

기업의 지속가능성과 공시 정보의 빈도 사이의 관계*

정광화**

—<요 약>—

본 연구는 지속가능한 경영을 확보하는 수단으로서 기업의 사회적 책임(CSR)과 경영자의 공시 빈도, 그리고 기업가치 간의 관계를 분석한다. 기업 간 경쟁이 치열해지고 경영환경의 불안정성이 심화됨에 따라 기업에 대한 사회와 그 구성원들의 지지는 기업의 장기적 성장에 필수적인 요소가 되었다. 반면에 경영자는 개인적인 명성 제고, 기업 비행 무마 등 기회주의적인 유인에서 CSR에 집중할 수도 있다. 따라서 투자자들은 CSR의 성격을 사전적으로(ex-ante) 판단할 수 없으며 이러한 정보비대칭과 그로 인한 불확실성을 해소하고자 더 많은 재무정보를 요구하게 된다. 기업 발전을 위해 CSR에 충실한 경영자라면 영업활동을 투명하게 보여줌으로써 투자자들의 정보수요를 충족하고 CSR 활동이 대리인비용이 아님을 강조하려는 유인을 가진다. 이러한 기업의 공정공시 빈도는 높으며 투자자들은 이러한 사실을 기업가치에 긍정적으로 반영할 것으로 예상된다.

본 연구는 2003년부터 2009년까지 한국거래소에 상장된 유가증권시장주권상장법인을 대상으로 CSR과 기업의 공정공시 빈도 간에는 유의한 관련성이 있는지, 선행연구에서 밝혀진 CSR과 기업가치 간의 양(+)의 관계는 공정공시 빈도에 따라 차이가 있는지를 실증분석하였다.

실증분석 결과, CSR을 적극적으로 수행하는 기업일수록 공정공시 빈도는 높은 것으로 나타났다. 다음으로 기업가치와의 관련성을 살펴본 결과, 공정공시 빈도가 높을수록 CSR과 기업가치 간에는 추가적인 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타났다.

본 연구는 다음과 같은 공헌점을 가진다. 첫째, 본 연구는 CSR과 공시 빈도 사이에는 유의한 관계가 있음을 밝혀내어 CSR 연구의 영역을 공시 부문으로 확장하였다는 공헌점이 있다. 또한 선행연구에서 밝혀진 CSR과 기업가치 간의 양(+)의 관계에 대한 설명 요인 중 하나로 공시 정보의 양을 제시한다는 점에서 연구의 의의가 있을 것으로 기대한다. 둘째, 본 연구는 경영자의 공시 유인 중 하나로 기업의 영업성과를 제시한 선행연구(Houston et al., 2010)에 추가하여 기업의 비재무성과도 공시를 유발하는 요인 중 하나라는 실증결과를 제시한다. CSR 수준이 높을수록 공시정보를

* 본 논문은 저자의 고려대학교 일반대학원 회계학전공 박사학위논문 중 일부를 수정 및 보완하여 작성되었습니다. 본 박사학위논문을 지도해주신 정석우 교수님과 심사해주신 유승원 교수님, 유용근 교수님(이상 고려대), 우용상 교수님(이화여대), 임태균 교수님(전북대)께 감사드립니다. 또한 2013년 한국회계학회 동계학술대회와 2014년 한국회계학회 하계학술대회에 참석하여 건설적인 조언을 해주신 토론자와 참가자들도 감사드립니다.

** 강원대학교 경영회계학부 조교수, jeong@kangwon.ac.kr

적극적으로 제공한다는 본 연구의 결과는 공시정보를 이용하여 투자 관련 의사결정을 내리는 시장 참여자들에게 유용한 정보가 될 것이다.

〈주제어〉 기업의 사회적 책임, 경제정의지수, 자발적공시, 공정공시제도, 기업가치

I. 서 론

본 연구는 지속가능한 경영을 확보하는 수단으로서 기업의 사회적 책임(CSR)에 집중하고 경영자의 공시 빈도와와의 관련성을 분석한다.¹⁾ 추가적으로, 선행연구에서 검증된 CSR과 기업가치 간의 양(+)의 관계가 공시 빈도에 따라 달라지는지를 검증한다. CSR이란 기업이 주주를 위한 이윤 극대화만 추구하는데서 벗어나 사회적 관심사를 해결하기 위해 자발적으로 노력하는 것을 의미한다. 기업 간 경쟁이 치열해지고 경영환경의 불안정성이 심화됨에 따라, 기업에 대한 사회와 구성원들의 지지는 기업의 장기적 성장에 필수적인 요소가 되었다. 이러한 관점에서 학계와 기업실무에서는 CSR을 지속가능성의 동의어로 사용하고 있다(Dhaliwal et al. 2012). 반면에 경영자는 개인적인 명성을 제고하거나 기업의 비행을 무마하는 등 기회주의적인 동기에서 CSR에 투자할 수도 있다. 이러한 CSR의 양면성으로 인해 많은 선행연구들이 CSR과 재무성과와의 관계를 살펴보는데 집중하였다.

다수의 국내 선행연구들(김창수 2009 ; 황호찬 2009 외 다수)은 CSR 성과와 기업의 재무성과 및 기업가치는 양(+)의 관계가 있음을 실증하면서, CSR 투자는 경영자 기회주의라기보다는 기업 발전을 위해 필수적인 요인임을 강조하였다. CSR과 재무성과 간의 관련성 검증을 확장하여, 회계적 관점에서 CSR을 접근하려는 시도 또한 이어졌다. 다양한 측정치를 이용하여 CSR 투자 기업의 이익조정 여부를 살펴본 결과, 일반적으로 CSR과 이익조정은 음(-)의 관계가 있다는 실증증거들이 보고되었다(Kim et al. 2012 ; 문현주 2007 ; 김용성 외 2010 ; 이윤상 2011 ; 이우재 외 2012 ; 최현정과 문두철 2013).

본 연구에서는 선행연구의 논의를 확장하여 CSR 투자기업의 공시 품질을 살펴본다. 공시제도가 우수할수록 기업가치는 높아진다(Hail and Leuz 2006). 공시정보는 기업 내부자와 외부자 사이에 존재하는 정보비대칭을 완화하기 때문이다. 본 연구는 공시정보의 양적 측면에 초점을 맞추어 CSR과 공시정보와의 관련성을 검증한다. 다수의 선행연구들은 공시정보의 양이 증가하면 회계투명성이 제고되고 이익조정은 줄어드는 효과가 있음을 밝히고 있다(최현돌·윤재원 2006 ; Jo and Kim 2007 등). 기업 발전을 위해 사회적 책임에 충실한 경영자들은 공시품질 제고에도 많은 관심을 보일 것으로 예상된다. 즉, 기업의 영업활동을 투명하게 보여줌으로써 투자자들의 정보수요를 충족하는 한편, CSR 활동이 대리인비용이 아님을 강조하려는 유인을 가진다.

1) 일반적으로 지속가능경영의 3대 요인(triple bottom line)으로 기업이익, 환경, CSR이 제시되고 있다.

이러한 기업의 공정공시 빈도는 높으며 투자자들은 이러한 사실을 기업가치에 긍정적으로 반영할 것으로 예상할 수 있다.

실증분석 결과, CSR을 적극적으로 수행하는 기업일수록 공정공시 빈도는 높은 것으로 나타났다. 이는 사회적 책임에 충실한 기업의 경영자는 공시 정보를 이용하여 기업 내부자와 외부자 간의 정보비대칭 해소에 노력한다는 것을 시사한다. 다음으로 기업가치와의 관련성을 살펴본 결과, 공정공시 빈도가 높을수록 CSR과 기업가치 간에는 추가적인 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 본 연구의 결과는 경영자가 CSR이라는 비재무성과에 더하여 재무성과 정보를 적극적으로 제공하는 경우 투자자들의 정보비대칭과 불확실성은 감소하며 이는 기업가치를 제고하는 효과가 있음을 시사한다.

본 연구는 다음과 같은 공헌점을 가진다. 첫째, 본 연구는 CSR과 공시 빈도 사이에는 유의한 관계가 있음을 밝혀내어 CSR 연구의 영역을 공시 부문으로 확장하였다는 공헌점이 있다. 또한 선행연구에서 밝혀진 CSR과 기업가치 간의 양(+)의 관계에 대한 설명 요인 중 하나로 공시 정보의 양을 제시한다는 점에서 연구의 의의가 있을 것으로 기대한다. 둘째, 본 연구는 경영자의 공시 유인 중 하나로 기업의 영업성과를 제시한 선행연구(Houston et al. 2010)에 추가하여 기업의 비재무성과도 공시를 유발하는 요인 중 하나라는 실증결과를 제시한다. CSR 수준이 높을수록 공시정보를 적극적으로 제공한다는 본 연구의 결과는 공시정보를 이용하여 투자 관련 의사 결정을 내리는 시장참여자들에게 유용한 정보가 될 것이다.

II. 선행연구 및 가설 설정

1. 선행연구 검토

가. CSR에 대한 선행연구

회계적 관점에서 CSR은 그 기본을 회계투명성에 두고 있다(Atkins 2006 ; IFAC 2006a, 2006b ; 최현정 · 문두철 2013). Atkins(2006)는 재무보고 투명성을 제고하는 것이 바로 투자자들에 대한 CSR이라고 주장하였으며, Beaudoin et al.(2013)은 실험연구를 통해 적극적으로 CSR을 수행하는 기업은 이익조정을 적게 한다는 결과를 보고하였다.

CSR을 경영자의 기회주의에 따른 대리인비용으로 파악하여 이익조정과의 관련성을 검토한 연구도 있다. Prior et al.(2008)은 CSR과 이익조정 간에 유의한 양(+)의 관계를 발견하고 이는 경영자들이 이익조정을 감추기 위해서 CSR을 전략적으로 사용했기 때문이라고 주장하였다. 그러나 이들의 결과는 규제산업에 국한된다는 점에서 한계점을 가진다. 여러 국가의 자료를 이용하여 분석한 Chih et al.(2008)의 결과에 따르면, CSR기업은 발생액 이익조정은 적극적으로 수행하나 이익유연화나 손실회피 등은 덜 하는 것으로 나타났다. 이러한 일관성이 결여된 결과는 CSR

자체에 의한 것이라기보다는 개별 국가의 특성에 기인하는 것으로 판단된다(Kim et al. 2012).

Kim et al.(2012)은 선행연구의 혼재된 결과를 고려하여 CSR과 회계투명성 간의 관계를 종합적으로 검토하였다. KLD ratings과 다양한 이익조정 측정치(성과대응 재량적발생액의 절대값, 실물이익조정, GAAP 위반사례 등)를 사용한 결과, 적극적으로 CSR을 수행하는 기업은 이익조정이 적은 것으로 나타났다. 이러한 사실은 경영자가 사적효익을 추구하기 위한 대리인비용의 차원에서 CSR에 투자하는 것은 아니며, 법적·윤리적 의무에 충실한 경영자는 재무보고 투명성을 제고하기 위해 이익조정을 억제한다는 것을 의미한다.

국내 초창기 연구로는 문현주(2007)가 있다. 문현주(2007)는 CSR과 기업가치 간의 관련성 파악에만 치중한 선행연구를 확장하여 CSR과 회계투명성 간의 관계를 살펴보았다. CSR의 대응치로는 윤리강령 제정·공시 및 전담부서 설치기업으로 정하고, 회계투명성은 경영자의 기회주의적 회계선택과 관계가 높기 때문에 수정존스 모형과 Kothari et al.(2005) 모형에 의한 재량적발생액을 동시에 사용하였다. 분석 결과, 윤리경영을 도입한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 재량적발생액이 작은 것을 확인하였다. 또한 윤리경영 도입 전후를 비교한 경우에도 도입 이후 재량적발생액이 낮음을 알 수 있었다. 김용성 외(2010)은 CSR을 기업의 윤리적인 행위라고 간주하여 회계적 측면에서 비윤리적인 행위라고 할 수 있는 이익조정과의 관련성을 검토하였다. 경제정의지수(KEJI Index)를 사용하여 분석한 결과, 경제정의지수 중 사회분야 점수는 수정존스 모형에 의한 재량적발생액의 절대값과 음(-)의 관계에 있는 것으로 나타났다. 김용성 외(2010)과 유사하게, 이운상(2011)은 기업의 외적 윤리로 지속가능보고서 발행 여부를 이용하고, 내적 윤리로 이익조정(성과대응 재량적발생액)을 이용하여 서로간의 관련성을 검토하였다. 실증분석 결과를 살펴보면, 당기순이익을 보고한 기업의 경우 지속가능보고서를 최초로 발행한 직후 연도에 이익조정이 감소되는 것으로 나타났다. 또한 지속가능보고서 발행기업으로만 한정된 경우 당기순이익을 보고한 기업들은 지속가능보고서 발행연도와 발행 직후 연도 모두 이익조정과 유의한 음(-)의 관련성이 나타났다. 김선화·정용기(2013)는 CSR 성과가 우수한 기업은 실물이익조정의 상향유인이 적다는 결과를 제시했다. 이러한 선행연구들의 결론을 요약하면, CSR 측정방법에 무관하게 CSR과 이익조정은 역의 관계에 있다는 것이다.

