

# **Corporate Governance and Firm Value: The Impact of Corporate Social Responsibility of the Chinese Companies**

(Very Preliminary)

Dong-Soon Kim<sup>\*</sup>, Eunjung Yeo<sup>\*\*</sup>, Ying-Ai Zhang<sup>†</sup>

With the globalization of the world economy, including the emerging market economies, corporate social responsibility (CSR) has emerged as an important issue. In particular, sustained high economic growth in China, but social responsibility in the implementation of CSR activities with that many Chinese companies have difficulty become more important business strategy. In this study, we investigate whether the CSR of Chinese companies have a certain impact on firm value, and further, depending on the level of corporate governance, how the impact of the CSR on firm value changes. First of all, we show that CSR has a positive effect on firm value suggesting that there are incentives for firms to willingly involve CSR activities and continue to perform them. Second, we find that if the largest shareholder ownership stake is relatively low and less difference between the largest shareholder and second-largest shareholder, the CSR has a positive impact on firm value. Otherwise, it had no significant effect. Third, if management ownership, directors' ownership, or auditors' ownership is high or if the CEO and Chairman of the board is not the same person, the CSR by the management was carried out for the benefit of the company, thus enhancing shareholder value. Interestingly, due to the fact that the large number of outside directors of the Chinese companies are appointed by major shareholders in China, there is a possibility of a CSR activity in order to satisfy the private interests over the interests of the shareholders to lower the enterprise value. Lastly, if the largest shareholder of the company is the country, CSR has a positive impact on firm value because the largest shareholder, the country carry the CSR for social benefits which is automatically aligned to private interests.

<sup>\*</sup> Professor, Business School, Chung-Ang University, Seoul, Korea

<sup>\*\*</sup> Associate professor, Business School, Chung-Ang University, Seoul, Korea

<sup>†</sup> Research associate, Hana Institute of Finance, Hana Financial Group, Seoul, Korea

# 1. 서 론

최근 들어 특히 국내외적으로 기업, 투자자, 정부 등 사회 각 부문에서 기업의 사회적책임(Corporate Social Responsibility, 이하 CSR이라 함) 활동은 주요 이슈로 등장하였다. 기업은 일국의 경제를 구성하는 중요한 경제주체로서 많은 사회적 문제가 기업의 행위에 의해 발생되었다. 또한 기업경영의 글로벌화가 진전되면서 글로벌기업은 자국 뿐만 아니라 해외에서도 CSR활동이 중요하게 되었다. 학계에서도 기업의 사회적책임에 대한 이론은 1930년대에 처음으로 제기된 이후 지금까지 줄곧 주요 연구주제로 주목을 받아왔다. 기업의 사회적책임 이론에 따르면 기업은 주주에게 이익을 보상해줘야 할 뿐만 아니라 일정한 사회적 책임을 부담해야 하고 사회의 기타 이해관계자들의 이익도 고려해야 한다.

한편, 중국은 개혁개방 이후로 경제가 너무 빠른 속도로 성장함에 따라 경제질서의 수립 및 관련 법과 규제가 경제 및 사회 발전의 속도를 따라가지 못함으로 인해 일부 기업들의 불공정 행위를 통해 기업에 대한 신뢰도가 매우 급격히 하락하고 있다. 특히 최근 사회적으로 큰 이슈가 된 사건으로서 음식물 쓰레기로 만든 식용유, 독성물질이 함유된 분유나 약품 등을 공공연하게 제조 및 판매하는 사례가 빈번하게 일어나고, 세계 최대의 전자제품 메이커인 파스콘 공장에서 숙소의 열악한 환경 및 과중한 근무로 인해 사원이 연속 투신자살한 사건이 발생하면서 중국 사회 각계에서 기업에게 사회적책임을 적극적으로 질 것을 요구하고 있다.

구미 학계에서는 기업의 사회적책임 활동이 기업가치에 어떤 영향을 미치는지에 대해 그동안 많은 연구가 진행되었는데 긍정적인 영향을 미친다고 하는 주장과 부정적인 영향을 미친다고 하는 주장이 공존해왔다. 이에 본 연구에서는 중국의 상장기업을 대상으로 중국기업의 사회적 책임 활동이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지를 확인해 봄으로써 이러한 활동이 기업에 있어서 추가적으로 발생하는 비용인지 아니면 기업가치를 제고할 수 있는 경영전략의 수단인지를 분석하고자 한다.

더 나아가 기업의 사회적책임 활동과 관련되어 새로운 유형의 대리인문제가 발생할 수 있다는 가능성에 주목하여 기업지배구조 수준에 따라 이러한 활동이 기업가치에 미치는 영향이 서로 상이하게 나타나는지에 대해 분석한다. 대리인문제가 적은 우수한 지배구조를 가진 기업이

CSR활동을 수행할 때 기업가치가 더 증가하게 된다면 기업이 가치극대화를 추구할 때 지배구조의 개선 뿐만 아니라 동시에 CSR활동의 수행에도 보다 적극적일 것으로 기대할 수가 있다. 이에 따라 본 연구는 기존의 CSR관련 연구가 대부분 CSR과 기업가치 간의 관계만을 분석한 데 대해 기업지배구조에 따라 그 관계가 어떻게 다르게 나타나는지에 대해 분석한다는 의의가 존재한다. 또한 중국기업의 CSR관련 연구들 중에서 패널데이터를 이용하여 분석을 수행하였다는 점에서 차별화된다.

본 연구는 중국기업이 향후 CSR활동을 더 적극적으로 수행하는 데에 대한 유인을 제공할 뿐만 아니라 기업지배구조를 어떤 방향으로 개선함으로써 CSR의 효과를 더 향상시킬지에 대해 방향을 제시하고자 한다.

본 연구는 다음과 같은 내용으로 이루어진다. 2절에서는 본 연구와 관련된 이론적 배경을 정리하면서 연구 가설을 제시한다. 3절에서는 표본의 선정, 변수의 측정 및 연구모형에 대해 설명하고, 4절에서는 기초통계량과 실증분석 결과를 제시한다. 마지막으로 5절에서는 본 연구의 결론과 시사점을 제시한다.

## 2. 이론적 배경 및 가설 설정

### 2.1 CSR의 개념

CSR에 대해 많은 학자들이 정의를 내리고 있는 가운데, 먼저 Friedman(1970)은 CSR이란 결국 주주들의 의사를 존중하여 기업을 경영하는 것, 즉 법과 윤리적 관행을 지키면서 최대한 많은 부를 창출하는 것으로 정의를 하여 CSR활동을 아주 좁은 범위로 정의하였다. 이에 대해, McWilliams and Siegel(2000)은 CSR을 기업의 이해관계를 넘어서 또한 법에서 요구하는 것 이상으로 사회적 재화(social good)를 창출하는 행위로 정의하여 좀 더 포괄적으로 CSR활동을 규정하였다.

### 2.2 CSR과 기업가치

CSR과 기업가치 간의 관계를 다룬 기존연구 결과를 살펴보면 기업 및 산업의 특성 또는 연구방법이 상이함에 따라 실증분석의 결과도 정(+)의 상관관계, 부(-)의 상관관계, 유의한 관계가 없음 등으로 엇갈린다.

대다수의 실증연구에서는 기업의 CSR 활동이 기업의 재무성과에 정(+)의 영향을 미친다고 밝혔다. 1970년대에 Bowman & Haire(1975), Heinze(1976), Sturdivant & Ginter(1977)는 실증연구를 통해 기업의 CSR 활동이 재무성과를 증가시킨다는 결과를 제시하였다. Cochran & Wood(1984)는 1970년부터 1974년까지의 39개 기업의 재무성과와 1975년부터 1979년까지의 36개 기업의 재무성과를 연구하였는데 자산수익률, 매출액수익률, 시장초과평가액 등 재무지표를 이용하여 기업의 재무성과를 측정하였고 자산회전율 및 자산의 수명(asset age) 등 여러 요인들을 통제 한 후에도 기업의 CSR 활동은 재무성과와 정(+)의 관계를 가진다고 밝혔다. 1990년대에 있어서도, Preston & O'bannon(1997)는 미국의 67개 대기업의 1982년부터 1992년까지의 CSR 활동과 총자산수익률(ROA), 자기자본수익률(ROE)로 나타낸 재무성과 간에 강한 정(+)의 관계가 있음을 실증하였다. Waddock & Graves(1997)는 S&P 500 기업을 대상으로 기업의 사회적 성과(CSP)와 해당 기간의 전기 및 후기의 기업의 재무성과 간의 관계를 고찰하였는데 KLD지수로 기업의 사회적 성과를 측정하고 자기자본수익률, 부채비율, 총자산수익률 등으로 재무성과를 측정하였는데 역시 정(+)의 관계를 발견하였다. 김창수(2009)는 한국기업을 표본으로 CSR 활동을 하는 기업의 가치가 그렇지 않은 기업의 가치보다 높다는 것을 실증하였고, 이것은 CSR 활동이 단기적으로는 비용요인이기도 하지만 기업의 평판을 높이고 이로 인해 매출을 증가시키며 장기적으로 비용을 낮추는 긍정적 측면이 있기 때문이라고 설명하였다.

이와는 대조적으로 기업의 CSR 활동이 재무성과에 부(-)의 영향을 미친다고 주장하는데 Bragdon & Marlin(1972)은 기업이 CSR 활동을 수행하면 그렇지 않은 기업보다 더 많은 비용을 부담하게 되기 때문에 CSR 활동은 해당 기업이 경쟁에서 불리한 영향을 받도록 할 수 있다고 주장하였다. Vance(1975)는 주가 변화율로 기업의 재무성과를 측정하고 Milton Moskowitz의 사회적책임 등급으로 기업의 CSR 활동을 측정하였는데 사회적책임 등급이 높은 기업의 주가가 오히려 더 낮다는 결과를 보였다. 그들은 사회적책임을 수행하는 기업은 사회와 환경 분야에 대해 추가적으로 비용이 발생하기 때문에 그 추가비용으로 인해 이익이 감소하는 불이익을 받게

된다고 주장하였다. 李正(2006)은 2003년 상해거래소에서 상장된 521개의 중국기업을 표본으로 CSR과 기업가치의 관련성을 연구하였는데 단기적으로 사회적책임을 많이 부담하는 기업의 가치가 낮지만 장기적으로 이해관계자 이론과 사회자본 이론에 근거하여 사회적책임을 많이 부담하는 것이 결코 기업가치를 감소시키지 않는다는 결론을 내렸다.

앞선 연구와 달리 Ullmann(1985)은 기업의 사회적책임과 재무성과를 연관시켜야만 하는 어떤 이유도 찾기 어렵다고 주장하고 양자 간 관계에 대해 중립적인 입장을 취하였다.

CSR과 기업가치 간의 관계에 대한 기존연구를 종합해보면 부(-)의 관계를 주장하는 학자들은 CSR을 수행하는 데 발생하는 추가적인 비용이 기업으로 하여금 경쟁시장에서 불이익을 받을 수 있다고 주장한다. 하지만 정(+)의 관계를 주장하는 학자들은 기업이 사회적책임을 부담함에 따라 발생하는 비용은 그 편익에 비해 상대적으로 적기 때문에, 기업은 더 많은 CSR활동을 수행하면 노사관계를 촉진하고 기업의 이미지를 향상하며 기업의 각 이해관계자와의 관계를 개선하게 되어 결국에는 기업에게 더 많은 경제적 이익을 가져올 것이라고 주장한다.

종업원 관계, 환경 문제, 지역 사회 등에 CSR 투자가 이루어지면 장기적으로 기업 이미지가 향상되고 지역사회와 종업원들과 원활한 관계를 유지할 수 있으며 능력있는 종업원을 유치할 수 있는 효과를 기대할 수 있다. 반면 단기적으로 비용을 절감하기 위해 CSR 활동을 수행하지 않으면 이해관계자들의 기대에 부응하지 못하여 미래에 여러 문제나 소송이 발생할 수 있다. 과도한 오염에 대해 지불해야 할 벌금이나 결함이 있는 제품라인을 회수하는 데에 오히려 더 많은 비용이 발생할 것이고 기업의 평판과 이미지도 많이 손상될 위험이 있다(Tsoutsoura, 2004). 또한 기업의 CSR 활동이 기업가치에 긍정적인 영향을 미쳐야 기업이 자발적이고 지속적으로 CSR 활동을 수행할 유인을 가지게 된다(국찬표 & 강윤식, 2011).

