http://dx.doi.org/10.5392/JKCA.2015.15.06.455

기업의 사회적 책임 활동과 기업가치의 관련성에 관한 연구

The Relation between Corporate Social Responsibility and Firm Value

장지경
동서대학교 경영학부 경영학전공

Ji-Kyung Jang(jkjang@gdsu.dongseo.ac.kr)

요약

본 연구는 기업의 사회적 책임 활동이 기업가치와 체계적인 관련성을 가지는가를 검증하고자 하였다. 기업의 사회적 책임 활동이 기업과 기업의 이해관계자들 간에 발행할 수 있는 잠재적인 갈증을 경감시키거나 또는 방지할 수 있다는 전제를 바탕으로 기업의 사회적 책임 활동이 기업가치를 증대시키는 방향의 영향을 미칠 것으로 가설을 설정하였다. 이러한 가설을 검증하기 위해 기업의 사회적 책임 활동의 측정치로 한국경제정의연구소(KEJI)의 지수를 이용하였으며 분석기간은 2009-2012의 4년이다. 분석결과, 기업의 사회적 책임 활동은 기업가치와 양의 관계를 가지는 것으로 나타났으며 이는 본 연구에서 기업의 사회적 책임 활동이 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 가설을 지지한 실증적인 증거로 볼 수 있다. 이는 KEJI 통합점수를 사용한 결과뿐만 아니라 7개 항목별 점수를 이용한 결과에서도 대체로 유사하게 나타났다. 본 연구결과는 기업의 사회적 책임 활동이 비용성격의 지출이 아니라 양호한 재무성과를 견인하는 전략적 수단으로 사용될 수 있음을 시사한다.

■ 중심어 : | 기업의 사회적 책임 | 기업가치 | KEJI 지수 | 토빈의 Q |

Abstract

This paper examines the effect of corporate social responsosibility(CSR) on the firm value. Based on the argument that CSR would play the role of mitigating conflicts between firms and society, I hypothesized that CSR would enhance the firm value. This study used regression analysis with a data set of 733 from 2009 to 2012 using KEJI(Korean Economic Justice Institute) Index. An Index published by KEJI was used as the measure of CSR performance. The results of this study are summarized as follows: First, there is a significant positive relation between CSR and firm value. Second, in the seven-rating items consist of the KEJI Index, most items have the positive relationship with the firm value. These results suggest that firm with higher CSR activities exhibit better financial performance as measured by Tobin's Q.

■ keyword : | Corporate Social Responsibility | Firm Value | KEJI Index | Tobin's Q |

I. 서 론

전통적으로 기업의 최우선적 경영목표는 이윤극대화였으며, 투자자들은 기업의 재무적 성과에 기초하여 투자의사결정을 하여왔다. 그러나 최근 환경경영의 등장 및 확산으로 기업들의 경영방식에 대한 변화가 요구되

* 이 논문은 2013년도 동서대학교 "Dongseo Frontier Project" 지원에 의하여 이루어진 것임.
접수일자 : 2015년 04월 23일
수정일자 : 2015년 05월 06일
심사완료일 : 2015년 05월 06일
교신저자 : 장지경, e-mail : jkjang@gdsu.dongseo.ac.kr

면서 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility, 이하 CSR)의 중요성이 점점 증가되고 있다. 1999년 영국 MORI(Market & Opinion Research International)에서 발표한 자료에 따르면 기업의 명성에 영향을 미치는 핵심적 요인은 과거에는 제품의 품질을 포함한 재무적 성과였지만, CSR활동 또한 중요하다고 응답한 비율이 56%에 이른다. 즉, 현대 사회에서 수익창출만을 잘하는 기업을 성공한 기업이라고 말하는 것에는 한계가 있으며, 기업이 지속가능한 성장을 이루기 위해서는 주주뿐만 아니라 종업원, 소비자, 공급자, 지역사회, 환경 등 다양한 이해관계자들의 욕구를 고려하는 CSR활동을 적극적으로 수행할 필요가 있는 것이다[8].

