

기업의 사회적 책임(CSR) 활동에 대한 홍보가 기업가치에 미치는 영향*

석준희(주저자)
서울대학교 경영대학
(boss825@snu.ac.kr)
이유석(공저자)
서울대학교 경영대학
(eusuck1@snu.ac.kr)
고사랑(공저자)
서울대학교 경영대학
(klover83@snu.ac.kr)
김병도(교신저자)
서울대학교 경영대학
(bxk@snu.ac.kr)

기업의 사회적 책임(CSR)에 대한 논의는 그 개념이 제의된지 반세기가 넘었지만, 최근까지도 학계의 관심은 식지 않고 있다. 특히 CSR 활동이 실제 기업가치 증진에 어떤 도움을 주는지에 대해서는 여러 학자들이 다양한 주장을 하고 있다. 전통적인 미디어 이론 중 하나인 의제설정이론에 따르면, 미디어의 의제설정은 특정 주제에 대한 대중의 인식형성과정에 영향을 미친다고 한다. 같은 논리로 기업의 이해관계자는 미디어에 노출된 CSR 활동을 통해 특정기업의 CSR 수행 정도에 대한 인식을 형성할 것이다. 따라서 CSR 활동의 절대적인 양 외에도 이를 언론을 통해 얼마나 잘 홍보하였는지가 기업가치 증진에 영향을 미칠 것이라고 예상할 수 있다. 이러한 관점에서 본 연구는 CSR 활동의 절대적인 규모를 고려한 상황에서 CSR 활동에 대한 홍보와 기업가치 간의 관계, 그리고 그 관계에서 영향력이 전달되는 매커니즘을 밝히고자 하였다.

CSR 활동에 대한 홍보와 관련한 국내 데이터의 분석을 통해 우리는 다음 세 가지 결론을 도출하였다. 첫째, CSR 활동의 홍보 수준은 기업가치에 유의미하게 긍정적인 영향을 미친다. 여기서 주목할 만한 점은 CSR 활동의 홍보효과가 기부금 비율의 영향력을 통제한 후에도 나타났다는 것이다. 둘째, CSR 활동의 홍보는 기업평판을 통해 기업가치에 영향을 준다. 셋째, 기업규모에 따라 CSR 활동에 대한 홍보의 영향력이 다르게 나타날 수 있다. 특히, 규모가 작은 기업의 경우에 규모가 큰 기업에 비해 CSR 활동의 홍보효과가 높은 것으로 나타났다.

본 연구는 CSR 활동의 홍보가 기업가치에 미치는 영향력을 실증하고, 그 영향력의 매커니즘을 확인하였다는데 의의가 있다. 또한 본 연구의 결과는 기업이 보다 효과적인 CSR 활동 전략을 수립하는데 도움이 될 것으로 기대한다.

주제어: 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility), CSR 활동의 홍보, 기업평판, 기업가치, 기업규모

1. 서론

기업에 대한 우리 사회의 기대치는 지난 10여 년간 빠르게 변화하고 있다. 이러한 사회적 변화를 감

하지 못하고, 전통적인 경제적 목표에만 주력하는 기업들은 앞날을 보장받기 힘들어졌다(김병도, 2016). 매년 한국 내 주요 기업들의 사회공헌활동 내역을 조사해 발표하는 전국경제인연합회의 사회공헌백서에 따르면, 국내 주요 대기업의 2015년 사회공헌

지출액은 2.9조에 이르고, 이는 2000년 이후 12년간 꾸준히 증가하였다. 2013년 이후에는 경영상황 악화로 그 규모가 다소 감소하였으나, 여전히 기업의 사회공헌활동에 대한 관심은 줄어들지 않았다(전국경제인연합회, 2016). 뿐만 아니라, 최근 기업들은 이윤추구 행위와 기부행위를 연결하여 이를 마케팅 수단으로 사용하는 등 전략적 사회공헌활동 역시 활발히 수행하고 있다(Andrews, Fang, and Aspara, 2014).

학계에서도 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility: 이하 'CSR')에 대한 연구는 꾸준히 진행되고 있다. 경영학 분야에서는 CSR 활동의 효과를 검증하기 위해 주로 CSR 활동과 기업의 재무적 성과 간의 관계에 대한 연구(Blanco, Guillamón-Saorín, and Guiral, 2013; Lev, Petrovits, and Radhakrishnan, 2010; Luo and Bhattacharya, 2006; Orlitzky, Schmidt, and Rynes, 2003; Servaes and Tamayo, 2013; Waddock and Graves, 1997; Yu-Shu, Chyi-Lin, and Altan-Uya, 2015; 배정호 · 김병도 · 김준호, 2008; 신민식 · 김수은 · 김병수, 2011; 육근효, 2014; 천미림 · 유재미, 2013; 최운열 · 이호선 · 홍찬선, 2009)와 CSR 활동과 기업 이해관계자들의 평판 간의 관계에 대한 연구(Hsu, 2012; Hur, Kim, and Woo, 2014; Lai, Chiu, Yang and Pai, 2010; Sen and Bhattacharya, 2001; Siltaoja, 2006; Turban and Greening, 1997; Vanhamme and Grobden, 2009; 윤각 · 조재수, 2005)가 활발히 진행되어왔다. 이들 선행연구 대부분은 CSR 활동이 효과적이라는 결론을 도출 하였으나, 일부 연구는 CSR 활동의 효과를 밝힐 수 없다거나(Pava and Krausz, 1996; Margolis and Walsh, 2003), CSR 활동이 오히려 기업의 경쟁력 악화를 초래한다

는 결과(Barnea and Rubin, 2010)를 제시하기도 하였다. 몇몇 후속 연구들(Aguinis and Glavas, 2012; Orlitzky et al., 2003; 육근효, 2014; 천미림 · 유재미, 2013)에서는 이처럼 CSR 활동의 효과가 달라지는 원인을 설명하고자 시도하였으나, 아직까지 그 이유를 명확하게 규명하였다고 판단하기에는 무리가 있다.

기존 연구는 CSR 활동을 측정하기 위해 특정 단체에서 발표하는 점수를 활용하거나(Blanco et al., 2013; Luo and Bhattacharya, 2006; Servaes and Tamayo 2013; Turban and Greening, 1997; 천미림 · 유재미, 2013), 기부금 규모 혹은 기부금의 비율을 활용하였다(Brown, Helland, and Smith, 2006; Lev et al., 2010; 신민식 외, 2011; 최운열 외, 2009). 하지만 본 연구는 의제 설정 이론(Lippmann, 1922)에 기반하여, 'CSR 활동' 그 자체뿐 아니라, 'CSR 활동에 대한 홍보'도 기업가치에 영향을 미칠 것이라 예상하였다. 즉, 언론이라는 제 3자를 통한 CSR 활동의 홍보가 특정 기업과 관련한 이해관계자들의 생각에 영향을 미칠 것(McComb and Shaw, 1972)이고, 궁극적으로 이러한 CSR 활동의 홍보가 CSR 활동 그 자체와 함께 기업가치를 증진시킬 것이라는 예상이다.

본 연구는 크게 세 가지 차원에서 그 의의를 가진다. 하나는 전술한 바와 같이, CSR 활동의 홍보가 기업가치에 미치는 영향력을 확인하고 있다는 점이다. 이러한 관점의 변화를 통해 CSR 활동을 단순히 비용으로 인식하거나, 혹은 그 효과를 의심하는 경영자들에게 지금까지와는 다른 방식으로 CSR 활동에 접근할 수 있는 단서를 제공해줄 것으로 기대한다. 두 번째는 CSR 활동의 홍보와 기업가치 간의 관계에 대한 메커니즘을 확인하고 있다는 점이다. 본 연구는 CSR 활동의 홍보가 시장에서 평가한 기

업평판을 통해 기업가치에 영향을 준다는 것을 확인하였다. 현재까지 CSR 활동이 기업의 무형적 자원 중 하나인 기업평판을 통해 기업가치에 영향을 미칠 것이라는 가설을 확인한 연구(Surroca and Waddock, 2010; 허미옥·정기한, 2010)는 많지 않았고, 기업평판이 CSR 활동의 홍보가 기업가치에 미치는 영향력을 설명하는 매커니즘임을 밝힌 연구는 확인된 바 없다. 마지막 세 번째 의의는 CSR 활동의 홍보로 인한 효과가 기업규모에 따라 달라질 수 있음을 규명하였다는 점이다. 기업규모에 따라 CSR 활동의 홍보로 인한 효과가 다르게 나타난다면, 기업들은 자사의 특성에 맞춰 보다 전략적인 대응이 가능할 것이다. 또한, 본 연구는 시간의 변화와 개체별 특성을 모두 고려한 모형을 도입하고 패널회귀분석을 적용하였으며, 기업가치에 영향을 주는 다양한 변수의 영향력을 통제하여 독립변수인 CSR 활동의 홍보가 갖는 영향력을 보다 강건하게 검증했다는 점에서 의미 있는 결과를 얻었다.

II. 문헌연구 및 가설도출

2.1 CSR 활동의 효과

Bowen(1953)이 기업인의 의무를 규정된 후로 반 세기가 넘는 시간이 흘렀지만, 기업의 CSR 활동에 대한 혹은 그 발전된 형태의 활동에 대한 논의는 여전히 유효하다. Bowen(1953)은 사회적으로 바람직한 가치와 목표에 부합하도록 기업이 정책과 의사 결정을 해야 하고, 이 행동이 곧 기업인의 의무라고 하였다. 이러한 그의 주장은 후속 연구가 CSR 활동을 정의하는데 영향을 미쳤다. CSR은 시간이 지나

면서 그 범위가 조금씩 달라졌는데, Eells and Walton(1961)은 기업활동으로 인하여 발생하는 문제에 대한 책임으로, Friedman(1970)은 기업의 경제적 책임으로, McGuire(1963)는 기업이 속한 사회 전반에 대한 책임으로 그 범위를 확장하였다. 이후, Carroll(1979)이 CSR에 대한 논의를 학문적인 관점에서 체계적으로 정리한 것으로 평가받고 있다. 그는 CSR을 네 가지 차원으로 구분하였는데, 경제적, 법적, 윤리적, 자선적 책임이 그것이다. 또한 이와 같은 다차원적 책임은 시간과 상황에 따라 강조되는 부분이 다를 수 있다고 하였다. 다시 말해, 네 가지 차원의 책임들은 위계적 질서에 의한 구분이 아닌 수평적 구분이라는 것이다. 한편, Sen and Bhattacharya(2001)는 그들의 연구에서 사회적 책임활동을 지역사회 지원, 다양성 지원, 임직원 지원, 환경 지원, 해외활동 지원, 제품 지원의 여섯 가지로 구분하여 그 효과를 검증한 바 있다. 또한 기업이 CSR 활동을 이해관계자들과의 의사소통 수단으로 인식한다는 연구도 존재한다(Devin and Lane, 2014).

