

국내기업의 CSR활동은 투자인가 비용인가?*

류두원(주저자)

성균관대학교 경제학과 초빙교수
(lyucreon@skku.edu)

류두진(교신저자)

성균관대학교 경제학과 교수
(sharpjin@skku.edu)

황준호(공저자)

고려대학교 경영대학 교수
(joonhwang@korea.ac.kr)

기업의 사회적 책임(CSR)에 대한 이론 및 실증연구가, CSR가치상승이론과 CSR비용이론으로 대립하여 제시 및 설명되고 있는 가운데, 본 연구는 대리인이론을 바탕으로 제품시장경쟁과 R&D 투자가 CSR에 미치는 영향을 분석하여 국내기업의 CSR활동의 성격에 대하여 명확히 밝히고자 한다. 2009년 1월부터 2015년 12월까지의 한국거래소에 상장된 KOSPI 기업을 대상으로 실증분석을 실시한 결과, 제품시장경쟁은 CSR활동에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나 가치상승이론을 지지하는 결과를, R&D 투자는 CSR에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나 비용이론을 지지하는 결과를 보였다. 또한, 대리인문제의 대용변수로 사용되는 장부부채비율과 잉여현금흐름변수가 CSR에 미치는 영향에 대해서는 비용이론을 지지하는 결과가 나타났다. 이러한 실증분석 결과는 국내기업의 CSR활동의 성격은 가치상승과 비용의 측면을 모두 가지고 있으나, 가치상승보다는 비용 측면의 성격이 상대적으로 크게 작용하고 있음을 암시한다.

주제어: 기업의 사회적 책임, 대리인문제, 제품시장경쟁, R&D 투자

1. 서론

최근, 경영학분야 전체에서 기업의 사회적 책임(corporate social responsibility; 이하, CSR)은 중요한 연구주제로 다루어지고 있다. 한국은 정부 주도로 대기업 중심의 고속성장을 이룬 과정에서, 기업의 윤리 및 사회적 책임과 역할에 대한 인식이 미비하였다. 최근 4차 산업혁명의 시대를 맞이하여, 새로운 경제성장 및 지속가능한 발전을 추구하고 선진 경제활동의 조성하기 위하여 기업의 CSR활동은 더욱 중요하게 여겨지고 있다. 때문에 경영관리 및 경영전략, 그리고 마케팅 분야에서의 CSR의 의미

와 역할 등에 관하여 다양한 측면에서의 연구(이수정, 윤정구, 2011; 문철우, 2012)가 이루어지고 있으며 재무금융 분야에서 또한 기업특성이 CSR에 미치는 영향, 그리고 CSR이 기업에 미치는 영향 등의 주제로 국내시장을 대상으로 실증연구들이 제시되고 있다(이지혜, 변희섭, 2014, 2016). 이와 더불어 국내의 경영환경 그리고 기업특성들과 관련된 CSR의 의의와 정확한 성격에 대한 연구는 흥미로운 연구 주제로 남아있다고 할 수 있다.

현재 재무금융 분야에서는 기업의 CSR활동의 성격에 대하여 상반된 주장이 제시되고 있다. 대표적으로 Deng, Kang, and Low(2013)과 Krüger(2015)의 연구에서 제시한, CSR이 기업가치에 공

정적인 영향을 미친다는 CSR가치상승이론과 CSR 활동을 대리인문제의 발현으로 보는 CSR비용이론이 그것이다. 이처럼 CSR의 성격에 대하여 이론 및 실증연구들의 결과가 서로 다르게 보고되고 있는 가운데, 국내기업들의 CSR이 가지는 의미에 대하여 명확하게 파악하는 것은 중요한 연구주제이다. 따라서 본 연구는 한국기업들의 CSR활동의 성격에 대하여 대리인비용의 측면에서 제품시장경쟁과 연구개발(research and development; 이하, R&D)이 CSR에 미치는 영향을 분석하여 고찰해 보고자 한다. 제시된 이론과 선행연구를 바탕으로 CSR에 영향을 줄 것으로 예상되는 다양한 기업특성 변수들을 고려하고, CSR가치상승이론과 CSR비용이론에 따라 제품시장경쟁과 R&D, 그리고 대리인문제의 대응변수로 사용되는 레버리지(leverage)와 잉여현금흐름(free cash flow)이 CSR에 어떠한 영향을 미칠 것인지에 대한 방향성을 바탕으로 가설을 설정하였다.

2009년 1월부터 2015년 12월까지 유가증권시장(KOSPI)에 상장되어있는 430개의 제조업종 기업을 대상으로 기업규모, 부채비율, 기업연수 등을 통제변수로 사용하고, 제품시장경쟁과 R&D를 주요변수로 설정하여 회귀분석과 Fama-MacBeth 방식의 횡단면 회귀분석을 사용하여 실증분석을 실시한 결과, 제품시장경쟁은 CSR가치상승이론을, R&D 투자와 레버리지 그리고 잉여현금흐름은 CSR비용이론을 지지하는 결과를 관찰할 수 있었다. 결론적으로 국내기업의 CSR은 가치상승과 비용, 두 가지 측면의 성격을 모두 가지고 있으나, 국내기업의 CSR 활동은 대리인문제의 발생으로 여겨질 가능성이 더 높기 때문에 가치상승 보다는 비용 측면이 더 강하다는 증거를 제시하였다.

본 연구는 다음과 같은 의의를 갖는다. 첫째, CSR

의 성격에 대하여 Deng et al.(2013)과 Kruger (2015)의 연구 등에서 각기 상반된 이론과 실증분석결과들을 제시하고 있는 가운데 대리인이론을 바탕으로 제품시장경쟁과 R&D를 이용하여 국내기업의 CSR이 갖는 의미를 명확하게 분석한 독창적인 연구이다. 둘째, CSR이 국내기업에 중요한 의미를 갖는 지금, 기업의 CSR활동이 가치상승보다는 경영자의 사적이익을 추구하는 비용측면의 성격을 더 강하게 갖고 있다는 것을 밝혀냈다. 셋째, CSR과 대리인문제 간의 관계를 심층적으로 조사하였고, 그 실증분석 결과는 관련 연구들의 초석이 될 것이다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제 II장에서는 CSR의 특성과 기업의 CSR활동이 기업가치에 미치는 영향에 관한 이론 및 실증연구들에 대하여 살펴본다. 또한 이러한 이론적 배경을 바탕으로 가설을 설정한다. 제 III장에서는 연구방법, 표본선정방법, 변수설정, 연구모형 그리고 기초통계량을 제시한다. 제 IV장에서는 회귀분석을 이용한 실증분석, Fama-Macbeth 횡단면 회귀분석, 로짓(logit) 회귀분석을 비롯한 다양한 강건성(robustness) 분석결과를 제시하고 해석한다. 제 V장에서는 분석결과를 토대로 하여 결론을 도출하고 연구의 한계점 및 확장가능성을 제시한다.

II. 이론적 배경 및 가설설정

2.1 CSR의 성격

본 절에서는 선행연구들에서 제시한 CSR의 성격에 대하여 살펴보고 그 성격에 대하여 명확히 하자 한다. 기업의 CSR은 주로 기업윤리(business

ethics)의 관점에서 다루어져왔다. Garriga and Melé(2004)은 CSR과 관련된 연구들을 아래와 같이 분류하여 정리한다. 첫째 그룹은 기업의 가치를 상승시킬 수 있는 경우에만 사회적 활동을 한다는 도구 이론(instrumental theories), 두 번째 그룹은 기업의 사회적 영향력을 강조하고, 특히 정치적 영역에서의 기업과 지역사회와의 관계와 책임에 대한 연구들로 기업이 사회적 책무(social duties)와 권리를 가지고 사회적 협력에 참여해야 한다는 정치적 이론(political theories)이다. 세 번째, 통합적 이론(integrative theories)은 기업을 사회적인 요구에 따른 집합체로 보아야 한다는 관점이다. 마지막 네 번째 그룹은, 기업과 사회의 관계 그 자체에 윤리적인 가치가 포함되어있기 때문에, 기업이 사회적 책임과 도덕적 의무(ethical obligation)를 가져야 한다는 주장들로 윤리적 이론(ethical theories)라고 칭하였다.

재무금융 분야에서 CSR의 성격은 이러한 분류법 중에서 도구이론의 관점에서 주로 연구가 진행되고 있다고 할 수 있다. 도구이론 이외의 관점은, 기업의 목적이 기업가치의 극대화(firm value maximization)인 것과 관련하여¹⁾ CSR활동의 성격이 기업의 목적에 부합하지 않기 때문에 이해가 상충할 수 있다고 설명한다. 이와 관련하여 Friedman(1970)의 지역사회에 투자하는 것이 회사에 장기적인 이익이 될 것이라는 주장과 Jensen(1986, 2010)이 언급한 확장된 가치극대화(enlightened value maximization)이론이나 확장된 이해관계자 이론(enlightened stakeholder theory)이 기업의 목적과 CSR활동 간의 이해상충을 일부 설명한다.

재무 및 금융분야에서 CSR의 성격을 크게 두 가지 측면에서 다루고 있다. 먼저, Krüger(2015)의 연구에 따르면 첫째, 기업의 CSR활동은 기업 내부에서의 대리인문제(agency problem)가 발생하고 있다는 징후라는 주장이다(Bénabou and Tirole, 2010; Cheng, Hong, and Shue, 2013; Tirole, 2001). 이것은 기업의 경영자가 주주의 부(wealth)를 소비하여 지역사회, 정치세력, 비정부기구, 노동조합 등과 같은 주요 이해관계자들에게서 좋은 명성을 얻기 위한 수단으로써 CSR활동을 함으로써 경영자 개인의 이익을 추구한다는 것이다. 결과적으로, 이러한 대리인비용(agency cost) 측면에서 CSR은 주주의 부에 부정적인 영향을 미친다. 이와는 반대로, CSR이 가치상승을 이끈다는 주장(value-enhancing view of CSR)이 있다. 이러한 주장에 따르면 CSR 활동이 양(+의 순현재가치(net present value: NPV)를 갖기 때문에, 기업가치에 긍정적인 영향을 주어 CSR활동은 결과적으로 주주의 부를 증가시킨다는 것이다(Derwell Guenster, Bauer, and Koedijk, 2005; Dimson, Karakas, and Li, 2015; Dowell, Hart, and Yeung, 2000; Edmans, 2011; Flammer, 2013; Servaes and Tamayo, 2013). 만약 CSR활동이 단순히 양의 순현재가치(positive NPV)를 갖는 투자안과 동일한 역할을 한다면, CSR 관련 연구는 새로운 연구주제가 아니라 단순히 기업의 투자활동의 일환이라고 할 수 있으나 CSR의 특성이 단순한 투자안과는 차이가 있기 때문에 투자와는 다른 관점으로 다루어져야 할 필요성이 있다. 이러한 두 가지 상반된 이론을 바탕으로 Krüger(2015)는 부정적인 CSR 사건의 경우

1) 본 연구에서 논의의 단순화를 위하여, 기업의 목적은 기업가치의 극대화에 있으며, 이는 곧 주주의 부(shareholder wealth)의 극대화 같은 뜻으로 생각한다. 때문에 만약, CSR활동이 주주의 부의 감소를 통하여 경영자와 같은 다른 이해관계자의 이익을 증가시키는 경우 이는 기업의 목적에 부합하지 않는다고 해석한다.