이우재 외(2012)는 CSR 성과가 좋은 기업의 회계정보가 상대적으로 회계투명성이 높은 지를 이익반응계수(Earnings Response Coefficient, ERC) 모형을 이용하여 분석하였다. CSR 수준이 높은 기업일수록 ERC가 높다면 기업의 CSR 활동에 따라 투자자들이 차별적으로 반응한다는 것을 의미하며 이는 CSR 기업의 회계투명성이 높기 때문에 나타나는 결과라고 추론하고 이를 실증하였다.

최현정·문두철(2013)은 상당수의 국내 선행연구들(김창수 2009 ; 황호찬 2009 외 다수)이 CSR과 기업의 재무성과 및 기업가치와의 관련성 분석에만 집중하였다고 지적하면서, 이러한 관련성을 분석하기에 앞서 CSR을 회계적 관점에서 접근하여야 한다고 주장하였다. 이들은 지속가능성의 관점에서 CSR의 근원을 회계투명성에서 파악하고자 하였다. 경제정의지수(KEJI Index)

가 공개된 상위 200대 기업을 CSR을 하는 기업으로, 경제정의지수가 발표되지 않는 기업을 CSR을 하지 않는 기업으로 분류하고 성과대응 재량적발생액의 절대값을 사용하여 분석한 결과, CSR을 하는 기업이 그렇지 않은 기업보다 재량적발생액의 절대값은 작고 이익지속성은 높은 것으로 나타났다. 또한 천미림·김창수(2011)와 유사한 방법을 이용하여 CSR의 지속성과 회계투명성 간의 관계도 분석하였는데, 지속적 CSR기업들은 상대적으로 이익조정 절대값이 작고 이익지속성이 높다는 실증결과를 제시하였다. 이는 CSR의 지속성 여부에 따라 회계투명성도 달라진다는 사실을 의미한다. 최현정·문두철(2013)은 CSR과 회계투명성 간의 관계를 밝힘으로써 국제회계사연맹(International Federation of Accountants, IFAC)이 정의한 회계적 관점에서의 CSR을 검증하였으며, CSR과 기업가치와의 양(+)의 관계는 발생액의 질이 높기 때문이라는 주장을 실증하였다는 공헌점이 있다. 그러나 CSR 기업을 구분하는 방식이 연구자의 자의적인 판단에 의존하며²⁾ 회계투명성을 발생액 측면에만 국한하여 분석하였다는 한계점이 존재한다.

이광운(2012) 또한 이익조정을 이용하여 CSR과 회계투명성 간의 관련성을 분석하였다. 이광운(2012)의 연구가 최현정·문두철(2013)과 다른 점은 더미변수가 아닌 경제정의지수(KEJI Index) 점수를 CSR의 대리변수로 직접 사용하고, 수정존스 모형을 이용한 재량적발생액의 절대값을 회계투명성의 대용치로 사용하였다는 점이다. 2003~2009년까지 경제정의지수가 있는 1,832개의 기업-연도 자료를 이용하여 실증분석한 결과, CSR과 회계투명성 간에는 유의한 관련성이 발견되지 않았는데 이는 최현정·문두철(2013)과는 상반되는 결과이다.

나. 기업공시 관련 선행연구

권수영 외(2012)는 회계정보의 범위를 공시 영역까지 확장하여, 투자설명회 개최 빈도, 자발적 예측정보 공시 빈도 등 자발적공시 빈도까지 포함하고 기업의 회계투명성을 측정하였다. 자발적공시를 빈번하게 제공하여 외부정보이용자들의 합리적인 의사결정을 지원하는 것은 회계투명성의 본질과 관련이 있기 때문이다.

최현돌·윤재원(2006)은 한국기업지배구조원에서 실시한 기업지배구조 평가점수³⁾를 이용하

2) 최현정·문두철(2013)은 CSR 기업의 대용치로 경제정의지수(KEJI Index)를 이용하였다. 경제정의지수 평가 결과는 평가대상 기업 전체가 아닌 상위 200개 기업에 대해서만 공개된다. 따라서 경제정의지수가 공개되지 않았다고 해서 CSR을 하지 않는 것은 아니다. 따라서 경제정의지수가 발표되는 기업을 CSR을 하는 기업으로, 경제정의지수가 발표되지 않는 기업을 CSR을 하지 않는 기업으로 분류하고, CSR의 실시 여부가 회계투명성에 미치는 영향을 분석한 최현정·문두철(2013)의 연구 결과는 주의하여 해석할 필요가 있다.

3) 한국기업지배구조원은 2002년 설립된 이래 매년 상반기에 전체 상장법인에 대하여 지배구조 평가를 실시하고 있다. 평가에 사용되는 모형은 (1) 주주권리보호를 위한 제반장치들의 마련여부, (2) 이사회 구성 및 활동내역, (3) 영업보고서 및 기타 기업관련 사항의 공시여부, (4) 감사기구의 설치 및 운영에 관한 사항 및 (5) 경영손익의 배분이라는 5가지 부문으로 구성되어 있다(한국기업지배구조원 홈페이지 www.cgs.or.kr).

여 기업지배구조 수준과 회계투명성과의 관계를 실증분석하였다. 기업지배구조원의 공시 부문 평가의 목적은 재무제표 공시가 적절하게 이루어졌는지를 평가하는 것이 아니라 경영자가 중요한 정보를 자발적으로 투명하게 공시하고 있는지를 평가하는 것이다. 실증분석 결과, 기업의 공시 부문 점수가 높을수록 회계투명성이 높아지는 것으로 나타났으며 기업지배구조의 다른 부분들은 회계투명성에 거의 영향을 미치지 않았다. 이러한 결과는 자발적공시(IR, 월별손익공시, 예측정보공시) 빈도가 높을수록, 공시 오류가 적을수록, 공시내용이 상세하게 전달될수록 회계투명성이 제고된다는 것을 의미한다.

직접적으로 공시 빈도를 분석한 대표적인 연구로는 Jo and Kim(2007)이 있다. 그들은 공시정보의 양이 증가하면 회계투명성이 제고되고, 그로 인해 투자자가 이익조정을 적발할 가능성이 높아지기 때문에 공시 빈도와 이익조정은 음(-)의 관계에 있다고 예상하였다. 공시 빈도의 측정치로 보도자료(press releases)의 횟수를 이용하고 이익조정의 측정치로 Kothari et al.(2005)에 의한 재량적발생액을 사용한 결과, 예상대로 공시 빈도와 이익조정 간에는 유의한 음(-)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 또한 공시 빈도가 높을수록 유상증자 이후의 성과가 좋아졌는데, 이는 공시 빈도의 증가가 정보비대칭을 줄이고 이익의 투명성을 제고하여 유상증자 이후의 성과 하락(underperformance)을 완화하기 때문이라고 해석하였다.

공시 품질의 측정치로 공시 빈도를 사용하는 경우에는 한계점도 존재한다. 먼저 공시정보의 유용성이 낮더라도 그 빈도가 높으면 공시 품질이 우수하다고 왜곡된 결론을 내릴 수 있다. 또한 공시정보의 효과는 모두 동일하지 않기 때문에 단순히 빈도를 집계하는 것만으로 공시 효과의 크기를 측정할 수는 없다. 더욱이 의무공시의 경우에는 공시 여부가 경영자의 의지가 아닌 규정에 의해 결정되기 때문에 공시빈도는 의무공시를 대상으로 하는 연구에는 적절하지 않다. 그러나 완벽한 측정치는 존재하지 않으며 이러한 한계점은 공시 품질을 나타내는 다른 측정치들에도 적용되는 문제이다. 여러 선행연구(Francis et al. 1994 ; Clarkson et al. 1999 ; Lang and Lundholm 2000 ; Nagar et al. 2003 ; Schrand and Verrecchia 2004 ; Jo and Kim 2007 ; 심호식 외 2010 ; 안태식 외 2011 ; 이문영 외 2012)에서도 공시 빈도를 공시 품질의 측정치로 사용하였다.

2. 가설 설정

본 연구의 목적은 CSR과 공시 빈도 간의 관계를 분석하고 선행연구에서 밝혀진 CSR과 기업가치 간의 양(+)의 관계가 공시 빈도에 따라 차이가 있는지를 분석하는 것이다(고성천·박래수 2011). 한국거래소에서는 수시공시, 조회공시, 자율공시, 공정공시 등 여러 공시제도를 규정하고 운용 중에 있다. 그 중에서도 공정공시를 대상으로 본 연구를 진행한 이유는 다음과 같다.⁴⁾ 첫

4) 공정공시에 대한 사항은 유가증권시장 공시규정 제3절 공정공시에 상세히 규정되어 있다. 그 중 제15조에 규정되어 있는 공정공시 대상 정보의 범위는 다음과 같다. 첫째, 장래 사업계획 또는 경영계획에 대한 정보이다. 둘째, 영업실적 등에 대한 전망 및 예측정보이다. 여기서 영업실적이라 함은 매출액, 영업

째, 공시의 양적 측면(빈도)을 살펴는데 있어서 수시공시나 조회공시 같은 의무공시는 적절하지 않다. 의무공시는 공시 여부가 특정 요건에 의해서 결정되기 때문에 공시의 양(빈도)이 가지는 중요성이 크지 않다. 또한 공시빈도를 분석함에 있어 모든 자발적공시로 범위를 확대하면 정보의 중요성이 떨어지더라도 단지 공시빈도가 높다는 이유로 경영자가 충실한 공시활동을 수행한다고 해석하여 왜곡된 결과를 낳을 수 있다. 공정공시 대상 정보는 재무분석가, 기관투자자 등 전문투자자들의 정보수요가 많기 때문에 상대적으로 정보의 중요성이 높다고 할 수 있다. 둘째, 공시대상 정보의 범위를 경영자의 재량에 의지하는 미국과 달리 우리나라는 그 범위를 공시규정에 규정하고 있으므로 기업간 비교가능성을 제고할 수 있다. 셋째, 공정공시 도입으로 인해 국내 자본시장의 환경이 좋아졌기 때문이다. 공정공시 정보가 시장에 공시되면 주가와 거래량에 반영되며 특히 주가에는 1~2분 내에 즉각적으로 반영된다(Lee 2009). 또한 공정공시제도 도입 이후 이익공시일에서의 비정상수익률의 변동성이 낮아졌고 비정상거래량도 감소하였으며(김지홍 외 2005) 재무분석가의 과대예측 정도가 낮아지고 예측오차와 예측분산이 감소하였다(오원정·손성규 2006). 이는 공정공시 정보가 자본시장에서 중요하게 이용되고 있으며 정보비대칭의 감소라는 당초의 목적을 달성하고 있음을 방증한다. 따라서 본 연구에서는 여러 공시정보 중에서 정보의 중요성이 상대적으로 높다고 인정되는 공정공시만을 대상으로 하여 연구를 수행한다.

선행연구(Kim et al. 2012 ; Beaudoin et al. 2013 ; 김용성 외 2010 ; 최현정·문두철 2013)의 결과에 따르면, CSR에 소홀한 경영자는 기회주의적인 이익조정을 시도할 가능성이 높다. 이익조정이 반영된 잠정이익은 감사인의 감사를 거친 후에 확정된다. 따라서 CSR 투자에 소극적인 경영자는 외부감사로 인한 이익조정 적발 가능성 때문에 가결산이익이나 경영자 이익예측정보와 같은 공정공시정보를 자발적으로 제공하는 것을 꺼리게 된다. 이를 반대로 해석하면 적극적으로 CSR에 투자하는 경영자는 이익조정을 시도할 유인이 상대적으로 낮기 때문에 가결산이익이나 경영자 이익예측 공시를 하지 않을 이유가 없다. 따라서 본 연구에서는 경영자가 제공하는 공시 특성의 속성으로 CSR과 공정공시 빈도 간의 관련성을 분석한다.

CSR에 충실한 기업은 공시 빈도가 높을 것으로 기대되나 그렇지 않을 가능성도 존재한다. Prior et al.(2008)은 CSR과 이익조정 간에는 유의한 양(+)의 관계가 있다는 결과를 제시하면서 이는 경영자들이 이익조정을 감추기 위해 전략적으로 CSR을 악용하기 때문이라고 설명한다.

