

CSR과 기업가치의 관계 : 기업지배구조의 중요성¹⁾

강 윤 식 | 한국기업지배구조원 연구위원

국 찬 표 | 전 서강대학교 교수

1. 서 론

최근 몇 년 전부터 기업뿐만 아니라 투자자, 정부, 학계 등 자본시장의 여러 주체들로부터 새롭게 주목을 받고 있는 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility, CSR) 활동은 일반적으로 종업원, 소비자, 지역사회, 환경 등 기업의 여러 이해관계자들의 이해를 고려하는 자발적이고 지속적인 기업 활동으로 받아들여지고 있다. 이러한 CSR 활동과 관련하여 현재 국내에서는 많은 논의가 진행 중인데, 주된 이슈 중의 하나는 기업측면에서 자발적인 CSR 활동을 지속적으로 수행할 필요성과 유인이 무엇인가라는 점이다.

이에 대하여 일각에서는 기업이 성장하고 영향력이 커짐에 따라 기업은 단순히 경제발전에만 기여하는 역할뿐만 아니라 사회의 구성원으로서 여러 이해관계자의 요구와 이익에도 기여하는 역할을 성실히 수행해야한다고 주장한다. 하지만 또 다른 일각에서는 CSR 활동이 기업 또는 투자자 입장에서 비용으로 다가오기 때문에 수익과 연계되지 않는 자발적인 CSR 활동은 기업의 의해 지속적으로 수행되기 어렵다고 주장한다. 전자와 같이 기업가치와 무관하게 이타적인 관점에서 CSR 활동을 바라보는 경우 주주에 대한 경영자의 신의성실 의무(fiduciary duty)를 규정한 현재의 법률체계 및 이익 극대화를 바라는 투자자의 성향에 비추어 볼 때 문제가 발생할 수 있다.

1) 본고는 “기업의 사회적 책임, 지배구조 및 기업가치”라는 제목으로 증권학회지 제 40권 제5호(2011년)에 게재된 논문임을 밝혀둔다. 지면 제약으로 인해 본고에서 생략된 부분은 원문을 참조하기 바란다.

왜냐하면 자본을 투자하지 않은 이해관계자의 이익을 위해 주주들의 비용으로 CSR 활동을 수행하는 것은 신의성실의 원칙에 어긋나는 것이며, 이 경우 주주들은 더 이상 기업에 자본을 투자하지 않으려고 할 것이기 때문이다. 따라서 자발적인 CSR 활동이 현재의 법률 체계 내에서 지속적으로 수행되기 위해서는 CSR이 기업가치 제고와 연계될 필요가 있다. 이렇게 된다면 CSR 활동을 통해 이해관계자의 이해와 주주의 이해가 양립될 수 있을 것이며, 기업에 의한 자발적인 CSR 활동이 지속적으로 수행될 수 있을 것이다.

이러한 점에서 CSR 활동과 기업가치 간의 관계를 분석하는 것은 실무적으로나 정책적으로 중요한 의미를 가지는데, 국내에서는 아직 이와 관련된 연구가 활발히 수행되지 않고 있으며, 최근까지 진행된 국외의 기존연구들은 CSR 활동과 기업가치 간의 관계에 대해 일관된 결과를 보고하고 있지 않다. 이에 본 연구에서는 CSR 활동이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지를 국내 상장기업을 대상으로 분석하고, 나아가 기업지배구조의 수준이 CSR 활동과 기업가치 간의 관계에 어떠한 영향을 미치는지를 실증분석을 통해 규명함을 목적으로 한다. 이러한 분석은 CSR 활동과 기업가치 간의 관계를 분석한 기존연구들의 결과가 일치하지 않는 이유를 규명할 수 있을 것으로 기대되며, 이는 본 논문이 보여주는 기존논문과의 주된 차이점이다.

이를 위해 본 연구에서는 먼저 CSR 활동과 관련된 체계적인 자료를 수집하여 CSR 활동이 국내 상장기업의 가치에 어떤 영향을 미치는지를 분석한다. 이러한 분석을 통해 CSR 활동이 외부 이해관계자들의 강요로 인해 발생하는 새로운 비용 요인인지, 아니면 기업가치 제고를 위한 새로운 기회 요인이 되는지를 검증해 볼 수 있을 것으로 기대된다.

다음으로 기존연구에서 CSR 활동과 기업가치 간의 관계가 일관되게 나타나지 않는 이유를 분석하기 위하여 본 연구에서는 CSR 활동과 관련된 새로운 유형의 대리인 문제가 발생할 수 있다는 가능성에 주목하면서, 기업지배구조 수준에 따라 CSR 활동이 기업가치에 미치는 영향이 어떻게 달리 나타나는지를 분석한다. 기업지배구조가 취약하여 경영활동을 통해 경영자가 사적이익(private benefits)을 향유할 수 있다면,²⁾ 경영의사결정에 있어서 막강한 권한을 가지고 있는 기업의 경영자는 기업가치 제고 목적과는 달리 개인의 사적이익을 위한 목적으로 CSR 활동을 추진할 수

2) 경영자는 이용 가능한 기업 자원을 비효율적으로 사용하여 사적이익을 추구할 유인을 가진다(Jensen and Meckling, 1976).

있다(Beltratti, 2005). 이때 기업가치 제고와 무관하게 경영자의 사적이익 추구를 위해 수행된 CSR 활동은 경영자 개인에게는 이익이 될 수 있겠지만,³⁾ 반면 주주들에게는 CSR 활동을 위해 지출된 금액만큼 비용이 될 것이며, 기업가치는 그만큼 훼손될 것이다. 이러한 비효율적인 CSR 활동은 주주와 경영자 간의 이해상충의 원인이 되고 CSR 활동으로 인한 지출은 대리인 비용이 되는데, 이러한 대리인 비용은 기업지배구조가 우수할수록 효율적으로 통제될 수 있을 것으로 예상된다.⁴⁾

기업지배구조가 우수하여 경영자의 사적이익 추구행위가 통제되어 효율적인 CSR 활동을 수행하는 기업에서는 CSR 활동을 통해 기업의 명성제고, 종업원의 생산성 및 조직 충성도 향상, 매출 증대 등을 통해 기업가치 제고의 효과를 누릴 수 있을 것인데, 이는 기업가치 제고를 바라는 주주의 이해와 일치할 것이다. 이 경우 CSR 활동은 기업가치 제고를 위한 경영전략으로, 그리고 CSR 활동을 위한 지출은 기업가치 제고를 위한 투자의 개념으로 이해되어질 수 있을 것이다. 이에 본 연구에서는 기업지배구조가 우수할수록 CSR과 관련된 대리인 비용이 통제되어 효율적인 CSR이 수행되고 그 결과로 기업의 가치가 제고되는지를 실증적으로 검증한다.

만약 본 연구의 예상과 같이 기업지배구조 수준에 따라 CSR 활동이 기업가치에 미치는 영향이 다르다고 한다면, 기업지배구조를 고려하지 않은 기존의 실증연구들은 편의를 가지게 된다. 따라서 기업지배구조 수준이 상이한 표본을 이용한 기존의 연구들은 이러한 편의로 인해 일관된 결과를 보고하지 않는 것으로 해석될 수 있다. 본 연구의 이와 같은 분석은 CSR을 통한 경영자의 사적이익 추구 가능성을 살펴볼 수 있게 하며, 기업지배구조의 효과성을 재확인시켜 준다는 점에서 중요한 의의를 가진다.

이와 함께 본 연구에서는 CSR과 기업지배구조 간의 관계를 분석한다. 기업에 자본을 제공하는 투자자 특히 주주의 이익을 보호하는 메커니즘으로서의 기업지배구조(Shleifer and Vishny, 1997)는 이해관계자의 이해를 고려하는 CSR과 개념 상으로 상충하는 것처럼 여겨진다. 하지만 효율적인 CSR이 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 한다면, 주주이익 극대화를 위한 기업가치 제고를 목표로 하는 기업지배구조와

3) CSR 활동을 통해 경영자는 종업원, 지역사회, 환경 단체 등 이해관계자들로 부터 자신의 개인적인 인지도와 명성을 제고시킬 수 있다.

4) 기업지배구조는 내부자들에 의한 자원유용으로 부터 외부투자자들을 보호하는 메커니즘의 총체이다(La porta et al. 2002). 따라서 우수한 기업지배구조는 대리인 문제를 효율적으로 해결하여 기업가치 제고에 기여한다(Smith, 1996; La Porta et al., 2002; Shleifer and Wolfenzon, 2002; Gompers, Ishii and Metrick, 2003; Cremers and Nair, 2005; Drobetz et al., 2004 등 다수).

CSR은 기업가치 측면에서 상호 무관하지 않음을 예상할 수 있다. 이러한 내용은 실증분석을 통해 검증을 시도해 볼 수 있는데, 이와 같은 분석은 이해관계자의 이익과 주주의 이익이 상충하지 않고 양립할 수 있다는 근거를 제공할 수 있다는 점에서 중요한 의미를 가진다.

CSR과 관련된 대부분의 기존 연구는 단순히 CSR과 기업의 재무적 성과 간의 관계에 집중하고 있는데, 이와 달리 본 논문은 CSR 활동으로 인한 대리인비용이 발생할 수 있다는 점에 주목하여 기업지배구조 수준에 따른 CSR과 기업가치 간의 관계를 체계적으로 분석하고 있다는 점에서 기존 연구와 차별화 된다. 이러한 본 연구는 기업지배구조가 기업가치에 미치는 영향 및 CSR이 기업가치에 미치는 영향과 같이 분리되어 연구되던 주제를 하나로 연결시켜 분석하고 있다는 점이 특징이다. 또한 CSR 활동을 측정하는 변수로 국내의 타 연구와 달리 체계적인 평가에 따라 부여된 개별 기업의 CSR 등급을 이용하고 있다는 점도 본 연구의 특징이다. 아직까지는 CSR 활동을 측정하는 합리적인 지표에 대한 학계 및 실무계의 명확한 정리가 없고, 따라서 CSR의 합리적인 대리변수가 무엇이다라고 확인하기 어려운 현재의 상황에서 다양한 지표와 변수를 이용한 연구가 필요하다고 판단되어진다. 이러한 측면에서 기존의 연구와 다른 자료를 활용하여 실증분석을 수행한 본 연구는 충분히 의의가 있다고 판단된다. 이와 함께 아직 CSR 연구가 활발하지 않은 국내 재무분야에 CSR과 관련된 화두를 제시한다는 점에서도 본 연구는 평가를 받을 수 있을 것이다.

본 논문은 다음과 같이 구성된다. II 장에서는 본 연구의 주제와 관련된 기존연구를 정리하면서 본 연구의 가설을 제시한다. 그리고 III 장에서는 표본선정, 변수측정 및 연구모형에 대해 설명한다. IV 장에서는 주요변수들의 기초통계량을 제시하고, 실증분석 결과를 설명한다. 다음으로 V 장에서는 본 연구의 결론을 기술한다.

2. 이론적 배경 및 가설 설정

여기에서는 기존 연구에서 언급된 CSR의 개념을 먼저 살펴보고, 이후 본 논문에서 수행하고자 하는 연구주제와 관련된 기존 연구를 정리하면서 연구가설을 설정하고자 한다.

2.1 CSR의 개념

CSR에 대해 많은 학자들과 기관 등에서 정의를 내리고 있지만 아직 CSR의 역할과 정의는 이론적으로 명확하게 확립되지는 않았다. Frooman(1997)은 이해관계자들의 부에 영향을 미칠 수 있는 기업 행위로 CSR을 정의하고 있으며, McWilliams and Siegel(2000)은 CSR을 법적으로 요구하는 수준과 기업의 이해를 넘어서 사회적 재화를 창출하기 위한 기업의 노력으로 설명한다. Hopkins(2004)는 CSR에 대해 기업의 이해관계자를 윤리적 또는 책임 있는 방식으로 대하는 것과 관련되는 개념으로 설명한다. 그리고 Tsoutsoura(2004)에 따르면 사회적 책임을 다하는 기업은 기업의 핵심 이해관계자의 부에 기여하고 최소한의 법적요건을 뛰어넘는 경영관행과 정책을 채택하여 발전시켜 나아가야 한다. 따라서 CSR을 기업 운영, 공급망 관리, 기업 전반의 의사결정 프로세스가 통합된 정책, 관행 및 프로그램의 포괄적 집합이라고 할 수 있으며, 대개의 CSR에서는 기업윤리, 지역사회 투자, 환경문제, 인권, 시장, 작업장에 관련된 문제 등을 다룬다.

