

# 사회적 책임 활동, 배당정책과 기업가치\*

## Corporate Social Responsibility Activities, Dividend Policy, and Firm Value

이 지 혜\*\*·변 희 섭\*\*\*

Ji Hye Lee·Hee Sub Byun

본 연구는 사회적 책임 활동과 배당정책이 기업가치에 미치는 영향을 확인한다. 실증분석결과, 사회적 책임 활동이 기업가치에 미치는 긍정적인 영향력은 배당수준이 높은 기업에서 주로 관찰됨을 확인할 수 있었다. 이러한 결과는 금전적 보상이 일정수준 이상 확보된 상태에서 주주 또는 투자자들이 기업의 사회적 책임 활동을 용인함에 따라 해당 기업에 대해 상대적으로 높은 가치를 부여하고 있음을 의미한다. 즉, 사회적 책임 활동이 경영자의 대리인문제에 악용될 우려로 인해 배당이 일종의 보증수단(bonding mechanism)으로 작동하고 있는 것으로 해석이 가능하다. 이러한 관계는 내생성 문제를 통제하거나 환경경영 활동을 추가적인 변수로 활용한 경우에도 동일하게 관찰되어 강건성을 확인할 수 있었다. 한편, 양자 간 관계는 기업지배구조가 취약해 대리인문제 발생 가능성이 높은 기업에서 보다 강하게 관찰되었다. 본 연구의 결과는 사회적 책임 활동을 강화하는 과정에 있어 어떤 재무적 전략을 수립해야만 효과적으로 기업가치를 개선시킬 수 있는 가를 제시한다는 측면에서 기업의 전략적 함의를 갖는다.

**국문 색인어:** 사회적 책임 활동, 배당정책, 대리인문제, 기업가치, 환경경영 활동

**한국연구재단 분류 연구분야 코드:** B050700, B050703

\* 본 연구의 내용은 저자들의 개인 의견이며, 예금보험공사의 공식 견해와는 무관합니다. 학술적 목적을 위해 데이터를 제공해주신 한국기업지배구조원 관계자들에게도 감사의 말을 전합니다. 더불어 소중한 의견을 개진해주시면 익명의 심사위원님께서도 감사드립니다.

\*\* 서울시립대학교 경영대학 강사(jihye.lee.kr@gmail.com), 제1저자

\*\*\* 예금보험공사 리스크관리부 연구위원(heesbyun@kdic.or.kr), 교신저자

논문 투고일: 2014. 07. 21, 논문 최종 수정일: 2014. 11. 06, 논문 게재 확정일: 2014. 11. 20

## I. 서론

최근 경제발전에서 지속가능한 성장모델이 모색되고 있으며, 그 대안으로써 기업의 사회적 책임 활동(corporate social responsibility activities)의 강화가 대두되고 있다. 이러한 시대적 조류에 따라 정책당국은 관련 정책 및 규제를 도입하고 있으며, 이에 부합하기 위해 기업 역시 다양한 측면에서 사회적 책임 활동을 강화하기 위한 전략 수립에 집중하고 있어 관련한 학문적 논의가 활발히 진행되고 있다.

기업의 중·장기적 투자수단으로써 사회적 책임 활동 강화는 다양한 측면의 편익을 제공하는데, 대표적으로 기업 이미지 제고와 명성 증대 효과를 들 수 있다 (Garbett, 1988; Hart, 2005). 더불어 기업은 사회적 책임 활동 이행을 통해 사업의 지속성을 강화시키고, 미래현금흐름의 불확실성을 낮춤으로써 경영위험요인을 완화<sup>1)</sup>할 수 있으며, 이는 궁극적으로 자본시장에서 자본조달비용을 감소시키고, 기업가치 개선에 기여할 수 있다(Diamond and Verrecchia, 1991; Richardson and Welker, 2001; El Ghoul et al., 2011).

한편, 이러한 주장과 상반되게 사회적 책임 활동을 악용한 경영자의 대리인문제 발생 가능성에 집중한 연구들도 동시에 존재한다(Barnea and Rubin, 2010). 일반적으로 사회적 책임 활동에는 많은 초기비용 지출을 수반할 뿐만 아니라, 무엇보다 대리인이론 하에 경영자는 사회적 책임 활동이 강화되는 추세에 편승하여 자신의 사적효용을 추구하기 위해 동 부문에 과잉투자(overinvestment)함으로써 주주가치를 훼손할 수 있다<sup>2)</sup>. 즉, 경영자는 자신이 높은 윤리의식을 가지며, 상생 발전을 위해 최선을 다해 노력하고 있음을 경영자노동시장(managerial labor markets)에 신호하기 위해 기업가치 개선과 관련 없는 무분별한 투자지출을 증가시킬 수 있다. 특히, 사회적 책임 활동에 기인한 경영성과가 단기적으로 가시화되

1) 사회적 책임 활동 이행이 상대적으로 취약한 기업은 향후 다양한 이해관계자로부터 소송가능성이 증가하고, 이는 기업의 비용에 직접적으로 연관된다(Waddock and Graves, 1997).

2) 일반적으로 경영자의 사적효용은 기업규모에 비례하는 것으로 알려져 있는데, 이들은 자본시장에서 자신의 명성을 신호하거나 기업자산에 대한 재량권(discretion)을 확대하기 위해 가치가 없는 투자 안에 과잉투자하는 식의 대리인문제를 발생시킬 수 있다.

기 어려우며, 해당 전략에 대한 명백한 가치척도가 존재하지 않기 때문에 관련 전략을 악용한 경영자의 대리인문제는 더욱 부각될 수밖에 없다. 이러한 점을 고려할 때, 사회적 책임 활동이 무조건적으로 기업가치 제고에 긍정적인 영향력이 있다는 주장은 일반화하기 어렵다. 따라서 주주 내지 투자자들은 경영자의 사회적 책임 활동 강화를 무조건적으로 용인하지 않을 것이며, 다양한 역학관계를 고려하여 관련 전략 강화에 따른 가치를 평가할 것으로 예상된다.

본 연구는 기존 연구에서 제기된 사회적 책임 활동이 기업가치를 제고시키는 영향력이 배당수준에 따라 달라질 수 있음을 확인한다. 배당정책은 기업의 중요한 재무적 의사결정으로써 주주가치와 밀접한 연관성을 갖는다. 먼저, 배당은 투자자에 대한 보상수단으로써 활용될 수 있다. 주주의 금전적 보상은 자본이득(capital gain)과 배당(dividend)으로 나뉘 수 있는데, 일종의 투자의사결정으로써 사회적 책임 활동은 미래의 자본이득과 배당에 영향력을 미친다. 하지만 대리인 이론 하에서 사회적 책임 활동이 경영자의 대리인문제에 악용될 가능성으로 인해 주주는 자신들의 미래 금전적 보상의 불확실성이 존재함을 인지할 것이다. 따라서 다른 모든 조건이 동일하다면, 현재 배당 지급을 통해 자신의 금전적 보상에 대한 불확실성이 상대적으로 완화된 경우 사회적 책임 활동을 보다 적극적으로 지지할 것으로 예상된다. 둘째, 배당은 경영자가 유용할 수 있는 잉여현금흐름(free cash flow)의 양을 감소시킴으로써 잠재적 대리인문제를 사전에 차단하는 장치로 이해될 수 있다(Jensen, 1986; La Porta et al., 2000). 앞서 언급한 바와 같이 주주 또는 투자자는 사회적 책임 활동으로 인한 경영자의 대리인문제 발생 가능성으로 인해 무조건적으로 관련 전략을 용인하지는 않을 것이다. 반면, 배당 지급으로 인해 잠재적 대리인문제 발생 가능성이 완화된 경우에는 사회적 책임 활동에 대한 가치를 상대적으로 높게 부여할 것으로 예상된다. 특히, 경영자 역시 이러한 주주의 기대를 인지한다면, 사회적 책임 활동 강화와 관련한 자신의 투자의사결정을 주주들에게 용인받기 위해 적극적으로 배당을 지급할 유인을 보유할 것이다. 즉, 배당이 사회적 책임 활동 강화에 대한 일종의 보증수단(bonding mechanism)으로써 작동할 것으로 예상된다. 마지막으로 배당은 기업의 높은 현금흐름 창출력을

신호하는 기능을 수행한다. 경영자는 자본시장에서 배당지급을 통해 외부 투자자에게 기업가치와 관련한 긍정적인 신호를 전달함으로써 정보비대칭으로 인한 불이익을 완화시킬 수 있다(Miller and Rock, 1985; Nissim and Ziv, 2001). 따라서 배당지급을 통해 경영자가 기업이 높은 현금흐름 창출능력이 충분히 있음을 시장에 신호하는 경우 주주 혹은 투자자는 사회적 책임 활동에 기인하는 비용을 충당할 수 있는 여력이 충분함을 인지할 것이며, 장기적인 측면에서 관련 전략에 지속적인 투자를 수행할 것으로 받아들일 것이다. 이러한 논리는 자금조달여력이 충분한 고수익성 기업 내지는 현금흐름의 불안정성이 낮은 기업에서 적극적인 사회적 책임 활동의 수행이 가능하다는 기존 연구의 주장과 일맥상통한다(김창수, 2009). 결론적으로 기존 연구에서 제기된 사회적 책임 활동이 기업가치에 미치는 긍정적인 영향력은 배당이 일정수준 이상 확보된 상황에서 주로 관찰될 것으로 예상할 수 있다.

본 연구가 다양한 투자의사결정 중 특히, 사회적 책임 활동에 초점을 맞추는 이유는 앞서 언급한 바와 같이 국내 경제에 있어 동 분야에 대한 중요성이 점차 대두되고 있기 때문이다. 정부는 2010년 12월 동반성장위원회를 설립하여 기업의 사회적 책임 활동 강화의 교두보를 마련하였으며, 자본시장에서 사회적 책임 강화의 중요성을 고려하여 사회책임투자지수(KRX SRI)를 도입하였다. 국제적 자본시장에서도 기업의 사회적 책임 이행의 중요성은 강조되고 있는데, 각국의 평가기관들은 DJSI(Dow Johns Sustainability Index), FTSE 4GOOD<sup>3)</sup> 지수 등을 발표하여 기업의 사회적 책임 활동 이행 수준을 파악하고, 이를 투자가치판단에 활용하고 있다. 이러한 추세를 고려할 때 경영자는 기업의 중요한 재무적 전략으로써 사회적 책임 활동에 대한 고려를 강화해야 할 것이다. 기업이 사회적 책임 활동 이행 전략을 적극적으로 수행하지 않는 경우 높은 규제비용을 부담할 뿐만 아니라 자본시장의 투자자로부터 외면받아 상대적으로 도태될 수밖에 없기 때문이다<sup>4)</sup>. 하지

3) 영국의 Financial Times와 런던증권거래소(LSE: London Stock Exchange)가 공동으로 소유하고 있는 FTSE International이 개발한 지수로 각국의 기업을 대상으로 사회적 책임, 환경보호, 인권보장 등의 항목을 조사하여 우수기업을 발표하고 있다.

4) 과거와 달리 기업의 사회적 책임이 자본시장에서 점차 부각되고 있는 이유로 교통, 통

만 사회적 책임의 강화에는 막대한 초기비용과 편익이 동시에 발생하는 것으로 알려져 있다. 이 때문에 기업은 상대적으로 비용 대비 편익이 극대화될 수 있는 효과적인 재무전략을 수립함으로써 안정적 성장과 가치극대화라는 궁극적 목표를 달성할 수 있을 것이다.

본 연구는 사회적 책임 활동이 기업가치에 미치는 영향이 배당수준에 따라 달라질 수 있음을 최초로 확인한 실증연구이다. 기존 연구는 사회적 책임 활동이 기업가치에 미치는 단편적인 관계만을 확인하고 있는데, 기업의 재무적 전략의 실효성은 다양한 환경적 요인과 기업특성에 따라 달라질 수 있기 때문에 양자 간 관계는 쉽사리 일반화시키기 어렵다. 특히, 사회적 책임 활동에 대한 긍정적인 시각과 부정적인 시각<sup>5)</sup>이 동시에 존재하는 현실을 고려하자면, 기업의 입장에서 관련 전략 수행에 있어 다양한 측면의 효과를 사전에 반영해야 할 것이다. 즉, 사회적 책임 활동 수행에 대한 최적 전략적 조합 내지는 합의점을 도출함으로써 효과적인 재무전략을 수립해야 할 것이다. 특히, 경영자의 입장에서 사회적 책임 이행과 배당지급이 상호연관성을 갖는다고 가정할 때 이의 선택에 있어 중요한 요소는 과연 투자자가 이들 의사결정의 역학관계를 어떻게 받아들이는 가인데, 본 연구는 사회적 책임 활동과 배당정책이 주주와 투자자의 기대를 반영하는 기업가치에 미치는 영향을 파악함으로써 기업의 재무적 의사결정에 대한 직접적이며 구체적인 전략적 시사점을 제공한다.