기업의 CSR활동은 대부분 인적, 물적, 재무적 자원을 소비하는 내용을 수반한다[10]. 만일 기업이 이 같은 경제적 비용을 회피하기 위하여 CSR활동을 충분히 이행하지 않는 경우, 이해관계자들은 기업에 압력을 행사하게 되고 이는 곧 기업에게 큰 비용을 발생시키는 원인이 될 수 있다. 따라서 기업은 조직 내·외부의 이해관계자들이 기대하는 CSR활동을 수행하기 위한 전략적 CSR활동을 계획하여 기업경영의 합리성과 사회적 요구에 대한 노력을 조화시켜야 한다. 그러나 기업의 CSR활동이 궁극적으로 기업에게 효익을 가져다주지 않는다면 기업 입장에서는 CSR활동을 지속적으로 유지하기는 어려울 것이다. 요컨대, 기업의 CSR활동과 기업가치와의 관계는 기업의 CSR활동과 관련한 논의에서 핵심적인 주제가 될 수 있다.

선행연구들은 기업의 CSR활동과 기업가치 간의 관계에 대해 많은 연구를 실행해 왔으나 일관되지 못한 결과들을 보여주고 있다. 선행연구들은 지속적인 CSR활동이 기업의 투자활동으로 작용한다는 긍정론과 이와는 반대로 CSR활동은 기업의 수익성 관점에서 불필요한 비용을 초래하는데 불과하다는 부정론, 그리고 CSR수준과 기업가치는 무관하다는 중립론으로 나누어지며, 아직까지 CSR활동과 기업가치 간의 관계에 대해 합의점을 도출하지 못한 상황이다.

본 연구는 기업의 적극적인 사회적 활동을 유도하고 이를 지속적으로 유지하기 위해서는 CSR활동과 기업가치 간의 관련성에 대한 명확한 결과가 우선적으로 제시될 필요가 있다고 보고, 이들 양자 간의 관계에 대해 실증분석하고자 하였다. 이를 위해 국내의 대표적인 CSR 평가지수인 경제정의연구소의 경제정의지수(Korean Economic Justice Institute Index, 이하 KEJI 지수)를 CSR활동의 대리변수로 설정하고, 토빈의 Q모형에 따라 측정된 기업가치와의 관계를 회귀분석을 통해 살펴보고자 하였다.

분석결과, KEJI 지수를 대리변수로 사용한 CSR활동은 차기 기업가치와 긍정적인 관계를 가지는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 KEJI 지수를 항목별로 세분화한 분석에서도 대부분 동일하게 나타났다. 구체적으로 건전성과 공정성, 종업원만족도, 경제발전기여도에서 CSR활동과 기업가치 간에 유의한 양(+)의 관계가 확인되었으며, 기부금지출 변수가 핵심 지표인 사회봉사기여도는 유일하게 차기 기업가치와 유의한 음(-)의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 즉, 기업은 경영활동의 공정성과 투명성을 확보하고 종업원에 대한 인적자원투자 및 복지후생 증진에 노력하며 장기적 시각에서의 연구개발투자 활동을 할 때 기업가치가 증대될 수 있음을 알 수 있다. 아울러 본 연구의 실증결과는 기업의 CSR활동은 비용이 아니고 투자이며 궁극적으로 기업의 가치를 제고시키는 전략적 수단이 될 수 있음을 의미한다.

본 연구는 최근 그 중요성을 인정받고 있는 CSR활동이 궁극적으로 기업의 가치를 증대시키는데 중요한 역할을 할 수 있다는 실증결과를 제시하였고, 기업의 적극적인 사회적 활동을 유도함과 동시에 기업들에게는 전략적인 CSR활동계획의 중요성을 제시하였다는 점에서 시사점이 있다. 본 연구는 기존의 연구와 달리 KEJI 지수를 통합점수 뿐만 아니라 7대 항목별 점수로 세분화하여 보다 구체화된 검증을 시도하였다는 점에서 차별성이 있다. 이하 본 연구의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 이론적 배경과 선행연구를 소개하고, 3장에서는 연구가설 및 모형을 설정한다. 4장에서는 실증분석 결과를 제시하며, 마지막으로 5장에서는 결론을 도출하고 시사점을 제공한다.

II. 선 행 연 구

최근 경영환경에서는 CSR에 대한 중요성이 강조되고 있다. 미국에서 1930년대에 제기된 CSR활동은 2010년에 이르러서는 5,200개 기업이 활동보고서를 발간할 정도로 외부에 널리 알려졌으며, 국내에서는 2010년 11월 1일 사회적 책임 국제표준인 ISO 26000이 제정·공표되면서 CSR활동은 기업의 선택이 아닌 필수적 과제로 떠올랐다. CSR활동에 대한 관심과 실행을 위한 비용은 점차 증대되고 있는 추세이지만 막상 CSR활동이 무엇인가에 대해 일률적으로 정의를 내리기는 쉽지 않다. CSR에 대해서 Bowen(1953)은 우리 사회의 목적과 가치를 위해 바람직하다고 여겨지는 활동들을 따르고, 의사결정을 하며, 원칙을 추구하는 것에 대한 의무라고 정의하였으며, Friedman(1970)은 이해관계자들을 위한 이윤극대화에 초점을 맞추어 법으로 정해져 있거나 사회 관습으로 받아들여지는 사회의 규범 내에서 실행하는 것이라고 정의하여 CSR활동을 매우 좁은 범위로 한정하고 있다.

