

기업의 사회적 책임 활동과 배당행태*

이지혜(제1저자)
고려대학교 경영대학 박사과정
(leejihye@korea.ac.kr)

변희섭(교신저자)
예금보험공사 리스크관리1부 연구위원
(heesbyun@kdic.or.kr)

본 연구는 기업의 사회적 책임 이행수준과 배당정책 간의 관계를 분석한다. 실증분석결과, 기업의 사회적 책임 이행수준은 배당지급액에 유의적인 양(+)의 영향력을 갖는 것으로 관찰되었다. 추가적으로 환경경영 이행수준을 독립변수로 사용한 경우에도 유사한 결과를 확인할 수 있었다. 이러한 결과는 경영자가 사회적 책임 활동과 배당정책 두 가지 재무적 전략을 동시에 강화함으로써 주주가치 제고효과를 극대화하고 있음을 의미한다. 한편, 기업특성에 따라 표본을 분리하여 동일한 분석을 수행한 결과, 지배구조가 취약한 기업과 높은 수익성을 확보한 기업에서 양자 간 관계가 강하게 관찰되었다. 본 연구의 결과는 사회적 책임 활동과 배당정책의 연관성을 고려하였을 때 기업이 어떤 방식을 통해 재무적 전략을 수립하고 있는가를 제시함으로써 정책적 시사점을 갖는다.

주제어: 사회적 책임 활동, 배당정책, 기업지배구조, 수익성

1. 서론

기업의 전략적 의사결정으로써 사회적 책임(corporate social responsibility)의 중요성이 점차 강조되고 있다. 지속가능한 경제발전을 위한 기업 이해관계자의 상생발전과 환경보존을 주된 목적으로 정책적 측면에서 사회적 책임 강화를 유도하고 있어 이에 대한 국민적 관심이 높다. 자본시장에서도 사회적 책임 투자펀드가 조성되고, 사회적 책임 투자지수¹⁾가 도입됨에 따라 동 분야에 대한 투자자의 관심이 고조되고 있다. 이에 따라 기업은 사회적 책임을 강화함으로써 정책적 요구와 투자자의 선호에 신속히 대응하여 경쟁력을 확보하기 위해 노력하고 있다. 하지만 기업의 핵심전략으로 사회적 책임의 중요성이

대두되고 있는 것에 반해 아직까지 이에 상응하는 다양한 편익과 여타 재무적 의사결정과의 관계를 분석한 연구를 거의 찾아볼 수 없다. 일반적으로 사회적 책임 강화에는 상당한 초기비용이 수반된다. 그러므로 경영자는 관련 전략수행에 있어 편익을 극대화하고 비용을 최소화하는 방향으로 효과적인 계획을 수립해야 한다. 이를 위해서는 선행적으로 사회적 책임 강화가 여타 재무적 의사결정에 어떤 영향을 미치는가를 파악해야 한다. 경영자는 기업가치를 극대화하기 위해 다양한 재무전략을 수립하는데, 해당 전략의 수행은 필연적으로 현금유출이라는 비용을 수반한다. 또한 재무적 제약 하에 기업이 사회적 책임 강화에 상당한 비용을 지출하는 경우 여타 재무적 의사결정의 수행여력에 상당한 영향력을 미칠 수밖에 없기 때문에 기업은 비용과 편익을 동시

최초투고일: 2013. 7. 30 수정일: (1차: 2013. 12. 12) 게재확정일: 2014. 2. 17

* 본 연구에 대해 유익한 논평을 해주신 익명의 심사위원님과 학술연구 목적을 위해 데이터를 제공해주신 한국기업지배구조원 관계자 여러분께 감사드립니다. 본 연구의 내용은 저자들의 개인 의견이며 예금보험공사의 공식 견해와는 무관합니다. 본 연구의 오류는 전적으로 저자들의 몫입니다.

1) 한국거래소(KRX)에서는 사회적책임투자지수(SRI)와 환경책임투자지수(SRI ECO)를 발표하였다.

에 고려하여 적절한 전략을 조합해야 한다. 따라서 기업의 사회적 책임과 관련한 경영행태를 이해하는 것은 정책입안은 물론, 기업의 전략수립의 측면에서도 중요한 시사점을 갖는다.

본 연구는 기업의 사회적 책임 이행수준이 배당정책에 미치는 영향을 확인한다. 경영자는 투자결정과 배당정책의 효과적인 조합을 통해서 기업의 근본적인 목표인 기업가치를 제고시켜야 한다. 재무적 제약 하에 투자결정과 배당정책은 연관성을 갖는다. 투자지출을 늘리는 경우 상대적으로 배당여력이 감소하며, 반대로 배당지급을 과도히 늘리는 경우 좋은 성장기회를 가진 투자안을 채택하지 못하는 경우가 발생할 수 있다. 따라서 경영자는 주주의 선호와 기업의 성장성을 동시에 고려하여 두 가지 재무적 의사결정의 적절한 조합을 선택해야한다. 이러한 맥락에서 기업의 투자 의사결정으로써 사회적 책임 활동과 배당정책 간에는 상호연관성이 존재할 것으로 유추할 수 있다.

본 연구가 기업의 다양한 재무적 의사결정 중 배당지급에 초점을 맞추어 사회적 책임 활동과의 연계성을 확인하는 이유는 배당정책이 기업의 주인인 주주의 부와 직접적으로 연관되어 있기 때문이다. 따라서 본 연구는 현재 사회적 책임 강화에 대한 시장의 요구가 큰 가운데, 상당한 현금흐름의 유출을 수반하는 관련 의사결정이 과연 주주가치에 어떻게 연관되는가에 대한 새로운 관점을 제시할 수 있을 것이다. 특히, 이러한 논의는 사회적 책임 강화에 대하여 부정적인 의견(주주 중심 경영)과 긍정적인 의견(이해관계자 중심 경영)에 대한 학문적 합의가 이루어지지 않은 상태에서 주주가치와 직접적으로 연관

되는 배당 의사결정과 의 관계를 제시함으로써, 궁극적으로 경영진이 주주가치를 극대화 내지는 주주의 이해에 부합하기 위해서 어떤 의사결정을 내리고 있는가를 확인할 수 있을 것이다.

기업의 사회적 책임 강화는 다양한 측면의 편익²⁾을 제공하는데, 재무적 측면으로는 자본비용 감소와 기업가치 제고에 기여한다(El Ghoul et al., 2011). 기업의 사회적 책임 강화는 중장기적으로 사업의 지속가능성(sustainability)을 높임으로써 경영전반의 다양한 위험요인을 사전에 차단하려는 노력으로 받아들여 질 수 있다. 더욱이 경제 전반에서 사회적 책임이 갖는 중요성을 고려할 때 기업은 해당분야의 강화를 통해 명성을 신호하고, 이미지를 제고시킴으로써 자본시장에서 투자자의 선호를 이끌어낼 수 있다(Garbett, 1988). 따라서 기업의 투자수단으로써 사회적 책임 강화는 향후 수익성과 성장성 확보에 중요한 재무적 의사결정수단으로 고려될 수 있다. 한편, 기업의 배당정책 역시 현금흐름창출능력을 시장에 신호하고, 높은 잉여현금흐름에 기인하는 경영자의 대리인문제를 사전에 차단함으로써 기업가치 극대화에 기여할 수 있다. 더불어 경영자는 배당정책을 통해 자본시장의 정보비대칭을 해소함으로써 기업가치 개선이라는 정보를 시장에 전달할 수 있다(Miller and Rock, 1985).

사회적 책임 강화와 배당정책의 편익을 고려한다면, 두 가지 재무적 의사결정 간에는 상호연관성이 존재할 것으로 추론된다. 재무적 제약 하에서 사회적 책임 강화를 위한 투자를 통해 기업의 현금흐름에 대한 불확실성을 완화시킬 수 있다면,³⁾ 배당지급을 통해 기업가치를 신호할 유인은 상대적으로 감소

2) 기업의 사회적 책임 강화에 따른 편익에 관련한 보다 자세한 사항은 Schwartz(1968)의 연구를 참고

3) 투자자들은 사회적 책임이 상대적으로 취약한 기업에 대해 높은 위험을 내재하고 있다고 판단한다(Robinson et al., 2008; Starks, 2009). 또한 기업은 사회적 책임을 강화함으로써 자본시장에서 투자여력이 있는 건전한 기업임을 신호하고, 사회적 대세인 사회적

할 것이다. 주주의 입장에서라도 사회적 책임 활동에 상응하는 편익으로 기업의 위험감소, 사업의 지속가능성 증가, 기업 명성 증대 등을 인지한다면, 미래의 자본이득과 배당의 증가를 고려하여 현재 배당을 받기보다는 투자지출을 선호할 수도 있을 것이다. 이러한 논의 하에서, 두 가지 재무적 의사결정 간의 대체관계가 성립할 것으로 예상할 수 있다. 반면, 그 반대의 관계도 예측 가능하다. 사회적 책임 강화를 통해 편익을 누리려는 경영자는 자본시장에 기업의 내재가치를 신호하려는 유인이 강한 것으로 판단할 수 있으며, 정보비대칭 하에서 이러한 효과를 극대화하기 위해서 사회적 책임 활동과 더불어 배당지급을 통해 정보전달효과(signaling effect)를 극대화할 유인을 가질 수 있다. 더욱이 사회적 책임 강화와 관련한 투자지출은 단기적으로 그 결과가 가시화되지 않아 경영자의 과잉투자수단으로 악용될 가능성을 배제할 수 없으므로(Barnea and Robin, 2010), 주주들은 배당지급을 통해 대리인문제의 발생가능성을 낮추길 원할 것이다. 따라서 경영자는 사회적 책임 지출에 대한 일종의 보증수단(bonding mechanism)으로써 배당지급을 늘릴 유인이 있을 것이다(La Porta et al., 2000). 이러한 논의 하에서는 두 가지 재무적 의사결정간의 보완관계가 성립할 것으로 예상할 수 있다. 따라서 본 연구는 두 가지 상반된 가설 중 어떤 가설이 지지되는가를 실증분석을 통해 확인한다.

본 연구가 기업의 다양한 투자수단 내지는 경영의 사결정 중 사회적 책임 지출에 초점을 맞추는 이유는 최근 국민경제와 글로벌 자본시장에서 동 분야에

대한 관심이 고조되고 있기 때문이다. 이러한 측면을 고려한다면 과거와 다르게 기업경영에 있어 투자수단으로써 사회적 책임 지출이 갖는 중요성을 인식하고, 이에 대한 좀 더 심도 있는 논의와 분석이 필요하다. 다수의 기업재무 관련 문헌은 다양한 재무적 의사결정 간의 상호관계를 확인하고 있지만 아직까지 사회적 책임 지출과 관련한 연구, 특히 이와 기업의 여타 경영의사결정과와의 관계를 확인한 분석은 제시된 적이 없다. 따라서 본 연구는 과연 경영자가 어떤 유인을 바탕으로 동 분야 지출을 결정하는지, 또한 기업의 주인인 주주의 선호에 부합하기 위하여 어떻게 여타 경영의사결정의 연관성을 고려하는지를 파악함으로써 사회적 책임 지출과 관련한 경영행태를 제시한다.

한편, 본 연구가 사회적 책임 지출과 배당지급간의 관계가 상호보완적인지 혹은 대체적인지에 초점을 맞추는 이유는 두 가지 서로 다른 경영의사결정이 모두 상당한 현금흐름 유출을 수반함과 동시에 기업가치와 직접적으로 연관되기 때문이다. 만약 재무적 제약 하에서 경영진이 사회적 책임 지출을 배당지급의 대체재로 고려한다면, 기업가치 극대화를 위해 하나에 의사결정에 초점을 맞추으로써 현금흐름의 유출을 최소화하려는 것임을 의미한다. 이는 궁극적으로 사회적 책임 지출이라는 투자수단이 궁극적으로 기업가치 극대화와 직접적으로 연관되기 때문에 굳이 배당지급을 통해 주주의 이해를 합치시킬 가능성이 낮음을 추론할 수 있다. 이러한 논의 하에서는 사회적 책임 지출이 기업의 전략적 투자수단으로 고려되고, 주주들도 이를 용인하다는 전제를

책임을 다함으로써 기업의 명성을 신호하고 자본비용을 감소시키며 궁극적으로 기업가치 상승에 기여할 수 있다(El Ghouli et al., 2011). 더불어 사회적 책임이 상대적으로 취약한 기업은 향후 다양한 이해관계자로부터 소송가능성이 증가하고, 이는 기업의 비용에 직접적으로 연관된다(Waddock and Graves, 1997). 이상의 논의를 정리하면, 기업은 사회적 책임을 강화함으로써 경영전반의 위험을 낮추고, 자본비용을 감소시키는 한편, 다양한 규제비용과 예상치 못한 소송비용의 발생가능성을 낮춤으로써 미래현금흐름의 불확실성을 완화시킬 수 있을 것으로 판단된다.

배경으로 하므로 동 분야 지출이 주주가치에 긍정적인 영향력이 있음을 의미한다. 반대로, 양자 간 관계가 보완적으로 관찰된다면 사회적 책임 강화에 수반하는 과도한 투자지출을 투자자가 용인하지 않을 것으로 경영진이 판단하고, 주주의 이해를 합치시키기 위해 일종의 보상수단으로써 배당지급을 결정한다는 의미를 가지므로, 궁극적으로 사회적 책임 지출이 주주가치와 직접적으로 연관되지 않음을 의미한다. 따라서 이러한 가설을 바탕으로 주주가치 극대화라는 근본적인 목표를 가진 기업이 과연 두 가지 서로 다른 재무적 의사결정을 어떤 방식으로 조합하는가를 확인함으로써 기업의 경영행태를 이해하고 기업가치 극대화의 경로(path)를 파악하기 위한 중요한 시사점을 얻을 수 있을 것이다.

