

세무와회계저널
제14권 제4호 2013년 8월 pp.155~173
한국세무학회

외국인투자자가 기업의 사회공헌활동에 미치는 영향*

양형모** · 윤태화***

<요 약>

본 연구는 기업의 사회공헌 활동에 대하여 외국인투자자들이 어떠한 영향을 미치고 있는지에 대하여 분석하였다.

이를 검증하기 위하여 2006년부터 2010년까지 5년간의 표본기간을 대상으로 외국인지분율이 기업의 사회공헌도에 미치는 영향을 살펴보고, 추가적으로 사회공헌도 측정 세부 항목별로 외국인투자자가 미치는 영향이 다른지에 대하여 검증하였다. 분석결과 외국인지분율이 높은 기업에서 사회공헌 활동이 활발하게 이루어지고 있다는 근거를 발견하였으나 통계적으로 유의한 값을 보이지 않았다. 한편 외국인지분율이 높은 기업의 경우 건전성 항목과 종업원만족도 항목 및 경제발전기여도 항목에 대한 사회공헌활동은 활발히 수행하는 경향이 있으며, 반대로 공정성 항목과 사회봉사기여도 항목에 대한 사회공헌 활동은 상대적으로 꺼려하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 외국인투자자들이 가진 성향에 따라 기업의 사회공헌 활동도 달라지는 것을 의미하는 것으로 사회공헌도 총점에 대한 결과가 유의하지 않게 나타난 것은 사회공헌 측정 항목별로 외국인투자자가 선호하는 정도의 차이에서 나타난 결과라고 해석된다.

본 연구는 기관투자자 혹은 기업지배구조에 따라 기업의 사회공헌활동이 달라진다는 선행연구 결과에 더하여 기업의 중요한 투자 주체라고 할 수 있는 외국인 투자자가 기업의 사회공헌활동에 미치는 영향에 대한 검증을 수행한 최초의 연구이다. 또한 기업의 사회공헌 활동 각 항목별로 외국인투자자가 미치는 영향이 다를 수 있음을 실증함으로써 외국인투자자들의 특성을 간접적으로나마 살펴보았다는 데에 의의가 있으며, 이러한 본 연구의 결과는 향후 외국인투자자를 보유하고 있는 기업의 사회공헌 활동에 있어 고려할 시사점을 제공할 것으로 생각된다.

<주제어> 외국인투자자, 사회공헌활동, 기업지배구조, 외국인투자자의 특성

* 이 논문은 2013년도 가천대학교 교내연구비 지원에 의한 결과임(GCU-2013-R269)

** 가천대학교 대학원 회계세무학과 박사과정, hm1800@hanmail.net, 제1저자

*** 가천대학교 회계세무학과 교수, thyoon@gachon.ac.kr, 교신저자

I. 서 론

본 연구에서는 기업의 사회공헌 활동에 대하여 외국인투자자들이 어떠한 영향을 미치고 있는지에 대하여 분석하는 것을 주된 목적으로 한다. 선행연구들에서는 사회공헌활동이 재무성과 즉 기업가치를 증대시키는지에 대한 연구를 진행하고 있을 뿐 기업의 주된 투자자들이 이에 대하여 어떤 영향력을 행사하고 있는지에 대하여는 연구가 진행되지 않았다. 외국인 투자자는 전문적인 지식을 가진 투자집단으로 기업 경영자의 기회주의적인 행동이나 성과에 대한 모니터링을 수행한다고 알려져 있다. 따라서 경영자의 의지로 이루어지는 기업의 사회공헌활동에 있어서도 외국인투자자는 영향력을 행사할 것으로 판단된다.

기업의 사회공헌활동에 대한 연구는 이미 외국에서 활발히 진행되어 왔는데 국내에서는 아직 이에 대한 연구가 활발히 전개되지 못하고 있는 실정이다. 최근 들어 국내에서도 사회적기업의 역할이 대두되면서 기업의 사회적 공헌에 대한 관심이 커졌으며 선행연구들은 기업의 사회공헌 활동과 경영성과의 관계에 대한 연구를 중심으로 다양한 결과들을 보고하고 있다. 특히 최근 연금의 증시참여 확대, 적립식 펀드 등의 간접투자문화 확산 등 내국인의 투자자본이 점차 확대되고 있으나 외국인의 상장주식보유금액은 2009년 말 시가총액의 약 30.4%를 차지할 정도로 중요한 비중을 차지하고 있다. 또한 선행연구에서 언급된 바와 같이 한국은 재벌 혹은 소유경영자의 비중이 매우 높고 따라서 재벌이나 소유경영자의 기회주의적인 행위를 억제하거나 혹은 견제할 수 있는 거의 유일한 시장참여자가 외국인 투자자라는 점에서 경영자의 의지가 반영되는 기업의 사회공헌활동에 외국인투자자가 미치는 영향에 대한 본 연구는 선행연구에 추가적인 시사점을 제공할 것으로 판단된다.

외국인투자자는 내재가치 분석에 있어서 국제적 경험과 전문성을 바탕으로 질적으로 우수한 이익을 제공하는 기업을 식별할 수 있고, 투자기업에 대해 기업경영의 감시자로서의 역할을 담당하여 회계이익의 질적 향상을 유도하는 것으로 알려지고 있다. 또한 외국인 투자자는 전문적인 지식을 바탕으로 경영자의 활동을 견제할 능력이 있으며, 상대적으로 안정적이고 장기적 투자성향을 지니고 있는 투자자라는 점에서 기업의 경영의사결정에 직접적인 영향을 미칠 수 있는 대표적인 외부 주주이다(전영순 2003 ; 박경서 · 이은정 2006 ; 김성혜 외 2012). 따라서 외국인 투자자 지분율이 높은 기업의 경우 외국인 투자자가 해당 기업의 경영자의 사회적 공헌활동에 영향을 미칠 가능성이 존재하며, 외국인 투자자들이 단기적인 성과에 치중한다면 외국인지분율이 높은 기업의 사회적 공헌도는 낮을 것이며 장기적으로 기업의 미래를 바라보고 투자를 수행한다면 기업의 사회적 공헌도는 높을 것으로 예상된다.

본 연구에서는 이를 검증하기 위하여 2006년부터 2010년까지 5년간의 표본기간을 대상으로 먼저 외국인지분율이 기업의 사회공헌도에 미치는 영향을 살펴보고, 사회공헌도 측정 세부 항목별로 외국인투자자가 미치는 영향이 다른지에 대하여 추가적으로 검증하였다. 분석결과 외국인

지분율이 높은 기업에서 사회공헌 활동이 활발하게 이루어지고 있다는 근거를 발견하였으나, 통계적으로 유의한 값을 보이지 않았는데, 이는 사회공헌활동 세부 항목별로 외국인 투자자의 선호가 상이함에서 비롯된 것으로 판단된다. 또한 외국인지분율이 높은 기업의 경우 건전성 항목과 종업원만족도 항목 및 경제발전기여도 항목에 대한 사회공헌활동은 활발히 수행하는 경향이 있는 것으로 보이며, 반대로 공정성 항목과 사회봉사기여도 항목에 대한 사회공헌 활동은 상대적으로 꺼려하는 것으로 나타났다.

