

지배주주는 언제 사회적 책임을 강화하는가?*

Controlling Shareholders and Corporate Social Responsibility

이 지 혜** · 변 희 섭***

Ji Hye Lee · Hee Sub Byun

본 연구는 한국시장에서 지배주주의 소유구조에 근거한 유인이 기업의 사회적 책임 이행수준에 미치는 영향을 분석한다. 실증분석결과, 지배주주의 직접지분은 기업의 사회적 책임 수준에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 반면, 계열사 지분 등을 통한 지배주주의 간접지분은 기업의 사회적 책임 수준에 유의한 양(+의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기존 연구에서 주장된 기업의 사회적 책임 지출이 지배주주의 사적효용 확대에 악용될 수 있음을 재확인시켜주는 결과이다. 한편, 기업의 환경경영 수준을 종속변수로 사용하거나, 내생성 문제를 통제한 경우에도 동일한 결과가 나타나 본 연구결과와 강건성을 확인할 수 있었다. 추가적으로 앞선 관계는 수익성이 높거나 잉여현금흐름이 많은 기업에서 보다 강하게 관찰되었다. 본 연구의 결과는 기업의 사회적 책임 강화가 지배주주의 사적효용추구에 악용될 수 있음을 제시한다는 측면의 정책적 시사점을 갖는다.

국문 색인어: 사회적 책임, 지배주주, 소유구조, 사적효용추구, 재벌

한국연구재단 분류 연구분야 코드: B050700, B050703

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

** 고려대학교 경영학과 박사과정(leejihye@korea.ac.kr), 제1저자

*** 예금보험공사 차등보험료 TF 연구위원(heesbyun@kdic.or.kr), 교신저자

논문 투고일: 2013. 07. 05, 논문 최종 수정일: 2013. 10. 11, 논문 게재 확정일: 2013. 11. 14

I. 서론

기업의 사회적 책임에 대한 사회적 요구가 점차 증가함에 따라, 이에 대한 학문적 논의가 적극적으로 이루어지고 있다. 학문적 논의의 주요 쟁점은 과연 기업의 사회적 책임이 기업성과와 가치 증대에 어떤 영향을 미치는 가로부터 출발한다. 사회적 책임을 긍정적인 시각으로 바라보는 견해들은 대부분 '이해관계자 중심 경영'을 그 바탕으로 한다. 경영자가 수행하는 임무가 비단 주주가치 증대에 한정되어서는 안되며 다양한 이해관계자를 고려하여 사회 전체의 이윤을 증가시켜야 한다는 것이다. 반면, 기업의 사회적 책임이 기업가치에 영향을 미치지 않거나 부정적인 영향을 미칠 것으로 주장하는 연구들은 대개 자본주의 하의 '주주 중심 경영'을 바탕으로 한다. 경영자는 기업의 주인으로써 주주가치를 극대화하는 것이 최우선의 목적인데, 사회적 책임은 이와 직접적으로 연관되지 않거나 오히려 경영자의 사적효용추구에 악용될 수 있다는 것이다. 사적효용추구유인을 보유한 경영자는 기업경영에 대한 자신의 재량권을 늘리기 위해, 또는 자신의 명성을 시장에 신호하기 위해 과잉투자할 유인을 갖는다. 따라서 단기적인 성과로 가시화되지 않는 사회적 책임에 대한 지출이 이러한 경영자의 대리인 문제의 경로로써 작용할 수 있다. 경영자가 사회적 책임을 자신의 명성을 높이기 위한 도구로써 악용하는 경우, 재무적 제약 하에 수익성이 있는 사업이나 투자전략을 기각하게 되고 이는 재무적 성과에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 이러한 논의의 연장선상에서 최근 연구는 기업의 사회적 책임 지출이 경영자의 어떤 유인에 근거하여 결정되는 가를 확인함으로써 그 원인을 밝히고 궁극적으로 주주가치에 미치는 영향과의 연계성을 확인하고 있다. 대표적인 연구로 Barnea and Rubin(2010)은 기업의 내부자 지분율과 사회적 책임 수준 간의 관계를 확인하고 있는데, 내부자 지분이 많은 경우 주주와의 이해상충문제가 완화¹⁾되어 과잉투자유인이 감소하고, 사적효용추

1) 경영자가 기업경영으로부터 얻을 수 있는 편익은 기업가치 상승에 따른 금전적 이득과 사적효용으로 나누어 볼 수 있다. 경영자의 지분율이 높은 경우 기업가치 상승에 따른 편익과 자신의 금전적 이득이 합치되므로 경영자가 대리인문제를 발생시킬 가능성이 감소한다. 반면, 지분율이 감소하는 경우 기업가치 상승분에 비례하는 금전적 이득의

구행위의 일종으로 볼 수 있는 사회적 책임 지출이 감소하는 것을 보여준다.

본 연구는 대부분의 기업에서 집중된 소유구조에 따라 지배주주가 존재하는 한국시장에서 지배주주의 소유구조와 기업의 사회적 책임 지출 간의 관계를 분석한다. 미국이나 영국 등과 같은 선진국을 대상으로 내부자 지분율과 사회적 책임 수준 간의 관계를 분석한 기존 연구의 결과를 상이한 환경적 요인²⁾을 갖는 한국시장에 그대로 적용할 수 있는지는 의문이다. 일반적으로 전통적인 주인-대리인 모형은 분산된 소유구조 하에서 경영자와 주주 간의 대리인문제에 집중하고 있다 (Berle and Means, 1932). 그러나 현실에서는 다수의 기업에서 지배주주가 그들의 집중된 소유구조를 바탕으로 직접 경영에 참여하는 현상이 관찰되고 있다. 이러한 현상은 특히 자본시장이 미성숙하고 법적인 주주권보호가 미약한 신흥시장에서 쉽게 관찰할 수 있으며, 이들 국가 내 대부분의 기업에서 지배주주는 기업경영 의사결정에 있어 경영자를 넘어서는 실질적인(de facto) 영향력을 행사하고 있다 (La Porta et al., 2000; Claessen et al., 2000). 필연적으로 경영자와 주주 간 대리인 문제의 체계가 점차 지배주주와 소액주주 간의 대리인문제로 전환되고 있어, 기존 연구가 보여준 경영자 지분율이 기업의사결정에 미치는 영향을 확인한 결과에 대한 새로운 접근이 필요하다(Shleifer and Vishny, 1997). 이러한 측면에서 선진국을 대상으로 기업의 소유구조와 사회적 책임 지출 간의 관계를 분석한 연구의 결과를 일반화하기에는 한계점이 존재한다. 따라서 본 연구는 지배주주의 소유구조에 근거한 유인에 따라 사회적 책임 지출이 달라질 수 있다는 가설을 검증함으로써 한국시장의 현실을 반영한 새로운 접근을 시도한다.

지배주주가 소유구조에 근거하여 기업경영에 영향력을 행사할 수 있는 경로는 크게 두 가지로 파악할 수 있는데, 먼저, 지배주주는 자신의 직접지분을 통해 의결권을 확보함으로써 경영의사결정에 중대한 영향력을 행사할 수 있다. 지배주주의

상승분이 적을 것이므로 사적이익을 추구함으로써 자신의 효용을 확대할 유인이 보다 강해질 것으로 예상할 수 있다(Harjoto and Jo, 2011).

2) 한국시장에서는 선진국과 달리 성문법에 입각한 법/제도가 형성되어 주주권리보호의 취약성, 자본시장의 미성숙과 집중된 소유구조를 가짐에 따라 대부분의 기업에서 지배주주가 존재하여 기업경영권시장이나 경영자노동시장 등과 같은 외부지배구조 매커니즘이 비효율적으로 작동한다는 점 등을 들 수 있다(Byun et al., 2013).

직접지분은 자본이득과 배당 등과 같은 금전적 이득과 직접적으로 연관된다. 따라서 동 지분이 상승하는 경우 지배주주의 사적효용추구유인이 감소하고, 기업가치를 극대화하려는 유인이 강해져 소액주주와의 이해상충의 문제가 완화된다(Jensen and Meckling, 1976). 이에 따라 기존 연구는 지배주주의 직접지분의 상승은 기업성과와 가치 개선에 긍정적인 영향을 미친다고 주장한다. 한편, 선진국과 달리 집중된 소유구조를 갖고, 다수의 계열사를 보유한 기업집단이 존재하는 한국시장에서 지배주주는 직접지분을 확보하지 않고서도 기업에 상당한 통제권을 행사하고 있다. 지배주주가 직접지분을 넘어서는 과도한 통제권을 보유할 수 있는 주요한 수단으로 계열사 지분을 통한 상호출자, 피라미드 소유구조 등을 들 수 있다(Johnson et al., 2000). 지배주주가 특정 기업(A)의 지분을 확보하고 이들이 또 다른 계열사(B)에 대해 높은 지분을 확보하는 경우, 지배주주는 간접적으로 계열사(B)의 경영의사결정에 영향력을 행사할 수 있다. 따라서 재무적 제약 하에 지배주주는 자신이 지분을 직접 확보하지 않더라도 기업집단 내 전체 계열사에 대한 강력한 통제권을 행사할 수 있다. 한편, 간접지분을 통해 지배주주가 통제권을 확대하는 경우 자신의 금전적 이득과 기업가치 간의 괴리가 발생하여 주주가치 극대화를 하기 보다는 사적효용을 추구하려는 유인이 강해진다(Grossman and Hart, 1988; Harris and Raviv, 1988).

따라서 본 연구는 지배주주의 소유구조에 근거한 유인을 직접지분과 간접지분으로 나누어 사회적 책임 지출에 미치는 영향을 분석한다. 주인-대리인모델 하에서 단기적인 성과로 실현되지 않는 기업의 사회적 책임 지출은 소유구조에 근거하여 사적효용추구유인을 갖는 지배주주에 의해 악용될 수 있으며, 이는 근본적으로 과잉투자문제와 연관될 수 있다. 특히, 지배주주가 계열사 지분 등 간접적 수단을 통해 기업의 통제권을 행사하는 경우 기업가치 상승으로 인한 금전적 이득보다는 사적효용추구행위를 통해 자신의 효용을 극대화하려는 유인이 강할 것이다. 이러한 유인은 자연히 일종의 대리인비용으로써 과잉투자유인과 연관될 수 있으며, 이를 위하여 사회적 책임 지출을 악용함으로써 결과적으로 과잉투자문제가 발생할 수 있다. 본 연구는 선진국을 대상으로 소유구조와 사회적 책임 지출

간의 관계를 분석한 연구를 확장하여 과연 지배주주의 간접지분증가가 사회적 책임 지출 결정에 어떤 영향을 미치는 가를 확인함으로써 한국시장에서 발생할 수 있는 대리인비용으로의 사회적 책임 지출에 대한 보다 구체적이고 현실적인 결과를 제시한다.

본 연구는 추가적으로 지배주주의 소유구조가 환경경영 지출에 미치는 영향도를 분석한다. 최근 기업의 지속가능성을 위한 환경적 성과의 개선이 글로벌 자본 시장에서 점차 그 중요성을 더해가고 있으며(Gray et al., 1993), 기업의 핵심적 성장전략으로서의 역할이 증대되고 있다. 따라서 기업의 이해관계자들은 사회적 책임과 더불어 환경경영 역시 중요하게 고려할 것이다. 하지만 사회적 책임과 마찬가지로 환경적 성과 역시 단기간에 가시화되지 않기 때문에 대리인론 하에서 소유구조에 근거하여 사적효용추구유인을 보유한 경영자의 과잉투자문제에 악용될 가능성이 높다. 따라서 지배주주의 소유구조와 환경경영 지출 간의 관계를 분석함으로써 본 연구결과의 적용범위와 시사점을 확장한다.

한편, 소유권과 통제권의 괴리를 발생시키는 대표적인 사례로 기업집단의 소유구조를 들 수 있다. 기업집단의 지배주주는 적은 직접지분만을 소유함에도 불구하고 계열사를 통한 상호출자, 피라미드 소유구조 등을 통하여 기업집단 전체에 대한 통제권을 행사하는 것으로 알려져 있다. 지배주주의 소유권과 통제권의 괴리는 지배주주 자신과 해당기업의 주주들의 이해를 불일치시켜 대리인문제를 야기할 수 있다. 기업집단의 지배주주는 자신의 과도한 통제권을 이용하여 계열사간에 부를 이전하거나 순현재가 낮은 프로젝트(negative NPV project)에 과잉투자하는 등 사적이익추구현상을 빈번히 발생시킨다(Johnson et al., 2000). 따라서 본 연구는 재벌소속여부를 지배주주의 사적효용추구유인을 파악하기 위한 추가적인 변수로 고려하여 기업의 사회적 책임과 환경경영 수준에 미치는 영향도 확인함으로써 연구결과의 강건성을 확인한다.

