

세무와회계저널  
제16권 제2호 2015년 4월 pp.9~43  
한국세무학회

## 기업규모와 자산효율성에 따른 CSR활동과 타인자본비용과의 관련성

김선화\*

### <요 약>

기업의 사회적 책임(CSR)활동은 경영자와 이해관계자 사이에 발생하는 정보비대칭을 감소시킬 수 있으며, 미래에 발생할 위험을 최소화함에 따라 부채조달비용을 낮출 가능성이 있다. 이러한 배경하에서 본 연구에서는 CSR활동이 타인자본비용(부채이자율, 부채이자율스프레드, 산업조정 부채이자율스프레드)에 미치는 영향을 검증하고자 하였으며, 추가적으로 기업특성(기업규모, 자산효율성)에 따른 CSR활동과 타인자본비용과의 관련성 및 지속가능보고서 발간이 타인자본비용에 미치는 영향을 검증하였다.

분석결과, 첫째, CSR활동이 우수한 기업이 그렇지 않은 기업에 비하여 타인자본비용부담이 낮은 것으로 나타났으며, 둘째, 중소기업들이 높은 타인자본비용을 부담하지만 CSR활동이 우수한 경우에는 타인자본비용의 감소효과가 커지는 것으로 나타났다. 셋째, CSR활동이 우수한 기업일지라도 자산의 효율성이 낮은 기업에 대해서는 채권자들이 CSR활동으로 인한 타인자본비용의 감소효과를 할인하여 평가하고 있으며, 상대적으로 중소기업에서 할인효과가 크게 나타났다. 마지막으로 지속가능보고서를 발간하는 기업과 그렇지 않은 기업 간의 차이가 타인자본비용에 미치는 영향은 발견하지 못하였다.

사회적 책임활동이 우수한 기업이 낮은 타인자본비용을 부담한다는 본 연구의 결과는 자발적인 사회적 책임활동을 촉진시키려는 정부의 정책결정과정, 지속적인 성장을 추구하는 기업의 전략 개발차원에 도움이 될 것이다. 또한 자발적인 사회적 책임활동을 유인하는데 견인차 역할을 수행해야 할 자본시장참여자의 역할의 중요성과 함께 지속가능보고서의 신뢰성을 확보하기 위한 방안과 관련하여 회계규제기관에게 시사하는 바가 크다.

<주제어> 기업의 사회적 책임, 기업규모, 자산효율성, 타인자본비용, 지속가능보고서

\* 전남대학교 경영연구소 연구원, hskj1220@naver.com

논문접수일 2014년 8월 27일

1차수정일 2015년 2월 6일

게재확정일 2015년 3월 18일

## I. 서 론

기업의 사회적 책임활동(Corporate Social Responsibility : CSR)은 지속적인 성장을 위한 초석으로서 다양한 형태로 가시화되고 있으며, 국제표준화기구(ISO)에서 2010년 11월 CSR에 관한 국제표준인 ISO26000 지침서를 공식 발간함에 따라 CSR에 대한 관심은 세계적인 추세가 되고 있다. 이에 따라 국내기업들도 국제적으로 인정받기 위한 노력이 가시화되고 있으며 국제표준화기구(ISO)로부터 사회·환경 책임활동에 대한 인증인 ISO26000<sup>1)</sup>을 인증 받는 기업들이 생겨나고 있다. 한편, 국제자본시장에서는 다우존스 지속가능성지수(Dow Jones Sustainability Index : DJSI) 및 FTSE4Good<sup>2)</sup>이 개발되어 기업의 사회적 책임활동을 기업 가치평가에 연계시키고 있으며, 채권자의 의사결정에도 고려됨에 따라 CSR활동이 기업의 채무불이행위험 평가에 반영되고 있다(Thompson and Cowton, 2004 ; Weber, 2005 ; Weber et al., 2008 ; Cheng et al., 2011). 이는 기업의 사회적 책임에 대한 공시가 정보비대칭을 줄이고(Cho et al., 2013) 채무불이행에 대한 추정위험을 줄임으로써 타인자본비용의 상승을 방지하는 수단이 될 수 있기 때문이다.

경영자와 채권자 사이에 존재하는 정보비대칭은 채권자가 우량기업에 대한 불확실성 또는 위험을 상대적으로 높게 평가하게 되어 타인자본비용의 상승으로 이어지는 원인이 될 수 있다. 따라서 기업은 기업과 채권자 사이에 존재하는 정보비대칭을 줄이기 위해 기업의 현황과 미래전망에 대한 정보를 자본시장에 신호하려는 유인을 갖게 된다. 이러한 신호의 수단으로 대부분 재무정보에 의존하였으나 최근에는 비재무정보로서 CSR활동정보가 정보비대칭을 줄이는 주요 수단으로 그 역할이 점차 확대되고 있다. 이러한 배경하에서 CSR활동과 타인자본비용과의 관련성을 검증하고자 하는 연구가 이루어졌으나(김선화·정용기, 2009 ; Weber et al., 2010 ; Goss and Roberts, 2011 ; 나영 등, 2013 ; 한정희·남화영, 2013 ; 전홍민·차승민, 2013) 일관된 결론을 도출하지 못하고 있다. 이는 각국의 자본시장참여자의 CSR활동에 대한 인식차이 및 경제적 상황과도 관련되어 있으며, 표본선택의 편의와 기업특성을 반영하지 못한 결과에서 기인한 것으로 판단된다. 이에 본 연구에서는 먼저 선행연구를 재확인하는 차원에서 CSR활동과 타인자본비용과의 관련성을 검증하고자 하며, 추가적으로 기업특성(기업규모, 자산효율성)에 따라 CSR활동이 타인자본비용과 어떤 관련성을 갖는지를 검증하고자 한다. 더 나아가 지속가능보고서 발간이 타인자본비용에 미치는 영향을 검증한다. 본 연구는 지속가능보고서 발간이 타인자본비용에 미

1) 사회적 책임에 대한 국제표준안은 2005년 3월 브라질 살바도르 첫 총회부터 2010년 5월 덴마크 코펜하겐의 마지막 총회까지 모두 8차례의 총회 논의를 거쳐 마련되었다.

2) 다우존스 지속가능성지수(Dow Jones Sustainability Index, DJSI)는 경제적, 환경적, 사회적 지표를 기준으로 기업의 가치를 평가하고 있으며, FTSE4Good은 사회적 분야, 이해관계자 관련분야, 환경적 분야, 인권관련분야를 기준으로 기업의 가치를 평가하고 있다. 이러한 지표들은 세계적으로 가장 많이 활용되는 비재무적 성과에 대한 평가지표로서 사회책임투자(Socially Responsible Investment : SRI)를 활성화시켰다.

치는 영향에 대한 최초의 연구이며, CSR활동이 타인자본비용에 미치는 영향이 기업특성(기업규모, 자산효율성)에 의해 영향을 받는지를 추가적으로 검증하였다는데 의의가 있다. 본 연구의 차별성 및 공헌점은 다음과 같다.

첫째, 본 연구에서는 전체표본을 대상으로 CSR활동과 타인자본비용과의 관련성을 재검증하고, 추가적으로 전체표본을 대상으로 t+2기, t+3기의 타인자본비용을 이용하여 분석함과 아울러 CSR활동이 우수한 기업(KEJI지수의 200대 기업에 선정된 기업)을 대상으로 CSR활동의 변화가 타인자본비용의 변화에 미치는 영향을 동시에 검증함으로써 표본선택의 편의와 CSR활동과 타인자본비용과의 인과관계문제를 완화시켰다는 점이다. 나영 등(2013)의 연구에서는 상장기업을 대상으로 한국지배구조원의 ESG평가점수를 사용하여 타인자본비용(신용등급과 부채이자율)과의 관련성을 검증하였으나 회사채 신용등급자료가 이용 가능한 기업에 한정되어 분석되었다. 한편, 전홍민·차승민(2013)의 연구에서는 유가증권 상장기업과 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 CSR활동과 타인자본비용(신용등급)과의 관련성을 검증함에 있어 KEJI(Korea Economic Justice Institute)지수를 이용하였으며, 한정희·남화영(2013)의 연구에서도 KEJI지수를 사용함에 따라 CSR활동이 우수한 기업만을 대상으로 분석함으로써 표본선택의 편의로 인해 연구결과를 일반화하는데 다소 무리가 있을 수 있기 때문이다.

둘째, 본 연구에서는 중소기업에서 CSR활동이 활발히 이루어진다면 CSR활동으로 인한 타인자본비용의 감소효과가 대기업보다 더 크게 나타나는지를 추가적으로 검증했다는 점이다. 우리 경제에서 중소기업이 차지하는 비중이 높고 그 역할이 중요한 만큼 CSR활동이 확산되기 위해서는 중소기업들의 적극적인 동참이 필요하다. 그러나 중소기업들은 재정적인 열악함 때문에 CSR활동에 대한 비용부담을 느끼고 있으며, CSR활동의 효과에 대해서도 확신을 갖지 못하고 있다(황호찬, 2007). 따라서 중소기업에게 CSR활동을 고무시키기 위한 동기유발 및 다양한 정책적 배려가 필요하다. 이러한 관점에서 중소기업의 CSR활동이 타인자본비용을 감소시킨다는 연구결과가 제시된다면 중소기업들에게 CSR활동을 보다 전략적으로 접근하기 위한 유인을 제공할 수 있는 차원에서 본 연구의 의의가 깊다.

셋째, 본 연구에서는 CSR활동으로 인한 타인자본비용의 감소가 자산효율성이 낮은 기업에서 할인되어 평가될 가능성을 대기업과 중소기업을 비교·분석하였다는 점이다. 재무적 상황이 좋지 않은 기업들이 CSR활동을 수행하는 경우 해당기업의 타인자본비용이 오히려 상승하는 것으로 보고되고 있어(Goss and Roberts, 2011) CSR활동이 우수한 기업일지라도 자산의 효율성이 낮은 기업에 대해서는 채권자들이 CSR활동으로 인한 타인자본비용의 감소를 할인하여 평가할 가능성이 있다. 중소기업은 재정적 열악함 때문에 CSR활동을 수행한다 할지라도 자산사용의 비효율성이 초래된다면 대기업에 비하여 상대적으로 재무적 위험에 처할 가능성이 높기 때문에 타인자본비용의 감소에 대한 할인효과가 대기업 보다 크게 발생할 수 있다. 이러한 분석은 CSR활동에 적극적인 기업일지라도 자산의 효율성이 낮은 기업에 대해서는 채권자들의 호의적인 평

가를 기대할 수 없다는 점에서 기업들로 하여금 CSR활동을 보다 내실 있게 실행할 유인을 제공할 수 있을 것이다.

넷째, CSR활동변수로서 나영 등(2013)과 한정희·남화영(2013), 전홍민·차승민(2013) 등에서 고려되지 않은 지속가능보고서 발간여부를 CSR변수로 하여 추가로 분석을 하였다는 점이다. 김중대·조문기(2007), 윤진수(2009), 최종서(2010)의 연구에서 국내기업의 환경보고서 및 지속가능보고서에 대한 공시실태를 분석한 결과, 지속가능보고서에는 긍정적인 활동은 크게, 부정적인 활동은 작게 보고하는 경향이 있으며, 전반적으로 공시의 질이 높지 않은 것으로 보고되고 있어 채권자들이 이를 인지한다면 CSR활동으로 인한 타인자본비용의 감소효과가 나타나지 않을 가능성이 있다. 이러한 결과는 지속가능보고서를 발간하는 기업이나 향후 지속가능보고서를 발간하고자 하는 기업, 지속가능보고서의 의무보고를 고려하는 회계규제기관에게 시사하는 바가 크리라 판단된다.

분석결과, CSR활동이 우수한 기업이 그렇지 않은 기업에 비하여 타인자본비용이 낮아지는 것으로 나타났으며, 이러한 효과가 중소기업에서 더 크게 나타났다. 또한 CSR활동이 우수한 기업일지라도 자산의 효율성이 낮은 기업은 CSR활동으로 인한 타인자본비용의 감소효과가 할인 평가되고 있으며, 상대적으로 중소기업에서 할인효과가 크게 나타났다. 추가적으로 지속가능보고서 발간여부가 타인자본비용을 낮추는 효과는 발견하지 못하였다. 분석결과를 종합해 볼 때, 채권자들이 기업의 채무불이행위험을 평가하는데 있어 CSR활동을 중요한 요인으로 고려하고 있지만 지속가능보고서 발간여부만으로는 큰 의미를 부여하지 않으며, 기업규모나 CSR활동의 효율성 등을 중요하게 인식하는 것으로 해석된다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 선행연구를 검토하고 연구가설을 설정한다. 제Ⅲ장에서는 연구모형을 설계하고 표본선택에 대해 논의하며, 제Ⅳ장에서는 실증분석결과를 제시한다. 제Ⅴ장에서는 결론과 시사점을 제시한다.

## Ⅱ. 선행연구 검토 및 가설설정

### 1. CSR과 타인자본비용과의 관계

CSR활동의 효과에 대한 분석에 대해서는 다양한 연구가 수행되어 왔으며, 주로 기업가치 및 재무성과(수익성)에 미치는 영향, 정보비대칭에 미치는 영향, 신용평가에 미치는 영향, 자기자본 비용 및 타인자본비용에 미치는 영향에 대한 연구가 수행되어 왔다. 다음에서는 본 연구와 관련성이 깊은 CSR활동과 타인자본비용과의 관련성에 대한 선행연구를 검토한다.

Weber et al.(2010)의 연구에서는 독일 저축은행의 대출담당자를 대상으로 기업의 환경위험이

대출자의 신용평가에 영향을 미치는지를 설문조사를 실시하였으며, 조사결과, 선진 은행들은 기업의 신용위험을 평가하는데 있어 기존의 전통적인 재무적 평가요소 외에 환경 및 사회책임실행을 평가하여 대출이자율에 반영하고 있는 것으로 조사되었다. 한편, Goss and Roberts(2011)는 미국기업을 대상으로 기업의 사회적 책임활동이 은행차입금에 대한 이자비용에 미치는 영향을 실증분석 하였으며, 분석결과, 재무적 상황이 좋은 기업에서는 CSR활동과 타인자본비용과의 관련성을 발견하지 못하였으나 재무적 상황이 좋지 않은 기업들이 CSR활동을 수행하는 경우, 해당기업의 이자비용은 오히려 상승하는 것으로 나타나 은행이 사회적 책임활동에 대해 부정적으로 인식하는 것으로 나타났다.

국내연구로서 김선화·정용기(2009)의 연구에서는 환경규제위반이 금융기관의 장단기차입금에 대한 이자비용(이자율스프레드)에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였다. 분석결과, 환경규제를 위반한 기업이 그렇지 않은 기업에 비하여 높은 이자비용을 부담하는 것으로 나타났으며, 환경규제를 위반한 기업중에서도 중대한 위반을 한 기업들이 높은 이자비용을 부담함으로써 금융기관이 대출 의사결정에 있어 환경위험을 고려하고 있음을 보고하였다.

