

Donation Expenses and Corporate Value: A Focus on the Corporate Governance Structure*

기부금 지출과 기업 가치: 기업지배구조를 중심으로

Soo-Jung Kim(김수정)**, Shin-Ae Kang(강신애)***

Received: July 14, 2014. Revised: August 05, 2014. Accepted: August 14, 2014.

Abstract

Purpose - Recently, the number of corporations that practice environmental and social responsibility, besides engaging in traditional profit-seeking activities, has been growing steadily, as interest in Corporate Social Responsibility (CSR) is increasing. Recent research on CSR practices has identified the relationship between CSR activities and corporate value as one of the main issues in this respect. Considering that donations constitute a large proportion of a company's charitable activities, we considered the extent of donation expenses as a charitable activity in order to mitigate sample selection bias. Specifically, we analyzed the impact of donation expenses on firm value, while investigating if this impact varied in response to the level of corporate governance of firms.

Research design, data, and methodology - We used non-financial firms listed on the Korean Stock Exchange, having their fiscal year end in December, and the sample period was 2006-2013. For the dependent variable, Tobin's q was used as the corporate value, and for the independent variable, donations were measured as the donation-expense-to-sales ratio. Corporate governance scores, as rated by the Korea Corporate Governance Service, were used to measure corporate governance levels because they consider the overall aspects of governance, including ownership structure, the board of directors, and the audit mechanism of individual companies. To examine the impact of donations on a company in relation to the level of corporate governance, we estimated regression models using the interaction terms of the governance dummy and donation variables. Then,

we further estimated the regression models of two sub-samples that were classified according to the level of corporate governance. Similar to previous studies, the study uses variables that affect firm value, such as R&D expenditure, advertising expenses, EBITDA, debt-to-equity ratio, sales growth, company age, and company size as control variables.

Results - The empirical results show that firm value significantly increased in response to an increase in donation expenses. Upon including the interaction terms of governance level dummy variables and donations, the coefficients of the interaction terms show significant positive values, while those of donation variables show significant negative values. In the strong governance sub-sample, the relationship between the donation expenses and corporate value was statistically positive (+) and significant. However, in the weak governance sub-sample, the relationship between the donation expenses and corporate value was statistically insignificant and negative (-).

Conclusions - The empirical results suggest that donation expenses are significantly linked to an enhanced corporate value if firms have a good corporate governance structure. However, if the corporate governance structure is weak, the same relationship is not necessarily observed. The results of this study show that if a firm has high corporate governance, CSR practices enhance the company's reputation such that it has a positive (+) relationship with corporate value. If a firm has weak corporate governance, on the other hand, CSR practices are recognized as an agency cost and do not increase corporate value.

Keywords: Donation, Corporate Social Responsibility(CSR), Corporate Reputation, Firm Value, Corporate Governance

JEL Classifications: D21, M10, M19, M41.

1. 서론

최근 기업이 사회에서 차지하는 역할과 영향력이 커지고 경제 발전이 이루어지면서 삶의 질을 중시하고 높은 시민의식을 가진

* This study was supported by the Research Program funded by Seoul National University of Science and Technology.

** First Author, Assistant Professor, Department of Asset Management, Kyung Hee Cyber University. TEL: +82-2-3299-8540, E-mail: adela@khcu.ac.kr.

*** Corresponding Author, Assistant Professor, Department of International Management, Seoul National University of Science and Technology. TEL: 82-2-970-6499, E-mail: sakang@seoultech.ac.kr.

사람들이 많아지면서, 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility; CSR)에 대한 관심이 증대되고 있다. 이에 따라 전통적인 이윤 추구 외에 환경이나 윤리 규정을 준수하고 사회에 기부하는 기업들이 늘어나고 있다. 225개 기업들을 대상으로 설문조사한 전경련의 2013년 사회공헌백서에 따르면, 1996년 3,000억 원에 불과했던 사회공헌 규모는 2012년 3조 2,500억 원으로 10배 이상 증가한 것으로 나타났다. 우리나라 기업들의 사회공헌 지출 비용이 전체 세이익에서 차지하는 비중도 3.58%로, 일본 기업에 비해 2배 이상 높은 수준이다.

이런 배경에서 CSR 활동과 관련된 연구도 최근 활발하게 이루어지고 있는데, 주요 이슈 중 하나는 CSR 활동과 기업가치 간 관계를 살펴보는 것이다. CSR 활동과 기업가치 간 관계를 실증분석한 선행연구들은 혼합된 결과를 보고하고 있다. 양자 간에는 유의한 관계가 발견되지 않는다는 결과를 제시한 선행연구도 소수 있으나(Teoh, Welch & Wazzan, 1999), 대체로 유의한 관계를 보고하고 있다. 그렇지만, 보고된 방향의 부호는 일치하지 않는다. 우선 CSR 활동이 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 보고한 연구로는 Waddock & Graves(1997), Posnikoff(1997) 등의 연구들이 있다. 정(+)의 관계가 나타나는 이유에 대해 선행연구에서는 CSR 활동이 많을수록 기업의 외부 평판이나 이미지가 개선되기 때문에 기업의 재무성과도 증가한다고 주장한다. 반면 Vance(1975), Moore(2001), Lopez, Garcia & Rodriguez(2007) 등은 CSR 활동은 기업 가치에 부정적인 영향을 미친다는 결과를 제시하였다. CSR 활동이 많을수록 기업가치가 감소한다는 결과가 나타나는 원인으로 선행연구에서는 경영자기회주의설을 제시하고 있다. 즉, 경영자가 주주보다 자신의 이익을 우선적으로 추구하며 CSR활동 관련 의사결정할 경우, 주주-경영자 간 이해상충이 발생하게 되어 CSR 활동과 관련된 대리비용으로 인해 기업가치가 감소한다는 것이다.

국내 기업들을 대상으로 한 실증연구들은 대체로 정의 관계라고 보고하고 있다(Park, Kwon, Shin & Chung, 2004; Kim, 2009; Kook & Kang, 2011; Chon & Yoo, 2013). 그런데, 국내 선행연구들 중 Kim(2009)은 UN Global Compact에 참여하고 있는 기업 또는 지속가능보고서를 발간하는 기업들을, 그 외 대부분 연구들은 경제정의연구소의 경제정의지수(KEJI 지수)가 공개된 기업들을 표본으로 선정하여 CSR 활동을 어느 정도 하는 기업들을 대상으로 한 연구라는 점에서 표본선택편의(sample selection bias)가 있다(Kim & Lee, 2013).