본 연구는 기업특성에 따라 지배주주의 소유구조가 사회적 책임 지출에 미치는 영향이 어떻게 달라질 수 있는 가도 분석함으로써 보다 구체적인 접근을 시도한다. 기업특성으로 잉여현금흐름 수준과 수익성을 고려하는데, 일반적으로 지배주

주의 사적효용추구유인은 잉여현금흐름수준과 직접적으로 연관된다. 기업이 높은 잉여현금흐름을 갖는 경우 지배주주가 이를 유용하여 대리인문제를 발생시킬 가능성이 증가한다. 더욱이 사회적 책임 지출에는 막대한 초기비용이 든다는 측면에서 일정수준 이상의 지출여력이 확보된 기업에서만 동 분야를 강화할 가능성이 높다. 유사한 맥락으로 수익성도 고려될 수 있는데, 기업의 파산위험을 고려할 때 안정적인 수익성을 확보한 기업에서 보다 적극적인 사회적 책임 지출이 이루어질 수 있을 것으로 예상할 수 있다. 본 연구는 이러한 분석을 통해 지배주주의 소유구조에 근거한 사회적 책임 지출 결정이 어떤 기업에서 강하게 나타날 수 있는 가도 확인함으로써, 사회적 책임 지출의 선결조건과 이를 악용한 지배주주의 사적효용추구행위를 완화시키기 위해 어떤 요인을 선제적으로 고려해야 하는가에 대한 시사점을 제시한다.

본 연구는 한국시장에서 지배주주의 소유구조와 사회적 책임 지출 간의 관계를 분석한 최초의 연구이다. 한국시장에서 지배주주의 과도한 통제권을 바탕으로 한 대리인문제의 발생 가능성을 사회적 책임 지출과 연계하여 제시함으로써 사회적 이슈로 대두되고 있는 기업의 사회적 책임 강화 요구에 어떤 선결조건이 필요할 것인가에 대한 시사점을 제공한다. 더불어 본 연구는 지배주주의 소유구조와 사회적 책임 지출 간의 관계가 주로 어떤 특성을 가진 기업에서 강하게 관찰되는가도 최초로 분석한다. 사회적 책임 지출에는 기업특성이 고려될 수밖에 없는데, 이를 배제하는 경우 연구결과의 현실성 확보에 한계점이 발생할 수 있다. 따라서 본 연구는 기존 연구에서 한발 더 나아가 지배주주의 소유구조에 근거한 사회적 책임 지출 결정이 어떤 기업에서 강하게 나타날 수 있는 가를 분석함으로써 연구결과의 현실 적용가능성을 높인다.

본 연구가 신흥시장 중 특히 한국시장에 초점을 맞추는 이유는 첫째, 집중된 소유구조를 가진 지배주주가 기업경영에 상당한 영향력을 미치고 있음이 보고되고 있기 때문이다(Claessen et al., 2000). 즉, 미국이나 영국 등과 달리 집중된 소유구조를 갖는 한국시장에서 기존 이론이 성립하는 가를 확인함은 물론, 기존 연구가 고려치 못한 소유구조 상의 상이성에 근거한 사회적 책임 지출의 결정요인을 확

인할 수 있을 것이다. 둘째, 사회 전반적으로 사회적 책임에 대한 개선의 필요성이 강하게 대두되고 있기 때문이다. 정책적 측면에서도 이와 관련한 새로운 규제³⁾가 도입이 되고 있다. 이러한 외부적 요인을 고려할 때, 지배주주는 소유구조에 근거하여 사회적 책임 지출을 적극적으로 고려할 가능성이 매우 높다. 따라서 지배주주의 소유구조와 사회적 책임 지출 간의 관계를 더욱 명료히 확인할 수 있다는 장점이 있다.

본 연구의 결과는 다음과 같다. 지배주주의 직접지분은 기업의 사회적 책임에 유의적인 음(-)의 영향력을 갖는 것으로 나타났다. 이는 선진국을 대상으로 한 연구결과와 일치하는 결과이며, 지배주주의 직접지분의 증가는 소액주주와의 이해 일치로 인해 과도한 비용을 수반하는 사회적 책임 지출을 감소시키고 있음을 의미한다. 계열사 지분 등으로 파악한 지배주주의 간접지분은 사회적 책임 지출에 유의적인 양(+의 영향력을 갖는 것으로 나타났다. 지배주주의 간접지분이 증가할 경우, 기업가치 상승에 따른 금전적 이득보다는 사적효용추구를 통한 편익을 높임에 따라 소액주주의 부를 착취할 가능성이 높아진다. 이는 지배주주는 사회적 책임 지출을 통한 과잉투자를 통해 사적효용을 추구할 수 있음을 의미한다. 한편, 지배주주의 소유구조는 외생적으로 주어지지 않으며, 지배주주가 기업의 사회적 책임 지출 수준을 고려하여 자신의 지분구조를 변화시킬 가능성에 기인한 역의 인과관계로 인해 연구결과에 편의가 발생할 가능성이 존재한다. 따라서 본 연구는 연립방정식 모형을 통해 내생성을 통제한 분석을 실시하였는데, 이러한 경우에도 동일한 결과가 관찰되어 본 연구결과의 강건성을 확인할 수 있다. 추가적으로 이러한 결과는 기업의 사회적 책임의 또 다른 대응치로써 환경경영 지출을 사용한 경우에도 동일하게 관찰되었으며, 재벌소속여부를 지배주주의 간접지분 확대의 대응치로 사용한 경우에도 동일하게 관찰되었다. 한편, 지배주주의 소

3) 2010년 동반성장위원회(National Commission for Corporate Partnership: NCCP) 발족 이후 대기업과 중소기업의 상생발전을 위한 구체적인 대책이 논의되고 있는데, 이는 궁극적으로 기업을 둘러싼 다양한 이해관계자에 대한 사회적 책임을 다함으로써 공생발전이라는 목표를 달성하기 위한 시도로 이해할 수 있다. 이와 더불어 한국거래소(KRX)에서는 사회적 책임 투자지수(SRI)와 환경책임 투자지수(SRI ECO)를 발표하며, 투자자의 관심을 유도하고 있다.

유구조와 기업의 사회적 책임 지출 간의 관계는 잉여현금흐름과 수익성 수준에 따라 달라질 수 있는 것으로 나타났는데, 잉여현금흐름이 높은 기업은 낮은 기업보다 지배주주의 간접지분이 사회적 책임 수준에 미치는 영향이 더 높게 관찰되었다. 이는 대리인 비용의 일종으로 볼 수 있는 사회적 책임 지출이 높은 잉여현금흐름에 기인함을 의미한다. 반면, 지배주주의 직접지분이 사회적 책임 수준에 미치는 영향은 잉여현금흐름에 따라 차이가 발생하지 않음을 확인할 수 있었다. 추가적으로 수익성 수준에 따른 지배주주의 소유구조가 기업의 사회적 책임 수준에 미치는 영향을 분석한 결과, 수익성이 높은 기업에서 양자 간 관계가 더 강하게 관찰되었다. 이는 근본적으로 사회적 책임 지출에 수익성이 보장되어야 한다는 기존 연구의 결과를 지지하는 결과로 해석이 가능하다.

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

II. 기존 문헌 및 가설설정

1. 기존 문헌

기업의 사회적 책임 지출이 재무성과에 긍정적인 영향을 미칠 수 있는 경로로 첫째, 소비자는 높은 사회적 책임 이행수준을 갖는 기업이 제공하는 제품이나 서비스에 대해 긍정적인 인식을 갖고, 이를 더 선호하게 된다. 둘째, 사회적 책임을 강화하기 위한 활동으로써 자원의 재활용, 폐기물을 감소시키는 일련의 과정을 통해 원가를 절감할 수 있다. 셋째, 높은 사회공헌 활동을 통한 기업 이미지 제고 효과로 인하여 규제기관으로부터 새로운 사업을 인가받거나 기존 사업을 확장시킬 수 있다. 마지막으로 기업의 이미지나 명성은 직업선택에 있어서 매우 중요한

요인이기 때문에 사회적 책임을 적극적으로 이행하는 기업은 인재확보가 용이하며, 임직원의 자긍심을 높일 수 있다(Schwartz, 1968). 이와 반대로 Friedman(1970)의 연구는 기업이 사회적 책임 관련 지출을 늘리는 것은 주주의 부를 증가시키지 못하는 행위로, 주주가치 극대화라는 궁극적 목적을 가진 기업경영의 의무에 충실하지 않은 행동이라고 주장하였다. 기업은 이윤 극대화의 목표 달성을 위하여 높은 수준의 이익 창출에 집중해야 하며, 이것이 궁극적으로 기업이 사회에 공헌하는 유일한 경로라고 보고 있다. 따라서 주인-대리인모델 하에서 사회적 책임을 대리인 비용으로 보는 이들은 궁극적으로 동 분야에 대한 지출이 확대될수록 주주가치가 악화된다고 주장한다.

한편, 기업의 사회적 책임과 기업성과 간의 관계를 보다 세부적으로 분석하기 위해 과연 사회적 책임 지출이 기업 내부자의 어떤 유인에 근거하여 결정되는가를 분석한 연구도 존재한다. 대표적으로 Barnea and Rubin(2010)은 내부자 지분율과 사회적 책임 수준 간의 관계를 확인했는데, 내부자 지분이 낮은 기업에서 사회적 책임 지출이 높음을 보고하고 있다. 이는 내부자 지분이 낮은 경우 과잉투자로 인한 현금권의 가치의 하락에 따라 내부자들이 부담해야 하는 피해는 작은 반면, 이들 지분이 상승하는 경우에는 여타 주주와 이해가 일치되기 때문에 과잉투자의 수단으로 볼 수 있는 사회적 책임 지출을 감소시킬 유인이 있기 때문으로 해석이 가능하다(Jensen and Meckling, 1976). 마찬가지로 Harjoto and Jo(2011) 역시 경영자 지분율과 사회적 책임 지출 간에 음(-)의 관계가 성립함을 확인하고 있으며, 동일한 맥락에서 분산된 소유구조 하에서는 무임승차문제(free riding problem)로 인하여 기업이 사회적 책임을 위한 지출이 높음을 보여주는 연구들도 존재한다(Ullmann, 1985). 더불어 기업의 사회적 책임 지출이 기업가치 증대와 연결되지 않고 단지 일회성이거나 경영자의 개인적 명성 구축의 일환으로 수행된다면 이는 지속적인 활동이 되지 못하고 오히려 장기적으로 기업과 사회에 역효과를 초래할 가능성이 있다는 주장도 존재한다(김창수, 2009).

소유권과 통제권의 괴리는 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 알려져 있다. Grossman and Hart(1988)은 기업의 주식이 1주당 1개의 의결권(one-share

one-vote)을 갖는 형태에서 이탈하는 경우 기업경영권시장의 경영자 규율기능이 제대로 작동하지 않아 무능력한 경영자가 경영권을 차지하고 사적효용을 추구함으로써 주주에게 막대한 피해를 입힐 수 있음을 주장하였다. 마찬가지로 Harris and Raviv(1988) 역시 1주당 1개의 의결권을 초과하는 주식(cheap vote)이 존재하는 경우 무능한 기존 경영진의 경영권 방어비용이 감소하게 되어 기업경영권시장이 제대로 작동하기 어려움을 주장하였다. 더불어 Johnson et al.(2000)은 지배주주의 소유권과 통제권의 괴리가 커지는 경우 자신의 사적효용을 증가시키는 과도한 채무보증이나 이전가격 설정, 또는 계열사로의 부의 이전(tunneling)을 통해 기업 가치를 하락시킬 수 있음을 주장하였다(Claessen et al., 2002). 경영자의 소유권과 통제권의 괴리의 문제점에 대해서는 학문적으로 일치된 견해를 보이고 있지만 현실에서는 다수의 기업에서 여전히 이러한 형태가 관찰되고 있다. La Porta et al.(1999)은 27개 국가의 소유구조를 분석한 결과, 소유권과 통제권의 불일치가 다수의 국가에서 나타나고 있으며, 이로 인하여 대리인문제가 야기될 수 있음을 주장하였다. 특히, 이들은 투자자 보호(investor protection)가 미비한 국가에서 소유권과 통제권의 괴리로 인한 대리인문제가 더 크게 나타날 수 있음을 주장하였다. Claessen et al.(2000)은 아시아 9개 국가에서 소유권과 통제권의 괴리도가 미국, 영국 등과 같은 선진국에 비하여 심각하게 나타나고 있음을 확인하였으며, 이러한 소유구조를 갖는 기업집단이 국가경제에서 상당한 비중을 차지하고 있음을 보여 주었다.

지배주주는 자신의 사적효용을 극대화하기 유리한 방향으로 상호출자나 피라미드 소유구조 등을 통해 소유권에 비해 과도한 통제권을 갖는 방식의 소유구조를 갖추고 있는 것으로 알려져 있다. Bebchuk et al.(1999)은 기업집단의 지배주주가 자신의 사적효용을 증가시키기 위해 소유권과 통제권의 괴리를 발생시키고 있으며, 이를 유지하기 위해 지배주주는 적대적 인수합병을 어렵게 하는 여러가지 장치를 기업 내부적으로 마련하고 있음을 주장하였다. Joh(2003)은 지배주주의 소유권과 통제권의 괴리가 기업의 수익성에 부정적인 영향을 미쳤을 뿐만 아니라 경제위기의 주요한 원인이 되었음을 보여주었으며, Baek et al.(2004)는 경제위기

기간 동안 재벌 기업집단의 지배주주의 과도한 소유권과 통제권의 괴리로 인하여 기업가치가 더 크게 하락하였음을 확인하였다.