본 연구는 선행연구에 대하여 다음과 같은 차별점 및 기여점을 가진다.

먼저 기관투자자 지분을 혹은 기업 지배구조에 따라 기업의 사회공헌활동이 달라진다는 선행연구 결과에 더하여, 기업의 중요한 투자주체라고 할 수 있는 외국인 투자자 기업에 대한 사회공헌 활동에 미치는 영향에 대한 검증은 수행한 최초의 연구이다. 또한 기업의 사회공헌 활동 각 항목별로 외국인투자자가 미치는 영향이 다름을 실증함으로써, 외국인투자자들의 특성을 간접적으로나마 살펴본다는 데에 의의가 있으며, 이러한 본 연구의 결과는 향후 외국인투자자를 보유하고 있는 기업의 사회공헌 활동에 있어 고려할 시사점을 제공할 것으로 생각된다.

이하 본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ절에서는 기업의 사회공헌활동 및 외국인투자자와 관련한 이론적 배경과 선행연구를 살펴본다. 제Ⅲ절에서는 본 연구의 가설 설정 및 연구방법론을 제시하고 제Ⅳ절에서는 실증분석결과를 제시한다. 마지막으로 제Ⅴ절에서는 본 연구의 결론 및 한계점을 서술한다.

Ⅱ. 이론적 배경 및 선행연구

1. 기업의 사회공헌활동에 관한 연구

Carroll and Buchholtz(2000)는 기업의 사회공헌활동(corporate philanthropy)에 대한 개념을 기업의 전통적이며 본질적인 경제활동을 넘어서 기업의 요구 또는 선택에 의하여 의무화되지 않은 사회적 활동에 순수하고 자발적으로 참여하는 것이라고 하였다. 신유근·한정화(1990)는 사회공헌활동을 사회가 기업에 기대하는 법적·경제적 역할 수행의 차원을 넘어 기업이 보유하고 있는 자원을 적극 활용하여 윤리적이며 자발적인 차원에서 사회와의 바람직한 관계 형성을 위한 기업의 사회적 반응 활동이라고 폭 넓게 정의하였다. 반면 김해동(1996)은 기업의 사회공헌 활동이란 기업이 축적 보유하고 있는 각종 재무적·물적 및 인적 자원을 활용하여 사회가 필요로 하는 비영리적 서비스나 자원을 제공하는 활동이라고 보다 구체적으로 정의하였다. 정무성(2003)은 기업의 사회적 책임과 기업의 사회공헌활동의 개념을 서로 비교하면서 기업의 사회적 책임은 사회에 영향을 미치는 기업 활동의 의무와 책임을 강조하는 용어이고 기업의 사회공헌

활동은 기업의 입장에서 자선적 활동 부분에 한정해서 사용할 수 있는 용어라고 정의를 내렸다.

이와 같이 기업의 사회공헌활동은 협의의 개념으로 기업이 순수하게 추진하는 자선활동인 기부와 봉사활동으로만 국한하여 정의할 수 있고 광의의 개념으로 기업의 기본적인 경제적 활동을 넘어 법적, 경제적 의무가 없음에도 불구하고 사회적 요구에 대한 적극적인 반응 행위로서 기업이 자발적으로 자원을 투입하여 행하는 모든 활동을 포함하여 정의할 수 있다.

기업이 사회공헌에 참여하는 동기에 대해서 Carroll(1991)과 Wood(1991)는 다음의 네 가지로 구분한다. 첫째, 타인에게 혜택을 주기 위한 욕망에서 동기화 되는 이타주의(altruistic model), 둘째, 기업의 경제적 혜택을 추구하기 위한 전략적 차원에서 이루어진다는 이윤극대화모델(profit maximization model), 셋째, 동기는 이윤극대화모델과 동일하지만 사회활동 행위는 경제적 이익보다는 정치적 반대급부획득을 추구하는 정치, 제도적 권력모델(political and institutional power model), 넷째, 전문경영인이 이윤극대화와 함께 기업의 사회적 인식(public image) 또는 사회적 평판(social reputation)을 고려한다는 경제·비경제적인 혼합모형으로의 구분이다.

구체적으로 사회공헌의 핵심인 기업의 기부행위에 대해서는 먼저 기업 소유주나 경영인이 가질 수 있는 이타적(altruistic)동기와 자선행위에 의한 심리적인 만족감, 둘째, 기부행위를 통하여 기업의 잠재적인 이익과 보상을 기대하는 사업적인 동기, 셋째, 사회적 규범에 부응하고자하는 시도(이상인 외 2000)라는 것이다. 동정심(sympathy)과 감정이입(empathy)을 기반으로 한 이타주의적인 행위는 사회적 성공을 거둔 지도층인사 및 오너기업인들에 의해서 진행되는 경우가 크다. Ells and Walton(1961)은 기업의 활동으로 인해 발생하는 문제에 대한 관점 및 기업과 사회의 관계를 지배하게 되는 윤리원칙의 관점에서 생각될 수 있으며 이러한 문제의 해결 과 윤리의 준수가 곧 기업의 사회적 책임이라고 보았다.

기업의 기부행위에 대한 두 가지 동기는 기업의 이윤극대화 동기와 경영자의 효용극대화 동기이다(김진수 1997). 첫째, 기업의 이윤극대화는 매출의 증가나 비용의 감소를 통해서 달성될 수 있다. 한 기업이 기부금을 지출하게 되면 그 기업에 대한 대중의 선호가 더 높아지게 되어 그 기업이 생산하는 제품의 매출이 증가하게 된다. 또한 한 기업이 그 기업이 위치한 지역사회에 기부금을 지출하여 그 지역사회를 더 살기 좋고 일하기 좋은 지역으로 만들게 되면 그 기업이 지불해야 할 임금이 감소하게 된다. 이러한 과정을 통해서 기업은 이윤을 극대화 할 수 있다. 둘째, 경영자의 효용극대화는 Williamson(1963)의 경영자재량모형(managerial discretion model)에 의해서 설명될 수 있다. 경영자는 이윤 가운데 주주에 의해 요구되는 최소한의 이윤을 초과하는 부분을 임의로 지출하려는 경향이 있다. 경영자는 불필요하게 안락한 사무실, 지나치게 많은 직원의 고용, 과도한 낭비, 필요이상의 봉급 등을 위해 이윤 중 일부를 지출함으로써 자신의 효용을 증대시키게 된다. 즉 경영자의 효용극대화를 위하여 기부금을 지출한다는 것이다.

