

기업별 마케팅 활동과 산업별 특성을 고려한 기업의 사회적 책임활동이 기업가치에 미치는 장기적 영향에 관한 연구*

변상민(제 1저자)
현대 엠앤소프트
(bsm0987@hanmail.net)
김재환
고려대학교 교수
(jbayes@korea.ac.kr)
남인우(교신저자)
중앙대학교 교수
(inam@cau.ac.kr)

최근 들어 기업을 사회의 일원으로 보고 그 일원으로서 사회적 책임 (Corporate Social Responsibility : CSR)을 다하는 기업 경영에 대한 관심이 날로 증가하고 있다. 이러한 추세에 힘입어 사회적 책임 활동에 소요되는 비용이 단순한 기업의 비용지출인지 아니면 장기적으로 기업의 질적 성과를 높일 수 있는 지표인지 여부를 확인하려는 노력이 사회 각계에서 지속되고 있다.

본 연구의 목적은 다음과 같다. 먼저 CSR활동이 기업의 장기적인 성과측면에서 단순 비용 지출이 아닌 장기적인 효과를 지닌 투자로서의 성격을 지닌다는 이전 연구결과들을 다시 한 번 재입증하고 거기서 한걸음 더 나아가 CSR의 효과가 장기적으로 실현될 수 있는 것인지에 대한 질문에 답을 하고자 한다. 이어서 CSR이 기업의 장기적인 성과에 영향을 미치는데 있어서 소비자만족도, R&D, 광고활동 등의 영향을 연구에 반영 하였으며 마지막으로, CSR활동의 상위 수준으로 각 산업별 특성을 반영하여 기업의 사회 책임 활동과 마케팅적 요소의 위계적 상관관계를 입증하고자 한다.

본 연구 결과 먼저 기업의 CSR활동이 결국 기업의 장기적 성과에 도움을 주는 투자라는 이전 연구의 주장을 다시 한 번 재 입증 하였다. CSR과 타 마케팅의사결정 및 특징변수와의 상호작용 여부 검증결과, 기업의 R&D투자비용이 높을수록 기업의 CSR활동성과는 재무가치에 더 큰 영향을 미칠 것인지 여부를 알아보기 위한 가설 2 는 지지되지 않았다. 이에 반해, 나머지 특징변수인 광고비용(AD)과 소비자만족도 (KCSI)는 그 정도가 높을수록 CSR이 회사의 장기가치에 미치는 영향이 증가하는 것으로 나타났다. 흥미로운 결과는 CSR이 전 산업의 재무성과에 긍정적인 영향을 미치지 않지만 그 영향은 산업군에 따라 조금씩 차이가 남을 알 수 있었다.

본 연구는 CSR활동이 기업성과에 미치는 영향에 있어 소비자만족과 같은 다양한 마케팅 변수가 향후 연구에 추가적으로 반영될 수 있음을 시사한다. 또한 다수준 접근법을 통하여 CSR활동의 성과가 산업별로 차이가 나는 부분은 각 산업군에 위치한 기업의 의사결정권자 들에게 중요한 지침을 내려줄 것이다.

주제어: CSR, 기업의 사회적 책임, HLM, Tobin's Q

1. 서론

기업의 사회적 책임 활동(Corporate Social

Responsibility; 이후로 CSR활동)에 대한 논의는 최근 확산일로에 있다. 경제 전반에 대한 정부의 역할 미흡과 실패에 대한 대중의 실망은 기업의 역할 책임에 대한 기대로 이어지고 있으며 노동계 및 일

부 시민단체들은 CSR을 법규로 규제화하려는 움직임까지 보이고 있다(경총 노동경제연구원 2007). 이러한 사회적 추세와 맞물려 기업의 CSR활동에 관한 연구들이 다양한 방면에서 수행되고 있다. 사실 국내 기업의 사회공헌실적을 면밀히 살펴보면 주요 외국 기업의 공헌도에 비하여 결코 낮은 수준이 아님을 알 수 있다. 경총 노동경제연구원(2007)의 자료에 따르면 기업들이 사회적 책임활동에 지출하는 금액은 2005년 기준(만 달러, 이익대비) Microsoft (410, 2.5%) Walmart (207, 1.3%), GE(117, 0.6%), 삼성(525, 5%)이고, KB 경영 연구소(2012)가 각국의 자료를 정리하여 발표한 자료에 의하면 한국의 사회공헌관련 지출비율은 2009년에 경상이익 대비 4.8%로 1.1%인 미국이나 1.9%인 일본 보다 상당히 높음을 알 수 있다. 국내 기업의 사회공헌활동에 대한 높은 지출 비율에도 불구하고 많은 시민들은 기업의 윤리의식과 도덕성에 여전히 의문부호를 달고 있는 실정이다. 이러한 국내정황에 비추어 보았을 때 과연 국내 기업의 CSR활동이 그 지출액에 비하여 장기적으로 기업가치에 얼마만큼의 효익을 주는지 여부에 관한 연구가 진행되어야 할 필요가 있다. CSR활동에 대한 정당성의 확보 문제는 이 활동이 장기적인 수익성 증대에 기여할 수 있는가에 대한 판단 여부에 그치지 않고 이 판단이 믿음이나 직관 이상의 근거를 확보할 수 있는가 하는 문제로 귀결된다.

이러한 질문에 답하기 위하여 CSR활동의 성과에 대한 연구가 많이 이루어지고 있다. 마케팅 영역에서는 주로 CSR활동과 소비자 반응과의 관계에 중점을 두고 연구가 진행되었다. 예를 들면 CSR활동은 소비자들의 제품에 대한 반응을 긍정적으로 변화시키고(Brown, 1998; Brown and Darcin, 1997), 기업에 대한 긍정적인 식별(identification)을 하게

하며(Sen and Bhattacharya, 2001), 고객들이 가지는 제품에 대한 태도에 긍정적인 영향을 미친다(Berens, Van Riel and Van Bruggen 2005)는 것이다. 이와 같은 연구들은 분명 중요한 결과들을 보고하고 있지만 CSR활동이 기업의 장기적인 가치에 긍정적인 영향을 주는가 하는 문제에 답을 하기에는 부족한 점이 있다. 즉 CSR활동에 지출되는 비용이 단순 비용지출이 아닌 기업의 수익성과를 높일 수 있는 투자인지 여부를 확인하려는 노력이 필요하다. 이 문제에 답을 하기 위한 CSR활동과 재무성과의 관계에 대한 연구들은 재무 분야나 경영전략 부분에서 많이 수행되어 왔지만 서로 일치하지 않은 결과를 보여주고 있다(Orlitzky, Schmidt and Rynes, 2003; Roman, Hayibor, and Agle, 1999; Pava and Krausz, 1996).

이러한 상충되는 결과들이 얻어진 것에는 몇 가지 이유가 있다. 첫째는 성과변수의 측정의 문제이다. 기업의 수익성을 측정하는데 있어서 많은 연구가 ROI 등의 회계적인 성과변수를 사용한다. 하지만 이런 회계적인 성과변수는 과거지향적인 변수라 우리가 관심이 있는 기업의 장기적인 시장 가치를 보여주는 지표로는 적합하지 못하다(Rust et.al. 2004). 두 번째는 저자들이 알고 있는 대부분의 연구들은 CSR이 기업의 성과에 기여하는데 있어서의 단기적인 효과와 장기적인 효과를 구별해서 고려하지 않기 때문이다. CSR은 단기에 효과가 나타날 수도 있고(예를 들어, 기업이 특정 재난구조 활동에 적극적으로 참여했을 경우에 볼 수 있는 시사적인 주목현상), 장기에 걸쳐 효과가 나타날 수도 있다는 것이 기업의 여타 시장 활동과 구별되는 본원적 특징이라 할 것이다. 따라서 장기효과를 고려하지 않고 분석한 연구(Luo and Bhattacharya 2009)에서는 기업의 CSR활동이 성과에 차지하는 기여도가 실제보

다 왜곡되어 저평가될 수 있는 문제점을 가질 수밖에 없다. 세 번째는 생략변수(Omitted variable)의 문제이다. CSR과 재무성과 간의 관계는 기업의 연구개발비 투자나 광고비 지출 등 다른 변수에 의하여 영향을 받는데 재무나 경영전략 논문은 이러한 변수들을 포함시키지 못한 문제가 있다(Sen and Bhattacharya, 2001; McWilliams and Siegel, 2000). 넷째는 산업별 차이이다. Hull and Rothenberg (2008)은 CSR이 기업성장에 미치는 영향에는 산업별 특성이 포함되어야 할 것임을 보였다. 기존의 선행연구들은 전기/전자산업, 자동차산업, 음식료산업, 서비스 산업 등의 구분 없이 단지 기업의 CSR활동을 재무성으로 연결시켜 이들 기업이 속한 산업군의 특성이 미치는 영향은 연구에 반영하지 못한 한계점을 가지고 있다. 모든 기업은 각기 특정 산업 군에 속하여 있는 위계적 구조(hierarchical structure)를 지니고 있기 때문에 CSR이 기업성장에 미치는 영향은 기업이 속해있는 산업의 경쟁강도, 차별화 정도 등 산업 특성의 요소에 따라 달라질 수 있다는 것이다.

본 연구의 목적은 이상에서 언급한 네 가지 요소, 즉 성과변수의 적절성, CSR의 장기효과 고려, 생략변수의 문제, 그리고 산업별 차이를 모두 고려하여 CSR활동이 기업의 장기적인 가치에 긍정적인 영향을 끼치는가 하는 것을 규명하는데 있다. 우선 CSR이 재무성과에 미치는 영향을 분석하기 위하여 우리는 기업의 성과변수로 장기적인 성장 가능성을 나타낼 수 있는 Tobin's Q를 사용하였다. 둘째, 기업이 특정 시점에서 시행한 CSR은 시장에서 잠재적 기억에 의해 이월되는 효과를 허용하여 CSR의 장기적인 효과를 검증할 수 있게 했다. 분석결과에 따르면 이 장기효과를 고려하지 않을 경우 기업은 CSR이 성과에 기여하는 효과를 실제보다 상당히 저평가

하게 됨을 볼 수 있었다. 셋째, 기업가치에 영향을 미치는 요인으로서 CSR활동 외에 기업의 광고 및 R&D 활동 그리고 소비자만족 등의 마케팅적 요소를 추가하여 이들 변수가 CSR의 성과를 어떻게 조절하는지를 살펴보았다. 끝으로, 각 기업이 속한 산업의 특성을 반영하여 CSR이 기업의 성과에 미치는 영향을 산업별로 살펴볼 수 있도록 시도를 하였다. 이를 통해서 CSR활동이 산업의 특성과 광고비, 소비자만족도, 그리고 연구개발비 수준에 따라 기업 성과에 투자비용으로 인식되는지 단순 지출비용으로 계산되는지에 대한 논란의 해소에 학문적 기여를 할 것으로 예상된다. 이러한 연구를 통하여 기업의 지출에 대한 의사결정을 담당하는 최고 경영자는 광고 활동이나 R&D투자 등의 마케팅 활동비용의 지출과 더불어 CSR활동에 관련한 지출에 대하여 개인적인 직관이나 신념을 넘어서는 정당성을 확보할 수 있을 것이고 이를 통하여 주주 등 기업의 이해당사자들의 호응을 확보할 수 있을 것이다.

본 논문은 다음과 같이 구성되었다. 우선 2장에서는 기업의 CSR활동에 대한 동기와 그것이 재무성과에 미치는 이론적인 논의를 살펴보고 3장에서는 전술한 이론적인 배경에 따라 기업 성과에 대한 CSR활동과 조절 변수들의 영향에 대한 가설의 수립을 토의하고 4장에서는 실증연구의 설계와 변수의 설정, 5장에서는 실증연구의 결과, 그리고 6장에서는 이 연구의 시사점과 한계점을 바탕으로 향후 연구방향을 논의하는 것으로 논문을 맺는다.

