

세무와회계저널
제12권 제2호 2011년 6월 pp.105~134
한국세무학회

기업의 사회적 책임활동(CSR) 결정요인과 기업가치*

고성천** · 박래수***

<요 약>

본 논문에서는 국내유가증권시장 상장기업을 대상으로 어떤 특성을 지닌 기업이 CSR성과가 우수한지, 그리고 기업의 CSR 수준이 기업가치에 유의적인 영향을 미치는지를 규명하고자 하였다.

이를 분석하기 위해 먼저 CSR성과가 우수한지의 여부는 임의적이지만 경제정의 실천연합이 매년 발표하는 CSR성과 우수기업 200(KEJI 200기업)에 선정되었는지의 여부에 따라 판단하였고, CSR성과 우수선정기업과 여타의 유가증권시장 상장기업을 대상으로 Logit 회귀분석을 수행하였다. 또한, 유가증권시장 상장기업들을 대상으로 KEJI 200기업으로의 선정여부와 해당기업의 CSR 수준이 기업가치에 미치는 영향을 패널회귀모형을 통해 분석하였다.

주요 분석결과는 다음과 같다. 먼저 CSR 수준의 결정요인을 분석하기 위한 로짓 회귀 분석의 결과, 기업의 소유구조, 기업규모, 부채비율, 수익성, 기업연령 및 대규모 기업집단 소속 여부가 중요한 역할을 하는 것으로 나타났다. 구체적으로 대주주 1인의 지분율이 높을수록 CSR 수준도 높은 것으로 나타났으며 외국인 투자비중이 높은 기업일수록 CSR 수준은 낮은 것으로 분석되었다. 또한, 기업규모, 기업의 수익성, 기업연령 변수의 경우 유의적인 음의 회귀계수를 보였으나, 기업의 부채비율이 높을수록 CSR 수준은 높게 나타났다.

둘째, 개별기업의 CSR 수준이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과, KEJI 200기업에의 선정 여부로 판단한 CSR의 수준의 높음이 해당기업의 가치에 미치는 영향은 부정적이었다. 그러나 KEJI 200기업에 선정된 기업군내에서 CSR 지수의 차이에 따라 기업가치가 영향을 받는지를 분석한 결과, 유의적인 양의 회귀계수값을 보였다. 이는 CSR이 활발한 기업군에 있어서는 CSR 성과지수가 높을수록 기업가치에 긍정적이라는 의미이다.

이러한 분석결과를 종합하면, 국내상장기업의 경우 CSR에 대한 자본시장의 평가는 전반적으로 긍정적이지 못하지만, CSR 우수기업군을 전제로 CSR 수준이 기업가치에 긍정적으로 작용하고 있는 것으로 분석된다.

<주제어> 기업의 사회적 책임활동(CSR), CSR 결정요인, 기업가치, KEJI지수

* 본 연구는 숙명여자대학교 2009학년도 교내연구비 지원에 의해 수행되었다. 또한 이 논문은 첫째 저자의 서울대학교 석사학위논문 내용을 수정·보완한 것이다.

** 삼일회계법인 부대표, scko@samil.com, 02-709-0725

*** 숙명여자대학교 경영학부 부교수, rs00@sm.ac.kr, 02-2077-7382, 교신저자

I. 서 론

최근 전세계적으로 환경경영(또는 녹색경영), 사회친화경영이 국가 지도자 및 CEO들의 입을 통해 많이 오르내리고 있다. GE의 CEO인 Jeffrey Immelt는 에코메지네이션(Ecomagination ; 친환경적 상상력)¹⁾이라는 친환경 경영전략을 발표한 바 있고, IBM, 듀폰 등 여러 글로벌 기업에서도 환경보호 등 기업의 사회적 책임활동(corporate social responsibility, 이하 CSR)을 중시하는 경영 사례들을 제시하고 있다. 국내에서도 이명박 대통령이 2008년 8·15 경축사에서 우리나라의 차세대 성장 엔진으로서 저탄소 녹색성장을 강조한 바 있으며, 구체적으로 2010년 1월 13일 국회에서 ‘저탄소녹색성장기본법’이 통과되었다.

이제 기업에게 CSR은 선택 가능한 권장사항이라기 보다는 생존을 위한 지속가능 경영의 핵심으로서 기업환경의 글로벌화와 더불어 더 이상 피할 수 없는 사회적 요구로 다가오고 있다. CSR에 대한 정의가 다양함에도 불구하고, 일반적으로 CSR은 기업에 요구되어지는 법적인 요구, 즉 환경, 지역사회, 종업원, 주주 등에 대한 의무를 초과해서 행동하고 자본을 지출하는 행위를 말한다. 기업은 법적으로 요구되어지는 수준 이상을 CSR에 자본지출을 함으로써, 글로벌화 되고 상호 의존성이 급격하게 증대된 경영환경에서 기업의 지속가능 경영을 추구하지 않으면 안 되는 상황에 놓이게 된 것이다. 이제 좋은 기업의 의미도 단순히 경영성과만을 토대로 판단할 것이 아니라 경제, 환경 그리고 기업이 속한 사회에 행사하는 영향력까지를 기준으로 삼아야 한다는 인식이 점차 확대되고 있다. 국제표준화기구(ISO)가 추진하고 있는 CSR에 대한 국제표준인 ‘ISO26000’의 제정 및 이행을 위한 프로그램 등은 CSR과 관련된 사회적 요구와 기업환경의 변화추세를 잘 대변한다고 하겠다.

이러한 CSR이 실제로 기업가치를 증가시키는지, 또는 CSR에 대한 자본지출은 투자로 봐야 하는지 아니면 비용으로 인식해야 하는지에 대하여는 오랫동안 논란이 지속되어 왔다. 이와 관련하여 기존의 연구들은 크게 두 가지 상반된 관점 하에서 가설을 설정하고 이를 실증분석하였다. 전통적인 경제학적 관점으로 CSR에 대한 비판론적인 입장과 기업의 사회적 책임 옹호론적 입장 등이 그것이다.

CSR에 대한 비판론적인 입장에서는 기업은 주주가치를 극대화하기 위해 의사결정을 해야 하는데, CSR이 기업가치 극대화라는 경제적 목적과 일치하지 않는 한 기업의 사회적 책임은 회피되어야 한다는 관점을 견지한다. 이에 반해 CSR에 대한 옹호론적인 입장은, 기업은 주주의 부를 극대화하는 이상으로 사회에 대한 의무를 지니고 있다고 주장하며, 주주뿐만 아니라 다양한 이해관계자들의 이해상충을 완화하지 못한다면 기업은 지속가능하지 못한다고 주장한다. 따라서 CSR을 통한 다양한 이해관계자들과의 소통이 중요하며, 이를 근거로 CSR에 대해 긍정적인 입장을 취한다. 그런데 이들 상반된 가설을 실증적으로 검증한 기존 연구들의 분석결과는 어느 한

1) 환경을 의미하는 eco와 GE의 슬로건인 imagination work의 합성어

가치 가설을 일관성 있게 지지하지 못하고 혼재된 결과를 보여주고 있다.

최근 국내에서도 CSR에 대한 관심과 관련연구가 진행되고 있다. 박헌준 외3인(2004)은 환경 성과가 기업의 재무성과에 긍정적인 영향을 미치지만, 그러한 재무성과가 긍정적인 환경성과를 유도하지 못하는 것으로 보고하고 있다. 장지인(2007) 역시 기업의 CSR성과가 기업가치에 긍정적인 영향을 미치지만 자본비용을 낮추지는 못하는 것으로 밝히고 있다.

이에 본 연구에서는 국내기업들을 대상으로 기업의 재무적 특성이 CSR수준에 미치는 영향에 대한 분석과 해당 CSR수준에 따라 기업가치에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 먼저, 어떠한 특성을 가진 기업이 CSR에 적극적으로 참여하는지, 혹은 해당활동을 활발히 할 가능성이 높은지 파악하려고 한다. 예를 들면, Brown et al.(2006)은 기업의 기부가 많은 기업이 대리인 비용이 높음을 보이고 있다. Barnea and Rubin(2000) 역시 기업의 CSR수준과 소유구조 및 자본구조 사이의 관련성을 분석하였는데, CSR이 대리인 문제로 인하여 기업의 가치를 낮출 가능성이 있음을 증거하였다. 따라서 기업의 지배구조나 대리인 문제의 심각성에 따라 해당기업의 CSR이 달라질 수 있음을 추론할 수 있다.

둘째로, 본 연구에서 다루고자 하는 주제는 과연 사회적 책임을 다하는 기업의 경우 경영성과가 더 높게 나타나거나 시장에서의 기업가치의 평가가 긍정적인가에 관한 것이다. 만일 CSR이 궁극적으로 해당기업의 가치제고로 이어지지 않는다면, CSR은 단지 기업의 선의에 의해 일시적으로 이루어지는 이벤트성 행사에 그치고 지속적인 활동이 보장되기 어렵다고 볼 수 있다. 이와 관련하여 일찍이 Schwart(1968)는 기업의 CSR 및 기부활동이 기업을 둘러싼 사회에 대한 간접적 투자이며, 이는 기업의 명성을 올리고 궁극적으로 매출증가와 비용절감을 초래하기 때문에 기업가치 제고에 이바지한다고 주장하였다. 최근 Goyal(2006) 역시 CSR이 해외직접투자시 현지 시장에 긍정적 신호역할을 한다고 주장한다. 따라서 국내기업들의 경우 CSR이 궁극적으로 해당기업의 성과와 가치에 미치는 영향을 확인하고, 또한 해당경로가 어떠한 요인에 의해 영향받는지 분석하는 것 역시 매우 중요한 연구주제라 할 수 있다.

참고로 본 연구에서는 국내상장기업들의 CSR 관련자료로 경제정의실천연합 산하 경제정의연구소에서 측정한 경제정의지수(KEJI Index, 이하 KEJI지수)를 사용한다. 경제정의연구소는 건전하고 존경받을 만한 기업을 발굴한다는 목적하에서 1991년부터 자체 개발한 경제정의지수를 적용하여 국내 상장기업들을 대상으로 매년 사회적 성과를 평가하여 발표해오고 있다. KEJI지수는 크게 7개 평가항목으로 구성되어 있는데, 기업활동의 건전성과 공정성, 사회봉사 기여도, 환경보호만족도, 소비자보호만족도, 종업원만족도 및 경제발전기여도 등을 포함하고 있다. 각 평가항목을 구성하는 세부항목이 있으며, 세부항목별로 가중치가 부여되어 있어 총 100점 만점으로 측정되고 있고, 평가항목이나 항목별 가중치는 연도 별로 약간씩 조정되어 오고 있다.

본 연구의 주요 실증분석결과는 다음과 같다. 먼저 CSR수준의 결정요인을 분석하기 위한 로짓회귀분석결과, 소유구조, 기업규모, 부채비율, 수익성, 기업연령 및 재벌소속 여부가 중요한

역할을 하는 것으로 드러났다. 소유구조와 관련하여 대주주1인의 지분율이 높을수록 CSR수준도 높지만, 외국인 투자비중이 높은 기업일수록 CSR수준은 낮은 것으로 분석되었다. 이는 국내 기업의 오너 등 대주주는 CSR을 해당 기업의 명성구축, 잠재적인 매출증대나 비용절감효과 등을 고려한 무형자산에의 투자로 인식하여 장기적인 관점에서 CSR에 관심을 갖지만, 외국인투자 비중이 높은 기업의 경우 단기 재무성과를 중시하는 외국인 간접투자자자의 특성에 따라 단기적으로는 비용을 수반하는 CSR에 대하여 적극적이지 않다고 해석된다. 그리고 기업규모 변수의 경우 유의적인 음(-)의 회귀계수를 나타내고, 부채비율이 높을수록 CSR수준이 증가하며, 수익성 및 기업연령은 해당기업의 CSR과 음(-)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다. 이는 국내기업들의 경우 규모가 크고 수익성이 좋은 기업들이 앞장서 CSR을 주도하기보다는 별반 여의치 않은 특성을 지닌 기업들의 경우 장기적 관점에서 CSR에의 투자가 활발했다고 분석되었다.