본 연구에서는 선행연구를 보완하기 위해 기업의 기부금으로 CSR 활동을 대용하여 CSR 활동과 기업가치 간 관계를 분석하고자 한다. 기업의 기부금은 공익 목적을 위해 특수 관계가 없는 자에게 사업과 직접 관계없이 무상으로 지출하는 재산적 증여의 가액을 말한다(Choi, Bae, & Kim, 2009, pp 1416). 기부금 지출로 CSR 활동을 대용할 경우 몇 가지 점에서 이점이 있다. 첫째, 기부금 지출 규모 자료는 상장된 기업들에 대해 모두 구할 수 있기 때문에 전체 기업으로 표본을 확대할 수 있다. 둘째, Carroll(1991)은 CSR을 법적 책임, 윤리적 책임, 자선적 책임으로 유형화했는데, 기부는 진정한 의미의 CSR 활동에 속한다고 할 수 있다. 또한 법적 책임이나 윤리적 책임을 수행하는 정도를 측정하기는 쉽지 않으나, 자선적 책임은 금액으로 환산하기 상대적으로 용이한 데다 우리나라 기업들의 자선적 책임 활동은 상당부분 기부를 통해 이루어지고 있다. 전경련의 2013년 사회공헌백서에 따르면, 사회공헌 지출 구성에서 기부 형태가 62.5%이다.

한편 CSR 활동을 유형별로 구분하여 기업성과 간 관계를 살펴본 Kim & Wee(2011), Kim & Yoo(2013)은 KEJI 지수 평가 항목 중 사회봉사기여도 점수로 대용한 자선적 책임 활동이 많을수록 기업가치가 유의하게 감소하거나 또는 수익성이 증가하나 유의적

이지는 않다는 실증결과를 보고하였다. 기부금 지출이 많을수록 기업가치가 유의적으로 증가하는 결과를 얻지 못한 이유가 표본선택편의 때문인지 아니면, 전술한 바와 같이 기부금과 같은 CSR 활동 지출이 기업 가치를 증대시키기 위한 전략적 투자가 아닌, 경영자의 사적 효용을 위해 지출되는 비용으로 인식되기 때문인지 살펴볼 필요가 있다.

본 연구에서는 KEJI 지수가 공개되지 않는 기업들까지 표본을 확대하여 기업의 기부금 지출이 기업 가치에 미치는 영향을 살펴보고 나아가 기업의 기부금 지출이 기업 가치에 미치는 영향이 대리 비용을 감소시키기 위해 고안된 장치인 기업지배구조 수준에 따라 달라지는지를 실증연구를 통해 분석하고자 한다. 기부금과 기업가치 간 관계를 살펴본 소수의 선행 연구들은 외국인지분율, 기관투자자 지분율과 같은 소유구조변수로 지배구조를 대용하였다(Choi, Lee & Hong, 2009; Choi et al., 2009b). 외국인 주주나 기관투자자와 같은 외부주주가 경영자를 감시하고 견제하는 지배구조와 관련이 있는 변수이기는 하나, 기업의 지배구조는 단편적으로 측정하기보다는 소유구조, 이사회, 감사기구 등 다양한 측면에서 종합적으로 평가하는 것이 바람직할 것이다. 본 연구에서는 한국기업지배구조원의 기업지배구조점수를 지배구조변수로 대용하여 기부금이 기업가치에 미치는 영향, 그리고 지배구조가 기부금-기업가치 관계에 어떤 영향을 미치는지 살펴보고자 한다.

논문의 나머지 부분은 다음과 같이 구성되어 있다. 2장에서는 선행연구를 정리하고 연구가설을 도출한다. 3장에서는 표본과 연구방법을 설명하고 4장에서는 실증분석 결과를 제시한다. 연구의 결론과 시사점은 5장에 서술한다.

2. 선행연구 및 연구가설 설정

기업의 기부금 지출과 관련된 국내외 선행연구들은 주로 기부금 지출 동기나 기부금 지출에 영향을 미치는 요인을 탐색하고 있다(Brown, Helland & Smith, 2006; Schwartz, 1968; Navaro, 1988; Kwon, Kim & Choi, 2003; Kim, Hong & Kim, 2008; Choi & Lee, 2009; Kang & Jun, 2011). 기부금 지출의 효과를 분석한 연구는 최근 이루어지고 있는데, 크게 2분류하면 ROE와 같은 기업성과에 미치는 영향을 분석하는 연구와 기업 가치에 미치는 영향을 분석한 연구로 구분할 수 있다.

Berman, Wicks, Kotha & Jones(1999)는 1996년 Fortune 500 기업 중 상위 100위 안에 든 기업들 중 81개 기업의 1991-1996 자료를 이용하여 기업의 이해관계자 관리모델과 기업의 재무성과 간 관계를 분석하였다. 이들은 기업의 기부 활동이 경영 성과에 긍정적으로 영향을 미친다는 결과를 제시하였다.

Lev, Christine & Suresh(2006)은 1989년-2000년 기간 동안 미국 상장기업을 대상으로 기부금이 매출 성장에 미치는 영향을 분석하였다. 분석 결과 기부금은 매출액과 정(+)의 관계인 것으로 나타났다 이 관계는 특히 소매나 서비스와 같이 소비자의 인식에 민감한 산업에 속한 기업일수록 두드러진다는 결과를 보고하였다.

Kim & Kim(2011)은 1992-2007년 코스피 기업을 대상으로 기부금 지출이 총자산순이익률과 정(+)의 관계를 가짐을 발견하며 기부금이 기업의 영업과 직접적인 관련이 없는 지출이지만, 기업의 이미지를 개선하여 기업성과에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 해석하였다.

Kim(2012)은 2003-2008년 자료를 사용하여 기업의 기부금 지출이 자산이익률(ROA)과 매출이익률(ROS)에 미치는 영향을 살펴본바 있는데, 분석결과 기부금 지출은 ROA와 ROS에 긍정적인 영

향을 미치는 것으로 나타났다. 이와 함께 그는 6년 간의 기부금 지출에 따른 누적효과를 검증했는데, 기부금지출의 누적효과는 t기에 가장 큰 영향을 미치며 이후 점차 효과가 감소한다는 결과를 발견하였다.

Kim, Chung & Choi(2013)은 1998-2005년 기간 95개 기업을 대상으로 기부금과 경영성과 간 관계를 살펴보았다. 실증결과 기부금은 총자산이익률, 매출액 이익률, 매출액 당기순이익, 총자산 당기순이익에 모두 유의하게 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 이들은 기부금이 장기 경영성과에 미치는 영향도 분석하였는데, 기부금이 2-3년 후 경영성과를 모두 유의하게 긍정적인 영향을 미친다는 결과를 보고하였다.

Kim, Kwon & Sul(2014)은 현금기부금만을 고려한 기존 선행연구와 달리 기업이 직접 프로그램을 운영한 경우 이를 금액으로 환산하여 기부활동을 대용하는 변수에 포함시켜 기업의 기부활동이 기업성과에 미치는 영향을 분석하였다. 이들은 전경련에서 조사한 2005-2010년도 '기업·기업재단 사회공헌백서'의 기업들을 대상으로 프로그램 환산액과 기부금을 합한 총기부금이 많을수록 총자산이익률과 매출액대비 영업이익률이 모두 유의하게 증가한다는 실증 결과를 보고하였다.