II. 이론적 배경

2.1 기업의 사회적 책임활동

2.1.1 기업의 사회책임 활동의 정의

CSR의 중요성이 확대되고 있는 실정이지만 이에 대한 정의는 학자마다 조금씩 상이하다. Bowen (1953)이 최초로 CSR이란 “사회의 목적과 가치 관점에서 바람직하다고 여겨지는 행동을 따르거나 의사결정 및 원칙준수에 대한 기업인의 책임”이라는 학문적 정의를 내린 뒤 오늘날까지 학계 및 사회각층에서 다양한 정의가 제시되고 있지만, 아직까지도 CSR에 대한 명확한 정의는 내려지지 못하고 있는 실정이다. 이는 기업은 사회적 존재이며 따라서 기업에 요구되는 책임은 그 기업이 속한 사회의 고유한 역사, 문화, 전통 등에 반영된 독특한 사회적 특성에 따라 다르기 때문이다. 즉, 사회의 다양성만큼 CSR도 다양한 의미를 가질 수밖에 없으며, 그 구체적인 내용은 사회에 따라 다른 양상을 보이게 된다 (곽관훈, 2006).

CSR에 대한 다양한 정의와 설명 중에서 몇몇을 소개하자면 우선 Davis and Robert (1975)은 CSR활동이란 조직의 이익증대와 전반적인 사회의 복지 증진을 향상시키고 보호하는 경영적 의무 활동이라고 60, 70년대의 혼재한 기업의 사회책임 활동의 개념을 정의 하였다. 이후 Carroll (1979)은 보다 개괄적인 CSR 정의 확립과 세분화를 통하여 기업의 사회적 책임이란 특정시점에서 사회가 기업에 대하여 가지고 있는 경제적(economic), 법적(legal), 윤리적(ethical) 및 자선적(philanthropic) 책임 모두를 지칭한다고 말하였다. Carroll(1991)에 의

하면 앞에서 살펴본 기업의 4가지 CSR활동은 다양한 형식으로 표출될 수 있어서 <그림 1>에서 제시하듯이 하위차원인 경제적(economic)책임부터 최상위 차원인 자선적(philanthropic)책임 까지 피라미드 구조로 이루어져 있다고 보았다.



<그림 1> Carroll의 CSR 피라미드(1991)

2.1.2 기업의 사회적 책임활동과 재무성과에 대한 이론적 고찰

먼저 학자들은 기업이 CSR활동에 투신하는 동기를 여러 이론들을 사용해 설명하고 있다. 그 중 대표적인 것은 제도화 이론(institutional theory)(Oliver, 1991; DiMaggio and Powell, 1983)과 대리인이론(agency theory)이 있다. 이 두 이론은 각각 CSR활동에 대한 긍정적인 시각과 부정적인 시각을 대변한다. 먼저 제도화 이론에 의하면 조직은 본래 조직 정당성(organizational legitimacy)을 추구하기 위해 노력하는데 CSR활동은 조직이 정당성을 부여받는데 일조한다는 것이다. 조직정당성에는 두 가지가 있는데 첫 번째는 좋은 상품을 좋은 가격에 판매하는 등 조직의 본래의 목적을 달성함에서 오는

실용적 정당성(pragmatic legitimacy)이 있고 두 번째는 조직의 행동이 그 조직이 속한 사회의 복지에 기여하는가를 의미하는 사회적 정당성(social legitimacy)이 그것이다. 그런데 조직의 장기적인 생존과 발전을 위해서는 이 사회적 정당성의 확보가 실용적 정당성 못지않게 중요하다는 것이다(Suchman, 1995; Handelman and Arnold, 1999). 즉 조직이 CSR활동에 투자를 하는 이유는 CSR활동에 투자를 함으로써 기업은 사회가 기업시민(corporate citizen)으로서의 기업에 기대하는 것들을 충족시킬 수가 있고 이로써 사회적 정당성을 확보하며 이를 통하여 기업은 영업을 하기 위해 필요한 영업허가(license to operate)를 부여받을 수 있기 때문이라는 것이다(Chui and Sharfman, 2011).

이러한 동기에 관한 분석들은 기업이 수익을 내는 것이 목적이라는 것에 볼 때에 그 자체로 이미 기업의 CSR활동이 기업의 가치에 긍정적인 영향을 끼친다는 의미를 내포하고 있다고 볼 수 있다. 예를 들어 제도화이론을 CSR활동에 접목시킨 Jones (1995)의 접근법에 의하면 여러 이해관계자들(stakeholders)과 신뢰를 바탕으로 한 지속적인 거래를 해야 되는 기업은 정직하고 믿을 수 있으며 윤리적이라는 평가를 받기를 원하는데 CSR활동은 이러한 평가를 받는데 큰 도움을 준다는 것이다. 즉 CSR활동을 하는 기업은 소비자나 파트너 등의 이해관계자로부터 좋은 평가를 받게 되고 이것이 높은 수익의 근원이 된다는 것이다(Jones, 1995; Carringer, 1994).

기업의 CSR활동을 긍정적으로 분석한 제도화이론과는 달리 대리인이론은 CSR을 부정적으로 평가한다. Friedman (1970)은 기업의 가장 큰 CSR은 이윤을 창출하는 것이라고 하면서 CSR활동을 대리인 문제(agency problem)으로 해석하고 있다. 즉 기업의 전문 경영자가 CSR활동 비용을 자신의 개

인적인 정치적 사회적 명성을 높이려는 시도에서 지출할 경우 이는 '대리인 문제'를 야기하게 되고 결과적으로 기업의 수익성에 음(-)의 영향을 미치며 주주의 이익을 침해하게 될 것이라고 주장하였다. 이러한 CSR관련 지출은 기업에 추가적인 비용과 노력을 들이게 하여, 시장에서의 경쟁에 불리한 결과를 야기하게 하고 기업의 재무성과에 부정적 영향을 미칠 것이라는 주장이 제기되기도 한다(Goldreyer and Diltz, 1999).

기업의 CSR활동에 대한 이론적인 근거가 다양함에서도 알 수 있듯이 CSR활동이 재무성과에 미치는 영향에 대한 실증 분석 역시 상충된 결과를 보여 주고 있다. 예를 들어 Wight and Ferris (1997) 그리고 Barnea and Rubin (2010) 등은 전술한 Friedman의 주장에 대한 실증적인 연구를 수행하여 기업의 CSR활동이 기업의 재무성과에 부정적인 영향을 미친다는 것을 보였다. 또한 마케팅 부분의 연구에서도 Webb and Mohr (1998)은 소비자들은 기업의 CSR활동을 궁극적으로 기업들이 자신들의 상업적인 목적을 달성하기 위하여 수행하는 활동이라고 인지 할 수 있다는 것을 보이면서 CSR활동에 대한 소비자들의 이러한 인식은 결과적으로 CSR활동이 소비자들의 구매 의사결정에 부정적인 영향을 미칠 수도 있음을 주장한다.

이에 반하여 기업의 성과에 대하여 CSR이 긍정적인 영향을 끼친다는 연구 역시 많다. 이러한 연구들은 CSR활동은 기업과 제품의 차별화(differentiation)에 도움을 주고 이를 통하여 기업이미지 향상과 소비자 등의 이해관계자(stakeholder)에게 지각된 기업의 가치를 향상시켜 궁극적으로 기업성과에 도움을 주는 활동으로 이해하고 있다(McWilliams and Siegel, 2001; Sen, Bhattacharya and Korschun, 2006). 여러 실증 논문들 중에서 몇을

언급하면 Pava and Krausz(1996)는 기업의 CSR활동이 해당 기업에 긍정적인 명성을 주어 재무성과를 증진시키는데 정의 영향이 있음을 밝혀내었고 Fombrun and Shanley (1990)과 Solomon and Hansen (1985) 역시 CSR활동이 기업의 재무성과에 긍정적인 영향을 끼침을 보였다. 국내에서도 김창수 (2009)의 연구에서는 기업의 CSR활동 전후를 비교한 결과, CSR활동에 참여한 기업이 참여하지 않은 기업보다 기업가치가 유의하게 상승하였고, CSR활동 발표에 대한 자본시장의 반응이 매우 긍정적인 것으로 나타났다. Roman, Hayibor, and Agle (1999)의 경우 25년간의 CSP(Corporate Social Performance)와 CFP(Corporate Financial Performance)간 관계의 메타분석을 실시한 결과 총 52개의 기존 연구 중 33개 연구가 CSR과 재무성과 간의 양의 관계를 밝혀내었고, 14개 연구가 중립적, 5개 연구는 부정적인 관계가 있는 것으로 나타났다.

앞장에서 서술한 바와 같이 본 연구에서는 CSR활동성과가 기업성장에 미치는 영향이 상이하게 보고된 이유로 1)미래지향적인 기업의 시장가치 척도, 2)CSR의 장기적인 효과 3)관련 마케팅변수 반영과 4)산업 간의 차이 반영 이라는 네 가지 측면이 포함되지 못한 연구결과라고 보고 이를 모델에 반영하는 것으로 실증분석을 실시하였다. 부연하면, 본 연구에서는 장기적인 기업가치 척도로서 Tobin's Q (Tobin 1969)를 사용하였다. 또한 전기(前期)의 Tobin's Q를 모델에 추가하여 CSR활동이 차기(次期)의 기업가치에 미치는 이월효과를 통하여 CSR활동의 장기적인 효과를 측정하였다. 마케팅 관련변수로서는 McWilliams and Siegel (2000)의 제안을 따라 R&D 그리고 광고를 포함시켰고 추가적으로 소비자만족을 포함시켰다. McWilliams and

Siegel (2000)의 주장에 따르면 R&D와 광고는 해당 기업을 경쟁자와 차별화시키고 경쟁우위를 가져다주는 변수들로서 기업성장에 직접적인 영향을 미치기 때문에 이 변수를 생략한다면 심각한 설정오류(misspecification error)를 저지른다고 주장하였다. 소비자만족도 역시 기업의 차별화 요소이며 기업의 재무성과에 유의미한 영향을 끼치는 바(Anderson et.al., 2004 ; Gruca and Lopo, 2005) 이 변수를 제외할 시에는 회귀모델은 설정오류로부터 자유로울 수 없을 것이다. 나아가 이 논문에서는 이들 추가 변수를 통하여 CSR활동이 기업의 재무가치에 영향을 미치는데 있어 위의 세 가지 마케팅 변수들이 어떠한 조절효과를 나타내는지 살펴보고자 한다. 또한 산업 간의 차이를 반영하여 CSR활동이 기업의 장기성장에 미치는 영향이 각 산업마다 상이함을 밝혀내고자 한다. 다음 장에서는 각 관련 마케팅변수들이 기업의 성과에 미치는 영향과 기업의 장기적인 기업가치 척도로서의 Tobin's Q에 대하여 간략하게 살펴보겠다.

2.2 기업의 마케팅 활동과 기업성과

2.2.1 R&D투자 활동과 기업의 장기적 성과

기업의 마케팅 활동 변수로서 첫 번째로 고려한 것은 R&D 투자비용이다. 오늘날 무한경쟁의 현실 하에서 기업이 생산 공정의 혁신을 통하여 고객의 요구를 만족시키기 위해서는 신제품개발과 기존 제품의 보완이 필요하며, 이를 위한 연구개발비용의 지출은 기업경영에 있어 필수적인 투자라고 볼 수 있다(김흥기, 송영렬, 2004). 기업이 지속가능한 장기성장을 내기위하여 무엇보다 수반되어야할 사항은 고객에게 가치를 전달할 수 있는 상품 및 서비스

를 제공하는 일이다. 이에 따라 고객의 Needs를 맞추기 위하여 기업들은 앞 다투어 품질향상과 원가절감을 위한 연구개발 활동에 많은 노력을 기울이고 있다. Lev and Sougiannis(1996)는 연구개발비를 자본 처리하여 살펴본 결과 연구개발비의 지출은 기업의 수익에 정(+)의 영향을 미친다고 주장하였으며, 김병기 (2009)는 1999년부터 2007년까지 국내기업을 표본으로 선정하여 R&D증가이후 기업의 수익성 개선을 살펴본 결과 대기업, 비 첨단산업, 비제조업 분야에서 R&D를 증가시킨 이후 3년 동안 정 (+)의 보유기간 초과 수익률을 관찰 하였다.