따라서 본 연구에서는 기업의 사회적책임 활동이 기업가치에 어떤 영향을 미칠 것인지에 대해 다음과 같은 가설을 설정한다.

**가설1: 기업의 사회적책임 활동은 기업가치를 증가시킨다.**

## 2.3 기업지배구조에 따른 CSR이 기업가치에 미치는 영향

기업이 CSR 활동을 수행함으로써 기업가치를 증가시킬 수 있다면 CSR 활동을 하나의

경영전략으로 볼 수 있는데 이런 활동의 수준과 범위는 경영자가 결정하게 된다. 따라서 CSR 활동과 관련된 대리인비용이 발생할 수 있는데 이것은 경영자는 자신의 권한을 남용하여 주주들의 이익과 일치하지 않는 CSR 정책을 수행함으로써 사적 이익을 향유할 수 있기 때문이다. 즉, CSR 활동을 수행함으로써 경영자가 개인의 명성 제고 등 사적 이익을 향유할 수 있으면 기업가치와 무관한 CSR 활동을 수행할 유인을 가지게 된다(Jensen & Meckling, 1976).

따라서 CSR이 기업가치에 미치는 영향은 소유구조와 이사회구조를 포함한 기업지배구조에 따라 상이할 것이라고 기대된다.

**가설 2: 기업지배구조가 다름에 따라 기업의 사회적책임 활동이 기업가치에 미치는 영향이 다르게 나타난다.**

중국기업의 소유구조에 관한 연구는 주로 기업 소유권의 집중도(ownership concentration), 소유권의 특성, 내부자의 주식소유 등의 여러 측면에서 진행되어 왔다. 우선 소유권의 집중도에 대해 두 가지의 주장이 존재하는데, 기업의 소유권이 집중될수록 대주주를 통한 경영자 감시(monitoring) 효과가 더 좋다고 하는 주장이 있는 반면, 대주주가 자신의 사적 이익을 위해 기타 주주들의 이익을 침해(expropriation)하는 효과도 있다는 주장이 대립된다. 경영자 감시 이론은 대주주가 자신이 투자한 기업에 대해 경제적 이익을 기대하고 있기에 경영자를 감독하는 강한 유인이 존재하며 경영자들이 주주의 부를 침해하는 행동을 하지 못하도록 할 것이기 때문에, 대주주의 지분율이 높을수록 대리인비용이 더 적게 발생할 것이라고 주장한다. Morck, Shleifer, & Vishny(1988)는 실증연구를 통해 이런 주장을 증명하였고 대주주는 경영자의 기회주의 행동을 감독함으로써 경영자와 주주의 이해충돌을 감소시킨다고 주장하였다.

이에 대해 소유권이 집중되면 오히려 기업가치에 부정적인 영향을 미친다고 주장하는 학자들도 이러한 가설을 실증하였다. 먼저 Leech & Leahy(1991)는 소유권의 집중도가 기업가치에 유의한 부정적인 영향을 미친다는 결과를 얻었다. Shleifer & Vishny(1986)는 일부 국가들에서 대리인 문제는 경영자와 주주 간의 문제가 아니라 주로 대주주와 소액주주 들 간의 갈등에서 발생한다고 주장하였다. 이러한 지배구조에서 대주주의 이익과 소액주주들의 이익이 일치하지 않기 때문에

대주주들이 권한을 남용하여 기타 주주들의 부를 비효율적으로 할당할 수 있어 소액주주들이 주식을 소유하는 대가는 아주 클 수 있다. 따라서 최대주주의 지분율이 높거나, 2대 주주와의 지분율 차이가 많은 경우에 최대주주가 사적 이익을 위해 CSR 활동을 진행할 수 있어 이러한 경우 CSR은 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

**가설 2-1: 최대주주 지분율이 낮은(높은) 경우 CSR은 기업가치에 긍정적인(부정적인) 영향을 미친다.**

**가설 2-2: 최대주주와 2대 주주 간의 지분율 차이가 작은(큰) 경우에 CSR은 기업가치에 긍정적인(부정적인) 영향을 미친다.**

경영진의 지분 소유는 경영진의 이익을 주주의 이익과 일치시키는 역할을 함으로써 경영진의 통제력을 증가시키는 동시에 증가된 통제력을 통해 주주의 이익을 극대화할 수 있도록 유인을 제공하기도 한다. 많은 기존연구에서는 경영진 지분율과 기업가치 간의 정(+)의 상관관계를 주장하였고 경영진의 지분 소유는 경영진과 주주의 이익을 일치시키는 메커니즘이라고 설명하였다 (Demsetz, 1983; Hill and Snell, 1989; Morck et al., 1988; Cho, 1998).

기업지배구조 차원에서 경영진의 주식 소유는 경영진과 주주의 이익 수렴(convergence of interest)효과를 가져온다. Berle & Gardiner(1932)는 기업의 통제권과 소유권의 분리로 인해 경영진과 외부 주주 사이에는 잠재적인 이해상충이 존재한다고 주장하였는데 그 후 Jensen & Meckling(1976)는 이익수렴 가설을 제시하였다. 그들의 주장에 의하면 경영자는 개인의 이익을 위해 기업의 자원을 배분하는 경향이 있는데 이것은 외부 주주와의 이익과 상충되는 부분이다. 하지만 경영자가 기업의 소유자가 되어 기업에서 얻을 수 있는 이익이 커질수록, 경영자는 외부 주주와의 이익이 수렴되어 주주들의 이익을 최대한 만족시키기 위해 노력하는 유인이 생긴다. 이에 대해 Stulz(1990)의 경영자안주 가설(management entrenchment hypothesis)에 의하면 경영자의 소유지분이 증가할수록 사적 이익을 추구하는 데서 발생하는 효용이 자신의 지분가치의 증가에서 발생하는 효용의 가치보다 크기 때문에 안주하려는 동기를 가진다. 본 연구에서는

이익수렴 가설에 따라 경영진의 지분율이 높아질수록 경영진과 외부 주주의 이익이 수렴되어 양자간 이익상충 문제도 완화될 것이라고 기대한다. Florackis(2008)는 영국 기업을 대상으로 실증분석을 진행하였는데 경영자 지분율이 높을수록 기업의 대리인비용이 감소된다는 결론을 얻었다. 따라서 경영진 지분율이 높을수록 대리인 비용이 감소되어 CSR활동이 경영진의 사적 이익보다 주주의 이익을 더 많이 고려하여 수행될 가능성이 크므로 다음과 같은 가설을 설정한다.

**가설 2-3: 경영진 지분율이 높은(낮은) 경우에 CSR은 기업가치에 긍정적인(부정적인) 영향을 미친다.**

대리인비용을 줄이기 위한 또 다른 방법은 이사회 감사위원이 기업의 지분을 소유하게 함으로써 그들의 이익과 주주의 이익을 일치하게 만드는 것이다(Jensen, 1993). 이사회 감사위원의 입장에서 고려할 때 그들이 고정된 급여만 받는다면 그들은 주주의 이익보다 자신의 단기적인 이익만 추구할 것이다. 하지만 이사회 감사위원이 기업의 주식을 소유하게 되면 그들은 주주들의 이익을 위해 보다 적극적으로 경영진의 행동을 감시하고 주주의 이익과 일치한 경영전략을 제시할 것이다. Mace(1986)는 이사회 감사위원이 적당한 주식을 소유하게 되면 그들의 감시효율이 증가할 수 있다고 주장하였고 Kren & Kerr(1997)는 이사 지분율이 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 증명하였다.

따라서 이사회 감사위원의 소유 지분이 많아지면 이사와 감사위원들이 CEO의 행동을 감독하는 유인과 동기가 생겨 기업의 CSR전략이 기업가치를 증가시키는 방향으로 수행될 것이다. 아울러 이사회 감사위원들의 지분율이 높은 경우에도 CSR이 기업가치에 긍정적 영향을 미칠 것으로 기대된다.

**가설 2-4: 이사 지분율이 높은(낮은) 경우에 CSR은 기업가치에 긍정적인(부정적인) 영향을 미친다.**

**가설 2-5: 감사위원의 지분율이 높은(낮은) 경우에 CSR은 기업가치에 긍정적인(부정적인) 영향을 미친다.**



CEO가 이사회 의장을 겸임해야 하는지에 대해 상반된 이론이 공존하고 있는데 대리인이론에 의하면 소유권과 경영권이 분리된 기업에서 대리인문제는 주로 CEO를 비롯한 경영진과 주주 간의 이해상충에서 발생한다고 한다. 그 원인은 경영진이 사적 이익을 최대화하는 동시에 기타 주주들 및 기타 이해관계자들의 이익에 부정적인 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 대리인이론에서는 개인의 본성이 이기주의적(self-serving)이고 개인주의적이라고 가정하기에 경영진의 개인주의 행동을 효율적으로 감독할 수 있는 기구가 있어야 한다. 따라서 이사회를 설치함으로써 그 감독 역할을 해야 하는데 만약 CEO가 이사회 의장을 겸임하면 그 기업은 경영진감독 체제가 잘 이루어지지 않아 CEO는 주주의 이익을 최대한 만족시키는 것이 아니라 사적 이익 최대화를 추구할 가능성이 많기 때문에 대리인이론에서는 CEO와 이사회 의장을 분리해야 한다고 주장한다.

이와는 대조적으로 Donaldson & Davis(1991)는 청지기이론(Stewardship Theory)을 제시하였는데 개인이 조직지향적(pro-organizational)이고 집단주의적이라고 가정하고 경영자는 사적 이익보다 조직의 이익을 더 중요시하고 주주의 이익을 최대화하기 위해 행동을 한다고 주장하였다. 또한 Boyd(1995)도 경영자는 사적 이익보다 기업의 운영에 있어서의 자아 실현과 자기 만족을 더 추구한다고 주장하였다. 따라서 청지기이론에 따르면 CEO가 이사회 의장을 겸임하면 기업의 경영이 보다 자유롭기 때문에 시장의 변화에 더욱 신속하게 대응할 수 있어 기업가치도 증가할 수 있다고 주장한다.

하지만 본 연구에서는 보다 현실적인 관점에 입각하여 개인이 이기주의적이고 개인주의적이라는 대리인이론을 바탕으로 CEO가 이사회 의장을 겸임하면 CEO가 사적 이익을 위해 CSR활동을 수행할 수 있다는 것을 가정하여 다음과 같은 가설을 세운다.

**가설 2-6: CEO와 이사회 의장이 동일인이 아닌 경우 CSR은 기업가치에 긍정적인(부정적인) 영향을 미친다.**

Fama & Jensen(1983)의 대리인이론에 의하면 경영자의 사적 이익 추구로 인한 대리인 비용을

줄이기 위해 경영진의 행동을 감시할 수 있는 기구를 설치할 필요가 있다. 이들 기구가 이사회와 감사위원회 등이다. 이사회와 감사위원회의 주요 역할은 주주와 경영진의 이익충돌을 완화하고 대리인비용을 최소화하며 주주의 이익을 보호하는 것이다. 구체적으로 주주를 대표하여 기업의 전략을 결정하고 CEO를 선임하며 경영진의 행동을 감독하는 것, 즉 이사의 CEO에 대한 감독과 통제는 기업에 있어서 아주 중요하다(Fama & Jensen, 1983). Beasley, Carcello, Hermanson & Lapides(2000)는 강력한 감사위원회를 가진 기업에서는 재무제표 부정현상이 감소되었다는 것을 실증하였다.

그리고 Pfeffer & Salancik(2003)의 자원의존이론(Resource Dependence Theory)에 의하면 이사회나 감사위원회 같은 기구는 기업이 회소정보를 쉽게 접근할 수 있도록 도와주고 기업의 전략적 방향의 설정에 중요한 의견을 제시하는 역할을 한다. 또한 Zahra&Pearce(1989)도 이사회 감사위원들은 기업을 경쟁자 및 기타 이해관계자를 연결시켜 기업으로 하여금 중요한 정보, 기술, 명예 등 자원을 얻도록 하여 기업 전략이 보다 성공적으로 실행되도록 도움을 준다고 주장하였다.