지금까지 인용된 선행연구들이 기부활동이 기업성과에 미치는 영향을 분석한 것이라면, Choi et al.(2009a)의 연구와 Choi et al.(2009b)의 연구는 기부금이 기업 가치에 미치는 영향을 분석하였다. 전자는 비선형관계를, 후자는 손금산입 한도를 초과하는 기부금 지출에 초점을 맞추어 분석하였다.

우선 Choi et al.(2009a)은 1999-2005년 기간 유가증권시장에 상장된 비금융업을 대상으로 기부금이 기업 가치에 미치는 영향, 특별히 기부금의 지급 항을 모형에 포함하여 비선형관계가 존재하는지 살펴보았다. 이들은 일부 분석에서는 기부금과 기업가치 간에는 양의 선형관계가 나타났지만, 대부분의 모형에서 역 U자형의 비선형관계가 존재한다는 결과를 보고하였다. 또한 외국인주주비율의 중앙값을 기준으로 표본을 2분류하여 비선형관계를 탐색하였는데, 분석 결과, 외국인 주주비율이 높은 하위표본에서는 기부금과 기업가치 간 역U자형의 관계가 나타났다. 반면, 외국인주주비율이 낮은 하위표본에서는 비선형관계가 나타나지 않고 기부금과 기업가치 간에 부(-)의 관계인 것으로 나타났다. 이들은 이러한 결과를 외국인지분율이 낮을 때 경영진에 대한 감시기능이 수행되지 않기 때문에 기부금이 증가할수록 기업가치 감소를 가져온다고 해석하였다.

Choi et al.(2009b)은 2001-2006년 기간을 대상으로 기부금 지출이 기업 가치에 미치는 효과를 검증하고 그 효과에 기업의 소유 구조가 어떤 영향을 미치는지 분석하였다. 실증분석 결과 기부금 지출액은 기업 가치와 정(+)의 관계이며, 손금산입 한도를 초과하는 수준의 기부금 지출은 기업 가치를 증가시키지 않는 것으로 나타났다. 이와 함께 기부금 한도를 초과하는 경우 대주주 지분율이 높을수록 기업가치는 감소하며, 외국인지분율이 높을수록 기업 가치는 증가한다는 결과를 보고하였다. 이러한 결과에 대해 이들은 한도를 초과한 과도한 기부금 지출일 경우 대주주 지분율이 높을수록 기부금 지출은 대주주의 사적효용을 증가시키기 위한 행위로 인지되기 때문에 기업가치 하락을 가져오나 외국인 지분율이 높을수록 기부금 한도초과가 존재하더라도 외국인 주주들의 충분히 감시 역할을 수행할 것으로 기대되기 때문에 기부금의 긍정적 효과가 훼손되지 않는다고 주장하였다.

선행연구들은 대체로 기업의 기부활동은 기업 성과나 기업 가치에 긍정적으로 영향을 미친다고 보고하고 있다.

이와 함께 선행연구에서는 외국인 주주나 대주주 지분율이 기부금과 기업가치 간 관계에 영향을 미친다고 주장하고 있다. 증권

회사 CEO의 윤리경영이 조직몰입에 정(+)의 영향을 주며(Kang, 2008), 이란의 경우에도 기업지배구조가 좋은 기업들의 이익의 질은 높았다(Salehi & Asgari, 2013). 이러한 기업의 사회적 기여는 고객가치를 높여서 고객충성도를 높여줄 수 있는 동기가 될 수 있다(Lee and Cha, 2014). 기업지배구조가 좋은 경우에는 외부인이 감시하기 어려운 실제이익조정 크기도 낮게 나타나며(Kang and Kim, 2014) 기업내부거래에 부(-)의 영향을 미친다(Kim, 2014). 즉, 경영진 또는 대주주가 사적 이익을 추구하기 위해 기부금을 지출하는 경우에는 기부금 지출이 기업 가치를 감소시키며 이들의 사적이익 추구를 견제할 수 있는 기업일 경우 기부금 지출이 기업 가치를 증가시킨다는 것이다. 이는 기부금과 기업가치가 관계는 경영진을 감시하는 메커니즘인 기업지배구조와 관련이 있음을 시사한다. 이에 본 연구에서는 선행연구들을 참조하여 다음의 연구가설들을 설정하고 실증분석을 통해 검증하고자 한다.

[가설 1] 기업의 기부금 지출은 기업 가치와 정(+)의 관계를 가질 것이다.

[가설 2] 기업지배구조가 우수한 경우 기부금 지출이 증가할수록 기업가치는 증가할 것이다.

3. 표본 및 연구방법론

3.1. 표본

본 연구의 연구기간은 2006년부터 2013년까지이며 표본은 2013년 말 현재 한국거래소의 유가증권시장에 상장되어 있는 기업들 중 다음 조건들을 만족하는 기업들이다. 독립변수인 기업지배구조자료가 2005년부터 얻을 수 있어 연구기간을 2006년 이후로 선정하였다.

① 금융업을 제외한 12월 결산법인

② KIS-VALUE의 기업 재무자료와 한국지배구조원의 지배구조 점수 자료가 존재하는 기업들

③ 관리대상기업, 상장폐지기업, 자본잠식기업 제외

다음으로 과거 5년간 매출액 성장률 자료가 필요하기 때문에 2008년 이후에 신규 상장된 기업들은 제외되었다. 그 결과 최종표본은 3698개 기업-연도 자료이다. <Table 1>은 연도별 표본수를 정리한 것이다.

<Table 1> Yearly number of observations

Year	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Total
Observations	455	467	473	479	471	472	439	442	3698

기업 재무자료는 KIS-VALUE를 통해 수집했고, 기업의 지배구조에 대한 자료 원천은 한국기업지배구조원이다. 한국기업지배구조원에서는 전체 상장법인을 대상으로 매년 상반기에 전년도 사업보고서 등 각종 공시자료를 이용하여 개별 기업의 지배구조를 평가하고 있다. 한국기업지배구조원은 2002년부터 기업의 지배구조를 평가하고 있는데, 2004년 이전 평가에는 기업들의 설문응답에 기초한 항목도 포함되다가, 2005년 이후 평가부터 설문항목이 배제되었다. 이에 본 연구에서는 평가점수가 일관성 있는 방식으로 산출되는 2005년 이후 자료를 사용하였다. 주요 평가부문은 주주의 권리보호, 이사회, 공시, 감사기구, 경영과실배분 부문으로 세

부평가항목들은 한국기업지배구조원 홈페이지(<http://www.cgs.or.kr>)에 나와 있다.

