

소유-지배 괴리도, 외부 경영통제수단과 사회적 책임 활동*

Ownership-Control Disparity, External Governance and Corporate Social Responsibility Activities

강 상 구** · 변 희 섭***

Sang Koo Kang · Hee Sub Byun

본 연구는 지배주주의 소유-지배 괴리도가 기업의 사회적 책임 활동에 미치는 효과를 확인한다. 보다 중요하게, 이러한 효과가 외부 경영통제수단인 상품시장에서의 경쟁과 외국인 투자자 지분에 따라 어떻게 변화하는지를 분석한다. 분석결과, 소유-지배 괴리도는 사회적 책임 활동에 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타난다. 하지만, 경쟁이 낮아지거나 외국인 투자자 지분이 확대될 경우 양자 간 유의한 음(-)의 관계가 성립하는 것으로 확인된다. 이러한 결과는 외부 경영통제수단의 존재 여부에 따라 지배주주의 사적이익 추구 유인이 변화하고 있기 때문으로 해석된다. 한편, 주요 결과는 지배주주의 직접 지분이 낮거나 재벌 기업집단에 소속되지 않는 기업에서 주로 관찰된다. 또한, 사회적 책임 활동이 기업가치를 개선시키는 유의적 효과는 비교적 경쟁이 낮거나, 외국인 투자자 지분이 높은 기업에서만 확인된다. 이러한 결과들은 대리인이론에 기초한 주요 결과의 해석의 적정성을 뒷받침한다. 본 연구는 기업을 둘러싼 환경적 요인과 내부 특성을 동시에 고려한 포괄적인 접근을 통해 사회적 책임 활동을 기대효과를 평가함으로써, 기존 연구를 보완하고 확장하는 시사점을 갖는다.

국문 색인어: 기업의 사회적 책임 활동, 소유-지배 괴리도, 상품시장에서의 경쟁, 외국인 투자자, 대리인이론

한국연구재단 분류 연구분야 코드: B050700, B050703

* 이 논문은 2020년도 한림대학교 교비연구비(HRF-202008-009)에 의하여 연구되었음.

*** 경기대학교 소프트웨어경영대학 경영학부 조교수(kang409@kgu.ac.kr), 제1저자

*** 한림대학교 경영대학 금융재무학과 부교수(heesbyun@hallym.ac.kr), 교신저자

논문 투고일: 2020. 8. 10 논문 최종 수정일: 2020. 10. 25, 논문 게재 확정일: 2021. 5. 20

I. 서론

국민경제의 지속 가능한 발전을 도모하기 위한 수단으로 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility 이하, 'CSR') 활동이 강조되고 있다. 하지만 실무적으로 CSR 활동의 강화에 대한 일관된 합의가 이루어진 반면, 학문적으로는 상충된 주장이 제기되고 있다. 이해관계자 이론(stakeholder theory)은 CSR 활동이 기업의 이해관계자의 요구에 대응함으로써 경영활동의 안정성과 유지 가능성을 확보함은 물론, 경영성과 개선이라는 편익을 누릴 수 있음을 주장한다(Caroll 1999). 이와 달리, 주주 이론(shareholder theory)은 대리인이론(agency theory)을 근거로 CSR 활동이 경영자의 과잉투자 수단으로 악용될 우려를 제기한다(Barnea and Rubin 2010). 한편, Shleifer and Vishny (1997)는 소유구조, 내부 지배구조, 외부 경영통제수단 등 다양한 경영자 규율수단 간에는 상호 보완 또는 대체 관계가 성립하므로 단순히 한 가지 요인에 의존한 분석이 아닌 다양한 특성을 종합적으로 고려하여 대리인이론을 검증해야 함을 주장한다. 이상의 논의들을 동시에 고려할 때, 단편적으로 특정 요인에만 의존하여 CSR 활동의 편익과 비용을 판단하기 보다는 여러 기업의 내부 특성과 환경적 요인을 포괄적으로 고려한 다각적인 접근이 필요하다.

본 연구는 지배주주(controlling shareholder)의 소유-지배 괴리도(ownership-control disparity)가 CSR 활동에 미치는 효과를 확인한다. 보다 중요하게, 이러한 효과가 외부 경영통제수단에 따라 어떻게 달라지는지를 실증분석한다. 주주 이론에 기초한 실증적 논의로, Barnea and Rubin (2010)은 경영자 지분과 CSR 활동 간의 역(-)의 관계를 보고한다. 하지만, 미국, 영국 등의 선진국과 달리 집중된 소유구조를 갖는 국내의 현실을 감안할 때, 위와 같은 접근방식을 통한 분석결과를 대리인문제로 해석하는 것에는 한계가 있다. 왜냐하면, 지분의 상승은 경영자와 주주 간 이해일치(alignment of interest)를 유도하지만(Jensen and Meckling 1976), 동시에 통제권 강화로 인한 참호구축(entrenchment), 경영자의 태만(managerial slack) 등을 야기할 우려도 상존하기 때문이다(Stulz 1988). 본 연구는 이러한 모호성을 해소함은 물론, 국내 기업의 소유구조의 특수성을 고려하기 위한 대안으로 소유-경영자(owner-manager)인 지배주주의 소유-지배

괴리도에 주목한다. 이론적으로 경영자가 1주당 1개의 의결권을 초과하는 통제권을 행사하는 경우 이들은 자신의 지분가치를 극대화하기 보다는 사적이익을 추구할 유인을 보유하여 부(wealth)의 이전의 문제를 야기한다(Grossman and Hart 1988). 소유-지배 괴리도는 지분의 크기에 따른 경영자의 금전적 보상, 참호 구축 등 복잡하게 얽힌 상호작용에서 벗어나 사적이익 추구 유인만을 명료하게 반영하는 장점을 갖는다. 따라서, 소유-지배 괴리도와 CSR 활동의 관계를 바탕으로, 동 활동이 경영자의 사적이익 추구 유인과 어떻게 연관되는지를 평가함으로써 기존 연구의 모호성을 보완한다. 만일, 지배주주의 사적이익 추구 유인을 대리하는 소유-지배 괴리도와 CSR 활동 간의 양(+)의 관계가 성립한다면, 동 활동이 과잉투자 수단으로 악용될 가능성이 높음을 시사할 것이다.

보다 중요하게, 본 연구는 앞선 양자 간의 관계가 외부 경영통제수단의 작동 여부에 따라 어떻게 달라질 수 있는지도 분석한다. 기업은 다양한 외부 통제 매커니즘에 의해 노출되며, 이들은 대리인문제를 효과적으로 통제하는데 기여하는 것으로 알려져 있다. 따라서, 이를 고려해야만 연구결과의 현실성을 강화함으로써 보다 엄밀히 대리인이론을 검증할 수 있을 것이다. 본 연구는 상품시장에서의 경쟁(product market competition)과 외국인 투자자 지분(foreign ownership)에 주목한다. 본 연구가 상기 두 가지 외부 경영통제수단에 주목하는 이유는, 국내 기업의 경우 높은 통제권을 보유한 지배주주의 존재로 인해 이사회 구성, 공시 등 내부 경영통제수단과 기업경영권시장, 경영자노동시장 등에 의한 규율이 효율적으로 작동하기 어렵기 때문이다. 반면, 경쟁위협은 외생적 특성으로 지배주주가 통제권 행사로 통해 회피하는 것은 사실상 불가능하다. 상당한 자금력과 전문성을 보유한 외국인 투자자의 주주행동주의(shareholder activism) 역시 지배주주가 통제하기 힘들다. 그러므로, 지배주주는 이들 두 가지 외부 경영통제수단의 영향력을 수용하여 자신의 효용을 극대화하는 방향으로 CSR 활동을 유도할 것으로 예상된다.

상품시장에서의 경쟁은 기업 내부자와 외부자 간 정보비대칭성을 완화하는 한편, 투자 위험 및 파산확률을 확대함으로써 경영자의 사적이익 추구 유인을 상당 수준 감소시키는 것으로 알려져 있다(Giroud and Mueller 2011). 하지만 동시에, 과도한 경쟁으로 인한 기업의 수익성 악화가 경영자의 사적이익 추구 유인을 확대시킬 우려도 제기될 수 있다(Raith 2003). 외국인 투자자는 대개 기관의 형태로 높은 자금력을 바탕으로 상당한 지분

을 확보함에 따라 경영자 통제의 무임승차문제(free riding problem)를 완화시킬 뿐만 아니라, 전문적 지식을 바탕으로 경영활동에 대한 상당한 분석력을 보유한다. 특히, 이들은 주주행동주의(shareholder activism)의 일환으로 사적협상, 주주제안, 의결권 행사 등을 통해 경영활동에 개입함으로써 경영자를 적극적으로 감시 및 규율하는 주체로 인식되고 있다. 하지만, 이러한 주장과 달리, 이들이 투자기업과 거래관계(business relationship)을 고려하거나 단기 투자수익 극대화하기 위해 경영자의 사적이익 추구 행태를 묵인할 가능성도 동시에 제기된다(Pound 1988). 이상에서 살펴본 바와 같이, 두 가지 외부 경영통제수단의 기대효과는 단편으로 예단하기 힘들기 때문에 실증분석이 요구된다. 이러한 접근을 바탕으로, 지배주주가 어떤 조건 하에서 사적이익 추구를 위해 CSR 활동을 악용하는지를 평가함으로써 관련 이론을 확장하고 보완할 것으로 기대된다.

본 연구는 2010년부터 2015년까지 한국거래소 유가증권시장 상장기업을 분석 표본으로 설정한다. 주요 변수로, 소유-지배 괴리도는 지배주주의 통제권(control rights)과 소유권(cash flow rights)의 차이로 정의한다. 일반적으로, 지배주주는 본인의 지분뿐만 아니라, 친족, 계열사 등을 통한 통제권을 확대한다. 지배주주 및 친족은 사실상 동일한 경제적 이해를 갖기 때문에 하나의 주체로 보는 것이 적절하며, 이들의 지분은 직접 지분에 해당하는 소유권을 의미한다. 따라서, 소유-지배 괴리도는 계열사 지분을 의미한다. 계열사 간 상호출자, 피라미드 소유구조를 통한 간접 지분 소유는 지배주주 일가의 금전적 이해와 관련이 없는 오로지 통제권 확대만을 위한 수단으로 1주당 1개 의결권 형태와의 괴리를 발생시킨다. CSR 활동의 대응치로 한국기업지배구조원의 기업별 사회책임 평가 결과를 활용한다. 동 지수는 2011년 이후 상장기업 전체를 대상으로 비영리기관에 의해 평가되기 때문에 측정상의 자의성을 최대한 배제하고, 객관성을 담보할 것으로 기대된다. 더욱이, 동 지수는 CSR 활동을 노동자, 협력사 및 경쟁사, 소비자와 지역사회 항목으로 세분화되어 평가가 이루어지기 때문에 동 활동의 구체적인 행태를 분석하기 용이한 장점을 갖는다. 외부 경영통제수단인 상품시장에서의 경쟁의 대응치는 가격-비용 마진(price-cost margin)을, 외국인 지분은 해당 기업의 외국인 투자자의 지분 합계로 측정된다. 분석 방법론으로, 여러 기업특성과 연도 및 산업효과를 통제한 OLS(Ordinary Least Square) 회귀분석을 활용하며, 기업 수준에서의 군집표준오차(clustered standard error)를 활용하

여 잠재적 이분산성과 자기상관의 문제를 통제한다. 이러한 설정하에서 본 연구는 먼저, 소유-지배 괴리도가 CSR 활동에 미치는 효과를 분석한다. 다음으로, 소유-지배 괴리도와 외부 경영통제수단 간 교차변수(interaction variable)을 형성하고, 동 변수가 CSR 활동에 미치는 효과를 분석한다. 교차변수의 추정계수를 통해, 소유-지배 괴리도의 효과가 외부 경영통제수단의 작동에 따라 어떻게 달라지는지를 확인한다.