따라서 이사회 규모나 감사위원회의 규모가 큰 경우에는 그 감독 역할이 강화되어 CSR이 대주주나 CEO의 개인적 이익보다 기업의 이익을 위해 수행되어 기업가치가 증가하게 되고 이사회 감사위원들의 사회적 영향력이나 전략적 의견이나 견해도 CSR활동의 효율적 실행에 도움을 줄 것이라고 예상된다.

**가설 2-7: 이사회 규모가 큰(작은) 경우에 CSR은 기업가치에 긍정적인(부정적인) 영향을 미친다.**

**가설 2-8: 감사위원회 규모가 큰(작은) 경우에 CSR은 기업가치에 긍정적인(부정적인) 영향을 미친다.**

사외이사가 그 역할을 할 수 있는 기반은 독립성의 실현이다. 사외이사 후보의 독립성은 주로 두 가지 측면에서 고려되는데, 첫째는 사외이사와 경영자 간의 독립적 관계이고 둘째는 사외이사와 기업 간의 독립적 관계이다. 이 두 가지 조건을 만족해야 사외이사가 이해관계자의 이익을 위해 이사회나 경영진과 다른 객관적이고 공정한 의견을 제기할 수 있다. 하지만

중국기업의 경우에는 최대주주 또는 경영자가 관련 업계의 대기업 중에서 능력이 있는 경영자를 선발하여 사외이사 직무를 맡도록 하거나 다른 기업의 사외이사 중 훌륭한 인재를 찾아내 동시에 자신의 기업의 사외이사를 겸임하도록 하는 경우가 많다. 이것이 사외이사들의 독립성의 상실을 초래하는 원인이기도 하지만 사외이사에 대한 최종 결정권은 기업의 대주주나 경영진에게 있기 때문에 사외이사 결정권이 최종적으로 사외이사의 입장과 경향을 좌우하는 요소가 된다는 것을 의미한다. 대주주와 경영자들이 자신의 입장과 경향이 일치한 사람을 사외이사로 임명하게 되면 그들 간의 관계는 감독과 피감독의 관계가 아닌 반대로 협조나 동조의 관계로 될 수 있다(马青云, 2013).

Westphal(1998)도 경영진이 자신의 권력을 이용하여 이사들의 선임과정과 그들의 의사결정에 관여한다는 것을 보여주었는데 경영진은 이사의 선임과정에서 자신의 성향과 비슷한 이사들을 선임하고 선임된 이사들은 경영진의 결정에 대해 상당히 관대한 태도를 보였다는 결론을 얻었다.

따라서 최대주주들은 자신의 이익을 위해 기업의 사회책임활동을 하는 경우가 많기 때문에 그들의 성향과 일치하는 사외이사(소위 회색이사) 비율이 높을수록 기업의 CSR 활동은 기업가치를 감소시킬 것으로 기대된다.

**가설 2-9: 사외이사 비율이 낮은(높은) 경우에 CSR은 기업가치에 긍정적인(부정적인) 영향을 미친다.**

중국기업 중 상당 수가 국가지배 내지 소유 기업이다. 따라서 중국 학계에서는 관련 연구도 많이 이루어지고 있는 가운데 기업의 최대주주가 국가인 경우에 기업가치가 어떻게 되는지에 대해 상반된 주장이 존재한다. 田利辉(2005)는 전반적으로 국유기업의 재무성과가 비국유기업보다 낮다는 것을 실증하였는데 이것은 정부가 국유기업에 각종 우대정책을 제공하는 동시에 상당히 많은 이익을 빼앗아 가기 때문이라고 설명하였다. 陈信元 & 黄俊(2007)는 정부가 기업의 이익보다 정치적 목적과 사회적 기능의 실현을 더 중요시하기 때문에 국유기업의 경영에 많은 간섭을 하게 된다고 주장하였다. 徐晓东 & 陈小悦(2003)는 비국유기업이 국유기업보다 더

많은 외부 감시를 받고 치열한 시장 경쟁에서 살아남기 위해 보다 적극적인 경영활동을 진행하여 기업가치가 더 높다고 주장하였다.

이에 대해 일부 학자들은 국가소유 지분이 높을수록 기업가치가 증가한다고 주장한다. 刘媛媛, 黄卓, 谢德逊 & 何小锋(2011)은 국가소유 지분율이 기업의 재무성과에 유의한 정(+)의 영향을 미친다는 것을 실증하였다. 廖冠民 & 陈燕(2007)은 국유기업이 재무적 곤경에 처할 때 정부가 예산을 통해 지원함으로써 기업의 자본비용을 감소시켜 기업의 재무성과에 긍정적인 영향을 미친다고 주장하였다. Sun, Tong & Tong(2002)도 1994년부터 1997년까지의 중국기업을 표본으로 국가소유 지분율이 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 결론을 얻었다.

또한 정부의 궁극적 목적은 기업의 이익 극대화보다 사회의 안정 및 고용기회 확대 등 사회적 이익을 극대화시키는 것이기에 기업의 지배주주가 국가인 경우에는 CSR 활동을 하는 목적을 국가정책 실현의 일환으로 간주할 가능성이 많다. 따라서 본 연구에서는 기업의 최대주주가 국가인 경우에는 CSR 활동의 수행에 있어서 대리인비용이 발생하지 않기 때문에 CSR 활동이 기업가치에 긍정적 영향을 미칠 것으로 기대한다.

가설 2-10: 기업의 최대주주가 국가인 경우에 CSR은 기업가치에 긍정적인 영향을 미치며, 반면 최대주주가 국가가 아닌 경우에 CSR은 기업가치에 부정적인 영향을 미친다.

## 2.4 기업지배구조와 CSR활동 간의 관계

Beltratti(2005)의 주장에 따르면 기업지배구조는 외부투자자를 보호하고 기업의 효율적 운영 및 기업가치의 향상을 목적으로 하고 주주의 이익을 극대화하기 위한 메커니즘인데 CSR이 기업가치의 증가에 영향을 미친다면 기업지배구조가 좋은 기업일수록 기업은 CSR활동을 더 적극적으로 수행할 것이다. 국찬표 & 강윤식(2011)은 한국기업을 표본으로 기업지배구조와 CSR의 관계를 분석한 결과 기업지배구조가 우수한 기업일수록 CSR활동을 더 적극적으로 수행한다는 것을 밝혔고 이것은 기업에 자본을 제공해주는 주주의 이익과 자본을 제공해주지 않은 기타 이해관계자들의 이익이 서로 충돌되지 않다는 것을 의미한다고 설명하였다.

최미화(2013)는 지배구조변수와 기업의 자본비용 간의 관련성을 연구하였는데 대주주 지분율이 높을수록 CSR활동에 적극적이지 못한다는 것을 실증하였다.

중국기업에 대한 연구로는 王雪梅 & 卜华(2012)가 중국 식품제조업의 기업을 대상으로 기업의 최대주주 지분율이 CSR의 수행에 부정적인 영향을 미친다고 밝혔는데, 이는 최대주주주가 경영진을 통제함으로써 그들의 사적 이익을 실현하는 동기가 있어 다른 이해관계자의 이익에 손해를 끼칠 수 있기 때문이라고 설명하였다. 그리고 이사회 규모가 클수록 CSR활동을 더 많이 수행한 것으로 나타났다. 이는 이사회의 지식구조와 경영 노하우는 기업의 발전에 도움이 되는 정확하고 합리적인 전략을 제안할 수 있고 이사회 규모가 클수록 여러 이해관계자들이 이사회에 들어 올 수 있기 때문에 CSR 활동을 더 적극적으로 수행할 것이라고 설명하였다. 谢文武(2011)도 기업지배구조와 CSR의 수행에 강한 관련성이 있다는 것을 밝혔는데 최대주주 지분율이 CSR의 수행에 부정적인 영향을 미치고 최대주주가 국가인 경우에 CSR 활동을 더 적극적으로 수행한다는 결론을 얻었다.

따라서 기업지배구조가 우수할수록, 즉 대리인비용이 작게 발생하는 기업지배구조를 가진 기업이 CSR활동을 더 적극적으로 수행할 것으로 예상할 수 있다.

가설 3: 기업지배구조는 기업의 CSR활동의 수행에 유의한 정(+ )의 영향을 미친다.

### 3. 연구자료 및 방법론

#### 3.1 연구자료

본 연구의 실증분석 기간은 2008년부터 2010년까지이고 분석대상 표본은 중국 상해거래소 및 심천거래소에 상장되어 있는 277개 기업(상해거래소 90개, 심천거래소 63개)을 포함하며, 다음과 같은 조건을 만족시키는 기업이다.

(1) 금융업에 속하지 않은 기업

(2) 12월 31일이 결산일인 기업

(3) 2008년부터 2010년까지 3년 연속 동안 CSR점수 자료가 존재하는 기업

금융업을 제외한 이유는 금융업의 재무적 특성이 비금융 업종과 상이한 부분이 많아 비교에 어려움이 있기 때문이다.

<표 1> 표본기업 분류

	거래소		
산업분류	상해	심천	총합계
제조업	90	63	153
운수업	21	2	23
전기, 가스, 수도	16	4	20
통신업	14	6	20
광업	9	3	12
건설업	6	2	8
도매 및 소매	6	3	9
부동산, 임대	4	9	13
서비스	4	2	6
종합	4	5	9
농업, 임업 및	1	1	2
오락, 문화	1	1	2
총합계	176	101	277

## 3.2 주요 변수와 연구모형

### 3.2.1 변수의 정의

실증분석을 위한 주요 변수들과 그 측정 방법은 <표 2>에 요약되어 있다.

<표 2> 주요 변수의 정의

주요변수	변수의 정의	측정치
종속변수		
Value	기업가치	Tobin' s Q
설명변수		

CSR	기업의 사회적책임 활동	RLCCW가 발표한 기업의 사회적책임 점수
CR1	최대주주 지분율	최대주주 소유주식수/총 주식수
Z	Z지수	최대주주 지분율/2대 주주 지분율
manageshr	경영진 지분율	경영진 보유 주식수/총 주식수
directshr	이사의 지분율	이사 보유 주식수/총 주식수
supervisorshr	감사위원의 지분율	감사위원 보유 주식수/총 주식수
P	최고경영자와 이사회 의장의 동일인 여부	최고경영자와 이사회 의장이 동일인이면 1, 아니면 0 의 값을 취하는 가변수
dsize	이사회 규모	이사의 수
ssize	감사위원회 규모	감사위원의 수
Indep_ratio	사외이사 비율	사외이사의 수/총 이사의 수
stateowner	국가지배 기업 여부	최대주주가 국가이면 1, 아니면 0
<b>통제변수</b>		
SIZE	기업규모	총자산의 자연로그
EPS	주당순이익(수익성 지표)	순이익/ 총 주식수
LEV	부채 대 자기자본비율	부채/자기자본
GRW	총자산성장률(성장성 지표)	총자산성장률

표본기업의 지배구조 및 재무제표 자료는 CSMAR 데이터베이스와 CCER데이터를 통해 수집하였고 기업의 사회적책임 활동과 관련된 자료는 2008년에서 2010년까지 Rankins CSR Ratings에서 발표한 CSR 점수를 이용하였다. Rankins CSR Ratings는 중국에서 기업의 사회적책임 활동을 평가하는 권위있는 평가기관으로서 2007년에 설립된 이후 객관적이고 과학적인 CSR평가 정보를 제공하고 있다.

본 연구에서 사용한 Rankins CSR Rating의 평가체계는 다음과 같다. 평가점수는 Macrocosm(전체 구성), Content(내용), Technique(기술), Industry(산업) 등 네 개의 칼럼으로 이루어지고 네 개의 칼럼 하에, 15개의 세부평가 항목이 들어있다. 기업이 제출한 사회적책임 보고서에 대해 전문가들이 평가를 하는데 만점은 100점이고 Macrocosm, Content, Technique, Industry 등 네 개 칼럼의 비중은 각각 30%, 45%, 15%, 10%이다. 구체적인 평가체계는 <표 3>과 같다. 표본기업의 거래소, 산업 및 연도 별 CSR점수 추이는 <표 4>에 요약되어 있다.