본 연구는 사회적 책임 활동과 배당정책 간의 관계를 보다 엄밀히 확인하기 위해 기업특성에 따라 양자 간 관계가 달라질 수 있음을 추가적으로 확인한다. 본 연구는 기업특성으로 기업지배구조와 수익성을 고려한다. 기업지배구조는 이사회 구조, 소유구조, 감사체계 등으로 구성되며, 경영자의 대리인 문제를 규율하기 위한 수단으로 주주권리보호에 기여하고, 기업가치 극대화를 위한 필수적인 요소로 작용한다(Jensen and Meckling, 1976; Gompers et al., 2003). 본 연구에서는 사회적 책임 활동과 배당정책 간의 연관성을 보다 명확히 확인하기 위해 기업지배구조 수준에 따라 양자 간 관계가 달라질 수 있음을 확인한다. 추가적으로 본 연구는 수익성 수준에 따른 양자 간 관계도 분석한다. 수익성이 높은 기업의 경우 재무적 제약에 노출될 가능성이 낮으며, 사회적 책임 강화에 상응하는 지출을 충당할

여력을 보유할 가능성이 높다. 동시에 높은 수익성을 보유한 기업은 투자지출을 하고도 일정수준이상의 잉여현금흐름이 잔존하여 경영자가 이를 악용하여 대리인문제를 발생시킬 가능성이 높다(Jensen, 1986).

본 연구는 기업의 사회적 책임 활동과 배당정책과의 연관성을 파악한 최초의 연구이다.⁴⁾ 기존연구는 대부분 기업의 사회적 책임 활동이 기업가치나 기업 성과에 미치는 영향을 확인하고 있다. 더불어 사회적 책임 강화가 기업가치 증대에 기여하는 영향력의 경로를 파악하기 위해 자본비용이나 공시효과를 확인하고 있다. 하지만 최근 재무전략으로써 사회적 책임의 확대와 그 중요성을 고려할 때, 사회적 책임 활동과 여타 재무적 의사결정과의 관계를 파악하는 것은 기업의 효과적인 전략 조합을 찾아내기 위해 꼭 필요한 일이다. 더불어 기업의 투자수단으로써 사회적 책임 활동이 여타 재무적 의사결정에 미치는 영향을 확인함으로써 경영자나 주주가 동 전략에 대해 어떻게 평가하며, 어떤 유인을 가지고 관련한 지출을 늘리는가를 확인할 수 있을 것이다.

본 연구는 2010년부터 2011년까지 한국거래소 상장기업 725개를 대상으로 기업의 사회적 책임 이행수준이 배당정책에 미치는 영향을 확인한다. 본 연구는 기업의 사회적 책임 지출에 대한 대용치로 한국기업지배구조원의 기업별 사회적 책임 평가결과를 지수화하여 사용한다. 본 연구는 사회적 책임의 대용치로 환경경영(environmental management) 이행수준이 배당정책에 미치는 영향도 추가적으로 확인한다. 환경보존을 통한 사업의 지속성 확보는 비단 기업의 측면에서 뿐만 아니라 국가적 측면에서

4) Rakotomavo(2012)의 연구는 미국기업을 대상으로 사회적 책임 지출과 배당지급액간의 관계를 분석하고 있으나, 양자 간 관계에 있어 경영자와 주주의 어떤 유인이 작동하는가를 제시하지는 않고 있다. 더불어 양자 간 관계가 어떤 기업에서 주로 관찰되는가를 확인하지 않고 있어, 사회적 책임 활동과 관련한 기업의 경영행태에 관련한 심도 있는 시각을 제시하지 못하고 있다.

도 강조되고 있다. 특히, 기업의 사회적 책임 강화의 측면에서 환경경영 강화전략이 점차 주목받고 있어 본 연구가설을 확인하는데 유용할 것이다. 한편, 양자 간 관계가 어떤 특성을 가진 기업에서 주로 관찰되는가를 확인함으로써 연구결과의 강건성을 확인하고, 적용범위를 확장한다. 본 연구가 고려하는 기업 특성으로 한국기업지배구조원의 기업지배구조 평가 결과와 과거 3년간 ROA의 평균을 기준으로 표본을 2개로 분리하여 각 표본에서 사회적 책임 이행수준이 배당지급액에 미치는 영향을 확인한다. 이러한 분석을 통해 과연 사회적 책임 활동과 배당정책 간의 관계를 보다 명확히 확인할 수 있을 것이다.

본 연구의 결과는 다음과 같다. 기업의 사회적 책임 이행수준은 배당지급액에 유의적인 양(+)의 영향력을 미치는 것으로 나타났다. 이는 사회적 책임 활동과 배당정책 간에 보완관계가 성립함을 의미하며, 경영자는 사회적 책임 강화와 배당지급을 동시에 결정함으로써 정보전달효과를 극대화시키는 한편, 대리인비용의 일종으로 사회적 책임 강화에 기인하는 부정적인 효과를 차단하기 위해 보증수단으로써 배당지급액을 증가시키고 있음을 의미한다. 이러한 결과는 환경경영 이행수준을 독립변수로 사용한 경우에도 유사하게 관찰되어 강건성을 확인할 수 있었다.

한편, 기업지배구조 수준을 기준으로 표본을 분리하여 양자 간 관계를 확인한 결과, 취약한 지배구조를 갖는 기업에서 그 관계가 보다 강하게 관찰되었다. 이는 경영자가 사회적 책임 강화에 대한 보증수단으로써 배당지급액을 늘릴 수 있음을 보다 명확히 확인시켜주는 결과로 해석이 가능하다. 수익성 수준을 기준으로 표본을 분리하여 동일한 분석한 수행한 결과, 높은 수익성을 갖는 기업에서만 양자 간 관계가 유의적으로 관찰되었다. 이는 투자지출을 늘리고

도 현금여력을 보유한 기업에서만 배당지급을 늘리는 것을 의미하므로, 사회적 책임 활동과 배당지급 간의 보완관계를 보다 강하게 지지하는 결과로 해석이 가능하다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 본 연구와 관련한 기존문헌을 제시하고, 실증분석을 위한 연구가설을 도출한다. 3장에서는 데이터와 변수의 측정방법 등을 논의하고, 4장에서는 실증분석모형과 실증분석결과를 제시하며, 5장에서는 이를 바탕으로 본 연구의 결론 및 시사점을 도출한다.

II. 기존문헌 및 가설설정

2.1 기존문헌

일반적으로 사회적 책임의 강화를 통해 기업은 다양한 측면의 편익을 누릴 수 있다. 기업의 사회적 책임 강화는 내부적으로 종업원의 만족도 상승 및 동기부여, 투자/인재유치 및 신사업 기회창출, 리스크 예측 및 대응 등의 편익을 이끌어 낼 수 있으며, 외부적으로는 고객의 만족도 향상 및 지역사회의 신뢰성 확보, 이해관계자의 긍정적 기업 평가 및 신뢰구축을 통한 기업 이미지상승을 이룰 수 있다(박경서 외, 2013). 이에 따라 기존연구는 사회적 책임 강화를 통해 기업이 재무적 안정성과 투자여력을 신호하고 기업 이미지를 제고시킴으로써, 궁극적으로 자본비용을 감소시키고, 수익성 향상 및 기업가치 상승의 기회를 얻을 수 있음을 주장하고 있다(Porter and Kramer, 2006; El Ghouli et al., 2011). 이는 기업가치와 직접적으로 연관되며, 사회적 책임 강화가 기업가치 제고에 긍정적인 요인으로 작용할

수 있음을 의미한다(Waddock and Graves, 1997; 김창수, 2009). 반면, 사회적 책임 강화가 기업가치에 부정적인 영향을 미친다는 연구는 대리인이론 (agency theory)을 기반으로 해당 전략이 경영자의 사적효용추구에 악용될 수 있음을 주장한다(Barnea and Rubin, 2010). 더불어 사회적 책임을 강화하기 위해 수익성이 높은 사업안이나 투자전략이 기각될 가능성이 존재하므로 오히려 비용만 확대되는 결과가 초래될 수도 있다(Aupperle et al., 1985; Brammer et al., 2006). 하지만 최근 연구는 대체적으로 사회적 대세로써의 사회적 책임 강화가 단기적으로는 비용요인이지만 장기적으로 비용효율성을 확대하고, 매출을 증가시키는 긍정적 요인으로 작용할 가능성이 크다는 것을 주장하고 있다(김창수, 2009; 국찬표, 강윤식, 2011). 또한 사회적 책임에 적극적인 기업은 기업가치를 훼손할 부정적인 사건이 발생할 가능성이 감소하고 주주로부터의 소송가능성도 감소하여 잠재적인 이해상충문제를 해소하기 위한 필수적인 수단으로 작동할 수도 있다(Robinson et al., 2008; Starks, 2009).

한편, 배당정책과 관련하여 Rozeff(1982)는 배당지급이 대리인문제를 완화시키는 하나의 수단이 될 수 있음을 주장하였다. 특히, 안정적인 배당지급은 잉여현금흐름을 감소시켜 경영자의 대리인문제를 완화시킬 수 있음을 보여주었다. Miller and Rock (1985)은 배당의 신호효과를 주장하였는데, 정보비대칭 하에 정보우위에 있는 경영자는 기업가치와 관련한 중요한 경영정보를 외부투자자에게 전달해 주는 수단으로 배당정책을 이용할 수 있다는 것이다. Crutchley and Hensen(1989)은 배당지급액과 기업규모 사이에는 양(+)의 관계가 있으며, 위험이 큰 기업일수록, 또한 자본조달비용이 낮아 재무적 제약에 노출될 가능성이 낮은 기업일수록 배당지급을

증가시키는 경향이 있음을 보여주고 있다. Jensen et al.(1992)는 내부자지분율이 높을수록 배당지급액이 감소하는 반면, 수익성이 높을수록, 성장률이 낮을수록 배당지급액이 증가할 수 있음을 보여주었다. La Porta et al.(2000)는 주주권리보호 (investor protection) 수준이 높은 경우 경영자가 상대적으로 높은 부도위험에 직면하여 유보이익을 배당하기를 선호함을 주장하였다. 반대로 이들은 주주권리보호 수준이 취약하고 정보비대칭이 클 경우, 기업이 배당 또는 자사주매입을 증가시킴으로써 기업의 명성(reputation)을 신호할 수도 있음을 보여주며 상반된 가설을 동시에 제시하고 있다. 국내 연구로 이정도, 공정택(1994)은 국내기업을 대상으로 분석한 결과, 배당이 성장성, 경영위험, 안전성 등과는 유의적인 음(-)의 관계를 갖고, 연구개발비, 수익성, 기업규모 등과는 유의적인 양(+)의 관계를 갖는다는 것을 관찰하여 보고하고 있다. 박광우 외 (2005)의 연구는 기업지배구조가 좋을수록 배당수익률이 높아짐을 보고하고 있다.

한편, 본 연구는 기업의 투자수단으로써 사회적 책임 지출과 배당수준의 관계를 분석한다. 이와 관련하여 투자의사결정과 배당정책 간 관계를 분석한 연구로 Jensen et al. (1992)는 성장성이 높은 기업은 투자자금조달의 필요성이 높기 때문에 배당보다는 수익의 내부유보를 선호한다는 것을 주장하였다. 더불어 성장성이 높은 기업은 외부투자자로부터 많은 자금을 조달하였기 때문에 대리인문제를 최소화하기 위한 수단으로써 배당을 활용할 가능성이 낮음을 주장하였다. 동일한 맥락에서 Baker (1989) 역시 기업이 배당을 지급하지 않는 이유가 높은 투자기회에 기인함을 주장하였다(Gugler, 2003). 유사하게 Rozeff (1982)는 미래 성장기회가 많은 기업은 자금수요가 높을 것이기 때문에 배당이 감소할 수

있음을 보여주었다. 이와 달리 Chen and Steiner (1999)는 배당정책이 투자 및 수익성과 비유의적인 관계를 가짐을 주장하였다.

다수의 연구가 투자의사결정과 배당지급 간의 관계를 분석하고 있지만,⁵⁾ 사회적 책임 관련 지출은 그에 대한 사회적 요구가 높으며 기업의 현금흐름의 지속성, 명성, 자본비용과 연관성이 높아 여타 투자수단과는 다소 다른 성격을 갖기 때문에 이들 연구의 결과가 그대로 유지될지는 의문이다. 더욱이 사회적 책임 지출의 경우 여타 투자수단과 달리 단기적으로 가시화되지 않으며, 투자의 평가에 대한 척도와 기준이 명확하지 않아 경영자의 사적효용추구수단으로 악용될 위험이 매우 높다. 따라서 이러한 경영자의 유인과 사회적 책임 지출의 고유한 특성을 고려할 때, 일반적인 투자수단과 배당지급의 관계와 달리 새로운 관점을 제시할 필요성이 있다. 더욱이 최근 학문적으로 중요한 이슈로 부각되고 있는 사회적 책임 지출과 경영성과 간의 관계에 명확한 방향성이 제시되지 않는 상태에서 주주가치와 가장 밀접한 연관성을 갖는 배당정책과의 관계를 파악하는 것은 경영자가 과연 사회적 책임 지출을 기업가치 개선에 기여하는 긍정적인 요인으로 고려하는지 아니

면 이를 통해 자신의 사적효용을 추구함으로써 주주가치를 훼손하는 요인이 될 수 있는지에 대한 새로운 판단기준을 제시할 수 있을 것이다.

2.2 가설설정⁶⁾

배당은 자금조달과 투자의 결과물로 주주가치와 직접적으로 연관되며, 경영자는 기업의 성장기회와 현금흐름창출여건을 종합적으로 고려하여 관련한 의사결정을 내려야 한다. 주주가치는 흔히 배당수익과 자본수익으로 세분화될 수 있는데, 자본수익은 궁극적으로 미래배당수준과 성장률에 의해 영향을 받는다. 효율적 시장 하에서 배당정책은 기업의 잔여적 의사결정수단으로써 기업가치와 직접적인 연관성을 가지지 않는다(Modigliani and Miller, 1961). 하지만 정보비대칭, 거래비용과 같이 마찰적 요인이 존재하는 경우 경영자는 기업의 미래현금흐름과 기업성과를 시장에 전달하기 위한 수단으로 배당을 활용할 수 있다(Miller and Rock, 1985). 더불어 대리인론 하에서 기업의 과도한 잉여현금흐름을 보유하는 경우 경영자의 사적효용추구유인이 강화됨으로써 주주가치가 하락할 수 있는데, 배당은 경영

5) 박경서 외 (2013)의 연구는 배당공시의 주식수익률과 사회적 책임 이행수준 간의 관계를 분석하였다. 반면 본 연구는 사전적으로 주주의 선호를 고려하여 경영진이 사회적 책임 지출과 배당의사결정을 어떤 방식으로 조합하는가에 초점을 맞춘다는 측면에서 차별성을 갖는다. 일반적으로 기업경영의사결정은 경영진이 내리며, 이에 대한 평가는 사후적으로 시장에서 이루어진다는 점을 고려할 때, 사회적 책임 지출과 배당지급액의 관계를 분석하는 것으로 경영진의 유인에 따른 경영행태변화를 선제적으로 인식할 수 있을 것이다.