기업 수준에서 CSR 활동의 효과를 증명하고자 하는 연구의 결과변수로 가장 주목받는 것은 기업가치를 포함하는 재무적 성과이다(천미림·유재미, 2013). Waddock and Graves(1997)는 전기의 재무적 성과가 당기의 CSR 활동의 성과에 긍정적인 영향을 미치고, 당기의 CSR 활동의 성과가 차기의 재무적 성과에 긍정적인 영향을 미치는 선순환 구조를 가진다고 주장하였다. Orlitzky et al.(2003)은 메타분석을 통해 52개의 실증연구를 분석한 결과, CSR 활동이 기업의 회계적 가치인 시장가치 및 이윤과 긍정적인 상관관계를 가진다는 것을 밝혀낸 바 있다. 한편, CSR 활동과 기업의 재무적 가치 간의 관계가 단선적인 관계가 아니라는 연구도 존재한다. Luo and

Bhattacharya(2006)는 CSR 활동이 기업가치에 미치는 영향에 고객만족이라는 매개변수를 도입하여 CSR 활동과 기업가치의 관계를 규명하고자 하였다. Servaes and Tamayo(2013)는 소비자의 CSR 활동에 대한 인식 여부가 그 영향력의 유무에 중요한 변수라고 하였다. 그들의 연구에서 CSR 활동은 이에 대한 소비자의 인식이 높은 기업에서는 기업가치에 유의미한 영향을 미친 반면, 소비자의 인식이 낮은 기업에서는 그 영향력이 유의미하지 않은 것으로 나타났다. 천미림 · 유재미(2013)는 CSR 활동이 재무적 성과에 유의미한 영향을 미친다는 사실을 검증한 바 있다. 그들은 기업이 진정성 있는 태도로 지속적인 CSR 활동을 할 때, 그 영향력이 더 크다고 주장하였다. 또한 기업의 사회적 책임 지출(socially responsible expenditure)을 기부금으로 측정하여, 사회적 책임 지출이 기업가치에 미치는 영향을 검증한 연구도 진행되었다(신민식 외, 2011; 최운열 외, 2009). 이 연구들은 사회적 책임 지출이 기업가치에 미치는 영향이 역 U자형의 비선형 관계임을 밝혔다. 즉, 일정 수준까지는 사회적 책임 지출에 의해 기업가치가 증가하지만, 일정 수준을 넘어선 이후에는 기울기가 0이 되거나 음의 값을 지닐 수 있다는 것이다. 한편, 배정호 외(2008)의 연구에서는 CSR 활동이 언론에 노출된 100개의 국내 기업을 대상으로 사건사 분석을 수행하였는데, 이들 기업은 평균 1.04%의 비정상 수익률을 기록한 것으로 확인되었다.

위에 열거한 연구들과 달리, CSR 활동의 효과에 의문을 제기하는 연구도 존재한다. Pava and Krausz(1996)는 CSR 활동과 재무성과 간의 관계는 특정할 수 없다고 하였다. 그들은 투자자들의 입장에서 CSR 활동은 결국 기업이 비용을 지출하는 행위이므로 부정적인 결과가 나타날 수 있다고 주장했다.

Barnea and Rubin(2010)은 대리인 이론의 관점에서 CSR 활동을 설명하고자 하였다. 그들에 따르면, 경영자는 CSR 활동을 통해 개인의 명성을 얻거나 이윤을 얻을 수 있지만, 이로 인해 대리인 비용이 발생하고 기업가치가 감소할 수 있다고 하였다. 한편, Margolis and Walsh(2003)는 CSR 활동과 기업의 재무적 성과 간의 관계를 다룬 109개의 연구를 메타분석을 통해 검토한 결과, 54개의 연구에서 두 변수 간의 양의 관계를 확인한 반면, 7개의 연구는 음의 관계를, 28개의 연구는 유의미하지 않은 결과를, 20개의 연구는 혼합된 결과를 보여주었다고 보고했다. 그들은 이러한 연구 결과를 바탕으로 CSR 활동과 재무성과 간의 관계는 확정할 수 없다고 주장하였다. 이처럼 CSR 활동과 기업가치 간의 관계가 연구에 따라 상이한 이유에 대해서는 측정과 표본의 문제(Orlitzky et al., 2003), 적절하지 않은 변수의 사용(육근효, 2014), 연결 메커니즘의 부재(Aguinis and Glavas, 2012), 학제 간 연구의 부재(천미림 · 유재미, 2013)가 지적된 바 있다.

2.2 CSR 활동의 홍보와 기업가치

CSR과 관련한 연구 방향과 이론은 크게 도구적 관점, 정치적 관점, 통합적 관점, 윤리적 관점으로 구분된다(Garriga and Mele, 2004). 먼저, 도구적 관점의 연구에서는 CSR 활동이 기업의 경제적 목적을 달성하기 위한 수단이라고 보았다. 두 번째로, 정치적 관점의 연구에서는 기업과 사회의 연결 및 상호작용, 그리고 기업이 가진 힘과 책임 등에 관심을 가졌다. 세 번째로, 통합적 관점의 연구에서는 기업활동이 어떻게 사회의 요구를 만족 시키는지, 사회라는 공동체 내에서 어떻게 기업활동을 지속할 것인지 등 사회와 기업의 공생에 집중하였다. 마치

막으로, 윤리적 관점의 연구에서는 기업과 사회의 관계를 보다 공고히 만드는 윤리적 요구에 대한 연구가 주를 이루었다(Garriga and Mele, 2004). 도구적 관점에 기반하여 CSR 활동이 기업성장에 미치는 긍정적인 효과를 설명하는 연구들은 이해관계자 이론을 그 근거로 제시한다(Garriga and Mele, 2004; 유재미, 2017). 이 연구들은 기업이 CSR 활동을 통해 소비자, 투자자, 직원, 정부 등을 포함한 여러 이해관계자들과 관계를 개선할 수 있고, 이는 궁극적으로 기업 성과의 개선으로 이어진다고 본다(Fombrun, Gardberg and Barnett, 2000; Freeman, 1984; 유재미, 2017). 즉, CSR 활동은 기업성장에 직접적인 영향을 미치는 것이 아니라, 기업을 둘러싸고 있는 이해관계자들과의 관계개선을 통해 간접적으로 기업성장에 영향을 미칠 수 있다는 것이다. 이러한 관점에서 기업은 그들이 수행한 CSR 활동을 다양한 이해관계자들에게 명확히 알려야만 기업 성과의 개선을 기대할 수 있을 것이라는 추론이 가능하다. 여기서 CSR 활동을 알리는 행위가 CSR 활동에 대한 홍보라고 볼 수 있다. CSR 활동을 적극적으로 알리는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 이해관계자들과의 관계가 개선될 소지가 높고, 궁극적으로 기업성과 개선에 긍정적인 영향을 받게 될 개연성도 높아질 것이다.

Lippmann(1922)의 의제설정 이론(*agenda setting theory*)은 '바깥세상과 우리 머릿속 그림(*the world outside and the pictures in our heads*)'이라는 개념을 도입하였다. 그에 따르면, 대중들은 마치 플라톤의 동굴의 비유에서 사람들이 벽에 비친 그림자를 보고 세상을 받아들이는 것처럼 언론이 보여주는 세상을 보고 그것을 실제인 것으로 믿는다고 한다. 후에 McComb and Shaw(1972)는 매스미디어가 특정 주제나 현상을 강조함으로써 수용자의 인지적

측면에 영향을 미친다고 하였다. 즉, 미디어는 사람들이 '무엇을 할 것인가'가 아닌 '무엇을 생각할 것인가'를 결정하는데 영향을 줌으로써 태도 변화보다 인지적 변화를 추구한다는 것이다. 또한, 미디어의 의제설정은 특정 주제에 대한 대중의 인식형성과정에도 영향을 미친다고 알려져 있다(Brown and Deegan, 1998). 전술한 이해관계자 이론과 의제설정 이론을 종합하면, 기업이 실제로 CSR 활동을 실행하는 것도 중요하지만, 이 CSR 활동을 이해관계자들에게 적극적으로 알림으로써 기업성과 개선을 기대할 수 있다고 요약할 수 있다. 이와 같은 논리는 CSR 활동이 소비자에게 잘 알려진 상황에서만 기업가치에 영향을 준다고 주장한 Servaes and Tamayo(2013)의 연구와 기업이 CSR 활동을 기업의 이해관계자들과의 의사소통 과정으로 인식한다는 Devin and Lane(2014)의 주장과도 맞닿아 있다. 뿐만 아니라, 배정호 외(2008)가 확인한 것처럼 특정기업의 CSR 활동이 언론에 노출된 이후에 비정상 수익률이 발생했다면, 이는 기업의 이해관계자들이 뉴스보도에 반응한 것이라는 주장의 근거가 될 수 있다. 이상의 논의를 바탕으로 다음과 같은 가설을 도출하였다.

가설 1: CSR 활동의 홍보가 증가할수록 기업가치가 증가한다.

2.3 CSR 활동의 홍보와 기업평판

CSR 활동과 기업의 재무적 성과 간 메커니즘을 찾아내고자 한 연구들은 다양하게 진행된 바 있다. Lev et al.(2010), Luo and Bhattacharya(2006)는 기업에 대한 소비자의 만족도가 CSR 활동이 해당 기업의 재무적 성과에 미치는 영향을 매개한다는

것을 확인하였고, Blanco et al.(2013)은 노동력과 비용으로 측정된 기업의 혁신 집중도가 CSR 활동과 재무적 성과 간의 관계를 매개한다고 하였다. 또한, Yu-Shu et al.(2015)의 연구에서는 기업의 이사회 구성원 관계를 토대로 측정된 사회적 자본이 CSR 활동과 기업의 재무적 성과 간의 관계를 매개한다고 보고한 바 있다. 하지만 CSR 활동과 기업의 재무성과 간의 관계를 기업평판이 매개함을 실증한 연구는 상대적으로 그 수가 적다. 기업평판은 기업의 이해관계자들이 장기간에 걸쳐 형성한 특정 기업에 대한 전반적인 평가를 의미한다(Gotsi and Wilson, 2001). 또한, 기업평판은 기업의 전략, 문화, 그리고 가치를 총체적으로 반영하여 형성된다고 알려져 있다(Dowling, 2004). CSR 활동은 기업이 나타내고자 하는 핵심가치에 기반하여 이루어지는 활동이므로(Siltaoja, 2006), 이는 기업평판에 영향을 미치는 하나의 요인으로 작용할 수 있을 것이다.