추가적으로 본 연구는 사회적 책임 활동과 배당정책이 기업가치에 미치는 영향력이 기업지배구조에 따라 어떻게 달라질 수 있는 가도 확인한다. 일반적으로 경영자의 대리인문제를 규율하기 위한 내부 지배구조 메커니즘은 이사회(board of directors), 소유구조(ownership structure)와 감사제도(audit systems) 등으로 구성되어 있다. 이들 지배구조는 투자, 배당의사결정과 같은 기업의 재무적 전략 수립에

---

신 및 IT기술의 발달로 인한 기업에 대한 정보의 광범위하고 빠른 확산과, 개방화와 세계화로 인한 기업과 연관된 이해관계자의 확장 등을 들 수 있다(안병훈·장대철, 2008).

5) Friedman(1970)은 기업 주변의 이해관계자의 이익을 고려하여 사회적 책임 관련 지출을 늘리는 것은 주주의 부와 직접적인 연관성이 낮으며, 기업가치 극대화에 긍정적이지만은 않음을 주장하였다.

있어 경영자의 대리인문제를 적극적으로 규율함으로써 주주가치 극대화에 기여하는 것으로 알려져 있다(Jensen and Meckling, 1976; Shleifer and Vishny, 1997). 따라서 좋은 지배구조를 가진 기업에서는 사회적 책임 활동에 대해 보다 적극적인 규율을 통해 가장 효율적인 전략 수립이 이루어질 것이다(국찬표·강윤식, 2011). 그러므로 내부 지배구조 매커니즘이 좋게 갖추어져 경영자의 대리인문제 발생 가능성이 낮다면, 재무적 제약 하에 굳이 배당을 높게 지급할 필요성이 상대적으로 감소할 것으로 예상된다. 즉, 사전적으로 경영자의 사회적 책임 활동에 관련한 투자지출에 대해 지배구조가 효율적으로 규율함으로써 효과적인 전략 수행을 유도할 것이고, 이를 주주 또는 투자자가 인지하는 경우 굳이 배당을 지급받지 않더라도 관련 전략의 가치를 긍정적으로 판단할 것이다. 정리하면, 사회적 책임 활동과 배당정책이 기업가치에 미치는 영향력은 주로 지배구조가 취약한 기업에서 보다 강하게 관찰될 것이다. 이러한 분석은 대리인이론에 근거한 본 연구의 주된 가설을 확인함에 있어 보다 강건한 실증분석결과 도출에 기여할 것으로 판단된다. 더불어 기업에는 투자, 배당사결정 및 지배구조 형성에 관련한 보다 구체적인 시사점을 제공함으로써 관련 전략 수립에 비용 대비 편익을 극대화하기 위한 중요한 함의를 제시할 것으로 기대된다.

본 연구의 주요 결과는 다음과 같다. 먼저, 사회적 책임 활동이 기업가치에 미치는 긍정적인 영향력은 배당수준이 높은 기업에서 보다 강하게 관찰되었다. 이는 앞서 제시한 바와 같이 배당이 사회적 책임 활동을 악용한 경영자의 대리인문제를 규율하는 효과로 해석이 가능하다. 사회적 책임 활동과 기업가치 간 내생성 문제를 고려하여 이를 완화하기 위한 추가적인 방법론을 사용한 경우에도 주요 결과가 유지되어 강건성을 확인할 수 있었다. 한편, 사회적 책임 활동과 더불어 환경경영(environmental management) 활동에 대한 관심도 대두되는 현실을 고려하여 이를 추가적인 변수로 활용한 분석을 실시한 경우에도 동일한 결과를 확인할 수 있었다. 본 연구는 보다 세밀한 분석을 시도하기 위해 전기 대비 배당액의 변화에 초점을 맞추어, 전체 표본을 배당증가, 유지, 감소기업으로 나누어 분석한 결과, 주로 배당증가 기업에서 사회적 책임 활동이 기업가치에 긍정적인 영향을

미치고 있음을 확인할 수 있었다. 반면, 배당감소 기업에서는 양자 간 관계가 유의적이지 않음을 확인할 수 있었다. 이는 배당정책에 따라 사회적 책임 활동이 기업가치를 제고시키는 영향력이 달라질 수 있음을 보다 명료히 보여주는 결과이다. 한편, 주주에 대한 보상수단으로써 배당뿐만 아니라 자사주매입이 대두되고 있는 현실을 고려하여 자사주매입 실시여부에 따른 사회적 책임 활동이 기업가치에 미치는 영향을 추가적으로 실시하였다. 분석결과, 자사주매입이 실시된 기업에서 양자 간 유의적인 양(+)의 관계가 보다 강하게 나타남을 확인할 수 있어 본 연구의 주된 가설의 강건성을 확인할 수 있었다.

한편, 기업지배구조 수준에 따라 전체 표본을 두 개로 나누어 사회적 책임 활동과 배당정책이 기업가치에 미치는 영향을 확인한 결과, 기업지배구조가 취약하여 대리인문제의 발생가능성이 높은 기업에서 본 연구의 주된 가설이 주로 지지하는 결과를 확인할 수 있었다. 이는 대리인문제를 완화하기 위한 보증수단으로써 배당정책이 활용되고 있다는 본 연구의 주장을 보다 강건하게 확인시켜주는 결과로 해석이 가능하다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. II장에서는 본 연구와 관련한 기존문헌을 제시한다. III장에서는 데이터와 실증분석방안 등을 논의하며, IV장에서는 실증분석결과를 제시하고, V장에서는 이를 바탕으로 본 연구의 결론 및 시사점을 도출한다.

## II. 기존문헌

계약의 집합체인 기업에서 경영자는 사회적 책임 활동을 강화함으로써 다양한 이해관계자의 이익과 권리, 그리고 종업원이나 주주들의 자긍심을 높여 생산성을 극대화하고, 기업의 명성을 높일 수 있다(Garbett, 1988; Hart, 2005). 이러한 논의 하에서 Pava and Krausz(1996)과 Preston and O'Bannon(1997)은 실증적으로 사회적 책임 강화가 재무적 성과에 긍정적인 영향력이 있음을 확인하였다. 국내에서도 김창수(2009)는 기업의 사회적 책임 이행이 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다

는 것을 보이며 사회적 책임 강화가 단기적으로는 비용요인이기도 하지만 기업의 명성을 높이고 이로 인해 매출을 증가시키며 비용을 낮추는 긍정적 측면이 있음을 주장하였다. 특히, 현금흐름이 양호한 기업, 부채비율이 낮은 기업, 대기업집단 소속 기업이 사회적 책임을 강화하는 경우 그렇지 않은 기업에 비해 기업가치 증대효과가 상대적으로 더 큰 것으로 보고하고 있다. 동일한 맥락에서 국찬표, 강윤식(2011)은 사회적 책임 강화가 기업가치에 긍정적인 영향을 미쳐 기업이 지속적으로 자발적인 사회적 책임 활동을 수행할 유인이 있음을 보여주며, 이는 사회적 책임 강화를 통해 주주와 이해관계자들의 이익이 동시에 도모될 수 있다는 근거로 볼 수 있음을 주장하였다.

이러한 주장과 달리 Renneboog et al.(2008)은 기업의 사회적 책임 이행 수준이 자본시장의 기업가치에 적절히 반영되는지 여부는 확신할 수 없다고 주장하였다. 동일한 맥락에서 기업의 사회적 책임 이행을 위한 과도한 비용의 발생은 자연히 수익성 악화로 이어질 수 있으며, 수익성이 높은 사업안을 채택하지 못함으로써 주주가치 제고에 효과적이지 않을 수 있음을 주장하는 연구도 존재한다(Brammer et al., 2006). 더불어 사회적 책임 이행에 따른 편익이 단기적으로 가시화되기 어려우며, 경영진의 사적효용을 극대화하기 위해 악용될 여지가 있는 만큼 이에 대한 적절한 통제수단이 필요하다는 연구도 존재한다(Barnea and Rubin, 2010). 기업의 사회적 책임 활동이 자본시장에서 긍정적인 신호를 위한 단기적 전략이거나 경영자의 명성 축적에 악용된다면 오히려 장기적으로 기업과 사회에 역효과를 초래할 가능성이 있다는 주장도 존재한다(김창수, 2009).

기업의 사회적 책임 강화의 효과에 대한 상반된 견해가 존재하는 가운데, 최근 연구들은 보다 세밀한 분석을 통해 기업의 사회적 책임 활동에 대한 보다 엄밀한 평가를 시도하고 있는데, 대표적으로 Heinkel et al.(2001)와 El Ghoul et al.(2011)의 연구는 기업의 사회적 책임 강화가 이미지 제고를 통해 기업가치를 높이는 한편, 기업을 둘러싼 위협을 감소시킴으로써 자본조달비용을 감소시키고 있음을 확인하고 있다(Richardson and Welker, 2001). 동일한 맥락에서 Fisman et al.(2005)은 정보비대칭이 존재하는 경우 사회적 책임 강화가 사적효용을 추구하는 경영자와 사



회에 공헌하려는 경영자를 구분하기 위한 도구적인 수단으로서 활용될 수 있음을 주장하였다. Goyal(2006)은 기업의 높은 사회적 책임 강화가 해외직접투자(foreign direct investment) 시 현지 시장에서 긍정적인 신호역할을 한다고 주장하였다.

한편, 배당정책은 기업의 자금조달과 투자의 결과물로서 잔여적 의사결정의 성격을 가진다는 점에서 기업가치에 직접적으로 영향을 미칠 수 없다(Modigliani and Miller, 1961). 그러나 정보비대칭하에서 배당지급은 기업의 미래현금흐름에 대한 경영자의 확신을 주식시장에 전달하는 효과를 갖는다(Miller and Rock, 1985). 관련하여 Fazzari and Petersen(1993)은 배당을 적게 하는 기업은 배당을 많이 하는 기업보다 재무적 제약을 받을 가능성이 높으며, 배당을 하지 않는 기업은 재무적 제약이 더 심각하여 신주발행이 어렵다고 주장하였다. 더불어 경영자가 내부 유보된 현금을 사적이익을 추구하기 위해 사용하거나 수익성이 없는 사업에 과잉투자하는 등 대리인문제의 발생 가능성이 있는 경우 배당은 경영자가 유용할 수 있는 현금흐름의 양을 감소시킴으로써 기업가치에 영향을 미칠 수 있는 재무적 의사결정이 된다(Jensen and Meckling, 1976). 유사하게 Jensen et al.(1992)은 성장성 및 투자기회를 통제된 후 배당지급이 레버리지 및 내부자 지분과 음(-)의 관계에 있음을 보여 줌으로써 배당이 경영자와 주주들 간의 이해상충문제를 줄이는 방법으로 사용된다는 실증적 증거를 제공하고 있다. 배당과 지배구조 간 연관성을 분석한 연구로 La Porta et al.(2000)은 경영자의 대리인문제에 대한 규율수단으로써 지배구조가 좋게 갖추어진 기업에서는 경영자의 사적효용추구행위가 상대적으로 적게 나타날 것이므로 상대적으로 배당을 적게 지급할 것이라는 대체가설(substitute hypothesis)과 좋은 지배구조가 경영자로 하여금 배당을 많이 지급하도록 규율한다는 가설(outcome hypothesis)을 동시에 제시하였다. 최근 연구로 Jiraporn et al.(2006)은 미국기업을 대상으로 분석한 경우 대체로 대체가설이 지지되고 있음을 제시하고 있다.

한편, 본 연구와 가장 밀접한 연관성을 갖는 연구로 기업의 사회적 책임 활동과 배당지급액 간의 관계를 분석한 연구가 존재한다. Rakotomavo(2012)는 미국기업을 대상으로 사회적 책임 투자지출과 배당지급액 간의 관계를 분석한 결과, 양자

간 양(+)<sup>6)</sup>의 관계를 확인하였으며, 이는 경영자가 두 가지 재무적 전략을 동시에 수행함으로써 기업가치 제고효과를 극대화하고 있음을 보여준다. 이러한 연구는 재무적 의사결정의 주요 주체인 경영자의 인센티브에 초점을 맞추어 공급자 측면의 분석을 수행한데 반해, 본 연구는 기업의 의사결정에 대한 가치를 부여하는 투자자의 인센티브에 초점을 맞추어 수요자 측면의 분석을 수행한다. 즉, 기업경영 의사결정의 가치는 궁극적으로 투자자가 해당 의사결정을 어떻게 판단하는가에 의해 결정되는데, 기존 연구는 이에 대한 고려가 이루어지지 않아 경영자가 투자자의 가치판단을 고려하여 향후 어떻게 재무적 전략을 조합해야 하는가를 제시하지는 못하고 있다. 따라서 본 연구는 자본시장에서 주주 또는 투자자의 가치판단을 바탕으로 보다 근본적인 기업의 재무적 전략 수립에 시사점을 제시한다.