6) 본 연구의 가설의 기본적으로 사회적 책임 지출이 경영자의 사적효용추구수단(또는 과잉투자수단)으로 악용될 수 있음을 가정한다. 하지만 아직까지 사회적 책임 지출이 전략적 투자수단으로써 고려되는지, 아니면 과잉투자수단으로 악용되는지에 대한 명확한 학문적 합의가 존재하지 않는다. 따라서 보고하지 않았지만 본 연구가 선행적으로 기업의 사회적 책임 이행수준이 경영성과(Tobin Q 또는 ROA)에 미치는 영향을 분석한 결과, 양자 간 유의한 관계가 관찰되지 않음을 확인할 수 있었다. 일반적으로 사회적 책임 전략에는 상당한 초기비용이 수반된다는 사실을 고려한다면 이러한 결과는 사회적 책임 강화가 경영자의 사적효용추구수단으로 악용될 수 있음을 의미한다. 한편, 이러한 논의에 대한 보다 구체적인 논거를 확인하기 위해 과연 어떤 기업이 사회적 책임 지출에 적극적인가도 추가적으로 확인하였다. 분석결과, 부채비율, 기관투자자 지분율은 사회적 책임 지출에 유의적인 음(-)의 영향력을 갖는 것으로 관찰되었는데, 일반적으로 부채의 대리인문제 통제효과와 기관투자자의 경영의사결정 견제 역할을 고려한다면 이러한 결과 역시 과잉투자자설과 일맥상통한다. 또한 대주주 지분율 역시 유의적인 음(-)의 영향력을 갖는 것으로 나타났는데, 이러한 결과는 대주주 지분율이 높은 기업에서 사회적 책임 지출이 감소하는 결과로, 과잉투자자설에 부합하는 결과이다. 따라서 한국시장에서 사회적 책임 전략은 전략적 투자수단으로 고려하기 보다는 과잉투자수단으로써 경영진에 의해 악용될 가능성이 높음을 사전적으로 확인할 수 있었다. 이러한 분석을 제안해주신 심사자께 감사드린다.

자가 유용할 수 있는 현금의 양을 감소시킴으로써 대리인문제를 완화시킬 수 있는 요인으로 작용할 수 있다(Rozeff, 1982). 이러한 논의를 정리하면 배당 정책은 궁극적으로 기업의 미래현금흐름의 지속능력과 대리인문제에 대한 보증의 수단으로써 작용하는 것으로 이해할 수 있다.

기업의 사회적 책임 활동은 사업의 지속가능성을 높이고, 중장기적인 성장성을 확보하기 위한 핵심 재무전략으로 고려될 수 있다. 기업의 사회적 책임 강화는 다양한 측면의 편익을 제공하지만 상당한 초기 비용을 수반하기 때문에 경영자는 효과적인 전략을 수립함으로써 기업가치를 극대화할 수 있도록 노력해야 한다. 기존연구에 따르면, 기업의 사회적 책임 전략을 통해 경영자는 에너지 절약, 환경보존 등을 통해 사업의 지속성을 확보하고, 미래현금흐름의 불확실성을 낮춤으로써 위험요인을 제거할 수 있다. 더불어 자본시장에서 기업 이미지를 제고시키고, 명성을 신호함으로써 자본비용을 감소시키는 효과를 누릴 수도 있다. 최근 사회적 책임 강화와 관련한 다양한 규제가 도입되고 있는 현실을 고려하면 이러한 규제비용을 감소시킬 수도 있을 것이다. 이상의 논의를 정리하면 기업의 사회적 책임 강화는 경영전반의 다양한 위험요인을 완화시키고, 기업성과의 지속성이라는 정보를 자본시장에 전달하는 효과적인 수단으로써 고려될 수 있다.

경영자는 기업의 사회적 책임 강화와 배당지급을 통해 누릴 수 있는 편익과 비용을 동시에 고려할 것으로 예상할 수 있다. 즉, 재무적 제약 하에 경영자는 두 가지 재무적 의사결정에 상응하는 편익을 고려하여 투자와 배당지급을 위한 현금흐름유출을 결정할 것이다. 따라서 양자 간 상호관계가 존재할 것으로 유추할 수 있으며, 각 재무적 의사결정이 갖는 효과를 고려할 때 대체관계 또는 보완관계를 관찰할

수 있을 것이다.

기업의 사회적 책임 활동과 배당정책이 기업의 현금흐름의 지속성이라는 동일한 정보를 자본시장에 전달할 수 있다면, 이들 재무전략에 소요되는 비용을 고려할 때 경영자는 하나의 재무전략에 집중함으로써 비용대비 편익을 극대화할 수 있을 것이다. 주주의 측면에서도 이러한 관계는 설명이 가능한데, 일반적으로 기업의 주인인 주주는 자본이득과 배당을 통해 자신의 부를 극대화할 유인을 갖는다. 투자지출은 기업의 현금흐름의 확대와 지속가능성을 높여줌으로써 자본이득을 통해 주주가치를 증가시켜주는 반면, 배당은 직접적으로 경영성과를 환원함으로써 주주의 부를 증가시켜준다. 사회적 책임 지출은 일종의 투자수단으로 볼 수 있기 때문에 주주의 미래 자본이득과 연관된다고 할 수 있으며, 최근 자본시장에서 그 중요성이 강조됨에 따라 경영자는 이와 관련한 투자지출을 필요적으로 고려할 것으로 예상된다. 한편, 일반적으로 기업의 재무적 제약을 고려한다면 경영자는 주주의 선호를 반영하여 투자지출과 배당지급 중 한 가지 요소에 집중해야 한다. 즉, 일종의 투자수단으로써 사회적 책임 지출이 자신들의 미래 자본이득이나 배당을 높여줄 것으로 인식하는 주주들은 현재 배당을 받지 않고서도 투자지출을 용인할 것이고, 이러한 선호를 반영하여 경영자는 사회적 책임 지출을 늘리는 대신 배당을 감소시킬 가능성이 존재한다. 이러한 논의를 정리하면 두 가지 재무적 의사결정은 대체관계를 가질 것이며, 기업의 사회적 책임 이행수준과 배당지급액 간에 유의한 음(-)의 관계가 관찰될 것이다.

반대로 경영자가 사회적 책임 강화를 통해 현금흐름의 지속성이라는 정보를 시장에 전달할 유인을 갖는 경우, 이러한 효과를 극대화하기 위해서 동일한 정보를 전달할 수 있는 수단으로 배당지급을 늘릴

가능성도 있다. 즉, 두 가지 재무적 의사결정을 동시에 강화함으로써 정보전달효과를 극대화하기를 기대할 수 있을 것이다. 보다 중요하게 경영자는 자신의 재량권을 확대하기 위해 과잉투자(overinvestment)를 하고 이를 통해 대리인문제를 발생시킬 강력한 유인을 갖는데, 투자수단으로써 단기적인 성과가 관찰되지 않는 사회적 책임 전략의 특성상 경영자가 이를 악용함으로써 사적효용을 추구할 수 있다 (Barnea and Rubin, 2010). 그러므로 경영자가 사회적 책임을 강화하는 경우 주주는 기업성과에 대한 지속성이라는 정보뿐만 아니라 대리인문제의 발생이라는 정보를 동시에 인지할 것으로 예상할 수 있다. 기업의 과도한 잉여현금흐름(free cash flow)을 보유한 경우 경영자가 이를 사적효용확대에 악용할 가능성이 높아지는데, 배당지급은 잉여현금흐름을 감소시킴으로써 경영자의 대리인문제 발생가능성을 낮추는 것으로 알려져 있다. 따라서 경영자는 자신의 경영전략에 대한 정당성을 입증받기 위한 일종의 보증수단으로 배당지급을 늘릴 가능성도 높다. 정리하면, 경영자는 사회적 책임 강화와 더불어 배당지급을 늘림으로써 정보전달효과를 극대화하는 한편, 대리인문제 발생가능성을 낮추길 원할 것이며, 이는 주주의 이해와 합치하는 효과적인 재무전략으로 받아들여질 것으로 예상된다. 이러한 논의 하에서는 두 가지 재무적 의사결정은 보완관계를 가질 것이며, 기업의 사회적 책임 이행수준은 배당지급액에 유의한 양(+)의 관계를 가질 것이다.

가설 1: 기업의 사회적 책임 이행수준은 배당지급액에 유의적인 음(-)의 영향력을 가질 것이다.

가설 2: 기업의 사회적 책임 이행수준은 배당지급액에 유의적인 양(+)의 영향력을 가

질 것이다.

한편, 앞선 관계를 보다 엄밀하게 확인하기 위하여 본 연구는 기업특성에 따라 표본을 분리하여 양자 간 관계를 추가적으로 분석한다. 기업특성으로 먼저 기업지배구조 수준을 고려하는데, 기업지배구조는 경영자의 대리인문제를 규율하기 위한 수단으로써 대리인비용 감소와 기업가치 극대화를 위해서는 필수적인 요소이다.

가설 1(대체)이 지지된다는 전제 하에 만일 지배구조가 좋은 기업에서 양자 간 관계가 더욱 강하게 관찰되는 경우 지배구조가 배당지급을 대체한다는 주장이 이를 뒷받침할 수 있을 것으로 예상된다. La Porta et al. (2000)에 따르면, 좋은 지배구조는 경영자의 대리인문제를 사전에 차단시키기 때문에 굳이 배당지급을 통해 경영자가 자신이 사적효용을 추구하지 않음을 입증하거나 높은 기업가치를 가짐을 신호할 필요성이 낮은 것으로 알려져 있다 (substitution model). 이러한 논의를 본 연구와 연계하면 좋은 지배구조가 적절한 사회적 책임 지출을 유도한다면 굳이 배당을 지급할 필요성이 낮음을 의미한다. 이와 반대로 취약한 지배구조를 가진 기업에서 양자 간 음(-)의 관계(대체)가 강하게 관찰되는 경우 사회적 책임 지출이 경영자의 사적효용추구 내지는 과잉투자수단으로 악용될 가능성을 배제할 수 없음을 의미한다. 즉, 취약한 지배구조로 인해 경영자를 적절히 감독/규율하지 못하는 경우 경영자는 자신의 사적효용을 확대하기 위해 사회적 책임 지출을 확대할 유인을 가짐과 동시에 배당지급을 감소시킴으로써 주주의 부를 착취할 가능성이 높음을 의미한다. 이러한 결과가 관찰이 된다면 사회적 책임 지출이 배당지급을 대체한다는 가설의 이론적인 배경으로써 사회적 책임 지출이 궁극적으로 주주가

치에 긍정적인 영향을 미친다는 논리를 채택할 수 없음을 의미한다.

한편, 가설 2(보완)가 지지된다는 전제 하에 만일 지배구조가 좋은 기업에서 양자 간 관계가 보다 강하게 관찰되는 경우 좋은 지배구조가 배당지급을 증가하도록 유도함으로써 주주 가치를 극대화할 수 있다는 주장이 이를 뒷받침할 수 있을 것으로 예상된다. La Porta et al. (2000)에서 제시된 또 다른 가설에 따르면, 좋은 지배구조는 경영자의 사적효용 추구유인의 근본적 밑바탕인 잉여현금흐름을 감소시키기 위해 배당지급을 증가시킴으로써 대리인문제를 사전에 차단하도록 작동할 가능성이 높은 것으로 알려져 있다(outcome model). 이러한 논의를 본 연구와 연계하면 좋은 지배구조가 사회적 책임 지출로 인해 혹시라도 훼손될 가능성이 있는 주주 가치의 감소를 완화시키기 위해 배당지급을 증가시키도록 유도하고 있음을 의미한다. 이 경우 사회적 책임 지출과 배당지급 간의 보완관계가 성립한다는 이론적인 배경으로써 사회적 책임 지출이 궁극적으로 주주 가치에 부정적인(또는 무관련한) 영향을 미칠 것이라는 주장을 채택할 수 없음을 의미한다. 이와 반대로 취약한 지배구조를 가진 기업에서 양자 간 양(+)의 관계(보완)가 강하게 관찰될 경우 경영자가 사회적 책임 강화에 대한 보증수단으로써 배당지급을 늘린다는 가설을 보다 강하게 지지하는 결과로 해석이 가능할 것이다. 즉, 지배구조가 취약하여 대리인문제가 발생할 가능성이 높은 기업에서는 경영자가 사업의 지속성을 확보하기 위해 사회적 책임을 강화하더라도 주주는 이러한 경영의사결정을 신뢰하지 않을 것이다. 따라서 경영자는 사회적 책임 강화와 더불어 배당지급을 늘림으로써 자신의 재무적 전략의 정당성을 인정받을 강력한 유인을 가질 것이다. 이러한 일련의 논의를 정리하면, 가설 1의 대체관계가

지지되는 경우 좋은 지배구조 하에서 양자 간 관계가 보다 강하게 관찰되어야 할 것이고, 가설 2의 보완관계가 지지되는 경우 취약한 지배구조 하에서 양자 간 관계가 보다 강하게 관찰되어야 할 것이다.

가설 3: 기업의 사회적 책임 이행수준이 배당지급액에 미치는 영향력은 기업지배구조에 따라 달라질 것이다.

추가적인 기업특성으로 본 연구는 수익성 수준을 고려한다. 기업은 당기순이익을 투자지출과 배당정책에 활용함으로써 성장기반을 마련할 수 있다. 투자지출을 늘리는 경우 상대적으로 주주에게 배당할 여력이 감소하게 되고, 반대로 배당지급을 과도히 늘리는 경우 좋은 투자 안을 기각할 가능성이 높아지게 된다. 따라서 두 가지 재무적 의사결정을 동시에 만족시키기 위해서는 일정 수준 이상의 수익성 확보가 선행되어야 한다.