CSR 활동과 기업평판 간의 관계를 실증한 연구로서 Hur et al.(2014)은 한국의 소비자들을 대상으로 실시한 설문조사를 통해 CSR 활동과 기업평판 간에 긍정적인 관계가 있음을 밝힌 바 있다. Hur et al.(2014)에서는 CSR 활동이 기업평판에 영향을 주고, 이 둘의 관계는 기업 신뢰를 통해 매개된다는 경로도 함께 제시하였다. Sen and Bhattacharya(2001)는 CSR 활동이 대중의 기업에 대한 평가에 긍정적인 영향을 가진다고 주장한 바 있으며, Turban and Greening(1997)은 KLD(Kinder, Lydenberg, Domini & Co) 점수와 Fortune에서 발표하는 기업에 대한 평가점수(FAMA: Fortune America's Most Admired Corporation)를 각각 CSR 활동과 기업평판의 측정변수로 상정하고 CSR 활동이 기업평판에 유의미한 영향을 미친다는 것을 확인하

였다. 뿐만 아니라, 소비자는 CSR 활동을 지속적으로 수행한 기업에 대한 부정적인 사건 혹은 정보에 노출되더라도 그 기업의 이미지를 부정적으로 인식하지 않는다는 연구도 진행된 바 있다(Vanhamme and Grobben, 2009; 윤각 · 조재수, 2005). 이와 함께, CSR 활동과 기업평판 간의 관계에서 대중의 CSR 활동에 대한 인지(perception)에 초점을 맞춘 연구도 존재한다. Hsu(2012)는 대만의 생명보험 산업의 기업들을 대상으로 한 연구에서 고객들이 가지는 각 기업의 사회공헌활동에 대한 인지도가 해당 기업의 평판, 브랜드 자산, 그리고 고객만족에 긍정적인 영향을 가진다고 주장하였다. 또한, 김효숙(2010)은 소비자는 특정기업의 CSR 활동을 인지한 상황에서 해당 기업에 대해 긍정적인 태도와 함께 높은 구매의도를 가지며, 소비자가 CSR 활동에 대한 정보원천으로 가장 신뢰하는 매체는 언론보도라고 주장하였다. Lai et al.(2010)에서도 구매자가 공급자의 CSR 활동에 대해 인지하면, 이는 그 공급자에 대한 평판에 긍정적인 영향을 미친다고 하였다. 전술한 바와 같이, CSR 활동은 그것이 이해관계자들에게 알려졌을 때에 그 효과를 기대할 수 있으므로, CSR 활동에 대한 홍보가 기업평판에 긍정적인 역할을 할 것이라 예상할 수 있다. 한편, 기업평판은 기업의 브랜드 자산 및 브랜드 가치에 긍정적인 영향을 미치고(Hsu, 2012; Hur et al., 2014; Lai et al., 2010), 소비자의 신뢰를 증진 시킴과 동시에 기업의 지각된 위험을 낮추는 효과가 있다고 알려져 있다(Stanaland, Lwin, and Murphy, 2011). Roberts and Dowling(2002)은 FAMA 점수를 기업평판으로 측정하여, 기업평판이 기업의 재무적 성과에 유의미한 영향을 미친다고 보고하였다. 또한 Hur et al.(2014)는 CSR 활동이 기업평판을 통해 브랜드 자산에 미치는 경로가

유의미하다고 주장하였다. 뿐만 아니라, Surroca and Waddock(2010)은 혁신, 인적자원, 평판, 문화로 구성된 네 가지의 무형적 자원에 의해 CSR 활동이 기업의 재무적 성과에 미치는 영향이 매개될 것이라는 가설을 검증하고자 하였다. 상기한 논의를 바탕으로 아래와 같은 두 번째 가설을 수립할 수 있다.

가설 2: CSR 활동의 홍보가 증가할수록 기업평판이 개선되고, 그 결과 기업가치가 증가한다.

2.4 CSR 활동의 홍보와 기업규모

CSR 활동은 기업규모와 관련성이 높은데, 이는 규모가 큰 기업일수록 공중과 사회적 이슈에 민감하게 반응하는 집단에 의해 검증의 대상이 될 가능성이 크기 때문이다(Roberts, 1992). 또한, 규모가 큰 기업은 그들의 이해관계자들에게 비교적 더 쉽게 노출되고, 따라서 규모가 작은 기업에 비해 상대적으로 사회적인 책임이 더 크다는 인식이 형성되기 쉽다(Udayasankar, 2008). Cowen, Ferreri, and Parker(1987)는 규모가 큰 기업일수록 그들이 가지는 사회적 영향력이 크고, 이로 인해 규모가 작은 기업에 비해 사회적 책임의 의무가 두드러진다고 하였다. Udayasankar(2008)는 기업의 규모에 따라 이해관계자들의 CSR 활동에 대한 요구가 다르게 나타나는 것을 가시성(visibility)의 개념으로 설명하고자 하였다. 즉, 규모가 큰 기업일수록 가시성이 높고, 따라서 CSR 활동에 대한 요구가 높아진다는 것이다. 그는 가시성이 낮은 기업이 CSR 활동을 통해 얻게 되는 정당성(legitimacy)의 한계효용은 가시성이 높은 기업에 비해 클 것이라고 주장하였다. 또한 기업이 획득한 정당성은 기업성과에 궁

정적인 영향을 미치는 것으로 알려져 있다(Oliver, 1991). 이와 같은 맥락에서 소규모 기업은 대기업과 달리 일반대중의 감시에 덜 노출되어 있기 때문에(반혜정·김석수, 2009), CSR 활동에 대한 대중의 반응이 다를 것이라 예상할 수 있다. 즉, 대중들의 입장에서는 CSR 활동에 대한 요구 수준이 낮은 기업의 CSR 활동을 인지하는 것이기 때문에 규모가 작은 기업에서 상대적으로 CSR 활동의 홍보효과가 클 것이다.

한편, 특정기업의 행위와 CSR 메시지 간 괴리가 있을 경우, 소비자는 해당 기업이 위선적(corporate hypocrisy)이라고 인지하고 그 기업에 대해 부정적인 태도를 취한다(Wagner, Lutz, and Weitz, 2009). 가시성이 높은 기업들은 일반대중의 감시에 더 노출되어 있기 때문에 그들의 행동과 CSR 활동 간 모순이 생기면 대중들은 보다 민감하게 반응한다. 이로 인하여, 가시성이 높은 기업들은 그렇지 않은 기업에 비해 위선적 행동을 한다는 비판에 더 쉽게 직면할 것이다. 예를 들면, 일부 소비자들은 기업이 CSR 활동을 하는 것이 진정성 있는 윤리적 책임에 기반한 것이 아니라, 경쟁 기업의 활동을 추종하거나 해당 기업에 불이익을 줄 수 있는 사건을 무마시키기 위한 것으로 의심할 수 있다. 이처럼 소비자들이 기업의 CSR 활동을 위선으로 의심하는 경향도 가시성이 높은 기업들에 대해 더 강하게 나타날 수 있다. 이상의 논의를 종합하면, 규모가 상대적으로 작은 기업의 경우에 규모가 상대적으로 큰 기업보다 CSR 활동에 대한 요구 수준이 낮고, 위선적이라는 비판에 노출될 위험이 상대적으로 작다고 이해할 수 있다. 이로 인해, 기업 규모가 상대적으로 작은 경우에 CSR 활동의 홍보효과가 더 크게 나타날 것이라는 예상이 가능하다.

가설 3: 기업규모가 작을수록 CSR 활동의 홍보가 기업가치에 미치는 영향력이 더 크다.

III. 연구설계

3.1 변수측정

CSR 활동은 선행연구에서 다양한 방법으로 측정되었는데, 외부 기관에서 산출한 특정 수치로 측정된 연구(Blanco et al., 2013; Luo and Bhattacharya, 2006; Servaes and Tamayo 2013; Turban and Greening, 1997; 천미림·유재미, 2013)가 있는 반면, 기부금 혹은 그 비율로 측정된 연구도 존재한다(Brown et al., 2006; Lev et al., 2010; 신민식 외, 2011; 최운열 외, 2009). 본 연구는 선행연구들과 다르게 CSR 활동 그 자체보다 CSR 활동의 홍보에 초점을 맞추고자 하였다. 우리는 CSR 활동의 홍보를 각 기업이 2010-2014년에 주요 일간지 및 경제지를 통해 게재한 CSR 활동 관련 뉴스보도의 양으로 측정하였다. 각 기업의 CSR 활동 관련 뉴스보도를 측정하기 위하여 뉴스포털사이트에서 “CSR”, “사회공헌”, “기업의 사회적 책임”이라는 키워드로 검색을 진행하였다(정혜승·성민정, 2016). 측정 대상이 된 신문은 한국 ABC 협회에서 2015년에 발표한 8대 주요 일간지(조선일보, 중앙일보, 동아일보, 한겨레신문, 경향신문, 국민일보, 한국일보, 문화일보) 및 5대 경제지(매일경제, 한국경제, 서울경제, 머니투데이, 헤럴드경제)로 한정하였다.

다수의 선행연구에서는 기업평판을 Fortune에서 발표하는 FAMA 조사점수로 측정하였다(Roberts

and Dowling, 2002; Surroca and Waddock, 2010; Turban and Greening, 1997). 한국에는 FAMA 조사방법을 한국적 상황에 맞게 적용한 한국능률협회의 KMAC(Korea's Most Admirable Company) 조사가 있다. 이 조사는 2005년에 처음 시행된 것으로서 한국능률협회가 산업계 간부진과 애널리스트로 구성된 약 7,350명의 패널에게 설문을 진행한 후, 이를 종합한 점수를 산출하여 매년 1분기에 대상 기업들의 직전연도 점수와 랭킹을 발표한다. KMAC은 조사대상 기업의 지속적인 혁신 능력과 주주가치, 직원가치, 고객가치, 사회가치, 이미지가치를 종합적으로 평가하는 조사항목을 기반으로 0점에서 10점까지의 종합점수를 산출한다(한국능률협회컨설팅, 2016). 본 연구에서는 2011-2015년의 KMAC 점수를 활용하여 매개변수인 기업평판을 측정하였다.

조절변수인 기업규모는 2016년 공정거래위원회에서 발표한 상호출자제한 기업을 기준으로 하였다. 공정거래위원회는 경제력 집중, 공정성 훼손 등의 부작용 방지를 위해 2002년부터 매년 자산 순위를 기준으로 대기업집단을 발표하고 있다. 2016년에는 경제 여건 변화를 반영하여 대기업집단 구분에 대한 기준을 종전 5조원에서 10조원으로 상향했다(공정거래위원회, 2016). 본 연구에서는 대규모 기업의 기준을 10대 기업 포함 여부와 30대 기업 포함 여부의 두 가지로 구분하여 확인하고자 하였다. 구체적으로, 2016년 기준 대기업집단에 속해있는 기업 중 10대 기업과 그 계열사, 그리고 30대 기업 및 그 계열사에 대해서 각 집단에 속한 기업은 1로 속하지 않은 기업은 0으로 코딩한 두 개의 서로 다른 더미 변수를 생성하였다.

본 연구에서는 종속변수인 기업가치를 측정하기 위해 Tobin's q를 활용하였다. Tobin's q는 기업의

시장가치를 대체가치로 나누어 산출하며, 경제학과 경영학을 포함한 여러 학문분야에서 널리 쓰이고 있다(Servaes and Tamayo, 2013). 다만, 국내에서는 자산의 대체가치에 대한 자료를 구할 수 없기 때문에 대체가치를 장부가치로 치환하여 Tobin's q 변수를 산출하였다(Chung and Pruitt, 1994; Griliches, 1981; 신민식 외, 2011; 천미림·유재미, 2013; 최운열 외, 2009). KMAC 점수로 측정된 2011년부터 2015년까지의 기업평판과 Tobin's q로 측정한 같은 기간의 기업가치는 2010년부터 2014년의 CSR 활동에 대한 홍보에 대응한다. 이와 같은 변수의 측정은 두 가지 이유로 수행되었다. 먼저, 기업평판이 장기간에 걸쳐 형성된 이해관계자들의 특정기업에 대한 전반적인 평가(Gotsi and Wilson, 2001)라는 기존의 정의에 따라, CSR 활동의 홍보를 수행한 후에 기업평판이 형성되기까지는 일정한 기간이 필요할 것이라 예상하였고, 본 연구에서는 그 기간을 1년으로 설정하였다. 두 번째로, CSR 활동의 홍보와 기업가치 간에는 역의 인과관계(reverse causality) 문제가 발생할 수 있다. Waddock and Graves(1997)의 연구에서처럼 전기의 재무적 성과가 당기의 CSR 활동 및 그 홍보활동에 유의미한 영향을 미칠 수도 있는 것이다. 본 연구는 이러한 역의 인과관계 문제를 해결하기 위해 전술한 방식으로 변수를 측정하였다.