강한 부정적인 주가반응을, 긍정적인 CSR사건 또한 부정적인 주가반응이 관찰되어 주주의 부를 저하시키는 결과가 나타났기 때문에 상쇄목적 CSR (offsetting CSR)이 지지된다고(Kotchen and Moon, 2012) 밝혔다. 즉, 투자자 입장에서 CSR 활동을 기업내부에서 대리인문제가 발생하고 있다는 신호로 인식한다는 주장이다.²⁾

이와 유사하게 Deng et al.(2013) 또한 CSR이 주주의 부에 미치는 영향에 대하여 두 가지 상반된 견해에 대하여 제시하였다. 먼저, 이해관계자 가치 극대화(stakeholder value maximization) 관점은 CSR활동은 다른 이해관계자의 이익에 초점을 맞추어 따라 그들이 기꺼이 기업의 사업에 대하여 지지하게 됨에 따라 주주의 부에 긍정적인 역할을 하게 된다는 시각이다. 이러한 관점은 Coase(1937)에 의하여 발전되었으며, Alchian and Demsetz (1972), Cornell and Shapiro(1987), Hill and Jones(1992), 그리고 Jensen and Meckling(1976) 등의 연구에서 확장된 기업의 계약이론(contract theory)과 맥락을 같이하며, 특히 Jensen and Meckling(1976)이 주장한 기업이 주주와 다른 이해관계자들의 계약들로 이루어진 집합체라는 주장과 밀접한 관련이 있다. 즉, 기업이 단기간에 주주의 부를 극대화시키는 근시안적인 목적을 갖는 것이 아니라 CSR과 같은 사회공헌활동을 통해 이해관계자의 부를 증가시키는 것이 궁극적으로 기업의 생존과 주주의 부를 증가시키는데 도움이 된다는 것이다. 이와는 반대되는 견해로 주주비용관점(shareholder

expense view)은 경영자가 주주의 부를 사용함으로써 다른 이해관계자들을 돕는 사회적 책임을 다하는 행동을 한다는 것으로(Cronqvist, Heyman, Nilsson, Svaleryd, and Vlachios, 2009; Freidman, 1970; Pagano and Volpin, 2005; Surroca and Tribo, 2008; Vance, 1975), 기업의 CSR활동을 경영자 기업의 목적인 주주의 부의 극대화를 등한시하고 다른 목적이나 사적이익을 추구하기 위한 수단과 같이 사용된다는 관점이다.

사실 상, Krüger(2015)와 Deng et al. (2013)이 제시한 각각의 두 상반된 가설들의 견해는 공통점을 갖는다. CSR이 가치상승을 이끈다는 주장은 이해관계자 가치 극대화관점과 유사하며, CSR이 기업 내부에서의 대리인문제가 발생하고 있다는 징후라는 의견은 주주비용의 관점과 유사하다. 그러나 두 연구의 실증분석결과는 다르게 제시되고 있다. Krüger(2015)는 긍정적인 CSR활동이 주주의 부를 감소시키는 역할을 하며 이는 투자자들이 긍정적인 CSR활동을 대리인문제가 발생하고 있는 것으로 인식된다는 실증분석 결과를 제시하였으며, Deng et al.(2013)은 이와는 반대로 CSR활동이 이해관계자 가치 극대화관점을 지지하는 실증분석 결과를 제시하였다.

위에서 살펴본 두 부류의 상반된 이론들은 결국 기업의 CSR활동의 성격이 경영자의 대리인문제의 일종으로 주주의 부에 해가 되는 것인지 아니면, 기업과 주주의 부에 이익이 되는 행위인지에 따라 다르게 제시된 것이다. 즉, CSR가치상승이론은 양(+)

2) Krüger(2015)의 연구에서는 Kinder, Lydenberg, and Domini (KLD) Research and Analytics의 CSR 관련 자료를 이용하였으며 KLD 자료의 세부항목을 이용한 분석, 그리고 긍정적, 부정적 CSR을 하위표본으로 구성하여 분석을 진행하였다. 그 결과로 다양한 함의를 제공하였으며, CSR활동이 기업의 부정적인 활동 또는 사건 등에 대한 상쇄를 목적으로 이루어진다고 하는 상쇄목적 관련 분석 및 주장 또한 제시하고 있다. 본문에서 제시한 Krüger(2015)의 연구결과는 일부이며, 선행연구의 결과나 주장을 곡해하는 것이 아님을 밝힌다.

의 NPV를 갖는 투자안과 같은 역할을 한다거나, 종업원의 만족도를 증가시켜 기업의 생산성을 증가시키는 역할, 소비자의 기업에 대한 긍정적인 평가 또는 지역사회에 도움이 되는 일을 함으로써 결과적으로 매출액을 증가시키는 역할, 긍정적인 사회적 평가를 증가시켜 기업의 사회적 활동에 관심이 많은 투자자들의 흥미를 불러일으키는 등의 CSR활동이 이해관계자의 부 또는 이익을 증가시킴으로써 결과적으로 주주의 부 또는 기업가치를 증가시키는 역할을 하는 것을 의미한다.

반면 CSR비용이론은 CSR활동을 대리인문제의 발현으로 보는 것으로, 경영자가 기업가치의 극대화를 꾀하지 않고 회사의 자원을 이용하여 사회공헌과 관련된 활동을 함으로써 자신의 명성을 증가시키는 것을 더 중요하게 여기거나, 의사결정 능력을 가진 대주주가 소액주주의 부를 이전시키기 위한 수단으로 사용하여 결과적으로 전체적인 기업가치를 감소시키는 역할을 한다는 것을 말한다. 두 이론이 서로 반대되는 입장이라는 것은, 어느 한쪽만이 옳은 것이라기보다는 CSR은 두 측면의 성격 모두를 가질 수 있다고 할 수 있다. 이러한 맥락에서 본 연구는 한국기업들의 CSR활동이 기업에 미치는 영향이 가치상승 측면과 비용의 측면 중 어느 성격이 더 강하게 나타나는지를 대리인이론을 바탕으로 세운 가설을 실증분석을 통하여 검증하고자 한다. 이후, 설명 및 이해의 편의를 위해 CSR의 성격에 관한 두 상반되는 측면의 이론들을 각각 CSR가치상승이론과 CSR비용이론으로 서술하기로 한다.

2.2 시장경쟁, R&D, 기업의 CSR과 대리인문제

본 절에서는 대리인이론을 바탕으로 CSR가치상승이론과 CSR비용이론 중 어떠한 측면의 성격이

더 강하게 나타날 것인지에 대한 가설을 설정하기 위하여 제품시장경쟁 그리고 R&D와 같은 다른 요인들에 대하여 살펴보도록 한다. 먼저, 이전 절에서 제시한 연구들은 경쟁자에 대한 고려가 없이 이론적인 주장을 제시하고 분석한 결과이므로, 제품시장경쟁을 도입한다면 좀 더 명확한 설명이 가능할 것으로 보인다. 그렇다면 시장경쟁과 관련하여 기업차원에서 CSR은 어떻게 적용이 가능할까? 이와 관련된 이슈나 방향은 사실 이전 절의 연구들과 유사한 측면이 있다. 먼저, 제품시장경쟁이 대리인문제에 미치는 영향에 관한 연구들을 살펴보자. Hart(1983)의 모형에서는 제품시장에서의 경쟁이 경영상의 헤이(managerial slack)를 분명하게 줄일 수 있다고 주장하였으나, Scharfstein(1988)은 경영자의 선호(preference)에 대한 가정을 달리하면 다른 결과가 도출됨을 수학적으로 증명하였다. Schmidt(1997)는 크게 두 측면에서 시장경쟁이 경영자보상에 영향을 줄 수 있다고 주장하였다. 먼저, 청산위협가설(threat of liquidation)은 경쟁이 심해질 경우 자연스럽고 증가하는 청산에 대한 위협을 피하기 위하여 경영자가 자신의 노력을 더 사용하는 것을 의미하며, 경영자가 노력하는 정도는 청산으로 인한 경영자 자신의 손해가 커질수록 증가한다. 반대로, 경쟁정도 증가로 인한 이익의 감소는 비용의 가치를 감소(value of a cost reduction)시키고, 경영자의 높은 수준의 노력을 유도함에 따른 이익을 감소시키게 되어 시장경쟁의 증가가 경영자의 노력(managerial effort)을 감소시키게 된다. 이러한 이론들을 토대로 하여 시장경쟁이 경영상의 헤이를 줄이는 역할을 하고 있다는 실증연구가 보고되어왔다(Baggs and Bettignies, 2007; Griffiths, 2001; Jagannathan and Srinivasan, 1999; Nickell, 1996). 또한, Shleifer(1985)가 주장한 척도경쟁

가설(yardstick competition hypothesis)에 따르면 기존 기업과 비슷한 경쟁기업이 있는 경우, 경쟁사의 성과를 기준으로 삼아 외부에서 손쉽게 어떤 경영자가 기업가치를 훼손하는지를 알 수 있도록 한다. 즉, 높은 수준의 제품시장경쟁은 정보비대칭을 줄이고, 감시비용을 줄여서 대리인문제가 발생하는 것을 낮출 수 있다.

이상에서 제시한 선행연구와 이론들은 고전적인 소유자-경영자(owner-manager) 간의 대리인문제의 입장에서의 이론적인 설명이기 때문에 실질적인 한국경제 상황을 이러한 관점에서 적용하는 것이 올바른가 하는 의문이 생길 수 있다. 한국의 재벌, 대기업 중심의 경제발전은 시장경쟁이 제 역할을 하지 못한다는 의견 또한 있으며, 실제 재무금융 분야에서 제품시장경쟁 또는 산업집중도를 다룬 연구들에 의하면 미국시장과 한국시장의 실증분석 결과는 사뭇 다르다고 할 수 있다. Hou and Robinson(2006)은 창조적 파괴가설(creative destruction theory for stock returns)과 진입장벽가설(barriers to entry)을 기반으로 산업집중도가 높을수록 주식수익률이 낮다는 예상을 하였으며, 이를 지지하는 실증분석결과를 관찰할 수 있다고 주장하였다. 그러나 국내시장을 대상으로 한 제품시장경쟁연구는 이와는 다르게 시장경쟁이 낮은 산업에 속한 기업들이 더 높은 수익률을 갖는다는 실증분석결과를 제시하였다(류두원, 류두진, 2012; 류두원, 류두진, 백재승, 2014; 류두원, 류두진, 황준호, 2015). 이들 연구에서는 한국경쟁시장의 특수성의 영향 또는 시장경쟁이 낮을수록 손쉽게 이득을 얻을 수 있기 때문에 이러한 결과를 관찰할 수 있다고 주장하였다. 이러한 주장은 시장경쟁이 낮은 산업에 속한 기업들은 높은 수준의 잉여현금흐름을 가지고 있어, 대리인문제가 쉽게 발생할 수 있다는 주장과도 일치한다고

할 수 있다.

그러므로 국내의 선행연구들을 토대로 하여 제품시장경쟁과 CSR의 관계에 대하여 다음과 같이 예상할 수 있다. 먼저, 제품시장경쟁이 심해질수록 CSR활동이 증가하는 경우, 경영자가 파산에 대한 부담에도 불구하고 CSR활동을 늘린다는 것을 의미하기 때문에 결국 CSR활동이 기업가치에 긍정적인 영향을 주는 활동임을 의미한다. 또한 경쟁이 심한 경우 주주, 채권자등의 경영자에 대한 감시가 용이하기 때문에 경영자의 사적이익을 추구하기 어려워지며, 기업의 활동에 대해 쉽게 파악할 수 있음에도 CSR활동을 많이 하는 것에 대하여 문제를 삼지 않는다는 것을 의미한다. 즉, 제품시장경쟁이 CSR에 양(+의 영향을 미친다는 것은 CSR가치상승이론을 지지하는 결과이다. 반면, 제품시장경쟁이 심해질수록 CSR활동을 줄이는 경우, 경영자가 사적이익을 추구하기 어려워지며, 경영자의 대리인문제가 발생하는 것을 외부에서 쉽게 파악이 가능하여 교체될 위험이 커지기 때문에 제품시장경쟁이 CSR에 음(-)의 영향을 미친다는 것은 CSR비용이론을 지지하는 결과가 된다.