한편, CSR수준이 해당기업의 가치에 미치는 영향을 분석한 결과, CSR이 기업의 가치에 미치는 영향은 부정적이었다. 국내상장기업들의 경우 대형 우량기업들이 사회적 책임관점에서 CSR을 활발히 하고 있다기보다 비교적 소규모 기업들이 장기적 관점에서 투자의 의미로 CSR을 수행해왔으며, 이로 인해 자본시장에서의 기업평가 역시 그다지 긍정적이지 못했다고 판단된다. 그러나 기왕 CSR이 활발한 기업군내에서는 CSR성과가 좋은 기업에 대해 가치평가가 긍정적인 것으로 나타났다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 먼저 제Ⅱ장에서는 본 연구의 이론적 배경과 연구동기 및 선행연구들의 결과를 정리한다. 제Ⅲ장에서는 연구가설과 표본 및 실증모형을 제시하고, 제Ⅳ장에서는 실증분석결과를 제시한다. 마지막으로 제Ⅴ장은 본 연구의 결론을 제시한다.

Ⅱ. 이론적 배경과 선행연구

1. CSR과 기업가치

CSR이 궁극적으로 해당기업의 성과나 가치를 증가시키는지에 대해 오랫동안 논란이 지속되어 왔다. 기존의 연구들을 살펴보면 CSR과 기업가치간 관련성은 크게 세 가지 관점으로 분류할 수 있다. 먼저 CSR에 대한 비판론적인 입장은 기업은 주주가치를 극대화하기 위해 의사결정을 해야 하는데, CSR이 기업가치 극대화라는 경제적 목적과 일치하지 않는 한 기업의 사회적 책임은 회피되어야 한다는 관점을 견지한다. 일찍이 Freedman(1970)은 CSR이 기업의 이윤을 증가시키는 것을 전제로만 수행되어야 하는데, 기업이 CSR에 지나치게 집중하면 기업가치에 오히려 해가 될 것이라고 주장하였다. 이는 전통적인 경제학들이 주장하는 내용으로 Bragdon and Marlin(1972), Vance(1975), Pava and Krausz(1996), Brammer, Brooks and Pavelin(2006) 등도 이러한

견해에 동조한다. 이들 의견에 따르면 CSR이란 해당기업의 사회적 혹은 환경적 성과제고를 위해 추가적으로 지불해야하는 일종의 비용의 성격을 지니며 이로 인해 주주가치의 제고에는 별 효과가 없다는 것이다. 또한 CSR에의 투자로 인해 수익성 높은 사업안이나 투자전략이 오히려 소외될 것이라는 염려 때문에 자칫 잘못된 비용지출로 치부되기도 한다(Langbein and Posner, 1980 ; Aupperle, Carroll and Hatfield, 1985 ; Knoll, 2002). 더구나 경영진이나 대주주의 사적효익을 위해 악용될 여지도 있는 만큼 적절히 통제되지 않는다면 기업가치를 저해할 여지가 있는 것으로도 이해된다(Barnea and Rubin, 2006).

이에 반해 CSR에 대한 옹호론적인 입장은, 기업은 주주의 부를 극대화하는 이상으로 사회에 대한 의무를 지니고 있다고 주장하며, 주주뿐만 아니라 다양한 이해관계자들의 이해상충을 완화하지 못한다면 기업은 지속가능하지 못한다고 주장한다. 따라서 CSR을 통한 다양한 이해관계자들과의 소통이 중요하며, 이를 근거로 CSR에 대해 긍정적인 입장을 취한다(Derwall et al., 2005 ; Herremans, Akathaporn and McInnes, 1993 ; Guerard, 1997). CSR이 기업의 명성이나 브랜드 가치에 긍정적인 영향을 미치고 해당기업의 그러한 매력에 좋은 경영자나 고용자를 끌어 모으는 역할을 하기에, CSR에 대한 기업투자가 장기간에 걸쳐 기업가치에 긍정적인 역할을 한다는 것이다. Bruyn(1987) 역시 모든 투자란 사회적 근거를 가지며, 따라서 기업의 CSR과 관련된 미공개 정보 역시 투자자들에게 전통적인 평가모형에서 미처 다루지 못한 중요한 경제적 가치에 대한 정보를 제공한다고 주장한다.

한편 Ullman(1985)은 CSR과 기업성과를 직접적으로 연관시킬만한 어떠한 근거도 찾기 어렵다고 주장하며, 양자간 관계에 대해 중립적인 입장을 취한다. 이는 단순히 기계적인 중립이나 유보의 의미가 아니라, 해당기업의 CSR에 대한 정확한 평가와 가치 매김이 현 자본시장에 대한 평가모형의 수준으로는 불가능하다는데 기인한다(Statman, 2000). Derwall et al.(2005) 역시 현 시장설명모형들로는 CSR이 해당기업이나 포트폴리오의 성과에 미치는 영향을 효과적으로 측정하거나 평가하는 것이 불가능하다고 주장한다.

이러한 세 가지 견해에 대한 실증분석결과 역시 일관되지 않는다. 분석대상, 분석기간, 기업성과지표, CSR변수 및 연구방법론 등에 따라 상반된 분석결과를 보고하고 있다.²⁾ 상반된 분석결과를 제시하는 국외연구들과는 달리 국내연구의 경우 대체적으로 CSR이 기업성과와 가치제고에 긍정적인 역할을 하는 것으로 보고하고 있다. 박헌준 외 3인(2004), 장지인(2007) 및 엄현주(2007)는 본 연구와 비슷하게 KEJ지수를 이용하여 분석한 결과 CSR이 기업성과 내지는 가치제고효과가 있음을 미약하나마 증거하고 있다.

박헌준 외 3인(2004)은 KEJ지수 중 환경보호 만족도 항목만을 사용하여 국내기업들의 환경성과가 실제로 재무성과에 어떠한 영향을 미치는지를 규명하고자 하였다. 1996년부터 2000년까지

2) 장지인(2007)은 CSR성과와 기업가치간 관계를 실증분석한 국내외 27개 기존연구의 분석결과를 요약표와 더불어 자세히 서술하고 있다.

지 평가이전기간, 평가기간, 평가이후기간을 설정하여 환경성과와 재무성과 상호간에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과 환경성과는 재무성과 변수에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 환경투자에 따른 경제적 보상이 있음을 보여줌으로써 실무적으로 경영자들의 환경투자에 대한 부정적인 견해를 완화시킬 수 있는 중요한 논거가 제시하였다. 엄현주(2007)는 KEJ지표에 2001년부터 2005년까지 5년 연속 선정된 기업과 5년 동안 1회 선정된 기업 그리고 한 번도 선정되지 않은 기업 등 3가지 기업군으로 나누어 분석하였다. 그 결과 5년 연속 선정된 기업은 1회 선정 기업 및 선정되지 않은 기업에 비해 모두 재무성과가 높다고 보고하였다. 즉, 사회적 성과에 대한 연속 선정 기업이 재무성과가 크다는 결과를 나타내주는 결과이다. 장지인(2007) 역시 1998년부터 2005년까지 8개년 동안 상위 200대 기업에 5회 이상 포함된 기업들을 CSR성과가 우수한 기업으로 분류하고 CSR 성과가 기업의 재무적 성과에 긍정적인 영향을 미치는가에 대해 실증분석을 하였다. 분석결과 비록 CSR성과가 해당기업의 자본비용을 낮추는데까지 영향을 미치지 못하는 못하지만, 기업의 재무성과에 대체로 긍정적인 영향을 미치는 것으로 보고한다.

한편 CSR성과를 종합적으로 측정·분석하는 것은 아니지만, 노상환(2004), 정용기와 김선화(2008) 및 김창수(2010) 등도 국내기업의 친환경투자 및 환경친화경영이 궁극적으로 해당기업의 재무성과 및 가치제고에 기여한다고 보고하고 있다.

여기서 본 연구가 KEJ지수를 이용한 기존연구와 차별되는 점은 CSR우수기업의 선정기준이다. 기존연구가 KEJ지수에 5년 연속(엄현주, 2007) 혹은 분석기간 내 5년 이상(장지인, 2007) 포함되어야 비로소 CSR우수기업으로 인식하여 이들을 대상으로 분석함으로써, CSR우수기업의 범위를 매우 좁은 범위로 국한했다는 점이다. 그에 비해 본 연구는 해당연도의 KEJ지수에 편입 여부만으로도 CSR수준이 높은 것으로 판단하였다. 여기에는 해당지수에 포함된 기업들이 이미 경제정의연구소에서 측정대상 기업들 중 우수기업으로 선정된 기업들이기 때문이다. 그리고 박현준 외3인(2004)은 KEJ지수중 환경보호 만족도 항목만을 별도로 사용하여 환경성과가 실제로 재무성과에 미치는 영향에 국한하여 분석하였다는 점에서 구별된다.

2. CSR이 기업가치에 미치는 영향요인

기존의 선행연구에서 구체적으로 기업의 CSR 프로그램실행과 관련해 논의된 기업가치나 성과에 긍정적인 영향을 미치는 요소들을 별도로 정리하면 다음과 같다.³⁾

가. 위험(risk)의 감소

앞에서 언급한 바와 같이 현대 기업은 투자자뿐만 아니라 정치가, 내부고발자, 언론매체, 직원

3) 관련 내용의 일부는 Heal(2004)을 참조하였다.

들, 지역사회 공동체 모임, 집단 소송 변호사들, 환경론자들, 그리고 인권주의자, 경제정의 실천 운동가, 소비자 운동단체 등 수많은 NGO의 감시와 더불어 이들로부터 많은 책임을 요구받고 있다. 이러한 이해관계자들과의 갈등은 기업의 이미지와 평판에 심각한 손상을 입힐 뿐만 아니라, 기업의 영업이익과 주식수익률의 변동성을 증가시키고 잠재적 경쟁자들에게 지렛대의 기회를 제공할 수도 있다. CSR은 공격적인 이해관계자들과의 갈등을 방지하고 영업위험을 완화시킴으로써 궁극적으로 자본비용을 낮출 수 있다.

나. 원가의 절감 또는 폐기물(waste)의 감소

제품과 서비스를 생산하는데 사용되는 자원의 양을 절감함으로써 생산성을 증대시키면서도 환경에 끼치는 나쁜 영향을 감소시킴으로써 경영의 효율성을 높일 수 있다. 세계의 가장 큰 반도체 생산업체의 하나인 ST 마이크로일렉트로닉스의 경우, 기업의 연간 총 투자 자본중 2%를 환경 개선에 사용하였다. 이러한 환경 효율성을 추구한 결과 생산에 필요한 전기 사용량을 28%까지, 공업용수 사용량을 45%까지 절감하여 2001년에는 5,600만 달러, 2002년에는 1억 달러, 2003년에는 1억 3,300만 달러의 비용을 절감했다고 보고하고 있다. 이처럼 CSR은 원가의 절감 또는 폐기물의 감소를 통하여 기업가치에 긍정적인 효과를 가져 온 사례들이 보고되고 있다.