가설 1(대체)이 지지된다는 전제 하에 수익성이 높은 기업에서 양자 간 관계가 보다 강하게 관찰될 경우, 주주들이 사회적 책임 지출의 증가로 인한 미래 현금흐름의 증가나 지속가능성을 충분히 받아들이고 배당을 지급받지 않더라도 이를 묵인시켜줄 수 있음을 의미한다. 일반적으로 높은 수익성은 배당의 증가와 밀접한 연관성을 갖는데, 이러한 수익성이 확보된 상황에서도 경영진이 배당을 증가시키지 않는다는 것은 주주들이 사회적 책임 강화의 중요성을 충분히 인식하고, 배당을 지급받지 않더라도 이를 용인할 것이므로, 차라리 재무적 자원을 사회적 책임 지출에 집중하는 의사결정을 내릴 수 있음을 의미한다. 따라서 사회적 책임 지출이 주주 가치 개선과 연관성이 있음을 강하게 지지하는 결과로 해석이 가능할 것이다. 이와 반대로 수익성이 낮은 기업에

서 양자 간 관계가 강하게 관찰되는 경우 높은 재무적 제약으로 인해 사회적 책임 지출과 배당지급중 하나에 집중함으로써 비용대비 편익을 극대화하는 의사결정을 내리고 있음을 의미할 것이다.

한편, 가설 2(보완)가 지지된다는 전체 하에 만일 수익성이 높은 기업에서 양자 간 관계가 보다 강하게 관찰된다면, 이는 높은 잉여현금흐름을 바탕으로 재무적 제약에 노출될 가능성이 낮은 기업에서 사회적 책임 지출과 더불어 배당지급을 늘림으로써 경영자가 사적효용을 추구하지 않음을 신호하는 것을 의미한다. 이러한 기업에서는 높은 수익성을 바탕으로 투자지출에 높은 여력을 보유하게 될 것이며, 이를 충당하고도 높은 잉여현금흐름을 확보할 가능성이 크다. 따라서 잉여현금흐름을 바탕으로 대리인문제를 발생시킬 가능성이 높은 기업의 경영자가 보증수단으로 배당을 증가시킴으로써 자신의 정당성을 입증받길 원한다는 논리와 일맥상통하므로 사회적 책임 지출이 주주가치에 부정적인 영향을 미치거나 관련이 없다는 주장을 지지하는 결과로 해석이 가능할 것이다. 이와 반대로 수익성이 낮은 기업에서 양자 간 관계가 보다 강하게 관찰되는 경우 낮은 잉여현금흐름으로 인해 경영자가 사적효용을 추구할 가능성이 낮은 상황에서 사회적 책임 지출을 증가시킴과 동시에 배당지급을 늘리고 있음을 의미하므로 사회적 책임 지출이 주주가치에 부정적인 영향을 미치거나 관련이 없다는 주장이 지지되지 못할 가능성이 높음을 의미한다. 즉, 낮은 잉여현금흐름으로 인해 사회적 책임 지출이 과잉투자수단으로 악용될 가능성이 낮으므로 이러한 경우 경영자의 보증수단으로 배당지급을 증가시키는 결과로 볼 수 없음을 의미한다. 이러한 일련의 논의를 정리하면, 가설 1과 2의

관계는 모두 수익성이 높은 기업에서 보다 강하게 관찰되어야 할 것이다.

가설 4: 기업의 사회적 책임 이행수준이 배당지급액에 미치는 영향력은 수익성에 따라 달라질 것이다.

III. 데이터 및 실증분석방법

3.1 데이터

본 연구의 표본은 2010년부터 2011년까지 한국 거래소에 상장기업을 대상으로 한다.⁷⁾ 이 중에서 자본잠식기업을 제외하고, 기업의 사회적 책임 관련 정보와 배당지급과 관련한 정보가 획득 가능한 725개 기업만을 최종표본(firm-year 1,378개)으로 선정하였다. 기업의 재무 및 회계데이터는 한국상장회사협의회 데이터베이스인 TS-2000을 통해 추출하였으며, 주가데이터는 FN-Guide에서 추출하였다.

본 연구는 기업의 사회적 책임 지출 수준의 대용치로 한국기업지배구조원의 사회적 책임 평가결과를 사용한다. 한국기업지배구조원은 사회적 책임에 대한 중요성이 강조되고 있는 세계적 조류에 발맞춰 2010년부터 국내 상장기업을 대상으로 사회적 책임 수준을 최초로 평가하고 있다. 동 지수의 평가기준은 국제표준인 ISO 26000 등을 반영함과 동시에 국내 실정에 보다 적합한 정보도 포함하고 있다. 동 지수는 상장기업 전체에 대한 평가가 이루어졌다는 측면에서 본 연구의 가설을 보다 객관적으로 평가하

7) 금융회사의 구조적 차이와 규제의 상이성을 고려하여 연구표본에서 이들을 제외하여 동일한 분석을 수행한 경우에도 본 연구의 결과는 유지되고 있음을 확인할 수 있었다.

는데 유용하다. 동시에 동 기관에서는 환경경영 수준도 별도로 평가하고 있어 다양한 분석을 수행하기에 적합한 데이터를 제공한다.

〈표 1〉은 한국기업지배구조원의 사회적 책임 지수(CSR)와 환경경영 지수(EMI)의 분포를 보여준다. 2010년 사회적 책임 지수의 평균은 약 0.2087로 나타났으며, 2011년에는 약 0.3080으로 상승하고 있다. 이러한 결과는 최근 국민경제에서 사회적 책임 강화의 요구가 거세지고 있는 현실을 반영한다. 따라서 본 연구가 제시하는 바와 같이 기업의 경영 의사결정으로써 사회적 책임 지출의 중요성이 점차 확대되고 있음을 의미한다. 한편, 2010년 환경경영 지수의 평균은 약 0.1239로 나타났으며, 2011년에는 약 0.3488로 사회적 책임 지수와 마찬가지로 상승하고 있음을 확인할 수 있다. 이는 사회적 책임 지

출과 동시에 국민경제의 상생발전과 지속가능한 성장전략으로써 환경경영의 중요성이 점차 대두되고 있음을 반증한다.

한편, 공정거래위원회에서는 재벌기업집단으로의 경제력 집중을 견제할 목적으로 매년 기업집단의 자산규모를 기준으로 대규모기업집단(재벌)을 선정하여 공시하고 있다. 본 연구는 재벌기업집단 소속기업의 정보를 파악하기 위해 공정거래위원회의 기업집단정보포털을 활용한다.

3.2 실증분석방법

본 연구의 주된 연구가설인 기업의 사회적 책임 수준이 배당정책에 미치는 영향을 파악하기 위해 배당지급액을 종속변수로 아래와 같은 회귀분석모형을

〈표 1〉 한국기업지배구조원의 사회적 책임 지수와 환경경영 지수의 분포

범위	CSR				EMI			
	2010		2011		2010		2011	
	N	MEAN	N	MEAN	N	MEAN	N	MEAN
0.0-0.1	127	0.0904	0	-	443	0.0292	64	0.0699
0.1-0.2	311	0.1435	161	0.1795	126	0.1410	164	0.1517
0.2-0.3	115	0.2421	296	0.2468	17	0.2404	69	0.2453
0.3-0.4	50	0.3387	123	0.3464	13	0.3551	97	0.3680
0.4-0.5	19	0.4386	48	0.4433	12	0.4609	184	0.4432
0.5-0.6	23	0.5606	23	0.5481	22	0.5403	54	0.5375
0.6-0.7	15	0.6333	31	0.6452	24	0.6384	34	0.6504
0.7-0.8	9	0.7493	17	0.7443	8	0.7381	25	0.7399
0.8-0.9	2	0.8500	8	0.8329	6	0.8464	16	0.8412
0.9-1.0	0	-	0	-	0	-	0	-
Total	671	0.2087	707	0.3080	671	0.1239	707	0.3488

8) 본 연구는 주주에게 얼마나 이익이 환원되는가에 초점을 맞추기 보다는 과연 보유한 자금여력에 대비하여 경영진이 어떻게 사회적 책임 지출과 배당지급 간의 선택적 의사결정을 내리는가에 초점을 맞추고 있기 때문에, 배당수익률을 분석에서 포함하지 않았다. 배당성향의 경우 당기순이익에만 고려하는 반면, 기업은 내부유보금도 고려하여 배당의사결정을 내리는 것으로 알려져 있어 본 연구의 가설검증에 적절치 않다. 더욱이 국내의 경우 법인세차감 후 순이익 등이 음수(-)로 관찰되는 경우가 많아 이 경우 실제로 배당의 지급여부를 적절히 반영할 수 없는 경우가 존재하고, 계량분석을 통해 이를 고려하기도 쉽지 않기 때문에 분석에 포함하지 않는다.

추정한다. 배당지급액(DV)은 총자산, 자기자본, 매출액을 활용하여 다양한 방식을 통해 표준화함으로써 연구결과의 강건성을 확인한다.⁹⁾ 표본이 패널데이터의 형태를 가짐에 따라 발생할 수 있는 이분산성을 완화시키기 위해 Heteroscedasticity-consistent standard error⁹⁾를 통해 추정계수의 유의성을 검증하며, pooling OLS 방식을 사용한다. 산업효과를 통제하기 위해 한국표준산업분류 1자리를 기준으로 설정된 산업더미변수를 모형에 포함하였고, 연도효과를 통제하기 위해 연도더미변수도 모형에 포함하였다.

$$DV_{it} = \alpha + \beta_1 CSR_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Leve_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 MBratio_{it} + \beta_6 Risk_{it} + \beta_7 Age_{it} + \beta_8 Insti_{it} + \beta_9 Block_{it} + \beta_{10} Chaebol_{it} + \epsilon_{it}$$

본 연구는 주요 독립변수로 기업의 사회적 책임 지수를 사용한다. 본 연구에서 사용하는 한국기업지배구조원의 사회적 책임 지수는 기업의 정성적 부문과 정량적 부문 지표를 바탕으로 91개 문항, 300점 만점으로 측정된다. 동 지수는 근로자, 협력사 및 경쟁사, 소비자 및 지역사회 측면에서 기업의 사회적 책임 수준을 다각적이며, 총체적으로 평가하고 있다.

평가항목에는 근로자의 복지혜택 수준, 평균 이직률, 사업재해율, 협력사에 대한 공정거래 방침 수립, 부패방지 전담조직 구성, 소비자에 대한 공정거래 원칙 수립, 개인정보 관리 정책 수립, 지역사회 발전을 위한 정책 수립, 지원 프로그램 운영 등을 포함한다(박경서 외, 2013). 본 연구는 동 지수는 1점 만

점으로 환산한 값을 기업의 사회적 책임 수준의 대용치(CSR)로 사용한다. 추가적으로 본 연구는 환경경영 지수를 독립변수로 사용하여 추가적인 분석을 실시한다. 환경경영 지수 역시 한국기업지배구조원의 환경경영 평가결과를 활용한다. 환경경영 지수는 91개 문항 300점 만점으로 측정되는데, 기업공시정보를 바탕으로 환경전략, 환경조직, 환경경영, 환경성과 및 이해관계자 대응 측면에서 평가되고 있다.¹⁰⁾ 사회적 책임 지수와 마찬가지로 환경경영 지수 역시 평가점수는 1점 만점으로 환산한 값을 기업의 환경경영 수준의 대용치(EM)로 사용한다.¹¹⁾

〈표 2〉는 사회적 책임 지수의 산업별 분포를 나타낸다. 한국표준산업분류 1자리를 기준으로 전체표본 기업을 19개 산업군으로 분류하여 기업의 숫자와 사회적 책임 지수의 평균값을 산출하였다. 본 연구 표본의 2010년 사회적 책임 지수 평균은 0.2087로 나타났으며, 2011년은 0.3080로 나타났다. 이는 사회적 책임에 대한 관심이 점차 고조됨에 따라 기업이 적극적으로 사회적 책임 강화에 나서고 있음을 의미한다. 전반적으로 제조업군보다는 서비스업군의 사회적 책임 지수가 높게 관찰되고 있다.

통제변수로 먼저, 기업규모효과를 통제하기 위해 총자산에 자연로그를 취한 값(Size)을 모형에 포함한다. 기업의 높은 부채비율은 이자비용을 상승시킴과 동시에 절세효과로 기업가치에 상반된 영향을 미친다. 이러한 효과가 배당의사결정에 미치는 영향을 통제하기 위해 총부채를 총자산으로 나눈 값(Leve)을 모형에 포함한다. 높은 수익성은 배당을 위한 충분한 자금여력이 있음을 신호하는 한편, 기업이 이

9) 오차 간 상관성을 고려하여 추가적으로 기업수준(firm level)에서 계산된 clustered standard error를 활용한 분석을 실시한 경우에도 동일한 결과를 확인할 수 있었다.

10) 한국기업지배구조원의 사회적 책임 지수에 관련한 보다 구체적인 사항은 부록의 〈표 1〉과 한국기업지배구조원 홈페이지를 참고

11) 한국기업지배구조원의 환경경영 지수의 구성요소와 평가배점 등은 박경서 외 (2012)의 연구를 참고

〈표 2〉 산업별 사회적 책임 지수

	2010년		2011년	
	N	평균	N	평균
농업, 임업 및 어업	5	0.1060	5	0.2333
광업	1	0.0833	1	0.1600
제조업	418	0.1937	444	0.2920
전기, 가스, 증기 및 수도사업	10	0.3207	12	0.3919
하수·폐기물 처리, 원료재생 및 환경복원업	-	-	-	-
건설업	35	0.2517	30	0.3477
도매 및 소매업	49	0.2059	55	0.3050
운수업	20	0.2432	19	0.3267
숙박 및 음식점업	-	-	1	0.4433
출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업	20	0.2423	24	0.3303
금융 및 보험업	51	0.2692	51	0.4063
부동산업 및 임대업	1	0.1133	1	0.1933
전문, 과학 및 기술 서비스업	50	0.2005	51	0.2982
사업시설관리 및 사업지원 서비스업	4	0.1433	6	0.2356
공공행정, 국방 및 사회보장 행정	-	-	-	-
교육 서비스업	2	0.2917	2	0.3883
보건업 및 사회복지 서비스업	-	-	-	-
예술, 스포츠 및 여가관련 서비스업	4	0.2858	4	0.3492
협회 및 단체, 수리 및 기타 개인 서비스업	1	0.4967	1	0.6200
총계	671	0.2087	707	0.3080

주: 이 표는 한국표준산업분류 1자리를 기준으로 표본을 분류하여 각 표본의 사회적 책임 지수의 평균값을 산출한 결과이다.

