

# 기업의 사회적 책임과 기업가치: 공급계약 공시를 통한 분석

김누리<sup>1</sup>, 권경민<sup>2\*</sup>

<sup>1</sup>한양대학교 경상대학 경영학부, <sup>2</sup>홍익대학교 경영대학 경영학부

## Valuation Effects of Corporate Social Responsibility: The Evidence from Supply Contracts in Korea

Noolee Kim<sup>1</sup>, Kyoung-Min Kwon<sup>2\*</sup>

<sup>1</sup>College of Business and Economics, Hanyang University-ERICA

<sup>2</sup>College of Business Administration, Hongik University

**요약** 본 연구는 CSR활동의 성과가 기업의 가치에 미치는 영향을 공급계약 공시라는 주요 이해관계자와의 사건을 통하여 실증적으로 연구 분석하였다. 경제정의실천연구소에서 제공하는 CSR성과지표인 KEJI Index와 한국거래소의 공급계약 공시를 이용한 연구결과, CSR의 성과가 높을수록 공급계약을 맺을 확률이 낮았으며 공시일의 누적비정상수익률도 낮았다. 동결과는 기업의 CSR활동이 주주의 부를 감소시킨다는 CSR에 대한 부정적인 견해를 지지한다. 그러나 이러한 CSR활동의 부정적인 영향은 CSR성과의 수준별로 차이가 있으며, 최상위의 성과를 낸 경우에는 이러한 부정적인 영향이 없고, 차상위의 성과를 낸 경우에 이러한 부정적인 영향의 대부분이 집중되어 있었다. 이는 최상위의 성과를 내는데 실패한 CSR활동은 기업 가치에 부정적인 영향을 줄을 암시한다.

**Abstract** We examine the effect of Corporate Social Responsibility activities on the value of corporations through the supply contracts with customers, one of important stakeholders. The analyses using KEJI index and supply contract announcements show that the likelihood of involving in a supply contract is lower and the announcement return is lower when CSR performance is higher. However, this negative effect of CSR is different across the level of CSR performance. The negative effects of CSR do not exist in the firms with highest level of CSR performance while most of the negative effects are concentrated in the firms with mediocre performance in CSR. These results indicate that market recognizes not best CSR activities but mediocre CSR activities as sacrifice of shareholder value.

**Keywords** : Corporate Social Responsibility, Valuation, Stakeholder, Supply Contract

### 1. 서론

기업의 사회적 책임 (Corporate Social Responsibility: 이하 CSR)은 기업이 짊어져야 할 책무인가? 기업의 의사결정에 주주 부의 극대화 이 외에 사회적 책임이라는 다른 차원의 기준이 개입되는 것은 바람직한 일인가? 공공선의 추구는 기업경영의 영역 안에 존재하는 것인가? 사회적 책임에 대한 투자는 기업의 가치에 어떠한 영향

을 미치는가? 지금까지 이와 같은 질문들에 대한 답을 찾기 위해 많은 연구가 수행되어 왔으며, 최근 들어 환경 보호를 통한 지속 가능한 성장에 대한 중요성이 강조되고, TOMS 등 기업의 이익추구를 지역사회에의 기여와 연결하여 성공을 거둔 기업들의 사례가 소개되면서 기업의 사회적 책임에 대한 관심이 더욱 증가하고 있다.

그러나 증가하고 있는 기업의 CSR에 대한 관심과 투자에도 불구하고 CSR에 대한 투자와 기업의 성과와의

이 논문은 2012년 한양대학교 교내연구비 지원으로 연구되었음(HY-2012-G).

\*Corresponding Author : Kyoung-Min Kwon (Hongik University)