이외에도 많은 학자들은 CSR 활동을 사회와 이해관계자들 등에 대한 의무와 관련되는 개념으로 설명하면서(Brown and Dacin, 1997; Sen and Bhattacharya, 2001; Luo and Bhattacharya, 2006), 사회와 환경을 개선시키고자 하는 기업의 자발적 행위로 받아들이고 있다(Mackey, Mackey and Barney, 2007). 그리고 The Commission of the European Communities(2002)는 CSR을 더 나은 사회와 더 깨끗한 환경에 공헌하기 위하여 기업이 자발적으로 의사결정하여 수행하는 개념으로 정의하면서, 사회적으로 책임 있는 행위는 인권, 환경 및 이해관계자와의 관계에서 더 많이 순응하고 투자하는 것이라고 덧붙인다.

이와 같이 CSR에 대한 정의가 아직 명확히 설정되지는 않았지만, 일반적으로 CSR은 종업원(employees), 소비자(customers), 지역사회(communities), 환경(environment) 등 기업의 여러 이해관계자에 대한 법적 요구사항 이상의 자발적인 기업 활동으로 받아들여지고 있다.

2.2 CSR과 기업가치

CSR과 관련된 기존의 많은 연구는 이러한 CSR 활동이 기업가치 또는 기업성장에 미치는 영향을 분석하고 있지만, 일관된 결과를 보고하고 있지는 않다. 기업의 단기성과를 이용한 몇몇 연구는 사건연구(event study)를 통해 비정상수익률과 CSR 활동과의 관계를 분석하였는데 실증분석 결과는 일관되게 나타나지 않았다. 대표적으로 Wright and Ferris(1997)는 CSR과 기업성과 간에 음의 관계를 보고하였지만, Posnikoff(1997) 양의 관계를 보고하였다. 그리고 Teoh, Welch and Wazzan(1999)는 CSR과 기업성과 간에 유의한 상관관계를 밝혀내지 못하였다.

CSR과 단기 재무적 성과 간의 관계를 실증 분석한 연구와 마찬가지로 기업의 장기성과를 이용한 연구에서도 실증분석 결과가 일관되게 나타나지 않았다. Vance(1975) 등은 CSR과 기업성과 간에는 음의 관계가 있다고 보고한 반면, Cochran and Wood(1984), Waddock and Graves(1997), 김창수(2009) 등은 CSR과 기업의 성과 간에 유의한 양의 관계가 존재한다고 밝혔다. 그리고 Aupperle, Carroll, and Hatfield(1985) 등은 CSR과 자산에 대한 위험조정수익률 사이의 유의한 관계를 설명하지 못하였다.

CSR과 기업가치 간에 음의 상관관계가 있다고 주장하는 연구에 따르면 사회적 책임을 다하는 기업은 사회 및 환경 분야 등에 대한 직접적인 비용이 발생하기 때문에 그로 인해 수익이 감소되는 불이익을 받게 된다. 따라서 일찍이 Freedman(1970)은 기업의 사회적 책임활동(CSR)은 해당기업의 이윤을 증가시키는 것을 전제로만 수행되어야 하고 기업이 CSR에 지나치게 집중하면 기업가치에 오히려 해가 될 것이라고 주장하였다. Bragdon and Marlin(1972), Vance(1975), Brammer, Brooks and Pavelin(2006) 등도 이러한 견해에 동의한다. 이는 해당기업의 사회적 혹은 환경적 성과 제고를 위해 추가적으로 지불해야하는 비용 때문이며 주주가치의 제고에는 별 효과가 없다는 것이다. 또한 CSR에의 관심제고는 당연히 수익성 높은 사업안이나 투자전략이 오히려 소외될 것이라는 염려 또한 그 이유로 지적된다(Langbein and Posner, 1980; Aupperle, Carroll and Hatfield, 1985).

이에 비해 Ullman(1985)은 CSR과 기업성과를 직접적으로 연관시켜야만 할 어떠한 이유도 찾기 어렵다고 주장하며, 양자간 관계에 대해 중립적인 입장을 취하고 있다. 여기에는 해당기업의 CSR에 대한 정확한 평가와 가치 매김이 현 자본시장의 수준으로는

불가능하다는 것이다(Statman, 2000). Derwall et al.(2005) 역시 현 시장설명 모형들로는 CSR이 해당기업이나 포트폴리오의 성과에 미치는 영향을 효과적으로 측정하거나 평가하는 것이 불가능하다고 주장한다.

또 다른 주장으로서, 양자간 긍정적 연관성을 주장하기도 한다(장지인, 최현섭, 2010; 김창수, 2009; Derwall et al., 2005; Herremans, Akathaporn and McInnes, 1993; Guerard, 1997).⁵⁾ CSR과 기업가치 간에 양의 상관관계가 있다고 주장하는 연구는 기업이 수행하는 사회적 책임 활동으로 인한 성과로부터의 이익이 CSR과 관련된 비용을 초과하기 때문에 CSR과 기업성과 간에 양의 상관관계를 가진다고 설명한다. 여기에는 CSR이 해당기업의 명성이나 브랜드 가치에 미치는 영향이나 해당기업의 그러한 매력이 질 좋은 경영자나 고용자를 끌어 모으는 역할을 하기에, CSR에 대한 기업투자가 장기간에 걸쳐 긍정적인 가치제고를 가져온다는 것이다. 이에 대한 근거로 Heal(2005)은 CSR 활동이 이해관계자와의 상충을 감소시켜 기업의 명성을 제고할 수 있고, 이해관계자의 신뢰를 극대화할 수 있다고 주장한다. 즉 CSR 활동을 통해 이해관계자와의 관계를 건전하게 구축함으로써 해서 조직 혁신, 종업원의 동기부여, 브랜드 명성제고, 협상력 제고 등을 통해 조직의 성과를 개선시킬 수 있다는 의미이다. 또한 김창수(2009)에 따르면 CSR이 단기적으로는 비용 요인이기도 하지만 기업의 명성을 높이고 이로 인해 매출을 증가시키며 장기적으로는 비용을 낮추는 긍정적인 측면이 있다. 이를 통해 사회적 책임을 다하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 수익의 하방위험성이 적고 기업가치를 훼손할 부정적 사건에 처할 가능성이 줄어들 수 있다.⁶⁾ 이러한 측면에서 CSR은 거래비용과 이해관계자와의 잠재적인 이해상충을 최소화할 수 있는 최적 방안이 될 수 있다(Freeman, 1984). 특히 Bruyn(1987)은 모든 투자란 사회적 근거를 가지며, 따라서 기업의 CSR과 관련된 미공개 정보는 투자자들로 하여금 전통적인 평가모형에서는 미처 다루지 못한 중요한 경제적 가치에 대한 정보를 제공한다는 것이다.

5) 국내의 기존연구에 따르면 CSR 활동이 기업가치 또는 재무적 성과에 긍정적인 영향을 미친다고 한다(김창수, 2009; 장지인, 최현섭, 2010). 그리고 김창수(2009)의 연구에 따르면 대규모 지분 보유자의 지분과 최대주주 지분이 높은 기업에서 CSR 활동을 하는 경우 기업가치의 증가가 더 크다고 한다. 이러한 국내의 기존연구와 유사하게 본 논문도 CSR 활동과 기업가치 간의 관계를 분석하고 있지만, 기존 연구와 상이한 자료를 활용하여 분석한다는 점과 또한 CSR과 기업가치 간의 관계에서 지배구조 수준을 고려하여 분석을 수행한다는 점에서 기존연구와 차별화 된다.

6) 기업의 이해관계자는 CSR을 잘 이행하지 못하는 기업에 자신들의 요구를 관철시키기 위하여 미디어 캠페인, 불매운동, 파업 등을 통해 기업에게 우호적이지 못한 분위기를 조성하고자 할 수 있다. 이 경우 기업의 명성은 저하되고 기업이익은 훼손될 것이다.

한편 Richardson and Welker(2001)는 기업의 CSR 공시정도와 해당기업의 자기자본 비용간 음(-)의 관계를 보고하였다. 여기에는 CSR 공시가 투자자들에게는 거래비용의 절감효과를 가져오고, 이로 인해 해당기업 주식에 대한 수요증가와 시장유동성(liquidity)을 제고하거나, 미래수익에 대한 분포의 불확실성을 낮춘다는 것이다(Clarkson, Guedes and Thompson, 1996). Easley, Hvidkjaer and O'Hara (2002)는 어떤 기업의 정보내용에 관한 질적 혹은 양적 수준은 해당기업의 자산가치 평가에 직접적인 영향을 주며, 이를 통해 정보비대칭성을 완화시킴으로써 자본비용을 절감할 수 있다고 주장하였다. 또한 실증분석을 통해 CAPM과 같은 전통적인 가격결정모형이 인지하지 못하지만, 정보 등이 균형가격결정에 중요한 영향을 미친다는 증거를 제시하였다.

CSR에 대한 기존논문들은 갈등의 방지 또는 감소가 효과적인 CSR 프로그램의 주요한 기여라고 주장한다. Schwart(1968)는 기업의 CSR 및 기부활동은 기업이 속해 있는 사회에 대한 간접적 투자이며 이는 기업의 명성을 올리고 이로 인해 궁극적으로 매출을 증가시키고 비용을 감소시키기 때문에 기업가치를 제고시킨다고 주장하였다. 최근 들어 Goyal(2006) 역시 기업의 CSR이 해외 직접 투자시 긍정적 신호의 역할을 한다고 주장하고 있다.

최근에는 CSR과 관련된 연구에서 CSR과 기업가치과의 인과관계에 대한 분석을 함과 동시에 CSR이 어떠한 경로를 통해 기업가치에 영향을 미치는 가에 대한 연구결과가 제시되고 있다(Waddock and Graves, 1997; 김창수, 2009; Surroca, Tribó and Waddock, 2010; Lev, Petrovits and Radhakrishnan, 2010). Surroca, Tribó and Waddock(2010)은 기업의 사회적 책임 활동과 재무적 성과간의 관계에서 무형자산(intangible resources)의 효과를 실증 검증하면서, 무형자산의 중요성을 강조하였다. 이들 연구 결과에 따르면 기업의 사회적 책임 활동과 재무적 성과 간에 직접적인 관계는 확인할 수 없지만 무형자산을 고려한 간접적인 관계는 확인할 수 있다. 또한 이들은 산업 성장 등 산업의 특성이 사회적 책임 활동과 재무적 성과에 미치는 연결 고리에 미치는 영향이 다르다는 것을 지적하고 있다. 그리고 Lev, Petrovits and Radhakrishnan(2010)은 미국 기업의 사회공헌활동(corporate philanthropy)이 매출액 성장률에 미치는 영향을 실증분석 하였는데, 이들의 연구결과에 따르면 기업의 기부금(charitable contributions)은 미래 수익과 관련이 있지만, 반면에 수익이 미래 기부금에 미치는 영향은 약한 것으로 나타났다.

기존연구를 통해 알 수 있듯이 기업이 사회적 책임을 수행하는 데에는 비용이 발생할 수 있으며 이러한 비용은 단기적일 수도 있지만 지속적으로 발생할 수도 있다. CSR과 관련된 비용은 새로운 환경친화적 장비구입이나 경영구조의 변화, 또는 엄격한 품질관리의 수행, 종업원의 복지향상 등으로 인해 발생하게 되는데, 기업이 지속가능한 경영관행으로서 CSR을 자발적으로 채택하기 위해서는 비용대비 이익이 더 많이 발생되어야 한다(Tsoutsoura, 2004). 즉 CSR이 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있을 때 기업은 자발적으로 지속적인 CSR 활동을 수행할 유인을 가지게 된다. 따라서 이러한 CSR 활동의 유인과 특성을 이해하기 위해서는 CSR과 기업가치 간의 관계를 실증적으로 검증해볼 필요가 있다. 이에 본 연구에서는 다음과 같은 가설을 세우고 CSR과 기업가치 관계를 검증해보고자 한다.

