 외국인

투자자를 의미하는 *FOR*의 지분율이 기부금 지출에 미치는 영향을 분석한 결과이다. *INST*는 통계적으로 유의한 부(-)의 계수를 보여서 기관투자자는 경영자의 기부금 지출을 견제함을 시사한다. 이는 기관투자자는 내부자가 사적 이익을 위해 기부금을 지출하는 것을 감시하는 역할을 수행한다는 선행연구들과 유사한 결과이다 (Bartkus et al., 2002; 김영숙, 이재춘, 2000). 그러나, 김종성 외 (2008)는 국내 기업을 대상으로 분석하여 기관투자자 지분율이 기부금에 유의하지 않은 정(+)의 영향을 미침을 보고한바 있다. 한편, 외국인 지분율(*FOR*)은 유의하지 않은 정(+)의 계수를 보인다. 외국인 지분율이 높을수록 기부금지출이 유의하게 증가하는 결과를 보고한 박준우 (2009)에 따르면, 외국인투자자들은 기부를 포함한 사회적책임 활동을 선호하는 문화를 갖고 있고 관련 비용을 장기적으로 기업가치를 극대화하는 수단으로 보는 경향이 있다고 한다. 본 연구는 유의한 결과는 아니지만 외국인투자자는 기업의 기부금에 대해 긍정적인 시각을 갖고 있음을 시사하는 것으로 보인다.

모형 1-(6)은 사외이사비율을 의미하는 *OD*와 기부금지출의 관계를 분석하였다. *OD*는 기부금에 대해 유의하지 않은 부(-)의 계수를 가짐을 나타낸다. 일반적으로 사외이사가 증가하면 이사회 의사결정이 투명해진다는 연구결과가 보고되고 있다. 예를 들어, 사외이사비율이 높으며 기업의 위험이 감소하거나 (민홍기, 윤종진, 2006) 기업가치가 증가한다 (권대현 외, 2012). 본 연구도 유의하지 않으나 비슷한 결과를 제시한다.

산업 내 경쟁이 기부금에 미치는 영향을 분석한 모형은 1-(7)이다. 일반적으로 *HHI*가 높으면 해당산업의 집중화 경향이 큰 것을 의미하기 때문에 독점적인 산업 형태로 해석할 수 있을 것이다. 분석결과, 산업 집중도를 의미하는 *HHI*가 높을수록 즉 경쟁이 적을수록 기부금이 유의하게 증가하는 결과를 제시한다. 이는 미국기업을 대상으로 한 Hajoto and Jo (2011)의 연구결과와 비슷하고, 중국기업을 대상으로 한 Zhang et al. (2010)과는 상반된다. 본 연구는 국내의 독점적인 기업이 기부금을 많이 지출하는 이유는 사회적으로 관심 대상이 되는 경우가 많고 정부의 규제를 받거나³⁾ 공기업인 경우가 있기 때문으로 해석한다.

마지막으로, 모형 1-(8)은 광고비를 의미하는 *ADV*가 기부금지출에 미치는 영향을 분석하였고, 통계적으로 유의한 정(+)의 계수를 제시한다. Atkinson and Galaskiewicz (1988)은 기부금은 단기적 수익을 가져다주는 지출은 아니라는 점에서 광고비나 연구개발비 등과 상관성이 높다고 주장했는데, 본 연구도 비슷한 결과를 보인다 (Fry et al., 1982; Navvrrro, 1988; McWilliams and Siegel, 2000; Fisman et al., 2006; Brown et al., 2006; Zhang et al., 2010). 이는 기업이 상품 시장에서 소비자에게 신호를 보내기 위해 광고의 보완수단으로 사회공헌활동을 이

3) 본 연구에서 *HHI*가 높은 기업은 한국전력, KT, POSCO, SK텔레콤, 한국가스공사 등이다.

용하며, 기부금은 장기적 이익을 위한 투자임을 시사한다.