Tel: +82-2-320-1700 email: km.kwon@hongik.ac.kr

Received July 21, 2015

Revised August 17, 2015

Accepted September 11, 2015

Published September 30, 2015

관계는 여전히 논쟁의 대상이며 혼재된 실증적 결과들 (mixed evidence)이 보고되고 있다. 본 연구에서는 한국의 상장기업들이 공시하는 공급계약의 대규모 자료를 사용하여, 기존연구에서 수행치 못했던 CSR에 대한 이해관계자(stakeholders)의 역할에 대하여 실증적으로 분석함으로써 이 주제에 관한 새로운 관점을 제시하고자 한다. 본 연구에서 공급계약에 초점을 맞추고 있는 이유는 크게 두 가지이다. 첫 번째로, CSR활동에 밀접하게 영향을 주고받는 고객과의 거래관계를 시작하는 사건인 공급계약의 공시자료를 사용함으로써 이해관계자이론(stakeholder theory)에 대한 실증적 검증이 가능하기 때문이다. 두 번째로, 공급계약의 공시라는 사건을 이용하여 사건일 전후의 수익률을 사용함으로써 기존의 연구들이 갖고 있는 CSR과 기업의 성과의 관계에서의 역의 인과관계(reverse causality) 문제를 최소화할 수 있기 때문이다.

본 연구에서는 CSR에 대한 두 가지의 상반된 견해를 가설로 설정하여 검증하고자 한다. 그 중 첫 번째 견해는, CSR은 주주의 이익을 희생하여 주주 이외의 이해관계자들의 가치를 증대시킨다는 견해이다. 다른 또 하나의 견해는, CSR은 기업에 이익이 되는 행위이며 주주 가치의 극대화라는 목적과 일치하는, 주주를 위한 경영진의 의사결정이라는 견해이다. 한국거래소에 공시된 2004년부터 2011년도까지의 공급거래계약의 공시와 경제정의실천연합 산하의 경제정의연구소에서 발표하는 경제정의지수(Korea Economic Justice Institute Index)를 사용하여 이 가설을 검증하고 결론과 시사점을 제시한다.

## 2. 선행연구와 가설설정

### 2.1 CSR에 대한 부정적 관점

Milton Friedman은 기업의 경영자는 주주의장기적 이해관계를 위해 업무를 수행해야 하고 이러한 의사결정이 자유시장경제의 근간이며 자유시장경제에 충실한 것이 사회적 부의 증가를 추구하는 것이라고 주장하였다. CSR에 대한 투자는 장기적으로 주주 부의 극대화를 목표로 하고 있어야 하며 그렇지 않다면 CSR에 대한 투자는 기업의 가치를 하락 시킬 것이고 궁극적으로 사회적 부도 감소시킬 것으로 보았다[1]. 이는 CSR이 기업가치

에 미치는 영향에 대한 문제의 범위를 CSR에 대한 투자 비용이 주주의 부에 공헌하는 것 이하로 적정하게 산정되어 있는지의 문제로 좁혀준다.

사회적인 책임에 투자를 많이 하고 있다고 인식되는 기업들이 긍정적인 재무적 성과를 내지 못한다는 실증적인 연구들이 적지 않게 제시되어 왔다[2-5]. 이러한 CSR활동과 기업가치 간의 음의 관계의 원인으로 지목되고 있는 것은 대리인문제인데, CSR활동은 주주 가치의 극대화를 방해하는 필요이상의 비용을 유발하며[3, 6], 기부금을 많이 내는 기업의 대리인 비용이 높다는 것이 관찰되었다[5]. 또한, 기업의 사회적 활동은 직접적 대리인 비용으로 거론되는 경영자 자신의 사적이익(private benefit)을 위해 지출되는 특혜비용(Corporate perks)이나 경영진의 편의를 위한 기업소유항공기(Corporate jets) 등과 유의한 상관관계가 있고, 기업지배구조가 개선될수록 기업의 사회적 기여활동의 수준이 낮아지는 경향이 있음이 보고되었다[7].

### 2.2 CSR에 대한 긍정적 관점

CSR활동이 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다는 견해 역시 존재한다. 기업이 CSR활동을 하는 이유는 기업의 명성을 유지하고 보다 나은 평판을 얻기 위함이며[8], 기업의 사회적 평판이 개선됨으로 인한 기업이 미지 채고로 경영성과가 증진될 수 있다는 것이다[9]. 이와 관련하여, CSR을 통하여 재무적 성과를 향상시킬 수 있다는 결과들이 보고되었고[9-12], 이러한 재무성과에 대한 긍정적인 영향의 원천으로는 CSR활동이 이해관계자들(Stakeholders)과 우호적이고 협력적인 관계를 구축하는 데 있어 중요한 역할을 한다는 것이 제시되었다[13]. 이는 주주 부의 극대화를 이루기 위한 활동으로, 지배구조가 더욱 효율적인 기업일수록 CSR활동에 많은 투자를 하고 있으며 기업가치도 높은 것으로 보고되었으며[14-16], 기업인수합병에 있어서도 CSR의 성과가 높은 인수기업의 합병공시일의 초과수익률이 CSR의 성과가 낮은 인수기업에 비해 높았으며, 합병 후의 영업성과와 장기 주식수익률도 높은 것으로 보고되었다[17].