가설 1 : 여러 통제 변수를 통제한 후에 CSR은 기업가치와 긍정적인 상관관계를 가진다.

2.3 CSR과 기업지배구조

기업에서 CSR 활동을 통해 기업가치를 제고시킬 수 있다면 CSR은 하나의 경영전략으로 받아들여질 수 있으며, CSR 활동의 수준과 범위는 경영자의 의사결정 사항으로서 경영자의 의지에 따라 좌우된다. 이 때 CSR과 관련된 대리인 비용이 발생할 가능성이 있다. 왜냐하면 경영자는 자신에게 주어진 의사결정권한의 남용을 통해 주주들의 이해와 일치하지 않는 경영정책을 선택할 수 있고, 이용가능한 기업 자원을 비효율적으로 사용하여 주주들의 비용으로 사적이익을 향유할 수 있기 때문이다(Jensen and Meckling, 1976; Jensen, 1986; Stulz, 1990). 즉 CSR을 통해 경영자 개인의 명성 제고 등 사적이익을 향유할 수 있다면 경영자는 기업가치와 무관한 CSR 활동을 수행할 유인을 가지게 된다.

Barnea and Rubin(2010), Beltratti(2005) 등은 CSR이 기업명성을 제고시키고, 종업원의 생산성을 향상시키며, 환경 오염과 관련된 비용과 벌금을 감소시키는 등을 통해 기업가치를 제고시키는 방향으로 전개될 수도 있지만, 반면 CSR이 경영자 개인의 명성 제고를 위해 수행된다면 그만큼 CSR로 인한 지출은 비용이 되어 기업가치를 훼손시키게 될 것이라고 지적하고 있다.

후자의 경우 CSR 활동은 주주와 경영자 간의 이해상충의 원인이 되며, CSR 활동을 위해 지출된 비용은 새로운 유형의 대리인 비용이 된다. 따라서 경영전략으로서의 CSR이 기업가치 제고에 미치는 영향은 기업지배구조 수준에 따라 기업마다 상이할 것으로 예상된다. 왜냐하면 기업지배구조는 내부자들에 의한 자원유용으로부터 외부투자자들을 보호하는 메커니즘으로서, 대리인문제를 효율적으로 해결하여 기업가치 제고에 기여하기 때문이다(Smith, 1996; La Porta et al., 2002; Shleifer and Wolfenzon, 2002; Gompers, Ishii and Metrick, 2003; Cremers and Nair, 2005; Drobetz et al., 2004 등 다수).

이에 본 연구에서는 다음과 같은 가설을 세우고 CSR과 기업가치 간의 관계에 지배구조가 미치는 영향을 실증적으로 검증하고자 한다. 기업지배구조가 우수하다면 CSR을 통한 경영자의 사적이익 추구 가능성이 통제되어 CSR은 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상되지만, 지배구조가 우수하지 않은 기업에서는 CSR을 위한 지출이 경영자의 사적이익 추구 등을 위한 대리인비용이 될 수 있어서 이 경우 CSR은 기업가치와 연계되지 않을 것으로 예상된다. 이러한 분석을 통해 CSR을 통한 경영자의 사적이익 추구 가능성을 살펴볼 수 있으며, 우수한 지배구조는 효율적인 CSR을 유도하여 기업가치 제고에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 확인할 수 있을 것으로 기대된다.

가설 2 : 기업지배구조가 우수한 기업의 경우에 CSR은 기업가치와 긍정적인 상관관계를 가지며, 반면 기업지배구조가 취약한 기업의 경우에 CSR은 기업가치와 부정적인 상관관계를 가진다.

한편 이론적으로 기업지배구조(Corporate Governance, CG)는 기업에 자본을 제공하는 외부 투자자를 보호하는 메커니즘(Shleifer and Vishny, 1997)으로서 이익극대화(profit maximization)와 관련된 개념⁷⁾인 반면에 앞서 살펴본 바와 같이

7) 확정적 청구권(fixed claim)을 가지는 채권자와 달리 주주들은 잔여 청구권(residual claim)을 가지기 때문에 자본 제공의 대가에 대해서 확실한 보장을 받지 못하며, 또한 주주들은 주주들로부터 경영권을 위임받은 경영자의 사적이익 추구로 인한 기업가치 훼손 부분에 대해서도 보호받기 힘들다. 이러한 점으로 인해 Shleifer and Vishny(1997)는 기업지배구조의 초점을 자금의 제공자인 투자자에게 두고 있으며, 특히 보호가 취약한 주주들에게 초점을 맞추면서 기업지배구조를 투자자보호의 문제로 정의하고 있다. 따라서 기업지배구조는 경영자의 사적이익 추구 행위를 통제하고 경영자의 의사결정이 기업가치 극대화를 지향하도록 규율하는 시스템으로 이해될 수 있다(국찬표, 강윤식, 2010).

CSR은 주로 기업의 이해관계자들을 고려하는 개념으로 이해되고 있다. CSR은 외부 이해관계자의 이해를 고려한다는 점에서 이익극대화 개념과는 구분이 되며, 따라서 주주의 이익을 보호하는 기업지배구조 개념과 상충하는 것으로 보여질 수 있다 (Riyanto and Toolsema, 2007). 이에 따라 왜 주주들은 기업에 자본을 제공하지 않은 여러 이해관계자의 이해를 고려해야 하는가라는 물음이 제기된다. 이러한 물음에 대한 답은 CSR이 주주의 이익에 부합하는지의 여부에 따라 달라진다. 왜냐하면 기업지배구조는 주주이익 극대화를 위한 기업가치 제고를 목표로 하며, CSR활동은 기업가치에 영향을 미치기 때문이다. 즉 CSR이 기업가치에 미치는 영향에 따라서 CSR과 기업지배구조의 관계는 달라질 것이다.

경영자는 기업가치 극대화를 통해 주주가치 증진에 대한 의무를 다해야 한다는 Friedman(1962)의 관점으로 볼 때, CSR 활동이 수익이 나지 않고 비용만을 발생시켜 기업가치에 부정적인 영향을 미친다고 한다면(Wright and Ferris, 1997; Vance, 1975) 기업지배구조와 CSR은 상충되는 개념으로 받아들여질 수 있다. 이때 주주의 이익을 보호하는 기업지배구조 메커니즘이 우수한 기업에서는 CSR 활동을 위한 지출이 억제될 것으로 예상된다.

하지만 CSR이 지출된 비용 이상으로 수익을 발생시켜 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 한다면(Posnikoff, 1997; Cochran and Wood, 1984; Waddock and Graves, 1997), CSR은 주주가치 극대화에 부합한다고 볼 수 있다. 이 경우 기업지배구조 메커니즘이 우수한 기업에서는 CSR 활동을 적극적으로 수행할 것으로 예상된다. 이러한 가설이 성립한다면 Beltratti(2005)의 주장과 같이 CSR을 통해 주주의 이익과 이해관계자의 이익은 양립할 수 있다. 이에 본 연구에서는 CSR과 기업지배구조의 관계를 살펴보기 위하여 다음과 같은 가설을 세우고 실증분석을 수행하고자 한다.

가설 3 : 여러 통제 변수를 통제한 후에 기업지배구조는 CSR과 긍정적인 상관관계를 가진다.

3. 표본 및 연구 방법

3.1 자료수집 및 표본선정

본 연구의 표본기간은 2008회계연도와 2009회계연도이다.⁸⁾ 표본기업은 〈표 1〉에서와 같이 한국거래소 유가증권시장에 상장되어 있고 기업지배구조 및 CSR 평가 자료를 획득할 수 있으며, 12월 결산법인인 기업 중에서 금융업종과 재무자료가 이용 불가능한 기업을 제외한 총 503개 상장기업이다.⁹⁾ 연도별로 표본기업은 2008 회계연도에 255개 상장기업이며, 2009 회계연도에 248개 상장기업이며, 2개연도에 중복되는 표본기업은 220개 상장기업이다. 금융업종을 제외하는 이유는 각종 재무비율 등 재무적 특성이 비금융업종과 상이하여 직접적으로 비교하기가 불가능하기 때문이다.

〈표 1〉 표본의 선정

선정 기준	FY 2008	FY 2009	전체
기업지배구조 평가자료를 이용할 수 있는 12월 결산법인	638	624	1,262
CSR 평가자료를 이용할 수 있는 기업	267	261	528
금융업을 제외한 나머지 기업	256	249	505
재무자료를 이용할 수 있는 기업(최종 표본)	255	248	503

실증분석을 위한 표본기업의 재무자료는 DataGuidePro를 통해 수집하였고, 기업지배구조와 관련된 자료는 한국기업지배구조원(Corporate Governance Service, CGS)¹⁰⁾의 ‘상장법인 기업지배구조평가’ 자료를 활용하였다. 그리고 CSR과 관련된 자료는 에코프론티어(ECO-FRONTIER)¹¹⁾의 평가결과를 이용하였다.

- 8) 본 연구의 표본기간은 CSR 자료수집의 제약으로 인해 2개년으로 설정되어 있는데, 이는 CSR 활동과 기업가치 간의 관계를 단기적인 관점에서 분석한다는 한계를 내포한다. 하지만 기업의 자발적인 경영활동으로서의 CSR을 측정한다는 측면에서는 의의를 가진다. 왜냐하면 표본기간으로 설정된 2008 회계연도와 2009 회계연도는 글로벌 금융위기가 발생했던 시기로서 기업을 둘러싼 경제환경이 어려웠던 시기인데, 기업환경이 어려운 시기에도 불구하고 CSR 활동을 수행하였다면 이는 자발적인 CSR 활동으로 받아들일 수 있기 때문이다.
- 9) 기업지배구조 및 CSR 관련 자료의 취득은 연구목적의 경우에 한정하여 한국기업지배구조원의 내부규정에 따라 필요한 경우에 한해서 제공하고 있다.
- 10) 한국기업지배구조원은 한국거래소, 금융투자협회, 한국상장회사협의회, 코스닥협회를 사원기관으로 두고 있으며, 2002년에 설립되어 2003년부터 매년 상장기업의 지배구조평가를 실시하고 있다.
- 11) 1995년에 설립된 에코프론티어는 현재 탄소사업 개발 및 탄소배출권 중개, 녹색경영 컨설팅, 녹색금융 서비스, 그린 IT 솔루션, CSR 평가 등의 업무를 수행하는 전문기관이다.

3.2 변수측정과 연구모형

여기에서는 실증분석 모형에서 사용된 주요 변수들에 대해서 설명하고, 본 연구의 가설을 검증하기 위한 연구모형을 제시한다. 주요 변수들에 대한 요약된 설명은 <표 2>에 제시되어 있다.

3.2.1 변수의 정의

3.2.1.1 CSR 변수 측정

본 연구에서는 CSR 활동의 대리 변수를 측정하기 위해 에코프론티어의 평가결과를 이용한다. 에코프론티어는 한국거래소의 사회책임투자 지수(KRX SRI Index) 개발을 목적으로 2009년부터 한국기업지배구조원과 공동으로 상장기업 CSR 평가를 수행하였다.¹²⁾ 평가에 사용된 모형은 미국 RiskMetrics Group¹³⁾의 Innovest 평가모형으로서 환경부문을 평가하는 EcoValue21 모형과 사회부문을 평가하는 IVA(Intangible Value Assessment)모형으로 구성된다.

EcoValue21 모형¹⁴⁾은 업종별 특성을 반영하고 있는 약 60개의 평가 지표로 구성되어 있으며, 기업의 환경리스크, 환경관리능력, 환경으로 인한 전략적 수익기회를 결합한 상대평가 모형이다.¹⁵⁾ 그리고 IVA 모형은 지속가능경영전략, 인적자원 관리 및 개발, 이해관계자 관계, 제품 및 서비스, 신흥시장에서의 전략 분야 등의 약 60여 개의 평가 지표로 구성되어 있다.¹⁶⁾ EcoValue21 모형과 IVA 모형 모두 2,000점을

12) 한국거래소(KRX)는 사회책임투자 우수기업을 대상으로 하는 사회책임투자지수를 2009년 9월 14일부터 산출하여 발표하였다.