다. 규제당국(regulators)과의 관계 개선

기업과 규제당국과의 관계는 규제가 심한 산업의 경우 매우 큰 영향을 지닌다. 사회적 책임경영을 한다는 명성을 지닌 기업들에게 유리한 방향의 규제의 결정은 그렇지 않은 기업들에 대한 이로운 규제에 비해 환영받을 수 있을 것이다. 즉, 사회적 책임활동 성과가 큰 기업은 그렇지 않은 기업에 비하여 규제당국으로부터 유리한 정책방향을 이끌어 낼 가능성을 높일 수 있고, 이는 결국 기업의 가치에도 긍정적으로 작용할 것이다. BP가 자체 개발한 배출가스거래시스템을 통해 교토의정서의 의무사항을 이행하도록 EU를 설득함으로써 EU가 채택한 온실가스 정책수립에 결정적 영향을 미친 예가 그것이다.

라. 좋은 평판을 통한 브랜드 자산(brand equity)의 생성

기업에 대한 평판, 브랜드, 그 밖의 무형의 자산들이 주요한 기업가치 요인으로 등장한지 오래다. Savitz and Weber는 그들의 저서 “The triple bottom line”에서 포춘지가 선정한 500대 기업들 중 대부분이 그들 자산 중 75%가량이 보이지 않는 무형자산이며, 따라서 기업의 평판에 대한 공격은 기업의 재정에 치명적인 영향을 미칠 수 있다고 말하고 있다. 이러한 기업의 무형자산은 아이디어와 특허권, 재무 및 경영관리 자원, 사업상의 관계, 브랜드, 경험을 통해 축적된 지식, 그리고 영업권 등으로 구성되어 있는데, 이 모든 것들이 외부의 평판에 의존하고 있다. 기업이 사회적 책임활동을 강화하고 이를 이해관계자들로부터 인정받는 경우 기업에 대한 좋은

평판을 얻게 되는데, 이는 기업의 보이지 않는 무형의 자산을 증가시켜나가는 것으로 볼 수 있고 결국 기업의 가치를 증가시키는 것이라고 볼 수 있다.

마. 인간관계(human relations)와 임직원의 생산성 제고

CSR은 여러 관점에서 기업과 직원들 간의 관계에 영향을 미친다. 첫째, 사람들은 자신들이 다니는 기업에 대해 자부심을 갖기 원하므로 “좋은” 기업을 위해 일하기 원한다. 실제로 CSR 성과가 좋은 기업들은 그렇지 않은 기업들에 비해 직원들의 고용, 유지, 동기부여에 있어 성공할 확률이 높다. 둘째, 경제학의 “효율성 임금이론”이 주장하는 바와 같이 최소한의 필요보다 더 많은 임금을 지불함으로써 직원들의 생산성을 높일 수 있으며, 기업은 좋은 고용주이며 사회적 책임을 다한다는 명성을 얻을 수 있다.

바. 낮은 자본비용

사회적 책임성과가 좋은 기업에 투자하는 사회책임투자(SRI) 펀드의 규모가 우리나라에서도 확대되고 있다. 이처럼 사회책임투자 펀드의 규모가 커질수록 사회적 책임성과가 좋은 기업들은 상대적으로 자금조달이 용이해지고, 이에 따라 기업의 자본비용을 줄일 수 있다. 하지만 국내의 경우 아직까지 이에 대한 명확한 논리적 실증적 근거가 찾기 힘든 실정이다.

사. 새로운 사업기회 및 사업모형의 창출

지속가능한 경영이란 기업의 이익과 공공의 이익이 공존할 수 있는 영역에서 찾을 수 있다. 기업에게 비용만을 발생시키는 사회적 책임활동을 기업이 지속적으로 수행할 수는 없을 것이다. 기업은 좋은 평판을 얻기 위해서가 아니라 보다 적극적으로 공공의 이익과 기업의 이익의 공통 분모를 찾아 새로운 사업기회를 발굴하거나 새로운 사업모형을 찾을 수 있다.

GE는 탄소배출을 억제할 수 있도록 친환경 기술을 개발하는데 2010년까지 기존 투자액의 2배인 15억 달러를 친환경 기술 개발에 투자하는 동시에 친환경 제품을 개발하여 판매함으로써 매출규모를 2배로 늘린다는 것을 골자로 하는 Ecomagination 캠페인을 선언한 바 있다. GE는 사업수익의 추구라는 기업의 이익 추구하고 환경보호 사이에 존재하는 중요한 공통 분모를 발견한 것이다.

이처럼 CSR은 새로운 사업기회를 제공함으로써 기업의 가치를 증가시킬 수 있다. 특히 2005년 2월 교토의정서가 발표된 이후 본격적인 온실가스 규제사회가 도래하였다. 동 의정서에 따르면 의무 이행 대상국은 구체적인 온실가스 배출 감축 목표치를 부여받게 되고, 이에 따라 각 기업은 온실가스 배출권이 할당될 것이다. 이와 더불어 온실가스 배출권 거래제도도 도입되어 배출권 자체가 기업입장에서는 중요한 가치가 있는 권리로서 거래할 수 있게 되었다. 세계 은행의 통계에 따르면 탄소시장 총 거래규모는 2007년 640억 달러이고 2010년에는 1,500억 달러에 이

른 것으로 보고된다. 이는 배출권 거래제도 자체가 새로운 시장을 창출하게 될 수 있다는 것을 의미한다.

국내에서도 로디아에너지코리아와 후성 같은 기업들은 국내 CDM(clean development mechanism, 청정개발체제)투자의 선도기업으로 경제적 이득을 얻은 대표적 사례로 꼽힌다. 2005년에 CDM사업으로 UN에 등록한 로디아에너지코리아는 온산 N2O 감축사업을 통해 800억원의 이익을 창출하였고, 동일하게 UN에 등록한 후성은 울산 HFC분해 사업을 통해 약 200억원의 이익을 남긴바 있다.

III. 연구의 설계

1. 연구가설

가. 기업의 CSR 결정요인에 관한 실증가설

일반적으로 기업내부자들은 기업가치의 극대화라는 목적을 달성하기 위해 의사결정을 한다. CSR수준에 대한 의사결정 역시 동일하다. 기업의 사회적 책임활동(CSR)이 기업의 명성구축을 위한 일종의 무형자산과 같은 투자로 인식될 수 있어, 비록 현재 영위하고 있는 사업과는 직접적인 관련이 없으나 기업이 속한 사회에 대한 간접적인 투자로서 의미를 지닌다. 따라서 기업은 CSR로 인해 잠재적인 매출증대나 비용절감효과 등을 얻을 수 있으며, 명성구축을 통해 소비자나 임직원 등 이해관계자의 기대형성에도 긍정적인 효과를 기대할 수 있다.

그러나 경영자들이 CSR로부터 사적 효익을 얻을 수 있다면, 이들은 기업가치 극대화에 적합한 수준 보다 더 높은 수준으로 CSR을 할 충분한 유인을 가지게 될 것이다. 과도한(over-invest) CSR을 통해 기업의 내부이해관계자들이 종업원, 지역사회 등으로부터 그들 개인의 명성을 쌓을 수 있고 좋은 시민으로서 사회적인 존경을 받는다면, 해당기업의 경영자는 CSR을 통해 사적 효익(private benefit)이 증가될 수 있다(Barnea and Rubin, 2006). 즉, CSR과 관련된 기업의 지출이 경영진에게는 일종의 특권적 소비의 일부가 될 수 있다. 이 경우 기업의 CSR관련 지출은 주주와 경영자간 이해상충의 대상이 되어 일종의 대리인 비용의 성격을 가질 수 있다. 따라서 CSR관련 지출의 증가가 대리인 비용의 증가로 인해 기업가치의 감소로도 이어질 수 있다.

가설 1 : 기업의 지배구조(혹은 소유구조)가 좋을수록 CSR에 더 투자할 것이다.

Grossman and Hart(1982)는 부채가 증가하면 파산위험성이 높아지므로 경영자는 자신의 고용 위험 감소를 위하여 특권적 소비를 감소시키고 경영활동에 진력하는 등 파산의 가능성을 줄이려는 행동을 하게 된다고 하였다. 또한 채권자 입장에서도 부채상환을 담보하기 위해, 경영감시

를 강화하는 등의 방법으로 경영자의 재량권을 제한하거나 엄격한 부채약정을 부과함으로써 경영자의 대리인비용 감소의 역할을 수행할 유인이 있음을 증거하였다. Diamond(1991)와 Gilson(1990) 역시 기업의 높은 부채비율은 채권자에 의한 높은 감시수준을 유도해서 내부이해관계자와 다른 주주들 사이의 갈등을 완화시키는 역할을 할 것이라 하였다.

따라서 많은 부채를 가진 기업에 대한 채권자의 감시활동 강화는 내부이해관계자와 다른 주주들 사이의 갈등을 완화하는 역할을 할 뿐만 아니라, 기업이 많은 부채를 가짐으로써 발생하는 경영자들의 위험회피 성향과 채권자의 높은 감시 등으로 인해 경영진의 사적 유인에 의한 과도한 CSR이 제한될 가능성이 높다. Barnea and Rubin(2006)은 과도한 CSR이 내부이해관계자들에게 사적 효익을 제공하더라도, 부채가 많을 경우 높은 이자비용으로 인해 CSR이 제한될 것이라 주장하였다.

가설 2 : 기업의 부채비율이 낮을수록 CSR에 더 투자할 것이다.

Richardson and Welker(2001)는 기업의 CSR공시정도와 해당기업의 규모와는 양(+)의 관계가 있음을 보고하였는데, 여기에는 CSR공시가 투자자들에게 거래비용의 절감효과를 가져와 해당기업주식에 대한 수요와 시장유동성을 제고하거나(Diamond and Verrecchia, 1991), 미래수익에 대한 분포의 불확실성을 줄여주는 역할을 한다는 것이다(Clarkson, Guedes and Thompson, 1996). 장지인(2007) 역시 기업규모가 클수록 규모의 경제, 범위의 경제, 그리고 학습능력 등을 바탕으로 수익창출 능력이 높을 수 있는 것과 같이, CSR 역시 규모의 경제를 필요로 한다는 점에서 기업규모가 클수록 CSR수준이 높다고 하였다.

가설 3 : 기업의 규모가 CSR에 긍정적인 영향을 미친다.

기업설립 초기에 경영자는 이해관계자들을 만족시키는 활동에 초점을 두기보다 기업생존과 직결된 이익추구에 중점을 두고 의사결정을 하게 된다. 그러나 기업연령이 쌓여 기업경영이 안정될수록, 경영자는 당장의 생존과 직결된 이익추구 보다 다양한 이해관계자들을 만족시키는데 초점을 두고 기업의 지속가능한 발전에 더 큰 관심을 가지게 된다.

가설 4 : 기업의 연령(혹은 기업력)이 CSR에 긍정적인 영향을 미친다.

일찍이 기업의 사회적 책임에 대한 범주와 그에 대한 정의를 제시한 Carroll(1979)은 가장 하위단계인 경제적 책임역할이 미흡한 기업이라면 궁극적으로 여타 높은 차원의 사회적 책임활동 역시 제대로 할 여력이 없을 것으로 예측하였다. 경제적 존립이 위태로운 기업 보다 지속가능한 발전을 추구할 여력이 있는 기업이 CSR수준이 높을 수밖에 없다.