### 2.3 연구가설의 설정

그러나 CSR활동이 기업의 재무적 성과와 기업가치를 증대시키거나 악화시키는 효과는 여러 조건에 따라 달라질 수 있다. 자본시장은 기업의 부정적인 CSR 뉴스에는

강하게 부정적으로 반응하고 긍정적인 CSR 뉴스에는 약하게 부정적으로 반응하여 투자자들은 전반적으로 CSR 정책을 선호하지 않는 것으로 나타났으나, 이해관계자(Stakeholder)와의 관계가 좋지 않은 기업의 경우 이를 개선하는 긍정적인 CSR활동은 기업의 가치에 긍정적인 도움을 주는 것으로 나타났다[18].

이러한 기존 연구를 바탕으로 볼 때, 중요한 이해관계자(Stakeholder) 중 하나인 고객과의 관계를 시작하는 공급계약은 CSR활동이 기업가치에 미치는 영향을 볼 수 있는 중요한 사건이라고 할 수 있다. CSR활동에 대한 긍정적인 관점에서 본다면, CSR활동에의 투자가 많이 이루어지고 결과적으로 CSR활동의 성과가 높은 기업일수록 거래 상대방으로서 선호될 것이며 거래 조건의 협상에서 유리할 것이다. 그러므로 자본시장은 CSR활동의 성과가 높은 기업일수록 공급계약의 공시에 대해 긍정적으로 평가할 것이다. 반대로 CSR활동에 대한 부정적인 관점에서 본다면, CSR활동에의 투자가 많이 이루어지고 CSR활동의 성과가 높은 기업일수록 거래 상대방으로서 선호되지 않을 것이며 거래를 하더라도 거래조건의 협상에 있어서 불리할 것이다. 그러므로 CSR활동의 성과가 높은 기업일수록 공급계약 체결에 대한 자본시장의 반응은 부정적일 것이다. 이러한 논리를 바탕으로 다음과 같은 두 개의 경쟁적 가설을 설정할 수 있다.

**귀무가설 1:** CSR활동에서의 높은 성과를 내는 기업은 낮은 성과를 내는 기업에 비해서 공급계약을 체결할 확률이 있어서 차이가 없을 것이다.

**대립가설 1:** CSR활동에서 높은 성과를 내는 기업은 낮은 성과를 내는 기업에 비해서 공급계약을 체결할 확률이 높을(낮을) 것이다.

**귀무가설 2:** CSR활동에서 높은 성과를 내는 기업은 낮은 성과를 내는 기업에 비해서 공급계약 획득 시 자본시장으로부터 받는 가치 평가에 있어 차이가 없을 것이다.

**대립가설 2:** CSR활동에서 높은 성과를 내는 기업은 낮은 성과를 내는 기업에 비해서 공급계약 획득 시 자본시장으로부터 긍정적(부정적)인 가치평가를 받을 것이다.

### 3. 실증분석

#### 3.1 자료

본 연구는 CSR활동의 기업가치에 대한 기여도에 관한 가설을 검증하기 위해, 경실련 산하의 경제정의실천연구소에서 제공하는 2004년부터 2011년까지 8년 동안의 KEJI Index를 이용하여 CSR활동을 측정하였다. 경제정의실천연구소에서는 매년 기업의 CSR활동과 그 성과를 측정하여 200위까지의 기업을 발표한다. 또한 고객사라는 중요한 이해관계자(Stakeholder)와의 관계의 시작점인 공급계약은 한국거래소 유가증권시장에 상장되어 있는 기업들의 공급계약 체결 공시를 통해 공급계약의 공급자와 고객사, 계약과 관련된 내용들을 수작업으로 수집하였으며, FN Data Guide를 통하여 동 기간의 주가와 재무제표 자료를 수집하였다. 공급계약을 체결한 기업들의 표본 중 주가자료와 재무제표 자료가 사용 가능한 표본만을 사용하였으며 이러한 과정을 거쳐 최종적으로 1,264개의 기업-연도(firm-year) 표본을 확정하였다.