국내에서는 국민경제가 저성장 단계에 진입함에 따라 대안적인 경제성장 모델로서 CSR 활동이 대두되고 있는 반면, 자본시장 발전과 투자자 보호 수준이 낮아 동 활동을 악용한 대리인문제가 가중될 수 있다. 다시 말해, CSR 활동의 대두와 자본시장의 비효율성이라는 특성이 공존하는 현실하에서 지배주주가 동 활동을 자신의 사적이익 확대에 악용할 우려가 크다. 따라서, 대리인이론에 기초한 CSR 활동의 편익과 비용을 파악하는 본 연구의 시도의 경제적, 사회적 의미가 클 것이다. 다음으로, 대부분의 국내 기업에는 지배주주가 존재하므로, 기존 미국을 중심으로 제기된 소유구조와 CSR 활동의 연관성에 기초한 분석을 적용 및 해석함에 있어 국내 자본시장의 현실을 고려한 새로운 시각의 접근이 필요하다. 특히, 지배주주가 소유-지배 괴리도에 기초한 유인구조를 바탕으로 자본시장에서 자신의 명성을 강화하거나 사적이익을 추구함으로써 통제권을 악용하는 사례가 빈번히 확인되고 있다. 따라서, 이러한 행태가 CSR 활동에도 연관될 가능성이 크며, 이에 대한 사전적 통제 방안을 모색하는 차원에서 본 연구는 시사점을 가질 것이다.

학술적 시사점으로, 본 연구는 다각적인 접근을 통해 CSR 활동에 대한 상반된 견해의 합의점을 모색함으로써 두 가지 주장이 양립할 수도 있음을 제시한다. 대리인이론에 기초한 연구들은 주주 중심의 경영하에 CSR 활동이 대리인문제와 연관되어 주주가치 제고에 부정적일 수 있음을 주장하는 반면, 전통적 견해는 이해관계자 중심의 경영하에 동 활동을 통해 기업이 경영활동의 유지 가능성을 담보하는 충분한 편익을 누릴 수 있음을 주장한다. 만일 외부 경영통제수단이 사전적으로 대리인문제를 통제한다면, 내부적으로 지배주주가 소유-지배 괴리도에 기초하여 CSR 활동을 자의적으로 변경함으로써 사적이익을 추구하는 행태가 규율될 것이다. 따라서 외부 경영통제수단의 규율효과가 존재할 경우 대리인이론에 기초한 실증적 논거가 사라져 후자(전통적 견해)의 주장이 지지될 수 있으며, 부재한 경우만 전자(대리인이론)의 주장이 지지될 수 있을 것이다. 즉, 외부 경영통제수단의 존재

가 기존 연구들의 상반된 두 가지 주장을 동시에 만족시키는 일종의 매개체로 작동할 수 있음을 확인한다. 다음으로, 본 연구는 국내 자본시장에서 외부 경영통제수단의 규율효과가 경영활동에 어떻게 연계될 수 있는지에 대한 새로운 논거를 제시할 것으로 예상된다. 자본시장의 발전 수준이 상대적으로 낮은 국내에서는 지배주주의 존재로 인해 이사회 등 내부 지배구조, 기업경영권시장, 경영자노동시장에 의한 대리인문제의 규율이 사실상 작동되지 않고 있다. 이러한 여건 하에서 비교적 지배주주의 영향력으로부터 상대적으로 자유로운 산업여건, 주주행동주의 가능성의 규율효과를 검증하는 것은 국내 자본시장에서 실효성 있는 CSR 활동을 둘러싼 대리인문제 통제 대안을 모색하는 측면에서 시사점을 가질 것으로 예상된다.

II장에서는 기존 문헌에 기초하여 연구 가설을 도출하며, III장에서는 분석표본, 변수와 방법론을 제시한다. IV장에서는 실증분석결과를 제시하며, V장에서는 이를 바탕으로 결론 및 시사점을 제공한다.

II. 기존 문헌 및 가설 도출

1. 소유-지배 괴리도와 CSR 활동

국제 연합(United Nation), 국제 표준화 기구(International Organization for Standardization) 등 기관들은 CSR 활동에 관련한 협약 및 표준을 제정·공표하고 있다. 국내의 경우에도 저성장 기조하에 대안적 경제성장 모형으로서 그 논의가 활발히 이루어지고 있다. 특히, 연기금의 책임투자(responsible investment) 강화, 기관투자자의 스튜어드십(stewardship) 코드 도입이 적극적으로 논의되고 있는데, 이의 배경에는 CSR 활동을 장려함으로써 국민경제의 지속 가능성을 확대하는데 있다. 이러한 추세는 이론적으로 CSR 활동이 기업의 다양한 이해관계자의 요구에 대응함으로써 경영성과를 개선할 수 있다는 논리에 의해 뒷받침될 수 있다(Carroll 1999). 보다 구체적으로 CSR 활동은 기업의 내부적으로 투자·인재유치 및 신사업 기회창출, 리스크 대응, 정보비대칭 해소 등에 기여하며, 외부적으로 고객 만족도 향상 및 지역사회의 신뢰성 확보, 기업이미지 상승에 기여

할 것으로 평가되고 있다(Freeman 1984; Clarkson 1995).

하지만, 이와 달리 대리인이론에 기초하여 CSR 활동이 주주가치 극대화에 배치되는 부정적인 수단으로 악용될 수 있다는 주장도 제기되고 있다(Barnea and Rubin 2010). 이러한 논의는 CSR 활동을 위한 투자지출이 단기적 경영성과로 가시화되지 않기 때문에 경영자 자신의 개인적 명성을 축적하기 위한 사적이익 추구 유인이 동 활동과 연관될 수 있음에 주목한다. 또한, 경영자가 CSR 활동이 확산되는 조류에 편승하여 기업 자원에 대한 재량권을 확대하기 위해 동 활동을 과잉투자 수단으로 악용할 수 있다는 주장도 제기된다. 대리인이론 하에 대표적인 실증적 논의로 지분에 기초한 경영자의 유인구조와 CSR 활동 간의 관계를 분석한 연구들이 존재하며, 이들은 대체로 양자 간 역(-)의 관계가 존재함을 보고하고 있다(Barnea and Rubin 2010). 전통적 대리인이론은 지분이 경영자와 주주 간 이해를 합치시키는 수단으로 주주가치 개선과 유의한 연관성을 보임을 제시한다(Jensen and Meckling 1976). 따라서, 낮은 지분으로 인해 주주가치 개선보다는 사적이익 추구 유인이 강화된 경영자가 CSR 활동을 확대한다는 것은, 동 활동에 과잉투자와 연관된 부정적인 측면이 내재함을 시사한다. 하지만, 미국, 영국 등의 선진국과 달리 집중된 소유구조를 갖는 국내의 현실을 감안할 때, 위와 같은 접근방식을 통한 분석결과를 대리인문제로 해석하는 것은 한계가 있다. Stulz (1988)의 연구는 지나치게 높은 지분(또는 통제권)의 확보(가령, 50% 이상)가 M&A(merger and acquisition) 시장, 경영자노동시장 등을 통한 규율 가능성을 약화시켜 경영자가 지나치게 위험을 회피하거나 참호 구축을 통해 주가치를 훼손할 수 있음을 제시한다. 이러한 주장을 동시에 고려할 경우 단순히 지분과 CSR 활동 간의 관계만을 가지고 동 활동이 주주가치에 기여하는지, 과잉투자 수단으로 악용될 수 있는지를 명확히 판단하기 어렵다. 특히, 집중된 소유구조를 가짐에 따라 대부분의 기업에서 높은 지분을 보유한 지배주주가 존재하는 국내 자본시장의 상황을 감안할 때, 동일한 접근방식을 시도하는 것은 현실을 제대로 반영하지 못할 가능성이 가중된다.

국내 자본시장에서 CSR 활동의 관심이 대두됨에 따라, 동 활동과 경영성과 간의 관련성을 평가한 연구가 시작되었다. 대표적으로, 김창수 (2009)는 UN Global Compact 참여 또는 지속가능보고서 발간 기업으로 정의되는 CSR 활동에 적극적인 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 높은 가치를 보임을 보고한다. 국찬표·강윤식 (2011)은 CSR 활동이 기업이

치 개선 효과를 보유했으며, 특히, 우수한 내부 지배구조를 구축한 기업에서 이러한 효과가 주로 관찰됨을 확인한다. 이후 국내 연구들은 CSR 활동의 동인을 평가하기 위한 접근을 시도한다. 박범진 (2018)은 경영자 지분과 CSR 활동 간 비선형 관계가 존재함을 제시한다. 구체적으로, 지분 확대에 따라 CSR 활동이 감소하였다가, 증가한 뒤 다시 감소하는 3차 함수의 형태가 관찰됨을 보고한다. 박상범·김희천 (2019)은 가족기업의 지배구조가 사회공헌활동에 미치는 효과를 확인한다. 이들은 가족 소유지분이 사회공헌활동에 음(-)의 영향을 미침을 근거로, 동 활동이 지배주주 일가의 재무적 이해와 일치하지 않음을 제시한다. 기존 연구와 본 연구의 차별성은 먼저, 기존 문헌과 달리 소유-지배 괴리도를 지배주주의 유인을 반영하는 대용치로 활용한 점이다. 앞서 언급한 바와 같이, 지분에 기초한 평가는 이해일치 효과와 참호구조 효과 혼재되기 때문에, 대리인이론에 기초한 평가가 어렵다. 둘째, 기업의 CSR 활동의 동인을 파악함에 있어 외부 지배구조의 작동 가능성을 고려한 분석을 통해 일반화 가능성을 개선한다. 기존 연구는 대개 하나의 변수에 집중하여 CSR 활동의 동인을 평가한다. 하지만, 기업이 직면한 다양한 외부 경영통제수단의 존재는 지배주주의 유인만으로 그 동인을 파악하는데 한계가 있음을 유추할 수 있다. 따라서, 본 연구는 상기 두 가지 요인을 동시에 고려하여 포괄적인 실증적 논거를 탐색함으로써 관련 이론의 일반화에 기여할 것이다.

집중된 소유구조(concentrated ownership structure)를 갖는 신흥국을 대상으로 지분과 기업가치 간의 관계를 분석한 연구들은 소유-경영자인 지배주주의 소유-지배 괴리도가 사적이익 추구 유인과 연관될 수 있음을 주장한다(Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer 2000). 국내 자본시장에서 지배주주는 집중된 소유구조를 바탕으로 본인의 직접 지분뿐만 아니라 다수의 계열사를 통한 간접 지분을 바탕으로 통제권을 확보한다. 자연히 미국, 영국 등의 분산된 소유구조와 달리 집중된 소유구조하에서는 경영자와 주주 간의 이해상충의 문제가 지배주주와 소액주주의 문제로 전환되어야 한다. 지배주주의 소유권과 통제권과의 괴리 현상은 여러 계열사를 보유한 기업집단 내 순환 출자, 피라미드 소유구조 등을 통해 실현되는 것으로 알려져 있으며, 국내 자본시장에서 흔히 관찰된다. 따라서, 국내 자본시장에서 소유구조와 CSR 활동의 적정성을 연관하기 위해서는 지분이 아닌 소유-지배 괴리도에 근거한 분석이 보다 효율적일 것으로 판단된다. 지배주주의 사적이

의 추구 유인에 관련한 여러 연구들 역시 이러한 소유-지배 괴리도의 확대가 경영의사결정에 어떤 영향을 미치며, 궁극적으로 기업가치와 어떻게 연관되는지를 확인한다(Almeida, Park, Subrahmanyam, and Wolfenzon 2011).