하지만 반대의 연구 결과도 존재한다. 김흥기·송영렬 (2004)은 국내 78개 기업을 표본으로 하여 조사한 결과 기업의 단기 연구개발비의 경우 기업의 성과와 특별한 관계를 보여주지 못한다는 사실을 보여주었다. 연구개발 투자활동은 그 효과가 장기적인 성과로 나타나는 경향이 강하여 기업의 단기 수익에 영향을 미치지 못할 가능성 역시 존재할 수 있다. 그리고 이러한 단기 수익률 저하는 기업의 자금 유동성을 압박하기 때문에 산업 특성에 따라서는 기업의 성장을 저해하고 기업의 존폐위기까지 초래할 가능성이 존재한다. 이러한 상이한 연구 결과를 볼 때 높은 수준의 R&D활동이 무조건적으로 기업에 고이윤을 가져다주는 것이 아니라, 산업의 특성을 반영한 선별적 R&D 투자가 기업의 장기성과에 도움을 주는 것으로 볼 수 있다.

2.2.2 소비자만족과 기업의 장기적 성과

두 번째 마케팅 관련변수는 소비자만족도이다. 오늘날 기업들은 신규 고객 확보와 기존 고객의 재구매 유도를 위하여 전반적인 소비자만족에 많은 공을 들이고 있다. 이에 따라 소비자만족과 기업의 이미

지 그리고 기업의 가치 간의 관계에 대한 연구가 많이 등장하였고, 현재도 많은 연구들이 진행 중에 있다. Oliver (1980)는 소비자만족이 소비자 태도에 영향을 미쳐 재구매 의도로 나타난다는 주장을 하였으며, Fornell (1992)의 경우 기업이 고객만족을 높이면 해당기업에 대한 충성도 상승과 더불어 상대적으로 낮은 가격탄력성의 확보, 경쟁사로부터의 방어와 낮은 거래비용의 달성, 그리고 기업의 명성 증가에 영향을 미친다는 연구결과를 내놓았다.

소비자만족은 실무진 및 연구자 사이에서 기업을 지속 가능케 하는 아주 중요한 마케팅 수단으로 뿌리를 내리고 있다. 이러한 시기의 추세를 반영하여 각 조사 기관들에서는 주요기업을 대상으로 주기적으로 고객만족도 조사가 이루어지고 있다. 이렇게 분기별로 혹은 연도별로 발표되는 고객만족도 조사 결과를 통하여 소비자 및 기업실무자들은 기업간, 산업간, 경제 부문간, 고객만족도 차이를 횡단적으로 알 수 있으며, 특정기업, 특정산업, 경제부분, 그리고 국가의 고객만족도 추이를 종단적으로 알 수 있게 된다(이학식, 임지훈 2005). 개별 산업과 개별 기업별로 조사되어 집계된 지수들은 대중매체에 보도되어 실제로 많은 기업들이 이러한 결과를 광고 등에 활용하고 있다(박상준, 이유재, 이청림 2008).

이러한 소비자만족은 결과적으로 기업의 순 자본 흐름을 높게 만들어 결과적으로 기업가치를 향상시킨다는 연구결과 또한 제시되었다(Srivastava, Shervani and Fahey, 1998). 즉, 소비자만족은 첫째 기업으로부터 고객이 더 많은 구매를 하게끔 유도하며, 둘째 소비자만족레벨이 높은 경우 교차구매 가능성이 커지며, 마지막으로 긍정적인 구전효과 및 추천으로 인하여 주주가치에 영향을 준다고 볼 수 있다(Anderson et. al., 2004).

이와 함께 소비자만족과 기업의 재무성과 사이의 관계를 밝히려는 노력 또한 최근 들어 증가하고 있다. Anderson, Fornell, and Mazvancheryl (2004)는 미국 소비자만족지수(ACSI)의 데이터를 사용하여 기업의 현재 소비자만족 레벨과 기업의 장기적 재무가치간의 양의 관계를 밝혀내었으며 Gruca and Rego (2005)의 경우 소비자만족 지수가 기업의 현금흐름과 주주간의 가치에 정의 영향이 미치는 것을 밝혀내었다.

2.2.3 광고비 지출 활동과 기업의 장기적 성과

본 연구에서 반영한 세 번째 마케팅 변수는 광고비 지출이다. 기업은 광고를 통하여 시장점유율을 향상시키고 궁극적으로 기업의 수익성증대에 영향을 미치는 목표를 가지고 있다. 광고는 직접적으로 이윤의 극대화를 위해 소비자를 끌어 들여 판매 및 유통을 촉진시킴과 동시에 간접적으로 소비자에게 상품에 관한 지식을 전달하고, 현명한 구매를 이끌어 생활의 질적 향상에 도움을 주는 기능을 수행한다(전현배, 1999). 오늘과 같이 수많은 제품이 출시되는 상황 아래에서 광고는 제품을 출시하는 기업과 이를 사용하는 소비자 사이에 있어 정보의 갭을 메워 주는 가장 중요한 메신저 수단으로 사용되고 있다.

한은경 · 이상돈 (1999)은 매출액과 광고비간의 상관관계를 분석 실시한 결과, 양자 간에 정 (+)의 관계가 존재하는 것을 확인하였으며 이후 권오박 · 고재모 (2009)의 연구에서 역시 광고비, 경영성과와 경제 성장 지표간의 인과관계를 분석한 결과 광고비가 매출액에 영향을 미치는 투자로서의 성격을 갖는 것을 확인하였다. 이러한 이전 연구결과를 종합해 볼 때 광고는 투자로서의 성격을 지녀 기업의 매출 진작에 도움이 되는 역할을 수행함을 알 수 있다.

2.3 기업의 장기적 재무가치

본 연구의 종속변수는 기업의 장기적 재무가치이다. 오늘날 기업가치를 측정하는 일은 기업 실무진 및 학계 그리고 투자자 사이에서 매우 중요하다는 인식하에, 기업의 장기적 재무성과 측정방법에 대한 많은 연구가 실시되고 있다. 과거 국내 기업들은 지속적인 고도성장 속에서 기업의 최우선 목표로 매출과 이익증대에 기업의 역량을 집중해 왔으나 최근 기업의 목표는 매출 증대 보다 기업의 가치를 증대시키는 것으로 변화하고 있다(박영태, 전호진 2007). 특히 각 기업들은 자사의 기업가치 측정을 위한 수단으로 많은 재무적 수단을 사용하고 있으며, 기업가치 측정을 위한 다양한 수단들이 계속하여 개발되고 있다.

최근에 들어서는 기업의 가치를 측정을 위한 방법 중 하나로 Tobin's Q (Tobin, 1969)의 활용이 높아지고 있다. Tobin's Q는 Tobin에 의하여 기업가치를 측정하기 위한 척도로 개발되었으며, 각 기업이 주식시장에서 평가된 시장가치를 기업 실무자본의 대체비용으로 나눈 값이다. Tobin's Q의 경우 측정방식이 주식시장에 기반을 두는 관계로 주식에 반영된 정보를 통하여 기업의 미래가치까지 추정할 수 있다는 장점이 존재한다. 본 연구에서도 ROI나 ROA를 이용한 기업의 회계적 수익(accounting profit) 측정이 아닌 기업의 미래가치 역시 포함된 재무성과를 측정하고자 한다. Tobin's Q의 경우 기업이 보유한 자산의 시장가치의 대용치로 주식시장에서 평가된 시장가치를 사용하는 관계로 유가증권 시장에 상장된 기업의 가치만 반영하는 한계점이 존재한다. 하지만 주주의 이익 반영과 동시에, 감가상각 등의 회계조작의 가능성이 존재하지 않아 기업간의 비교가 용이하며 무엇보다 미래의 수익을 반영

할 수 있다는 장점이 존재한다(전미림, 김창수 2010). 본 연구는 기업의 CSR활동이 기업의 장기가치에 미치는 영향을 확인해보고자 하는 것이므로 기업의 미래가치까지 반영한 측정 방법으로 밝혀진 Tobin's Q를 종속변수인 기업가치의 대용 치로 사용하고자 한다.

III. 가설 설정

앞에서 살펴 본 제도화 이론은 CSR활동이 기업의 재무성과에 긍정적인 영향을 끼침을 예측하고 있다. 즉 제도화이론에서는 기업은 CSR활동을 통하여 기업의 사회적 정당성(Social legitimacy)을 강화시키고 이해관계자들에게 대한 기업이미지를 진작시킴에 의해서 경쟁우위를 점할 수 있음을 예측하고 있다(Suchman, 1995; Handelman and Arnold, 1999). 기존의 선행 연구를 살펴보면 Schwartz and Carroll (2003)은 기업의 CSR활동은 간접적 투자의 성격을 지녀 기업의 명성 진작과 매출액 증진 및 비용감소로 이어져 기업가치를 향상시킨다고 주장 하였다. 이 외에도 기업의 사회적 책임 활동이 기업에 긍정적인 명성을 제공하고 이는 기업가치를 향상시키는 영향이 있음을 밝혀내는 주장이 계속하여 제기 되었다(Arnott, 1994; Carringer, 1994; Pava and Krausz, 1996). 국내 연구로는 최운열·이호선·홍창선 (2009)의 연구에서 기업의 CSR 활동을 광고비나 R&D투자비용처럼 직접투자 비용으로 볼 수는 없지만, 이러한 사회투자활동 수행으로 인한 효익 발생은 향후 잠재적 매출 진작 혹은 비용절감에 영향을 미칠 수 있다는 점으로 보아 CSR 활동은 간접투자의 성격을 지니고 있다고 주장하였

다. 전미림·김창수 (2010)는 지속적으로 기업의 CSR활동을 수행한 기업의 경우 그렇지 않은 기업보다 ROA와 Tobin's Q가 모두 높게 나타났으며, 차기이후의 경영성과가 좋다는 것을 밝혀내었다. 이러한 이론적인 토대와 선행연구를 바탕으로 본 연구 역시 기업의 사회적 책임 활동은 기업 수익상태를 저해하는 것이 아닌 기업가치를 증진시킬 투자의 성격을 지녔다고 보고 다음과 같은 가설을 수립하였다.

H₁ : 기업의 CSR활동은 기업가치에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

제도화이론에 의하면 기업이 생존하고 발전하기 위해서는 기업에 가해지는 압력(institutional pressure)에 부응하면서 정당성(legitimacy)을 확보하는 것이 필수적이다(Oliver, 1991; Campbell, 2007). 전술한 바와 같이 기업이 필요로 하는 정당성에는 실용적 정당성(pragmatic legitimacy)과 사회적 정당성(social legitimacy) 두 가지가 있다. 제도화 이론의 학자들은 기업이 장기적으로 성장하는데 있어 이 두 가지가 모두 중요하다고 주장하고 있다(Suchman, 1995). 예를 들어 어떤 기업이 고객에게 좋은 품질의 제품을 경쟁력 있는 가격에 제공할 한다(실용적 정당성) 하더라도 그 제품이 아동 노동력을 이용한 제품(낮은 사회적 정당성)이라면 그 기업은 정당성을 확보하지 못할 것이다(Handelman and Arnold, 1999).