기업가치의 대응변수로는 총 부채의 장부가치와 자기자본의 시가총액의 합을 총자산의

장부가치로 나눈 값인 Tobin's Q 비율을 사용한다. 기업가치에 영향을 미치는 변수로는 기업지배구조 변수뿐만 아니라 다른 여러 변수들이 존재할 수 있다. 따라서 본 연구에서는 통제변수로서 기업의 규모, 주당수익, 부채자본비율 및 총자산성장률을 채택한다. 기업규모는 시가총액??의 자연로그를 사용한다.

<표 3> Rankins CSR Rating 평가 체계

Macrocosm		
평가항목	NO.	세부 평가항목
전략	M1	사회적책임의 전략적 목표
	M2	지속가능성 발전: 기후 변화, 사회적 문제, 거시적 환경이 기업의 지속가능성 발전에 미치는 영향
	M3	사회적책임 전략과 기업의 관련성: 기업이 제공한 상품 및 서비스가 사회와 환경에 미치는 영향
	M4	기업의 경영진이 발표한 지속가능성 발전 관련 성명
	M5	사회적책임 목표의 계획성
기업운영	M6	기업의 기본정보
	M7	기업의 사회적책임 가치관
	M8	CSR 활동을 감독하고 주관하는 전문인력의 존재
	M9	기업이 환경, 사회, 경제 업무를 관리하는 방법 및 절차에 대한 정보
	M10	기업 정보의 공시 체계
	M11	CSR관련 위험에 대한 평가 및 관리
	M12	상업적 도덕의 준수에 대한 제도적 규범
이해관계자	M13	CSR활동 관련 하위 부서 및 계열사와의 공동 참여
	M14	이해관계자들 및 그 중요성에 대한 인식
	M15	이해관계자들과의 장기적인 소통 및 피드백 접수 후의 개선
평가항목	Content	
	NO.	세부 평가항목
경제적 성과	C1	기업의 연 매출액, 수익, 배당 등 정보
	C2	매출액, 수익, 배당 등의 성장률
	C3	제품/서비스의 판매량, 시장점유율, 혁신성
직원 권리/인권	C4	직원의 기본 구성: 직원 성별, 연령, 총 인원수
	C5	직원에 대한 교육: 교육의 총 시간 및 참여 인원수, 교육 과목 수
	C6	안전 생산 관련 제도, 직원의 건강 관리 조치, 근로 안전 관련 보호 시설



	C7	인권 보장: 동일노동-동일보수, 미성년 노동자 채용금지, 직원 신고에 대한 처리
	C8	근로 환경: 직원 휴가, 급여 외 기타 복지, 직원에 대한 배려
	C9	노동조합 관련 정보, 직원 여가 활동, 직원의 가족에 대한 배려, 직원의 만족도 조사
	C10	회사 내 CSR지식에 대한 교육 및 홍보
환경	C11	환경관리체계의 인증 및 연도별 검사결과, 연도별 환경보호 투자액
	C12	환경오염에 대한 인식 및 예방 조치
	C13	에너지, 물의 원천에 대한 식별, 에너지 소모량에 대한 측정 및 기록, 에너지 절약 조치
	C14	이산화탄소의 배출에 대한 측정과 기록, 예방조치(식수조립 등)
공정운영	C15	횡령 예방 조치
	C16	사회 전체에 CSR관련 정보를 적극 홍보, 기타 사회적 단체의 사회적책임을 감독
소비자	C17	기업의 제품의 및 서비스에 대한 품질 보증 체계, 기술적 혁신
	C18	소비자(고객)관계 관리 체계, 소비자 만족도 조사
	C19	소비자의 안전 및 건강에 대한 보호
	C20	고객 서비스의 편리성, 고객 신고 비율, 분쟁 처리 관련 정보
	C21	소비자 개인 정보에 대한 보호
	C22	소비자 교육: 제품의 위험성에 대한 소비자 교육의 실시
사회공동체 발전에 대한 공헌	C23	사회적 기부 금액
	C24	직원의 자원 봉사 활동
	C25	지역 정책 및 산업 규범의 제정에 참여
	C26	일자리 창출: 연도별 채용 직원 수
	C27	국가 및 지역의 과학기술 프로젝트에 참여, 과학기술 발전에 공헌
	C28	지역 공동체의 허가를 받은 후 천연자원을 사용, 지역 공동체의 의견을 수집
	C29	지역 내에서 건강 지식을 홍보, 질병 예방 인식을 향상
	C30	투자 결정 시 환경 및 지역 공동체에 미치는 영향을 고려
Technique		
내용의 형평성	T1	기업의 사회적책임 관련 모든 이해관계자에 대한 언급 정도
	T2	기업의 사회적책임 수행 중의 부정적 정보에 대한 공시 정도
정보의 일관성	T3	일관성: 이전 보고서와의 일관성
	T4	데이터나 비율 등 정보로 기업의 사회적책임 활동 성과를 설명하는 정도
보고의 창의성	T5	보고하는 구조나 형식의 창의성
	T6	해당 창의성이 기업 효율성에 미치는 영향
신뢰성/투명성	T7	이해 관계자의 의견에 대한 공시 정도
	T8	제3자의 검사
	T9	제3자의 검사 기관의 권위도
	T10	보고서 독자의 의견에 대한 해결 효율성
규범성	T11	보고서의 정책 규범성
	T12	보고서의 기준에 부합하는 정도
	T13	보고서의 작성 중 오타
정보의 유효성	T14	보고서 언어 버전의 충족도

	T15	보고서의 접근가능 경로
	T16	보고서의 디자인, 편집 등으로 인한 공시효과의 향상 정도
	T17	보고서 중 정보 관련 도표, 그림 예시

주) Industry 칼럼 하의 각 산업별 평가기준은 생략.

<표 4> 표본기업의 CSR점수 추이

산업분류	거래소	CSR	연도별 CSR			합계
			2008 년	2009 년	2010 년	
건설업	상해	평균 점수	25.00	25.26	30.07	26.77
		최고 점수	30.80	34.74	38.60	38.60
		최저 점수	19.93	17.92	17.23	17.23
	심천	평균 점수	22.79	28.99	29.53	27.10
		최고 점수	23.35	29.35	32.41	32.41
		최저 점수	22.22	28.62	26.65	22.22
광업	상해	평균 점수	45.30	52.46	57.08	51.61
		최고 점수	68.76	78.49	80.29	80.29
		최저 점수	24.66	28.64	28.05	24.66
	심천	평균 점수	29.17	27.46	30.26	28.96
		최고 점수	34.12	31.64	35.43	35.43
		최저 점수	24.23	24.29	26.16	24.23
농업, 임업 및 어업	상해	평균 점수	20.85	23.71	20.06	21.54
		최고 점수	20.85	23.71	20.06	23.71
		최저 점수	20.85	23.71	20.06	20.06
	심천	평균 점수	25.87	21.40	18.07	21.78
		최고 점수	25.87	21.40	18.07	25.87
		최저 점수	25.87	21.40	18.07	18.07
도매 및 소매	상해	평균 점수	25.65	30.75	31.87	29.42
		최고 점수	35.86	45.77	43.97	45.77
		최저 점수	19.13	21.58	21.08	19.13
	심천	평균 점수	27.13	29.13	33.09	29.78
		최고 점수	28.72	31.20	43.18	43.18
		최저 점수	26.12	26.48	25.14	25.14
부동산, 임대	상해	평균 점수	24.10	27.94	28.20	26.74
		최고 점수	31.23	31.24	34.58	34.58
		최저 점수	15.56	21.77	23.49	15.56
	심천	평균 점수	28.37	35.56	38.07	34.00
		최고 점수	36.30	71.06	71.87	71.87
		최저 점수	17.60	22.66	23.09	17.60
서비스	상해	평균 점수	28.38	30.62	31.06	30.02
		최고 점수	34.58	31.92	40.41	40.41
		최저 점수	17.29	28.29	22.33	17.29
	심천	평균 점수	29.19	29.38	38.01	32.19

		최고 점수	36.79	40.42	52.36	52.36
		최저 점수	21.58	18.34	23.65	18.34
오락, 문화	상해	평균 점수	22.57	19.76	24.92	22.42
		최고 점수	22.57	19.76	24.92	24.92
		최저 점수	22.57	19.76	24.92	19.76
	심천	평균 점수	25.97	22.43	21.93	23.44
		최고 점수	25.97	22.43	21.93	25.97
		최저 점수	25.97	22.43	21.93	21.93
운수업	상해	평균 점수	33.30	36.69	40.47	36.82
		최고 점수	61.73	66.91	77.59	77.59
		최저 점수	15.82	21.20	21.97	15.82
	심천	평균 점수	28.86	37.22	38.52	34.86
		최고 점수	34.54	38.05	39.51	39.51
		최저 점수	23.17	36.39	37.52	23.17
전기,가스, 수도	상해	평균 점수	29.48	32.59	33.06	31.71
		최고 점수	39.64	44.84	46.66	46.66
		최저 점수	22.94	25.21	23.23	22.94
	심천	평균 점수	36.73	35.99	39.24	37.32
		최고 점수	52.89	55.69	62.51	62.51
		최저 점수	28.70	23.68	20.96	20.96
제조업	상해	평균 점수	27.88	30.19	31.56	29.88
		최고 점수	65.12	76.14	78.44	78.44
		최저 점수	15.20	15.32	17.21	15.20
	심천	평균 점수	28.76	32.16	34.33	31.75
		최고 점수	60.69	64.15	71.50	71.50
		최저 점수	20.42	21.75	18.77	18.77
종합	상해	평균 점수	22.92	22.53	23.00	22.82
		최고 점수	29.03	26.98	28.00	29.03
		최저 점수	18.61	17.22	16.12	16.12
	심천	평균 점수	23.87	23.32	24.79	24.00
		최고 점수	27.97	31.21	32.33	32.33
		최저 점수	18.20	16.62	20.18	16.62
통신업	상해	평균 점수	26.05	30.09	32.47	29.54
		최고 점수	40.85	44.33	56.15	56.15
		최저 점수	17.33	18.45	18.52	17.33
	심천	평균 점수	26.36	31.67	39.73	32.59
		최고 점수	34.26	46.58	70.46	70.46
		최저 점수	18.86	23.00	28.23	18.86
전체 평균 점수			28.79	31.80	33.93	31.51
전체 최고 점수			68.76	78.49	80.29	80.29
전체 최저 점수			15.20	15.32	16.12	15.20

### 3.2.2 연구모형

Waddock & Graves(1997)은 CSR와 경제적 성과의 연관성을 파악하기 위해서는 두 변수 들 간의 양방향 분석이 필수적이라고 주장하였다. 따라서 CSR활동이 기업가치에 미치는 영향을 검증하기 전에 먼저 기업가치가 높은 기업이 CSR활동을 적극적으로 수행하는지, 아니면 CSR활동을 통해 기업가치가 증가하는지를 파악하기 위해 이들 변수 사이의 인과관계 분석을 수행한다. 이에 따라 패널 데이터로 <모형 1>, <모형 2>를 사용하여 그랜저(Granger) 인과관계 검증을 수행한다.

$$Value_{it} = \sum_{i=1}^n \alpha_i CSR_{t-1} + \sum_{i=1}^n \beta_i Value_{t-1} + u_i \quad \text{<모형 1>}$$

$$CSR_t = \sum_{i=1}^n \gamma_i CSR_{t-1} + \sum_{i=1}^n \delta_i Value_{t-1} + u_i \quad \text{<모형 2>}$$

CSR활동이 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위해 <모형 3>을 사용하여 패널분석을 수행한다.

$$Value_t = \beta_0 + \beta_1 CSR_{t-1} + \beta_2 SIZE_{t-1} + \beta_3 EPS_{t-1} + \beta_4 LEV_{t-1} + \beta_5 GRW_{t-1} + \epsilon_t \quad \text{<모형 3>}$$

다음으로 CSR과 기업가치의 관련성에 대해 10개의 기업지배구조 변수를 추가하여 CSR과 그 변수들 간의 상호작용(interaction) 효과를 알아보기 위해 <모형 4>를 설정한다.

$$Value_t = \beta_0 + \beta_1 CSR_{t-1} + \beta_2 CG + \beta_3 CG \times CSR_{t-1} + \beta_4 SIZE_{t-1} + \beta_5 EPS_{t-1} + \beta_6 LEV_{t-1} + \beta_7 GRW_{t-1} + \epsilon_t \quad \text{<모형 4>}$$

이 모형을 바탕으로 CG변수인 10개의 지배구조 변수를 각각 분리하여 패널분석을 수행한다.