한편, Jensen and Meckling(1976)이 제시한 대리인문제이론을 바탕으로 기업의 R&D 투자정도는 CSR에 영향을 줄 가능성이 있다. 먼저, 소유자-경영자 간의 대리인문제 발생 측면에서 R&D는 장기간에 걸쳐 많은 투자를 필요로 하고, 수익이나 성과를 거두는데 많은 시간을 필요로 하고 하며, 높은 위험을 가지는 등의 특성 때문에(Chrisman and Patel, 2012; Holmstrom, 1989; Lee and O'Neill, 2003; Lin, Liu and Sun, 2017) 소유자-경영자 간의 정보비대칭(information asymmetry)정도가 심하다. 이러한 이유로 R&D 투자가 높은 기업의 경영자들은 손쉽게 사적이익을 추구할 수 있어 대리인문제로 인하여 주주의 부에 손해를 입힐

가능성이 높다.³⁾ 또한, Zeckhauser and Pound (1990)에 따르면 높은 수준의 R&D 활동은 주주의 감시(monitoring)를 어렵게 만들기 때문에 R&D 강도가 높은 기업들은 더 심각한 대리인문제를 겪게 되며(Hall, 1992; Hall and Lerner, 2010; Himmelberg and Petersen 1994; Li, 2011), Gompers(1995)에 따르면 높은 R&D 투자 강도(intensity)는 재량적(discretionary) 투자비용과 관련하여 빈번한 감시비용을 발생시키게 되고 이것은 곧 대리인비용이 된다. 즉, 높은 수준의 R&D 투자는 대리인비용을 증가시킨다는 것을 의미한다.⁴⁾

R&D 강도는 일종의 장기적인 성장을 위한 투자로 여겨진다는 점에서(Li, 2011), 기업의 높은 R&D 투자활동은 많은 자금이 필요하기 때문에 CSR활동이 만일 R&D 투자와 같은 장기적인 투자와 유사한 역할을 한다면, R&D 투자를 많이 하는 기업은 CSR이 양(+의 NPV를 갖는 투자안과 같은 성격을 가짐에도 불구하고 자금이 부족하여 CSR을 하지 못할 가능성이 있고, 또한 R&D를 통하여 이미 다른 투자안을 진행중이기 때문에 굳이 CSR에 투자할 강한 유인을 갖지 못한다. 때문에 높은 R&D 투자를 하는 기업의 CSR 수준이 낮은 경우에는 CSR가치상승이론이 지지된다. 반면, CSR이 비용적인 측면을 가지고 있다고 한다면 높은 수준의

R&D 투자를 하는 기업은 경영자가 주주의 감시로부터 비교적 자유롭게 사적이익을 추구할 수 있기 때문에 CSR활동을 증가시킬 것이다. 그러므로 높은 R&D 강도를 갖는 기업의 CSR 수준이 높은 경우에는 CSR비용이론이 지지된다. 정리하면, R&D 투자가 CSR에 양(+의 영향을 미친다면 CSR비용이론을 지지하는 결과이며, 음(-)의 영향을 미친다면 CSR가치상승이론을 지지하는 결과이다.

제품시장경쟁과 R&D 이외에 Jensen(1986)과 Krüger(2015)를 비롯한 여러 연구⁵⁾에서 유동성(liquidity)과 장부부채비율(book leverage)을 대리인 문제의 대용변수로 제시하고 사용한 것을 고려하여, 본 연구에서도 이 유동성과 장부부채비율 변수를 분석에 이용한다. 대리인문제 관점에서 높은 부채비율은 경영자에게 파산위험을 높여 양(+의 NPV를 갖는 투자안임에도 불구하고 투자하지 않는 과소투자문제가 생길 수 있는 반면에 과대투자문제(over-investment problem)를 줄일 수 있다. 이와는 다르게 잉여현금흐름이 높은 경우에는 투자할 수 있는 여유자본이 많으므로 과소투자문제는 줄일 수 있는 반면, 경영자가 사적이익을 추구함으로써 과대투자문제가 발생할 수 있다. CSR과 관련하여 선행연구에서 제시된 대리인문제는 과대투자문제와 관련이 있으므로 레버리지가 높은 경우 CSR이 낮

3) 그러나 동시에 R&D가 가지는 이러한 특성 때문에 경영자들은 R&D에 과소투자(under-investment)를 하는 문제가 발생하게 된다. 즉, 낮은 수준의 R&D 투자는 대리인 문제의 발생으로 인한 결과이며 기업지배구조(corporate governance)나, 집중된 소유구조 등으로 대리인문제를 해결한다면, 기업은 적절한 또는 높은 수준의 R&D 투자를 실행가능하게 된다(Chen and Huang, 2006; Chrisman and Patel, 2012; Lee and O'Neill, 2003; Tsao and Chen, 2012)는 연구결과 또한 존재한다.

4) Lin, Liu, and Sun(2017)의 연구에서는 대리인문제와 R&D 투자의 관계에 대해서 앞에서 제시한 소유자-경영자(owner-manager) 간의 대리인 문제를 첫 번째 유형(Type I)으로 제시하고, 대주주-소액주주 (large versus minority shareholders) 간의 대리인 문제를 두 번째 유형(Type II)으로 제시하면서 두 번째 유형의 대리인문제로 인하여도 R&D에 영향을 줄 수 있다고 제시하였다. 다양한 선행연구들을 제시하고 있으나, 경영상의 결정을 내릴 수 있는 대주주가 높은 수준의 R&D를 통하여 사적이익을 추구하면서 소액주주의 부가 이전되는, 소위 부의 이전효과(tunneling)가 발생하면서, 결국 대리인문제가 증가한다는 논리는 유사하다.

5) 재무금융 분야의 많은 연구에서 장부레버리지와 유동성은 대리인문제의 대용변수로 빈번하게 사용하고 있으나, 초석이 되는 연구인 Jensen(1986)과 최근의 CSR과 관련하여 해당변수를 대리인문제의 대용변수로 이용한 대표적인 연구인 Krüger(2015)의 연구만을 언급한다.

아지는 결과가 보인다면, 그것은 CSR비용이론을 지지하는 결과이며, 잉여현금흐름이 많은 경우에 활발한 CSR을 보이는 결과가 관찰된다면 CSR비용이론을 지지하는 결과라고 할 수 있다.⁶⁾ 또한, 제품시장경쟁과 관련하여 시장경쟁이 낮은 경우 손쉽게 이익을 얻을 수 있기 때문에 잉여현금흐름이 증가하여 대리인문제가 발생할 가능성을 높인다는 이론 설명과 관련하여 이러한 측면의 영향을 통제한다는 의미도 있다.⁷⁾ 이렇게 설정한 제품시장경쟁, R&D, 잉여현금흐름, 레버리지와 관련된 CSR 가설을 다음 <표 1>과 같이 정리하여 제시한다.

III. 연구방법

3.1 변수의 설정

먼저, 종속변수로 사용되는 CSR 지표는 경제정의 실천시민연합(Citizens' Coalition for Economic Justice; 이하, 경실련)에서 제공하는 기업의 사회적 책임(CSR)에 대한 평가지표인 경제정의지수(KEJI Index)를 사용한다. 해당 점수는 건정성, 공정성, 사회공헌도, 소비자보호, 환경경영, 직원만

<표 1> 가설설정

본 표는 제품시장경쟁, R&D 투자, 레버리지와 잉여현금흐름이 CSR에 미치는 영향에 따라서 각각 지지되는 이론에 대해서 정리한 표이다.

요인명	CSR에 미치는 영향 (예상)	지지 이론
제품시장경쟁	(+)	CSR가치상승
제품시장경쟁	(-)	CSR비용
R&D 투자	(-)	CSR가치상승
R&D 투자	(+)	CSR비용
부채비율(레버리지)	(-)	CSR비용
잉여현금흐름	(+)	CSR비용

6) 이와 관련하여 접대비항목과 CSR간에 피어슨 상관관계 분석을 실시한 결과 매우 유의한 양(+)의 결과가 관찰되었다. 결과는 아래표로 제시하며, 괄호 안은 유의수준을 의미한다.

	CSR-I	CSR-E	CSR-D	접대비
CSR-I	1	0.999 (<.0001)	0.999 (<.0001)	0.069 (0.0009)
CSR-E		1	0.997 (<.0001)	0.069 (0.0009)
CSR-D			1	0.066 (0.0018)
접대비				1

7) 한편 잉여현금흐름은 CSR과 관련하여 여유자원가설(slack resources theory) 측면에서, Waddock and Graves (1997)의 연구에 의하면 뛰어난 재무성과는 CSR 투자를 자유롭게 만들고 동시에 재무성과는 사회적성과에 따라 변한다고 주장하였다. 즉, 잉여현금흐름은 일종의 충분한 여유자원을 의미하고 이러한 경우 CSR 투자를 더 많이 한다는 의미이다. 그러나 여유자원을 이용한 CSR 활동이 투자의 일환으로 가치상승을 불러일으킬 수 있는 CSR을 하는 것인지, 아니면 경영자가 사적이익을 추구하는 측면의 성격을 가지는 것인지에 대한 방향성은 제시하기 어렵다.

족⁸⁾ 항목으로 총 100점으로 평가하고 있으며, 본 연구는 18회에서 24회 차에 해당하는 2009년, 2010년, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015년의 7년간의 상위 200개의 기업(단, 2013년에 해당하는 22회 차는 100개 기업에 대한 지수만을 공개하고 있기 때문에 100개 기업)에 대한 점수를 사용한다. 이렇게 연구기간을 설정한 이유는 2008년 금융위기 이후 기간이기도 하고, 경제정의연구소에서 2008년도의 경제정의지수를 제공하지 않고, 더불어 CSR에 대한 관심이 대두된 것이 비교적 최근임을 고려하면 2008년 이후의 기간에 해당하는 표본을 대상으로 연구기간을 한정하여 진행하는 것이 타당하다. 경제정의지수를 CSR을 측정하는 대용변수로 사용하게 되는데 먼저, 경제정의지수가 공개된 기업은 원점수 그대로 사용하고 (단, 2011년 이전 점수는 75점 만점이므로, 100점 만점으로 환산하여 사용), 나머지 공개하지 않는 표본기업에 0의 값을 주어서 분석에 사용하는 방법으로 구성된 변수(CSR-I)로 구성하여 사용한다. 실제 분석에서는 이외에도 다른 방법들을 사용하게 되는데, 그 당위성과 자세한 방법에 대해서는 추후 나오는 내용들과 관련되어 있기 때문에 해당 부분에서 설명하도록 한다.

독립변수로 먼저 제품시장경쟁을 측정하기 위한 대용변수로 허핀달-허쉬만 지수(Herfindahl-Hirschman Index; 이하, HHI)를 사용한다. 해당 지수를 계산하기 위한 시장(산업)구분은 한국거래소 업종구분으로 하고 기업들의 시장점유율 계산은 총

매출액을 기준으로 하여 각 산업별 시장경쟁정도의 대용변수로 다음과 같은 식 (1)을 이용하여 계산하였다.

$$HHI_{jt} = \sum_{i=1}^N s_{ijt}^2 \quad \text{식 (1)}$$

위 식에서 s_{ijt} 는 t 년도 산업(시장) j 에 속한 기업 i 의 시장점유율(%)을 나타내고 N 은 산업 내 기업들의 수를 나타낸다.⁹⁾ 거래소 업종을 기준으로 산업을 구분하고 각 기업들의 매출액에서 동종산업으로 분류된 모든 기업들의 총매출액의 합계를 나눈 값을 시장점유율로 하고, 시장점유율의 제곱의 합을 구해 HHI를 산출하였다. 또한, HHI는 이론상 최대 1 (백분율 기준은 100의 제곱인 10,000)의 값을 가질 수 있다. 해석상의 주의할 점은 1에 가까운 큰 값일수록 제품시장경쟁이 낮다는 것을 의미하며, 0에 가까운 값을 가질수록 제품시장경쟁이 높다는 것을 의미한다. 때문에 HHI가 CSR에 양(+)의 영향을 미친다는 결과는 제품시장경쟁이 CSR에 음(-)의 영향을 미친다는 것이고 이는 곧 CSR비용이론이 지지된다는 뜻이며, 반대로 HHI가 CSR에 음(-)의 영향을 미친다는 결과는 CSR가치상승이론이 지지된다는 것이다. R&D투자 변수는 연구개발비와 무형자산처리 및 무형자산개발비의 합을 총자산으로 나눈 값을 사용하였다. 이외에 통제변수로 기업규모를 통제하기 위한 변수(Size)로 시가총액의 자연로

8) 이외에 2011년에 해당하는 20회까지는 경제발전기여도라는 항목이 더 있으며, 이때를 기준으로 이전과 이후의 평가방법과 항목에는 차이가 있다. 또한 경제정의지수의 명칭은 변하지 않았으나, 이를 이용한 시상명 등은 지속적으로 변경되고 있으며, 다른 유사한 명칭의 상(賞)을 경실련에서 시상하고 있으므로 혼동하지 않도록 주의가 필요하다. 해당 지수 그리고, 이와 관련한 자세한 내용들은 경실련 홈페이지(<http://ceej.or.kr/>) 참고.