이와 같이 사회공헌활동은 단기적인 관점에서는 기업에 비용 부담이 발생할 수 있지만 자원들을 기업의 목적과 사회의 요구에 따라 유용하게 활용할 수 있는 기회를 제공하기 때문에 지속

적이고 긍정적인 효과를 이끌어 내는 장점이 있다. 또한, 기업의 지속적인 사회공헌활동은 고객 뿐만 아니라 종업원과 공급자, 지역사회 전체 등의 다른 이해관계자들에게도 확산되는 후광효과(halo effect)가 나타난다(Simon 1995). Porter and Kramer(2002)와 Raiborn(2003)은 사회공헌활동을 통하여 장기적인 이익, 기업의 위기 시 지역사회에서의 영업권 보장에 대한 기대, 고객의 충성도 제고, 대중으로부터의 기대 부합, 고객·공급업체·종업원·잠재적인 종업원·지역사회로부터의 긍정적인 이미지 형성, 스폰서십을 통한 브랜드 인지도 제고, 자연보호 및 유지책임, 정부규제 및 개입 축소, 지역사회 개선 및 발전, 기업 내부의 경쟁력 제고, 기업의 경쟁력 우위 확보, 세제혜택 등의 편익을 기대할 수 있다고 하였다.

2. 외국인투자자에 관한 연구

전영순(2003)은 외국인 및 국내 기관이 투자의사결정에 있어 회계이익의 질적 분석을 한다면 이들 전문투자자들이 투자하는 기업의 회계이익의 질은 그렇지 않은 기업의 회계이익의 질과 체계적으로 다를 수 있으므로 외국인 및 국내 기관 투자자와 이익의 질과의 관계에 대해 회계이익의 질을 재량적 발생액의 절대값, 보수주의 회계처리, 현금전환가능성, 이익의 지속성, 이익의 변동성 및 비경상적 항목을 사용해 측정한 결과, 외국인투자자는 회계이익의 질 높은 기업을 선호하며 일단 투자한 기업에 대해서도 경영감시자로서 역할을 담당해 회계이익의 질적 향상을 유도함을 입증했다. 안윤영 외(2005)는 외국인 투자자와 정보비대칭간의 관계를 살펴보았다. 정보비대칭의 대응치로서 재무분석가 수와 이익예측오차 및 재량적 발생액을 사용하여 측정한 결과, 재무분석가 수가 많고, 이익예측오차 및 재량적 발생액이 낮은 기업에서 외국인지분율이 높고, 외국인지분율이 높은 기업일수록 재무분석가 수는 증가했고 이익예측오차 및 재량적 발생액은 감소하였다. 이는 정보비대칭이 낮은 기업을 외국인투자자가 선호함을 의미하는 동시에 외국인투자자가 투자기업의 정보비대칭 완화에 공헌하는 효과적인 외부감시주체로서의 역할을 수행함을 의미한다고 밝히고 있다.

김상현·조현우(2005)는 대표적인 대량주식투자자인 외국인투자자와 기관투자자들이 실제로 회계이익의 질을 투자의사결정의 중요한 지표로 사용하고 있는지 분석하였다. 회계이익의 질을 결정짓는 요인으로 이익지속성, 현금전환가능성, 이익변동성, 이익예측가능성, 보수주의 등을 제시하였는데 그 중 이익의 지속성을 회계이익의 질의 대응치로 정하였다. 특히 외환위기 이후 회계이익의 질이 외국인투자자나 기관투자자같은 대량투자자들이 회계이익의 질을 실제 투자의사결정 지표로 사용될 가능성이 높음에 따라 외환위기 이후 대량투자자들이 회계이익의 질을 실제 투자의사결정에 이용하고 있는지를 살펴보았다. 그 결과 2001년 이후에 이익지속성계수가 유의한 양의 값을 가짐으로서 외환위기를 겪으면서 회계투명성 및 기업지배구조 개선 등의 영향으로 외국인투자자들이 회계이익의 질, 즉 이익지속성을 투자의사결정의 중요한 변수로 고려하게

된 것으로 해석된다. 또한 외환위기 이후기간에 외국인지분율의 상대적 크기에 따른 회계이익의 주가배수가 유의한 양의 값을 가짐으로써 외국인투자자들이 회계이익의 질, 즉 이익의 지속성을 투자의사결정의 중요변수로 고려하게 되고 이러한 긍정적 효과로 인해 주식시장에서는 외국인 지분율이 높을수록 우호적인 평가를 받게됨을 의미한다.

김선구·이장희(2006)는 외국인투자자가 투자대상기업선정에 있어 이익의 질을 중요시 여김으로서 질적으로 우수한 이익을 제공하는 기업을 식별할 것이라 예상하고 외국인투자자가 이익의 질적분석을 수행한다면 외국인지분율과 이익의 지속성은 양(+)의 값을, 이익의 변동성과는 음(-)의 값이 나올 것이라 예측하였다. 검증결과 이익의 지속성과 외국인지분율 간에는 유의적인 양의 관련성이 나타났고 변동성과는 예상과 다르게 유의적인 양의 값이 나타났다. 결과를 종합해 볼 때 외국인투자자는 실제로 이익의 질적 분석을 하며 회계이익이 미래에도 지속될 가능성이 높을수록, 즉 질적으로 우수한 회계이익을 공시하는 기업의 이익의 질을 중요한 요인으로 고려하는 것으로 볼 수 있다.

본 연구는 선행연구에 대하여 다음과 같은 차별점 및 기여점을 가진다. 먼저 기관투자자 지분을 혹은 기업지배구조에 따라 기업의 사회공헌활동이 달라진다는 선행연구 결과에 더하여, 기업의 중요한 투자주체라고 할 수 있는 외국인 투자자 기업에 사회공헌활동에 미치는 영향에 대한 검증을 수행한다는 점에서 의의가 있다. 또한 기업의 사회공헌 활동 각 항목별로 외국인투자자가 미치는 영향이 다름을 실증함으로써, 외국인투자자들의 특성을 간접적으로나마 살펴보았다는 데에 의의가 있으며, 이러한 본 연구의 결과는 향후 외국인투자자를 보유하고 있는 기업의 사회공헌 활동에 있어 고려할 시사점을 제공할 것으로 생각된다.

III. 연구방법론

1. 표본설정

본 연구에서는 2006년부터 2010년까지 5년의 표본기간을 대상으로, 경제정의연구소에서 발표하는 사회적 책임이행을 상위 200개의 우수기업이면서 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 한다. 금융업 등은 재무제표의 양식 및 계정과목이 일반기업과 상이하므로 표본에서 제외하며, 자본잠식기업과 주당순이익이 0이거나 음수(-)인 기업, 본 연구의 모형에 사용된 변수의 자료가 부재인 기업은 표본에서 제외한다. 실증분석에 사용된 표본기업의 재무자료는 유가증권시장공시시스템(DART)에 공시된 사업보고서에서 수작업으로 수집하였다. 본 연구의 분석에 사용된 표본은 총 906개 기업-년으로 구체적인 표본 추출과정은 다음 <표 1>과 같다.