2. 가설설정

소유구조가 사회적 책임에 미치는 영향을 분석한 연구들은 경영자를 포함한 기업 내부자 지분의 증가가 사회적 책임 지출의 감소와 연관되며, 사회적 책임 지출이 경영자의 과잉투자를 위한 일종의 대리인비용의 성격을 갖는다는 것을 주장하고 있다. 일반적으로 경영자는 기업 자산에 대한 재량권을 확대하고, 자본시장에서 자신의 명성을 신호하기 위해 과잉투자를 함으로써 주주가치를 훼손할 수 있다⁴⁾. 현재 기업의 사회적 책임이 자본시장에서 갖는 중요성을 고려한다면 경영자는 동 분야에 대한 지출을 확대함으로써 대리인문제를 발생시킬 가능성이 높다. 특히, 사회적 책임에 관련한 성과를 직접적으로 관찰하기 어렵고, 중장기적인 차원에서 평가된다는 점을 고려한다면 경영자는 이를 적극적으로 활용하여 자신의 사적효용을 확대하는데 악용할 수 있을 것이다. 더불어 자본시장에서 기업의 이미지를 제고시키고, 명성을 신호하기 위한 수단으로 사회적 책임 지출이 활용될 수 있으므로 경영자는 경영자노동시장에서 자신의 명성을 신호하기 위해서 수익성 높은 투자안을 기각하고서라도 사회적 책임을 강화시킬 유인을 갖는다. 하지만 만일 경영자의 지분이 높아 기업가치를 극대화시키려는 주주와 이해가 일치하는 경우 경영자는 기업가치 상승에 기인하는 자신의 금전적 이득 증가가 사적효용추구로 인한 편익을 초과할 것이기 때문에 대리인문제를 발생시킬 가능성이 감

4) 본 연구의 가설은 사회적 책임 및 환경경영 지출이 기업가치에 부정적인 영향을 미치거나 연관성이 없음을 전제로 한다. 따라서 사회적 책임 및 환경경영 지출이 기업가치(Tobin Q, industry adjusted Tobin Q)에 미치는 영향을 추가적으로 분석한 결과, 양자간 유의적인 관계를 확인할 수 없었다. 사회적 책임이 투자수단으로써 상당한 초기비용을 야기한다는 점을 고려한다면, 양자 간 관계가 비유의적인 관계가 관찰된다는 것은 기업가치 개선에 불필요한 비용만 야기될 뿐 기업이 자본시장에서 충분한 편익을 누리고 있지 못함을 의미한다. 그러므로 사회적 책임 및 환경경영에 관련한 투자가 주주가치 개선에 유의한 영향을 미치지 못함에도 불구하고 지배주주가 이에 적극적이라는 것은 일종의 과잉투자문제 내지는 사적효용추구행위로 고려될 수 있으며, 이는 본 연구의 논리와 일맥상통한다. 이러한 분석을 제언해주신 심사자께 감사드린다.

소하게 된다(Jensen and Meckling, 1976). 따라서 주인-대리인모델 하에서 경영자 지분과 사회적 책임 지출 간에는 음(-)의 관계가 관찰될 수 있다.

한편, 선진국을 대상으로 한 기존 연구는 국가 간 환경적, 구조적 요인의 차이로 인하여 모든 국가에 그대로 적용시키기에 한계점이 존재한다. 특히, 선진국과 달리 한국시장에서는 대부분의 기업에서 집중된 소유구조를 보이고, 지배주주가 존재한다. 한국시장을 바탕으로 한 연구에서는 단순히 지배주주가 해당 기업에 대해 보유한 지분율뿐만 아니라 계열사 지분 등을 통한 간접적인 방식으로 경영의 사결정에 참여하는 점도 고려해야 할 필요성이 있다. 더욱이 지배주주는 경영자를 뛰어넘는 사실상의 경영 통제권을 가짐으로써 경영자의 선임 권리마저도 이들이 행사하고 있어 경영자 지분보다는 지배주주의 소유구조에 기인하여 어떻게 기업의 사회적 책임 지출이 달라질 수 있는가를 파악하는 것이 보다 현실적인 시사점을 가질 것으로 판단된다. 결론적으로 대리인이론 하에서 소유구조와 사회적 책임 지출 간의 관계는 지배주주의 소유구조를 바탕으로 재확인해 볼 필요성이 있다. 특히, 지배주주의 소유구조에 근거한 유인은 명확하게 구분되므로 선진국에서 관찰된 기업 내부자가 사회적 책임 지출에 미치는 영향력이 보다 강하게 확인될 수 있을 것이다. 기존 연구와 유사한 맥락에서 지배주주의 직접지분이 상승하는 경우 현금권의 가치를 고려하여 사회적 책임 지출은 감소할 것이다. 반면, 이들이 적은 지분만을 확보한 경우 과잉투자유인이 강해져 사회적 책임 지출에 적극적일 것으로 예상할 수 있다. 결국, 지배주주 직접지분⁵⁾은 사회적 책임 지출에 음(-)의 영향력을 보일 것이다.

-
- 5) 지배주주가 사회적 책임을 강화하기 위한 철학을 갖고, 직접지분이 높은 경우 관련 의사결정이 신속히 이루어질 수 있을 가능성도 존재한다. 하지만 간접지분을 높게 확보하는 경우에도 통제권을 바탕으로 관련 의사결정이 신속히 이루어질 수 있다. 예컨대, 지배주주의 직접지분이 20%인 기업과 계열사 등을 통한 간접지분이 40%인 기업을 비교한다면, 직접지분이 20%인 기업에서는 의결권을 행사하는 것보다 간접지분이 40%인 기업에서 의결권을 행사하는 것이 보다 효과적일 것이다. 간접지분의 확대가 근본적으로 지배주주의 통제권을 확보하기 위해서이므로 간접지분을 보유하고 해서 경영의사결정이 상대적으로 더디게 이루어진다고 주장하기에는 상당한 어려움이 따를 것으로 판단된다. 따라서 지배주주가 자신의 효용에 직접적으로 연관되는 소유구조를 바탕으로 의사결정의 적극성과 속도에 관여하는 것으로 판단하는 것이 더 적절할 것이다.

가설 1: 지배주주의 직접지분은 기업의 사회적 책임 지출에 유의한 음(-)의 영향력을 미칠 것이다.

집중된 소유구조를 갖는 한국시장이 분산된 소유구조를 갖는 선진국과 다른 점은 지배주주의 존재뿐만 아니라 이들이 직접지분을 보유하지 않고도 계열사 지분 등을 통해 간접적으로 경영의사결정에 중대한 영향력을 미칠 수 있다는 것이다. 지배주주는 특정 계열사에 직접지분만을 소유하더라도 해당 계열사가 다수의 여타 계열사의 지분을 소유하는 경우 간접적인 방식을 통해 계열사 전체에 대한 통제권을 행사할 수 있는데, 이러한 방식은 지배주주의 소유권과 통제권의 괴리를 발생시키는 전형적인 경로이다. 기존 연구에 따르면 1주당 1개의 의결권의 법칙에 위배되는 경우 지배주주는 사적효용을 확대할 강력한 유인을 갖는다. 따라서 다수의 계열사를 거느린 지배주주는 자신의 금전적 이득과 직접적으로 연관되지 않는 간접적인 수단을 통해 기업에 통제권을 행사하는 경우 해당 기업의 주주와 이해상충의 문제가 발생하여 기업가치를 극대화하는 의사결정을 내리기보다는 사적효용추구를 통해 주주가치를 훼손할 수 있다. 따라서 지배주주가 간접지분을 통해 통제권을 확보한 경우 투자비용과 자신의 금전적 이득이 전혀 연관되지 않기 때문에 대리인비용의 일종으로 볼 수 있는 사회적 책임 지출을 확대할 가능성이 매우 높다. 즉, 사회적 책임 지출을 통한 과잉투자를 통해 지배주주는 자신이 통제할 수 있는 재량권을 늘리고, 자본시장에서 명성을 얻는 방식으로 사적효용을 추구할 것으로 예상할 수 있다. 따라서 지배주주가 계열사 지분 등을 통해 확보한 간접지분은 사회적 책임 지출에 유의한 양(+)의 영향력을 미칠 것이다.

가설 2: 지배주주의 간접지분은 기업의 사회적 책임 지출에 유의한 양(+)의 영향력을 미칠 것이다.

한편, 국내자본시장 내 재벌기업집단의 지배주주는 다수의 연구를 통해 현금권에 비해 과도한 통제권을 행사하며, 소액주주의 부를 착취하고 있음이 확인되고

있다(Baek et al., 2004). 재벌기업집단의 경우 경제 내에서도 상당한 영향력을 행사하고 있으며, 문어발식 경영을 통해 다수의 계열사를 거느리고 있다. 이러한 구조 하에서 지배주주는 과도한 통제권을 바탕으로 재벌소속기업 전체에 대한 상당한 영향력을 행사함에 따라 주주가치를 훼손하고 자신의 사적효용을 극대화하는 방향으로 경영의사결정을 내릴 수 있다(Johnson et al., 2000). 따라서 본 연구는 가설 2의 관계가 재벌소속기업에서 보다 강하게 나타남을 확인함으로써 지배주주의 사적효용추구유인에 기인하여 사회적 책임 지출을 증가시킬 수 있음을 다시 한 번 확인한다. 재벌기업집단의 지배주주는 여타 지배주주에 비해 과도한 통제권을 행사할 뿐더러 다수의 계열사를 보유하고 있으므로 대리인문제를 일으킬 다양한 경로를 보유하고 있어 자신의 사적효용을 극대화하려는 유인이 강할 것이므로 재벌소속기업여부는 사회적 책임 지출에 유의한 양(+의 영향을 미칠 것이다.

가설 3: 재벌소속기업은 여타 기업에 비해 사회적 책임 지출 수준이 더 높을 것이다.

Jensen(1986)은 기업이 기업운영에 필요한 자금보다 상당히 많은 현금흐름을 보유하고 있는 경우 경영자의 과잉투자문제가 보다 심각하게 나타날 수 있음을 주장하였으며, Harford(1999)는 기업의 잉여현금흐름이 큰 경우 경영자가 자신의 통제권을 늘리기 위해 불필요한 기업인수를 발생시킴으로써 대리인문제를 발생시킬 수 있음을 보여주었다. 그러므로 본 연구는 상대적으로 많은 잉여현금흐름을 보유하고 있어 자본제약이 적고 경영자가 재량적 자금운용이나 사적효용추구를 통해 대리인문제를 발생시킬 가능성이 큰 경우 이러한 특성이 본 연구의 주요 가설에 미치는 영향을 확인한다. 잉여현금흐름이 높은 기업에서는 지배주주의 소유구조가 사회적 책임 지출에 미치는 영향력이 보다 강하게 관찰될 것으로 예상된다.

가설 4: 지배주주의 소유구조가 사회적 책임에 미치는 영향력은 잉여현금흐름 수준에 따라 달라 질 것이다.

김창수(2009)는 수익성이 높은 기업에서 사회적 책임 활동이 보다 적극적으로 수행되고 있음을 보여주었다. 이는 사회적 책임 전략의 편익이 부담해야 하는 초기비용을 초과해야만 이를 수행할 유인이 있을 것인데, 안정적인 수익성이 보장된 기업만이 장기적으로 발생할 편익을 위해 높은 단기비용을 지출하여 동 전략을 적극적으로 수행할 수 있을 것이기 때문이다(Jo and Harjoto, 2011). 즉, 기업의 사회적 책임 수준을 높이기 위해 부담해야 하는 초기 투자비용은 수익성이 일정수준 이상인 기업에서만 충당할 수 있을 것이다. 따라서 재무적 제약 하에서 지배주주가 자신의 소유구조를 고려해 사회적 책임 수준을 변화시키는 효과는 주로 일정수준 수익성을 확보한 기업에서 보다 강하게 관찰될 것이다.

가설 5: 지배주주의 소유구조가 사회적 책임에 미치는 영향력은 수익성 수준에 따라 달라질 것이다.

III. 데이터 및 변수

1. 데이터

본 연구의 표본은 2010년부터 2011년까지 한국거래소에 상장기업을 대상으로 한다. 이 중에서 자본잠식기업을 제외하고, 지배주주의 소유구조와 기업의 사회적 책임 관련 정보가 획득 가능한 718개 기업만을 최종표본(firm-year 1,350개)으로 선정하였다. 기업의 재무 및 회계데이터는 한국상장회사협의회 데이터베이스인 TS-2000을 통해 추출하였으며, 주식수익률 데이터는 FN-Guide에서 추출하였다.