9) 류두원, 류두진(2013) 및 류두원, 류두진, 양희진(2013)의 연구에서는 HHI를 계산하기 위한 시장점유율을 실제 연구에서 사용하는 표본기업이외에도 가능한 모든 기업의 매출액자료를 반영하는 것이 보다 타당하다고 밝히고 있다. 때문에 본 연구에서도 기업의 시장점유율 계산은 총매출액을 기준으로 하여 유가증권시장과 KOSDAQ, KONEX에 상장되어 있는 기업과 외감법인 중 연구기간에 사용 가능한 매출액 자료가 있는 모든 자료를 사용하고, 후에 분석을 할 때는 백분율(%)값이 아닌 원 값으로 사용한다.

그값을 사용하였고, 시가총액은 보통주총주식수와 종가의 곱으로 계산하였다. 부채비율 변수(Leverage)는 단기부채와 장기부채의 합을 시가총액으로 나눈 값, 장부-시장가치비율(book to market: B/M)변수는 총자본을 시가총액으로 나눈 값을 사용하였다. 이외에도 잉여현금흐름(FCF), 배당(DIV), 기업연수(Age), 베타(Beta) 등을 통제변수로 사용하였다. 분석에서 사용하는 변수들은 본문에서 서술한 것 이외에도 다양한 계산방법을 사용하여 분석에 이용하였다. 자세한 종속변수와 독립변수, 그리고 통제변수에 대한 계산방법은 <표 2>로 정리하여 첨부한다.

3.2 표본 설정 및 연구 모형

본 연구는 2009년 1월부터 2015년 12월까지 해당 기간 동안에 한국거래소 유가증권시장(KOSPI)에 상장되어있는 비금융권 기업을 대상으로 하였다. 연구에서 사용된 자료는 에프엔가이드(Fnguide)와 한국상장회사협의회 데이터베이스인 TS2000을 이용하여 추출하였다. 해당 연구기간에 상장폐지 등이 이유로 자료를 구할 수 없는 경우, 자본잠식이 있는 경우, 분석에 편향을 일으킬 수 있는 표본, 총자산, 매출액 등이 음수인 경우를 비롯하여 적절하지 않은 수치를 가진 표본, 제조업이외의 표본 등은 최종 분석 대상에서 제외하였다. 이러한 조건으로 선정한 2009년 1월부터 2015년 12월까지의 7년(84개월)간 430개의 기업자료를 분석에 사용한다. 연도별 기업의 개수는 차이가 있으며, 분석기간을 월단위로도 제시한 이유는 이후, Fama and MacBeth(1973) 횡단면 회귀분석을 이용한 분석을 실시하기 때문이다. 회귀분석과 동일한 변수들을 사용하며, 월단위

자료를 구성하여 사용한다. 표본의 기초통계량 분석 결과는 <표 3>으로 정리하였다.

이렇게 선정된 표본들을 이용하여 한국기업의 CSR 활동의 성격을 파악하기 위하여 다음과 같은 다음과 같은 회귀모형 - 식 (2)를 구성하여, 회귀분석을 실시하여 가설을 검증한다.

$$\begin{aligned}
 CSR-I_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \cdot HHI_{i,t-1} + \beta_2 \cdot R\&D_{i,t-1} \\
 & + \beta_3 \cdot Leverage_{i,t-1} + \beta_4 \cdot FCF_{i,t-1} \\
 & + \beta_5 \cdot Size_{i,t-1} + \beta_6 \cdot B/M_{i,t-1} \\
 & + \beta_7 \cdot Age_{i,t-1} + \beta_8 \cdot DIV_{i,t-1} \\
 & + \beta_9 \cdot Beta_{i,t-1} + \beta_{10} \cdot SHOUT_{i,t-1} \\
 & + \epsilon_{i,t} \qquad \qquad \qquad \text{식 (2)}
 \end{aligned}$$

여기서, $CSR-I_{i,t}$ 는 개별기업 i 의 t 시점 CSR 지점수를 의미하는데, HHI와 R&D를 비롯한 독립변수와 통제변수들의 시점인 $t-1$ 과는 1년 차이가 나도록 설정하였다. 이렇게 종속변수와 독립변수 간에 기간의 차이를 둔 이유는 1년 전의 기업자료를 기준으로 평가하여 당해 연도의 경제정의지수를 만드는데 사용하기 때문이다.

이전 장에서 제시한 바와 같이 본 연구에서 사용되는 통제변수들 중에 현금흐름 변수와 장부부채비율 변수는 또 다른 의미를 가진다. Jensen(1986)과 Krüger(2015)의 연구에서 두 변수를 대리인문제의 대응변수로 제시 및 사용하였기 때문에 결과를 해석할 때 해당되는 의미를 부여하기로 한다. 또한, 잉여현금흐름과 부채비율을 종속변수인 CSR지수를 생성하는데 직접적으로 고려하는 대상이 되고 있기 때문에 그대로를 대리인문제의 대응변수로 사용하고 해석하는 경우 문제가 생길 수 있다.¹⁰⁾ 따라서 본

10) 자세한 내용은 경실련에서 제공하는 사회정의지수에 대한 구성을 참고하시기 바랍니다.

〈표 2〉 변수계산 방법

연구에서 사용된 종속변수, 독립변수 그리고 통제변수들에 대한 정의 및 계산방법을 정리한 표이다. 일부 변수들은 여러 대용변수를 사용하거나, 각기 다른 계산 방법을 사용하였다. 실증분석 결과에서는 변수계산방법(1)을 사용한 분석결과만을 보고한다. 시가총액은 발행주식수(보통주) × 증가로 계산하였다. 또한 계수 값이 너무 작아 수치를 파악할 수 없는 경우(e.g. 0.0000)를 방지하기 위하여 천 또는 백단위로 규모(scale) 조정을 한 변수 또한 있다.

변수명	변수종류	변수 정의 및 계산 방법
CSR-I	종속변수	경제정의지수의 총합 값을 그대로 사용하되, 공개되지 않은 기업들에 대한 값을 0으로 적용하여 생성한 변수
CSR-E	종속변수	경제정의지수의 총합 값에서 (재무)건정성 항목 점수를 제외한 값을 사용하되, 공개되지 않은 기업들에 대한 값을 0으로 적용한 변수
CSR-D	종속변수	경제정의지수가 공개된 기업의 경우 1, 공개되지 않은 경우 0의 값을 갖는 더미 변수로 1의 값을 갖는 경우 활발한 CSR활동을 하는 기업, 0의 값을 갖는 경우 CSR이 낮은 기업이라고 할 수 있다.
HHI-T HHI-K9	독립변수 (main variable)	허쉬만-허핀달 지수 (Hirschman-Herfindahl Index): (1) HHI-T: 거래소 업종 구분 (2) HHI-K9: 제9차 한국표준산업분류 (KSIC-9 소분류) 기준으로 산업(j)을 구분하고, 개별기업(i)의 매출액을 산업에 속한 기업들의 매출액으로 나눈 값을 시장점유율(s_{ij})로 정의하고, 시장점유율의 제곱의 합을 계산
R&D/Assets R&D/Sales	독립변수 (main variable)	(1) 연구개발비용과 자산처리무형자산개발비의 합을 총자산으로 나눈 값 (R&D/Assets) (2) 연구개발비용과 자산처리무형자산개발비의 합을 매출액으로 나눈 값 (R&D/Sales)
Book Leverage	독립변수	총부채를 총자산으로 나눈 값
Market Leverage	통제변수	총부채를 시가총액으로 나눈 값
Free cash flow (FCF)	독립변수	현금흐름을 총자산으로 나눈 값
SIZE-MV SIZE-A	통제변수	(1) 시가총액의 자연로그값: Ln(Market Value) (2) 총자산의 자연로그 값: Ln(Assets)
Book to market ratio (B/M)	통제변수	장부가치/시장이치 비율: 총자본을 시가총액으로 나눈 값
Dividend (DIV)	통제변수	보통주 현금배당을 시가총액으로 나눈 값
AGE-E AGE-L	통제변수	(1) 설립연수: 당해 연도(t) - 설립 연도 (2) 상장연수: 당해 연도(t) - 상장 연도
Beta	통제변수	개별기업의 일수익률과 시장수익률(KOSPI)로 추정된 선형회귀 모형의 기울기 (1년에 걸쳐 계산)
SHOUT	통제변수	t년 보통주 총발행주식수

〈표 3〉 기초통계량

연구에서 사용된 변수들의 기초통계량을 정리한 표이다. 각각의 변수명 및 계산방법은 〈표 2〉에서 설명한대로 사용하였다. CSR은 경제정의지수, HHI는 Herfindahl-Hirschman 지수, R&D는 각각 총매출과 총자산으로 나눈 값이며, 레버리지(LEV)는 장부, 시장부채비율을 제시하였다. CF는 현금흐름 변수, 기업규모는 총자산과 시가총액을 이용하여 계산하였고, B/M은 장부-시장가치 비율, AGE는 각각 설립 및 상장 기준 기업 연수, DIV는 보통주 현금배당을 시가총액으로 나눈 값이다. 제시된 변수들은 각 기업(*i*)별 연(*t*)의 값이다.

변수명	표본수	최솟값	제25 분위수	중위수	제75 분위수	최댓값	표준 편차
CSR-I	2837	0.0000	0.0000	0.0000	62.3495	75.1924	30.0335
CSR-E	2837	0.0000	0.0000	0.0000	45.7482	58.6797	22.2631
HHI-T	2837	0.0461	0.0706	0.0934	0.2701	0.6892	0.1209
HHI-K9	2837	0.0076	0.0459	0.0791	0.1413	1.0000	0.1149
R&D/Assets	2837	0.0000	0.0000	0.0039	0.5384	16.2076	1.3451
R&D/Sales	2837	0.0000	0.0000	0.0045	0.5690	19.2853	1.7676
Book Lev.	2837	0.0493	0.3210	0.4794	0.6145	0.9883	0.1938
Market Lev.	2837	0.0311	0.5409	1.1422	2.4380	116.0526	4.4323
Free cash flow	2837	-1.2138	0.0276	0.0583	0.0927	1.0598	0.0865
SIZE-MV	2837	22.2406	24.5627	25.3502	26.4575	33.0435	1.6722
SIZE-A	2837	16.0972	18.7686	19.5272	20.4222	26.1632	1.5128
B/M	2837	0.0478	0.8499	1.3476	2.1254	24.3590	1.2275
AGE-E	2837	1.0000	30.0000	40.0000	50.0000	118.0000	17.6486
AGE-L	2837	0.0000	12.0000	22.0000	33.0000	59.0000	12.1382
DIV	2837	0.0000	0.0000	1.0907	2.3139	27.3753	1.8038
Beta	2837	-0.6193	0.4292	0.6720	0.9507	1.9313	0.3757
SHOUT	2837	13.3047	15.7406	16.6243	17.4148	20.4058	1.2994

연구에서는 종속변수를 사용하는데, 경제정의지수 총점(CSR-I) 외에도 세부항목 중 (재무)건전성을 제외한 점수(CSR-E)를 종속변수로 사용하여 분석한 결과를 같이 제시하도록 한다. (재무)건전성 항목의 경우, 비단 부채비율과 현금흐름 변수뿐만 아니라 다른 재무변수의 직접적인 영향을 받을만한 내용들을 토대로 점수를 평가하기 때문에 총점에서 (재무)건전성 항목점수를 제외한 점수를 종속변수로 사용한 결과 또한 제시하는 것은 타당하다고 본다.

이와 더불어 본 연구의 분석에서 생길 수 있는 내생성을 비롯하여 분석에 사용하는 대용변수들이 가지고 있는 문제, 변수간의 상관관계에서 생길 수 있는 문제, 자료자체가 갖고 있는 통계학적인 문제 등에 대하여 설명하고자 한다. 제품시장경쟁의 경우 외생적으로, 내생성 문제는 적다고 할 수 있다. 장부레버리지가 CSR의 영향을 받는 경로에 대한 이론적 근거가 없으므로, 역인과관계(reverse causality)의 문제는 우려하지 않아도 될 것으로 여겨진다. 또한,

경제정의지수가 공개된 기업들은 1의 값을, 그렇지 않은 나머지 표본 기업들은 0의 값을 갖는 CSR 더미변수(CSR-D)를 종속변수로 하는 로짓 회귀분석과 공개된 CSR 기업표본만을 이용한 분석을 실시하여 실증분석결과와 타당성과 신뢰도를 높이고자 한다.