3.2. 연구방법론

기부금이 기업 가치에 미치는 영향을 살펴보기 위한 연구모형은 식 (1)~식(3)으로 표시된다. 식(1)은 기부금이 기업가치와 정(+)의 관계를 가질 것이라는 가설 1을 검증하기 위한 모형이다.

$$(1) TQ = \alpha + \beta_1 Donation + \beta_2 AD + \beta_3 RnD + \beta_4 EBITDA + \beta_5 Lev + \beta_6 SGR5 + \beta_7 Risk + \beta_8 Age + \beta_9 Size + \beta_{10} D_{mfc} + \sum_{t=2007}^{2013} \gamma_t YDUM_t + \epsilon$$

종속변수(TQ)인 기업 가치는 토빈 q(Tobin's q)로 측정하였다. 독립변수인 기부금(Donation)은 매출액 대비 기부금 비율로 측정하였다. 일부 선행연구에서는 기부금을 총자산 대비 비중으로 측정하는 경우도 있어 추가로 총자산 대비 기부금 비중으로 동일한 분석을 수행하였는데, 결과가 유사하여 지면관계상 생략하였다. 가설 1에서 제기한 대로 기부금이 기업 가치에 긍정적인 영향을 미친다면, 식 (1)에서 기부금(Donation) 변수는 양(+)의 계수를 가질 것으로 기대된다.

식(2)는 기업지배구조 수준을 통제한 후에도 기부금과 기업가치간 관계가 유지되는지 살펴보기 위한 모형이며 식(3)은 가설 2를 검증하기 위해 기부금과 기업지배구조의 교차항을 추가한 모형이다.

$$(2) TQ = \alpha + \beta_1 Donation + \beta_2 DCG + \beta_3 AD + \beta_4 RnD + \beta_5 EBITDA + \beta_6 Lev + \beta_7 SGR5 + \beta_8 Risk + \beta_9 Age + \beta_{10} Size + \beta_{11} D_{mfc} + \sum_{t=2007}^{2013} \gamma_t YDUM_t + \epsilon$$

$$(3) TQ = \alpha + \beta_1 Donation + \beta_2 DCG + \beta_3 DCG \times Donation + \beta_4 AD + \beta_5 RnD + \beta_6 EBITDA + \beta_7 Lev + \beta_8 SGR5 + \beta_9 Risk + \beta_{10} Age + \beta_{11} Size + \beta_{12} D_{mfc} + \sum_{t=2007}^{2013} \gamma_t YDUM_t + \epsilon$$

DCG는 기업지배구조점수가 중위값 이상이면 1, 미만이면 0의 값을 부여한 더미변수이다. 본 연구의 목적은 기업지배구조가 기업 가치에 미치는 영향을 직접 분석하는 것이 아니라, 기업지배구조 수준에 따라 기부금이 기업가치에 미치는 영향이 달라지는지를 분석하는 것이기 때문에 기업지배구조 변수를 연속변수인 평가점수로 하지 않고 더미변수를 사용하였다. 연속변수인 평가점수로 사용할 경우에도 교차변수는 유의한 양(+)의 값을 가진다. 지배구조가 우수할수록 대리 비용이 줄어들 것이기 때문에 기업 가치는 커질 것으로 기대할 수 있다. 따라서 DCG 계수는 양(+)의 값을 가질 것으로 기대된다. 식 (3)에서 DCG와 Donation의 교차항이 양(+)의 계수를 가지는 것으로 나타난다면, 가설 2를 지지하는 것으로, 즉 기업지배구조가 우수한 경우 기부금이 증가할수록 기업 가치가 증가한다고 해석할 수 있다. 이와 함께 본 연구에서는 기업지배구조 수준에 따라 기부금이 기업 가치에 미치는 영향을 분명하게 살펴보기 위해 기업지배구조 수준에 따라 표본을 분리하여 식 (1)도 추정하였다.

본 연구에서는 식 (1)~(3)을 pooled OLS를 적용하여 추정하였으며 추정 계수의 유의성을 검증하는 t-통계량은 White 방법으로 이분산성을 조정한 표준오차로 계산하였다. 설명변수들은 내생성 문제를 완화하기 위해 전기 값을 취했다. 이에 종속변수인 토빈q

는 2006-2013년까지, 설명변수들은 2005-2012년까지 자료가 분석에 포함된다.

통제변수들은 선행연구들을 참조하여 광고비(AD), 연구개발비(RnD), 이자·법인세·감가상각비 차감 전 영업이익(EBITDA), 부채비율(Lev), 매출액 성장률(SGR5), 기업 연령(Age), 기업 규모(Size) 등을 선정하였다. 광고선전비(AD)는 매출액에서 광고선전비가 차지하는 비중으로 측정했으며(Black, Kim, Jang & Park, 2008; Choi et al., 2009b) 연구개발비(RnD)는 연구비와 개발비의 합을 매출액으로 나누어 측정하였다(Choi et al., 2009a; Choi et al., 2009b). 광고선전비, 연구비, 개발비가 결측치인 경우 0의 값을 가지는 것으로 처리하였다. 이들 변수는 기업의 미래를 위한 지출로 생각할 수 있고 선행연구에서도 이들 변수가 기업 가치와 유의한 정(+)의 관계가 있다고 보고했기 때문에 본 연구에서도 양(+)의 계수를 가질 것으로 기대한다.

EBITDA 변수는 수익성을 대용하는 변수로 총자산에서 영업이익과 감가상각비의 합이 차지하는 비중으로 측정하였다. 수익성이 클수록 기업 가치는 커질 것으로 기대된다(Choi et al., 2009b; Kim, 2009). 재무위험을 대용하는 변수인 부채비율은 기업 가치에 유의한 영향을 미치는 주요 변수 중 하나이다. 부채비율이 높은 기업은 재무적 곤경에 처할 가능성이 높기 때문에 부채비율은 기업 가치에 부정적인 영향을 미칠 것으로 생각할 수 있다(Kim, 2009). 반면 부채를 사용할 경우 법인세 절감효과로 자본비용을 낮출 수 있고 자본 시장의 감시감독을 용이하게 하여 잉여 현금흐름으로 인한 대리비용을 감소시켜 그 결과 기업가치를 증가시킬 수 있다는 주장도 있다. 본 연구에서는 많은 선행연구에서 보고한 것에 따라 부채비율이 기업 가치와 양(+)의 관계를 가질 것으로 기대한다(Shin, Lee & Chang 2004; Choi et al., 2009a; Choi et al., 2009b).

매출액 성장률(SGR5)은 성장성을 대용하는 변수로, 직전 5년 동안의 매출액 성장률의 기하평균으로 측정하였다(Black et al., 2008). 매출액성장률이 높을수록 기업가치는 커질 것으로 기대된다(Choi et al., 2009a; Kim, 2009). risk 변수는 영업위험을 대용하는 변수로 총자산 대비 매출채권과 재고자산의 합으로 측정하였다(Choi et al., 2009b). Choi et al.(2009b)은 경영위험이 클수록 기업 가치는 하락한다고 보고하였다. Age 변수는 설립이후 경과연수로 측정한 기업연령이다. 기업연령이 작을수록 성장속도가 빠르고 무형자산에 투자하는 비중이 크기 때문에 기업 가치는 커질 것으로 기대할 수 있다(Shin et al., 2004; Kook & Kang, 2011). 기업 규모를 대용하는 Size는 총자산에 로그를 취한 값으로 측정하였다. 기업 규모에는 기업에 대한 다양한 정보를 포함하고 있어 기업규모를 통제변수로 활용할 경우 연구모형에서 규정하지 못한 다양한 효과를 반영할 수 있다. 이와 함께 제조업 더미(D_{mfc})와 연도 더미를 통제변수로 선정하였다. 실증분석시 극단치의 영향을 제거하기 위하여 각 변수들은 상하위 1%에서 윈저라이징(winsorizing)하였다. <Table 2>은 본 연구의 주요 변수에 대한 정의를 보여주고 있다.