〈표 1〉 표본의 구성

구 분	연 간
최초 추출 표본(유가증권상장, 12월 결산법인)	1,000개
－금융업 제외	16개
－분석에 필요한 재무자료 미존재기업 제외	68개
－자본잠식 및 감사의견이 적정의견이 아닌 기업 제외	10개
최종 표본 수	총 906개

2. 연구모형 및 가설 설정

본 연구의 주된 변수는 기업의 사회적 공헌활동에 대한 변수이므로, 사회적 공헌활동 측정치가 존재하는 기업을 대상으로 하여야 한다. 경제정의연구소에서는 1991년 이후 한국증권거래소 상장기업을 중심으로 매년 사회적 책임의 이행을 평가하고, 상위 200개의 우수기업을 선정하여 발표 하고 있다. 이에 따라 기업의 사회공헌활동에 대한 측정변수는 경실련 산하 경제정의연구소가 매년 한국증권거래소 상장기업을 대상으로 실시하고 있는 평가자료에서 수집하였다.

일부 선행연구들에서는 사회공헌활동에 대한 대응치로 기부금 지출정도를 사용하는 경우도 있으나, 기업의 사회적 공헌활동이 투자자들에게 영향을 미치기 위해서는 기업의 사회적 공헌활동이 기업의 여러 활동 중 상당히 중요한 활동이어야 할 것이다. 이에 따라 본 연구에서는 경제정의기업상을 수상한 200개 기업들은 이러한 요건을 만족시키고 있다고 판단하고, 기업의 포괄적 사회공헌 활동을 나타내는 정량평가 점수를 사용하여 기업의 사회공헌 활동에 대한 대응치로 사용하였다.

본 연구에서는 외국인투자자가 기업의 사회공헌활동에 어떠한 영향을 미치고 있는지에 대해 살펴보는 것을 주된 목적으로 하고 있다. 만약 외국인 투자자들이 기업의 단기적인 경영성과에 치중한다면, 외국인지분율이 높은 기업의 사회적 공헌도는 상대적으로 낮을 것으로 예상할 수 있다. 그러나 장기적으로 기업의 미래를 바라보고 투자를 수행한다면 외국인지분율이 높은 기업의 사회적 공헌도는 높을 것으로 예상되므로 외국인투자자가 기업의 사회공헌 활동에 어떠한 영향을 미치는지는 실증의 문제라고 판단되며, 이에 따라 다음과 같은 가설 1을 설정한다.

가설 1 : 외국인투자자는 기업의 사회공헌 활동에 영향을 미칠 것이다.

이상의 가설을 검증하기 위하여 본 연구에서는 종속변수를 기업의 사회적공헌정도로 하고 주된 독립변수를 해당 기업의 외국인지분율로 하는 다음과 같은 모형(1)을 이용하여 이를 분석한다.

$$CSR_{it} = \beta_0 + \beta_1 FOR_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 MTB_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

여기에서

CSR_{it} : t기 사회공헌활동에 대한 대응치 (경제정의연구소에서 발표하는 KEJI지수 정량평가 점수)

FOR_{it} : 외국인투자자의 지분율(외국인보유주식수/총유통주식수)

$SIZE_{it}$: 기업규모(총자산에 자연로그를 취한 값)

LEV_{it} : 부채비율(총부채/총자산)

MTB_{it} : 시장-장부가치 비율(Market-to-Book ratio)

한편, 경제정의연구소에서 평가하는 상장기업 사회적 책임 이행지수는 건전성, 공정성, 사회봉사 기여도, 소비자보호만족도, 환경보호만족도, 종업원만족도, 경제발전기여도 등 7가지 세부항목을 각각 평가하고, 그 항목별 점수의 합을 정량평가 점수로 하고 있다.

정량평가의 7가지 세부항목은 비록 사회적 책임 이행이라는 공통점을 가지고 있지만, 각 항목별로 특성이 차이를 보이므로, 본 연구에서는 각 항목별로 외국인지분율이 미치는 영향이 다를 가능성이 있을 것으로 판단하였다. 이에 따라 다음과 같은 가설 2를 설정한다.

가설 2 : 외국인투자자가 기업의 사회공헌 활동 세부 항목에 미치는 영향은 각 항목별로 다르게 나타날 것이다.

이상의 가설을 검증하기 위하여 본 연구에서는 종속변수를 기업의 사회적공헌을 측정하는 개별 항목으로 하고 주된 독립변수를 해당 기업의 외국인지분율로 하는 다음과 같은 모형(2)을 이용하여 이를 분석한다.

$$SCSR_{it} = \beta_0 + \beta_1 FOR_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 MTB_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

여기에서,

$SCSR_{it}$: t기 사회공헌활동에 대한 각 영역별 대응치 (건전성(20), 공정성(11), 사회봉사기여도(7), 소비자보호만족도(10), 환경보호만족도(15), 종업원만족도(10), 경제발전기여도(10))

모형(1)과 모형(2)에서 CSR_{it} 는 기업의 사회공헌활동에 대한 측정치이며, $SCSR_{it}$ 는 기업의 사회공헌활동을 측정하기 위한 7가지의 세부항목 각각을 의미한다. 본 연구에서는 사회공헌활동의 대응치인 경제정의연구소에서 발표하는 KEJI 지수 정량평가 점수를 사용하였다. FOR_{it} 는 기업의 외국인 투자자의 지분율로써, 본 연구의 관심변수이다. 만약 β_1 이 양(+)의 값을 보인다면, 외국인지분율이 높은 기업의 경우 사회적 공헌활동을 더욱 활발히 하는 것으로 볼 수 있으며, 반대로 음(-)의 값을 보인다면, 외국인투자자들이 기업의 단기성과에 치중하여 사회적 공헌활동을 억제하는 것으로 해석할 수 있을 것이다.

기업의 사회적 공헌 활동은 다른 여러 가지 요인에 의하여 영향을 받을 수 있으므로 관련 선행연구를 참조하여 기업규모, 부채비율, 시장대장부가치 비율을 통제변수로 포함하였다. Cowen et al.(1987)의 연구에서는 기업 규모가 사회적 책임과 관련한 결정적인 요소가 존재 한다고 주장하였는데, 이것은 기업의 규모가 클수록 경영자나 기업의 역할에 대한 일반인의 관심이 커지고 이는 곧 기업의 사회적 책임이나 윤리 수준에 영향을 미칠 것이라는 가설에 바탕을 둔 것이다. 이상의 선행연구에 근거하여 본 연구에서도 기업규모를 통제하기 위하여 총자산에 자연로그를 취한 값을 $SIZE_{it}$ 변수로 사용한다.