그리고 지배구조 변수가 다름에 따라 CSR이 기업가치에 미치는 영향이 어떻게 다르게 나타나는지를 확인하기 위해 지배구조 변수의 수준에 따라 기업을 두 그룹으로 나뉘어 각 그룹별 회귀분석을 수행한다.

$$Value_t = \beta_0 + \beta_1 CSR_{t-1} + \beta_2 SIZE_{t-1} + \beta_3 EPS_{t-1} + \beta_4 LEV_{t-1} + \beta_5 GRW_{t-1} + \epsilon_t \quad \text{<모형 5>}$$

기업지배구조에 따라 CSR이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 후 어떤 기업지배구조 수준에서 기업이 CSR활동을 더 적극적으로 수행할 것인지에 대해 분석하기 위해 <모형 6>으로

패널분석을 수행한다.

$$CSR_t = \beta_0 + \beta_1 CR1_{t-1} + \beta_2 Z_{t-1} + \beta_3 managheshr_{t-1} + \beta_4 directshr_{t-1} + \beta_5 Supervisorshr_{t-1} + \beta_6 P_{t-1} + \beta_7 DSize_{t-1} + \beta_8 SSize_{t-1} + \beta_9 Indep\_ratio_{t-1} + \beta_{10} Stateowner_{t-1} + \beta_{11} SIZE_{t-1} + \beta_{12} EPS_{t-1} + \beta_{13} LEV_{t-1} + \beta_{14} GRW_{t-1} + \epsilon_t$$

〈모형 6〉

## 4. 실증분석 결과

### 4.1 기초통계

〈표 5〉 변수의 기초통계

변수	N	평균값	최대값	최소값	중위수	표준편차
Value	831	1.8035769	15.1134	0.652	1.4785	1.1295604
CSR	831	31.507485	80.29	15.2	28.54	11.2364462
CR1	831	0.3922908	0.8641884	0.0369	0.4007	0.1626508
z	831	17.96826	274.76	1	8.0912162	26.4910084
manageshr	831	0.0254095	0.735	0	0.00003478	0.0985377
directshr	831	0.0231819	0.654	0	6.56E-06	0.0921568
supervisorshr	831	0.0014037	0.1425	0	0	0.0101306
P	831	0.2599278	1	0	0	0.4388589
dsize	831	6.1528279	13	1	6	1.5874473
ssize	831	4.2069795	11	2	3	1.483402
Indep_ratio	831	0.3648037	0.6	0	0.3333333	0.0592038
stateowner	831	0.7256318	1	0	1	0.4464641
SIZE	831	22.670242	28.1356484	19.662737	22.5194142	1.415356
EPS	831	0.4791692	5.8932	-2.22	0.3597	0.5606302
LEV	831	1.3818031	10.8824438	-2.1862569	1.0644229	1.1045665
GRW	831	0.2410588	10.5916814	-0.722847	0.1523273	0.5755948

Value: 기업가치, Tobin's Q

CSR: 기업의 사회적 책임 활동의 평가점수

CR1: 최대주주 지분율

Z: 최대주주 지분율/2대 주주 지분율

Manageshr: 경영진 지분율

Directshr: 이사 지분율

Supervisorshr: 감사위원의 지분율

P: 최고경영자와 이사회 의장 겸임의 가변수로서, 최고경영자와 이사회 의장이 동일인이면 1, 아니면 0

Dsize: 이사의 수  
Ssize: 감사위원의 수  
Outside\_ratio: 사외이사 비율  
Stateowner: 국가소유 더미; 최대주주가 국가이면 1, 아니면 0  
Size: 기업규모, 연말 총자산의 자연로그  
EPS: 주당순이익  
LEV: 부채 대 자기자본비율  
GRW: 총자산성장률

주요 변수들의 기초통계를 살펴보면 최대주주 지분율이 평균이 39.2%, 최대값이 86.4%이고, 2대 주주 지분율에 대한 최대주주 지분율의 배수인 Z지수의 최대값이 200배를 초과하고, 평균값이 18배이므로 중국기업 내의 소유지분이 상당히 집중되어 있음을 알 수 있다.

<표 6>를 보면 패널분석을 하기 전에 변수들 간에 다중공선성 문제가 있는지 확인하고자 다중공선성 검정을 실시하였는데 통계결과 통제변수를 제외한 변수들 간에는 강한 상관관계가 없어 다중공선성 문제가 존재하지 않는 것으로 나타났다.

<표 6> 주요 변수의 피어슨 상관관계

	csr	CR1	z	manageshr	directshr	supervisorshr	P	dsize	ssize	Outside_rat	stateowner	SIZE	EPS	LEV
CR1	0.2291 <.0001***													
z	0.0152 0.6620	0.4484 <.0001***												
manageshr	-0.0827 0.0171**	-0.1396 <.0001***	-0.1369 <.0001***											
directshr	-0.0801 0.0210**	-0.1339 0.0001***	-0.1338 0.0001***	0.9942 <.0001***										
supervisorshr	-0.0525 0.1302	-0.0782 0.0241**	-0.0727 0.0362**	0.5594 <.0001***	0.4746 <.0001***									
P	-0.0115 0.7410	0.1274 0.0002***	0.1248 0.0003***	-0.1213 0.0005***	-0.1209 0.0005***	-0.0285 0.4126								
dsize	0.1868 <.0001***	0.0713 0.0399**	-0.0164 0.6365	-0.1350 <.0001***	-0.1294 0.0002***	-0.1041 0.0027***	0.0087 0.8030							
ssize	0.1403 <.0001***	0.2395 <.0001***	0.1257 0.0003***	-0.1732 <.0001***	-0.1699 <.0001***	-0.0915 0.0083***	0.0883 0.0109**	0.3416 <.0001***						
Outside_ratio	-0.0055 0.8743	0.0290 0.4034	-0.0045 0.8974	0.0106 0.7605	0.0108 0.7560	0.0025 0.9434	-0.0498 0.1512	-0.4549 <.0001***	-0.1187 0.0006***					
stateowner	0.1425 <.0001***	0.3345 <.0001***	0.1927 <.0001***	-0.3946 <.0001***	-0.3886 <.0001***	-0.2029 <.0001***	0.2198 <.0001***	0.1833 <.0001***	0.2732 <.0001***	-0.0226 0.5148				
SIZE	0.4977 <.0001***	0.3580 <.0001***	0.0954 0.0059***	-0.2332 <.0001***	-0.2325 <.0001***	-0.0912 0.0086***	-0.0153 0.6600	0.2532 <.0001***	0.2665 <.0001***	0.0245 0.4809	0.3113 <.0001***			
EPS	0.1838 <.0001***	0.0464 0.1816	-0.0997 0.0040***	0.0409 0.2391	0.0352 0.3114	0.0334 0.3361	-0.0932 0.0072***	0.1162 0.0008***	0.0587 0.0907*	-0.0536 0.1225	-0.0853 0.0139**	0.1997 <.0001***		
LEV	0.0207 0.5513	0.0548 0.1143	0.0835 0.0161**	-0.0994 0.0041***	-0.0959 0.0057***	-0.0546 0.1158	0.0419 0.2279	0.0498 0.1518	0.0744 0.0321**	-0.0063 0.8553	0.1689 <.0001***	0.3164 <.0001***	-0.0396 0.2539	
GRW	-0.0244 0.4819	0.1051 0.0024***	-0.0130 0.7085	0.0591 0.0888*	0.0580 0.0948*	0.0540 0.1196	-0.0044 0.8986	-0.0287 0.4081	-0.0255 0.4623	-0.0049 0.8874	-0.0441 0.2038	0.1075 0.0019***	0.1152 0.0009***	0.1183 0.0006***

주) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 유의수준 0.1, 0.05, 0.01에서 유의함.

## 4.2 그랜저 인과관계 검증

<표 7> 그랜저 인과관계 검증

Granger-Causality Wald Test			
인과관계방향	Chi-Square	Pr > ChiSq	가설
CSR→Value	20.12	<.0001***	H <sub>0</sub> : value does not cause csr
Value→CSR	3.34	0.0675*	H <sub>0</sub> : csr does not cause value

주) \*, \*\*,\*\*\*는 각각 유의수준 0.1, 0.05, 0.01에서 유의함.

<표 7>에서 보는 바와 같이 CSR과 기업가치는 인과관계가 존재하고, 특히 CSR은 기업가치를 선행한다. 이에 대해 기업가치도 다소 CSR을 선행함으로써 내생성이 존재하는 것처럼 보이므로, 추가적으로 도구변수를 이용한 강건성 분석이 필요할 것으로 판단된다.

## 4.3 기업의 사회적책임 활동이 기업가치에 미치는 영향

<표 8>은 CSR이 기업가치에 어떤 영향을 미치는지를 검증하기 위한 패널분석 결과이다. 먼저 고정효과(fixed effect) 및 확률효과(random effect)모형을 동시에 고려하여 하우스만 검정(Hausman specification test)를 통해 m값이 통계적으로 유의하여 고정효과 모형을 채택하였다.

전체 표본기업의 패널분석 결과는 통제변수들을 통제한 후 전년도의 기업의 사회적책임 활동(CSR)이 1% 유의수준에서 금년도의 기업가치와 양(+)의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 또한 통제변수들중 기업규모 및 주당순이익이 클수록 기업가치가 더 높고, 부채비율이 낮을수록 기업가치가 더 크며, 총자산성장률이 낮을수록 기업가치가 더 큰 것으로 나타났다. 상해거래소와 심천거래소에서 상장한 기업을 분리하여 분석한 결과도 전체 표본의 결과와 일치하였다.

<표 8> 기업의 사회적책임 활동과 기업가치 간의 관계 분석

패널분석의 종속변수는 Tobin's Q이고 설명변수는 CSR변수와 4개의 통제변수임.  $Value_t = \beta_0 + \beta_1 CSR_{t-1} + \beta_2 SIZE_{t-1} + \beta_3 EPS_{t-1} + \beta_4 LEV_{t-1} + \beta_5 GRW_{t-1} + \epsilon_t$

	전체 표본기업	상해거래소 상장기업	심천거래소 상장기업
--	---------	------------	------------



변수	추정치	표준편차	T값	P값	추정치	표준편차	T값	P값	추정치	표준편차	T값	P값
상수항	-20.38	4.02	-5.07	<.0001	-19.37	5.39	-3.6	0.0004	-14.61	4.86	-3.01	0.003
CSR	0.02	0.01	2.68	0.0076***	0.02	0.01	1.96	0.051*	0.02	0.01	1.86	0.0637*
SIZE	0.81	0.16	5.03	<.0001***	0.77	0.22	3.56	0.0004***	0.81	0.24	3.33	0.001***
EPS	0.02	0.10	0.22	0.8296	0.01	0.13	0.11	0.9135	0.06	0.16	0.37	0.7098
LEV	-0.15	0.08	-1.95	0.0515*	-0.15	0.10	-1.44	0.1508	-0.10	0.16	-0.63	0.5318
GRW	-0.11	0.07	-1.71	0.0887*	-0.09	0.13	-0.7	0.4844	-0.12	0.07	-1.68	0.0948*
F-value	2.56				2.28				3.05			
R-Square	0.6397				0.6878				0.6878			
N	277				176				101			
Time Series	3				3				3			
model	fix effect				fix effect				fix effect			

주: \*, \*\*, \*\*\*는 각각 0.1, 0.05, 0.01% 유의수준을 나타냄.