손익, 법인세비용차감전계속사업손익 또는 당기순손익을 의미하며 일반적으로 경영자 이익예측정보라고 표현한다. 셋째, 잠정실적(가결산실적) 정보이다. 가결산이익은 사업보고서, 반기보고서 및 분기보고서(사업보고서 등)를 제출하기 이전의 당해 사업보고서 등과 관련된 매출액, 영업손익, 법인세비용차감전계속사업손익 또는 당기순손익 등을 의미하며 일반적으로 가결산이익 정보라고 표현한다. 넷째, 수시공시사항이지만 신고시한이 도래하지 않은 사항이다. 미국의 경우에는 공정공시 대상이 되는 정보를 규정하지 않고 판례에 의존하고 있으며, 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission, SEC)가 수익정보, 합병·인수, 신제품 개발, 지배주주 또는 경영진의 변경 등을 예시하고 있는 반면, 우리나라는 선별공시로 인하여 심각한 정보의 비대칭이 발생할 것으로 예상되는 중요 정보들의 범위를 구체화하여 명문화하고 있다는 점에서 차이가 있다.

Chih et al.(2008)도 CSR에 적극적으로 투자하는 기업은 발생액 이익조정은 적극적으로 수행하는 대신 이익유연화나 손실회피 등은 덜 한다는 결과를 제시하였다. 따라서 CSR 투자가 많다고 해서 꼭 이익의 질이 높은지에 대해서는 의견이 엇갈린다. 경영자는 개인적인 명성 제고 등 대리인비용의 차원에서 CSR에 투자할 수 있으며 우리나라 기업 실무에서도 탈세, 비자금, 편법 세습 등의 문제가 발생했을 때 이를 무마하기 위해서 CSR 활동을 이용한 사례가 다수 존재한다.⁵⁾ 선행연구와 실제 기업 사례에서 알 수 있듯이 CSR에 대한 투자가 많다고 하더라도 이익의 질은 높지 않을 수도 있다.⁶⁾ 따라서 CSR과 공시 빈도 간에는 당연히 양(+)의 관계가 존재한다고 단언할 수는 없으며 이는 실증분석의 대상이라고 판단된다. 이상의 논의를 바탕으로 본 연구에서는 다음과 같이 대립가설 형태로 [가설 1]을 설정하여 CSR과 공정공시 빈도 간의 관련성을 분석한다.

[가설 1] CSR과 공정공시 빈도 간에는 양(+)의 관계가 있다.

Hail and Leuz(2006)는 공시제도가 우수할수록 기업가치가 높다는 실증결과를 제시하였다. 선행연구들은 CSR과 기업가치 간의 양(+)의 관계에 대한 원인 중 하나로서 기업지배구조의 역할을 제시하거나(김창수 2009 ; 국찬표·강윤식 2011) 소비자의 기업이미지 제고 효과(Lev et al. 2010) 등을 거론하고 있다. 장기적으로 지속가능한 발전을 목표로 CSR에 투자하는 경영자들과는 달리 사적정보가 없는 투자자들은 사전적으로(ex-ante) CSR 지출의 성격을 알 수가 없다. 즉, 경영자의 CSR 지출이 장기적 관점에서 기업가치를 높이기 위해서인지 아니면 경영자와 대주주의 기회주의적 목적에서 비롯된 것인지 알지 못한다. 따라서 투자자들은 CSR 지출이 기업의 자원을 낭용하는 것이 아니라는 확신을 얻고자 하며 경영자들은 재무성과에 대한 고품질의 정보를 자발적으로 제공함으로써 투자자들의 정보 수요를 충족할 유인을 가진다. 만약 경영자들이 제공하는 재무성과에 대한 정보의 양이 적은 경우에는 투자자들은 CSR 지출에 대한 불확실성을 기업가치에 반영할 것으로 예상된다. 따라서 공시 빈도와 CSR과 기업가치 간의 관계에 미치는 영향을 연구할 필요성이 있다. 이러한 연구를 통해 공시정보의 빈도에 따라 CSR-기업가

-
- 5) 2006년에 X파일과 에버랜드 주식 증여 사건으로 삼성이 8000억원을, 2007년에는 1천억 원대의 불법 비자금을 조성하고 횡령한 혐의로 재판 중이던 현대자동차가 8년 동안 총 1조원을 사회에 환원하겠다고 공언하였다. 2013년에는 한화와 SK의 총수들이 재판을 받고 있을 때 ‘비정규직의 정규직 전환’안이 발표되었으며, 불법 파견과 노조 사찰 등의 혐의로 수사를 받은 이마트 또한 부회장이 ‘계열사 부당 지원’ 혐의로 검찰 수사를 받은 직후 ‘깜짝 정규직 전환’ 방안을 발표했다. 또한 기업 회장이 횡령 및 비자금 조성과 역외탈세, 국세청 로비 혐의로 구속되어 검찰 수사를 받고 있는 CJ그룹은 회장의 소환에 임박해서 아르바이트 직원들에게 4대 보험을 제공하는 등 정규직에 준하는 혜택을 제공한다고 발표했다. 이는 기업의 사회적 책임 활동이 국면전환용 히든카드로 악용될 수 있음을 보여주는 사례이다.
- 6) 본 연구에서 사용된 표본을 이용하여 경제정의지수와 재량적발생액과의 관계를 살펴본 결과, 둘 사이에는 유의한 관계가 존재하지 않는 것으로 나타났다.

치 간의 관계가 달라진다는 결과를 발견한다면, 선행연구에서 밝힌 CSR과 기업가치 간의 양(+)의 관계를 설명하는 하나의 요인으로 기업 공시를 제시할 수 있다는 공헌점을 가진다. 다시 말해, CSR 투자기업의 경영자들은 추가적인 기업가치 제고를 위해 공정공시 정보를 자발적으로 제공할 유인이 있음을 의미한다. 따라서 다음과 같이 [가설 2]를 설정하고 이를 검증한다.

[가설 2] CSR과 기업가치 간의 양(+)의 관계는 공정공시 빈도가 높은 기업에서 더 크다.

III. 연구설계와 표본

1. 기업의 지속가능성의 측정

본 연구에서 지속가능성의 측정치로 사용하는 경제정의지수는 1991년부터 발표하여 경제정의기업상 시상에 사용되는 지표로서 국내 최초의 기업의 윤리경영 및 사회적 책임에 대한 포괄적인 평가모형이다. 경제정의지수는 20년이 넘는 오랜 기간 동안 유지되고 있는 체계적인 측정치이며, 많은 국내 선행연구들은 CSR의 대용변수로 경제정의지수를 사용하고 있다(장지인·최현섭 2010; 김용성 외 2010; 천미림·김창수 2011; 나영·홍석훈 2011; 이우재 외 2012; 최현정·문두철 2013). 이러한 사실을 고려해볼 때 경제정의지수는 기존 선행연구에서 사용된 방법보다 한층 더 발전된 측정치라 할 수 있다.

2. 연구설계

본 연구의 목적은 (1) CSR과 기업의 공정공시 빈도 간에 양(+)의 관련성이 있는지, (2) CSR과 기업가치 간의 양(+)의 관계는 공정공시 빈도에 따라 차이가 있는지를 검증하는 것이다. 먼저, CSR과 공정공시 빈도 간의 관련성을 검증하기 위해 (식 1)과 같이 연구모형을 설정한다.

$$\begin{aligned} \text{FREQ}_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{CSR}_{it} + \alpha_2 \text{MgtOwn}_{it} + \alpha_3 \text{FOREN}_{it} + \alpha_4 \text{SIZE}_{it} + \alpha_5 \text{ROA}_{it} \\ & + \alpha_6 \text{LEV}_{it} + \alpha_7 \text{SGROW}_{it} + \alpha_8 \text{VOL}_{it} + \alpha_9 \text{HORIZON}_{it} \\ & + \alpha_{10} \text{FIN}_{it} + \alpha_{11} \text{FOLLOW}_{it} + \alpha_{12} \text{BIG}_{it} + \text{IND} + \text{YD} + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

FREQ = 공정공시 빈도에 자연대수를 취한 값;
CSR = 제공한 경제정의지수(KEJI Index)에 자연대수를 취한 값;
MgtOwn = 최고경영진의 지분율;
FOREN = 외국인투자자의 지분율;
SIZE = 기업규모. 총자산에 자연대수를 취한 값;
ROA = 수익성. 총자산이익률. 세전이익/기초자산;

- LEV* = 자본구조, 부채비율, 총부채/총자본 ;
SGROW = 매출액증가율, 직전년도 대비 매출액증감액/전기 매출액 ;
VOL = 일별 주가수익률의 표준편차 ;
HORIZON = 기업 이력, 기업의 최초 상장일부터 회계연도말까지의 누적일수에 자연대수를 취한 값 ;
FIN = 외부자본조달, 1년 이내에 유상증가, 사채 등을 통한 외부자본조달이 있었으면 1, 아니면 0인 더미변수 ;
FOLLOW = 전년도 재무분석가 보고서 개수에 자연대수를 취한 값 ;
BIG = 외부감사인이 대형 회계법인(Big 4)이면 1, 아니면 0인 더미변수 ;
IND = 산업별 더미변수 ;
YD = 연도별 더미변수.

(식 1)의 종속변수는 *FREQ*로서 개별기업의 공정공시 빈도수에 자연대수를 취한 값이다(안태식 외 2011 ; 이문영 외 2012). 관심변수는 *CSR*로서 경제정의지수 중에서 정량평가 결과에 자연대수를 취한 값을 이용하였다. 본 연구의 가설에 따르면 *CSR*과 *FREQ* 사이에는 유의한 양(+)의 관계가 있을 것으로 예상된다. 이는 기업이 사회적 책임을 추구하는 궁극적인 목적이 기업의 지속가능한 발전을 위해서라는 사실을 고려할 때 *CSR*에 적극적인 기업은 공시활동도 충실하게 수행한다는 것을 의미한다.

관심변수 이외에도 경영자의 공시관련 의사결정에 영향을 미칠 것으로 예상되는 변수들을 통제변수로 추가하였다. 기업지배구조와 관련한 통제변수로는 경영자 지분율(*MgtOwn*)과 외국인 투자자 지분율(*FOREN*)을 추가하였다. Eng and Mak(2003)은 경영자 지분율이 낮으면 대리인문제가 크다고 간주하여 주주들이 경영자에 대한 모니터링을 강화한다고 주장했다. 이때 모니터링 강화에는 비용이 수반되며 경영자의 자발적공시는 모니터링의 대체재이므로 경영자 지분율과 자발적공시 간에는 음(-)의 관계가 있음을 보고하였다. 이와는 달리 Nagar et al.(2003)은 경영자 지분율이 높을수록 자발적공시는 증가한다는 반대의 결과를 제시하였다. 경영자는 적정한 보상이 주어지지 않는다면 정보 공시를 꺼리며 경영자 소유지분은 이러한 공시 관련 대리인 문제를 해결하는 수단이기 때문에 소유지분이 많을수록 이익예측공시를 더 자주 수행한다고 해석하였다. 따라서 본 연구에서는 경영자 지분율에 대해서 사전적인 방향성을 설정하지 않고 통제변수로 추가하였다. 외국인투자자는 전문적인 투자자로서 경영자에게 사적정보를 공시하라는 압력을 행사할 수 있으므로 외국인투자자의 지분율이 증가할수록 공정공시 수준은 높아질 것으로 예상된다(Healy et al. 1999 ; Bushee and Noe 2000). 기업규모(*SIZE*)가 클수록 투자자의 관심이 높기 때문에 공시정보에 대한 수요가 높다(Botosan 1997). 따라서 기업규모(*SIZE*)는 양(+)의 관계에 있을 것으로 예상된다. 또한 기업은 악재보다는 호재를 자발적으로 공시할 유인이 있으며 수익성이 좋을수록 자발적으로 공시하는 성향이 높다(Lang and Lundholm 1993 ; 전영순 · 손준희 2005). 따라서 기업의 수익성(*ROA*)과 공정공시 수준은 양(+)의 관계가 있을 것으로 기대된다. 기업의 부채비율(*LEV*)이 높을수록 기업에 대한 채권자의 영향력은 커지게 되고, 채권자는 경영자를 감시하기 위하여 더 많은 정보를 요구하게 된다(Hope and Thomas 2008). 따라서 부채

