

# CEO의 평판 관리에 대한 인센티브와 기업의 사회적 책임에 대한 연구

## CEO's Incentive to Manage Reputation and Corporate Social Responsibility(CSR): Evidence from Korea

강 상 구\* · 임 현 일\*\*

Sang Koo Kang · Hyun-il Lim

본 논문은 CEO의 평판 관리에 대한 인센티브가 기업의 CSR 활동에 어떠한 영향을 주는지 확인하고, 이러한 인센티브에 기인된 CSR 활동이 기업가치 및 단기 실적에 미치는 영향에 대해 분석하였다. 기업의 CEO들은 비금전적 효익 혹은 본인의 경력 관리를 위해 평판을 관리할 인센티브가 있으며, 평판 관리를 위한 수단으로 CSR을 이용할 가능성이 존재한다. 따라서 이러한 CEO들은 기업가치보다는 본인의 이익을 위한 용도로 CSR을 이용할 수 있다.

2005년부터 2010년까지 6년간 국내 제조업체들을 대상으로 평판 관리에 대한 CEO의 인센티브와 기업의 CSR 간에 정(+)의 관계가 있음을 확인하였다. 또한 이러한 인센티브는 비가족경영자의 경우 CSR을 추가적으로 증가시키는 효과가 있었으며, CSR을 통해 기업가치가 증가 대신 오히려 CSR 활동이 기업가치에 유의하게 부정적인 영향을 줄 수 있음을 확인하였다.

본 연구는 기업의 사회적 책임 활동이 오히려 CEO의 사적이익을 위한 하나의 수단으로 사용될 수도 있음을 시사한다는 점에서 의미를 갖는다.

**국문 색인어:** 최고경영자, 평판, 사회적 책임, 비가족경영자, 기업가치

**한국연구재단 분류 연구분야 코드:** B050700

\* 고려대학교 기업지배구조연구소 연구원(fenrir409@hanmail.net), 제1저자

\*\* 고려대학교 경영대학 박사과정(limhyunil@korea.ac.kr), 교신저자

논문 투고일: 2014. 08. 28, 논문 최종 수정일: 2014. 12. 30, 논문 게재 확정일: 2015. 02. 13

## I. 서론

국제표준화기구(ISO)는 2010년 11월 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility; 이하 CSR)에 대한 국제표준 ISO 26000<sup>1)</sup>을 발표하였다. ISO 26000은 기업, 정부, 소비자, 노동계, NGO 등 6개 경제주체를 대상으로 지배구조, 인권, 노동관행, 환경, 공정거래, 소비자 이슈, 공동체 참여 및 개발이라는 7개의 주제에 대한 사회적 책임을 규정하고 있다. 결국 ISO 26000은 기업의 의사결정이 기업이 소속된 사회에 긍정적인 기여를 할 수 있도록 규정한 것이며, 사회적 책임을 둘러싼 이슈와 이행 방법을 국제사회가 합의하자는 의미를 갖는다. 이는 새로운 형태의 무역장벽이 될 수 있기 때문에 CSR에 대한 무관심은 기업의 이미지나 성과에 부정적인 영향을 미치게 될 가능성을 배제할 수 없다.

기업의 사회적 책임이 부각되는 상황에서 CSR의 중요성이 증가하고 있으며, 관련 연구 또한 활발하게 진행되고 있다. 그러나 기업의 CSR 활동이 기업가치를 실제로 증가시키는지에 대해 일관된 결과를 제시하진 못하고 있다. 전통적인 경제학적 관점(Neo-classical theory)에서 CEO는 주주 가치의 극대화를 우선으로 해야 하는데 CSR 활동이 주주 가치의 극대화라는 목적과 일치하지 않는 한 CSR 활동은 투자가 아닌 비용에 불과하다고 주장한다. 반면 이해관계자 이론(Stake holder theory)은 CEO의 의사결정이 주주뿐만 아니라 다양한 이해관계자를 고려해서 이루어져야 하므로 CSR 활동은 기업의 잠재적인 갈등을 완화시켜 장기적으로 기업의 가치를 제고한다고 주장한다. 한편 CSR 활동과 기업 성과를 직접적으로 연결시킬만한 어떠한 근거도 찾기 어렵다고 주장하는 중립적인 입장도 존재한다.

이러한 기존의 연구들은 주로 기업의 사회적 책임이 기업가치 또는 성과에 미치는 영향에 대해 집중하였고, 최종 의사결정자인 CEO의 이해관계로 인해 CSR이 영향을 받을 수 있다는 점에 대해서는 연구가 거의 이루어진 바 없다. 대리인 이론(Jensen and Meckling, 1976)에서 설명된 것처럼 CEO의 이해관계에 따라 기업의

1) <http://www.iso.org/iso/home/standards/iso26000.htm> ISO홈페이지를 이용하여 보다 많은 정보를 확인 할 수 있다.

의사결정이 영향을 받을 수 있음을 많은 연구들이 확인한 바 있다. 그럼에도 CSR 과 관련해서는 이러한 관점에 입각한 연구들이 많이 이루어지지 않았다.

본 논문에서는 CEO가 자신의 평판(reputation)을 관리하고자 하는 인센티브가 CSR에 어떻게 영향을 줄 수 있는지, 또한 그러한 과정에서 궁극적으로 기업가치에 어떠한 영향을 줄 수 있는지 살펴보고자 하였다. 저자들이 아는 한 해당 주제에 대해 한국에서는 연구된 바 없으며, 외국에서도 선행 연구는 극히 드문 편이다 (Borghesi et al., 2014).

CEO의 좋은 평판은 자신의 효용을 증가시킬 수 있기 때문에 CEO는 자신의 평판을 관리할 인센티브가 있다. 가령 Burkart et al.(2004)은 기호(amenity), 평판(reputation) 등이 비금전적 효익(private benefits of control)의 하나임을 보인 바 있다. 이는 좋은 평판을 통해 CEO의 효용이 증가할 수 있음을 시사한다. 또한 CSR은 비단 기업의 이미지 향상만 아니라 CEO 본인의 긍정적 평판 형성에 부합하는 수단이 될 수 있다. Borghesi et al.(2014)은 언론 노출이 기업의 CSR을 증가시키는 효과를 갖는다고 주장하며, 기업의 CSR은 단순히 선의에서 비롯된 행위라기보다는 다분히 전략적 목적 하에 집행됨을 보인 바 있다. CEO가 기업의 주요 의사결정에 있어 최종 의사결정권자라는 점에서 CSR이 CEO의 개인적인 측면에서 영향을 받을 가능성 또한 존재할 수 있을 것이다.

경영자가 자기 자신의 좋은 평판을 추구하는 행위가 반드시 기업가치에 긍정적이라 단정하기는 어렵다. 실제로 많은 선행연구들이 CEO의 비금전적 효익 관련 지출, 혹은 전용이 기업가치에 부정적인 영향을 준다는 것을 보인 바 있다 (Yermack, 2006; Edmans et al., 2009). 평판 또한 예외가 아닐 수 있다. Faccio(2006)는 지배주주가 평판 관리를 위해 정치적 관계(political connection)를 하나의 수단으로 사용한다는 것을 주장한 바 있으며, Malmendier and Tate(2009)는 자신의 경력을 위해서 Star CEO들이 언론 노출빈도를 증가시키는 성향이 능력이 비슷한 CEO가 담당하는 회사들에 비해 실적이 감소한다는 것을 보인 바 있다.

CEO의 평판 관리에 대한 인센티브를 직접적으로 측정하는 것은 어려운 일이다. 그 중 한 가지 이유는 평판은 실적과 관련된 부분과 그 외적인 부분으로 구성

될 수 있기 때문이다. 선행연구의 경우 CEO의 평판에 대한 대용변수로 경영자에 대한 뉴스 또는 논평의 어조(tone)가 긍정적인지 부정적인지를 분석하거나 (Milbourn, 2003; Rajagopal et al., 2006; Francis et al., 2008), 경영자가 경제전문지나 경영전문 언론으로부터 ‘올해의 CEO’, ‘최고의 경영자’ 등의 상을 수상하였는지 여부를 이용하였다(Malmendier and Tate, 2009). 국내의 경우 CEO의 평판 관리에 대한 연구와 대용변수 등이 미흡할 뿐만 아니라, 전술한 선행연구에서도 평판을 실적 관련한 부분 및 실적 외적인 부분에 대해 구분하지는 않았다.

본 연구에서는 매경 이코노미 ‘올해의 CEO’를 통해 경영자 평판에 대한 대용변수를 제시한다. 매경 이코노미 데이터는 CEO의 재무부문 평가 등수와 비재무부문 평가 등수를 별도로 발표하여 평판을 실적 및 실적 외의 부분으로 구분할 수 있게 해준다. 이러한 점에서 매경 이코노미 데이터는 실적으로 측정되는 재무부문의 평판을 통제한 상태에서 실적 외적인 부분의 평판에 대해 연구할 수 있는 장점이 있다. 실적 외적 부분에서의 평판은 CEO 개인의 평판 관리에 대한 성향을 반영할 수 있을 것이다.

본 논문은 2005년부터 2010년까지 6년간의 표본을 이용하였으며, 분석의 주요 결과는 다음과 같다. 첫째, CEO의 비재무부문의 순위(non-financial rank)와 CSR 활동은 유의한 양(+)의 관계가 나타난다. 이는 CEO가 평판 관리를 위한 인센티브가 클수록 CSR에 적극적이라는 것으로 해석할 수 있다. 반면, 재무부문의 순위(financial rank)는 CSR에 유의한 음(-)의 관계가 나타났다. 저자들은 재무부문의 순위 혹은 실적이 이미 좋은 평판을 형성하여 추가적인 평판 관리의 인센티브가 떨어지기 때문에 CSR을 이용할 유인이 감소하는 것으로 해석하였다. 둘째, 비가족경영자의 CSR 활동은 Tobin's Q로 측정된 장기적 기업가치에 긍정적인 영향을 주지 못하는 것으로 나타났다. 특히 비가족경영자이면서 비재무적 평판이 좋은, 즉 평판 관리의 인센티브가 큰 CEO들의 CSR 활동은 오히려 기업가치에 음(-)의 영향을 주는 것으로 확인되었다. 이는 CEO가 CSR 활동을 통해 기업 고유의 가치를 상승시키는 것이 아니라 본인의 사적 이익을 추구하기 위해 CSR 활동을 악용할 수 있다는 주장을 뒷받침 한다.

본 논문의 이후의 구성은 다음과 같다. II 장에서는 선행연구들에 대해 살펴보고 연구가설을 제시한다. III 장에서는 분석 표본과 해당 변수 및 연구방법에 대해 설명하고, IV 장에서는 경영자의 평판과 기업의 사회적 책임 활동 간의 상관관계에 대한 실증연구 결과를 보인다. 마지막으로 V 장에서 논문의 결론을 정리한다.