장기적 관점에서도 해당기업의 지속가능한 성장을 위한 CSR 및 관련투자는 향후 성장성이

높은 기업일수록 그 투자의 혜택을 향유할 가능성이 높고 해당 비용에 대한 부담의지도 높을 것으로 기대된다. 또한 이러한 특성의 기업들은 현재의 높은 성장가능성을 계속 유지하기 위해서라도 지속가능한 성장의 대안으로 CSR수준을 강화할 유인이 높을 것이다. 따라서 기업의 성장가능성은 CSR수준과 양(+)의 관계가 있을 것으로 유추된다.

가설 5 : 기업의 투자기회(혹은 성장가능성)가 CSR에 긍정적인 영향을 미친다.

Fisman, Heal and Nair(2006)는 상품의 품질에 대해 정보비대칭성이 존재하는 경우, CSR이 이익극대화를 추구하는 경영자와 사회에 공헌하려는 경영자간 구분을 위한 효과적인 신호도구로 이용될 수 있으며, 소비자에게 신호를 보내기 쉬운 업종과 경쟁이 심한 업종일수록 CSR관련 지출이 높다고 주장하였다. 현실적으로도 기업이 속한 지역사회, 소비자 및 경쟁기업과 같은 이해관계자, 그리고 해당업종의 특성에 따라 기업의 CSR에 대한 투자유인도 다를 것으로 이해된다.

가설 6 : 기업이 소속된 산업(혹은 업종)특성이 CSR에 유의적인 영향을 미친다.

국내기업들의 사회적 책임과 재벌과는 불가분의 관계로 이해된다. 재벌로 대변되는 국내 대기업들의 성장이 국가적 지원과 배려 속에 이루어져왔으나 독특한 소유구조로 인해 성장과정에서 파생한 크고 작은 공과들은 재벌기업들로 하여금 사회에 대한 공헌 책무를 더 크게 생각하게 하였다. 이로 인해 국내재벌기업들은 1990년대 이후 다양한 형태의 사회책임 경영을 표방하며 사회공헌지출을 증가시켜왔다(송원근, 2007). 비록 자발적인 참여나 기업의 책임과 이해당사자들의 요구에 부응하려는 의지가 강하다고는 볼 수는 없으나, 국내 재벌기업들은 기업과 브랜드 이미지차원 외에도 남다른 사회적 책무의식으로 CSR에 대한 투자유인을 가질 것으로 보인다.

가설 7 : 재벌집단에 소속된 기업일수록 CSR에 더 투자할 것이다.

나. CSR이 기업가치에 미치는 영향에 관한 실증가설

Freedman(1970)은 CSR이 기업의 이윤을 증가시키는 것을 전제로만 수행되어야 하는데, 기업이 CSR에 지나치게 집중하면 기업가치에 오히려 해가 될 것이라고 주장하였다. Bragdon and Marlin(1972), Vance(1975), Brammer, Brooks and Pavelin(2006) 등도 이러한 견해에 동조한다. 여기서 CSR이란 해당기업의 사회적 혹은 환경적 성과 제고를 위해 추가적으로 지불해야하는 비용이며 주주가치의 제고에는 별 효과가 없다는 것이다. 또한 CSR에의 투자로 인해 수익성 높은 사업안이나 투자전략이 오히려 소외될 것이라는 염려 때문으로도 이해된다(Langbein and Posner, 1980 ; Aupperle, Carroll and Hatfield, 1985 ; Knoll, 2002).

이에 비해 Ullman(1985)은 CSR과 기업성과를 직접적으로 연관시킬만한 어떠한 근거도 찾지 어렵다고 주장하며, 양자간 관계에 대해 중립적인 입장을 취한다. 여기에는 해당기업의 CSR에

대한 정확한 평가와 가치 매김이 현 자본시장에 대한 평가모형의 수준으로는 불가능하다는 데 기인한다(Statman, 2000). Derwall et al.(2005) 역시 현 시장설명모형들로는 CSR이 해당기업이나 포트폴리오의 성과에 미치는 영향을 효과적으로 측정하거나 평가하는 것이 불가능하다고 주장한다.

또 다른 주장으로서, 양자간 긍정적 연관성을 주장하기도 한다(Derwall et al., 2005 ; Herremans, Akathaporn and McInnes, 1993 ; Guerard, 1997). CSR이 기업의 명성이나 브랜드 가치에 긍정적인 영향을 미치고 해당기업의 그러한 매력이 좋은 경영자나 고용자를 끌어 모으는 역할을 하기에, CSR에 대한 기업투자가 장기간에 걸쳐 기업가치에 긍정적인 역할을 한다는 것이다. Bruyn(1987) 역시 모든 투자란 사회적 근거를 가지며, 따라서 기업의 CSR과 관련된 미공개 정보 역시 투자자들에게 전통적인 평가모형에서 미처 다루지 못한 중요한 경제적 가치에 대한 정보를 제공한다고 주장한다.

한편 Richardson and Welker(2001)는 기업의 CSR공시정도와 해당기업의 자기자본비용간 음(-)의 관계를 보고하였다. CSR공시가 투자자들에게 거래비용의 절감효과를 가져오고, 이로 인해 해당기업주식에 대한 수요와 시장유동성 제고를 유발하거나(Diamond and Verrecchia, 1991), 미래수익에 대한 불확실성을 낮춘다는 것이다(Clarkson, Guedes and Thompson, 1996). Easley, Hvidkjaer and O'Hara(2002) 역시 어떤 기업의 정보내용에 관한 질적 혹은 양적 수준은 해당기업의 자산가치 평가에 직접적인 영향을 주며, 정보비대칭성을 완화시킴으로써 자본비용을 절감할 수 있다고 주장하고, 실증분석을 통해 CAPM과 같은 전통적인 가격결정모형에서는 미처 인지하지 못하지만 정보 등이 균형가격결정에 중요한 영향을 미친다는 증거를 제시하였다.

따라서 CSR이 기업가치에 미치는 영향이 긍정적인지 부정적이지에 대한 일관된 분석결과는 기대하기 어렵지만, 유의적인 관련성은 충분히 유추가능하다고 본다.

가설 8 : 기업의 CSR은 해당기업의 가치에 긍정적인 영향을 미친다.

2. 표본 및 자료의 구성

표본기업은 국내 유가증권시장 상장기업들 중 2000년 이후 주가 및 회계자료접근이 가능한 기업들이다. 다만, KEJ지수를 통해 CSR관련 자료접근이 가능한 기업들은 별도로 CSR이 우수한 기업군으로 규정하고, 해당기업의 KEJ지수값을 이용하여 CSR수준을 가늠한다. KEJ지수는 경제정의실천시민연합 부설 경제정의연구소가 매년 어업, 금융, 건설업을 제외한 상장기업들을 대상으로 7개 세부항목을 중심으로 사회적 성과를 측정하여 그 평가점수가 우수한 200개 기업의 평가지수를 공개하고 이에 따라 '경제정의 기업상'을 시상하여왔다. 따라서 전체 상장기업들 중 해당지수에 포함된 200개 기업들을 일차적으로 CSR수준이 우수한 기업군으로 간주한다.

본 연구에서 표본기업의 CSR관련 자료로 사용하는 KEJ지수는 경제정의실천연합 산하 경제

정의연구소에서 측정한 경제정의지수(KEJI Index)이다. 경제정의연구소는 건전하고 존경받을 만한 기업을 발굴한다는 목적하에서 1991년부터 자체 개발한 경제정의지수를 적용하여 국내 상장기업들을 대상으로 매년 사회적 성과를 평가하여 이들중 우수한 기업들을 별도로 발표해오고 있다. 해당 KEJI지수는 크게 7개 평가항목으로 구성되어 있는데, 기업 활동의 건전성과 공정성, 사회봉사 기여도, 환경보호만족도, 소비자보호만족도, 종업원만족도 및 경제발전기여도 등을 포함하고 있다. 각 평가항목에는 가중치가 부여되어 있으며 평가항목을 구성하는 세부항목이 추가로 있다. 총 100점 만점으로 측정되고 있고 평가항목이나 항목별 가중치는 년도 별로 약간씩 조정되어 오고 있다. 매년 CSR관련내용을 평가하여 이들중 우수한 200개 기업만 발표하므로, 본 연구에서는 해당지표에 포함된 기업들을 CSR이 활발한 기업으로 판단하였다. KEJI 항목별 평가지표는 부록의 표를 참조할 수 있다.

표본기업의 주가 관련자료는 한국자본시장연구원(KCMI) DB에서, 그리고 표본기업의 재무제표 관련자료는 KIS-Value에서 각각 구하였다.

3. 분석모형

가. 다변량 실증모형 1 : CSR성과와 기업의 특성

먼저 어떠한 특성을 지닌 기업들이 CSR에 참여할 가능성이 높은지 혹은 해당 활동을 활발히 수행하는지의 여부를 파악하기 위해, 표본기업들의 CSR 우수성과 여부를 다음과 같이 더미변수로 새로이 정의하고 이를 이용하여 logit 회귀분석을 수행한다.

DCSR = 1, 만일 KEJI 200기업에 포함되는 경우
0, 만일 KEJI 200기업에 포함되지 않는 경우

해당 더미변수를 결정할 logit 회귀모형은 아래와 같다.

$$\begin{aligned} DCSR_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{대주주지분율}_{i,t-1} + \beta_2 \text{외국인지분율}_{i,t-1} + \beta_3 \text{기업규모}_{i,t-1} \\ & + \beta_4 \text{부채비율}_{i,t-1} + \beta_5 \text{수익성}_{i,t-1} + \beta_6 \text{성장기회}_{i,t-1} + \beta_7 \text{기업위험}_{i,t-1} \\ & + \beta_8 \text{기업연령}_{i,t-1} + \beta_9 \text{재벌더미} + \epsilon_{i,t} \end{aligned}$$

여기서 대주주지분율변수는 최대주주 1인의 지분율을, 외국인지분율변수는 주주중 외국인지분비율을, 기업규모는 $\ln(\text{총자산})$ 을, 부채비율은 부채총계/자산총계를, 수익성은 영업이익/자산총계 및 ROE를, 성장기회는 $(\text{광고비} + \text{R\&D비용})/\text{총자산}$ 및 매출액성장률을, 기업위험은 1년간 일별수익률을 사용한 시장모형의 베타값을, 기업연령은 $\ln(\text{설립연혁})$, 재벌더미는 해당연도 출자제한 기업 대상중 상위 30대 기업집단이면 1, 아니면 0의 값을 각각 나타낸다.

참고로 위 회귀식에는 명시적으로 제시하지 않지만, 업종 및 연도별 더미변수를 통제변수로 추가하였다. 또한 KEJI 선정기준시점과 내생성을 감안하여 독립변수의 경우 직전연도말(t-1)의 변수값을 사용하였다.

나. 다변량 실증모형 2 : CSR과 기업가치

$$\begin{aligned} \text{토빈 } Q_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 DCSR_{i,t} + \beta_2 DCSR_{i,t} \times CSR_{i,t} + \beta_3 \text{대주주지분율}_{i,t} + \beta_4 \text{대주주지분율}_{i,t}^2 \\ & + \beta_5 \text{외국인지분율}_{i,t} + \beta_6 \text{기업규모}_{i,t} + \beta_7 \text{부채비율}_{i,t} + \beta_8 \text{수익성}_{i,t} + \beta_9 \text{배당성향}_{i,t} \\ & + \beta_{10} \text{성장기회}_{i,t} + \beta_{11} \text{기업위험}_{i,t} + \beta_{12} \text{기업연령}_{i,t} + \beta_{13} \text{재벌더미}_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned}$$

여기서 기업가치(혹은 기업성과) 종속변수로 토빈의 Q를 사용하는데, 가장 널리 사용되는 기업가치 측정변수이다. 다만, 측정상의 제약 때문에 대체원가 대신 장부가치를 사용함으로써 자기자본의 시장가치대 장부가치비율변수로 대체하기도 한다. 독립변수로서 CSR성과 자료는 우선 경제정의실천연합 산하 경제정의연구소(KEJI)에서 측정한 KEJI지수를 사용한다. 해당지수에 포함된 200개 기업에 한정하여 1의 값을, 나머지는 0의 값을 갖는 DCSR 더미변수와 해당지수 값을 나타내는 CSR변수를 동시에 사용하였다.