통제변수의 분석결과도 대체로 예상과 일치한다. 연구개발비(*RD*)는 대부분의 모형에서 정(+)의 계수를 보여 연구개발비가 높은 기업이 기부금 지출도 많음을 의미한다. 즉, 기부금이 연구개발비와 같이 무형자산 형성에 기여하는 투자임을 시사한다. 기업 규모를 의미하는 *SIZE*도 대부분 모형에서 유의한 정(+)의 계수를 보여서 대기업이 기부금을 많이 지출하는 것을 의미한다. 이 결과는 Buckholtz et al.(1999), Seifert et al.(2003), Amato and Amato (2007) 등과 유사하다. 부채 의존도를 뜻하는 *LEV*는 모든 모형에서 통계적으로 유의한 부(-)의 계수를 보여서, 기업은 채무가 많으면 경영자가 재량적으로 사용할 수 있는 현금이 부족하여 기부금 지출이 감소함을 시사한다. 이는 Barnea and Rubin (2010)과 유사한 결과이다.

<표 6> 기부금의 회귀분석 결과

	1-(1)	1-(2)	1-(3)	1-(4)	1-(5)	1-(6)	1-(7)	1-(8)
<i>C</i>	-0.005 (-0.05)	0.012 (0.12)	-0.07 (-0.77)	-0.058 (-0.28)	0.194 (0.82)	-0.079 (-0.72)	-0.020 (-0.22)	-0.102 (-1.3)
<i>INSI</i>	-0.001 (-2.15)	-0.001 (-1.23)						
<i>INST*</i>		0.000 (0.69)						
<i>INST</i>			-0.030 (-2.51)					
<i>INST</i>				-0.002 (-2.46)				
<i>FOR</i>					0.001 (0.94)			
<i>OD</i>						-0.035 (-0.59)		
<i>HHI</i>							0.000 (1.86)	
<i>ADV</i>								0.026 (10.17)
<i>RD</i>	0.013 (3.57)	0.013 (3.57)	0.015 (4.01)	0.001 (0.07)	0.035 (3.38)	0.017 (4.11)	0.014 (4.09)	0.011 (3.33)
<i>SIZE</i>	0.015 (3.29)	0.015 (3.26)	0.017 (3.61)	0.018 (1.66)	0.002 (0.14)	0.018 (2.97)	0.014 (2.92)	0.017 (4.07)
<i>LEV</i>	-0.003 (-9.02)	-0.003 (-9.02)	-0.003 (-8.36)	-0.003 (-4.38)	-0.003 (-3.30)	-0.003 (-7.80)	-0.002 (-8.76)	-0.002 (-8.91)
<i>Adj R²</i>	0.139	0.138	0.111	0.265	0.125	0.106	0.104	0.126
<i>F-stat</i>	2.241	2.237	2.000	1.866	1.361	1.898	2.072	2.340
<i>N</i>	3597	3597	3736	993	997	3502	4328	4328

주 1) *GIV* = 기부금/ 매출액
INSI = 경영자지분율
PROF = 전문경영인이면 1, 아니면 0
INST = 기관투자자 지분율
FOR = 외국인투자자 지분율

OD = 사외이사 비율

HHI = (A 산업에 속한 i 기업의 매출액 / A 산업의 총 매출액)²

ADV = (광고비 + 선전비) / 매출액

RD = (연구비 + 개발비) / 매출액

$SIZE$ = 총자산의 자연로그 값

LEV = 총부채 / 총자산

주 2) α , β , γ 은 통계적으로 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

4. 강건성 분석

본 연구는 결과의 강건성을 확인하기 위해 표본을 일부 중요변수를 기준으로 두 집단으로 나누어, 각 소표본들에 대해 (식 1)의 회귀모형을 추정하였다. <부표 1>에 정리된 분석결과는 다음과 같다.

첫째, 표본을 산업집중도에 따라 구분하여 분석한 결과, 산업의 집중도가 낮은 즉, 경쟁도가 심한 L-HHI 표본에서 회귀모형의 설명력이 상대적으로 높은 것으로 나타났다. 둘째, 광고비를 기준으로 구분한 경우, 광고비가 높은 산업에서 모형의 설명력이 높았다. 따라서 경쟁이 높고, 광고비가 큰 산업에 속한 기업들의 기부금 행태가 지분 구조에 의해 더 잘 설명되는 것으로 보인다.