통제변수로는 먼저 기부금 지출을 상정하여 절대적인 CSR 활동 규모의 영향력과 CSR 활동의 홍보로 인한 영향력을 구분하고자 하였다. 기부금 지출은 사회적 책임 지출의 상당부분을 반영하는 지표임과 동시에 기업이 수행하는 대표적인 CSR 활동 중 하나로 여러 연구에서 이를 CSR 규모의 대리변수

로 활용하고 있다(Brown et al., 2006; Lev et al., 2010; 신민식 외, 2011; 최운열 외, 2009). 본 연구에서는 추가적으로 기업 규모별 기부금 금액의 차이를 상쇄하고자, 매출액 대비 기부금의 비율로 이를 측정하였다(신민식 외, 2011; 최운열 외, 2009). 또한, 기업이 광고 및 홍보에 집중하는 정도의 영향력을 고려하기 위해 판매비와 관리비 대비 광고선전비를 추가하였고, 거시경제적 요인의 영향력을 통제하기 위해 해당 연도의 GDP를 통제변수로 고려하였다. 그리고 기업가치를 측정하고자 도입한 Tobin's q에 영향을 줄 것으로 예상되는 다양한 재무적 요인들을 통제변수로 고려하였다. 여기에는 자본금순이익률(net income to capital stock), 매출액 증가율, 자산의 자연대수, 부채비율, 외국인 지분비율, 최대주주지분비율, 기업연령이 포함되었다. 마지막으로 산업과 연도별 특수성을 고려하기 위한 더미변수를 추가하였다. 산업더미는 먼저 표본기업들을 제조업과 서비스업으로 구분하고, 각 구분된 기업들을 다시 B2B 산업과 B2C 산업을 기준으로 나누어 각 표본기업들이 총 네 개의 산업군 중 하나에 속하도록 조작하였다. 변수에 대한 자세한 설명은 다음 <표 1>에 정리하였다.

3.2 표본선정

본 연구의 주요 변수 중 하나는 기업평판을 측정하는 KMAC 점수이다. KMAC은 매년 순위에 포함된 기업에 대해서만 그 점수를 발표하기 때문에 균형패널자료를 만들기 위해서는 분석기간 동안 탈락되지 않고 순위에 포함된 기업을 선택해야 한다.¹⁾ 이에 따라, KMAC 점수가 5년 연속으로 존재하는

1) 불균형패널자료의 경우 추정치에 편향이 발생할 위험이 있으므로 본 연구에서는 균형패널자료를 구축하여 분석을 실시하였다(Wooldridge, 2016).

〈표 1〉 변수의 측정 방법 및 출처

변수	조작적 정의	측정방법	출처
기업가치 (TQ)	투자자들이 평가한 기업의 미래가치	{(보통주 증가×보통주 주식수)+(우선주 액면가×우선주 주식수)+총 부채 장부가액} / 총 자산의 장부가액 연구기간: 2011년 - 2015년	한국상장사 협의회
기업평판 (REP)	이해관계자들이 평가한 전반적인 평판점수	KMAC 점수 지속적인 혁신 능력과 주주가치, 직원이치, 고객가치, 사회가치, 이미지가치를 종합적으로 평가하여 산출한 점수 연구기간: 2011년 - 2015년	한국능률협회 컨설팅
CSR 활동의 홍보 (PCSR)	주요 언론사의 각 기업에 대한 CSR 활동 언론보도 수(홍보 수)	13개 주요 신문사에 게재된 1년간의 CSR 관련 뉴스보도 수 연구기간: 2010년 - 2014년	네이버 뉴스검색
기부금 비율 (CTR)	기업의 규모를 감안한 CSR 활동의 절대적 수치	기부금/매출액 연구기간: 2011년 - 2015년	한국상장사 협의회
광고비 비율 (ADV)	광고 활동 집중도	광고비와 선전비/판매비와 관리비 연구기간: 2011년 - 2015년	
자본금순이익률 (NIC)	배당 능력을 판단하기 위한 지표	당기 순이익/자본금 연구기간: 2011년 - 2015년	
자산 (AST)	기업이 보유한 유/무형 가치물의 총액	총 자산의 장부가액 연구기간: 2011년 - 2015년	
부채비율 (LEV)	재무건전성 참고 지표	총 부채 장부가액/총 자산 장부가액 연구기간: 2011년 - 2015년	
외국인 비율 (FOR)	전체 주식 중 외국인 투자자의 지분비율	외국인 주식수/총 발행 주식수 연구기간: 2011년 - 2015년	
최대주주 비율 (OWR)	전체 주식 중 최대주주의 지분비율	최대주주 주식수/총 발행 주식수 연구기간: 2011년 - 2015년	
기업연령 (AGE)	기업활동 지속기간	분석대상 년도 - 설립 년도 연구기간: 2011년 - 2015년	
매출액 증가율 (SALE)	연 매출액 증가율	(당기 매출액 - 전기 매출액)/전기 매출액 연구기간: 2011년 - 2015년	
국내총생산 (GDP)	국내 경기	분석 년도의 GDP(단위: 십조원) 연구기간: 2011년 - 2015년	
기업규모 (MF10, MF30)	10대/ 30대 대기업 포함여부	10대 대기업집단 및 계열사 여부 30대 대기업집단 및 계열사 여부	공정거래위원회
산업더미 (IND)	각 산업의 특수성을 반영하는 더미변수	B2C/서비스기업, B2B/서비스기업, B2B/제조기업, B2C/제조기업,	
연도더미 (YD)	각 연도의 특수성을 반영하는 더미변수	2011, 2012, 2013, 2014, 2015	

* 괄호 안은 모형에 사용한 변수명

비금융기업 100개를 먼저 채택하였다. 은행, 증권, 보험 등 금융업종을 표본기업에서 제외한 이유는 자본구조, 영업방법, 정부의 규제 등에서 일반 제조업, 서비스업 등과 차이가 있기 때문이다(신민식 외, 2011). 이렇게 채택한 100개의 기업 중 먼저 2011년 이후에 주식시장에 상장된 기업을 제외하였다. 다음으로 대규모 M&A를 공시한 기업의 경우, 이러한 활동이 기업가치를 포함한 여러 재무적 상황에 영향을 줄 수 있을 것이라 예상하여 표본에서 제외하였다. 마지막으로, 기업명이 일반명사와 같아서 해당 기업의 뉴스를 검색할 수 없는 기업은 표본에 포함시키지 않았다. 전술한 기준을 적용하여 채택한 최종 표본 내의 기업 수는 77개이며, 기업-연도 표본 수는 총 385개이다.

3.3 연구모형

CSR 활동의 홍보가 기업가치에 영향을 미칠 것이라는 가설1의 검증을 위해 모형(1)의 패널회귀분석 모형을 설정하였다. 모형(1)의 종속변수는 기업가치의 대응변수인 Tobin's q(TQ)이고, 독립변수는 CSR 활동의 홍보(PCSR)이다. 이어서 통제변수로 매출액 대비 기부금 지출 비율(CTR), 판매비와 관리비 대비 광고선전비 비율(ADV), 자본금순이익률(NIC), 총자산(AST), 부채비율(LEV), 외국인 투자자 비율(FOR), 최대주주 비율(OWR), 기업연령(AGE), 매출액 증가율(SALE), GDP(GDP), 업종더미(IND)와 연도더미(YD)를 삽입하였다.

$$\begin{aligned}
 TQ_{it} = & \beta_0 + \beta_1 PCSR_{it} + \beta_2 CTR_{it} + \beta_3 ADV_{it} \\
 & + \beta_4 NIC_{it} + \beta_5 AST_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 FOR_{it} \\
 & + \beta_8 OWR_{it} + \beta_9 AGE_{it} + \beta_{10} SALE_{it} \\
 & + \beta_{11} GDP_{it} + \gamma_1 IND_1 + \gamma_2 IND_2 + \gamma_3 IND_3 \\
 & + \gamma_4 YD_1 + \gamma_5 YD_2 + \gamma_6 YD_3 + \gamma_7 YD_4 \\
 & + \varepsilon_{it}, i = 1, \dots, 77, t = 1, \dots, 5 \\
 & \dots \dots \dots \text{모형(1)}^{2)}
 \end{aligned}$$

모형(2)는 CSR 활동의 홍보가 기업가치에 미치는 영향을 기업평판(REP)이 매개할 것이라는 가설 2를 검증하고자 설정되었다. 전술한 바와 같이, 기업평판을 측정하기 위해 활용한 변수는 KMAC 점수이다.

$$\begin{aligned}
 TQ_{it} = & \beta_0 + \beta_1 REP_{it} + \beta_2 PCSR_{it} + \beta_3 CTR_{it} \\
 & + \beta_4 ADV_{it} + \beta_5 NIC_{it} + \beta_6 AST_{it} + \beta_7 LEV_{it} \\
 & + \beta_8 FOR_{it} + \beta_9 OWR_{it} + \beta_{10} AGE_{it} \\
 & + \beta_{11} SALE_{it} + \beta_{12} GDP_{it} + \gamma_1 IND_1 \\
 & + \gamma_2 IND_2 + \gamma_3 IND_3 + \gamma_4 YD_1 + \gamma_5 YD_2 \\
 & + \gamma_6 YD_3 + \gamma_7 YD_4 \\
 & + \varepsilon_{it}, i = 1, \dots, 77, t = 1, \dots, 5 \\
 & \dots \dots \dots \text{모형(2)}
 \end{aligned}$$

마지막 모형(3)은 기업규모에 따른 조절효과를 보고자 한 가설3을 검증하기 위한 것이다. 상위 10대(MF10), 30대(MF30) 대기업과 그 자회사에 1, 나머지에 0의 값을 부여한 두 개의 더미변수를 통해 기업규모에 따른 CSR 활동의 홍보효과를 검증하고자 하였다. 세 번째 패널회귀분석모형은 아래와 같

2) CSR 활동의 홍보(PCSR)와 총자산(AST)은 변수의 특성상 기업에 따라 편향된 측면이 있기 때문에 자연대수를 취한 후 모형을 추정하였다. 연도더미와 산업더미의 기준변수는 각각 2011년, B2C/서비스기업이다.