여타 통제변수들은 로짓회귀모형의 경우와 동일하다. 다만, 기업가치모형에서 기존연구결과를 반영하여 소유구조의 비선형성을 고려하여 대주주지분율의 제곱항을, 배당성향을 고려한 변수 등을 추가하였으며, 업종 및 연도 더미변수 등도 추가하여 회귀모수를 추정하였다.

IV. 실증분석의 결과

1. 표본자료

분석기간은 2000년부터 2008년까지며, KEJI 지수자료를 전제로 국내 유가증권시장 상장기업들을 전제로 하였다. 다만, 독립변수들간 일관성 유지를 위해 비금융기업들 및 해당연도에서 관련자료를 구할 수 있는 기업들로 표본기업들을 제한하였다. 추가적으로 분석결과의 강건성을 담보하기 위해, 이들 전체표본 4,651개 기업들중에서 음(-)의 영업이익을 발표한 기업들(669개)과 개별변수들 중 2% 범위에서 특이치(outlier) 표본들은 제외하여 최종 3,604개 기업들을 표본으로 삼았다.

분석에 이용된 각 변수들의 통계적 특성은 <표 1>에, 그리고 이들 변수간 상관관계는 <표 2>에 제시하였다. 기업특성변수 중 기업규모와 기업연령은 왜도 등 분포특성을 고려하여 실증분석

에서는 로그값으로 대체하였다. <표 2>에 제시된 주요 변수들간 상관관계를 살펴보면 독립변수들간 다중공선성을 의심할만한 정도의 상관관계는 발견하기 어렵다.

〈표 1〉 기초통계량

변수명	평 균	표준편차	최소값	1사분위값	중앙값	3사분위값	최대값
Tobin's Q	0.9744	0.6676	0.1883	0.6884	0.8410	1.0816	23.699
OS(%)	33.94	19.04	0.48	19.96	33.09	47.32	95.70
FSHARE(%)	9.83	15.10	0.00	0.16	2.22	14.51	92.97
SIZE(억원)	2,691.3	4,321.8	17.1	959.4	2,055.4	61,476	725,192
LEV(%)	48.05	50.29	1.04	31.71	45.81	61.17	98.55
PROF	0.0464	0.0777	0	0.0184	0.0485	0.0821	0.4900
ROE	0.0118	0.0629	0	0.0140	0.0688	0.1279	3.8609
DIV(%)	2.42	2.86	0	0	1.79	3.59	69.97
RNDADV(%)	2.03	6.66	0	0.15	0.69	2.32	73.82
SGROW(%)	28.68	81.31	-95.79	-2.94	6.65	17.37	932.31
BETA(%)	0.7247	0.3519	-0.4508	0.4761	0.7015	0.9714	2.5266
AGE(년)	33.55	14.56	1	26	33	43	112

OS는 최대주주 1인의 지분율, FSHARE는 외국인지분율, SIZE는 장부가치 총자산, LEV는 총부채/총자산, PROF는 영업이익/총자산, ROE는 당기순이익/시가총액, DIV는 배당액/시가총액, RNDADV는 (연구개발비+R&D비용)/매출액, SGROW는 매출액증가율, BETA는 1년간 일별수익률로 계산한 체계적 위험, AGE는 설립후 기업연령 등을 각각 나타낸다.

〈표 2〉 주요변수들간 상관관계

	OS	FSH ARE	SIZE	LEV	PROF	ROE	DIV	RND ADV	SGR OW	BETA	AGE	JAE BUL
q	-0.078 (0.001)	0.189 (0.001)	0.040 (0.009)	0.606 (0.001)	0.011 (0.461)	-0.027 (0.079)	-0.201 (0.001)	0.111 (0.001)	0.001 (0.958)	0.134 (0.001)	-0.117 (0.001)	0.084 (0.001)
OS		-0.037 (0.016)	-0.049 (0.001)	-0.088 (0.001)	0.074 (0.001)	0.049 (0.002)	0.111 (0.001)	-0.027 (0.076)	-0.013 (0.418)	-0.137 (0.001)	-0.039 (0.011)	-0.036 (0.021)
FSHARE			0.467 (0.001)	-0.082 (0.001)	0.267 (0.001)	0.136 (0.001)	0.030 (0.051)	0.0598 (0.001)	-0.015 (0.329)	0.124 (0.001)	-0.032 (0.036)	0.252 (0.001)
SIZE				0.012 (0.419)	0.255 (0.001)	0.163 (0.001)	-0.017 (0.273)	0.018 (0.248)	0.018 (0.251)	0.343 (0.001)	0.029 (0.062)	0.563 (0.001)
LEV					-0.127 (0.001)	-0.070 (0.001)	-0.101 (0.001)	-0.028 (0.070)	0.005 (0.728)	0.040 (0.009)	0.001 (0.987)	0.061 (0.001)

〈표 2〉 주요변수들간 상관관계 (계속)

	OS	FSH ARE	SIZE	LEV	PROF	ROE	DIV	RND ADV	SGR OW	BETA	AGE	JAE BUL
PROF						0.456 (0.001)	0.243 (0.001)	0.001 (0.939)	-0.001 (0.974)	0.036 (0.020)	-0.063 (0.001)	0.104 (0.001)
ROE							0.152 (0.001)	-0.005 (0.739)	0.002 (0.889)	0.0044 (0.773)	-0.016 (0.302)	0.060 (0.001)
DIV								-0.065 (0.001)	-0.017 (0.275)	-0.209 (0.001)	-0.009 (0.553)	-0.012 (0.454)
RNDADV									-0.008 (0.596)	0.032 (0.041)	-0.047 (0.002)	0.028 (0.068)
SGROW										-0.018 (0.248)	-0.092 (0.001)	-0.011 (0.478)
BETA											-0.061 (0.001)	0.238 (0.001)
AGE												0.010 (0.505)

q는 Tobin q, OS는 최대주주 1인의 지분율, FSHARE는 외국인지분율, SIZE는 $\ln(\text{총자산})$, LEV는 총부채/총자산, PROF는 영업이익/총자산, DIV는 배당액/시가총액, RNDADV는 (연구개발비+R&D비용)/매출액, BETA는 1년간 일별수익률로 계산한 체계적 위험, AGE는 $\ln(\text{기업연령})$, JAEBUL은 해당연도 출자제한기업집단 중 상위 30대기업군에 포함되면 1, 아니면 0 등을 각각 나타낸다. 표의 내용은 각 변수들간 상관관계를 Pearson 상관계수값으로, ()안은 그에 대한 p값을 각각 나타낸다.

2. CSR 결정요인 로짓분석결과

본 연구에서 우선 어떠한 기업들이 CSR에 적극 참여할 가능성이 높은지 혹은 해당 활동을 활발히 수행하는지의 여부를 파악하기 위해, 표본기업들의 CSR 우수성과를 KEJI 200기업에의 포함여부로 측정하여 해당 더미변수를 종속변수로 한 로짓회귀분석을 수행하였다. 이는 표본기업들 중 해당기업의 어떠한 특성들로 인해 CSR을 적극적으로 수행하는 지를 판단하기 위한 것이다. 로짓회귀분석결과는 <표 3>과 <표 4>에 각각 제시되었다.

먼저 <표 3>은 통합로짓회귀모형(pooled logit regression)을 이용한 분석결과를 나타낸다. 이에 따르면, 대주주 1인의 지분율이 높을수록 CSR수준도 높은 것으로 나타났다. 이는 앞서 논의한 바와 같이 국내상장기업의 CSR수준에 대한 의사결정이 해당 기업의 명성구축이나 잠재적인 매출증대, 또는 비용절감효과 등을 고려한 무형자산에의 투자로 인식한다는 의견과 일치한다. 이는 국내기업의 오너경영 특성상 사회적 평판을 중시하여 사회적으로 존경받는 기업을 지향하는 특성이 최근 강해지고 있다는 점에서, 오너경영의 특성이 강한 기업일수록 오히려 사회적 책임활동에 적극적이었다고 해석할 수도 있다.

〈표 3〉 Logit회귀분석 결과 (1)

구 분	통합로짓 모형 1	통합로짓 모형 2	통합로짓 모형 3	통합로짓 모형 4	통합로짓 모형 5	통합로짓 모형 6
OS	0.775 (11.99)***	0.597 (7.53)***	0.776 (12.02)***	0.598 (7.56)**	0.803 (12.89)***	0.814 (13.71)***
FSHARE	-2.655 (70.78)***	-3.309 (119.34)***	-2.649 (70.39)***	-3.304 (118.9)***	-2.977 (104.04)***	
SIZE	-0.103 (6.77)***	-0.093 (6.01)**	-0.104 (6.87)***	-0.094 (6.07)**		-0.236 (43.12)***
LEV	1.728 (71.53)***	1.879 (88.01)***	1.726 (71.45)***	1.875 (87.82)***	1.697 (70.24)***	1.995 (94.95)***
PROF	-12.928 (246.7)***		-12.933 (246.5)***		-12.880 (247.47)***	-14.264 (307.28)***
ROE		-2.314 (79.67)***		-2.315 (79.93)***		
RNDADV	0.018 (0.01)	0.169 (0.08)			-0.031 (0.01)	-0.045 (0.01)
SGROW			0.016 (0.09)	0.008 (0.11)		
BETA	-0.071 (0.25)	-0.169 (1.54)	-0.069 (0.25)	-0.168 (1.51)	-0.172 (1.61)	-0.031 (0.05)
AGE	-0.385 (37.88)***	-0.298 (25.59)***	-0.381 (36.60)***	-0.296 (24.96)***	-0.402 (40.57)***	-0.355 (34.49)***
JAEBUL	-0.325 (7.02)***	-0.348 (8.39)***	-0.323 (6.92)***	-0.345 (8.26)***	-0.471 (18.57)***	-0.320 (7.04)***
	상수항, 업종 및 연도더미 포함	상수항, 업종 및 연도더미 포함	상수항, 업종 및 연도더미 포함	상수항, 업종 및 연도더미 포함	상수항, 업종 및 연도더미 포함	상수항, 업종 및 연도더미 포함
LR	1186.57	986.12	1186.96	986.42	1179.79	1112.75

종속변수는 DCSR로서 KEJI에 포함되면 1, 아니면 0으로 측정하였고, 독립변수로서 OS는 최대주주 1인의 지분율, FSHARE는 외국인지분율, SIZE는 $\ln$ (총자산), LEV는 총부채/총자산, PROF는 영업이익/총자산, ROE는 당기순이익/시가총액, RNDADV는 (연구개발비+R&D비용)/매출액, SGROW는 매출액증가율, BETA는 1년간 일별수익률로 계산한 체계적 위험, AGE는 $\ln$ (기업연령), JAEBUL은 해당연도 출자제한기업집단 중 상위 30대기업군에 포함되면 1, 아니면 0 등을 각각 나타낸다. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타낸다.