전통적 재무이론에 근거한 지배주주의 사적이익 추구 유인은 지분(소유권)과 통제권의 괴리에 기인한다(Grossman and Hart 1988; Harris and Raviv 1988). 일반적으로 지배주주가 1주당 1개의 의결권을 초과하는 통제권을 행사하는 경우 이들은 자신의 지분가치를 극대화하기 보다는 사적이익을 추구할 유인을 보유하며, 이는 소액주주와의 이해 불일치 현상을 유도한다(Joh 2003; Baek, Kang, and Park 2004). 일반적으로, 경영자의 사적이익 추구 유인은 과잉투자로 실현된다(Jensen and Meckling 1976). 이는 경영자의 명성, 재량권과 같은 비금전적 편익을 과잉투자를 통해 확대할 수 있기 때문이다. 따라서, 소유-지배 괴리도가 높은 기업에서 CSR 활동이 주로 확대된다는 것은, 동 활동이 과잉투자 수단으로 악용될 가능성이 높음을 의미할 것이다(가설 1-1). 이는 기존 연구의 CSR 활동의 부정적 견해로 주주 이론을 지지하는 결과로 해석될 수 있다. 반면, 음(-)의 관계가 성립할 경우, 소유-경영자인 지배주주가 CSR 활동을 기업가치 개선에 기여하는 긍정적인 수단으로 인식하고 있어 주주가치 개선과 연관되는 의사결정임을 의미할 것이다(가설 1-2). 현실적으로 지배주주의 통제권에 기인한 편익은 금전적 보상과 비금전적 사적이익에 기인한다(Burkart, Panunzi and Shleifer 2003). 따라서, 비금전적 사적이익의 추구 가능성이 낮은(즉, 소유-지배 괴리도가 낮은) 상황에서 CSR 활동을 확대한다는 것은 동 활동이 금전적 보상의 개선을 통한 편익을 가져다 줄 것으로 평가하고 있음을 유추할 수 있다. 지배주주의 금전적 보상은 기업가치와 밀접한 연관성을 가지므로, CSR 활동이 지배주주와 소액주주 간 이해를 일치시키는 수단으로 인식될 수 있음을 의미한다. 이는 기존 연구의 CSR 활동의 긍정적 견해로 이해관계자 이론을 지지하는 결과로 해석될 수 있다. 보다 확장하면, CSR 활동이 잠재적 대리인문제를 완화하거나 보증하기 위한 수단으로 활용될 수 있음을 시사한다.

가설 1-1: 소유-지배 괴리도는 CSR 활동에 양(+)의 영향을 미칠 것이다.

가설 1-2: 소유-지배 괴리도는 CSR 활동에 음(-)의 영향을 미칠 것이다.

2. 소유-지배 괴리도와 외부 경영통제수단의 상호작용

가. 상품시장에서의 경쟁

복잡한 기업 경영의 현실을 감안할 때, 단편적으로 특정 한 가지 요인에만 의존하여 CSR 활동의 편익과 비용을 판단하는 것은 제한적으로 받아들여지므로, 여러 내부 특성과 환경적 요인을 종합적으로 고려한 다각적인 접근이 요구된다(Shleifer and Vishny 1997). 더욱이, CSR 활동에 대한 상반된 견해가 동시에 제기되고 있는 사실을 주지할 때, 보다 세밀하며 구체적인 접근을 통해 일반화할 수 있는 가설을 제기할 필요성은 가중된다. 현실적으로도, CSR 활동이 경영자의 대리인문제에 주로 악용된다면, 동 활동을 강화하는 기업은 가치가 크게 하락하거나 자본시장에서 퇴출되어야 하는데 이러한 행태는 관찰되지 않고 있다. 이러한 맥락에서 앞선 대리인이론에 기초한 주장이 아직까지 일반화되기 어려울뿐더러, CSR 활동에 대한 학술적, 실무적 이해가 충분하지 않음을 유추할 수 있다. 이지혜·변희섭 (2013)은 소유-지배 괴리도와 CSR 활동 간의 양(+)의 관계가 성립함을 보고하고, 이를 바탕으로, 동 활동이 지배주주의 과잉투자 수단으로 악용될 수 있음을 주장한다. 하지만, 이러한 분석에도 불구하고, 국내 자본시장에서 CSR 활동은 지속적으로 강조되고 있다. 본 연구는 이들 연구를 보다 확장하여, 기업이 노출된 외부 경영통제수단의 작동 가능성에 주목한다.¹⁾

기업은 다양한 외부 경영통제수단들에 직면하며, 지배주주는 이를 고려하여 자신의 효용을 극대화하는 방향으로 CSR 활동을 결정할 것으로 판단된다. 지배주주의 효용은 지분가치에 비례하는 금전적 이득(monetary compensation)과 평판, 재량권 등 비금전적 사적이익(private benefit)에 비례한다(Burkart, Panunzi and Shleifer 2003). 두 가지 요인은 상충관계를 갖기 때문에(Jensen and Meckling 1976), 지배주주는 어떤 요인을 통해 효용을 극대화해야 할지를 결정해야 한다. 이러한 논의하에서, 외부 경영통제수단의 효과를 고려하여 사적이익 추구 행태가 가중될 것으로 판단되는 조건을 사전에 판단함으로써, 지배주주의 CSR 활동 확대(또는 축소)가 어떤 동인에 기초하는지를 평가할 수 있을 것이다.

1) 더욱이, 이들 연구는 본 연구와 달리 비교적 짧은 시계열 기간(2개년)만을 표본으로 활용하여 일반화 가능성이 크지 않은 것으로 판단한다.

Kim and Lu (2011)는 상품시장에서의 경쟁과 기관 투자자 지분(institutional ownership)을 외부 경영통제수단으로 고려한다. 이들은 경영자의 소유구조에 기초한 과잉투자 유인을 위 2가지 외부 경영통제수단이 효율적으로 통제함으로써 주주가치 개선에 기여할 수 있음을 제시한다. 이는 상품시장에서의 경쟁이 기업 내부자와 외부자 간 정보비대칭을 해소하는 한편, 투자위험 및 파산확률을 확대함으로써 경영자의 사적이익 추구 유인을 상당 수준 감소시키는 효과에 기인한 것으로 평가된다(Giroud and Mueller 2011). 하지만, 지나친 경쟁으로 인한 기업의 수익성 악화는 지배주주로 하여금 금전적 이득을 적극적으로 확대하기 어렵게 만들 수 있다(Raith 2003). 따라서, 지배주주는 비금전적 사적 이득을 통해 효용을 극대화할 유인을 보유할 것으로도 예상이 가능하다. 이렇듯 상품시장에서의 경쟁의 상반된 효과가 존재하기 때문에, 실증분석의 필요성은 가증된다. 본 연구와 유사하게, Lee, Park, and Byun (2018)는 비경쟁적인 상품시장 내 기업이 CSR 활동에 적극적임을 보고한다. 특히, 이러한 행태는 지배주주의 지분이 낮은 기업에서 주로 관찰되며, 이를 통해 CSR 활동이 대리인문제에 악용될 수 있음을 주장한다. 이들 연구는 지배주주의 지분을 CSR 활동의 적정성을 평가하기 위한 기준으로 활용한다. 하지만, 앞선 언급한 바와 같이, 이와 같은 평가는 한계가 존재하므로, 소유-지배 괴리도에 기초한 접근이 필요하다.

상품시장에서의 경쟁의 효과를 고려할 때, 앞선 소유-지배 괴리도와 CSR 활동 간의 연관성이 변화될 것으로 판단된다. 먼저, 양자 간 양(+)의 연관성(CSR 활동의 부정적 견해)이 관찰됨을 전제로, 이러한 행태가 경쟁적인 상품시장에서 강화된다면(가설 2-1), 이는 낮은 수익성으로 인한 효용 감소를 과도한 CSR 활동을 통한 사적이익의 확대로 상쇄시키고 있음을 시사할 것이다. 즉, CSR 활동에 과잉투자함으로써 명성 강화와 재량권 확대 유인을 충족시킬 것으로 판단된다. 반면, 비경쟁적인 상품시장에서 강화된다면(가설 2-2), 지배주주가 사적이익 추구가 용이한 환경을 선별하여 CSR 활동을 통해 과잉투자 유인을 충족시키고 있는 것으로 해석이 가능할 것이다.

다음으로, 소유-지배 괴리도와 CSR 활동 간 음(-)의 연관성(CSR 활동의 긍정적 견해)이 관찰됨을 전제로, 이러한 현상이 경쟁적인 상품시장에서 강화된다면(가설 2-3) 동 활동이 경쟁우위 확보를 위한 경영전략으로 이해될 수 있음을 시사할 것이다(Flammer 2015).

즉, 지배주주가 사적이익 추구 유인이 낮을 뿐만 아니라, 치열한 경쟁에서 생존하기 위한 상황에서 CSR 활동을 강화하는 것은 동 활동의 긍정적 기능을 기대하고 있음을 의미할 것이다. 반면, 비경쟁적인 상품시장에서 강화된다면(가설 2-4), 경쟁위협이 부재로 인한 지대추구(rent seeking) 행태를 예방하기 위한 대안으로 CSR 활동이 활용되고 있음을 의미할 것이다. 다시 말해, 낮은 경쟁위협으로 인해 사적이익 추구가 용이하다라도, 오히려 소유-지배 괴리도가 낮은 기업에서 CSR 활동이 주로 강화된다는 것은 지배주주 스스로 사적이익을 추구하지 않음을 보충하기 위해 동 활동을 활용하고 있음을 시사할 것이다. 이러한 추론은, CSR 활동이 자본시장에 긍정적인 신호를 전달할 수 있다는 연구(El Ghouli, Guedhami, Kwok, and Mishra 2011), 부정적인 충격에 대비한 일종의 보험의 역할을 수행한다는 연구에 의해 뒷받침될 수 있다(Godfrey, Merrill and Hansen 2009). 이는 CSR 활동이 잠재적 대리인문제를 통제하는 효과가 있음을 의미한다.

가설 2-1: 소유-지배 괴리도와 CSR 활동 간 양(+)의 관계는 경쟁적인 상품시장에서 강화될 것이다.

가설 2-2: 양자 간 양(+)의 관계는 비경쟁적인 상품시장에서 강화될 것이다.

가설 2-3: 양자 간 음(-)의 관계는 경쟁적인 상품시장에서 강화될 것이다.

가설 2-4: 양자 간 음(-)의 관계는 비경쟁적인 상품시장에서 강화될 것이다.

나. 외국인 투자자 지분

외국인 투자자는 지분가치 상승을 위해 적극적인 경영참여 유인을 보유하기 때문에 경영통제주체로 인식된다. 특히, 이들은 대개 기관의 형태로, 높은 자금력을 보유하기 때문에 경영권 위협을 통해 기업의 비효율적인 경영의사결정을 사전에 통제할 수 있다(Gillan and Starks 2003). 관련하여, Pound (1988)는 기관투자자는 일반 투자자에 비해 투자에 대한 전문지식을 보유하기 때문에 경영자를 효과적으로 감시할 수 있음을 주장한다. 이는 지분 증가가 감시 가능성을 확대함으로써 대리인문제를 경감시킬 수 있음을 의미한다. Cremer and Nair (2005)은 기관투자자의 지분이 높은 경우 경영권 위협이 큰 기업의 주

식수익률이 여타 기업에 비해 높게 나타남을 보고한다. 이는 기관투자자의 지분이 여타 지배구조 장치의 효율성을 개선시키는 효과가 존재함을 시사한다. 반면, 기관투자자는 기업과 또 다른 수익성이 있는 거래관계로 인해 경영자를 감시하기 보다는 오히려 이들의 편에서 의결권을 행사할 가능성이 제기된다. 또한, 기관투자자가 경영자와의 단기 투자수익 등 공동이익을 추구할 가능성도 존재한다(Pound 1988; Agrawal and Knoeber 1996).

앞선 소유-지배 괴리도와 CSR 활동의 관계는 외국인 투자자의 지분에도 영향을 받을 것으로 예상된다. 먼저, 양자 간 양(+)의 영향력(CSR 활동의 부정적 견해)이 외국인 지분이 높은 기업에서 강화될 경우(가설 3-1), 이는 지배주주의 사적이익 추구 유인과 외국인 투자자의 단기 투자수익 확대 유인이 일치하고 있음을 시사할 것이다. 자본시장에서 CSR 활동에 대한 관심이 급격히 확대되는 반면, 동 활동의 성과는 단기적으로 가시화되지 않기 때문에 이러한 추세를 악용할 가능성이 내재한다(Barnea and Rubin 2010). 외국인 투자자가 경영개선을 요구하기보다는 단기 투자수익의 확대를 위해 단순히 주식을 사고파는(wall street rule) 행태만을 보일 것이라는 우려가 이러한 주장을 뒷받침한다(Coffee 1991). 반면, 외국인 지분이 낮은 기업에서 강화된다면(가설 3-2), 이는 지배주주가 외국인 투자자의 잠재적 주주행동주의를 회피하고 사적이익 추구가 용이한 환경을 선택하고 있음을 시사할 것이다.