비율이 높을수록 자발적공시의 양은 증가할 것으로 예상된다. 매출액증가율(*SGROW*)은 기업 성장성의 대용치로서 자발적공시 수준과는 양(+)의 관계에 있을 것으로 기대된다(Francis et al. 2008). 주가변동성(*VOL*)은 일별 주가수익률의 표준편차로서 불확실성을 통제하기 위하여 추가하였다. 불확실성이 클수록 경영자는 자발적공시의 수준을 높여 정보비대칭을 줄일 것으로 예상되기 때문에 주가변동성(*VOL*)은 양(+)의 계수값을 가질 것으로 기대된다(심호식 외 2010 ; 안태식 외 2011 ; 이문영 외 2012). 기업 이력(*HORIZON*)은 최초 상장 이후 결산일 현재까지의 누적일수에 자연대수를 취한 값이다. 기업 이력이 짧은 기업은 상대적으로 기업규모가 작고 정보환경이 열악한 경우가 많으므로 투자자들의 관심을 끌기 위하여 적극적으로 공시활동을 수행할 유인이 있다(Barry and Brown 1984). 따라서 기업 이력(*HORIZON*)은 음(-)의 관계에 있을 것으로 기대된다. 기업이 외부로부터 자금을 조달하는 경우에는 자본조달비용을 낮추기 위해 공시 수준을 증가시켜 정보비대칭을 완화한다(Lang and Lundholm 1993, 2000 ; Marquardt and Wiedman 1998 ; Diamond and Verrecchia 1991 ; Frankel et al. 1995 ; Francis et al. 2008). 따라서 1년 이내에 장기성 자금을 외부로부터 조달하는 경우(*FIN*)에는 공정공시 수준을 높일 것으로 양(+)의 계수값을 예상한다. 자본시장에서 재무분석가는 정보중개인으로서 정보비대칭을 낮추는 역할을 한다. 따라서 재무분석가의 분석보고서(*FOLLOW*)가 많을수록 해당 기업에 대한 투자자의 관심이 많고 정보 수요가 많다는 것을 의미한다. 이 경우 *FOLLOW*는 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다. 반면에 Core(2001)는 재무분석가들은 정보제공자로서의 가치를 유지하기 위해 더 적은 수준의 공시정보를 요구한다고 주장하였다. 따라서 본 연구에서는 사전적인 방향성을 설정하지 않고 *FOLLOW* 변수를 추가하였다. 대형 회계법인(*BIG*)은 일반적으로 더 나은 감사품질을 제공하므로 재무정보의 질을 제고한다(Becker et al. 1998). 또한 대형 회계법인의 고품질의 감사는 경영자의 기회주의적인 의도에 따른 예측정보 공시를 억제할 수 있다. 따라서 대형 회계법인이 감사를 하게 되면 자발적공시 수준은 낮아질 것이므로 음(-)의 관련성이 예상된다. 본 연구는 패널자료(panel data)를 이용하였으므로 동일 기업이 연구대상 기간 동안 반복하여 나타나는 문제점을 완화하기 위하여 기업 수준의 군집분석(firm-level clustering)을 수행하여 표준오차(standard errors)를 조정하였다. 마지막으로 연도별, 산업별 횡단면적 차이를 통제하기 위하여 연도더미와 산업더미를 연구모형에 추가하였다.

두 번째로 CSR과 기업가치 간의 양(+)의 관계는 공정공시 빈도에 따라 차이가 있는지를 검증하기 위해서 (식 2)와 같이 연구모형을 설정한다.

$$\begin{aligned}
 TQ_{it} = & \beta_0 + \beta_1 CSR_{it} + \beta_2 HIGH_{it} + \beta_3 CSR * HIGH_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} \\
 & + \beta_6 MgtOwn_{it} + \beta_7 FOREN_{it} + \beta_8 R\&D_{it} + \beta_9 ROA_{it} + \beta_{10} OCF_{it} \\
 & + \beta_{11} SGROW_{it} + IND + YD + \varepsilon
 \end{aligned} \tag{2}$$

TQ = Tobin's q. (자기자본의 시장가치+부채의 장부가액)/총자산의 장부가치 ;

HIGH = 개별기업의 공정공시 빈도가 연도별 중앙값보다 크면 1, 아니면 0인 더미변수 ;

R&D 연구개발비/매출액 ;

OCF 영업현금흐름/총자산.

(식 2)의 종속변수는 Tobin's *q*로서 기업가치를 의미한다. Tobin's *q*는 기업자산의 대체비용 대비 시장가치로 산출되는데 대체비용 산정의 어려움으로 인해 다음과 같이 장부가치 대비 시장가치를 사용한다(Chung and Pruitt 1994).

$$Tobin's\ q = \frac{(\text{보통주 주식수} \times \text{보통주 기말종가} + \text{우선주 주식수} \times \text{우선주 기말종가}) + \text{부채의 장부가치}}{\text{자산의 장부가치}}$$

관심변수는 경제정의지수에 자연대수를 취한 값인 *CSR*과 공정공시 빈도가 상대적으로 높은 지 여부를 나타내는 더미변수인 *HIGH*, 그리고 이 두 가지 변수의 상호작용변수인 *CSR*HIGH*이다. 선행연구에 따르면 *CSR*과 기업가치(Tobin's *q*) 간에는 양(+)의 관계가 있다. 재무성과가 높은 기업의 경영자가 상호보완적인 관계에 있는 재무성과 정보를 더 많이 제공함으로써 투자자의 정보비대칭을 해소한다면 이는 추가적인 기업가치 제고 효과를 가져올 것으로 기대된다. 따라서 *CSR*HIGH*는 유의한 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다.

관심변수들 이외에 선행연구에서 기업가치에 영향을 준다고 알려진 변수들을 통제변수로 추가하였다. 기업규모(*SIZE*)는 기업가치에 미치는 영향을 통제하는 한편 누락변수의 대응치로 사용하기 위하여 통제변수로 추가하였다(고윤성 외 2007). 부채비율의 경우도 이자비용 절세효과와 과산비용 등을 통해 기업가치에 영향을 미치기 때문에 이를 통제하기 위하여 추가하였다. 기업지배구조 변수를 고려하기 위하여 경영자 지분율(*MgtOwn*)과 외국인투자자 지분율(*FOREN*)을 추가하였다. Stulz(1988)는 기업의 지분구조와 기업가치 간의 관련성을 분석하였으며, 신현환 외(2004)는 외국인투자자 지분율이 높을수록 기업가치가 증가한다는 실증분석 결과를 제시하였다. 연구개발비(*R&D*)는 기업의 장기성장동력의 대응치인 동시에 추정치의 상향편의를 통제하기 위하여 추가하였다. McWilliams and Siegel(2000)은 *CSR*과 재무성과 간에 혼재된 결과가 나타나는 이유로 연구개발비 변수의 누락을 지적했다. 즉 연구개발비를 통제하지 않으면 *CSR*의 회귀계수값에 상향편의가 발생하여 왜곡된 결과를 낳게 된다는 것이다. 따라서 본 연구는 연구개발비를 통제변수로 추가하였으며 연구개발비와 기업가치는 양(+)의 관련성을 가질 것으로 기대된다(고윤성 외 2007 ; McWilliams and Siegel 2000). 또한 기업의 수익성이 기업가치에 미치는 영향을 통제하기 위하여 총자산수익률(*ROA*)을 추가하였다. 수익성이 높을수록 기업가치는 높아질 것이므로 두 변수 간에 양(+)의 관계를 예상한다(고윤성 외 2007). 영업현금흐름은 기업의 본질적 경영활동에 대한 성과를 의미하므로 영업현금흐름이 많을수록 기업가치는 증가할 것으로 예상된다(고윤성 외 2007). 매출액증가율(*SGROW*)은 기업의 성장성을 통제하기 위하여 추가하였으며 기업의 성장성이 높을수록 기업가치는 증가할 것이므로 양(+)의 계수값을 예상한다(기은선 2012). 마지막으로 연도별, 산업별 횡단면적 차이를 통제하기 위하여 연도더미와 산

업더미를 연구모형에 추가하였다.

3. 표본의 선정

본 연구는 2003년부터 2009년까지 한국거래소에 상장된 유가증권시장 상장기업 중에서 다음의 조건을 만족하는 기업을 대상으로 한다.⁷⁾⁸⁾

- (1) 경실련 산하 경제정의연구소에서 산정한 경제정의지수가 있는 기업
- (2) 한국거래소 상장공시시스템(Korea Investor's Network for Disclosure system, KIND)에서 공정공시 빈도 정보를 입수할 수 있는 기업
- (3) 12월 결산법인
- (4) TS2000이나 KisValue(또는 DataGuide)에서 필요한 재무자료 및 지분율 자료를 입수할 수 있는 기업

표본 선정 조건 (1)은 관심변수인 경제정의지수에 대한 내용이다. 경실련에서는 매년 유가증권시장 상장기업을 대상으로 경제정의지수를 산정하고 상위 200개 기업의 결과(정량평가 기준)만을 공개하기 때문에 대부분의 선행연구들은 상위 200개 기업을 대상으로 하였다. 본 연구에서는 상위 200개 기업은 물론 정량평가 결과가 공개되지 않은 기업의 자료까지 포함하여 연구함으로써 분석 결과의 일반화를 제고하고자 하였다. 표본 선정 조건 중에서 회계처리 방법이 상이한 금융업을 별도로 고려하지 않은 이유는 경제정의지수는 비금융업만을 대상으로 산정되기 때문이다. 표본 선정 조건 (2)는 경영자가 제공하는 공시 정보에 대한 내용이다. 또한 결산월 차이에 대한 영향을 통제하기 위하여 표본 선정 조건 (3)을 추가하였다. 분석에 필요한 재무자료 및 지분율 자료는 TS2000이나 KisValue 또는 DataGuide에서 입수하였다. 상기 조건을 적용한 결과, 공정공시 빈도의 최종 표본으로 각각 2,048개의 기업-연도 자료가 선정되어 분석에 이용되었다.

7) 우리나라의 공정공시제도는 2002년 11월부터 도입되었다. 또한 본 연구의 대상기업들은 12월 결산법인으로 한정하기 때문에 2002년의 공정공시 정보를 포함하는 것은 적절하지 않다고 판단하여 연구대상기간은 2003~2009년을 이용하였다.

8) 경실련 산하 경제정의연구소에서는 건전성과 공정성 등 주요 항목을 중심으로 경제정의지수를 개발하여 1991년부터 우리나라 상장기업들을 평가하고 경제정의기업상을 시상하고 상위 200개 기업의 정량평가 결과를 공개하여 왔다. 그러나 경제환경과 기업환경의 변화를 반영하기 위하여 경제정의연구소는 상의 명칭을 “경제정의기업상”에서 “좋은기업상”으로 변경하고 평가대상기업 선정원칙을 개선하고 평가항목 및 배점을 조정하였다. 이로 인해 경제정의기업상과 좋은기업상의 정량평가는 일관성이 결여되어 있으므로 본 연구에서는 연구대상기간을 2009년까지로 한정하였다. 더욱이 좋은기업상의 경우에는 정량평가를 더 이상 공개하지 않으므로 자료를 이용할 수 없다는 점도 고려하였다.

〈표 1〉 표본의 분포

Panel A : 연도별 분포

연 도	표본수	구성비(%)
2003	277	13.53
2004	299	14.60
2005	269	13.13
2006	284	13.87
2007	280	13.67
2008	308	15.04
2009	331	16.16
합계	2,048	100.00

Panel B : 산업별 분포

한국표준산업분류상 대분류 기준 산업	산업코드	표본수	구성비(%)
농업, 임업 및 어업	A	9	0.44
제조업	C	1,466	71.58
전기, 가스, 증기 및 수도사업	D	50	2.44
건설업	F	146	7.13
도매 및 소매업	G	148	7.23
운수업	H	55	2.69
출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업	J	49	2.39
전문, 과학 및 기술 서비스업	M	114	5.57
교육 서비스업	P	3	0.15
예술, 스포츠 및 여가관련 서비스업	R	5	0.24
협회 및 단체, 수리 및 기타 개인 서비스업	S	3	0.15
합 계		2,048	100.00

<표 1>은 본 연구에서 사용된 표본의 분포를 보여준다. Panel A에 나타난 표본의 연도별 분포를 살펴보면 매년 300여 개 내외의 표본이 사용됨으로써 비교적 고른 분포를 보이고 있다. Panel B에서는 산업별 분포를 보여주고 있는데, 제조업이 1,466개(71.58%)의 기업-연도 자료를 가지고 있어서 가장 높은 비중을 차지하며 도매 및 소매업(148개, 7.23%), 건설업(146개, 7.13%) 순으로 표본이 구성된다. 표본은 다양한 산업으로부터 추출되어 표본 선택에 대한 편의는 크지 않다고 판단된다.