이후 CSR은 보다 포괄적인 개념으로 규정되어지는데, 먼저 Carroll(1979)은 기업이 경제적 책임, 법률적 책임, 윤리적 책임, 자유재량적 책임을 부담하며, CSR이란 기업의 주주, 고객, 종업원, 거래업자, 경영자, 노동조합, 지역사회 등 이해관계자들이 법적이든 법적이 아니든 간에 주어진 상황 내에서 그들이 윤리적으로 추구하려고 행하는 모든 행동으로 규정하였다. 또한 McWilliams and Siegel(2001)은 CSR활동에 대해 기업의 이해를 넘어서 그리고 법에서 요구하는 것 이상으로 사회적 선(social good)을 확장하는 행위로 정의하여 주주 이외의 다른 이해관계자를 고려한 보다 이전보다 좀 더 넓은 범위로 규정하고 있다.

CSR 관련 선행연구는 크게 CSR활동의 결정요인에 대한 분석과 CSR활동의 효과에 관한 연구로 나누어볼 수 있다. 본 연구는 CSR과 기업가치의 관련성을 분석하고자 하므로, 후자인 CSR활동의 효과에 관한 연구를 중심으로 선행연구를 살펴보고자 한다. CSR활동의 효과와 관련된 중요한 연구주제는 CSR활동이 과연 기업가치를 증대시키는가에 관한 것이다. 이들의 연구결과는 크게 3가지로 요약가능한데 첫째, 지속적인 CSR활동이 기업의 투자활동으로 작용한다는 긍정론이 있다. 긍정론을 주장하는 많은 학자들은 기업이 지출하는 CSR 지출은 기업과 이해관계자와의 갈등관계를 완화하는 역할을 하기 때문에 궁극적으로는 기업가치를 증가시킬 수 있을 것이라고 주장한다. 먼저 Waddock and Graves(1997)은 CSR성과와 재무성과의 관련성에서 정(+)의 관계가 있음을 확인하였다. David et al.(2005)은 기업의 CSR활동이 기업의 이미지를 높이며 그에 따라 기업가치가 증가하였다고 주장하였으며, Pava and Krause(1996)의 연구에서도 사회적 기준을 충족한 기업들이 그렇지 못한 기업들과 비교할 때 최소한의 평균적인 재무성과를 상회함을 주장하였다. 둘째, 앞서 소개한 연구들과는 상반된 결과로 CSR활동은 기업의 수익성 관점에서 불필요한 비용을 초래하는데 불과하다는 부정론이 있다. 먼저 Barlett and Preston(2000)은 기업의 종업원들이나 투자자들은 기업의 윤리적 의사결정에 대해 회의적인 시각을 갖고 있음을 주장하였다. 이러한 관점은 CSR을 일종의 대리인 비용으로 설명하고 있는데, CSR 관련 지출을 경영자의 개인적인 목적 또는 다른 목적을 위하여 기업의 자원을 남용한 결과로 보아 궁극적으로 주주가치의 희생을 가져온다고 주장한다. 즉, 사회적 책임을 강요하는 비용이 기업으로 하여금 원하지 않는 불안정한 재무상태에 빠지게 할 우려가 있고, 단기적 현금흐름을 중시하는 일반 주주나 투자자들은 기업의 CSR활동에 대한 비용에 부정적인 입장을 취할 것이라는 이론과 일치한다. 셋째, CSR수준과 기업가치는 무관하다는 중립론을 주장한 연구들도 있다(McWilliams and Siegel et al., 2001).

국내에서도 CSR과 기업가치 간의 관계에 대한 연구는 활발히 진행되어왔다. 허미옥과 정기한(2010)은 기업명성을 매개변수로 사용할 경우 CSR활동이 기업가치에 긍정적 관계에 있음을 밝혔다. 또한, 오근혜와 강승모(2014)의 연구에서는 지속가능경영활동이 재무적 성과에 부분적으로 정(+)의 영향을 미치고 있음을 확인하였다. 한편, 신민식 등(2011)의 연구에서도 기부금 활동을 대상으로 한 CSR활동이 기업가치에 부정적인 영향을 미치고 있음을 확인하였다.