다음으로, 소유-지배 괴리도와 CSR 활동 간 음(-)의 연관성(CSR 활동의 긍정적 견해)이 관찰됨을 전제로, 이러한 현상이 외국인 지분이 높은 기업에서 강화될 경우(가설 3-3) 외국인 투자자가 CSR 활동을 경영개선을 위한 필요조건으로 평가하고 있음을 의미할 것이다. 무엇보다, 지배주주 역시 이해관계자의 요구에 대응할 수 있는 CSR 활동을 적극적으로 이행함으로써 잠재적 주주행동주의의 가능성을 회피함은 물론, 지분가치 상승을 유도하고 있음을 시사한다. 즉, CSR 활동이 외국인 투자자와 지배주주의 경제적 이해를 동시에 충족시키는 긍정적 효과가 기대됨을 의미한다. 반면, 외국인 지분이 낮은 기업에서 강화될 경우(가설 3-4) 경영전제 수단의 부재로 인한 기업의 이해관계자의 사적이익 추구 우려를 사전에 해소하기 위해 CSR 활동을 활용하고 있음을 시사할 것이다. 즉, CSR 활동에는 대리인문제의 보증수단이라는 긍정적 기능이 내재하고 있음을 의미할 것이다.

가설 3-1: 소유-지배 괴리도와 CSR 활동 간 양(+)의 관계는 외국인 지분이 높은 경우 강화될 것이다.

가설 3-2: 양자 간 양(+)의 관계는 외국인 지분이 낮은 경우 강화될 것이다.

가설 3-3: 양자 간 음(-)의 관계는 외국인 지분이 높은 경우 강화될 것이다.

가설 3-4: 양자 간 음(-)의 관계는 외국인 지분이 낮은 경우 강화될 것이다.

III. 분석자료 및 방법론

1. 분석표본

본 연구는 분석자료의 확보와 기업 간 비교의 가능성을 전제로 한국거래소(Korea Exchange) 유가증권시장 상장기업을 연구 표본으로 설정한다(2,546개 기업-연도 자료). 분석 기간은 2010년부터 2015년까지이다. 이 중, 금융 및 보험업에 속하거나 자본잠식 기업은 표본에서 제외한다. 더불어, 실증분석을 위한 변수 산출에 필요한 자료가 존재치 않은 표본도 배제한다. 지배주주의 소유-지배 괴리도는 금융감독원 전자공시시스템에서 제공하는 기업별 사업보고서에 기초하여 수작업을 통해 수집된다. 특히, 이러한 과정에 있어 실질적인 지배주주를 판별하는 작업이 선행되어야 한다. 가령, 기업집단 내 계열사의 최대주주가 여타 계열사인 경우로 나타나는 경우가 있는데, 이를 지배주주로 소유-지배 괴리도를 계산하는 것은 현실적이지 않다. 더불어, 최대주주가 연기금 등 기관투자자로 보고되지만, 지배주주, 친족과 계열사의 지분 합계가 이들의 지분을 초과하는 경우도 발견된다. 이 경우 이들을 사실상의 통제권을 보유한 지배주주로 판별하는 것은 현실적이지 않다. 따라서, 본 연구는 사업보고서, 지분공시, 기업연혁, 신문기사 등을 종합적으로 검토하여 실질적인 통제권을 보유한 지배주주를 판별한다. 다음으로, 이들과 친족, 동일 기업집단 계열사 여부를 판별하고, 각 주체의 지분 자료를 수집하여 소유구조를 파악한다. CSR 활동의 대용치는 한국기업지배구조원의 기업별 사회책임 평가 지수를 활용한다. 동 기관에서는 국내 자본시장에서 CSR 활동이 대두되는 상황을 고려하여 이를 정량화하고자, 2011년부

터 매년 상장기업을 대상으로 사회책임 평가 지수를 발표한다. 동 지수는 기업 내부 자료에 근거하여 2011년 기준 66개 항목을 기준으로 300점 만점으로 평가된다. 동 지수는 상장기업 전체에 대한 자료를 확보할 수 있어 비교 가능성이 클 뿐만 아니라 신뢰성 높은 결과의 도출이 용이할 것으로 판단된다. 특히, 근로자, 협력사 및 경쟁사, 소비자, 지역사회 등 다양한 평가항목을 고려하고 있어 포괄적인 분석결과를 도출할 수 있을 것으로 기대된다. 동 지수는 기존 미국기업을 대상으로 한 연구들(Harjoto and Jo 2011)에서 CSR 활동의 주요 대응치로 활용하는 KLD(Kinder, Lydenberg, and Domini's Socrates database) 지수와 평가항목이 대체로 유사하여, 동일한 논리를 적용하는데 큰 무리가 없을 것으로 판단된다. 기업의 재무제표, 주식가격 및 여타 소유구조 자료는 FN-Guide에서 제공하는 데이터가이드에서 추출하여 사용한다. 소유구조, CSR 활동 지수를 제외한 재무비율은 표본의 상·하위 1%에서 이상치를 제거(winzORIZATION)하여 활용한다.

2. 변수

가. 소유-지배 괴리도

소유-지배 괴리도는 기존 연구의 정의에 따라 지배주주의 통제권에서 소유권을 차감한 값을 활용한다. 지배주주의 통제권은 본인의 직접 지분, 친·인척 지분과 계열사 지분을 합한 값으로 측정되며, 지배주주의 금전적 보상과 직접적인 관련성을 갖는 직접 지분과 친·인척 지분을 통제권에서 차감한 값을 소유-지배 괴리도(Disparity)로 정의한다. 결국, 계열사 지분을 통해 간접적으로 해당 기업에 대한 통제권을 행사하는 경우 자신의 직접적인 부와 연관성이 낮아져 사적이익을 추구할 유인이 강화될 것이다.

나. CSR 활동 지수

CSR 활동 지수는 한국기업지배구조원의 기업별 사회책임 지수를 1점 만점으로 표준화하여 활용한다(CSRI). 또한, 본 연구는 CSR 활동 이행의 구체적 경로를 평가하기 위해 항목별 지수도 분석에 활용한다. 사회책임 지수는 근로자, 협력사 및 경쟁사, 소비자와 지역사회

회로 구분되어 평가된다. 근로자 항목은 근로자의 평균근속연수, 복리후생비, 교육훈련비 등에 기초하여 평가된다. 동 항목은 가장 높은 평가 비중을 차지한다. 협력사 및 경쟁사 항목은 자율준수편람 관리 수준, 내부신고제도 운영, 공급망의 윤리경영 체계 평가 및 지원 등에 기초하여 평가된다. 소비자 항목은 소비자 정보 관리, 만족도 제고, 피해보상 등에, 지역 사회 항목은 사회공헌액, 지역사회 배려 및 창업지원 등에 기초하여 평가된다. 보다 구체적인 평가 내용은 아래 <Table 1>에 제시되어 있다. 본 연구는 각 세부 항목별 점수는 1점 만점으로 환산하여 활용한다(CSRI_{Employee}, CSRI_{Vendor}, CSRI_{Consumer}, CSRI_{Community}).

<Table 1> Corporate social responsibility activities index

This table shows the categories and items for the evaluation of corporate social responsibility activities by Korea corporate governance service.

Category	Score (%)	Item
Employee	130 (43.3)	- The average number of years worked - Welfare cost to sales - Training cost per person - The ratio of female workers - Safety and health education and activities - Human rights protection education and activities, etc.
Vendor and competitor	60 (20.0)	- Revision of the compliance manual - Appointment of the compliance manager - Operation of the internal reporting system - Ethical management system evaluation results in the supply chain - Implementation of fair trade training and program - Conduct of anti-corruption education and performance management - Implementation of partner support program, etc.
Consumer	60 (20.0)	- Fair trade policy for consumers - Evaluation and certification for consumer safety - Damage relief policy when leaking consumer personal information - Implementation of policies and programs to improve consumer satisfaction - Procedures and organizations for consumer damage compensation, etc.
Community	50 (16.7)	- Social contribution expenditure to sales - Social contribution support program

		- Local supplier or local talent consideration policy
		- Support for local business startups, etc.
Total	300 (100.0)	-

다. 외부 경영통제수단

상품시장에서의 경쟁은 기업재무 및 산업조직론 분야에 활발히 활용되는 가격-비용 마진(Price cost margin)을 활용한다(Karuna 2007).²⁾ 본 연구는 경쟁 수준의 측정을 위해 상장기업뿐만 아니라 비상장기업의 자료도 활용한다. 주식시장의 발달 수준이 높지 않은 국내의 실정을 고려할 때, 상장기업에 국한하여 경쟁 수준을 측정할 경우 현실을 호도할 우려가 제기될 수 있다. 따라서, 비상장기업도 모두 포함한 광범위한 자료를 구성하여 변수 측정에 활용함으로써 현실성을 강화한다. 다만, 이러한 작업을 위해서는 재무제표의 확보가 선행되어야 하므로, 이러한 조건이 충족되는 외부회계감사 법인의 활용만이 가능하다는 제약이 존재한다. 이들 법인은 대개 일정 수준 이상의 매출액 또는 자산 규모를 갖기 때문에 사실상 경쟁 수준에 의미 있는 영향력을 갖는 기업으로 평가될 수 있다. 반면, 이에 해당하지 않는 기업의 경우 영세한 영업 규모와 범위를 가져 경쟁 수준에 중대한 영향을 미치지 못할 것으로 판단된다.

경쟁 수준의 측정을 위해 먼저, 본 연구는 한국표준산업분류(Korea Standard Industry Code) 3자리를 기준으로 기업을 특정 산업으로 분류한다. 분류된 산업 내 기업들의 매출액의 합계를 매출원가와 판매비 및 관리비의 합계로 나눈 값을 경쟁 수준의 대용치로 활용한다. 동 변수가 높다는 것은 독과점적 이익을 충분히 누리고 있는 비경쟁적인 상품시장임을 의미한다. 반면, 낮다는 것은 높은 경쟁으로 인한 사실상 한계편익이 한계비용과 일치하는 경쟁적인 상품시장임을 의미한다.

외국인 투자자 지분은 각 기업별 외국인 투자자의 지분 합계로 측정된다(Foreign ownership). 동 변수가 높은 값을 갖는다는 것은 외국인 투자자의 감시 유인 혹은 단기 투자수의 확대 유인 높음을 의미한다. 즉, 어떤 경로로든 기업 경영활동에 영향력을 미칠 것으로 판단된다.

2) 특히, 가격-비용 마진은 산업 내 이익에 기초하여 경쟁 수준을 추정하기 때문에, 잠재 진입자로 인한 경쟁 위협을 반영하는 장점을 갖는다(Bena and Xu 2017).

라. 여타 변수

본 연구는 실증분석에 있어 누락변수의 편의(omitted variable bias)에 기초한 내생성 문제를 최소화하기 위해 다양한 통제변수를 모형에 포함한다. 통제변수의 설정은 기존 연구에 기초한다(Barnea and Rubin 2010; Harjoto and Jo 2011). 규모 효과를 통제하기 위해 총자산에 자연로그를 취한 값을 모형에 포함한다(Size). 부채의 상승은 파산위험과 절세효과와 확대시키고 이는 CSR 활동과 같은 투자의사결정에 영향을 미칠 수 있다. 이를 고려하여, 총자산 대비 부채를 모형에 포함한다(Leverage). 수익성과 시장가치 평가 수준의 대용치로 총자산 대비 당기순이익(ROA), 자기자본의 장부가치 대비 시장가치(MTB)를 모형에 포함한다. 기업의 성장단계의 대용치로 기업업력에 자연로그를 취한 값을 모형에 추가한다(Age). 기업 성장성의 대용치로 과거 5년간 매출액 성장률 평균(Sales growth), 기업 경영위험의 대용치로 과거 5년간 월별 주식수익률의 표준편차(Volatility)를 모형에 포함한다.

본 연구의 후반부에서는 소유-지배 괴리도와 외부 경영통제수단의 상호작용이 어떤 상황에서 주로 확대되는지를 분석한다. 관련하여, 지배주주의 사적이익 추구 유인은 금전적 이득을 통해 효용을 확대하기 어려운 상황에서 강화될 것으로 예상된다. 이는 소유-지배 괴리도가 높음과 동시에 직접 지분이 낮은 상황으로 평가될 수 있다. 따라서, 직접 지분의 규모에 따라 두 변수 간 상호작용이 달라질 수 있을 것이며, 이를 확인하기 위해 지배주주 및 친족 지분의 합계를 활용한다(Ownership). 한편, 국내 자본시장에는 재벌 기업집단이 존재하며, 이들은 막강한 경제력을 보유한다. 이러한 경제력은 지배주주의 통제권의 규모를 확대시키며, 외부 경영통제수단의 규율에 대한 민감도(sensitivity)를 축소시킬 것이다. 이러한 현실적 추론을 분석에 반영하기 위해, 공정거래위원회가 지정한 대규모 기업집단(재벌)에 소속된 기업(계열사)의 경우 1의 값을 갖는 더미변수를 형성한다(Chaebol).