### III. 데이터 및 실증분석방안

#### 1. 데이터

본 연구는 2010년부터 2011년까지 한국거래소 상장기업을 대상으로 실증분석을 실시한다<sup>6)</sup>. 데이터 표본이 2개년으로 제한된 이유는 기업의 사회적 책임 활동에 관련한 데이터를 확보하기 어렵기 때문이다. 자본시장 내 사회적 책임 활동이 대두되고 있는 현실을 반영하여 한국기업지배구조원(KCGS: Korea Corporate Governance Service)에서는 2010년부터 매년 상장기업을 대상으로 사회적 책임 활동에 대한 평가를 수행하고 있다<sup>7)</sup>. 동 지수의 평가기준은 국제표준인 ISO 26000

6) 심사자의 제안에 따라 한국기업지배구조원의 사회적 책임 지수의 확보 가능성을 전제로 분석기간을 최대 2010년부터 2013년까지로 늘려 본 연구의 주된 가설을 재차 확인한 결과, 보고된 결과와 대동소이한 결과를 관찰할 수 있었다. 따라서 짧은 분석기간으로 인한 추정결과의 한계는 우려할만한 수준이 아니며, 본 연구결과의 강건성을 확인할 수 있었다. 이러한 분석을 제안해주신 심사자에게 감사한다.

7) 다만, 동 평가는 2010년부터 실시되고 있어 최근 데이터에만 국한된 분석만이 가능하다는 단점이 있다. 하지만 기업의 사회적 책임 전략의 중요성이 최근부터 강화되고 있다는 사실을 고려하면, 실증분석을 수행하는데 큰 무리가 없을 것으로 판단된다.

등을 반영함과 동시에 국내 실정에 보다 적합한 정보도 포함하고 있다. 동 지수는 상장기업 전체에 대한 평가가 이루어졌다는 측면에서 본 연구의 가설을 보다 객관적으로 평가하는데 유용하다<sup>8)</sup>. 본 연구는 기업별 사회적 책임 활동에 대한 대응치로써 동 지수의 활용이 가능하며, 자본잠식기업을 제외하고, 재무 및 회계 데이터와 주가 데이터 확보가 가능한 기업을 최종표본으로 선정하였다. 더불어 규제 및 영업구조 상의 차이로 여타 기업과의 직접적인 비교가 어려운 금융 및 보험업 기업도 표본에서 제외하였다.

배당지급액을 포함한 기업의 회계 및 재무 데이터는 한국상장회사협의회 데이터베이스인 TS-2000으로부터 추출하였으며, 주가, 소유구조 및 자사주매입 관련 데이터는 FN-Guide로부터 확보하였다. 재벌소속기업의 정보를 파악하기 위해서는 공정거래위원회의 기업집단 정보포탈을 활용하였다. 공정거래위원회에서는 재벌기업집단의 경제력 집중을 견제할 목적으로 매년 기업집단의 자산규모를 기준으로 대규모기업집단(재벌)을 선정하여 공시하고 있다.

앞서 언급한 바와 같이 기업의 사회적 책임 이행 수준의 대응치로써 한국기업 지배구조원의 사회적 책임 지수를 사용한다. 한편, 본 연구는 기업지배구조 수준의 대응치로 한국기업지배구조원의 기업별 지배구조 평가결과를 사용한다<sup>9)</sup>. 한국기업지배구조원은 매년 상장기업을 대상으로 공시된 정보를 바탕으로 주주권 리보호, 이사회 구성 및 운영, 공시수준, 감사제도, 배당수준을 바탕으로 기업별 지배구조 수준을 종합적으로 평가하고 있다<sup>10)</sup>.

8) 기존연구는 경제정의실천시민연합 산하 경제정의연구소의 사회적 책임 평가지수(KEJI index)를 사용하고 있는데, 박헌준 외(2004)는 동 지수를 활용하여 167개 상장기업을 분석하였다. 동 지수는 가설을 검증하기에 제한적인 표본만을 제공하는 반면, 본 연구의 한국기업지배구조원의 사회적 책임 평가결과는 대부분의 상장기업에 대한 자료를 제공한다는 측면의 장점을 갖는다.

9) 관련한 보다 구체적인 정보에 대한 내용은 Byun et al.(2012)의 연구와 한국기업지배구조원 홈페이지(<http://www.cgs.or.kr>)를 참조하길 바란다.

10) 본 연구의 주요 목적상 실증분석에 있어 배당 관련한 항목을 제외한 지수를 활용한다.

## 2. 실증분석방안

본 연구는 사회적 책임 활동과 배당정책이 기업가치에 미치는 영향을 확인하기 위해 아래 (1)과 같은 모형을 설정한다. 일반적으로 국내 기업의 배당지급 결정은 회계연도가 종료된 이후 다음연도 초에 결정되기 때문에 재무제표만을 바탕으로 분석을 수행할 경우 현실을 호도할 수 있다. 즉, 배당지급의 효과가 연말종가를 기준으로 측정된 기업가치(TobinQ)에 사실상 반영되지 못하는 오류에 빠질 수 있다. 관련한 논의를 회피하고 분석을 보다 명확히 수행하기 위해 배당지급액을 calendar year 기준으로 활용한다<sup>11)</sup>. 예컨대 2012년의 사회적 책임 활동과 기업가치는 해당 회계연도 말을 기준으로 설정하며, 배당지급액은 동 년도 초에 지급된 금액으로 고려한다.

$$\begin{aligned}
 TobinQ_{it} = & \beta_0 + \beta_1 CSRI_{it} + \beta_2 CSRI_{it} * High Divi_{it} + \beta_3 High Divi_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Leve_{it} + \beta_6 ROA_{it} \\
 & + \beta_7 Risk_{it} + \beta_8 R\&D_{it} + \beta_9 CAPEX_{it} + \beta_{10} Age_{it} + \beta_{11} FCF_{it} + \beta_{12} Block_{it} + \beta_{13} Insti_{it} \\
 & + \beta_{14} Chae_{it} + \beta_{15} Gover_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{1}$$

한편, 표본이 패널데이터의 형태를 가짐에 따라 발생할 수 있는 이분산성을 완화시키기 위해 robust standard error를 통해 추정계수의 유의성을 검증하며, pooling OLS 방식을 사용한다. 산업효과를 통제하기 위해 한국표준산업분류 1자리를 기준으로 설정된 산업터미변수(Ind effect)를 모형에 포함하였고, 연도효과를 통제하기 위해 연도터미변수(Year effect)도 모형에 포함하였다.

본 연구는 기업가치 결정요인에 관련한 연구에서 흔히 활용되는 토빈 큐를 종속변수로 고려한다. 토빈 큐는 부채의 장부가치에 자기자본의 시장가치(보통주주식수×연말 종가)를 더한 값을 자산의 장부가치(우선주자본금 차감)로 나눈 값으로 사용한다(Tobin Q)<sup>12)</sup>.

11) 재무제표를 기준으로는 전기 배당액이 현재 회계연도 기업가치에 미치는 영향을 분석하는 모형으로 볼 수 있다.

12) 기업가치의 대용치로 시장가치대 장부가치 비율을 활용한 기존 문헌의 사례를 고려하

본 연구는 한국기업지배구조원의 기업별 사회적 책임 평가결과와 환경경영 평가결과를 각각 사회적 책임 활동과 환경경영 활동의 대응치로 활용한다. 먼저, 사회적 책임 지수(CSRI)는 총 91개 문항, 300점 만점으로 측정되며, 근로자, 협력사 및 경쟁사, 소비자 및 지역사회 4개 항목에 대해 다각적이며, 포괄적으로 평가하고 있다<sup>13)</sup>. 근로자 항목은 근로자의 복지혜택 수준, 평균 이직률, 사업 재해율 등을 바탕으로 측정되며, 협력사 및 경쟁사 항목은 협력사에 대한 공정거래 방침 수립, 부패방지 전담조직 구성 등을 바탕으로 측정된다. 소비자 항목은 소비자에 대한 공정거래 원칙 수립, 개인정보 관리 정책 수립 등을 바탕으로 측정되며, 지역사회 항목은 지역사회 발전을 위한 정책 수립, 지원 프로그램 운영을 바탕으로 측정된다<sup>14)</sup>. 본 연구는 이들 지수를 1점 만점으로 환산한 값을 기업의 사회적 책임 지출의 대응치(CSRI)로 사용한다. 한편, 강건성 검증차원에서 본 연구는 환경경영 지수도 추가적인 변수로 활용하는데, 동 지수 역시 한국기업지배구조원의 평가결과<sup>15)</sup>를 활용하였으며, 91개 문항, 300점 만점으로 측정된다. 사회적 책임 지수와 마찬가지로 환경경영 지수 역시 평가점수는 1점 만점으로 환산한 값을 기업의 환경경영 지출 수준의 대응치(EMI)로 사용한다.

---

여(위평량, 2006; 최운열 외, 2007), 이를 추가적인 종속변수로 본 연구의 주된 가설을 재차 분석한 결과, 보고된 결과와 동일한 결과가 확인되어 강건성을 확인할 수 있었다. 이러한 분석을 제안해주신 심사자께 감사한다.

- 13) 기존 연구는 대계 기부금 지출액을 사회적 책임 활동의 대응치로 활용하고 있는데, 이는 복잡적이며, 다각적인 동 부문 활동을 적절히 지표화하기에 상당한 어려움이 따른다.
- 14) 한국기업지배구조원의 사회적 책임 지수에 보다 구체적인 사항은 한국기업지배구조원 홈페이지를 참고하길 바란다.
- 15) 한국기업지배구조원의 환경경영 지수에 보다 구체적인 사항은 박경서 외(2012)의 연구와 한국기업지배구조원 홈페이지를 참조하길 바란다.

〈표 1〉 변수의 정의

변수	정의
TobinQ	기업가치의 대응치, (자기자본의 시장가치(보통주주식수×연말종가)+부채의 장부가치)/(자산의 장부가치-우선주자본금)
CSRI	한국기업지배구조원의 기업별 사회적 책임 활동 평가결과를 1점 만점으로 환산한 지수
EMI	한국기업지배구조원의 기업별 환경경영 활동 평가결과를 1점 만점으로 환산한 지수
Divi	(현금배당액+주식배당액)/총자산
High Divi	배당액(현금배당액+주식배당액)이 연도별 표본의 중위수 이상인 경우 1, 아닌 경우 0의 값을 갖는 더미변수
Repur	회계연도 내 자사주매입을 실시한 표본의 경우 1, 아닌 경우 0의 값을 갖는 더미변수
Size	총자산에 자연로그를 취한 값
Leve	총부채/총자산
ROA	당기순이익/총자산
Risk	과거 5년간 ROA의 표준편차
R&D	연구개발비/자기자본
CAPEX	자본적지출/자기자본
Age	기업연령(현재 회계연도-설립연도+1)에 자연로그를 취한 값
FCF	(영업이익-세금-이자비용-배당액)/총자산
Block	최대주주 및 특수관계인 지분을 합계
Insti	기관투자자 지분율이 5% 이상인 경우 이들의 지분율, 미만인 경우 0
Chae	대규모기업집단 소속 기업의 경우 1, 아닌 경우 0의 값을 갖는 더미변수
Gover	한국기업지배구조원의 기업별 지배구조 평가결과를 1점 만점으로 환산한 지수(배당 관련 평가항목 제외)
Ind effect	한국표준산업분류 1자리를 기준으로 부여된 산업더미변수
Year effect	연도더미변수

배당지급액(Divi)은 당기 현금배당액과 주식배당액의 합계를 총자산으로 표준화하여 사용한다<sup>16)</sup>. 본 연구의 주된 가설인 사회적 책임 활동과 배당정책이 기업

16) 보고하지 않았지만 배당지급액을 자기자본의 시장가치, 자기자본의 장부가치, 매출액 등으로 표준화한 변수를 활용한 경우에도 동일한 결과를 얻을 수 있었다.

가치에 미치는 영향력을 확인하기 위해 사회적 책임 지수(CSRI)와 배당지급액 간 상호교차변수(interaction variable)를 설정한다. 한편, 교차되는 두 변수가 연속형 변수(continuous variable)인 관계로 결과 해석에 어려움이 있으므로 본 연구는 배당 지급액이 연도별 표본의 중위수 이상인 경우 1, 아닌 경우 0의 값을 갖는 더미변수(High Divi)를 추가적으로 설정하여 활용한다. 즉, 배당수준이 상대적으로 높은 기업과 낮은 기업 간 차이를 바탕으로 보다 명료한 해석을 제시한다.