본 연구의 주요 변수로 지배주주의 소유구조 데이터는 한국기업지배구조원(Korea Corporate Governance Service: KCGS)의 내부 자료를 통해 구축한다. 한국기업지배구조원은 매년 상장기업을 대상으로 기업지배구조에 관한 사항을 조사/평가하고 있으며, 이를 바탕으로 지배구조 최우수기업을 선정하여 발표한다. 이들

은 기업의 공시자료를 바탕으로 주주권리보호, 이사회 구성 및 운영, 공시, 감사제도, 경영과실배분(배당) 5개 항목으로 나누어 총 300점 만점으로 기업지배구조 수준을 평가하고 있다. 이러한 기업지배구조 평가결과는 전체 기업평균과 최우수기업들만이 공개되며, 평가점수는 물론 평가에 사용된 세부항목에 대한 정보 역시 공개되지 않는다. 본 연구는 비공개정보를 획득하여 지배주주의 소유구조 데이터를 변수화한다. 한편, 기업지배구조의 대응치 역시 한국기업지배구조원의 기업지배구조 평가결과를 지수화하여 사용한다.

본 연구는 기업의 사회적 책임 지출 수준의 대응치로써 한국기업지배구조원의 사회적 책임 평가결과를 사용한다. 한국기업지배구조원은 사회적 책임에 대한 중요성이 강조되고 있는 세계적 조류에 발맞춰 2010년부터 국내 상장기업 전체를 대상으로 사회적 책임 수준을 최초로 평가하고 있다. 동 지수의 평가기준은 국제표준인 ISO 26000 등을 반영함과 동시에 국내 실정에 보다 적합한 정보도 포함하고 있다. 동 지수는 상장기업 전체에 대한 평가가 이루어졌다는 측면에서 본 연구의 가설을 보다 객관적으로 평가하는데 유용하다. 더불어 이들 평가는 준정부 기관에 의해 조사되어 기존 연구에서 연구자가 자의적으로 평가한 지표들에 비해 객관성과 신뢰성을 확보하고 있다는 장점을 갖는다. 동 기관에서는 환경경영 수준도 별도로 평가하고 있어 다양한 분석을 수행하기에 적합한 데이터를 제공한다.

한편, 공정거래위원회에서는 재벌기업집단으로의 경제력 집중을 견제할 목적으로 매년 기업집단의 자산규모를 기준으로 대규모기업집단(재벌)을 선정하여 공시하고 있다. 특히, 이들이 피라미드 소유구조나 상호출자 등을 통한 복잡한 소유구조를 통해 지배주주에게 기업집단 소속기업 전체에 대한 통제권을 집중하고 있으므로 이들에 대한 정보비대칭을 완화시키고 소액주주의 피해를 막기 위해 이들의 재무자료와 소유구조 등도 공시하고 있다. 본 연구는 재벌기업집단 소속기업의 정보를 파악하기 위해 공정거래위원회의 기업집단정보포털을 활용한다.

2. 변수설정

가. 지배주주의 소유구조

본 연구는 최대주주가 아닌 실질적인 지배관계에 있는 지배주주를 식별하여 이들의 소유구조를 엄밀히 파악함으로써 사회적 책임 지출에 미치는 영향을 보다 엄밀하고 현실성 있게 분석한다⁶⁾. 본 연구가 고려하는 지배주주의 지분관계는 두 가지인데, 직접지분과 계열사 지분을 통한 간접지분이다. 지배주주의 직접지분은 해당 기업에 대한 지배주주 본인 및 친인척이 소유한 지분의 합계로 정의하여 사용한다(Direct). 지배주주의 간접지분은 동일 기업집단 내 계열사 지분의 합계로 사용한다. 지배주주가 소유권을 초과하는 과도한 통제권을 행사하는 경우 사적효용추구를 통해 대리인문제를 일으킬 가능성이 높아지므로 본 연구는 지배주주의 통제권(직접지분+간접지분)에서 직접지분을 차감한 값을 간접지분을 의미하는 소유-지배괴리도로서 고려한다(Wedge). 한편, 재벌소속기업에서는 복잡한 출자구조를 통해 지배주주가 과도한 통제권을 바탕으로 전체기업에 대한 과도한 통제권을 행사하고 있음이 확인되고 있으므로(Joh, 2003; Baek et al., 2004), 재벌기업집단에 소속여부를 바탕으로 더미변수를 설정하여 사용한다(Chaebol).

나. 사회적 책임 지출 수준

본 연구에서 사용하는 한국기업지배구조원의 사회적 책임 지수⁷⁾는 기업의 정

6) 예컨대, 재벌소속기업의 경우 지배주주는 매우 적은 지분만을 확보하고서도 사실상 통제권을 행사할 수 있다. 따라서 최대주주를 기준으로 분석하는 것은 현실성을 갖기에 한계점이 있다. 본 연구는 실질적 지배관계에 있는 지배주주를 식별하고 이들의 소유구조를 파악함으로써 한국시장의 현실을 보다 엄밀히 고려한다.

7) 본 연구가 한국기업지배구조원의 사회적 책임 지수를 사용하기 때문에 지수 산출 시 고려되는 가중치로 인해 분석결과가 왜곡될 가능성을 배제할 수 없다. 따라서 본 연구는 각 기업의 2011년 지속가능보고서(기업 홈페이지) 등을 바탕으로 '지역사회에 대한 사회공헌활동 지원프로그램 운용여부(지역사회 지원 프로그램 성과에 대한 정기적 피드백을 실시하는 경우 2, 지역사회 지원 프로그램을 운영하는 경우 1, 운영하지 않는 경우 0)', '임직원의 사회공헌활동의 정책적 지원여부(정책적 지원이 이루어지는 경우 1,

〈표 1〉 연도별 사회적 책임 이행수준에 따른 표본분포

범위	CSRI		CSRI1		CSRI2		CSRI3		CSRI4	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011
0.0-0.1	123	0	0	0	417	321	455	1	387	238
0.1-0.2	309	158	160	34	39	72	43	111	55	165
0.2-0.3	114	291	318	281	71	94	40	302	104	141
0.3-0.4	49	122	109	226	32	60	75	144	71	82
0.4-0.5	19	47	16	65	36	39	25	76	17	27
0.5-0.6	22	22	19	31	18	33	11	25	11	18
0.6-0.7	15	28	23	26	12	20	6	10	7	10
0.7-0.8	9	16	13	16	28	27	4	12	5	4
0.8-0.9	0	6	2	11	5	14	1	9	1	4
0.9-1.0	0	0	0	0	2	10	0	0	2	1

주: 1) 이 표는 사회적 책임 수준에 따른 표본분포를 나타내며, 지수를 바탕으로 10개 구간으로 나누어 각 구간에 포함된 기업의 숫자를 보여주고 있음.

2) CSRI는 한국기업지배구조원의 기업별 사회적 책임 평가점수를 1점 만점으로 환산한 지수를 의미함. CSRI1은 한국기업지배구조원의 기업별 사회적 책임 평가점수 중 근로자 항목의 점수를 1점 만점으로 환산한 지수, CSRI2는 협력사 및 경쟁사 항목의 점수를 1점 만점으로 환산한 지수, CSRI3은 소비자 항목의 점수를 1점 만점으로 환산한 지수, CSRI4는 지역사회 항목의 점수를 1점 만점으로 환산한 지수를 의미함.

3) 2010년에는 660개 기업이 포함되어 있으며, 2011년에는 690개 기업이 포함되어 있음.

성적 부분과 정량적 부분 지표를 바탕으로 91개 문항, 300점 만점으로 측정된다. 동 지수는 근로자, 협력사 및 경쟁사, 소비자 및 지역사회 측면에서 기업의 사회적 책임 수준을 다각적이며, 총체적으로 평가하고 있다. 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 측정된다⁸⁾. 본 연구에서 이들 지수는 1점

아닌 경우 0)를 변수화하여 이들을 종속변수로 각각 Ordered probit model과 Probit model을 추정하였다. 추정결과, 보고된 결과와 유사하게 지배주주의 직접지분(Direct)은 유의한 음(-)의 영향력을 가지며, 간접지분(Wedge)은 유의한 양(+의 영향력을 갖는 것으로 나타났다. 이는 지수산출에 있어 가중치 적용에 따라 연구결과가 왜곡될 가능성이 낮음을 보여주는 결과이다. 이러한 분석을 제언해주신 심사자께 감사드린다.

8) 한국기업지배구조원의 사회적 책임 지수에 보다 구체적인 사항은 박경서 외(2013)의

만점으로 환산한 값을 기업의 사회적 책임 지출의 대응치(CSRI)로 사용한다. 한편, 강건성 검증차원에서 본 연구는 환경경영 지수도 추가적인 종속변수로 활용하는데, 동 지수 역시 한국기업지배구조원의 평가결과를 활용하였으며, 91개 문항 300점 만점으로 측정된다. 사회적 책임 지수와 마찬가지로 환경경영 지수 역시 평가 점수는 1점 만점으로 환산한 값을 기업의 환경경영 지출 수준의 대응치(EMI)로 사용한다.

〈표 1〉은 본 연구의 사회적 책임 지수의 분포를 나타낸다. 한국기업지배구조원의 사회적 책임 평가결과가 최초로 실시된 2010년 사회적 책임 지수는 0.0점부터 0.2점 구간에 총 660개 기업 중 432개 기업이 분포하여 국내 상장기업의 사회적 책임 지출 수준이 매우 낮음을 보여주고 있다. 반면, 2011년에는 0.0점부터 0.1점 구간에 포함된 기업은 없으며, 전체적으로 높은 점수 구간으로 분포가 이동하고 있다. 이는 정책적 측면이나 기업 전략적 측면에서 사회적 책임이 점차 강조됨에 따라 기업이 동 분야에 대한 지출을 적극적으로 늘리고 있음을 의미한다. 이러한 현상은 근로자(CSRI1)와 소비자(CSRI3) 항목에서 두드러져 기업이 동 항목 등에 대한 지출을 집중하고 있음을 보여주고 있다. 이러한 결과를 본 연구의 가설과 연계하면 지배주주가 소유구조에 근거한 유인을 바탕으로 사회적 책임 지출에 적극적으로 호응할 가능성이 높음을 의미하며, 본 연구의 표본이 연구가설을 검증하기에 적합함을 의미한다⁹⁾.

다. 통제변수

본 연구는 기업특성에 따라 지배주주의 소유구조가 사회적 책임 지출에 미치는 영향을 추가적으로 분석한다. 본 연구는 두 가지 기업특성을 고려하는데, 먼저 인

연구와 한국기업지배구조 홈페이지를 참고하길 바란다.

- 9) 종속변수가 특정 구간에 치우쳐 분포함에 따라 분석결과가 왜곡될 가능성을 고려하여, 추가적으로 사회적 책임 지수와 환경경영 지수에 1을 더한 후 자연로그를 취한 값을 종속변수로 사용한 추정결과도 보고된 결과와 동일하였다. 더불어 median regression을 통해 데이터의 왜도(skewness)를 고려한 분석을 실시한 결과에서도 보고된 결과와 동일한 결과를 확인할 수 있었다. 이러한 분석을 제언해주신 심사자께 감사드립니다.

여현금흐름 수준은 기존 연구의 방식을 차용하여 영업이익에서 법인세, 이자비용과 배당액을 차감한 값을 총자산으로 표준화한 값(FCF)으로 사용한다. 잉여현금흐름은 지배주주의 대리인문제의 원천이므로 동 변수에 대한 표본의 중위수를 바탕으로 전체표본을 분리하여 지배주주의 소유구조가 사회적 책임 지출에 미치는 영향을 확인한다. 수익성 수준을 평가하기 위해 본 연구는 과거 3년간 총자산대비 당기순이익의 평균 값(Profit)을 사용한다. 기업은 단기 수익성뿐만 아니라 장기적인 현금흐름창출능력을 전반적으로 고려하여 경영의사결정을 내릴 것이므로 최근 3년간 ROA의 평균값을 사용하였다. 일반적으로 사회적 책임이라는 투자지출을 위해서는 이를 충당할 수 있는 일정수준 이상의 수익성을 확보해야 할 것으로 예상할 수 있다. 따라서 동 변수에 대한 표본의 중위수를 바탕으로 전체표본을 분리하여 지배주주의 소유구조가 사회적 책임 지출에 미치는 영향을 추가적으로 분석한다.

기업규모가 사회적 책임 지출에 미치는 영향을 통제하기 위해 총자산에 자연로그를 취한 값(Size)을 통제변수로 포함하였다. 기업규모가 클수록 사회적 책임 지출을 위한 비용을 충당한 여력이 클 것이므로 기업규모의 상승은 사회적 책임 수준에 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 기업의 자본구조가 사회적 책임에 미치는 영향을 통제하기 위해 총부채를 총자산으로 나눈 값(Lever)을 모형에 포함하였다. 수익성이 높은 기업은 사회적 책임에 대한 비용을 지출할 여력이 높을 것이므로 이러한 영향을 통제하기 위해 당기순이익을 총자산으로 나눈 값인 ROA(Return On Assets)를 모형에 포함하였다.