IV. 실증분석결과

4.1 회귀분석 결과

앞 장에서 설정한 연구방법을 이용한 회귀분석 결과는 <표 4>로 제시하였다. 실증분석 결과를 제시하기에 앞서서 회귀분석을 실시하는 경우 다중공선성의 문제가 우려되어 이후 제시되는 각각의 회귀모형에 대해서 분산팽창계수(variance inflation factor: VIF)를 측정하고 결과 대부분 1을 크게 벗어나지 않고 최대 3.5를 넘지 않는 수치가 나타나 통계적으로 다중공선성의 문제는 우려하지 않을 수준으로 측정되었다. 모형 (1), (2), (3)은 장부부채비율을 사용하고, 모형 (4), (5), (6)은 시장부채비율을 사용한 결과로 회귀분석 결과 대부분의 모형에서 HHI가 CSR에 음(-)으로 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. HHI가 높은 값일수록 시장경쟁은 낮다는 것을 의미하므로, 시장경쟁이 낮을(높을)수록 CSR 활동을 줄인(늘린)다는 것을 의미한다. 이는 앞에서 제시한 두 가지 상반된 가설 중에 CSR가치상승이론을 지지하는 결과로 CSR활동이 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 할 수 있다. 그러나 R&D 투자의 경우 CSR에 양(+)으로 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 R&D 투자가 높은 기업일수록

CSR활동을 활발히 한다는 것으로, 마찬가지로 CSR이 대리인비용으로 여겨짐을 나타내고 있다. 즉, 본 연구에서 설정한 두 주요변수인 제품시장경쟁과 R&D 투자가 상반된 방향성을 보이고 있어, 현재 단계에서 결론 내리기는 어렵다.

통제변수들의 분석결과를 보면, Jensen(1986)과 Kruger(2015)의 연구에서 대리인문제의 대응변수로 사용된 장부·시장부채비율 변수와 현금흐름 변수의 유의도가 각각 음(-)으로 유의한 결과와, 일부 양(+)으로 유의한 결과를 관찰할 수 있었다. 이러한 결과들은 마찬가지로 CSR비용이론을 지지하는 결과이다. 높은 레버리지를 갖는 회사의 경우, 경영자가 과산위협 등에 부담을 느껴 과대투자를 통해 사적이익을 추구하는 대리인문제의 발생을 줄일 수 있기 때문에, 같은 대리인문제의 성격을 가지는 CSR 활동을 줄이게 된다는 해석이 가능하다. 또한, 잉여 현금흐름이 많은 경우, 잉여현금흐름 문제(free cash flow problem)로 인하여 과대투자를 하는 것과 같은 맥락으로, CSR활동을 활발히 한다는 것으로 해석이 가능하다. Fama and French(2002)의 연구에서 자기상관(autocorrelation)에 대한 우려로 유의도에 대한 기준 t값을 높게 사용한 것과 같은 맥락에서 t=4 정도의 값으로 판단한다면, HHI 변수를 제외한, R&D 투자, 장부레버리지의 t값이 4보다 크기 때문에 해당 결과를 전반적으로 CSR비용이론을 지지하는 결과라고 해석하는데 문제가 없다.

<표 5>는 기업의 재무상태가 CSR 지수를 구성하는 일부 항목에서 직접적으로 반영하고, 고려하는 대상이 되고 있기 때문에 생길 수 있는 분석의 오류에 대한 우려로, CSR 지수 항목 중, (재무)건정성 항목을 제외한 총점(CSR-E)을 종속변수 사용하여 강건성(robustness) 분석을 실시한 결과로 제품시장경쟁, R&D와 같은 주요변수들의 방향과 유의도

〈표 4〉 회귀분석 결과

본 표는 CSR-I(경제정의지수 총점)을 종속변수로 삼아 회귀분석을 실시한 결과이다. 각 모형(model)에 따라 사용하는 독립변수들을 다르게 구성하여 결과를 비교하였다. HHI는 제품시장경쟁의 대용변수인 Herfindahl-Hirschman 지수, R&D/Sales는 R&D 투자의 대용변수, Book Lev.와 Market Lev.는 각각 장부레버리지와 시장레버리지를 의미하고, Free cash flow는 현금흐름을 총자산으로 나눈 값이다. Size-MV는 시가총액의 자연로그값, DIV는 보통주현금배당을 시가총액으로 나눈 값, B/M은 장부가치 대비 시장가치 비율을 의미한다. AGE-E는 설립일 기준 기업 연수이며, Beta와 SHOUT는 각각 개별기업의 일별 수익률과 시장수익률(KOSPI)로 추정된 선형회귀 모형의 기울기와 총주식발행수(보통주)의 자연로그값이다. 괄호안은 t-통계량 값이며, *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 의미한다.

종속변수: CSR-I (경제정의지수 총점) N=2,837						
Variable	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)	Model (6)
Intercept	-34.179*** (-3.57)	-39.958*** (-4.12)	-39.878*** (-3.53)	-47.786*** (-4.91)	-54.72*** (-5.59)	-49.333*** (-4.3)
HHI1-T	-9.552** (-2.16)	-8.602* (-1.95)	-8.449* (-1.85)	-9.413** (-2.1)	-8.024* (-1.79)	-5.245 (-1.14)
R&D/Assets	1.623*** (3.96)	1.702*** (4.15)	1.702*** (4.15)	1.676*** (4.02)	1.788*** (4.3)	1.801*** (4.34)
Book Lev.	-29.616*** (-10.23)	-27.568*** (-9.34)	-27.428*** (-8.78)			
Market Lev.				-0.509*** (-3.65)	-0.435*** (-3.11)	-0.368*** (-2.59)
Free cash flow	39.05*** (5.75)	33.895*** (4.88)	33.86*** (4.85)	57.184*** (8.62)	47.983*** (7)	45.979*** (6.64)
Size-MV	2.606*** (7.17)	2.741*** (7.51)	2.761*** (7.03)	2.497*** (6.74)	2.7*** (7.27)	3.066*** (7.73)
B/M	-1.514*** (-3.2)	-1.654*** (-3.48)	-1.657*** (-3.43)	-0.633 (-1.17)	-0.968* (-1.78)	-1.177** (-2.12)
AGE-E	0.069** (2.25)	0.069** (2.25)	0.069** (2.23)	0.097*** (3.12)	0.094*** (3.04)	0.086*** (2.77)
DIV		1.073*** (3.39)	1.071*** (3.38)		1.573*** (4.98)	1.496*** (4.72)
Beta			-0.169 (-0.1)			-2.563 (-1.59)
SHOUT			-0.033 (-0.07)			-0.769 (-1.55)
R-Square	0.123	0.127	0.127	0.095	0.103	0.105
Adj. R-Sq.	0.121	0.124	0.124	0.093	0.1	0.102

〈표 5〉 재무건정성 제외 회귀분석결과

본 표는 CSR-E(경제정의지수 총점에서 (재무)건정성을 제외한 값)을 종속변수로 삼아 회귀분석을 실시한 결과이다. 각 모형(model)에 따라 사용하는 독립변수들을 다르게 구성하여 결과를 비교하였다. HHI는 제품시장경쟁의 대응변수인 Herfindahl-Hirschman 지수, R&D/Sales는 R&D 투자의 대응변수, Book Lev.와 Market Lev.는 각각 장부레버리지와 시장레버리지를 의미하고, Free cash flow는 현금흐름을 총자산으로 나눈 값이다. Size는 시가총액의 자연로그 값, DIV는 보통주현금배당을 시가총액으로 나눈 값, B/M은 장부가치 대비 시장가치 비율을 의미한다. AGE-E는 설립일 기준 기업 연수이며, Beta와 SHOUT는 각각 개별기업의 일수익률과 시장수익률(KOSPI)로 추정된 선형회귀 모형의 기울기와 총주식발행수(보통주)의 자연로그값이다. 괄호안은 t-통계량 값이며, *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 의미한다.

종속변수: CSR-E (재무건정성을 제외한 경제정의지수 총점) N=2,837						
Variable	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)	Model (6)
Intercept	-25.039*** (-3.52)	-29.477*** (-4.09)	-28.908*** (-3.45)	-34.894*** (-4.83)	-40.114*** (-5.52)	-35.693*** (-4.19)
HHI1-T	-7.161** (-2.18)	-6.431* (-1.96)	-6.252* (-1.85)	-7.061** (-2.12)	-6.015* (-1.81)	-3.947 (-1.16)
R&D/Assets	1.152*** (3.78)	1.213*** (3.98)	1.215*** (3.99)	1.191*** (3.85)	1.275*** (4.14)	1.286*** (4.17)
Book Lev.	-21.442*** (-9.97)	-19.869*** (-9.06)	-19.708*** (-8.5)			
Market Lev.				-0.369*** (-3.56)	-0.313*** (-3.02)	-0.264** (-2.5)
Free cash flow	29.234*** (5.8)	25.275*** (4.9)	25.187*** (4.86)	42.359*** (8.61)	35.431*** (6.96)	33.9*** (6.6)
Size-MV	1.912*** (7.08)	2.016*** (7.44)	2.039*** (6.99)	1.833*** (6.66)	1.986*** (7.21)	2.258*** (7.67)
B/M	-1.101*** (-3.13)	-1.208*** (-3.43)	-1.219*** (-3.39)	-0.462 (-1.15)	-0.714* (-1.77)	-0.876** (-2.12)
AGE-E	0.05** (2.19)	0.05** (2.19)	0.05** (2.16)	0.07*** (3.04)	0.068*** (2.96)	0.062*** (2.69)
DIV		0.824*** (3.5)	0.821*** (3.49)		1.185*** (5.05)	1.127*** (4.79)
Beta			-0.085 (-0.07)			-1.806 (-1.51)
SHOUT			-0.071 (-0.19)			-0.601 (-1.63)
R-Square	0.12	0.124	0.124	0.093	0.101	0.103
Adj. R-Sq.	0.118	0.121	0.121	0.091	0.099	0.1

〈표 6〉 Fama and MacBeth 월별 횡단면 회귀분석 결과

본 표는 CSR-I(경제정의지수 총점)을 종속변수로 삼아 Fama and MacBeth (1976) 횡단면 회귀분석을 실시한 결과이다. 각 모형(model)에 따라 사용하는 독립변수들을 다르게 구성하여 결과를 비교하였다. HHI는 제품시장경쟁의 대응변수인 Herfindahl-Hirschman 지수, R&D/Sales는 R&D 투자의 대응변수, Book Lev.와 Market Lev.는 각각 장부레버리지와 시장레버리지를 의미하고, Free cash flow는 현금흐름을 총자산으로 나눈 값이다. Size는 시가총액의 자연로그값, DIV는 보통주현금배당을 시가총액으로 나눈 값, B/M은 장부가치 대비 시장가치 비율을 의미한다. AGE-E는 설립일 기준 기업 연수이며, Beta와 SHOUT는 각각 개별기업의 일수익률과 시장수익률(KOSPI)로 추정된 선형회귀 모형의 기울기와 추주식발행수(보통주)의 자연로그값이다. 괄호안은 t-통계량 값이며, *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 의미한다.