또한, 일부 선행연구에서 이용되었던 기업의 수익성과 재벌소속 여부를 나타내는 더미변수를 통제변수에 추가하여 실증분석을 수행하였다. 수익성은 ROA (당기순이익/총자산), 재벌 소속 여부는 공정거래위원회에서 정한 출자제한기업으로 추정하였다. 분석결과는 본문의 결과와 질적으로 동일하였다.

V. 결론

본 연구는 기업의 기부금 지출에 영향을 미치는 요인들을 지배구조와 산업 및 기업의 특성에 초점을 맞추어 분석하였다. 첫째, 단변량 분석에서 산업 내 경쟁이 심할수록 기부금 지출이 많은 것으로 나타나며 이는 기부금 지출을 통해 경쟁우위를 확보하려는 시도가 있음을 시사한다. 광고비가 많은 산업에서 기부금도 많은 경향이 있는 것으로 분석되었는데, 소비자에게 신호를 보내기 쉬운 산업에서 기업가치의 제고를 위해 기부금 지출을 많이 하는 것으로 보인다. 기부금 지출이 많은 기업에서 경영자 지분율이 높고, 기부금이 적은 산업에서 CEO가 전문경영인인 경우가 많고 외부주주 지분율이 높음을 알 수 있었다.

둘째, 다중회귀분석에서는 내부지분율이 높을수록 기부금 지출이 감소하여 기부금에 대리인문제가 개재되어 있을 가능성을 시사했다. CEO가 전문경영자의 경우 기부금 지출은 감소하며, 전문경영자는 단기적 계약을 맺고 있어서 기부금과 같은 장

기적 투자에는 관심이 적은 것으로 분석된다. 기관투자자 지분율이 높으면 기부금 지출이 감소하여 기관투자자는 경영자의 재량적 지출을 감시 및 통제하는 것으로 나타났다. 산업집중도가 높은 즉 경쟁이 적은 산업에서 기부금 지출이 많아서, 이런 기업들은 공적인 책임을 사회로부터 요구를 많이 받는 것으로 보인다. 광고비 지출이 많을수록 기부금은 증가하여, 사회공헌 활동은 광고에 대해 보완적 역할을 하고 기업의 장기적 이익을 확대하기 위한 투자의 성격을 갖고 있는 것으로 보인다.

본 연구는 기업의 기부금 지출이 지배구조와 함께 산업적 특성에 의해서 영향을 받음을 제시하고 있다. 내부지분율이 높으면 기부금이 감소하는 결과는 경영자가 유발하는 문제가 기부금 지출에 개재될 가능성을 시사하며, 기업의 지배구조가 기부금에도 영향을 미침을 의미한다. 기부문화가 발달한 선진국과 비교하여, 국내 기업은 광고를 보완하거나 외부적 압력에 의한 기부금 지출이 상존하는 것으로 보인다. 본 연구의 한계점으로는 자료수집의 어려움을 들 수 있다. 향후 지배구조를 드러내는 각종 지분율을 측정하는데 필요한 자료의 가용성이 개선되면 보다 신뢰도 높은 결과를 제시할 수 있을 것이다.