이 반대의 경우도 생각할 수 있다. 즉 정당한 방법으로 생산된 제품이지만 그 제품의 품질(실용적 정당성)이 떨어진다면 그 기업은 우수한 제품을 생산해야 되는 본연의 의무를 다하지 못하므로 실용적 정당성을 잃게 되어 조직유지에 필요한 충분한 정당성을 확보하지 못하게 될 것이다. 두 가지 정당성 사

이에는 어느 정도의 긴장이 존재하는데 기업의 본연의 책임은 이윤을 창출하는 것이고(Friedman, 1970) 기업의 사회적인 활동은 기업의 경제적인 활동에 대한 희생을 초래한다(Kraft, 1991)는 시각이 그러하다. 이러한 시각은 기업이 본연의 임무를 다하지 못한 상황에서 CSR활동에 투자를 할 경우의 반작용에 대한 경계로서 볼 수 있다. Sen and Bhattacharya (2001)은 수준 높은 제품을 개발하는 등의 기업의 본연의 능력을 발전시키는 것을 희생하면서 CSR활동에 치중하는 것은 기업에 대한 고객들의 지각과 제품의 구매의사에 부정적인 영향을 끼친다는 것을 보였다. 이러한 상황에서는 고객들은 기업의 사회적인 책임활동과 그 기업의 이미지에 대한 부정적인 인식을 갖게 되고 이러한 부정적인 인식은 낮은 구매의사와 부정적인 구전을 야기하여 수익성을 낮추게 될 것이다(Brown, 1998; Varadarajan and Menon, 1988). 같은 논리로 어떤 기업이 높은 품질의 제품을 생산하고 그로 인하여 높은 소비자만족도를 달성하는 등 기업의 실용적 정당성을 확보했을 경우에는 그 기업의 CSR활동이 긍정적으로 평가되고 해당기업의 이미지 제고와 사회적 정당성 확보에 도움을 줄 것이다. 또 이러한 정당성은 최종적으로 고객들의 충성도를 높이는 등의 긍정적인 소비자 반응을 불러올 것이다(Bhattacharya and Sen, 2004).

우리는 이 논문에서 기업의 본연적인 능력 정도를 나타내는 지표로서 기업의 R&D활동과 소비자만족도를 사용하고자 한다. 우수한 제품과 서비스를 생산하는 기업의 본연적인 능력이라는 점에서 R&D는 보다 근원적인 투입적인 부분이고 그리고 소비자만족도는 그 투입에 대한 결과로서의 소비자반응이라는 점에서 기업의 본연적인 능력에 대한 두 가지 다른 면을 나타낸다고 할 수 있다. R&D가 기업의 장

기적인 성과에 지대한 영향을 미치는 요소임은 오래 동안 연구되고 증명되어온 사실이다(Griliches, 1979; Helfat, 1997). 또한 소비자만족 역시 기업전략의 중요한 부분을 차지하고 있으며 기업의 장기적인 성과에 긍정적인 영향을 미치는 요소이다(Anderson et.al., 2004; Gruca and Rego, 2005). 이에 이러한 두변수를 기업의 실용적 정당성을 높이는 본연적인 능력을 보여주는 요소들이라고 보고 기업이 이러한 부분에서 충분한 역량을 가지고 있을 시에 CSR활동이 기업의 장기가치에 더 큰 영향을 끼친다는 추론에서 다음과 같은 가설을 설정하고자 한다.

H₂: 기업의 R&D 투자비용이 높을수록 기업의 CSR활동성과는 재무가치에 더욱 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

H₃: 기업의 소비자만족이 높을수록 기업의 CSR활동성과는 재무가치에 더욱 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

제도화이론을 이용하여 기업의 CSR활동에 대한 동기를 설명한 Jones (1995)는 기업은 이해관계자(stakeholder)들과 신뢰와 협조에 바탕을 두고 지속적인 거래를 해야 하는데 이를 위해서 기업은 정직하고 믿을만하며 윤리적으로 행동해야한다고 주장하였다. 이 경우에 기업이 가지고 있는 CSR속성들, 즉 정직하고 믿을만하며 윤리적이라는 속성들은 제품에도 연결이 되어 제품의 속성으로서 긍정적으로 인지되게 된다. 하지만 그 속성들이 제품에 이전되기 위해서는 기업이 가지고 있는 CSR속성들이 소비자들에게 알려져야 되는 것이 필수적이다(McWilliams and Siegel, 2001). 기업의 CSR속성을 소비자들에게 알리는 데에 광고의 역할은 아주 중요하다. 광고는 소비자들에게 특정 기업과 제품이 CSR속성을

가지고 있다는 알리는 것에 국한되지 않고 CSR속성들에 대한 소비자들의 취향을 긍정적으로 변화시키는 설득적인 역할까지도 수행한다(McWilliams, Siegel and Wright, 2006).

광고가 해당 기업의 CSR적인 속성에 대하여 언급하지 않더라도, 광고는 소비자들에 의해 결과적으로 기업과 제품의 질에 대한 긍정적인 신호(signal)로 간주될 수 있다(Milgram and Roberts 1986). 즉 자동차 회사가 그 자동차의 연료절감이나 공해물질 배출도가 낮다는 것을 소비자들에게 소구하지 않는다 하더라도, 일반적으로 공공적인 미디어를 통하여 수행되는 광고는 그 대상이 되는 제품이 광고가 없는 제품에 비해 높은 정당성을 갖도록 한다(Kotler and Armstrong, 2012, p.448). 즉 제도화이론적으로 설명하면 광고 역시 제품의 실용적 정당성(pragmatic legitimacy)을 높여준다고 볼 수 있을 것이며 R&D와 소비자만족과 같은 논리로 사회적 정당성을 높이는 CSR활동이 기업의 가치에 미치는 영향을 증가시킨다고 볼 수 있을 것이다. 이에 다음과 같은 가설을 설정한다.

H₄: 기업의 광고비 투자비용이 높을수록 기업의 CSR활동성과는 재무가치에 더욱 긍정적인 영향을 미칠 것이다

IV. 연구 설계

4.1 표본 선정 및 변수 설정

본 연구에서는 앞서 설정한 가설 검증을 위하여 표본선정 및 변수설정을 하였다. 연구에서는 독립변

수인 CSR의 활동성과를 대신할 수 있는 대응치로 한국 능률협회컨설팅의 KMAC 지수를 사용하였다. CSR활동성과를 분석하기 위하여서는 적절한 대응치의 데이터 수집이 무엇보다 중요하다. 본 연구에서 사용하는 KMAC지수의 경우 사회공헌 및 환경친화 그리고 윤리경영을 포함시킨 사회가치항목을 비롯하여 고객가치와 직원가치 그리고 CSR의 1차적 목표인 주주가치까지 조사항목에 모두 포함시키고 있다. 한국 능률협회 컨설팅에서는 지속적인 혁신능력과, 주주가치, 직원가치, 고객가치, 사회가치, 이미지 가치를 종합적으로 평가하는 조사항목을 개발하였다. 이중 주주가치는 재무 건정성과 자산 활용의 항목 평가를, 직원가치는 복리 후생 및 인재육성의 항목을 조사 및 평가 한다. 또한, 고객가치는 제품(서비스)의 질에 대한 평가를 마지막으로 사회가치는 사회공헌, 환경 경영, 윤리경영의 조사항목을 기반 한다. 이러한 조사항목은 Carroll (1991)이 주장한 특정시점에서 기업이 사회에 대하여 가지고 있는 경제적, 법률적, 윤리적 및 자선적 책임을 모두 반영한 지수라 여겨진다. 따라서 본 연구에서는 CSR활동의 대응치로 KMAC지수를 사용하였다.

KMAC지수는 기존의 기부금액이나 환경활동영역만을 평가하여 조사한 지수 등의 단적인 영역을 벗어나 본 연구에서 사용하기에 적합한 지수로 여겨진다. 구체적으로 본 연구에서는 CSR활동성과의 장기적 성과를 분석하기 위하여 한국 능률협회 컨설팅 KMAC 자료 입수가 가능한 2004년부터 2009년까지의 278개 기업의 표본을 선정, 이중 6년 연속으로 지수에 포함된 기업을 반영 하였다. 최종 분석 작업은 KCSI(국가 고객만족)지수의 활용 역시 가능하고 한국 신용평가정보(주)의 KIS-Value와 금융감독원 전자공시시스템에서 필요한 재무자료 및 연구비, 광고비가 입수 가능한 14개 산업군 34개 기

업을 대상으로 분석을 실시하였다. 데이터의 총합계는 204 기업-연도이다.

본 연구의 종속변수인 기업의 장기적 재무가치는 Tobin's Q 를 대용변수로 사용하였다. Tobin's Q 의 경우 본래 기업이 보유한 자산의 시장가치를 그 대체비용으로 나누어 측정하는 것이 원칙이다. 하지만 자산의 대체비용을 구한다는 것이 실질적으로 어려운 관계로 본 연구에서는 장부가치 대비 시장가치의 비율을 사용하였다. 선행 연구에서는 우선주의 유동성 부족과 비효율적으로 형성된 시장가격문제를 들며 Tobin's Q 측정에 우선주의 시장가치 대신 장부가치를 사용하여야 한다는 주장을 하였다(Chung and Pruitt, 1994; 연강흠, 박순홍, 2006). 따라서 본 연구에서 역시 우선주의 시장가치가 아닌 장부 가치를 사용하여 Tobin's Q를 계산 하였다.

$$\text{Tobin's Q} = \frac{[(\text{보통주 종가} \times \text{보통주 주식수}) + (\text{우선주 액면가} \times \text{우선주 주식수}) + \text{총부채의 장부가치}]{\text{총자산의 장부가치}}$$

소비자만족도의 측정치로는 한국 능률협회 컨설팅의 KCSI(Korean Customer Satisfaction Index : 한국산업의 고객만족도)지수를 사용하였다. KCSI의 경우 조사대상 산업이 전체 GDP의 약 75%를 차지할 만큼 넓은 범주의 국내 산업을 아우르는 대표적 고객만족지수로서 오랜 역사와 공신력을 지니고 있으며 장기간의 성과 측정을 위한 시계열 자료 사용이 가능한 장점이 존재한다.

연구개발비와 광고비 지출의 경우 금융감독원 전자공시시스템의 사업보고서 데이터를 반영하여 당해의 연구개발비와 광고비용을 매출액으로 나누어 계산하였다. 마지막으로 본 연구에서는 각 산업별로

각기 다른 성장률을 반영하기 위하여 한국은행 경제통계시스템의 성장성에 관한 지표를 해당 14개 산업군의 성장성 대용지표로 사용하였다. 이러한 산업 성장률은 오늘날 해당산업의 동향 분석 및 향후 예측까지 두루 이용되고 있다(Anderson et. al. 2004).

종합적으로, 이 연구에서는 2004년부터 2009년까지의 KMAC 지수가 보고된 278개 기업중 6개년 간 연속적인 지수가 제공된 128개를 일차적으로 추려내고 그 중 모든 독립변수와 종속 변수의 입수가 가능한 34개 기업을 최종적으로 연구에 사용하였다. 즉, 본 연구에서는 2004년부터 2009년까지의 6개년의 시계열 데이터를 사용하기 위하여 상기 연도의 기간에 누락되거나 조사되지 못한 기업의 KMAC지수 데이터를 연구에서 제외하였다. 또한 KMAC 지수와 함께 동일 기간 동안 KCSI(국가고객만족지수)지수가 함께 조사되지 못한 기업의 데이터 역시 연구에 반영하기 불충분하여 연구에서 제외하였다. 마지막으로 종속변수인 Tobin's Q의 경우 유가증권시장에 상장된 기업의 주가지수를 통하여 산출하는 관계로 유가증권시장에 상장되지 못한 기업의 데이터는 연구에 반영하기에 적합하지 않아 제외하였다. 이렇게 최종 34개로 기업의 6개년도의 관측치, 즉 총 204개의 관측치가 연구에 포함되었다. <표 1>은 산업 내 기업의 데이터 현황이다.