## II. 선행연구 및 가설설정

### 1. 선행연구

기업의 사회적 책임과 기업가치에 관한 연구들은 지금도 활발하게 이루어지고 있으나 그 관계에 대한 의견은 여전히 엇갈리고 있다. Friedman(1970)은 공정한 경쟁하에서 기업의 사회적 책임은 기업의 이익을 극대화하는 것이라고 주장하였다. 기업의 사회적 책임 활동은 기업의 이윤추구를 전제로 수행되어야 하며, 기업이 CSR에 지나치게 집중하면 오히려 기업의 가치를 하락시킬 것이라고 주장하였다. Pava and Krausz(1996)는 기업의 사회적 활동이 불필요한 지출을 유발시켜 주주 가치의 극대화를 방해한다고 주장하였다. 기업의 사회적 책임에 대한 지출은 경쟁 기업에서 발생되지 않는 불필요한 비용이므로, 결과적으로 기업가치를 감소시킨다고 주장하였다. Brown et al.(2006)은 기부금을 기업의 사회적 활동의 대응변수로 활용하여 기부금을 많이 내는 기업의 대리인 비용이 높다는 것을 실증연구를 통해 확인하였다. Barnea and Rubin(2006)은 기업의 사회적 활동과 소유구조 및 자본구조 간의 관계를 통해 CSR 활동이 대리인 문제로 인해 기업가치를 하락시킬 가능성이 있음을 보이고 있으며, 따라서 기업의 사회적 활동이 경영자의 사적 이익을 위해 이용되지 않도록 통제되어야 한다고 주장하였다.

반면에 Schwart(1968)는 기업의 사회적 활동 및 기부활동이 기업이 존재하고 있는 사회에 대한 간접투자이며, 이는 기업에 대한 평판을 향상시키고 궁극적으로 기업의 매출증가와 가치상승에 이바지한다고 주장하였다. Jones(1980)는 기업의

사회적 책임은 기업이 사회의 한 구성원으로 책임을 다하는 것이며, 기업은 주주, 고객, 직원, 거래처 등 사회를 구성하고 있는 다양한 구성원들에 대한 의무를 지닌다고 주장하였다. Bruyn(1987)은 모든 투자란 사회적인 근거를 지니고 있으며, 따라서 기업의 사회적 책임에 대한 투자 역시도 전통적인 평가모형에서 다루지 못한 중요한 경제적 가치를 지닌다고 강조하였다. Landon and Smith(1997)는 기업은 사회적 활동을 통해 좋은 이미지와 평판을 쌓게 되고 이는 경영 성과의 향상으로 이어진다고 주장하였다. Waddock and Graves(1997)는 KLD(Kinder Lydenberg Domini) 지수를 이용하여 미국시장에서 CSR 활동이 기업의 재무적 성과에 긍정적인 영향을 미치고 있음을 확인하였다. Tsoutsoura(2004)는 KLD 지수뿐만 아니라 도미니 사회지수(Domini 400 Social Index)를 이용하여 CSR활동이 기업의 재무적 성과와 양(+)의 관계를 갖는 것을 실증연구를 통해 증명하였다. 또한 Becchetti et al.(2007)은 도미니 사회지수의 편입과 탈락에 대한 event study를 통해 도미니 사회지수 편입 기업들에게서 초과수익률이 발생하는 것을 확인하였다.

기업의 사회적 활동이 기업의 가치와 관련성이 없다는 주장도 존재한다. Ullmann(1985)은 기업의 사회적 활동과 기업의 성과를 직접적으로 연결시킬만한 어떠한 근거도 찾기가 어렵다고 주장하였다. Statman(2000)과 Maignan and Ferrell(2001)은 기업의 CSR에 대한 정확한 평가와 측정방법이 일관적이지 못하고 신뢰성이 결여되었기 때문에 CSR과 기업가치에 대해 유보적 입장을 견지하였다. Derwall et al.(2005)은 현재 마켓을 설명하는 모델들로는 기업의 사회적 활동이 기업의 성과에 미치는 영향을 측정하는 것이 불가능하다고 주장하였다.

국내에서는 박헌준 외(2004)는 환경성과가 좋은 기업일수록 기업의 재무적 성과도 증가하는 것으로 나타났으며, 천미림과 김창수(2011)는 기업의 사회적 책임이 기업의 재무성과에 양(+)의 영향을 미치며, 특히 CSR을 지속적으로 유지하는 기업들의 경영성과가 유의하게 좋은 것으로 나타났다.

위와 같이 기업의 사회적 활동과 기업의 성과 또는 기업의 가치에 대한 연구들은 국내외를 막론하고 활발하게 이루어지고 있다. 특히 국내에서는 CSR과 기업가치에 대한 연구들이 대부분을 차지하고 있으며, 따라서 이제는 기업의 사회적 책

임에 관한 연구의 폭을 확장시킬 필요가 있다고 사료된다. 본 연구는 CEO의 평판 관리에 대한 인센티브와 CSR, 그리고 기업가치의 관계에 대해 살펴보고자 한다. 그러나 CEO의 평판 관리에 대한 인센티브를 연구한 논문은 앞서 설명했던 바와 같이 극히 제한적이다.

Milbourn(2003)은 선행연구를 통해 CEO의 외부적 평판이 기업의 정책에 영향을 준다는 것을 발견하였다. 특히 CEO의 미디어 노출(media coverage)을 CEO 평판의 대용변수로 이용하여 CEO의 평판과 보수정책 간에 강한 상관관계가 존재하고 있음을 증명하였다. Malmendier and Tate(2009)는 경영자에 대한 미디어의 과도한 관심이 Superstar CEO를 만들고, 개인의 평판에 과도하게 신경을 쓰는 CEO들은 결국 기업가치에 악영향을 준다는 것을 확인하였다.

## 2. 가설의 설정

CEO의 평판에 대한 인센티브는 가족경영자(family CEO)<sup>2)</sup>, 비가족경영자(non-family CEO) 여부와 관계없이 공통적인 현상일 것이다. Burkart et al.(2004)은 비금전적 효익(private benefits of control) 중 하나로 평판(reputation)을 제시한 바 있으며, 이는 CEO의 총효용을 증가시키기는 요인으로 작용하기 때문에 평판을 증가시킬 인센티브가 존재한다. 본 논문에서는 CEO가 평판을 관리하기 위한 인센티브가 존재할 때, 그 수단 중 하나로서 CSR을 이용할 수 있는가의 여부가 첫 번째 관심사이다. 따라서 다음과 같은 가설 1을 설정하였다.

*가설 1: CEO의 평판 관리에 대한 인센티브와 기업의 CSR 활동은 양(+ )의 상관 관계를 갖는다.*

2) 여기서 가족경영자(family CEO)란 기업의 지배주주 본인 혹은 지배주주의 친인척을 의미하며, 비가족경영자(non-family CEO)는 그 이외의 모든 경우를 의미한다. 의결권 행사 시 비가족경영자가 지배주주의 우호세력으로 작용하는 경우가 특히 기업집단에 많은 것은 사실이다. 그러나 비가족경영자가 투표권 행사내용에 있어 지배주주와 동일하다고 할지라도 지배주주의 현금흐름을 비가족경영자와 공유한다는 것을 의미하지는 않으므로 가족경영자와 비가족경영자의 여부는 철저히 혈연관계에만 근거한다.

비록 평판 관리에 대한 인센티브가 공통적이라 하더라도, CEO가 가족경영자인가 비가족경영자인가의 여부는 차이가 있을 수 있다. 비가족경영자의 경우 임기를 채우지 못하고 교체(turnover)되거나, 임기 만료 이후 재계약, 혹은 이직을 하지 못하고 실직을 하게 되는 경우 직접적으로 금전적인 손실이 발생하기 때문에 외부적인 평판 관리에 대한 필요성을 더 느낄 수 있을 것이다. 따라서 실적을 통제 한 이후 비가족경영자의 평판 관리 인센티브가 크다면 CSR 활동에 보다 적극적일 것으로 예상된다. 이를 검증하기 위해 비가족경영자 더미변수와 평판 관리 인센티브 변수 간 교차효과에 대한 가설 2를 설정하였다. Malmendier and Tate(2009)는 CEO가 평판을 관리하는 정도의 대용변수로 언론노출빈도(media exposure)를 이용하여 자신의 커리어 관리를 위해 개인의 평판에 신경을 많이 쓰는 CEO는 그렇지 않은 CEO에 비해 기업성고가 떨어진다는 것을 보인 바 있다.

*가설 2: 비가족경영자의 높은 평판 관리 인센티브는 CSR 활동을 추가적으로 증가시키는 효과가 있다.*

CEO가 CSR 활동을 늘리는 것이 기업가치 증가를 위한 것인지 혹은 CEO 자신의 평판 관리를 위한 것인지의 여부는 CSR과 CEO의 인센티브를 함께 통제 한 상황에서 기업의 장·단기성가에 어떠한 영향을 미치는 가를 통해 명확히 살펴볼 수 있을 것이다. Barnea and Rubin(2006)은 CSR에 적극적인 기업이 오히려 대리인 비용이 크다는 것을 보인 바 있다. 대리인 문제로 인해 CSR 지출이 CEO의 평판 관리의 수단으로 작용한다면, CSR이 평판 관리에 대한 인센티브가 큰 CEO에 의해 이루어질 때 장기적으로 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 것이다.

또한 평판 관리 인센티브는 앞서 설명한 것처럼 CEO의 가족경영자-비가족경영자 여부에 따라 달라질 수도 있을 것이다. 대리인 문제1(Type 1 agency problem; Villalonga and Amit, 2006)이 존재한다면<sup>3)</sup> 비가족경영자는 기업가치에 부정적인

3) Jensen과 Meckling(1976)은 1) 주주와 경영자 간의 대리인문제(principal-agent problem), 2) 대주주와 소액주주 간의 대리인문제(majority-minority shareholder problem)를 포괄하여 주주의 대리인문제라고 표현한다. Villalonga와 Amit(2006)은 1)을 대리인문제1, 2)를 대



영향을 주더라도 자신을 위해 평판을 관리할 유인이 존재한다. 이러한 목적에 따라 지출되는 CSR은 장기 기업가치를 증가시키는 방향으로 작용하지는 않을 것이다. 그러나 단기 실적의 하락은 실적과 관련된 본인의 평판을 감소시킬 수 있으므로 단기 실적은 증가하거나 최소 감소하지 않는 상태로 유지할 것이다. 즉, CEO는 단기주의(short-termism) 행태를 보일 수도 있을 것이다. 이러한 가설을 검증하기 위해 비가족경영자 그룹을 대상으로 평판 관리 인센티브 변수와 CSR의 교차효과에 대한 가설 3(a), 3(b)를 설정하였다.