참고문헌

- 권대현·최종학·신재용·현정훈 (2012), “지배주주-소액주주 간 대리인문제가 이사회 및 감사위원회 특성에 미치는 영향,” 회계학연구 제 37권, 121-155.
- 김영숙·이재춘 (2000), “기업가치와 기업소유구조와의 관련성,” 증권학회지 제26권, 173-197.
- 김영식·위정범 (2011), “기업의 사회적 활동과 재무적 성과의 통합적 고찰,” 대한경영학 회지 제24권, 2913-2950.
- 김종성·홍정화·김완희 (2008), “기업의 소유구조가 기부금지출 수준에 미치는 영향,” 세무와 회계저널 제9권, 105-126.
- 민홍기·윤종진 (2006), “사외이사제도 및 공직자금투입이 은행위험에 미치는 효과분석: 한국 상은행자료의 패널분석,” 금융학회지 제 11권, 203-249.
- 박경서·이은정·장하성 (2004), “대주주의 존재가 한국기업의 지배구조에 미치는 영향,” 재무연구 제17권, 163-201
- 박래수 (2001), “내부주주, 외부주주 및 은행의 기업감시효과에 관한 실증연구,” 금융연구 제6권, 29-61.
- 박준우 (2009), “기업의 사회공헌활동 결정요인에 관한 연구: 대리인비용이론과 가치확대이론,” 산업경제연구 제22권, 1939-1960.
- 박현준·신현한·최완수 (2004), “한국기업의 대리인비용과 기업가치: 외국인 지분의 역할,” 경영학연구 제33권, 655-682.
- 신현한·이상철·장진호 (2004), “외부감시주체와 기업가치,” 재무연구 제17권, 655-682.
- 위정범·김영식 (2011), 은행 이해관계자들의 지분 소유구조가 위험에 미치는 영향, Working paper, 예금보험공사.
- 이경목·오종향 (2002), “이사의 초과 선임에 관한 제도론적 고찰,” 경영학연구 제31권, 1229-1254.
- 전국경제인연합회 (2011), 2010년 사회공헌백서, 전국경제인연합회.
- 최원욱·배지현·김상일 (2009), “기부금지출이 기업가치에 미치는 영향: 기업의 소유구조를 중심으로,” 경영학연구 제38권, 1415-1443.
- 최우석·이우백 (2005), “오너경영과 기업성장에 관한 실증연구,” 재무연구 제 18권, 121-155.
- 최운열·이호선·홍찬선 (2009), “기업의 사회공헌활동이 기업가치에 미치는 영향: 기부금지출을 중심으로,” 경영학연구 제38권, 407-432.
- Adams, M. and P. Hardwick (1998), “An Analysis of Corporate Donations: United Kingdom Evidence,” *Journal of Management Studies* 33, 641-654.
- Amato, L. and C. Amato (2007), “The Effect of Size and Industry on Corporate Giving,” *Journal of Business Ethics* 97, 229-241.
- Atkinson, L. and J. Galaskiewicz (1988), “Stock Ownership and Company Contributions to Charity,” *Administrative Science Quarterly* 33, 82-100.
- Barkus, B. R., S. A. Morris and B. Seifert (2002), “Governance and Corporate Philanthropy: Restraining Robin Hood?,” *Business & Society* 41, 319-344.
- Barnea, A. and A. Rubin (2010), “Corporate Social Responsibility as a Conflict between Shareholders,” *Journal of Business Ethics* 97, 71-86.
- Barone, J., D. Miyazaki and K. Taylor (2000), “The Influence of Cause-related Marketing on Consumer Choice: Does One Good Turn Deserve Another?,” *Journal of the Academy of Marketing Science* 28, 248-262.
- Boatsman, J. R. and S. Gupta (1996), “Taxes and Corporate Charity: Empirical Evidence from Micro-level Panel Data,” *National Tax Journal* 49, 193-213.
- Brammer, S. and A. Millington (2005), “Profit Maximisation vs Agency: An Analysis of Charitable Giving by UK Firm,” *Cambridge Journal of Economics* 29, 517-534.
- Brown, W. O., E. Helland and J. K. Smith (2006), “Corporate Philanthropic Practices,” *Journal of Corporate Finance* 12, 855-877.
- Buchholtz, A. K., A. C. Amason and M. A. Rutherford (1999), “Beyond Resources: The Mediating Effects of Top Management Discretion and Values on Corporate Philanthropy,” *Business & Society* 38, 167-187.
- Campbell, J. L. (2007), “Why Would Corporations Behave in Social Responsible Ways? An Institutional Theory of Corporate Social Responsibility,” *Academy of Management Review* 32, 946-967.
- Casson, M. (1999), “The Economics of the Family Firm,” *Scandinavian Economics History Review* 47, 10-23.
- Cespa, G. and G. Cestone (2007), “Corporate Social Responsibility and Managerial Entrenchment,” *Journal of Economics and Management Strategy* 16, 741-771.
- Chih, H. L., H. H. Chih and T. Y. Chen (2010), “On the Determinant of Corporate Social Responsibility: International Evidence on the Financial Industry,” *Journal of Business Ethics* 93, 115-135.
- Dick A. And K. Basu (1994), “Customer Loyalty: Toward and Integrated Conceptual Framework,” *Journal of the Academy of Marketing Science* 22, 99-113.
- Fama, E. and M. Jensen (1983), “Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Economics* 26, 301-325.
- Fisman, R., G. Heal and V. Nair (2005), Corporate Social Responsibility: Doing Well by Doing Good?, Working Paper, Wharton School, University of Pennsylvania.
- _____ (2006), A Model of Corporate Philanthropy, Working Paper, Wharton School, University of Pennsylvania.
- Fry, L., G. Keim and R. Meiners (1982), “Corporate Contributions: Altruistic or For