한편, 본 연구는 기업가치 관련성도 추가적으로 분석한다. 이러한 시도는 CSR 활동의 사후적 결과를 평가하는데 활용된다. 본 연구는 소유-지배 괴리도에 기초한 지배주주의 사적 이익을 바탕으로 CSR 활동의 적정성을 평가한다. 이러한 사전적 평가가 실제 주주 가치 극대화라는 궁극적인 목적을 갖는 기업의 목표와 어떻게 연계되는지를 파악해야만

CSR 활동에 대한 엄밀한 평가가 가능할 것이다. 가령, 사전적으로 평가된 지배주주의 사회적 추구를 위해 이행된 CSR 활동이 기업가치 개선에 기여하지 못하거나 오히려 감소시켰다면 이는 대리인문제로의 추론을 보다 강건하게 뒷받침할 것으로 기대된다. 이러한 분석에 있어 기업가치는 보통주 주식수에 연말종가를 곱한 값과 부채의 장부가치를 합한 값을 자산의 장부가치 나눈 값(Tobin's Q)으로 정의한다. 한편, 기업가치 관련성 분석에 있어 투자지출의 규모를 통제하기 위해 자본지출과 R&D 비용의 합계를 총자산으로 나눈 값을 활용한다(Investment).

〈Table 2〉 Definition of variables

This table shows the definition of variables.

Variable	Definition
CSRI	The index that corporate social responsibility evaluation score by the Korea Corporate Governance Service (KCGS) converted into one point.
CSRI _{Employee}	The index that the evaluation score from the employee category converted into one point.
CSRI _{Vendor}	The index that the evaluation score from the vendor and competitor category converted into one point.
CSRI _{Consumer}	The index that the evaluation score from the consumer category converted into one point.
CSRI _{Community}	The index that the evaluation score from the community category converted into one point.
Disparity	The controlling shareholder's control rights (total of the ownership of the controlling shareholder, relatives, and affiliates) - cash flow rights (total ownership of the controlling shareholder and relatives)
Price cost margin	The sum of the sales divided by the sum of the cost of sales and selling and administrative expenses of firms in an industry (3-digit of Korea industry classification code)
Foreign ownership	The sum of foreign investors' ownership
Size	Natural log of sales
Leverage	Liability/Total asset
ROA	Net income/Total asset
MTB	The market value of equity/book value of equity
Age	Natural log of firm's age

Sales growth	The average sales growth over the past five years
Volatility	The standard deviation of monthly stock return over the past five years
Ownership	Total ownership of the controlling shareholder and relatives
Chaebol	The dummy variable that takes the value of one if firms belong to 'Chaebol' conglomerate designated by the Fair Trade Commission.
Tobin's Q	(Market value of equity+book value of a liability)/book value of the total asset
Investment	(Capital expenditure+research & development expense)/total asset

3. 방법론

본 연구는 실증분석을 위해 OLS 회귀분석을 활용한다.³⁾ 종속변수인 CSR 활동(또는 기업가치)과 독립변수 간 시차관계를 고려하여, 모든 독립변수는 1기 이전의 값을 활용한다. 패널자료를 활용한 회귀분석은 이분산성, 자기상관 문제 등 통계적 오류에 노출될 우려가 제기될 수 있다. 이를 사전에 통제하기 위해 기업 수준에서 조정된 군집표준오차를 통해 각 추정계수의 통계적 유의성을 검증한다. 연도별, 산업별 CSR 활동의 추세와 차이를 통제하기 위해 연도더미변수(η_t)와 산업더미변수(λ_j)를 모형에 추가한다. 실증분석모형은 아래 식 (1)과 같다.

$$\begin{aligned}
 CSR_{it+1} = & \beta_0 + \beta_1 * Disparity_{it} + \beta_2 * Price\ cost\ margin_{jt} + \beta_3 * Foreign\ ownership_{it} \\
 & + \beta_4 * Disparity_{it} * Price\ cost\ margin_{jt} + \beta_5 * Disparity_{it} * Foreign\ ownership_{it} \\
 & + \beta_6 * Size_{it} + \beta_7 * Leverage_{it} + \beta_8 * ROA_{it} + \beta_9 * MTB_{it} + \beta_{10} * Age_{it} \\
 & + \beta_{11} * Sales\ growth_{it} + \beta_{12} * Volatility_{it} + \lambda_j + \eta_t + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \quad (1)$$

[여기서, i는 기업을, j는 산업을, t는 연도를 의미함]

본 연구는 소유-지배 괴리도와 외부 경영통제수단이 CSR 활동에 미치는 영향을 회귀분석을 통해 확인한다. 이를 통해, 소유-지배 괴리도와 CSR 활동 간의 어떤 연관성이 성립

3) 실증분석에 있어 고정효과모형(fixed effect model)의 활용도 가능하다. 하지만, 지분 변수의 특성상 여러 연도에 걸쳐 동일한 값이 관찰되는 기업을 다수 관찰할 수 있는데, 이는 기업더미변수에 기초한 고정효과모형 추정이 불가능하게 하는 요인을 작용할 수 있다. 즉, 기업더미변수와 지분 간 완전공선성(perfect collinearity) 문제가 야기될 수 있다.

하는가를 확인함으로써 국내 자본시장에서 기존 연구의 상반된 주장 중 어떤 견해가 지지되는지를 파악한다. 다음으로, 외부 경영통제수단의 규율효과를 검증하기 위해, 소유-지배 괴리도와 외부 경영통제수단의 대응치 간 교차변수를 설정한다. 교차변수의 추정계수를 통해 소유-지배 괴리도에 기초한 지배주주의 사적이익 추구 유인이 외부 경영통제수단의 작동에 따라 어떻게 달라지는지를 판단한다.

IV. 실증분석결과

1. 기술통계량 및 상관관계

〈Table 3〉는 변수의 기술통계량을 제시한다. CSRI의 평균은 0.3078로 관찰된다. 이는 아직까지 국내 기업의 CSR 활동이 기대하는 수준에 미치지 못하고 있음을 시사한다. 하지만, 표준편차도 충분하며, 최댓값과 최솟값의 차이가 극명하게 관찰되어 지배주주의 유인에 따라 CSR 활동의 수준이 달라질 수 있을 것이라는 추론이 가능하다. CSR 활동의 세부 항목 중 노동자 항목($CSRI_{Employee}$)이 비교적 적극적으로 이행됨을 확인할 수 있다. 소유-지배 괴리도($Disparity$)의 평균은 0.1510로 나타난다. 이는 지배주주가 직접 지분을 보유하지 않고도 약 15%의 의결권(또는 통제권)을 행사할 수 있음을 시사한다. 본 연구의 표본이 상장기업인 점을 감안하면, 이러한 간접 지분은 상당한 수준으로 평가된다. 상품시장에서의 경쟁의 대응치인 Price cost margin의 평균 1.0715, 외국인 지분의 평균은 0.0978로 확인된다. 여타 변수의 경우 눈에 띄는 이상치가 관찰되지 않는다.

〈Table 3〉 Summary statistics

This table shows the summary statistics of variables. The definition of variables is presented in 〈Table 2〉.

Variable	Obs	Mean	Median	STD.DEV	Max	Min
CSRI	2,546	0.3078	0.2633	0.1694	0.9433	0.0667
CSRI _{Employee}	2,546	0.3652	0.3286	0.1508	0.9286	0.1143
CSRI _{Vendor}	2,546	0.2393	0.0781	0.2574	1.0000	0.0000
CSRI _{Consumer}	2,546	0.2959	0.2879	0.1888	0.9545	0.0000
CSRI _{Community}	2,546	0.2107	0.1667	0.1943	1.0000	0.0000
Disparity	2,546	0.1510	0.0319	0.2020	1.0000	0.0000
Price cost margin	2,546	1.0715	1.0566	0.0586	1.5255	0.9360
Foreign ownership	2,546	0.0978	0.0362	0.1385	0.8921	0.0000
Size	2,546	19.4928	19.3537	1.7412	24.0623	15.4766
Leverage	2,546	0.4330	0.4332	0.2033	0.8917	0.0206
ROA	2,546	0.0202	0.0276	0.0764	0.2030	-0.3352
MTB	2,546	1.1427	0.8230	1.0476	6.4614	0.1890
Age	2,546	3.4546	3.6889	0.7241	4.4308	1.0986
Sales growth	2,417	0.1032	0.0854	0.1641	1.0842	-0.2704
Volatility	2,148	0.5019	0.4655	0.1762	1.0968	0.2265
Ownership	2,546	0.2658	0.2669	0.2169	1.0000	0.0000
Chaebol	2,546	0.2321	0.0000	0.4223	1.0000	0.0000
Tobin's Q	2,491	1.1746	0.9671	0.8210	12.2971	0.1944
Investment	2,546	0.0460	0.0298	0.0480	0.2332	0.0000

〈Table 4〉는 주요 변수 간 상관계수를 제시한다. Disparity와 CSRI 간에는 유의한 양(+)의 상관계수가 확인된다. 이는 지배주주가 사적이익 추구 유인이 확대되는 상황에서 CSR 활동을 적극적으로 이행하고 있음을 시사한다. 따라서, 국내 자본시장에서 CSR 활동이 지배주주의 과잉투자 유인을 충족하는데 악용될 수 있음을 시사한다(이지혜·변희섭 2013). 외부 경영통제수단으로 상품시장에서의 경쟁(Price cost margin)은 CSRI와 직접적으로 유의한 상관관계를 갖지는 않는다. 반면, 외국인 지분(Foreign ownership)의 경우 CSRI와 유의한 양(+)의 상관관계가 확인된다. 하지만, 이러한 상관관계만으로 외국인 투자자가 CSR 활동을 단기 투자수의 확대에 활용하는지, 경영개선의 수단으로 기대하는지에 대한 판단이 어렵다. 따라서, 본 연구는 지배주주의 사적이익 추구 유인과의 연관성에 연계하여 이에 대한 평가를 수행한다. 한편, 본 연구는 교차변수 설정을 통해 소유-지배

괴리도와 외부 경영통제수단 간의 상호작용 효과를 검증한다. 이러한 설정하에서 만일 교차변수 형성에 활용되는 두 가지 변수가 높은 상관관계를 갖는 경우 표본이 특정 구간에 치우쳐 분석결과가 현실을 적절히 반영하지 못할 우려가 제기될 수 있다. 하지만, Disparity와 Price cost margin, Disparity와 Foreign ownership 간에는 유의적인 상관관계수가 관찰되지만 그 절댓값이 우려될 만큼 크지 않은 것으로 나타난다. 이는 표본의 특성상 교차변수 활용에 큰 무리가 없음을 확인시켜 준다.

〈Table 4〉 Correlation

This table shows the correlation coefficient among the main variables. The definition of variables is presented in 〈Table 2〉. * denote the statistical significance at a minimum 5% level.

Variable	CSRI	CSRI _{Employee}	CSRI _{Vendor}	CSRI _{Consumer}	CSRI _{Community}
CSRI _{Employee}	0.9470*				
CSRI _{Vendor}	0.9197*	0.8051*			
CSRI _{Consumer}	0.8536*	0.7469*	0.6862*		
CSRI _{Community}	0.8370*	0.7406*	0.7856*	0.6369*	
Disparity	0.0630*	0.0562*	0.0629*	0.0565*	0.0474*
Price cost margin	0.0116	0.0137	0.0285	-0.0633*	0.1070*
Foreign ownership	0.4062*	0.3751*	0.4093*	0.2768*	0.4221*
Tobin's Q	0.1472*	0.1505*	0.1234*	0.1153*	0.1420*
Variable	Disparity	Price cost margin	Foreign ownership		
Price cost margin	-0.0725*				
Foreign ownership	0.0390*	0.1428*			
Tobin's Q	-0.0267	0.1755*	0.2108*		

2. 회귀분석

〈Table 5〉는 본 연구의 가설을 OLS 회귀분석을 통해 검증한 결과이다. Model (1)은 소유-지배 괴리도가 CSR 활동에 미치는 독립적인 영향력을 검증한 결과이다. Disparity

의 추정계수는 양(+)의 값을 갖지만, 유의하지 않은 것으로 나타난다. 이는 지배주주의 사적이익 추구 유인과 CSR 활동이 독립적인 관계가 존재치 않음을 시사한다. 즉, 가설 1-1과 1-2 모두 지지되지 않은 것으로 의미한다. 이는 기업에 노출된 다양한 외부 경영통제수단의 작동을 감안할 때, 지배주주가 이를 고려치 않고 무작정 사적이익을 추구할 것이라는 추론이 현실적이지 않음을 나타낸다. 한편, Price cost margin의 추정계수는 유의적인 양(+)의 값으로 관찰된다. 이는 비경쟁적인 상품시장에서 CSR 활동이 강화됨을 의미한다. Foreign ownership의 추정계수 역시 유의적인 양(+)의 값으로 확인된다. 이는 외국인 투자자가 CSR 활동을 선호하고 있음을 시사한다.