#### 3.2 주요 변수의 구성

공급계약 체결일 주위의 누적비정상수익률(CAR: Cumulative Abnormal Return)을 구하기 위해서 MacKinlay의 방식을 원용하였다[19]. 정상수익률을 구하기 위하여 시장모형(market model)을 사용하였으며, 일별비정상수익률(AR: Abnormal Return)  $AR_{it}$ 는 일별 수익률(R: Return)  $R_{it}$ 에서 일별정상수익률을 차감하여 계산하였다.

$$AR_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha} + \hat{\beta}R_{mt}) \quad (1)$$

이렇게 구해진 일별비정상수익률을 수평적으로 합산하여 누적비정상수익률을 산정하였다.

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \quad (2)$$

분석에 사용된 변수들의 요약통계량은 Table 1에 제시되어 있다. 기업가치에 대한 영향을 측정하기 위해 사용된 변수는 누적비정상수익률 CAR(-1,0)로서 공급계

Table 1. Summary Statistics

	Median	Mean	Min	Max
CAR(-1,0)	0.006	0.011	-0.300	0.279
CSR200 (dummy)	0.000	0.201	0.000	1.000
Deal value	0.089	0.154	0.001	6.890
Contract term (mon.)	23.00	29.79	0.00	312.00
Recontract (dummy)	0.000	0.268	0.000	1.000
ROA	0.034	0.024	-0.544	0.212
Sales (billion won)	529.0	2,660.0	5.7	58,800.0
Leverage	0.033	0.068	0.000	0.469
Market cap. (billion won)	195.0	1,790.0	5.9	25,700.0
Tobin's q	1.050	1.166	0.453	4.220
Stock price run-up	0.111	0.236	-0.866	5.954

약공시일 하루 전일부터 공시당일까지의 누적비정상 수익률이다. 본 연구의 관심변수인 CSR활동의 성과변수인 CSR200은 KEJI인덱스로 공시되는 CSR성과가 해당 연도에 상위 200위에 드는 경우에는 ‘1’, 아닌 경우에는 ‘0’이 부여된 dummy변수이다. 공시계약 자체의 특성을 통제하기 위하여 Deal value, Contract term, Recontract의 세 가지 변수가 사용되었는데, Deal value는 공급계약 상의 공급계약금액을 공급자의 직전 회계연도 매출액으로 나누어 산정하였으며, Contract term은 공시된 공급계약 상 계약기간으로서 단위는 개월 수이다. 또한, 해당 공급계약이 해당 고객사제로의 첫 공급계약이면 ‘1’, 아니면 ‘0’을 부여하여 Recontract를 산정하였다. 공급기업의 특성을 통제하기 위하여 ROA(Return on Assets), Sales, Leverage, Market Cap.(Market Capitalization), Tobin's q, Stock price run-up을 사용하였다. ROA는 공시계약 직전 회계연도 당기순이익을 총자산으로 나누어 계산한 총자산수익률이며, Sales는 매출총액, Leverage는 장부상의 장기부채를 총자산가액으로 나누어 계산한 부채비율이고, Tobin's q는 기업의 투자기회를 통제하기 위한 변수로서 총부채 가액과 시가총액의 합, 즉 자산의 시장가치를 장부상의 총자산으로 나누어 산정하였다. 마지막으로 Stock price run-up은 공급계약 공시일로부터 이전 6개월간의 주식수익률이다.

### 3.3 분석결과

가설 1을 검증하기 위하여 Table 2에서와 같이 Logit regression 분석을 실시하였다. 종속변수는 해당 연도에 공급계약을 맺은 경우는 ‘1’, 아닌 경우는 ‘0’인 dummy