기업의 성장성이 사회적 책임 지출에 미치는 영향을 통제하기 위해 과거 3년간 매출액성장률의 평균(Growth)을 모형에 포함하였다.

수익성의 높은 변동성은 기업에 내재한 위험이 높음을 의미한다. 이를 통제하기 위해 과거 5년 간 ROA의 표준편차를 모형에 포함한다. 한편, 기업지배구조의 개선은 기업 경영의 투명성 및 감시기능을 강화시켜 경영자와 주주 간의 정보비대칭 문제를 완화하고 대리인비용을 감소시키며, 외부조달자본비용을 감소시켜 경영성과 증대와 주가 상승에 긍정적인 역할을 하는 것으로 알려져 있다. 이러한

〈표 2〉 변수의 정의

변수명	정의
CSRI	한국기업지배구조원의 기업별 사회적 책임 평가점수를 1점 만점으로 환산한 지수
CSRI1	한국기업지배구조원의 기업별 사회적 책임 평가점수 중 근로자 항목의 점수를 1점 만점으로 환산한 점수
CSRI2	한국기업지배구조원의 기업별 사회적 책임 평가점수 중 협력사 및 경쟁사 항목의 점수를 1점 만점으로 환산한 점수
CSRI3	한국기업지배구조원의 기업별 사회적 책임 평가점수 중 소비자 항목의 점수를 1점 만점으로 환산한 점수
CSRI4	한국기업지배구조원의 기업별 사회적 책임 평가점수 중 지역사회 항목의 점수를 1점 만점으로 환산한 점수
EMI	한국기업지배구조원의 기업별 환경경영 평가점수를 1점 만점으로 환산한 지수
Direct	지배주주와 친족의 지분을 합계
Wedge	동일 기업집단 내 계열사의 지분을 합계
Chaebol	재벌소속여부(=공정거래위원회가 공시한 대규모 기업집단 소속기업은 1, 아닌 경우 0의 값을 갖는 더미변수)
FCF	[영업이익-(법인세+이자비용+배당액)]/총자산
Profit	과거 3년간 ROA(당기순이익/총자산)의 평균
Size	자연로그(총자산)
Leve	총부채/총자산
ROA	당기순이익/총자산
Growth	과거 3년간 매출액성장률의 평균
Risk	과거 5년간 ROA(당기순이익/총자산)의 표준편차
Gindex	한국기업지배구조원의 기업별 지배구조평가점수 중 경영과실 배분 항목을 차감한 점수를 1점 만점으로 환산한 값
Age	기업나이(=자연로그(현재연도-설립연도+1))
Industry effect	한국표준산업분류 1자리를 기준으로 분류된 19개 산업더미변수
Year effect	연도더미변수

맥락에서 투자자가 기업의 사회적 책임 지출을 지지하기 위해서는 기업의 경영진에 대한 신뢰가 필요한데 이에 선행되어야 하는 필수불가결한 요소가 바로 좋은 기업지배구조이다(Jo and Harjoto, 2011). 따라서 이러한 요인을 통제하기 위해 본

연구는 한국기업지배구조원의 지배구조 평가결과를 1점 만점으로 환산한 값(Gindex)을 통제변수로 포함한다. 다만, 평가항목 중 배당수준(경영과실배분 항목)은 직접적인 경영자 감시기능을 대리한다고 하기 어려운 측면이 존재하므로 해당 항목의 점수는 배제하여 계산한다. 본 연구는 내생성 문제를 통제하기 위해 연립방정식 모형을 추가로 분석하는데, 지배주주의 소유구조에 대한 도구변수로써 기업설립연수(Age)를 사용한다. 도구변수의 유효성에 대해서는 실증분석결과와 함께 보다 자세히 논의한다.

3. 기초통계량

〈표 3〉는 실증분석모형에 사용될 변수의 기초통계량을 나타낸다. 기업의 사회적 책임 지수(CSRI)의 평균은 0.2569으로 나타났는데, 이러한 결과는 아직까지 국내 상장기업이 사회적 책임 전략에 적극적이지 않음을 의미하지만, 앞선 〈표 1〉과 연계하면 점차 사회적 책임 지출에 적극적일 가능성이 높음을 의미하기도 한다. 한편, 환경경영 지수(EMI)의 평균은 0.2359로 나타났다. 지배주주의 직접지분의 평균은 약 22%, 간접지분의 평균은 약 20%이다. 이는 전반적으로 지배주주가 기업에 대한 높은 통제권을 행사하고 있음을 의미하며, 현실적으로 직접지분을 보유하지 않고도 기업의 통제가 가능함을 보여주기도 한다. 본 연구표본의 약 25%는 재벌소속기업으로 나타났다. 잉여현금흐름 수준(FCF)의 평균은 자산대비 약 1.26%이며, 과거 3년간 평균 당기순이익(Profit)은 자산대비 약 2.38%이다. 표본기업의 평균 총자산(Size)은 약 2조 7,130억 원, 부채비율(Leve)은 약 46%로 나타났다. 수익성을 대용하는 ROA의 표본평균(ROA)은 약 2.8%이며, 과거 3년간 매출액 성장률의 평균(Growth)의 표본평균은 0.1237이다. 과거 5년간 ROA의 표준편차(Risk)의 표본 평균은 0.0537으로 나타났다. 기업지배구조 지수(Gindex)의 평균은 약 0.3599이고, 표본기업의 평균 기업설립연수(Age)는 약 38년이다.

〈표 3〉 기초통계량

변수명	표본수	평균	중간값	표준편차	최대값	최소값
CSRI	1,350	0.2569	0.2200	0.1519	0.8867	0.0667
CSRI1	1,350	0.3172	0.2786	0.1398	0.8929	0.1143
CSRI2	1,350	0.2013	0.0781	0.2321	0.9531	0.0000
CSRI3	1,350	0.2139	0.2121	0.1773	0.8788	0.0000
CSRI4	1,350	0.1890	0.1333	0.1675	1.0000	0.0000
EMI	1,350	0.2359	0.1567	0.2187	0.8933	0.0000
Direct	1,350	0.2221	0.1834	0.2096	0.8485	0.0000
Wedge	1,350	0.1999	0.1102	0.2234	0.9475	0.0000
Chaebol	1,350	0.2504	0.0000	0.4334	1.0000	0.0000
FCF	1,350	0.0126	0.0129	0.0558	0.3974	-0.4418
Profit	1,350	0.0238	0.0317	0.1177	0.3436	-1.4930
Size (단위: 십억 원)	1,350	2,713	348	10,488	179,946	11
Leve	1,350	0.4582	0.4521	0.2180	0.9701	0.0006
ROA	1,350	0.0280	0.0317	0.0971	0.9141	-1.6561
Growth	1,350	0.1237	0.0990	0.2549	3.9280	-0.6591
Risk	1,350	0.0537	0.0334	0.1062	1.5861	0.0012
Gindex	1,350	0.3599	0.3448	0.0874	0.7724	0.0000
Age	1,350	38	39	18	115	1

주: 1) Size는 총자산, Age는 기업설립연수를 의미하며, 여타 변수의 정의는 〈표 2〉와 같음.

〈표 4〉은 변수 간 상관관계를 보여주고 있는데, 기업의 사회적 책임 지수(CSRI)와 환경경영 지수(EMI) 간 상관계수는 0.704으로 매우 높게 나타났다. 사회적 책임 지수는 지배주주의 직접지분(Direct)과 유의적인 음(-)의 상관관계를 갖는 것으로 나타난 반면, 간접지분(Wedge)과는 유의적인 양(+)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다. 이는 지배주주가 소유구조에 근거한 유인에 따라 사회적 책임 지출을 변화시킬 수 있음을 의미한다. 재벌소속여부(Chaebol)도 사회적 책임 지수와 유의한 양(+)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다. 기업의 잉여현금흐름(FCF)과 수익성 수준(Profit)은 모두 사회적 책임 지수에 유의적인 양(+)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났는데, 이는 사회적 책임 지출에 상응하는 비용을 충당할만한 여력을

〈표 4〉 상관관계

	CSRI	EMI	Direct	Wedge	Chaebol	FCF	Profit
EMI	0.704						
Direct	-0.285	-0.228					
Wedge	0.104	0.082	-0.625				
Chaebol	0.483	0.340	-0.296	0.238			
FCF	0.115	0.022	0.027	0.027	0.080		
Profit	0.099	0.036	0.106	0.007	0.038	0.365	
Size	0.354	0.202	-0.177	-0.010	0.219	0.016	0.016
Leve	0.131	0.118	-0.333	0.174	0.169	-0.265	-0.188
ROA	0.095	0.027	0.072	0.028	0.073	0.711	0.387
Growth	0.038	0.046	-0.113	0.044	0.038	0.056	-0.115
Risk	-0.070	-0.019	-0.072	0.006	-0.023	-0.124	-0.759
Gindex	0.619	0.359	-0.147	-0.062	0.398	0.193	0.188
Age	-0.039	-0.009	0.115	-0.159	-0.013	-0.109	-0.066
	Size	Leve	ROA	Growth	Risk	Gindex	
Leve	0.199						
ROA	0.010	-0.298					
Growth	0.062	0.199	-0.023				
Risk	-0.064	-0.032	-0.179	0.204			
Gindex	0.378	0.119	0.165	0.027	-0.154		
Age	0.041	0.035	-0.068	-0.037	-0.012	-0.042	

주: 1) 굵은 글씨로 표시된 수치는 5% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미함.

보유한 기업에서 동 분야 지출이 보다 적극적일 수 있음을 의미한다. 기업규모(Size), 부채비율(Leve), 수익성(ROA)은 모두 사회적 책임 지수에 유의적인 양(+)의 상관관계를 보이고 있다. 한편, 기업의 위험수준을 대리하는 과거 5년간 ROA의 표준편차(Risk)는 사회적 책임 지수와 유의적인 음(-)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다. 기업지배구조 지수(Gindex)는 사회적 책임 지출과 유의적인 양(+)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났는데, 사회적 책임 지출에 적극적이기 위해서는 무엇보다 좋은 기업지배구조가 선행되어야 함을 의미한다.

한편, 기업설립연수(Age)는 사회적 책임과 유의적이지 않은 관계를 갖는 반면, 지배주주의 소유구조와는 유의적인 관계를 갖는 것으로 나타났다. 이러한 결과는

지배주주의 소유구조가 사회적 책임에 미치는 영향을 분석함에 있어 내생성 문제를 완화하기 위한 방법으로 연립방정식 모형 설정 시 도구변수로 기업설립연수의 활용이 가능함을 의미한다. 보다 엄밀한 통계적 검증은 실증분석결과와 함께 논의한다.

IV. 실증분석결과

1. 차이값 검증

〈표 5〉는 지배주주의 소유구조를 바탕으로 표본을 분리하여 사회적 책임 지수(CSRI)의 차이값을 검증한 결과이다. Panel A는 지배주주의 직접지분(Direct)을 바탕으로 표본을 3개(하위, 중위, 상위 33%)로 분리하여 각 표본에서 사회적 책임 지수의 평균을 계산한 결과이다. 지배주주의 직접지분이 가장 높은 표본의 사회적 책임 지수의 평균은 0.2092로 나타났으며, 중간 수준인 표본에서는 0.2456로 나타났고, 가장 작은 표본에서는 0.3161로 가장 높게 관찰되었다. 따라서 지배주주의 직접지분이 감소할수록 사회적 책임 지수가 점진적으로 증가하고 있음을 확인할 수 있다. 지배주주의 직접지분이 가장 높은 표본과 가장 작은 표본의 사회적 책임 지수의 평균값의 차이는 통계적으로 1% 수준에서 유의적인 것으로 나타났다. 더불어 중간값의 차이를 검증한 결과도 동일한 통계적 유의수준을 보여주고 있다. 이러한 결과는 기존 선진국에서 동 관계를 분석한 결과와 일치하며, 지배주주의 직접지분이 증가하는 경우 여타 소액주주와 이해가 일치하여 대리인비용의 일종으로 볼 수 있는 사회적 책임 지출을 감소시키고 있음을 의미한다.

Panel B는 지배주주의 간접지분(Wedge)을 바탕으로 앞선 기준과 동일하게 구분하여 각 표본에서 사회적 책임 지수의 평균을 계산한 결과이다. 지배주주의 간접지분이 가장 높은 표본에서 낮은 표본으로 갈수록 사회적 책임 지수의 평균은 단조 감소하고 있음을 확인할 수 있다. 이는 앞서 직접지분을 바탕으로 분석한 결과

〈표 5〉 차이값 검증

Panel A: 지배주주의 직접지분과 사회적 책임 지수					
	[N=450] High	[N=450] Median	[N=450] Low	Difference (High-Low)	
Direct	0.4763 (0.4645)	0.1843 (0.1834)	0.0057 (0.0000)	t-test	Wilcoxon ranked sum test
CSRI	0.2092 (0.1917)	0.2456 (0.2233)	0.3161 (0.2617)	0.0000***	0.0000***

Panel B: 지배주주의 간접지분과 사회적 책임 지수					
	[N=449] High	[N=436] Median	[N=465] Low	Difference (High-Low)	
Wedge	0.4745 (0.4343)	0.1302 (0.1173)	0.0000 (0.0000)	t-test	Wilcoxon ranked sum test
CSRI	0.2793 (0.2400)	0.2584 (0.2233)	0.2340 (0.2000)	0.0000***	0.0000***

주: 1) 지배주주의 직접지분(Direct)과 간접지분(Wedge)을 기준으로 전체 표본을 3분위(High: 상위 33%, Median: 중위 34%, Low: 하위 33%)로 나누어 각 그룹에서 사회적 책임 지수의 평균값을 계산하였으며, 각 지분이 가장 높은 그룹과 낮은 그룹 간 차이는 t-test와 wilcoxon ranked sum test를 통해 유의성을 검증함.