가족경영자는 상속 등의 특수한 경우를 제외한다면 상대적으로 경력 관리 유인이 떨어질 것이다. 또한 대리인 문제1로부터 자유롭기 때문에 평판 관리의 인센티브가 강하더라도 기업가치를 훼손하면서까지 CSR을 증가시킬 유인은 없을 것으로 예측된다. 다만 기업가치를 위해 단기 실적은 감소할 수도 있을 것이다. 그러나 내부주주와 외부주주 간에 발생하는 대리인 문제2가 발생한다면 양상은 달라질 수 있다. 이를 바탕으로 가족경영자 그룹을 대상으로 평판 관리 인센티브 변수와 CSR의 교차효과에 대한 가설 3(c), 3(d)를 설정하였다.

*가설 3(a): 평판 관리 인센티브가 강한 비가족경영자의 CSR 활동은 기업가치에 부정적인 영향을 줄 것이다.*

*가설 3(b): 평판 관리 인센티브가 강한 비가족경영자의 CSR 활동은 단기실적에 긍정적인 영향을 줄 것이다.*

*가설 3(c): 평판 관리 인센티브가 강한 가족경영자의 CSR 활동은 기업가치에 긍정적인 영향을 줄 것이다.*

*가설 3(d): 평판 관리 인센티브가 강한 가족경영자의 CSR 활동은 단기실적에 영향이 없을 것이다.*

리인문제2로 구분하여 표시하고 있다. 본 논문은 이러한 분류를 따라 주식의 대리인 문제를 구분한다.

### III. 표본 및 변수 설정

#### 1. 표본

본 연구의 표본기간은 CSR 지수인 경제정의지수(KEJI)와 CEO의 평판 관리에 대한 인센티브의 변수로 사용한 매경 이코노미의 ‘올해의 CEO’ 순위를 모두 구할 수 있는 2005년부터 2010년까지의 6년이다. 표본기업은 한국증권거래소(KRX: Korea Exchange)에 상장되어 있는 매출액 1,000억 원 이상의 제조업체를 대상으로 한정하였다. 매출액 기준은 ‘올해의 CEO’가 1,000억 원 기준을 사용하기 때문이며, 금융업종에 포함되는 기업들의 경우 계정과목의 성격이 제조업과 상이하여 비교가능성이 떨어지기 때문에 표본에서 제외하였다. 최종적으로 분석에 사용된 표본은 167개의 기업-연도(firm-year)로 총 73개의 기업을 대상으로 하고 있으며, 패널 데이터(Panel data)의 형태로 구성되어 있다. 연구의 실증분석을 위해 필요한 기업의 회계 관련 변수들 및 애널리스트 관련 자료는 모두 Fn-DataGuide를 이용해 추출하였다.

#### 2. CSR: 경제정의지수(KEJI Index)

표본기업들의 CSR 지수는 경제정의실천연합(경실련) 산하 경제정의연구소에서 발표하는 경제정의지수(Korea Economic Justice Institute Index; 이하 KEJI)를 이용하였다. 경제정의연구소는 1991년부터 자체 개발한 경제정의지수를 이용하여 국내 상장기업들을 대상으로 해마다 200개 기업을 선정하여 기업의 사회적 활동을 평가 및 발표하고 있다. KEJI는 기업의 건전성, 공정성, 사회봉사기여도, 소비자보호 만족도, 환경보호 만족도, 종업원 만족도, 경제발전 기여도 등 크게 7개의 항목으로 구성되어 있으며 각각의 항목에 대해 세부평가항목을 측정한다. KEJI는 총 100점 만점으로 구성된다. KEJI를 구성하는 평가항목은 <표 1>과 같다<sup>4)</sup>.

4) [http://ccej.or.kr/index.php?mid=page\\_org\\_1](http://ccej.or.kr/index.php?mid=page_org_1) 경제정의실천연구소 홈페이지 자료실의 ‘경제정의기업상 시상 자료집’을 이용하면 보다 자세한 정보를 확인 할 수 있다.

〈표 1〉 KEJ 항목별 평가지표

항목	평가항목	지표
건전성 (25)	주주구성의 건전성(12)	내부지분율
		전문경영인정도
	투자지출의 건전성(3)	경영세습상태(소유권의승계, 소유경영정도, 소유권과 책임경영)
		소비성 지출
		위험성
자본조달의 건전성(10)	관계사출자	
	관계사지급보증	
고려지표	탈세(분식회계, 탈세, 세금추징)	
공정성 (15)	공정성(5)	공정거래(위반건수, 과도한 위반행위)
		경제력집중
	투명성(8)	불성실공시 및 사업보고서 적정성
		사외이사활동
협력관계(2)	협력업체관계	
고려지표	언론사 지분보유, 금융기관 지분보유, 중소기업 고유업종침해 위반 건수	
사회봉사 기여도 (10)	소외계층보호(6)	장애인고용비율
		여성 채용비율
	사회공헌(4)	장애인 및 여성고용지원
기부금		
		사회복지지원
소비자보호 만족도 (10)	소비자 권리보호(5)	공산품 사후봉사 우수기업 및 서비스품질우수기업 인증
		고객만족 신규투자비용
		고객만족 관련수상
	품질(3)	품질관련 인증
광고(2)	광고비 과다지출 개선	
환경보호 만족도 (15)	환경개선노력(7)	환경회계공시
		에너지효율
	환경친화성(3)	환경투자(투자실적, 경영방침, 보호운동)
		환경관련 인증 및 수상
위반 및 오염실적(5)	수질, 대기분진, 특정유해물질 오염실태	
	환경위반실적 자료심사	
종업원만족도 (15)	작업장 보건 및 안전인증(2)	작업장 보건 및 안전관련 인증 및 수상
		1인당 교육훈련비
	인적자원투자(4)	교육훈련비 증가율
		임금보상수준
	임금 및 복지후생(4)	복리후생
		노사협의회 운영여부
	노사관계(2)	노사분규 발생여부
노사관계 개선을 위한 프로그램의 운영		
남녀고용평등(3)	남녀고용평등법 준수노력	
	대리직급 이상인 여직원 수	
	여성의 최고직급	
고려지표	노사협력	
	종업원지주제도	
경제발전 기여도 (10)	연구개발노력(3)	연구개발지출, 특허 및 장영실상
	경영성과 및 경제기여(7)	수익성, 성장성, 고용인력 증가율, 조세납부, 배당성향,
		노동생산성증가율, 수출기여도

### 3. CEO 평판 관리에 대한 인센티브: 매경 올해의 CEO

본 연구에서는 CEO가 자신의 평판을 관리할 인센티브의 대용변수(proxy)로 매경 이코노미가 매년 발표하는 ‘올해의 CEO’순위를 사용하였다. 매경 이코노미는 2005년부터 해마다 매출액 1,000억 원 이상의 상장회사를 대상으로 하여 50명씩 올해의 CEO를 발표하고 있다. 평가는 재무부문 및 비재무부문으로 구분되며, 각 부문을 동일비중으로 합산하여 종합순위를 발표하고 있다. 재무부문은 상장기업들을 대상으로 FN-Guide에 의뢰하여 매출액, 매출액 증가율, 당기순이익, 주당순이익, 시가총액 등 5가지 지표를 분석하여 평가순위를 발표한다. 이 중 재무부문 평가 상위 100명의 CEO에 대해 매년 300여명의 전문가들(은행 기업금융 담당임원 및 지점장, 증권사 기업분석 담당임원 및 지점장, 컨설턴트, 교수 등)의 설문조사를 바탕으로 비재무부문의 평가순위를 발표한다. 비재무부문의 설문은 경제발전 기여, 사회책임경영, 혁신경영의 3가지 평가항목으로 구성되어 있으며, 응답자들에게 분야별로 기여도가 높은 CEO 5명을 우선순위 없이 뽑도록 하고 있다. 여기서 재무부문은 재무비율 등을 통해 직접적으로 평가가 가능한 부문이며 다분히 실적을 반영하여 측정된다. 그러나 비재무부문의 평가는 재무비율 혹은 실적 외적인 부문으로 전문가집단의 질적 평가로 판단할 수 있다. 또한 전술한 바와 같이 재무부문 상위 100명에 대해서 비재무부문의 평가를 실시하기 때문에 자연스럽게 재무부문과 관련된 영향이 통제된 이후의 평가 결과로 볼 수 있다. 따라서 본 논문에서는 비재무부문을 CEO의 평판 관리 인센티브에 대한 대용변수로 이용하였다. 그러나 비재무부문의 평가에 있어서 사회책임경영 항목이 포함되어 있기 때문에 잠재적인 내생성 문제가 존재할 가능성이 높다. 본 연구에서는 이러한 내생성 문제를 제거하기 위해 비재무부문의 평가항목 중 사회책임경영을 제외한 나머지 항목들의 점수를 바탕으로 순위를 재구성하여 사용하였다.

### 4. CEO 특성 변수: non-family CEO vs. family CEO

CEO의 평판에 대한 인센티브는 비가족경영자(non-family CEO), 가족경영자

(family CEO) 여부와 무관하게 공통적임을 가설 부분에서 설명하였다. 그럼에도 가족경영자와 비가족 경영자의 경력관리 유인은 차이가 날 수 있다. 가령, 가족 경영자의 경우 가족기업이 아닌 타기업으로의 이직이 우리나라의 현실에서 흔한 일은 아니다. 반면 비가족 경영자의 경우는 다를 것이다. 이러한 차이로 인해 다른 영향이 발생하는지를 살펴보기 위해 비가족경영자이면 1, 가족경영자이면 0인 non-family CEO 더미(INDEP)를 설정하였다.

## 5. 단기 및 장기성과: EBITDA 및 Tobin's Q

CSR이 기업가치에 긍정적인 영향을 주는가의 여부는 실증적으로 일관되지는 않다.(Pava and Krausz, 1996; Landon and Smith, 1997; Waddock and Graves, 1997; Tsoutsoura, 2004) Brown et al.(2006), Barnea and Rubin(2006)은 CSR에 적극적인 기업이 대리인 비용이 크기 때문에 CSR이 기업가치에 부정적일 수 있다고 설명한다. 이러한 맥락에서 CEO가 CSR을 늘리는 것이 기업가치 증가를 위한 것인지 혹은 CEO 자신의 평판 관리를 위한 것인지의 여부는 CSR과 CEO의 인센티브를 통제 한 상황에서 장·단기성과에 어떠한 영향을 미치는 가를 통해 명확히 살펴볼 수 있을 것이다. 또한 이러한 평판 관리의 인센티브는 앞서 설명한 가족경영자-비가족경영자 여부에 따라 달라질 수 있을 것이다.

단기적 경영성과를 측정하는 EBITDA는 현금흐름표의 영업활동 현금흐름을 자산으로 나누어 계산하고, 기업의 장기적 기업가치를 측정하는 TOBIN은 기말시점의 부채와 보통주 및 우선주의 시가총액의 합을 자산으로 나누어 측정한다.