Model (2)와 (3)은 Disparity와 외부 경영통제수단 간의 교차변수를 형성하여 이러한 추론이 적정성을 검토한다. Model (2)의 Disparity와 Price cost margin 간의 교차변수의 추정계수는 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타난다. Disparity의 추정계수는 유의한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타난다. Price cost margin이 최솟값인 0.9360을 갖는 상품시장(가장 경쟁적인 상품시장)의 전제로 소유-지배 괴리도의 효과는 $0.6987 - (0.6537 * 0.9360) = 0.0868$ 로 나타난다. 반면, 최댓값인 1.5255을 갖는 상품시장(가장 비경쟁적인 상품시장)의 전제로 한 효과는 $0.6987 - (0.6537 * 1.5255) = -0.2985$ 로 오히려 음(-)의 값으로 전환된다. 이는 경쟁 수준이 소유-지배 괴리도에 기초한 지배주주의 유인을 근본적으로 변화시키는 효과가 존재함을 시사한다. 즉, 치열한 경쟁 상황하에서는 수익성 악화로 인한 금전적 이득의 축소를 소유-지배 괴리도에 근거한 CSR 활동을 통해 사적이익을 추구함으로써 상쇄시키고 있음을 의미한다. 반면, 안정적인 수익성이 확보되는 상황하에서는 CSR 활동을 위험관리 내지는 대리인문제의 보충 수단으로 활용하고 있음을 시사한다. 따라서, 가설 2-1과 2-4가 동시에 지지될 수 있음을 의미한다.⁴⁾

Model (3)의 Disparity와 Foreign ownership의 추정계수는 유의한 음(-)의 값이 확인된다. Disparity의 추정계수는 유의하지 않지만, 양(+)의 값을 나타낸다. 이러한 결과는 외국인 지분이 높은 상황하에서 소유-지배 괴리도와 CSR 활동 간 음(-)의 관계가 성립함을 의미한다. Foreign ownership이 최댓값인 0.8921을 갖는 기업에서 소유-지배 괴리도의 효과는 $0.0264 - (0.2201 * 0.8921) = -0.1700$ 으로 나타난다. 반면, 최솟값인 0.0000

4) 이러한 결과는 큰 틀에서 가설 2-1과 2-4가 하나의 가설도 통합될 수 있음을 의미하기도 한다.

을 갖는 기업은 $0.0264 - (0.2201 \times 0.0000) = 0.0264$ 로 나타난다. 하지만, Disparity의 추정계수가 유의하지 않기 때문에(즉, 0과 유의미하게 다르지 않기 때문에) 이러한 조건하에서 의미 있는 영향력을 보유한다고 판단하기는 어렵다.⁵⁾ 따라서, 외국인 지분이 상승할수록 소유-지배 괴리도와 CSR 활동의 음(-)의 관계가 강화되는 것으로 해석하는 것이 적절할 것이다. 이러한 결과는 본 연구의 가설 3-3을 지지한다.⁶⁾ 즉, 지배주주는 외국인 투자자의 잠재적 주주행동주의 가능성에 대응하고, 이해관계자의 이해를 충족시키기 위한 대안으로 CSR 활동을 적극적으로 이행하고 있음을 시사한다. 이는 외국인 투자자의 감시가 효율적인 작동을 전제할 때, CSR 활동의 순기능이 실현되고 있음을 의미한다.

여타 통제변수로 Size의 추정계수는 유의미한 양(+)의 값을 갖는다. 이는 일정 수준 이상의 규모를 갖춘 기업이 적극적으로 CSR 활동을 이행함을 의미한다. Leverage의 추정계수는 유의한 음(-)의 값을 갖는다. 부채의 확대에 인해 CSR 활동을 위한 투자지출 여력을 축소시키기 때문으로 해석될 수 있다. ROA의 추정계수는 유의한 음(-)의 값을 갖는데, 이는 수익성이 높은 기업이 CSR 활동에 적극적이지 않음을 시사한다. CSR 활동의 긍정적 견해는 동 활동이 향후 경영성과 개선에 기여함을 제시한다. 따라서, 낮은 수익성으로 인해 경영성과 개선 유인이 큰 기업에서 보다 적극적으로 CSR 활동이 이행됨을 의미한다. MTB의 추정계수는 유의한 양(+)의 값이 관찰된다. 이는 시장가치 평가 수준이 높은 기업일수록 효율적인 자금조달을 통해 CSR 활동에 수반되는 투자지출을 충당할 수 있기 때문으로 해석될 수 있다. 마지막으로, Sales growth의 추정계수는 유의한 음(-)의 값을 갖는데, 이는 앞선 ROA와 유사하게 성장성이 낮은 기업이 CSR 활동을 통해 성장 동력을 마련하고 있음을 시사한다.

5) 다만, 모형 (1)에서 소유-지배 괴리도의 추정계수가 양(+)의 값을 가지므로, 이러한 극단적인 해석과 달리, 이러한 효과가 경쟁 수준이 축소됨에 따라 감소하는 것으로 해석될 여지가 존재한다.

6) 외국인 지분율이 0이 아닌, 낮은 수준에서는 교차변수의 유의성에 기초하여 소유-지배 괴리도와 CSR 활동 간의 관계가 양(+)으로 전환될 가능성이 내재한다. 이는 미약하지만 가설 3-2과 3-3이 동시에 지지될 가능성을 제기한다.

〈Table 5〉 The effect of interaction between ownership-control disparity and external governance on CSR activities

This table shows the effect of interaction between ownership-control disparity and external governance on CSR activities, using OLS regression. The dependent variable is CSRI. The definition of variables is presented in 〈Table 2〉. Numbers in a square bracket are z-statistics computed by clustered standard errors at the firm level. ***, **, * denote the statistical significance at the 1%, 5%, 10% level, respectively.

Model/Variable	Model (1)	Model (2)	Model (3)
	CSRI		
Intercept	-1.4168*** [-10.01]	-1.5065*** [-10.69]	-1.3982*** [-10.25]
Disparity	0.0036 [0.20]	0.6987** [2.06]	0.0264 [1.45]
Disparity*Price cost margin		-0.6537** [-2.04]	
Disparity*Foreign ownership			-0.2201** [-1.97]
Price cost margin	0.2902*** [2.97]	0.3786*** [3.91]	0.2850*** [3.18]
Foreign ownership	0.1231*** [2.73]	0.1285*** [2.90]	0.1817*** [3.28]
Size	0.0651*** [15.48]	0.0650*** [15.47]	0.0640*** [14.94]
Leverage	-0.0864*** [-3.30]	-0.0849*** [-3.24]	-0.0834*** [-3.19]
ROA	-0.2208*** [-5.33]	-0.2281*** [-5.58]	-0.2241*** [-5.48]
MTB	0.0148*** [2.81]	0.0139*** [2.65]	0.0140*** [2.70]
Age	-0.0053 [-0.57]	-0.0051 [-0.55]	-0.0044 [-0.48]
Sales growth	-0.0877*** [-3.00]	-0.0859*** [-2.88]	-0.0862*** [-2.95]
Volatility	0.0086 [0.39]	0.0083 [0.38]	0.0092 [0.43]
Year effect	Included	Included	Included
Industry effect	Included	Included	Included
N	2,144	2,144	2,144
Adj.R ²	0.611	0.612	0.613

〈Table 6〉는 주요 결과가 주로 어떤 CSR 활동을 통해 실현되는지를 분석한 결과이다. 각 모형의 종속변수는 CSR 활동의 세부항목 지수이다. Panel A의 model (1)-(3)은 $CSRI_{Employee}$, model (4)-(6)은 $CSRI_{Vendor}$ 가 종속변수이다. Panel B의 model (1)-(3)은 $CSRI_{Consumer}$, model (4)-(6)은 $CSRI_{Community}$ 가 종속변수이다. 전반적으로, $CSRI_{Vendor}$ 와 $CSRI_{Consumer}$ 을 종속변수로 활용한 모형에서 Disparity와 외부 경영통제수단의 대용치 간 교차변수의 추정계수가 유의적으로 관찰된다. 이를 바탕으로, 협력사 및 경쟁사, 소비자 항목의 CSR 활동이 본 연구의 주요 결과를 견인하는 것으로 해석할 수 있다. 이러한 결과는 노동자, 지역사회 항목의 개선을 위해서는 상당한 자금 및 자원이 투입이 필요하다. 반면, 앞선 두 가지 항목은 기업 내부적인 운영체계, 제도 도입 등과 같이 지배주주가 단기적으로 조정이 용이한 내용을 포함하기 때문에 유연한 대응이 가능하기 때문으로 판단된다.

〈Table 6〉 Effect on sub-categories of CSR activities

This table shows the effect of interaction between ownership-control disparity and external governance on sub-categories of CSR activities, using OLS regression. In panel A, the dependent variable is $CSRI_{Employee}$ in the model (1)-(3) and $CSRI_{Vendor}$ in the model (4)-(6). In panel B, the dependent variable is $CSRI_{Consumer}$ in the model (1)-(3) and $CSRI_{Community}$ in the model (4)-(6). The definition of variables is presented in Table 2. Numbers in a square bracket are z-statistics computed by clustered standard errors at the firm level. ***, **, * denote the statistical significance at the 1%, 5%, 10% level, respectively.

Panel A: Employee and vendor						
Model/Variable	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)	Model (6)
	$CSRI_{Employee}$			$CSRI_{Vendor}$		
Disparity	0.0095 [0.53]	0.4805 [1.50]	0.0196 [1.07]	0.0244 [0.77]	0.9497* [1.70]	0.0596* [1.81]
Disparity*Price cost margin		-0.4484 [-1.48]			-0.8758* [-1.66]	
Disparity*Foreign ownership			-0.1536 [-1.54]			-0.3974** [-2.30]
Price cost margin		0.3220*** [3.54]	0.2577*** [3.15]		0.5685*** [4.60]	0.4406*** [3.77]
Foreign ownership		0.1276*** [3.25]	0.1648*** [3.20]		0.1360* [1.82]	0.2346*** [2.65]

Intercept/Control variables	Included	Included	Included	Included	Included	Included
Year effect	Included	Included	Included	Included	Included	Included
Industry effect	Included	Included	Included	Included	Included	Included
N	2,144	2,144	2,144	2,144	2,144	2,144
Adj.R ²	0.515	0.531	0.531	0.522	0.533	0.534
Panel B: Consumer and community						
Model/Variable	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)	Model (6)
	CSRI _{Consumer}			CSRI _{Community}		
Disparity	-0.0035 [-0.20]	0.8307*** [2.63]	0.0145 [0.79]	0.0067 [0.30]	0.8787* [1.89]	0.0149 [0.64]
Disparity*Price cost margin		-0.7886*** [-2.67]			-0.8276* [-1.88]	
Disparity*Foreign ownership			-0.2151** [-1.97]			-0.1563 [-1.06]
Price cost margin		0.2493* [1.92]	0.1375 [1.19]		0.5324*** [4.61]	0.4167*** [3.57]
Foreign ownership		0.0963** [2.25]	0.1471*** [2.63]		0.1801*** [3.37]	0.2149*** [3.35]
Intercept/Control variables	Included	Included	Included	Included	Included	Included
Year effect	Included	Included	Included	Included	Included	Included
Industry effect	Included	Included	Included	Included	Included	Included
N	2,144	2,144	2,144	2,144	2,144	2,144
Adj.R ²	0.587	0.592	0.592	0.471	0.492	0.491

본 연구는 소표본을 활용하여 본 연구의 주요 결과가 주로 어떤 특성과 연계될 수 있는지를 파악한다. 먼저, 지배주주의 직접 지분은 금전적 이득과 밀접하게 연관된다. 이들이 소유-지배 괴리도에 기초하여 사적이득을 추구할 경우 지분가치의 감소라는 비용을 부담해야 한다. 따라서, 사적이득 추구 유인은 직접 지분을 낮게 보유한 경우에 확대될 것이다. 본 연구는 전체 표본을 지배주주와 친족의 직접 지분의 3분위 수를 기준으로 나누어 각 표본을 활용하여 <Table 5>와 동일한 분석을 수행한다. 만일, 직접 지분이 가장 낮은 표본에서 본 연구의 주요 결과가 주로 관찰된다면, 이는 지배주주의 사적이득 추구 유인에 기초한 해석에 대한 강건성을 강화시켜줄 것으로 기대된다.