13) 1994년 JP Morgan의 사업부로 출발한 RiskMetrics Group은 재무위험 측정수단인 VAR(Value at Risk)모형을 개발하였고, 1998년 리스크관리 컨설팅회사로 분사하였다. 2009년초에는 SRI전문 평가기관인 Innovest 사를 합병하였는데, Innovest 평가는 세계경제포럼(다보스포럼)의 '세계 100대 지속가능기업'의 선정 및 ABP, CalPERS 등 글로벌 대형 연기금에 의한 기업의 지속가능성 평가 등급 산정 등에 이용되고 있다.

14) EcoValue21은 RiskMetrics Group과 전략적 파트너인 PWC(PriceWaterhouseCoopers), Morgan Stanley, WBCSD (World Business Council for Sustainable Development)가 3년간에 걸쳐 공동으로 개발한 환경측면의 지속가능성 평가 모델로서, Morgan Stanley, Chase Manhattan Bank, Bank of America, Union Bank of Switzerland, Zurich Insurance Group 등 선진 금융기관을 통해 검증되었다. 평가모형에 관한 자세한 내용은 에코프론티어의 홈페이지(<http://www.ecofrontier.com>)에 제시되어 있다.

15) 환경리스크 부문은 토양오염 등과 관련된 위험, 법규준수와 유해물질 배출 등과 관련된 운영위험, 자원사용의 효율성과 생산 및 판매에서의 환경이슈 등과 관련된 지속가능성 위험, 전략적 경쟁력 및 환경적 기회 등과 관련된 산업별 특성 위험에 관한 평가지표들로 구성되어 있다. 그리고 환경관리능력 부문은 환경경영전략, 환경조직, 환경경영시스템, 환경감사, 환경보고, 환경교육, 인증현황, 제품 및 원자재에 관한 평가지표들로 구성되어 있다. 또한 전략적 수익기회 부문은 전략적 경쟁우위, 환경적 기회 및 관련성과에 관한 평가지표들로 구성되어 있다.

만점으로 하고 있으며, 각 항목에 대한 평가를 종합하여 업종별로 개별 기업에게 7단계의 평가등급(AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC)을 부여하고 있다.

본 연구에서는 EcoValue21 모형과 IVA 모형에서 부여된 7단계의 평가등급에 대해서 7점부터 1점까지의 점수를 부여하여 CSR의 대리변수(EV21, IVA)로 이용한다. 그리고 에코프론티어는 EcoValue21 모형의 평가결과와 IVA 모형의 평가결과를 합산하여 7단계의 평가등급을 부여하고 있는데 본 연구에서는 이 변수도 CSR 변수(Combo)로 이용한다.¹⁷⁾ 즉 본 연구에서는 환경부문의 지표인 EV21과 사회부문의 지표인 IVA 그리고 두 부문을 종합한 CSR의 지표인 Combo를 CSR의 대리변수로 측정하고 있다.¹⁸⁾ 본 연구에서 EV21, IVA 및 Combo로 정의된 CSR변수 값이 크다는 것은 사회적책임 활동의 수준이 우수하다는 것을 의미하며, 또한 사회적책임 활동과 관련된 지출규모도 크다는 것을 의미한다.

외국의 기존 연구에서도 본 연구와 유사하게 전문 평가기관에 의해 수행된 CSR 평가등급을 이용하고 있는데, 특히 미국 기업을 대상으로 수행된 많은 연구에서는 KLD(Kinder, Lydenberg and Domini Research & Analytics, Inc., KLD)¹⁹⁾의 자료를 이용하고 있다(Barnea and Rubin, 2010; Tsoutsoura, 2004; Waddock and Graves, 1997 등 다수). 그리고 본 연구에서 사용된 CSR 대리변수는 기존의 국내연구에서 사용된 자료와 차별성을 가지는데, 기존의 국내연구에서는 CSR의 대리변수로 경제정의연구소(KEJI)에서 측정한 사회책임활동 지수(KEJI Index)를 이용하거나(장지인, 최현섭, 2010), UN Global Compact 가입기업 여부 및 지속가능성보고서 발간 기업 여부를 CSR 활동의 대리변수로 이용하였다(김창수, 2009).

16) 지속가능 경영전략 부문은 구체적인 전략 역량, 실행 및 정치자금의 투명성 등 전통적인 지배구조에 관한 평가지표들로 구성되어 있다. 인적자원 부문은 임직원 동기부여 및 개발, 훈련, 근로복지 환경, 동기부여 보상 및 권한, 노사관계, 보건안전 등에 관한 평가지표들로 구성되어 있다. 그리고 이해관계자 부문은 이해관계자 파트너십, 고객, 규제 및 정책, 지역사회, 공급망관리 등에 관한 평가지표들로 구성되어 있다. 또한 제품 및 서비스 부문은 지적자산 및 연구개발, 제품안전 등에 관한 평가지표들로 구성되어 있으며, 신흥시장 부문은 신흥시장 진출 등에 관한 전략, 인권보호, 아동 및 강제노동, 억압정권 등에 관한 평가지표들로 구성되어 있다.

17) 평가등급이 아니라 평가 점수를 CSR의 대리변수로 사용하여도 실증분석의 결과는 일관되게 나타났다.

18) CSR 변수로서 EV21과 IVA는 기업의 사회적 책임활동과 관련한 일부분만을 측정하고 있다는 한계가 있다. 이러한 한계를 완화시키기 위해 EV21과 IVA를 합산하여 지수화한 Combo 변수를 실증분석에 활용한다. 이렇게 2가지 변수를 합산하여 지수화하는 것은 개별 측정치를 이용하는 것에 비해 측정오차(measurement error)를 낮추는 효과가 있다(Rusticus and Larcker, 2010). 그럼에도 불구하고 지수화하는 과정에서 각 변수 간의 가중치 배분을 어떻게 하는 가는 여전히 문제로 남는다.

19) KLD(Kinder Lydenberg Domini)는 사회책임투자 조사전문기관으로 재무제표, 기업관련 언론자료, 학술지, 정부보고서 등 다양한 평가지표를 통해 기업의 사회책임 성과를 평가하며 이러한 평가자료에 기초하여 Domini 400 사회지수(SSI 400)를 구성하고 있다.

3.2.1.2 기업지배구조 변수 측정

기업지배구조 수준의 변수(CG)를 측정하기 위하여 본 연구에서는 한국기업지배구조원(CGS)의 기업지배구조 평가자료를 이용한다. CGS는 사업보고서 및 각종 공시자료 등에 기초하여 매년 상장기업의 지배구조를 평가하고 있는데, CGS의 지배구조 평가모형은 주주권리보호, 이사회, 공시, 감사기구, 경영의 과실배분과 같이 5개의 중분류로 구성되어 있다. 본 연구에서는 CSR이 주주의 이익과 상충하는 가를 검증하기 위해 지배구조 변수를 이용하고자 하기 때문에, 주주의 이익 보호와 관련된 구체적인 변수가 필요하다. 따라서 지배구조의 대리변수(CG)로 CGS의 주주권리보호 부문 평가결과를 이용한다.²⁰⁾ 주주권리보호 부문은 주주권리의 보호 및 행사편의성(17문항), 소유구조(5문항), 특수관계인과의 거래(6문항)와 같이 3개의 소분류로 구분되어 90점을 만점으로 하고 있으며, 주주 권리와 가치를 보호하고 이를 극대화할 수 있는 제반장치, 제도 및 관행 등에 관한 지표로 구성되어 있다.

3.2.1.3 기업가치 변수 및 통제변수 측정

본 연구에서 기업가치의 대리변수로는 총부채의 장부가치와 자기자본의 시가총액의 합을 총자산의 장부가치로 나눈 값인 토빈의 Q가 사용되었다. 그리고 통제변수로는 CSR에 영향을 미치는 기업특성 변수로 기업규모, 레버리지, 성장성, 수익성, 경영위험, 업력을 사용하였고, 산업특성을 통제하기 위하여 산업더미를 모형에 포함시켰다.²¹⁾

〈표 2〉 주요 변수들의 정의

주요 변수		정의
CSR	Combo	EV21 모형과 IVA 모형의 평가결과 합산에 의한 종합 등급임
	EV21	환경부문을 평가하는 EV21 모형의 평가결과에 의한 등급임
	IVA	사회부문을 평가하는 IVA 모형의 평가결과에 의한 등급임
CG		한국기업지배구조원의 지배구조평가모형에서 ‘주주의 권리보호’ 부문의 평가점수임
TobinQ		기업가치의 대리변수로 (총부채의 장부가치+자기자본의 시가총액)/(총자산의 장부가치)로 계산됨
Size		기업규모의 대리변수로 ln(총자산)으로 계산됨
Lev		레버리지의 대리변수로 (총부채/총자산)으로 계산됨
SG		성장성의 대리변수로 과거 5년간의 평균 매출액 성장률임
PR		수익성의 대리변수로 (EBITDA/총자산)으로 계산됨
Risk		경영위험의 대리변수로 (과거 5년간 EBITDA/총자산의 표준편차)로 계산됨
Age		업력을 의미하여 (해당 회계연도 - 기업설립연도)로 계산됨
industry dummy		산업별 더미변수임

20) 기업지배구조 평가모형의 5개 중분류 중 이사회, 공시, 감사기구, 경영과실 배분 등은 주주의 이익뿐만 아니라 CSR에도 공통적으로 영향을 미칠 수 있기 때문에 변수의 측정에서 제외한다.

21) 통제변수의 의미 및 측정방법에 대한 자세한 설명은 원문을 참조하기 바란다.

3.2.2 연구모형

본 연구에서는 앞서 제시된 3가지 가설을 실증분석을 통해 검증하고자 한다. 우선 CSR이 기업가치에 미치는 영향을 짚어보는 가설 1을 검증하기 위하여 아래와 같이 (모형 1)을 설정하였다. (모형 1)에서 CSR이 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 한다면 CSR 변수 값은 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다.

$$\begin{aligned} \text{Value} = & \beta_1 + \beta_2 \text{CSR} + \beta_3 \text{Size} + \beta_4 \text{Lev} + \beta_5 \text{SG} + \\ & \beta_6 \text{PR} + \beta_7 \text{Risk} + \beta_8 \text{Age} + \beta' \text{Dind} + \omega \end{aligned} \quad (\text{모형 1})$$

다음으로 기업지배구조 수준에 따라 CSR이 기업가치에 어떤 영향을 미치는가에 관한 가설 2을 검증하기 위하여 아래와 같이 (모형 2)를 설정하였다. (모형 2)는 (모형 1)에서 $\text{CSR} \times \text{DCG}$ 의 교차변수가 추가로 포함된 모형이다. DCG는 기업지배구조 점수가 중앙값 이상이면 1, 그렇지 않고 중앙값 미만이면 0을 부여한 더미변수이다. 기업지배구조 수준이 낮은 기업에서 CSR이 기업가치에 미치는 영향을 동시에 분석하기 위하여 이와 같이 기업지배구조 변수를 더미변수로 변환하여 사용하였다.²²⁾ 이와 함께 기업지배구조 수준에 따른 서로 다른 효과를 좀 더 분명하게 제시하고, 모형에서 기업지배구조 변수가 설명변수로 추가되어 나타날 수 있는 문제점을 완화하고자 기업지배구조의 수준에 따라 표본을 분리한 분석도 수행 하였다. CSR과 관련된 대리인 비용을 고려하고 있는 이러한 실증분석을 통해 우수한 기업지배구조가 CSR과 관련된 대리인 비용을 감소시키고 효율적인 CSR을 유도하여 기업가치 제고에 기여하는지를 검증해 볼 수 있을 것으로 기대된다.

$$\begin{aligned} \text{Value} = & \beta_1 + \beta_2 \text{CSR} + \beta_3 \text{DCG} + \beta_4 \text{CSR} \times \text{DCG} + \beta_5 \text{Size} + \beta_6 \text{Lev} + \\ & \beta_7 \text{SG} + \beta_8 \text{PR} + \beta_9 \text{Risk} + \beta_{10} \text{Age} + \beta' \text{Dind} + \omega \end{aligned} \quad (\text{모형 2})$$

그리고 주주와 이해관계자들의 이익이 상충되는지를 검증하기 위한 가설 3을 검증하기 위하여 다음과 같이 (모형 3)을 설정하였다. (모형 3)을 통해 기업지배구조가 CSR에 미치는 영향을 분석할 수 있는데, 주주의 이익추구 성향이 CSR 활동과 상충하지

22) 실증분석에서 CG 변수를 평가점수로 하더라도 교차변수는 유의한 양(+)을 값을 가져 일관된 결과를 보였다.