IV. 실증분석 결과

1. 기술통계량 및 상관관계 분석

<표 2>는 본 연구에서 사용된 주요 변수들의 기술통계량 및 상관관계 분석 결과를 보여주고 있다. Panel A는 기술통계량 결과를 나타낸다. 첫 번째 연구모형에서 공정공시 빈도(*RawFRE*)는 평균적으로 연 2.46회, 최대 24회인 것으로 나타났다. 회귀분석에 사용된 자연대수를 취한 공정공시 빈도(*FREQ*)의 평균값(중위수)은 0.843(0.693)이다. Tobin's *q*로 측정한 기업가치는 평균적으로 0.966의 값을 가진다. 경제정의지수로 측정한 CSR 점수(*RawCSR*)는 평균적으로 45.224점인 것으로 나타났으며 자연대수를 취한 관심변수(*CSR*)의 평균값은 3.809이다. 경영자 지분율(*MgtOwn*)은 평균적으로 14.6%에 달하는 것으로 나타났다. 외국인투자자 지분율(*FOREN*)은 평균적으로 약 12.9%인 것으로 나타났으나 중위수는 5.6%로서 한쪽으로 치우친 분포를 보인다. 이는 외국인들의 경우에는 선호하는 기업으로 집중하여 투자하는 경향이 있음을 의미한다. 총자산의 자연대수값으로 나타낸 기업규모(*SIZE*)의 평균값(중위수)은 19.650(19.349)이다. 기업의 수익성을 나타내는 총자산이익률(*ROA*)의 평균값(중위수)은 0.080(0.070)이다. 이는 표본에 포함된 기업들은 기초총자산대비 약 8%의 세전이익을 보고한다는 사실을 의미한다. 총자산 대비 총부채로 나타낸 부채비율(*LEV*)의 평균값(중위수)은 0.417(0.423)로서 이는 기업들이 평균적으로 총자산의 장부가 대비 41.7%에 해당하는 금액을 부채로 조달하여 사용하고 있음을 의미한다. 기업의 성장성을 나타내는 매출액증감율(*SGROW*)은 평균값(중위수)이 0.097(0.078)인데 이로써 표본기업들의 매출액은 전기 대비 9.7% 증가하였음을 알 수 있다. 일별 추가수익률의 표준편차(*VOL*)의 평균값(중위수)은 0.029(0.028)이었다. 기업 상장일 이후부터 결산일까지의 누적기간(*RawHOR*)은 평균적으로 6,855일로서 상장한 지 약 18.78년에 이르는 것으로 나타났으며 여기에 자연대수를 취한 *HORIZON*의 평균값(중위수)은 8.647(8.749)이었다. 1년 이내에 유상증자, 사채 등 장기자금을 조달한 경우(*FIN*)는 0.346으로서 이는 표본기업의 34.6%가 1년 이내에 장기자금을 조달하였음을 의미한다. 기업 정보에 대한 자본시장의 수요를 나타내는 재무분석가 분석보고서 개수(*RawFOL*)는 평균적으로 51.796개, 최대 688개에 이르는 것으로 나타났다. 여기에 자연대수를 취한 *FOLLOW*는 평균값(중위수)이 1.983(1.099)인 것으로 나타났다. 기업의 장기성장동력을 나타내는 연구개발비(*R&D*)의 평균값은 0.006이었으며, 총자산 대비 영업현금흐름(*OCF*)의 평균값(중위수)은 0.066(0.063)이었다. 마지막으로 표본기업의 70.6%가 대형 회계법인으로부터 외부감사를 받는 것으로 나타났다. 자연대수를 취한 경우와 더미변수를 제외하고 모든 변수들은 극단치로 인한 분석 결과의 왜곡을 완화하고 표본 개수를 확보하기 위하여 상·하위 1%를 초과하는 값들은 상·하위 1%에 해당하는 값으로 수정하는 방식으로 극단치를 조정하였다(winsorization).

Panel B는 주요 변수들 간의 Pearson 상관관계를 나타낸다. 먼저 기업의 공정공시 빈도(*FREQ*)와 기업의 사회적책임활동(*CSR*)은 유의한 양(+)의 상관계수를 가진다. 이는 *CSR*에 투자하여 비채무성과가 좋은 기업은 투자자들을 위하여 채무성과도 적극적으로 공시한다는 것을 의미한다. *CSR* 외에 다른 주요 통제변수들의 경우에는 일부 변수들을 제외하고는 대부분 기업공시(*FREQ*)와 양(+)의 상관관계를 가지는 것을 알 수 있다. 구체적으로 외국인지분율(*FOREN*)이 증가하거나, 기업규모(*SIZE*)가 큰 경우, 기업의 수익성(*ROA*)이 좋은 경우와 부채비율(*LEV*)이 높은 경우, 기업의 성장성(*SGROW*)이 높은 경우, 자금조달 유인(*FIN*)이 있는 경우, 외부 정보수요(*FOLLOW*)가 높은 경우, 기업의 장기성장동력(*R&D*)이 큰 경우, 영업현금흐름(*OCF*)이 많은 경우와 대형 회계법인(*BIG*)으로부터 감사를 받는 경우에는 기업의 공정공시 빈도가 증가하는 것을 알 수 있다. 다만 경영자지분율(*MgtOwn*)과 기업의 역사(*HORIZON*)가 오래된 경우에는 유의한 음(-)의 상관관계가 존재했다. 다음으로 기업가치(*TQ*)와 관심변수인 공정공시 빈도(*FREQ*), 기업의 사회적책임활동(*CSR*)과의 관계를 살펴보면, 두 변수 모두 예상대로 기업가치(*TQ*)와 양(+)의 관련성을 가진다. 이는 기업이 정보를 많이 공시할수록, 사회적책임활동에 적극적으로 투자할수록 기업가치는 높다는 것을 의미한다. 그 외에 기업가치(*TQ*)에 영향을 미치는 주요 통제변수들은 전반적으로 유의한 양(+)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 외국인지분율(*FOREN*)이 높은 경우 기업가치(*TQ*)는 높았는데, 이는 전문투자자인 외국인들이 기업가치가 높은 종목을 선택하는 능력이 상대적으로 우수하기 때문인 것으로 보인다. 또한 기업규모(*SIZE*)가 클수록 기업가치(*TQ*)도 높았으며, 기업의 수익성(*ROA*)과 부채비율(*LEV*)이 높을수록 기업가치는 큰 것으로 나타났다. 기업 성장성을 나타내는 매출액증감율(*SGROW*), 주가변동성(*VOL*), 외부 자금조달 유인(*FIN*), 외부 정보수요(*FOLLOW*), 기업의 장기성장동력(*R&D*), 영업현금흐름(*OCF*)과 대형회계법인 감사 여부(*BIG*)도 기업가치(*TQ*)와 양(+)의 상관관계를 가진다. 다만, 경영자지분율(*MgtOwn*)은 기업가치와 유의한 음(-)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났는데, 이는 경영자지분율이 높을수록 주주와의 이해관계가 일치하여 기업가치의 증가를 가져오기보다는 경영자에 의한 지대추구(rent seeking) 행위로 인해 기업가치의 감소를 가져오기 때문인 것으로 해석된다. 이러한 해석은 경영자지분율(*MgtOwn*)과 기업의 사회적책임활동(*CSR*)과는 유의한 음(-)의 상관관계가 있다는 사실에서도 확인할 수 있다. 마지막으로 기업 이력(*HORIZON*)은 기업가치와 유의한 음(-)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다.

〈표 2〉 기술통계량 및 상관관계

Panel A : 기술통계량								
변수	N	평균값	표준편차	최소값	25%	중위수	75%	최대값
<i>RawFRE</i>	2,048	2.460	3.560	0.000	0.000	1.000	4.000	24.000
<i>FREQ</i>	2,048	0.843	0.861	0.000	0.000	0.693	1.609	3.219
<i>TQ</i>	2,048	0.966	0.435	0.386	0.698	0.845	1.111	2.789
<i>RawCSR</i>	2,048	45.224	3.509	37.676	42.811	45.092	47.591	54.255
<i>CSR</i>	2,048	3.809	0.078	3.629	3.757	3.809	3.863	3.994
<i>MgtOwn</i>	2,048	0.146	0.143	0.000	0.002	0.121	0.241	0.536
<i>FOREN</i>	2,048	0.129	0.163	0.000	0.005	0.056	0.206	0.667
<i>SIZE</i>	2,048	19.650	1.468	16.793	18.571	19.349	20.446	25.178
<i>ROA</i>	2,048	0.080	0.064	-0.082	0.036	0.070	0.116	0.285
<i>LEV</i>	2,048	0.417	0.173	0.084	0.284	0.423	0.552	0.787
<i>SGROW</i>	2,048	0.097	0.175	-0.324	0.003	0.078	0.175	0.786
<i>VOL</i>	2,048	0.029	0.009	0.013	0.022	0.028	0.035	0.058
<i>RawHOR</i>	2,048	6855	3725	415	3795	6308	10413	19661
<i>HORIZON</i>	2,048	8.647	0.663	6.028	8.241	8.749	9.251	9.886
<i>FIN</i>	2,048	0.346	0.476	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
<i>RawFOL</i>	2,048	51.796	98.924	0.000	0.000	2.000	56.000	688.000
<i>FOLLOW</i>	2,048	1.983	2.140	0.000	0.000	1.099	4.043	6.535
<i>R&D</i>	2,048	0.006	0.012	0.000	0.000	0.000	0.006	0.070
<i>OCF</i>	2,048	0.066	0.073	-0.141	0.023	0.063	0.105	0.289
<i>BIG</i>	2,048	0.706	0.456	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000

FREQ = 공정공시 빈도수(*RawFRE*)에 자연대수를 취한 값. $\text{LN}(1 + \text{RawFRE})$

TQ = 기업가치. Tobin's q ($\frac{\text{총자산의 시장가치} + \text{총부채의 장부가액}}{\text{총자산}}$)

CSR = 경제정의지수(*RawCSR*) 점수에 자연대수를 취한 값

MgtOwn = 경영자 지분율

FOREN = 외국인투자자 지분율

SIZE = 기업규모로 총자산에 자연대수를 취한 값

ROA = 총자산이익률(세전이익/기초총자산)

LEV = 부채비율(총부채/총자산)

SGROW = 매출액증가율(매출액증감액/전기매출액)

VOL = 일별 주가수익률의 표준편차

HORIZON = 상장일 이후부터 t년도말까지의 누적일수(*RawHOR*)에 자연대수를 취한 값

FINAN = 1년 이내에 주식, 사채 등으로 자금을 조달한 경우 1, 아니면 0인 더미변수

FOLLOW = 전년도에 해당 기업에 발행된 재무분석가 분석보고서 개수(*RawFOL*)에 자연대수를 취한 값

R&D = 연구개발비/매출액

OCF = 영업현금흐름/총자산

BIG = 외부감사인이 대형 회계법인인 경우 1, 아니면 0인 더미변수

자연대수를 취한 경우와 더미변수를 제외하고 각 변수들은 상·하위 1%를 조정함(winsorization)

〈표 2〉 기술통계량 및 상관관계 (계속)