## 6. 통제변수

기업지배구조에 대한 통제변수로 기업지배구조지수(GINDEX) 및 애널리스트 커버리지(ANALYST)를 사용하였다. 기업지배구조지수(GINDEX)는 KCGS에서 발표된 자료를 이용하였다. KCGS는 매년 주주의 권리보호, 이사회, 공시, 감사기구, 경영의 과실배분 등으로 구성된 평가항목을 이용하여 상장기업들을 대상으로 지

배구조지수를 발표하고 있다<sup>5)</sup>. 애널리스트 커버리지(ANALYST)는 Fn-DataGuide에서 제공하는 자료를 이용하였으며, 해당 기업을 분석하는 애널리스트의 연도별 숫자를(annual number of analyst following per firm) 이용하였다. 선행연구에 따르면 기업의 지배구조와 애널리스트 커버리지는 CSR에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타난다(Jo and Harjoto, 2011). 기타 통제변수로 기업규모(SIZE)는 대차대조표 상의 자산총액에 자연로그를 취하여 기업의 규모를 측정하였으며, 부채비율(LEV)은 대차대조표 상의 장기부채를 자산으로 나누어 구하였다. 대리인문제를 통제하기 위하여 최대주주 지분율(CFR)을 사용하였으며, 최대주주지분율은 TS2000을 통해 추출하였으며 일부 이상한 자료는 공시를 통해 직접 수정하였다<sup>6)</sup>. 자본제약하에 CEO의 경영의사결정을 고려하여 기업의 현금보유수준(CASH)을 통제하였다. 기업의 현금보유수준은 기말현금보유액을 자산으로 나누어 구하였다. 더불어 기업의 성장성(RND) 역시 사회적 책임 활동에 영향을 미칠 수 있기 때문에 이를 통제하였으며, 기업의 연구개발비를 매출액으로 나누어 계산하였다. 마지막으로 최근 기업집단을 중심으로 사회적 책임 활동에 대한 요구가 큰 현실을 고려하여 기업집단(GROUP)에 대한 영향을 통제하였으며, 기업집단은 공정거래 위원회에서 해마다 발표하는 기준을 사용하였다.

산업더미변수(Industry dummy)는 한국표준산업분류체계의 중분류를 이용하였으며, 연도별 측정오차를 통제하기 위해 연도특성변수(Year dummy)를 추가하였다. 다음의 <표 2>는 본 연구에서 사용되는 모든 변수의 정의이다.

5) <http://www.cgs.or.kr/> 한국기업지배구조원의 ESG 평가항목 중 지배구조 항목을 참고하면 지배구조평가에 대한 자세한 정보를 확인할 수 있다.

6) 지분율이 100%가 초과되거나, 지분율이 표시되어 있지 않은 경우는 공시를 통해 직접 확인하였다.

〈표 2〉 변수의 정의

변수명	변수정의
KEJI	경제정의연구소 경제정의지수(100점 만점)
TRANK	매경 이코노미 올해의 CEO 랭킹
FRANK	매경 이코노미 올해의 CEO 재무부문 랭킹
NFRANK	매경 이코노미 올해의 CEO 비재무부문 랭킹
ANALYST	기업을 따르는 애널리스트 수(Number)
GINDEX	KCGS 지배구조지수
INDEP	지배주주 또는 친족이 대표이사이면 0, 그렇지 않으면 1
SIZE	LN(자산)
LEV	부채비율(장기부채/자산)
CASH	현금보유수준(현금보유액/자산)
RND	성장성(연구개발비/매출액)
CFR	최대주주 지분율
GROUP	공정거래위원회 기준 30대 기업집단이면 1, 그렇지 않으면 0
TOBIN	(부채 + 보통주 및 우선주 시가총액)/자산
EBITDA	영업활동 현금흐름/자산
FAGE	기업 수명

## 7. 기초통계량

〈표 3〉은 본 연구에서 사용된 변수들의 기초통계량을 제시하고 있다. 〈표 3〉의 Panel A는 전체표본에 대한 기초통계량을 나타내고 있으며, Panel B는 CSR의 규모에 따른 하위표본에 대한 기초통계량을 보이고 있다. 기업의 CSR 정도를 나타내는 KEJI의 평균점수는 100점 만점에 48.34로 나타난다. CEO의 평판을 의미하는 TRANK, FRANK, NFRANK의 평균은 각각 25.88, 27.20, 14.65으로 확인된다.

흥미로운 것은 기업의 CSR 점수에 따른 CEO 순위의 차이이다. CSR 점수의 중간값을 기준으로 CSR을 상대적으로 많이 하는 기업과 적게 하는 기업을 구분했을 때,

CEO 순위는 CSR을 많이 하는 그룹에서 평균 5.15등 높으며 그 차이 또한 통계적으로 유의하다. 즉, CSR과 CEO의 평가 순위는 정(+)<sup>1)</sup>의 상관관계가 있다. 이는 기업의 CSR 활동이 많을수록 그렇지 않은 기업에 비해 CEO가 상대적으로 좋은 평가를 받고 있는 것을 의미한다.

그러나 이러한 차이는 비재무부문에 근거한다. CEO의 재무부문의 순위를 의미하는 FRANK의 경우 기업의 CSR에 따른 차이가 유의하지 않았으나, CEO의 비재무적 부문에 대한 순위를 의미하는 NFRANK는 CSR을 많이 하는 기업의 CEO들이 상대적으로 유의하게 순위가 높은 것을 확인할 수 있으며, 평균적으로 3.21등 높았다. 그러나 CSR 점수에 따른 FRANK의 차이는 0.37등에 불과하고 유의하지도 않다. 이는 CEO의 재무적인 능력과 CSR 점수 여부는 직접적인 관계가 없다는 것을 보여주고 있다.

이상의 결과는 CEO의 비재무부문 등수인 NFRANK가 본 논문에서 CEO의 평판 관리에 대한 인센티브를 측정하는 변수로 적합하며, 그 수단으로 CSR을 설정한 것이 설득력이 있음을 보여주는 근거라고 해석할 수 있다.

표본기업 중 CSR 점수가 높은 그룹에서 비가족경영자의 비율(INDEP)이 약 31% 유의하게 더 높았다. 이는 가족경영자보다 비가족경영자가 CSR 점수를 평균적으로 더 중요시함을 의미한다. 앞서 확인한 것처럼 평판과 CSR이 정(+)<sup>2)</sup>의 상관관계가 있다고 할 때, 평판을 관리하기 위한 인센티브가 비가족경영자에서 더 클 수 있음을 지지해주는 결과로 해석할 수 있다.

성과측정변수 중 TOBIN, EBITDA는 CSR 점수에 따라 유의한 차이를 보이지는 않았으며, 단기실적 변수인 EBITDA는 CSR 점수가 높은 그룹에서 10% 유의수준에서 높았다. TOBIN은 선행된 실증 연구들에서도 일관된 결론을 내리고 있지 못하고, 또한 성과는 여러 요인에 영향을 받을 수 있으므로 단변량으로 단정적 결론을 내리기는 어렵다.

기업지배구조 변수인 GINDEX, ANALYST는 CSR 점수가 높은 그룹에서 유의하게 높았으며, 이는 기업지배구조와 CSR 간의 정(+)<sup>3)</sup>의 관계를 보여주는 기존 연구의 결과를 지지한다. 또한 CSR 점수가 높은 그룹이 자산규모(SIZE)가 5% 유의수준에



서, 현금보유 및 연구개발비(RND)가 10% 유의수준에서 큰 것으로 나타났다. 두 그룹 간 부채비율(LEV)의 차이는 유의하지 않았다. 최대주주 지분율의 경우 CSR 점수가 낮은 그룹에서 지분이 1% 유의수준에서 11.72% 낮았다. CSR 점수가 높은 그룹의 최대주주 지분율이 낮은 것은 최대주주의 모니터링 유인을 감소시켜 대리인 문제1이 발생하기 쉬운 상황일 수 있음을 의미할 수 있다. 그러나 CSR 점수가 높은 그룹은 자산규모가 동시에 크기 때문에 지분 분산이 잘되어 이러한 결과가 나왔을 수도 있다. 이러한 측면은 CSR의 결정요인이 단변량보다는 다변량으로 살펴볼 필요성을 보여주는 것으로 생각할 수 있다.

### 〈표 3〉 기초통계량

〈표3〉는 2005년부터 2010년까지 거래소에 상장된 제조업체들을 대상으로 분석에 사용된 변수들의 요약통계량이다. KEJI의 중위수를 기준으로 상·하위집단을 나누어 표본 사이에 차이검정 결과를 제시한다. 평균에 대한 차이는 t-검정을 사용하였다. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 그리고 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다. 변수의 정의는 〈표2〉에 제시되어 있다.

#### Panel A. 전체표본

변수명	표본수	평균	표준편차	최소값	중위수	최대값
KEJI	167	48.34	3.794	38.73	48.47	58.1
TRANK	167	25.88	14.94	1	26	50
FRANK	167	27.19	17.87	1	25	75
NFRANK	167	14.65	8.410	1	14	32
ANALYST	160	15.65	6.283	1	16	29
GINDEX	137	156.08	36.25	88	157	252
INDEP	167	0.748	0.435	0	1	1
SIZE	167	22.37	1.203	19.04	28.97	25.21
LEV	167	0.473	0.169	0.149	0.505	0.859
CASH	167	0.039	0.036	0.0004	0.027	0.163
RND	167	1.150	1.947	0	0.426	11.05
CFR	167	10.18	13.89	0	0.93	46.85
GROUP	167	0.688	0.464	0	1	1
TOBIN	167	1.520	0.711	0.675	1.322	4.695
EBITDA	167	0.098	0.083	-0.156	0.093	0.314

Panel B. CSR 규모에 따른 하위표본

변수명	전체표본		Small CSR 하위표본[A]		Large CSR 하위표본[B]		차이검정 [A-B]
	표본수	평균	표본수	평균	표본수	평균	평균
KEJI	167	48.34	84	45.42	83	51.29	-5.87***
TRANK	167	25.88	84	28.44	83	23.29	5.15**
FRANK	167	27.19	84	27.01	83	27.39	-0.37
NFRANK	167	14.65	84	16.24	83	13.03	3.21***
ANALYST	160	15.66	77	13.96	83	17.24	-3.28***
GINDEX	137	156.08	69	141.23	68	171.15	-29.92***
INDEP	167	0.75	84	0.6	83	0.9	-0.31***
SIZE	167	22.37	84	22.02	83	22.73	-0.71***
LEV	167	0.47	84	0.49	83	0.45	0.04
CASH	167	0.04	84	0.03	83	0.04	-0.01*
RND	167	1.15	84	0.92	83	1.42	-0.50*
CFR	167	10.18	84	16.12	83	4.4	11.72***
GROUP	167	0.69	84	0.7	83	0.67	0.03
TOBIN	167	1.52	84	1.49	83	1.56	-0.07
EBITDA	167	0.1	84	0.09	83	0.11	-0.02

〈표 4〉는 각각의 변수들 간의 상관관계를 보고하고 있다. 기업의 CSR 활동 정도를 의미하는 KEJI에 대해 TRANK, NFRANK가 0.273, 0.325으로 유의한 정(+)의 상관관계를 보이고 있다. 반면에 FRANK는 KEJI에 대해 유의한 관계를 나타내지는 않는다. 이는 가설 1과 같이 재무적 부문의 평가보다 비재무적 부문에 대한 평가가 높은 CEO들이 CSR 활동을 활발하게 하고 있다는 것으로 해석된다. 또한 KEJI와 INDEP가 유의한 정(+)의 상관관계를 보이고 있어, 비가족경영자가 CSR에 적극적인임을 보여주고 있어 가설 2의 추론을 뒷받침한다.