Table 2. Logit regression

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
CSR200	-0.57** (0.13)				
CSR (3 level)		-0.28** (0.08)			
CSR (within 200)			0.23 (0.23)		
CSR100				-0.25 (0.15)	
CSR (100-200)					-0.66** (0.17)
ROA	-0.10 (0.64)	-0.17 (0.64)	-0.56 (1.75)	-0.31 (0.64)	-0.19 (0.66)
Ln(sales)	-0.24** (0.08)	-0.25** (0.08)	-0.22 (0.21)	-0.26** (0.08)	-0.25** (0.08)
Leverage	1.09 (0.76)	1.10 (0.76)	1.61 (1.91)	1.16 (0.77)	1.17 (0.76)
Ln(mkt. cap.)	0.28** (0.08)	0.30** (0.08)	0.56** (0.19)	0.32** (0.08)	0.29** (0.08)
Tobin's q	-0.00 (0.15)	-0.00 (0.15)	-0.08 (0.26)	0.01 (0.15)	0.03 (0.16)
Constant	-5.28** (1.59)	-5.44** (1.59)	-9.09** (2.17)	-5.70** (1.59)	-5.41** (1.59)
Industry fixed effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year fixed effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	3,346	3,346	786	3,346	3,346
Pseudo R <sup>2</sup>	0.16	0.16	0.13	0.15	0.16

Heteroskedasticity robust standard errors in parentheses

\*\*p<0.01, \*p<0.05, †p<0.1

변수이며, ROA와 매출액에 자연로그를 취한 Ln(sales), Leverage, 시가총액에 자연로그를 취한 Ln(Mkt. cap.), Tobin's q를 통하여 기업의 특성을 통제하여 다변량 분석을 실행하였다. Table 2의 모형 (1)에서는 CSR활동의 성과가 KEJI 점수 상위 200위에 들어가는 기업과 그렇지 않은 기업으로 나누어 분석하였다. CSR성과 상위 200위 이내의 기업들은 그렇지 않은 기업들과 비교하여 공급계약을 맺을 확률이 통계적으로 유의하게 낮았다. 이는 모형 (2)에서 보는 바와 같이 CSR 상위 100기업을 2, 상위 101위에서 200위까지의 기업을 1, 그 이외의 기업을 0으로 점수화한 변수를 통한 분석에서도 같은 결과를 보여준다. 상위 기업일수록 공급계약을 맺을 확률이 유의하게 떨어지는 것으로 분석되었고 이는 CSR활동에 대한 부정적인 견해와 일치하는 결과이다. 그러나 이러한 결과는 CSR성과에 따라 공급계약을 맺을 확률이 정확히 단조적으로 감소함을 의미하는 것은 아니다. CSR 성과 상위 200위 안의 기업들만을 대상으로 하여 분석한 모형 (3)에서는 1위부터 100위까지 기업에 ‘1’을 부

**Table 3.** Difference-in-Mean test

	CSR200=1: (A)	CSR200=0: (B)	t-test: (A-B)
CAR(-1,0)	0.58%	1.40%	-0.82%* (-2.31)

Heteroskedasticity robust standard errors in parentheses

\*\*p<0.01, \*p<0.05, +p<0.1

여하고 101위부터 200위까지의 기업에 ‘0’을 부여한 변수의 계수가 양(+)이기는 하나 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 이는 비록 통계적으로 유의하지는 않으나 상위 100개 기업이 차상위 100개 기업보다 공급계약을 맺을 확률이 높으며, 적어도 확률이 더 낮지는 않다는 것을 보여준다. 또한 CSR 상위 100개 기업에 ‘1’을 부여하고 나머지는 ‘0’을 부여한 변수를 이용한 모형 (4)에서도 계수가 통계적으로 유의하지 않아서 CSR 최상위 100개 기업의 경우에는 특별히 다른 기업에 비하여 공급계약을 맺을 확률이 떨어지지 않는 것으로 나타났다. 반면 CSR 차상위 100개 기업 (101위-200위)에 ‘1’을, 그 외의 기업에 ‘0’을 부여한 dummy 변수를 이용한 모형 (5)에서는 이들 기업이 통계적으로 유의하게 공급계약을 맺을 확률이 떨어지는 것으로 나타났다. 종합적으로 볼 때, 모형 (1)에서의 결과는 CSR 차상위 100개 기업에 집중되어 있다는 것을 알 수 있다.

가설 2를 검증하기 위해서 우선적으로 단변량 분석을 실시하였다. Table 3에서와 같이 공급계약 공시기업의 누적비정상수익률은 CSR활동의 성과가 상위 200위에 들었을 경우에는 평균 0.58%를 기록하였으며, 그렇지 못한 경우에는 평균 1.40%를 기록하여 CSR활동의 성과가 우수할수록 공급계약 공시의 누적비정상수익률이 무려 0.82%나 낮았음을 알 수 있다. 이 차이는 5% 수준에서 유의하였으며, 이는 CSR에 대한 부정적 관점을 지지한다.