이상의 CSR활동의 효과와 관련된 선행연구는 주로 기업가치 또는 재무성과와의 관련성에 초점이 맞추어져 왔으나 연구결과가 혼재되어 있고 아직까지 명확한 합의점이 없는 실정이다. 그럼에도 불구하고 CSR과 기업성과의 관계에 대한 명확한 연구결과는 지속성장이라는 주제를 전개하기 위한 기업의 CSR활동과 관련하여 중요한 시사점을 제시할 수 있을 것으로 기대된다.

III. 연 구 설 계

1. 가설설정

전통적으로 기업의 경영목표는 이윤극대화였으며, 투자자들은 의사결정시 기업의 재무적 경영성과를 가장 중요한 요소로 고려하여 왔다. 그러나 최근에는 재무적 성과 이외에도 다양한 이해관계자의 욕구를 고려하도록 환경이 변화되었다. 요컨대, 현대사회에서 기업은 지속가능한 성장을 위해 주주뿐만 아니라 종업원, 소비자, 공급자, 지역사회, 환경 등 다양한 이해관계자들의 욕구를 고려하는 CSR활동을 적극적으로 수행하여야 하며, 이 같은 활동을 충실하게 이행하지 않을 경우 기업은 이해관계자의 비난과 압력을 포함하는 사회적 비난에 직면할 수 있다. 즉, 기업의 CSR활동은 시민사회를 구성하는 공동체의 일원으로서 기업이 구성원들의 노력을 통하여 만들어 낸 귀중한 자원을 활용해 사회발전을 위해 기업이 자발적으로 공헌하겠다는 일종의 사회화의 약속으로, 사회가 기업에 기대하는 법적·경제적 역할 수행의 차원을 넘어서 기업이 보유하고 있는 자원을 적극 활용하여 윤리적이며 자발적인 차원에서 사회와의 바람직한 관계 형성을 위한 기업의 사회적 반응 활동이라고 할 수 있다.

CSR활동과 관련하여 중요한 점은 과연 이러한 활동이 기업의 이윤추구 목표와 양립할 수 있는가, 즉 CSR활동이 궁극적으로 기업가치 향상을 가져오는가 하는 것은 기업의 입장에서는 매우 중요한 문제라 할 수 있다. 기존의 선행연구들에서 기업의 CSR활동과 기업가치간의 관계에 대해 많은 연구가 이루어져 왔으나 상반된 연구결과가 공존하고 있어, 이들 관계에 대한 명확한 분석결과는 여전히 흥미로운 주제라 할 수 있다.

CSR활동과 기업가치의 관계를 설명하는 이론으로는 선(善)의 이론과 여유자원 이론이 있다. 먼저 선의 이론에 따르면 사회적 성과가 높은 기업은 재무적 성과도 좋으며, 여유자원 이론에 의하면 재무적 성과가 높은 기업은 사회부문, 환경부문 및 종업원부문 등에 대한 전반적인 사회적 성과 영역에 대해 투자기회를 높이게 된다. 그러나, 기업이 사회적 성과를 높이기 위하여 과도하게 CSR활동과 관련한 지출을 하거나 경영자가 자신의 사적 동기에 의해 지출을 감행한다면 경영자와 주주 간에는 대리인 비용이 증가하게 되므로 오히려 기업가치는 감소될 수도 있다.

현실적으로 대부분의 CSR활동은 인적, 물적, 재무적 자원을 소비하는 비용을 수반하게 되므로 만일 CSR활동이 궁극적으로 기업가치를 증대시키지 않는다면 기업의 입장에서는 CSR활동을 지속적으로 이어가기는 어려울 수 있다. 본 연구는 최근 기업들이 CSR활동을 종전보다 더욱 적극적으로 행하고 있는 추세를 고려하여 CSR활동이 궁극적으로 기업가치를 증대하는데 긍정적인 영향을 줄 것으로 보고 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 : 기업의 당기 CSR활동은 차기의 기업가치에 정(+)의 영향을 미친다.