4.2 분석모형

가설 검증을 위하여 본 연구에서는 위계적 선형모형(hierarchical linear models: HLM)을 사용하였다. 위계적 선형모형은 다층자료를 분석하는 모델로, 한 분석단위의 자료가 다른 분석단위의 수준 안에 내재(nested)되어 있을 때 주로 사용한다.

만일 분석하고자 하는 자료나 가설이 다중단계

〈표 1〉 분석에 사용된 산업내 기업수(총 6개년)

| | | | | | | | | |
|-----|------|------|-----|-----|----|-------|-----|------------|
| 산업 | 의복 | 식,음료 | 주류 | 화장품 | 식품 | 전자 | 자동차 | 가구 |
| 기업수 | 2 | 2 | 1 | 2 | 2 | 2 | 3 | 2 |
| 산업 | 도시가스 | 정유 | 백화점 | 통신 | 교육 | 금융서비스 | 총계 | 관측치 |
| 기업수 | 3 | 2 | 3 | 3 | 1 | 6 | 34 | 34*6년(204) |

(multi-level)에 걸친 형태일 때, 자료를 기존의 1차 수준만을 고려하여 분석할 경우 두 가지 문제가 발생할 수 있다. 첫 번째는 하위 수준의 분석단위와 상위수준의 분석단위가 모두 동일 수준에 속하게 되어 불필요한 오차가 발생할 수 있다. 즉, 모델화 되지 않은 상위수준의 정보가 모여져 하위 수준의 잔차항으로 나타날 소지가 있는 것이다. 두 번째 문제로는 상위수준의 영향이 무시되어져서, 회귀모델에서 모든 수준에 걸쳐 계수를 동일하게 가정할 소지가 있다. 예를 들면, CSR의 효과가 기업별로 혹은 산업별로 똑 같다고 가정하는 것과 같은 이치이다. 따라서 위계적 선형모델을 통함으로써, 하위레벨 변수들의 영향력을 보다 정확하게 측정할 수 있는 장점이 존재하며, 서로 다른 레벨 사이에서 발생하는 교차수준간의 상호작용(cross-level interaction)을 확인할 수 있다(Hoffman, 1997).

본 연구도 첫 번째 수준에서 시간(6년)이 반영되어 있는 CSR 변수, 그리고 두 번째 수준에서 기업의 마케팅 변수, 세 번째 레벨에서 산업 차에 따른 해당산업의 성장률을 포함하고 있다. 만일 본 연구에서 다중수준(multi-level) 모델을 사용하지 않고 단순 회귀분석을 통하여 CSR과 기업의 장기성과만을 분석할 경우 이전의 연구에서 가졌던 하위레벨의 영향력을 정확하게 측정하지 못하는 한계를 가질 수 있다. 이전 선행연구에서 나타났던 한계점을 보완하고 본 연구의 목적인 CSR활동이 기업가치에 미치는 영향은 산업차이에 따라 다를 것이라는 주장을

입증하기 위하여 위계적 선형모델을 통한 분석을 실시하고자 한다.

가설검증에 앞서 기업간 산업간 cross level 분석의 전제조건으로 종속변수인 Tobin's Q에 대한 집단 간 분산과 그 유의성에 대한 분석을 모든 레벨에서 독립변수가 포함되지 않고 기업과 산업 구분만이 되어 있는 기본 모델을 Unconditional hierarchical linear models 통하여 사전 분석하였다. 그 결과 Tobin's Q가 기업과 산업별로 유의미한 차이($p < 0.0001$)을 보였다.

이를 토대로 최종 분석 모델을 아래 수식 1~3 과 같이 설정 하였다. 모두 3단계로 구성되어진 모델에서, 우선 1단계모형을 통해서 한 기업의 CSR활동이 기업가치에 정 (+)의 영향을 미친다는 가설 1을 검증한다. 2단계에서는 이러한 기업별 CSR효과가 각 기업의 마케팅 특성 즉 R&D지향성, 소비자 만족달성도, 광고비 지출 수준 등에 따라 다르게 나타나는지 아니면 이들과 무관하게 나타나는지를 보는 가설 2, 3, 4를 검증한다. 3단계에서는, 가설검정의 범위는 아니나, 1~2단계에 걸쳐 관찰된 계수들이 산업별로 얼마나 이질적으로 존재하는지를 살펴보게 해준다. 이 위계모형의 특징은 상호작용을 다루기는 하나, 통상 OLS 회귀분석에서 다루는 상호작용 모형처럼 1단계 모형 내에서 변수들 간의 조절효과를 검증하는 것이 아니라, 하위단계의 계수가 상위단계의 종속변수로 사용되는 소위 교차수준(cross level)간의 상호작용 검증은 다루고 있다는

점이 다르다. 아래에서는 모형 제시 후 각 단계별 기 대정보와 포함될 변수들에 대해 구체적인 설명을 하 고자 한다.

1단계 (기업 수준)

$$(1) Q_{(t)ij} = p_{0ij} + p_{1ij}CSR_{(t)ij} + p_{2ij}Q_{(t-1)ij} + e_{(t)ij}$$

2단계 (기업간/산업내 수준)

$$(2a) p_{0ij} = b_{00j} + b_{01j}(AD)_{ij} + b_{02j}(R/D)_{ij} + b_{03j}(KCSI)_{ij} + r_{0ij}$$

$$(2b) p_{1ij} = b_{10j} + b_{11j}(AD)_{ij} + b_{12j}(R/D)_{ij} + b_{13j}(KCSI)_{ij} + r_{1ij}$$

$$(2c) p_{2ij} = b_{20j} + r_{2ij}$$

3단계 (산업간 수준)

$$(3a) b_{00j} = g_{000} + g_{001}(Growth)_j + u_{00j}$$

$$(3b) b_{01j} = g_{010} + u_{01j}$$

$$(3c) b_{02j} = g_{020}$$

$$(3d) b_{03j} = g_{030} + u_{03j}$$

$$(3e) b_{10j} = g_{100} + g_{101}(Growth)_j + u_{10j}$$

$$(3f) b_{11j} = g_{110} + u_{11j}$$

$$(3g) b_{12j} = g_{120}$$

$$(3h) b_{13j} = g_{130} + u_{13j}$$

$$(3i) b_{20j} = g_{200} + u_{20j}$$

- $Q_{(t)ij}$: 산업 j 내 기업 i 의 t 기간의 Tobin's Q
- $CSR_{(t)ij}$: 산업 j 내 기업 i 의 t 기간의 CSR지수
- $(AD)_{ij}$: 산업 j 내 기업 i의 매출액 대비 광고비수준
- $(R/D)_{ij}$: 산업 j 내 기업 i의 매출액 대비 R&D 수준
- $(KCSI)_{ij}$: 산업 j 내 기업 i의 KCSI 수준
- $Growth_j$: 산업 j의 성장률
- $e_{(t)ij}$: 1단계의 무작위항
- $r_{0ij}, r_{1ij}, r_{2ij}$: 2단계의 무작위항
- u_{00j}, \dots, u_{20j} : 3단계의 무작위항

수식 (1)은 위계적 선형모형(이하에서는 HLM이라 함)의 1단계 수준을 나타낸 것이며, 기업의 Tobin's Q와 해당 기업의 CSR활동의 관계를 해당 기업 내 의 연간자료로 반복측정 한 것을 이용한다. p_{0ij} 는 j 산업내 i 기업의 고정효과(fixed effect)를 나타내 고 p_{1ij} 는 이 논문의 핵심 계수로서 기업의 CSR활동 이 해당 기업의 Tobin's Q에 미치는 영향을 나타낸 다. 또한 전 기간(t-1)의 Tobin's Q를 통제변수로 사용하여 CSR활동의 이월효과(carry over effect) 를 조사해 보았고 그 효과는 p_{2ij} 로 나타난다.

수식 (2a), (2b), (2c) 는 이러한 기업의 CSR 효 과가 해당기업의 특징변수들과 어떤 관련이 있는지 를 분석한다. 따라서, 식 (1)에 나타난 주요 계수인, p_{0ij} (기업 i의 산업 j 내 고정효과 (fixed effect)) p_{1ij} (CSR에 따른 Tobin's Q의 반응)이 각 기업의 광고비지출성향, R&D지향성, 소비자만족 수준의 함수로 나타난다. 따라서, 식 (2b)의 b_{11j} 는 j 산업에 서 관찰되는 CSR과 광고비 지출성향간의 상호작용 을, b_{12j} 과 b_{13j} 는 각각 j 산업내에서 CSR과 R&D, CSR과 소비자만족달성도간의 상호작용효과를 나타 낸다. 끝으로 이러한 2단계의 모수추정치들이 각 산 업별 수준이므로, 산업간 이질성을 고려한 추정을 위 해 식(3a)~(3i)이 3단계의 모형으로 제시되었다.

V. 실증분석결과

5.1 기술통계

연구결과 토론에 앞서 본 연구에 사용된 기업들의 기술통계량이 <표 3>에서 제시되고 있다. 여기에는 표본기업의 변수에 대한 평균, 표준편차, 최소, 최대

〈표 2〉 기술통계량

| LEVEL 1 | | | | | |
|-----------|-----|-------|------|-------|-------|
| 변수 | 표본 | 평균 | 표준편차 | 최소값 | 최대값 |
| CSR | 204 | 6.84 | 0.75 | 4.22 | 8.62 |
| Tobin's Q | 204 | 1.19 | 0.42 | 0.60 | 3.50 |
| LEVEL 2 | | | | | |
| 광고비 | 34 | 2.32 | 2.97 | 0.02 | 11.37 |
| R&D | 34 | 1.41 | 2.10 | 0.00 | 9.03 |
| KCSI | 34 | 60.11 | 4.64 | 45.27 | 69.10 |
| LEVEL 3 | | | | | |
| 산업성장 | 14 | 7.56 | 4.41 | -0.10 | 16.30 |

값이 포함되어 있다.

5.2.1 기업 CSR활동이 기업가치에 미치는 장단기 효과

5.2 추정 결과

모델의 추정 결과는 다음 〈표 3〉에 나타나 있다.

먼저 기업의 CSR활동이 단순비용처리가 아닌 지속가능한 경영의 일환으로 기업의 장기적 성과에 정

〈표 3〉 추정결과

| 모수 | 추정계수 | 표준오차 | T-통계량 | Approx. d.f | P-value |
|--|-----------|----------|--------|-------------|---------|
| - 고정효과(intercept: β_0) | | | | | |
| Intercept, β_{000} | 0.483115 | 0.039122 | 12.349 | 12 | 0.000 |
| Growth, β_{001} | 0.001219 | 0.003468 | 0.352 | 12 | 0.731 |
| AD, β_{010} | 0.029962 | 0.006125 | 4.892 | 13 | 0.000 |
| R&D, β_{020} | -0.013153 | 0.003496 | -3.762 | 30 | 0.001 |
| KCSI, β_{030} | -0.008037 | 0.004053 | -1.983 | 13 | 0.069 |
| - CSR효과(slope: β_1) | | | | | |
| Intercept, β_{100} | 0.111772 | 0.019799 | 5.645 | 12 | 0.000 |
| Growth, β_{101} | -0.008936 | 0.005173 | -1.727 | 12 | 0.109 |
| CSR*AD, β_{110} | 0.03292 | 0.010198 | 3.228 | 13 | 0.007 |
| CSR*R&D, β_{120} | 0.002255 | 0.003994 | 0.565 | 30 | 0.576 |
| CSR*KCSI, β_{130} | 0.020444 | 0.005141 | 3.976 | 13 | 0.002 |
| Q(t-1), β_{200} | 0.574948 | 0.033642 | 17.09 | 13 | 0.000 |

(+)의 영향을 미치는지 살펴보았다. 검증 결과 기업의 CSR활동은 기업가치에 통계적으로 유의한 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나, 가설 1이 지지되었다($g_{100}=0.11$, $p\text{-value} < .000$). 이 결과는 CSR활동이 결국 기업의 성과에 도움을 주는 투자라는 이전 연구의 주장을 재 입증하고 있다.