다. 모형(3)에서는 기업규모를 10대 그룹과 그 계열사인 경우와 30대 그룹과 그 계열사인 경우로 나누어 두 번에 걸쳐 추정하였다.

$$\begin{aligned}
 TQ_{it} = & \beta_0 + \beta_1PCSR_{it} + \beta_2MF10(30)_{it} \\
 & + \beta_3PCSR \times MF10(30)_{it} + \beta_4CTR_{it} \\
 & + \beta_5ADV_{it} + \beta_6NIC_{it} + \beta_7AST_{it} \\
 & + \beta_8LEV_{it} + \beta_9FOR_{it} + \beta_{10}OWR_{it} \\
 & + \beta_{11}AGE_{it} + \beta_{12}SALE_{it} + \beta_{13}GDP_{it} \\
 & + \gamma_1IND_1 + \gamma_2IND_2 + \gamma_3IND_3 + \gamma_4YD_1 \\
 & + \gamma_5YD_2 + \gamma_6YD_3 + \gamma_7YD_4 \\
 & + \varepsilon_{it}, \quad i = 1, \dots, 77, t = 1, \dots, 5 \\
 & \dots\dots\dots \text{모형(3)}
 \end{aligned}$$

패널회귀분석은 횡단면 자료의 정보와 시계열 자료의 정보를 모두 이용한 분석방법으로 횡단면 혹은 시계열 분석으로 파악할 수 없는 추가적인 정보를 얻을 수 있다는 장점이 있다(Wooldridge, 2016). 본 연구에서는 패널회귀분석의 장점을 이용하여 CSR 활동에 대한 홍보와 기업평판, 기업가치 간의 관계를 보다 면밀히 확인하고자 한다. 일반적인 패널회귀모형은 다음과 같은 식으로 단순화할 수 있다.

$$\begin{aligned}
 Y_{it} = & \alpha + \beta X_{it} + u_i + \varepsilon_{it} \\
 i = & 1, \dots, n, t = 1, \dots, T
 \end{aligned}$$

위 식에서 나타난 바와 같이 패널회귀모형은 오차항이 두 개로 구성되어 있다. 여기서 u_i 는 패널 개체에 따라 변하지만, 시간에 따라 변하지 않는 오차항으로, ε_{it} 는 개체와 시간에 따라 모두 변하는 순수한 오차항으로 구분할 수 있다. 적절한 패널회귀모형을 결정할 때 중요한 기준은 데이터에서 패널 개체의

특성을 의미하는 u_i 에 대한 추론(inference)이다. 패널회귀모형에는 u_i 에 대한 추론 방법에 따라 크게 세 가지 모형이 대표적으로 쓰이고 있다. 패널데이터의 특성을 고려하지 않고 계수를 추정하는 합동 OLS(Pooled OLS), 개체 간 차이를 나타내는 오차항 u_i 를 추정해야 하는 모수로 간주하는 고정효과 모형(Fixed-effects model), 오차항 u_i 를 확률변수로 가정하는 임의효과모형(Random-effects model)이 그것이다(Wooldridge, 2016; 민인식 · 최필선, 2016). 본 연구에서는 가설 검증을 위해 임의효과모형을 도입하였는데, 그 이유는 다음과 같다. 먼저 적절한 모형을 선택하기 위해 Hausman(1978)이 제안한 검정 방법을 활용하였다. 그 결과, 연구의 가설 검증을 위해 설정한 위 네 가지 모형들은 모두 ‘Cov(x_{it} , u_i) = 0’의 영가설을 기각하지 못하였다($p < .01$)(Hausman, 1978; Wooldridge, 2016). 두 번째로 산업 및 대기업 더미는 시간에 따른 그룹내 분산이 0이므로 만약 고정효과모형을 선택할 경우, 해당 변수들은 누락될 수밖에 없다(Wooldridge, 2016). 특히, 대기업 더미의 경우에는 세 번째 가설의 검증을 위해 반드시 도입되어야 하므로 고정효과모형을 사용하여 추정하기에는 한계가 있다. 마지막으로, Breusch and Pagan(1980)이 제안한 라그랑지 승수 검정(Lagrange Multiplier test) 결과, 네 가지 검정 모형에서 영가설 ‘ $\sigma_u^2 = 0$ ’이 기각되어 오차항의 전체 분산은 ($\sigma_u^2 + \sigma_e^2$)가 된다. 따라서 합동 OLS 모형보다는 임의효과모형을 적용하는 것이 적절하다는 결론을 내리게 되었다.

IV. 실증분석 결과

4.1 기술통계량

〈표 2〉는 연구모형에 포함된 변수들의 기술통계량이다. 먼저 표본기업의 재무성과를 나타내는 변수인 Tobin's q의 평균은 1.272로 보고되었다. Tobin's q의 평균이 1보다 높은 것을 볼 때, 표본기업의 평균적인 기업가치는 장부가치에 비해 높은 상태임을 알 수 있다. KMAC점수로 측정된 표본기업의 평균 기

업평관은 6.575점이며, 표본기업들은 평균적으로 매년 44.6개의 CSR 활동 관련 뉴스보도를 게재하였다. 또한 매출액 대비 평균 0.1%의 금액을 기부금으로 지출하였으며, 판매비와 관리비 대비 광고비 비율은 평균 6.7%였다. 자본금순이익률의 평균은 177.2%로 나타났으며, 자산은 평균 7조원, 부채비율은 평균 46.5%였다. 각 연도 GDP의 평균은 1,436조원이었고, 매출액 증가율은 평균 3.2%로 보고되었다. 전체 표본에서 10대 대기업 집단에 속하는 기업 수는 16개, 30대 기업에 속하는 기업 수는 33개였으며, 각각의 비율은 20.78%, 42.86%

〈표 2〉 주요 변수들의 기술통계량

변수	평균	표준편차	최소값	최대값
기업가치	1.272	0.815	0.403	6.264
기업평관	6.575	0.763	4.300	8.500
CSR 활동에 대한 홍보의 자연대수	2.579	1.607	0	6.492
기부금 비율	0.001	0.002	0	0.027
광고비 비율	0.067	0.080	0	0.359
자본금순이익률	1.772	4.189	-9.999	37.957
자산의 자연대수	21.505	1.565	18.676	25.853
부채비율	0.465	0.185	0.091	0.989
외국인 주식비율	0.192	0.159	0.000	0.767
최대주주 비율	0.400	0.152	0.068	0.868
기업연령	39.701	19.944	4	96
GDP	143.685	7.970	133.268	155.859
매출액 증가율	0.032	0.134	-0.965	0.913
변수	빈도			
기업규모	10대 대기업 집단 수: 16개 30대 대기업 집단 수: 33개			
산업	B2C/서비스기업 수: 14개 B2B/서비스기업 수: 12개 B2C/제조기업 수: 22개 B2B/제조기업 수: 29개			

※ 각 변수의 설명은 〈표 1〉참조

〈표 3〉 상관관계 분석결과

변수	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1. 기업가치	1												
2. 기업평판	0.232***	1											
3. CSR 활동의 홍보	0.187**	0.506***	1										
4. 기부금 비율	0.144**	0.219***	0.194***	1									
5. 광고비 비율	0.302***	-0.037	0.090*	0.238***	1								
6. 자본급순 이익률	0.287***	0.357***	0.310***	0.231***	0.121	1							
7. 자산	-0.085*	0.445***	0.728***	0.028	-0.251***	0.236***	1						
8. 부채비율	-0.12	-0.250***	0.009	-0.15***	-0.381***	-0.296***	0.157***	1					
9. 외국인 주식비율	0.311***	0.471***	0.588***	0.076	0.075	0.440***	0.571***	-0.293***	1				
10. 최대주주 비율	-0.029	-0.220***	-0.316***	0.022	0.206***	-0.135***	-0.370***	-0.044	-0.400***	1			
11. 기업연령	-0.165***	0.071	0.006	0.002	-0.105*	-0.078	0.084	-0.093*	-0.092*	-0.109**	1		
12. GDP	0.077	-0.053	0.056	0.068	-0.011	-0.024	0.027	-0.058	-0.021	0.005	0.071	1	
13. 매출액 증가율	0.324***	0.151***	-0.003	0.081	0.117**	0.174***	-0.06	-0.035	0.060	0.039	-0.008	-0.178***	1

* : $p < 0.1$, ** : $p < 0.05$, *** : $p < 0.01$

였다. 마지막으로 B2C/서비스기업 수는 14개, B2B/서비스기업 수는 12개, B2C/제조기업 수는 22개, B2B/제조기업 수는 29개인 것으로 보고되었다.

〈표 3〉은 변수들의 상관관계를 나타내고 있다. 먼저 CSR 활동의 홍보와 자산 간에는 기존 연구에서 확인한 바와 같이(Cowen et al., 1987; Udayasankar, 2008), 유의미하게 높은 상관관계($\rho = .728$)를 보여주고 있다. 이외에 외국인 투자비율과 자산, 외국인 투자비율과 CSR 활동의 홍보, CSR 활동의 홍보와 기업평판도 0.5 이상의 상관관계를 가지고 있다.

본 연구에서는 이후 분석 시 변수 간의 높은 상관관계로 인하여 다중공선성(multicollinearity)의 문제가 생길 수 있는 것을 우려하여 합동 OLS로 모형을 추정한 후, 각 변수의 분산 팽창 인수(variation index factor)를 산출하였다. 그 결과 변수들의 평균 분산 팽창 인수 값은 1.77로 나타났고 가장 높은 수치는 자산으로 그 값은 3.24였다. 이 수치는 다중공선성을 우려할 정도가 수준이 아니므로 변수들 간의 높은 상관계수는 큰 문제가 없다고 진단하였다.

4.2 가설분석 결과

〈표 4〉는 임의효과 패널회귀분석의 결과이다. 먼저 Model1에서 다른 관련 변수들의 영향력을 통제 한 상황에서 CSR 활동의 홍보가 기업가치에 대해 유의미한 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다($\beta = .087$; $p < .05$). 이는 가설1이 지지 되었음을 의미한다. 즉, 기부금의 비율로 측정한 CSR 활동의 절대적 영향력을 통제한 상황에서도 기업이 자사의 CSR 활동에 대한 홍보를 많이 할수록, 그 기업의 가치는 증가한다는 결론을 얻을 수 있다. 이는, CSR 활동에 동일한 비용을 지출하였다 하더라도

CSR 활동이 미디어를 통해 시장에 얼마나 알려졌느냐에 따라 그 효과가 달라질 수 있음을 시사한다.

기업평판의 매개효과와 관련한 가설2를 검증하기 위해서 Baron and Kenny(1986)의 삼단계 회귀 분석을 도입하였다. Baron and Kenny(1986)는 매개효과 연구에 대한 논의의 시초였으며, 현재까지도 큰 영향력을 가지고 있다(Iacobucci, Saldanha, and Deng, 2007). Baron and Kenny(1986)에 따르면 연구자가 매개효과를 검증하기 위해서는 세 가지 경로를 확인해야 한다. 첫 번째는 독립변수에서 종속변수로의 경로(A)이고, 두 번째는 독립변수에서 매개변수로의 경로(B)이며, 세 번째는 매개변수를 모형에 삽입한 상황에서의 독립변수에서 종속변수로의 경로(C)이다. 이 때, A, B, C의 경로가 모두 유의미하고 독립변수의 계수 값이 A경로에 비해 C경로에서 더 작다면, 매개변수는 독립변수가 종속변수에 미치는 영향을 부분적으로 매개한다고 해석한다. 한편, A와 B의 경로가 유의미하지만 C의 경로는 유의미하지 않은 경우, 매개변수는 독립변수가 종속변수에 미치는 영향을 완전히 매개한다고 해석할 수 있다. 추가적으로 본 연구는 매개효과의 견고함을 판단하고자 Sobel 검정을 도입하였다. Sobel 검정은 독립변수와 매개변수의 회귀계수 및 표준오차를 통해 매개효과의 유의성을 검증하는 분석방법으로 매개효과를 확인하고자 하는 연구에서 널리 사용되고 있다(Baron and Kenny, 1986; Preacher, and Hayes, 2004; Preacher and Leonardelli, 2005; Sobel, 1982). 본 연구에서는 전술한 Baron and Kenny(1986)와 Sobel 검정을 토대로 두 번째 가설인 기업평판의 매개효과를 검증하였다.