Table 4에서는 가설 2를 다변량 회귀분석을 통해 검증한다. 종속변수는 공급계약 공시일 1일 전부터 공시당 일까지의 2일간의 누적비정상수익률을 사용하였고, 독립변수는 앞의 Logit 분석에서 사용한 CSR성과 변수를 같은 방식으로 사용하였다. 모형 (1)에서는 CSR성과 최상위 200개 기업의 누적비정상수익률이 다른 기업들에 비해서 통계적으로 유의하게 1% 낮음을 보여 주고 있다. 이러한 결과는 CSR의 성과를 3단계의 점수로 구성

**Table 4.** OLS Regression

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
CSR200	-0.01* (0.00)				
CSR (3 level)		-0.00+ (0.00)			
CSR (within 200)			0.01+ (0.01)		
CSR100				-0.00 (0.00)	
CSR (100-200)					-0.01* (0.00)
Deal value	0.01+ (0.01)	0.01+ (0.01)	0.01 (0.03)	0.01+ (0.01)	0.01+ (0.01)
Contract term	-0.00 (0.00)	-0.00 (0.00)	-0.00 (0.00)	-0.00 (0.00)	-0.00 (0.00)
Recontract	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)	0.00 (0.01)	0.00 (0.00)	0.00 (0.00)
ROA	-0.00 (0.03)	-0.00 (0.03)	0.07+ (0.04)	-0.00 (0.03)	-0.01 (0.03)
Ln(sales)	-0.00 (0.00)	-0.00 (0.00)	-0.01+ (0.01)	-0.00 (0.00)	-0.00 (0.00)
leverage	-0.02 (0.02)	-0.02 (0.02)	0.13* (0.05)	-0.02 (0.02)	-0.02 (0.02)
Ln(mkt. cap.)	-0.00 (0.00)	-0.00 (0.00)	0.01 (0.01)	0.00 (0.00)	-0.00 (0.00)
Tobin's q	0.00 (0.01)	0.00 (0.01)	0.00 (0.02)	0.00 (0.01)	0.00 (0.00)
Stock price run-up	-0.01+ (0.00)	-0.01+ (0.00)	0.00 (0.01)	-0.01+ (0.00)	-0.01+ (0.00)
Constant	0.17** (0.03)	0.17** (0.03)	0.09 (0.05)	0.16** (0.03)	0.17** (0.03)
Industry fixed effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year fixed effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1,264	1,264	254	1,264	1,264
R <sup>2</sup>	0.04	0.04	0.12	0.03	0.04

Heteroskedasticity robust standard errors in parentheses

\*\*p<0.01, \*p<0.05, +p<0.1

한 모형 (2)에서도 일관되게 나타나고 있다. 그러나 앞의 Logit 분석과 마찬가지로, CSR성과 최상위 200개 기업만을 대상으로 한 모형 (3)에서 최상위 100개 기업의 누적비정상수익률은 차상위 100개 기업의 누적비정상수익률보다 유의하게 높았으며, 이는 모형 (1)과 (2)에서 나타난 CSR성과와 공급계약 공시의 누적비정상수익률의 음(-)의 상관관계가 단조적(monotonic)이지는 않음을 보여 준다. 이는 모형 (4)의 CSR성과 최상위 100개 기업에게만 ‘1’을 부여하고 나머지 기업에게는 ‘0’을 부여한 변수 CSR100의 계수가 음(-)이긴 하나 통계적으로 유의하지 않음에서 다시 확인된다. 모형 (1)의 결과는 CSR성과 최상위 100개 기업에 의해 발생된 것이 아니며, 모형

(5)에서 보는 바와 같이 CSR성과 차상위 100개 기업으로부터 기인함을 확인할 수 있다.

종합적으로 볼 때, CSR성과가 높은 기업은 CSR활동에 대한 부정적인 관점과 일관되게 중요한 이해관계자인 고객사와 공급계약을 체결할 확률이 낮으며, 공급계약 체결에 따른 공시효과(valuation effects)도 상대적으로 낮은 것으로 나타났다. 그러나 이러한 현상은 CSR성과 최상위 100위 이내의 기업에서는 나타나지 않고, 차상위 100위에 속한 기업에서 나타나고 있음이 밝혀졌다.