Fama and French(2001)은 주주에 대한 보상수단으로써 신생기업들을 중심으로 자사주매입(share repurchase)이 급격히 증가하고 있음을 주장하였으며, Grullon and Michaely(2002) 역시 주주에게 기업의 성과를 배분하는 방법으로 자사주매입이 점차 증가하고 있음을 제시하였다. 이러한 현상은 국내 기업에서도 관찰되고 있으며, 관련 연구들은 투자의 보상수단으로써 자사주매입 결정을 주된 요인으로 고려하고 있다. 따라서 자사주매입은 기업의 지급정책(payout policy)으로써 자본 시장에서 배당정책과 동일한 효과를 기대할 수 있다(고영경·조성욱, 2009)<sup>17)</sup>. 따라서 본 연구는 자사주매입여부(Repur)를 배당지급액의 추가적인 대용치로 활용하여 주된 연구가설의 강건성을 확인함과 동시에 연구결과와 관련한 논의를 확장한다<sup>18)</sup>.

통제변수로 기업규모가 종속변수에 미치는 영향을 통제하기 위해 총자산에 자연로그를 취한 값을 포함한다(Size). 기업의 부채사용은 경영자가 유용할 수 있는 현금흐름을 감소시켜 대리인문제를 완화시키지만, 경영자가 리스크 회피적인 성향이 강해짐에 따라 과소투자를 하여 기업가치를 하락시킬 수 있다(Harris and Raviv, 1988). 자본구조가 미치는 영향력을 통제하기 위해 총부채를 총자산으로 나눈 값을 통제변수에 포함하였다(Leverage). 높은 수익성은 기업의 자산가치를 증가시킴에 따라 기업가치와 밀접한 연관성을 갖는다. 그러므로 당기순이익을 총자

17) 자사주매입은 기업가치가 저평가되어 있음을 신호하거나 미래가치의 향상을 알리기 위한 수단으로 활용될 수 있으며, 무엇보다 경영진이 낭비할 수 있는 잉여현금흐름의 양을 감소시킴으로써 잠재적 대리인문제를 완화시키는 효과를 가질 수 있다(Stephens and Weisbach, 1998; 고영경·조성욱, 2009).

18) 자사주매입 여부 변수는 배당과 달리 동 회계연도 내 실시여부를 바탕으로 변수화하였다.

산으로 나눈 값을 통제변수로 사용한다(ROA). 기업의 위험수준은 위험과 수익의 상충관계에 따라 기업가치에 영향을 미칠 수 있다. 따라서 이러한 요인을 통제하기 위해 과거 5년간 ROA의 표준편차를 위험수준의 대용치로 모형에 포함한다. 성장성이 높은 기업은 높은 투자가치로 인해 기업가치가 상승할 것이므로 성장성의 대용치로써 연구비 및 개발비를 자기자본의 장부가치로 나눈 값(R&D), 기업의 자본적 지출을 자기자본의 장부가치로 나눈 값(CAPEX)을 통제변수로 포함한다. 일반적으로 기업은 business cycle에 따라 성장하기 때문에 기업의 연령이 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 반면 오래된 기업일수록 치열한 경쟁에 살아남았음을 신호하기도 한다. 따라서 기업의 설립연수에 자연로그를 취한 값을 모형에 포함한다(Age). 잉여현금흐름은 경영자의 사적효용추구행위의 주된 근원으로 알려져 있다(Jensen, 1986). 이는 대리인문제로 인한 주주가치 훼손과 연관되므로 이러한 요인을 통제하기 위해 영업이익에서 세금, 이자비용과 배당액을 차감한 값을 총자산으로 나누어 측정한 잉여현금흐름 수준(FCF)의 대용치를 모형에 포함한다. 대주주는 집중된 소유구조(concentrated ownership structure)를 바탕으로 기업경영에 중대한 영향력을 행사한다. 대주주의 지분율 증가는 여타 주주와의 이해일치로 인해 기업가치에 긍정적인 영향력을 미칠 수 있지만, 반대로 기업경영권시장의 효율적인 작동을 저해하여 오히려 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수도 있다. 따라서 이러한 요인을 통제하기 위해 본 연구는 최대주주 및 특수관계인 지분율의 합계를 통제변수로 포함한다(Block). 기관투자자는 기업경영분석에 관련한 전문성을 가지며, 상대적으로 높은 지분율을 바탕으로 경영자 규율에 대한 무임승차문제(free riding problem)를 완화하여 경영자의 대리인문제를 적극적으로 규율하는 것으로 알려져 있다. 따라서 이러한 효과를 통제하기 위해 기관투자자 지분율이 5% 이상<sup>19)</sup>인 경우 이들의 지분율을, 아닌 경우 0의 값을 갖는 변수(Insti)를 모형에 포함한다. 국내의 대규모 기업집단의 경우 다수의 계열사를 거느린 형태로 운영되고 있어 지배주주가 다양한 형태와 경로의 대리인문제를 발생시

19) 기관투자자 지분율이 5% 이상인 경우에 한해 변수화하는 이유는 이들이 비교적 높은 지분율을 보유한 경우에 보다 적극적인 감시유인을 가질 것으로 예상되기 때문이며, 이러한 기준은 기존 연구에서 활용된 바 있다(Byun et al., 2012).



키고, 소액주주의 부를 착취하는 것으로 평가되고 있다. 따라서 이러한 대리인문제 발생 가능성이 주식수익률에 미치는 영향력을 통제하기 위해 대규모 기업집단(재벌)에 속한 기업은 1, 독립기업은 0의 값을 갖는 더미변수(Chae)를 모형에 포함한다. 마지막으로 내부 지배구조는 기업의 경영자에 대한 적극적인 규율을 통해 주주가치 제고에 긍정적인 영향력이 있는 것으로 알려져 있다(Gompers et al., 2003). 더불어 기업은 지배구조를 좋게 갖추므로써 자본시장에 긍정적인 신호를 전달하여 기업가치를 제고시킬 수도 있다. 따라서 이러한 효과를 통제하기 위해 한국기업지배구조의 기업별 지배구조 평가결과를 1점 만점으로 환산한 지수를 모형에 포함한다. 다만, 동 평가지수에는 배당(경영과실배분)에 관련한 항목이 포함되어 있으므로 변수 간 중복을 피하기 위해 동 항목을 제외한 점수를 실증분석에 활용한다(Gover).

## IV. 실증분석결과

### 1. 기초통계량 및 상관관계

〈표 2〉는 실증분석에 활용될 변수의 기초통계량을 보여준다. 종속변수로 TobinQ의 평균은 1.0513으로 나타났으며, 중위수는 0.8948로 나타났다. 사회적 책임 지수(CSRI)의 평균은 0.2530, 중위수는 0.2133로 나타나 국내 기업들이 사회적 책임 활동 수준이 아직까지 높지 않은 수준임을 보여준다. 유사하게 환경경영 지수(EMI)의 평균은 0.2451, 중위수는 0.1667로 나타났다. 배당수준(Divi)의 평균은 0.0094, 중위수는 0.0057로 나타났다. 분석기간 동안 전체 표본의 약 24.9%가 자사 주매입을 실시한 것으로 나타났다.

## 〈표 2〉 기술통계량

이 표는 실증분석에 활용될 변수의 기술통계량을 의미한다. 변수의 정의는 앞선 〈표 1〉에 제시된 바와 같다.

변수	N	평균	중위수	표준편차	최소값	최대값
TobinQ	1,265	1.0513	0.8948	0.6374	0.2132	7.0783
CSRI	1,265	0.2530	0.2133	0.1524	0.0667	0.8867
EMI	1,265	0.2451	0.1667	0.2229	0.0000	0.8933
Divi	1,265	0.0094	0.0057	0.0164	0.0000	0.2660
Repur	1,265	0.2490	0.0000	0.4326	0.0000	1.0000
Size	1,265	26.7299	26.4722	1.5304	22.7122	32.3971
Leve	1,265	0.4348	0.4384	0.1988	0.0006	0.9514
ROA	1,265	0.0287	0.0357	0.0951	-0.6031	0.9141
Risk	1,265	0.0575	0.0347	0.1146	0.0015	1.5861
R&D	1,265	0.0113	0.0004	0.0268	0.0000	0.3032
CAPEX	1,265	0.0884	0.0454	0.1393	0.0000	1.7745
Age	1,265	3.4435	3.6636	0.7447	0.6931	4.7449
FCF	1,265	0.0125	0.0146	0.0596	-0.4418	0.3974
Block	1,265	0.4365	0.4357	0.1659	0.0131	0.9000
Insti	1,265	0.0413	0.0000	0.0754	0.0000	0.5606
Chae	1,265	0.2522	0.0000	0.4344	0.0000	1.0000
Gover	1,265	0.3507	0.3379	0.0789	0.0000	0.7724

기업규모(Size)의 평균은 26.7299, 중위수는 26.4722이며, 부채비율(Leve)의 평균은 0.4348, 중위수는 0.4384로 나타났다. 수익성의 대용치인 ROA의 평균은 0.0287, 중위수는 0.0357이다. 과거 5년간 ROA로 대용된 위험수준(Risk)의 평균은 0.0575, 중위수는 0.0347이다. 성장성의 대용치로 연구비 및 개발비 지출(R&D)과 자본적 지출(CAPEX)의 평균은 각각 0.0113, 0.0884, 중위수는 0.0004, 0.0454로 나타났다. 기업업력(Age)의 평균은 3.4435, 중위수는 3.6636이다. 잉여현금흐름(FCF)의 평균은 0.0125, 중위수는 0.0146이다. 기업지배구조 관련 변수로 대주주 지분율(Block)의 평균은 0.4365, 중위수는 0.4357로 나타나 국내 기업들이 집중된 소유구조를 가지고 있음을 보여준다. 기관투자자 지분율의 평균은 0.0413, 중위수는 0.0000으로

측정되었다. 본 연구의 분석표본의 약 25.22%는 대규모 기업집단 소속기업으로 확인되었으며, 기업지배구조 지수의 평균은 0.3507, 중위수는 0.3379이다.

〈표 3〉은 실증분석에 활용될 변수 간 상관관계를 보여준다. 기업가치의 대용치인 TobinQ와 사회적 책임 지수(CSRI) 및 환경경영 지수(EMI) 간 상관관계수는 통계적으로 유의적인 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이는 기존 연구에서 제시된 바와 같이 적극적인 사회적 책임 활동이 기업가치를 제고시킨다는 주장과 일맥상 통한다. 배당지급액(Divi)은 기업가치와 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다. 이는 배당지급이 대리인문제 완화, 현금흐름 창출능력 등을 신호함에 따라 해당 기업에 대한 높은 가치가 부여되고 있음을 의미한다. 본 연구는 이러한 점에 착안하여 사회적 책임 활동을 악용한 경영자의 대리인문제를 사전에 규율하기 위한 수단으로써 배당이 활용될 수 있으며, 궁극적으로 사회적 책임 활동이 기업가치에 미치는 긍정적인 영향력이 배당수준이 높은 기업에서 주로 관찰될 수 있음을 확인한다. 여타 통제변수와 기업가치 간 상관관계는 기존 연구에서 제시된 주장과 대체로 일치하게 관찰되었다.

〈표 3〉 상관관계

이 표는 실증분석에 활용될 변수 간 상관관계를 보여준다. 변수의 정의는 앞선 〈표 1〉에 제시된 바와 같으며, 굵은 색으로 표시된 수치는 5% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미한다.