#### 4.4 지배 및 소유구조에 따른 기업의 사회적책임 활동이 기업가치에 미치는

앞서 기업이 사회적책임 활동을 통해 기업가치를 증가시킬 수 있음을 검증하였는데, 더 나아가 기업의 지배구조/소유구조 수준이 상이한 경우 이러한 영향의 차이가 있는지를 검증하기 위해 이 변수를 상호작용 변수로 추가하여 패널분석을 수행하였다.

<표 9>는 10개의 다양한 CG변수를 각각 채택하여 수행한 고정효과 패널분석 결과를 보여주고 있으며, 종속변수는 Tobin's Q이다. 분석 결과를 살펴보면 CG변수와 CSR 간의 상호작용변수(CG × CSR)는 식(1)과 식(9)에서 유의한 부(-)의 계수 값을 가진 것으로 나타났다. 즉, 지배구조 차원에서 최대주주 지분율이 높을수록, 그리고 사외이사 비율이 높을수록 CSR이 기업가치에 부정적인 영향을 미친다는 것을 확인할 수 있다. 다른 식들의 상호작용 변수는 통계적으로 유의하지 않았다. 이에 따라 최대주주가 주주의 이익보다는 사적인 이익을 위해 CSR을 이용하는 것을 추론할 수 있다. 또한 사외이사들도 중국기업의 특성상 독립성이 낮기 때문에 CSR 활동을 제대로 견제하지 못하는 것으로 해석된다.

따라서 기업지배구조 수준에 따라 CSR이 기업가치에 미치는 영향이 상이한지를 검증하기 위해

<표 10>의 분리 기준에 따라 지배구조가 우수한 A 그룹과 그렇지 않은 B 그룹으로 나누어 동일한 패널분석을 수행한다.

<표 11>은 그룹별 분석 결과를 보여주고 있는데, 먼저 A 그룹의 경우 5% 유의수준에서 식(3), 식(4), 식(5), 식(7), 식(8), 식(10)에서는 CSR이 기업가치에 유의한 긍정적인 영향을 미치지만 식(1), 식(2), 식(6), 식(9)에서는 유의한 결과가 나타나지 않았다. 그리고 B 그룹의 경우에는 5% 유의수준에서 식(1), 식(2), 식(6), 식(9)에서는 CSR이 기업가치에 긍정적인 영향을 미친 것으로 나타났지만 식(3), 식(4), 식(5), 식(7), 식(8), 식(10)에서는 유의한 결과가 나타나지 않았다.

이에 따라 식(1)에서 최대주주 지분율이 낮은 B 그룹에서 CSR은 기업가치에 긍정적인 영향을 미치지만 최대주주 지분율이 높은 A 그룹에서는 CSR이 기업가치에 유의한 영향을 미치지 못하였다. 식(2)에서 최대주주 지분율이 2 대주주 지분율에 비해 상대적으로 낮은 B 그룹에서는 CSR은 기업가치에 유의한 영향을 미친 반면, 최대주주 지분율이 상대적으로 높은 A 그룹에서는 CSR이 기업가치에 유의한 영향을 미치지 못하였다.

식(3), 식(4), 식(5)에서는 각각 경영자 지분율이 높은 경우, 이사 지분율이 높은 경우, 그리고 감사위원의 지분율이 있는 경우에 CSR은 기업가치에 유의한 영향을 미친 반면, 경영자 지분율이 낮은 경우, 이사 지분율이 낮은 경우, 그리고 감사위원의 지분율이 있는 없는 경우에는 CSR이 기업가치에 유의한 영향을 미치지 못한 것으로 나타났다. 식(6)에서는 경영자와 이사회 의장이 동일인이 아닌 경우에 CSR은 기업가치를 증가시키지만 동일인인 경우에는 CSR이 기업가치에 유의한 영향을 미치지 못한 것으로 나타났다.

그리고 식(7), 식(8)에서는 각각 이사회 규모와 감사위원회 규모가 큰 경우에 CSR은 기업가치를 증가시키지만 그 규모가 작은 경우에는 CSR이 기업가치에 유의한 영향을 미치지 못하였다. 식(9)에서 사외이사 비율이 낮은 경우에 CSR이 기업가치를 증가시킨 반면, 사외이사 비율이 높은 경우에는 CSR이 기업가치에 유의한 영향을 미치지 못하였다.

마지막으로 식(10)에서 최대주주가 국가일 경우에 CSR은 기업가치를 증가시키지만 최대주주가 국가가 아닌 경우에는 CSR이 기업가치에 유의한 영향을 미치지 못한 것으로 나타났다. 이런

결과는 기업지배구조의 수준에 따라 CSR활동이 기업가치에 미치는 영향이 상이할 것이라는 가설 2를 대체로 지지하는 결과라고 할 수 있다. 즉, 최대주주 지분율이 낮고, 경영자 지분율과 이사회 지분율이 높고, 감사위원의 지분율이 있는 경우 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 해석된다. 더 나아가 미국의 대다수 기업과 마찬가지로 최고경영자와 이사회 의장이 동일인이 아닌 경우, 이사회와 감사위원회의 규모가 큰 경우, 이사회와 경영진 감독 역할이 충실히 수행됨으로써 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 있다. 이와는 대조적으로 사외이사의 기능은 오히려 역기능을 수행하는 것으로 나타났다. 한편, 최대주주가 국가인 경우에는 CSR이 긍정적인 영향을 미침으로써 국가의 경제사회적 정책 차원에서 해당기업의 CSR이 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 해석된다.

또한 이런 결과는 CSR활동의 수행에 있어 대리인 비용이 존재한다는 것을 시사한다.

〈표 9〉 기업지배구조 변수에 따른 기업의 사회적책임 활동이 기업가치에 미치는 영향(상호작용 패널분석)

고정효과 패널분석의 종속변수는 Tobin's Q이고 독립변수는 10개의 기업지배구조 변수와 그 지배구조(CG) 변수와 CSR변수의 상호작용변수(CG variable × CSR) 및 4개의 통제변수이다. 식(1)부터 식(10)은 각 지배구조 변수와 해당 상호작용변수(CG variable × CSR)를 각각 분리 채택하여 패널분석한 결과이다.

$$Value_t = \beta_0 + \beta_1 CSR_{t-1} + \beta_2 CG + \beta_2 CG \times CSR_{t-1} + \beta_{10} SIZE_{t-1} + \beta_{11} EPS_{t-1} + \beta_{12} LEV_{t-1} + \beta_{13} GRW_{t-1} + \epsilon_t$$

채택된 CG 변수	CG 변수									
	식(1) CR1	식(2) z	식(3) manageshr	식(4) directshr	식(5) supervisorshr	식(6) P	식(7) dsize	식(8) ssize	식(9) outside_ratio	식(10) stateowner
Intercept	-21.8425 (-5.52)***	-20.4335 (-5.06)***	-20.014 (-4.99)***	-20.0643 (-5)***	-19.9688 (-4.96)***	-20.3942 (-5.06)***	-19.59 (-4.74)***	-20.0591 (-4.88)***	-22.5506 (-5.43)***	-20.8913 (-5.13)***
CSR	0.03838 (-2.47)**	0.017169 (2.33)**	0.01441 (2.21)**	0.014752 (2.27)**	0.015689 (2.46)**	0.016389 (2.29)**	0.004933 (0.24)	0.026185 (1.6)	0.068085 (2.43)**	0.032231 (2.44)**
CG Variable	-2.82937 (-2.07)**	-0.00082 (-0.11)	-4.93885 (-2.21)**	-5.13424 (-1.95)*	-44.4651 (-1.63)	-0.21148 (-0.55)	-0.08531 (-0.8)	0.008457 (0.07)	5.724885 (2.07)**	0.874974 (1.27)
CG variable × CSR	-0.06076 (-1.67)*	-0.0000965 (-0.04)	0.071787 (1.21)	0.067275 (1.09)	1.188797 (1.36)	0.001902 (0.17)	0.00181 (0.61)	-0.00207 (-0.6)	-0.14003 (-1.88)*	-0.01874 (-1.29)
SIZE	0.94263 (5.84)***	0.811607 (5.03)***	0.799871 (4.98)***	0.801265 (4.99)***	0.795699 (4.94)***	0.811288 (5.04)***	0.80162 (4.96)***	0.801123 (4.96)***	0.815386 (5.07)	0.802028 (4.97)***
EPS	-0.00358 (-0.04)	0.017503 (0.17)	0.033125 (0.32)	0.030888 (0.3)	0.031511 (0.31)	0.025019 (0.24)	0.016449 (0.16)	0.024962 (0.24)	-0.00191 (-0.02)	0.033332 (0.32)
LEV	-0.12299 (-1.6)	-0.15122 (-1.94)*	-0.14864 (-1.92)**	-0.14926 (-1.92)*	-0.14758 (-1.9)*	-0.15057 (-1.93)*	-0.1474 (-1.89)*	-0.15213 (-1.95)*	-0.1483 (-1.91)*	-0.15579 (-2)*
GRW	-0.01817 (-0.26)	-0.11231 (-1.7)*	-0.10647 (-1.62)	-0.10735 (-1.63)	-0.10363 (-1.57)	-0.11445 (-1.74)*	-0.11028 (-1.67)*	-0.11108 (-1.69)*	-0.10461 (-1.58)	-0.10866 (-1.65)*
F-value	2.74***	2.55***	2.57***	2.57***	2.55***	2.56***	2.52***	2.56***	2.52***	2.56***
R2	0.6537	0.6398	0.6427	0.6422	0.6416	0.6402	0.6401	0.6403	0.6425	0.6409
N	276	276	276	276	276	276	276	276	276	276
Time Series Length	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
model	fix effect	fix effect	fix effect	fix effect	fix effect	fix effect	fix effect	fix effect	fix effect	fix effect

주) 괄호 안의 값은 t값을 의미하며, “\*”, “\*\*”, “\*\*\*”는 각각 유의수준 10%, 5%, 1% 수준에서 계수가 통계적으로 유의함을 나타낸다.

〈표 10〉 표본그룹 분리 기준

	A 그룹			B 그룹		
변수	분리기준	설명	표본수	분리기준	설명	표본수
CR1	중간값 이상	최대주주지분율이 $\geq 40\%$	417	중간값 이하	최대주주지분율이 $< 40\%$	414
z	중간값 이상	최대주주지분율/제2주주지분율 $\geq 8.09$	416	중간값 이하	최대주주지분율/제2주주지분율 $< 8.22$	415
manageshr	중간값 이상	경영진 지분율 $\geq 0.0034\%$	418	중간값 이하	경영진 지분율 $< 0.0034\%$	413
directshr	중간값 이상	이사지분율 $\geq 0.00065\%$	416	중간값 이하	이사지분율 $< 0.00065\%$	415
supervisorshr	$> 0$	감사위원회 지분보유	324	$= 0$	감사위원 지분 미보유	507
P	$= 1$	CEO와 이사가 동일인	216	$= 0$	CEO와 이사가 동일인이 아님	615
dsize	중간값 이상	이사의 수 $\geq 7$	254	중간값 이하	이사의 수 $\leq 6$	577
ssize	중간값 이상	감사위원의 수 $\geq 4$	403	중간값 이하	감사위원의 수 $\leq 3$	428
outside_ratio	중간값 이상	사외이사비율 $\geq 35\%$	402	중간값 이하	사외이사비율 $< 35\%$	429
stateowner	$= 1$	최대주주가 국가임	603	$= 0$	최대주주가 국가가 아님	228

**<표 11> 기업지배구조 변수에 따른 기업의 사회적책임 활동이 기업가치에 미치는 영향(그룹별 분석)**

종속변수는 Tobin's Q이고 독립변수는 CSR변수와 4개의 통제변수이다. 10개의 지배구조변수에 따라 각 지배구조변수 별로 표본기업을 A그룹과 B그룹으로 분리하였고 식(1)부터 식(10)까지는 각 지배구조변수에 따라 그룹을 나눈 후 CSR이 기업가치에 미치는 영향에 대한 회귀분석을 진행한 결과이다. A그룹은 지배구조변수가 중간값 이상인 그룹이고 B그룹은 지배구조변수가 중간값 이하인 그룹이다.

$$\text{Value}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{CSR}_{t-1} + \beta_2 \text{SIZE}_{t-1} + \beta_3 \text{EPS}_{t-1} + \beta_4 \text{LEV}_{t-1} + \beta_5 \text{GRW}_{t-1} + \epsilon_t$$