<Table 2> Description of Variables

variables		descriptions	expected sign
dependent variable	TQ	(market value of common shares and preferred shares+book value of debt) /book value of total asset	
independent variables	Donation	contribution expense/sales	(+)
	DCG	dummy variable that equals 1 if corporate governance score exceeds median	(+)
	Donation ×DCG	CSR×DCG	(+)
control variables	AD	ratio of advertising expense to sales. Firms with missing data for advertising expense are assumed to have 0 values	(+)
	RnD	ratio of research and development (R&D) expenditures to sales. Firms with missing data for R&D expense are assumed to have 0 values.	(+)
	EBITDA	(operating profits+depreciation)/total asset	(+)
	Lev	total debt/total asset	(+)
	SGR5	geometric average growth rate of sales during the past 5 fiscal years	(+)
	Risk	(account receivables + inventory)/total asset	(-)
	Age	firm age measured as 'fiscal year - established year'	(-)
	Size	ln(Total Asset)	?
	D _{mic}	dummy variable that equals 1 if a firm belongs to manufacturing industry	?

<Table 3> Summary Statistics

Panel A : money basis(millions KRW, N=3,892)						
	mean	median	S.D	minimum	maximum	
contribution	2,385	63	12,678	0	249,286	
market value	1,380,737	107,008	8,175,561	3,293	243,643,671	
total debt	808,315	106,527	2,735,055	565	54,963,618	
total asset	1,733,712	259,054	6,685,528	8,868	133,264,055	
advertising expense	13,179	374	109,623	0	3,263,296	
R&D	11,101	0	133,443	0	3,916,829	
operating profits+depreciation	114,219	11,998	626,895	-3,634,941	18,695,491	
sales	1,553,365	242,758	5,890,439	779	141,206,377	
account receivables+inventory	309,103	70,673	1,018,850	78	22,623,064	
CGS*	36.72	35.00	8.72	3.67	86.67	
Panel B : ratio basis(N=3,892)						
	mean	median	S.D	minimum	maximum	
TQ	1.048	0.903	0.556	0.280	7.078	
DONATION(%)	0.135	0.024	0.323	0.000	5.198	
AD	0.009	0.001	0.019	0.000	0.271	
RnD	0.005	0.000	0.015	0.000	0.199	
EBITDA	0.049	0.047	0.070	-0.664	0.427	
Lev	0.448	0.453	0.184	0.032	0.993	
SGR5	0.079	0.073	0.144	-0.642	2.148	
Risk	0.282	0.274	0.143	0.001	0.912	
Age	38.038	38.000	14.641	6.000	117.000	
Size	26.576	26.280	1.520	22.906	32.523	

Notes: CGS means corporate governance score converted on the basis of 100 points and the definitions of the variables in panel B are provided in Table 2. Each variable in panel B was winsorized at ±1%

4. 실증분석 결과

4.1. 기술통계량과 상관관계 분석결과

<Table 3>는 주요 변수에 대한 기술통계량을 보여주고 있다. 패널 A와 B는 각각 금액기준과 비율 기준이다. 패널 A를 보면 표

본 기간의 기부금 평균은 23억 원 정도이고 편차가 매우 크다는 것을 알 수 있다. 이는 소수의 기업이 대규모 기부금을 지출하며 다수의 기업은 소액으로 기부금을 지출함을 의미한다. 지면 관계 상 본문에 포함시키지는 않았지만, 본 논문의 결과가 극단치로 인한 것인지 확인하기 위해 1) 기부금이 0인 기업들 2) 기부금 지출 상위 1% 기업들을 제거한 후 동일한 분석을 수행하였다. 분석 결

과 두 경우 모두 유사한 결과가 나타나 본 연구 결과가 극단치로 인해 나타난 것은 아니라고 할 수 있다. 따라서 중앙값인 6천만 원 정도를 기부금 분포의 대푯값으로 생각하는 것이 타당한 것으로 보인다. 100점 만점으로 환산한 기업지배구조점수(CGS)의 평균(중앙값)은 36.72점(35점)점이며 최솟값은 3.67점, 최댓값은 86.67점으로 나타났다. 패널 B를 보면 매출액 대비 기부금 비중(Donation)의 평균은 0.135%로 AD(평균 0.9%)나 RnD(평균 0.5%)에 비해 매우 낮은 편임을 알 수 있다. AD와 RnD의 경우도 평균과 중앙값의 차이가 큰 것으로 보아 일부 기업의 광고비나 연구개발비 지출이 상대적으로 높다고 생각할 수 있다.

주요 변수 간 상관계수는 <Table 4>에 제시되어 있다. 우선 종속변수인 TQ는 모든 설명변수들과 유의한 상관관계를 가지는 것

으로 나타났다. 우선 TQ와 매출액 대비 기부금 비율은 유의한 양(+)의 상관관계가 나타나 기부금 지출이 큰 기업일수록 기업 가치가 높음을 알 수 있다. 또한 TQ는 DCG 변수와 양(+)의 상관관계를 보여 기업지배구조가 우수한 기업일수록 기업 가치도 클 것이라고 생각할 수 있다. TQ와 통제변수들 간 상관관계는 <Table 2>에서 기대한 방향대로 대부분 나타났다. <Table 4>에서 설명변수들 간 상관관계가 유의한 것으로 나타남에 따라 횡단면 분석시 다중공선성(multicollinearity) 가능성을 진단하기 위해 설명변수별로 분산팽창인자(variance inflation factors) 값을 구했다. 일반적으로 분산팽창인자가 10 이상일 때 다중공선성을 의심하게 되지만, 본 연구에서는 모든 변수에 대해 다중공선성을 우려하지 않아도 되는 것으로 나타났다.