나영 등(2013)의 연구에서는 상장기업을 대상으로 김선화·정용기(2009)의 연구에서 다루었던 환경적 요소뿐만 아니라 사회적 요소 및 기업지배구조 요소를 포괄하는 한국지배구조연구원의 ESG평가점수를 이용하여 타인자본비용과의 관련성을 분석하였다. 분석결과, 비재무정보로서 ESG평가등급(점수)이 높은 기업일수록 타인자본비용이 낮은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 ESG평가에 대한 인식이 확대되어 ESG평가가 좋은 기업들의 경우, 경영자와 채권자 사이의 정보비대칭을 완화시킴으로써 채권자들이 상대적으로 낮은 위험프리미엄을 적용함에 따라 타인자본비용이 낮아지는 것으로 해석하였다.

한정희·남화영(2013)의 연구에서는 상장 제조기업을 대상으로 경제정의연구소의 KEJI지수를 기업의 사회적 책임활동 변수로 하여 타인자본비용과의 관련성을 검증하였다. 분석결과, CSR활동이 타인자본비용을 낮추는 것으로 나타났으며, 외국인지분율이 높은 기업의 경우 CSR활동으로 인한 타인자본비용의 감소효과가 더 커지는 것으로 나타남으로써 기업소유구조에 의해 영향을 받고 있음을 제시하였다.

한편, 전홍민·차승민(2013)의 연구에서는 유가증권 상장기업과 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 KEJI지수를 기반으로 CSR활동과 신용등급과의 관련성을 분석하였으며, 분석결과, CSR활동이 좋을수록 신용등급은 유의하게 높은 것으로 나타남에 따라 신용평가기관이 기업의 사회적 책임활동을 긍정적으로 인식하여 신용등급을 결정할 때 프리미엄을 부여한 것으로 해석하였다.

이상의 선행연구를 종합해 보면, CSR활동과 타인자본비용과의 관련성에 대한 일관된 결론을 도출하기 어렵지만 국내연구에서는 CSR활동이 우수한 경우에는 타인자본비용부담이 낮아지는 것으로 나타났다.

## 2. 가설설정

경영자와 투자자 사이에 존재하는 정보비대칭을 낮추는 수단으로 재무정보 뿐만 아니라 비재무정보로서 CSR활동이 중요시되고 있으며 자본시장참여자들의 관심이 증가하고 있다. CSR활동이 적극적인 기업의 경우에는 정보비대칭을 감소시키기 위하여 CSR활동에 대한 자발적인 공시를 증가시키는 것으로 보고되고 있다(Bharath et al., 2008 ; Dhaliwal et al., 2011 ; Cho et al., 2013). 이는 기업들이 기업과 채권자 사이에 발생하는 정보비대칭을 줄이기 위하여 CSR활동 정보를 공시함으로써 채권자가 우량기업에 대해 위험을 높게 평가하여 타인자본비용을 상승시키는 문제를 해결하기 위함이다.

또한 CSR활동은 이해관계자와의 갈등관계에서 발생하는 위험을 최소화시킴에 따라 현금유출가능성을 줄일 수 있기 때문에 채무불이행에 대한 추정위험을 줄일 수 있다. 2001년 소니사가 금지물질인 카드뮴 검출로 인해 2,000억원 이상의 재정적 손실을 보았던 사례나, 나이키의 동남아 저개발국가 협력업체에서의 아동노동으로 인한 불매운동 사례 등은 환경과 사회적 책임의 중요성을 다시 한 번 부각시킨 세계적인 사건이었다. 이러한 사례와 같이 기업이 사회적 책임을 다하지 못할 경우, 다양한 위험(예를 들어 소송위험에 직면하거나, 제품수출시장에서クレーム이 발생하거나, 정부규제로 인한 규제준용비용이 증가하거나, 소비자로부터 불매운동에 직면하는 등)에 직면할 수 있으며 경영위험에 직·간접적으로 영향을 미침에 따라 현금유출가능성을 증가시킬 수 있다. 따라서 경영자들이 이러한 위험에 대비하여 CSR활동을 전략적으로 접근한다면 미래에 발생할 위험을 최소화함으로써 현금유출가능성을 감소시킬 수 있기 때문에 채권자로부터 호의적인 평가를 받을 수 있을 것이다.

위에서 논의된 바와 같이 CSR활동은 이해관계자와의 커뮤니케이션 활동을 통해 정보비대칭 문제를 해결할 수 있으며, 미래에 발생할 수 있는 위험의 발생 가능성을 최소화시킴에 따라(Lee and Faff, 2009) 주식가격의 변동성을 줄일 뿐만 아니라(Orlitzky and Benjamin, 2001 ; Di Giulio et al., 2007) 지속성장성에 대한 예측력 또한 높이는 것으로 보고되고 있다(정용기, 2012). 따라서 기업경영의 복잡성과 불확실성이 점점 커지고 있는 상황을 고려할 때, CSR활동의 적극적인 실행은 정보비대칭 문제와 채무불이행에 대한 추정위험을 감소시킬 수 있기 때문에 채권자들이 CSR활동이 우수한 기업에 대해 낮은 위험프리미엄을 요구함으로써 타인자본비용이 낮아질 것이다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 1 : CSR활동이 우수한 기업은 그렇지 않은 기업에 비하여 타인자본비용이 낮을 것이다.

CSR활동에 대한 이해관계자이론은 주주 중심의 경영에서 이해관계자 중심의 경영이라는 사고의 전환을 요구하였으며, 이러한 변화는 중소기업에게는 커다란 도전이 되고 있다(황호찬, 2007). 소수주주의 이익추구라는 비교적 단순한 기업목적에서 거래처, 고객, 종업원, 정부, 지역

사회 등 다양한 이해관계자와의 협력관계를 통해 지속성장을 고려해야 하는 복잡한 기업목적으로의 전환을 요구하기 때문에(황호찬, 2007), 중소기업의 입장에서는 CSR활동을 외면할 수 없는 상황이다.

중소기업의 정의는 중소기업 기본법의 정의와 범위기준을 따르고 있으며 현행 중소기업 범위 설정에 관한 양적 기준은 상시 근로자 수, 자본금 및 산업에 따라서는 자본금 대신에 매출액을 적용할 수 있도록 하고 있으나, 그 적용방식은 두 기준 중 하나를 충족하면 중소기업으로 인정하는 택일주의 방식을 택하고 있다. 택일주의를 적용하는 이유는 하나의 기준으로 중소기업의 범위를 설정하면 중소기업에 속할 기업이 누락되는 것을 방지하는 데 있다<sup>3)</sup>.

중소기업들은 대기업에 비하여 규모의 영세성으로 원가부담, 전문인력, 시설투자와 기술개발 등의 어려움을 겪고 있는 것으로 밝혀지고 있고 지속가능성 가치를 인식하지 못하여 CSR활동에 적극적이지 못하는 것으로 보고되고 있다(김재경, 2013). 그러나 중소기업이 CSR활동에 적극적이라면 채권자들로부터 더 호의적인 평가를 받을 가능성이 있다. 대기업의 경우는 정보비대칭이 크지 않고 경성정보<sup>4)</sup>가 많지만 중소기업의 경우 장기간에 걸쳐 관찰하면서 얻어지는 연성

### 3) 중소기업기본법 상 중소기업의 정의와 범위기준은 아래와 같다.

〈중소기업기본법 상 중소기업의 정의와 범위기준〉

| 해당 업종                                                                  | 규모 기준                               | 소기업    |
|------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------|--------|
| 제조업                                                                    | 상시 근로자 수 300명 미만<br>또는 자본금 80억원 이하  | 50명 미만 |
| 광업·건설업·운수업                                                             | 상시 근로자 수 300명 미만<br>또는 자본금 30억원 이하  | 50명 미만 |
| 출판·영상·방송통신·정보서비스업, 사업시설관리 및 사업 지원 서비스업, 전문·과학·기술 서비스업, 보건업 및 사회복지 서비스업 | 상시 근로자 수 300명 미만<br>또는 매출액 300억원 이하 | 50명 미만 |
| 농업·임업·어업, 전기·가스·증기·수도사업, 도매·소매업, 숙박 및 음식점업, 금융·보험업, 예술·스포츠·여가관련 서비스업   | 상시 근로자 수 200명 미만<br>또는 매출액 200억원 이하 | 10명 미만 |
| 하수·폐기물처리, 원료재생·환경복원업, 교육 서비스업, 수리·기타 개인 서비스업                           | 상시 근로자 수 100명 미만<br>또는 매출액 100억원 이하 | 10명 미만 |
| 부동산업 및 임대업                                                             | 상시 근로자 수 50명 미만<br>또는 매출액 50억원 이하   | 10명 미만 |

주1) 해당 업종의 분류 및 분류부호는 「통계법」 제22조에 따라 통계청장이 고시한 한국표준산업분류에 따른다.

2) 중소기업 기준 : 중소기업의 업종별 상시 근로자 수, 자본금 또는 매출액의 규모기준(제3조 제1항 제1호 관련) 및 중소기업기본법 시행령 적용

3) 자료 : 법제처

4) 경성정보란 이미 계량화되어 있어 인지하기 쉽고 전달이 용이한 정보로서 재무비율, 신용평점, 담보에 관한 정보 등을 말한다(Berger and Udell, 2004).

정보<sup>5)</sup>에 의존할 수밖에 없으며 이러한 정보는 계량화가 어려울 뿐만 아니라 수집이 용이하지 않다(Berger and Udell, 2004). 따라서 중소기업은 대기업에 비하여 기업과 외부투자자간의 정보 비대칭이 심하며, 경영자의 영향력이 막대한 만큼 도덕적 해이의 개연성으로 인해 높은 이자비용이 적용된다(동학림 · 김문겸, 2013 ; 이건희 · 정상진, 2014). 그러나 앞에서 논의된 바와 같이 CSR활동이 적극적인 기업의 경우에는 자발적인 공시가 증가하여 정보비대칭을 줄이고 이해관계자와의 갈등 관계에서 발생할 수 있는 위험을 최소화시킴에 따라 미래의 현금유출가능성을 감소시킬 수 있다. 따라서 중소기업이 CSR활동에 적극적인 경우에는 채권자들이 부담하는 정보위험과 채무불이행에 대한 추정위험이 낮아질 수 있기 때문에 더 낮은 위험프리미엄을 요구함에 따라 타인자본비용의 감소효과가 더 커질 것이다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 2 : 당해 기업이 중소기업에 속할 경우에는 CSR활동과 타인자본비용과의 음(-)의 효과가 더 크게 나타날 것이다.

CSR활동의 효과와 관련하여 크게 두 가지 관점이 존재한다. CSR활동을 통해 이해관계자와의 갈등을 최소화시킴으로써 장기적으로 지속성장을 추구할 수 있을 것이라는 긍정적인 관점(Paine, 2002)과 경영자의 개인적인 목적 또는 다른 목적을 위하여 기업의 자원을 낭용한 결과에서 기인한 일종의 대리인 비용으로서 CSR활동은 주주가치 극대화가 목표인 기업 입장에서는 바람직하지 못한 경영자들의 행동이며 궁극적으로 주주가치의 희생을 가져온다는 부정적인 관점(Pava and Krausz, 1996)이 있다. 실증연구의 결과에서는 일관된 결과를 도출하지 못하고 있지만 대체적으로 긍정론의 입장을 지지하고 있고 경영자들이 사적인 목적을 위해 CSR활동을 실행할 가능성 보다는 이해관계자와의 커뮤니케이션을 통해 경영위험을 최소화시킴으로써 장기적으로 경영성과를 향상시키는 방향으로 CSR활동을 하는 것으로 해석하고 있다. 그러나 경영자가 CSR활동을 자신의 명성을 위해서, 또는 이해관계자들을 달래기 위한 수단으로 CSR활동을 이용한다면(Prior et al., 2008) CSR활동에 대한 지출은 경영자의 사적 이익의 추구를 위한 대리인 비용이 될 수 있다.

대리인 비용에 대한 Ang et al.(2000)의 논의에 의하면 대리인 비용은 일반적으로 경영자의 재량적인 의사결정의 결과로 인해 발생하는 비효율적인 소비성 비용과 기업자산의 비효율적인 사용으로 인한 수익의 감소분을 의미한다. 본 연구에서는 자산의 비효율적인 관점에서 대리인 비용과 CSR활동과의 관련성을 파악하고자 한다. 자산효율성은 경영자가 기업의 자산을 얼마나 효율적으로 활용하였는지를 파악하는 척도로서, 경영자의 왜곡된 투자의사결정이나 업무태만 등으로 인해 저조한 수익성을 발생시키는 기업 자산의 비효율성을 측정하는 척도로 볼 수 있기 때문이다(신준용 · 변동원, 2002). 경영자가 자신의 명성을 위해서 CSR활동을 수행한다면 과잉투

5) 연성정보는 중소기업을 장기간에 걸쳐 관찰하면서 얻어지는 정보로서 경영자의 성격과 신뢰도, 대금결제성향, 기업의 전망 등을 말하며, 계량화가 어렵고 전달이 용이하지 않다(Berger and Udell, 2004).

자를 유발할 수 있으며, 결과적으로 자산의 비효율적인 사용을 초래하고(Barnea and Rubin, 2005), 재무적 위험에 노출될 가능성을 증가시킬 수 있다. 이는 CSR투자가 추가적인 비용을 지불해야하는 만큼 CSR투자로 인해 수익성이 높은 사업안이나 투자전략이 오히려 소외될 가능성이 있기 때문이다(Knoll, 2002). 한편, 재무적 상황이 좋지 않은 기업들이 CSR활동을 수행하는 경우 해당기업의 타인자본비용이 오히려 상승하는 것으로 보고되고 있어(Goss and Roberts, 2011) CSR활동에 적극적인 기업일지라도 자산의 효율성이 낮은 기업에 대해서는 채권자들은 CSR활동으로 인한 타인자본비용의 감소를 할인하여 평가할 가능성이 있다. 하지만 이러한 효과는 중소기업과 대기업에서 차이를 보일 것으로 예상된다. 중소기업은 재정적 열악함 때문에 CSR활동을 수행한다 할지라도 자산의 비효율성이 초래된다면 대기업에 비하여 상대적으로 재무적 위험에 처할 가능성이 높다. 따라서 CSR활동으로 인한 타인자본비용 감소에 대한 할인효과가 대기업에서는 작게, 중소기업에서는 상대적으로 크게 나타날 가능성이 있으며 따라서 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 3 : CSR활동에 따른 타인자본비용의 감소는 자산효율성이 낮은 경우에 할인 평가될 가능성이 있으며, 이러한 효과가 대기업에서는 작게 중소기업에서는 크게 나타날 것이다.

지속가능보고서<sup>6)</sup>는 사회, 환경, 경제에 걸친 기업의 지속가능활동을 집약하여 외부에 공표함으로써 이해관계자들에 대한 노력과 성과를 홍보하고 인정 받고자하는 CSR활동이다. 그러나 지속가능보고서에는 기업의 환경 및 사회문제 등 다양한 분야의 활동내용을 담고 있지만 기업에게 유리한 내용은 충분히 공시하고 불리한 내용은 공시하지 않는 등 홍보적인 성격이 강하며, 공시의 질이 낮은 것으로 보고되고 있다(김종대·조문기, 2007 ; 윤진수, 2009 ; 최종서, 2010).