않고 양립할 수 있다면 기업지배구조 변수인 CG는 양(+)의 값을 가질 것으로 기대된다. 이 경우 기업지배구조가 우수할수록 더 적극적인 CSR 활동이 수행되는 것으로 해석될 수 있다.

$$CSR = \alpha_1 + \alpha_2 CG + \alpha_3 Size + \alpha_4 Lev + \alpha_5 SG + \alpha_6 PR + \alpha_7 Risk + \alpha_8 Age + \alpha' Dind + \omega_i \quad (\text{모형 3})$$

4. 실증분석 결과

4.1 기초통계량 및 상관관계 분석

본 장에서는 실증분석 결과를 보고한다.²³⁾ 본 연구에서 CSR의 대리변수로 사용된 종합등급(Combo), 환경등급(EV21) 및 사회등급(IVA)과 각 부문의 평가점수 간의 상관계수는 0.9045, 0.8868, 0.8656으로 1% 수준에서 통계적으로 유의하게 나타났다. 이는 연구모형에서 CSR의 대리변수로 평가등급이나 평가점수 중 어떤 변수를 사용하더라도 분석결과는 유사할 것이라는 점을 시사하며, 실제 분석결과에서도 CSR의 대리변수로 평가등급 변수와 평가점수 변수를 사용한 결과가 일관되게 나타났다. CSR의 대리변수 간의 상관계수도 모든 경우에서 0.78 이상의 값으로 1% 수준에서 통계적으로 유의하게 나타나 하나의 부문이 우수하면, 다른 하나의 부문도 우수할 가능성이 높은 것으로 나타났다.

그리고 CSR의 대리변수 모두는 대부분 기업가치(TobinQ), 기업규모(Size), 레버리지(Lev), 수익성(PR) 변수와 통계적으로 유의한 양의 상관관계를 보인 반면, 업력(Age) 변수와는 통계적으로 유의한 음의 상관관계로 나타났다. CSR의 대리변수와 기업지배구조 변수 간의 상관관계는 환경부문 평가점수 변수(EV21_Score)를 제외하고는 통계적으로 유의한 상관관계를 보이지 않는 것으로 나타났다. 실제로 이와 같이 CSR과 기업지배구조 간에 아무런 상관관계가 없는 지에 대해서는 기업특성이 통제된 연구모형을 통해 분석해 볼 수 있을 것이다.

23) 연구모형에서 사용된 주요 변수들의 기초통계량과 주요 변수들 간의 상관계수 분석 결과는 원문을 참조하기 바란다.

4.2 기업의 사회적 책임 활동과 기업가치의 관계 분석

기업의 사회적 책임(CSR) 활동과 관련하여 중요한 이슈 중의 하나는 과연 CSR이 기업가치 제고에 기여하는지의 여부이다. 이를 검증하기 위하여 본 연구에서는 CSR이 기업가치와 긍정적인 상관관계를 보일 것이라는 가설 1을 설정하고 최소자승법을 통해 분석을 실시하였는데, 그 결과가 <표 3>에 제시되어 있다. <표 3>에서 식(1)~식(3)은 전체 표본을 대상으로 분석을 실시한 결과이며, 식(4)~식(6)은 2008회계연도 표본을 대상으로 분석을 실시한 결과이고, 식(7)~식(9)는 2009회계연도 표본을 대상으로 분석을 실시한 결과이다. 모든 식에서 종속변수는 기업가치의 대리변수인 토빈 큐(Tobin's Q)이다.

분석 결과에 따르면 CSR의 대리변수인 Combo, EV21, IVA는 모든 회귀식에서 통계적으로 유의한 양의 값을 보인다.²⁴⁾ 이는 가설 1을 지지하는 결과로서 CSR활동이 우수한 기업일수록 기업가치도 높다는 의미이다. 이러한 결과는 기업이 자발적인 CSR 활동을 지속적으로 수행할 수 있는 근거가 될 수 있다는 점에서 중요한 의미를 가진다. 왜냐하면 기업이 CSR 활동을 수행할 때 이와 관련된 비용이 발생하게 되어 기업가치를 훼손시킬 수 있는데(Friedman, 1970; Wright and Ferris, 1997; Vance, 1975), 이 경우 기업은 자본을 제공한 투자자 특히 주주들의 반발에 부딪혀 비용이 발생하는 CSR 활동을 지속적으로 수행하기는 어려울 것이기 때문이다. <표 3>의 결과와 같이 CSR 활동이 비용 대비 더 많은 수익을 창출하여 기업가치 제고에 기여한다면, 기업의 CSR 활동은 주주들의 이익과 부합할 것이며 기업은 지속적으로 CSR 활동을 수행하고자 할 것이다. 즉 <표 3>의 결과는 CSR 활동이 이해관계자와의 상충 가능성을 감소시켜 기업명성을 제고하고, 매출을 증대시키며, 또한 기업가치를 훼손할 부정적 사건에 처할 가능성을 감소시킴으로써 결과적으로 기업가치 제고에 기여한다는 기존의 연구와 일관된 결과로 해석된다(Freeman, 1984; Waddock and Graves, 1997; Heal, 2005; 김창수, 2009 등).

24) EV21과 IVA를 연구모형에 같이 포함시켜 분석을 해 본 결과 두 변수 모두 양의 값을 보였으나, EV21 변수만 5% 유의수준에서 통계적으로 유의한 값을 보였다. 이러한 결과는 <표 4>에서 알 수 있듯이 두 변수간의 높은 상관관계에 기인하는 것으로 판단된다.

〈표 3〉 기업의 사회적 책임 활동과 기업가치의 관계 분석

실증분석을 위한 표본기간은 2008회계연도와 2009회계연도이다. 표본기업은 한국거래소 유가증권시장에 상장되어 있고 기업지배구조 및 CSR 평가 자료를 획득할 수 있으며, 12월 결산법인인 기업 중에서 금융업종과 재무자료가 이용 불가능한 기업을 제외한 총 503개 상장기업이다. 본 연구에서 CSR의 대리변수로 EV21, IVA, Combo가 사용되었는데, EV21은 환경부문의 평가 등급이며, IVA는 사회부문의 평가등급이고, Combo는 환경부문과 사회부문의 평가결과 합산에 의한 종합등급이다. Size는 총자산의 자연로그 값으로 계산된 기업규모의 대리변수이며, Lev는 레버리지의 대리변수로 총자산 대비 총부채의 값이고, SG는 성장성의 대리변수로 과거 5년간의 평균 매출액 성장률로 계산된다. PR은 수익성의 대리변수로 총자산 대비 EBITDA의 값이며, 경영위험의 대리변수인 Risk는 과거 5년간 총자산 대비 EBITDA 값의 표준편차로 계산되고, Age는 기업업력을 의미한다. 모든 모형에는 산업더미가 포함되어 있다. 괄호 안의 수치는 t값을 의미하며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 계수가 통계적으로 유의함을 나타낸다.

종속변수 : Tobin's Q

	Total			FY 2008			FY 2009		
	식 (1)	식 (2)	식 (3)	식 (4)	식 (5)	식 (6)	식 (7)	식 (8)	식 (9)
Intercept	0.2030 (0.41)	0.1615 (0.33)	-0.0456 (-0.09)	0.3824 (0.68)	0.5371 (0.96)	0.2372 (0.43)	0.3778 (0.45)	0.2113 (0.26)	0.0132 (0.02)
Combo	0.0574*** (3.37)			0.0569*** (2.89)			0.0634** (2.24)		
EV21		0.0572*** (3.41)			0.0668*** (3.37)			0.0573** (2.11)	
IVA			0.0478*** (2.85)			0.0515*** (2.60)			0.0500* (1.83)
Size	0.0146 (0.55)	0.0170 (0.66)	0.0281 (1.09)	-0.0076 (-0.25)	-0.0160 (-0.53)	0.0002 (0.01)	0.0147 (0.33)	0.0238 (0.55)	0.0343 (0.81)
Lev	0.3386** (2.33)	0.3362*** (2.32)	0.3459*** (2.38)	0.5372*** (3.15)	0.5200*** (3.07)	0.5505*** (3.22)	0.2073 (0.88)	0.2172 (0.92)	0.2059 (0.87)
SG	0.1252 (1.58)	0.1098 (1.39)	0.1371* (1.72)	0.0420 (0.51)	0.0243 (0.30)	0.0518 (0.63)	0.2559* (1.66)	0.2452* (1.59)	0.2773* (1.79)
PR	2.5731*** (7.91)	2.6025*** (8.03)	2.5958*** (7.95)	3.4695*** (8.40)	3.4257*** (8.33)	3.4722*** (8.37)	2.0189*** (3.98)	2.0829*** (4.13)	2.0596*** (4.04)
Risk	0.0152 (0.02)	0.0331 (0.04)	-0.0049 (-0.01)	-0.0689 (-0.06)	0.0006 (0.00)	-0.1814 (-0.16)	0.4308 (0.35)	0.4063 (0.33)	0.4641 (0.38)
Age	-0.0040*** (-2.62)	-0.0041*** (-2.70)	-0.0041*** (-2.71)	-0.0033* (-1.87)	-0.0033* (-1.91)	-0.0034* (-1.91)	-0.0047* (-1.90)	-0.0048* (-1.92)	-0.0048** (-1.95)
industry dummy	included	included	included	included	included	included	included	included	included
F-value	12.71***	12.73***	12.5***	8.46***	8.69***	8.34***	6.15***	6.11***	6.04***
adj R2	0.3589	0.3593	0.3547	0.4136	0.4208	0.4097	0.3335	0.3318	0.3286
N	503	503	503	255	255	255	248	248	248

4.3 기업지배구조의 수준에 따라 기업의 사회적 책임 활동이 기업가치에 미치는 영향 분석

앞서 분석에서 CSR 활동은 기업가치를 제고시킨다는 점을 확인할 수 있었다. 여기에서는 모든 기업의 CSR 활동이 기업가치를 제고시키는 것이 아니라, 기업지배구조 수준에 따라 CSR 활동이 기업가치에 미치는 영향이 다를 수도 있을 것이라는 점에 주목하면서 이를 검증해 보고자 한다. 기업지배구조 더미변수(DCG)와 CSR 변수간의 교차변수를 연구모형에 포함시켜 실증분석을 수행하였는데, 그 결과가 <표 4>의 panel A에 제시되어 있다. DCG는 지배구조 변수값이 중앙값 이상이면 1, 그렇지 않고 중앙값 미만이면 0을 부여한 더미변수이다.²⁵⁾ 기업지배구조 수준에 따른 서로 다른 효과를 좀 더 분명하게 제시하고, CG가 모형에서 설명변수로 추가되어 나타날 수 있는 문제점을 완화하고자 <표 4>의 panel B에서와 같이 기업지배구조의 수준에 따라 표본을 분리한 분석도 수행 하였다.

<표 4>에서 panel A의 분석결과에 따르면 기업지배구조 더미변수와 CSR 간의 교차변수(DCG×Combo, DCG×EV21, DCG×IVA)는 모든 식에서 양의 값을 가지며, 식(1)~식(7)에서는 1% 유의수준에서 통계적으로 유의하게 나타났고, 식(8)과 식(9)에서는 5% 유의수준에서 통계적으로 유의하게 나타났다. 그리고 기업지배구조 수준이 우수한 경우 CSR이 기업가치에 미치는 총 효과(total effect, CSR+(DCG×CSR)) 또한 모든 식에서 양의 값을 가지며, 1% 유의수준에서 통계적으로 유의하게 나타났다. 하지만 기업지배구조 수준이 취약한 경우에 CSR이 기업가치 미치는 효과를 보여주는 변수의 계수값(Combo, EV21, IVA)은 통계적으로 유의하게 나타나지 않았다.