한편 외국인 투자비중이 높을수록 CSR수준은 낮은 것으로 분석되었다. 이는 해외투자의 경우 현지국의 호의적 반응을 위해 CSR을 늘린다는 Goyal(2006)의 분석결과와는 다른 결과이다. 국내기업에 대한 외국인 투자가 세계적인 경쟁력을 가지는 일부 우량기업에 집중되어 있고 단기 수익성을 중시하는 외국인 투자의 특성상 단기적으로 비용을 수반하는 CSR에 적극적이지 않다는 측면이 반영된 것이 아닌가 생각된다.

기업규모변수의 경우 유의적인 음(-)의 회귀계수를 갖는 것으로 드러난다. 이는 규모의 경제 효과, 범위의 경제효과 및 학습능력에 대한 근거를 기준으로 기업규모가 클수록 CSR수준이 높을 것이라는 일반적인 기대와는 배치되는 결과이다. 또한 최근 지속가능경영에 대한 관심이 높아지면서 국내의 우량기업들이 녹색성장을 비롯한 사회적 책임경영에 관심과 투자를 확대하고 있다는 일반 인식과도 배치되는 결과이다. 여기에는 아마도 지속가능경영에 대한 관심이 증대되고 국내의 많은 우량 대기업이 이에 적극적으로 인지하고 투자하기 시작한 것이 비교적 최근의 일로서, 적어도 분석기간 동안 국내 대기업에 의한 CSR에 대한 투자가 충분치 못했었다고 해석할 수 있다. 이를 30대 재벌기업군에 속한 기업들도 CSR수준이 낮다는 분석결과와 더불어 유추하건대, 여기에는 기존 대기업 및 계열기업에 대한 부정적 인식을 전환시키기 위한 CSR 투자가 그간 기대만큼 충족되지 못했다는 증거이기도 하다.

부채비율의 경우 해당기업의 부채비율이 높을수록 CSR수준이 증가는 것으로 드러났다. 즉, 기업의 부채비율이 높아 직접적인 이해관계자간 갈등의 여지가 많을수록 CSR수준 제고를 통해 해당갈등을 완화시키려한 것으로 풀이된다. 이는 기존 연구들에서 높은 부채수준에 따른 주주 및 경영자의 위험선호유인과 채권자의 감시로 인해 CSR이 제한될 것이라는 예상과는 다른 것이다.

기업의 수익성은 해당기업의 CSR과 음(-)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다. 본 연구에서 기업의 수익성을 총자산 영업이익률과 ROE를 통해 각각 측정하여 분석에 이용하였는데, <표 3>의 분석결과 두 변수 모두 유의적인 음(-)의 회귀계수를 보이고 있다. 이는 수익성이 높은 기업일수록 자신의 생존여부의 불확실성에서 벗어나 자유롭게 CSR을 할 것이라는 기존의 연구 기대와는 사뭇 다른 결과로 이해되는데, 이는 국내기업들의 경우 된다. 기업의 연령은 유의적인 음(-)의 회귀계수값을 가진다. 이는 기업의 설립초기에는 이해관계자들에 대한 조정활동보다는 기업의 생존과 직결된 이익추구에 전념할 것이라는 기대와도 배치된 것이다.

한편 기업의 성장기회 및 위험요인 등은 표본기업들의 CSR에는 유의적인 영향을 미치지 못한 것으로 드러났다. 그리고 <표 2>에 나타난 기업규모와 외국인지분율간 높은 상관관계를 고려하여 두 변수를 선택적으로 모형에 포함한 로짓회귀모형 5와 6의 경우도 여타 분석결과와 일관된다.

본 연구에서는 통합회귀분석과 더불어 개별특성효과(individual effect)를 고려한 패널모형(panel model)을 사용하여 회귀모수들을 추가로 추정하였다.

〈표 4〉 Logit회귀분석 결과 (2)

구 분	임의효과모형 1	임의효과모형 2	고정효과모형 1	고정효과모형 2
OS	0.641 (1.88)**	0.458 (1.38)	0.398 (0.91)	0.369 (0.86)
FSHARE	-3.842 (-7.29)***	-4.788 (-9.27)***	-4.511 (-5.70)***	-5.010 (-8.50)***
SIZE	-0.038 (0.55)	-0.048 (-0.70)	-0.104 (0.45)	-0.087 (0.39)
LEV	1.107 (4.18)***	1.297 (4.99)**	0.332 (1.32)	0.474 (1.83)*
PROF	-16.66 (-14.06)***		-16.724 (-11.79)***	
ROE		-2.381 (-7.14)***		-4.313 (-8.65)***
RNDADV	0.668 (1.10)	-0.363 (0.60)	-0.197 (-0.20)	1.523 (0.54)
BETA	-0.071 (0.25)	-0.169 (1.54)	-0.069 (0.25)	-0.069 (0.25)
AGE	-0.741 (-6.30)***	-0.628 (-5.48)***	-1.456 (-3.68)***	-1.454 (-3.72)***
JAEBUL	-0.267 (-1.31)	-0.266 (-1.32)	-0.091 (-0.32)	-0.102 (-0.37)
	상수항, 업종 및 연도더미 포함	상수항, 업종 및 연도더미 포함	상수항, 업종 및 연도더미 포함	상수항, 업종 및 연도더미 포함
Log L	-1962.78	-2056.43	-982.13	-1022.43

종속변수는 DCSR로서 KEJI에 포함되면 1, 아니면 0으로 측정하였고, 독립변수로서 OS는 최대주주 1인의 지분을, FSHARE는 외국인지분을, SIZE는 $\ln(\text{총자산})$, LEV는 총부채/총자산, PROF는 영업이익/총자산, ROE는 당기순이익/시가총액, RNDADV는 (연구개발비+R&D비용)/매출액, SGROW는 매출액증가율, BETA는 1년간 일별수익률로 계산한 체계적 위험, AGE는 $\ln(\text{기업연령})$, JAEBUL은 해당연도 출자제한기업집단 중 상위 30대기업군에 포함되면 1, 아니면 0 등을 각각 나타낸다. ***, **, *는 각기 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타낸다.

시계열자료와 횡단면자료로 구성된 패널자료를 사용하는 패널모형은 표본들 간의 관찰되지 않은 이질성(unobserved heterogeneity)을 고려할 수 있기 때문에 누락변수로 인한 편의(omitted variable bias)를 완화할 수 있는 장점이 있다. 또한 횡단면자료만 사용한 모형에 비해 더 많은 정보와 변수의 움직임을 관찰하게 되므로 다중공선성(multicollinearity)과 같은 문제 역시 완화시킬 수 있으며 단순한 통합회귀모형보다 더 효율적인 추정치를 얻을 수 있다.

패널모형에 의한 분석결과는 <표 4>에 제시되었다. 이에 따르면, 몇몇 변수들의 유의성이 약화된 경우를 제외하면 <표 3>의 분석결과와 거의 일치한다. 즉, 대주주 1인 지분율 변수의 경우 임의효과모형1에서만 유의하며 여타 회귀모형에서는 유의하지 않다. 그리고 앞서 상관관계가 높았던 기업규모, 외국인지분율 및 재벌더미변수들의 경우 외국인 지분율 변수만 유의하고 나머지 변수들을 유의하지 않게 나타났다. 그럼에도 불구하고 통계적으로 유의한 의미를 가진 변수들의 경우 모두 <표 3>의 분석결과와 일치한다.

이상의 로짓분석결과를 종합하면, 내부대주주 지분율의 경우를 제외하고 대부분의 분석결과는 앞서 제시한 연구가설들과는 상반된 분석결과를 보이고 있다. 이는 국내기업들의 경우 규모도 크고 대기업집단에 속해 있으면서 수익성이 좋은 기업들이 앞장서 CSR을 주도하고 있다기보다, 오히려 여의치 않은 특성을 지닌 기업들의 경우 장기적 관점에서 CSR에의 투자가 활발했다고 판단할 수 있다.

3. CSR이 기업가치에 미치는 영향

본 소절에서는 앞서 분석한 표본기업들의 CSR수준의 결정요인들을 감안해서, 해당기업의 CSR 우수성과 여부나 수준이 해당기업의 가치에 미치는 영향을 분석하였다. 분석모형은 패널자료의 특성을 감안해서 Newey-West방법에 의한 오차항수정방법을 이용한 통합회귀분석(pooled regression)과 앞 소절과 마찬가지로 개별효과 등을 고려하여 임의효과모형 및 고정효과모형을 사용한 패널분석을 병행하였다. 분석결과는 <표 5>에 정리하였다.

<표 5>에 따르면, KEJI 200기업의 선정여부로 판단한 CSR의 활발함이 해당기업의 가치에 미치는 영향은 부정적이라는 것이다. 즉, CSR이 높게 평가되어 KEJI지수에 포함된 기업일수록 그렇지 않은 기업에 비해 기업가치가 낮게 평가되었다. 이는 앞서 <표 3>과 <표 4>에서 제시한 분석결과와 더불어 판단하건데, 국내상장기업들의 경우 대형우량기업들이 사회적 책임관점에서 CSR을 활발히 하고 있다기보다 비교적 그렇지 못한 기업들이 장기적 관점에서 투자의 의미로 CSR을 수행해 왔으며, 이로 인해 자본시장에서의 기업평가 역시 그다지 긍정적이지 못했다고 할 수 있다.

이러한 분석결과는 Freedman(1970) 이후 주장되어온 기업의 사회적 책임이 해당기업의 이윤추구와는 별개로 인식하는 의견과 일치하는 것으로 이해된다(Bragdon and Marlin, 1970 ; Vance, 1975 ; Brammer, Brooks and Pavelin, 2006). 다만, 본 논문에서 KEJI 200기업에 선정되기만 하면 CSR의 성과가 동질적으로 우수하다고 전제함으로써 일회성에 그치는 CSR 우수기업의 기업가치가 전체 분석에 영향을 주었을 가능성을 배제하기 어렵다는 점과 CSR은 장기적으로 기업가치에 우호적인 영향을 미치는 것으로 보는 것이 합리적인데도 KEJI 200기업에 선정된 연도의 토빈의 Q로 측정했기 때문에 CSR이 장기적으로 기업가치에 미치는 영향을 분석하는데는 일정 한계가 있었기 때문에 나오는 결과일 수도 있다고 판단된다.

〈표 5〉 기업가치모형 회귀분석 결과 (1)

구 분	통합(Pooled)모형	임의효과모형	고정효과모형
DCSR	-1.355 (-6.42)***	-0.787 (-3.95)***	-0.619 (-3.13)***
DCSR×CSR	0.030 (6.52)***	0.017 (4.07)***	0.014 (3.28)***
OS	-0.151 (-1.23)	-0.016 (-0.13)	0.086 (0.63)
OS ²	0.224 (1.43)	-0.003 (-0.13)	-0.107 (-0.59)
FSHARE	0.884 (16.09)***	0.962 (12.34)***	0.791 (8.17)***
SIZE	-0.065 (-9.60)***	-0.085 (-7.70)***	-0.188 (-8.82)***
LEV	0.922 (61.17)***	0.932 (70.36)***	0.936 (70.11)***
PROF	0.683 (6.90)***	0.707 (7.18)***	0.641 (6.18)***
DIV	-1.955 (-7.27)***	-1.122 (-4.21)***	-0.765 (-2.77)***
RNDADV	0.598 (5.87)***	0.197 (2.18)**	0.025 (0.27)
BETA	0.112 (4.84)***	0.090 (4.09)***	0.078 (3.36)***
AGE	-0.072 (-7.68)***	-0.072 (-4.54)***	0.042 (1.00)
CHAEUL	0.086 (3.71)***	0.040 (1.29)	-0.014 (-0.37)
	상수항, 업종 및 연도더미 포함	상수항, 업종 및 연도더미 포함	상수항, 업종 및 연도더미 포함
Adj.R ²	0.565	0.524	0.406

종속변수는 Tobin q로 측정하였고, 독립변수로서 DCSR은 KEJI지수에 포함되면 1, 아니면 0, CSR은 KEJI 지수값, OS는 최대주주 1인의 지분율, FSHARE는 외국인지분율, SIZE는 ln(총자산), LEV는 총부채/총자산, PROF는 영업이익/총자산, DIV는 배당액/시가총액, RNDADV는 (연구개발비+R&D비용)/매출액, BETA는 1년간 일별수익률로 계산한 체계적 위험, AGE는 ln(기업연령), CHAEUL은 해당연도 출자제한기업집단 중 상위 30대기업군에 포함되면 1, 아니면 0 등을 각각 나타낸다. ***, **, *는 각기 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타낸다.