이상의 선행연구에 기초해 볼 때, 지속가능보고서는 기업의 사회적 책임활동에 대한 다양한 노력을 반영하고 있지만 공시내용의 신뢰성에 문제가 제기되고 있다. 따라서 기업이 사회적 책임을 성실하게 공시하지 않는다면 채권자들의 추가적인 정보탐색비용이 증가함으로써 지속가능보고서를 발간한다 하더라도 타인자본비용이 낮아지는 결과는 나타나지 않을 가능성이 있다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정한다.

6) 글로벌 기업들의 지속가능보고서 발간현황을 보면 1992년 26개 기업이 지속가능보고서를 발간한 이후 2010년에는 5,239개 기업이 지속가능보고서를 발간하고 있으며, 최근 10년의 평균증가율이 20.67%에 이르고 있다(이운상, 2011). 국내의 경우에도 2003년 4개 기업, 2004년 8개 기업, 2005년 13개 기업, 2006년 26개 기업, 2007년 41개 기업, 2008년 52개 기업, 2009년 72개 기업, 2010년 101개 기업, 2011년 91개 기업으로 매년 증가를 보이고 있으나 아직까지 국내의 경우 지속가능보고서의 발간에 대한 광범위한 사회적인 관심과 노력이 미흡함을 보여주고 있다.

가설 4 : 지속가능보고서를 발간하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비하여 타인자본비용이 낮아지지 않을 것이다.

### Ⅲ. 연구방법 및 표본선정

#### 1. 연구모형

본 연구에서는 가설1부터 가설4를 검증하기 위하여 (1식)을 설정하며, 종속변수는 선행연구(박종일·노희천, 2014)에 따라 차기의 타인자본비용을 이용한다. 본 연구의 관심변수인 기업의 사회적 책임활동으로서 CSR변수는 선행연구들에서 가장 많이 이용하고 있는 경제정의연구소(KEJI)에서 발표하는 KEJI지수를 사용하며, 선행연구(고성천·박래수, 2011 ; 김선화·정용기, 2013)의 방법에 따라 200대 기업에 포함되면 CSR활동이 우수한 기업으로 1, 그렇지 않은 기업은 0으로 하여 더미변수를 사용한다. 또한 이윤상(2011)의 방법에 따라 지속가능보고서를 발간하면 1, 그렇지 않으면 0의 더미변수를 사용한다.

(1식)에서 종속변수는 차기의 부채이자율(COD), 차기의 부채이자율스프레드(COD-S), 차기의 산업조정 부채이자율스프레드(AJ-COD-S)이다. (1식)에서 가설1를 검증하기 위한 변수는 CSR활동 우수성여부(dCSR)이며, 가설4를 검증하기 위한 변수는 지속가능보고서 발간여부(dSR)이다. CSR활동 우수성여부와 중소기업여부의 상호작용항(dCSR\*dSM)은 가설2를 검증하기 위한 변수이며, CSR활동 우수성여부와 자산효율성의 상호작용항(dCSR\*dAEF)은 가설3을 검증하기 위한 변수이다.

$$\begin{aligned} (COD, COD-S, AJ-COD-S)_{t+1} = & \alpha + \beta_1 dCSR_t / dSR_t + \beta_2 dCSR_t * dSM_t / dCSR_t * dAEF_t \\ & + \beta_3 SIZE_t + \beta_4 LEV_t + \beta_5 ROA_t + \beta_6 PPE_t + \beta_7 OCIR_t \\ & + \beta_8 dSM_t + \beta_9 dAEF_t + \beta_{10} dIND + \beta_{11} dYR + \epsilon_t \end{aligned} \quad (1식)$$

*COD* = 차기 연도의 부채이자율(총금융비용/평균이자발생부채)

*COD-S* = 차기 연도의 부채이자율스프레드[(총금융비용/평균이자발생부채) - 국고채 3년 만기 이자율]

*AJ-COD-S* = 차기 연도의 산업조정 부채이자율스프레드

*dCSR* = CSR활동 우수성여부의 더미변수[경제정의연구소(KEJI)에서 발표한 CSR활동이 우수한 기업으로서 상위 200대 기업에 포함되면 1, 그렇지 않으면 0]

*dCSR\*dSM* = CSR활동 우수성여부와 중소기업여부의 상호작용항

*dCSR\*dAEF* = CSR활동 우수성여부와 자산효율성의 상호작용항

*dSR* = 지속가능보고서 발간여부(지속가능보고서를 발간하면 1, 그렇지 않으면 0)

*SIZE* = 기업규모(총자산의 자연로그 값)

*LEV* = 부채비율(총부채/총자산)

|             |                                                     |
|-------------|-----------------------------------------------------|
| <i>ROA</i>  | = 총자산이익률(당기순이익/기초총자산)                               |
| <i>PPE</i>  | = 유형자산비율(유형자산/총자산)                                  |
| <i>OCIR</i> | = 영업이자보상비율(영업이익/이자비용)                               |
| <i>dSM</i>  | = 중소기업 더미변수(중소기업이면 1, 그렇지 않으면 0) <sup>7)</sup>      |
| <i>dAEF</i> | = 자산효율성 더미변수(자산효율성이 낮으면 1, 그렇지 않으면 0) <sup>8)</sup> |
| <i>dIND</i> | = 산업 더미변수(해당산업에 속하면 1, 그렇지 않으면 0)                   |
| <i>dYR</i>  | = 연도 더미변수(해당연도에 속하면 1, 그렇지 않으면 0)                   |

(1식)에서 통제변수는 선행연구들에서 타인자본비용에 영향을 미치는 것으로 검증된 변수를 선정하였다. 기업규모(SIZE)의 경우, 규모가 클수록 위험에 덜 노출되며, 지급보증능력이 높다고 보기 때문에 타인자본비용과 음(-)의 관계가 있는 것으로 보고되고 있어(김경태, 2006 ; Byun, 2007 ; Jiang, 2008 ; Bharath et al., 2008 ; Ge and Kim, 2010 ; Kim et al., 2011 ; 곽수근 · 박종일, 2011 ; 박종일 · 박찬웅, 2011 ; 박종일 등, 2011 ; 박종일 · 김명인, 2013 ; 박종일 · 노희천, 2014) 연구모형에 포함한다. 부채비율(LEV)은 재무위험에 대한 변수로서 이용되며, 타인자본비용과 양(+)의 관계가 있는 것으로(Pittman and Fortin, 2004 ; 김경태, 2006 ; Byun, 2007 ; Bharath et al., 2008 ; 곽수근 · 박종일, 2011 ; 박종일 등, 2011 ; 박종일 · 박찬웅, 2011 ; 박종일 · 김명인, 2013 ; 박종일 · 노희천, 2014) 나타남에 따라 연구모형에 포함한다. 총자산이익률을 나타내는 수익성(ROA)은 타인자본비용과 음(-)의 관계가 있는 것으로 검증되어(김경태, 2006 ; Dhaliwal et al., 2008 ; Kim et al., 2011 ; 박종일 · 노희천, 2014) 연구모형에 포함한다. 유형자산비율(PPE)은 기업의 담보제고가능자산의 비중을 나타내는 변수로서(김경태, 2006 ; Bharath et al., 2008 ; Kim et al., 2011 ; 곽수근 · 박종일, 2011 ; 박종일 · 박찬웅, 2011 ; 박종일 · 김명인, 2013) 타인자본비용과 음(-)의 관계가 예상된다. 영업이자보상비율(OCIR)이 타인자본비용에 영향을 미치는 것으로 검증된 전홍민(2014)의 연구에 따라 연구모형에 포함하며, 마지막으로 타인자본비용에 미치는 영향을 통제하기 위해 산업더미(dIND)와 연도더미(dYR)를 모형에 포함한다.

## 2. 변수의 측정

### 가. 타인자본비용

종속변수인 타인자본비용은 세 가지 측정치를 사용한다. 먼저 선행연구(나영 등, 2013)에서 사용된 부채이자율(총금융비용/평균이자발생부채)을 사용하며, Fortin and Pittman(2007), Jiang

7) 중소기업과 대기업에 대한 분류는 한국신용평가(주)에서 제공하는 분류기준을 적용하였다. 한국신용평가(주)에서는 “중소기업기본법 시행령”에 근거하여 기업의 자본금, 매출액, 종업원수를 그 기업이 속한 업종별 기준을 토대로 중소기업과 대기를 분류하여 제시하고 있다.

8) 자산효율성의 더미변수는 선행연구(Ang et al., 2000 ; 김문태 · 권현주, 2009)에 근거하여 (매출액/총자산)의 중위수를 기준으로 자산효율성이 낮으면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 부여하였다.

(2008), Kim et al.(2011), 광수근·박종일(2011), 박종일 등(2011), 박종일·박찬웅(2011), 박종일·김명인(2013) 등의 선행연구에 근거하여 부채이자율스프레드(COD-S)를 사용한다. 부채이자율스프레드(COD-S)는 총금융비용<sup>9)</sup>을 평균이자발생부채<sup>10)</sup>로 나눈 값에서 국고채 3년 만기이자율<sup>11)</sup>을 차감한 측정치를 사용한다. 또한 본 연구에서는 추가적으로 산업조정 부채이자율스프레드(AJ-COD-S)를 종속변수로 사용하며, 산업조정 부채이자율스프레드는 동일 연도에 동일 산업의 부채이자율(총금융비용/평균이자발생부채)의 중위수를 개별 기업의 부채이자율에서 차감하여 측정한다. 일반적으로 부채이자비율이 산업별로 차이를 보이고 있기 때문이며, 본 연구의 분석 표본에서도 산업별 부채이자비율을 측정한 결과 산업별로 차이를 보이고 있기 때문이다<sup>12)</sup>.

#### 나. 기업의 사회적 책임활동

국내선행연구들에서는 CSR활동의 측정치로서 여러 가지가 이용되고 있다. 예를 들어 황호찬(2009), 고성찬·박래수(2011), 나영·홍석훈(2011), 전홍민·차승민(2013), 최현정·문두철(2013), 김선화·정용기(2013) 등의 연구에서는 경실련의 경제정의연구소의 KEJI지수를 이용하였으며, 김창수(2009), 이윤상(2011) 등의 연구에서는 UN Global Compact에 참여하고 있는 기업 혹은 지속가능보고서를 발간여부를 CSR활동으로, 나영 등(2013)의 연구에서는 한국지배구조원의 ESG를 이용하였다. 본 연구에서는 국내선행연구들에서 가장 많이 이용되고 있는 경제정의연구소의 KEJI지수와 지속가능보고서 발간여부를 CSR활동변수로 사용한다.

경제정의 연구소의 KEJI지수는 약 20년간 매년 국내 유가증권 상장기업의 CSR을 평가한 자료로서 다양한 CSR에 대한 평가결과를 지수화한 것에 대한 방법론적인 이견이 있을 수 있지만 가장 객관적인 자료이다(김덕호 등, 2010). 따라서 본 연구에서도 KEJI지수를 CSR활동지표로

9) 총금융비용은 한국신용평가(주)에서 제공되는 총금융비용을 사용하였으며 아래와 같이 계산된다.

총금융비용 = 이자비용 + 사채이자 + 사채상환손실 - 사채상환이익 + 건설자금이자

10) 평균이자발생부채 또한 한국신용평가(주)에서 제공되는 자료를 사용하였으며 이자발생부채는 아래와 같이 계산된다.

이자발생부채 = 단기차입금 + 유동성장기부채 - 기타유동성장기부채 + 단기사채 + 장기사채 + 장기차입금  
+ 단독표시된 금융리스부채 + 장기미지급금중의 금융리스부채  
+ 정리채무중장기차입금등정리채무 + 장단기유동화채무

11) 한국은행에서 공시된 국고채 3년 만기 이자율을 사용한다.

12) 분석결과, 부채이자율의 평균은 산업별로 차이를 보였다. 음·식료품제조업은 5.6%, 섬유, 의복제품제조업은 6.8%, 펄프, 종이제품 제조업 및 고무플라스틱 제품 제조업은 각각 5.4%, 화합물, 화학제품제조업은 6.1%, 의약품제조업은 6.5%, 비금속광물제품제조업은 6.4%, 제1차금속제품제조업은 6.0%, 전자부품, 음향, 통신장비제조업은 7.5%, 전기장비, 기타기계, 장비제조업은 6.2%, 자동차, 트레일러, 기타운송장비제조업은 7.0%, 종합건설업은 7.9%, 도·소매업, 상품중개업은 7.8%, 육상, 수상운송, 운송관련서비스업은 6.8%, 전문서비스업은 5.8%로 산업별로 차이를 보였다.

사용한다. KEJ지수는 건전성 25점, 공정성 15점, 사회봉사기여도 10점, 소비자보호만족도 10점, 환경보호만족도 15점, 종업원만족도 15점, 경제발전기여도 10점으로 총 100점으로 구성되어 있다. KEJ지수는 정성평가와 정량평가 부분으로 구성되어 있으며, 정성평가 부분은 25점으로 자체 설문조사 결과를 점수화한 것이며, 정량평가 부분은 75점으로 이미 공시된 자료와 보도 자료 등을 이용해 점수화한 것이다. 경제정의연구소는 한국증권거래소 유가증권 상장기업의 CSR활동을 평가하여 매년 상위 200개 기업을 공개함으로써 사회·환경책임활동을 촉진시키고 있다. 본 연구에서는 고성찬·박래수(2011), 김선화·정용기(2013)의 방법에 따라 KEJ지수의 200대 기업에 포함되면 CSR활동이 우수한 기업으로 1을, 그렇지 않은 기업은 0의 값을 사용하는 더미변수를 사용한다<sup>13)</sup>.

기업의 지속가능보고서는 기업의 사회적 책임에 대한 조직의 성과를 측정, 공개하고 내·외부 이해관계자들에게 전달하는 활동이다. 본 연구에서는 이윤상(2011)의 방법에 따라 지속가능보고서를 발간하면 1, 그렇지 않으면 0의 값의 더미변수를 사용한다.

### 3. 표본의 선정

본 연구를 위한 표본은 2006년부터 2011년까지의 한국증권거래소 유가증권 상장 기업을 대상으로 하며, CSR활동의 변수로서 KEJ지수와 지속가능보고서 발간자료는 2006년부터 2010년까지 이용하였다. 종속변수는 차기의 타인자본비용을 사용하였으므로 2007년부터 2011년까지 사용되었다. CSR활동에 대한 정보는 경제정의연구소의 KEJ지수와 지속가능경영원의 지속가능보고서 데이터베이스로부터 입수된 자료를 이용한다. 그 밖에 상장기업의 재무자료 등은 한국신용평가정보(주)의 데이터베이스(KIS-VALUE)를 이용한다.