〈Table 7〉의 Panel A는 이러한 분석결과를 제시한다. Model (1)-(3)은 직접 지분이 가장 높은 표본(상위 33%), model (4)-(6)은 중위 표본(중위 34%), model (7)-(9)는 가장 낮은 표본(하위 33%)를 활용한 분석결과이다. 예상된 바와 같이, 본 연구의 주요 결과는 지배주주와 친족의 직접 지분이 가장 낮은 표본(Model (7)-(9))에서 주로 관찰된다. 반면, 직접 지분이 비교적 높은 표본에서는 주요 결과가 나타나지 않는데, 이는 상당한 지분 보유로 인해 사적이득 추구 유인이 경감하였기 때문으로 해석될 수 있다. 따라서, 지배주주의 사적이익 추구 유인에 기초한 본 연구의 해석이 적절함을 확인시켜 준다.

한편, 본 연구는 국내 자본시장의 특수성을 고려한 분석을 추가한다. 흔히, 재벌로 불리는 대규모 기업집단은 다수의 계열사를 보유하여, 지배주주가 통제권을 강화하기 용이하다. 이 때문에 M&A 위협, 주주행동주의를 효과적으로 방어가 가능한 것으로 알려져 있다. 이러한 논의하에서 외부 경영통제수단의 규율효과는 이들 기업집단에서는 축소될 가능성이 존재한다. 이러한 분석은 외부 경영통제수단의 효율적 작동의 조건을 탐색하는 의미를 가질 것으로 기대된다.

〈Table 7〉의 Panel B의 model (1)-(3)은 재벌 기업집단에 소속된 기업을 표본으로, model (4)-(6)은 여타 기업을 표본으로 분석한 결과를 제시한다. 예상된 바와 같이, model (1)-(3)에서는 본 연구의 주요 결과가 관찰되지 않는다. 반면, 재벌 미소속 기업을 표본으로 활용한 model (4)-(6)에서만 주요 결과가 관찰된다. 따라서, 외부 경영통제수단의 효율적인 규율기능을 기대하기 위해서는 경제력 집중도가 높으며, 다수의 계열사를 거느린 재벌 기업집단에 대한 통제가 선행되어야 함을 시사한다.

〈Table 7〉 Sub-sample analysis

This table shows the results of the OLS regression of the effect of interaction between ownership-control disparity and external governance on CSR activities, using the sub-sample. Panel A shows the result of the separated sample based on the quartile of controlling shareholder's ownership (Ownership). Panel B shows the result of the separated sample based on whether the firm belongs to 'Chaebol' conglomerate. The dependent variable is CSRI. The definition of variables is presented in 〈Table 2〉. Numbers in a square bracket are z-statistics computed by clustered standard errors at the firm level. ***, **, * denote the statistical significance at the 1%, 5%, 10% level, respectively.

Panel A: Ownership									
Model/Variable	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)	Model (6)	Model (7)	Model (8)	Model (9)
	Ownership upper 33%			Ownership median 34%			Ownership lower 33%		
	CSRI								
Disparity	-0.0950*	-0.5137	-0.1055	-0.0146	-0.7621	-0.0420	-0.0483	0.6859**	-0.0089
	[-1.75]	[-0.39]	[-1.50]	[-0.46]	[-0.89]	[-1.20]	[-1.65]	[2.00]	[-0.29]
Disparity*Price		0.3913			0.7025			-0.6861***	
cost margin		[0.32]			[0.87]			[-2.14]	
Disparity*Foreign			0.1008			0.4283			-0.2774***
ownership			[0.28]			[1.10]			[-2.65]
Price cost	0.1462	0.1274	0.1446	0.3513***	0.2811**	0.3564***	0.2461	0.3902***	0.2186
margin	[1.22]	[0.89]	[1.22]	[4.05]	[2.45]	[4.06]	[1.47]	[2.69]	[1.54]
Foreign	0.1035	0.1009	0.0969	0.1816**	0.1791***	0.1422	0.0229	0.0286	0.1369*
ownership	[1.14]	[1.09]	[0.91]	[2.51]	[2.46]	[1.57]	[0.42]	[0.52]	[1.77]
Intercept/Contr	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included
ol variables									
Year effect	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included
Industry effect	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included
N	654	654	654	778	778	778	712	712	712
Adj. R ²	0.585	0.584	0.584	0.537	0.537	0.538	0.696	0.698	0.700

Panel B: Chaebol					
Model/Variable	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)
	Chaebol firms		Non chaebol firms		
			CSR		
Disparity	0.0359 [0.68]	0.1458 [0.12]	-0.0046 [-0.07]	-0.0146 [-0.97]	0.9293*** [3.77]
Disparity*Price cost margin		-0.1036 [-0.09]			-0.8865*** [-3.84]
Disparity*Foreign ownership			0.3862 [0.85]		-0.2585** [-2.54]
Price cost margin	0.4166* [1.84]	0.4323 [1.36]	0.4215* [1.83]	0.2683* [1.85]	0.2625** [2.03]
Foreign ownership	0.2416*** [2.05]	0.2421*** [2.07]	0.1844 [1.28]	0.1182*** [2.91]	0.1951*** [3.32]
Intercept/Control variables	Included	Included	Included	Included	Included
Year effect	Included	Included	Included	Included	Included
Industry effect	Included	Included	Included	Included	Included
N	523	523	523	1,621	1,621
Adj. R ²	0.500	0.499	0.500	0.586	0.592

본 연구는 주요 결과가 기업의 궁극적인 목적인 가치 개선에 어떤 효과를 미치는지를 분석함으로써 CSR 활동의 적정성에 대한 보다 엄밀한 검토를 시도한다. 이러한 분석이 요구되는 이유는 기업의 궁극적인 목표가 주주가치 극대화에 있음은 물론이거니와, 투자자의 평가에 기초하여 CSR 활동의 적정성이 판단되어야만 동 활동의 가치를 명확하게 가늠할 수 있기 때문이다. 가령, 높은 소유-지배 괴리도에 기초하여 CSR 활동이 과도히 이행되는 행태를 외부 경영통제수단이 통제하더라도, 이러한 효과가 기업가치와 연관성을 갖지 않는다면 진정한 규율기능을 갖는다고 단정하기 어렵다.

이를 위해, 본 연구는 외부 경영통제수단의 작동 여부에 따라 CSR 활동과 기업가치의 연관성을 분석한다. CSR 활동은 지배주주의 사전적 유인이 반영된 결과물로 인식한다. 즉, 소유-지배 괴리도에 기초한 지배주주의 사적이익 추구 유인은 이미 CSR 활동에 반영된 것으로 인식한다. 만일, 외부 경영통제수단에 의해 이러한 유인이 사전적으로 규율되었음을 투자자가 인지하였다면, 이는 기업가치에 미치는 영향을 통해 판단이 가능할 것이다. <Table 8>의 model (1)은 전체 표본으로 CSR 활동이 기업가치에 미치는 효과를 분석한 결과이다. CSRI의 추정계수는 유의한 양(+)의 값을 갖는다. Model (2)는 Price cost margin이 중위 수 이상(비경쟁적인 상품시장)인 표본을 대상으로 분석한 결과이다. CSRI의 추정계수는 유의한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타난다. 이는 앞선 <Table 5>의 결과를 통해 확인한 비경쟁적인 상품시장에서 소유-지배 괴리도와 CSR 활동 간 음(-)의 관련성이 기업가치 개선과도 연계될 수 있음을 의미한다. 즉, CSR 활동을 위험관리 혹은 보증 수단으로 활용하려는 지배주주의 행태가 투자자들에게도 긍정적으로 인지되고 있음을 시사한다. Model (3)는 Price cost margin이 중위 수 미만(경쟁적인 상품시장)인 표본을 대상으로 분석한 결과이다. CSRI의 추정계수는 유의적이지 않다. 앞선 분석을 통해, 경쟁적인 상품시장에서 소유-지배 괴리도와 CSR 활동 간 양(+)의 관련성을 확인하였다. 이는 지배주주의 사적이익 추구 행태로 해석될 수 있다. 이러한 해석은 투자자의 관점에도 동일하게 인지되는 것으로 나타난다. 즉, 사적이익 추구를 위한 CSR 활동이 기업가치 개선에 무관한 불필요한 수단임을 시사하며, 앞선 결과에 대한 해석이 적정함을 뒷받침한다.

Model (4)는 Foreign ownership이 중위 수 이상인 표본을 활용한 결과이다. CSRI의 추정계수는 유의적인 양(+)의 값으로 나타난다. 앞서 외국인 지분이 높은 기업에서 소유-

지배 괴리도와 CSR 활동 간 음(-)의 관련성이 관찰됨을 확인하였다. 이는 잠재적 주주 행동주의 가능성과 이해관계자의 이해를 충족시키기 위해 지배주주가 CSR 활동을 활용하고 있음을 의미하며, 이러한 행태가 기업가치 개선에도 의미 있는 효과를 가짐을 시사한다. 즉, 이러한 CSR 활동이 적정하였음을 의미한다. Model (5)는 Foreign ownership이 중 위 수 미만인 표본을 활용한 결과이다. CSRI의 추정계수는 유의적이지 않다. 이는 외국인 지분이 낮아 이들에 의한 감시기능이 기대될 수 없는 상황하에서 이행된 CSR 활동은 기업 가치에 기여하지 못함을 시사한다. 이는 외국인 투자자의 존재가 효율적인 CSR 활동을 유도한다는 해석과 일맥상통한다.

〈Table 8〉 Firm value relevance

This table shows the result of the OLS regression of the effect of CSR activities on firm value depending on the operation of external governance. Model (1) shows the result for the total sample. Model (2) and (3) show the result of the separated sample based on the median of the Price cost margin. Model (4) and (5) show the result of the separated sample based on the median of Foreign ownership. The dependent variable is Tobin's Q. The definition of variables is presented in 〈Table 2〉. Numbers in a square bracket are z-statistics computed by clustered standard errors at the firm level. ***, **, * denote the statistical significance at the 1%, 5%, 10% level, respectively.