<Table 4> Correlation

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1. TQ	1										
2. Donation	0.124 ***	1									
3. AD	0.189 ***	0.241 ***	1								
4. RnD	0.229 ***	0.140 ***	0.170 ***	1							
5. EBITDA	0.181 ***	0.188 ***	0.125 ***	0.039 **	1						
6. Lev	0.096 ***	-0.159 ***	-0.111 ***	-0.057 ***	-0.211 ***	1					
7. SGR5	0.099 ***	-0.002 ***	-0.043 ***	-0.037 **	0.286 ***	0.081 ***	1				
8. Risk	-0.045 ***	-0.083 ***	-0.006	0.046 ***	0.126 ***	0.083 ***	0.123 ***	1			
9. Age	-0.157 ***	-0.021	0.024	0.000	-0.122 ***	-0.012	-0.139 ***	-0.091 ***	1		
10. Size	0.123 ***	0.104 ***	0.045 ***	0.041 **	0.192 ***	0.172 ***	0.147 ***	-0.357 ***	0.110 ***	1	
11. DCG	0.119 ***	0.146 ***	0.146 ***	0.123 ***	0.210 ***	-0.043 ***	0.079 ***	-0.063 ***	-0.003	0.420 ***	1

Notes: The definitions of the variables are provided in Table 2 and *, ** and *** indicate significance at the 10%, 5% and 1% levels, respectively.

4.2. 회귀분석결과

<Table 5>는 전체 표본을 대상으로 식 (1)~식 (3)을 회귀분석한 결과를 요약한 것이다. 우선 식(1)을 추정한 결과를 보면, 기부금(Donation) 변수는 통계적으로 유의한 양(+)의 계수를 가짐을 알 수 있다. 이는 가설 1을 지지하는 결과로 기부금 지출은 기업 가치에 유의하게 긍정적인 영향을 미침을 의미한다. 이러한 결과는 기부금이 아닌 다른 척도(KEJI 지수 평가 항목 중 사회봉사기여도 점수)로 자선적 책임을 대용하여, 자선적 책임 활동이 많을수록 기업가치가 유의하게 감소하거나 또는 유의한 관계가 나타나지 않는다고 보고한 선행연구들의 결과와 상이한 결과라고 할 수 있다 (Kim & Wee, 2011; Kim & Yoo, 2013). 기부 활동과 기업가치가 유의한 정(+)의 관계라는 본 연구의 결과는 기부 활동을 지속적으로 수행할 수 있는 근거로 활용될 수 있을 것 같다. 왜냐하면, 자선적 책임이 기업가치 제고에 기여하지 못한다면 이를 수행하기

위해 부담해야 하는 비용은 주주들의 반발을 야기할 가능성이 높기 때문이다.

다음으로 기부금 지출이 기업 가치를 증가시키는 효과가 기업지배구조 수준에 따라 다를 것이라는 가설을 검증하기 위해 식 (3)을 추정하였다. 식 (3)을 추정하기 전에 식(1)에 기업지배구조 더미변수(DCG)를 추가한 식 (2)를 추정하였는데, DCG 변수를 포함시켜도 기부금 변수는 여전히 유의한 양(+)의 계수를 가지는 것으로 나타났다. DCG 변수는 기대했던 대로 양(+)의 계수를 가지며 통계적으로 기업가치에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다.

<Table 5>의 마지막 열에는 식 (2)에 기부금(Donation)과 DCG 변수의 교차항을 추가한 식 (3)을 추정한 결과가 제시되어 있다. 교차항의 계수는 양의 값으로 추정되었으며 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 변수로 나타났다. 기업지배구조 수준이 우수한 경우 기부금(Donation)이 기업 가치에 미치는 총효과(Donation계수 + 교차항의 계수)는 11.614(1% 유의수준에서 유의함)이고 기업지

배구조 수준이 취약한 경우 기부금(Donation)이 기업 가치에 미치는 효과(Donation계수)는 -10.150임을 알 수 있다. 이는 기업지배구조 수준이 높은 경우 기부금이 증가할수록 기업 가치는 유의하게 증가하며 기업지배구조가 취약한 경우 기부금이 증가할수록 기업 가치는 유의하게 하락함을 의미하는 결과이다.

통제변수들의 경우 모형에 관계없이 AD, RnD, EBITDA, Lev, SGR5는 의한 양(+)의 계수를, Risk, Age, D_{mfc}는 유의한 음(-)의 계수를 가지는 것으로 나타났다. 이는 선행연구와 일관된 결과로 매출액 대비 광고선전비, 연구개발비, 이자·법인세·감가상각비 차감 전 영업이익이 클수록, 부채비율이 높을수록, 매출액 성장률이 높을수록 기업 가치는 유의하게 증가하며, 영업위험이 클수록, 기업연령이 높을수록, 그리고 제조업일수록 기업 가치는 유의하게 감소함을 의미한다.

<Table 5> Pooled OLS Results

	(1)	(2)	(3)
Donation	6.415* (1.873)	6.248* (1.820)	-10.150*** (-2.571)
DCG		0.037** (1.970)	0.013 (0.673)
Donation×DCG			21.765*** (4.021)
AD	4.142*** (5.049)	4.051*** (4.936)	4.016*** (4.893)
RnD	8.059*** (7.433)	7.972*** (7.325)	7.908*** (7.282)
EBITDA	1.280*** (4.600)	1.268*** (4.570)	1.275*** (4.605)
Lev	0.468*** (9.987)	0.480*** (10.021)	0.479*** (10.041)
SGR5	0.176*** (3.208)	0.175*** (3.173)	0.175*** (3.190)
Risk	-0.310*** (-4.150)	-0.325*** (-4.303)	-0.332*** (-4.395)
Age	-0.005*** (-7.739)	-0.005*** (-7.713)	-0.005*** (-7.673)
Size	0.005 (0.664)	-0.001 (-0.131)	-0.001 (-0.126)
D _{mfc}	-0.072*** (-3.094)	-0.069*** (-2.946)	-0.069*** (-2.959)
YDUM	<i>included</i>	<i>included</i>	<i>included</i>
constant	0.972*** (4.720)	1.110*** (4.932)	1.124*** (5.001)
n	3698	3698	3698
adj R ²	0.1832	0.1838	0.1864
F-VALUE	49.78***	47.24***	45.59***

Notes: The definitions of the variables are provided in Table 2, and t-values, based on White's heteroskedasticity-consistent standard errors, are in parentheses. *, ** and *** indicate significance at the 10%, 5% and 1% levels, respectively.

추가적으로 본 연구에서는 기업지배구조 수준에 따라 기부금이 기업 가치에 미치는 서로 다른 효과를 좀 더 분명하게 살펴보고 기업지배구조 더미변수가 설명변수로 추가되어 나타날 수 있는 문제점을 완화하기 위해 표본을 기업지배구조점수의 중앙값을 기준으로 2분류하여 식 (1)을 추정하였다. <Table 6>은 그 결과를 보여주고 있다.

<Table 6> Pooled OLS Results for 2 subgroups classified by DCG

	DCG = 0	DCG = 1
Donation	-1.429 (-0.325)	7.560** (1.955)
AD	5.501*** (3.813)	2.743*** (3.089)
RnD	4.802* (1.861)	8.090*** (6.952)
EBITDA	-0.139 (-0.436)	3.329*** (8.901)
Lev	0.412*** (6.506)	0.600*** (8.033)
SGR5	0.302*** (4.072)	0.093 (1.138)
Risk	-0.088 (-0.899)	-0.529*** (-4.950)
Age	-0.002*** (-2.876)	-0.005*** (-5.183)
Size	-0.076*** (-5.017)	0.021** (2.138)
D _{mfc}	-0.158*** (-4.384)	0.050* (1.753)
YDUM	<i>included</i>	<i>included</i>
constant	2.971*** (7.326)	0.438 (1.529)
adj R ²	1796	1915
F-VALUE	0.1285	0.2949
F	16.57	48.1

Notes: The definitions of the variables are provided in Table 2, and t-values, based on White's heteroskedasticity-consistent standard errors, are in parentheses. *, ** and *** indicate significance at the 10%, 5% and 1% levels, respectively.