#### 4. 결론

본 연구는 기업의 중요한 이해관계자의 하나인 고객사와의 관계를 시작하는 첫 걸음인 공급계약의 체결이 기업의 CSR활동으로부터 어떤 영향을 받는지를 알기 위해, CSR활동의 성과가 공급계약 체결의 확률에 어떻게 영향을 주는 지, 그리고 공급계약 체결에 대한 시장의 평가에 어떻게 영향을 주는 지를 분석하였다. 전반적으로 CSR활동에서의 높은 성과는 고객사 입장에서 매력적인 공급자의 특성으로 인식되지는 않는 것으로 확인되며 CSR활동에 대한 부정적 관점의 기존 연구를 지지한다. 그러나 이러한 인식은 CSR성과의 수준에 따라 차이가 있는 것으로 나타났다. CSR활동에 있어서의 최상위급의 성과는 CSR활동에 대한 고객사들의 부정적인 인식을 없애 주며, 최상위 수준의 CSR성과는 공급자의 기업성과에 해가 되지는 않는다는 것을 인식하고 있는 것으로 파악된다. 이러한 추정은 공급계약 체결시의 누적 비정상수익률이 최상위의 CSR성과를 보이는 기업에 있어서는 부정적인 영향을 받지 않는다는 분석결과에 의해서 지지 받는다. 그러나 차상위의 CSR성과를 보이는 기업에 있어서는 CSR활동이 기업의 성과에 부정적 영향을 미치는 것을 알 수 있다. 이는 CSR활동이 최상위의 성과를 내지 못한다면 기업가치에 악영향을 주는 투자행위임을 암시한다.

본 연구는 다음과 같은 측면에서 관련 기존 연구에 공헌하고 있다. 첫 번째, 공급계약의 공시를 분석자료로 이용함으로써 중요한 이해관계자인 고객사가 공급자의 CSR활동을 어떻게 평가하는 지에 대해, 그리고 이해관계자와의 관계를 시작하는 시점에서의 상대방 선택의 문제를 직접적으로 분석한 최초의 연구라는데 의의가 있

다. 두 번째로 기존 연구에서 보고된 CSR성과의 수준과 기업가치의 관계에 대한 상반된 결과에 대해, 이 둘 간에 단조적(monotonic)인 선형관계가 존재하지 않으며 그 수준의 차이에 따라 다른 양상을 보일 수 있다는 것을 보여 주었다. 평범한 수준의 CSR성과를 내는 기업은 그보다 못한 CSR성과를 내는 기업보다 낮은 평가를 받아 평균적으로 시장에서 부정적으로 평가하였으며 최상위의 CSR성과를 보이는 기업에게는 그러한 부정적 평가가 존재하지 않음을 보였다. 세 번째, CSR의 성과가 기업가치에 미치는 영향을 공급계약의 공시라는 사건을 중심으로 분석함으로써 기존 관련연구에서 문제시되어 왔던 인과관계의 문제를 감소시켰다고 할 수 있다.

그러나 본 연구는 다음과 같은 점에서 한계를 지니며 차후 추가적인 연구의 필요성을 제시한다. 우선 본 연구는 자료의 부족으로 인하여 KEJI 점수를 구성하는 세부적인 요소들이 기업가치에 미치는 영향에 대해 분석하지 못하였다. 자료가 준비 된다면 CSR의 여러 영역들이 기업가치에 미치는 영향을 보다 구체적으로 밝힐 수 있을 것으로 기대된다. 또한 공급자의 CSR성과가 고객사의 가치에 미치는 영향 또한 공급계약 상의 계약 상대방에 대한 자료의 부족으로 분석하지 못하였다. 차후에 자료여건이 허락한다면 CSR활동이 이해관계자에게 미치는 영향에 대해서도 연구할 수 있는 기회가 될 것이다.