를 유지하기 위해 투자를 늘리고 배당을 감소시킬 가능성이 있으므로 이러한 영향력을 통제하기 위해 당기순이익을 총자산으로 나눈 값(ROA)을 모형에 포함하였다. 기업의 성장성을 통제하기 위해 시장가치대 장부가치 비율(=(보통주주식수*연말 증가)/(자기자본의 장부가치-우선주자본금))을 모형에 포함한다(MBratio). 기업의 위험수준은 미래현금흐름창출의 가능성과 연관되어 배당의사결정에 영향을 미칠 수 있다(Rozeff, 1982; Crutchley and

Hansen, 1989). 따라서 이러한 효과가 배당의사 결정에 미치는 영향을 통제하기 위해 당기순이익을 총자산으로 나눈 값의 과거 5년간 표준편차를 기업의 위험수준의 대용치(Risk)로 모형에 포함한다.

설립연수가 낮은 기업은 미래성장가치가 높은 반면, 상대적으로 설립연수가 높은 기업은 높은 수익성을 확보하고 있더라도 미래성장가치는 낮을 수 있다. 따라서 기업설립연수에 자연로그를 취한 값(Age)을 모형에 포함하여 이러한 영향력을 통제한

〈표 3〉 변수의 정의

변수명	정의
DV1	(보통주배당금+우선주배당금)/총자산
DV2	(보통주배당금+우선주배당금)/자기자본
DV3	(보통주배당금+우선주배당금)/매출액
CSR	한국기업지배구조원의 사회적 책임 수준 평가결과를 1점 만점으로 환산한 값
EM	한국기업지배구조원의 환경경영 수준 평가결과를 1점 만점으로 환산한 값
Gindex	한국기업지배구조원의 기업지배구조 수준 평가결과중 배당관련항목을 제외한 값을 1점 만점으로 환산한 값
Profit	과거 3년간 ROA(당기순이익/총자산)의 평균
Size	총자산에 자연로그를 취한 값
Leve	총부채/총자산
ROA	당기순이익/총자산
MBratio	(보통주주식수*연말종가)/(총자기자본-우선주자본금)
Risk	과거 5년간 ROA(당기순이익/총자산)의 표준편차
Age	기업설립연수
Insti	기관투자자지분율 (=기관투자자지분율이 5%이상인 경우 해당 기업의 기관투자자지분율, 미만인 경우 0)
Block	대주주 및 친족지분율 합계
Chaebol	공정거래위원회가 공시하는 대규모기업집단 소속기업은 1, 아닌 경우 0의 값을 갖는 더미변수
Industry effect	한국표준산업분류 1자리를 기준으로 분류된 19개 산업더미변수
Year effect	연도더미변수

다. 대리인문제의 측면에서 기관투자자는 전문적인 투자분석능력과 감시유인을 가져 경영자와 주주 간의 이해상충의 문제를 완화시킬 수 있다. 따라서 기관투자자의 지분율이 높아 대리인문제가 발생할 가능성이 낮은 기업에서 주식수익률이 더 높게 관찰될 수 있다. 따라서 기관투자자 지분율이 5% 이상¹²⁾인 기업은 동 지분율의 값을 갖으며, 이하인 기업은 0의 값을 갖는 변수(Insti)를 모형에 포함한다. 한편, 대주주의 지분율이 증가하는 경우 사적효용추구

유인이 감소하여 대리인문제의 발생 가능성이 감소한다(Jensen and Meckling, 1976). 이러한 효과가 배당의사결정에 미치는 영향을 통제하기 위해 대주주 및 친족지분율(Block)을 모형에 포함한다. 국내의 대규모기업집단의 경우 다수의 계열사를 거느린 형태로 운영되고 있어 지배주주가 다양한 형태와 경로의 대리인문제를 발생시키고, 소액주주의 부를 착취하는 것으로 평가되고 있다(Joh, 2003). 따라서 이러한 대리인문제 발생 가능성이 배당정책에 미

12) 기관투자자가 적극적인 감시유인과 기능을 갖으려면 일정수준의 의결권을 확보해야 한다. 따라서 본 연구는 5% 이상인 기업에 대해 동 지분율을 변수화하여 사용한다.

치는 영향력을 통제하기 위해 대규모기업집단(재벌)에 속한 기업은 1, 독립기업은 0의 값을 갖는 더미변수(Chaebol)를 모형에 포함한다.

한편, 본 연구는 기업의 사회적 책임 이행수준이 배당정책에 미치는 영향이 주로 어떤 기업에서 강하게 관찰되는 가를 확인함으로써 연구결과의 시사점을 확대하고 양자 간 관계의 강건성을 확인한다. 본 연구가 고려하는 기업특성으로 먼저, 기업지배구조 수준에 따라 양자 간 관계가 달라질 수 있음을 확인한다. 기업지배구조의 대응치로 본 연구는 한국기업지배구조의 기업별 지배구조 평가결과를 1점 만점으로 환산한 지수(Gindex)를 활용한다.¹³⁾ 동 지수의 중위수를 기준으로 그 미만인 기업은 취약한 지배구조를 갖는 기업, 이상인 기업은 좋은 지배구조를 갖는 기업으로 분류하여 각 표본에서 사회적 책임 지수가 배당지급액에 미치는 영향을 확인한다. 본 연구는 수익성 수준도 기업특성으로 고려하는데, 수익성의 대응치로 과거 3년간 총자산대비 당기순이익(ROA)의 평균값(Profit)¹⁴⁾을 활용한다. 동 변수의 중위수를 기준으로 그 이상인 기업은 수익성이 높은 기업, 미만인 기업은 수익성이 낮은 기업으로 분류하여 각 분류된 표본에서 사회적 책임 지수가 배당지급액에 미치는 영향을 확인한다.

3.3 기초통계량

〈표 4〉은 본 연구에서 사용될 변수의 기초통계량

을 보여주고 있다. 배당정책의 대응치로 총자산대비 배당지급액(DV1), 자기자본대비 배당지급액(DV2), 매출액대비 배당지급액(DV3)의 표본평균은 각각 0.0085, 0.0151, 0.0255이다. 사회적 책임 지수(CSR)와 환경경영 지수(EM)의 평균값은 각각 0.2597, 0.2393으로 나타났다. 이는 아직까지 국내 기업의 사회적 책임 이행수준이 낮음을 의미하며, 반대로 향후 동 분야의 개선여지가 큼을 의미한다. 따라서 본 연구가 사회적 책임 활동과 배당정책간의 관계를 분석하는 최초의 연구로 향후 기업전략수립 및 정책 입안에 상당한 시사점을 가질 수 있음을 의미한다. 기업지배구조 지수(Gindex)의 평균은 0.3606이며, 수익성의 대응치로 과거 3년간 ROA의 평균은 0.0228이다. 본 연구표본의 총자산규모의 평균(Size)은 약 2조 8천억원으로 관찰되었으며, 부채비율(Leve)의 평균은 0.4580으로 나타났다. 당기 수익성을 의미하는 ROA의 평균은 0.0279, 기업의 성장성을 대리하는 장부가치대비 시장가치 비율(MBratio)의 평균은 1.1350이다. 기업설립연수의 평균은 약 38년으로 나타났다. 5% 이상 지분을 확보한 기관투자자 지분율의 평균(Insti)은 약 4.81%, 대주주 및 친족 지분율의 평균(Block)은 약 43.30%로 국내 기업은 집중된 소유구조를 가짐을 보여주고 있다. 본 연구표본의 약 25.62%는 재벌기업집단 소속기업(Chaebol)으로 나타났다.

13) 동 지수는 다수의 연구에서 활용된 바 있으며, 기업지배구조를 총체적이고, 객관적으로 평가한다는 측면의 장점을 갖는다. 배당지급여부가 기업지배구조의 직접적인 대응치로 사용되기 어렵다는 측면이 존재하므로(Byun et al., 2012, 박경서 외, 2013) 본 연구는 동 지수에서 배당수준 평가결과를 제외한 값을 1점 만점으로 환산한 점수를 기업지배구조의 대응치로 활용한다.

14) 본 연구는 기업의 잉여현금흐름을 보다 직접적으로 측정하여 동일한 모형을 추정하였다. 기존 연구의 잉여현금흐름을 파악하는 두 가지 변수를 차용하였는데, 먼저 영업이익에서 세금, 이자비용과 배당금을 제외한 금액을 총자산으로 나눈 값을 첫 번째 지표(FCF1)로, 영업활동에서의 현금흐름을 총자산으로 나눈 값을 두 번째 지표(FCF2)로 활용한다. 이러한 지표의 중간값을 기준으로 전체 표본을 두 개로 나누어 각각의 표본에서 사회적 책임 지출이 배당지급액에 미치는 영향을 분석한 결과는 보고된 결과와 동일하였다.

〈표 4〉 기초통계량

변수명	관측치	평균	중간값	표준편차	최대값	최소값
DV1	1,378	0.0085	0.0052	0.0138	0.2035	0.0000
DV2	1,378	0.0151	0.0108	0.0228	0.3225	0.0000
DV3	1,378	0.0255	0.0062	0.1108	2.6056	0.0000
CSR	1,378	0.2597	0.2200	0.1560	0.8867	0.0667
EM	1,378	0.2393	0.1600	0.2218	0.8933	0.0000
Gindex	1,378	0.3606	0.3448	0.0881	0.7724	0.0000
Profit	1,378	0.0228	0.0318	0.1101	0.3436	-0.8336
Size(단위:억원)	1,378	28,855	3,590	112,159	1,799,460	73
Leve	1,378	0.4580	0.4507	0.2173	0.9701	0.0006
ROA	1,378	0.0279	0.0324	0.0914	0.9141	-0.6031
MBratio	1,378	1.1350	0.8046	1.1506	10.1209	0.1029
Risk	1,378	0.0547	0.0334	0.1104	1.5861	0.0012
Age	1,378	38	39	18	115	1
Insti	1,378	0.0481	0.0000	0.0930	0.8797	0.0000
Block	1,378	0.4330	0.4342	0.1686	0.9000	0.0131
Chaebol	1,378	0.2562	0.0000	0.4367	1.0000	0.0000

주: 이 표는 본 연구에서 사용될 변수의 기초통계량을 의미한다. 각 변수의 정의는 〈표 2〉와 같으며, Size은 총자산, Age는 기업설립 연수를 의미한다.

IV. 실증분석결과

4.1 상관관계

〈표 5〉는 본 연구에서 사용될 변수의 변수 간 상관관계를 보여주고 있다. 배당지급액(DV1, DV2, DV3)은 사회적 책임 지수(CSR)과 유의적인 양(+)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다. 따라서 보완관계가 성립할 수 있음을 보여주고 있다. 기업 지배구조 지수(Gindex), 수익성 수준(Profit)과 사회적 책임 지수는 유의적인 양(+)의 상관관계를 보여주는데, 이는 사회적 책임 강화를 위해서는 좋은

기업지배구조와 비용을 충당할만한 수익성을 보유해야 한다는 기존연구결과를 지지하는 결과로 해석이 가능하다. 한편, 본 연구는 기업지배구조와 수익성에 따라 사회적 책임 이행수준과 배당정책의 관계가 달라질 수 있음을 확인하는데, 사회적 책임 지수와 기업지배구조, 수익성이 상관관계를 가짐에 따라 교차변수를 활용한 분석을 수행하는 경우 통계분석의 오류가 발생할 가능성을 배제할 수 없다. 따라서 본 연구는 두 변수의 중위수를 기준으로 표본을 분류하여 각 표본에서 사회적 책임 지수가 배당지급액에 미치는 영향을 확인함으로써 본 연구결과에 통계적 오류가 개입할 여지를 배제시킨다.

4.2 차이값 검증

〈표 6〉는 배당지급액¹⁵⁾을 바탕으로 본 연구모형에 포함될 변수의 차이값을 검증한 결과이다. 배당지급액(DV1)의 표본의 중위수를 바탕으로 전체 표본을 2개로 나누어 각 표본 간 변수의 차이값을 검증한다. 배당을 낮게 지급한 기업의 사회적 책임 지

수(CSR)의 평균은 0.2432로 나타났으며, 배당을 높게 지급한 기업은 0.2762로 나타나 표본간 평균의 차이가 0.0330로 나타났다. 이러한 차이의 유의성을 검증하기 위해 t-test와 wilcoxon rank sum test을 동시에 실시한 결과, 모두 1% 통계적 유의수준에서 유의미한 것으로 나타났다. 환경경영 지수(EM) 역시 고배당 기업이 저배당 기업에 비해 더

〈표 5〉 상관관계

	DV1	DV2	DV3	CSR	EM	Gindex	Profit	
DV2	0.921							
DV3	0.174	0.113						
CSR	0.148	0.196	0.072					
EM	0.044	0.063	-0.004	0.715				
Gindex	0.109	0.183	0.162	0.623	0.370			
Profit	0.290	0.262	0.008	0.091	0.036	0.157		
Size	-0.023	0.087	0.031	0.379	0.230	0.382	0.022	
Leve	-0.287	-0.064	-0.254	0.117	0.109	0.108	-0.204	
ROA	0.371	0.336	0.051	0.118	0.042	0.182	0.425	
MBratio	0.293	0.329	-0.016	0.224	0.138	0.119	-0.046	
Risk	-0.064	-0.084	-0.033	-0.081	-0.031	-0.156	-0.654	
Age	-0.104	-0.088	-0.097	-0.039	-0.008	-0.045	-0.011	
Insti	-0.015	0.030	0.003	0.092	0.074	0.175	0.058	
Block	0.079	0.039	0.048	-0.160	-0.145	-0.206	0.161	
Chaebol	0.021	0.065	-0.017	0.494	0.357	0.404	0.064	
	Size	Leve	ROA	MBratio	Risk	Age	Insti	Block
Leve	0.168							
ROA	0.024	-0.318						
MBratio	0.021	0.110	0.045					
Risk	-0.064	-0.011	-0.233	0.202				
Age	0.042	0.027	-0.065	-0.146	-0.030			
Insti	0.041	0.134	0.065	0.033	-0.073	0.034		
Block	-0.075	-0.147	0.135	-0.142	-0.073	-0.092	-0.088	
Chaebol	0.230	0.160	0.086	0.179	-0.030	-0.010	0.125	-0.024

주: 이 표는 본 연구에서 사용될 변수 간 상관관계를 의미한다. 각 변수의 정의는 〈표 2〉와 같다. 굵은 글씨로 표시된 수치는 5% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미한다.