2. 표본선정

경제정의의실천시민연합(경실련) 산하 경제정의연구소(KEJI)는 금융업, 어업, 건설업을 제외한 거래소 상장기업을 대상으로 총 360개의 평가대상기업을 선정하고, 7대 평가항목과 49개 평가지표, 4개 고려지표에 의한 정량평가로 경제정의지수(KEJI Index)를 산출하고, 이를 토대로 상위 200개 기업을 발표하고 있다. 본 연구에서는 2009년부터 2012년까지 경제정의연구소에서 발표한 기업들을 대상으로 아래의 조건을 만족하는 기업을 표본대상으로 선정하였으며, 이상의 조건을 모두 충족하는 최종 표본은 총 733개 기업/년 자료이다.

(1) 2009년부터 2012년까지 경제정의연구소가 발표

한 KEJI지수 상위 200대 기업
(2) 금융업에 속하지 않는 기업
(3) 12월말 결산법인으로 분석기간 중 결산월이 변경되지 않은 기업
(4) 상장폐지 및 흡수합병 기업은 제외
(5) FN-Guide의 데이터베이스(DataGuide 5.0) 및 상장회사협의회의 데이터베이스(TS-2000)로부터 재무자료 및 비재무자료 추출이 가능한 기업

3. 연구모형

본 연구에서는 기업의 CSR활동이 기업가치와 체계적인 관련성을 가지는가, 특히 기업의 CSR활동이 기업과 기업의 이해관계자들 간에 발생할 수 있는 잠재적인 갈등을 경감시키고 궁극적으로는 기업가치를 증대시키는지를 검증하기 위하여 다음과 같은 연구모형을 이용하여 회귀분석을 수행한다.

아래의 식(1)과 식(2)는 기업의 CSR활동이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지를 검증하기 위한 모형이다. 본 연구에서 사용된 기업가치(Value) 변수는 토빈의 Q를 사용하며 기말시가총액(보통주+우선주)과 부채총계의 합계액을 총자산으로 나눈 값으로 측정하였다. 회귀분석에서는 기업의 CSR활동이 기업가치에 영향을 미칠 수 있는 시간을 고려하여 종석변수와 독립변수 간에 1년의 시간 차이를 두었다. 따라서 기업의 CSR활동 변수는 2009년부터 2012년까지의 4년을 측정한 반면, 종속변수인 기업가치는 2010년부터 2013년까지의 4년을 측정하여 분석에 포함하였다.

$$Value_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 KEJI_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 Lev_{i,t} + \alpha_4 Age_{i,t} + \alpha_5 ID_{i,t} + \alpha_6 YD_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$Value_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 Soundness_{i,t} + \alpha_2 Fairness_{i,t} + \alpha_3 Social_{i,t} + \alpha_4 Consumer_{i,t} + \alpha_5 Environ_{i,t} + \alpha_6 Labor_{i,t} + \alpha_7 Economic_{i,t} + \alpha_8 Size_{i,t} + \alpha_9 Lev_{i,t} + \alpha_{10} Age_{i,t} + \alpha_{11} ID_{i,t} + \alpha_{12} YD_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

주요 독립변수인 KEJI는 CSR의 대용치로 경실련에서 발표한 기업들의 KEJI 지수를 사용하였다. KEJI 지수는 크게 7개의 평가항목 즉, 건전성(20점), 공정성(11점), 사회봉사기여도(7점), 소비자만족도(7점), 환경보호만족도,(10점) 종업원만족도(10점), 경제발전기여도(10점)초 총75점을 만점으로 하고 있다. 구체적으로 건전성(Soundness)은 내부자 지분율, 대주주관련 임원수, 경영세습상태, 접대기밀비 등의 세부지표를 포함하고 있으며, 이를 통해 주주구성, 투자지출, 자본조달의 건전성과 지배 및 소유구조의 정도를 알아볼 수 있는 지표이다. 공정성(Fairness)은 기업들의 공정거래와 경제력집중, 투명성, 중소기업 및 하도급업체와의 협력관계를 파악할 수 있는 지표이고, 소비자보호만족도(Consumer)는 기업들의 소비자들에 대한 기여도를 파악할 수 있는 항목이다. 환경보호만족도(Environ)는 지속가능한 사회를 위한 기업들의 환경영영 실태를 파악할 수 있는 항목이고, 종업원만족도(Labor)는 기업들의 종업원 만족을 위한 노력을 파악할 수 있는 지표이다. 경제발전기여도(Economic)는 기업들의 연구개발투자와 수익성, 성장성, 설비투자, 고용인력 증가율, 조세납부, 배당성향 등 경영성과와 경제에 대해 기여를 파악할 수 있는 항목이다. 평가방법은 평가항목과 각 평가지표의 측정 정도에 따라 평가하며 당해 실적을 원칙으로 한다. 식(1)에서는 CSR 활동을 연속변수인 KEJI 통합점수로 대체하여 사용하며, 식(2)에서는 KEJI 지수를 7개 항목별로 세분화 하여 항목별 점수를 이용하여 분석한다.