본 연구에서 상장기업 중 12월 결산 기업만으로 표본을 한정된 것은 표본의 동질성을 높이기 위한 것이다. 재무자료가 결측값인 기업은 제외하였으며, 부채비율(총부채/총자산)이 1이상인 기업은 자본잠식기업으로 측정상의 오류가 발생할 수 있기 때문에 제외하였으며, 평균이자발생부채를 이용할 수 없는 기업은 제외하였다. 또한 총금융비용 및 영업이자보상비율을 이용할 수 없는 기업은 제외하였으며, 이상치를 조정하고<sup>14)</sup> 최종적으로 이용된 표본은 2,460개 기업으로서

13) 본 연구에서는 고성찬·박래수(2011), 김선화·정용기(2013)의 방법에 따라 KEJ지수의 200대 기업에 포함된 기업을 CSR활동이 우수한 기업으로 1, 그렇지 않은 경우 0의 값을 부여하여 분석을 수행하였다. 이러한 방법은 전체표본을 사용함으로써 연구표본을 증가시킬 수 있고, KEJ지수의 200대 기업에 포함된 기업의 CSR점수를 이용할 경우 CSR활동이 우수한 기업만을 대상으로 분석하는 한계점을 극복할 수 있다는 장점은 있다. 그러나 KEJ지수의 200대 기업에 포함되지 않더라도 CSR활동이 우수한 기업일 수 있기 때문에 KEJ지수의 200대 기업에 포함된 기업을 CSR활동이 우수한 기업으로 1, 그렇지 않은 경우 0의 값을 부여한 것은 분류기준에 대한 자의성의 문제가 있으며, 이는 본 연구의 한계점으로 인식된다.

14) 이상치는 COD, COD-S, AJ-COD-S, LEV, ROA, PPE, OICR에 대하여 양극단에서 각각 3%씩 조정

이중 KEJ지수가 발표된 기업 중 200순위 안에 들어간 기업은 642개 기업이며, 지속가능보고서가 발간된 기업은 90개 기업이다.

〈표 1〉 표본의 선정

| 표본의 선정기준                             | 표본 수  |
|--------------------------------------|-------|
| (1) 상장기업 중 12월 결산법인에 속한 기업           |       |
| (2) 재무자료가 없는 기업 제외                   |       |
| (3) 부채비율(총부채/총자산)이 1 이상인 기업 제외       |       |
| (4) 평균이자발생부채를 이용할 수 없는 기업 제외         |       |
| (5) 충감용비용 및 영업이자보상비용을 이용할 수 없는 기업 제외 |       |
| 전체표본                                 | 2,460 |
| CSR활동의 우수표본                          | 642   |
| 지속가능보고서 발간표본                         | 90    |

## IV. 실증분석결과

### 1. 기술통계

주요변수의 기술통계량은 <표 2>와 같다. <표 2>에 의하면, 종속변수인 차기 연도의 타인자본비용인 부채이자율(COD)의 평균값은 0.062이며, 부채이자율스프레드(COD-S)와 산업조정 부채이자율스프레드(AJ-COD-S)의 평균값은 각각 0.016, 0.017인 것으로 나타났다. 본 연구의 관심변수인 당해 연도의 CSR활동 우수성여부의 더미변수(dCSR)의 평균값은 0.260으로 CSR활동이 우수한 기업으로 KEJ지수의 200대 기업에 포함된 기업수가 26%임을 알 수 있다. 통제변수로서 기업규모(SIZE)의 평균값은 26.557이며, 부채비율(LEV)의 평균값은 0.465로 총자산 대비 총부채의 비율이 46.5%인 것으로 나타났다. 총자산 대비 당기순이익이 차지하는 비율을 나타내는 총자산이익률(ROA)의 평균값은 0.031로 3.1%이며, 유형자산비율(PPE)의 평균값은 0.324로 총자산 대비 유형자산이 차지하는 비율이 32.4%이다. 영업이자보상비용의 평균값은 10.938로 나타났다.

하였다.

〈표 2〉 기술통계(N : 2,460)

|          | 최소값    | 최대값     | 평균     | 중위수    | 표준편차   |
|----------|--------|---------|--------|--------|--------|
| COD      | 0.029  | 0.124   | 0.062  | 0.059  | 0.021  |
| COD-S    | -0.024 | 0.080   | 0.016  | 0.013  | 0.021  |
| AJ-COD-S | -0.022 | 0.090   | 0.017  | 0.014  | 0.024  |
| dCSR     | 0.000  | 1.000   | 0.260  | 0.000  | 0.439  |
| dSR      | 0.000  | 1.000   | 0.036  | 0.000  | 0.187  |
| SIZE     | 22.712 | 32.306  | 26.557 | 26.262 | 1.523  |
| LEV      | 0.134  | 0.819   | 0.465  | 0.469  | 0.176  |
| ROA      | -0.179 | 0.169   | 0.031  | 0.036  | 0.069  |
| PPE      | 0.016  | 0.735   | 0.324  | 0.317  | 0.180  |
| OICR     | -6.970 | 132.680 | 10.938 | 9.989  | 22.466 |
| dSM      | 0.000  | 1.000   | 0.284  | 0.000  | 0.451  |
| dAEF     | 0.000  | 1.000   | 0.500  | 1.000  | 0.500  |

주) COD=차기 연도의 부채이자율(총금융비용/평균이자발생부채), COD-S=차기 연도의 부채이자율스프레드[(총금융비용/평균이자발생부채)-국고채 3년만기 이자율], AJ-COD-S=차기 연도의 산업조정 부채이자율스프레드, dCSR=CSR활동 우수성여부의 더미변수[경제정의연구소(KEJI)에서 발표한 CSR 활동이 우수한 기업으로서 상위 200대 기업에 포함되면 1, 그렇지 않으면 0], dSR=지속가능보고서 발간여부(지속가능보고서를 발간하면 1, 그렇지 않으면 0), SIZE=기업규모(총자산의 자연로그 값), LEV=부채비율(총부채/총자산), ROA=총자산이익률(당기순이익/기초총자산), PPE=유형자산비율(유형자산/총자산), OICR=영업이자보상비율(영업이익/이자비용), dSM=중소기업 더미변수(중소기업이면 1, 그렇지 않으면 0), dAEF=자산효율성 더미변수(자산효율성이 낮으면 1, 그렇지 않으면 0)

## 2. 상관관계분석

본 연구의 주요변수 간 상관관계 분석결과는 <표 3>과 같다. <표 3>에 의하면, 차기 연도의 타인자본비용인 부채이자율(COD)은 당해 연도의 CSR활동 우수성여부(dCSR)와 1% 수준에서 음(-)의 상관성을 보이고 있으며, 또한 당해 연도의 dCSR이 차기 연도의 부채이자율스프레드(COD-S) 및 차기 연도의 산업조정 부채이자율스프레드(AJ-COD-S)와 각각 1% 수준에서 음(-)의 상관성을 보임에 따라 CSR활동이 우수한 기업이 그렇지 않은 기업에 비하여 타인자본비용 부담이 낮을 것으로 예측된다.

통제변수와 COD, COD-S 및 AJ-COD-S와의 상관관계 분석결과, 기업규모(SIZE)는 COD, COD-S 및 AJ-COD-S와 1% 수준에서 각각 음(-)의 상관관계를 나타냄으로써 규모가 큰 기업들이 타인자본비용이 낮을 것으로 예상된다. 부채비율(LEV)은 COD, COD-S 및 AJ-COD-S

S와 1% 수준에서 각각 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 검증됨에 따라 부채비율이 높은 기업일수록 채무불이행 가능성 때문에 높은 타인자본비용을 부담할 가능성을 예상해 볼 수 있다. 총 자산이익률(ROA)의 경우에는, COD, COD-S 및 AJ-COD-S와 1% 수준에서 각각 음(-)의 상관관계를 보임으로써 수익성이 좋은 기업일수록 타인자본비용이 낮을 것으로 예상되며, 유형자산비율(PPE)과 영업이자보상비율(OICR)이 COD, COD-S, AJ-COD-S와 1% 수준에서 각각 음(-)의 상관관계를 나타냄에 따라 자산담보여력이 높은 기업일수록, 영업이자보상비율이 높은 기업일수록 타인자본비용부담이 낮을 것으로 예상된다. 중소기업여부의 더미변수인 dSM과 자산효율성의 더미변수인 dAEF가 COD, COD-S 및 AJ-COD-S와 1%, 5% 수준에서 각각 양(+)의 상관관계를 보임으로써 중소기업들이 높은 타인자본비용을 부담할 것으로 예상되며, 자산효율성이 낮은 기업 또한 높은 타인자본비용을 부담할 것으로 예상된다.

〈표 3〉 상관관계분석(N : 2,460)

|          | COD                 | COD-S               | AJ-COD-S            | dCSR                | dSR                 | SIZE                | LEV                 | ROA                 | PPE                 | OICR                | dSM                | dAEF |
|----------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|--------------------|------|
| COD      | 1                   |                     |                     |                     |                     |                     |                     |                     |                     |                     |                    |      |
| COD-S    | 0.961**<br>(0.000)  | 1                   |                     |                     |                     |                     |                     |                     |                     |                     |                    |      |
| AJ-COD-S | 0.832**<br>(0.000)  | 0.853**<br>(0.000)  | 1                   |                     |                     |                     |                     |                     |                     |                     |                    |      |
| dCSR     | -0.108**<br>(0.000) | -0.109**<br>(0.000) | -0.102**<br>(0.000) | 1                   |                     |                     |                     |                     |                     |                     |                    |      |
| dSR      | -0.020<br>(0.313)   | -0.007<br>(0.722)   | -0.012<br>(0.548)   | 0.072**<br>(0.000)  | 1                   |                     |                     |                     |                     |                     |                    |      |
| SIZE     | -0.086**<br>(0.000) | -0.065**<br>(0.001) | -0.066**<br>(0.001) | 0.208**<br>(0.000)  | 0.421**<br>(0.000)  | 1                   |                     |                     |                     |                     |                    |      |
| LEV      | 0.196**<br>(0.000)  | 0.186**<br>(0.000)  | 0.178**<br>(0.000)  | -0.191**<br>(0.000) | 0.028<br>(0.165)    | 0.167**<br>(0.000)  | 1                   |                     |                     |                     |                    |      |
| ROA      | -0.266**<br>(0.000) | -0.253**<br>(0.000) | -0.254**<br>(0.000) | 0.222**<br>(0.000)  | -0.042*<br>(0.038)  | 0.188**<br>(0.000)  | -0.330**<br>(0.000) | 1                   |                     |                     |                    |      |
| PPE      | -0.112**<br>(0.000) | -0.115**<br>(0.000) | -0.109**<br>(0.000) | -0.054**<br>(0.008) | 0.063**<br>(0.002)  | 0.067**<br>(0.001)  | 0.153**<br>(0.000)  | -0.109**<br>(0.000) | 1                   |                     |                    |      |
| OICR     | -0.221**<br>(0.000) | -0.212**<br>(0.000) | -0.152**<br>(0.000) | -0.237*<br>(0.014)  | 0.004<br>(0.829)    | 0.052**<br>(0.010)  | -0.386**<br>(0.000) | 0.430**<br>(0.000)  | -0.134**<br>(0.000) | 1                   |                    |      |
| dSM      | 0.081**<br>(0.000)  | 0.079**<br>(0.000)  | 0.081**<br>(0.000)  | -0.160**<br>(0.000) | -0.118**<br>(0.000) | -0.556**<br>(0.000) | -0.093**<br>(0.000) | -0.183**<br>(0.000) | -0.056**<br>(0.000) | -0.074**<br>(0.000) | 1                  |      |
| dAEF     | 0.041*<br>(0.042)   | 0.058**<br>(0.004)  | 0.079**<br>(0.000)  | -0.102**<br>(0.000) | 0.047*<br>(0.019)   | 0.090**<br>(0.000)  | -0.108**<br>(0.000) | -0.206**<br>(0.000) | 0.028<br>(0.165)    | -0.091**<br>(0.000) | 0.054**<br>(0.007) | 1    |

주1) \*\*, \*는 각각 1%, 5% 수준에서 유의함을 나타냄

### 3. 평균차이분석

본 연구의 주요변수에 대한 평균차이분석은 <표 4>와 같다.

<표 4> 평균차이분석

| 패널A : CSR활동 우수성여부  |                          |        |                              |        |         |          |
|--------------------|--------------------------|--------|------------------------------|--------|---------|----------|
|                    | CSR활동의 우수표본<br>(N : 642) |        | CSR활동의 비우수표본<br>(N : 1,818)  |        | t통계량    | P값       |
|                    | 평균                       | 표준편차   | 평균                           | 표준편차   |         |          |
| COD                | 0.057                    | 0.019  | 0.063                        | 0.021  | -5.615  | 0.000*** |
| COD-S              | 0.012                    | 0.019  | 0.017                        | 0.021  | -5.701  | 0.000*** |
| AJ-COD-S           | 0.012                    | 0.022  | 0.018                        | 0.024  | -5.313  | 0.000*** |
| SIZE               | 27.090                   | 1.615  | 26.369                       | 1.444  | 9.988   | 0.000*** |
| LEV                | 0.409                    | 0.161  | 0.485                        | 0.176  | -10.074 | 0.000*** |
| ROA                | 0.057                    | 0.048  | 0.022                        | 0.073  | 13.702  | 0.000*** |
| PPE                | 0.308                    | 0.156  | 0.330                        | 0.187  | -2.904  | 0.004*** |
| OICR               | 19.905                   | 27.950 | 7.772                        | 19.209 | 10.183  | 0.000*** |
| dSM                | 0.163                    | 0.370  | 0.327                        | 0.460  | -8.980  | 0.000*** |
| dAEF               | 0.414                    | 0.492  | 0.530                        | 0.499  | -5.129  | 0.000*** |
| 패널B : 지속가능보고서 발간여부 |                          |        |                              |        |         |          |
|                    | 지속가능보고서<br>발간표본 (N : 90) |        | 지속가능보고서<br>비발간표본 (N : 2,370) |        | t통계량    | P값       |
|                    | 평균                       | 표준편차   | 평균                           | 표준편차   |         |          |
| COD                | 0.059                    | 0.020  | 0.061                        | 0.021  | -1.009  | 0.313    |
| COD-S              | 0.015                    | 0.021  | 0.016                        | 0.021  | -0.356  | 0.722    |
| AJ-COD-S           | 0.015                    | 0.024  | 0.017                        | 0.024  | -0.601  | 0.548    |
| SIZE               | 27.850                   | 1.374  | 26.432                       | 1.382  | 23.026  | 0.000*** |
| LEV                | 0.491                    | 0.183  | 0.464                        | 0.175  | 1.388   | 0.165    |
| ROA                | 0.046                    | 0.067  | 0.030                        | 0.069  | 2.072   | 0.038**  |
| PPE                | 0.383                    | 0.176  | 0.322                        | 0.179  | 3.147   | 0.002*** |
| OICR               | 11.439                   | 20.980 | 10.919                       | 22.524 | 0.216   | 0.829    |
| dSM                | 0.011                    | 0.105  | 0.295                        | 0.456  | -19.554 | 0.000*** |
| dAEF               | 0.622                    | 0.487  | 0.495                        | 0.500  | 2.413   | 0.018**  |

주1) \*\*\*, \*\*는 1%, 5% 수준에서 유의함을 나타냄

패널A는 차기 연도의 타인자본비용인 부채이자율(COD), 부채이자율스프레드(COD-S) 및 산업조정 부채이자율스프레드(AJ-COD-S)와 통제변수에 대하여 두 표본 간[CSR활동 우수표본과 CSR활동 비우수표본]의 평균차이 분석결과를 나타내며, 패널B는 지속가능보고서를 발간하는 표본과 비발간표본에 대한 평균차이 분석결과를 나타낸다.