2) 괄호 안의 값은 중위수를 의미하며, ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준을 의미함.

와 상반된다. 지배주주의 간접지분이 가장 높은 표본과 가장 낮은 표본 간의 사회적 책임 지수의 평균값의 차이는 통계적으로 1% 수준에서 유의적인 것으로 나타났으며, 중간값 차이 역시 동일한 결과를 보여주고 있다. 이러한 결과는 지배주주의 소유구조에 따라 사적효용추구행위가 상승할 것으로 예상되는 구조 하에서는 사회적 책임 지출을 확대함으로써 대리인비용을 증가시킬 수 있음을 의미한다. 이러한 결과는 기존 선진국을 대상으로 분석한 연구결과에서 제시하지 못한 새로운 시각을 바탕으로 한국시장에 보다 적절하고 현실성 있는 결과를 제시한다는 측면의 시사점을 갖는다. 더불어 주인-대리인모델 하에서 사회적 책임 지출을 일종의 대리인비용으로 보는 기존 연구의 주장을 강하게 뒷받침하는 결과이다.

2. 회귀분석

본 연구는 지배주주의 소유구조가 사회적 책임 지출에 미치는 영향을 회귀분석을 통해 확인한다. 표본이 패널데이터 형태를 가짐에 따라 노출될 수 있는 잔차 간 상관성과 이분산성을 완화시키기 위해 robust standard error를 통해 추정계수의 유의성을 검증하며, 산업효과를 통제하기 위해 한국표준산업분류 1자리를 기준으로 산업더미변수(Industry effect)를 설정하여 모형에 포함하였고, 연도별 변화효과를 통제하기 위해 연도더미변수(Year effect)를 모형에 포함하였다. 추정에 사용된 실증분석모형은 아래와 같으며, 변수의 정의는 앞서 <표 2>에 정의된 바와 같다.

$$CSRI_{it} = \alpha + \beta_1 Direct_{it} + \beta_2 Wedge_{it} + \beta_3 Chaebol_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Leve_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 Growth_{it} + \beta_8 Risk_{it} + \beta_9 Gindex_{it} + \epsilon_{it}$$

<표 6>은 지배주주의 소유구조¹⁰⁾가 사회적 책임 지출에 미치는 영향을 회귀 분석한 결과이다. Model (1)은 지배주주의 직접지분(Direct)이 사회적 책임 지출(CSRI)에 미치는 영향을 분석한 결과인데, 지배주주의 직접지분의 추정계수는 -0.2065로 통계적으로 1% 수준에서 유의한 값을 보이고 있다. 이러한 결과는 지배주주의 직접지분이 높아 여타 소액주주와 이해가 일치하는 경우 사회적 책임 지출을 감소시키고 있음을 의미한다. Model (2)는 지배주주의 간접지분이 사회적 책임 지출에 미치는 영향을 분석한 결과인데, 지배주주의 간접지분(Wedge)의 추정계수는 0.0709로 1% 수준에서 유의한 값을 보이고 있다. 간접지분의 증가로 사적효용유인이 확대되는 경우 지배주주는 사회적 책임 지출을 증가시킬 수 있음을 의미한다. 한편, 지배주주의 소유구조가 사회적 책임 지출에

10) 최고경영자의 사회적 책임 투자에 대한 의지와 경영철학도 본 연구에서 고려될 만한 사항이다. 하지만 여타 선진국과 달리 집중된 소유구조를 갖는 한국시장의 실정을 고려한다면 사실상 지배주주가 최고경영자의 지위를 행사하거나 선임 권리를 갖기 때문에 경영의사결정에 대한 본질적 통제권은 지배주주가 행사하는 것으로 보는 것이 보다 현실적이다. 다만, 최고경영자가 지배주주에 대한 협상력을 통제할 필요성이 있는데, 본 연구에서는 기존 연구를 참고하여 최고경영자 협상력의 근원인 경영성과(ROA)를 모형에 이미 포함하고 있다.

〈표 6〉 지배주주의 소유구조가 기업의 사회적 책임 이행수준에 미치는 영향

	전체 표본				금융/보험업 제외	
	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)	Model (6)
Intercept	0.3028*** [34.13]	0.2428*** [36.42]	-1.0691*** [-11.03]	-1.1631*** [-11.83]	-1.0662*** [-10.64]	-1.1588*** [-11.39]
Direct	-0.2065*** [-8.80]		-0.0949*** [-5.70]		-0.0975*** [-5.84]	
Wedge		0.0709*** [3.31]		0.0563*** [3.59]		0.0646*** [4.02]
Size			0.0379*** [9.25]	0.0394*** [9.43]	0.0379*** [8.90]	0.0393*** [9.04]
Leve			-0.0242 [-1.09]	-0.0157 [-0.71]	-0.0268 [-1.21]	-0.0156 [-0.71]
ROA			0.0008 [0.03]	-0.0146 [-0.53]	0.0020 [0.07]	-0.0127 [-0.47]
Growth			-0.0256** [-2.20]	-0.0250** [-2.03]	-0.0209* [-1.82]	-0.0203* [-1.67]
Risk			0.0692*** [3.23]	0.0897*** [3.65]	0.0711*** [3.23]	0.0909*** [3.54]
Gindex			0.7063*** [11.17]	0.7353*** [11.25]	0.6991*** [10.27]	0.7259*** [10.27]
Industry effect	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes
Year effect	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1,350	1,350	1,350	1,350	1,248	1,248
adj R ²	0.0805	0.0101	0.613	0.606	0.611	0.604

주: 1) 괄호 안의 값은 robust standard error를 통해 잔차 간 상관성과 이분산을 조정한 t값이며, ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 의미함.

미치는 영향은 여타 통제변수를 포함한 경우에도 동일한 것으로 관찰되었다. 규제와 자본구조 상의 차이를 고려하여 금융/보험업 기업을 표본에서 제외하여 분석한 결과도 동일하게 관찰되었다.

정리하면 지배주주는 자신의 금전적 이득과 사적효용에 근거한 유인을 바탕으로 사회적 책임 지출을 변화시키고 있음을 확인할 수 있었다. 기존 선진국을

대상으로 한 결과와 동일하게 지배주주의 직접지분은 사회적 책임 지출에 음(-)의 영향력을 갖는 것으로 나타났는데, 한국시장에서도 기존 연구의 가설이 적용될 수 있음을 의미한다. 반면, 한국시장의 고유한 특성인 계열사 지분 등을 통한 지배주주의 간접지분의 증가는 사회적 책임 지출의 확대에 이어지는 것으로 나타났다. 한편, 본 연구의 결과는 사적효용추구유인이 강화되는 경우 사회적 책임이 확대됨을 의미하므로 경영의사결정으로써 사회적 책임을 일종의 대리인 비용으로 볼 수 있음을 의미하기도 한다.

통제변수로 기업규모는 사회적 책임 이행수준에 긍정적인 영향력을 갖는 것으로 나타났는데, 일정크기 이상의 규모를 확보한 기업에서 사회적 책임 지출에 적극적일 수 있다는 기존 연구의 결과를 지지하는 결과이다. 과거 3년간 매출액성장률의 평균은 사회적 책임 지출에 통계적으로 유의한 음(-)의 영향력을 갖는 것으로 나타났다. 이는 투자기회가 적어 굳이 투자지출이 필요하지 않은 기업에서 사회적 책임 지출에 보다 적극적임을 의미한다. 또한 기업전반의 위험의 대응치로 과거 5년간 수익성(ROA)의 표준편차는 사회적 책임 지출에 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났는데, 이는 수익성이 불안정한 기업일수록 사회적 책임 지출을 늘린다는 결과로, 사회적 책임 지출에 수반하는 다양한 제반비용을 충당할 여력이 적은 기업이 과잉투자유인을 보유한 지배주주의 사적효용을 충족시키기 위해 가치파괴적인 무모한 투자지출을 늘릴 수 있음을 의미한다. 수익성(ROA) 변수는 사회적 책임 지출에 유의적이지 않는 영향을 미치는 것으로 나타났는데, 이는 Harjoto and Jo(2011)가 제시한 상충조정가설과는 일면 상충되는 결과로 해석이 가능하다. 부채비율(Lever)의 추정계수는 유의적이진 않지만 음(-)의 값을 보여주고 있는데, 일반적으로 부채의 통제효과를 고려한다면 과잉투자가설과 어느정도 부합하는 결과로 해석이 가능하다. 이상의 결과를 정리하면, 한국시장에서 기업의 사회적 책임 지출은 미래 지속가능성을 높이기 위한 전략적 투자수단이라기 보다는 가치파괴적인 과잉투자수단으로 악용될 수 있음을 의미한다. 이는 본 연구가 전제하는 사회적 책임 지출이 지배주주의 사적효용확대에 악용될 수 있음을 뒷받침해주는 결과이다.

〈표 7〉은 지배주주의 소유구조가 사회적 책임 지출의 세부항목에 미치는 영향을 회귀분석한 결과이다. 소비자 항목(CSRI3)을 제외하고는 지배주주의 소유구조가 모든 세부항목에 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 지배주주의 소유구조에 따른 사회적 책임 지출의 영향력은 특정항목에 집중되지 않고, 전체적으로 모든 항목에 동일한 효과를 가짐을 의미한다. 이러한 결과는 기업의 전략적 측면에서 사회적 책임의 중요성을 고려하여 총체적인 측면에서 모든 분야 지출을 늘리고 있음을 시사한다. 더불어 대리인비용의 측면에서 지배주주는 자신의 금전적 이득과 사적효용을 확대하기 위해 특정 항목에 대해 선별적으로 지출을 늘리는 것이 아니라 전반적으로 모든 항목을 동시에 고려하고 있음을 의미한다.

〈표 7〉 지배주주의 소유구조가 기업의 사회적 책임 세부문항에 미치는 영향

	CSRI1			CSRI2			CSRI3			CSRI4		
	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)	Model (6)	Model (7)	Model (8)				
Intercept	-0.7482*** [-7.62]	-0.8507*** [-8.52]	-1.8541*** [-12.33]	-1.9770*** [-13.28]	-0.8720*** [-7.89]	-0.9220*** [-8.45]	-1.3255*** [-12.26]	-1.4154*** [-13.17]				
Direct	-0.1007*** [-5.77]		-0.1359*** [-4.91]		-0.0452** [-2.13]		-0.0899*** [-4.22]					
Wedge		0.0552*** [3.38]		0.1000*** [3.82]		0.0182 [1.00]		0.0518*** [2.66]				
Size	0.0295*** [7.20]	0.0315*** [7.46]	0.0601*** [9.29]	0.0615*** [9.42]	0.0290*** [6.37]	0.0301*** [6.60]	0.0495*** [10.52]	0.0508*** [10.73]				
Leve	-0.0356 [-1.63]	-0.0262 [-1.19]	0.0047 [0.14]	0.0146 [0.43]	-0.0072 [-0.26]	-0.0022 [-0.08]	-0.0695*** [-2.64]	-0.0613** [-2.34]				
ROA	-0.0267 [-0.90]	-0.0422 [-1.45]	0.0495 [1.05]	0.0236 [0.49]	0.0095 [0.24]	0.0038 [0.10]	0.0060 [0.15]	-0.0084 [-0.21]				
Growth	-0.0253** [-2.30]	-0.0248** [-2.17]	-0.0246 [-1.42]	-0.0233 [-1.29]	-0.0356*** [-3.03]	-0.0355*** [-2.93]	-0.0072 [-0.35]	-0.0066 [-0.31]				
Risk	0.0796*** [3.81]	0.1018*** [4.42]	0.0929*** [2.63]	0.1203*** [2.99]	0.0342 [1.01]	0.0448 [1.30]	0.0471* [1.74]	0.0666** [2.40]				
Gindex	0.6748*** [10.40]	0.7020*** [10.40]	1.0084*** [10.11]	1.0656*** [10.47]	0.5592*** [7.31]	0.5661*** [7.20]	0.5322*** [6.55]	0.5585*** [6.79]				
Industry effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes				
Year effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes				
N	1,350	1,350	1,350	1,350	1,350	1,350	1,350	1,350				
adj R ²	0.501	0.490	0.556	0.552	0.513	0.511	0.485	0.479				

주: 1) 괄호 안의 값은 robust standard error를 통해 잔차 간 상관성과 이분산을 조정한 t값이며, ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 의미함.