아울러 기존의 연구에서 기업가치에 영향을 미치는 것으로 보고된 다양한 통제변수들을 주 모형에 포함시킴으로써 생략변수 문제의 가능성을 최소화시키고자 기업규모(Size), 부채비율(Lev), 기업연령(Age), 산업더미(ID), 연도더미(YD)를 통제변수로 포함하였다.

IV. 실 증 분 석 결 과

1. 단변량 분석결과

표 1에서는 분석에 사용된 733개 관찰치 전체에 대한 주요 변수들의 기술통계량을 제시하고 있다. 본 연구에서는 극단치가 분석에 미치는 영향을 배제하기 위하여

변수의 상,하위 1%수준에 해당하는 표본의 값을 Winsorizing하였다. 주요 변수에 대해 살펴보면 먼저 CSR활동에 대한 대리변수인 KEJI의 평균값은 47.97로 나타났다. 이는 경실련 평가에서 기업들이 75점 만점에 평균적으로 47점을 받았음을 의미한다. 표준편차는 2.28, 최대값과 최소값의 차이가 10점 가량인 것으로 나타나 기업 간의 차이가 크지 않음을 알 수 있는데, 이는 KEJI 지수 자체가 매년 상위 200대 기업을 평가대상으로 하기 때문인 것으로 유추할 수 있다.

표 1. 기술통계치

Variable	N	Mean	Median	Std.Dev.
Value	733	0.917	0.821	0.009
KEJI	733	47.97	47.16	2.28
Soundness	733	15.54	15.74	1.09
Fairness	733	8.25	8.26	0.59
Social	733	4.16	4.31	0.78
Consumer	733	3.35	3.41	0.26
Environ	733	6.31	6.20	0.86
Labor	733	5.69	5.43	1.10
Economic	733	5.20	5.26	0.71
Size	733	27.50	27.15	1.65
Lev	733	0.476	0.475	0.214
Age	733	37.56	38.75	15.07

* 변수정의
value : (기말시가총액 +부채총계) / 총자산
KEJI(Soundness, Fairness, Social, Consumer, Environ, Labor, Economic) : KEJI 총 평가점수(항목별 점수)
Size : 총자산의 자연대수
Lev : 총부채/총자산
Age : 사업연도 - 설립연도

토빈의 Q로 측정된 기업가치 변수 Value는 평균이 0.917로 나타나 기업들이 평균적으로는 장부가치 이하로 평가받고 있는 것으로 나타났다. 표로 제시하지는 않았지만 주요 변수와 통제변수들 사이의 피어슨 상관계수를 살펴본 결과 CSR활동 변수인 KEJI는 기업가치 측정치와 유의한 양(+)의 관련성을 나타내었다. 그러나 KEJI지수를 항목별로 살펴보면 모든 항목에서 일관되게 양(+)의 관계가 나타나지는 않아 CSR활동과 기업가치와의 관계가 평가항목별로 상이하게 나타날 가능성이 있다.

2. 다중 회귀분석 결과

표 2에서는 기업의 CSR활동과 기업가치와의 관련성을 분석한 회귀분석 결과를 제시하고 있다. 우선 식(1)에서 KEJI 통합점수와 토빈의 Q간의 관계를 살펴본 결과 KEJI의 계수값이 0.048로 통계적으로 5% 수준에서 유의한 양(+)의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 이는 CSR활동과 관련하여 지출하는 금액이 단순히 비용에 그치는 것이 아니라 차기의 기업가치를 증대시킴을 의미하며, 본 연구의 가설을 지지하는 결과이다.