Panel B : Pearson 상관관계															
변수	FREQ	TQ	CSR	MgtOwn	FOREN	SIZE	ROA	LEV	SGROW	VOL	HORIZON	FIN	FOLLOW	R&D	OCF
TQ	0.366 <.0001														
CSR	0.340 <.0001	0.346 <.0001													
MgtOwn	-0.214 <.0001	-0.231 <.0001	-0.268 <.0001												
FOREN	0.350 <.0001	0.396 <.0001	0.433 <.0001	-0.231 <.0001											
SIZE	0.491 <.0001	0.321 <.0001	0.441 <.0001	-0.372 <.0001	0.506 <.0001										
ROA	0.202 <.0001	0.373 <.0001	0.320 <.0001	0.009 <.0001	0.340 <.0001	0.125 <.0001									
LEV	0.160 <.0001	0.125 <.0001	-0.209 <.0001	-0.192 <.0001	-0.090 <.0001	0.245 <.0001	-0.296 <.0001								
SGROW	0.102 <.0001	0.097 <.0001	0.045 <.0001	-0.064 <.0001	-0.010 <.0001	0.091 <.0001	0.172 <.0001	0.148 <.0001							
VOL	0.036 0.1025	0.101 <.0001	-0.155 <.0001	-0.059 <.0001	-0.175 <.0001	-0.078 0.0004	-0.119 <.0001	0.265 <.0001	0.154 <.0001						
HORIZON	-0.078 0.0004	-0.120 <.0001	0.016 0.4800	-0.066 0.0027	-0.004 0.8596	0.126 <.0001	-0.145 <.0001	0.038 0.0829	-0.022 0.3306	0.033 0.1311					
FIN	0.257 <.0001	0.100 <.0001	0.066 0.0027	-0.132 <.0001	0.069 0.0017	0.343 <.0001	-0.115 <.0001	0.337 <.0001	0.039 0.0756	0.058 0.0091	0.104 <.0001				
FOLLOW	0.520 <.0001	0.473 <.0001	0.474 <.0001	-0.266 <.0001	0.554 <.0001	0.713 <.0001	0.241 <.0001	0.065 0.0033	0.032 0.1498	-0.159 <.0001	-0.037 0.0957	0.253 <.0001			
R&D	0.166 <.0001	0.300 <.0001	0.310 <.0001	0.014 0.5198	0.112 <.0001	0.089 <.0001	0.058 0.0088	-0.113 <.0001	-0.016 0.4693	-0.022 0.3216	-0.042 0.0579	0.061 0.0054	0.249 <.0001		
OCF	0.134 <.0001	0.278 <.0001	.270 <.0001	-0.079 0.0003	0.209 <.0001	0.124 <.0001	0.379 <.0001	-0.170 <.0001	-0.029 0.1901	-0.145 <.0001	-0.103 <.0001	-0.107 <.0001	0.233 <.0001	0.128 <.0001	
BIG	0.239 <.0001	0.201 <.0001	0.276 <.0001	-0.228 <.0001	0.272 <.0001	0.344 <.0001	0.096 <.0001	0.085 0.0001	0.046 0.0395	-0.065 0.0031	0.003 0.9021	0.097 <.0001	0.323 <.0001	0.092 <.0001	0.117 <.0001

2. 실증분석 결과

가. [가설 1]에 대한 회귀분석 결과

<표 3>은 CSR과 공정공시 빈도 간에는 양(+)의 관계가 있다는 [가설 1]을 검증하기 위하여 (식 1)을 회귀분석한 결과이다. Panel A는 네 가지 형태의 공정공시 빈도를 전부 합산하여 분석한 결과이다. 관심변수인 기업의 사회적 책임(CSR)은 1% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 이는 CSR에 적극적인 기업은 공시활동에도 적극적이라는 사실을 의미하며 [가설 1]을 지지하는 결과이다. 통제변수들의 경우도 전반적으로 예상과 일치하는 결과를 가진다. 경영자지분율(*MgtOwn*)과 외국인지분율(*FOREN*)은 양(+)의 계수값을 가지나 통계적으로 유의하지는 않은 것으로 나타났다. 기업규모(*SIZE*)의 경우에는 유의한 양(+)의 값을 가지며 이는 규모가 큰 기업일수록 자본시장의 관심이 높기 때문에 자발적으로 정보를 더 많이 공시하는 것으로 해석된다(Botosan 1997).

〈표 3〉 CSR과 공정공시 빈도와의 관계

Panel A :			
변수	예상 부호	Dependent variable= <i>FREQ</i>	
		회귀계수	<i>t</i> -값
Intercept	+/-	-1.269**	-1.99
<i>CSR</i>	+	1.583***	4.51
<i>MgtOwn</i>	+/-	0.053	0.27
<i>FOREN</i>	+	0.084	0.37
<i>SIZE</i>	+	0.096***	3.11
<i>ROA</i>	+	1.247***	3.20
<i>LEV</i>	+	0.407**	2.29
<i>SGROW</i>	+	0.136	1.43
<i>VOL</i>	+	8.926***	3.53
<i>HORIZON</i>	-	-0.112***	-2.63
<i>FIN</i>	+	0.143***	3.33
<i>FOLLOW</i>	+/-	0.107***	5.60
<i>BIG</i>	-	0.051	0.88
Firm-level clustering		Yes	
Year fixed effect		Yes	
Industry fixed effect		Yes	
Adj. R ²		0.3742	
표본수		2048	

〈표 3〉 CSR과 공정공시 빈도와의 관계 (계속)

Panel B :				
변수	예상 부호	Dependant variable= <i>FREQ</i>		
		Model (1)	Model (2)	Model (3)
Intercept	+/-	-1.397*** (-3.43)	-1.000 (-1.60)	-0.290 (-0.93)
<i>CSR</i>	+	0.686*** (3.58)	1.234*** (3.54)	0.365** (2.35)
<i>MgtOwn</i>	+/-	0.072 (0.84)	-0.017 (-0.09)	0.031 (0.43)
<i>FOREN</i>	+	0.002 (0.01)	0.149 (0.72)	-0.045 (-0.47)
<i>SIZE</i>	+	0.087*** (4.06)	0.070** (2.31)	0.031* (1.96)
<i>ROA</i>	+	0.072 (0.36)	1.148*** (3.18)	0.525*** (3.15)
<i>LEV</i>	+	0.106 (1.01)	0.426*** (2.68)	0.018 (0.23)
<i>SGROW</i>	+	0.001 (0.02)	0.138 (1.61)	-0.026 (-0.63)
<i>VOL</i>	+	3.242** (2.47)	6.394*** (2.67)	3.386*** (3.15)
<i>HORIZON</i>	-	-0.024 (-1.10)	-0.087** (-2.12)	-0.052*** (-3.11)
<i>FIN</i>	+	0.023 (0.76)	0.094** (2.29)	0.081*** (3.91)
<i>FOLLOW</i>	+/-	0.012 (1.30)	0.096*** (5.10)	0.027*** (3.24)
<i>BIG</i>	-	-0.012 (-0.48)	0.028 (0.53)	0.039* (1.96)
Firm - level clustering		Yes	Yes	Yes
Year fixed effect		Yes	Yes	Yes
Industry fixed effect		Yes	Yes	Yes
Adj. R ²		0.2150	0.3244	0.1953
표본수		2048	2048	2048

1) *, **, ***는 양측검정으로 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임

2) t-값은 괄호 안에 제시하였음

3) 상수항(intercept)의 왜곡을 방지하기 위하여 *CSR* 변수는 개별 *CSR*값에서 평균값을 차감하여 중심화된 변수(centered variables)를 이용하여 회귀분석을 실시하였음. 변수의 정의는 <표 2>와 동일함

기업의 수익성(*ROA*)과 자발적공시 빈도는 유의한 양(+)의 관계에 있으며, 이러한 결과는 선행 연구(Lang and Lundholm 1993 ; 전영순 · 손준희 2005)와 일관성을 가진다. 부채비율(*LEV*)과 일별 추가수익률의 표준편차로 나타낸 변동성(*VOL*)의 경우도 유의한 양(+)의 값을 가지는데 이는 선행연구(심호식 외 2010 ; 안태식 외 2011 ; 이문영 외 2012)와 일치하는 결과이다. 성장성을 나타내는 매출액증가율(*SGROW*)은 예상대로 양(+)의 값을 가지나 유의하지는 않았다. 기업의 이력(*HORIZON*)이 짧을수록 시장의 관심을 끌기 위해 자발적으로 공시할 유인이 있으므로 예상대로 유의한 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 1년 이내 장기성 자본을 조달한 경우(*FIN*)는 예상대로 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 이는 외부로부터 자금을 조달하는 경우 경영자는 자본조달비용을 낮추기 위해 공시를 늘린다는 선행연구(Lang and Lundholm 1993, 2000 ; Marquardt and Wiedman 1998 ; Diamond and Verrecchia 1991 ; Frankel et al. 1995 ; Francis et al. 2008)의 결과와 일치한다. 기업외부자의 기업정보에 대한 수요를 나타내는 재무분석가 분석보고서(*FOLLOW*)의 경우에는 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타나서 외부정보 수요가 높을수록 경영자는 이에 부응하여 자발적공시의 수준을 높이는 것으로 해석된다. 마지막으로 대형 회계법인이 감사한 경우(*BIG*)는 양(+)의 값을 가지나 유의하지는 않은 것으로 나타났다.

Panel B는 공정공시 정보의 유형을 구분하여 (식 1)을 다시 분석한 결과이다. Model (1)은 공정공시 중 질적정보(장래 사업계획, 수시공시 관련 사항)의 빈도를 대상으로 한 것이며, Model (2)는 가결산이익 공시의 빈도를, Model (3)은 경영자 이익예측공시의 빈도를 분석한 것이다. 분석 결과를 보면, 세 가지 모형 모두 관심변수인 *CSR*은 유의한 양(+)의 값을 가진다. 이는 기업의 사회적책임과 공정공시 빈도 간의 양(+)의 관계를 보고한 Panel A의 결과는 특정 공정공시 정보에 의해 유도된 것이 아니라는 것을 의미한다. 모형별 통제변수들의 결과 또한 전반적으로 유사하다.

나. [가설 2]에 대한 회귀분석 결과

<표 4>는 공정공시 빈도가 높은 기업은 그렇지 않은 기업보다 *CSR*과 기업가치 간의 양(+)의 관계가 더 크다는 [가설 2]를 분석한 결과이다. 선행연구들은 *CSR*과 기업가치 간에는 유의한 양(+)의 관계가 있음을 밝혔으나 어떤 메커니즘을 통하여 이러한 관계가 성립하는지에 대해서는 아직 연구가 부족한 실정이다. 본 연구에서는 기업가치의 대용치로 Tobin's *q*를 이용하고 관심변수로는 *CSR*과 공정공시 빈도 더미(*HIGH*)의 교차항(*CSR*HIGH*)을 이용하여 *CSR*과 기업가치 간의 관계를 설명하고자 한다. 이때 *HIGH*는 회귀분석에 사용된 관측치 중에서 개별기업의 공정공시 빈도가 연도별 중앙값보다 크면 1, 그렇지 않으면 0을 부여한 더미변수를 이용한다. Model (1)은 교차항을 제외한 결과를, Model (2)는 교차항을 포함한 분석 결과를 보여준다. 먼저 Model (1)에서 관심변수인 *CSR*과 *HIGH*는 예상대로 각각 유의한 양(+)의 값을 가진다. 이는 *CSR*과 공정공시 빈도는 기업가치(*TQ*)와 추가적인 양(+)의 관계가 있음을 의미한다. 다음으로

교차항을 추가한 Model (2)의 결과에 따르면, *CSR*은 유의하지 않은 양(+)의 값을 가지며 *CSR*HIGH*는 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 즉 공정공시 빈도가 상대적으로 낮은 경우 기업의 *CSR* 지출과 기업가치는 관련성이 없었지만 기업이 재무성과에 대한 정보를 많이 공시하는 경우에는 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 의미한다. 이러한 분석 결과는 *CSR* 지출을 통해 비재무성과가 높은 기업은 재무성과에 대한 공시의 양을 늘림으로써 *CSR* 지출에 대한 투자자들의 의구심과 불확실성을 해소할 수 있으며 이는 궁극적으로 기업가치를 추가적으로 제고하게 된다는 것을 시사한다.

〈표 4〉 *CSR*과 공정공시 빈도, 기업가치 간의 관계

변수	예상 부호	Model (1)		Model (2)	
		회귀계수	t-값	회귀계수	t-값
Intercept	+/-	0.622***	3.82	0.648***	4.00
<i>CSR</i>	+	0.590***	5.11	0.213	1.48
<i>HIGH</i>	+	0.085***	5.67	0.088***	5.88
<i>CSR*HIGH</i>	+			0.780***	4.31
<i>SIZE</i>	+	-0.014**	-2.26	-0.017***	-2.68
<i>LEV</i>	+/-	0.740***	15.57	0.721***	15.18
<i>MgtOwn</i>	+/-	-0.306***	-5.75	-0.307***	-5.80
<i>FOREN</i>	+	0.527***	9.82	0.525***	9.82
<i>R&D</i>	+	8.226***	13.87	8.002***	13.50
<i>ROA</i>	+	1.807***	13.85	1.808***	13.91
<i>OCF</i>	+	0.552***	5.24	0.529***	5.04
<i>SGROW</i>	+	0.090**	2.12	0.093**	2.21
$\beta_1 + \beta_3 = 0$	+			0.993***	$p\text{-value} \leq .0001$
Year fixed effect		Yes		Yes	
Industry fixed effect		Yes		Yes	
Adj. R ²		0.5154		0.5196	
표본수		2,048		2,048	

1) *, **, ***는 양측검정으로 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임

2) *HIGH*는 개별기업의 공정공시 빈도가 연도별 중앙값보다 크면 1, 아니면 0인 더미변수. 그 외의 변수의 정의는 <표 2>와 동일함

3) 상수항(intercept)과 상수항의 증분적인 효과를 의미하는 *HIGH*의 회귀계수의 왜곡을 방지하기 위하여 *CSR* 변수는 개별 *CSR*값에서 *CSR*의 평균값을 차감하여 중심화된 변수(centered variables)를 이용하여 회귀분석을 실시하였음

V. 추가분석

1. 인과관계 분석

본 연구에서는 CSR 투자에 적극적인 기업의 경영자는 그렇지 않은 기업보다 공정공시 정보를 더 많이 공시할 유인이 있다는 실증분석 결과를 제시하였다. 구체적으로, 사회적 책임에 충실한 기업일수록 공정공시 빈도는 높은 것으로 나타났다. 하지만 이러한 결과가 CSR과 공정공시 정보 간에 인과관계가 있음을 의미하는 것은 아니며, 이러한 관련성은 CSR이 아닌 다른 여러 요인들에 의해서 유도되었을 가능성도 존재한다. 따라서 본 추가분석에서는 여러 가지 분석방법을 이용하여 CSR과 공정공시 빈도 간의 인과관계를 검증하였으며 그 결과를 <표 5>에 제시하였다.