그리고 중앙값을 기준으로 하여 지배구조가 우수한 기업군(Good CG)과 지배구조가 취약한 기업군(Bad CG)으로 표본을 구분하여 분석을 수행한 panel B의 결과도 panel A의 결과와 일관되게 나타났다. panel B에서 지배구조가 우수한 기업군(Good CG)을 대상으로 분석을 수행한 식(1)~식(3)의 CSR 관련 변수(Combo, EV21, IVA)는 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 양의 값을 보인, 반면 지배구조가 취약한 기업군(Bad

25) 본 연구는 기업지배구조가 기업가치에 미치는 영향을 직접적으로 분석하는 것을 목적으로 하지 않고, 기업지배구조 수준에 따라 CSR이 기업가치에 미치는 영향이 어떻게 달리 나타나는 지 분석함을 목적으로 하고 있다. 이에 기업지배구조 수준에 따른 서로 다른 효과를 명확히 파악하기 위하여 <표 6>에서는 기업지배구조 변수를 연속변수로 사용하지 않고 더미변수를 사용하였다. 기업지배구조 변수(CG)를 연속변수로 하여 분석을 수행하여도 결과는 일관되게 나타난다.

CG)을 대상으로 분석을 수행한 식(7)~식(9)의 CSR 관련 변수(Combo, EV21, IVA)는 통계적으로 유의하게 나타나지 않았다. 이러한 결과는 기업지배구조가 우수한 경우에 CSR 활동은 기업가치와 긍정적인 상관관계를 가지지만, 반면 기업지배구조가 취약한 경우에 CSR 활동은 기업가치와 부정적인 상관관계를 가질 것이라는 가설 2를 부분적으로 지지하는 결과이다.

이러한 <표 4>의 결과는 CSR과 관련된 대리인비용의 존재를 시사한다. Jensen and Meckling(1976)에 따르면 경영자는 기업자원을 비효율적으로 사용하여 주주들의 비용으로 사적이익을 향유할 유인을 가진다고 한다. 이러한 측면에서 경영자가 외부 이해관계자들의 요구에 단순히 부응하는 CSR을 통해 개인의 명성 제고 등 사적이익을 향유할 수 있다면 경영자는 기업가치와 무관한 CSR 활동을 수행할 유인을 충분히 가질 것으로 예상된다. 이 경우 CSR을 통해 기업가치 극대화를 바라는 주주들과 기업가치가 아닌 사적이익을 추구하고자 하는 경영자 사이에는 CSR 활동 수행과 관련하여 이해상충이 발생할 가능성이 높고, CSR 활동을 위해 지출된 비용은 경영자의 사적이익 추구를 위한 대리인비용이 되어 기업가치 제고와 연계되지 않을 것이다 (Barnea and Rubin, 2010; Beltratti, 2005). 이때 대리인문제를 효율적으로 통제할 수 있는 지배구조가 우수하다면, CSR 활동을 통한 경영자의 사적이익 추구행위는 통제되고, 그 결과 경영자는 기업가치 제고를 위한 CSR 활동을 전개할 것으로 기대된다.

<표 4> 기업지배구조의 수준에 따라 기업의 사회적 책임 활동이 기업가치에 미치는 영향

실증분석을 위한 표본기간은 2008회계연도와 2009회계연도이다. 표본기업은 한국거래소 유가증권시장에 상장되어 있고 기업지배구조 및 CSR 평가 자료를 획득할 수 있으며, 12월 결산법인인 기업 중에서 금융업종과 재무자료가 이용 불가능한 기업을 제외한 총 503개 상장기업이다. 본 연구에서 CSR의 대리변수로 EV21, IVA, Combo가 사용되었는데, EV21은 환경부문의 평가 등급이며, IVA는 사회부문의 평가등급이고, Combo는 환경부문과 사회부문의 평가결과 합산에 의한 종합등급이다. 기업지배구조의 대리변수인 CG는 한국기업지배구조원의 기업지배구조평가에서 주주의 권리보호 부문의 평가점수이며, DCG는 CG값이 중앙값 이상이면 1, 그렇지 않고 중앙값 미만이면 0을 부여한 더미변수이다. Size는 총자산의 자연로그 값으로 계산된 기업규모의 대리변수이며, Lev는 레버리지의 대리변수로 총자산 대비 총부채의 값이고, SG는 성장성의 대리변수로 과거 5년간의 평균 매출액 성장률로 계산된다. PR은 수익성의 대리변수로 총자산 대비 EBITDA의 값이며, 경영위험의 대리변수인 Risk는 과거 5년간 총자산 대비 EBITDA 값의 표준편차로 계산되고, Age는 기업연령을 의미한다. 모든 모형에는 산업더미가 포함되어 있다. 괄호 안의 수치는 t값을 의미하며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 계수가 통계적으로 유의함을 나타낸다.

panel A : CG의 터미변수 사용, 종속변수는 Tobin's Q 임

	Total			FY 2008			FY 2009		
	식 (1)	식 (2)	식 (3)	식 (4)	식 (5)	식 (6)	식 (7)	식 (8)	식 (9)
Intercept	0.4300 (0.84)	0.4016 (0.80)	0.1294 (0.26)	0.4797 (0.84)	0.7575 (1.34)	0.2270 (0.41)	0.6403 (0.73)	0.3453 (0.41)	0.2596 (0.31)
DCG	-0.3634*** (-4.01)	-0.3118*** (-3.47)	-0.3423*** (-3.67)	-0.3191*** (-3.03)	-0.3226*** (-3.03)	-0.3122*** (-2.89)	-0.3815*** (-2.53)	-0.2713* (-1.87)	-0.3360** (-2.14)
Combo	0.0080 (0.38)			0.0001 (0.01)			0.0155 (0.46)		
EV21		0.0135 (0.65)			0.0114 (0.46)			0.0167 (0.50)	
IVA			-0.0004 (-0.02)			-0.0093 (-0.36)			0.085 (0.26)
DCG × Combo	0.0983*** (4.31)			0.0982*** (3.65)			0.1047*** (2.83)		
DCG × EV21		0.0868*** (3.75)			0.0989*** (3.64)			0.0819** (2.17)	
DCG × IVA			0.0932*** (4.03)			0.0987*** (3.55)			0.0920** (2.46)
Size	0.0124 (0.46)	0.0135 (0.51)	0.0283 (1.09)	-0.0033 (-0.11)	-0.0171 (-0.58)	0.0105 (0.35)	0.0101 (0.22)	0.0241 (0.55)	0.0294 (0.68)
Lev	0.3359** (2.34)	0.3405** (2.36)	0.3460** (2.40)	0.5222*** (3.12)	0.5167*** (3.10)	0.5314*** (3.15)	0.2327 (0.99)	0.2419 (1.02)	0.2382 (1.01)
SG	0.1299* (1.66)	0.1110 (1.42)	0.1310* (1.67)	0.0634 (0.79)	0.0465 (0.58)	0.0649 (0.80)	0.2412 (1.59)	0.2294 (1.50)	0.2485 (1.62)
PR	2.4454*** (7.59)	2.5348*** (7.88)	2.4643*** (7.60)	3.2796*** (8.05)	3.2785*** (8.11)	3.2657*** (7.96)	1.9190*** (3.81)	2.0547*** (4.08)	1.9650*** (3.87)
Risk	0.0630 (0.08)	0.0345 (0.04)	0.0148 (0.02)	0.1884 (0.18)	0.0624 (0.06)	0.0978 (0.09)	0.3418 (0.28)	0.3420 (0.28)	0.3369 (0.28)
Age	-0.0037*** (-2.46)	-0.0041*** (-2.74)	-0.0038*** (-2.53)	-0.0028 (-1.59)	-0.0032* (-1.88)	-0.0028 (-1.61)	-0.0046* (-1.90)	-0.0049** (-2.00)	-0.0048** (-1.94)
industry dummy	included	included	included	included	included	included	included	included	included
CSR + (DCG × CSR)	0.1063*** (3.81)	0.1003*** (3.61)	0.0928*** (3.41)	0.0983*** (3.55)	0.1103*** (3.71)	0.0894*** (3.48)	0.1202*** (3.91)	0.0986*** (3.71)	0.1005*** (3.71)
F-value	12.89***	12.61***	12.52***	8.71***	8.92***	8.54***	6.15***	5.89***	5.91***
adj R2	0.3812	0.3756	0.3737	0.4411	0.4479	0.4357	0.3514	0.3399	0.3407
N	503	503	503	255	255	255	248	248	248

panel B : CG의 수준에 따라 표본 분리, 종속변수는 Tobin's Q 임

dependent variable	Good CG			Bad CG		
	Tobin's Q 식 (1)	Tobin's Q 식 (2)	Tobin's Q 식 (3)	Tobin's Q 식 (4)	Tobin's Q 식 (5)	Tobin's Q 식 (6)
Intercept	0.1394 (0.17)	0.1709 (0.20)	-0.3861 (-0.50)	-0.0178 (-0.02)	0.9498 (1.57)	-0.0810 (-0.11)
Combo	0.1111*** (3.93)			0.0030 (0.14)		
EV21		0.1087*** (3.72)			0.0195 (0.96)	
IVA			0.0915*** (3.38)			0.0001 (0.00)
Size	0.0056 (0.13)	0.0064 (0.14)	0.0342 (0.81)	0.0273 (0.81)	0.0103 (0.33)	0.0307 (0.94)
Lev	0.4861* (1.93)	0.4917** (1.94)	0.5249** (2.07)	0.2189 (1.32)	0.2153 (1.30)	0.2191 (1.32)
SG	0.0683 (0.42)	0.0243 (0.15)	0.0753 (0.46)	0.1532* (1.86)	0.1526* (1.86)	0.1529* (1.84)
PR	3.0971*** (5.84)	3.2667*** (6.21)	3.1552*** (5.91)	2.4109*** (5.10)	2.3711*** (5.02)	2.4157*** (5.12)
Risk	-2.5351* (-1.75)	-2.7585* (-1.90)	-2.7190* (-1.86)	1.9812** (1.98)	1.9458** (1.95)	1.9906** (1.99)
Age	-0.0037 (-1.56)	-0.0044* (-1.88)	-0.0038* (-1.61)	-0.0029 (-1.54)	-0.0025 (-1.37)	-0.0029 (-1.56)
industry dummy	included	included	included	included	included	included
F-value	9.11***	8.99***	8.81***	4.08***	4.14***	4.08***
adj R2	0.4378	0.4342	0.4284	0.2203	0.2234	0.2202
N	251	251	251	252	252	252

이와 같은 내용을 <표 4>을 통해 확인할 수 있다. 즉 기업지배구조가 우수한 기업의 경우에서 실시하는 CSR 활동은 기업명성의 제고, 종업원의 생산성 향상, 매출의 증대 및 환경오염과 관련된 비용과 벌금의 감소 등의 효과를 통해 기업가치를 제고시킬 수 있지만, 반면 기업지배구조가 취약한 기업의 경우에서 실시하는 CSR 활동은 경영자의 사적이익 추구 수단으로 활용될 가능성이 높아서 기업가치 제고와 연계되지 않는 것으로 판단된다.

4.4 기업지배구조와 기업의 사회적 책임 활동의 관계 분석

CSR과 관련된 또 하나의 중요한 이슈는 기업에 자본을 제공한 주주의 이익을 보호하는 메커니즘인 기업지배구조와 기업에 자본을 제공하지 않은 여러 이해관계자의 이해를 고려하는 CSR 간에는 상충이 발생할 수 있다는 것이다. 여기에서는 실제로 두 개념이 상충하는가에 대해서 실증분석을 통해 검증해 보고자 한다. 이를 위해 본 연구에서는 기업지배구조가 CSR 활동과 긍정적인 상관관계를 보일 것이라는 가설 3을 설정하고 실증분석을 수행하였는데, 그 결과가 <표 5>에 제시되어 있다.