	TobinQ	CSRI	EMI	Divi	Repur	Size	Leve	ROA
CSRI	<b>0.259</b>							
EMI	<b>0.136</b>	<b>0.739</b>						
Divi	<b>0.321</b>	<b>0.152</b>	0.053					
Repur	0.030	<b>0.067</b>	-0.010	0.050				
Size	<b>0.130</b>	<b>0.663</b>	<b>0.540</b>	0.025	<b>0.082</b>			
Leve	<b>0.078</b>	<b>0.099</b>	<b>0.200</b>	<b>-0.243</b>	<b>-0.094</b>	<b>0.173</b>		
ROA	<b>0.127</b>	<b>0.131</b>	0.038	<b>0.297</b>	<b>0.055</b>	<b>0.207</b>	<b>-0.335</b>	
Risk	<b>0.138</b>	<b>-0.070</b>	-0.040	<b>-0.071</b>	-0.049	<b>-0.201</b>	0.034	<b>-0.240</b>
R&D	<b>0.219</b>	<b>0.186</b>	<b>0.171</b>	0.007	<b>0.091</b>	0.048	<b>0.091</b>	<b>-0.073</b>

CAPEX	<b>0.146</b>	<b>0.089</b>	<b>0.138</b>	-0.049	-0.008	<b>0.060</b>	<b>0.311</b>	<b>-0.124</b>
Age	<b>-0.138</b>	-0.043	0.012	<b>-0.083</b>	-0.023	0.019	-0.041	<b>-0.055</b>
FCF	<b>0.155</b>	<b>0.137</b>	0.036	<b>0.215</b>	<b>0.061</b>	<b>0.194</b>	<b>-0.294</b>	<b>0.761</b>
Block	<b>-0.159</b>	<b>-0.130</b>	<b>-0.135</b>	<b>0.071</b>	<b>-0.062</b>	<b>-0.079</b>	<b>-0.170</b>	<b>0.140</b>
Insti	0.035	<b>0.107</b>	<b>0.153</b>	0.035	-0.031	<b>0.253</b>	-0.002	<b>0.110</b>
Chae	<b>0.177</b>	<b>0.543</b>	<b>0.394</b>	0.051	-0.027	<b>0.649</b>	<b>0.152</b>	<b>0.093</b>
Gover	<b>0.195</b>	<b>0.627</b>	<b>0.428</b>	<b>0.143</b>	<b>0.142</b>	<b>0.679</b>	0.009	<b>0.222</b>
	Risk	R&D	CAPEX	Age	FCF	Block	Insti	Chae
R&D	<b>0.070</b>							
CAPEX	<b>0.100</b>	<b>0.129</b>						
Age	-0.032	<b>-0.068</b>	<b>-0.103</b>					
FCF	<b>-0.167</b>	<b>-0.064</b>	<b>-0.100</b>	<b>-0.088</b>				
Block	<b>-0.085</b>	<b>-0.099</b>	<b>-0.129</b>	<b>-0.104</b>	<b>0.086</b>			
Insti	<b>-0.065</b>	-0.009	-0.020	-0.022	<b>0.106</b>	<b>-0.142</b>		
Chae	-0.028	0.052	<b>0.066</b>	-0.031	<b>0.093</b>	-0.028	<b>0.151</b>	
Gover	<b>-0.145</b>	<b>0.141</b>	0.021	-0.046	<b>0.231</b>	<b>-0.144</b>	<b>0.165</b>	<b>0.491</b>

## 2. 차이값 검증

〈표 4〉는 사회적 책임 활동과 배당수준에 따른 기업가치의 차이값 검증을 실시한 결과이다. Panel A는 연도별 사회적 책임 지수(CSRI)의 중위수를 기준으로 전체 표본을 두 개로 나누어 각 표본의 기업가치(TobinQ)의 차이를 검증한 결과이다. 예상한 바와 같이 사회적 책임 지수가 중위수 이상인 그룹(High CSR)의 기업가치의 평균이 중위수 미만인 그룹(Low CSR)에 비해 더 높게 관찰되었으며, 차이는 0.2006으로 나타났다. 이러한 차이는 1% 통계적 유의수준에서 유의미한 것으로 나타났다. Panel B는 연도별 배당지급액(Divi)의 중위수를 기준으로 전체 표본을 두 개로 나누어 각 표본의 기업가치의 차이를 검증한 결과이다. 배당지급액이 중위수 이상인 그룹(High Dividend)의 기업가치의 평균은 1.0956으로 나타났으며, 미만인 그룹(Low Dividend)의 평균은 1.0070으로 나타났다. 양자 간 차이는 0.0886으로 1% 유의수준에서 유의미한 값을 갖는 것으로 나타났다. Panel C는 차이값 검증을 통해 본 연구의 주요 가설인 사회적 책임 활동과 배당정책이 기업가치에 미치는

는 영향을 확인한 결과이다. 전체 표본을 연도별 배당지급액의 중위수에 따라 두 개로 나눈 후, 각 표본을 다시 사회적 책임 지수의 중위수에 따라 두 개로 나누어 차이 값을 검증한다. 궁극적으로 사회적 책임 지수에 따른 기업가치의 차이가 배당수준에 따라 달라질 수 있는 가를 Difference in Difference 방식을 통해 확인한다. 배당지급액이 중위수 이상인 그룹(High Dividend)에서는 사회적 책임 활동에 따른 기업가치의 차이가 1% 유의수준에서 유의미하게 나타났다. 반면, 배당지급액이 중위수 미만인 그룹(Low Dividend)에서는 사회적 책임 활동에 따른 기업가치의 차이가 유의적이지 않은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 사회적 책임 활동이 기업가치를 제고시키는 효과가 배당수준이 상대적으로 높은 기업에서 주로 관찰되고 있음을 의미한다. 이는 사회적 책임 활동이 경영자의 대리인문제에 악용될 가능성을 고려하여 주주 내지는 투자자가 배당수준을 일종의 보증수단으로써 인지하고 있음을 의미하며, 본 연구의 가설과 일치하는 결과이다. 한편, 사회적 책임 활동에 따른 기업가치의 차이는 배당지급액이 상대적으로 높은 기업에서 낮은 기업에 비해 더 높게 관찰되었으며, 1% 유의수준에서 유의미한 것으로 나타났다. 따라서 사회적 책임 활동이 기업가치를 제고시키는 효과는 배당수준이 일정수준 이상인 기업에서 보다 강하게 나타남을 확인할 수 있다. 이를 기업의 전략적 측면에서 해석하면, 배당을 상대적으로 많이 지급한 기업이 적극적인 사회적 책임 활동을 수행할 경우 더 높은 기업가치 제고효과를 얻을 수 있음을 시사한다. 다만, 이상의 결과는 기업가치에 영향을 미치는 다양한 기업특성 요인을 통제하지 않은 상태에서 도출되었으므로 회귀분석을 통해 보다 엄밀한 분석을 시도한다.

#### 〈표 4〉 차이값 검증

이 표는 사회적 책임 활동과 배당 수준이 기업가치에 미치는 영향의 차이값을 검증한 결과이다. 변수의 정의는 앞선 〈표 1〉에 제시된 바와 같다. Panel A와 B는 연도별 표본을 바탕으로 사회적 책임 활동(CSR)과 배당 수준(Divid)이 중위수 이상인 표본과 미만인 표본으로 분리하여 각 표본 간의 기업가치(TobinQ)의 차이값을 검증한다. Panel C는 배당 수준에 따라 전체 표본을 2개로 분리한 뒤 각각의 표본에서 사회적 책임 활동에 따른 기업가치의 차이값을 검증하며, 궁극적으로 각 차이값의 차이값(Difference in Difference)을 추정한다.

다. 괄호 안의 값은 t-statistics이며, \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준에서 유의함을 의미한다.

Panel A: 사회적 책임 활동과 기업가치							
	High CSR			Low CSR			Difference
TobinQ	[N=625]			[N=640]			0.2006***
	1.1528			0.9522			(5.66)
Panel B: 배당 수준과 기업가치							
	High Dividend			Low Dividend			Difference
TobinQ	[N=633]			[N=632]			0.0886**
	1.0956			1.0070			(2.48)
Panel C: 배당 수준에 따른 사회적 책임 활동과 기업가치							
	High Dividend			Low Dividend			Difference
	High CSR(1)	Low CSR(2)	(1)-(2)	High CSR(1)	Low CSR(2)	(1)-(2)	in Difference
TobinQ	[N=345]	[N=288]	0.3407***	[N=280]	[N=352]	0.0455	0.2952***
	1.2506	0.9099	(6.48)	1.0323	0.9869	(0.96)	(4.18)

### 3. 회귀분석

〈표 5〉는 회귀분석을 통해 본 연구의 주된 가설을 검증한 결과이다. Model(1)은 사회적 책임 활동과 배당지급액이 각각 기업가치에 미치는 영향력을 분석한 결과이다. 사회적 책임 지수(CSRI)의 추정계수는 1% 통계적 유의수준에서 유의미한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이는 사회적 책임 활동이 기업가치 제고에 긍정적인 효과가 있음을 의미한다. 배당지급액(Divi)의 추정계수 역시 1% 유의수준에서 유의미한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이는 배당이 대리인문제 및 정보 비대칭 완화의 수단으로 활용됨에 따라 주식시장에서 긍정적인 효과를 얻어내고 있음을 의미한다.

#### 〈표 5〉 사회적 책임 활동과 배당정책의 상호작용이 기업가치에 미치는 영향

이 표는 사회적 책임 활동과 배당정책의 상호작용이 기업가치에 미치는 영향을 회귀분석한 결과이다. 변수의 정의는 앞서 〈표 1〉에서 제시된 바와 같다. 대괄호 안의 수치는 robust standard error 방식을 통해 산출된 t-statistics를 의미하며, \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미한다.

	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)	Model (6)
상수항	0.7185*** [18.60]	1.6418*** [3.11]	0.8534*** [21.48]	1.4910*** [2.98]	0.9404*** [19.34]	2.3348*** [4.05]
CSRI	0.8989*** [6.67]	0.7889*** [3.17]	0.3885** [2.30]	0.2339 [1.04]	0.2822 [1.47]	0.3910 [1.50]
CSRI×Divi			39.1908*** [3.46]	34.3592*** [3.06]		
CSRI×High Divi					1,3004*** [4.51]	0,9490*** [3.35]
Divi	11,2215*** [6.06]	11,2877*** [6.03]	-0,8948 [-0.35]	1,1407 [0.53]		
High Divi					-0,2723*** [-3.91]	-0,1740*** [-3.07]
Size		-0,0252 [-1.24]		-0,0162 [-0.84]		-0,0506** [-2.25]
Leve		0,4571*** [4.12]		0,4446*** [4.24]		0,3801*** [3.20]
ROA		0,2529 [0.84]		0,1817 [0.62]		0,7532** [2.15]
Risk		0,7631** [2.52]		0,7663** [2.54]		0,7080** [2.40]
R&D		3,4873*** [3.31]		3,5010*** [3.51]		3,5581*** [3.20]
CAPEX		0,3223** [2.57]		0,2920** [2.35]		0,3519*** [2.67]
Age		-0,0475** [-2.22]		-0,0484** [-2.36]		-0,0513** [-2.31]
FCF		1,1646 [1.57]		1,2742* [1.72]		0,9478 [1.22]
Block		-0,4340*** [-3.95]		-0,4209*** [-3.91]		-0,3613*** [-2.93]
Insti		0,0017 [0.01]		0,0560 [0.34]		0,1184 [0.68]
Chae		0,0835 [1.46]		0,0947* [1.66]		0,1153* [1.84]
Gover		-0,1107 [-0.27]		-0,0682 [-0.17]		0,0727 [0.17]
Ind effect	NO	YES	NO	YES	NO	YES
Year effect	NO	YES	NO	YES	NO	YES
N	1,265	1,265	1,265	1,265	1,265	1,265
adj R <sup>2</sup>	0,147	0,284	0,184	0,310	0,0894	0,229

Model (2)는 여타 통제변수를 포함한 상태에서 사회적 책임 활동과 배당지급액이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과인데, Model (1)과 대동소이한 결과를 보여준다. Model (3), (4)는 사회적 책임 지수와 배당지급액 간 교차변수(CSRI×Divi)를 설정하여 추가적인 분석을 실시한 결과이다. 교차변수의 추정계수는 1% 유의수준에서 유의미한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이는 사회적 책임 활동과 배당지급이 동시에 이루어진 경우 기업가치 제고효과가 보다 강하게 나타날 수 있음을 확인시켜준다. 그러나 교차변수를 구성하는 두 변수가 모두 연속형 변수이기 때문에 분석결과의 해석이 용이하지 않은 단점이 있다. 본 연구의 주된 논점이 사회적 책임 활동이 기업가치를 제고시키는 효과가 배당수준에 따라 달라질 수 있는 가를 확인하는데 있으므로, 연도별 배당지급액이 중위수 이상인 경우 1, 미만인 경우 0의 값을 갖는 더미변수를 설정하여 사회적 책임 지수와 교차효과를 추가적으로 확인하여 단점을 보완한다. Model (5), (6)은 이러한 교차변수를 활용한 분석결과인데, 양자 간 교차변수(CSRI×High Divi)의 추정계수는 1% 유의수준에서 유의미한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이는 배당수준이 상대적으로 높은 기업에서 사회적 책임 활동이 기업가치를 제고시키는 효과가 관찰되고 있음을 의미한다. 반면, 사회적 책임 지수의 추정계수는 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났지만 유의적이지 않은 것으로 나타났다. 이는 배당수준이 상대적으로 낮은 기업에서 사회적 책임 활동이 기업가치를 제고시키는 효과가 관찰되지 않음을 의미한다<sup>20)</sup>. 이러한 결과는 앞서 제기한 바와 같이 사회적 책임 활동이 경영자의 대리인문제에 악용될 가능성에 대한 우려로 인해 주주 또는 투자자들에게 대한 보상이 일정수준 보장된 상황에서 동 부문 활동을 용인하고, 높은 가치를 부여하고 있음을 의미한다. 더불어 배당지급을 통해 잠재적 대리인문제를 완화시키거나, 사회적 책임 활동에 수반하는 다양한 비용지출을 충당할만한 충분한 여력

20) Model (3)의 경우 교차변수에 기초하여 해석할 경우 배당지급액이 기업가치에 유의적인 양(+)의 효과가 있는 것으로 추정이 가능하다. 반면, Model (5)의 경우 더미변수만을 활용하여 배당지급액(중위수 이상 여부)이 기업가치에 미치는 독립적인 효과를 추정하기 힘든 부분이 있는데, 앞선 <표 4>의 panel B의 결과를 고려할 때, 배당지급액이 중위수 이상인 기업의 가치가 상대적으로 높게 관찰되고 있는 것으로 추론이 가능하다.