A그룹:

	CG변수									
	식(1)	식(2)	식(3)	식(4)	식(5)	식(6)	식(7)	식(8)	식(9)	식(10)
	CR1	z	manageshr	directshr	supervisorshr	P	dsize	ssize	outside_ratio	stateowner
<b>Intercept</b>	8.77768 (9.79)***	9.87719 (9.16)***	7.92486 (7.59)***	8.22584 (8.29)***	8.13532 (7.46)***	7.8087 (7.17)***	7.05471 (7.8)***	8.79079 (9.69)***	10.30836 (10.38)***	7.98349 (11.26)***
<b>CSR</b>	0.00646 (1.27)	0.00731 (1.22)	0.01147 (2.18)**	0.01062 (2.19)**	0.01144 (2.04)**	0.00734 (1.03)	0.01055 (2.28)**	0.01122 (2.28)**	0.00873 (1.53)	0.00818 (2.02)**
<b>EPS</b>	0.30126 (2.96)***	0.27647 (2.49)**	0.18633 (2.29)**	0.16206 (2.21)**	0.21687 (2.67)***	0.23753 (2.22)**	0.22854 (2.88)***	0.30525 (3.34)***	0.32131 (2.95)***	0.23644 (2.95)***
<b>SIZE</b>	-0.31504 (-7.22)***	-0.36175 (-6.91)***	-0.27998 (-5.51)***	-0.29429 (-6.08)***	-0.29445 (-5.45)***	-0.271 (-5.07)***	-0.25191 (-5.84)***	-0.32221 (-7.35)***	-0.37882 (-7.85)***	-0.28476 (-8.29)***
<b>LEV</b>	-0.09695 (-2.15)**	-0.12658 (-2.46)**	-0.19142 (-3.53)***	-0.16535 (-3.02)***	-0.13178 (-2.21)**	-0.14242 (-2.15)***	-0.08193 (-1.78)*	-0.11294 (-2.61)***	-0.14479 (-2.68)***	-0.09385 (-2.62)***
<b>GRW</b>	-0.05545 (-0.81)	-0.04129 (-0.42)	0.01568 (0.2)	0.01753 (0.23)	0.02748 (0.18)	0.0263 (0.24)	0.19085 (1.04)	-0.01075 (-0.07)	-0.04957 (-0.53)	-0.03459 (-0.33)
<b>F-value</b>	19.15***	17.71***	17.24***	19.16***	13.77***	9.72***	10.97***	19.43***	21.77***	21.61***
<b>Adj R2</b>	0.1791	0.1679	0.163	0.1796	0.1651	0.1686	0.1646	0.1865	0.2057	0.1462
<b>N</b>	417	416	418	416	324	216	254	403	402	603

주) 괄호 안의 값은 t값을 의미하며, “\*”, “\*\*”, “\*\*\*”는 각각 유의수준 10%, 5%, 1% 수준에서 계수가 통계적으로 유의함을 나타낸다.

B그룹:

	CG변수									
	식(1)	식(2)	식(3)	식(4)	식(5)	식(6)	식(7)	식(8)	식(9)	식(10)
	CR1	z	manageshr	directshr	supervisorshr	P	dsize	ssize	outside_ratio	stateowner
Intercept	8.53458	7.85384	8.96567	8.92525	8.9298	9.04332	9.23772	8.61068	7.18482	9.08488
	(8.33)***	(10.07)***	(10.22)***	(9.83)***	(10.95)***	(11.36)***	(10.47)	(9.02)***	(8.86)***	(5.01)***
CSR	0.01413	0.01196	0.00686	0.00787	0.00859	0.01065	0.00671	0.00773	0.01158	0.01308
	(2.48)**	(2.55)**	(1.25)	(1.37)	(1.68)*	(2.41)**	(1.24)	(1.34)	(2.47)**	(1.47)
EPS	0.15254	0.20769	0.31736	0.3866	0.26871	0.22607	0.23208	0.16273	0.13059	0.17203
	(1.72)*	(2.6)***	(2.79)***	(3.05)***	(2.47)**	(2.69)***	(2.38)	(1.68)*	(1.71)*	(1.36)
SIZE	-0.31105	-0.28153	-0.32333	-0.32238	-0.32191	-0.33118	-0.33114	-0.30547	-0.25511	-0.32214
	(-6.27)***	(-7.31)***	(-7.51)***	(-7.21)***	(-8.09)***	(-8.49)***	(-7.62)	(-6.48)***	(-6.39)***	(-3.64)***
LEV	-0.20131	-0.14247	-0.09991	-0.11829	-0.13728	-0.12872	-0.16586	-0.16613	-0.10273	-0.32525
	(-3.6)***	(-3.02)***	(-2.12)**	(-2.49)**	(-3.12)***	(-3.12)***	(-3.49)	(-2.87)***	(-2.37)**	(-3.2)**
GRW	0.29124	0.02863	-0.03872	-0.03964	-0.01679	-0.01954	-0.02521	-0.00261	0.0438	0.03103
	(1.46)	(0.35)	(-0.38)	(-0.38)	(-0.23)	(-0.25)	(-0.36)	(-0.04)	(0.53)	(0.35)
F-value	16.25***	18.52***	18.4***	17.39***	21.33***	25.33***	23.68***	15.69***	14.38***	8.63***
Adj R2	0.1558	0.1746	0.1743	0.1653	0.1673	0.1654	0.1645	0.1467	0.1352	0.1439
N	414	415	413	415	507	615	577	428	429	228

주) 괄호 안의 값은 t값을 의미하며, “\*”, “\*\*”, “\*\*\*”는 각각 유의수준 10%, 5%, 1% 수준에서 계수가 통계적으로 유의함을 나타낸다.

## 4.5 기업지배구조와 기업의 사회적책임 활동 간의 관계 분석

<표 12> 기업지배구조와 기업의 사회적책임 활동 간의 관계(패널분석)

고정효과 패널분석의 종속변수는 CSR변수이고 독립변수는 10개의 기업지배구조변수와 4개의 통제변수이다.

$$CSR_t = \beta_0 + \beta_1 CR1_{t-1} + \beta_2 Z_{t-1} + \beta_3 managheshr_{t-1} + \beta_4 directshr_{t-1} + \beta_5 Supervisorshr_{t-1} + \beta_6 P_{t-1} + \beta_7 DSize_{t-1} + \beta_8 SSize_{t-1} + \beta_9 Outside\_ratio_{t-1} + \beta_{10} Stateowner_{t-1} + \beta_{11} SIZE_{t-1} + \beta_{12} EPS_{t-1} + \beta_{13} LEV_{t-1} + \beta_{14} GRW_{t-1} + \epsilon_t$$

변수	추정치	표준편차	T 값	P 값
Intercept	-157.903	27.0236	-5.84	<.0001***
<b>CR1</b>	-13.7306	6.8173	-2.01	0.0445**
<b>z</b>	0.010351	0.0141	0.74	0.4621
<b>manageshr</b>	-374.156	142.7	-2.62	0.009***
<b>directshr</b>	364.349	145.7	2.5	0.0127**
<b>supervisorshr</b>	378.8575	173.1	2.19	0.029**
<b>P</b>	0.273508	1.1411	0.24	0.8107
<b>dsize</b>	0.323896	0.3629	0.89	0.3725
<b>ssize</b>	-0.03742	0.4759	-0.08	0.9374
<b>Indep_ratio</b>	5.068235	6.9765	0.73	0.4679
<b>stateowner</b>	-9.66032	2.8029	-3.45	0.0006***
<b>SIZE</b>	8.541777	1.0337	8.26	<.0001***
<b>EPS</b>	0.417667	0.6894	0.61	0.5449
<b>LEV</b>	-0.55919	0.5205	-1.07	0.2831
<b>GRW</b>	-0.98395	0.4653	-2.11	0.0349**
<b>F-value</b>	6.85			
<b>R2</b>	0.8421			
<b>N</b>	277			
<b>Time Series Length</b>	3			
<b>model</b>	fixed effect			

<표 12>의 패널분석 결과를 보면 최대주주 지분율이 유의한 부(-)의 계수값을 나타낸다. 이것은 최대주주 지분율이 높을수록 기업이 CSR활동을 적극적으로 수행하지 않는다는 것을 시사한다. 이와는 대조적으로 이사 지분율과 감사위원 지분율은 유의한 정(+)의 계수값을 나타냈는데 이는 이사와 감사위원의 지분율이 높을수록 기업은 CSR활동을 더 적극적으로 수행하는 것을 의미한다. 또한 경영진 지분율과 국가소유 지분의 가변수가 유의한 부(-)의 값을 보였는데 이것은 경영진 지분율이 높을수록 그리고 최대주주가 국가인 경우에 기업이 CSR활동을 적극적으로 수행하지 않는 것을 의미한다.



이러한 결과들을 앞서 CSR 활동과 기업가치 간의 관계 분석 결과와 종합하면, 최대주주 지분율이 높은 경우 CSR 활동을 적극적으로 수행하지 않을 뿐만 아니라, CSR 활동을 수행하더라도 기업가치에는 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 해석된다. 경영자 지분율이 높은 경우 CSR 활동이 기업가치에 긍정적인 영향을 미치지만 경영자는 적극적으로 CSR 활동을 수행하지 않는다는 것을 알 수 있다.

다른 변수에서는 10% 유의수준에서 통계적으로 유의한 값이 보이지 않았다. 이러한 결과를 앞선 분석에서 얻은 결과와 종합하면 기업지배구조는 기업의 가치를 제고시키는 것을 목적으로 하고 주주의 이익을 극대화 하기 위한 메커니즘인데 앞선 분석에서 CSR이 기업가치의 증가에 영향을 미치기에 기업지배구조가 좋은 기업일수록, 즉 대리인 비용이 적게 발생하는 기업일수록 CSR활동을 더 적극 수행해야 한다고 볼 수 있다. 따라서 대주주 지분율이 낮고 이사 및 감사위원의 지분율이 많은 기업이 CSR활동을 더 적극적으로 수행한다는 결과는 앞선 결과와 일관된다.

## 4.6 강건성 검증

앞서 기업의 사회적책임 활동이 기업가치에 미치는 영향을 상이한 기업 지배/소유구조 차원에서 분석하였는데 또한 사회적책임 변수의 내생성 문제를 고려해야 한다. 즉, 여러 선행연구들에서는 기업의 사회적책임 활동이 기업가치에 정(+)의 영향을 미칠 수는 있지만 원래 기업가치가 높은 기업 내지 대기업이 사회적책임 활동을 더 많이 수행할 수도 있다고 지적되었다. 이에 따라 주요 설명변수인 CSR은 내생(endogenous)변수가 되어 기존의 최소제곱추정(OLS) 방식으로는 편의(bias)가 없는 일치추정량(consistent estimator)을 얻을 수 없게 된다.

이러한 CSR변수의 내생성 문제를 해결하기 위해 도구변수(instrumental variable)를 사용하여 2단계 최소제곱추정법(2SLS, two-stage least squares estimation)을 통해 계수를 추정하고 도구변수의 적합성과 CSR변수의 내생성 유무를 검증하고자 한다.

2SLS를 위한 도구변수로는 해당산업의 연도별 CSR점수의 평균값을 사용하였다. 즉, 기업의 CSR 활동과 연관이 있는 산업별 특성은 해당산업에 속한 기업의 CSR 활동에 영향을 줄 것으로 기대할 수 있지만, CSR 활동과 연관되는 산업별 특성은 해당 기업의 가치에는 직접적 영향을 줄 수 있다고 보기에는 무리가 있다(Surroca, Tribó, & Waddock, 2010). 따라서 2SLS분석에서 CSR점수의 연도별 산업별 평균치를 CSR변수를 추정하는 데 쓰이는 도구변수로 적합하다고 판단할 수 있다.