분석결과에 따르면 기업지배구조 변수(CG)는 모든 식에서 통계적으로 유의한 양의 값을 보여, 가설 3과 같이 기업지배구조가 우수한 기업일수록 CSR을 적극적으로 수행하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 <표 3>과 <표 4>의 결과와 연결해서 보면 당연한 결과로 보인다. 왜냐하면 기업지배구조는 주주이익 극대화를 위한 기업가치 제고를 목표로 하는 메커니즘으로 이해되어 지는데, <표 3>의 결과에 따르면 CSR이 기업가치 제고에 기여하는 것으로 나타났고, <표 4>의 결과에 따르면 우수한 기업지배구조는 효율적인 CSR 활동을 유도하여 기업가치 제고에 기여하는 것으로 나타났기 때문이다. 이러한 <표 3>, <표 4> 및 <표 5>의 결과는 Beltratti(2005)의 주장과 같이 CSR을 통해 주주의 이익과 이해관계자의 이익이 양립할 수 있다는 것을 확인하였다는 점에서 의의가 있다.

<표 5> 기업지배구조와 기업의 사회적 책임 활동의 관계 분석

실증분석을 위한 표본기간은 2008회계연도와 2009회계연도이다. 표본기업은 한국거래소 유가증권시장에 상장되어 있고 기업지배구조 및 CSR 평가 자료를 획득할 수 있으며, 12월 결산법인인 기업 중에서 금융업종과 재무자료가 이용 불가능한 기업을 제외한 총 503개 상장기업이다. 본 연구에서 CSR의 대리변수로 EV21, IVA, Combo가 사용되었는데, EV21은 환경부문의 평가 등급이며, IVA는 사회부문의 평가등급이고, Combo는 환경부문과 사회부문의 평가결과 합산에 의한 종합등급이다. 기업지배구조의 대리변수인 CG는 한국기업지배구조원의 기업지배구조평가에서 주주의 권리보호 부문의 평가점수이며, Size는 총자산의 자연로그 값으로 계산된 기업규모의 대리변수이다. Lev는 레버리지의 대리변수로 총자산 대비 총부채의 값이며, SG는 성장성의 대리변수로 과거 5년간의 평균 매출액 성장률로 계산된다. PR은 수익성의 대리변수로 총자산 대비 EBITDA의 값이며, 경영위험의 대리변수인 Risk는 과거 5년간 총자산 대비 EBITDA 값의 표준편차로 계산되고, Age는 기업연령을 의미한다. 모든 모형에는 산업더미가 포함되어 있다. 괄호 안의 수치는 t값을 의미하며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 계수가 통계적으로 유의함을 나타낸다.

dependent variable	Total			FY 2008			FY 2009		
	Combo 식 (1)	EV21 식 (2)	IVA 식 (3)	Combo 식 (4)	EV21 식 (5)	IVA 식 (6)	Combo 식 (7)	EV21 식 (8)	IVA 식 (9)
Intercept	-21,683*** (-18,57)	-20,843*** (-17,49)	-19,658*** (-16,36)	-20,624*** (-12,28)	-20,300*** (-12,31)	-18,770*** (-11,09)	-23,079*** (-13,55)	-21,598*** (-12,00)	-20,800*** (-11,67)
CG	0,0341*** (4,14)	0,0312*** (3,73)	0,0249*** (2,95)	0,0322*** (2,74)	0,0333*** (2,89)	0,0196* (1,66)	0,0336*** (3,20)	0,0281** (2,20)	0,0336*** (2,65)
Size	1,1646*** (23,46)	1,1246*** (22,20)	1,0985*** (21,51)	1,1346*** (15,75)	1,0981*** (15,51)	1,0833*** (14,91)	1,2041*** (16,80)	1,1578*** (15,32)	1,1169*** (14,89)
Lev	0,0779 (0,20)	0,1099 (0,28)	-0,1123 (-0,28)	-0,0399 (-0,07)	0,2401 (0,43)	-0,3495 (-0,62)	0,1743 (0,32)	-0,0396 (-0,07)	0,1862 (0,32)
SG	-0,0839 (-0,40)	0,1807 (0,85)	-0,3791* (-1,77)	-0,1425 (-0,53)	0,1527 (0,57)	-0,3751 (-1,37)	0,0838 (0,23)	0,2442 (0,65)	-0,3595 (-0,96)
PR	2,3120*** (2,71)	1,8434*** (2,12)	2,4908*** (2,83)	1,4818 (1,09)	1,8447 (1,37)	1,7783 (1,29)	2,9151*** (2,50)	2,2737* (1,85)	3,0529*** (2,51)
Risk	1,6845 (0,78)	1,3261 (0,60)	2,1623 (0,97)	1,1350 (0,31)	0,0005 (0,00)	3,2379 (0,88)	1,4486 (0,51)	1,7673 (0,59)	0,8941 (0,30)
Age	-0,0170*** (-4,35)	-0,0155*** (-3,88)	-0,0176*** (-4,38)	-0,0204*** (-3,60)	-0,0169*** (-3,04)	-0,0209*** (-3,65)	-0,0126** (-2,21)	-0,0130** (-2,17)	-0,0134** (-2,26)
industry dummy	included	included	included	included	included	included	included	included	included
F-value	28,76***	26,64***	25,18***	12,95***	13,43***	12,05***	15,37***	13,05***	12,83***
adj R ²	0,5703	0,5507	0,5362	0,5302	0,5402	0,5108	0,5826	0,5393	0,5348
N	503	503	503	255	255	255	248	248	248

4.5 강건성 검증

여기에서는 CSR 활동이 기업가치에 미치는 영향의 분석에서 제기되는 내생성 문제를 고려한다.²⁶⁾ 김창수(2009), Surroca, Tribó and Waddock(2010), Lev, Petrovits and Radhakrishnan(2010) 등 다수의 기존연구들은 CSR이 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수도 있지만, 원래 기업가치가 높은 기업에서 CSR을 적극적으로 수행할 수도 있다는 점을 지적하고 있다.

이러한 인과관계 문제(simultaneous causality bias)가 발생한다면 주요 설명 변수인 CSR 변수는 내생변수(endogenous explanatory variable)가 되어 일반

26) 본고에서는 강건성 검증을 위해 실시한 실증분석 결과의 보고는 생략하고 주요내용만을 제시한다. 분석결과는 원문을 참조하기 바란다.

선형회귀식(OLS)으로는 편향되지 않은 일치추정량(unbiased and consistent estimator)을 얻을 수 없게 된다. 따라서 본 연구에서는 이러한 설명변수의 내생성 문제를 통제하기 위하여 도구변수를 이용한 2단계 최소제곱추정법(2SLS, 2 stage least squares estimation)을 이용하여 계수를 추정하고, 이와 함께 도구변수의 적합성과 내생적 설명변수로 의심되는 CSR 변수의 내생성을 검증한다.

2SLS를 위한 도구변수로는 지속가능성 보고서(Sustainability Report)를 발간한 기업의 여부를 보여주는 더미변수(SR)와 Combo, EV21, IVA 각 변수의 산업별 평균 값(Combo_ind, EV21_ind, IVA_ind)이 사용되었다. 지속가능성 보고서는 기업의 사회적 책임 활동의 내용을 담은 보고서로서 현재 우리나라에서는 기업이 자발적으로 발간하고 있다. 지속가능성 보고서에는 해당 기업의 CSR 활동과 관련하여 다량의 정보가 담겨 있기 때문에, 지속가능성 보고서를 발간하는 기업은 CSR 평가에서 좋은 평가를 받을 가능성이 높다. 그러나 지속가능성 보고서를 발간하는 그 자체가 기업가치에 영향을 미친다고 보기에는 무리가 있기 때문에, 지속가능성 보고서 발간 여부 변수(SR)는 2SLS 분석에서 CSR관련 변수를 추정하기 위한 도구변수로 적합하다고 판단된다²⁷⁾.

그리고 또 다른 도구변수로는 John, Litov and Yeung(2008)의 연구에서와 같이 추정하고자 하는 내생변수(Combo, EV21, IVA)의 산업별 평균값(Combo_ind, EV21_ind, IVA_ind)을 사용하였다. CSR 활동과 관련된 산업별 특성은 해당 산업에 속한 기업의 CSR 활동에 영향을 미칠 것으로 예상되지만(Surroca, Tribó and Waddock, 2010), CSR 활동과 관련된 산업별 특성이 해당 기업의 가치에 직접적인 영향을 미친다고 보기에는 무리가 있다. 따라서 CSR 관련 변수의 산업별 평균값 또한 2SLS 분석에서 CSR관련 변수를 추정하기 위한 도구변수로 적합하다고 판단된다. 2SLS를 통한 분석 결과는 일반 선형회귀식(OLS)으로 계수를 추정한 <표 3> 및 <표 4>와 일관되게 나타나 본 연구의 결과가 주요 설명변수인 CSR 변수의 내생성 문제로 인해 왜곡되지 않았다는 점을 보여주고 있다.

그리고 본 연구에서 사용된 자료는 2년간의 관측 자료로서 패널자료의 특성을 가지고 있는데, 이러한 특성을 반영하여 고정효과 모형(fixed effect models)을 이용한 분석을

27) 기업가치가 높은 기업에서 가용자원의 여유가 많으므로 지속가능보고서를 발간할 가능성이 높을 수 있다. 따라서 SR 변수의 경우 이러한 역의 인과관계(reverse causality) 문제가 발생할 가능성이 존재한다는 한계는 있다.

수행하였다. 고정효과 모형은 관측되지 않은 기업간 차이 (unobserved heterogeneity)를 제거하고 보다 정확한 통계적 추론을 할 수 있으며, 또한 다중공선성과 생략변수로 인한 내생성 문제(omitted variable bias) 등을 효과적으로 통제할 수 있는 장점이 있다(Surroca, Tribo and Waddock, 2010). 분석 결과는 <표 3>과 <표 4>의 결과와 일관되게 나타나, 본 연구의 결과가 강건하다는 것을 보여 주었다.

이와 함께 본 연구에서는 기업지배구조 전체 평가점수(total score), 이사회 부문 평가점수(board score), 공시부문 평가점수(disclosure score)와 같이 지배구조를 가늠할 수 있는 또 다른 3개의 변수를 이용한 분석을 수행하였다. 분석결과에 따르면 전체 평가점수와 이사회 부문 평가점수를 이용한 모형에서는 <표 4>의 결과와 일관되게 나타났다. 그러나 공시부문 평가점수를 이용한 모형에서는 교차변수가 양의 값을 보였지만 통계적으로 유의하게 나타나지는 않았다.

5. 결 론

최근 들어 기업에서는 CSR 활동이 기업가치와 기업의 지속가능성을 결정하는 중요한 요인 중의 하나로 받아들여지고 있으며, 이로 인해 기업에서 CSR 활동은 기업가치 제고를 위한 중요한 경영전략으로 여겨지고 있다. 이러한 기업 현실에 비해 CSR 활동에 관한 이론적인 연구는 아직 국내에서 활발히 수행되고 있지는 않다. 본 연구는 국내에서 CSR과 관련된 초창기 연구로서 CSR이 기업가치에 미치는 영향을 분석하고, 나아가 기업지배구조의 수준에 따라 CSR이 기업가치에 미치는 영향이 어떻게 달라지는가를 분석하고 있으며, 또한 CSR과 기업지배구조 간의 관계를 실증적으로 분석하고 있다.

연구 결과에 따르면 우선 CSR 활동은 기업가치를 제고시키는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기업이 지속적으로 자발적인 CSR 활동을 수행할 유인이 있다는 점을 시사한다. 다음으로 CSR 활동과 관련된 대리인 비용이 발생할 수 있다는 점에서 기업지배구조 수준에 따라 CSR이 기업가치에 미치는 영향이 다를 것이라는 점을 검증하였는데, 분석결과에 따르면 기업지배구조가 우수한 경우에 CSR 활동은 기업가치에 긍정적인 영향을 미치지만, 반면 기업지배구조가 취약한 경우에 CSR 활동은 기업가치에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 우수한

기업지배구조 메커니즘이 효율적인 CSR 활동 수행을 유도하여 매출증대, 명성제고 등을 통해 기업가치를 제고하고, 또한 대리인 비용이 되는 비효율적인 CSR 활동은 효과적으로 통제하여 불필요한 비용 지출을 감소시킴으로써 그 결과 기업가치를 보존하는 것으로 해석된다. 그리고 기업지배구조와 CSR 활동 간의 관계를 분석한 결과에 따르면 기업지배구조가 우수한 기업일수록 CSR 활동을 적극적으로 수행하는 것으로 나타났다. 이는 주주의 이익을 보호하는 기업지배구조 메커니즘과 이해관계자의 이해를 고려하는 CSR 활동이 상충하지 않고 양립할 수 있다는 점을 보여주는 결과이다.