기업집단더미와(GROUP) 최대주주지분율(CFR)은 KEJI와 유의한 음(-)의 상관관계를 나타내고 있다. 이를 최대주주의 지분과 TOBIN의 유의한 정(+)의 상관관계와 함께 고려하면, 가족경영자가 기업가치 하락을 감수하면서까지 CSR을 통해 평판 관리를 하지는 않을 것이라는 가설 3과 같은 추론을 할 수 있을 것이다.

본 연구의 통제변수로 이용된 ANALYST, GINDEX, SIZE는 KEJI에 정(+)의 관계를 나타내고 있다. 즉, 기업의 모니터링 역할을 수행해줄 수 있는 애널리스트의 수가 많고, 기업지배구조가 좋으며, 기업의 규모가 클수록 CSR 활동을 많이 하는 것으로 보인다. 반면 부채비율이 높은 기업들은 상대적으로 CSR 활동에 소극적인 것으로 보인다.

〈표 4〉 상관계수표

〈표 4〉는 분석에 사용된 변수들의 피어슨 상관계수(Pearson Correlation)를 보여준다. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 그리고 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다. 변수의 정의는 〈표 2〉에 제시되어 있다.

(1)KEJI	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	
1																
(2)TRANK	0.273***	1														
(3)FRANK	0.009	0.712***	1													
(4)NFRANK	0.325***	0.743***	0.226***	1												
(5)ANALYST	0.409***	0.441***	0.284***	0.469***	1											
(6)GINDEX	0.581***	0.331***	0.013	0.393***	0.342***	1										
(7)INDEP	0.302***	0.014	0.056	-0.023	0.235***	0.172**	1									
(8)SIZE	0.388***	0.575***	0.361***	0.584***	0.551***	0.607***	0.201***	1								
(9)LEV	-0.194**	0.001	-0.021	0.006	-0.261***	-0.098	0.028	0.098	1							
(10)CASH	0.111	-0.001	-0.049	0.044	0.058	-0.028	0.145*	-0.095	0.019	1						
(11)RND	0.209***	0.152**	-0.009	0.270***	0.344***	0.114	-0.07	0.096	-0.423***	0.032	1					
(12)CFR	-0.466***	-0.161**	-0.001	-0.223***	-0.245***	-0.319***	-0.400***	-0.272***	-0.043	-0.199***	-0.001	1				
(13)GROUP	-0.167**	0.031	0.085	0.137*	0.060	-0.236***	-0.061	0.118	0.222***	-0.147*	-0.094	0.185**	1			
(14)TOBIN	0.166**	0.032	-0.127	0.173**	0.079	-0.014	0.046	-0.285***	-0.166**	0.136*	0.388***	-0.034	-0.132*	1		
(15)EBITDA	0.209***	0.261***	0.153**	0.248***	0.200**	0.111	0.037	-0.045	-0.363***	-0.031	0.350***	-0.119	-0.137*	0.361***	1	
(16)FACE	-0.075	0.132*	0.118	0.143*	0.018	-0.174**	-0.112	-0.048	-0.243***	-0.051	0.144*	0.214***	0.124	-0.249***	-0.105	1

## IV. 실증 분석

### 1. CEO의 평판 관리에 대한 인센티브와 기업의 CSR 점수와의 관계

〈표 5〉는 본 연구의 가설을 고정효과분석을 통해 회귀분석을 한 결과이다(firm fixed effect panel regression). 단, CEO 순위에 해당하는 TRANK, FRANK, NFRANK는 본래 낮을수록 높은 순위를 의미하기 때문에 결과를 해석할 때 직관적이지 않다. 따라서 해석상의 편의를 위해 각 순위에 (-)1을 곱하여 분석하였으며, 이는 〈표 5〉에서도 동일하게 적용된다.

모형 (1)부터 (4)은 CEO의 재무부문, 비재무부문을 모두 고려한 순위, 즉 CEO 순위(TRANK)를 이용하여 CEO 순위와 CSR 점수와의 관계를 보여준다. TRANK의 계수가 양수로 나타나 CEO 순위가 높을수록 기업의 CSR 점수가 증가하기는 하였으나 유의하지 않았다.

모형 (5)부터 (8)은 TRANK를 구성하는 두 요소인 CEO의 재무부문 순위(FRANK), 비재무부문 순위(NFRANK)를 구분하여 기업의 CSR 점수와의 관계를 살펴보고 있다. 주목할 점은 FRANK와 NFRANK의 상반된 효과이다. FRANK는 CSR 점수에 일관되게 음(-)의 영향을 미치고 있으며, 모형 (5), (7) 외의 모든 모형에서 유의하다. 반면, 비재무부문 평가 순위 NFRANK는 CSR 점수에 일관되고 유의하게 양(+)의 영향을 미치고 있다. 이는 왜 TRANK와 CSR 점수와의 관계가 유의하지 않았는지에 대해 설명해 주는 동시에 CEO의 평판 관리 인센티브에 대한 추론을 가능하게 한다.

CEO는 비금전적 효익을 증가시키기 위해서 혹은 경력 관리를 위해 자신의 평판을 관리할 인센티브가 있다. 좋은 평판은 재무부문에서 우수한 실적을 보인 경우 영향을 받을 수 있다. 따라서 이를 통제한 이후 이외의 부문에서 CEO가 본인의 이미지 개선 및 인지도 상승을 위해 CSR을 이용한다면 이는 비재무부문 순위에 반영될 것이다. 재무부문 순위가 높은 CEO는 평판 관리를 위해 CSR을 굳이 추가적으로 활용할 유인이 부족하기 때문에 FRANK의 계수가 음(-)의 값을 갖게 되며, 비재무부문 순위가 높은 CEO는 실적 외적인 부문에서 평판 관리를 할 유인이 상대적으로 강하기 때문에 NFRANK의 계수가 양(+)의 값을 갖게 된다고 저자들은 해석하였다. 그리고 이러한 결과는 CEO의 평판 관리에 대한 인센티브와 기업의

CSR 활동은 양(+)<sup>1</sup>의 상관관계를 갖는다는 가설 1을 지지한다.

한편, 평판을 관리할 인센티브가 높은 비가족경영자의 경우 CSR을 추가적으로 증가시키는 효과가 있을 것이라는 가설 2를 검증하기 위해 모형 (9)에서 비가족경영자 더미(INDEP)와 비재무적 순위(NFRANK)의 교차항을 추가하였다. 비재무적 순위(a)와 비가족경영자(b)의 교차항의 계수는 유의하게 양(+)<sup>2</sup>의 값을 갖는다. 즉, 비가족경영자 중에서 비재무부문 순위가 높을수록 CSR 투자를 활발하게 한다는 것을 의미한다. 이는 가설 2와 같이 향후 경력을 위해 평판을 관리할 유인이 가족경영자보다 더 큰 비가족경영자가 실제 좋은 평판을 유지하고자 할 때 CSR에 보다 적극적임을 보인다.

그러나 위와 같은 해석은 <표 5>의 결과만으로는 완전히 검증할 수는 없으며, CEO의 평판 관리 인센티브와 기업가치와의 관계를 살펴봐야 분명해질 것이다. 즉, CSR이 CEO의 평판 관리 인센티브에 의해 수행되는 경우 기업가치에 긍정적인 효과를 주지 못하거나, CSR의 효과를 저하시키는 경우에 위의 해석은 타당할 것이다. 이와 관련된 분석은 <표 6>을 통해 추가적으로 다루어질 것이다.

한편 CSR과 평판 관리 인센티브는 내생성 문제가 있을 수도 있다. Borghesi et al.(2014)처럼 언론 노출이 기업의 CSR을 증가시키는 효과를 갖는다고 주장하는 선행연구와 같이 본 논문은 평판 관리를 위해 CSR을 증가시킨다는 것을 검증하고자 한다. 그러나 CSR을 증가시켰기 때문에 평판이 높아질 수도 있다는 해석 또한 가능하다. <표 5>의 고정효과분석을 통한 회귀분석은 이러한 내생성 문제를 고려한 분석이다.

#### <표 5> 경영자 평판이 CSR에 미치는 영향

<표 5>는 경영자의 평판이 기업의 CSR에 미치는 영향에 대한 고정효과회귀분석(firm-fixed effect)의 결과를 보여준다. 종속변수인 KEJI는 기업의 CSR 활동을 의미하는 경제정의지수이다. TRANK는 매경이코노미가 발표하는 올해의 CEO 랭킹을 의미하고, FRANK와 NFRANK는 각각 금융부문과 비금융부문의 랭킹을 의미한다. 나머지 변수에 대한 설명은 <표 2>를 참조한다. 열(1)~(4)는 TRANK가 CSR에 미치는 영향을, 열(5)~(8)은 FRANK와 NFRANK가 CSR에 미치는 영향을 측정하였다. 열(9)는 교차항분석을 통해 비가족경영자가 CSR에 미치는 영향을 검증하였다. 모든 회귀식에는 연도더미, 표준산업분류 중

분류에 의한 산업더미가 포함된다. []안의 숫자들은 이분산(heteroskedasticity) 조정된 표준 오차(standard errors)로 계산된 t-value를 의미한다. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 그리고 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다. 분석에 이용한 회귀식은 다음과 같다.

$$KEJI_t = \alpha_0 + \alpha_1 RANK\ Variables_t + \alpha_2 GINDEX_t + \alpha_3 ANAL_t + \alpha_4 LEV_t + \alpha_5 SIZE_t + Year_t + Industry_t + \epsilon_t$$

$$KEJI_t = \alpha_0 + \alpha_1 NFRANK_t + \alpha_2 INDEP_t + \alpha_3 NFRANK \times INDEP_t + Control\ Variables + \epsilon_t$$