이 있다는 것을 신호하고 있기 때문으로도 해석이 가능하다. 이러한 결과는 사회적 책임 활동에 관련한 다양한 역학관계를 고려하여 기업이 기업가치 제고를 위해 어떤 재무적 전략을 수립해야만 비용 대비 편익을 극대화할 수 있는 가를 제시한다는 전략적 함의를 갖는다<sup>21)</sup>.

여타 통제변수<sup>22)</sup>로 기업규모(Size)의 추정계수는 유의미한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 부채비율(Lever)의 추정계수는 유의미한 양(+)의 값을 갖는데, 이는 부채의 법인세 절감효과와 대리인문제 통제효과로 해석이 가능하다. 수익성(ROA)의 추정계수는 유의미한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타나 수익성이 높은 기업에서 높은 기업가치를 부여받고 있음을 보여준다. 기업의 위험수준(Risk)의 추정계수는 유의미한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났는데, 이는 위험과 수익의 상충관계(risk-return tradeoff)에 기인한 결과로 해석이 가능하다. 기업 성장성의 대용치로 연구비 및 개발비(R&D)와 자본적 지출(CAPEX)의 추정계수는 유의미한 양(+)의 값을 보여 투자기회가 높은 기업이 상대적으로 높은 가치를 부여받고 있음을 확인할 수 있다. 기업연령(Age)의 추정계수는 유의미한 음(-)의 값을 갖는데, 이는 성장단계 초기에 있는 기업이 상대적으로 높은 가치를 부여받고 있음을 의미한다. 대주주 지분율의 추정계수는 유의미한 음(-)의 값을 보여, 지분율이 증가할 경우 현재 경영상태에 안주(entrenchment)함에 따라 기업가치가 상대적으로 감소되고 있음을 의미한다. 대규모 기업집단 소속여부(Chae)의 추정계수는 유의미한

- 21) 적절한 투자기회가 없어 경영자가 배당을 지급한다는 논리 역시 대리인이론과 연관될 수 있는데, 배당이 잉여현금흐름을 감소시켜 경영자의 잠재적 과잉투자문제, 사적효용 추구행위 등을 사전에 예방할 수 있다는 점이다. 가령, 대리인이론 하에 경영자는 사회적 책임 활동에 관련한 투자지출을 무분별하게 늘릴 수 있는데, 만일 배당을 통해 잉여현금흐름의 양을 감소시킨 경우 재무적 제약 하에 투자기회에 상응하는 가장 최적의 투자지출만을 결정할 것이고, 이러한 행태는 주주 혹은 투자자의 가치평가에 반영될 것으로 판단된다. 따라서 투자기회가 높고 낮음을 고려하더라도 배당이 대리인 문제에 대한 일종의 보충수단(bonding mechanism)으로 작용한다는 본 연구의 주된 가설은 그대로 유지될 수 있다.
- 22) 기존 문헌과 달리 본 연구의 기업지배구조 변수는 기업가치에 긍정적인 요인으로 작용하지 않는 것으로 관찰되었다. 이러한 결과는 동 변수가 복잡/다양한 기업지배구조 매커니즘에 관련한 포괄적인 내용을 모두 포함하고 있기 때문이다. 즉, 다양한 개별 기업지배구조 매커니즘 간 기업가치를 제고시키는 요인이 서로 차이를 보이기 때문이며, 이를 일반화하기 위해서는 보다 세밀한 분석이 수행해야 될 것이다. 다만, 이러한 관계가 본 연구의 주된 관심사가 아니기 때문에 관련한 추가 분석은 실시하지는 않는다.

양(+)<sup>23)</sup>의 값을 갖는 것으로 나타났는데, 내부자본시장을 통한 자본조달 등의 장점으로 인해 투자자들이 대규모 기업집단 소속기업에 대해 높은 가치를 부여하고 있음을 의미한다.

한편, 본 연구의 실증분석 수행에 있어 여타 고려치 못한 생략변수의 편(bias) (omitted variable bias) 등과 같은 내생성 문제(endogeneity problem)로 인해 추정 상의 오류가 발생할 가능성이 제기된다. 따라서 본 연구는 대체적 모형을 통해 이러한 가능성을 완화하고 보다 강건한 결과를 도출한다. 먼저, 패널분석<sup>23)</sup>의 random effect model을 활용한다. 패널분석을 위해서는 fixed effect model의 추정도 필요하나 본 연구모형에는 시간에 따라 가변적이지 않은(time invariant) 변수가 포함되어 동 모형을 추정할 수 없기 때문에 이를 배제한다. 한편, Petersen(2009)은 패널분석을 수행하는 경우 기업특성의 영향력을 통제하기 위한 방편으로써 기업수준에서 설정된 clustered standard error 방식이 활용될 수 있음을 제시한 바 있다<sup>24)</sup>. 따라서 본 연구는 추가적으로 이러한 분석을 추정하여 분석결과와 강건성을 확인한다<sup>25)</sup>.

〈표 6〉의 Model (1), (2)는 random effect model을 Model (3), (4)는 clustered standard error 방식의 추정결과이다. 각 모형에서 사회적 책임 지수(CSRI)와 배당 지급액(Divi) 또는 배당지급 더미변수(High Divi) 간 교차변수의 추정계수는 통계적으로 유의한 양(+)<sup>23)</sup>의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 사회적 책임 활동이 기업가치에 미치는 영향이 배당수준이 높은 기업에서 주로 관찰되고 있음을 의미하므로 앞선 〈표 5〉의 결과와 동일하다. 따라서 본 연구의 주요 가설은 대체적 모형을 활용한 경우에도 그대로 유지되어 강건성이 있음을 의미한다.

23) 고정효과모형은 본 연구가 고려치 못한 기업특성을 상수항에 반영함으로써, 그리고 확률효과모형은 이를 오차항에 반영하는 방식을 통해 잠재적 생략변수의 편의를 일부나마 해소할 수 있는 것으로 알려져 있다.

24) Firm level에서 clustering하여 표준편차를 계산하는 방식의 경우 패널데이터의 특성상 발생 가능한 잠재적 자기상관성을 완화시킴으로써 OLS 추정 시 발생할 수 있는 추정상의 문제점을 보완할 수 있는 것으로 알려져 있다.

25) 분석기간이 어느 정도 확장된다면 내생성 통제를 위해 고려해볼 수 있는 방식으로 패널데이터를 활용한 Granger causality test를 실시함으로써 보다 강건한 결과를 도출할 수 있을 것으로 판단된다.

〈표 6〉 내생성 통제

이 표는 사회적 책임 활동과 배당정책의 상호작용이 기업가치에 미치는 영향을 random effect model과 clustered standard error 추정방식을 통해 분석한 결과이다. 변수의 정의는 앞서 〈표 1〉에서 제시된 바와 같다. 대괄호 안의 수치는 robust standard error 방식을 통해 산출된 t-statistics를 의미하며, \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미한다.

	Random effect model		Clustered standard error	
	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)
상수항	1,3420** [2.37]	1,6657*** [2.83]	1,4910** [2.37]	2,3348*** [3.14]
CSRI	0,4489*** [2.68]	0,4723** [2.46]	0,2339 [0.83]	0,3910 [1.15]
CSRI×Divi	12,3587*** [3.31]		34,3592** [2.38]	
CSRI×High Divi		0,3239* [1.89]		0,9490** [2.49]
Divi	5,6202*** [4.33]		1,1407 [0.40]	
High Divi		-0,0253 [-0.48]		-0,1740** [-2.41]
Size	-0,0165 [-0.81]	-0,0279 [-1.32]	-0,0162 [-0.68]	-0,0506* [-1.76]
Leve	0,5933*** [5.30]	0,5386*** [4.59]	0,4446*** [3.38]	0,3801** [2.45]
ROA	0,1696 [0.95]	0,2659 [1.48]	0,1817 [0.68]	0,7532** [2.04]
Risk	0,7855*** [4.73]	0,7364*** [4.24]	0,7663** [2.13]	0,7080** [2.01]
R&D	2,5941*** [4.11]	2,7409*** [4.22]	3,5010*** [2.80]	3,5581** [2.44]
CAPEX	-0,0316 [-0.36]	-0,0248 [-0.28]	0,2920** [2.15]	0,3519** [2.41]
Age	-0,0519* [-1.88]	-0,0572** [-1.97]	-0,0484* [-1.90]	-0,0513* [-1.81]
FCF	0,8980*** [3.17]	0,8393*** [2.95]	1,2742 [1.40]	0,9478 [1.00]
Block	-0,3563*** [-2.90]	-0,3227** [-2.50]	-0,4209*** [-2.98]	-0,3613** [-2.19]
Insti	0,1325 [0.61]	0,1860 [0.83]	0,0560 [0.28]	0,1184 [0.55]
Chae	0,0408	0,0568	0,0947	0,1153

	[0.75]	[1.01]	[1.27]	[1.40]
Gover	0.1168	0.1731	-0.0682	0.0727
	[0.46]	[0.68]	[-0.15]	[0.14]
Ind effect	YES	YES	YES	YES
Year effect	YES	YES	YES	YES
N	1,265	1,265	1,265	1,265
R <sup>2</sup>	0.307	0.226	0.326	0.248

한편, 국가경제에서 기업의 사회적 책임 활동의 중요성과 더불어 환경경영의 중요성 역시 대두되고 있다. 환경경영은 환경보존 및 친환경기술 개발 등을 중심으로 지속가능한 성장모델로 각광을 받고 있으며, 그 중요성이 사회적 책임 활동에 못지않게 강조되고 있다(Gray et al., 1993; 박경서 외, 2012). 따라서 본 연구는 추가적으로 환경경영 활동과 배당정책이 기업가치에 미치는 영향을 분석한다. 본 연구의 주된 가설과 마찬가지로 환경경영 활동 역시 단기적으로 가시화되기 힘들기 때문에 경영자의 과잉투자수단으로 악용될 수 있다. 마찬가지로 배당지급을 통해 경영자의 대리인문제를 규율할 수 있다면, 환경경영 활동이 기업가치를 제고시키는 효과는 더 강하게 관찰될 수 있을 것이다.

<표 7>은 환경경영 활동이 기업가치에 미치는 영향력이 배당정책에 따라 달라질 수 있음을 회귀분석한 결과이다. Model (1)의 환경경영 지수(EMI)의 추정계수는 통계적으로 유의미하지 않는 것으로 나타났다. Model (2), (3)은 환경경영 지수와 배당지급 간의 교차변수를 추가한 결과이다. 해석이 용이한 Model (3)을 중심으로 설명하면, 양자 간 교차변수(EMI×High Divi)의 추정계수는 1% 유의수준에서 유의미한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 반면, 환경경영 지수의 추정계수는 유의미하지 않은 것으로 나타났다. 따라서 환경경영이 기업가치를 제고시키는 효과는 배당수준이 상대적으로 높은 기업에서만 주로 관찰됨을 확인할 수 있다. 이는 앞서 분석된 본 연구의 주된 가설을 보다 강진성있게 뒷받침해주는 결과로 해석이 가능하다. 이러한 분석을 통해 본 연구는 기업의 다양한 재무적 전략의 시사점을 강화한다.

〈표 7〉 환경경영 활동과 배당정책의 상호작용이 기업가치에 미치는 영향

이 표는 환경경영 활동과 배당정책의 상호작용이 기업가치에 미치는 영향을 회귀분석한 결과이다. 변수의 정의는 앞서 〈표 1〉에서 제시된 바와 같다. 대괄호 안의 수치는 robust standard error 방식을 통해 산출된 t-statistics를 의미하며, \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미한다.