분석결과, 기업지배구조가 우수한 기업들로 구성된 표본(DCG=1)에서는 기부금(Donation) 변수는 유의한 양(+)의 계수를 가지는 반면 지배구조가 취약한 기업들로 구성된 표본(DCG=0)에서는 통계적으로 유의하지는 않지만 음(-)의 계수를 가지는 것으로 나타났다. 이는 지배구조가 우수한 경우 기부금 지출은 기업 가치에 유의하게 긍정적인 영향을 미치나 지배구조가 취약한 경우 기부금을 지출하더라도 기업 가치 제고와 연계되지 않는다고 해석할 수 있다.

통제변수를 살펴보면, 두 하위표본에서 AD, RnD, Lev 변수는 모두 유의한 양(+)의 계수를, Age와 D_{mfc} 변수는 모두 유의한 음(-)의 계수를 가지는 것으로 나타났다. EBITDA와 Risk 변수는 지배구조가 우수한 기업군에서만 기업 가치에 유의한 영향을 미치는 변수로 나타난 반면, SGR5는 지배구조가 취약한 기업군에서만 기업 가치와 유의한 관계인 것으로 나타났다. Size 변수는 두 하위표본에서 유의한 변수이나 기업 가치에 영향을 주는 방향은 반대이다. 통제변수 추정결과에 따르면, 지배구조와 관계없이 광고선전비, 연구개발비, 부채비율이 높을수록, 기업연령이 짧을수록, 그리고 제조업이 아닐 때 기업 가치가 증가한다. 추가적으로 기업지배구조가 취약한 경우에는 매출액 성장률이 높을수록, 기업규모가 작을수록 기업 가치가 증가하며, 기업지배구조가 우수한 경우에는 수익성이 높을수록, 영업위험이 작을수록 기업 가치가 증가함을 말해주고 있다.

5. 결론

기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility; CSR)이란 기업을 둘러싼 다양한 이해관계자들 - 종업원, 소비자, 지역사회 등 - 에 대한 책임을 의미한다. CSR 활동을 바라보는 시각에는 여러 가지가 존재한다. 최근 기업이 사회에서 차지하는 역할과 영향력이 커지고 높은 시민의식을 가진 사람들이 많아지면서, CSR에 대한 관심이 증대되고 있다. 이에 따라 전통적인 이윤 추구 외에 환경이나 윤리 규정을 준수하고 사회에 기부하는 기업들이 늘어나고 있다. 이런 배경에서 CSR 활동과 관련된 연구도 최근 활발하게 이루어지고 있다.

국내 기업들을 대상으로 CSR 활동과 기업가치 간 관계를 분석한 실증연구들은 대체로 정의 관계라고 보고하고 있다. 이와 함께 CSR 활동을 유형별로 구분하여 기업성과 간 관계를 살펴본 소수의 연구에서는 KEJI 지수 평가 항목 중 사회봉사기여도 점수로 대용한 자선적 책임 활동이 많을수록 기업가치가 유의하게 감소한다는 실증결과를 제시하고 있다. 그런데, 국내 선행연구들 대부분은 CSR 활동을 어느 정도 하는 기업들을 대상으로 한 연구라는 점에서 표본선택편의(sample selection bias) 문제가 있다.

본 연구에서는 선행연구를 보완하여 2006-2013년까지 기간 동안 유가증권시장에 상장된 비금융업들 중 12월 결산법인을 대상으로 기업의 자선적 책임 활동에 포함되는 기부활동이 기업 가치에 미치는 영향을 살펴보고 기업지배구조 수준에 따라 그 효과가 달라지는지 살펴보았다. 실증결과, 기부금 지출은 기업 가치를 제고시키며 지배구조 수준에 따라 그 효과가 달라지는 것으로 나타났다. 지배구조가 우수한 경우에는 기부금 지출은 기업 가치와 정(+)의 관계가 나타나지만, 지배구조가 취약한 경우 이러한 정(+)의 관계가 발견되지 않았다.

본 연구결과를 지배구조가 우수한 경우에는 기부 활동과 같은 자선적 책임 활동은 기업 가치에 긍정적으로 영향을 미치지만, 지배구조가 취약한 경우에는 기부금 지출이 대리인 비용으로 인식되기 때문에 나타난 결과로 보인다. 이는 지배구조가 우수한 경우 기부활동을 통해 기업명성 등이 상승하여 기업가치가 증대되나, 지배구조가 취약한 경우 기부활동과 같은 자선적 책임 활동을 수행하기 위한 지출이 기업 가치를 증대시키기 위한 전략적 투자가 아닌, 경영자의 사적 효용을 위해 지출되는 비용으로 인식되고 있기 때문에 기업가치제고로 연계되지 못함을 시사한다.

본 연구는 기부금이 아닌 다른 척도로 자선적 책임을 대용하여 자선적 책임 활동과 기업 가치 간 관계를 분석한 선행연구(Kim & Yoo, 2013; Kim & Wee, 2011)들과는 상이한 결과를 제시하고 있다. 이러한 사실은 향후 연구기간을 확대하고 연구방법을 보완하여 자선적 책임활동과 기업가치 간 관계를 보다 심도 있게 분석해야 할 필요를 제기한다.

References

Bae, Jungho, Kim, Byung-Do, & Kim, Jun Ho (2008). The Effect of Corporate Social Investment on the Market Value of a Korean Firm: An Event-Study Methodology. *Korean Journal of Management*, 16(2), 159-192.

Barnea, A., & Rubin, A. (2010). Corporate Social Responsibility as A Conflict Between Shareholders. *Journal of Business Ethics*, 97(1), 71-86.

Berman, S. I., Wicks, A. C., Kotha, S., & Jones, T. M. (1999).

Does stakeholder orientation matter? The Relationship between Stakeholder Management Models and Firm Financial Performance. *Academy of Management Journal*, 42(5), 488-506.

Black, B., Kim, W., Jang, H., & Park, K. (2008). How Corporate Governance Affects Firm Value: Evidence on Channels from Korea. *SSRN working paper series*, Retrieved July 10, 2014, from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=844744.

Brown, W. O., Helland, E., & Smith, J. K. (2006). Corporate Philanthropic Practices. *Journal of Corporate Finance*, 12(5), 855-877.

Carroll, A. B. (1991). The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders. *Business Horizons*, 34(4), 39-48.