<표 5> 인과관계 검증 결과

Panel A : 증감분석(change analysis)					
변 수	예상 부호	Dependent variable = $\Delta FREQ$			
		회귀계수	t-값	회귀계수	t-값
Intercept	+/-	-0.144	-0.66	-0.144***	-3.11
ΔCSR	+	0.743**	2.55	0.743**	2.27
$\Delta MgtOwn$	+/-	-0.059	-0.20	-0.059	-0.16
$\Delta FOREN$	+	0.919***	3.53	0.919***	3.33
$\Delta SIZE$	+	0.169	1.38	0.169	1.34
ΔROA	+	0.781***	2.82	0.781**	2.35
ΔLEV	+	-0.280	-0.95	-0.280	-0.95
$\Delta SGROW$	+	0.085	1.21	0.085	1.11
ΔVOL	+	5.239***	2.93	5.239**	2.55
$\Delta HORIZON$	-	-0.089	-0.38	-0.089	-0.45
FIN	+	-0.033	-1.08	-0.033	-1.23
$\Delta FOLLOW$	+/-	-0.041**	-2.30	-0.041*	-1.94
BIG	-	0.036	1.14	0.036	1.62
Firm-level clustering		No		Yes	
Year fixed effect		Yes		Yes	
Industry fixed effect		Yes		Yes	
Adj. R ²		0.0390		0.0390	
표본수		1,428		1,428	

〈표 5〉 인과관계 검증 결과 (계속)

Panel B : 시차모형(time-lag approach)					
변 수	예상 부호	Dependent variable= <i>FREQ</i> (<i>t</i>)			
		회귀계수	<i>t</i> -값	회귀계수	<i>t</i> -값
Intercept	+/-	-6.615***	-5.49	-6.615***	-4.18
<i>CSR</i> (<i>t</i> -1)	+	1.420***	4.66	1.420***	3.48
<i>MgtOwn</i> (<i>t</i> -1)	+/-	-0.064	-0.44	-0.064	-0.27
<i>FOREN</i> (<i>t</i> -1)	+	-0.110	-0.75	-0.110	-0.43
<i>SIZE</i> (<i>t</i> -1)	+	0.094***	4.44	0.094***	2.67
<i>ROA</i> (<i>t</i> -1)	+	1.120***	3.14	1.120**	2.12
<i>LEV</i> (<i>t</i> -1)	+	0.536***	3.96	0.536***	2.74
<i>SGROW</i> (<i>t</i> -1)	+	0.088	0.69	0.088	0.64
<i>VOL</i> (<i>t</i> -1)	+	5.002**	2.14	5.002*	1.80
<i>HORIZON</i> (<i>t</i> -1)	-	-0.100***	-3.35	-0.100**	-2.02
<i>FIN</i> (<i>t</i> -1)	+	0.135***	3.10	0.135**	2.48
<i>FOLLOW</i> (<i>t</i> -2)	+/-	0.111***	8.20	0.111***	4.95
<i>BIG</i> (<i>t</i> -1)	-	0.078*	1.77	0.078	1.14
Firm-level clustering		No		Yes	
Year fixed effect		Yes		Yes	
Industry fixed effect		Yes		Yes	
Adj. R ²		0.3669		0.3669	
표본수		1,428		1,428	

1) *, **, ***는 양측검정으로 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임

2) 변수의 정의는 <표 2>와 동일함

먼저 Panel A는 증감분석(change analysis)을 실시한 결과이다. 종속변수인 공시빈도(*FREQ*)와 관심변수인 기업의 사회적 책임(*CSR*)는 물론, 더미변수를 제외한 모든 통제변수들도 직전년도 대비 당년도 증감액을 계산하고 이를 회귀분석하였다. 분석 결과, 관심변수인 ΔCSR 은 5% 수준에서 유의한 양의 값을 가짐으로써 기업의 사회적 책임에 대한 투자가 증가할수록 기업의 공정공시 빈도는 증가하는 것으로 나타났다. 추가적으로 패널자료의 오차항의 상관관계(correlation)를 통제하기 위하여 기업 수준 군집분석(firm-level clustering)을 수행한 경우에도 ΔCSR 은 5% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타나서 이러한 결과는 유지됨을 알 수 있다.

Panel B는 시차모형(time-lag approach)을 이용하여 인과관계를 분석한 결과이다. 선행연구(Waddock and Graves 1997 ; Dhaliwal et al. 2011 ; 나영 · 홍석훈 2011)들은 *CSR*에 대한 투자는

일정 시간이 경과한 후에야 효과가 나타난다고 주장하면서 시차모형을 이용하여 실증분석을 수행하였다. 이들 연구의 방법론을 따라 실증분석을 실시한 결과, 관심변수인 $CSR(t-1)$ 은 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 이는 직전년도의 CSR 투자로 인해 당년도의 공정공시 빈도가 높아진다는 것을 의미한다. Panel A와 마찬가지로 기업 수준 군집분석을 수행한 경우에도 이러한 분석 결과는 유지되었다.

2. 경제정의지수 평가대상 편입/배제 분석(shock test)

경제정의연구소는 매년 유가증권상장기업 전체를 대상으로 2단계 평가에 의해 경제정의지수를 산출한다. 먼저 경제정의연구소의 평가대상기업 선정원칙에 따라 1단계 정량평가 대상기업을 선정하고 평가를 수행한다. 다음으로 2단계 평가에서는 1단계 평가 결과를 기준으로 설문 대상기업을 선정하고, 설문을 이용하여 정성평가를 실시한다. 본 추가분석에서는 특정 기업이 1단계 평가대상기업으로 편입된다는 사실은 기업이 최소한의 사회적 책임을 수행하고 있는 것으로, 평가대상기업에서 배제된다는 것은 기업이 최소한의 사회적 책임도 수행하지 못하고 있다는 것으로 해석하여 이러한 1단계 평가에 편입, 배제에 따라 기업의 공시 특성이 달라지는지를 살펴본다. 이를 위해 다음과 같이 (식 2)를 설정한다. (식 2)의 관심변수는 *INCLUDE*와 *EXCLUDE*이다. *INCLUDE*는 전년 대비 새로 경제정의지수의 평가대상이 되었으면 1, 아니면 0인 더미변수이며, *EXCLUDE*는 전년 대비 경제정의지수의 평가대상에서 제외되었으면 1, 아니면 0인 더미변수를 의미한다.

$$\begin{aligned} FREQ_{it} = & \gamma_0 + \gamma_1 CSR_{it} + \gamma_2 MgtOwn_{it} + \gamma_3 FOREN_{it} + \gamma_4 SIZE_{it} + \gamma_5 ROA_{it} \\ & + \gamma_6 LEV_{it} + \gamma_7 SGROW_{it} + \gamma_8 VOL_{it} + \gamma_9 HORIZON_{it} + \gamma_{10} FIN_{it} \\ & + \gamma_{11} FOLLOW_{it} + \gamma_{12} BIG_{it} + IND + YD + \varepsilon \end{aligned} \quad (3)$$

<표 6>은 (식 3)을 회귀분석한 결과를 보여준다. 먼저 관심변수인 *INCLUDE*는 예상과는 달리 음(-)의 값을 가지나 유의하지는 않았으며, *EXCLUDE*인 경우는 예상과 같이 5% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 가진다. 즉 경제정의지수 산정에 편입된 기업의 경우에는 공시 빈도에 유의한 변화는 없으나 배제된 기업의 경우에는 공시 빈도가 유의하게 감소하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 비재무성과인 CSR 성과가 좋지 않은 경우에는 재무성과인 공정공시 정보를 제공할 유인이 상대적으로 떨어진다는 본 연구의 결과와 일관성을 가지는 결과라 할 수 있다.

〈표 6〉 경제정의지수 평가대상 편입/배제 분석(shock test)

변 수	예상 부호	Dependent variable= <i>FREQ</i>	
		회귀계수	t-값
Intercept	+/-	-0.749	-1.49
<i>INCLUDE</i>	+	-0.012	-0.34
<i>EXCLUDE</i>	-	-0.094**	-2.42
<i>MgtOwn</i>	+/-	-0.304**	-2.16
<i>FOREN</i>	+	0.247	1.22
<i>SIZE</i>	+	0.099***	4.01
<i>ROA</i>	+	0.605***	2.63
<i>LEV</i>	+	0.091	0.70
<i>SGROW</i>	+	0.102**	1.99
<i>VOL</i>	+	7.834***	4.30
<i>HORIZON</i>	-	-0.120***	-4.32
<i>FIN</i>	+	0.169***	4.52
<i>FOLLOW</i>	+/-	0.132***	7.96
<i>BIG</i>	-	0.009	0.21
Firm-level clustering		Yes	
Year fixed effect		Yes	
Industry fixed effect		Yes	
Adj. R ²		0.3668	
표본수		3,065	

1) *, **, ***는 양측검정으로 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임

2) *INCLUDE*는 전년 대비 새로 경제정의지수의 평가대상이 되었으면 1, 아니면 0인 더미변수이며, *EXCLUDE*는 전년 대비 경제정의지수의 평가대상에서 제외되었으면 1, 아니면 0인 더미변수임. 기타 변수의 정의는 <표 2>과 동일함

VI. 결 론

본 연구에서는 지속가능한 발전을 위해 CSR에 투자하는 경영자들은 CSR 지출에 대해 투자자들이 가지는 불확실성을 해소하기 위해 공시정보를 적극적으로 보고할 유인이 있을 것으로 예상하였다.

실증분석 결과, CSR에 투자하는 기업일수록 공정공시의 빈도는 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 비재무적인 성과가 좋은 기업의 경영자는 투자자들의 정보 수요에 부응하기 위해 공정공시 정보를 상대적으로 더 많이 제공하고 있음을 의미한다. 또한 CSR과 기업가치 간의 양(+)의 관련성은 공시 정보의 양에 따라 차이가 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 CSR에 투자하여 비재무성과가 높은 기업의 경영자는 재무성과에 대한 정보를 추가로 제공함으로써 CSR 지출과 관련하여 경영자와 투자자간 존재하는 정보비대칭을 해소하고 있으며 투자자들은 이를 기업가치에 긍정적으로 반영하고 있음을 의미한다.

본 연구의 결과는 그간 CSR과 재무성과 간의 관계에 집중하던 선행연구에 추가하여 CSR 수준이 높은 기업의 공시 특성을 밝힘으로써 CSR 연구의 외연을 확장하였다는 데에 그 의의가 있다. 또한 선행연구에서 검증한 CSR과 기업가치 간의 양(+)의 관계를 설명하는 요인 중 하나로 기업공시의 양을 제시하였다는 점에서도 공헌점을 가진다. 또한 본 연구는 CSR 투자라는 기업의 비재무적인 성과가 자발적공시의 또 하나의 결정요인이라는 실증결과를 제시했다는 점에서 의의가 있다고 기대된다. CSR 성과가 높은 기업은 고품질의 공정공시 정보를 제공한다는 본 연구의 결과는 공시정보를 이용하여 실제 투자 관련 의사결정을 내리는 시장참여자들에게 의미 있는 시사점을 제공한다. 또한 CSR 지출과 공정공시 정보가 결합하여 기업가치의 제고로 연결된다는 본 연구의 결과는 CSR 투자 효과에 대해 확신하지 못하여 관련 투자를 주저하는 경영자들에게도 의미 있는 시사점을 제공할 것으로 기대된다.