패널A의 결과에 따르면, 차기 연도의 부채이자비용(COD)에 대하여 당해 연도의 CSR활동 우수표본의 평균값은 0.057이며, 비우수표본의 평균값은 0.063으로서 CSR활동 우수표본의 평균값이 더 작았으며, 1% 수준에서 유의한 차이를 나타내었다. 또한 COD-S의 경우에도 당해 연도의 CSR활동 우수표본의 평균값은 0.012, 비우수표본의 평균값은 0.017로, AJ-COD-S의 경우에도 당해 연도의 CSR활동 우수표본의 평균값은 0.012, 비우수표본의 평균값은 0.018로 CSR활동 우수표본의 평균값이 더 작았으며, 1% 수준에서 각각 유의한 차이를 보임으로써 CSR활동이 우수한 기업의 타인자본비용부담이 낮은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 채권자들이 채무불이행 가능성을 평가하는데 있어 CSR활동을 고려하고 있음을 의미한다. 한편, 패널A의 결과에 의하면 CSR활동이 우수한 기업들이 규모가 크고 부채비율과 유형자산비율이 낮으며, 수익성과 영업이익자보상비율이 높은 것으로 나타났다.

패널B에서 지속가능보고서를 발간하는 기업이 비발간기업에 비하여 차기 연도의 타인자본비용인 부채이자율(COD)과 부채이자율스프레드(COD-S) 및 산업조정 부채이자율스프레드(AJ-COD-S)의 평균값이 더 작았으나 유의한 차이를 보이지 않음으로써 지속가능보고서 발간여부가 타인자본비용에 미치는 영향은 발견하지 못하였다. 패널B의 결과에 의하면 지속가능보고서를 발간하는 기업들이 대체적으로 규모가 크고 수익성이 좋으며 유형자산비율이 높은 것으로 나타났다. 이상의 패널A와 패널B의 결과를 종합해 보면, CSR활동이 우수한 기업들은 낮은 타인자본비용을 부담하고 있지만 지속가능보고서 발간여부는 타인자본비용에 영향을 미치지 못하였다. CSR활동이 우수한 기업과 지속가능보고서를 발간하는 기업 모두 공통적으로 규모가 크고 수익성이 좋은 것으로 나타났다.

#### 4. CSR활동이 타인자본비용에 미치는 영향

<표 5>는 가설1를 검증한 결과로서 통제변수를 포함한 다변량 회귀분석결과를 나타낸다. <표 5>에서, 당해 연도의 CSR활동 우수성여부(dCSR)가 차기 연도의 부채이자율(COD), 부채이자율스프레드(COD-S) 및 산업조정 부채이자율스프레드(AJ-COD-S)에 미치는 영향에 대한 계수값(t값)은  $-0.004(-2.362)$ ,  $-0.004(-2.342)$ ,  $-0.003(-1.770)$ 으로 각각 5%, 10% 수준에서 음(-)의 관련성을 보임에 따라 CSR활동이 우수한 기업이 그렇지 않은 기업에 비하여 타인자본비용이 낮은 것으로 나타났다. 이는 CSR활동이 경영자와 채권자 사이의 정보비대칭을 감소시키고 또한 미래에 발생할 채무불이행에 대한 추정위험을 줄일 수 있기 때문에 채권자들이 더 낮은 위험프리미엄을 요구함에 따라 타인자본비용이 낮아진 것으로 해석된다.

〈표 5〉 CSR활동이 타인자본비용에 미치는 영향(N : 2,460)

$$(COD, COD-S, AJ-COD-S)_{t+1} = \alpha + \beta_1 dCSR_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEV_t + \beta_4 ROA_t + \beta_5 PPE_t + \beta_6 OCIR_t + \beta_7 dSM_t + \beta_8 dAEF_t + \beta_9 dIND_t + \beta_{10} dYR_t + \epsilon_t \quad (1식)$$

|                     | COD               | COD-S             | AJ-COD-S          |
|---------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
|                     | 회귀계수(t값)          | 회귀계수(t값)          | 회귀계수(t값)          |
| Intercept           | 0.081(9.154)      | 0.026(2.931)      | 0.027(2.686)      |
| dCSR                | -0.004(-2.362)**  | -0.004(-2.342)**  | -0.003(-1.770)*   |
| SIZE                | -0.001(-1.979)**  | -0.001(-0.889)    | -0.001(-1.112)    |
| LEV                 | 0.016(5.663)***   | 0.015(5.316)***   | 0.019(6.078)***   |
| ROA                 | -0.054(-7.733)*** | -0.051(-7.262)*** | -0.066(-8.119)*** |
| PPE                 | -0.019(-8.410)*** | -0.019(-8.489)*** | -0.021(-7.882)*** |
| OCIR                | -0.004(-4.926)*** | -0.004(-4.687)*** | -0.001(-1.127)    |
| dSM                 | 0.001(0.606)      | 0.001(1.117)      | 0.002(1.201)      |
| dAEF                | 0.001(0.749)      | 0.001(1.485)      | 0.003(2.750)***   |
| dIND                | 포함                | 포함                | 포함                |
| dYR                 | 포함                | 포함                | 포함                |
| VIF(max.)           | 1.6               | 1.6               | 1.6               |
| Adj. R <sup>2</sup> | 0.119             | 0.110             | 0.101             |
| F-value             | 42.458            | 39.142            | 35.399            |

주1) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄

주2) COD=차기 연도의 부채이자율(총금융비용/평균이자발생부채), COD-S=차기 연도의 부채이자율스프레드[총금융비용/평균이자발생부채-국고채 3년 만기 이자율], AJ-COD-S=차기 연도의 산업조정 부채이자율스프레드, dCSR=CSR활동 우수성여부의 더미변수[경제정의연구소(KEJI)에서 발표한 CSR활동이 우수한 기업으로서 상위 200대 기업에 포함되면 1, 그렇지 않으면 0], SIZE=기업규모(총자산의 자연로그 값), LEV=부채비율(총부채/총자산), ROA=총자산이익률(당기순이익/기초총자산), PPE=유형자산비율(유형자산/총자산), OCIR=영업이자보상비율(영업이익/이자비용), dSM=중소기업 더미변수(중소기업이면 1, 그렇지 않으면 0), dAEF=자산효율성 더미변수(자산효율성이 낮으면 1, 그렇지 않으면 0), dIND=산업 더미변수(해당산업에 속하면 1, 그렇지 않으면 0), dYR=연도 더미변수(해당연도에 속하면 1, 그렇지 않으면 0)

통제변수를 살펴보면, 기업규모(SIZE)는 COD와 5% 수준에서 음(-)의 영향관계를 보임에 따라 규모가 큰 기업들이 타인자본비용부담이 낮은 것으로 나타났으며, 선행연구결과와 일치한다(김경태, 2006 ; Byun, 2007 ; Jiang, 2008 ; Bharath et al., 2008 ; Ge and Kim, 2010 ; Kim et al., 2011 ; 곽수근·박종일, 2011 ; 박종일·박찬웅, 2011 ; 박종일 등, 2011 ; 박종일·김명인, 2013 ; 박종일·노희천, 2014). 부채비율(LEV)은 COD, COD-S 및 AJ-COD-S와 1% 수준에서 각각 양(+)의 영향관계를 나타냄에 따라 선행연구들(Pittman and Fortin, 2004 ; 김경태, 2006 ;

Byun, 2007 ; Bharath et al., 2008 ; 곽수근 · 박종일, 2011 ; 박종일 등, 2011 ; 박종일 · 박찬웅, 2011 ; 박종일 · 김명인, 2013 ; 박종일 · 노희천, 2014)과 마찬가지로 부채비율이 높은 기업들이 높은 타인자본비용을 부담하는 것으로 나타났다. 총자산이익률(ROA)의 경우, COD, COD-S 및 AJ-COD-S와 1% 수준에서 각각 음(-)의 영향관계를 보임에 따라 수익성이 좋은 기업일수록 타인자본비용이 낮은 것으로 나타났으며, 김경태(2006), Dhaliwal et al.(2008), Kim et al.(2011), 박종일 · 노희천(2014) 등의 연구와 일치한다. 유형자산비율(PPE)의 경우에도 COD, COD-S 및 AJ-COD-S와 1% 수준에서 각각 음(-)의 영향관계를 보임에 따라 자산담보여력이 높은 기업일수록 타인자본비용부담이 낮음을 알 수 있으며, 선행연구결과와 일치한다(김경태, 2006 ; Bharath et al., 2008 ; Kim et al., 2011 ; 곽수근 · 박종일, 2011 ; 박종일 · 박찬웅, 2011 ; 박종일 · 김명인, 2013). 그 밖에 영업이자보상비율(OICR)은 COD, COD-S와 1% 수준에서 각각 유의한 음(-)의 관련성을 보임으로써 영업이자보상비율이 높은 기업들이 타인자본비용이 낮았으며, 자산효율성(dAEF)이 AJ-COD-S와 1% 수준에서 유의한 양(+)의 영향관계를 보임으로써 자산효율성이 낮은 기업들이 타인자본비용 부담이 높은 것으로 나타났다.

## 5. 기업규모에 따른 CSR활동과 타인자본비용과의 관련성

<표 6>은 가설2를 검증한 결과로서 통제변수를 포함한 다변량 회귀분석결과를 나타낸다. 선행연구들(동학림 · 김문겸, 2013 ; 이진희 · 정상진, 2014)에서 논의된 바와 같이 중소기업여부(dSM)가 차기 연도의 부채이자율스프레드(COD-S)와 산업조정 부채이자율스프레드(AJ-COD-S)에 미치는 영향은 각각 10% 수준에서 양(+)의 영향관계를 나타냄으로써 대기업에 비하여 높은 이자비용을 부담하는 것으로 나타났다. 그러나 CSR활동 우수성여부와 중소기업여부의 상호작용항(dCSR \*dSM)이 차기 연도의 부채이자율(COD)에 미치는 영향에 대한 계수값(t값)은 -0.005(-2.078), 부채이자율스프레드(COD-S)에 미치는 영향에 대한 계수값(t값)은 -0.005(-2.108), 산업조정 부채이자율스프레드(AJ-COD-S)에 미치는 영향에 대한 계수값(t값)은 -0.006(-2.307)으로 각각 5% 수준에서 음(-)의 관련성을 보였다. 이러한 결과에 근거해 볼 때, 중소기업들이 높은 타인자본비용을 부담하고 있지만 CSR활동이 우수한 기업들의 경우에는 타인자본비용이 낮음을 알 수 있다. CSR활동이 적극적인 중소기업의 경우에는 정보비대칭 문제와 경영위험에 대한 불확실성이 낮아질 수 있으며, 따라서 채권자들이 인지하는 정보위험과 채무불이행의 추정위험이 감소함에 따라 타인자본비용의 감소효과가 큰 것으로 해석된다.

중소기업의 재정적 열악함 때문에 CSR활동에 대한 실행이 미흡한 현실을 고려할 때, 이러한 결과는 중소기업의 CSR활동을 촉진시킬 수 있다는 차원에서 동기유인이 될 수 있을 것이며, 또한 CSR활동을 바람직한 방향으로 유인하는데 견인자 역할을 해야 하는 자본시장참여자들에게 시사하는 바가 크다.

〈표 6〉 기업규모에 따른 CSR활동과 타인자본비용과의 관련성(N : 2,460)

$$(COD, COD-S, AJ-COD-S)_{t+1} = \alpha + \beta_1 dCSR_t + \beta_2 dCSR_t * dSM_t + \beta_3 SIZE_t + \beta_4 LEV_t + \beta_5 ROA_t + \beta_6 PPE_t + \beta_7 OCIR_t + \beta_8 dSM_t + \beta_9 dAEF_t + \beta_{10} dIND + \beta_{11} dYR + \epsilon_t \quad (1식)$$

|                     | COD               | COD-S             | AJ-COD-S          |
|---------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
|                     | 회귀계수(t값)          | 회귀계수(t값)          | 회귀계수(t값)          |
| Intercept           | 0.081(9.222)      | 0.027(2.999)      | 0.028(2.761)      |
| dCSR                | -0.003(-1.365)    | -0.003(-1.359)    | -0.003(-1.178)    |
| dCSR*dSM            | -0.005(-2.078)**  | -0.005(-2.108)**  | -0.006(-2.307)**  |
| SIZE                | -0.001(-2.067)**  | -0.001(-0.979)    | -0.001(-1.211)    |
| LEV                 | 0.015(5.633)***   | 0.014(5.286)***   | 0.019(6.045)***   |
| ROA                 | -0.053(-7.558)*** | -0.050(-7.086)*** | -0.064(-7.927)*** |
| PPE                 | -0.019(-8.425)*** | -0.019(-8.504)*** | -0.021(-7.899)*** |
| OCIR                | -0.004(-5.032)*** | -0.004(-4.795)*** | -0.001(-1.248)    |
| dSM                 | 0.002(1.298)      | 0.002(1.788)*     | 0.003(1.936)*     |
| dAEF                | 0.001(0.705)      | 0.001(1.441)      | 0.003(2.704)***   |
| dIND                | 포함                | 포함                | 포함                |
| dYR                 | 포함                | 포함                | 포함                |
| VIF(max.)           | 1.6               | 1.6               | 1.6               |
| Adj. R <sup>2</sup> | 0.120             | 0.112             | 0.102             |
| F-value             | 38.271            | 35.335            | 32.112            |

주1) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄

주2) COD=차기 연도의 부채이자율(총금융비용/평균이자발생부채), COD-S=차기 연도의 부채이자율스프레드[(총금융비용/평균이자발생부채)-국고채 3년 만기 이자율], AJ-COD-S=차기 연도의 산업조정 부채이자율스프레드, dCSR=CSR활동 우수성여부의 더미변수[경제정의연구소(KEJI)에서 발표한 CSR활동이 우수한 기업으로서 상위 200대 기업에 포함되면 1, 그렇지 않으면 0], dCSR\*dSM=CSR활동 우수성여부와 중소기업여부의 상호작용항, SIZE=기업규모(총자산의 자연로그 값), LEV=부채비율(총부채/총자산), ROA=총자산이익률(당기순이익/기초총자산), PPE=유형자산비율(유형자산/총자산), OCIR=영업이자보상비율(영업이익/이자비용), dSM=중소기업 더미변수(중소기업이면 1, 그렇지 않으면 0), dAEF=자산효율성 더미변수(자산효율성이 낮으면 1, 그렇지 않으면 0), dIND=산업 더미변수(해당산업에 속하면 1, 그렇지 않으면 0), dYR=연도 더미변수(해당연도에 속하면 1, 그렇지 않으면 0).