본 연구는 CSR활동이 한 번의 단기적 성과, 즉 동일시기의 Tobin's Q에 영향을 미칠 뿐만 아니라, 장기효과 역시 존재하는지를 알 수 있게 해준다. 이는 식 (1)의 통제변수로 포함된 전기($t-1$)의 Tobin's Q ($Q_{(t-1)ij}$)의 계수인 p_{2ij} 가 사실상 특정시점에서 기업이 달성한 Tobin's Q에 미친 그 이전의 모든 CSR활동의 이월효과(carry-over effect)를 나타내 줄 수 있기 때문이다. 그 근거는 아래 도출과정에서 알 수 있으며, 여기서 나타난 이월효과(p_{2ij})와 단기효과(p_{1ij})를 통해 CSR의 장기효과(long-term effect)의 근사치를 구할 수 있다.

$$(4.1) \quad Q_{(t)ij} = a_{0ij} + a_{1ij}CSR_{(t)ij} + \sum_{k=1}^{t-1} \lambda_{ij}^k a_{1ij} CSR_{(t-k)ij} + u_{(t)ij}$$

$$(4.2) \quad \lambda_{ij} Q_{(t-1)ij} = \lambda_{ij} \left(a_{0ij} + a_{1ij} CSR_{(t-1)ij} + \sum_{k=1}^{t-2} \lambda_{ij}^k a_{1ij} CSR_{(t-1-k)ij} + u_{(t-1)ij} \right)$$

$t > 1, 0 < \lambda_{ij} \leq 1$

식 (4.1)에서처럼 과거 CSR활동이 현재 Tobin's Q에 미치는 이월효과 (λ_{ij})를 Koyck 형태의 모형

(Clarke, 1976)으로 보면, (4.3)에서 보는 간략화 과정의 결과는 결국 식 (1)이 된다.

$$(4.3) \quad Q_{(t)ij} - \lambda_{ij} Q_{(t-1)ij} = a_{0ij}(1 - \lambda_{ij}) + a_{1ij} CSR_{(t)ij} + u_{(t)ij} - \lambda_{ij} u_{(t-1)ij}$$

$$\Leftrightarrow Q_{(t)ij} = p_{0ij} + p_{1ij} CSR_{(t)ij} + p_{2ij} Q_{(t-1)ij} + e_{(t)ij}$$

여기서 $p_{0ij} = a_{0ij}(1 - \lambda_{ij})$
 $p_{1ij} = a_{1ij}$
 $p_{2ij} = \lambda_{ij}$
 $e_{(t)ij} = u_{(t)ij} - \lambda_{ij} u_{(t-1)ij}$

따라서, 식 (1)이나 (4.3)에서 나타난바와 같이, j 산업내 i 기업의 CSR활동이 Tobin's Q에 미치는 장기적인 효과를 θ_{ij} 라 한다면, 이는 단기효과(p_{1ij})와 이월효과(p_{2ij})를 통해 $\theta_{ij} = \frac{p_{1ij}}{(1 - p_{2ij})}$ 로 그 근사치가 구해진다.

본 연구의 추정 결과에 따르면, 평균적으로 표본 내 기업들의 CSR활동이 Tobin's Q에 미치는 장기효과는 아래와 같다.

$$\frac{p_{1ij}}{(1 - p_{2ij})} = \frac{0.11}{0.43} = 0.256$$

이는 단기효과 ($p_{1ij} = .11$) 대비 약 133%의 추가적인 효과를 보여주는 것으로, CSR활동의 장기효과가 단기효과를 크게 상회함을 보여준다.¹⁾ 이것은

1) 이월효과를 고려하지 않고 단기효과만을 고려한 모델, 즉 종속변수의 time lag 변수 (Q_{t-1})를 모델에 포함시키지 않았을 때 p_{1ij} 의 값은 0.27로 추정되어 이월효과를 고려했을 때보다 과대하게 추정된다. 이월효과를 포함시키지 않는다면 실제로는 이월효과를 통한 CSR의 장기적인 효과로 발생할 효과가 당기에 모두 발생할 것이라는 기대를 하게하는 오류를 낳는다. 즉 time lag 변수를 모델에 포함시키기도 이월효과를 감안하지 않는다면 전체적인 장기효과를 과소 추정하게 되고 모델에서 time lag 변수 자체를 포함시키지 않는다면 단기효과를 과대 추정하게 된다.

최종적으로 발생하게 되는 CSR효과 중에서 단기적으로 나타나는 효과는 43%에 불과하며 그 나머지는 장기적으로 발현된다는 점을 시사한다.

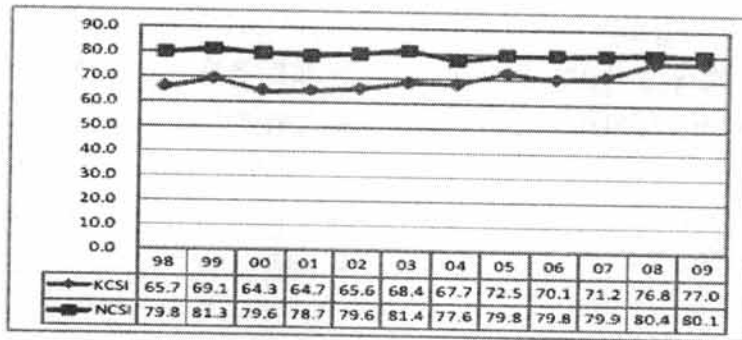
5.2.2 기업 마케팅 특성이 CSR 효과에 미치는 영향

CSR과 타 마케팅의사결정 및 특징변수와의 상호작용 여부 검증결과, 우선 기업의 R&D투자비용이 높을수록 기업의 CSR활동성과는 재무가치에 더 큰 영향을 미칠 것인지 여부를 알아보기 위한 가설 2는 지지되지 않았다($g_{120} = 0.0023$, $p\text{-value} > .05$). 따라서 현재 수집된 자료에 근거해서 볼 때, 한국기업의 CSR활동은 회사가 유지하는 R&D노력이나 투자의 크고 작음에 의해 그 효과가 유의미하게 팽창하거나 수축하는 정도는 미미한 것이라 할 수 있겠다.

이에 반해, 나머지 특징변수인 소비자만족도 (KCSI)와 광고비는 CSR의 효과를 유의하게 조절하는 것으로 나타났다. 고객만족과 기업의 CSR활동이 재무가치에 미치는 상호작용효과는 긍정적으로 나타났는데 본 연구의 가설 3은 지지되었고($g_{110} = 0.0204$, $p\text{-value} = .002$), 기업의 광고비 투자비용이 높을수록 CSR활동이 재무가치에 더 큰 영향을 미친다는 가설 4($g_{110} = 0.033$, $p\text{-value} = .007$) 역시 지지되었다.

이 밖에 R&D나 소비자만족도 변수의 주효과(main effect)들은 본 연구의 주된 관심변수는 아니나, 흥미로운 점은 실증분석에서 이들이 각각 음(-)의 주효과를 보이고 있다($g_{020} = -0.013$, $g_{030} = -0.008$)는 점이다. 이에 대한 이유를 추론해보면, 첫째 우선 R&D의 음(-) 효과는 본 연구 표본의 부족과 상대적으로 R&D 비용이 적게 지출된 금융권 산업이

상당수 포함되어 나타난 결과라 해석되어 진다. 또한 표본 조사 기간인 2004-2009동안 국제 금융위기로 인하여 기업들이 상대적으로 소극적인 연구개발투자를 하였을 가능성과 이로 인하여 장기적 특성을 지닌 R&D투자 성과가 나타나지 않을 가능성 역시 배제할 수 없다. 특히 규모의 경제가 반영되는 산업일 경우 기업의 무분별한 R&D투자활동이 다른 마케팅 활동을 저해하여 재무성과에 악영향을 미칠 가능성 역시 존재한다. 둘째, 높은 소비자만족도가 꼭 긍정적 기업성과를 가져오지 않는 것으로 보이는 결과는, 문헌에서도 이미 보고 된 바는 있다. Tornow and Wiley (1991)는 고객만족이 기업의 재무적인 성과지표와 부정적인 관계가 있음을 보였고 박상준과 김현철 (2003)도 대부분의 업종에서 고객만족은 시장점유율에 영향을 미치지 못함을 보였다. 이러한 연유로는 본 연구에서 사용한 2차 데이터의 풍부한 샘플 확보 부족과, 일부 산업과 기업에 편향된 자료반영의 원인소지가 존재한다. 또한 박상준·이유재·이청림 (2010)의 연구에서는 최근 들어 KCSI와 NCSI의 최고점 수준의 격차가 점점 줄어들어 고객만족 지수의 추가적인 상승이 어려운 천정효과지대가 존재함을 밝혀내었다(〈그림 2〉참조). 이러한 천정지대에서는 고객만족도가 일정부분 상승하더라도 그 효과가 기업의 수익에는 크게 영향을 미치지 못하는 경우가 발생한다(Rust et al., 1995). Ittner and Lacker (1998)의 연구 결과 역시 본 연구의 결과를 설명할 수 있는데 그들에 의하면 고객만족과 미래의 회계성과는 비선형적인 관계를 가지기 때문에 고객만족도가 아주 높은 경우에는 성과혜택이 감소할 수도 있다는 것이다. 본 연구의 데이터 반영시점인 2004년 이후의 경우 어느 정도의 고객만족도가 달성되어 그 지수가 천정지역에 도달했을 가능성이 존재하고 이 연구에서 중



출처: 박상준 · 이유재 · 이청림(2010). 고객만족지수의 동태적 분석. 마케팅연구.

〈그림 2〉 평균 소비자만족도(상위 10개사)
Average Score of CSI TOP 10 Companies

속변수로 사용된 것이 미래의 성과지표인 기업의 장기적 재무성과라는 것을 감안하면 그들의 연구 결과와 일치하는 부분이라 할 수 있다.

VI. 시사점, 한계점 및 향후 연구 방안

6.1 결과요약

21세기 경영의 화두는 단연 착한 경영이다. 연일 쏟아지는 언론매체 속에서 윤리경영, 녹색경영, 친사회기업 등 이루 헤아릴 수 없는 단어들로 기업의 CSR을 보도하고 더 많은 책임을 요구하고 있다. 이는 재벌위주의 국내 산업 구조에서 그동안 벌어진 소유주의 병폐와, 소비자들의 주권의식 향상과 맞물려 한국 사회에서 더욱더 심화되고 있는 양상이다. 이에 따라 기업들은 산업구조의 규모와 형태에 관계없이 전범위에 걸쳐 사회책임 활동을 펼쳐야만 한다는 부담과 동시에 그 효과가 얼마나 나타날지도 모르는 막역함 속에 기부, 자선 활동을 비롯한 사회투자 활동을 벌이고 있다. 본 연구는 이러한 불확실성

속에 CSR활동을 벌이는 기업에게 CSR활동은 장기적인 관점에서 투자가 된다는 실무적 시사점을 다시 한 번 재고 시켜준다.