〈표 8〉 내생성 통제

	2 stage	1 stage	2 stage	1 stage
	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)
Intercept	-0.7648*** [-5.52]	1.1570*** [10.60]	-0.9179*** [-11.41]	-0.5434*** [-4.49]
Direct	-0.2011** [-2.04]			
Wedge			0.1465** [2.02]	
Size	0.0329*** [7.29]	-0.0381*** [-7.81]	0.0343*** [8.42]	0.0431*** [7.96]
Leve	-0.0802*** [-2.77]	-0.2461*** [-8.96]	-0.0533*** [-2.72]	0.1538*** [5.05]
ROA	-0.0343 [-1.00]	0.0243 [0.42]	-0.0647* [-1.73]	0.1742*** [2.68]
Growth	-0.0206* [-1.65]	0.0022 [0.10]	-0.0175 [-1.38]	-0.0240 [-1.01]
Risk	0.0497 [1.27]	-0.2451*** [-4.74]	0.0863*** [2.76]	0.0864 [1.50]
Gindex	0.6061*** [11.72]	0.2090** [2.44]	0.6868*** [9.26]	-0.8373*** [-8.79]
Age		0.0410*** [5.92]		-0.0562*** [-7.32]
N	1,350	1,350	1,350	1,350
adj R ²	0.466	0.183	0.454	0.114
Durbin (p-value)		0.9832 (0.32)		1.5979 (0.21)
Wu-Hausman (p-value)		0.9773 (0.32)		1.5891 (0.21)
F-statistics (p-value)		35.0748*** (0.00)		53.6487*** (0.00)

주: 1) 지배주주의 소유구조의 도구변수로 Age(=ln(기업설립연수))를 사용함.

2) 괄호 안의 값은 robust standard error를 통해 잔차 간 상관성과 이분산을 조정한 t값이며, ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 의미함.

지배주주의 직접지분과 간접지분의 추정계수는 협력사 및 경쟁사 항목(CSR12)을 종속변수로 사용한 모형에서 가장 크게 나타나, 지배주주의 소유구조 차이에 따라 협력사 및 경쟁사에 관련한 사회적 책임 지출이 가장 민감한 차이를 보임을 확인할 수 있다. 통제변수의 영향력은 대부분 앞선 〈표 6〉에서 확인된 바와 유사하게 관찰되었다.

〈표 8〉은 지배주주의 소유구조와 사회적 책임 지출 간의 내생성 문제를 통제하기 위하여 연립방정식 모형을 사용해 강건성 검증을 실시한 결과이다. 앞서 언급한 바와 같이 지배주주의 소유구조는 외생적으로 주어지는 것이 아니라 내생적으로 결정되기 때문에 여타 변수의 영향력을 바탕으로 본 연구의 결과가 유도될 가능성을 배제할 수 없다. 더불어 지배주주가 사회적 책임 지출이 경제 전반에서 갖는 중요성을 고려하여, 사회적 책임에 따라 자신의 소유구조를 변화시킬 수 있다.

즉, 본 연구가설과 역의 인과관계도 배제할 수 없다. 본 연구는 지배주주의 소유구조에 대한 도구변수로써 기업설립연수를 고려한다. 앞서 상관관계 분석(〈표 4〉)에서 확인된 바와 같이 기업설립연수는 사회적 책임 지출에 거의 영향력을 미치지 않는 반면 지배주주의 소유구조에는 유의한 상관관계를 갖는다.

〈표 8〉의 Model (2), (4)에서 확인할 수 있는 바와 같이 기업설립연수는 지배주주의 소유구조에 1% 수준에서 통계적으로 유의미한 영향력을 갖는 것으로 관찰되었다. 도구변수 선정의 적정성을 검증하기 위해 기존 연구가 차용하는 바와 같이 1단계 분석의 F-statistic을 추정하였는데, 이 값이 10 이상으로 도구변수가 적정성을 갖는 것으로 나타났다. 즉, weak IV로 인한 문제가 본 연구의 추정결과에 미치는 영향력이 낮음을 확인할 수 있다.

연립방정식 모형을 통해 지배주주의 소유구조가 사회적 책임 지출에 미치는 영향을 분석한 결과는 Model (1), (3)에 제시되어 있는데, 앞선 〈표 6〉에서 확인된 바와 같이 지배주주의 직접지분(Direct)은 5% 수준에서 통계적으로 유의미한 음(-)의 영향력을 갖는 것으로 관찰되었다. 지배주주의 간접지분(Wedge) 역시 5% 수준에서 통계적으로 유의미한 양(+)의 영향력을 갖는 것으로 나타나 본 연구결과의 강건성을 확인할 수 있다. 한편, Durbin-Wu-Hausman test를 추가적으로 실시한 결과, 검정통계량의 유의성을 갖지 않는 것으로 나타났다. 이는 1단계 분석에서 추정된 오차항이 사회적 책임 지출과 유의한 상관관계를 갖지 않음을 의미하므로 본 연구의 도구변수 선정이 적절함을 의미한다.

〈표 9〉는 사회적 책임 지출의 대응치로써 환경경영 지수(EMI)를 종속변수로 지배주주의 소유구조의 영향력을 회귀분석한 결과이다. 사회적 책임과 마찬가지로

〈표 9〉 지배주주의 소유구조가 기업의 환경경영 이행수준에 미치는 영향

	전체 표본				금융/보험업 제외	
	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)	Model (6)
Intercept	0.2888*** [25.46]	0.2199*** [26.36]	-1.6028*** [-14.34]	-1.7151*** [-15.12]	-1.6663*** [-14.86]	-1.7729*** [-15.46]
Direct			-0.1099*** [-5.22]		-0.1077*** [-5.05]	
Wedge		0.0801*** [2.86]		0.0594*** [2.99]		0.0646*** [3.10]
Size			0.0524*** [10.84]	0.0545*** [11.02]	0.0551*** [11.26]	0.0568*** [11.33]
Leve			0.0206 [0.72]	0.0310 [1.09]	0.0460* [1.67]	0.0591** [2.17]
ROA			-0.0346 [-0.96]	-0.0514 [-1.42]	-0.0145 [-0.41]	-0.0295 [-0.83]
Growth			-0.0311** [-2.25]	-0.0305** [-2.11]	-0.0247* [-1.82]	-0.0241* [-1.72]
Risk			0.1601*** [4.06]	0.1844*** [4.40]	0.1556*** [4.02]	0.1780*** [4.35]
Gindex			0.6630*** [7.82]	0.6919*** [7.94]	0.5849*** [6.52]	0.6095*** [6.64]
Industry effect	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes
Year effect	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1,350	1,350	1,350	1,350	1,248	1,248
adj R ²	0.0513	0.00596	0.635	0.629	0.646	0.641

주: 1) 괄호 안의 값은 Robust standard error를 통해 잔차 간 상관성과 이분산을 조정한 t값이며, ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 의미함.

지배주주의 직접지분(Direct)과 간접지분(Wedge)은 환경경영 지출에 각각 통계적으로 유의미한 음(-)의 영향력과 양(+)의 영향력을 갖는 것으로 관찰되었다. 이러한 결과는 여타 통제변수를 모두 모형에 포함한 경우에도 동일하게 관찰되었다. 한편, 산업의 특성차이로 인하여 금융/보험업을 표본에서 제외한 경우에도 동일한 결과가 관찰되어 본 연구의 강건성을 확인할 수 있었다. 여타 통제변수로 기업 규모는 환경경영 지수에 통계적으로 유의미한 양(+)의 영향력을 갖는 것으로 관

찰되었으며, 기업의 위험도, 지배구조 지수가 높을수록 환경경영 지수가 증가하는 결과를 보여주고 있다.

지배주주의 통제권과 소유권의 괴리가 발생하는 가장 대표적인 사례로 기업집단을 들 수 있다. 기업집단 내 지배주주는 다수의 계열사를 통한 상호출자, 피라미드 소유구조 등으로 직접지분을 확보하지 않고도 간접지분을 통해 기업집단 전체에 대한 통제권을 행사할 수 있다⁷⁾. 따라서 본 연구는 표본기업의 재벌기업집단 소속여부(Chaebol)를 지배주주의 사적효용을 대리하는 간접지분의 대용치로 사용한다. <표 10>은 재벌기업집단 소속여부가 사회적 책임 지수와 환경경영 지수에 미치는 영향력을 회귀분석한 결과이다. 실증분석결과, 재벌소속기업은 여타기업에 비하여 사회적 책임과 환경경영 지출을 더 높게 하는 것으로 관찰되었다. 이러한 결과는 여타 통제변수를 포함한 모형이나 금융/보험업을 제외하여 추정한 결과에서도 동

<표 10> 재벌소속여부가 사회적 책임 및 환경경영 이행수준에 미치는 영향

	CSRI			EMI		
	전체 표본		금융/보험업 제외	전체 표본		금융/보험업 제외
	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)	Model (6)
Intercept	0.2146*** [53.35]	-0.9690*** [-9.59]	-0.9361*** [-9.21]	0.1930*** [35.85]	-1.5429*** [-12.31]	-1.5585*** [-12.23]
Chaebol	0.1691*** [12.10]	0.0502*** [4.17]	0.0576*** [4.61]	0.1715*** [9.06]	0.0457*** [3.24]	0.0558*** [3.77]
Control variables	No	Yes	Yes	No	Yes	Yes
Industry effect	No	No	Yes	No	No	Yes
Year effect	No	No	Yes	No	No	Yes
N	1,350	1,350	1,248	1,350	1,350	1,248
adj R ²	0.232	0.612	0.611	0.115	0.631	0.644

주: 1) 괄호 안의 값은 Robust standard error를 통해 잔차 간 상관성과 이분산을 조정한 t값이며, ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 의미함.

7) 현실적으로도 재벌총수(지배주주)는 5% 내외의 직접지분을 바탕으로 기업집단 전체에 대한 지배체제를 구축하고 있다. 이는 재벌기업집단의 소유구조에 복잡성을 활용하여 지배주주가 터널링(tunneling)을 발생시킬 가능성이 매우 높음을 반증한다.

일하게 나타났다. 따라서 지배주주의 간접지분의 크기에 대한 대응치로써 재별기업집단 소속여부를 사용한 경우에도 본 연구가설과 일치한 결과를 보여주고 있어 강건성을 확인할 수 있다⁸⁾.

〈표 11〉은 잉여현금흐름 수준(FCF)의 중위수를 기준으로 전체표본을 나누어 각 표본에서 지배주주의 소유구조가 사회적 책임 지출에 미치는 영향을 분석한 결과이다. Model (1)과 (2)는 잉여현금흐름 수준에 따라 지배주주의 직접지분(Direct)이 사회적 책임 지출에 미치는 영향을 분석한 결과인데, 잉여현금흐름이 높은 기업과 낮은 기업 모두에서 지배주주의 직접지분은 사회적 책임 지출에 통계적으로 유의미한 음(-)의 영향력을 갖는 것으로 나타났다. 각 모형에서 지배주주의 직접지분의 추정계수의 차이값을 검증한 결과는 비유의적으로 나타나 통계적으로 유의적인 차이가 존재하지 않음을 확인할 수 있다. 이러한 결과는 지배주주의 금전적 이득과 직접적으로 연관되는 직접지분에 따라 사회적 책임 지출을 변화시키는 영향력이 잉여현금흐름에 따라 변화하지 않음을 의미한다. 일반적으로 잉여현금흐름이 사적효용확대에 활용된다는 주장을 차용하면, 금전적 이득과 연관되는 직접지분이 사회적 책임 지출에 미치는 영향력에는 차이가 관찰되지 않는 결과는 기존 연구의 결과와 일맥상통한다.

한편, 지배주주의 간접지분(Wedge)은 잉여현금흐름이 높은 기업과 낮은 기업에서 모두 통계적으로 유의미한 양(+)의 영향력을 갖는 것으로 관찰되었다. 하지만 이러한 영향력의 크기는 통계적으로 유의미한 차이가 있음을 확인할 수 있다. 잉여현금흐름이 상대적으로 높은 기업에서는 지배주주의 간접지분의 추정계수가 0.0846인데 반해, 낮은 기업에서는 동 추정계수가 0.0384로 나타났다. 이는 지배주주의 간접지분의 증가에 따라 사회적 책임 지출이 확대되는 수준이 잉여현금흐름이 높은 기업에서 더 크게 나타남을 의미한다. 더불어 두 모형 간 지배주주의 간접지분의 추정계수의 차이값을 검증한 결과, 유의적인 차이가 관찰되었다. 이는 지배주주의 사적효용확대의 주요한 원인으로써 간접지분의 변화에 따른 사회적 책임 지출의

8) 기업집단의 사회적 책임의 강화가 간접지분 확대에 따른 지배주주의 사적효용추구에 악용될 수 있다는 점을 제시하는 것은 정책적 수단으로 무차별적으로 사회적 책임 지출의 확대하는 것이 긍정적인 요인으로 작용하지만은 않을 수 있다는 시사점을 제공한다.