본 연구의 한계점으로는 본 연구에서 사용한 경제정의지수(KEJI Index)가 CSR의 대응치로 적절하지 않을 수 있다는 점이다. 경제정의지수는 비영리적인 목적으로 개발되어 오랜 기간 널리 이용되고 있으며 상대적으로 다른 측정치들에 비해 우수한 지표이나 종합지수(composite index)가 가지는 한계점이 존재하며, CSR의 모든 측면을 반영하지는 못한다. 본 연구에서는 경제정의지수 사용에 따른 결과의 왜곡을 최소화하고자 추가분석 등을 실시하였으나 이러한 문제점이 모두 해결된 것은 아니다. 기업의 사회적 책임에 대한 더욱 발전된 측정치가 개발되어 후속연구에서는 이러한 한계점을 극복하기를 기대한다.

참고문헌

- 고성천 · 박래수. 2011. “기업의 사회적 책임활동(CSR) 결정요인과 기업가치”. 세무와회계저널 제12권 제2호 : 105 - 134.
- 고윤성 · 김지홍 · 최원욱. 2007. “조세회피와 기업특성 및 기업가치에 관한 연구”. 세무학연구 제24권 제4호 : 9 - 40.
- 국찬표 · 강운식. 2011. “기업의 사회적 책임. 지배구조 및 기업가치”. 한국증권학회지 제40권 제5호 : 713 - 748.
- 권수영 · 이영한 · 박경원 · 이아영 · 황문호. 2012. “2012년 상장기업 회계투명성 평가와 발표”. 한국공인회계사회.
- 기은선. 2012. “기업의 사회적 책임활동이 조세회피 및 조세회피에 대한 시장반응에 미치는 영향”. 세무학연구 제29권 제2호 : 107 - 136.
- 김선화 · 정용기. 2013. “기업의 사회적 책임활동과 실제이익조정”. 세무와회계저널 제14권 제6호 : 227 - 259.
- 김용성 · 허영빈 · 고성삼. 2010. “기업의 지속가능성과 이익조정의 관련성에 대한 연구”. 회계정보연구 제28권 제3호 : 33 - 57.
- 김지홍 · 장진호 · 여은정. 2005. “공정공시 전후의 이익공시에 대한 시장반응”. 경영학연구 제34권 제6호 : 1895 - 1915.
- 김창수. 2009. “기업의 사회적 책임 활동과 기업가치”. 한국증권학회지 제38권 제4호 : 507 - 545.
- 나 영 · 홍석훈. 2011. “기업규모에 따른 CSR활동과 기업가치에 대한 실증분석”. 회계저널 제20권 제5호 : 125 - 160.
- 문현주. 2007. “윤리경영과 재량발생액과의 관계”. 회계저널 제16권 제1호 : 81 - 105.
- 신현한 · 이상철 · 장진호. 2004. “외부감시주체와 기업가치”. 재무연구 제17권 제1호 : 41 - 72.
- 심호식 · 이문영 · 최종학. 2010. “지분을 괴리도와 공시 정보의 빈도 사이의 관계”. 회계학연구 제35권 제4호 : 39 - 74.
- 안태식 · 심호식 · 박진하. 2011. “노동조합이 기업의 공정공시에 미치는 영향에 대한 연구”. 회계학연구 제36권 제4호 : 55 - 94.
- 오원정 · 손성규. 2006. “공정공시제도의 시행효과 및 시행과 관련된 기업특성에 관한 연구”. 경영학연구 제35권 제6호 : 1449 - 1478.
- 이광윤. 2012. “기업의 사회적 책임이 회계이익조정 및 재무적 성과와 기업가치에 미치는 영향. 경제정의지수(KEJI Index)를 중심으로”. 박사학위논문. 고려대학교.
- 이문영 · 심호식 · 최종학. 2012. “대규모기업집단 소속기업의 이사회 특성과 공시 빈도 사이의 관계”. 회계학연구 제37권 제2호 : 279 - 320.
- 이우재 · 정석우 · 배성호. 2012. “CSR 활동기업의 회계정보 가치관련성”. 한국회계학회 하계국

제학술대회 발표논문.

- 이윤상. 2011. “지속가능보고서와 이익조정의 관련성”. 회계정보연구 제29권 제4호 : 111-132.
- 장지인 · 최현섭. 2010. “기업의 사회적 책임(CSR)과 재무성과와의 관계”. 대한경영학회지 제23권 제2호 : 633-648.
- 전영순 · 손준희. 2005. “가결산 순이익의 과대공시와 기업특성 및 시장의 사후 감시기능”. 회계학연구 제30권 제1호 : 79-105.
- 천미림 · 김창수. 2011. “CSR의 지속성이 CSR과 재무성과의 관계에 미치는 영향”. 회계정보연구 제29권 제3호 : 351-374.
- 최현돌 · 윤재원. 2006. “기업지배구조가 회계정보의 보수성에 미치는 영향”. 회계학연구 제31권 제4호 : 145-174.
- 최현정 · 문두철. 2013. “기업의 사회적 책임활동과 회계투명성간의 관계”. 회계학연구 제38권 제1호 : 135-171.
- 황호찬. 2009. “기업의 비재무적 정보가 기업 가치에 미치는 영향”. 회계정보연구 제27권 제3호 : 215-236.
- Atkins, B. 2006. Is corporate social responsibility responsible? *Forbes.com* (November 28).
- Barry, C., and S. Brown. 1984. Differential information and the small firm effect. *Journal of Financial Economics* 13 : 283-294.
- Beaudoin, C., C. P. Agoglia, and G. T. Tsakumis. 2013. Can Corporate Social Responsibility Counteract Personal Incentives to Manage Earnings? : Examining Mechanisms that Influence Managers' Discretionary Accrual Decisions. Working paper, University of Massachusetts at Amherst.
- Becker, C., M. DeFond, J. Jiambalvo, and K. Subramanyam. 1998. The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary Accounting Research* 15 : 1-24.
- Botosan, C. 1997. Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review* 72 : 323-349.
- Bushee, B., and C. F. Noe. 2000. Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility. *Journal of Accounting Research* 38 : 171-202.
- Chih, H., C. Shen., and F. Kang. 2008. Corporate Social Responsibility, Investor Protection, and Earnings Management : Some International Evidence. *Journal of Business Ethics* 79 : 179-198.
- Chung, K. H., and S. W. Pruitt. 1994. A Simple Approximation of Tobin's q. *Financial Management* 23 (3) : 70-74.
- Clarkson, P., J. Kao, and G. Richardson. 1999. Evidence that management discussion and analysis (MD&A) is a part of a firm's overall disclosure package. *Contemporary*

- Accounting Research* 16 : 111–134.
- Core, J. 2001. A review of the empirical disclosure literature : discussion. *Journal of Accounting and Economics* 31 : 441–456.
- Dhaliwal, D., O. Z. Li, A. Tsang, and G. Y. Yang. 2011. Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital : The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review* 86 (1) : 59–100.
- Dhaliwal, D., S. Radhakrishnan, A. Tsang, and G. Y. Yang. 2012. Nonfinancial Disclosure and Analyst Forecast Accuracy : International Evidence on Corporate Social Responsibility Disclosure. *The Accounting Review* 87 (3) : 723–759.
- Diamond, D., and R. Verrecchia. 1991. Disclosure, liquidity and the cost of equity capital. *The Journal of Finance* 46 : 1325–1360.
- Eng, L. L., and Y. T. Mak. 2003. Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy* 22 (4) : 325–345.
- Francis, R., D. Philbrick, and K. Schipper. 1994. Shareholder litigation and corporate disclosure. *Journal of Accounting Research* 32 : 137–164.
- Francis, J., D. Nanda, and P. Olsson. 2008. Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of capital. *Journal of Accounting Research* 46 : 53–99.
- Frankel, R., M. McNichols, and P. Wilson. 1995. To warn or not to warn : management disclosures in the face of an earnings surprise. *The Accounting Review* 70 : 135–150.
- Hail, L., and C. Leuz. 2006. International Differences in the Cost of Equity Capital : Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter? *Journal of Accounting Research* 44 (3) : 485–531.
- Healy, P. M., K. G. Palepu, and A. H. Sweeney. 1999. Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research* 16 : 485–520.
- Hope, O., and W. B. Thomas. 2008. Managerial Empire Building and Firm Disclosure. *Journal of Accounting Research* 46 (3) : 591–626.
- Houston, J., B. Lev, and J. W. Tucker. 2010. To guide or not to guide? Causes and consequences of stopping quarterly earnings guidance. *Contemporary Accounting Research* 27 : 143–185.
- International Federation of Accountants(IFAC), Professional Accountants in Business Committee. 2006a. *Professional Accountants in Business : at the Heart of Sustainability?*.
- International Federation of Accountants(IFAC), Professional Accountants in Business Committee. 2006b. *Sustainability : The Role of the Professional Accountant in Business*.

- Jo, H., and Y. Kim. 2007. Disclosure frequency and earnings management. *Journal of Financial Economics* 84 : 561–590.
- Kim, Y., M. S. Park, and B. Wier. 2012. Is Earnings Quality Associated with Corporate Social Responsibility? *The Accounting Review* 87 (3) : 761–796.
- Kothari, S. P., A. J. Leone, and C. E. Wasley. 2005. Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics* 39 (1) : 163–197.
- Lang, M., and R. Lundholm. 1993. Cross-sectional determinants of analyst rating of corporate disclosure. *Journal Accounting Research* 31 : 246–271.
- Lang, M., and R. Lundholm. 2000. Voluntary disclosure and equity offerings : reducing information asymmetry or hyping the stock? *Contemporary Accounting Research* 17 : 623–663.
- Lee, B. H. 2009. Essays on the Intraday Market Response to Corporate Disclosure subject to Regulation Fair Disclosure. Seoul National University. Ph.D. Dissertation.
- 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 : 182–200.
- Marquardt, C., and C. Wiedman. 1998. Voluntary disclosure, information asymmetry, and insider selling through secondary equity offerings. *Contemporary Accounting Research* 15 : 505–537.
- McWilliams, A., and D. Siegel. 2000. Corporate Social Responsibility and Financial Performance : Correlation or Misspecification? *Strategic Management Journal* 21 (5) : 603–609.
- Nagar, V., D. Nanda, and P. Wysocki. 2003. Discretionary disclosure and stock-based incentives. *Journal of Accounting and Economics* 34 : 283–309.
- Prior, D., J. Surroca, and J. Tribo. 2008. Are socially responsible managers really ethical? Exploring the relationship between earnings management and corporate social responsibility. *Corporate Governance : An International Review* 16 (3) : 160–177.
- Schrand, C., and R. E. Verrecchia. 2004. Disclosure choice and cost of capital : evidence from underpricing in initial public offerings. Working paper, University of Pennsylvania.
- Stulz, R. 1988. Managerial Control of Voting Rights : Financing Policies and the Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics* 20 : 25–54.
- Waddock, S. A., and S. B. Graves. 1997. The corporate social performance – financial performance link. *Strategic Management Journal* 18 (4) : 303–319.

Corporate Sustainability and the Frequency of Corporate Disclosure

Kwang Hwa Jeong*

—〈Abstract〉—

This study examines the relation between Corporate Social Responsibility (CSR), the properties of corporate disclosure, and corporate value. CSR is defined as the corporate activities that strive for solving social concerns beyond the firms economic interest. Managers have an incentive to invest in CSR because the support from constituent groups in society is essential for sustainable development and firms ignoring CSR cannot survive. On the other hand, managers can invest in CSR in order to opportunistically gain personal reputation or cover corporate misconduct. Therefore, investors cannot discern the nature of CSR investment ex-ante and ask financial information to reduce information asymmetry and uncertainty resulting from CSR expenditure. Because managers who are concerned with CSR have an incentive to meet investors' needs for information and differentiate their own CSR investment by providing transparent information, disclosure frequency is relatively high. Investors are expected to reflect these superior properties of CSR firm's disclosure on corporate value.

The empirical results reveal that a firm's CRS activities are positively associated with the frequency of Reg FD and the positive relation between the frequency of Reg FD and firm value is more pronounced for firms with high frequency than firms with low frequency. Main results of this study have an implication that investors' information asymmetry and uncertainty on CSR expenditure can be reduced and firm value can be enhanced when managers provide better financial information complementary to non-financial performance.

The contributions of this study are as follows. First, this study extends the scope of research on CSR into the field of corporate disclosure by providing the empirical evidence that there are significant relations between CSR and disclosure frequency. In addition, this study provides one of the explanations to an important question, "Why is there a positive relation between CSR and firm value?", by suggesting the role of high quality of voluntary disclosure. Second, this study provides empirical result that CSR is one of the determinants for voluntary disclosure decisions.

The empirical result that CSR firms provide a better quality of disclosure will be useful for investors using disclosure information for decision-making.

〈Key words〉 Corporate Social Responsibility, KEJI Index, Voluntary Disclosure, Regulation Fair Disclosure, Firm Value

* Assistant Professor, College of Business Administration, Kangwon National University, jeong@kangwon.ac.kr