본 논문은 CSR과 기업지배구조에 관해 국내에서 가용한 데이터 중 가장 앞선 데이터를 사용하여 시사성이 있는 중요한 주제에 대해 연구를 수행하였다는 점에서 큰 의의가 있다. 그리고 본 연구의 결과는 기업이 자발적으로 CSR 활동을 수행할 유인을 확인하였다는 점과, CSR을 통해 주주와 이해관계자들의 이익이 동시에 도모될 수 있다는 근거를 제시하였다는 점에서 의의를 가진다. 나아가 기업지배구조가 기업가치 제고에 기여하는 또 다른 경로를 확인하였다는 점에서도 중요한 의의를 가진다. 이러한 점은 CSR을 적극적으로 수행하고자 하는 실무계에 시사하는 바가 크며, 또한 CSR과 관련된 정책 마련에 방향성을 제시한다. 또한 본 연구의 결론은 투자자들에게도 많은 함의를 주고 또한 최근 활발히 논의가 되고 있는 사회책임투자(SRI)와 관련해서도 함의를 줄 수 있다는 점에서 의의를 찾을 수 있다.

이러한 성과에도 불구하고 본 연구는 CSR 활동과 기업가치 간의 관계를 단기적인 관점에서 접근하였다는 점에서 한계를 보인다. 또한 본 연구에서 활용된 표본은 전체 상장기업이 아니라 CSR 평가결과가 이용가능한 상장기업으로 한정되어 있다. 따라서 본 연구의 실증분석 결과는 표본선택의 편의(selection bias)를 가질 수 있다는 한계가 있다. 이와 함께 본 연구의 CSR 변수는 외국의 평가 모형을 통해 산출된 자료라서 한국 기업의 특성을 충분히 반영하지 못할 수 있으며, 또한 평가과정에서의 실수로 인한 측정오차의 문제(measurement error)가 발생할 수 있다는 한계도 있다.

그리고 CSR 활동이 어떠한 경로를 통해 기업가치에 영향을 미치는지와 관련하여 매출 증대, 종업원 생산성 향상, 혁신, 명성 제고 등의 요인과 CSR활동과의 관계를 분석하여 CSR 활동이 기업가치에 미치는 영향을 다각적인 측면에서 분석해 보는 것은 향후 연구과제로 남겨둔다. 향후 국내에서 CSR과 관련된 더 많은 논의가 활발히 진행되고, 관련된 자료가 충분히 축적되어 본 연구의 한계가 보완됨과 동시에 소유구조, 연기금의 역할 등 다양한 측면에서 더욱 발전된 연구가 계속 진행되기를 기대한다.

<참 고 문 헌>

- 강형철, 박경서, 장하성, “한국상장기업에 있어 지배주주 지분율의 결정요인: 기업가치와 통제권간의 선택”, 증권학회지 제35권 제6호(2006), pp.39-75.
- 국찬표, 강윤식, “투자자보호가 기업의 위험선호에 미치는 영향”, 재무관리연구, 제27권 제2호(2010), pp. 115-144.
- 김창수, “기업의 사회적 책임 활동과 기업가치”, 한국증권학회지, 제38권 제4호(2009), pp. 507-545.
- 장지인, 최현섭, 기업의 사회적 책임(CSR)과 재무성과와의 관계, 대한경영학회지, 제23권 제2호(2010), pp. 633-648.
- 최정호, 이익의 질과 기업가치에 관한 실증적 연구, 증권학회지 제37권 제5호(2008), pp. 813-839.
- Aupperle, K. E., A. B. Carroll, and J. D. Hatfield, 1985, An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability, Academy of Management Journal 28, pp. 446-463.
- Barnea, A., and A. Rubin, 2010, Corporate social responsibility as a conflict between shareholders," Journal of Business Ethics 97, pp. 71-86.
- Beltratti, A., 2005, The complementarity between corporate governance and corporate social responsibility, The Geneva Papers on Risk and Insurance 30, pp. 373-386.
- Black, B., H. Jang, and W. Kim, 2006, Does corporate governance affect firms' market value? Evidence from Korea, Journal of Law, Economics and Organization 22, pp. 366-413.
- Bragdon J., and J. Marlin, 1972, Is pollution profitable? Risk Management 19, pp. 9-18.
- Brammer S., C. Brooks and S. Pavelin, 2006, Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures, Working Paper.

- Brown, T. J., and P. A. Dacin, 1997, The company and the product: corporate associations and consumer product responses, *Journal of Marketing* 61, pp. 68–84.
- Bruyn, S., *The field of social investment*, Cambridge University Press, 1987.
- Burke, L., J. M. Logsdon, W. Mitchell, M. Reiner and D. Vogel, 1986, Corporate community involvement in the San Francisco Bay Area, *California Management Review* 28, pp. 122–141.
- Clarkson P., J. Guedes and R. Thompson, 1996, On the diversification, observability and measure of estimation risk, *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, pp. 69–84
- Cochran, P. L., and R. A. Wood, 1984, Corporate social responsibility and financial performance, *Academy of Management Journal* 27, pp. 42–56.
- Commission of the European Communities, *Communication from the commission concerning corporate social responsibility: a business contribution to sustainable development*, Brussels, 2002.
- Cremers, K. J. M., and Nair, V. B., 2005, Governance mechanisms and equity prices, *Journal of Finance* 60, pp. 2859–2894.
- Derwall, J., N. Guenster, R. Bauer and K. Koedijk, 2005, The eco–efficiency premium puzzle, *Financial Analysts Journal* 61, pp. 53–64.
- Dhaliwal, D. S., O. Z. Li, A. Tsang, and Y. G. Yang, 2011, Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: the initiation of corporate social responsibility reporting, *The Accounting Review* 86(forthcoming).
- Diamond, D., 1991, Monitoring and reputation: the choice between bank loans and directly placed debt, *Journal of Political Economy* 99, pp. 689–721.
- Drobetz, W., A. Schillofer, and H. Zimmermann, 2004, Corporate governance and expected stock returns: evidence from Germany, *European Financial Management* 10, pp. 267–293.
- Easley, D., S. Hvidkjaer and M. O'Hara, 2002, Is information risk a determinant of asset returns?, *Journal of Finance* 57, pp. 2185–2221.

- Freeman, R. E., *Strategic management: a stakeholder approach*, Oxford University Press, 1984.
- Friedman, M., 1970, The social responsibility of business is to increase its profits, *New York Times Magazine*, September 13, pp. 32–33.
- Frooman, J., 1997, Socially irresponsible and illegal behavior and shareholder wealth, *Business & Society* 36, pp. 221–249.
- Gilson, S., 1990, Bankruptcy, boards, banks, and block holders, *Journal of Financial Economics* 27, pp. 355–387.
- Gompers, P., J. Ishii, and A. Metrick, 2003, Corporate governance and equity prices, *Quarterly Journal of Economics* 118, pp. 107–155.
- Goyal, A., 2006, Corporate social responsibility as a signaling device for FDI, *International Journal of the Economics of Business* 13, pp. 145–163.
- Guerard, J., 1997, Is There a cost to being socially responsible in investing?, *Journal Forecasting* 16, pp. 475–490.
- Heal, G., 2005, Corporate social responsibility: an economic and financial framework, *Geneva Papers* 30, pp. 387–409.
- Herremans, I., P. Akathaporn and M. McInnes, 1993, An investigation of corporate social responsibility reputation and economic performance, *Accounting, Organization and Society* 18, pp. 587–604.
- Hillman, A. J., and G. D. Keim, 2001, Shareholder value, stakeholder management, and social issues: What's the bottom line?, *Strategic Management Journal* 22, pp. 125–139.
- Hopkins, M., 2004, Corporate social responsibility: an issue paper, ILO, Geneva: Working Paper No. 27.
- Jensen, M. C., 1986, Agency costs of free cash flows, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review* 76, pp. 323–329.
- Jensen, M. C., and W. Meckling, 1976, Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and capital structure, *Journal of Financial Economics* 3, pp. 305–360.
- John, K., L. Litov, and B. Yeung, 2008, Corporate governance and risk-taking, *Journal of Finance* 63, pp. 1679–1728.

- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, 2002, Investor protection and corporate valuation, *Journal of Finance* 57, pp. 1147-1170.
- Langbein, J., and R. Posner, 1980, Social investing and the law of trusts, *Michigan Law Review* 79, pp. 72-112.
- 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, pp. 182-200.
- Luo, S. and C. B. Bhattacharya, 2006, Corporate social responsibility, customer satisfaction dan Market Value, *Journal of Marketing* 70, .pp.1-18.
- Mackey, A., T. B. Mackey, and J. B. Barney, 2007, Corporate social responsibility and firm performance: investor preferences and corporate strategies, *Academy of Management Review* 32, pp. 817-835.
- McWilliams, A., and D. Siegel, 2000, Corporate social responsibility and firm financial performance: correlation or misspecification? *Strategic Management Journal* 21, pp. 603-609.
- Posnikoff, J. 1997, Disinvestment from South Africa: They did well by doing good, *Contemporary Economic Policy* 15, pp. 76-86.
- Richardson, A., and M. Welker, 2001, Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital, *Accounting, Organization and Society* 26, pp. 597-616.
- Riyanto, Y. E., and L. A. Toolsema, 2007, Corporate social responsibility and corporate governance framework, Working Paper.
- Rusticus, T. O., and D. F. Larcker, 2010, On the use of instrumental variables in accounting research, *Journal of Accounting and Economics* 49, pp. 186-205.
- Schwartz, R., 1968, Corporate philanthropic contributions, *Journal of Finance* 51, pp. 1201-1225.
- Sen, S., and C. B. Bhattacharya, 2001, Does doing good always lead to doing better? Consumer reactions to corporate social responsibility, *Journal of Marketing Research* 38, pp. 225-243.

- Shleifer, A., and D. Wolfenzon, 2002, Investor protection and equity markets, *Journal of Financial Economics* 66, pp. 3-27.
- Shleifer, A., and R. W. Vishny, 1997, A survey of corporate governance, *Journal of Finance* 52, pp. 737-783.
- Smith, M. P., 1996, Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS, *Journal of Finance* 51, pp. 227-252.
- Statman, M., 2000, Socially responsible mutual funds, *Financial Analysts Journal* 56, pp. 30-39.
- Stulz R., 1990, Managerial discretion and optimal financing policies, *Journal of Financial Economics* 26, pp. 3-27.
- Surroca, J., J. A. Tribó, and A. Waddock, 2010, Corporate responsibility and financial performance: the role of intangible resources, *Strategic Management Journal* 31, pp. 463-490.
- Teoh, S., I. Welch, and C. Wazzan, 1999, The effect of socially activist investment policies on the financial markets: Evidence from the South African boycott, *Journal of Business* 72, pp. 35-89.
- Tsoutsoura, M., 2004, Corporate social responsibility and financial performance, Working Paper.
- Ullman, A., 1985, Data in search of a theory: a critical examination of the relationships among social performance, social disclosure and economic performance of U.S. firms, *The Academy of Management Review* 10, pp. 540-557.
- Vance, S. C., 1975, Are socially responsible corporations good investment risks?, *Management Review* 64, pp. 18-24.
- Waddock S. A., and S. B. Graves, 1997, The corporate social performance – financial performance link, *Strategic Management Journal* 18, pp. 303-319.
- Wright, P., and S. Ferris, 1997, Agency conflict and corporate strategy: the effect of divestment on corporate value, *Strategic Management Journal* 18, pp. 77-83.