- Profit?," *Academy of Management Journal* 25, 94-106.
- Harjoto, M. A. and H. Jo (2011), "Corporate Governance and CSR Nexus," *Journal of Business Ethics* 100, 45-67.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Johnson, O. (1966) "Corporate Philanthropy: An Analysis of Corporate Contribution," *Journal of Business* 39, 489-504.
- Kaplan, S. and B. Minton (1994), "Appointments of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers," *Journal of Financial Economics* 36, 225-257.
- Levy, K. and G. M. Shatto (1978), "The Evaluation of Corporate Contributions," *Public Choice* 33, 19-28.
- Maloney, M., R. E. McCormick and M. L. Mitchell (1993), "Managerial Decision Making and Capital Structure," *Journal of Business* 66, 189-217.
- McConnell, J. and H. Servaes (1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics* 27, 595-612.
- McWilliams, A. and D. Siegel (2000), "Corporate Social Responsibility: A Theory of the Firm Perspective," *Academy of Management Review* 26, 117-127.
- Murray, V. (1991) *Improving Corporate Donations: New Strategies for Grantmakers and Grantseekers*, San Francisco: Jossey-Bass.
- Navarro, P. (1988), "Why do Corporations Give to Charity?," *Journal of Business* 61, 65-93.
- Shleifer, A. and R. Vishny (1986), "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy* 95, 461-488.
- _____ (1997), "Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance* 52, 737-783.
- Schwartz, N. and T. Smart (1995), "Giving and Getting Something Back," *Business Week* August 28, 81.
- Schwartz, R. A. (1968), "Corporate Philanthropic Contribution," *Journal of Finance* 23, 479-497.
- Seifert, B., S. Morris and B. Bartkus (2003), "Comparing Big Givers and Small Givers: Financial Correlates of Corporate Philanthropy," *Journal of Business Ethics* 45, 195-211.
- Stein, J. (1989), "Efficient Capital Markets, Inefficient Firm: A Model of Myopic Corporate Behavior," *Quarterly Journal of Economics* 103, 655-669.
- Stulz, R. (1988), "Managerial Control of Voting Rights," *Journal of Financial Economics* 20, 24-54.
- Utama, S. and W. M. Cready (1997), "Institutional Ownership, Differential Predislosure Precision and Trading Volume at Announcement Dates," *Journal of Accounting and Economics* 24, 129-150.
- Xie, B., W. N. Davidson and P. J. Dalt (2003), "Earnings Management and Corporate Governance : The Role of the Board and the Audit Committee," *Journal of Corporate Finance* 9, 295-316.
- Zhang, R. J. Zhu, H. Yue and C. Zhu (2010), "Corporate Philanthropic Giving, Advertising Intensity, and Industry Competition Level," *Journal of Business Ethics* 94, 39-52.