	Model (1)	Model (2)	Model (3)
상수항	1.1656** [2.37]	1.1268** [2.34]	1.8135*** [3.49]
EMI	0.1932 [1.44]	0.0328 [0.23]	-0.0148 [-0.10]
EMI×Divi		12.7255* [1.66]	
EMI×High Divi			0.4685*** [3.14]
Divi	11.8379*** [5.79]	9.2534*** [5.18]	
High Divi			-0.0444 [-0.95]
Size	-0.0057 [-0.31]	-0.0042 [-0.23]	-0.0318 [-1.58]
Leve	0.4264*** [3.89]	0.4477*** [4.01]	0.3439*** [2.89]
ROA	0.2375 [0.78]	0.2046 [0.68]	0.7488** [2.03]
Risk	0.7774** [2.53]	0.7794** [2.53]	0.7198** [2.40]
R&D	3.8402*** [3.49]	3.8998*** [3.59]	4.0460*** [3.38]
CAPEX	0.3221** [2.51]	0.3105** [2.43]	0.3624*** [2.66]
Age	-0.0512** [-2.35]	-0.0496** [-2.30]	-0.0551** [-2.41]
FCF	1.1979 [1.59]	1.2566* [1.68]	0.9817 [1.25]
Block	-0.4621*** [-4.17]	-0.4538*** [-4.08]	-0.4057*** [-3.35]
Insti	-0.1242 [-0.71]	-0.1082 [-0.62]	-0.0621 [-0.34]
Chae	0.1176* [1.96]	0.1242** [2.06]	0.1599** [2.36]
Gover	0.2439	0.2162	0.5119

	[0.63]	[0.56]	[1.29]
Ind effect	YES	YES	YES
Year effect	YES	YES	YES
N	1,265	1,265	1,265
adj R <sup>2</sup>	0.273	0.278	0.206

앞선 분석은 배당수준만을 분석에 반영하여 기업의 유동적으로 변화할 수 있는 배당이사결정의 동태성을 고려치 못한다는 한계점을 내재한다. 더불어 일반적으로 배당지급이 높은 기업에서 사회적 책임 활동을 적극적으로 수행하는 경우 인과관계 설정에 오류가 발생할 수 있어 내생성 문제로부터 자유로울 수 없다. 무엇보다 투자자들은 배당의 가치를 인식하는데 있어 전기 대비 변화량에 집중하기 때문에 전기 배당이 높은 기업의 경우 동일한 수준을 배당하더라도 이를 투자자들이 긍정적인 신호로 받아들이지 않을 가능성 역시 배제할 수 없다. 따라서 본 연구는 전기 대비 배당액의 변화에 집중하여 추가적인 분석을 실시함으로써 본 연구의 가설에 강건성을 확인한다.

〈표 8〉은 배당정책 변화에 따른 사회적 책임 활동이 기업가치에 미치는 영향을 회귀분석한 결과이다. 전체 표본을 전기 대비 배당이 증가한 기업(배당증가), 동일한 기업(배당유지), 감소한 기업(배당감소)으로 나누어 각 표본에서 사회적 책임 활동이 기업가치에 미치는 영향을 확인한다. Model (1)은 배당증가 표본을 바탕으로 사회적 책임 활동이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과인데, 사회적 책임 지수(CSRI)의 추정계수는 1% 통계적 유의수준에서 유의미한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다. Model (2)는 배당유지 표본을 바탕으로 동일한 분석을 수행한 결과인데, 마찬가지로 사회적 책임 지수의 추정계수는 1% 유의수준에서 유의미한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 다만, Model (1)에 비해 추정계수의 크기는 다소 감소하고 있다. Model (3)의 배당감소 표본의 경우 사회적 책임 지수의 추정계수가 통계적 유의성을 갖지 않는 것으로 나타났다. 이러한 결과를 종합하면, 사회적 책임 활동이 기업가치에 미치는 긍정적인 영향력은 배당이 증가한 기업에서 가장 강하게 관찰됨을 의미한다. 즉, 사회적 책임 활동에 기인한 경영자의 대리인문제 발생 가능성을 고려하여 전기 대비 배당을 증가시킨 기업에게 주주 또

는 투자자가 보다 적극적으로 높은 가치를 부여하고 있음을 의미한다. 이러한 결과는 본 연구의 주된 가설을 지지하는 결과이며, 강건성을 확인시켜준다. Model (4)-(6)은 동일한 방식을 통해 환경경영 활동이 기업가치에 미치는 영향을 추정한 결과인데, 앞선 사회적 책임 지수와 유사하게 동 지수(EMI)의 추정계수가 배당증가 표본에서 통계적으로 유의적이며, 크기도 가장 높게 나타남을 확인할 수 있다.

〈표 8〉 배당정책 변화에 따른 사회적 책임 및 환경경영 활동이 기업가치에 미치는 영향

이 표는 배당정책 변화에 따른 사회적 책임 및 환경경영 활동이 기업가치에 미치는 영향을 회귀분석한 결과이다. 전년도 대비 배당액(현금배당액+주식배당액)이 증가한 기업은 배당증가 표본, 변화하지 않은 기업은 배당유지 표본, 감소한 기업은 배당감소 표본으로 구분한다. 변수의 정의는 앞서 〈표 1〉에서 제시된 바와 같다. 대괄호 안의 수치는 robust standard error 방식을 통해 산출된 t-statistics를 의미하며, \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미한다.

	배당증가 Model (1)	배당유지 Model (2)	배당감소 Model (3)	배당증가 Model (4)	배당유지 Model (5)	배당감소 Model (6)
상수항	1.8825* [1.96]	2.6278*** [3.53]	-0.1374 [-0.13]	1.3080 [1.46]	2.3423*** [3.02]	0.0444 [0.04]
CSRI	1.1842*** [2.93]	0.7871** [2.34]	-0.0619 [-0.15]			
EMI				0.4191* [1.92]	0.2522 [1.20]	0.0837 [0.35]
Size	-0.0489 [-1.38]	-0.0721** [-2.22]	0.0268 [0.57]	-0.0277 [-0.85]	-0.0573* [-1.70]	0.0208 [0.48]
Leve	0.4232** [2.07]	0.2182 [1.38]	0.5304*** [3.52]	0.3689* [1.81]	0.1731 [1.05]	0.5230*** [3.56]
ROA	2.7244* [1.81]	-0.2942 [-0.79]	0.3801 [0.34]	2.7407* [1.71]	-0.3322 [-0.89]	0.3495 [0.31]
Risk	0.5098 [1.12]	0.8226** [2.23]	0.1775 [1.04]	0.4902 [1.03]	0.8288** [2.24]	0.1621 [0.97]
R&D	4.1230** [2.23]	1.8584 [1.25]	5.2532* [1.77]	4.9561** [2.54]	1.9196 [1.22]	5.2398* [1.83]
CAPEX	0.2616 [1.62]	0.2880* [1.73]	0.2383 [0.89]	0.2539 [1.50]	0.2757* [1.67]	0.2108 [0.78]
Age	-0.0646* [-1.89]	-0.0103 [-0.31]	-0.0656* [-1.68]	-0.0635* [-1.81]	-0.0209 [-0.62]	-0.0633 [-1.65]
FCF	1.8796 [1.24]	0.7302 [0.61]	1.3783 [0.93]	2.1283 [1.34]	0.7476 [0.63]	1.4201 [0.93]

Block	0.0792 [0.41]	-0.5044*** [-3.38]	-0.0642 [-0.30]	0.0938 [0.46]	-0.5245*** [-3.44]	-0.0653 [-0.35]
Insti	0.6197** [2.11]	-0.6423** [-2.21]	0.8691** [2.00]	0.3804 [1.26]	-0.7169** [-2.55]	0.8847** [2.07]
Chae	0.2610** [2.46]	-0.0110 [-0.11]	-0.0235 [-0.27]	0.3218*** [2.64]	0.0242 [0.25]	-0.0276 [-0.30]
Gover	-0.4148 [-0.65]	1.3070* [1.71]	0.3033 [0.59]	0.1573 [0.30]	1.5853** [2.10]	0.2053 [0.36]
Ind effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year effect	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	546	479	240	546	479	240
adj R <sup>2</sup>	0.348	0.253	0.324	0.324	0.247	0.324

한편, 앞서 언급한 바와 같이 배당과 더불어 자사주매입이 투자자의 보상수단으로써 중요성이 점차 증가하고 있다. 무엇보다 자사주매입 역시 경영자의 사적 효용추구행위에 대한 통제효과를 가질 것이므로 이를 바탕으로 본 연구는 관련한 논의를 확장한다.

〈표 9〉는 자사주매입 여부에 따라 사회적 책임 활동이 기업가치에 미치는 영향을 회귀분석한 결과이다. Model (1), (2)의 사회적 책임 지수(CSRI)와 자사주매입여부(Repur) 간 교차변수는 1% 통계적 유의수준에서 유의미한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 사회적 책임 지수 역시 1% 유의수준에서 유의미한 양(+)의 값을 갖는 것으로 관찰되었다. 이러한 결과는 사회적 책임 활동이 기업가치를 제고시키는 효과가 자사주매입을 실시한 경우에 보다 강하게 관찰됨을 의미한다. 즉, 배당지급과 동일한 효과를 갖는 자사주매입을 통해서도 일관된 결과가 확인되어 본 연구의 결과의 강건성을 확인시켜준다. Model (3), (4)는 환경경영 지수를 주요 변수로 활용한 결과인데, 앞선 사회적 책임 지수와 대동소이한 결과를 보여주고 있다.

〈표 9〉 자사주매입의 영향력

이 표는 사회적 책임 및 환경경영 활동과 자사주 매입 정책의 상호작용이 기업가치에 미치는 영향을 회귀분석한 결과이다. 변수의 정의는 앞서 〈표 1〉에서 제시된 바와 같다. 대괄호 안의 수치는 robust standard error 방식을 통해 산출된 t-statistics를 의미하며, \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미한다.



	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)
상수항	0.8538*** [20.89]	2.3647*** [3.98]	0.9983*** [30.76]	1.7937*** [3.39]
CSRI	0.7555*** [4.60]	0.7988*** [2.83]		
EMI			0.1712** [2.03]	0.1251 [0.95]
CSRI×Repur	1.0917*** [2.91]	0.7802** [2.21]		
EMI×Repur			0.8086*** [3.68]	0.6126*** [3.01]
Repur	-0.2698*** [-3.22]	-0.2075** [-2.57]	-0.1508*** [-2.74]	-0.1502*** [-2.97]
Size		-0.0517** [-2.22]		-0.0292 [-1.43]
Leve		0.3166*** [2.77]		0.2669** [2.37]
ROA		0.7186* [1.95]		0.7068* [1.86]
Risk		0.7059** [2.41]		0.7158** [2.41]
R&D		3.6014*** [3.18]		4.0839*** [3.35]
CAPEX		0.3594*** [2.68]		0.3582** [2.58]
Age		-0.0523** [-2.45]		-0.0560*** [-2.59]
FCF		0.9999 [1.32]		1.0795 [1.40]
Block		-0.3850*** [-3.38]		-0.4206*** [-3.62]
Insti		0.1188 [0.68]		-0.0129 [-0.07]
Chae		0.1092* [1.85]		0.1399** [2.16]
Gover		0.0341 [0.08]		0.5005 [1.29]
Ind effect	NO	YES	NO	YES
Year effect	NO	YES	NO	YES
N	1,265	1,265	1,265	1,265
adj R <sup>2</sup>	0.079	0.223	0.033	0.206

본 연구는 기업지배구조에 따라 연구의 주된 가설이 변화할 수 있는 가를 추가적으로 확인한다. 지배구조가 좋게 갖추어진 기업의 경우 경영자의 대리인문제가 상당부분 완화될 것이기 때문에 굳이 배당지급의 규율효과가 요구되지 않을 수 있다(La Porta et al., 2000). 그러므로 배당수준에 따른 사회적 책임 활동이 기업가치에 미치는 영향력은 지배구조가 취약한 기업에서 주로 관찰될 수 있을 것이다.

〈표 10〉은 전체 표본을 연도별 기업지배구조 지수의 중위수를 바탕으로 두 개로 나누어 각 표본에서 사회적 책임 지수와 배당수준 간 교차변수가 기업가치에 미치는 영향력을 확인한 결과이다. Model (1)은 기업지배구조 지수가 중위수 이상(High Gover)인 표본으로 추정된 결과인데, 교차변수는 5% 통계적 유의수준에서 유의미한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다. Model (2)는 기업지배구조 지수가 중위수 미만(Low Gover)인 표본으로 추정된 결과인데, 마찬가지로 교차변수의 추정계수는 1% 유의수준에서 유의미한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 다만, 두 표본 간 추정계수의 차이는 확연한 것으로 나타났는데, 지배구조가 취약한 기업에서 교차변수의 추정계수가 더 높게 관찰되었다. 이러한 결과는 지배구조가 취약한 기업에서 배당수준에 따른 사회적 책임 활동이 기업가치에 미치는 영향력이 보다 강하게 관찰됨을 의미한다. 보다 세밀한 분석을 위해 본 연구는 두 표본 간 교차변수의 추정계수의 차이를 검증하였는데, 1% 유의수준에서 유의미한 값을 갖는 것으로 나타났다. 이는 앞서 언급한 바와 같이 배당지급으로 인한 대리인 문제 규율효과를 기업지배구조가 대체하고 있기 때문으로 해석이 가능하다. 무엇보다 경영자의 대리인문제를 기반으로 한 본 연구의 논의가 적절함을 다시금 확인시켜주며, 강건성이 있음을 시사한다. 기업의 전략적 측면에서는 좋은 지배구조를 형성한 기업의 경우 배당지급과 같은 보증수단을 마련할 필요성이 상대적으로 낮음을 의미한다.