#### References

- [1] M. Friedman. (1970, September 13) The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times Magazine*. 32-33, 122-124.
- [2] K. E. Aupperle, A. B. Carroll, and J. D. Hatfield, "An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Profitability," *Academy of Management Journal*, vol. 28, pp. 446-463, June 1985.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.2307/256210>
- [3] M. Pava and J. Krausz, "The association between corporate social-responsibility and financial performance: The paradox of social cost," *Journal of Business Ethics*, vol. 15, pp. 321-357, March 1996.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.1007/BF00382958>
- [4] H. Hong and M. Kacperczyk, "The price of sin: The effects of social norms on markets," *Journal of Financial Economics*, vol. 93, pp. 15-36, July 2009.

- DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.09.001>
- [5] W. O. Brown, E. Helland, and J. K. Smith, "Corporate philanthropic practices," *Journal of Corporate Finance*, vol. 12, pp. 855-877, December 2006.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2006.02.001>
- [6] A. Barnea and A. Rubin, "Corporate social responsibility as a conflict between shareholders," *Journal of Business Ethics*, vol. 97, pp. 71-86, November 2010.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.1007/s10551-010-0496-z>
- [7] I.-H. Cheng, H. G. Hong, and K. Shue, "Do Managers Do Good with Other Peoples' Money?," presented at the AFA 2013, San Diego, 2014.
- [8] C. C. Verschoor, "Ethical Culture: Most Important Barrier to Ethical Misconduct," *Strategic Finance*, vol. 87, pp. 19-20, December 2005.
- [9] S. Landon and C. E. Smith, "The Use of Quality and Reputation Indicators by Consumers: The Case of Bordeaux Wine," *Journal of Consumer Policy*, vol. 20, pp. 289-323, September 1997.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.1023/A:1006830218392>
- [10] J. J. Griffin and J. F. Mahon, "The corporate social performance and corporate financial performance debate: Twenty-five years of incomparable research," *Business and Society*, vol. 36, pp. 5-31, March 1997.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.1177/000765039703600102>
- [11] A. Carmeli and A. Cohen, "Organizational reputation as a source of sustainable competitive advantage and above-normal performance: an empirical test among local authorities in Israel," *Public Administration & Management: An Interactive Journal*, vol. 6, pp. 122 - 165, 2001.  
DOI: [http://dx.doi.org/10.1108/s1574-0765\(2011\)0000015008](http://dx.doi.org/10.1108/s1574-0765(2011)0000015008)
- [12] J. L. Blazovich and L. M. Smith, "Ethical corporate citizenship: Does it pay?," in *Research on Professional Responsibility and Ethics in Accounting*, ed, 2011, pp. 127-163.  
DOI: [http://dx.doi.org/10.1108/s1574-0765\(2011\)0000015008](http://dx.doi.org/10.1108/s1574-0765(2011)0000015008)
- [13] M. B. E. Clarkson, "A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance," *The Academy of Management Review*, vol. 20, pp. 92-117, 1995.
- [14] R. A. Schwartz, "Corporate philanthropic contributions," *The Journal of Finance*, vol. 23, pp. 479-497, 1968.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00821.x>
- [15] S. T. Bruyn, *The Field of Social Investment*: Cambridge University Press, 1991.
- [16] H. Jo and M. A. Harjoto, "Corporate Governance and Firm Value: The Impact of Corporate Social Responsibility," *Journal of Business Ethics*, vol. 103, pp. 351-383, 2011.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.1007/s10551-011-0869-y>
- [17] X. Deng, J.-k. Kang, and B. S. Low, "Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers," *Journal of Financial Economics*, vol. 110, pp. 87-109, October 2013.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.04.014>
- [18] P. Krueger, "Corporate goodness and shareholder wealth," *Journal of Financial Economics*, forthcoming, 2014.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.09.008>
- [19] A. C. MacKinlay, "Event Studies in Economics and Finance," *Journal of Economic Literature*, vol. 35, pp. 13-39, 1997.

김 누 리(Noolee Kim)

[정회원]



- 2009년 8월 : 미시간주립대학교 경영학박사
- 2010년 3월 ~ 현재 : 한양대학교 경상대학 경영학부 조교수

<관심분야>

기업재무, 기업지배구조, 금융기관경영

권 경 민(Kyoung-Min Kwon)

[정회원]



- 2012년 8월 : 미시간주립대학교 경영학박사
- 2012년 9월 ~ 현재 : 홍익대학교 경영대학 경영학부 조교수

<관심분야>

기업재무, 기업지배구조, 기업인수합병