Model/ Variable	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)
	Total sample	Price cost margin > Median	Price cost margin =< Median	Foreign ownership > Median	Foreign ownership =< Median
Tobin's Q					
Intercept	1.7337*** [2.75]	1.4099 [1.58]	1.7876*** [2.83]	1.7952* [1.96]	2.0341*** [2.76]
CSRI	0.8607** [2.45]	1.1449* [1.94]	0.5463 [1.63]	0.7472* [1.81]	0.4331 [1.19]
Size	-0.0343 [-1.22]	-0.0074 [-0.19]	-0.0499 [-1.49]	-0.0375 [-0.95]	-0.0735** [-2.01]
Leverage	-0.0042 [-0.03]	-0.3262 [-1.29]	0.3573*** [2.69]	0.3956 [1.29]	-0.0099 [-0.06]
ROA	0.5736 [0.84]	0.1425 [0.14]	0.7613 [1.09]	3.8023*** [2.69]	-1.0413* [-1.84]
Age	-0.1352** [-2.01]	-0.1685* [-1.72]	-0.0646 [-1.11]	-0.2406** [-2.20]	0.0075 [0.15]

Sales growth	0.1677 [1.15]	0.1514 [0.75]	0.2020 [1.48]	0.2852 [1.43]	-0.0912 [-0.44]
Investment	1.5791*** [2.82]	1.9933** [2.25]	1.0772** [1.99]	0.7375 [0.84]	1.3757** [2.08]
Volatility	0.3194** [2.02]	0.5246** [2.09]	0.1161 [0.74]	0.2191 [0.57]	0.4536*** [3.62]
Disparity	-0.1603 [-1.44]	-0.3775** [-1.99]	0.0182 [0.18]	-0.2130 [-1.09]	-0.0547 [-0.53]
Chaebol	-0.1261 [-1.45]	-0.2577* [-1.74]	0.0075 [0.11]	-0.1173 [-1.07]	-0.0700 [-0.72]
Year effect	Included	Included	Included	Included	Included
Industry effect	Included	Included	Included	Included	Included
N	2,125	1,047	1,078	1,071	1,054
Adj.R ²	0.138	0.138	0.108	0.200	0.159

V. 결론 및 시사점

본 연구는 소유-경영자인 지배주주의 소유-지배 괴리도와 외부 경영통제수단 간 상호작용이 CSR 활동에 미치는 효과를 실증분석한다. 기업의 경영전략으로써 CSR 활동이 중요성이 지속적으로 강조되는 현실과 달리 학술적으로 동 활동에는 편익과 비용이 동시에 제기되고 있다. 이를 전제할 때, 기존 연구의 접근을 보다 확장하여 단순히 하나의 요인이 아닌 여러 기업특성과 환경적 요인 간 상호작용을 고려한 종합적인 접근이 요구된다. 본 연구는 이러한 요구에 대응하기 위한 대안을 제시하는 학술적 함의를 가질 것으로 기대된다.

주요 분석결과는 다음과 같다. 소유-지배 괴리도는 CSR 활동에 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 관찰된다. 이는 단편적으로 지배주주의 사적이익 추구 유인만으로 CSR 활동의 동인을 충분히 설명하기 어려움을 시사한다. 따라서, 외부 경영통제수단의 규율효과를 동시에 고려할 필요성을 제기한다. 이러한 분석결과, 경쟁적인 상품시장에서 소유-지배 괴리도와 CSR 활동 간 양(+)의 관계가 성립하며, 비경쟁적인 상품시장에서는 음(-)의 관계가 성립함을 확인할 수 있었다. 이는 과도한 경쟁에 기인한 수익성 악화로 인한 지배주주의 효용 감소를 CSR 활동을 통한 과잉투자를 통해 상쇄시키고 있음을 시사한다. 즉, 경쟁 위협이 높은 상황에서 지배주주가 CSR 활동을 주로 사적이익 확대에 악용하는 것으로 해

석된다. 반면, 안정적인 수익성이 확보되는 비경쟁적인 상품시장에서는 위험관리 및 보증 수단으로 CSR 활동을 강화하고 있는 것으로 풀이된다. 한편, 외국인 투자자 지율이 높은 기업에서 소유-지배 괴리도와 CSR 활동 간 음(-)의 관계가 주로 관찰되는 것으로 확인된다. 이는 지배주주가 외국인 투자자에 의한 잠재적 주주행동주의에 대응함은 물론, 이해관계자의 이해를 충족시키기 위한 대안으로 CSR 활동을 확대하고 있음을 시사한다. 추가로, 이러한 상호작용은 CSR 활동을 구성하는 협력사 및 경쟁사, 소비자 항목에 주로 관찰되어, 주된 경로를 확인할 수 있었다. 더불어, 지배주주 및 친족의 직접 지분이 낮은 기업 또는 재벌 기업집단에 소속되지 않은 기업에서 이러한 효과는 주로 관찰되었다. 마지막으로, CSR 활동이 기업가치를 개선하는 효과는 비경쟁적인 상품시장 또는 외국인 지율이 높은 기업에서 주로 관찰되었다. 따라서, 앞서 추론된 CSR 활동의 긍정적 기대효과를 투자자들도 인지하여 기업가치 평가에 반영하고 있음을 확인할 수 있다.

본 연구는 CSR 활동에 대한 상충된 견해가 제기되고 있는 가운데, 기업이 노출된 외부 경영통제수단의 작동 여부에 따라 동 활동의 편익과 비용이 달라질 수 있음을 시사한다. 따라서, 이러한 수단의 존재를 고려할 경우 상충된 견해가 동시에 양립할 수 있음을 제시함으로써, 관련 이론의 확장과 일반화에 기여할 것으로 기대된다. 더불어, 기업의 이해관계자들은 CSR 활동을 악용한 지배주주의 사적이익 추구 행태의 양상을 주지함으로써, 동 활동의 긍정적 효과를 기대하기 위해서는 사전적 대안의 마련이 필요할 것이다. 가령, 경쟁위험으로 인해 CSR 활동이 과잉투자에 악용될 우려가 제기된다면, 내부 경영통제수단을 강화하거나, 동 활동의 투자지출에 있어 보다 엄밀한 평가가 필요할 것이다. 더 나아가, 본 연구의 결과는 ESG 요인에 대한 투자전략에 관심이 고조되고 있는 가운데, 해당 요인의 적정성을 평가하기 위한 모형 및 평가체계를 구축함에 있어 기초자료로 활용이 가능할 것이다.

소유-지배 괴리도와 CSR 활동, 외국인 지분율과 CSR 활동 또는 CSR 활동과 기업가치 간에는 상호 연관관계가 존재할 수 있다. 따라서, 본 연구의 논의와 상반된 역의 인과관계에 기인한 내생성 문제가 제기될 수 있다. 하지만, 본 연구의 주된 논의는 두 변수의 동시적 효과(교차변수)를 분석하는데 있다. 이러한 분석의 특성상 2단계 최소자승법, GMM(Generalized Method of Moments) 등과 같은 대안적 모형을 실현하는데 어려움이 따른다. 향후 연구를 통해 이러한 문제를 통제하고 보다 엄밀한 분석을 수행할 필요성이 제기된다.

참고문헌

- 국찬표·강운식 (2011), “기업의 사회적 책임, 지배구조 및 기업가치”, **한국증권학회지**, 제40권 제5호, pp. 713-748.
- (Translated in English) Kook, C., and Y., Kang (2011). “Corporate Social Responsibility, Corporate Governance and Firm Value”, *Korean Journal of Financial Studies*, 40(5):713-748.
- 김창수 (2009), “기업의 사회적 책임 활동과 기업가치”, **한국증권학회지**, 제38권 제4호, pp. 507-545.
- (Translated in English) Kim, C. (2009). “Corporate Social Responsibility and Firm Value”, *Korean Journal of Financial Studies*, 38(4):507-545.
- 박범진 (2018), “경영자 지분율과 기업의 사회적 책임이 경영자 보상에 미치는 영향”, **경영교육연구**, 제33권 제2호, pp. 113-136.
- (Translated in English) Park, B. (2009). “The Effect of Managerial Ownership and CSR Performance on Managerial Compensation”, *Korean Business Education Review*, 33(2):113-136.
- 박상범·김희천 (2019), “가족 지배구조와 기업 사회공헌: 지배가족의 소유와 경영 참여의 상호작용 효과를 중심으로”, **경영학연구**, 제48권 제6호, pp. 1591-1623.
- (Translated in English) Park, S., and H. Kim (2019). “How does Family Governance Shape Corporate Philanthropy? Interaction Effects between Family Ownership and Management”, *Korean Management Review*, 48(6):1591-1623.
- 이지혜·변희섭 (2013), “지배주주는 언제 사회적 책임을 강화하는가?”, **보험금융연구**, 제24권 제4호, pp. 31-74.
- (Translated in English) Lee, J., and H. Byun (2013). “Controlling Shareholders and Corporate Social Responsibility”, *Journal of Insurance and Finance*, 24(4):31-74.

- Agrawal, A., and C., Knoeber (1996). "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3):377-397.
- Almeida, H., S., Park, M., Subrahmanyam, and D., Wolfenzon (2011). "The Structure and Formation of Business Groups: Evidence from Korean Chaebols", *Journal of Financial Economics*, 99(2):447-475.
- Baek, J., J., Kang and K., Park (2004). "Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis", *Journal of Financial Economics*, 71(2):265-313.
- Barnea, A., and A., Rubin (2010). "Corporate Social Responsibility as a Conflict between Shareholders", *Journal of Business Ethics*, 97(1):71-86.
- Bena, J., and T., Xu (2017). "Competition and Ownership Structure of Closely Held Firms", *Review of Financial Studies*, 30(5):1583-1626.
- Burkart, M., F., Panunzi and A., Shleifer (2003). "Family Firms", *Journal of Finance*, 58(5):2167-2201.
- Carroll, A. (1999). "Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct", *Business & Society*, 38(3):268-295.
- Clarkson, M. (1995). "A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance", *Academy of Management Review*, 20(1):92-117.
- Coffee, J. (1991). "Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor", *Columbia Law Review*, 91(6):1277-1368.
- Cremers, K., and V., Nair (2005). "Governance Mechanisms and Equity Prices", *Journal of Finance*, 60(6):2859-2894.
- El Ghoul, S., O., Guedhami, C., Kwok and D., Mishra (2011). "Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital?", *Journal*

- of Banking & Finance*, 35(9):2388-2406.
- Flammer, C. (2015). "Does Product Market Competition Foster Corporate Social Responsibility? Evidence from Trade Liberalization", *Strategic Management Journal*, 36(10):1469-1485.
- Freeman, R. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston, Pitman.
- Gillan, S., and L., Starks (2003). "Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: a Global Perspective", *Journal of Applied Finance*, 13(2):4-22.
- Giroud, X., and H., Mueller (2011). "Corporate Governance, Product Market Competition, and Equity Prices", *Journal of Finance*, 66(2):563-600.
- Godfrey, P., C., Merrill and J., Hansen (2009). "The Relationship between Corporate Social Responsibility and Shareholder Value: An Empirical Test of the Risk Management Hypothesis", *Strategic Management Journal*, 30(4):425-445.
- Grossman, S., and O., Hart (1988). "One Share-One Vote and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, 20(1/2):175-202.
- Harjoto, M., and H., Jo (2011). "Corporate Governance and CSR Nexus", *Journal of Business Ethics*, 100(1):45-67.
- Harris, M., and A., Raviv (1988). "Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules", *Journal of Financial Economics*, 20(1/2):203-235.
- Jensen, M., and W., Meckling (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4):305-360.
- Joh, S. (2003). "Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the Economic Crisis", *Journal of Financial*

Economics, 68(2):287-322.

Johnson, S., R., La Porta, F., Lopez-de-Silanes and A., Shleifer (2000).

“Tunneling”, *American Economic Review Papers and Proceedings*, 90(2):22-27.

Karuna, C. (2007). “Industry Product Market Competition and Managerial Incentives”, *Journal of Accounting and Economics*, 43(2-3):275-297.

Kim, E., and Y., Lu (2011). “CEO Ownership, External Governance, and Risk-Taking”, *Journal of Financial Economics*, 102(2):272-292.

Lee, J., H., Byun and K., Park (2018). “Product Market Competition and Corporate Social Responsibility Activities: Perspectives from an Emerging Economy”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 49:60-80.

Pound, J. (1988). “Proxy Contest and the Efficiency of Shareholder Oversight”, *Journal of Financial Economics*, 20(1/2):237-265.

Raith, M. (2003). “Competition, Risk, and Managerial Incentives”, *American Economic Review*, 93(4):1425-1436.

Shleifer, A., and R., Vishny (1997). “A Survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance*, 52(2):737-783.

Stulz, R. (1988). “Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and Market for Corporate Control”, *Journal of Financial Economics*, 20(1/2):25-54.

Abstract

This study investigates the effect of the controlling shareholders' incentive for pursuing the private benefits on corporate social responsibility (CSR) activities. More importantly, we analyze that this incentive can be changed by the operation of external governance. The ownership-control disparity does not have a significant effect on CSR activities. On the other hand, we find the positive relationship between the ownership-control disparity and CSR activities in competitive industries, but a negative relationship in non-competitive industries. Also, we confirm the positive relationship in firms with higher ownership of foreign investors. This study suggests that the benefit and cost of CSR activities may vary depending on the existence of competitive threats and foreign investors. Thus, we can conclude that the conflicting views on CSR activities can be compatible simultaneously when considering the operation of external governance. Therefore, our study can contribute to the expansion and generalization of existing theories.

※ **Key words:** Corporate social responsibility activities, Ownership-control disparity, Product market competition, Foreign investor, Agency theory