종속변수: CSR-I (경제정의지수 총점) N=33,734						
Variable	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)	Model (6)
Intercept	-41.469*** (-2.74)	-42.683*** (-2.90)	-37.728** (-2.57)	-54.143*** (-3.59)	-55.693*** (-3.78)	-47.179*** (-3.14)
HHI1-T	-9.596*** (-9.62)	-8.941*** (-8.44)	-8.909*** (-9.19)	-9.407*** (-7.33)	-8.472*** (-6.38)	-5.741*** (-3.92)
R&D/Assets	0.967*** (16.20)	0.997*** (15.37)	1.027*** (15.60)	1.000*** (15.56)	1.052*** (15.02)	1.103*** (17.06)
Book Lev.	-30.656*** (-12.32)	-28.967*** (-12.73)	-29.035*** (-14.24)			
Market Lev.				-0.988*** (-6.08)	-0.897*** (-5.39)	-0.835*** (-4.57)
Free cash flow	47.108*** (5.67)	43.616*** (5.03)	43.561*** (4.95)	63.840*** (8.13)	57.487*** (6.94)	55.958*** (6.52)
Size-MV	2.961*** (4.88)	2.947*** (5.00)	2.867*** (4.44)	2.800*** (4.91)	2.818*** (5.06)	3.100*** (4.80)
B/M	-1.519*** (-4.71)	-1.814*** (-6.17)	-1.826*** (-6.05)	-0.102 (-0.33)	-0.613* (-1.87)	-0.878** (-2.28)
AGE-E	0.049*** (4.25)	0.051*** (4.19)	0.050*** (4.43)	0.078*** (5.28)	0.077*** (4.98)	0.070*** (5.18)
DIV		0.908*** (3.92)	0.935*** (4.04)		1.357*** (4.56)	1.321*** (4.62)
Beta			1.418* (1.87)			-1.289 (-1.32)
SHOUT			-0.229 (-1.40)			-0.874*** (-4.08)
R-Square	0.155	0.161	0.163	0.127	0.137	0.142
Adj. R-Sq.	0.140	0.144	0.142	0.111	0.119	0.120

〈표 7〉 Fama and MacBeth 월별 횡단면 회귀분석 결과 (강건성 분석)

본 표는 CSR-E(경제정의지수 총점에서 (재무)건전성을 제외한 값)을 종속변수로 삼아 Fama and MacBeth (1976) 횡단면 회귀분석을 실시한 결과이다. 각 모형(model)에 따라 사용하는 독립변수들을 다르게 구성하여 결과를 비교하였다. HHI는 제품시장경쟁의 대용변수인 Herfindahl-Hirschman 지수, R&D/Sales는 R&D 투자의 대용변수, Book Lev.와 Market Lev.는 각각 장부레버리지와 시장레버리지를 의미하고, Free cash flow는 현금흐름을 총자산으로 나눈 값이다. Size는 시가총액의 자연로그값, DIV는 보통주현금배당을 시가총액으로 나눈 값, B/M은 장부가치 대비 시장가치 비율을 의미한다. AGE-E는 설립일 기준 기업 연수이며, Beta와 SHOUT는 각각 개별기업의 일별 수익률과 시장수익률(KOSPI)로 추정된 선형회귀 모형의 기울기와 총주식발행수(보통주)의 자연로그값이다. 괄호안은 t값이며, *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 의미한다.

종속변수: CSR-E (재무건정성을 제외한 경제정의지수 총점) N=33,734						
Variable	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)	Model (6)
Intercept	-31.219*** (-2.69)	-32.048*** (-2.84)	-28.078** (-2.48)	-40.440*** (-3.48)	-41.490*** (-3.66)	-34.947*** (-3.01)
HHI1-T	-7.362*** (-9.20)	-6.867*** (-8.13)	-6.754*** (-9.06)	-7.209*** (-7.18)	-6.511*** (-6.29)	-4.431*** (-4.03)
R&D/Assets	0.714*** (16.75)	0.737*** (15.83)	0.760*** (15.70)	0.737*** (16.18)	0.776*** (15.47)	0.814*** (17.17)
Book Lev.	-22.356*** (-11.75)	-21.085*** (-12.12)	-21.052*** (-13.50)			
Market Lev.				-0.718*** (-6.17)	-0.649*** (-5.46)	-0.602*** (-4.60)
Free cash flow	34.370*** (5.78)	31.734*** (5.10)	31.671*** (5.00)	46.546*** (8.41)	41.809*** (7.11)	40.645*** (6.66)
Size-MV	2.210*** (4.71)	2.196*** (4.82)	2.147*** (4.32)	2.091*** (4.73)	2.101*** (4.87)	2.315*** (4.65)
B/M	-1.083*** (-4.62)	-1.315*** (-6.21)	-1.332*** (-6.08)	-0.055 (-0.25)	-0.445* (-1.88)	-0.650** (-2.31)
AGE-E	0.035*** (3.93)	0.036*** (3.90)	0.036*** (4.11)	0.056*** (4.97)	0.056*** (4.70)	0.051*** (4.86)
DIV		0.680*** (3.94)	0.700*** (4.05)		1.006*** (4.58)	0.979*** (4.63)
Beta			1.012* (1.76)			-0.970 (-1.31)
SHOUT			-0.203* (-1.69)			-0.668*** (-4.22)
R-Square	0.152	0.158	0.160	0.125	0.135	0.141
Adj. R-Sq.	0.137	0.141	0.139	0.110	0.117	0.119

〈표 8〉 경제정의 지수 공개표본 대상 회귀분석 결과

본 표는 경제정의지수를 공개한 표본만을 대상으로 회귀분석을 실시한 결과이다. 각 모형(model)에 따라 사용하는 독립 변수들을 다르게 구성하여 결과를 비교하였다. HHI는 제품시장경쟁의 대용변수인 Herfindahl-Hirschman 지수, R&D/Sales는 R&D 투자의 대용변수, Book Lev.와 Market Lev.는 각각 장부레버리지와 시장레버리지를 의미하고, Free cash flow는 현금흐름을 총자산으로 나눈 값이다. Size는 시가총액의 자연로그값, DIV는 보통주현금배당을 시가총액으로 나눈 값, B/M은 장부가치 대비 시장가치 비율을 의미한다. AGE-E는 설립일 기준 기업 연수이며, Beta와 SHOUT는 각각 개별기업의 일수익률과 시장수익률(KOSPI)로 추정된 선형회귀 모형의 기울기와 총주식발행수(보통주)의 자연로그값이다. 괄호안은 t-통계량 값이며, *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 의미한다.

Variable	Model (1) 종속변수: CSR-I (총점) N=904	Model (2) 종속변수: CSR-E (채무건정성 제외 총점) N=904
Intercept	55.2585*** (36.55)	42.086*** (25.03)
HHI1-T	-1.7638** (-2.53)	-1.7029** (-2.19)
R&D/Assets	0.151*** (3.08)	0.1046* (1.92)
Book Lev.	-3.3211*** (-6.07)	0.8212 (1.35)
Free cash flow	-1.5832 (-0.84)	-1.4362 (-0.68)
Size-MV	0.4745*** (7.59)	0.1237* (1.78)
B/M	-0.7848*** (-6.62)	-0.5877*** (-4.45)
AGE-E	0.0196 (0.35)	-0.1398** (-2.24)
DIV	-0.6174** (-2.41)	-1.1371*** (-3.99)
Beta	0.1908** (2.34)	0.2024** (2.24)
SHOUT	-0.011** (-2.27)	-0.0141*** (-2.6)
R-Square	0.2169	0.1134
Adj. R-Sq.	0.2082	0.1035

제외한 분석결과에서는 장부부채비율은 물론 잉여현금흐름 변수에 대해서도 유의한 결과가 나타나지 않았다. 앞서 제시한 분석들과는 다르게 분석대상이 되는 표본기업들이 CSR활동을 활발히 하는 (경제

정의지수가 높은) 기업들만을 대상으로 분석한 것이기 때문에 앞의 분석들과는 해석이 달라질 수 있다. 결론적으로 활발한 CSR활동을 하는 기업들의 경우에는 부채비율이나 잉여현금흐름이 CSR 정도에 별

다른 영향을 주지는 않는다고 할 수 있다.

〈표 9〉는 경제정의지수가 공개된 기업들은 1의 값을 갖고, 그렇지 않은 기업들은 0의 값을 갖는 경제정의더미를 구성하여 종속변수로 삼아 로짓 모형을 구성하여 회귀분석을 실시한 결과이다. 연속형 변수를 이항(binary)변수로 치환하는 과정에서 생기는 정보의 누락은 있으나, CSR지수를 공개하는 기업과 그렇지 않은 기업의 차이 자체가 CSR활동을 활발히 하는 기업과 그렇지 않은 기업으로 볼 수 있기 때문에 이렇게 더미변수를 구성하여 분석하는 것은 제공된 자료의 의미를 훼손하지 않고 직관적인 해석을 용이하게 한다. 〈표 9〉의 로짓 회귀분석 결과를 살펴보면 각 대리인비용의 대응변수들의 계수값의 유의성과 방향성은 본 연구의 주요 분석결과와 일치한다고 할 수 있다. 구체적인 승산비(odds ratio) 결과를 보면 제품시장경쟁(HHI)이 1단위 감소(증가)하면 CSR지수는 0.445배가 되고, R&D 투자가 1단위 증가하면 CSR 지수는 1.124배가, 부채비율이 1단위 증가하면 CSR지수는 0.104배가 된다고 할 수 있다. 잉여현금흐름의 경우, 잉여현금흐름 1단위 증가한 후의 CSR지수는 이전의 48.107배가 되어 승산비가 다른 변수들에 비해 매우 큰 것으로 나타났다. 이러한 결과는 잉여현금흐름이 다른 변수들에 비해 CSR활동을 결정하는데 직접적인 요인이 된다고도 할 수 있으나, 잉여현금흐름 변수가 가진 내생성으로 인한 결과일 가능성을 배제할 수는 없다.

마지막으로 〈표 10〉은 CSR 점수를 공개한 기업과 그렇지 않은 기업들을 각 1과 0의 값을 갖는 CSR 더미변수 (CSR-D)와 대리인비용의 대응변수인 시장경쟁, R&D 투자, 장부부채비율, 잉여현금흐름 간의 상호작용항을 생성하고, 기업가치의 대응변수로 Tobin's q를 종속변수 삼아 회귀분석을 실시한

결과를 정리한 것이다. 본문에서는 제시하지 않았으나, 앞에서 설정한 각 CSR총점 (CSR-I), (재무)건정성을 제외 한 CSR 총점(CSR-E)과 각 대리인비용 대응변수들에 대해서 상호작용항을 생성하여 동일한 분석을 한 결과의 유의도와 방향성은 더미변수를 이용한 결과와 거의 같다. 더미변수를 이용한 결과만을 보고하는 이유는 직관적인 설명이 가능하고 분석과 이해가 용이하기 때문이다. 먼저 첫 번째 모형은 CSR과 HHI의 상호작용항($CSR-D \times HHI-T$)을 고려한 것으로 계수값이 음(-)으로 유의한 것으로 나타났다. 이는 CSR이 높은 기업이 그렇지 않은 기업에 비하여 HHI가 증가할 때 기업가치가 평균적으로 낮아진다는 의미로, 제품시장경쟁이 증가할 때 기업가치가 높아진다는 것을 의미하여 CSR가치상승이론을 지지하는 결과라고 할 수 있다. 두 번째 모형에서는 CSR과 R&D 투자의 상호작용항($CSR-D \times R\&D/Assets$)을 고려하였으나 유의한 결과가 관찰되지는 않았다. 세 번째 모형에서는 CSR과 장부부채비율의 상호작용항($CSR-D \times Book Lev.$)을 고려하여 분석한 결과 CSR활동이 활발한 기업이 그렇지 않은 기업에 비하여 장부부채비율이 증가할수록 기업가치가 낮아지는 결과가 관찰되어, 부채비율이 높은 경우에 CSR은 기업가치를 훼손시킬 수 있다는 것으로 이는 비용 측면의 CSR의 성격이 강하다는 것을 의미한다. 마지막 모형으로 CSR과 잉여현금흐름 간의 상호작용항($CSR-D \times Free cash flow$)을 고려하여 분석한 결과에서는 유의한 양(+)의 값이 관찰되었다. 또한 흥미롭게도 CSR-D 변수의 계수값이 다른 모형 (1), (2), (3)과는 달리 (4)에서는 음(-)으로 유의한 값이 나타났다는 것이다. 이는 CSR활동이 잉여현금흐름에 따라 성격이 달라질 수 있음을 의미하며, 충분한 잉여현금흐름이 있는 경우에는 CSR이 갖는 대리인문제와 같은 비용측면의

〈표 9〉 로짓(logit) 모형 추정결과

본 표는 경제정의지수를 공개한 각 연도별 200개(또는 100개)에 해당하는 표본을 1의 값을, 그렇지 않은 표본은 0의 값을 갖는 더미변수를 종속변수로 하여 로짓 모형을 구성하여 분석한 결과이다. 각 모형(model)에 따라 사용하는 독립변수들을 다르게 구성하여 결과를 비교하였다. 승산비(odds ratio)는 각 변수의 계수값에 지수함수를 취한 값이다. HHI는 제품시장경쟁의 대용변수인 Herfindahl-Hirschman 지수, R&D/Sales는 R&D 투자의 대용변수, Book Lev.와 Market Lev.는 각각 장부레버리지와 시장레버리지를 의미하고, Free cash flow는 현금흐름을 총자산으로 나눈 값이다. Size는 시가총액의 자연로그값, DIV는 보통주현금배당을 시가총액으로 나눈 값, B/M은 장부가치 대비 시장가치 비율을 의미한다. AGE-E는 설립일 기준 기업 연수이며, Beta와 SHOUT는 각각 개별기업의 일수익률과 시장수익률(KOSPI)로 추정된 선형회귀 모형의 기울기와 총주식발행수(보통주)의 자연로그값이다. 괄호 안은 Wald Chi-square값이며, **, ***은 각각 5%, 1% 유의수준을 의미한다.