Dependent	KEJI (1)	KEJI (2)	KEJI (3)	KEJI (4)	KEJI (5)	KEJI (6)	KEJI (7)	KEJI (8)	KEJI (9)
TRANK	0.029 [1.53]	0.018 [0.83]	0.028 [1.48]	0.017 [0.74]					
FRANK					-0.009 [-0.97]	-0.022** [-2.06]	-0.009 [-0.85]	-0.022** [-2.01]	-0.022** [-2.28]
NFRANK(a)					0.107** [2.29]	0.102** [2.60]	0.102** [2.05]	0.098** [2.41]	-0.084 [-0.79]
INDEP(b)									5.563** [2.36]
(a)×(b)									0.214** [2.01]
GINDEX		0.015 [0.71]		0.017 [0.74]		0.008 [0.38]		0.009 [0.39]	0.009 [0.44]
ANALYST			0.001 [0.01]	0.034 [0.36]			0.005 [0.04]	0.055 [0.60]	0.104 [1.17]
SIZE	-0.866 [-0.61]	-3.291** [-2.04]	-0.849 [-0.54]	-3.540** [-2.12]	-0.424 [-0.28]	-3.378** [-2.04]	-0.425 [-0.25]	-3.763** [-2.07]	-4.359** [-2.41]
LEV	-0.296 [-0.05]	2.272 [0.47]	0.861 [0.16]	4.342 [0.82]	0.615 [0.11]	3.993 [0.80]	1.575 [0.26]	5.823 [1.05]	4.591 [0.78]
CASH	3.957 [0.45]	1.364 [0.17]	3.967 [0.42]	1.996 [0.24]	6.170 [0.73]	4.537 [0.55]	5.887 [0.65]	5.726 [0.69]	6.141 [0.76]
RND	-0.734 [-1.24]	-0.673* [-1.69]	-0.742 [-1.25]	-0.709* [-1.68]	-0.701 [-1.20]	-0.649 [-1.60]	-0.716 [-1.22]	-0.693 [-1.62]	-0.645 [-1.46]
CFR	-0.045 [-0.50]	0.013 [0.13]	-0.051 [-0.55]	0.002 [0.01]	-0.024 [-0.27]	0.025 [0.24]	-0.030 [-0.34]	0.010 [0.09]	-0.030 [-0.30]
GROUP	2,820*** [4.01]	2,890*** [3.72]	2,829*** [4.02]	2,943*** [3.80]	2,512*** [3.01]	2,589*** [2.79]	2,527*** [3.08]	2,644*** [2.89]	2,487*** [2.04]
Intercept	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year/Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
No. Obs	167	137	160	131	167	137	160	131	131
Adj. R-sq	0.118	0.243	0.099	0.218	0.138	0.297	0.115	0.271	0.309

## 2. 평판관리 인센티브에 따른 CSR 활동이 기업성과에 미치는 영향

〈표 6〉은 가족경영자 여부에 따른 기업의 CSR 활동이 장, 단기적으로 미치는 영향을 분석함으로써 가설 3을 검증하고자 한다. 여기서 대리인 문제의 유형에 따라 기업가치, 단기 실적에 미치는 영향이 다를 수 있으므로 표본을 가족경영자 여부에 따라 나누어 분석하였다. EBITDA는 기업의 단기적 경영성과를 의미하며, TOBIN은 장기 기업가치를 의미한다. EBITDA는 현금흐름표 상 영업활동 현금흐름을 자산으로 나눈 값이며, TOBIN은 기말시점의 부채와 보통주 및 우선주 시가총액의 합을 자산으로 나눈 값이다. TRANK, FRANK, NFRANK의 해석의 편의를 위해 각 순위에 (-)1을 곱하여 분석하였다.

〈표 6〉의 Panel A는 전체표본에 대한 분석 결과이다. 모형 (1)과 (2)는 KEJI가 TOBIN에 미치는 영향을, 모형 (3)과 (4)는 KEJI가 EBITDA에 미치는 영향을 나타내고 있다. 모형 (1)과 (2)를 통해 기업의 CSR 활동이 장기적 경영성과에 양(+)의 영향을 주고 있음을 확인할 수 있다. 이는 CSR이 기업가치에 긍정적인 영향을 준다고 하는 선행 연구들(Landon and Smith, 1997; Waddock and Graves, 1997; Tsoutsoura, 2004)의 결과를 지지한다. 그러나 CSR과 CEO의 평판 관리의 인센티브의 교차항을 포함시킨 모형 (2)는 CSR이 항상 기업가치를 증가시키는 것은 아님을 보여주고 있다. NFDUM(b)는 NFRANK의 중간값보다 큰 값을 갖는 경우 1의 값을 갖는 더미변수이다. 이를 통해 비재무적 부문의 평판이 좋은 CEO들의 CSR 활동은 Tobin's Q로 측정된 기업가치를 감소시키는 요인으로 작용함을 확인할 수 있다. KEJI의 계수값과 함께 살펴보면 CSR로 인해 기업가치가 증가하는 효과는 발생하고 있으나, 그 효과는 비재무적 부문의 평판이 좋은 CEO들의 그룹에서는 감소한다. 즉, 가설 3에서 언급하고 있는 것처럼 기업가치를 감소시키는 정도까지는 아니지만 CSR로 인한 기업가치 증가 효과를 떨어뜨리는 영향을 주고 있다.

〈표 6〉의 Panel B는 가족경영 여부에 따른 하위표본을 나누어 분석한 결과이다. 모형 (1)부터 (4)는 비가족경영자 기업의 CSR 활동이 기업가치 및 단기성과에 미치는 영향을 나타내고 있다. 모형 (1)을 보면 Panel A의 결과와 마찬가지로 기업의



CSR 활동은 기업가치에 양(+ )의 영향을 주고 있다. 모형 (2)의 결과를 살펴보면, 교차항의 계수값이 유의한 음(-)의 값으로서 CSR로 인한 기업가치 효과를 감소시키고 있음을 알 수 있다. 더구나, KEJI의 계수 및 교차항의 계수값을 통해 CSR로 인한 순 효과를 살펴보면 CSR로 인한 가치 상승분을 제거시키고 심지어 기업가치를 감소시키는 것을 확인할 수 있어 가설 3(a)를 지지한다. 다만, 기업가치 감소분이 경제적으로 의미를 가진다고 주장하기는 어렵다. 단기 실적의 대응변수인 EBITDA의 경우 NFRANK는 모형 (3)에서 유의한 양(+ )의 값을 가졌다. 모형 (4)에서 KEJI 및 교차항의 계수값은 유의하지 않았다. 여기서 CSR은 다분히 기업가치 증가를 위해 이루어지므로 계수값 및 교차항이 반드시 유의할 필요는 없다. 평판 관리 인센티브가 높은, 즉 NFRANK가 높은, 비가족경영자가 CSR을 증가시키는 경우 기업가치에 유의하게 음(-)의 영향을 주었으나 단기 실적에 유의한 영향을 주지는 않았다. 모형 (2)와 (4)를 바탕으로 해석해보면 비가족경영자들 중에서도 비재무적 순위가 높은 경영자들은 기업가치보다 개인의 평판을 제고시키기 위하여 CSR 활동을 이용할 수 있다는 해석이 가능하다. 모형 (3)은 이러한 해석을 일정 부분 보완해주고 있다. 모형 (3)에서 비가족경영자들 중 CEO평판 관리의 인센티브가 높을수록, 즉 NFRANK가 높을수록 기업의 단기성과에 정(+ )의 영향을 주는 것으로 확인된다. CEO의 평판 관리 인센티브가 개인적인 목적에 기인한다면 이는 단기 실적에는 긍정적인 영향을 주거나 최소한 부정적인 영향을 주지는 않으며 장기 기업가치에는 부정적인 영향을 줄 것이다.

기타 통제 변수 중 부채비율(LEV)이 높을수록 단기 실적이 유의하게 낮았다. 또한 모형 (1)에서 SIZE가 클수록 장기 기업가치가 감소하고 있는데 이는 기업규모가 클수록 수익성이 감소하는 것을 나타내기 때문에 당연한 결과이다.

모형 (5)에서 (8)은 가족경영자들의 CSR 활동이 기업가치 및 단기 실적에 미치는 영향을 나타내고 있다. 가족경영자들의 경우 평판 관리 인센티브 NFRANK가 기업가치에 유의한 영향을 주지 않는 것을 확인할 수 있으며, CSR 활동 역시 기업가치에 유의한 영향을 주지 않았다. 가족경영자를 대상으로 한 분석들은 표본의 수가 적어서 통계적인 의미를 부여하는데 다소 무리가 있다.

모형 (5), (6)에서 기업지배구조의 대용변수 중 하나인 애널리스트 커버리지가 높을수록 장기 기업가치인 TOBIN 또한 유의하게 증가하는 것을 확인할 수 있었다. 모형 (7)에서 애널리스트 커버리지가 증가할수록 단기 실적인 EBITDA 또한 유의하게 증가하였다. 기업지배구조의 다른 대용변수인 GINDEX는 (5), (6)의 TOBIN에 유의한 영향을 확인할 수 없었으며, EBITDA에는 유의한 음(-)의 영향을 가졌다. 이는 변수들의 성격에 기인하는 것으로 보인다. GINDEX의 경우 장기 기업가치가 아닌 단기 실적인 EBITDA에 영향을 반드시 줄 필요는 없다. 그러나 애널리스트 커버리지의 경우 단기 실적, 주가로 대표되는 장기 기업가치와 밀접한 영향이 있어 유의한 결과가 나온 것으로 판단된다.

모형 (5)에서 재무부문 순위가 높을수록 오히려 기업가치가 감소하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 한국에서 대리인문제2에 대한 영향으로 인해 나타날 수 있다고 판단된다. 선행연구를 통해 강형철(2014)은 지배주주 가족의 직접경영이 EBITDA 및 TOBIN에 부정적인 영향을 줄 수 있음을 보인 바 있다.

한편, CSR과 기업가치 역시 내생성 문제가 있을 수 있다. CSR로 인해 기업가치가 증가한 것이 아니라 기업가치가 높기 때문에 CSR에 적극적이었을 수 있기 때문이다. 이에 대한 강건성 검정은 역시 <표 7>에서 다루기로 한다.