그러나 DCSR×CSR변수의 경우 유의적인 양(+)의 회귀계수값을 보이고 있다. 이는 전반적으로 KEJI 지수에 포함된 기업들의 경우 해당지수에 선정되지 않은 기업들에 비해 시장으로부터 호의적인 평가를 받지 못하지만, 기왕 KEJ지수에 포함된 기업들의 경우, CSR수준이 높을수록 시장의 평가는 긍정적이었다. 이는 CSR이 활발한 기업군에 대한 평가는 전반적으로 긍정적이 못하지만, 해당 기업군내에서 개별기업에 대한 평가에 있어서만큼은 CSR과 관련하여 장기적 투자에 충실한 기업들에 대해 긍정적인 평가가 있었던 것으로 해석된다. 동 결과는 <표 6>에서 해당연도의 KEJ지수에의 포함여부와 별개로 이전 3년간 해당지수에의 포함여부(DCSR(3))를 이용한 분석과 <표 7>의 매년도 회귀분석결과와도 매우 유사하며 일관된다.

이러한 분석은 앞서 KEJI 200기업에의 선정여부로 판단한 CSR 우수기업의 기업가치가 오히려 그렇지 않은 기업에 비하여 부정적이라는 분석을 보완해 줄 수 있는 것으로 판단된다. 즉, KEJI 200기업에 선정되고 또 그 지수값이 높은 기업은 1회성이 아닌 지속인 사회책임활동을 수행할 가능성이 그만큼 높고 이러한 기업의 기업가치가 긍정적으로 평가된다는 것은 장기적인 관점에서 보면 CSR성도가 좋은 기업의 기업가치가 긍정적일 수 있다는 의미로 해석될 수 있기 때문이다. 다만, 이에 대하여는 추가적인 분석방법을 통해 추후 면밀한 분석이 필요할 것으로 사료된다.

또한 이러한 분석결과는 CSR성도가 기업가치에 긍정적이었다는 기존 국내연구들의 분석결과와는 대비되는 결과로 이해된다. 즉, KEJ지수를 이용한 기존의 연구들이 5년 이상 KEJI 200 우수기업에 선정된 기업들로 국한하여 분석하여 양자간 양(+)의 관계를 규명한 것이라면 본 연구의 경우 DCSR×CSR변수가 이에 해당되며, 이는 기존연구와 일치하는 분석결과를 보여준다. 그러나 KEJI 200기업에 선정되었느냐 아니냐로 판단한 기업군간 기업가치 차이(DCSR변수)는 유의하게 부정적인 것으로 나타났는데, 이는 양자간 긍정적 관계를 예상한 기존연구와 차별되는 결과이다. 그리고 이러한 CSR과 기업가치간 부정적 관련성의 이면에는 국내의 경우 CSR투자와 수익성간 음(-)의 관련성을 제시하면서 비우량기업들이 장기적 관점에서 투자하고 있다는 <표 3>과 <표 4>에서 드러난 CSR 결정요인 분석결과와도 일맥 상통하는 결과로 이해된다.

한편, 기업가치에 영향을 미칠 것으로 예상되는 여타 통제변수들의 경우 기존의 연구결과와 기대와 크게 다르지 않다. 또한 통합회귀모형과 두 패널모형의 분석결과 역시 대부분 일치한다. 이를 통해 위에서 제시한 본 연구의 분석결과가 분석모형이나 자료의 특성으로 인한 것임은 아니라고 판단할 수 있겠다.

〈표 6〉 기업가치모형 회귀분석 결과 (2)

구 분	통합(Pooled)모형	임의효과모형	고정효과모형
DCSR(3)	-0.158 (-4.52)***	-0.143 (-4.41)***	-0.121 (-3.50)***
DCSR(3) × CSR	0.003 (2.70)***	0.004 (3.65)***	0.004 (3.55)***
OS	-0.284 (-1.64)	-0.063 (-0.34)	0.109 (0.49)
OS ²	0.247 (1.14)	-0.129 (-0.53)	-0.236 (-0.81)
FSHARE	0.836 (11.59)***	0.845 (8.99)***	0.806 (5.29)***
SIZE	-0.047 (-4.87)***	-0.061 (-4.72)***	-0.151 (-4.54)***
LEV	0.587 (11.05)***	0.479 (7.48)***	0.421 (4.80)***
PROF	0.550 (4.12)***	0.582 (4.24)***	0.631 (4.00)***
DIV	-3.263 (-7.07)***	-2.525 (-5.51)***	-1.363 (-2.66)***
RNDADV	0.368 (3.29)***	0.227 (2.31)**	0.051 (0.68)
BETA	0.084 (2.72)***	0.038 (1.31)	0.007 (0.23)
AGE	-0.099 (-5.54)***	-0.096 (-3.64)***	0.242 (1.51)*
CHAEBUL	0.203 (6.25)***	0.195 (4.30)***	0.057 (0.68)
	상수항, 업종 및 연도더미 포함	상수항, 업종 및 연도더미 포함	상수항, 업종 및 연도더미 포함
Adj.R ²	0.296	0.242	0.053

종속변수는 Tobin q로 측정하였고, 독립변수로서 DCSR(3)은 직전 3개연도중 어느 한해라도 KEJ지수에 포함되면 1, 아니면 0, CSR은 KEJ 지수값, OS는 최대주주 1인의 지분율, FSHARE는 외국인지분율, SIZE는 ln(총자산), LEV는 총부채/총자산, PROF는 영업이익/총자산, DIV는 배당액/시가총액, RNDADV는 (연구개발비+R&D비용)/매출액, BETA는 1년간 일별수익률로 계산한 체계적 위험, AGE는 ln(기업연령), JAEBUL은 해당연도 출자제한기업집단 중 상위 30대기업군에 포함되면 1, 아니면 0 등을 각각 나타낸다. ***, **, *는 각기 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타낸다.

〈표 7〉 연도별 기업가치모형 회귀분석 결과

구 분	2000년	2002년	2004년	2006년	2008년
DCSR	-0.997 (-1.99)**	-1.379 (-3.35)***	-0.933 (-1.82)*	-2.679 (-3.70)***	-1.412 (-2.32)**
DCSR×CSR	0.025 (2.16)**	0.032 (3.37)***	0.020 (1.78)*	0.057 (3.71)***	0.032 (2.44)**
OS	0.099 (0.46)	-0.346 (-1.87)*	0.119 (0.43)	-0.160 (-0.46)	-0.741 (-2.58)**
OS ²	-0.178 (-0.61)	0.365 (1.45)	-0.015 (-0.04)	0.361 (0.82)*	0.635 (1.85)*
FSHARE	1.053 (8.52)***	0.881 (9.07)***	0.966 (8.28)***	0.790 (5.62)***	0.613 (4.53)***
SIZE	-0.087 (-6.84)***	-0.083 (-7.57)***	-0.095 (-6.14)***	-0.061 (-3.26)***	-0.016 (-1.03)**
LEV	0.973 (8.17)***	0.772 (12.88)***	0.836 (10.37)***	0.685 (6.31)***	0.658 (7.52)***
PROF	-0.515 (-2.51)**	-0.416 (-2.63)**	0.767 (3.75)***	0.924 (3.14)***	1.461 (7.29)***
DIV	-0.587 (-1.12)	-1.315 (-3.36)***	-0.885 (-1.91)*	-3.996 (-3.05)***	-4.676 (-5.11)***
RNDADV	1.330 (2.26)**	0.656 (1.67)*	3.818 (7.34)***	2.913 (4.54)***	2.405 (4.33)***
BETA	0.005 (0.08)	0.129 (2.88)**	0.247 (4.44)***	0.265 (4.72)**	-0.095 (-1.78)*
AGE	-0.025 (-1.15)	-0.042 (-2.13)**	-0.076 (-3.36)***	-0.066 (-2.61)**	-0.046 (-2.49)**
CHAEBUL	0.069 (1.71)*	0.083 (2.45)**	0.055 (1.04)	0.090 (1.34)	0.040 (0.69)
	상수항 및 업종더미 포함	상수항 및 업종더미 포함	상수항 및 업종더미 포함	상수항 및 업종더미 포함	상수항 및 업종더미 포함
Adj.R ²	0.951	0.503	0.472	0.335	0.292

종속변수는 Tobin q로 측정하였고, 독립변수로서 DCSR은 KEJI지수에 포함되면 1, 아니면 0, CSR은 KEJI 지수값, OS는 최대주주 1인의 지분율, FSHARE는 외국인지분율, SIZE는 ln(총자산), LEV는 총부채/총자산, PROF는 영업이익/총자산, DIV는 배당액/시가총액, RNDADV는 (연구개발비+R&D비용)/매출액, BETA는 1년간 일별수익률로 계산한 체계적 위험, AGE는 ln(기업연령), JAEBUL은 해당연도 출자제한기업집단 중 상위 30대기업군에 포함되면 1, 아니면 0 등을 각각 나타낸다. ***, **, *는 각기 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타낸다.

V. 결 론

최근 들어 환경오염, 기후변화 및 자원고갈 등 글로벌 차원의 환경 이슈들에 의하여 기업의 경영활동도 많은 영향을 받고 있다 이러한 기업환경의 변화는 도입 초기에 윤리적이고 수동적인 차원에 머물던 CSR을 보다 전략적이고도 능동적인 차원으로 이끌고 있다. 이제 환경변화라는 외부적 요인에 대해 능동적인 대응을 통한 지속가능경영을 추구하지 않으면 기업 역시 생존을 위협받는 시대라 할 수 있다.

이러한 사회적 인식하에 본 연구는 국내상장기업들을 대상으로 2000년부터 2008년까지의 KEJI지수 자료를 이용하여 어떤 특성을 지닌 기업이 CSR성도가 높았으며 또 기업의 CSR은 과연 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 지에 대하여 규명하고자 하였다.

먼저 CSR 수준의 결정요인을 분석하기 위한 로짓회귀분석의 결과 기업의 소유구조, 기업규모, 부채비율, 수익성, 기업연령 및 대규모 기업집단 소속 여부가 중요한 역할을 하는 것으로 나타났다. 먼저 대주주 1인의 지분율이 높을수록 CSR 수준도 높은 것으로 나타났으며 외국인 투자비중이 높은 기업일수록 CSR 수준은 낮은 것으로 분석되었다.