<부표 1> 강건성 분석 결과

Panel A: H-HHI

	1-(1)	1-(2)	1-(3)	1-(4)	1-(5)	1-(6)	1-(7)
C	-0.197** (-2.16)	-0.265*** (-2.67)	-0.265*** (-2.75)	0.120 (0.49)	-0.073 (-0.32)	-0.314** (-2.55)	-0.257*** (-3.20)
INSI	-0.001** (-2.26)	0.002 (1.08)					
INSI* INSI		0.000 ⁺ (-1.74)					
PROF			0.002 (0.15)				
INST				0.001 (0.34)			
FOR					-0.004*** (-4.02)		
OD						-0.102 (-1.23)	
ADV							0.069*** (5.89)
RD	0.012*** (2.59)	0.012*** (2.63)	0.011** (2.43)	0.003 (0.35)	0.013 (1.20)	0.014*** (2.72)	0.005 (1.08)
SIZE	0.023*** (5.10)	0.025*** (5.30)	0.024*** (4.81)	0.006 (0.52)	0.021 ⁺ (1.85)	0.027*** (3.93)	0.023*** (5.54)
LEV	-0.002*** (-6.13)	-0.002*** (-6.20)	-0.002*** (-4.96)	-0.003*** (-2.64)	-0.004*** (-3.61)	-0.002*** (-4.13)	-0.002*** (-6.26)
Adj R ²	0.212	0.213	0.165	0.238	0.265	0.179	0.182
F-stat	3.024***	3.029***	2.509***	1.710***	1.840***	2.545***	3.054***
N	1327	1327	1321	328	327	1224	1630

주 1) *GIV* = 기부금/ 매출액
INSI = 경영자지분율
PROF = 전문경영인이면 1, 아니면 0
INST = 기관투자자 지분율
FOR = 외국인투자자 지분율
OD = 사외이사 비율
ADV = (광고비+선전비)/매출액
RD = (연구비+개발비)/매출액
SIZE = 총자산의 자연로그 값
LEV = 총부채/총자산

주 2) *, **, *** 은 통계적으로 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

Panel B: L-HHI

	2-(1)	2-(2)	2-(3)	2-(4)	2-(5)	2-(6)	2-(7)
C	0.143 (1.32)	0.184 ⁺ (1.68)	0.070 (0.64)	-0.346 (-1.34)	0.267 (1.07)	0.046 (0.37)	0.097 (1.00)
INSI	-0.001** (-2.38)	-0.004*** (-2.75)					
INSI* INSI		0.000** (2.20)					
PROF			-0.031** (-2.00)				
INST				-0.002 (-1.48)			
FOR					0.003** (2.49)		
OD						0.002 (0.03)	
ADV							0.018*** (6.37)
RD	0.020*** (4.44)	0.021*** (4.52)	0.026*** (5.22)	0.016 ⁺ (1.84)	0.049*** (3.02)	0.028*** (5.19)	0.021*** (4.56)
SIZE	0.008 (1.55)	0.009 ⁺ (1.71)	0.011 ⁺ (1.90)	0.028** (2.14)	-0.004 (-0.36)	0.012 ⁺ (1.68)	0.007 (1.50)
LEV	-0.003*** (-6.62)	-0.003*** (-6.74)	-0.003*** (-6.88)	-0.001	-0.002 (-1.57)	-0.003*** (-6.61)	-0.003*** (-7.17)
Adj R ²	0.171	0.172	0.152	0.238	0.148	0.150	0.161
F-stat	2.591***	2.603***	2.476***	1.790***	1.457***	2.379***	2.754***
N	2289	2289	2434	674	672	2296	2719

주 1) *GIV* = 기부금/ 매출액
INSI = 경영자지분율
PROF = 전문경영인이면 1, 아니면 0
INST = 기관투자자 지분율
FOR = 외국인투자자 지분율
OD = 사외이사 비율
ADV = (광고비+선전비)/매출액
RD = (연구비+개발비)/매출액
SIZE = 총자산의 자연로그 값
LEV = 총부채/총자산