#### <표 6> 가족경영 여부에 따른 CSR 활동이 기업성과에 미치는 영향

<표 6>은 가족경영 여부에 따른 기업의 CSR이 기업의 장·단기성과에 미치는 영향에 대한 회귀분석의 결과를 보여준다. 기업의 장기적 가치를 의미하는 TOBIN은 보통주와 우선주 시가총액과 부채의 합을 자산으로 나누어 계산하였으며, 기업의 단기적 성과를 의미하는 EBITDA는 영업활동 현금흐름을 자산으로 나누어 측정하였다. 나머지 변수에 대한 설명은 <표 2>를 참조한다. Panel A는 전체표본을 대상으로 한 분석의 결과이며, Panel B의 열(1)~(4)는 비가족 경영자에 대한 표본을, 열(5)~(8)은 경영자가 지배주주 또는 친족인 경우를 대상으로 한 검정결과이다. 모든 회귀식에는 연도더미, 표준산업분류 중분류에 의한 산업더미가 포함된다. [ ]안의 숫자들은 이분산(heteroskedasticity)이 조정된 표준오차(standard errors)로 계산된 t-value를 의미한다. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 그리고 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다. 분석에 이용한 회귀식은 다음과 같다.

$$Firm Value_t = \alpha_0 + \alpha_1 KEJI_t + \alpha_2 FRANK_t + \alpha_3 NFRANK_t + Control Variables + \epsilon_t$$

$$Firm Value_t = \alpha_0 + \alpha_1 KEJI_t + \alpha_2 NFDUM_t + \alpha_3 KEJI_t \times NFDUM_t + Control Variables + \epsilon_t$$

Panel A. 전체표본 분석

Dependent	TOBIN (1)	TOBIN (2)	EBITDA (3)	EBITDA (4)
KEJI(a)	0.053** [2,38]	0.088*** [2,76]	0.003 [1,14]	0.002 [0,67]
FRANK	0.002 [0,69]	0.003 [0,98]	0.001 [1,46]	0.001 [1,44]
NFRANK	0.028*** [3,13]		0.003** [2,09]	
NFDUM(b)		3.152** [2,17]		-0.105 [-0,49]
(a)×(b)		-0.060** [-2,01]		0.003 [0,74]
GINDEX	0.003 [1,21]	0.003 [1,20]	-0.000 [-0,25]	-0.000 [-0,18]
ANALYST	0.012 [1,18]	0.005 [0,38]	0.002 [1,47]	0.003 [1,51]
SIZE	-0.551*** [-5,05]	-0.482*** [-4,85]	-0.022** [-2,35]	-0.025** [-2,53]
LEV	0.611* [1,91]	0.758** [2,19]	-0.123** [-2,18]	-0.095* [-1,68]
CASH	-0.621 [-0,38]	-0.266 [-0,16]	-0.113 [-0,56]	-0.095 [-0,48]
RND	0.097*** [2,93]	0.133*** [4,05]	0.005 [1,46]	0.007** [2,24]
Intercept	Yes	Yes	Yes	Yes
Year/Industry	Yes	Yes	Yes	Yes
No. Ons.	131	131	131	131
Adj. R-sq	0.470	0.447	0.335	0.333

Panel B. 가족경영 여부에 따른 하위표본 분석

Dependent	Non-family CEO				Family CEO			
	TOBIN (1)	TOBIN (2)	EBITDA (3)	EBITDA (4)	TOBIN (5)	TOBIN (6)	EBITDA (7)	EBITDA (8)
KEJI(a)	0.045* [1.70]	0.090*** [2.96]	0.001 [0.43]	0.004 [1.25]	-0.021 [-0.33]	0.011 [0.09]	0.005 [0.31]	-0.003 [-0.15]
FRANK	0.005 [1.06]	0.006 [1.36]	0.001 [1.58]	0.001* [1.91]	-0.007 [-0.88]	-0.009 [-1.01]	0.001 [0.115]	-0.001 [-0.06]
NFRANK	0.031** [2.23]		0.004*** [2.86]		0.043** [2.59]		0.005 [1.17]	
NFDUM(b)		4.800* [1.84]		0.359 [1.57]		1.717 [0.31]		-0.622 [-0.66]
(a)×(b)		-0.092* [-1.75]		-0.006 [-1.25]		-0.030 [-0.24]		0.015 [0.72]
GINDEX	0.003 [0.87]	0.003 [0.93]	0.000 [0.70]	0.000 [0.92]	-0.003 [-0.48]	-0.002 [-0.31]	-0.003*** [-3.09]	-0.003** [-3.01]
ANALYST	0.001 [0.097]	-0.017 [-0.872]	0.001 [0.389]	-0.001 [-0.630]	0.049 [1.657]	0.063 [1.586]	0.009 [1.725]	0.009 [1.792]
SIZE	-0.503*** [-3.13]	-0.408*** [-3.25]	-0.024** [-2.13]	-0.026** [-2.10]	-0.413 [-1.04]	-0.413 [-1.21]	-0.013 [-0.26]	-0.032 [-0.50]
LEV	0.411 [0.78]	0.471 [0.82]	-0.094* [-1.73]	-0.057 [-1.00]	1.564 [1.33]	2.208 [1.48]	-0.145 [-0.58]	-0.118 [-0.49]
CASH	0.724 [0.35]	1.199 [0.60]	-0.147 [-0.70]	-0.114 [-0.58]	-2.704 [-0.48]	0.250 [0.03]	0.042 [0.05]	0.260 [0.27]
RND	0.056 [0.91]	0.097 [1.66]	0.010** [2.14]	0.015*** [3.05]	0.163* [1.81]	0.173* [1.87]	0.004 [0.25]	0.002 [0.12]
Intercept	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year/Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
No.Obs.	98	98	98	98	33	33	33	33
Adj.R-sq	0.327	0.298	0.437	0.482	0.700	0.539	0.253	0.154

### 3. 강건성 검정

〈표 7〉은 CEO의 평판이 CSR에 미치는 영향과 가족경영 여부에 따른 CSR 활동이 기업성과에 미치는 영향에 대한 분석의 강건성을 위하여 내생성 문제를 통제

한 이후의 결과를 나타내고 있다. 패널 데이터의 경우 기업고정효과 분석을 통해 시계열 상관성이 존재하거나, 시차변수를 사용하지 않으면서 내생성이 있을 때 오차가 작은 기법으로 알려져 있다(Flannery and Hankins, 2013).

하지만 앞서 언급한 것과 같이 CEO의 평판 관리 인센티브가 높아서 CSR이 높을 수 있고, 반대로 CSR 수준이 높아서 CEO의 평판이 높을 수도 있다. 그리고 CSR에 적극적이어서 기업가치가 높아질 수도 있지만, 반대로 기업가치가 높기 때문에 여유자금이 많아서 CSR에 적극적이었을 수도 있다. 따라서 이러한 내생성 문제 해결을 위해 도구변수(instrument variable)를 이용한 2단계 최소자승법(2-stage least squares)을 이용하여 강건성 검정을 실시하였다. 도구변수로는 KEJI와 상관관계가 낮으면서 CEO 평판과 상관관계가 높은 기업수명변수(FAGE)를 이용하였다.

〈표 7〉의 Panel A는 CEO의 평판이 CSR에 미치는 영향에 대해 도구변수를 이용한 2SLS 중 2nd stage의 결과로 〈표 5〉와 질적으로 동일하다. Panel A의 모형 (1)부터 (4)를 통해 내생성을 통제한 이후에도 CEO의 전체평가순위인 TRANK가 CSR에 유의한 영향을 미치지 못하고 있음을 확인할 수 있다. 또한 모형 (5)부터 (8)을 통해 내생성을 통제한 이후에도 CEO의 비재무부분에 대한 순위, 즉 NFRANK가 기업의 CSR에 양(+)의 영향을 주고 있는 것을 보이고 있다. 모형 (9)에서도 유의수준은 약간 하락하였으나 기존의 결과와 마찬가지로 평판 관리 인센티브가 강한 비가족경영자의 경우 CSR을 더 적극적으로 하는 것으로 나타났다.

〈표 7〉의 Panel B는 가족경영 여부에 따른 CSR 활동이 기업성공에 미치는 영향에 대해 도구변수를 이용한 2SLS 중 2nd stage의 결과이며, 〈표 6〉의 Panel B와 질적으로 동일하다. 〈표 6〉의 구성과 마찬가지로 모형 (1)부터 (4)는 비가족경영자 기업의 CSR이 기업성공에 미치는 영향을 나타내고 있다. 기존의 결과와 마찬가지로 내생성을 통제한 이후에도 비가족경영자들 중 비재무부분 순위가 높은 경영자들의 CSR은 기업의 장기적 성과에 음(-)의 영향을 미치고 있음을 확인할 수 있다.

## 〈표 7〉 강건성 검정

〈표 7〉은 도구변수를 이용하여 내생성을 통제한 2SLS 분석의 결과를 보여준다. Panel A는 내생성을 통제한 이후 경영자의 평판이 CSR에 미치는 영향을 분석한 결과이며, Panel B는 내생성을 통제한 이후 가족경영 여부에 따른 CSR 활동이 기업성장에 미치는 영향을 분석한 결과를 나타낸다. 각각의 결과는 2nd stage 회귀분석의 결과이며, 모든 회귀식에는 연도더미, 표준산업분류 중분류에 의한 산업더미가 포함된다. 변수들에 대한 설명은 〈표 2〉, 〈표 5〉, 〈표 6〉을 참조한다. []안의 숫자들은 이분산(heteroskedasticity)이 조정된 표준오차(standard errors)로 계산된 t-value를 의미한다. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 그리고 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

## Panel A. 경영자의 평판이 CSR에 미치는 영향

Dependent	KEJI (1)	KEJI (2)	KEJI (3)	KEJI (4)	KEJI (5)	KEJI (6)	KEJI (7)	KEJI (8)	KEJI (9)
TRANK	0.010 [0.08]	0.193 [0.89]	-0.008 [-0.05]	0.114 [0.56]					
FRANK					-0.015 [-0.79]	0.004 [0.22]	-0.021 [-1.15]	-0.003 [-0.15]	-0.000 [-0.00]
NFRANK(a)					0.298*** [2.64]	0.248** [2.48]	0.275*** [2.61]	0.227** [2.47]	-0.511 [-1.63]
INDEP(b)									7.016** [2.13]
(a)×(b)									0.489* [1.78]
GINDEX		0.056*** [3.04]		0.051*** [2.78]		0.039*** [3.68]		0.039*** [3.89]	0.054*** [3.07]
ANALYST			0.122 [1.13]	0.072 [0.63]			0.122** [2.23]	0.118** [2.24]	0.139* [1.85]
SIZE	0.941 [0.99]	-1.423 [-0.68]	0.924 [0.87]	-0.839 [-0.51]	0.271 [0.60]	-0.469 [-1.03]	0.074 [0.16]	-0.653 [-1.50]	-0.136 [-0.24]
LEV	-4.038*** [-2.60]	-0.615 [-0.29]	-2.472 [-1.51]	-0.117 [-0.06]	-4.057* [-1.83]	-2.077 [-0.95]	-3.319 [-1.58]	-1.382 [-0.67]	-0.079 [-0.06]
CASH	6.393 [0.88]	12.497 [1.55]	9.069 [1.41]	12.962* [1.76]	13.429* [1.69]	13.532* [1.78]	12.736 [1.64]	12.858* [1.73]	14.546 [1.21]
RND	0.171 [1.01]	-0.005 [-0.02]	0.120 [1.03]	0.023 [0.17]	-0.123 [-0.69]	-0.066 [-0.40]	-0.194 [-1.08]	-0.135 [-0.82]	0.196 [1.14]
CFR	-0.095*** [-4.85]	-0.104*** [-4.30]	-0.092*** [-2.88]	-0.101*** [-3.38]	-0.108*** [-3.66]	-0.099*** [-3.65]	-0.100*** [-3.41]	-0.091*** [-3.40]	-0.102*** [-3.28]
GROUP	-0.647 [-1.25]	0.996 [1.10]	-0.319 [-0.45]	0.798 [0.99]	-0.348 [-0.53]	0.371 [0.59]	-0.390 [-0.60]	0.323 [0.52]	0.841 [0.71]
Intercept	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year/Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
No. Obs.	167	137	160	131	131	131	131	131	131
Adj. R-sq	0.329	0.280	0.393	0.431	0.264	0.384	0.309	0.423	0.196