## 6. 자산효율성 따른 CSR활동과 타인자본비용과의 관련성

〈표 7〉은 가설3을 검증한 결과로서 통제변수를 포함한 다변량 회귀분석결과를 나타낸다. 중소기업의 경우에는 당해 연도의 CSR활동 우수성여부와 자산효율성의 상호작용항(dCSR\*dAEF)이 차기 연도의 부채이자율(COD), 부채이자율스프레드(COD-S) 및 산업조정 부채이자율스프레드(AJ-COD-S)에 미치는 영향에 대한 계수값(t값)은 -0.001(-0.657), -0.002(-0.390), -0.006

(-1.026)으로 각각 음(-)의 관련성을 보이고 있으나 유의한 관련성을 발견하지 못하였다. 그러나 대기업을 경우에는  $dCSR \cdot dAEF$ 가 COD 및 AJ-COD-S에 미치는 영향에 대한 계수값이 -0.004(-1.766), -0.004(-1.818)로 10% 수준에서 각각 음(-)의 관련성을 보이고 있어 중소기업의 경우와는 다른 결과를 보였다. 이러한 결과는 CSR활동이 우수한 기업일지라도 자산의 효율성이 낮은 기업에 대해서는 대리인 문제의 발생가능성이 클 것으로 예상하여 채권자들이 CSR활동으로 인한 타인자본비용의 감소효과를 할인하여 평가하고 있으며, 상대적으로 중소기업에서 할인효과가 큰 것으로 해석해 볼 수 있다. 이러한 결과는 기업의 경영자들로 하여금 CSR활동을 보다 바람직한 방향으로 실행할 필요가 있음을 시사한다.

〈표 7〉 자산효율성에 따른 CSR활동과 타인자본비용과의 관련성(N : 2,460)

$$(COD, COD-S, AJ-COD-S)_{t+1} = \alpha + \beta_1 dCSR_t + \beta_2 dCSR_t \cdot dAEF_t + \beta_3 SIZE_t + \beta_4 LEV_t + \beta_5 ROA_t + \beta_6 PPE_t + \beta_7 OICR_t + \beta_8 dAEF_t + \beta_9 dIND + \beta_{10} dYR + \epsilon_t \quad (1식)$$

|                     | 대기업(N : 1,759)        |                       |                       | 중소기업(N : 701)         |                       |                       |
|---------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
|                     | COD                   | COD-S                 | AJ-COD-S              | COD                   | COD-S                 | AJ-COD-S              |
|                     | 회귀계수<br>(t값)          | 회귀계수<br>(t값)          | 회귀계수<br>(t값)          | 회귀계수<br>(t값)          | 회귀계수<br>(t값)          | 회귀계수<br>(t값)          |
| Intercept           | 0.078<br>(8.553)      | 0.024<br>(2.637)      | 0.024<br>(2.334)      | 0.085<br>(2.886)      | 0.019<br>(0.645)      | 0.026<br>(0.757)      |
| dCSR                | -0.001<br>(-0.419)    | -0.001<br>(-0.250)    | -0.001<br>(-0.778)    | -0.001<br>(-0.511)    | -0.002<br>(-0.808)    | -0.002<br>(-0.589)    |
| dCSR*dAEF           | -0.004*<br>(-1.766)   | -0.003<br>(-1.570)    | -0.004*<br>(-1.818)   | -0.001<br>(-0.657)    | -0.002<br>(-0.390)    | -0.006<br>(-1.026)    |
| SIZE                | -0.001*<br>(-1.845)   | -0.001<br>(-0.824)    | -0.001<br>(-0.961)    | -0.001<br>(-0.657)    | -0.001<br>(-0.029)    | -0.001<br>(-0.264)    |
| LEV                 | 0.017***<br>(5.249)   | 0.015***<br>(4.649)   | 0.019***<br>(5.187)   | 0.016***<br>(3.048)   | 0.017***<br>(3.215)   | 0.023***<br>(3.628)   |
| ROA                 | -0.025***<br>(-2.703) | -0.023**<br>(-2.516)  | -0.044***<br>(-4.146) | -0.082***<br>(-6.993) | -0.079***<br>(-6.816) | -0.081***<br>(-5.886) |
| PPE                 | -0.017***<br>(-6.520) | -0.019***<br>(-7.066) | -0.019***<br>(-6.226) | -0.021***<br>(-4.753) | -0.018***<br>(-4.134) | -0.024***<br>(-4.570) |
| OICR                | -0.001***<br>(-4.491) | -0.001***<br>(-4.428) | -0.001<br>(-0.699)    | -0.001**<br>(-2.429)  | -0.001**<br>(-2.028)  | -0.001<br>(-1.238)    |
| dAEF                | 0.001<br>(0.728)      | 0.001<br>(1.239)      | 0.003**<br>(2.318)    | 0.002<br>(1.009)      | 0.003<br>(1.393)      | 0.005**<br>(2.432)    |
| dIND                | 포함                    | 포함                    | 포함                    | 포함                    | 포함                    | 포함                    |
| dYR                 | 포함                    | 포함                    | 포함                    | 포함                    | 포함                    | 포함                    |
| VIF(max.)           | 2.1                   | 2.1                   | 1.5                   | 1.7                   | 1.7                   | 1.5                   |
| Adj. R <sup>2</sup> | 0.077                 | 0.073                 | 0.061                 | 0.203                 | 0.190                 | 0.174                 |
| F-value             | 19.408                | 18.185                | 15.160                | 23.334                | 21.585                | 19.400                |

주1) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄

주2) COD=차기 연도의 부채이자율(총금융비용/평균이자발생부채), COD-S=차기 연도의 부채이자율스프레드[(총금융비용/평균이자발생부채)-국고채 3년 만기 이자율], AJ-COD-S=차기 연도의 산업조정 부채이자율스프레드, dCSR=CSR활동 우수성여부의 더미변수[경제정의연구소(KEJI)에서 발표한 CSR활동이 우수한 기업으로서 상위 200대 기업에 포함되면 1, 그렇지 않으면 0], dCSR\*dAEF=CSR활동 우수성여부와 자산효율성의 상호작용항, SIZE=기업규모(총자산의 자연로그 값), LEV=부채비율(총부채/총자산), ROA=총자산이익률(당기순이익/기초총자산), PPE=유형자산비율(유형자산/총자산), OCIR=영업이자보상비율(영업이익/이자비용), dAEF=자산효율성의 더미변수(자산효율성이 낮으면 1, 그렇지 않으면 0), dIND=산업 더미변수(해당산업에 속하면 1, 그렇지 않으면 0), dYR=연도 더미변수(해당연도에 속하면 1, 그렇지 않으면 0)

## 7. 지속가능보고서 발간이 타인자본비용에 미치는 영향

<표 8>에서, 지속가능보고서 발간여부의 더미변수(dSR)가 COD, COD-S, AJ-COD-S에 미치는 영향에 대한 계수값(t값)은  $-0.002(-0.979)$ ,  $-0.003(-1.169)$ ,  $-0.003(-0.908)$ 으로서 각각 음(-)의 관련성을 나타내고 있으나 유의하지 않은 것으로 나타났다.

<표 8> 지속가능보고서 발간이 타인자본비용에 미치는 영향(N : 2,460)

$$(COD, COD-S, AJ-COD-S)_{t+1} = \alpha + \beta_1 dSR_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEV_t + \beta_4 ROA_t + \beta_5 PPE_t + \beta_6 OCIR_t + \beta_7 dSM_t + \beta_8 dAEF_t + \beta_9 dIND + \beta_{10} dYR + \epsilon_t \quad (1식)$$

|                     | COD               | COD-S             | AJ-COD-S          |
|---------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
|                     | 회귀계수(t값)          | 회귀계수(t값)          | 회귀계수(t값)          |
| Intercept           | 0.086(8.855)      | 0.032(3.295)      | 0.033(2.953)      |
| dSR                 | -0.002(-0.979)    | -0.003(-1.169)    | -0.003(-0.908)    |
| SIZE                | -0.001(-2.349)**  | -0.001(-1.492)    | -0.001(-1.574)    |
| LEV                 | 0.016(5.907)***   | 0.015(5.630)***   | 0.020(6.370)***   |
| ROA                 | -0.054(-7.706)*** | -0.051(-7.238)*** | -0.066(-8.104)*** |
| PPE                 | -0.019(-8.436)*** | -0.019(-8.516)*** | -0.021(-7.898)*** |
| OCIR                | -0.005(-5.018)*** | -0.004(-4.817)*** | -0.001(-1.232)    |
| dSM                 | 0.001(0.471)      | 0.001(0.959)      | 0.001(1.079)      |
| dAEF                | 0.001(0.866)      | 0.001(1.659)      | 0.003(2.917)***   |
| dIND                | 포함                | 포함                | 포함                |
| dYR                 | 포함                | 포함                | 포함                |
| VIF(max.)           | 1.9               | 1.9               | 1.9               |
| Adj. R <sup>2</sup> | 0.119             | 0.110             | 0.101             |
| F-value             | 42.532            | 39.184            | 35.382            |

주1) \*\*\*, \*\*는 각각 1%, 5% 수준에서 유의함을 나타냄

주2) COD=차기 연도의 부채이자율(총금융비용/평균이자발생부채), COD-S=차기 연도의 부채이자율스프레드[(총금융비용/평균이자발생부채)-국고채 3년 만기 이자율], AJ-COD-S=차기 연도의 산업조정 부채이자율스프레드, dSR=지속가능보고서 발간여부(지속가능보고서를 발간하면 1, 그렇지 않으면 0), SIZE=기업규모(총자산의 자연로그 값), LEV=부채비율(총부채/총자산), ROA=총자산이익률(당기순이익/기초총자산), PPE=유형자산비율(유형자산/총자산), OCIR=영업이자보상비율(영업이익/이자비용), dSM=중소기업 더미변수(중소기업이면 1, 그렇지 않으면 0), dAEF=자산효율성 더미변수(자산효율성이 낮으면 1, 그렇지 않으면 0), dIND=산업 더미변수(해당산업에 속하면 1, 그렇지 않으면 0), dYR=연도 더미변수(해당연도에 속하면 1, 그렇지 않으면 0)

이러한 결과에 근거해 볼 때, 채권자들이 기업의 CSR활동이 우수한 기업에 대해서는 미래에 발생할 위험을 낮게 인지할 가능성이 있으나 지속가능보고서 발간 자체에 대해서는 긍정적인 평가를 하지 못하는 것으로 해석된다. 지속가능보고서를 발간하는 기업의 경우, CSR활동에 대한 적극적인 노력을 반영하고 있지만 선행연구(김종대·조문기, 2007; 윤진수, 2009; 최종서, 2010)에서 지적된 것처럼 공시의 질에 대한 신뢰성이 저하된다는 점에서 크게 의미를 부여하지 않은 결과일 수도 있다. 이러한 결과는 시장의 원리에 의해 자발적인 CSR활동을 촉진하려는 정부정책의 실효성에 의미를 부여할 수 있지만 지속가능보고서의 신뢰성을 검증하기 위한 방안도 고려되어야함을 시사한다.

## 8. 강건성 확보를 위한 추가분석

### 가. 대응표본을 이용한 분석

KEJI지수의 200대 기업에 포함된 기업과 지속가능보고서를 발간하는 기업의 표본수가 많아 분석결과의 편이가 발생할 수 있기 때문에 대응표본을 이용하여 분석을 실시함으로써 연구결과의 강건성을 확보하고자 한다. <표 4>의 평균차이 분석에서 알 수 있듯이 CSR활동이 우수한 기업이나 지속가능보고서를 발간하는 기업들은 규모(SIZE)가 큰 기업들이며, 기업규모가 클수록 타인자본비용이 낮은 것으로 나타나고 있어(<표 3>) CSR활동의 우수성여부나 지속가능보고 발간여부 보다는 규모효과의 영향 때문에 타인자본비용이 낮아지는 결과를 가져올 수 있기 때문이다. 본 연구의 목적을 위하여 전체표본에서 CSR활동이 우수한 기업으로서 KEJI지수의 200대 기업에 포함된 기업(642개 기업)과 동일 연도에 동일 산업에서 기업규모가 유사한 기업을 2배수 선정하여 통제표본(1,284개 기업)으로 선정하였으며 대응표본(1,926개 기업)이 분석에 사용되었다. 또한 지속가능보고서를 발간한 기업(90개 기업)과 동일 연도에 동일 산업에서 기업규모가 유사한 기업을 2배수 선정하여 통제표본(180개 기업)으로 선정하였으며 270개 기업의 대응표본이 분석에 사용되었다<sup>15)</sup>.

15) 선행연구에서는 일반적으로 통제표본을 3배수 선정하고 있으나 CSR활동이 우수하지 않은 기업의 표본수가 많지 않아 2배수 선정하였다.

〈표 9〉 CSR활동이 타인자본비용에 미치는 영향 : 대응표본분석

$$(COD, COD-S, AJ-COD-S)_{t+1} = \alpha + \beta_1 dCSR_t / dSR_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEV_t + \beta_4 ROA_t + \beta_5 PPE_t + \beta_6 OCIR_t + \beta_7 dSM_t + \beta_8 dAEF_t + \beta_9 dIND + \beta_{10} dYR + \epsilon_t \quad (1식)$$

패널A : CSR활동 우수성여부(N : 1,926)

|                     | COD               | COD-S             | AJ-COD-S          |
|---------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
|                     | 회귀계수(t값)          | 회귀계수(t값)          | 회귀계수(t값)          |
| Intercept           | 0.064(35.091)     | 0.018(10.028)     | 0.016(7.775)      |
| dCSR                | -0.004(-2.381)**  | -0.004(-2.143)**  | -0.003(-1.876)*   |
| SIZE                | -0.001(-1.991)**  | -0.001(-0.998)    | -0.001(-1.126)    |
| LEV                 | 0.014(5.336)**    | 0.014(5.261)**    | 0.018(5.989)**    |
| ROA                 | -0.057(-8.254)*** | -0.052(-7.569)*** | -0.067(-8.484)*** |
| PPE                 | -0.019(-8.482)*** | -0.019(-8.527)*** | -0.021(-7.927)*** |
| OICR                | -0.004(-4.953)*** | -0.004(-4.701)*** | -0.001(-1.144)    |
| dSM                 | 0.002(1.882)*     | 0.002(1.829)*     | 0.002(2.059)**    |
| dAEF                | 0.001(0.298)      | 0.001(1.315)      | 0.002(2.562)**    |
| dIND                | 포함                | 포함                | 포함                |
| dYR                 | 포함                | 포함                | 포함                |
| VIF(max.)           | 1.4               | 1.4               | 1.4               |
| Adj. R <sup>2</sup> | 0.119             | 0.110             | 0.101             |
| F-value             | 42.908            | 44.624            | 40.275            |

패널B : 지속가능보고서 발간여부(N : 270)

|                     | COD               | COD-S             | AJ-COD-S          |
|---------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
|                     | 회귀계수(t값)          | 회귀계수(t값)          | 회귀계수(t값)          |
| Intercept           | 0.063(35.932)     | 0.018(1.038)      | 0.016(7.717)      |
| dSR                 | -0.001(-0.035)    | -0.001(-0.584)    | -0.001(-0.255)    |
| SIZE                | -0.001(-1.968)**  | -0.001(-0.869)    | -0.001(-1.120)    |
| LEV                 | 0.015(5.504)***   | 0.014(5.430)***   | 0.019(6.171)***   |
| ROA                 | -0.057(-8.332)*** | -0.053(-7.686)*** | -0.068(-8.585)*** |
| PPE                 | -0.019(-8.452)*** | -0.020(-8.529)*** | -0.021(-7.911)*** |
| OICR                | -0.004(-5.114)*** | -0.004(-4.881)*** | -0.001(-1.296)    |
| dSM                 | 0.002(2.042)**    | 0.002(2.078)**    | 0.002(2.272)**    |
| dAEF                | 0.001(0.386)      | 0.001(1.378)      | 0.003(2.646)***   |
| dIND                | 포함                | 포함                | 포함                |
| dYR                 | 포함                | 포함                | 포함                |
| VIF(max.)           | 1.4               | 1.4               | 1.4               |
| Adj. R <sup>2</sup> | 0.119             | 0.110             | 0.101             |
| F-value             | 47.732            | 44.442            | 40.508            |

주) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄

분석결과, 패널A에서 CSR활동 우수성여부(dCSR)가 타인자본비용(COD, COD-S, AJ-COD-S)에 미치는 영향에 대한 계수값(t값)은  $-0.004(-2.381)$ ,  $-0.004(-2.143)$ ,  $-0.003(-1.876)$ 으로 5%, 10% 수준에서 음(-)의 영향관계를 보이고 있어 <표 5>의 결과와 유사한 결과를 나타내었다. 또한 패널B에서 지속가능보고서 발간여부(dSR)가 타인자본비용(COD, COD-S, AJ-COD-S)에 미치는 영향에 대한 계수값(t값)은  $-0.001(-0.035)$ ,  $-0.001(-0.584)$ ,  $-0.001(-0.255)$ 로 음(-)의 영향관계를 보이고 있으나 유의하지 않음으로써 <표 8>의 결과와 유사한 결과를 나타내었다.