15) 전체표본 중 1,009개 기업이 배당을 지급하였으며, 369개 기업은 미지급한 것으로 나타났다.

〈표 6〉 차이값 검증

변수명	Low dividend [N=688]	High dividend [N=690]	차이	차이값 검증	
				t-test	wilcoxon rank sum test
CSR	0.2432	0.2762	-0.0330	0.0000***	0.0002***
EM	0.2256	0.2529	-0.0273	0.0223**	0.0704*
Gindex	0.3475	0.3736	-0.0261	0.0000***	0.0000***
Profit	-0.0111	0.0567	-0.0679	0.0000***	0.0000***
Size	26.8435	27.0194	-0.1759	0.0497**	0.0341**
Leve	0.5425	0.3737	0.1688	0.0000***	0.0000***
ROA	-0.0093	0.0649	-0.0742	0.0000***	0.0000***
MBratio	1.0486	1.2213	-0.1727	0.0053***	0.0000***
Risk	0.0704	0.0390	0.0314	0.0000***	0.0000***
Age	3.5049	3.3725	0.1324	0.0013***	0.0000***
Insti	0.0462	0.0500	-0.0038	0.4510	0.0000***
Block	0.4214	0.4446	-0.0232	0.0105**	0.0029***
Chaebol	0.2544	0.2580	-0.0036	0.8781	0.8781

주: 이 표는 배당지급액을 기준(표본의 중위수)으로 변수의 차이값을 검증한 결과이다. 각 변수의 정의는 〈표 2〉와 같다. *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 통계적 유의수준에서 유의함을 나타낸다.

높게 관찰되었으며, 양자 간 차이는 통계적 유의수준에서 유의미한 것으로 나타났다. 기업지배구조(Gindex), 수익성(Profit) 모두 고배당 기업에서 유의적으로 높게 관찰되었다. 고배당 기업은 기업규모(Size)가 크거나 당기 수익성(ROA)이 높거나 장부가치대 시장가치비율(Mbratio)이 높거나 대주주 및 친족지분율(Block)이 높은 것으로 관찰되었다. 반면, 이들 기업은 부채비율(Leve), 수익성의 변동성(Risk)과 기업설립연수(Age)가 낮은 것으로 나타났다. 정리하면, 사회적 책임 지수가 높은 기업은 배당을 많이 지급할 확률이 높으며, 이는 양자 간 보완관계가 성립할 수 있음을 의미한다. 하지만 이는 배당정책에 영향을 미칠 수 있는 다양한 기업특성을 통제하지 않은 결과이므로, 회귀분석을 통해 보다 엄밀한 검증을 시도하며, 동시에 어떤 특성을 가진

기업에서 양자 간 관계가 보다 강하게 관찰될 수 있는 가를 확인함으로써 심도 있는 분석을 시도한다.

4.3 회귀분석결과

〈표 7〉은 사회적 책임 지수가 배당지급액에 미치는 영향을 OLS(Ordinary Least Square)방식으로 회귀분석한 결과이다. Model(1)은 종속변수로 총자산대비 배당지급액(DV1)을 사용하여 분석한 결과인데, 사회적 책임 지수(CSR)의 추정계수는 1% 통계적 유의수준에서 유의미한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 사회적 책임 강화에 적극적인 기업이 배당지급액을 늘릴 가능성이 높음을 의미한다. 따라서 보완관계가 성립함을 다시 한 번 보여주고 있다. 즉, 경영자는 사회적 책임 강

〈표 7〉 사회적 책임 수준이 배당지급액에 미치는 영향

변수	계수	DV1	DV1	DV2	DV2	DV3	DV3
		Model(1)	Model(2)	Model(3)	Model(4)	Model(5)	Model(6)
상수항	a	0.0051*** [7.14]	0.0374*** [3.99]	0.0077*** [6.54]	0.0307* [1.92]	-0.0192 [-1.26]	0.1166 [0.50]
CSR	β_1	0.0131*** [5.57]	0.0163*** [5.29]	0.0286*** [7.41]	0.0242*** [4.61]	0.1952*** [3.87]	0.1907** [2.50]
Size	β_2		-0.0014*** [-4.10]		-0.0015*** [-2.61]		0.0082 [1.00]
Leve	β_3		-0.0142*** [-7.65]		-0.0014 [-0.43]		-0.2961*** [-6.46]
ROA	β_4		0.0403*** [10.24]		0.0733*** [10.92]		-0.2064** [-2.12]
MBratio	β_5		0.0035*** [11.73]		0.0061*** [11.96]		-0.0009 [-0.12]
Risk	β_6		-0.0092*** [-3.03]		-0.0162*** [-3.11]		-0.0465 [-0.62]
Age	β_7		0.0001 [0.24]		0.0006 [0.87]		-0.0417*** [-4.05]
Insti	β_8		-0.0000 [-0.01]		-0.0026 [-0.43]		-0.0748 [-0.85]
Block	β_9		0.0042** [2.15]		0.0063* [1.90]		-0.0721 [-1.49]
Chaebol	β_{10}		-0.0008 [-0.81]		-0.0024 [-1.47]		-0.0497** [-2.13]
Industry effect		No	Yes	No	Yes	No	Yes
Year effect		No	Yes	No	Yes	No	Yes
N		1,378	1,378	1,378	1,378	1,378	1,378
adj R ²		0.021	0.316	0.038	0.273	0.010	0.072

주: 이 표는 OLS방식을 통해 사회적 책임 지수가 배당지급액에 미치는 영향을 회귀분석한 결과이다. 각 변수의 정의는 〈표 2〉와 같다. 괄호 안의 값은 Heteroscedasticity-consistent standard error를 통해 이분산성을 조정한 t값이며, ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미한다.

화를 통해 사업과 성과의 지속성이라는 정보를 전달함과 동시에 동일한 효과를 갖는 배당을 지급함으로써 기업가치 제고효과를 극대화하길 원하고 있음을 의미한다. 한편, 사회적 책임 강화가 사적효용추구에 악용될 가능성을 고려하여 경영자 자신이 대리인

문제를 일으키지 않고 있음을 보여주기 위해 배당지급을 보증수단으로써 활용할 수도 있음을 의미한다.

Model (2)는 여타 통제변수와 산업효과, 연도효과를 통제하여 분석한 결과인데, 여전히 사회적 책임 지수의 추정계수는 1% 통계적 유의수준에서 유

의미한 양(+)¹⁶⁾의 값을 갖는 것으로 나타나 본 연구 결과의 강건성을 확인할 수 있었다. 통제변수로 기업규모(Size)와 부채비율(Leve)은 배당지급액에 유의적인 음(-)의 영향력을 미치는 반면, 수익성(ROA)와 성장성(MBratio)은 배당지급액에 통계적으로 유의적인 양(+)¹⁷⁾의 영향력을 갖는다. 과거 수익성의 변동성(Risk)은 배당지급액에 유의한 음(-)의 영향력을 갖는 것으로 나타나 안정적인 수익성을 확보한 기업이 배당지급액을 늘릴 수 있음을 확인할 수 있었다. 대주주 및 친족지분율(Block)은 배당지급액에 통계적으로 유의적인 양(+)¹⁸⁾의 영향력을 미치는 것으로 확인되었다. Model (3), (4)는 자기자본대비 배당지급액(DV2)을, Model (5), (6)은 매출액대비 배당지급액(DV3)을 종속변수로 사용한 경우인데, 모든 모형에서 사회적 책임 지수의 추정계수는 통계적으로 유의미한 양(+)¹⁹⁾의 값을 갖는 것으로 나타나 본 연구결과의 강건성을 확인할 수 있었다.

본 연구의 종속변수로 배당지급액은 배당을 지급하지 않는 기업(369개)의 경우 0의 값을 가져 표본이 정규분포를 따르지 않기 때문에 OLS방식을 통한 회귀분석이 적합하지 않을 가능성이 존재한다. 따라서 절단형 표본(censored data)를 갖는 표본의 분석에 주로 활용되는 Tobit 모형을 통해 동일한 분석을 수행한다. 기존의 배당지급액을 종속변수로 활용한 다수의 연구도 Tobit 모형을 통해 추가적인

분석을 수행하고 있다(Grullon and Michealy, 2012). 이러한 분석을 통해 모형설정오류가 본 연구결과에 개입될 가능성을 차단함으로써 강건성있는 결과를 도출할 수 있을 것으로 판단된다.¹⁷⁾

〈표 8〉은 Tobit 모형을 통해 사회적 책임 지수(CSR)가 배당지급액에 미치는 영향을 분석한 결과이다. Model (1)은 총자산대비 배당지급액(DV1)을 종속변수로 사용한 결과이다. 모든 통제변수를 포함하였을 때 사회적 책임 지수(CSR)의 추정계수는 1% 통계적 유의수준에서 유의미한 양(+)²⁰⁾의 값을 갖는 것으로 나타나 앞서 〈표 7〉과 동일한 결과를 관찰할 수 있었다. Model (2)는 자기자본대비 배당지급액(DV2), Model (3)은 매출액대비 배당지급액(DV3)을 종속변수로 사용하여 추정한 결과인데, 사회적 책임 지수(CSR)의 추정계수는 각각 1%, 5% 통계적 유의수준에서 유의미한 양(+)²¹⁾의 값을 가진다. 이들 결과를 통해 본 연구의 강건성을 다시 한 번 확인할 수 있었다.

본 연구는 사회적 책임 활동의 구체적인 수단으로써 환경경영 강화가 배당정책에 미치는 영향을 추가적으로 확인함으로써 연구결과의 강건성과 적용범위를 확장한다. 환경경영은 환경보존을 통해 사회적 비용을 낮추고, 사업의 지속성을 강화함으로써 기업 가치에 기여할 수 있다. 더불어 환경경영을 강화하는 과정에서 새로운 기술개발, 혁신적인 경영관리 등을 통해 다양한 제반비용을 낮춤으로써 기업성과

16) 보고하지는 않았지만 본 연구의 가설검증에 있어 변수누락의 편익과 역의 인과관계에 따른 내생성 문제를 고려하여 위하여 다양한 방식의 강건성 검증을 실시하였다. 먼저, 일반적으로 배당을 많이 지급하는 기업에서 사회적 책임 지출을 높게 가져갈 가능성을 고려하여 전기 배당액을 추가적인 통제변수로 고려하여 동일한 모형을 분석한 결과, 보고된 결과와 대동소이한 결과를 확인할 수 있었다. 또한 관찰할 수 없는 기업특성이 사회적 책임 지수와 배당지급액의 관계에 미치는 영향을 고려하여 임의효과 토빗모형(Tobit model with random effect)을 추정한 결과도 보고된 결과와 동일하였다. 마지막으로 기업의 매출액을 도구변수로 2SLS 방식의 분석을 추가적으로 실시하였다. 분석결과, 추정된 사회적 책임 지수(Predicted CSR)의 추정계수는 통계적으로 유의한 양(+)²²⁾의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이상의 결과는 내생성 문제로 인해 본 연구결과에 오류가 발생할 가능성이 낮음을 의미하며, 본 연구결과가 강건성을 가짐을 확인시켜준다.

17) 사회적 책임 지출이 배당지급액에 미치는 영향뿐만 아니라 이후의 분석에 있어서도 종속변수가 절단형 자료의 형태를 갖는 특성을 고려하여 추가적으로 Tobit model을 통해 분석한 결과도 보고된 결과와 유사하였다.

〈표 8〉 사회적 책임 수준이 배당지급액에 미치는 영향: Tobit 모형

변수	계수	DV1	DV2	DV3
		Model(1)	Model(2)	Model(3)
상수항	a	0.0130 [1.11]	-0.0163 [-0.81]	-0.7089** [-2.42]
CSR	β_1	0.0170*** [4.62]	0.0240*** [3.77]	0.2279** [2.48]
Size	β_2	-0.0008* [-1.92]	-0.0003 [-0.48]	0.0358*** [3.50]
Leve	β_3	-0.0179*** [-7.57]	-0.0035 [-0.86]	-0.4804*** [-8.14]
ROA	β_4	0.1080*** [15.10]	0.1838*** [14.96]	0.6962*** [4.08]
MBratio	β_5	0.0031*** [7.74]	0.0057*** [8.15]	-0.0207* [-1.90]
Risk	β_6	-0.0436*** [-7.40]	-0.0762*** [-7.45]	-0.5497*** [-3.57]
Age	β_7	0.0007 [1.31]	0.0016* [1.74]	-0.0356*** [-2.76]
Insti	β_8	0.0013 [0.30]	0.0002 [0.02]	-0.0312 [-0.28]
Block	β_9	0.0089*** [3.60]	0.0140*** [3.29]	-0.0131 [-0.21]
Chaebol	β_{10}	-0.0010 [-0.88]	-0.0032 [-1.62]	-0.0752*** [-2.59]
Industry effect		Yes	Yes	Yes
Year effect		Yes	Yes	Yes
N		1,378	1,378	1,378
종속변수=0		369	369	369
Pseudo R ²		-0.155	-0.169	0.227

주: 이 표는 Tobit 모형을 통해 사회적 책임 지수가 배당지급액에 미치는 영향을 회귀분석한 결과이다. 각 변수의 정의는 〈표 2〉와 같다. 괄호 안의 값은 Heteroscedasticity-consistent standard error를 통해 이분산성을 조정된 t값이며, ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미한다.

개선에 기여할 수 있다. 따라서 환경경영 역시 사회적 책임 강화와 동일한 재무전략으로 받아들여질 수 있으며, 중장기적으로 기업가치와 관련하여 긍정적인 정보를 시장에 전달할 수 있어 배당정책과의 밀

접한 연관성을 가질 것으로 예상된다.