뿐만 아니라, 식(2)에서 KEJI 지수를 7대 평가항목별로 세분화하여 분석한 결과를 살펴보면 강건성, 공정성, 종업원만족도, 경제발전기여도를 비롯한 대다수 항목에서 CSR활동과 기업가치 간에 유의한 양(+)의 관계가 확인되어 통합점수에 의한 결과와 유사한 결과를 얻었다. 구체적으로 건전성(Soundness)과 공정성(Fairness)은 계수값이 0.064, 0.201로 각각 5%와 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값이 관찰되었다. 이는 기업의 자본조달과 지배 및 소유구조가 건전할수록 또한 기업활동이 공정하고 투명하게 이루어질수록 기업의 CSR활동이 차기 기업가치에 긍정적인 영향을 주고 있음을 의미한다[1]. 종업원만족도(Labor) 변수의 계수값도 0.151로 차기 기업가치와 매우 유의적인 양(+)의 관계를 갖는 것으로 확인되었다. 즉, 종업원의 만족이 증가하면 종업원 이직률과 인재모집 및 훈련비용 등을 절감시킬 수 있고 이는 곧 제품의 품질과 생산성 개선과 직결되므로 궁극적으로 기업가치의 상승을 유도할 수 있음을 시사한다. 따라서 종업원에 대한 활발한 인적자원투자는 단순히 비용적 지출이 아니라 향후 기업가치 상승에 기여할 수 있는 지출로 보아야 할 것이다. 아울러 경제발전기여도(Economic) 역시 계수값이 0.231로의 1% 수준에서 유의한 양(+)의 관련성을 가지는 것으로 확인되었다. 기업이 장기적인 시각에서 연구개발 투자를 하는 등 경영성과 및 국가경제에 기여하고자 하는 기업의 활동이 차기 기업가치에 긍정적인 영향을 줄 수 있음을 의미한다.

한편, 기부금지출 변수가 핵심 지표인 사회봉사기여도(Social)는 -0.173의 계수값을 보여 유일하게 차기 기업가치와 유의한 음(-)의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기업의 사회봉사기여도 등이 적정수준보다 과잉으로 이루어질 경우에는 경영자의 사적효

용이 증가하게 되어 기업가치는 감소될 수 있다는 선행 연구 결과와 일치한다[4].

아울러 식(1)과 식(2)에 대한 다중공선성 검증을 거친 결과, VIF 값이 3을 초과하는 변수는 없는 것으로 확인되어 본 연구에서 다중공선성은 문제가 되지 않는 것으로 판단된다.

요약하면, 분석기간 동안 CSR활동은 차기 기업가치를 증대시키는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 KEJI 지수를 항목별로 세분화 한 분석에서도 대부분 동일하게 나타났다. 기부금 등이 과도하게 지출되는 경우를 제외하고 일반적인 기업의 사회적 책임 활동과 관련한 지출은 궁극적으로 기업의 가치를 증대시킴을 확인할 수 있었다. 본 연구결과는 기업의 사회적 책임 활동이 비용성격의 지출이 아니라 양호한 재무성과를 견인하는 전략적 수단으로 사용될 수 있음을 시사한다.

표 2. 다중 회귀분석 결과

	식(1)	식(2)
α	−3.140(−2.97)***	−3.481(−3.01.)***
KEJI	0.048(2.145)**	
Soundness		0.064(2.03)**
Fairness		0.201(3.13)***
Social		−0.173(−3.89)***
Consumer		−0.065(−0.51)
Environ		0.062(1.02)
Labor		0.151(3.86)***
Economic		0.231(4.25)***
Size	0.064(2.23)**	0.075(2.14)**
Lev	0.463(1.14)	0.476(0.89)
Age	−0.028(−1.09)	−0.049(−2.06)**
ID	Included	Included
YD	Included	Included
N	733	733
$Adj.R^2$	0.301	0.242
F-value	36.42***	33.21***

* 변수설명 : [표 1]과 동일

V. 결 론

본 연구는 CSR활동이 기업가치와 체계적인 관련성을 가지는가를 검증하고자 하였다. 기업의 CSR활동이 기업과 기업의 이해관계자들 간에 발행할 수 있는 잠재적인 갈증을 경감시키거나 또는 방지할 수 있다는 전제를 바탕으로 CSR활동이 기업가치를 증대시키는 방향의 영향을 줄 것으로 기대하였다. 본 연구는 경실련 산하의 KEJI 통합점수와 7개 항목별 점수를 CSR활동의 대리변수로 설정하여 토빈의 Q로 측정한 차기의 기업가치에 미치는 영향을 회귀분석함으로써 연구가설을 검증하였다.