이는 우리나라의 경우 대주주 1인의 지분율이 높을수록 대주주가 직접 기업을 경영하는 경향이 강한데 이러한 대주주가 CSR을 해당 기업의 평판구축, 장기적인 배출 증대나 비용 절감 효과 등을 고려한 무형자산에의 투자로 인식하여 장기적인 관점에 CSR을 수행하는 것으로 해석될 수 있다. 외국인 투자비율이 높은 경우에는 단기 수익성을 중시하는 외국인 투자의 특성상 아직은 CSR을 단기적인 관점에서 비용으로 인식하는 측면이 강하게 작용하여 CSR에 호의적인지 않았다고 분석된다.

기업규모, 기업의 수익성, 기업연령 변수의 경우 유의적인 음의 회귀계수를 나타내며, 기업의 부채비율이 높을수록 CSR 수준은 높게 나타났다. 국내기업의 경우 규모가 크거나 수익성이 좋은 기업, 그리고 오랜 업력을 가진 기업일수록 CSR에 소극적인 것으로 나타나 일반적인 기대와는 다른 분석결과를 나타내 보이고 있다.

한편, 기업의 CSR수준이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과는 다음과 같다. KEJI 200기업에의 선정 여부로 판단한 CSR수준의 높음이 해당기업의 가치에 미치는 영향은 부정적이었다. 다만, DCSR×CSR변수로 측정한 결과는 유의적인 양의 회귀계수값을 보이는데, 이는 CSR이 활발한 기업군에 대한 평가는 전반적으로 긍정적이지 못하지만 해당 기업군내에서의 개별기업에 대한 평가에 있어서는 CSR수준이 기업가치에 긍정적으로 작용하고 있는 것으로 분석된다.

이를 종합해 보면 우리나라 기업의 경우 아직까지는 수익성이 좋은 우량 대기업 보다는 업력이 짧고 오너 경영의 특성이 강한 소규모 기업들이 오히려 CSR을 주도하고 있어 자본시장내에서 CSR에 대한 평가가 그다지 호의적이지 못하지만, CSR수준이 높은 기업군내에서는 CSR성도가 좋은 기업일수록 CSR이 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 있는 것으로 해석된다.

다만, 본연구에서는 KEJI지수의 포함여부와 지수값을 전제로 분석한 결과이므로, 해당지수의 평가기준이 달라짐으로 인해 해당지수값의 연속성을 담보하기 어려웠고 이를 대체할 만한 충분한 변수발굴에 어려움이 있었음을 본 연구의 한계로 지적한다.

참고문헌

- 김광호 · 장온균. 2008. 「녹색성장을 위한 기업의 의무」. 삼일회계법인
- 김창수. 2010. “환경경영과 기업가치”. 재무연구 제23권 제2호 : 121 - 155.
- 노상환. 2004. “환경 친화 지정 기업의 경영성과에 관한 연구”. 자원 · 환경 경제연구 제13권 제3호 : 499 - 518
- 박헌준 · 권인수 · 신현한 · 정지웅. 2004. “기업의 환경성과와 재무성과의 관계”. 경영학연구 제33권 제5호 : 1461 - 1487.
- 송원근. 2007. “재벌체제와 기업의 사회적 책임”. 동향과전망 70호 : 111 - 138.
- 엄현주. 2007. “기업의 사회적 성과와 재무성과간의 실증연구. 경제정의지수를 활용한 성과평가”. 세종대학교 대학원 경영회계학과 석사학위 논문.
- 이진규 · 조준학. 1997. “경영자의 사회적 책임과 윤리의식에 관한 실증연구”. 경영논총 제41권 제1호 : 239 - 280.
- 장지인. 2007. “기업의 사회적 책임과 기업가치 : CSR이 기업가치를 높이는가”. 대한상공회의소 지속가능경영원.
- 정용기 · 김선화. 2008. “기업의 사회적 책임활동과 재무성과와의 관련성 : 환경시설투자를 중심으로”. 회계저널 제17권 제4호 : 325 - 352.
- Aupperle K., A. Carroll and J. Hatfield. 1985. An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Profitability. *Academy of Management Journal* 28 : 446 - 463.
- Barnea A., and A. Rubin. 2006. Corporate Social Responsibility as a Conflict between Shareholders. University of Texas at Austin. Working Paper.
- Bragdon J., and J. Marlin. 1972. Is Pollution Profitable? *Risk Management* 19 : 9 - 18.
- Brammer S., C. Brooks and S. Pavelin. 2006. Corporate Social Performance and Stock Returns : UK Evidence from Disaggregate Measures. Working Paper.
- Brown. W., E. Helland and J. Smith. 2006. Corporate Philanthropic Practices. *Journal of Corporate Finance* 12 : 855 - 877.
- Bruyn. S. 1987. *The Field of Social Investment*. Cambridge University Press.
- Carroll A. B. 1979. A Three - Dimensional Conceptual Corporate Performance. *Academy of Management Review* 4 : 497 - 505.
- Clarkson P., J. Guedes and R. Thompson. 1996. On the Diversification, Observability and Measure of Estimation Risk. *Journal of Finance and Quantitative Analysis* : 69 - 84
- Derwall. J., N. Guenster, R. Bauer., and K. Koedijk. 2005. The Eco - Efficiency Premium Puzzle. *Financial Analysts Journal* 61 : 51 - 63.
- Diamond. D. 1991. Monitoring and Reputation. the Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt. *Journal of Political Economy* 99 : 689 - 721.
- Diamond. D., and R. Verrecchia. 1991. Disclosure, Liquidity and the Cost of Equity Capital. *Journal*

- of Finance* : 1325 – 1360.
- Easley, D., S. Hvidkjaer and M. O'Hara. 2002. Is Information Risk A Determinant of Asset Returns? *Journal of Finance* 57 : 2185 – 2221.
- Fisman, R., G. Heal and V. Nair. 2006. A Model of Corporate Philanthropy. Working Paper.
- Freedman, M. 1970. The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. *New York Times Magazine* : 122 – 126.
- Gilson, S. 1990. Bankruptcy, Boards, Banks, and Block Holders. *Journal of Financial Economics* 27 : 355 – 387.
- Goyal, A. 2006. Corporate Social Responsibility as a Signaling Device for FDI. *International Journal of the Economics of Business* 13 : 145 – 163.
- Grossman, S. and O. Hart. 1982. Corporate Financial Structure and Managerial Incentives. in J. McCall Ed. *The Economics of Information and Uncertainty*. University of Chicago Press. 123 – 155.
- Guerard, J. 1997. Is There A Cost to Being Socially Responsible in Investing? *Journal Forecasting* 16 : 475 – 490.
- Heal, G. 2004. Corporate Social Responsibility : An Economic and Financial Framework. Working Paper.
- Herremans, I., P. Akathaporn and M. McInnes. 1993. An Investigation of Corporate Social Responsibility Reputation and Economic Performance. *Accounting, Organization and Society* 18 : 587 – 604.
- Knoll, M. 2002. Ethical Screening in Modern Financial Markets : The Conflicting Claims Underlying Socially Responsible Investment. *The Business Lawyer* 57 : 681 – 726.
- Langbein, J., and R. Posner. 1980. Social Investing and the Law of Trusts. *Michigan Law Review* 79 : 72 – 112.
- Pava, M., and J. Krausz. 1996. The Association Between Corporate Social Responsibility and Financial Performance : The Paradox of Social Cost. *Journal of Business Ethics* 15 : 321 – 357.
- Richardson, A., and M. Welker. 2001. Social Disclosure, Financial Disclosure and the Cost of Equity Capital. *Accounting, Organization and Society* 26 : 597 – 616.
- Savitz, A. W., and K. Weber. 2006. *The Triple Bottom Line* 삼일회계법인 역
- Schwartz, R. 1968. Corporate Philanthropic Contributions. *Journal of Finance* 51 : 1201 – 1225.
- Statman, M. 2000. Socially Responsible Mutual Funds. *Financial Analysts Journal* 56 : 30 – 39.
- 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 : 540 – 557.
- Vance, S. 1975. Are Socially Responsible Corporations Good Investment Risks? *Management Review* 64 : 18 – 24.

Corporate Social Responsibility and Firm Value

Ko, Sung Chun* · Park, Rae Soo**

—〈Abstract〉—

This study examines what characteristics of firms may result in higher performance in corporate social responsibility (CSR) and whether the level of a firm's CSR gives meaningful effects on the firms value or not.

Main results are as follows. Firstly, ownership structure, the size, debt ratio, the profitability and the age effect on the firm's level of CSR significantly. Also, the fact that a company belongs to a Jaebul group gives effects on the level of CSR. The higher the equity ratio of major shareholder, the higher the level of CSR. And, the size, debt ratio and the age of companies have negative effects. The higher debt ratio gives positive effects on the level of CSR.

Secondly, the analysis on how the level of CSR effects on the firm value shows that the value of the 200 companies of KEJI is lower than that of other companies generally. But, the result shows that the higher the level of CSR causes the higher firm value in the group of KEJI 200. This means that the assessment of the capital market on CSR is not positive in general, but affirmative only in the group of 200 companies of KEJI.

〈Key words〉 Corporate Social Responsibility(CSR), Determinants of CSR, Firm Value, KEJI Index

* Partner, Tax & Business Advisory, Samil PricewaterhouseCoopers

** Associate Professor, Division of Business Administration, Sookmyung Women's University

〈부록〉 KEJI 항목별 평가지표 (2007년말 기준)

항 목	평 가 항 목	세 부 지 표
건전성 (25점)	주주구성의 건전성(12)	내부지분율
		전문경영인정도
		경영세습상태
	투자지출의 건전성(3)	소비성지출
	자본조달의 건전성(10)	위험성
		관계사출자 및 관계사지급보증
	탈세(고려지표)	분식회계, 탈세, 세금추징
공정성 (15점)	공정성(5)	공정거래
		경제력집중
	투명성(8)	불성실 공시 및 사업보고서 적정성
		사외이사 활동
	협력관계(2)	협력업체 관계
	고려지표	언론사, 금융기관 지분보유 및 중소기업 고유업종침해 위반건수
사회봉사 기여도 (10점)	소외계층보호(6)	장애인과 여성 채용비율
		장애인 및 여성 고용지원
	사회공헌(4)	기부금, 사회복지 지원
소비자보호 만족도 (10점)	소비자권리보호(5)	공산품 사후봉사 우수기업 및 서비스품질우수기업 인증
		고객만족신규투자비율
		고객만족 관련수상
	품질(3)	품질관련인정
	광고(2)	광고비 과다지출 개선
환경보호 만족도 (15점)	환경개선노력(7)	환경회계공시
		에너지효율과 환경투자
	환경 친화성(3)	환경관련 인증 및 수상
		수질, 대기분질, 특정유해물질 오염실태 환경위반실적 자료심사
종업원 만족도 (15점)	작업장 보건과 안전인증(2)	작업장 보건 및 안전관련 인증 및 수상
	인적자원 투자(4)	1인당 교육훈련비와 교육훈련비 증가율
	노사관계(2)	임금보상수준, 복리후생
		노사협의회 운영여부
		노사분규 발생여부
	남녀고용평등(3)	노사관계 개선을 위한 프로그램의 운영
		남녀고용평등 준수노력
		대리직급 이상인 여직원 수 여성의 최고직급
	고려지표	노사협력, 종업원지주제도
경제발전 기여도 (10점)	연구개발노력(3)	연구개발지출, 특허 및 장영실상
	경영성과 및 경제기여(7)	수익성, 성장성, 고용인력 증가율, 조세납부, 배당성향, 노동생산성증가율, 수출기여도