〈표 9〉은 환경경영 지수(EM)를 주요 독립변수로 배당지급액에 미치는 영향을 회귀분석한 결과이다. Model (1)은 모든 통제변수를 포함하고 총자산대

〈표 9〉 환경경영 수준이 배당지급액에 미치는 영향

변수	계수	DV1	DV2	DV3
		Model(2)	Model(4)	Model(6)
상수항	a	0.0250*** [2.64]	0.0095 [0.59]	0.1255 [0.54]
EM	β_1	0.0048** [2.11]	0.0055 [1.41]	0.1426** [2.54]
Size	β_2	-0.0008** [-2.35]	-0.0005 [-0.86]	0.0091 [1.14]
Leve	β_3	-0.0154*** [-8.32]	-0.0032 [-1.02]	-0.3077*** [-6.78]
ROA	β_4	0.0405*** [10.21]	0.0736*** [10.88]	-0.1994** [-2.05]
MBratio	β_5	0.0038*** [12.69]	0.0065*** [12.87]	0.0008 [0.11]
Risk	β_6	-0.0096*** [-3.13]	-0.0166*** [-3.16]	-0.0605 [-0.80]
Age	β_7	0.0000 [0.01]	0.0005 [0.65]	-0.0420*** [-4.09]
Insti	β_8	-0.0020 [-0.56]	-0.0056 [-0.92]	-0.0945 [-1.08]
Block	β_9	0.0034* [1.71]	0.0049 [1.46]	-0.0715 [-1.47]
Chaebol	β_{10}	-0.0002 [-0.18]	-0.0014 [-0.87]	-0.0470** [-2.03]
Industry effect		Yes	Yes	Yes
Year effect		Yes	Yes	Yes
N		1,378	1,378	1,378
adj R ²		0.304	0.263	0.072

주: 이 표는 환경경영 지수가 배당지급액에 미치는 영향을 회귀분석한 결과이다. 각 변수의 정의는 〈표 2〉와 같다. 괄호 안의 값은 Heteroscedasticity-consistent standard error를 통해 이분산성을 조정한 t값이며, ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미한다.

비 배당지급액(DV1)을 종속변수로 하여 추정한 결과인데, 환경경영 지수의 추정계수는 5% 통계적 유의수준에서 유의미한 양(+의 값)을 갖는다. 이는 앞서 확인할 수 있었던 사회적 책임 강화와 배당정책간의 보완관계가 환경경영에 있어서도 성립함을

의미한다. Model (2)는 자기자본대비 배당지급액(DV2)을 종속변수로 하여 추정한 결과인데, 환경경영 지수의 추정계수는 양(+의 값)을 갖는 것으로 나타났지만 통계적으로 유의적이진 않다. Model (3)은 매출액대비 배당지급액(DV3)을 종속변수로 하

여 추정한 결과인데, Model (1)과 마찬가지로 5% 통계적 유의수준에서 유의미한 값을 갖는다.

정리하면, 경영자는 환경경영 강화와 동시에 배당지급액을 늘림으로써 기업가치 제고효과를 극대화하는 전략을 구사하고 있음을 확인할 수 있었다. 하지만 추정결과의 방향성은 연구가설과 일치하지만 통계적 유의성은 종속변수에 따라 다소 차이를 보여 앞서 사회적 책임 지수를 사용한 결과보다는 다소 약한 관계를 보여주었다. 분석 결과, 경영자는 환경경영이라는 특화된 전략을 배당정책과 동시에 수립하는 것뿐만 아니라 전반적인 사회적 책임과 관련한 부문을 총체적으로 강화함과 동시에 배당지급액을 늘림으로써 정보전달효과를 극대화하고 있음을 의미한다.

본 연구는 기업특성에 따라 사회적 책임 이행수준과 배당정책간의 관계가 어떻게 달라질 수 있는가를 확인함으로써 연구가설의 강건성을 보다 명료히 확인한다.¹⁸⁾ 본 연구는 기업특성으로 기업지배구조와 수익성 수준을 고려한다. <표 10>는 한국기업지배구조원의 기업지배구조 지수(Gindex)의 표본 중위수를 바탕으로 전체표본을 두 개로 나누어¹⁹⁾ 각 표본에서 사회적 책임 지수가 배당지급액에 미치는 영향을 회귀분석한 결과이다. Model (1)은 기업지배구조 지수가 중위수 이상인 표본(High Gindex)을 대상으로 분석한 결과인데, 사회적 책임 지수(CSR)의 추정계수는 1% 통계적 유의수준에서 유의미한 양(+)²⁰⁾의 값을 갖는 것으로 나타났다. Model

(2)는 기업지배구조 지수가 중위수 미만인 표본(Low Gindex)을 대상으로 분석한 결과인데, 마찬가지로 사회적 책임 지수의 추정계수는 1% 통계적 유의수준에서 유의미한 양(+)²⁰⁾의 값을 갖는다.

하지만 두 모형 간 사회적 책임 지수의 추정계수의 크기는 차이가 나타나는 것으로 관찰되었다. 기업지배구조 지수가 중위수 이상인 기업은 추정계수가 0.0094, 중위수 미만인 기업은 0.0236으로 나타나 0.0142의 차이를 보였다. 이는 기업지배구조가 취약한 기업에서 사회적 책임 지수가 배당지급액에 미치는 양(+)²⁰⁾의 영향력이 더 크게 관찰되고 있음을 의미한다. 한편, 양자 간 차이를 보다 명료히 확인하기 위해 각 표본의 추정계수의 차이를 통계적으로 검증²⁰⁾한 결과 5% 통계적 유의수준에서 유의미한 차이를 보이는 것으로 나타났다.

이러한 결과는 사회적 책임 이행수준이 배당정책에 미치는 영향력의 크기가 기업지배구조 수준에 따라 달라질 수 있음을 의미한다. 즉, 취약한 지배구조를 가진 기업의 경영자가 사회적 책임이 강화될수록 배당지급액을 늘리는 전략을 보다 적극적으로 구사하고 있다. 이는 본 연구의 보완관계가설에서 설명된 바와 같이 대리인비용의 일종으로 고려될 수 있는 사회적 책임 지출에 대한 일종의 보증수단으로써 경영자가 배당지급을 늘려 주주의 이탈을 막고, 자신의 전략적 선택에 대한 정당성을 확보하고 있는 것으로 해석이 가능하다. 그러므로 보완관계가설을

18) 지면상의 제약으로 인해 총자산대비 배당지급액(DV1)을 종속변수로 사용한 결과만 보고하였다. 보고하지 않았지만 자기자본대비 배당지급액(DV2), 매출액대비 배당지급액(DV3)을 종속변수로 고려하여 추가적인 분석을 실시한 결과도 보고된 결과와 동일하게 나타났다.

19) 본 연구는 사회적 책임 지수(CSR)과 기업지배구조(Gindex) 또는 수익성(Profit)의 상관관계를 고려하여 교호작용(interaction effect)을 고려한 분석을 수행하지 않았다. 왜냐하면 계량경제학적으로 교호되는 두 가지 변수의 상관관계가 높은 경우 추정결과의 오류가 발생할 가능성이 높기 때문이다. 다만, 강건성 검증의 차원에서 사회적 책임 지수와 지배구조 더미변수 또는 수익성 더미변수 간 교호변수를 생성하여 동일한 가설을 검증한 경우에도 대동소이한 결과를 관찰할 수 있었다.

20) 표본의 추정계수의 차이를 각 표본오차의 제곱을 합한 값에 제곱근을 취한 값으로 나눈 값(asymptotic t-statistics)을 의미한다 (Lee and Park, 2009).

〈표 10〉 기업지배구조 수준에 따른 사회적 책임 수준이 배당지급액에 미치는 영향

변수	계수	High Gindex	Low Gindex	High Gindex	Low Gindex
		Model(1)	Model(3)	Model(2)	Model(4)
상수항	a	0.0067*** [6.15]	0.0027** [2.07]	0.0522*** [4.02]	0.0277* [1.85]
CSR	β_1	0.0094*** [3.22]	0.0236*** [3.84]	0.0126*** [3.82]	0.0343*** [4.43]
Size	β_2			-0.0017*** [-4.16]	-0.0013** [-2.31]
Leve	β_3			-0.0154*** [-6.43]	-0.0106*** [-3.69]
ROA	β_4			0.0489*** [7.30]	0.0379*** [7.58]
MBratio	β_5			0.0023*** [5.74]	0.0039*** [8.69]
Risk	β_6			-0.0097** [-2.22]	-0.0068 [-1.60]
Age	β_7			-0.0004 [-0.81]	0.0009 [1.37]
Insti	β_8			-0.0025 [-0.64]	0.0041 [0.59]
Block	β_9			0.0032 [1.20]	0.0056* [1.93]
Chaebol	β_{10}			0.0011 [0.97]	-0.0026 [-1.50]
Industry effect		No	No	Yes	Yes
Year effect		No	No	Yes	Yes
N		701	701	677	677
adj R ²		0.013	0.434	0.020	0.248
회귀계수의 동등성 검정 (t-value)		High Gindex 모형(β_1) -Low Gindex 모형(β_1): -0.0142** (-2.09)		High Gindex 모형(β_1) -Low Gindex 모형(β_1): -0.0217** (-2.57)	

주: 이 표는 기업지배구조 수준에 따라 표본을 분류하여 사회적 책임 지수가 배당지급액에 미치는 영향을 회귀분석한 결과이다. 각 표본은 한국기업지배구조원의 기업지배구조 지수의 중위수를 기준으로 분류하였다. 각 변수의 정의는 〈표 2〉와 같다. 괄호 안의 값은 Heteroscedasticity-consistent standard error를 통해 이분산성을 조정한 t값이며, ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미한다.

〈표 11〉 수익성 수준에 따른 사회적 책임 수준이 배당지급액에 미치는 영향

변수	계수	High Profit	Low Profit	High Profit	Low Profit
		Model(1)	Model(3)	Model(2)	Model(4)
상수항	α	0.0085*** [6.74]	0.0037*** [8.11]	0.1141*** [4.52]	-0.0034 [-0.53]
CSR	β_1	0.0167*** [4.28]	0.0008 [0.48]	0.0330*** [4.37]	0.0002 [0.11]
Size	β_2			-0.0054*** [-6.19]	0.0005** [2.01]
Leve	β_3			0.0107* [1.83]	-0.0097*** [-7.27]
ROA	β_4			0.1044*** [6.92]	0.0135*** [5.77]
MBratio	β_5			0.0085*** [10.03]	0.0006*** [2.59]
Risk	β_6			-0.0110 [-0.61]	-0.0021 [-1.34]
Age	β_7			0.0024** [2.11]	-0.0002 [-0.88]
Insti	β_8			0.0067 [0.57]	0.0014 [0.69]
Block	β_9			0.0120** [2.24]	0.0005 [0.41]
Chaebol	β_{10}			0.0031 [1.19]	-0.0014** [-2.15]
Industry effect		No	No	Yes	Yes
Year effect		No	No	Yes	Yes
N		690	688	690	688
adj R ²		0.025	-0.001	0.394	0.187
회귀계수의 동등성 검정 (t-value)		High Profit 모형(β_1) -Low Profit 모형(β_1): 0.0160*** (3.78)		High Profit 모형(β_1) -Low Profit 모형(β_1): 0.0327*** (4.15)	

주: 이 표는 수익성 수준에 따라 표본을 분류하여 사회적 책임 지수가 배당지급액에 미치는 영향을 회귀분석한 결과이다. 각 표본은 과거 3년간 ROA 평균의 표본 중위수를 기준으로 분류하였다. 각 변수의 정의는 〈표 2〉와 같다. 괄호 안의 값은 Heteroscedasticity-consistent standard error를 통해 이분산성을 조정한 t값이며, ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미한다.

보다 강건히 확인시켜주는 결과로 이해할 수 있다. 한편, 모든 통제변수를 포함한 모형에서도 사회적 책임 지수의 추정계수는 취약한 기업지배구조를 갖는 표본에서 더 크게 관찰되었으며, 추정계수 간 차이값을 검증한 결과도 5% 통계적 유의수준에서 유의한 값을 갖는 것으로 나타났다.

〈표 11〉는 과거 3년간 ROA의 평균(Profit)의 표본 중위수를 바탕으로 전체표본을 두 개로 나누어 각 표본에서 사회적 책임 지수가 배당지급액에 미치는 영향을 회귀분석한 결과이다. Model (1)은 과거 3년간 ROA의 평균이 중위수 이상인 표본(High Profit)을 사용하여 분석한 결과인데, 사회적 책임 지수(CSR)의 추정계수는 1% 수준에서 통계적으로 유의미한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 반면, 과거 3년간 ROA의 평균이 중위수 미만인 표본(Low Profit)을 대상으로 분석한 Model (2)의 경우 사회적 책임 지수의 추정계수는 유의적이지 않다. 더불어 두 모형 간 사회적 책임 지수의 추정계수의 차이값은 1% 통계적 유의수준에서 유의미한 값을 갖는다. 그러므로 경영자가 사회적 책임과 배당 정책을 동시에 강화하는 전략은 일정수준이상 수익성이 확보된 기업에서만 가능함을 확인할 수 있다. 이는 상당한 비용을 수반하는 사회적 책임 강화와 배당지급을 동시에 구사하기 위해서는 비용을 충당할만한 수익성을 확보해야하기 때문에 해석이 가능하다.

더불어 높은 수익성을 갖는 기업의 경우 사회적

책임과 관련한 투자지출을 하고서도 상당한 현금흐름이 유보될 가능성이 높는데, 경영자는 이를 자신의 사적효용추구에 악용할 여지가 높다. 이러한 문제점을 미연에 방지하고, 주주로부터의 신뢰를 확보할 목적으로 경영자는 사회적 책임 관련 지출과 동시에 배당지급을 결정할 가능성이 높다. 따라서 위의 결과는 본 연구의 보완관계가설을 보다 명료히 확인시켜주는 결과로 해석이 가능하다.

이러한 결과는 모든 통제변수를 모형에 포함하여 분석한 결과에서도 동일하게 관찰되었으며, 수익성이 높은 표본과 낮은 표본의 사회적 책임 지수의 차이값 역시 1% 통계적 유의수준에서 유의미한 값을 갖는 것으로 관찰되었다.²¹⁾

V. 결론 및 시사점

본 연구는 기업의 사회적 책임 이행수준과 배당정책 간의 관계를 분석하였다. 기업의 투자의사결정수단으로 사회적 책임 강화는 사회적 대세로써, 중장기적으로 기업의 수익성과 성장성 확보에 필수적인 요소로 고려되고 있다. 사회적 책임 강화에 대한 정책적, 국민적 요구가 높은 현실을 고려하면, 경영자는 동 분야에 대한 효과적인 전략을 수립함으로써 궁극적인 목표인 기업가치 극대화를 유도할 것으로 예상할 수 있다. 하지만 아직까지 재무적 의사결정

21) 본 연구의 분석에 있어 두 개의 기업특성을 동시에 고려할 필요성이 있으므로 추가적으로 교호변수(interaction variable)을 사용한 분석을 추가로 실시하였다. 사회적 책임 지수(CSR)와 취약한 지배구조 더미변수 간의 교호변수는 통계적으로 유의한 양(+)의 추정계수를 가짐을 확인할 수 있었으며, 사회적 책임 수준, 취약한 지배구조 더미변수와 고수익성 더미변수 간의 교호변수의 추정계수 역시 통계적으로 유의한 양(+)의 추정계수를 가짐을 확인할 수 있었다. 이는 본 연구의 가설과 일맥상통하는 결과로 해석이 가능하다. 이에 추가적으로 성장기회(mbratio)를 바탕으로 저성장 더미변수(mbratio가 중간값 이하인 경우 1, 아닌 경우 0)를 설정하여 여타 변수들과 교호효과(interaction effect)를 분석한 결과도 동일하게 나타났다. 이는 성장기회, 기업지배구조와 현금흐름에 대한 제약조건을 모두 고려한 상황에서 사회적 책임 지출과 배당지급액의 양(+)의 관계가 보다 강하게 관찰됨을 의미한다. 이러한 분석을 제안해주신 심사자에게 감사드린다.