분석결과, 2009년부터 2012년까지의 4개년도 기간 동안 CSR활동은 차기의 기업가치를 증대시키는 것으로 나타났다. 이는 CSR활동이 궁극적으로 기업의 가치를 증대시킨다는 사회적 기대와 일치하는 결과이며 동시에 CSR활동과 기업가치가 양(+)의 체계적인 관련성을 갖는다는 본 연구의 가설을 지지하는 결과이다. 분석결과는 KEJI 통합점수를 사용한 분석뿐만 아니라 항목별 점수를 이용한 분석에서도 대체적으로 유사한 결과를 얻었다. 구체적으로 건전성과 공정성, 종업원만족도, 경제발전기여도에서 CSR활동과 기업가치 간에 유의한 양(+)의 관계가 확인되었으며, 기부금지출 변수가 핵심지표인 사회봉사기여도는 유일하게 유의한 음(−)의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 본 연구의 결과는 최근 그 중요성을 인정받고 있는 CSR활동이 기업의 가치를 증대시키는데 중요한 역할을 할 수 있음을 시사하며, 따라서 기업은 지속적 성장을 위한 전략적 수단으로 CSR활동을 이용할 수 있을 것으로 기대한다. 본 연구는 CSR의 설명변수로 KEJI 지수만을 고려하였다는 한계점을 갖는다. 현재 국내에는 CSR 평기기관 및 평가지수가 다수 존재하므로 CSR 변수의 측정을 다양화 한다면 보다 강건한 분석결과를 얻을 수 있을 것으로 기대된다. 또한 향후 연구에서는 기업의 CSR활동과 기업가치 간의 관계를 검증함에 있어 내생성 문제를 해결할 필요가 있다. 일반적으로 기업가치가 높은 기업이 기업의 CSR활동에 적극적일 것이므로 두 변수 간에는 내생성이 존재할 가능성이 있다. 이를 통제하는 방법론을 사용한 후 본 연구가설을 검증한다면 보다 명확한 결과를 얻을 수 있을 것으로 생각된다.

참 고 문 헌

[1] 위평량, 김운호, “윤리경영과 기업가치간의 관계에 대한 실증분석”, 윤리경영연구, 제11권,

pp.121-147, 2006.

[2] 신민식, 김수은, 김병수, “기업의 사회적 책임 지출이 기업가치에 미치는 영향”, 금융공학연구, 제10권, 제1호, pp.99-125, 2011

[3] 오근혜, 강승모, “지속가능경영활동이 재무적 성과 및 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구”, 한국세무회계학회지, 제40호, pp.81-108, 2014.

[4] 이광윤, 김진배, 양대천, “내생성과 다기간 문제를 고려한 기업의 사회적책임의 세부활동과 기업가치와의 관계”, 회계정보연구, 제30권, 제4호, pp.115-145, 2012.

[5] 허미옥, 정기한, “CSR성과와 기업가치에 관한 연구: 기업명성의 매개효과를 중심으로”, 산업경제연구, 제23권, 제2호, pp.749-771, 2010.

[6] A. Bartlett and D. Preston, "Can Ethical Behaviour Really Exist in Business?," Journal of Business Ethics, Vol.23, No.2, pp.199-209, 2000.

[7] H. R. Bowen, *Social Responsibilities of the Businessman*, Harper and Row, 1953.

[8] A. B. Carroll, "A Three Dimensional Conceptual Model of Corporate Social Performance," Academy of Management Review, Vol.4, pp.497-505, 1979.

[9] P. David, S. Kline, and Y. Dai, "Corporate Social Responsibility, Practices, Corporate Identity, and Purchase Intention: A Dual Process Model," Journal of Public Relation Research, Vol.17, No.3, pp.291-313, 2005.

[10] M. Friedman, "A Theoretical Framework for Monetary Analysis," Journal of Political Economy, Vol.78, No.2, pp.193-238, 1970.

[11] A. McWilliams and D. Siegel, "Corporate Social Responsibility: A Theory of The Firm Perspective," Academy of Management Review, Vol.26, No.1, pp.117-127, 2001.

[12] M. L. Pava and J. Krause, "The Association between Corporate Social Responsibility and Financial Performance: The Paradox of Social Cost," Journal of Business Ethics, Vol.15, No.3, pp.321-357, 1996.

[13] S. Waddock, and S. Graves, "The Corporate Social Performance-Financial Performance Link," Strategic Management Journal, Vol.18, No.4, pp.303-319, 1997.

저 자 소 개

장 지 경(Ji-Kyung Jang) 정회원

- 2010년 8월 : 부산대학교 회계학과(경영학박사)
- 2011년 4월 ~ 현재 : 동서대학교 경영학부 교수

<관심분야> : 재무 및 세무회계