Panel B. 가족경영 여부에 따른 CSR 활동이 기업성과에 미치는 영향

Dependent	Non-family CEO				Family CEO			
	TOBIN (1)	TOBIN (2)	EBITDA (3)	EBITDA (4)	TOBIN (5)	TOBIN (6)	EBITDA (7)	EBITDA (8)
KEJI	0.105** [2.28]	0.207*** [3.41]	0.010** [2.34]	0.007 [1.41]	0.021 [0.68]	0.014 [0.13]	0.002 [0.39]	-0.015 [-0.97]
FRANK	0.006 [1.37]	0.008* [1.78]	0.002*** [3.07]	0.002*** [2.89]	-0.002 [-0.49]	-0.002 [-0.65]	0.001 [1.37]	0.001 [1.44]
NFRANK	0.032*** [3.51]		0.004*** [3.00]		0.043*** [5.29]		0.003 [1.32]	
NFDUM		10.463*** [3.55]		0.269 [0.92]		0.773 [0.19]		-0.870 [-1.19]
(a)×(b)		-0.206*** [-3.47]		-0.004 [-0.66]		-0.006 [-0.06]		0.020 [1.26]
GINDEX	0.002 [0.60]	-0.001 [-0.29]	0.000 [1.20]	0.000 [1.52]	-0.001 [-0.16]	0.000 [0.07]	-0.001 [-1.31]	-0.001 [-1.20]
ANALYST	0.005 [0.29]	-0.032 [-1.36]	-0.001 [-0.48]	-0.001 [-0.58]	0.014 [1.03]	0.027 [1.57]	0.000 [0.14]	0.001 [0.46]
SIZE	-0.583*** [-4.64]	-0.336*** [-2.84]	-0.044*** [-3.97]	-0.041*** [-3.88]	-0.472*** [-3.58]	-0.441*** [-3.39]	-0.023 [-0.90]	-0.021 [-0.85]
LEV	0.573 [1.31]	-0.190 [-0.37]	-0.064 [-1.22]	-0.082 [-1.58]	0.530 [1.56]	0.775* [1.88]	-0.108 [-1.01]	-0.117 [-1.05]
CASH	-0.236 [-0.09]	0.981 [0.44]	-0.192 [-0.86]	-0.084 [-0.42]	-2.899 [-1.55]	-2.050 [-1.04]	-0.187 [-0.55]	-0.191 [-0.57]
RND	0.070 [1.62]	0.078* [1.85]	0.013*** [3.24]	0.013*** [3.63]	0.151*** [5.46]	0.184*** [6.53]	0.005 [0.85]	0.008* [1.70]
Intercept	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year/Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
No. Obs.	98	98	98	98	33	33	33	33
Adj. R-sq	0.258	0.075	0.272	0.365	0.741	0.682	0.137	0.074

## V. 결론

본 논문은 CEO의 평판 관리에 대한 인센티브가 기업의 사회적 책임 활동에 어떠한 영향을 주는지 확인하고, CEO의 평판 관리 인센티브에 기인된 CSR 활동이 기업의 장·단기적 가치에 미치는 영향에 대해 분석하였다. 기업의 CEO들은 비금전적 효익 혹은 본인의 경력 관리를 위해 평판을 관리할 인센티브가 있으며, 이를 위한 수단으로 기업의 사회적 활동을 이용할 가능성이 존재한다. 따라서 이러한 CEO들은 장기적인 기업가치보다는 본인의 이익을 위한 용도로 CSR을 이용할 수 있다.

2005년부터 2010년까지 6년간 국내 제조업체들을 대상으로 고정효과분석을 통해 평판 관리에 대한 CEO의 인센티브와 기업의 CSR 간에 정(+)의 관계가 있음을 확인하였다. 또한 이러한 인센티브는 비가족경영자의 경우 CSR 활동을 추가적으로 증가시키는 방향으로 작용하였다. 그리고 비가족경영자의 경우 CSR을 통해 기업의 가치를 향상시키는 것이 아니라 오히려 기업가치에 악영향을 줄 수도 있음을 확인하였다.

기존의 CSR 관련 연구들은 대부분 기업의 사회적 활동이 기업가치에 미치는 영향에 대해서 진행되었다. 반면에 본 연구는 기업의 사회적 활동이 오히려 CEO의 사적이익을 위한 하나의 수단으로 사용될 수도 있음을 시사한다는 점에서 의미를 갖는다.



## 참고문헌

- 강형철, “기업집단에서 지배주주 가족에 의한 경영과 기업성과”, 재무연구, 제27권 1호, 2014, pp. 141-176.
- 박현준 · 권인수 · 신현한 · 정지웅, “기업의 환경성과와 재무성과의 관계”, 경영학 연구, 제33권 5호, 2004, pp. 1461-1487.
- 천미림 · 김창수, “CSR의 지속성이 CSR과 재무성과의 관계에 미치는 영향”, 회계 정보연구, 제29권 3호, 2011, pp. 351-374.
- Barnea, A., and A. Rubin, “Corporate Social Responsibility as a Conflict between Shareholders”, University of Texas at Austin, Working Paper, 2006.
- Becchetti, L., Ciciretti, R., and Hansan, I., “Corporate Social Responsibility and Shareholder’s Value: An Event Study Analysis”, Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper, 2007.
- Borghesi, R., J.F. Houston, and A. Naranjo, “Corporate Socially Responsible Investments: CEO Altruism, Reputation, and Shareholder Interests”, Journal of Corporate Finance, forthcoming, 2014.
- Brown, W., E. Helland, and J. Smith, “Corporate Philanthropic Practices”, Journal of Corporate Finance”, Vol. 12, 2006, pp. 855-877.
- Bruyn, S., “The field of Social Investment”, Cambridge University Press, 1987.
- Burkart, M., F. Panunzi, and A. Shleifer, “Family firms”, Journal of Finance”, Vol. 58, 2004, pp. 2167-2202.
- Derwall, J., N. Guenster, R. Bauer, and K. Koedijk, “The Eco-Efficiency Premium Puzzle”, Financial Analysts Journal, Vol. 61, 2005, pp. 51-63.
- Edmans, A., Gabaix, X., and Landier, A., “A multiplicative model of optimal CEO incentives in market equilibrium”, Review of Financial Studies, Vol 22, 2009, pp. 4881-4917.

- Faccio, M., "Politically Connected Firms", *American Economic Review*, Vol. 96, 2006, pp. 369-386.
- Flannery, M. J., and Hankins, K. W., "Estimating dynamic panel models in corporate finance", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 19, 2013, pp. 1-19
- Francis, J., Huang, A., S. Rajagopal, and Zang, A., "CEO reputation and earnings quality", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 25, 2008, pp. 109-147.
- Friedman, M., "The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits", *New York Times Magazine*, 1970, pp. 122-126.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H., "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 1976, pp. 305-360.
- Jo, H. and Harjoto, M. A., "Corporate Governance and Firm Value: The Impact of Corporate Cosical Responsibility", *Journal of Business Ethics*, Vol. 103, 2011, pp. 351-383.
- Jones, T. M., "Corporate social responsibility revisited, redefined", *California Management Review*, Vol. 22, 1980, pp. 59-67.
- Landon, S., and C. E. Smith, "The Use of Quality and Reputation Indicators by Consumers: The case of Bordeaux Wine", *Journal of Consumer Policy*, Vol. 20, 1997, pp. 289-323.
- Maignan, I., and Ferrell, O. C., "Corporate citizenship as a marketing instrument- Concepts, evidence, and research directions", *European Journal of Marketing*, Vol. 35, 2001, pp. 457-484.
- Malmendier, U., and Tate, G., "Superstar CEOs", *The Quarterly Journal of Economics*, 124, 2009, pp. 1593-1638.
- Milbourn, T., "CEO reputation and stock-based compensation", *Journal of Financial Economics*, Vol. 68, 2003, pp. 233-262.
- Pava, M. and Krausz, J., "The Assosiation Between Corporate Social Responsibility

- and Financial Performance: The Paradox of Social Cost”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 15, 1996, pp. 321-357.
- Rajagopal,S., Shevlin,T., and Zamora,V., “CEO’s outside employment opportunities and the lack of relative performance evaluation in compensation contracts”, *Journal of Finance*, Vol. 61, 2006, pp. 1813-1844.
- Schwartz,R., “Corporate Philanthropic Contributions”, *Journal of Finance*, Vol. 51, 1968, pp. 1201-1225.
- Statman,M., “Socially Responsible Mutual Funds”, *Financial Analysts Journal*, Vol. 56, 2000, pp. 30-39.
- Tsoutsoura,M., “Corporate Social Responsibility and Financial Performance”, UC Berkely, Working Paper, 2004.
- Ullmann,A., “Data in Search of a Theory: A Critical Examination of the Relationship Among Social Performance, Social Disclosure, & Economic Performance”, *Academy of Management Review*, Vol. 10, 1985, pp. 450-477
- Villalonga,B. and R,Amit, “How do Family Ownership, Management, and Control Affect Firm Value?”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 80, 2006, pp. 385-417.
- Waddock,S.A. and Graves,S.B., “The Corporate Social Performance Financial Performance Link”, *Strategic Management Journal*, Vol. 18, 1997, pp. 303-319.
- Yermack,D., “Flights of fancy: Corporate jets, CEO perquisites, and inferior shareholder returns”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 80, 2006, pp. 211-242.

## Abstract

CEO has incentive to manage their reputation from either private benefits of control or career concern. We examine whether CEO's incentive to manage their reputation can affect CSR activity of the firm they manage. Further, we explore the effect of CSR, driven by such incentive, on firm value and short-term performance.

Using Korean companies from 2005 to 2010, we find significantly positive relation between CEO's incentive to manage their reputation and CSR activities after controlling governance and firm characteristic variables. Non-family CEO, with greater incentive for reputation management, significantly increases the CSR activities more. Further, we find that CSR does not increase firm value when CSR is made by non-family CEO with greater incentive for reputation management. Even worse, these incentive driven CSR significantly decreases firm value. We interpret the result that CSR activities could be exploited as a means to improve CEO's reputation, when the CEO has larger incentive to manage their reputation.

※ **Key words:** CEO, Reputation, Corporate Social Responsibility, Non-family CEO, Firm Value