앞서 Model1에서 확인했듯이 CSR 활동의 홍보는 기업가치에 유의미한 영향을 미치는 것으로 확인되었다. 이어서 추가적으로 실시한 CSR 활동의 홍

〈표 4〉 패널회귀분석 결과

독립변수	Model 1	Model 2	Model 3 (Top 10)	Model 4 (Top 30)
CSR 활동의 홍보	0.087** (0.040)	0.074* (0.040)	0.119*** (0.041)	0.132*** (0.045)
기업평판		0.161*** (0.062)		
기업규모			1.366*** (0.401)	0.583** (0.271)
기업규모×CSR 활동의 홍보			-0.269*** (0.092)	-0.163** (0.073)
기부금 비율	0.065 (12.871)	-2.615 (12.833)	-0.004 (12.751)	0.797 (12.813)
광고비 비율	0.591 (0.854)	0.582 (0.841)	0.428 (0.832)	0.383 (0.862)
자본금순이익률	0.045*** (0.011)	0.039*** (0.011)	0.047*** (0.011)	0.046** (0.011)
자산	-0.177*** (0.057)	-0.197*** (0.056)	-0.234*** (0.062)	-0.180** (0.072)
부채비율	0.316 (0.304)	0.464 (0.305)	0.308 (0.298)	0.315 (0.304)
외국인 주식비율	1.186*** (0.411)	1.118*** (0.408)	1.260*** (0.404)	1.188*** (0.411)
최대주주 비율	0.153 (0.371)	0.223 (0.367)	0.147 (0.361)	0.139 (0.373)
기업연령	-0.004 (0.004)	-0.004 (0.003)	-0.003 (0.003)	-0.003 (0.004)
GDP	0.015*** (0.003)	0.016*** (0.003)	0.015*** (0.003)	0.015*** (0.003)
매출액 증가율	1.024*** (0.176)	0.951*** (0.178)	1.083*** (0.176)	1.030*** (0.175)
상수	2.283* (1.245)	1.426 (1.275)	3.208** (1.312)	2.135 (0.374)
연도더미	포함	포함	포함	포함
산업더미	포함	포함	포함	포함
표본 수	385	385	385	385
수정 R ²	0.363	0.394	0.394	0.340

※ 괄호 안의 수치는 표준오차임

보와 기업평판 간 임의효과 패널회귀분석에서 CSR 활동의 홍보가 기업평판에 유의미한 양의 영향을 미치는 것($\beta = .123$; $p < .01$)으로 나타났다. 마지막으로, Model2는 Model1에 기업평판 변수를 추가

한 모형으로서 이 때 CSR 활동의 홍보($\beta = .074$; $p < .1$)와 기업평판($\beta = .161$; $p < .01$)은 모두 유의미한 것으로 나타났다. 여기서 CSR 활동에 대한 홍보의 계수 값은 Model1에서 .087이었으나,

기업평판 변수를 추가한 Model2에서는 .074로 보고되어서 .013만큼 줄어든 것을 확인할 수 있다. 이상의 삼단계 회귀분석의 결과를 토대로 CSR 활동의 홍보가 기업가치에 미치는 영향을 기업평판이 부분적으로 매개한다는 결론을 내릴 수 있다(Baron and Kenny, 1986). 또한 추가적으로 실시한 Sobel 검정 결과, 기업평판의 매개효과를 검정하기 위한 z 통계량은 2.19로 0.05의 유의수준 하에서 유의하였다(Baron and Kenny, 1986; Preacher and Leonardelli, 2005; Sobel, 1982). 이상의 매개효과 검증방법을 통해 가설2가 지지 되었음을 확인할 수 있다. 즉, 기업이 CSR 활동의 홍보를 증가시키면 이는 기업가치에 직접적인 양의 영향을 미치는 한편, 기업평판을 통해 간접적으로도 기업가치 증진에 도움을 준다고 해석할 수 있다. 다시 말하면, 기업이 CSR 활동을 적극적으로 홍보할수록 시장의 전문가들로부터 긍정적인 평가를 유도할 수 있고, 이를 통해 향상된 평판은 기업의 가치를 증대시키는 역할을 하게 되는 것이다.

다음으로 Model3과 4는 각각 10대 기업 집단, 30대 기업 집단에의 포함여부를 의미하는 더미변수를 삽입한 패널회귀분석의 결과이다. 대기업 집단 더미변수와 CSR 활동의 홍보 간 상호작용 항(Interaction term)은 Model3($\beta = -.269$; $p < .01$)과 Model4($\beta = -.163$; $p < .05$)에서 모두 유의미한 음의 계수 값이 확인되었다. 이는 규모가 작은 기업에서 큰 기업에 비해 상대적으로 CSR 활동의 홍보효과가 클 것이라는 가설3을 지지하는 결과로 해석할 수 있다. 다시 말해, 규모가 상대적으로 작은 기업은 큰 기업에 비해 CSR 활동에 대한 홍보가 기업가치에 미치는 영향력의 한계효과가 더 크다고 할 수 있다. 10대 기업 집단뿐만 아니라, 30대 기업 집단에서도 같은 결과가 확인된 것은 가설3의

강건함을 보여준다고 할 수 있다. 특이할 만한 점은 규모가 큰 집단에서 나타나는 계수 값이다. 먼저 10대 기업집단을 더미변수로 삽입한 Model3에서 CSR 활동의 홍보가 갖는 계수 값은 $-.150(-.269 + .119)$ 이고, Model4에서는 $-.031(-.163 + .132)$ 로 보고되었다. 이러한 결과는 기업의 규모가 상대적으로 큰 집단에서는 CSR 활동의 홍보가 갖는 영향력 음의 계수 값을 지닌다는 의미로 해석할 수 있다. 규모가 큰 기업에서 CSR 활동의 홍보가 음의 영향력을 나타내는 부분에 대해 단정적인 결론을 내리기에 는 무리가 있으나, 기업의 규모가 클 때, CSR에 대한 요구 수준이 높다는 점(Udayasankar, 2008), 한국사회에서 나타나는 재벌 대기업에 대한 반감과 중소기업에 우호적인 태도(윤영민·최윤정, 2009; 한국개발연구원, 2007; 한국경제TV, 2017년 2월 22일) 등이 이를 해석하는 단초가 될 수 있으리라 생각한다. 그러나 이 부분을 보다 명확히 설명하기 위해서는 추가적인 연구가 필요할 것으로 보인다.

본 연구에서 CSR 활동에 대한 절대적 규모의 영향력을 통제하기 위해 삽입된 기부금 비율은 네 가지 모형에서 모두 유의미하지 않았다. 선행연구(신민식 외, 2011; 최윤열 외, 2009)에서는 기부금과 기업가치 간의 관계를 확인하기 위해 기부금 혹은 기부금 비율의 제곱항, 기부금이 0인 기업에 대한 더미변수 등을 모형에 삽입하였다. 하지만 본 연구의 목적은 CSR 활동의 홍보가 기업가치에 미치는 영향을 확인하기 위한 것이므로, 선행연구에 비해 모형을 단순화하였다. 따라서 본 연구와 선행연구의 결과 차이는 이러한 통제변수의 처치에 기인하는 것이라 해석할 수 있다. 다음으로 자본금순이익률, 외국인 주주비율, 매출액 증가율은 네 가지 모형에서 모두 유의미하게 나타났다. 이 결과는 투자자들이 특정 기업에 대한 투자결정을 할 때 고려하는 여러

수치들이 실제 기업가치 증진에 영향을 미친다는 사실을 확인한 것으로 볼 수 있다. GDP 또한 네 가지 모형에서 모두 유의미한 양의 영향을 미치는 것으로 보고되었다. GDP는 국내 경제상황을 평가하는 주요 지표 중 하나로서 한국의 전반적인 경제상황이 개선되면 평균적인 기업가치가 상승한다는 해석이 가능하다. 반면, 자산은 유의미한 음의 값을 나타내는데, 이는 기업가치를 산출하는 식에 의한 것으로 볼 수 있다. 본 연구에서 기업가치는 분모인 대체가치를 시장가치로 치환하여 산출하였다(Chung and Pruitt, 1994; Griliches, 1981; 신민식 외, 2011; 천미림 · 유재미, 2013; 최운열 외, 2009). 따라서 자산이 가지는 음의 영향력은 기업가치를 종속변수로 설정한 선행연구에서 공통적으로 나타나는 현상이다(Servaes and Tamayo 2013; 신민식 외, 2011; 천미림 · 유재미, 2013; 최운열 외, 2009). 마지막으로 산업과 연도별 특수성을 고려하기 위한 더미변수의 회귀계수는 네 모형에서 모두 유의미하지 않게 보고되었다.

V. 결론

CSR의 개념이 처음 등장한지 이미 반세기가 지났지만, 이에 대한 관심은 산업계와 학계 전반에서 여전히 확대되고 있다. 기업들은 경쟁하듯 CSR 전담 부서를 만들거나 비영리기관과 제휴하며 적극적으로 CSR 활동을 수행하였고, 국내외의 대표적인 학회들은 관련 연구를 지원하거나 세미나를 여는 등의 방법으로 담론을 이어왔다. 기업에게 있어서 CSR 활동은 사회에 지출해야 하는 비용인가? 아니면 기업 경쟁력을 제고하는 전략적 수단인가? 이 질문에 답

하고자 경영학 분야에서는 많은 연구가 이루어졌다. 하지만 상이한 연구결과들은 CSR 활동의 효과를 정의하는데 다소의 혼란을 초래하였다. 이에 본 연구에서는 전통적 미디어 이론 중 하나인 의제설정이론의 개념을 차용하여, CSR 활동 그 자체 외에도 미디어를 통해 알려진 CSR 활동 즉, CSR 활동의 홍보가 기업가치 증진에 도움을 줄 것이라는 가설을 검증하고자 하였다. 기업의 이해관계자들은 기업의 CSR 활동을 적극적으로 찾아보지 않는다. 오히려 피동적으로 받아들인다고 하는 편이 옳을 것이다. 기업이 사회를 위해 얼마나 많은 비용을 지출했는지, 어떠한 선행을 했는지를 적극적으로 알리지 않는다면 이러한 활동은 이해관계자들의 관심을 끌기 힘들다. 본 연구는 특히 언론보도를 통한 CSR 활동의 홍보에 주목했는데, 이는 기업과 관련이 없을 것으로 여겨지는 제3자에 의한 정보이기 때문에 기업의 이해관계자가 보다 객관적으로 받아들일 것으로 판단하였기 때문이다.

본 연구에서는 CSR 활동의 홍보와 기업가치 간의 관계, 그리고 그 관계 내에서 영향력이 전달되는 매커니즘을 밝히고자 하였다. 이를 위해 본 연구는 다음의 세 가지 분석을 실시하였다. 첫째, CSR 활동의 홍보가 기업가치에 미치는 영향을 확인하였다. CSR 활동의 홍보는 2010년에서 2014년까지 각 기업의 CSR 활동 관련 뉴스보도의 수로 측정하였고, 기업가치는 2011년에서 2015년까지의 Tobin's q 로 측정하였다. 분석결과, CSR 활동의 홍보는 기업가치에 유의미한 양의 영향을 미쳤다. 여기서 주목할 만한 부분은 모형에 절대적인 CSR 활동 규모의 영향력을 고려하기 위해 매출액 대비 기부금 비율을 포함하였다는 점이다. 기부금은 사회적 책임 지출의 상당부분을 반영하는 지표임과 동시에 기업이 수행하는 대표적인 CSR 활동 중 하나로 여러 연구에서

이를 CSR 활동 규모의 대리변수로 활용하고 있다 (Brown et al., 2006; Lev et al., 2010; 신민석 외, 2011; 최운열 외, 2009). 기부금 비율의 영향력을 고려한 상황에서도 CSR 활동의 홍보는 기업가치에 유의미한 영향을 미치는 것으로 확인되었고, 이러한 결과는 본 연구의 가설이 분명히 지지 되었음을 시사한다. 둘째, CSR 활동의 홍보는 기업평판을 제고하고, 이는 곧 기업가치 증진에 도움을 준다는 사실을 밝혀냈다. 이를 검증하기 위한 기업평판은 한국능률협회에서 매년 발표하는 KMAC 점수로 측정하였다. KMAC은 미국의 FAMA 조사방법을 한국식으로 변형한 조사로 각 기업의 평판을 수치화하여 제공한다. 분석결과, CSR 활동의 홍보는 직접적으로 기업가치에 영향을 미침과 동시에 기업평판을 통해 간접적으로도 기업가치에 유의미한 양의 영향을 미쳤다. 마지막으로, 기업규모에 따라 CSR 활동에 대한 홍보의 효과가 다르게 나타날 것이라는 가설을 검증하였다. 기업규모는 공정거래위원회에서 발표한 순환출자제한기업으로 선정된 상위 10대, 30대 기업 및 그 자회사를 규모가 큰 기업 집단으로 분류하였다. 분석결과, 규모가 작은 기업일 경우에 CSR 활동의 홍보효과가 더 높은 것으로 나타났다.