부채비율은 기업의 투자 및 자본조달에 영향을 미치고, 이러한 투자는 기업의 성과에 영향을 미치게 된다. Waddock과 Graves(1997)의 연구에서 통제 변수로 자산과 매출규모, 종업원 수 외에도 부채비율을 사용하였으므로, 본 연구에서도 LEV_{it} 를 통제변수에 포함하였으며, 이때 부채비율은 총부채를 총 자산으로 나눈 값을 사용하였다. 마지막으로 MTB_{it} 는 기업의 성장기회에 대한 측정치로서 시장 대 장부가치 비율(Market-to-Book Ratio, 이하 MTB)을 사용하였다. 기업의 성장성이 클수록 기업 가치는 증가할 것이므로 기업의 재무성과를 통제하기 위하여 변수로 포함하였다.

IV. 실증분석결과

1. 기업의 사회적 공헌에 대한 기초통계량

다음 <표 2>는 본 연구에서 사용한 기업들의 사회적공헌도의 대응치인 경제정의지수(KEJI 지수)에 대한 2006년부터 2010년까지 906개 기업의 기초통계량을 나타내고 있다.¹⁾

<표 2>에서 나타난 정량평가 총점의 경우 총 75점 중 47.5점을 나타내고 있어 총점의 50%를 넘는 것으로 나타나, 국내 200대 기업의 사회적공헌도는 전반적으로는 양호하다고 볼 수 있다.

각 항목별 점수를 살펴보면, 건전성의 경우 15점을 상회하는 점수로 나타나고 있으며, 공정성의 경우도 8점을 상회하는 점수를 보이고 있어 대체적으로 양호한 것으로 나타났다. 그러나 사회봉사기여도 항목과 소비자보호만족도 항목, 환경보호 만족도 항목은 기준 점수에 50%에 미치지 못하는 점수로 나타나고 있어 대체적으로 부적합것으로 나타났다. 한편 종업원 만족도와 경제발전기여도는 약 50%의 점수 수준을 나타내고 있어 보통으로 보인다.

1) 본 연구에서는 이상치가 분석에 미치는 영향을 통제하기 위하여 전체 표본의 상하위 1% 수준에서 원저 라이징 하는 방식을 사용하였다. 따라서, 최초 표본에서 제외된 표본은 없으며, 총 906개의 표본기업이 분석에 사용되었다.

〈표 2〉 경제정의지수(KEJI 지수) 기초통계량

변수(점수)	평균값	표준편차	최소값	중위수	최대값
건전성(20)	15.241	1.438	10.718	15.472	18.407
공정성(11)	8.455	0.795	5.450	8.650	10.250
사회봉사기여도(7)	3.981	1.133	1.750	4.000	10.478
소비자보호만족도(10)	3.321	0.367	2.250	3.420	4.900
환경보호만족도(15)	5.970	0.931	4.350	5.700	8.500
종업원만족도(10)	5.601	1.245	2.641	5.549	8.697
경제발전기여도(10)	4.948	0.808	2.882	4.934	7.888
정량평가총점(75)	47.516	2.447	43.609	47.072	57.151

다음 <표 3>은 연도별로 사회공헌도에 대한 대응치인 경제정의지수(KEJI 지수)의 정량평가 총점을 나타낸 것이다.

〈표 3〉 경제정의지수(KEJI 지수) 연도별 기초통계량

연 도	평균값	표준편차	최소값	중위수	최대값
2006	47.324	2.258	44.288	46.865	56.330
2007	46.973	2.524	43.609	46.682	57.151
2008	47.543	2.549	43.986	47.254	56.394
2009	47.758	2.491	44.414	47.147	55.507
2010	47.984	2.294	44.841	47.556	56.265

<표 3>의 기업의 사회공헌활동의 연도별 추이를 살펴보면, 2006년에는 47.3으로 보통 수준으로 나타나고 있으나, 2007년에는 46.9로 감소하는 모습을 보이고 있다. 그러나 2008년에는 다시 47.5점으로 증가하면서 2010년까지 꾸준히 증가하는 모습을 보이고 있다. 이는 최근들어 기업의 사회공헌활동이 더욱 중요해짐에 따라 기업들이 더욱 사회에 기여하기 위한 노력을 기울이고 있는 것으로 해석할 수 있다.

2. 연구모형의 주된 변수에 대한 기초통계량

다음 <표 4>는 본 연구의 가설을 검증하기 위한 모형에 사용된 주된 변수의 기초통계량을 나타낸 것이다.

〈표 4〉 연구모형의 주된 변수 기초통계량

변 수	N	평균값	표준편차	최소값	중위수	최대값
CSR_{it}	906	47.5805	2.4784	43.6086	47.1601	57.1510
$AFOR_{it}$	906	16.8931	16.7149	0.0100	11.1300	86.6200
$FFOR_{it}$	906	16.5554	16.5196	0.0100	10.8950	87.5400
$SIZE_{it}$	906	27.0393	1.5698	23.9532	26.6494	32.3055
LEV_{it}	906	0.3925	0.1754	0.0325	0.3839	0.9109
MTB_{it}	906	0.7426	0.6115	0.0447	0.5629	4.5179

- 1) CSR_{it} 는 t 기 사회공헌활동에 대한 대응치로 경제정의연구소에서 발표하는 KEJI지수 정량평가 점수를 의미하며, $AFOR_{it}$ 는 해당연도 평균외국인투자자의 지분율을, $FFOR_{it}$ 은 기말 외국인투자자의 지분율을 뜻한다. $SIZE_{it}$ 는 기업규모로 총자산에 자연로그를 취하여 계산하였으며, LEV_{it} 는 부채비율로 총부채를 총자산으로 나누어 산출하였다. 마지막으로 MTB_{it} 는 기업의 성장성에 대한 변수로 시장 대 장부가치 비율(Market-to-Book ratio)을 의미한다.

〈표 4〉를 살펴보면 먼저 기업의 사회공헌정도를 나타내는 변수인 CSR_{it} 의 평균값과 중위수는 각각 47.58과 47.16으로 나타나고 있어, 정량평가점수 총점이 75점인 것을 감안할 때, 약 50%이상의 점수이다. 본 연구의 주된 관심변수인 외국인지분율의 경우, 연평균 외국인투자자 지분율($AFOR_{it}$)의 평균값은 16.89%, 기말 외국인투자자 지분율($FFOR_{it}$)의 평균값은 16.55%로 거의 차이가 없는 것으로 나타나, 둘 중 어느 변수를 사용하더라도 결과에는 편의가 없을 것으로 판단된다.²⁾

연구모형에 사용된 통제변수 중 기업규모를 나타내는 $SIZE_{it}$ 의 평균값은 27.03으로 나타나고 있어, 본 연구에 사용된 표본은 대체로 규모가 큰 기업임을 알 수 있다. 부채비율인 LEV_{it} 의 평균값은 0.39, 중위수는 0.38로 나타나고 있으며, 성장성을 나타내는 변수인 MTB_{it} 의 평균값은 0.74, 중위수는 0.56으로 나타나고 있어 사회공헌도가 높은 국내 200대 기업은 대체적으로 양호한 재무상태를 보이고 있는 것으로 생각된다.