본 연구는 기업 의사결정자들이 CSR활동을 대함에 있어 어떤 인식의 변화가 있어야하는 지를 보여준다는 점에서, 기업에 시사하는 바가 적지 않다고 볼 수 있다. CSR활동의 경우 기업의 장기적 성과측면에서 단순 비용으로서의 지출이 아닌 투자로서의 성격을 지닌 경영전략의 한 일환으로 받아들일 수 있다. 이는 실제로 기업의 CSR활동이 기업의 가치에 '장기적'효과를 가져다준다는 실증에서 가능해질 수 있는데, 본 연구에 의하면 CSR의 장기효과는 첫째, 여타 마케팅활동과의 상호작용효과를 고려하고 난 후에도, 둘째 CSR 자체의 단기적인 효과를 고려하고 난 후에도 유의미하게 존재하고 있다. 만약 이러한 장기성과 측면의 CSR의 이월효과와 장기효과를 고려하지 못한 연구의 경우, 기업에게 CSR의 집행에 따른 성과가 단기에 실현될 것이라는 기대를 과도하게 높게 되는 문제점이 있다. 이는 브랜드 개발의 경우처럼 CSR활동은 효과에 민감하게 반응하지 말고 오랜 시간을 두고 기업이 꾸준히 지속해야하는 경영활동임을 보여주는 것이며, 또한 기업

내 CSR 전담부서의 인력배치 및 성과평가 측면에서도 영업이나 기타 현장부서와 같이 즉각적인 단기 평가치가 아닌 장기적인 성과기여분을 따져 실행해야 함을 의미한다.

또한, 기업이 CSR활동을 할 경우 광고활동과 상호 보완적인 효과가 있음이 연구에서 밝혀졌다. 이는 기업이 사회책임 활동을 펼칠 경우 비용 상의 부담을 감수하더라도 광고가 지닌 지식정보 전달과 설득의 기능을 적극 활용하여야 한다는 실무적 지침을 제시한다. 광고 활동과 더불어 높은 고객만족도 역시 기업의 CSR활동이 재무성과에 미치는 영향을 강화 하는 것으로 나타났다. 이는 기업의 CSR활동을 널리 확산시키고 전파하는데 있어 기업 자체의 노력인 광고활동과 더불어 만족도 높은 소비자의 영향이 상당한 촉매역할을 하고 있음을 보여준다.

그동안 CSR활동과 마케팅 변수간의 상호작용에 관한 연구가 부족하였고, 특히 소비자만족과의 관계를 조사한 연구는 국내에서 거의 연구되지 않았다. 인터넷과 첨단 기기의 발전으로 인하여 소비자끼리의 정보교환이 어느 때보다 빠르게 이루어지고 바이럴 마케팅이 점차 대두되는 시기에 높은 소비자만족이 기업의 CSR활동을 하는데 도움을 주어 기업가치에까지 긍정적 영향을 준다는 본 연구는 기업 실무진과 향후연구에 커다란 도움이 될 것으로 예상된다.

6.2 미래연구 제언

6.2.1 CSR 효과의 산업별 차이

전술한 바와 같이 기본 모델(null model)의 분석 결과 기업의 장기 재무성과는 산업에 따라 차이를 보인다. 이에 이 논문에서는 산업별 차이에 따라 기업의 장기성과에 대한 CSR의 효과가 산업에 따라

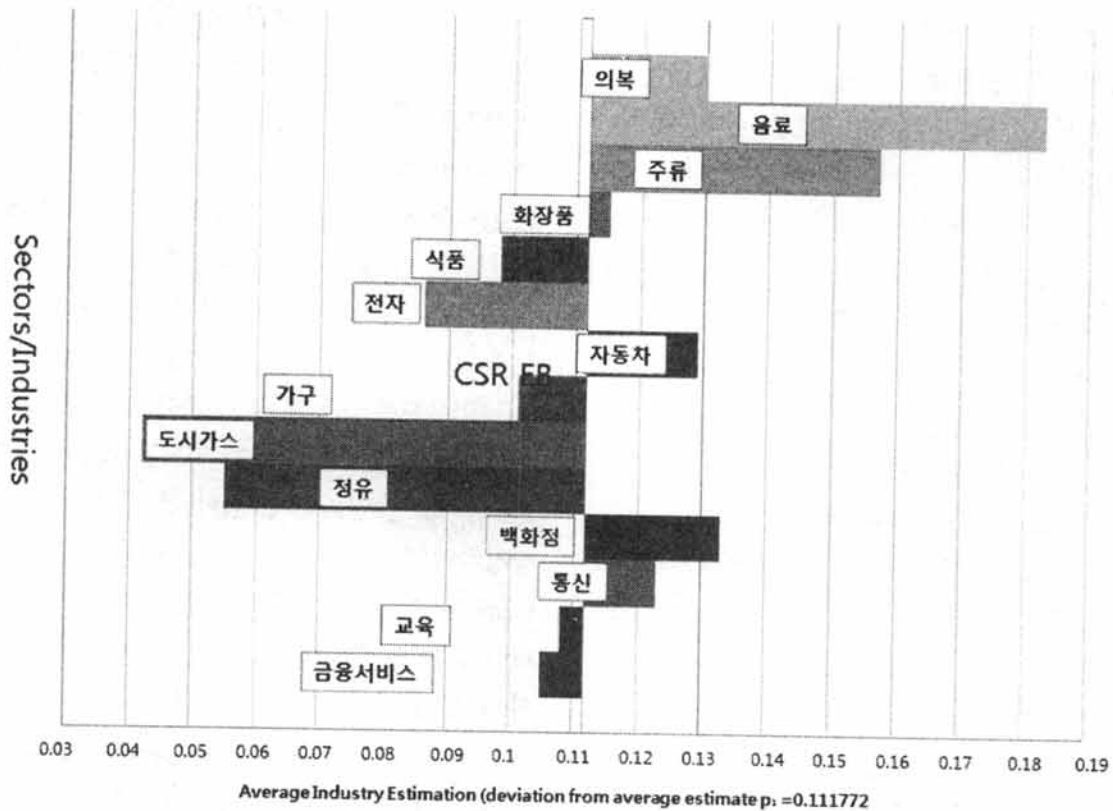
다른가 하는 것을 탐색적으로 살펴보았다. 이 논문에서 쓰여진 HLM 기법을 이용하여 CSR의 영향을 나타내는 P_1 계수에 대한 기업 level과 산업 level의 empirical Bayes 잔차를 구하고 이를 이용하여 산업에서 CSR이 기업가치에 미치는 영향인 p_{ij} 를 계산한다. 그 결과는 다음 <그림 3>에 나타나 있다.

<그림 3>의 연구결과는 여러 산업의 평균(Cross Industry average)값이 0.111772이고 최소값이 0.042로 모든 산업에 걸쳐 CSR활동이 기업가치에 유의미한 긍정적인 영향을 미치는 것을 알 수 있었다. 흥미로운 결과는 CSR이 전 산업의 재무성과에 긍정적인 영향을 미치지만 산업군에 따라 조금씩 CSR활동이 미치는 성과가 차이가 남을 알 수 있다. 예를 들어 의류, 음료, 화장품등의 제품에서 CSR성과가 높게 나타나는 것에 반하여 전기/전자, 가구 등의 내구재에서는 CSR활동성과가 비교적 낮게 나타났다. 또 도시가스, 정유 등의 에너지 산업분야에서 CSR활동성과가 가장 낮게 나타났다. 이는 앞서 밝힌 R&D와 CSR간의 유의미하지 않은 결과와 더불어, 에너지 기업에서 벌이는 신 동력 에너지, 녹색 기술 등의 자구적 노력이 소비자에게 알려져 있지 않거나 소비자들이 중요하게 받아들이지 못한 결과에서 기인할 수 있다.

이 논문에서는 위 표와 같이 CSR활동이 재무성과에 미치는 영향이 산업별로 다름을 탐색적으로 보였지만 산업별 특성 중 어떠한 것이 이러한 차이를 가져왔는가 하는 것은 이 논문의 분석 범위에 들어가지 않아 다루지 않았으나 흥미로운 향후 연구 주제가 될 것이다.

6.2.2 본 논문의 한계

본 연구의 한계점과 향후 연구 주제는 다음과 같



〈그림 3〉 CSR과 기업가치 : 산업별 평균

다. 첫째, 앞서 밝혔듯이 연구의 성격상 표본 확보가 용이하지 않은 특성으로 인하여 다양한 기업과 산업군을 연구에 포함하지 못한 문제점을 지니고 있다. 국내에서 CSR활동성과를 평가하기 위한 연구가 지속되기 위하여서는 이를 반영할 수 있는 지수의 개발이 선행되어야 한다. 하지만 이러한 CSR활동의 평가지수개발이 현재까지 미비함에 따라 연구에서 표본 확보 어려움의 문제가 나타났다. 특히 각 협회에서 해당 산업군에서 1-3위의 기업지수만을 발표하다보니 6년간 지수에 꾸준히 포함된 기업의 수가 더욱더 현저하게 줄어들었다. 본 연구에서 CSR활동뿐만 아니라 소비자만족, 광고비, R&D투자활동의 변수를 6년간 반영함에 따라 이러한 변수들 중 한 부분이라도 결측된 부분은 연구에서 제외하였다.

따라서 후속연구에서는 보다 다양한 기업과 산업군을 포함시켜 조사할 필요성이 존재한다. 둘째, 기업의 장기적 재무성과에 영향을 미칠 수 있는 요인으로는 마케팅 활동수준(광고, R&D, 소비자만족) 외에도 여러 변수가 존재한다. 따라서 향후 연구에서는 다른 변인들을 함께 추가한 연구의 필요성이 존재한다. 마지막으로 본 연구는 종속변수로 Tobin's Q를 사용하는 관계로 기업의 주가지수를 반영함에 따라 규모가 작은 기업은 연구에 반영하지 못한 한계를 지닌다. 향후 연구에서는 또한 중소기업을 대상으로 해서, 각 기업의 CSR지수 및 소비자만족 지수, 기업가치를 이용하여 CSR활동이 기업가치에 미치는 영향을 분석하는 것이 유용한 연구가 될 것으로 기대된다.

참고문헌

- 경총 노동경제연구원(2007.sep), "기업의 CSR 논의현황과 과제"
- 곽관훈(2006), "기업의 사회적 책임(CSR)과 자본시장에 미치는 영향," *한국상사법학회*, 25(3), 113-163.
- 권오박·고재모(2009), "기업의 경영성과와 광고비 간의 인과관계 분석," *한국광고홍보학회*, 11(1), 141-165.
- 김병기(2009), "연구개발투자 증가기업의 장기성과에 관한 연구," *한국기업경영학회*, 16(2), 109-130.
- 김창수(2009), "기업의 사회적 책임 활동과 기업가치," *한국증권학회지*, 38(4), 507-545.
- 김흥기·송영렬(2004), "연구개발비가 기업성과에 미치는 영향에 관한 연구," *세무회계연구*, 14, 171-193.
- 박상준·김현철(2003), "고객만족지수와 기업성과," *마케팅 연구*, 18(3), 19-50.
- 박상준·이유재·이청림(2010), "고객만족지수의 동태적 분석," *마케팅연구*, 25(3), 97-117.
- 박영태·전호진(2007), "기업 물류비용이 기업가치에 미치는 영향에 관한 실증적 연구: 재무 회계방식의 분석을 중심으로," *한국물류학회*, 17(2), 5-34.
- 연강흠·박순홍(2006), "외국간접투자자본이 국민경제에 미치는 영향에 관한 연구," *경영학연구*, vol 35(6), 1885-1912.
- 이학식·임지훈(2005), "고객만족도측정:NCSI와 KCSI의 평가와 새로운 지수개발 방안," *마케팅연구*, Vol.20(3), 137-160.
- 전현배(1999), "광고가 소비자의 구매행동에 미치는 영향에 관한 연구," *산업경영연구*, 22(1), 193-205.
- 전미림·김창수(2010), "지속적인 기업의 사회적책임(CSR)이 재무성과에 미치는 영향," Working Paper, 중앙대학교.
- 최운열·이호선·홍창선(2009), "기업의 사회공헌활동이 기업가치에 미치는 영향: 기부금 지출을 중심으로," *경영학연구*, 38(2), 407-432.
- 한은경·이상돈(1999), "기업매출액과 광고비의 상관관계에 관한 연구: 1989-1997을 중심으로," *한국광고홍보학회*, 2(1), 190-214.
- KB 경영 연구소 (2012), "기업의 사회적 책임활동과 전략적 시사점," https://www.kbfg.com/kbresearch/index.do?alias=report&viewFunc=default_details&categoryId=1&subCtgId=&boardId=101&menuId=12&articleId=1000555
- Anderson, E. W., C. Fornell, and S. K. Mazvancherly (2004), "Customer Satisfaction and Shareholder Value," *Journal of Marketing*, Vol 68, No 4, 172-185.
- Arnott, N.(1994), "Marketing with a Passion," *Sales and Marketing Management*, Vol 146, No 1, 64-71.
- Barnea, A. and A. Rubin(2010), "Corporate Social Responsibility as a Conflict Between Shareholders," *Journal of Business Ethics*, Vol 97, No 1, 71-86.
- Berens, G., C. B. M. van Riel, and G. H. van Bruggen(2005), "Corporate Associations and Consumer Product Responses: The Moderating Role of Corporate Brand Dominance," *Journal of Marketing*, Vol 69, No 3, 35-48.
- Bhattacharya, C. B. and S. Sen(2004), "Doing Better at Doing Good," *California Management Review*, Vol 47, No 1, 9-24.
- Bowen, H. R.(1953), "Social Responsibilities of The Businessman," New York: Harper & Row.
- Brown, T. and P. Dacin(1997), "The Company and the Product: Corporate Associations and Consumer Product Responses," *Journal of Marketing*, Vol 61, No 1, 68-84.
- _____ (1998), "Corporate Associations in Marketing: Antecedents and Consequences," *Corporate Reputation Review*, Vol 1, No 3, 215-233.