본 연구가 가지는 학문적 의의는 다음과 같다. 첫 번째는 CSR 활동 그 자체가 아니라 CSR 활동의 홍보가 갖는 영향력을 확인하였다 점이다. 기존 CSR 관련 연구는 CSR 활동을 보다 정밀하고 직관적으로 측정하는 데에 관심을 두었지만, 본 연구의 결과는 측정 방식이 아니라, CSR 활동을 시장에 알리는 것이 중요할 수 있음을 실증하여 CSR 관련 연구에 새로운 화두를 던지고 있다. 두 번째는 CSR 활동의 홍보와 기업가치의 관계에 대한 메커니즘을 확인하였다는 점이다. 본 연구에서는 CSR 활동의 홍보가 기업가치에 미치는 영향력이 부분적으로 기업평판을

통해 전달된다는 사실을 통계적으로 검증하였다. 최근 기업평판의 중요성에 대한 산업계와 학계의 관심이 높아지고 있는데, 본 연구의 결과는 기업평판의 선행요인과 후행요인을 동시에 실증하고 있다는 측면에서 기업평판과 관련한 연구의 폭을 넓히는데 기여하고 있다. 마지막으로 기업규모에 따라 CSR 활동의 홍보가 가지는 영향력이 달라질 수 있다는 점을 확인하였다. 이는 시장에서 기업의 가치를 평가할 때 규모에 따라 상이한 기준을 적용할 수 있음을 의미한다. 다시 말하면, 기업 관련 연구의 결과는 모든 기업에 일률적으로 적용하기 어려우며, 대기업 중심으로 논의되었던 기존의 연구 주제들이 중소기업 맥락에서 재논의될 필요성이 있음을 시사한다.

실무적 차원에서는 다음의 두 가지 의의를 제시할 수 있다. 첫째, CSR 활동의 규모를 늘리는 것과 동시에 이를 이해관계자들에게 적극적으로 홍보하는 전략이 효과적일 수 있다. 대부분의 기업들은 CSR과 관련하여 어느 정도의 자원을 투입할 것인지, 어떤 활동에 자원을 배분할 것인지 등을 주로 고민하였다. 본 연구의 결과는 경영자로 하여금 CSR 관련 활동을 어떻게 시장에 널리 알릴 것인지를 함께 고민해야 함을 시사하고 있다. 기업은 CSR 활동을 기획하고 실행하는 것에서 그치지 말고, 사후적으로 그 활동을 적극적으로 알려야만 기대했던 효과를 거둘 수 있음을 간과해서는 안 된다. 둘째, 규모가 작은 기업에 있어서 CSR 활동 및 홍보는 경쟁적 우위(competitive advantage)를 점하는 전략적 수단이 될 수 있는 반면, 규모가 큰 기업은 CSR 활동 및 홍보를 경쟁적 필요(competitive necessity)의 개념으로 받아들여야 할 것이다. 기업이 사회의 일원으로 존재하는데 정당성을 부여 받기 위해서는 CSR 활동을 지속적으로 수행하여 이해관계자들에게 인정을 받아야 한다(Hooghiemstra, 2000). 또한, 최

준혁(2011)의 연구에서 밝혀진 바와 같이 공중이 대기업의 CSR 활동을 인식하면, 반기업인식이 완화되는 효과가 있으며, 윤각·조재수(2005), Vanhamme and Grobben(2009)의 연구에서처럼 부정적 이슈에 대한 기업이미지 훼손을 방지하는 효과도 입증된 바 있다. 따라서 규모가 큰 기업은 경쟁우위 창출의 수단이 될 수 없을지라도 정당성 확보와 반기업인식의 완화를 목적으로 CSR 활동 및 홍보를 지속적으로 수행해야 할 필요가 있다.

본 연구는 전술한 바와 같은 다양한 기여에도 불구하고, 몇 가지 점에서 한계를 내포하고 있다. 첫째, 본 연구의 표본 수는 기업의 재무적 성과를 보고자 한 타 연구들과 비교해 다소 적다고 할 수 있다. 그러나 이는 균형패널자료를 구축하여 불편추정치를 산출하기 위한 표본 선정 과정에서 상대적으로 많은 제약이 있었기 때문에 발생한 한계점이다. 향후 KMAC 조사결과가 더 누적되고, 순위에 포함되지 않은 기업의 점수가 공개된다면, 보다 많은 표본을 대상으로 분석이 가능할 것이다. 둘째, 표본이 한국기업에 국한되어 있다는 점이다. 선행연구에서는 반기업정서가 한국사회의 특징 중 하나임을 주장한 바 있다. 따라서 본 연구에서 나타난 기업규모 간 차이가 한국의 사회적 특성에 기인한 것일 수도 있다는 가능성을 내포한다. 향후에 동일 주제에 대해 국가 간 비교연구가 진행된다면, 이는 또 다른 시사점을 제공해줄 수 있을 것이다. 마지막으로는 변수의 정의가 다소 자의적일 수 있다는 점이다. 한 예로 KMAC 점수가 과연 기업평판을 측정함에 있어서 적절한지에 대한 의문이 제기될 수 있다. KMAC 조사는 FAMA 조사의 한국화라는 목표로 수행된 조사이지만, 그 결과를 어느 정도 신뢰할 수 있는지는 학자마다 다른 의견을 가질 수 있다. 하지만 현 상황에서 이를 대체할만한 조사는 찾기 어렵다. 향후 다양

한 방법으로 기업평판을 측정하여 이를 학문적으로 응용한다면, 본 연구의 결과를 일반화하는 데에 도움이 될 수 있을 것이다.

참고문헌

- 공정거래위원회(2016), **2016년 대기업 집단 지정제도 개선**, 세종, 공정거래위원회
- 김병도(2016), **경영학 두뇌**, 서울, 해냄.
- 김효숙(2010), "성공적 CSR 활동의 전제조건으로서의 CSR 활동에 대한 공중의 인지," **광고연구**, 86, 5-29.
- 민인식·최필선(2016), **STATA 패넬데이터 분석**, 서울, 한국 STATA학회.
- 반혜정·김석수(2009), "기업의 사회적 책임과 기업능력에 따른 경쟁우위," **대한경영학회지**, 22(4), 2037-2058.
- 배정호·김병도·김준호(2008), "기업의 사회공헌활동이 기업가치에 미치는 영향," **인사조직연구**, 16, 159-192.
- 신민식·김수은·김병수(2011), "기업의 사회적 책임 지출이 기업가치에 미치는 영향," **금융공학연구**, 10(1), 99-125.
- 유재미(2017), "CSR, 소비자기반 브랜드자산, 기업 재무성과 관계," **마케팅연구**, 32(2), 27-54.
- 육근효(2014), "사회적 성과와 재무성과 간의 영향관계와 조절요인에 관한 메타분석," **한일경상논집**, 63(단일호), 3-26.
- 윤각·조재수(2005), "부정적 언론 보도로 인한 위기 상황이 해당 기업과 브랜드의 명성에 미치는 영향: 기업의 사회 공헌활동의 매개 역할을 중심으로," **홍보학연구**, 9(2), 196-220.
- 윤영민·최윤정(2009), "반 대기업 정서, 위기 책임성, 그리고 사과 수용 간 관련성," **한국언론학보**, 53(1), 288-304.

- 전국경제인연합회(2016), **2016 기업 기업재단 사회공헌 백서**, 서울, 전국경제인연합회.
- 정혜승·성민정(2016), “한국 기업의 사회공헌 활동 추이: 언론 보도에 나타난 활동 유형 분석,” **한국경영학회 2016 CSV 소사이어티 세미나**.
- 천미림·유재미(2013), “기업의 사회적 책임활동이 기업 재무성파에 미치는 영향 - CSR 활동의 실행동기와 몰입의 조절효과를 중심으로,” **경영학연구**, 42(5), 1159-1185.
- 최준혁(2011), “기업의 사회적 책임 활동이 공중관계성과 반기업정서에 미치는 영향,” **홍보학연구**, 15(3), 102-143.
- 최운열·이호선·홍찬선(2009), “기업의 사회공헌활동이 기업가치에 미치는 영향: 기부금지출을 중심으로,” **경영학연구**, 38(2), 407-432.
- 한국능률협회컨설팅(2016), **2016년 한국에서 가장 존경 받는 기업**, 서울, 한국능률협회컨설팅
- 한국개발연구원(2007), **‘반기업정서’의 실제 파악을 위한 조사연구**, 서울, 한국개발연구원.
- 한국경제TV(2017), “[대한민국 반기업정서 보고서①] 60대 세의 모든 세대 “기업 나쁘다” 반기업 정서 세대 확산,” 2월 22일.
- 허미옥·정기환(2010), “CSR 성과와 기업가치에 관한 연구,” **산업경제연구**, 23(2), 749-771.
- Aguinis, H., and Glavas, A. (2012), “What We Know and don’t Know about Corporate Social Responsibility a Review and Research Agenda,” *Journal of Management*, 38(4), 932-968.
- Andrews, M., Luo, X., Fang, Z., and Aspara, J. (2014), “Cause Marketing Effectiveness and the Moderating Role of Price Discounts,” *Journal of Marketing*, 78(6), 120-142.
- Barnea, A., and Rubin, A. (2010), “Corporate Social Responsibility as a Conflict between Shareholders,” *Journal of Business Ethics*, 97(1), 71-86.
- Baron, R. M., and Kenny, D. A. (1986), “The Moderator - mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual, Strategic, and Statistical Considerations,” *Journal of Personality and Social Psychology*, 51(6), 1173.
- Blanco, B., Guillamón-Saorín, E., and Guiral, A. (2013), “Do Non-socially Responsible Companies Achieve Llegitimacy through Socially Responsible Actions? The Mediating Effect of Innovation,” *Journal of Business Ethics*, 117(1), 67-83.
- Bowen, H. R. (1953), *Social Responsibilities of the Businessman*, New York: Harper & Row.
- Brown, N., and Deegan, C. (1998), “The Public Disclosure of Environmental Performance Information—a Dual Test of Media Agenda Setting Theory and Legitimacy Theory,” *Accounting and Business Research*, 29(1), 21-41.
- Brown, W. O., Helland, E., and Smith, J. K. (2006), “Corporate Philanthropic Practices,” *Journal of Corporate Finance*, 12(5), 855-877.
- Breusch, T. S., and Pagan, A. R. (1980), “The Lagrange Multiplier Test and Its Applications to Model Specification in Econometrics,” *The Review of Economic Studies*, 47(1), 239-253.
- Carroll, A. B. (1979), “A Three-dimensional Conceptual Model of Corporate Performance,” *Academy of Management Review*, 4(4), 497-505.
- Chung, K. H., and Pruitt, S. W. (1994), “A Simple Approximation of Tobin’s q,” *Financial Management*, 70-74.
- Cowen, S. S., Ferreri, L. B., and Parker, L. D. (1987), “The Impact of Corporate Characteristics on Social Responsibility Disclosure: A Typology and Frequency-based Analysis,” *Accounting*,