3. 상관관계 분석

다음 <표 5>는 본 연구의 가설 검증 모형에 사용된 주요 변수들간의 피어슨 상관관계를 표시한 것이다.

- 2) 본 연구의 가설 검증을 위한 회귀분석에서는 기말 외국인지분율을 사용한 결과를 표시하였으나, 연 평균 외국인지분율을 사용하여 분석을 수행하는 경우에도 본 연구에서 보고한 결과와 다르지 않았다.

〈표 5〉 주요변수들의 상관관계

	CSR_{it}	$AFOR_{it}$	$FFOR_{it}$	$SIZE_{it}$	LEV_{it}	MTB_{it}
CSR_{it}	1	0.2552 ($<.0001$)	0.2660 ($<.0001$)	0.3369 ($<.0001$)	-0.0941 (0.0046)	0.3576 ($<.0001$)
$AFOR_{it}$		1	0.9828 ($<.0001$)	0.4602 ($<.0001$)	-0.0362 (0.2768)	0.2959 ($<.0001$)
$FFOR_{it}$			1	0.4607 ($<.0001$)	-0.0402 (0.2269)	0.3104 ($<.0001$)
$SIZE_{it}$				1	0.3828 ($<.0001$)	0.1348 ($<.0001$)
LEV_{it}					1	-0.1998 ($<.0001$)
MTB_{it}						1

1) 변수의 정의는 <표 4>의 기초통계량과 동일함

2) 괄호()안의 값은 p-값을 의미함.

<표 5>를 살펴보면, 본 연구의 주된 관심변수인 외국인지분율과 기업의 사회공헌도 간의 상관관계 계수값은 연평균 외국인투자자 지분율($AFOR_{it}$)의 경우 0.2552($p<.0001$), 기말 외국인투자자 지분율($FFOR_{it}$)의 경우 0.2660($<.0001$)으로 나타나고 있어 1% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고 있음을 알 수 있다.

이러한 결과는 외국인지분율이 높을수록 사회공헌을 더욱 활발하게 추진하는 경향이 있음을 의미하는 것으로, 기업 지배구조가 좋은 기업이 사회공헌을 더욱 많이 한다는 선행연구의 결과와 유사한 의미로 해석할 수 있다. 한편, 회귀분석 모형에 사용된 통제 변수들간의 상관관계는 통계적으로 유의하긴 하지만, 대부분 낮은 값으로 나타나고 있어, 변수들간의 다중공선성 문제는 없을 것으로 생각된다.³⁾

4. 회귀분석 결과

본 연구에는 외국인투자자가 기업의 사회공헌활동에 어떠한 영향을 미치고 있는지에 대해 살펴보는 것을 주된 목적으로 하여, 외국인지분율과 기업의 사회공헌도간의 관계를 분석하고자 한

3) 회귀분석시 VIF값을 확인한 결과, 최대값이 2.124로 나타나고 있어, 변수들 간의 다중공선성은 없는 것으로 판단된다.

다. 본 절에서는 외국인지분율이 기업의 사회공헌활동에 어떠한 영향을 미치는지(가설 1)에 대하여 우선적으로 분석을 수행하고, 외국인지분율이 사회공헌을 측정하는 각 항목에 미치는 영향이 차이를 보이는지(가설 2) 분석하였다.

가. 사회적공헌도 총점에 대한 분석결과

다음 <표 6>은 가설 1인 외국인 투자자가 기업의 전반적인 사회공헌활동에 미치는 영향을 검정하는 데에 있어, 기업의 사회공헌도 정량평가 총점(75점)을 종속변수로 하고, 기말 외국인지분율을 주된 관심변수로 이용하여 회귀분석을 수행한 결과를 나타낸 것이다.

<표 6> 회귀분석 결과 : 기업의 사회공헌도 정량평가 총점

$$CSR_{it} = \beta_0 + \beta_1 FFOR_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 MTB_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

변 수	회귀계수	t-값
절 편	32.099***	22.05
$FFOR_{it}$	0.087	1.43
$SIZE_{it}$	0.578***	9.94
LEV_{it}	-2.545***	-5.39
MTB_{it}	1.095***	8.63
F-Value	70.63***	
adj. R^2 (%)	23.53	
N	906	

1) 변수의 정의는 <표 4>와 동일함.

2) ***, **, *는 양측검정으로 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.

<표 6>에서 보이듯이 $FFOR_{it}$ 의 계수 값은 0.087(t=1.43)으로 양(+)의 값을 보이고 있으나, 통계적으로 유의한 값으로 나타나진 않는다. 이러한 결과가 나타난 이유를 생각해보면 다음과 같다. 먼저, 외국인지분율이 높을수록 기업이 사회공헌활동을 활발하게 하는 것으로 나타난 상관관계 분석 결과와 그 방향성은 같지만, 여러 통제변수가 포함되는 경우 그 효과가 상쇄되었을 가능성이 존재한다. 둘째로, 본 연구의 가설 2에서 예상하고 있는 바와 같이, 외국인투자자가 선호하는 사회공헌 활동의 각 항목이 다를 수 있는데, 종속변수로 기업의 사회공헌활동은 각 항목별로 측정한 후 합산하여 총점을 산출하기 때문에, 여러 항목별 효과가 희석되어 나타난 결과일 수 있다. 그러나 통계적으로 유의하진 않더라도 양(+)의 계수값을 보이고 있기 때문에, 외국인지분율이 높은 기업일수록 사회공헌 활동이 더 활발할 것이라고 예상할 수 있다.

나. 사회적 공헌도 각 영역별 분석결과

앞 절의 <표 6>에서 설명한 바와 같이, 기업의 사회공헌활동은 각 항목별로 개별적으로 평가한 후 항목별 점수를 합산하여 정량평가 총점을 산출한다. 사회공헌활동의 각 세부항목은 구체적으로 건전성 20점, 공정성 11점, 사회봉사기여도 7점, 소비자보호 만족도 10점, 환경보호만족도 15점, 종업원만족도 10점, 경제발전기여도 10점으로 구성되어 있으며, 각 항목별로 사회공헌 분야 및 특성은 상이할 것으로 예상할 수 있다. 따라서 외국인투자자들이 선호하는 사회공헌 활동이 있을 것으로 예상되며 본 연구에서는 사회공헌 활동의 항목별로 외국인투자자가 미치는 영향이 다르게 나타나는지를 가설 2로 두고, 이에 대한 분석을 수행하였다.