〈표 10〉 기업지배구조의 영향력

이 표는 기업지배구조 수준에 따른 사회적 책임 및 환경경영 활동과 배당정책의 상호작용이 기업가치에 미치는 영향을 회귀분석한 결과이다. High Gover는 연도별 기업지배구조 지수(Gover)가 중위수 이상인 표본을 의미하며, Low Gover는 중위수 미만인 표본을 의미한다. 변수의 정의는 앞서 〈표 1〉에서 제시된 바와 같다. 대괄호 안의 수치는 robust standard error 방식을 통해 산출된 t-statistics를 의미하며, \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미한다.

	High Gover Model (1)	Low Gover Model (2)
CSRI	0.3429 [1.30]	-0.1908 [-0.41]
CSRI×High Divi	0.6734** [2.36]	2.3669*** [2.72]
High Divi	-0.1809** [-2.09]	-0.4074** [-2.57]
상수항	YES	YES
Control variables	YES	YES
Ind effect	YES	YES
Year effect	YES	YES
N	630	635
adj R <sup>2</sup>	0.325	0.184
추정계수의 차이검증		-1.6935*** [-2.95]

## V. 결론 및 시사점

본 연구는 최근 자본시장에서 사회적 책임 활동의 강화추세를 고려하여 관련한 재무적 전략의 실효성을 기업가치와 연관하여 파악한다. 사회적 책임 활동에는 긍정적인 요소와 부정적인 요소가 혼재하고 있으므로, 단편적인 관계를 파악함으로써 해당 전략의 평가를 수행하기 어려운 측면이 존재한다. 따라서 사회적 책임 활동에 기인한 경영자의 대리인문제 발생 가능성에 초점을 맞추어 배당지급이 이에 대한 보증수단으로써 작동하는 경우 동 전략 수행의 실효성이 더 높게 나타날

수 있음을 확인한다. 이러한 분석은 본 연구가 최초이며, 최근 대두되고 있는 사회적 책임 활동에 관련한 기업의 전략수립에 중요한 시사점을 제시할 수 있을 것으로 예상된다.

실증분석결과, 사회적 책임 활동이 기업가치에 미치는 긍정적인 영향력은 배당 수준이 높은 기업에서 보다 강하게 관찰되었다. 이는 앞서 제시한 바와 같이 배당이 경영자가 사회적 책임 활동을 악용함으로써 발생하는 대리인문제를 규율하는 효과로 해석이 가능하다. 사회적 책임 활동과 기업가치 간에 있을 수 있는 내생성 문제를 완화하기 위한 추가적인 방법론을 사용한 경우에도 주요 결과가 유지되어 본 연구결과의 강건성을 확인할 수 있었다. 한편, 사회적 책임 활동과 더불어 환경경영 활동에 대한 관심도 대두되는 현실을 고려하여 이를 추가적인 변수로 활용한 분석을 실시한 결과, 마찬가지로 환경경영 활동이 기업가치에 미치는 긍정적인 영향력은 배당수준이 높은 기업에서 주로 강하게 관찰되었다. 본 연구는 보다 세밀한 분석을 시도하기 위해 전기 대비 배당의 변화에 초점을 맞추어, 전체 표본을 배당증가, 유지, 감소기업으로 나누어 분석한 결과, 주로 배당증가 기업에서 사회적 책임 활동이 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 있음을 확인할 수 있었다. 반면, 배당감소 기업에서는 양자 간 관계가 유의적이지 않음을 확인하였다. 이는 배당정책에 따라 사회적 책임 활동이 기업가치를 제고시키는 영향력이 달라질 수 있음을 보다 명료히 보여주는 결과이다. 한편, 주주에 대한 보상수단으로써 배당뿐만 아니라 자사주매입이 대두되고 있는 현실을 고려하여 자사주매입 실시 여부에 따른 사회적 책임 활동이 기업가치에 미치는 영향을 추가적으로 실시하였다. 분석결과, 자사주매입이 실시된 기업에서 양자 간 유의적인 양(+)의 관계를 확인할 수 있었으며, 본 연구결과의 강건성을 확인할 수 있었다.

한편, 기업지배구조 수준에 따라 전체 표본을 두 개로 나누어 사회적 책임 활동과 배당정책이 기업가치에 미치는 영향을 확인한 결과, 주로 기업지배구조가 취약하여 대리인문제의 발생가능성이 높은 기업에서 본 연구의 주된 가설이 지지되는 결과를 확인할 수 있었다. 이는 대리인문제를 완화하기 위한 보증수단으로써 배당정책이 활용되고 있다는 본 연구의 주장을 보다 강하게 확인시켜주는 결과로

해석이 가능하다.

본 연구의 결과는 기업의 전략적 시사점을 제시할 것으로 예상된다. 기업은 다양한 재무적 전략의 조합을 통해 궁극적인 목표인 기업가치 극대화를 달성해야 한다. 이러한 맥락에서 최근 대두되고 있는 사회적 책임 활동에 대해서는 관련한 학문적 논의가 부족하여 이론적 배경이 상대적으로 취약하다. 따라서 본 연구의 결과는 사회적 책임 활동과 배당 등 여타 재무적 전략을 어떻게 수립해야만 주주 또는 투자자의 기대를 만족시켜 기업가치를 극대화할 수 있는 지를 제시한다는 측면의 시사점을 갖는다. 더불어 정책적으로도 사회적 책임 활동이 대리인문제 발생 가능성을 염두에 두어 무조건적으로 동 부문 강화에 초점을 맞출 것이 아니라 적절한 규율수단이 선행된 상황에서는 선별적인 관련 투자지출이 이루어지도록 정책 및 규제를 도입해야 함도 시사한다.

## 참고문헌

- 고영경·조성욱, “소유지배구조가 지급정책에 미치는 영향”, 재무연구, 제22권 제3호, 한국재무학회, 2009. 8. pp. 35-72.
- 국찬표·강윤식, “기업의 사회적 책임, 지배구조 및 기업가치”, 한국증권학회지, 제40권 제5호, 한국증권학회, 2011. 12, pp. 713-748.
- 김창수, “기업의 사회적 책임 활동과 기업가치”, 한국증권학회지, 제38권 제4호, 한국증권학회, 2009. 12, pp. 507-545.
- 박경서·변희섭·이지혜, “내생성(Endogeneity) 문제를 통제한 환경경영과 기업가치 간의 관계에 관한 연구”, 재무연구, 제25권 제2호, 한국재무학회, 2012. 5, pp. 293-324.
- 박헌준·권인수·신현한·정지웅, “기업의 환경성과와 재무성과의 관계”, 경영학연구, 제33권 제5호, 한국경영학회, 2004. 10, pp. 1461-1487.
- 안병훈·장대철, “기업의 사회적책임경영(CSR)의 정의와 역할”, 상장협연구, 제57권, 한국상장회사협의회, 2008. 4, pp. 21-45.
- 위평량, “상장기업의 사회공헌과 기업가치 관계에 대한 실증분석”, 경영연구, 제21권 제4호, 한국산업경영학회, 2006. 12, pp. 97-125.
- 최운열·홍찬선·이호선, “기업의 사회공헌활동이 기업가치에 미치는 영향: 기부금지출을 중심으로”, 2007년 제9회 경영관련학회 통합학술대회 발표자료, 한국경영학회, 2007. 8.
- Barnea, A. and A. Rubin, “Corporate Social Responsibility as a Conflict between Shareholders”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 97 No. 1, November 2010, pp. 71-86.
- Brammer S., C. Brooks, and S. Pavelin, “Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures”, *Financial Management*, Vol. 35 No. 3, Autumn 2006, pp. 97-116.

- Byun, H., J. Lee, and K. Park, "How Does Product Market Competition Interact with Internal Corporate Governance?: Evidence from the Korean Economy", *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, Vol. 41 No. 4, August 2012, pp. 377-423.
- Diamond, D. and R. Verrecchia, "Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital", *Journal of Finance*, Vol. 46 No. 4, September 1991, pp. 1325-1359.
- El Ghoul, S., O. Guedhami, C. Kwok, and D. Mishra, "Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital?", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 35 No. 9, September 2011, pp. 2388-2406.
- Fama, E. and K. French, "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 60 No. 1, April 2001, pp. 3-43.
- Fazzari, S. and B. Petersen, "Working Capital and Fixed Investment: New Evidence on Financing Constraints", *RAND Journal of Economics*, Vol. 24 No. 3, Autumn 1993, pp. 328-342.
- Fisman, R., G. Heal, and V. Nair, "A Model of Corporate Philanthropy", Columbia University Working Paper, 2005.
- Friedman, M., "Money and Income: Comment on Tobin", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84 No. 2, May 1970, pp. 318-327.
- Garbett, T., *How to Build a Corporation's Identity and Project its Image*, Lexington Books: Lexington, 1988.
- Gompers, P., J. Ishii and A. Metrick, "Corporate Governance and Equity Prices", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118 No. 1, February 2003, pp. 107-155.
- Goyal, A., "Corporate Social Responsibility as a Signaling Device for FDI", *International Journal of the Economics of Business*, Vol. 13 No. 1, January 2006, pp. 145-163.

- Gray, R., J. Bebbington, and D. Walters, *Accounting and the Environment*, London: Paul Chapman, 1993.
- Grullon, G. and R. Michealy, "Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis", *Journal of Finance*, Vol. 57 No. 4, August 2002, pp. 1649-1684.
- Harris, M., and A. Raviv, "Corporate control contests and capital structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, January-February 1988 pp. 55-86.
- Hart, S., *Capitalism at the Crossroads: The Unlimited Business Opportunities in Solving the World's Most Difficult Problems*, Wharton School Publishing: Upper Saddle River, 2005.
- Heinkel, R., A. Kraus, and J. Zechner, "The Effect of Green Investment on Corporate Behavior", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 36 No. 4, December 2001, pp. 431-449.
- Jensen, M. and W. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 No. 4, October 1976, pp. 305-360.
- Jensen, M., "Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76 No. 2, May 1986, pp. 323-329.
- Jensen, M., D. Solberg, and T. Zorn, "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27 No. 2, June 1992, pp. 247-263.
- Jiraporn, P. and Y. Ning, "Dividend Policy, Shareholder Rights, and Corporate Governance", SSRN working paper, 2006
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, "Agency Problem and Dividend Policies around the World", *Journal of Finance*, Vol. 55 No. 1, February 2000, pp. 1-33.
- Miller, M. and K. Rock, "Dividend Policy under Asymmetric Information", *Journal*



- of Finance*, Vol. 40 No. 4, September 1985, pp. 1031-1051.
- Modigliani, F. and M. Miller, "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", *Journal of Business*, Vol. 34 No. 4, October 1961, pp. 411-433.
- Nissim, D. and A. Ziv. "Dividend Changes and Future Profitability", *Journal of Finance*, Vol. 56 No. 6, December 2001, pp. 2111-2133.
- Pava, M. and J. Krausz, "The Association between Corporate Social-Responsibility and Financial Performance: The Paradox of Social Cost", *Journal of Business Ethics*, Vol. 15 No. 3, March 1996, pp. 321-357.
- Peterson, M., "Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches", *Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 1, January 2009, pp. 435-480.
- Preston, L. and D. O'Bannon, "The Corporate Social-Financial Performance Relationship", *Business and Society*, Vol. 36 No. 4, December 1997, pp. 419-429.
- Rakotomavo, M., "Corporate Investment in Social Responsibility versus Dividends?", *Social Responsibility Journal*, Vol.8 No.2, June 2012, pp. 199-207.
- Renneboog, L., J. Horst, and C. Zhang, "Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance, and Investor Behavior", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 32 No. 9, September 2008, pp. 1723-1742.
- Richardson, A. and M. Welker, "Social Disclosure, Financial Disclosure and the Cost of Equity Capital", *Accounting, Organization and Society*, Vol. 26 No. 7-8, October-November 2001, pp. 597-616.
- Shleifer, A. and R. Vishny, "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, Vol. 52 No. 2, June 1997, pp. 737-783.
- Stephens, C. and M. Weisbach, "Actual share reacquisitions in open-market repurchase programs", *Journal of Finance*, Vol. 53 No. 1, February 1998,

pp. 313-333.

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

## Abstract

This paper investigates the effect of corporate social responsibility (CSR) activities and dividend policy on the firm value. Empirically, we confirm that the positive effect of CSR on the firm value is strongly observed in firms with high dividend payout. This implies that shareholders (or investors) grant relatively high value to the CSR activities only when they are guaranteed by the proper monetary compensation such as dividends. We can interpret this result that the dividend is considered as a bonding mechanism for CSR, which can be abused by managers and cause the agency problems. This result is robust after controlling the endogeneity problems and employing the environmental management activities as alternative measures for CSR. Additionally, our results is strongly observed in firms with weak corporate governance structure, as the bonding role of dividend payout would be prominent in those firms. Our results have an important strategical implications on how the firms establish their financial policies such as CSR and dividends to maximize the firm value.

※ **Key words:** Corporate Social Responsibility, Dividend Policy, Agency Problem, Firm Value, Environmental Management