- Organizations and Society*, 12(2), 111-122.
- Dowling, G. R. (2004), "Corporate Reputations: Should You Compete on Yours?," *California Management Review*, 46(3), 19-36.
- Devin, B. L., and Lane, A. B. (2014), "Communicating Engagement in Corporate Social Responsibility: A Meta-level Construal of Engagement," *Journal of Public Relations Research*, 26(5), 436-454.
- Eells, R. S. F., and Walton, C. C. (1961), *Conceptual Foundations of Business: An Outline of Major Ideas Sustaining Business Enterprise in the Western World*, RD Irwin.
- Fombrun, C. J., Gardberg, N. A., and Barnett, M. L. (2000), "Opportunity Platforms and Safety Nets: Corporate Citizenship and Reputational Risk," *Business and Society Review*, 105(1), 85-106.
- Freeman, R. E. (1984), "Strategic Management: A Stakeholder Approach," *Cambridge University Press*.
- Friedman, M. (1970), "The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits," *New York Times*, September 13: 122-126.
- Garriga, E., and Mele, D. (2004), "Corporate Social Responsibility Theories: Mapping the Territory," *Journal of Business Ethics*, 53(1), 51-71.
- Gotsi, M., and Wilson, A. M. (2001), "Corporate Reputation: Seeking a Definition," *Corporate Communications: An International Journal*, 6(1), 24-30.
- Griliches, Z. (1981), "Market Value, R&D, and Patents," *Economics Letters*, 7(2), 183-187.
- Hausman, J. A. (1978), "Specification Tests in Econometrics," *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1251-1271.
- Hooghiemstra, R. (2000), "Corporate Communication and Impression Management - new Perspectives Why Companies Engage in Corporate Social Reporting," *Journal of Business Ethics*, 27(1), 55-68.
- Hsu, K. T. (2012), "The Advertising Effects of Corporate Social Responsibility on Corporate Reputation and Brand Equity: Evidence from the Life Insurance Industry in Taiwan," *Journal of Business Ethics*, 109(2), 189-201.
- Hur, W. M., Kim, H., and Woo, J. (2014), "How CSR Leads to Corporate Brand Equity: Mediating Mechanisms of Corporate Brand Credibility and Reputation," *Journal of Business Ethics*, 125(1), 75-86.
- Iacobucci, D., Saldanha, N., and Deng, X. (2007), "A Meditation on Mediation: Evidence that Structural Equations Models Perform Better than Regressions," *Journal of Consumer Psychology*, 17(2), 139-153.
- Lai, C. S., Chiu, C. J., Yang, C. F., and Pai, D. C. (2010), "The Effects of Corporate Social Responsibility on Brand Performance: The Mediating Effect of Industrial Brand Equity and Corporate Reputation," *Journal of Business Ethics*, 95(3), 457-469.
- Lev, B., Petrovits, C., and Radhakrishnan, S. (2010), "Is Doing Good Good for You? How Corporate Charitable Contributions Enhance Revenue Growth," *Strategic Management Journal*, 31(2), 182-200.
- Lippmann, W. (1922), "The World Outside and the Pictures in Our Heads," *Public Opinion*, pp. 1 - 22. New York: Harcourt
- Luo, X., and Bhattacharya, C. B. (2006), "Corporate Social Responsibility, Customer Satisfaction, and Market Value," *Journal of Marketing*,

- 70(4), 1-18.
- Margolis, J. D., and Walsh, J. P.(2003), "Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business," *Administrative Science Quarterly*, 48(2), 268-305.
- McCombs, M. E., and Shaw, D. L.(1972), "The Agenda-setting Function of Mass Media," *Public Opinion Quarterly*, 36(2), 176-187.
- McGuire, J. W.(1963), *Business and Society*, McGraw-hill.
- Oliver, C.(1991), "Strategic Responses to Institutional Processes," *Academy of Management Review*, 16(1), 145-179.
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., and Rynes, S. L.(2003), "Corporate Social and Financial Performance: A Meta-analysis," *Organization Studies*, 24(3), 403-441.
- Pava, M. L., and Krausz, J.(1996), "The Association between Corporate Social-responsibility and Financial Performance: The Paradox of Social Cost," *Journal of Business Ethics*, 15(3), 321-357.
- Preacher, K. J., and Hayes, A. F.(2004), "SPSS and SAS Procedures for Estimating Indirect Effects in Simple Mediation Models," *Behavior Research Methods*, 36, 717-731.
- Preacher, K. J., and Leonardelli, G. J.(2005), "Calculation for the Sobel Test. An Interactive Calculation Tool for Mediation Tests," Retrieved January, 20, 2009, from <http://quantpsy.org/sobel/sobel.htm>.
- Roberts, R. W.(1992), "Determinants of Corporate Social Responsibility Disclosure: An Application of Stakeholder Theory," *Accounting, Organizations and Society*, 17(6), 595-612.
- Roberts, P. W., and Dowling, G. R.(2002), "Corporate Reputation and Sustained Superior Financial Performance," *Strategic Management Journal*, 23(12), 1077-1093.
- Sen, S., and Bhattacharya, C. B.(2001), "Does Doing Good Always Lead to Doing Better? Consumer Reactions to Corporate Social Responsibility," *Journal of Marketing Research*, 38(2), 225-243.
- Servaes, H., and Tamayo, A.(2013), "The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Value: The Role of Customer Awareness," *Management Science*, 59(5), 1045-1061.
- Siltaoja, M. E.(2006), "Value Priorities as Combining Core Factors between CSR and Reputation - A Qualitative Study," *Journal of Business Ethics*, 68(1), 91-111.
- Sobel, M. E.(1982), "Asymptotic Confidence Intervals for Indirect Effects in Structural Equation Models," *Sociological Methodology*, 13, 290-312.
- Stanaland, A. J., Lwin, M. O., and Murphy, P. E.(2011), "Consumer Perceptions of the Antecedents and Consequences of Corporate Social Responsibility," *Journal of Business Ethics*, 102(1), 47-55.
- Surroca, J., Tribó, J. A., and Waddock, S.(2010), "Corporate Responsibility and Financial Performance: The Role of Intangible Resources," *Strategic Management Journal*, 31(5), 463-490.
- Turban, D. B., and Greening, D. W.(1997), "Corporate Social Performance and Organizational Attractiveness to Prospective Employees," *Academy of Management Journal*, 40(3), 658-672.
- Udayasankar, K.(2008), "Corporate Social Responsibility and Firm Size," *Journal of Business Ethics*, 83(2), 167-175.

- Vanhamme, J., and Grobben, B.(2009), ““Too Good to Be True!”. The Effectiveness of CSR History in Countering Negative Publicity,” *Journal of Business Ethics*, 85, 273-283.
- Waddock, S. A., and Graves, S. B.(1997), “The Corporate Social Performance-financial Performance Link,” *Strategic Management Journal*, 303-319.
- Wagner, T., Lutz, R. J., and Weitz, B. A.(2009), “Corporate Hypocrisy: Overcoming the Threat of Inconsistent Corporate Social Responsibility Perceptions,” *Journal of Marketing*, 73(6), 77-91.
- Wooldridge, Jeffrey M.(2016), *Introductory Econometrics: A Modern Approach 6th Edition*, Cengage Learning.
- Yu-Shu, P., Chyi-Lin, H., and Altan-Uya, D.(2015), “Corporate Social Responsibility and Corporate Financial Performance: The Intervening Effect of Social Capital,” *Journal of Advanced Management Science*, Vol. 3(4).

Impact of Publicizing Corporate Social Responsibility on Firm Value

Junhee Seok* · Youseok Lee** · Sarang Go*** · Byung-Do Kim****

Abstract

In both industry and academia field, the debate over Corporate Social Responsibility(CSR) has been receiving great attention for over half a century. In particular, the answer to the question of whether CSR activities contribute to the enhancement of firm value is not constant with various claims. According to the agenda setting theory, which is one of the traditional media theory, media agenda setting is known to influence the process of public perception on a specific topic. With the same logic, corporate stakeholders will form their perception of a specific company's CSR activities through CSR activities exposed to the media. Therefore, it can be inferred that the CSR activities publicized through the media are visible CSR activities to stakeholders. The purpose of this study is to clarify the relationship between publicizing CSR (PCSR) and firm value and the mechanism by which the influence is conveyed. In this study, PCSR is measured by counting the number of news articles describing the CSR activities of each corporation and Tobin's q is employed to measure firm value.

Through the analysis of collected data, the following three results were obtained. First, the higher the PCSR, the greater the firm value. In the first analysis, the ratio of contribution to sales is added. Because the contribution is known as a representative measure for corporate socially responsible expenditure, this result implies that PCSR is significant even if the effect of CSR itself is controlled. Second, corporate reputation mediates the relationship between PCSR and firm value. To measure corporate reputation, we employed KMAC score. KMAC

* Ph.D. student, College of Business Administration, Seoul National University, Seoul, Korea, First Author

** Ph.D. student, College of Business Administration, Seoul National University, Seoul, Korea, Co-author

*** Ph.D. student, College of Business Administration, Seoul National University, Seoul, Korea, Co-author

**** Professor, Graduate School of Business, Seoul National University, Seoul, Korea, Corresponding Author

stands for Korea's Most Admirable Companies, and it is a similar concept to FAMA (Fortune America's Most Admirable Corporation). Lastly, the size of the firm moderates the effect of PCSR. Especially, in small firms, PCSR is more helpful for increasing firm value.

In this study, it is meaningful to verify the effect of PCSR on corporate value and to clarify the mechanism underlying our findings. Moreover, the findings imply that marketing managers can obtain benefits if they concentrate not only on finding good CSR activities but also on publicizing them well. In the position of small - and medium - size companies, they can take competitive advantage from well publicized CSR activities. On the other hand, in large companies, PCSR can be regarded as a competitive necessity.

Key words: Corporate Social Responsibility, Publicizing CSR, Corporate reputation, Firm value, Firm size

-
- 저자 석준희는 현재 서울대학교 경영대학 마케팅 전공 박사과정에 재학 중이다. 주요 연구분야는 기업의 사회적 책임, 기업평판, 구전 마케팅 등이다.
 - 저자 이유석은 현재 서울대학교 경영대학 마케팅 전공 박사과정에 재학 중이다. 주요 연구분야는 엔터테인먼트 마케팅, 마케팅 전략, 기업의 사회적 책임, 소비자 행동 등이다.
 - 저자 고사랑은 현재 서울대학교 경영대학 마케팅 전공 박사과정에 재학 중이다. 주요 연구분야는 스포츠 마케팅, 마케팅 전략 등이다.
 - 저자 김병도는 현재 서울대학교 경영대학 교수로 재직 중이다. 주요 연구분야는 기업의 사회적 책임, 데이터베이스마케팅, 상용고객보상제도, 제품/서비스 추천모형, 통계 모델링을 적용한 최적 마케팅 전략의 도출 등이다.