다음 <표 7>은 사회적 공헌도를 측정하는 각 항목을 종속변수로 두고($SCSR_{it}$) 외국인지분율을 주된 관심변수로 하는 모형 (2)를 이용하여 분석을 수행한 결과이다. 본 연구에서는 사회공헌도 측정 각 항목별로 회귀분석을 수행하였기 때문에, 총 7번의 회귀분석을 하였으나, 결과를 보다 명확히 살펴보기 위하여 <표 7>에는 통제변수를 제외하고 외국인지분율에 대한 회귀계수 값과 F-값, 결정계수만을 표시하였다.

<표 7> 회귀분석 결과 : 기업의 사회공헌도 항목별 분석

$$SCSR_{it} = \beta_0 + \beta_1 FFOR_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 MTB_{it} + \epsilon_{it}$$

사회공헌도 세부 항목	회귀계수($FFOR_{it}$)	t-값	F-값	Adj. R^2 (%)
건전성(20)	0.014 ***	3.60	42.17 ***	15.40
공정성(11)	-0.005 ***	-3.04	3.84 ***	12.41
사회봉사기여도(7)	-0.006 **	-2.45	6.07 ***	2.19
소비자보호만족도(10)	-0.000	-0.90	5.52 ***	1.96
환경보호만족도(15)	0.002	0.14	65.10 ***	22.08
종업원만족도(10)	0.008 *	1.97	70.63 ***	23.53
경제발전기여도(10)	0.033 **	2.67	27.41 ***	14.52

1) 변수의 정의는 <표 4>와 동일함, 단 $SCSR_{it}$ 은 t기 사회공헌활동에 대한 각 영역별 대응치 (건전성(20), 공정성(11), 사회봉사기여도(7), 소비자보호만족도(10), 환경보호만족도(15), 종업원만족도(10), 경제발전기여도(10))를 의미함.

2) ***, **, *는 양측검정으로 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함

<표 7>에 나타난 결과를 살펴보면, 사회공헌도 측정 세부항목별로 그 결과가 다르게 나타나고 있어, 본 연구의 가설 2를 지지하는 것을 알 수 있으며, 본 연구의 가설 1을 검증한 <표 6>의 결과가 유의하게 나타나지 않은 이유가 각 항목별로 외국인지분율이 미치는 영향이 상이하기 때문임을 확인할 수 있다.

먼저 각 항목에서 양(+)의 방향성을 보인 항목을 살펴보면, 건전성 항목에 대한 기말 외국인 지분율의 회귀계수는 0.014($t=3.60$)으로 1%에서 유의한 양(+)의 값으로, 종업원만족도 항목에 대한 계수는 0.008($t=1.97$)으로 10%에서 유의한 양(+)의 값으로, 경제발전기여도 항목에 대한 계수는 0.033($t=2.67$)으로 5%에서 유의한 양(+)의 값으로 나타나고 있는 것을 볼 수 있다. 한편, 각 세부항목 중 음(-)의 방향성을 보인 항목도 존재하는데, 공정성 항목의 경우 계수는 -0.005($t=3.04$), 사회봉사기여도 항목의 경우 계수는 -0.006($t=-2.45$)로 각각 1%와 5%에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값으로 나타나고 있는 것을 볼 수 있다. 또한 각 항목별 회귀분석에 결과 각각에 대한 F-값은 모든 분석에 있어서 1%에서 유의한 값을 보이고 있어, 본 연구의 모형이 적합함을 알 수 있다.

<표 7>에서 나타난 결과를 종합하면, 외국인투자자들은 기업이 사회에 공헌하는 분야, 즉 각 항목별로 그 영향력을 다르게 행사하는 것으로 해석할 수 있다. 구체적으로, 외국인 지분율이 높은 기업일수록 건전성 항목과 종업원만족도 항목 및 경제발전기여도 항목에 대한 사회공헌활동은 활발히 수행하는 경향이 있는 것으로 보이며, 반대로 공정성 항목과 사회봉사기여도 항목에 대한 사회공헌 활동은 상대적으로 꺼려하는 것으로 해석된다. 이렇듯 각 항목별로 그 방향성과 유의도가 상이하게 나타나는 것은 본 연구의 가설 1에 대한 검증 결과가 통계적으로 유의하게 나타나지 않은 것에 대한 근거를 제시해 주는 것으로, 외국인투자자들이 가진 성향에 따라 기업의 사회공헌 활동도 달라지는 것을 의미하는 것으로 판단된다.

V. 결론 및 한계점

본 연구에서는 기업의 사회공헌 활동에 대하여 외국인투자자들이 어떠한 영향을 미치고 있는지에 대하여 분석하는 것을 주된 목적으로 한다.

기업의 사회공헌활동에 대한 연구는 이미 외국에서 활발히 진행되어 왔는데, 국내에서는 아직 이에 대한 연구가 활발히 전개되지 않고 있는 실정이다. 국내 선행연구들에서는 사회공헌활동이 재무성과 즉 기업가치를 증대시키는지에 대한 연구를 진행하고 있을 뿐 기업의 주된 투자자들이 이에 대하여 어떤 영향력을 행사하고 있는지에 대하여는 연구가 진행되지 않았다. 외국인 투자자는 전문적인 지식을 가진 투자집단으로 기업 경영자의 기회주의적인 행동이나 성과에 대한 모니터링을 수행한다고 알려져 있다. 따라서 경영자의 의지로 이루어지는 기업의 사회공헌 활동에 있어서도 외국인투자자는 영향력을 행사할 것으로 판단된다. 만약 외국인 투자자 지분율이 높은 기업의 경우 외국인 투자자가 해당 기업의 경영자의 사회적 공헌활동에 영향을 미칠 가능성이 존재하며, 외국인 투자자들이 단기적인 성과에 치중한다면, 외국인지분율이 높은 기업의 사회적 공헌도는 낮을 것이며, 장기적으로 기업의 미래를 바라보고 투자를 수행한다면 기업의

사회적 공헌도는 높을 것으로 예상된다.

본 연구에서는 이를 검증하기 위하여 2006년부터 2010년까지 5년간의 표본기간을 대상으로 외국인지분율이 기업의 사회공헌도에 미치는 영향을 살펴보고, 추가적으로 사회공헌도 측정 세부 항목별로 외국인투자자가 미치는 영향이 다른지에 대하여 검증하였다. 분석결과, 외국인지분율이 높은 기업에서 사회공헌 활동이 활발하게 이루어지고 있다는 근거를 발견하였으나, 통계적으로 유의한 값을 보이지 않았다. 한편 외국인지분율이 높은 기업의 경우 건전성 항목과 종업원 만족도 항목 및 경제발전기여도 항목에 대한 사회공헌활동은 활발히 수행하는 경향이 있으며, 반대로 공정성 항목과 사회봉사기여도 항목에 대한 사회공헌 활동은 상대적으로 꺼려하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 외국인투자자들이 가진 성향에 따라 기업의 사회공헌 활동도 달라지는 것을 의미하는 것으로, 사회공헌도 총점에 대한 결과가 유의하지 않게 나타난 것은 사회공헌 측정 항목별로 외국인투자자가 선호하는 정도의 차이에서 나타난 결과라고 해석된다.