〈표 11〉 잉여현금흐름에 따른 지배주주의 소유구조가 기업의 사회적 책임 이행수준에 미치는 영향

	High FCF	Low FCF	High FCF	Low FCF
	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)
Intercept	-1.1911*** [-8.50]	-0.9234*** [-7.84]	-1.2881*** [-9.61]	-0.9943*** [-7.86]
Direct	-0.0981*** [-4.01]	-0.0815*** [-3.78]		
Wedge			0.0846*** [3.29]	0.0384** [2.28]
Control variables	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry effect	Yes	Yes	Yes	Yes
Year effect	Yes	Yes	Yes	Yes
N	675	675	675	675
adj-R ²	0.619	0.615	0.617	0.607
Difference in coefficient		-0.0167 [-0.60]		0.0463* [1.89]

주: 1) 잉여현금흐름 수준(FCF)의 표본의 중위수를 바탕으로 상위 50%(High FCF)와 하위 50%(Low FCF)로 나누었으며, 변수의 정의는 〈표 2〉와 같음.

2) 괄호 안의 값은 robust standard error를 통해 잔차 간 상관성과 이분산을 조정한 t값이며, ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 의미함.

3) Difference in coefficient는 분리된 표본에서 지배주주의 소유구조 변수의 차이를 각 추정계수의 표준편차의 제곱의 합계에 제곱근을 취한 값으로 나눈 값임.

변화가 잉여현금흐름이 높은 기업에서 보다 강하게 관찰됨을 의미하므로, 대리인 비용으로써 사회적 책임 지출을 완화시키기 위해서는 사전적으로 잉여현금흐름의 양을 감소시켜야 함을 의미한다.

본 연구는 과거 3년간 ROA의 평균(Profit)의 중위수를 바탕으로 표본을 구분하여 각 표본에서 지배주주의 소유구조가 사회적 책임 지출에 미치는 영향을 추가적으로 분석한다. 〈표 12〉는 이에 대한 실증분석결과를 제시하고 있는데, 수익성이 높은 표본과 낮은 표본 모두 전체표본에서 관찰된 결과와 동일한 결과가 관찰되었다. 하지만 두 표본 간 지배주주의 소유구조가 사회적 책임에 미치는 영향력의 차이를 검증한 결과 통계적으로 유의적인 차이가 있음을 확인할 수 있다. 지배

〈표 12〉 수익성에 따른 지배주주의 소유구조가 기업의 사회적 책임 이행수준에 미치는 영향

	High Profit	Low Profit	High Profit	Low Profit
	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)
Intercept	-1.0279*** [-7.29]	-1.0728*** [-8.22]	-1.1425*** [-8.44]	-1.1270*** [-8.28]
Direct	-0.1141*** [-4.72]	-0.0659*** [-3.08]		
Wedge			0.0919*** [3.65]	0.0298* [1.67]
Control variables	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry effect	Yes	Yes	Yes	Yes
Year effect	Yes	Yes	Yes	Yes
N	675	675	675	675
adj-R ²	0.602	0.634	0.598	0.629
Difference in coefficient		-0.0481* [-1.72]		0.0621** [2.53]

주: 1) 수익성 수준(Profit)의 표본의 중위수를 바탕으로 상위 50%(High Profit)와 하위 50%(Low Profit)로 나누었으며, 변수의 정의는 〈표 2〉와 같음.

2) 괄호 안의 값은 robust standard error를 통해 잔차 간 상관성과 이분산을 조정한 t값이며, ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 의미함.

3) Difference in coefficient는 분리된 표본에서 지배주주의 소유구조 변수의 차이를 각 추정계수의 표준편차의 제곱의 합계에 제곱근을 취한 값으로 나눈 값임.

주주의 직접지분(Direct)의 추정계수는 수익성이 높은 기업의 경우 -0.1141, 낮은 기업의 경우 -0.0659로 나타났으며, 양자 간 차이는 10% 통계적 유의수준에서 유의미한 것으로 나타났다. 마찬가지로 지배주주의 간접지분(Wedge)의 추정계수는 수익성이 높은 기업의 경우 0.0919, 낮은 기업의 경우 0.0298로 나타났으며, 양자 간 차이는 5% 통계적 유의수준에서 유의미한 것으로 나타났다. 따라서 지배주주가 자신의 소유구조에 따른 유인을 고려하여 사회적 책임 지출을 변화시키는 영향력은 높은 수익성을 확보한 기업에서 보다 탄력적으로 이루어짐을 의미한다.

V. 결론 및 시사점

본 연구는 지배주주의 소유구조에 근거한 금전적 이득과 사적효용추구유인의 변화에 따라 기업의 사회적 책임 지출이 변화할 수 있음을 확인한다. 기존 연구는 주인-대리인모델 하에 기업 내부자 지분율이 증가할수록 사적효용추구유인이 감소하여 사회적 책임 지출이 감소할 수 있음을 보여주고 있는데, 이러한 연구결과는 국내 기업에 그대로 적용하기엔 한계점을 갖는다. 일반적으로 집중된 소유구조를 갖는 한국시장에서는 대부분의 기업에서 지배주주가 존재한다. 이들은 직접 지분을 확보함으로써 경영의사결정에 중대한 영향력을 행사하기도 하지만, 동시에 계열사 지분 등을 통해 간접지분을 확보함으로써 통제권을 확대하기도 한다. 따라서 한국시장의 현실을 보다 구체적으로 고려함으로써 보다 기존 연구결과를 보완하고, 연구내용을 확장하는 측면에서 본 연구는 학술적 시사점을 갖는다.

실증분석결과, 지배주주의 직접지분은 사회적 책임 지출에 유의적인 음(-)의 영향력을 갖는 것으로 나타났다. 이는 지배주주의 직접지분이 상승하는 경우 소액주주와 이해가 일치하여 사적효용추구행위로 볼 수 있는 사회적 책임 지출을 감소시킨다는 기존 연구결과를 지지하는 결과이다. 한편, 기존 연구에서 보다 확장하여 지배주주의 사적효용의 근본적인 원인인 간접지분과 사회적 책임 지출의 관계를 분석한 결과, 지배주주의 간접지분은 사회적 책임 지출에 유의적인 양(+)의 영향력을 갖는 것으로 나타났다. 이는 지배주주의 사적효용추구유인이 강해지는 경우 사회적 책임 지출이 이를 확대하기 위한 수단으로써 악용될 수 있음을 의미하므로 기존 연구의 결과를 보다 구체적이며, 현실성있게 확인시켜주는 결과이다. 이러한 결과는 지배주주의 소유구조와 사회적 책임 지출 간에 발생할 수 있는 내생성 문제를 통제한 분석에서도 동일하게 관찰되었다. 더불어 환경경영 지출을 종속변수로 사용한 경우에도 동일한 결과가 관찰되었으며, 지배주주의 간접지분 확대의 대응치로 재벌기업집단 소속여부를 사용한 경우에도 동일한 결과가 관찰되어 본 연구의 강건성을 확인할 수 있었다. 보다 구체적으로 잉여현금흐름과 수익성 수준에 따라 표본을 구분하여 지배주주의 소유구조와 사회적 책임 간의 관

계를 추가적으로 분석한 결과, 잉여현금흐름이 높은 기업과 낮은 기업에서 지배주주의 직접지분이 사회적 책임 지출에 미치는 영향력에는 유의적인 차이를 확인할 수 없었다. 하지만 지배주주의 간접지분이 사회적 책임에 미치는 영향력은 잉여현금흐름이 낮은 기업보다 높은 기업에서 더 강하게 나타나 지배주주의 사적효용 확대에는 일정수준 이상의 잉여현금흐름이 확보되어야 한다는 결과를 도출할 수 있었다. 한편, 지배주주의 소유구조가 사회적 책임에 미치는 영향력은 수익성이 높은 기업에서 보다 강하게 관찰되어, 동 전략의 수행을 위해서는 일정수준 이상의 수익성이 확보되어야 한다는 기존 연구결과를 지지하는 결과가 확인되었다.

본 연구의 결과는 최근 자본시장에서 대두되고 있는 사회적 책임 지출이 비단 이해관계자의 요구에 부응하여 지속가능한 성장성을 확보하기 위한 수단으로써 고려되는 것뿐만 아니라 지배주주의 사적효용 확대에 악용될 수 있음을 의미한다. 따라서 정책당국의 입장에서는 지배주주의 소유구조에 근거하는 유인을 고려하여 사회적 책임 지출이 대리인문제에 악용될 수 있음을 인지하고 이에 대한 적절한 통제수단을 마련해야 할 것이다.

참고문헌

- 김창수, 「기업의 사회적 책임 활동과 기업가치」, 『한국증권학회지』, 제38호, 한국증권학회, 2009. 12, pp. 507-545.
- 박경서·변희섭·이지혜, 「기업의 최적재무전략에 관한 연구: 주식시장에서 사회적 책임 강화와 배당정책 간의 대체성」, Working Paper, 고려대학교, 2013.
- Baek, J., Kang, J. and Park, K., “Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 71 No. 2, February 2004, pp. 265-313.
- Barnea, A. and Rubin, A., “Corporate Social Responsibility as a Conflict between Shareholders”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 97 No. 1, November 2010, pp. 71-86.
- Bebchuk, L., Kraakman, R. and Triantis, G., “Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights”, *Harvard Law School Olin Discussion Paper No. 249*, 1999.
- Berle, A. and Means, G., *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Macmillan Publishing Co, 1932.
- Byun, H., Lee, J. and Park, K., “Ownership Structure, Intensive Board Monitoring, and Firm Value: Evidence from Korea”, *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, Vol. 42 No. 2, April 2013, pp. 191-227.
- Claessens, S., Djankov, S. and Lang, L., “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 58 No. 1-2, Special Issue on International Corporate Governance 2000, pp. 81-112.
- Claessens, S., Djankov, S. Fan, J., and Lang, L., “Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings”, *Journal of Finance*, Vol. 57

- No. 6, December 2002, pp. 2741-2771.
- Friedman, M., "Money and Income: Comment on Tobin", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84 No. 2, May 1970, pp. 318-327.
- Gray, R., Bebbington, J., and Walters, D., *Accounting and the Environment*, London: Paul Chapman, 1993.
- Grossman, S. and Hart, O., "One Share-One Vote and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, Vol.20, January-March 1988, pp. 175-202.
- Harford, J., "Corporate Cash Reserves and Acquisitions", *Journal of Finance*, Vol. 54 No. 6, December 1999, pp. 1969-1997.
- Harjoto, M. and Jo, H., "Corporate Governance and CSR nexus", *Journal of Business Ethics*, Vol. 100 No. 1, April 2011, pp. 45-67.
- Harris, M. and Raviv, A., "Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, January-March 1988, pp. 203-235.
- Jensen, M. and Meckling, W., "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.
- Jo, H. and Harjoto, M., "Corporate Governance and Firm Value: The Impact of Corporate Social Responsibility", *Journal of Business Ethics*, Vol. 103 No. 3, October 2011, pp. 351-383.
- Joh, S., "Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the Economic Crisis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 68 No. 2, May 2003, pp. 287-322.
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A., "Tunneling",

American Economic Review Papers and Proceedings, Vol. 90 No. 2, May 2000, pp. 22-27.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A., “Corporate Ownership around the World”, *Journal of Finance*, Vol. 54 No. 2, April 1999, pp. 471-517.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R., “Agency Problem and Dividend Policies around the World”, *Journal of Finance*, Vol. 55 No. 1, February 2000, pp. 1-33.

Schwartz, R., “Corporate Philanthropic Contributions”, *Journal of Finance*, Vol. 23 No. 3, June 1968, pp. 479-497.

Shleifer, A. and Vishny, R., “A Survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance*, Vol. 52 No. 2, June 1997, pp. 737-783.

Ullmann, A., “Data in Search of a Theory a Critical Examination of the Relationship among Social Performance, Social Disclosure, and Economic Performance”, *Academy of Management Review*, Vol. 10 No. 3, July 1985, pp. 540-557.

Abstract

This article studies how the incentive of controlling shareholders based on their ownership affects the corporate social responsibility (CSR) activities in Korea. Empirically, we find that direct ownership (cash flow rights) of controlling shareholders has a significantly negative influence on CSR, while their indirect ownership through affiliates has a positive effect. These results support previous findings that CSR could be the way to increase the private benefit of controlling shareholders. We confirm the same results using the environmental management activities as a dependent variable, and the results are robust after controlling for endogeneity problem. The findings are more strongly observed in firms with large profit and free cash flow, suggesting that controlling shareholders in such firms could pursue more of their private benefit of control than those in firms with less profit or free cash flow. Our analysis will provide practical and institutional implications, regarding finding the way to enhance shareholder wealth through CSR, and for both of managers and stakeholders to mutually benefit from it.

※ **Key words:** Corporate Social Responsibility, Controlling Shareholders, Ownership Structure, Private Benefit of Control, Chaebol