종속변수: CSR-D (경제정의지수 더미변수) N=2,837				
Variable	계수값 (Wald Chi-Square)	Odds Ratio	95% Wald 신뢰구간	
			하한	상한
Intercept	-4.894*** (26.575)			
HHI1-T	-0.810** (4.498)	0.445	0.211	0.94
R&D/Assets	0.117*** (13.201)	1.124	1.055	1.197
Book Lev.	-2.264*** (72.314)	0.104	0.062	0.175
Free cash flow	3.873*** (28.327)	48.107	11.554	200.305
Size-MV	0.188*** (34.511)	1.207	1.133	1.285
B/M	-0.157*** (8.651)	0.855	0.77	0.949
AGE-E	0.007*** (7.613)	1.007	1.002	1.012
DIV	0.087*** (11.843)	1.091	1.038	1.146
Beta	0.088 (0.422)	1.092	0.838	1.422
SHOUT	-0.007 (0.025)	0.993	0.916	1.077
Likelihood Ratio (Pr > Chi-sq.)		378.151*** (<.0001)		
Max-rescaled R-sq.		0.1748		

〈표 10〉 CSR과 대리인변수들의 상호작용항

본 표는 CSR 변수와 대리인비용 변수들 간의 상호작용항을 생성하고, 기업가치의 대응변수인 Tobin's q를 종속변수로 삼아 회귀분석 한 결과이다. HHI는 제품시장경쟁의 대응변수인 Herfindahl-Hirschman 지수, R&D/Sales는 R&D 투자의 대응변수, Book Lev.와 Market Lev.는 각각 장부레버리지와 시장레버리지를 의미하고, Free cash flow는 현금흐름을 총자산으로 나눈 값이다. Size는 시가총액의 자연로그값, DIV는 보통주현금배당을 시가총액으로 나눈 값, B/M은 장부가치 대비 시장가치 비율을 의미한다. AGE-E는 설립일 기준 기업 연수이며, Beta와 SHOUT는 각각 개별 기업의 일수익률과 시장수익률(KOSPI)로 추정된 선형회귀 모형의 기울기와 총주식발행수(보통주)의 자연로그값이다. 괄호안은 t-통계량 값이며, *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 의미한다.

종속변수: 기업가치(Tobin's q) N=2,837				
Variable	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)
Intercept	0.114 (0.79)	0.139 (0.96)	0.085 (0.58)	0.277** (1.99)
CSR-D	0.116*** (3.88)	0.0847*** (4.26)	0.1639*** (3.63)	-0.235*** (-8.35)
HHI1-T	-0.273*** (-3.27)	-0.354*** (-5.09)	-0.356*** (-5.12)	-0.417*** (-6.19)
<i>CSR-D × HHI-T</i>	-0.248* (-1.71)			
R&D/Assets	0.060*** (9.73)	0.068*** (7.72)	0.061*** (9.77)	0.056*** (9.26)
<i>CSR-D × R&D/Assets</i>		-0.015 (-1.21)		
Book Lev.	-0.867*** (-17.58)	-0.864*** (-17.52)	-0.810*** (-14.55)	-0.816*** (-17.08)
<i>CSR-D × Book Lev.</i>			-0.207** (-2.14)	
Free cash flow	0.684*** (6.47)	0.675*** (6.39)	0.674*** (6.39)	0.204* (1.9)
<i>CSR-D × Free cash flow</i>				4.062*** (14.22)
Size-MV	-0.006 (-0.95)	-0.006 (-1.01)	-0.005 (-0.78)	-0.009 (-1.41)
AGE-E	-0.040*** (-8.19)	-0.040*** (-8.2)	-0.039*** (-8.1)	-0.040*** (-8.58)
DIV	-0.062** (-2.5)	-0.062** (-2.51)	-0.060** (-2.44)	-0.047* (-1.94)
Beta	0.067*** (9.17)	0.066*** (9.11)	0.066*** (9.13)	0.060*** (8.5)
SHOUT	-0.003*** (-6.92)	-0.003*** (-6.98)	-0.003*** (-7.01)	-0.003*** (-6.55)
R-Square	0.2293	0.2289	0.2297	0.28
Adj. R-Sq.	0.2263	0.2259	0.2267	0.2772

성격을 어느 정도 감소시켜 줄 수 있다는 것은 뜻한다. 이는 여유자원가설과도 관련하여 충분한 잉여현금흐름과 같은 재무적 여유(financial slack)가 있는 경우, 경영자가 직접적인 사적이익을 위한 대리인비용을 발생시키는 것보다는 CSR활동에 투자하는 것이 기업에 부정적인 영향을 덜 미칠 수 있음을 의미하기도 한다.¹¹⁾

V. 결론 및 고찰

본 연구는 CSR이 기업가치에 미치는 영향에 관하여 두 가지 상반된 이론과 실증분석 연구들이 제시되고 있는 가운데 대리인이론을 바탕으로 제품시장경쟁과 R&D 투자를 이용하여, CSR의 성격을 직접적으로 실증분석한 연구이다. 실증분석결과 주요 변수인 제품시장경쟁의 방향과 유의도는 CSR가치 상승이론을 지지하는 결과를, R&D 투자는 CSR비용이론, 즉 국내기업의 CSR활동은 경영자의 사적이익 추구를 위한 수단으로 이용될 가능성이 높다는 결과를 관찰할 수 있었으며, 장부부채비율 및 현금흐름 또한 CSR비용이론이 더 강하게 적용될 수 있는 가능성을 제시하였다. 그러나 이러한 결과가 CSR활동은 대리인문제의 발현으로 기업이 지양해야 할 활동이라는 것을 뜻하는 것은 아니다. 다만 CSR이 기업과 이해관계자들에게 동시에 이익을 줄 수 있는 성격을 가질 수 있음에도 불구하고, 국내기업들이 행하는 CSR의 성격은 개인이나 일부집단의 사적이익을 추구하는 형태로 이용되고 있을 가능성이 높다는 것을 뜻한다.

본 연구에서 제시한 결론은 신뢰할 수 있으나, 잉여현금흐름과 관련하여 내생성의 문제가 있을 수 있다는 한계점이 있다. 또한, HHI가 CSR에 미치는 영향이 유의한 음(-)으로 나타난 것에 대하여 강건성 분석을 비롯한 다른 여러 분석결과 또한 일관적이고 신뢰도 있게 나타났기 때문에 실증분석 상의 문제 등으로 인한 잘못된 결과로 볼 수는 없다. 제품시장경쟁이 CSR에 미치는 영향에 대한 다른 대리인문제를 설명하는 변수들의 결과와는 정 반대로 나왔다는 것에 대하여, CSR의 성격이 실제로 가치상승을 가져오는 역할을 가지고 있다는 것 이외의 다른 이유에 대하여도 생각해볼 필요성이 있다. 가능성이 있는 이유로는 제품시장경쟁이 대기업 위주로 성장한 한국시장의 특수성 때문에 외국과 같이 대리인문제를 해소시켜주는 외부압력이나, 대리인문제를 줄일 수 있는 요인으로 작용하는 것이 아니라는 설명이 있을 수 있다. 더불어, Ryu, Ryu, and Hwang (2016)의 연구에서는 CSR활동이 HHI가 높은 시장에서는 기업가치에 도움이 될 수 있다는 결과와는 일치한다고 할 수 있으나 명확한 이론적 설명은 제시되고 있지 않다. 최근 Butamante and Donangelo (2017)는 어떻게 제품시장경쟁과 수익률이 상호작용하는 지에 대하여 정교한 이론 모형을 바탕으로 세 가지 경로를 제시하고, 분석한 결과 Hou and Robinson(2006)과는 반대로 제품시장경쟁과 수익률 간에는 음(-)의 관계가 있다고 주장하였다. 이들의 논문에서 제시하는 명제(proposition)와 정리(lemma)를 증명하기 위한 과정들은 시장경쟁과 관련한 중요한 함의를 얻을 수 있다. 이들의 연구는 일부 선행연구들 그리고 국내기업을 대상의 연구들과 유사하게 높은 제품시장경쟁 하에서는 낮은 이윤폭

11) 상호작용항을 이용한 분석은 CSR 성격을 간접적으로 제시하는 것이기 때문에 앞에서 제시한 분석결과와 약간의 차이가 생긴 것으로 판단된다.

을 갖고, 시장경쟁이 낮은 경우에는 손쉽게 이익을 얻을 수 있다는 것은 동일하게 제시한다. 또한 낮은 시장경쟁에서는 낮은 진입장벽(barriers to entry)을 갖고 높은 시장경쟁은 높은 진입장벽을 갖는다는 것도 선행연구들과 같다. 그러나 해당 산업(시장)이 갖고 있는 위험이 크기 때문에 새로운 경쟁자가 진입을 꺼리게 되고, 결과적으로 경쟁이 낮은 산업이 높은 주식수익률을 갖는다고 주장하였다. 이러한 관점에서 보면 제품시장경쟁과 CSR의 성격 간의 관계에 대해서는 다른 설명이 가능할 수 있다. 또한, 대리인이론을 토대로 CSR비용이론이 지지되는 결과를 제시하였으나, CSR을 통한 기업의 사회적 명성을 상승시키는 등의 궁극적으로 기업의 가치상승을 가져올 수 있는 장기적, 간접적인 영향에 대한 것은 고려되지 않았기 때문에 이러한 부분에 대한 후속연구가 필요할 것으로 보인다.

더불어 본 연구에서 제시한 CSR비용이론을 지지하는 결과들이 Krüger(2015)의 연구 등에서 제시한 상쇄효과 CSR과 직접적으로 관련되어 관찰된 결과인지에 대한 것은 확인할 수 없었다. 대기업 위주의 경제발전을 지속해온 한국사회에서 재벌 및 재벌총수의 영향력은 상당히 크고, 재벌기업들의 법적, 윤리적 문제들이 지속적으로 제기되고 있는 가운데 CSR 또한 기업이 벌인 사회적 문제들로 인한 스스로가 받는 악영향을 줄이기 위한 용도로 사용되고 있는지에 대한 여부를 실증분석하고 제시하는 것은 외국기업들을 대상으로 하는 것보다 특히 국내에서는 매우 큰 의미가 있을 것으로 생각된다. 또한, 이러한 연구를 통해 본 연구에서는 밝히지 못한 부분에 대한 합리적 설명이 가능할 것으로 본다. 향후 이러한 부분을 확인할 수 있는 방향으로 후속연구들이 이루어질 수 있을 것으로 기대한다.