수단으로써 사회적 책임 강화에 대한 평가가 미흡하며 여타 재무정책과의 관계가 분석되지 않고 있어, 기업의 전략적 측면과 정책적 측면에서 새로운 시각의 접근이 절실하다. 따라서 본 연구는 사회적 책임 강화와 기업의 주요 재무전략으로 배당정책간의 관계를 분석함으로써, 경영자가 어떤 유인을 바탕으로 사회적 책임을 강화하며 사회적 책임 전략의 효과를 극대화하기 위해 여타 재무전략과의 조합을 고려하고 있는가를 확인한다. 본 연구결과는 사회적 책임과 관련한 기업경영행태에 대한 보다 심도 있는 분석결과를 제시함으로써 정책입안과 향후 경영자의 전략수립에의 시사점을 제공하며, 이러한 시도가 본 연구가 최초라는 점에서 학문적 시사점도 동시에 가진다.

실증분석결과, 기업의 사회적 책임 이행수준은 배당지급액에 유의적인 양(+)의 영향력을 갖는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 경영자가 사업의 지속성과 미래현금흐름의 불확실성을 낮추는 동일한 정보전달효과를 갖는 사회적 책임 강화와 배당지급을 동시에 결정함으로써 가치증대효과를 극대화하고 있는 것으로 해석이 가능하다. 더불어 사회적 책임 강화가 단기적으로 가시화되지 않는 특성으로 인해 과잉투자수단으로 악용될 수 있다는 것을 주주가 인지할 수 있으므로 경영자는 이러한 가능성을 고려하여 자신의 의사결정에 대한 일종의 보증수단으로써 배당지급을 늘리고 있는 것으로도 해석이 가능하다. 한편, 이러한 결과는 사회적 책임 강화의 구체적인 수단으로 환경경영을 고려한 경우에도 동일하게 관찰되어 본 연구결과의 강건성을 확인할 수 있다.

추가적으로 기업특성에 따라 본 연구결과가 달라질 수 있음을 확인하였는데, 사회적 책임 활동이 배당정책에 미치는 긍정적인 영향력은 기업지배구조가 취약한 기업에서 보다 강하게 관찰되었다. 이는 취

약한 지배구조로 인해 대리인문제가 발생할 가능성이 큰 기업에서는 주주가 경영자의 사회적 책임 강화를 과잉투자로 받아들일 가능성이 높으므로 이를 배제하기 위해 배당지급을 늘리는 것으로 해석할 수 있다. 이는 본 연구가 제시하고 있는 사회적 책임 강화의 보증수단으로 배당지급을 늘린다는 가설을 보다 강하게 뒷받침해주는 결과이다. 한편, 사회적 책임 활동이 배당정책에 미치는 긍정적인 영향력은 수익성이 높은 기업에서만 관찰되었다. 이는 수익성의 높은 기업의 경우 사회적 책임과 배당정책을 동시에 강화할 충분한 여력이 확보되어 있기 때문으로 해석할 수 있다. 더불어 수익성이 높은 기업은 사회적 책임 강화를 위한 투자지출을 늘리고도 잉여현금흐름이 기업의 내부에 유보될 가능성이 높아 경영자가 이를 바탕으로 사적효용을 추구할 여지가 존재하기 때문에, 보증수단으로 배당지급을 늘릴 유인이 강하게 작동하는 것으로 해석이 가능하다. 마찬가지로 이러한 결과도 본 연구의 보완관계가설을 보다 강하게 지지하는 결과로 이해할 수 있다.

본 연구의 결과는 최근 강조되고 있는 사회적 책임과 관련한 기업의 행태를 제시한다는 측면에서 정책입안과 기업전략수립의 시사점을 제시할 것으로 기대된다. 정책당국은 사회적 책임 활동과 배당정책의 연관성을 고려하여 궁극적으로 사회적 책임 강화가 대리인문제에 악용되는 것을 막고 주주가치 극화에 기여할 수 있도록 유도해야 할 것이다. 더불어 경험적으로 이러한 행태가 관찰된다는 것은 주주가 사회적 책임에 관련한 투자지출을 받아들이기 위해서는 일정수준이상의 배당이 유지되어야 함을 의미하므로, 기업은 이를 고려하여 적절한 재무전략의 조합을 수립함으로써 기업가치를 제고시키고, 사업의 지속가능성을 확보해야 할 것이다.

참고문헌

- 국찬표, 강윤식(2011), "기업의 사회적 책임, 지배구조 및 기업가치," *한국증권학회지*, 40(5), 713-748.
- 김창수(2009), "기업의 사회적 책임 활동과 기업가치," *한국증권학회지*, 38(4), 507-545.
- 박경서, 변희섭, 이지혜(2012), "내생성(Endogeneity) 문제를 통제 한 환경경영과 기업가치 간의 관계에 관한 연구," *재무연구*, 25(2), 293-324.
- 박경서, 변희섭, 이지혜(2013), "기업의 최적재무전략에 관한 연구: 주식시장에서 사회적 책임의 강화와 배당 정책 간의 대체성," Working Paper, 고려대학교.
- 박광우, 박래수, 황이석(2005), "기업지배구조와 주주부의 배분에 관한 연구," *한국증권학회지*, 34(4), 149-188.
- 이정도, 공정택(1994), "기업의 재무적 요인과 현금배당률 수준의 관련성에 관한 연구," *증권학회지*, 16(1), 437-464.
- Aupperle, K., A. Carroll, and J. Hatfield(1985), "An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability," *Academy of Management Journal*, 28(2), 446-463.
- Baker, H.(1989), "Why Companies Pay No Dividend," *Akron Business and Economic Review*, 20(2), 48-61.
- Barnea, A. and A. Rubin(2010), "Corporate Social Responsibility as a Conflict between Shareholders," *Journal of Business Ethics*, 97(1), 71-86.
- Brammer S., C. Brooks, and S. Pavelin, "Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures," *Financial Management*, 35(3), 97-116.
- Byun, H., J. Lee, and K. Park(2012), "How Does Product Market Competition Interact with Internal Corporate Governance?: Evidence from the Korean Economy," *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 41(4), 377-423.
- Chen, C. and T. Steiner(1999), "Managerial Ownership, and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy," *Financial Review*, 34(1), 119-136.
- Crutchley, C. and R. Hansen(1989), "A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends," *Financial Management*, 18(4), 36-46.
- El Ghouli, S., O. Guedhami, C. Kwok, and D. Mishra(2011), "Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital?," *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2388-2406.
- Garbett, T.(1988), *How to Build a Corporation's Identity and Project its Image*, Lexington, Lexington Books.
- Gompers, P., J. Ishii, and A. Metrick(2003), "Corporate Governance and Equity Prices," *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155.
- Grullon, G. and R. Michaely(2012), "The Impact of Product Market Competition on Firms' Payout Policy," Working Paper, Rice University.
- Gugler, K.(2003), "Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and the Interrelation between Dividends, R&D, and Capital Investment," *Journal of Banking & Finance*, 27(7), 1297-1321.
- Jensen, M. and W. Meckling(1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

- Jensen, M., D. Solberg, and T. Zorn(1992), "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(2), 247-263.
- Jensen, M.(1986), "Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Joh, S.(2003), "Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the Economic Crisis," *Journal of Financial Economics*, 68(2), 287-322.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny(2000), "Agency Problem and Dividend Policies around the World," *Journal of Finance*, 55(1), 1-33.
- Lee, D. and K. Park(2009), "Does Institutional Activism Increase Shareholder Wealth? Evidence from Spillovers on Non-Target Companies," *Journal of Corporate Finance*, 15 (4), 488-504.
- Miller, M. and K. Rock(1985), "Dividend Policy under Asymmetric Information," *Journal of Finance*, 40(4), 1031-1051.
- Modigliani, F. and M. Miller(1961), "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares," *Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Porter, M. and M. Kramer(2006), "Strategy and Society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility," *Harvard Business Review*, 84(12), 78-92.
- Rakotomavo, M.(2012), "Corporate Investment in Social Responsibility versus Dividends?," *Social Responsibility Journal*, 8(2), 199-207.
- Robinson, M., A. Kleffner, and S. Bertels(2008), "The Value of a Reputation for Corporate Social Responsibility: Empirical Evidence," *Working Paper*, University of Michigan.
- Rozeff, M.(1982), "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios," *Journal of Financial Research*, 5(3), 249-259.
- Schwartz, R.(1968), "Corporate Philanthropic Contributions," *Journal of Finance*, 23(3), 1201-1225.
- Starks, L.(2009), "Corporate Governance and Corporate Social Responsibility: What Do Investors Care about? What Should Investors Care about?," *Financial Review*, 44(4), 461-468.
- Waddock, S. and S. Graves(1997), "The Corporate Social Performance-Financial performance Link," *Strategic Management Journal*, 18 (4), 303-319.

부록 <표 1> 한국기업지배구조원의 사회적 책임 지수

항목	문항	비중	평가문항
근로자	27	47%	<ul style="list-style-type: none"> - 근로자 복지혜택 수준 - 노사협의회 운영실적 - 근로자의 안전보건 정책 수립 유무 - 평균 사업재해율 공시여부 - 근로자 교육훈련 방침 및 퇴직자 지원제도 유무 - 강제노동 금지, 아동노동 금지, 차별금지 정책 유무 - 여성근로자 고용비율, 장애인 고용비율
협력사 및 경쟁사	17	21%	<ul style="list-style-type: none"> - 협력사에 대한 공정거래 방침 수립 유무 - 경쟁사에 대한 공정거래 활성화 정책 수립 유무 - 협력사와의 거래에서 발생 가능한 부패방지 내부원칙 수립 유무 - 부패방지 전담조직 유무 - 협력사 선정시 협력사 인권이나 윤리경영 수준 평가
소비자	14	22%	<ul style="list-style-type: none"> - 소비자에 대한 공정거래 원칙 수립 유무 - 불공정계약 관행(약관)으로 인한 제재 여부 - 제품 및 서비스 안정성에 대한 국내외 인증 취득 - 소비자 개인정보 관리 정책 수립 유무 - 소비자 만족도 제고 정책 수립 유무
지역사회	8	10%	<ul style="list-style-type: none"> - 지역사회 발전을 위한 정책 수립 유무 - 지역사회 지원 프로그램(보건, 교육 등) 운영 - 지역 공급자 우선 배려 정책 수립 유무

주: 이 표는 한국기업지배구조원의 사회적 책임 지수의 세부항목별 평가문항 수, 해당 점수가 전체에서 차지하는 비중, 평가문항을 나타낸다.

Corporate Social Responsibility and Dividend Policy

Ji Hye Lee* · Hee Sub Byun**

Abstract

This paper examines the effect of corporate social responsibility (CSR) activities of firms on their dividend policy. Managers of the firm should find the best combination of investment and dividend payout to maximize the firm value. Under financial constraint, decisions on investment and on dividend payout are closely related, as firms who invest a lot could not pay enough dividends and firms who increase dividends could miss the opportunity of investing on the profitable project. Thus, managers should consider both of the future growth of the firm and the profit sharing with shareholders by paying dividend.

We focus on the dividend payout out of various financial decisions as it is directly related to the shareholder wealth. While the requirements of CSR have been strengthened in the market, there is no scholarly agreement yet about the effect of CSR on the financial decision-makings. Therefore, the relation between the CSR and dividend payout would provide evidence of how CSR that accompanies large amount of cash outflow is related to the shareholder wealth.

There are competing hypotheses of the relation between the CSR and dividends. Under financial constraint, if firms could decrease the uncertainty of future cash flow by investing on CSR, they would have less need to pay dividends to signal their firm value. If shareholders acknowledge the benefits from the CSR, such as reducing risks and enhancing the business sustainability and reputation of the firm, they would prefer investing on CSR to getting dividends. In this case, there would be substitute relation between the CSR and dividends. However, there could be an opposite case. Managers who want to signal the intrinsic firm value to the market by CSR would also want to pay dividends to maximize the signaling effect under information asymmetry. As it takes long time to get visible results from investing on the CSR, CSR could be

* Ph.D Candidate in Finance, Korea University Business School(leejihye@korea.ac.kr), First author.

** Research Fellow, Korea Deposit Insurance Corporation(heesbyun@kdic.or.kr), Corresponding author.

improperly used as an overinvestment of managers (Barnea and Robin, 2010). Thus, shareholders would prefer dividends to lower the possible agency problem, and managers have incentive to pay dividends as a bonding mechanism (La Porta et al., 2000). Therefore, there would be complement relation between the CSR and dividends. This paper empirically investigates which hypothesis is supported.

The results of this paper are as follows: CSR of the firm has significant and positive effect on the dividend payout. This implies complement relation between the two. Managers invest on the CSR and pay dividends at the same time to maximize signaling effect and convey positive information to the market, and to signal that the agency problem that may caused by CSR is prevented. Using environment management (EM) activities as a dependent variable, we get consistent results. We separate the sample based on the level of corporate governance, and find that the positive relation between the CSR and dividends is strongly observed in firms with weak corporate governance. It suggests that those firms need to pay more dividend as a bonding mechanism than those with strong corporate governance. When we separate the sample based on the profitability (average ROA for the past three years), the positive relation between the CSR and dividends is observed only in profitable firms. Firms with high profits are able to invest on the CSR and pay dividends at the same time.

Key words: Corporate social responsibility, Dividend policy, Corporate governance, Profitability