- Campbell, J. L.(2007), "Why Would Corporations Behave in Socially Responsible Ways? An Institutional Theory of Corporate Social Responsibility," *Academy of Management Review*, Vol 32, No 3, 946-967.
- Carringer, P. T.(1994), "Not Just a Worthy Cause: Cause-Related Marketing Delivers the Goods and the Good," *American Advertising*, Vol 10, No 1, 16-19.
- Carroll, A. B.(1979), "Three Dimensional Conceptual Map of Corporate Performance," *Academy of Management Review*, Vol 4, No 4, 497-505.
- _____ (1991), "The Pyramid of Corporate Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders," *Business Horizons*, Vol 34, No 4, 39-48.
- Chui, S. C. and M. Sharfman(2011), "Legitimacy, visibility, and the antecedents of corporate social performance: An investigation of the instrumental perspective," *Journal of Management*, Vol 37, No 6, 1558-1585.
- Chung, K. and S. Pruitt(1994), "A simple Approximation of Tobin's Q.," *Financial Management*, Vol 23, No 3, 70-74.
- Clarke D.G.(1976), "Econometric measurement of the duration of advertising effect on sales," *Journal of Marketing Research*, Vol 13, No 4, 345-357.
- Davis, K. and L. B. Robert(1975), "Business and Society: Environment and Responsibility," New York: Mcgraw-Hill.
- DiMaggio, P. J. and W. W. Powell(1983), "The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields," *American Sociological Review*, Vol 48, No 2, 147-160.
- Fombrun, C. and M. Shanley(1990), "What's in A Name? Reputation Building and Corporate Strategy," *Academy of Management Journal*, Vol 33, No 2, 233-258.
- Fornell, C.(1992), "A National Customer Satisfaction Barometer: The Swedish Experience," *Journal of Marketing*, Vol 56, No 1, 6-21.
- Friedman, M.(1970), "The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits," *New York Times Magazine*, Vol 13, No 9, 32-33.
- Goldreyer, E. F., and J. D. Diltz(1999), "The Performance of Social Responsible Mutual Fund: Incorporating Sociopolitical Information in Portfolio Selection," *Managerial Finance*, Vol 25, No 1, 23-36.
- Griliches, Z.(1979), "Issues in Assessing The Contribution of R&D to Productivity Growth," *Bell Journal of Economics*, Vol 10, No 1, 92-116.
- Gruca, T. S. and L. L. Rego(2005), "Customer Satisfaction, Cash Flow, and Shareholder Value," *Journal of Marketing*, Vol 69, No 3, 115-130.
- Handelman, J. M. and S. J. Arnold(1999), "The Role of Marketing Actions with a Social Dimension: Appeals to The Institutional Environment," *Journal of Marketing*, Vol 63, No 3, 33-48.
- Helfat, C. E.(1997), "Know-how and Asset Complementarity and Dynamic Capability Accumulation: The case of R&D," *Strategic Management Journal*, Vol 18, No 5, 339-360.
- Hoffman, D. A.(1997), "An Overview of the Logic and Rational of Hierarchical Linear Models," *Journal of Management*, Vol 23, No 6, 723-744.
- Hull, C. E. and S. Rothenberg(2008), "Firm performance: The Interactions of Corporate

- Social Performance with Innovation and Industry Differentiation," *Strategic Management Journal*, Vol 29, No 7, 781-789.
- Ittner, C. and D. Larcker(1998), "Are Non-Financial Measures Leading Indicators of Financial Performance?," An Analysis of Customer Satisfaction," *Journal of Accounting Research*, Vol 36, No 3, 1-35.
- Jones, T.(1995), "Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics," *Academy of Management Review*, Vol 20, No 2, 404-437.
- Kirca, A. H., S. Jayachandran, and W. O. Bearden (2005), "Market Orientation: A Meta-analytic review and Assessment of its Antecedents and Impact on Performance," *Journal of Marketing*, Vol 69, No 2, 24 - 41.
- Kotler, P. and G. Armstrong(2012), "Principles of Marketing," 14th ed., Upper Saddle River, N.J: Pearson Prentice Hall.
- Kraft, K. L.(1991), "The Relative Importance of Social Responsibility in Determining Organizational Effectiveness: Student Responses," *Journal of Business Ethics*, Vol 10, No 3, 179-188.
- Lev, B. and T. Sougiannis(1996), "The Capitalization, Amortization, and Value-relevance of R/D," *Journal of Accounting and Economics*, Vol 21, No 1, 107-138.
- McWilliams, A. and D. Siegel(2000), "Corporate Social Responsibility and Financial Performance: Correlation or Misspecification?," *Strategic Management Journal*, Vol 21, No 5, 603-609.
- _____ and D. Siegel(2001), "Corporate Social Responsibility: A Theory of The Firm Perspective," *Academy of Management Review*, Vol 26, No 1, 117 - 127.
- _____, D. Siegel, and P. Wright(2006), "Corporate social responsibility: Strategic implications," *Journal of Management Studies*, Vol 43, No 1, 1-18.
- Milgrom, P. and J. Roberts(1986), "Price and Advertising as Signal of Product Quality," *Journal of Political Economy*, Vol 94, No 4, 796 - 821.
- Oliver, C.(1991), "Strategic Responses to Institutional Processes," *Academy of Management Review*, Vol 16, No 1, 145-179.
- Oliver, R. L.(1980), "A Cognitive Model of The Antecedents and Consequences of Satisfaction Decisions," *Journal of Marketing Research*, Vol 17, No 4, 460-69.
- Orlitzky, M., F. L. Schmidt, and S. L. Rynes (2003), "Corporate Social and Financial Performance: A Meta-analysis," *Organization Studies*, Vol 24, No 3, 403-441.
- 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*, Vol 15, No 3, 321-357.
- Roman, R. M., S. Hayibor, B. R. Agle(1999), "The Relationship between Social and Financial Performance: Repainting a Portrait," *Business and society*, Vol 38, No 1, 109-125.
- Rust, R. T., A. J. Zahorik, and T. L. Keiningham (1995), "Return on Quality (ROQ): Making Service Quality Financially Accountable," *Journal of Marketing*, Vol 59, No 2, 58-70.
- _____, K. N. Lemon, and V. A. Zeithaml (2004), "Return on marketing: Using Customer Equity to Focus Marketing Strategy," *Journal of Marketing*, Vol 68, No 1, 109-

127.

- Schwartz, M. S. and A. B. Carroll(2003), "Corporate Social Responsibility: A Three Domain Approach," *Business Ethics Quarterly*, Vol 13, No 4, 503-530.
- Sen, S. and C. B. Bhattacharya(2001), "Does Doing Good Always Lead to Doing Better? Consumer Reactions to Corporate Social Responsibility," *Journal of Marketing Research*, Vol 38, No 2, 225-243.
- _____, C. B. Bhattacharya, and D. Korschun (2006), "The Role of Corporate Social Responsibility in Strengthening Multiple Stakeholder Relationships: A Field Experiment," *Journal of the Academy of Marketing Science*, Vol 34, No 2, 158-166.
- Soloman, R. and K. Hansen(1985), "It's Good Business.," New York: Atheneum.
- Srivastava, R. K., T. A., Shervani, and L. Fahey (1998), "Market-Based Assets and Shareholder Value: A Framework for Analysis," *Journal of Marketing*, Vol 62, No 1, 2-18.
- Suchman, M.(1995), "Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches," *Academy of Management Review*, Vol 20, No 3, 571-610.
- Tobin, J.(1969), "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol 1, No 1, 15 - 29.
- Tornow, W. W. and J. W. Wiley(1991), "Service Quality and Management Practices: A Look at Employee Attitudes, Customer Satisfaction, and Bottom-Line Consequences," *Human Resource Planning*, Vol 14, No 2, 105-115.
- Varadarajan, P. R. and A. Menon(1988), "Cause-Related Marketing: A Coalignment of Marketing Strategy and Corporate Philanthropy," *Journal of Marketing*, Vol 52, No 3, 58-74.
- Webb, D. J. and L. A. Mohr.(1998), "A Typology of Consumer Responses to Cause-Related Marketing: From Skeptics to Socially Concerned," *Journal of Public Policy and Marketing*, Vol 17, No 2, 226-238.
- Wright, P. and S. Ferris(1997), "Agency Conflict and Corporate Strategy: The Effect of Divestment on Corporate Value," *Strategic Management Journal*, Vol 18, No 1, 77-83.

Long Term Effect of Corporate Social Responsibility Activities on Firm Value Accounting for Marketing and Industry Factors

Sangmin Byun* · Jaehwan Kim** · Inwoo Nam***

Abstract

Research on CSR has been conducted in many business disciplines. An important issue regarding the CSR is whether it should be considered as a simple expense or an investment that contributes to the firms' value in the long run. In this research, we attempted to answer four important questions. First, can CSR activities increase firms' long term value? Second, do CSR activities have a long term effect on firm's long term value? Third, do other marketing related variables (e.g. R/D, AD, customer satisfaction) interact with CSR activities on their effects to firm's long term value? Fourth, how do the effects of CSR activities differ by industries?

In this research, a hierarchical linear model (HLM) provides meaningful results. The results show that CSR activities indeed contribute to firm's long term value. Moreover, the long term effect of CSR activities is much stronger than the short term effect on the firm value. Firm's expenditure on advertisements and customer satisfaction positively reinforces the effect of CSR on firm's value, but R/D does not show such effect. CSR contributes to firm's value in all industry, but the magnitude of the effect differs by industries.

This research shows that the effect of CSR on firm's value can be modified with other marketing related variables, which can trigger the necessity to study other significant moderators. Moreover, this research can provide managers in various industries with meaningful information that can support them in making more rational decisions beyond their intuition.

Key words: Corporate social responsibility, HLM, Tobin's Q

* Hyundai MNsoft, First author

** Professor, Korea University

*** Associate Professor, Chung-Ang University, Corresponding author