참고문헌

- 류두원 · 류두진(2013), "시장경쟁정도는 기업에 어떠한 영향을 미치는가? : 산업집중도와 기업가치 및 부채비율의 관계에 관한 실증연구," *경영학연구*, 42(2), 435-456.
- 류두원 · 류두진 · 백재승(2014), "산업집중도에 따른 주식수익률 차이는 존재하는가?," *한국증권학회지*, 43(4), 657-678.
- 류두원 · 류두진 · 양희진(2013), "시장경쟁은 회사채 신용등급 변경공시에 따른 주가가격반응에 어떠한 영향을 주는가?," *경영학연구*, 42(4), 929-957.
- 류두원 · 류두진 · 황준호(2015), "제품시장경쟁이 주식수익률에 미치는 영향 : 한-미 FTA를 통한 증거," *재무연구*, 28(3), 487-512.
- 문철우(2012), "사회적기업, 사회적 투자(Impact Investment)의 발전과 경영전략적 시사점," *경영학연구*, 41(6), 1435-1470.
- 이수정 · 윤정구(2011), "기업의 사회적 책임 활동의 야누스 효과," *경영학연구*, 40(4), 919-954.
- 이지혜 · 변희섭(2014), "기업의 사회적 책임 활동과 배당행태," *경영학연구*, 43(2), 353-385.
- 이지혜 · 변희섭(2016), "사회적 책임 활동은 기업의 위험을 완화시키는가?" *경영학연구*, 45(5), 1551-1586.
- Alchian, A. A., and H. Demsetz(1972), "Production, Information Costs, and Economic Organization," *American Economic Review*, 62(5), 777-795.
- Baggs, J., and J. Bettignies(2007), "Product Market Competition and Agency Costs," *Journal of Industrial Economics*, 55(2), 289-323.
- Bénabou, R. and J. Tirole(2010), "Individual and Corporate Social Responsibility," *Economica*, 77(305), 1-19.
- Bustamante, M. C. and A. Donangelo(2017), "Product

- Market Competition and Industry Returns,” *Review of Financial Studies*, Forthcoming, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2173985> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2173985>
- Chen, H-L., and Y-S., Huang(2006), “Employee Stock Ownership and Corporate R&D Expenditures: Evidence from Taiwan’s Information-Technology Industry,” *Asia Pacific Journal of Management*, 23, 369-384.
- Cheng, H., H. Hong and K. Shue(2013), “Do Managers do Good with Other People’s Money?” NBER Working Paper, No. 19432. <http://www.nber.org/papers/w19432>
- Chrisman, J. J., and P. C. Patel(2012), “Variations in R&D Investments of Family and Non-family Firms: Behavioral Agency and Myopic Loss Aversion Perspectives,” *Academy of management Journal*, 55(4), 976 - 997.
- Coase, R. H.(1937), “The Nature of the Firm,” *Economica*, 4, 386-405.
- Cornell, B. and A.C. Shaphiro(1987), “Corporate Stakeholder and Corporate Finance,” *Financial Management*, 16(1), 5-14.
- Cronqvist, H., F. Heyman, M. Nilsson, H. Svaleryd and J. Vlachios(2009), “Do Entrenched Managers Pay Their Workers More?,” *Journal of Finance*, 64, 309-339.
- Deng, X., J. K. Kang and B. S. Low(2013), “Corporate Social Responsibility and Stakeholder Value Maximization: Evidence from Mergers,” *Journal of Financial Economics*, 110(1), 87-109.
- Derwell, J., N. Guenster, R. Bauer and K. Koedijk (2005), “The Eco-efficiency Premium Puzzle,” *Financial Analyst Journal*, 61(2), 51-63.
- Dimson, E., O. Karakas and X. Li(2015), “Active Ownership,” *Review of Financial Studies*, 28(12), 3225-3268.
- Dowell, G., S. Hart and B. Yeung(2000), “Do Corporate Global Environmental Standards Create or Destroy Market Value?,” *Management Science*, 46(8), 1059-1074.
- Edmans, A.(2011), “Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices,” *Journal of Financial Economics*, 101(3), 621-640.
- Fama, E. F. and J. D. MacBeth(1973), “Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests,” *Journal of Political Economy*, 81(3), 607-636.
- Fama, E. and K. French(2002), “Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt,” *Review of Financial Studies*, 15(1), 1-33.
- Flammer, C.(2013), “Corporate Social Responsibility and Shareholder Reaction: The Environmental Awareness of Investors,” *Academy of Management Journal*, 56(3), 758-781.
- Freidman, M.(1970), “The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits,” *New York Times Magazine*, 32, 122-126.
- Garriga, E. and D. Melé(2004), “Corporate Social Responsibility Theories: Mapping the Territory,” *Journal of Business Ethics*, 53, 51-71.
- Gompers, P. A.(1995), “Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital,” *Journal of Finance*, 50(5), 1461 - 1489.
- Griffith, R.(2001), “Product Market Competition, Efficiency and Agency Cost: An Empirical Analysis,” Working Paper, Institute for Fiscal Studies.
- Hall, B. H.(1992), “Investment and Research and Development at the Firm Level: Does the Source of Financing Matter?,” NBER Working

- Paper, No. 4096.
- Hall, B. H. and J. Lerner(2010), "The Financing of R&D and Innovation," in B. H. Hall and N. Rosenberg (Eds.), *Handbook of the Economics of Innovation*, Vol.1, Elsevier.
- Hart, O. D.(1983), "The Market Mechanism as an Incentive Scheme," *Bell Journal of Economics*, 14(2), 366 - 382.
- Hill, C. W. L. and T. M. Jones(1992), "Stakeholder-Agency Theory," *Journal of Management Studies*, 29(2), 131-154.
- Himmelberg, C. P. and B. C. Petersen(1994), "R&D and Internal Finance: A Panel Study of Small Firms in High-tech Industries," *Review of Economics and Statistics*, 76(1), 38 - 51.
- Holmstrom, B.(1989), "Agency Costs and Innovation," *Journal of Economic Behavior and Organization*, 12(3), 305 - 27.
- Hou, K. and D. Robinson(2006), "Industry Concentration and Average Stock Returns," *Journal of Finance*, 61(4), 1927-1956.
- Jagannathan, R. and S. B. Srinivasan(1999), "Does Product Market Competition Reduce Agency Costs?," *North American Journal of Economics and Finance*, 10(2), 387-399.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling(1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M.(1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, 76(2), 323-339.
- Jensen, M. C.(2010), "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function," *Journal of Applied Corporate Finance*, 22(1), 32-42.
- Kotchen, M. and J. Moon(2012), "Corporate Social Responsibility for Irresponsibility," *B.E. Journal of Economic Analysis & Policy* 12 (1), 1-23.
- Krüger, P.(2015), "Corporate Goodness and Shareholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, 115(2), 304-329.
- Lee, P. M., and H. M. O'Neill(2003), "Ownership Structures and R&D Investments of U.S. and Japanese Firms: Agency and Stewardship Perspectives," *Academy of Management Journal*, 46(2), 212-25.
- Li, D. (2011), "Financial Constraints, R&D Investment, and Stock Returns," *Review of Financial Studies*, 24(9), 2974-3007.
- Lin, Z. J., S. Liu and F. Sun(2017), "The Impact of Financing Constraints and Agency Costs on Corporate R&D Investment: Evidence from China," *International Review of Finance*, 17(1), 3-42.
- Nickell, S. J. (1996), "Competition and Corporate Performance," *Journal of Political Economy*, 104(4), 724-746.
- Pagano, M. and P. F. Volpin(2005), "Manager, Workers, and Corporate Control," *Journal of Finance*, 60(2), 841-868.
- Ryu, D., D. Ryu, and J-H. Hwang(2016) "Corporate Social Responsibility, Market Competition, and Shareholder Wealth," *Investment Analysts Journal*, 45(1), 16-30.
- Scharfstein, D.(1988). "Product-Market Competition and Managerial Slack," *RAND Journal of Economics*, 19(1), 147 - 155.
- Shleifer, A. (1985), "A Theory of Yardstick Competition," *RAND Journal of Economics* 16 (3), 319-327.
- Schmidt, K. M.(1997), "Managerial Incentives and Product Market Competition," *Review of*

- Economic Studies*, 64(2), 191 - 213.
- Servaes H. and A. Tamayo(2013), "The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Value: The Role of Customer Awareness," *Management Science* 59(5), 1045-1061.
- Surroca, J. and J.A. Tribo(2008), "Managerial Entrenchment and Corporate Social Performance," *Journal of Business Finance and Accounting* 35(5-6), 748-789.
- Tirole, J.(2001), "Corporate Governance," *Econometrica*, 69, 1-35.
- Tsao, S. M. and G. Z. Chen(2012), "The Impact of Internationalization on Performance and Innovation: The Moderating Effects of Ownership Concentration," *Asia Pacific Journal of Management*, 29, 617-642.
- Vance, S.(1975), "Are Socially Responsible Firms Good Investment Risks?," *Management Review* 64, 18-24.
- Waddock, S. A. and S. B. Graves(1997), "The Corporate Social Performance-Financial Performance Link," *Strategic Management Journal*, 18(4), 303-319.
- Zeckhauser, R. J., and J. Pound(1990), "Are Large Shareholders Effective Monitors?," in R. G. Hubbard (Eds.), *An Investigation Share Ownership and Corporate Performance Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, Chicago, IL: Univ. of Chicago Press, 149-180.

Corporate Social Responsibility: Investment or Expense?*

Doowon Ryu** · Doojin Ryu*** · Joonho Hwang****

Abstract

Recently, corporate social responsibility (hereafter, CSR) of firms has become an important topic in all fields of business. The topic takes a greater importance in Korea which has accomplished rapid economic growth mostly from large companies. There are two opposing views, both theoretically and empirically, on the role of CSR. The first is the value-enhancing view of CSR, which argues that CSR activity is a positive NPV investment thus increasing firm value. A possible channel for this role of CSR is that so long as CSR promotes wealth increase of some stakeholders, these stakeholders will support the firm's other business activities and contribute to the firm's performance. The other view is the expense view of CSR, which argues that CSR is a manifestation of an agency problem and thus hurts firm value and shareholders' wealth. Based on the expense view of CSR, managers can exploit CSR at the expense of shareholders in order to gain good reputation from other stakeholders.

Based on these two opposing views of CSR, this study empirically examines the CSR activities of Korean firms in relationship to the degree of product market competition and the amount of R&D investment. As a proxy of CSR activity, we use the KEJI index provided by CCEJ as the dependent variable. Other main variables of this study are HHI (Herfindahl-Hirschman Index) to measure the degree of product market competition, and the amount of R&D investment, leverage and free cash flow of firms. Using firms listed in the Korea Exchange and those that are in the manufacturing industry, we perform various regression analyses including the Fama-MacBeth cross sectional regressions. The sample period of the study is between January, 2009 and December, 2015.

* This work was supported by the Postdoctoral Research Program of Sungkyunkwan University(2016)

** Visiting Professor, Department of Economics, Sungkyunkwan University Seoul, Korea, First Author

*** Professor, Department of Economics, Sungkyunkwan University, Seoul, Korea, Corresponding Author

**** Professor, Business School, Korea University, Seoul, Korea, Co-Author

Our main results of the empirical analyses are as follows. First, the degree of product market competition has a positive impact on the amount of CSR activities. This result supports the value-enhancing view of CSR. Second, the size of R&D investment also has a positive effect on the amount of CSR activities. This result supports the expense view of CSR. Third, the result with respect to the leverage and free cash flow variables, which are proxies of agency cost, is consistent with the expense view of CSR. Overall, results are more supportive of the expense view of CSR compared with the value-enhancing view of CSR. This implies that the CSR activities of Korea firms can be another showing of agency problem.

Key words: Corporate Social responsibility, Agency Problem, Product Market Competition, R&D Investment

-
- 저자 류두진은 현재 성균관대학교 경제학과 초빙교수로 재직 중이다. 성균관대학교 대학원(MS in management)에서 석사학위를 취득하고, 중앙대학교 경제학과(경제정책 전공), 고려대학교 경영학과(재무 전공) 박사과정을 각각 수료하였다. 한국의국어대학교 국제경영학과(국제경영 전공)에서 경영학박사학위를 취득하였다. 주요연구분야 및 관심분야는 기업재무, 전략, 시장경쟁, CSR 등이다.
 - 저자 류두진은 서울대학교 전기공학부를 졸업하고 KAIST 경영대학에서 Finance를 전공하여 박사학위를 취득하였다. 국민연금공단 부연구위원, 한국의국어대학교 조교수, 중앙대학교 조교수를 거쳐 현재 성균관대학교 경제학과 정년보장 부교수로 재직 중이다. Investment Analysts Journal (SSCI)의 Editor이고 Emerging Markets Review (SSCI)의 Associate Editor이다. 연구분야는 Finance 전분야와 융합연구를 포함하며, 현재까지 62편의 SSCI논문과 7편의 SCI논문을 작성하였다.
 - 저자 황준호는 현재 고려대학교 경영대학 재무금융 전공 부교수로 재직 중이다. KAIST 산업경영학과 학부 및 대학원 경영공학과를 졸업하였으며, 미국 인디애나대학교에서 경영학박사를 취득하였다. 박사학위 취득 이후에는 매퍼스 대학교에서 조교수로 일하였다. 주요연구분야는 기업재무, 시장효율성, 행태재무학 등이다.