본 연구는 기관투자자 혹은 기업지배구조에 따라 기업의 사회공헌활동이 달라진다는 선행연구 결과에 더하여 기업의 중요한 투자 주체라고 할 수 있는 외국인 투자자가 기업의 사회공헌활동에 미치는 영향에 대한 검증을 수행한 최초의 연구이다. 또한 기업의 사회공헌 활동 각 항목별로 외국인투자자가 미치는 영향이 다름을 실증함으로써 외국인투자자들의 특성을 간접적으로나마 살펴보았다는 데에 의의가 있으며, 이러한 본 연구의 결과는 향후 외국인투자자를 보유하고 있는 기업의 사회공헌 활동에 있어 고려할 시사점을 제공할 것으로 생각된다.

이상의 기여점에도 불구하고 본 연구는 다음과 같은 한계점이 있다. 본 연구의 표본기간이 2006년에서 2010년으로 최근까지의 표본에 대한 분석을 하지 못하였으므로 향후 연구에서는 표본기간을 확장한 분석을 수행할 필요가 있다. 또한 본 연구에서는 외국인 투자자에 초점을 맞추어 연구를 진행하였는데, 선행연구에서 보고한 기관투자자가 기업의 사회공헌도에 미치는 영향이나 기업지배구조 변수 등을 고려하여 분석을 진행한다면 기업의 여러 투자 주체들이 사회공헌에 미치는 영향을 보다 종합적으로 확인할 수 있을 것으로 생각된다.

참고문헌

- 강철희 · 정승화. 2007. “기업사회공헌과 기업의 재무성과의 관계에 관한 연구”. 사회보장연구 제23권 제4호 : 29-56.
- 박헌준. 2003. “기업의 사회적 성과와 재무적 성과와의 관계, 전경련 KEJI를 이용한 실증 분석—새로운 경쟁력, 기업의 사회적 성과 평가”. 예영 커뮤니케이션 : 286-318.
- 박헌준 · 이종건. 2002. “기부와 환경보호 : 기업의 사회공헌활동과 재무적 성과에 관한 실증 연구”. 인사조직연구 제10권 제1호 : 95-133.
- 송인만 · 박철우. 1998. “주식시장개방과 주가행태 : 회계정보의 역할”. 경영학연구 제27권 제1호 : 63-92.
- 안윤영 · 신현한 · 장진호. 2005. “외국인투자자와 정보비대칭 간의 관계” 회계학연구 제30권 제4호 : 109-131.
- 유해진. 2008. 기업의 사회공헌과 경영성과의 쌍방관계에 관한 연구 : 국내 100대 기업의 기부금과 당기순이익의 관계를 중심으로. 수원대학교 대학원 박사학위논문.
- 윤언철. 2002. 기업의 사회적 성과와 경제적 성과가 상호 간에 미치는 영향에 관한 실증 연구. 연세대학교 대학원 석사학위논문.
- 위평량. 2004. “기업의 사회공헌활동과 기업가치 관계에 대한 실증분석”. 한국NGO학회 한국비영리학회 공동춘계학술대회.
- 전영순. 2003. “외국인투자자 및 국내 기관투자자의 투자의결정과 회계이익의 질”, 경영학연구 제32권 제4호 : 1001-1032.
- 조중근. 2008. 기업의 사회공헌활동과 재무적 성과에 관한 연구. 경원대학교 대학원 박사학위논문.
- 최운열 · 홍창선 · 이호선. 2009. “기업의 사회공헌활동이 기업가치에 미치는 영향 : 기부금지출을 중심으로”. 경영학연구 제38권 제2호 : 407-432.
- 황호찬. 2009. “기업의 비재무적 정보가 기업가치에 미치는 영향—회계가치 모형을 이용한 기업의 사회적책임을 중심으로”. 회계정보연구 제27권 제3호 : 215-236.
- Anderson, J. Jr. 1988. Social Responsibility and the Corporation. *Business Horizons* (July—August) : 22-27.
- Aupperle, K. E., A. B. Carroll, and J. D. Hatfield. 1985. An Empirical Examination of the Relationship Between Corporate Social Responsibility and Profitability. *Academy of Management Journal* 28(2) : 446-463.
- Carroll, A. B. 1979. A Three—Dimensional Conceptual Model of Corporate Social Performance. *Academy of Management Review* 4(4) : 497-505.
- _____. 1991. The Pyramid of Corporate Social Responsibility : Toward the Moral Management of Organizational Stockholders. *Business Horizons* 34(4) : 39-48.
- _____, and A. K. Buchholtz. 2000. *Business & Society, Ethics and Stakeholder*

- Management*. South—Western Publishing.
- Cowen, S. S., L. B. Ferreri, and L. D. Parker. 1987. The Impact of Corporate Characteristics on Social Responsibility Disclosure : A Typology and Frequency—Based Analysis. *Accounting, Organizations and Society* 12(2) : 111—122
- Ells, R., and C. Walton. 1961. Conceptual Foundations of Business, Homewood, III : Richard. Irwin.
- Friedman, M. 1970. The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits. *The New York Times Magazine*, Sept. 13.
- Waddock, S., and N. Smith. 2000. Corporate Responsibility Audits : Doing Well by Doing Good. *Sloan Management Review* 41(2) : 75—83.
- Williamson, O. E. 1963. Managerial Discretion and Business Behavior. *The American Economic Review*, 53.
- Wood, D. J., and R.E. Jones, 1995. Stake Holder Mismatching : Theoretical Problem in Empirical Research on Corporate Social Performance. *International Journal of Organizational Analysis* 3(3) : 229—267.

The Effect of Foreign Investors on the Corporate Social Responsibility

Hyung Mo Yang* · Tae Hwa Yoon**

—〈Abstract〉—

This research analyzes the effects foreign investors have on corporate social responsibility.

We analyzed the impact of foreign investors' equity ratio on corporate social responsibility for a period of five years from 2006 to 2010. Additionally, we verified whether the foreign investor's equity ratio had different effects on specific items of corporate social responsibility.

As a result firms with a higher foreign equity ratio were found to actively participate in social contribution activities but the result was not statistically significant. Firms with high foreign investors' equity ratio were positively correlated with corporate integrity, employee satisfaction, and economic growth contribution. However they showed negative correlations with fairness and social contribution.

This shows that the firms corporate social responsibility varies according to the firms' foreign investors' tendency. Also the results were not significant since individual investors showed different preferences toward each corporate social responsibility items.

This is the first study to analyze both the effects of institutional investors and foreign investors on corporate social responsibility. The research is significant in that it showed foreign investors have different impacts on each items of corporate social responsibility.

〈Key words〉 foreign investors, corporate social responsibility, corporate governance structure, foreign investors' equity ratio, institutional investors

* Doctoral Student, Graduate School of Gachon University.

** Professor, School of Business of Gachon University.