주 2) *, **, *** 은 통계적으로 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

Panel C: B2C

B2C	3-(1)	3-(2)	3-(3)	3-(4)	3-(5)	3-(6)	3-(7)
C	0.153 (0.97)	0.266 (1.61)	0.087 (0.55)	0.238 (0.62)	-0.035 (-0.08)	0.170 (0.89)	0.123 (0.76)
INSI	-0.001 (-1.47)	-0.006** (-2.49)					
INSI* INSI		0.000** (2.19)					
PROF			-0.064*** (-2.61)				
INST				-0.001 (-0.54)			
FOR					0.009*** (4.16)		
OD						0.072 (0.58)	
HHI							0.000 (0.91)
RD	0.015*** (3.04)	0.015*** (3.12)	0.016*** (3.17)	0.006 (0.56)	0.029** (2.04)	0.017*** (2.91)	0.014** (2.89)
SIZE	0.009 (1.16)	0.008 (1.01)	0.011 (1.38)	0.008 (0.42)	0.010 (0.48)	0.005 (0.51)	0.007 (0.88)
LEV	-0.002*** (-4.33)	-0.003*** (-4.50)	-0.002*** (-4.12)	-0.004*** (-2.99)	-0.002 (-1.23)	-0.002*** (-4.09)	-0.002*** (-3.73)
Adj R^2	0.168	0.171	0.162	0.097	0.162	0.155	0.133
F-stat	2.545***	2.566***	2.594***	1.248*	1.476	2.416***	2.393***
N	1361	1361	1471	361	392	1372	1617

주 1) GIV = 기부금/ 매출액
 $INSI$ = 경영자지분율
 $PROF$ = 전문경영인이면 1, 아니면 0
 $INST$ = 기관투자자 지분율
 FOR = 외국인투자자 지분율
 OD = 사외이사 비율
 HHI = $(A$ 산업에 속한 i 기업의 매출액/ A 산업의 총매출액) 2
 RD = (연구비+개발비)/매출액
 $SIZE$ = 총자산의 자연로그 값
 LEV = 총부채/총자산
 주 2) *, **, *** 은 통계적으로 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

Panel D: N-B2C

	4-(1)	4-(2)	4-(3)	4-(4)	4-(5)	4-(6)	4-(7)
C	-0.089 (-1.17)	-0.108 (-1.38)	-0.129* (-1.74)	0.055 (0.28)	0.040 (0.25)	-0.113 (-1.25)	-0.090 (-1.30)
INSI	-0.001* (-1.75)	0.001 (0.49)					
INSI* INSI		0.000 (-1.00)					
PROF			-0.004 (-0.32)				
INST				0.000 (0.02)			
FOR					-0.002*** (-2.60)		
OD						-0.028 (-0.49)	
HHI							0.000*** (2.80)
RD	0.006 (0.97)	0.006 (0.96)	0.004 (0.62)	0.040** (2.01)	-0.001 (-0.05)	0.006 (0.91)	0.006 (0.98)
SIZE	0.017*** (4.42)	0.017*** (4.41)	0.018*** (4.67)	0.007 (0.66)	0.010 (1.17)	0.017*** (3.41)	0.016*** (4.44)
LEV	-0.002*** (-7.52)	-0.002*** (-7.54)	-0.002*** (-7.80)	-0.002** (-2.43)	-0.002*** (-2.84)	-0.002*** (-6.97)	-0.003*** (-9.35)
Adj R^2	0.072	0.072	0.059	0.185	0.015	0.060	0.073
F-stat	1.601***	1.599***	1.501***	1.579***	1.040	1.475***	1.747***
N	2255	2255	2284	641	607	2148	2732

주 1) GIV = 기부금/ 매출액
 $INSI$ = 경영자지분율
 $PROF$ = 전문경영인이면 1, 아니면 0
 $INST$ = 기관투자자 지분율
 FOR = 외국인투자자 지분율
 OD = 사외이사 비율
 HHI = $(A$ 산업에 속한 i 기업의 매출액/ A 산업의 총매출액) 2
 RD = (연구비+개발비)/매출액
 $SIZE$ = 총자산의 자연로그 값
 LEV = 총부채/총자산
 주 2) *, **, *** 은 통계적으로 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.