#### 나. 타인자본비용의 장기관점 분석

가설1을 검증하기 위한 분석모형 (1식)에서  $t+1$ 기의 타인자본비용을 사용함으로써 원인과 결과에 대한 시간적 선행관계를 이용하여 인과관계를 검증하였으나 연구결과의 강건성 확보차원에서  $t+2$ 기,  $t+3$ 기의 타인자본비용을 이용하여 분석한다. 타인자본 즉 차입부채의 만기가 모든 기업이 1년 일 수는 없으며, 일반적으로 3년 정도의 평균 만기구조를 가진다면 타인자본비용 측정시점인  $t+1$  시점의 평균이자율은 형식적인 측면에서 CSR활동 이후의 측정치이지만 실제로는 CSR활동이전의 차입계약에 의한 결과일 가능성이 있다<sup>16)</sup>. 따라서 본 연구에서는 타인자본비용(COD, COD-S)에 대해<sup>17)</sup>  $t+2$ 기,  $t+3$ 기를 적용하여 추가분석을 실시하며, dCSR변수와 다른 통제변수에 대한 설명은 (1식)에서와 같다. 타인자본비용의 장기관점의 분석을 위해서 2007년부터 2011년까지 COD, COD-S를 연속적으로 이용 가능한 기업을 대상으로 하였다. 분석모형은 아래와 같다.

$$(COD, COD-S)_{t+2, t+3} = \alpha + \beta_1 dCSR_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEV_t + \beta_4 ROA_t + \beta_5 PPE_t + \beta_6 OCIR_t + \beta_7 dSM_t + \beta_8 dAEF_t + \beta_9 dIND_t + \beta_{10} dYR_t + \epsilon_t \quad (2식)$$

분석결과, CSR활동 우수성여부(dCSR)가  $t+2$ 년도의 COD 및 COD-S에 미치는 영향에 대한 계수값(t값)은  $-0.008(-2.807)$ ,  $-0.005(-2.052)$ 로 1%, 5% 수준에서 음(-)의 영향관계를 보였으며,  $t+3$ 년도의 COD에 미치는 영향에 대한 계수값(t값)은  $-0.005(-1.794)$ 로 10% 수준에서 음(-)의 영향관계를 보였다. CSR활동 우수성여부가  $t+3$ 년도의 타인자본비용에 미치는 영향이  $t+2$ 년도의 타인자본비용에 미치는 영향 보다 약화되고는 있지만 전반적으로 CSR활동이 우수한 기업이 장기적으로도 타인자본비용이 낮은 것으로 나타났다.

16) 이러한 가능성에 대해 지적해주시고 연구결과의 강건성 확보를 위해 연구모형에 대한 제언을 해주신 익명의 심사자님께 감사드린다.

17) AJ-COD-S에 대해서도 분석을 실시하였으나 모형의 적합도(F-value)가 2이하로서 모형이 적합하지 못하여 분석결과를 생략하였다.

<표 9>의 대응표본을 이용한 분석 및 <표 10>의 장기효과분석의 결과를 종합해 볼 때, CSR 활동이 우수한 기업이 그렇지 않은 기업에 비하여 낮은 타인자본비용을 부담하는 것으로 해석하는데 무리는 없으리라 판단된다.

<표 10> 타인자본비용의 장기관점 분석(N : 1,476)

$$(COD, COD-S)_{t+2, t+3} = \alpha + \beta_1 dCSR_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEV_t + \beta_4 ROA_t + \beta_5 PPE_t + \beta_6 OCIR_t + \beta_7 dSM_t + \beta_8 dAEF_t + \beta_9 dIND + \beta_{10} dYR + \epsilon_t \quad (2식)$$

|                     | COD<br>t+2            | COD<br>t+3            | COD-S<br>t+2         | COD-S<br>t+3       |
|---------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|--------------------|
|                     | 회귀계수<br>(t값)          | 회귀계수<br>(t값)          | 회귀계수<br>(t값)         | 회귀계수<br>(t값)       |
| Intercept           | 0.054<br>(2.322)      | 0.058<br>(2.451)      | 0.023<br>(1.079)     | 0.026<br>(1.186)   |
| dCSR                | -0.008***<br>(-2.807) | -0.005*<br>(-1.794)   | -0.005**<br>(-2.052) | -0.003<br>(-1.552) |
| SIZE                | -0.005<br>(-1.254)    | -0.005<br>(-1.326)    | -0.005<br>(-1.174)   | -0.004<br>(-0.974) |
| LEV                 | 0.006<br>(0.814)      | 0.002<br>(0.346)      | 0.005<br>(0.875)     | 0.002<br>(0.370)   |
| ROA                 | -0.022<br>(-1.064)    | -0.061***<br>(-2.889) | -0.016<br>(-0.816)   | -0.029<br>(-1.516) |
| PPE                 | -0.008<br>(-1.274)    | -0.001<br>(-0.231)    | -0.008<br>(-1.506)   | -0.001<br>(-0.301) |
| OICR                | -0.001<br>(-1.292)    | -0.001<br>(-0.675)    | -0.001<br>(-1.591)   | -0.001<br>(-0.820) |
| dSM                 | 0.002<br>(0.664)      | 0.006**<br>(1.973)    | 0.001<br>(0.319)     | 0.002<br>(0.468)   |
| dAEF                | -0.001<br>(-0.396)    | -0.003<br>(-0.964)    | -0.001<br>(-0.404)   | -0.002<br>(-0.782) |
| dIND                | 포함                    | 포함                    | 포함                   | 포함                 |
| dYR                 | 포함                    | 포함                    | 포함                   | 포함                 |
| VIF(max.)           | 1.8                   | 1.8                   | 1.5                  | 1.5                |
| Adj. R <sup>2</sup> | 0.014                 | 0.013                 | 0.011                | 0.010              |
| F-value             | 2.231                 | 2.133                 | 2.194                | 2.018              |

주1) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄

#### 다. CSR표본에 대한 인과관계검증

<표 5>에서 CSR활동의 우수성여부가 차기의 타인자본비용과 음(-)의 관계를 가지는 것으로 나타났으나 인과관계에 대한 보다 적극적인 검증을 위하여 CSR표본(KEJL지수의 200대 기업에 포함된 기업)을 대상으로, CSR활동의 변화가 차기(t+1)의 타인자본비용의 변화에 미치는 영향에 대한 분석을 통해 연구결과의 강건성을 확보하고자 한다. 이러한 검증을 위한 분석모형은 아래의 (3식)과 같으며 통제변수에 대한 설명은 (1식)에서와 같다. 종속변수는 세 가지 타인자본비용에 대한 차기의 변화율( $\Delta COD$ ,  $\Delta COD-S$ ,  $\Delta AJ-COD-S$ )을 사용하며, 본 연구의 관심변수인 CSR 활동 변화변수는 표준화CSR총점의 증가율( $\Delta CSR-T$ )과 표준화CSR비율의 증가율( $\Delta CSR-R$ )을 사용한다. CSR활동의 7개 항목에 대한 평가척도가 다르기 때문에 단순 합산한 CSR총점을 이용하는 것은 7개 항목에 대한 상대적 영향을 고려하지 못할 뿐만 아니라<sup>18)</sup> 종속변수가 비율인데 반해 CSR총점은 정수로서 CSR총점 자체를 이용하면 이분산성 문제가 발생할 수 있기 때문이다. CSR표준화총점은 7개 항목별로 개별기업의 점수를 건전성(20점), 공정성(11점), 사회봉사(7점), 소비자만족도(7점), 환경보호만족도(10), 종업원만족도(10점), 경제발전기여도(10점)의 척도로 나눈 비율변수를 합산한 변수이며, CSR표준화비율은 CSR표준화총점을 7로 나눈 값이다.

$$\begin{aligned}
 (\Delta COD, \Delta COD-S, \Delta AJ-COD-S)_{t+1} = & \alpha + \beta_1 \Delta CSR-T_t / \Delta CSR-R_t + \beta_2 SIZE_t \\
 & + \beta_3 LEV_t + \beta_4 ROA_t + \beta_5 PPE_t + \beta_6 OCIR_t + \beta_7 dSM_t + \beta_8 dAEF_t + \beta_9 dIND \\
 & + \beta_{10} dYR + \epsilon_t
 \end{aligned} \quad (3식)$$

분석결과,  $\Delta CSR-T$ 와  $\Delta CSR-R$ 이  $\Delta AJ-COD-S$ 에 미치는 영향에 대한 계수값(t값)은  $-0.008(-0.330)$ ,  $-0.037(-0.232)$ 로 각각 음(-)의 관련성을 보였지만 유의하지 않았다. 그러나  $\Delta CSR-T$ 가  $\Delta COD$  및  $\Delta COD-S$ 에 미치는 영향에 대한 계수값(t값)은  $-0.016(-2.274)$ ,  $-0.016(-2.009)$ 으로 5% 수준에서 각각 음(-)의 영향관계를 보이고 있으며 또한  $\Delta CSR-R$ 이  $\Delta COD$  및  $\Delta COD-S$ 에 미치는 영향에 대한 계수값(t값)이  $-0.110(-2.239)$ ,  $-0.109(-2.222)$ 로 5% 수준에서 각각 음(-)의 영향관계를 보임으로써 CSR활동이 우수한 기업이 대체적으로 타인자본비용이 감소하는 것으로 나타났다.

18) 예를 들어 건전성에서 12점을 받은 기업은 20점 기준으로 할 때는 상대적으로 좋은 점수는 아니지만 다른 6개 항목에 비해 높은 점수가 반영되기 때문에 다른 항목에서 높은 점수를 받은 기업 보다 높은 점수가 반영되어 CSR활동이 우수한 기업에 포함될 수 있기 때문에 7개 항목별로 평가척도를 이용하여 표준화시키면 이러한 문제점을 완화시킬 수 있다.

〈표 11〉 CSR활동의 변화가 타인자본비용의 변화에 미치는 영향(N : 321)

$$(\Delta COD, \Delta COD-S, \Delta AJ-COD-S)_{t+1} = \alpha + \beta_1 \Delta CSR-T_t / \Delta CSR-R_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEV_t + \beta_4 ROA_t + \beta_5 PPE_t + \beta_6 OCIR_t + \beta_7 dSM_t + \beta_8 dAEF_t + \beta_9 dIND + \beta_{10} dYR + \epsilon_t \quad (3식)$$

|                     | △CSR-T(표준화CSR총점의 변화)  |                       |                     | △CSR-R(표준화CSR비율의 변화)  |                       |                     |
|---------------------|-----------------------|-----------------------|---------------------|-----------------------|-----------------------|---------------------|
|                     | △COD                  | △COD-S                | △AJ-COD-S           | △COD                  | △COD-S                | △AJ-COD-S           |
|                     | 회귀계수<br>(t값)          | 회귀계수<br>(t값)          | 회귀계수<br>(t값)        | 회귀계수<br>(t값)          | 회귀계수<br>(t값)          | 회귀계수<br>(t값)        |
| Intercept           | 0.070<br>(2.457)      | 0.070<br>(2.474)      | 0.082<br>(0.891)    | 0.069<br>(2.441)      | 0.070<br>(2.460)      | 0.081<br>(0.886)    |
| △CSR-T              | -0.016**<br>(-2.274)  | -0.016**<br>(-2.009)  | -0.008<br>(-0.330)  |                       |                       |                     |
| △CSR-R              |                       |                       |                     | -0.110**<br>(-2.239)  | -0.109**<br>(-2.222)  | -0.037<br>(-0.232)  |
| SIZE                | -0.003***<br>(-2.880) | -0.003***<br>(-2.754) | -0.004<br>(-1.214)  | -0.003***<br>(-2.860) | -0.003***<br>(-2.737) | -0.004<br>(-1.207)  |
| LEV                 | 0.026**<br>(2.245)    | 0.027**<br>(2.307)    | 0.064*<br>(1.690)   | 0.026**<br>(2.231)    | 0.027**<br>(2.296)    | 0.064*<br>(1.682)   |
| ROA                 | -0.079**<br>(-2.031)  | -0.086**<br>(-2.207)  | -0.212*<br>(-1.676) | -0.080**<br>(-2.053)  | -0.087**<br>(-2.227)  | -0.214*<br>(-1.693) |
| PPE                 | 0.004<br>(0.422)      | 0.005<br>(0.513)      | 0.013<br>(0.397)    | 0.004<br>(0.413)      | 0.005<br>(0.505)      | 0.001<br>(0.230)    |
| OICR                | -0.001<br>(-0.934)    | -0.001<br>(-0.770)    | -0.001<br>(-0.233)  | -0.001<br>(-0.936)    | -0.001<br>(-0.774)    | -0.001<br>(-0.230)  |
| dSM                 | -0.004<br>(-0.883)    | -0.005<br>(-0.959)    | 0.001<br>(0.081)    | -0.004<br>(-0.886)    | -0.005<br>(-0.962)    | 0.001<br>(0.078)    |
| dAEF                | 0.005<br>(1.413)      | 0.004<br>(1.260)      | 0.002<br>(0.182)    | 0.005<br>(1.396)      | 0.004<br>(1.241)      | 0.002<br>(0.175)    |
| dIND                | 포함                    | 포함                    | 포함                  | 포함                    | 포함                    | 포함                  |
| dYR                 | 포함                    | 포함                    | 포함                  | 포함                    | 포함                    | 포함                  |
| VIF(max.)           | 1.5                   | 1.5                   | 1.5                 | 1.5                   | 1.5                   | 1.5                 |
| Adj. R <sup>2</sup> | 0.067                 | 0.065                 | 0.020               | 0.067                 | 0.065                 | 0.020               |
| F-value             | 3.893                 | 3.800                 | 1.895               | 3.871                 | 3.796                 | 1.896               |

주1) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄

## V. 결 론

기업의 자발적인 CSR활동을 유인하는데 있어서 자본시장참여자들의 노력이 무엇보다도 중요하다. 바람직한 CSR활동이 자본시장에서 긍정적인 평가를 받음으로써 자본조달비용을 감소시키고 기업가치를 향상시킬 수 있다면 기업들은 CSR활동을 가시적 차원이 아닌 지속성장을 위한 전략적 차원에서 접근할 것이며, 효율적인 자원배분활동이 이루어짐으로써 자본시장발전을 도모하는 결과를 가져올 수 있다. 이러한 차원에서 CSR활동이 타인자본비용에 미치는 영향에 대한 분석은 중요한 의미를 갖는다. 본 연구에서는 CSR활동과 타인자본비용과의 관련성을 검증하고자 하였으며, 추가적으로 기업특성(기업규모, 자산효율성)에 따른 CSR활동과 타인자본비용과의 관련성 및 지속가능보고서 발간이 타인자본비용에 미치는 영향을 검증하였다.