Carroll, A. B. (1999). Corporate Social Responsibility : Evolution of a Definitional Construct. *Business and Society*, 38(3), 268-295.

Choi, Won-Wook, Bae, Ji-Hun, & Kim, Sang-il (2009). The Effect of Charitable Contributions on the Firm Value - From the Perspective of Corporate Ownership -. *Korean Management Review*, 38(6), 1415-1443.

Choi, Woon Yeol, & Lee, Ho Sun (2009). Determinants of Corporate Philanthropy: Application of Several Econometric Methodologies. *Sogang Journal of Business*, 20(1), 139-152.

Choi, Woon Yeol, Lee, Ho Sun, & Hong, Chan Sun (2009). Corporate Social Responsibility and Firm Value: Focused on Corporate Contributions. *Korean Management Review*, 38(2), 407-432.

Chon, Mi Lim, & Yoo, Jae Mee (2013). Corporate Social Responsibility and Financial Performance - Investigating the moderating effects of motive and commitment of CSR. *Korean Management Review*, 42(5), 1159-1185.

Cochran, P. L., & Wood, R. A. (1984). Corporate Social Responsibility and Financial Performance. *Academy of Management Journal*, 27(1), 42-56.

Jun, Sang-Gyung, & Han, Sang-Lin (2006). Corporate Social Responsibility and Analysis of Korean Companies. *Journal of Commodity Science & Technology*, 24(1), 185-201.

Kang, Chang-Won (2008). A Study for how a CEO's moral management influences on his employees' absorbing into their business in a Stock company, *Journal of Distribution Science*, 6(1), 63-77.

Kang, Hyoung Goo, & Jun, Sang Gyung (2011). Empirical Analysis of Korean Corporate Giving -Past and Present. *The Review of Business History*, 26(4), 209-228.

Kang, Shin-Ae, & Kim, Tae-Joong (2014). A study of the relationship between corporate governance and real earnings management: Based on foreign investors and growth. *Journal of Distribution Science*, 12(4), 85-92.

Kim, Ae-Hyun, & Yoo, Jae-Wook (2013). The Moderating Effect of Corporate Governance on the Relations between Corporate Social Responsibility and Corporate Value.

- Korean journal of business administration*, 26(2), 219-240.
- Kim, Changsoo (2009). Corporate Social Responsibility and Firm Value. *Korean Journal of Financial Studies*, 38(4), 507-545.
- Kim, Chong-Sung, Hong, Jung-Hwa, & Kim, Wan-hee (2008). The Analysis on the Impact of Corporation's Ownership Structure Change on the Level of Contributions. *Journal of Taxation and Accounting*, 9(2), 105-126.
- Kim, Hyoung gu (2012). The Impact of Cumulative Effect of Cash Donation on Business Performance. *Journal of The Society of Computer and Information*, 17(4), 147-153.
- Kim, Manjong, Chung, Seungwha & Choi, Youngkeun (2013). The Effect of Corporate Giving Activity on the Firm Performance. *Korean Journal of Industrial Relations*, 23(2), 75-100.
- Kim, Mee-Lan, Kwon, Il-Sook, & Sul, Wonsik (2014). The Relationship Between CRS and Corporate Governance. *Journal of CEO and Management Studies*, 17(1), 125~144.
- Kim, Sang-Hyun (2014). Governance mechanisms and opportunism in inter-firm relational exchanges. *Journal of Distribution Science*, 12(1), 5-12.
- Kim, Sun-Hwa, & Lee, Kye-Won (2013). Corporate Social Responsibility(CSR) in Accounting: Review and Future Direction. *Korean journal of business administration*, 26(9), 2397-2425.
- Kim, Sung Hwan, & Kim, Mi Na (2011). The Effects of Firms' Contribution Expenses and Catering Expenses on Their Profitability in Korea: Theory and Evidence. *Korean Management Review*, 40(3), 659-685.
- Kim, Young-Sik, & Wee, Jung-Bum (2011). Comprehensive Analysis of Corporate Social Responsibility and Financial Performance. *Korean journal of business administration*, 24(5), 2913-2950.
- Kook, Chan Pyo, & Kang, Yun Sik (2011). Corporate Social Responsibility, Corporate Governance and Firm Value. *Korean Journal of Financial Studies*, 40(5), 713-748.
- Kwon, Soon Chang, Kim, Hyung Kook, & Choi, Su-Man (2003). An Empirical Study on the Determinating Factor of Corporate Contributions. *Journal of Business Research*, 18(2), 35-57.
- Lee, Soo-Wook, & Cha, Eun-Kwang (2014). A Study of the Impact of Customer Value on Relationship Quality and Customer Loyalty. *Journal of Distribution Science*, 12(2), 81-93.
- Lev, B., Petrovits, C., & Radhakrishnan, S. (2010). Is Doing Good Good for You? How Corporate Charitable Contributions Enhance Revenue Growth. *Strategic Management Journal*, 31(2), 182-200.
- Levy, F. K., & Shatto, G. M. (1978). The Evaluation of Corporate Contributions. *Public Choice*, 33(1), 19-28.
- Lopez, M. V., Garcia, A., & Rodriguez, L. (2007). Sustainable Development and Corporate Performance: A Study Based on the Dow Jones Sustainability Index. *Journal of Business Ethics*. 75(3), 285-300.
- Mahdi Salehi, & Azadeh Asgari. (2013). Corporate governance and earnings quality: The Iranian evidence. *Journal of Distribution Science*, 11(6), 5-11.
- Moore, G. M. (2001). Corporate Social and Financial Performance: An Investigation in the U.K. Supermarket Industry. *Journal of Business Ethics*, 34(3), 299-315.
- Navarro, P. (1988). Why Do Corporations Give to Charity? *Journal of Business*, 61(1), 65-93.
- Park, Hun-Joon, Kwon, In-Su, Shin, Hyun-Han, & Chung, Ji-Woong (2004). The Relationship between Corporate Environmental and Financial Performance. *Korean Management Review*, 33(5), 1461-1487.
- Posnikoff, J. (1997). Disinvestment from South Africa: They Did Well by Doing Good. *Contemporary Economic Policy*, 15(1), 76-86.
- Schwartz, R. A. (1968). Corporate Philanthropic Contributions. *Journal of Finance*, 23(3), 479-497.
- Shin, H. Lee, S., & Chang, J. (2004). Outside Monitors and Firm Value. *Asian Review of Financial Research*, 17(1), 41-72.
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wazzan, C. P. (1999). The Effect of Socially Activist Investment Policies on the Financial Markets: Evidence from the South African Boycott. *Journal of Business*, 72(1), 35-89.
- The Federation of Korean Industries (2013). *Corporate Community Relations White Book 2013*. Seoul, Korea: FKI.
- Vance, S. (1975). Are Socially Responsible Firms Good Investment Risks? *Management Review*, 64(8), 18-24.
- Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The Corporate Social Performance - Financial Performance Link. *Strategic Management Journal*, 18(4), 303-319.