분석결과, 첫째, CSR활동의 우수성여부가 차기 연도의 타인자본비용(부채이자율, 부채이자율스프레드 및 산업조정 부채이자율스프레드)과 각각 음(-)의 관련성을 보임에 따라 CSR활동이 우수한 기업이 그렇지 않은 기업에 비하여 타인자본비용 부담이 낮은 것으로 나타났다. CSR활동이 경영자와 채권자 사이의 정보비대칭과 채무불이행에 대한 추정위험을 감소시킴으로써 채권자들이 더 낮은 위험프리미엄을 요구함에 따라 타인자본비용이 낮아진 것으로 해석된다. 둘째, CSR활동 우수성여부와 중소기업여부의 상호작용항이 차기 연도의 타인자본비용과 각각 음(-)의 관련성을 보임으로써 중소기업들이 높은 타인자본비용을 부담하고 있지만 CSR활동이 우수한 경우에는 타인자본비용이 낮아지는 것으로 나타났다. 셋째, CSR활동이 우수한 기업일지라도 자산의 효율성이 낮은 기업에 대해서는 채권자들이 CSR활동으로 인한 타인자본비용의 감소효과를 할인하여 평가하고 있으며, 상대적으로 중소기업에서 할인효과가 큰 것으로 나타났다. 마지막으로 지속가능보고서의 발간여부가 타인자본비용과 유의한 관련성을 나타내지 못하였으며, 지속가능보고서 발간 자체에 대해서는 채권자들이 긍정적인 평가를 하지 않는 것으로 해석된다.

CSR활동이 우수한 기업이 낮은 타인자본비용을 부담한다는 본 연구의 결과는 자발적인 CSR활동을 촉진시키려는 정부 및 자본시장참여자들과 기업, 회계규제기관에게 주는 시사점이 많다. 특히, 중소기업에게 CSR활동을 고무시키기 위한 동기유발 및 다양한 정책적 배려 차원에서 관련정부기관에게, CSR활동을 바람직한 방향으로 유인하고 효율적인 자원배분활동이 이루어질 수 있도록 해야 하는 자본시장참여자들에게 주는 시사점이 크다. 또한 중소기업들에게도 CSR활동을 보다 전략적으로 접근하기 위한 유인을 제공할 수 있으며 기업들로 하여금 CSR활동을 보다 성실하게 공시할 유인을 제공할 수 있을 것이다. 더 나아가 지속가능보고서의 신뢰성을 확보하기 위한 방안도 고려되어야 한다는 점에서 회계규제기관에게 주는 시사점 또한 크리라 기대한다.

## 참고문헌

- 고성천 · 박래수. 2011. “기업의 사회적 책임활동(CSR)결정 요인과 기업가치”. 세무와회계저널. 제12권 제2호 : 105-134.
- 곽수근 · 박종일. 2011. “외부감사가 타인자본비용에 미치는 영향 : 비상장기업을 중심으로”. 세무와회계저널. 제12권 제4호 : 365-394.
- 김경태. 2006. “감사품질이 이익의 질과 자본비용에 미치는 영향”. 회계학연구. 제31권 제3호 : 243-284.
- 김덕호 · 석지연 · 김중화. 2010. “지배구조 특성에 따른 기업의 사회적 책임활동 수행에 대한 실증연구”. 국제지역연구. 제13권 제4호 : 41-68.
- 김문태 · 권현주. 2009. “경영자의 노력과 사적 소비가 신용평가에 미치는 영향”. 대한경영학회지. 제22권 제4호 : 1845-1866.
- 김선화 · 정용기. 2009. “환경규제위반과 타인자본비용과의 관련성에 관한 연구”. 환경정책. 제17권 제3호 : 5-35.
- \_\_\_\_\_. 2013. “기업의 사회적 책임활동과 실제이익조정”. 세무와회계저널. 제14권 제6호 : 227-259.
- 김재경. 2013. “기업의 친환경경영(Institutional Commitments)과 환경성과 : 기업규모가 중요한가?”. 환경정책. 제21권 제1호 : 163-184.
- 김종대 · 조문기. 2007. “지속가능성보고의 현황과 과제”. 한국회계학회 하계학술 발표대회 발표논문.
- 김창수. 2009. “기업의 사회적 책임활동과 기업가치”. 한국증권학회지. 제38권 제4호 : 507-545.
- 나 영 · 홍석훈. 2011. “기업규모에 따른 CSR활동과 기업가치에 대한 실증연구”. 회계저널. 제20권 제5호 : 125-160.
- \_\_\_\_\_. 임옥빈 · 김명서. 2013. “ESG 정보와 타인자본비용의 관련성에 대한 실증연구”. 회계정보연구. 제31권 제1호 : 453-487.
- 동학림 · 김문겸. 2013. “관계금융이 중소기업대출에 미치는 영향 : 자금가용성과 대출금리를 중심으로”. 중소기업연구. 제35권 제3호 : 25-48.
- 박종일 · 김명인. 2013. “적자회피 및 이익감소회피 이익조정과 타인자본비용 : 비상장기업의 실증적 증거”. 회계학연구. 제38권 제2호 : 283-325.
- \_\_\_\_\_. 남혜정 · 전규안. 2011. “비상장기업에서 실제이익조정이 타인자본비용과 미래 경영성과에 미치는 영향”. 경영학연구. 제40권 제5호 : 1375-1413.
- \_\_\_\_\_. 노희천. 2014. “감사품질이 기업성과와 타인자본비용 간의 관계 및 이익과 영업현금흐름의 지속성에 미치는 영향 : 비상장기업을 중심으로”. 세무와회계저널. 제15권 제3호 : 9-45.
- \_\_\_\_\_. 박찬웅. 2011. “비상장기업에서 재량적 발생액조정이 회계이익과 타인자본비용 사이의

- 관련성에 미치는 영향”. 세무와회계저널. 제12권 제3호 : 429—458.
- 신준용 · 변동현. 2002. “기업소유구조와 대리인비용의 관계에 대한 연구”. 회계저널. 제11권 제3호 : 67—85.
- 윤진수. 2009. “국내 지속가능경영보고서의 발간현황과 시사점”. 기업지배구조리뷰. 46.
- 이건희 · 전상진. 2014. “중소기업 대출에 대한 은행 형태별 비교 연구”. 중소기업연구. 제36권 제2호 : 73—87.
- 이윤상. 2011. “지속가능보고서와 이익조정의 관련성”. 회계정보연구. 제29권 제4호 : 111—132.
- 전홍민. 2014. “국제다각화가 타인자본비용에 미치는 영향”. 무역연구 제10권 제1호 : 619—640.
- \_\_\_\_\_. 차승민. 2013. “기업의 사회적 책임활동이 신용등급에 미치는 영향”. 세무와회계저널. 제14권 제6호 : 203—225.
- 정용기. 2012. “기업의 사회적 책임활동(CSR) 성과요인과 지속성장성 예측”. 대한경영학회지. 제25권 제4호 : 2065—2089.
- 최종서. 2010. “환경보고서 혹은 웹사이트를 통한 자발적 환경공시의 내용분석 : 환경성과 및 경제성 성과와의 동시적 상관관계를 중심으로”. 환경정책연구. 제9권 제3호 : 69—114.
- 최현정 · 문두철. 2013. “기업의 사회적 책임활동과 회계투명성간의 관계”. 회계학연구. 제38권 제1호 : 135—171.
- 한정희 · 남화영. 2013. “기업의 사회적 책임(CSR)활동이 타인자본비용에 미치는 영향 : 기업특성을 중심으로”. 대한경영학회지. 제26권 제9호 : 2253—2274.
- 황호찬. 2007. “중소기업의 사회적 책임에 관한 연구 : 기업규모 및 이해관계자의 영향을 중심으로”. 중소기업연구. 제29권 제2호 : 229—243.
- \_\_\_\_\_. 2009. “기업의 비재무적 정보가 기업가치에 미치는 영향”. 회계정보연구. 제27권 제3호 : 215—236.
- Ang, J., R. Cole, and J. Lin. 2000. Agency Cost and Ownership Structure. *The Journal of Finance* 55(1) : 81—106.
- Barnea, A., A., Rubin. 2005. Corporate Social Responsibility as a Conflict between Owners. *Working Paper*. Simon Fraser University.
- Berger, A., and G. F. Udell. 2004. A More Complete Conceptual Framework for SME Finance. *Journal of Banking & Finance* 30(11) : 2945—2966.
- Bharath, S., J. Sunder, and S. Sunder. 2008. Accounting Quality and Debt Contracting. *The Accounting Review* 83(1) : 1—28.
- Byun, H. Y. 2007. The Cost of Debt Capital and Corporate Governanc Practices. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* 36(5) : 765—806.
- Cheng, B., I. Ioannou, and G. Serafeim. 2011. Corporate Social Responsibility and Access to Finance. *Working Paper*. Harvard Business School.

- Cho, S., C. Lee, and R. Pfeiffer. 2013. Corporate Social Responsibility Performance Information and Information Asymmetry. *Journal of Accounting and Public Policy* 32(1) : 71–83.
- Dhaliwal, D. S., C. A. Gleason, S. Heitzman, and K. D. Melendrez. 2008. Auditor Fees and Cost of Debt. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 23(1) : 1–22.
- Dhaliwal, D. S., O. Z. Li, A. Tsang, and Y. G. Yang. 2011. Voluntary Non-financial Disclosure and the Cost of Equity Capital : The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting. *The Accounting Review* 86(1) : 59–100.
- Di Giulio, A., P. O. Migliavacca, and A. Tencati. 2007. What Relationship between Corporate Social Performance and Cost of Capital. *Working Paper*. Bocconi University.
- Fortin, S., and J. A. Pittman. 2007. The Role of Auditor Choice in Debt Pricing in Private Firms. *Contemporary Accounting Research* 24(3) : 859–896.
- Ge, W., and J. B. Kim. 2010. Real Earnings Management and Cost of Debt. *Working Paper*. City University of Manitoba.
- Goss, A., and G. Roberts. 2011. The Impact of Corporate Social Responsibility on the Cost of Bank Loans. *Journal of Banking & Finance* 35 : 1794–1810.
- Jiang, J. 2008. Beating Earnings Benchmarks and the Cost of Debt. *The Accounting Review* 83 (2) : 377–416.
- Kim J. B., D. A. Simunic, M. T. Stein, and C. H. Yi. 2011. Voluntary Audits and the Cost of Debt Capital for Privately Held Firms : Korean Evidence. *Contemporary Accounting Research* 28(2) : 585–615.
- Knoll, M. 2002. Ethical Screening in Modern Financial Markets : The Conflicting Claims Underlying Socially Responsible Investment. *The Business Lawyer* 57 : 681–726.
- Lee, D., R. Faff. 2009. Corporate Sustainability Performance and Idiosyncratic Risk : A Global Perspective. *Financial Review* 44 : 213–237.
- Orlitzky, M., and J. D. Benjamin. 2001. Corporate Social Performance and Firm Risk : A Metaanalytic Review. *Business & Society* 40 : 369–396.
- Pava, M. L., 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.
- Pivato, S., N. Misani, and A. Tencati. 2008. The Impact of Corporate Social Responsibility on Consumer Trust : The Case of Organic Food. *Business Ethics : A European Review* 17(1) : 3–12.
- Pittman, J. A., and S. Fortin. 2004. Auditor Choice and the Cost of Debt Capital for Newly Public Firms. *Journal of Accounting and Economics* 37(1) : 113–136.

- 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* 16 : 160–177.
- Thompson, P., and C. J. Cowton. 2004. Bringing the Environment into Bank Lending : Implications for Environmental Reporting. *The British Accounting Review* 36 : 197–218.
- Weber, O., M. Fenchel, and R. Schol. 2008. Empirical Analysis of the Integration of Environmental Risks into the Credit Risk Management Process of European Banks. *Business Strategy and Environment* : 149–159.
- Weber, O. 2005. Sustainability Benchmarking of European Banks and Financial Service Organizations. *Corporate Social Responsibility and Environmental management* 12 : 73–87.
- Weber, O., R. W. Scholz, and G. Michalik. 2010. Incorporating Sustainability Criteria into Credit Risk Management. *Business Strategy and the Environment* 19 : 39–50.

# The Relationship between Corporate Social Responsibility and the Cost of Debt Capital, Focusing on the Impact of Firm Size and Asset Efficiency

Sun-Hwa Kim\*

—〈Abstract〉—

This study empirically evaluates the relationship between corporate social responsibility(CSR) and the cost of debt capital. More specifically, this study analyzes whether the association between CSR and debt capital cost is influenced by the firm size and asset efficiency. Additionally, I evaluate whether sustainability report has an effect on debt capital cost.

The major findings of this study are as follows. First, this study assesses the relationship between the propensity of CSR superiority(dCSR) and the cost of debt capital(COD, COD-S, AJ-COD-S) for the total sample. The result of this study indicates a negative relationship between the propensity of CSR superiority and the cost of debt capital. This implies that firms with the propensity of CSR superiority enjoy lower debt capital cost than them without the propensity of CSR superiority. Second, this study analyzes that the association between the propensity of CSR superiority and the cost of debt capital is affected by firm size. I find that a negative relationship between the propensity of CSR superiority and the cost of debt capital is revealed to be a more increase on the CSR activities of small/medium size companies. Third, I find that a negative relationship between the propensity of CSR superiority and the debt capital cost is decreased in firms with no-asset efficiency, which is different in two groups(large size companies and small/medium size companies). Finally, there is no relationship between the disclosure of sustainability report(dSR) and the cost of debt capital. The results of this study suggest that companies with higher CSR performance experience lower debt capital cost.

〈Key words〉 corporate social responsibility, firm size, asset efficiency, debt capital cost, sustainability report

---

\* Ph.D. Research Fellow, Management Institute, Chonnam National University