본 연구에서는 앞선 분석결과에서 지배구조 수준에 따라 A, B그룹 중에 CSR이 기업가치에 유의한 긍정적인 영향을 미친 것으로 나타난 그룹을 대상으로 2SLS분석을 수행하였다. <표 13>은 CSR점수의 연도별 산업별 평균치를 도구변수로 사용하여 2SLS분석을 수행한 결과를 요약하고 있다. Panel A는 1단계 회귀분석의 결과이고 Panel B는 2단계 회귀분석의 결과를 나타내고 있다. 1단계 회귀분석 결과를 보면 CSR변수를 추정하기 위해 사용한 도구변수인 산업별 평균 CSR점수(CSR\_indumean)는 모든 식에서 유의한 양(+)의 계수값이 나타났다. 그리고 2단계 회귀분석 결과에서 1단계 회귀식에서 추정한 CSR의 추정치(Predicted Value of CSR)도 모든 식에서 통계적으로 유의한 것으로 나타나 CSR이 기업가치에 미치는 영향에 내생성문제를 해결하고서도 기업가치에 유의한 영향을 미치는 것으로 판단할 수 있다.

**<표 13> 기업의 사회적책임 활동이 기업가치에 미치는 영향: CSR점수의 산업별 평균값을 도구변수로 한 2SLS 분석**

식(1)부터 식(10)까지는 각 지배구조변수에 따라 그룹을 나눈 후 지배구조가 우수한 그룹을 대상으로 2SLS분석을 진행한 결과이다. 패널A는 2SLS분석의 first-stage regression이고 패널B는 second-stage regression 결과이다. 패널A의 종속변수는 CSR의 추정치이고 독립변수는 도구변수인 CSR점수의 산업별 평균점수와 4개의 통제변수이다. 패널B의 종속변수는 Tobin's Q이고 독립변수는 CSR의 추정치이다. A그룹은 지배구조변수가 중간값 이상인 그룹이고 B그룹은 지배구조변수가 중간값 이하인 그룹이다.

Panel A: First-Stage Regression(종속변수는 CSR의 추정치임)

	CG변수									
	식(1)	식(2)	식(3)	식(4)	식(5)	식(6)	식(7)	식(8)	식(9)	식(10)
	CR1	z	manageshr	directshr	supervisorshr	P	dsize	ssize	outside_ratio	stateowner
	B그룹	B그룹	A그룹	A그룹	A그룹	B그룹	A그룹	A그룹	B그룹	A그룹
Intercept	-39.24686 (-4.59)***	-57.20115 (-7.9)***	-60.08069 (-6.4)***	-66.69045 (-6.98)***	-90.19553 (-9.65)***	-72.78615 (-11.15)***	-77.12165 (-7.39)***	-74.65346 (-9.26)***	-56.19372 (-7.51)***	-70.70603 (-11.04)***
CSR의 산업별평균	0.57661 (5.17)***	0.80186 (7.12)***	0.56172 (4.69)***	0.56791 (4.82)***	0.69948 (5.54)***	0.59316 (6.63)***	0.89218 (6.37)***	0.68457 (6.47)***	0.74171 (7.33)***	0.59991 (7.13)***
EPS	2.29252 (5.63)***	2.80996 (7.36)***	3.3978 (7.79)***	3.68304 (8.24)***	4.60832 (10.24)***	3.81866 (12.14)***	3.51669 (6.77)***	3.72801 (9.48)***	2.8751 (7.67)***	3.68872 (12.19)***
SIZE	1.44387 (1.95)**	1.5877 (2)**	-0.06371 (-0.09)	0.86549 (1.2)	-0.04186 (-0.05)	1.11062 (1.49)	1.12426 (1.11)	0.94533 (1.07)	1.73124 (2.33)**	2.05846 (2.65)***
LEV	-0.34169 (-0.72)	-0.35491 (-0.74)	-1.95404 (-4)***	-2.30554 (-4.34)***	-2.53805 (-4.59)***	-0.90187 (-2.45)**	0.46364 (0.77)	-0.47646 (-1.09)	-1.22595 (-2.88)***	-0.76074 (-2.15)**
GRW	-0.02244 (-0.01)	-1.31191 (-1.64)	-0.83847 (-1.15)	-0.93824 (-1.25)	-1.23364 (-0.83)	-1.5569 (-2.29)**	-0.04787 (-0.02)	-1.17034 (-0.81)	-1.03144 (-1.28)	-1.97703 (-1.93)*
F-value	19.8***	47.56***	21.66***	26.24***	40.38***	60.98***	36.28***	45.64***	42.02	68.17
Adj R2	0.1854	0.3599	0.1985	0.2332	0.3787	0.3281	0.4108	0.357	0.324	0.3581
N	414	415	418	416	324	615	254	403	429	603

주) 괄호 안의 값은 t값을 의미하며, “\*”, “\*\*”, “\*\*\*”는 각각 유의수준 10%, 5%, 1% 수준에서 계수가 통계적으로 유의함을 나타낸다.

Panel B: Second-Stage Regression(종속변수는 Tobin'Q임)

CG변수										
	식(1)	식(2)	식(3)	식(4)	식(5)	식(6)	식(7)	식(8)	식(9)	식(10)
	B그룹	B그룹	A그룹	A그룹	A그룹	B그룹	A그룹	A그룹	B그룹	A그룹
	CR1	z	manageshr	directshr	supervisorshr	P	dsize	ssize	outside_ratio	stateowner
Intercept	10.97126	10.47869	13.79402	13.59827	13.88901	13.73421	9.9041	13.13844	9.36537	12.07301
	(8.81)***	(9.36)***	(9.03)***	(8.93)***	(7.46)***	(10.02)***	(7.68)***	(9.24)***	(8.6)***	(10.53)***
CSR의 추정치	0.08858	0.05461	0.12466	0.10164	0.07817	0.07854	0.04492	0.06947	0.05042	0.06939
	(3.89)***	(3.91)***	(5.51)***	(4.97)***	(4.22)***	(4.67)***	(3.69)***	(4.45)***	(3.63)***	(4.89)***
EPS	-0.52047	-0.45956	-0.712	-0.67114	-0.65634	-0.63773	-0.42518	-0.59787	-0.40883	-0.55318
	(-6.57)***	(-6.87)***	(-7.3)***	(-7.06)***	(-5.99)***	(-7.7)***	(-5.99)***	(-7.25)***	(-6.28)***	(-8.06)***
SIZE	0.04929	0.15214	0.2018	0.07291	0.20099	0.13471	0.16741	0.22448	0.07536	0.06945
	(0.53)*	(1.88)*	(2.55)**	(0.98)	(2.53)**	(1.57)	(2.08)**	(2.44)**	(0.97)	(0.8)
LEV	-0.15423	-0.09559	0.06007	0.0748	0.07861	-0.03494	-0.06762	-0.03689	-0.02575	-0.01167
	(-2.7)***	(-1.95)*	(0.83)	(1)	(0.97)	(-0.75)	(-1.48)	(-0.79)	(-0.51)	(-0.29)
GRW	0.28764	0.09775	0.12577	0.11475	0.10605	0.10415	0.19878	0.06054	0.08553	0.1059
	-1.46	(1.18)	(1.56)	(1.48)	(0.69)	(1.28)	(1.1)	(0.41)	(1.03)	(0.98)
F-value	18.37***	20.64***	23.36***	24.01***	17.05***	29.15***	12.99	23.01	16.02	26.27
Durbin-Watson D	1.486	1.5	1.678	1.693	1.597	1.561	1.474	1.515	1.675	1.669
Adj R2	0.1737	0.1917	0.2114	0.2171	0.199	0.1865	0.1916	0.2149	0.1493	0.1735
N	414	415	418	416	324	615	254	403	429	603

주) 괄호 안의 값은 t값을 의미하며, “\*”, “\*\*”, “\*\*\*”는 각각 유의수준 10%, 5%, 1% 수준에서 계수가 통계적으로 유의함을 나타낸다.

## 5. 요약 및 결론

이머징마켓 경제를 비롯한 세계경제의 글로벌화가 진전되면서 기업의 사회적책임 수행은 세계경제가 직면한 중요한 이슈로 떠오르고 있다. 특히 높은 경제성장을 지속하고 있지만 사회적책임의 수행에 있어 많은 문제를 겪고 있는 중국기업에 대해 사회적책임 활동은 더욱 중요한 경영전략으로 받아들여지고 있다. 따라서 본 연구에서는 중국기업의 사회적책임 활동이 기업가치에 어떤 영향을 미치고, 나아가 기업지배구조의 수준에 따라 CSR이 기업가치에 미치는 영향이 어떻게 다르게 나타나는지를 실증분석하였다.

주요 분석 결과들은 다음과 같다. 첫째, CSR은 기업가치에 긍정적인 영향을 미친 것으로 나타났고 이런 결과는 기업이 자발적이고 지속적으로 사회적책임 활동을 수행할 유인이 있다는 것을 시사한다. 둘째, CSR활동을 결정하고 수행함에 있어서 주주와 경영진의 이해충돌로 대리인비용이 발생할 수 있다는 점에서 기업지배구조에 따라 CSR이 기업가치에 미치는 영향이 어떻게 다르게 나타나는지를 연구하였다. 분석 결과, 최대주주 지분율이 상대적으로 낮거나 최대주주와 2대 주주의 지분율 차이가 적은 경우, 즉 지분율이 한 주주에게 상대적으로 집중되지 않았을 때 CSR은 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 그렇지 않은 경우에는 유의한 영향을 미치지 않는다는 결과를 얻었다.

셋째, 경영진 지분율, 이사 지분율, 감사위원 지분율이 높거나 CEO와 이사회 의장이 동일인이 아닌 경우에 경영진은 기업가치 향상과 주주들의 이익을 위해 CSR을 수행하였다. 또한 이사 및 감사 역시 자신의 감독 의무를 충실히 맡기 때문에 대리인비용이 감소되어 CSR이 기업가치에 긍정적인 영향을 미쳤지만 그렇지 않은 경우에는 CSR이 기업가치에 유의한 영향을 미치지 못하였다. 넷째, 이사회 규모, 감사위원회 규모가 큰 경우에 기업 내의 감독체제가 잘 확립되어 대리인비용 역시 감소될 수 있기 때문에 CSR은 기업가치를 증가시켰다. 한편, 중국 기업의 사외이사는 대주주가 임명하는 경우가 많아 사외이사는 주주들의 이익보다 대주주의 사적 이익을 만족하기 위해 CSR활동을 결정할 가능성이 있어 사외이사 비율이 낮은 경우에 오히려 CSR이 기업가치에 긍정적인 영향을 미쳤다.

마지막으로 기업의 최대주주가 국가인 경우에는 최대주주는 사적 이익보다 사회적 이익을 위해 CSR을 진행하기 때문에 CSR이 기업가치에 긍정적인 영향을 미친 것으로 나타났다. 결론적으로 기업지배구조가 우수할 때 CSR은 기업가치에 긍정적 영향을 미치지만 지배구조가 취약할 때 CSR은 기업가치에 유의한 영향을 미치지 않았다. 또한 어떤 기업지배구조를 가진 기업이 CSR활동을 더 적극 수행할 것인지에 대한 분석 결과에서는 앞선 결과와 일관된 결과를 보였다. 기업지배구조는 기업가치를 제고시키는 것을 목적으로 하고 주주의 이익을 극대화하기 위한 메커니즘이기에 CSR이 기업가치의 증가에 영향을 미친다면 당연히 기업지배구조가 우수한 기업일수록, 즉 대리인비용이 적게 발생하는 기업일수록 CSR활동을 더 적극적으로 수행한다는 결론을 얻었다.

본 논문은 중국기업의 사회적책임에 관한 연구에서 처음으로 기업지배구조 변수에 따른 CSR활동이 기업가치에 미치는 영향의 차이가 있다는 것을 실증하였다는 점에서 큰 의의가 있다. 그리고 CSR활동을 수행하고 기업가치를 향상함에 있어서 지배구조를 어떤 방향으로 조정하고 더 나은 지배구조를 만들어 CSR활동의 수행효과를 향상시킬 수 있는지에 대해 방향성을 제시하였다는 점에서도 의의를 가진다. 무엇보다 기업이 적극적이고 지속적으로 사회적 책임 활동을 수행할 수 있는 유인을 확인하였다. 이러한 연구 결과는 실무적으로도 시사하는 바가 크고 또한 중국 정부에서 기업의 사회적책임에 관한 정책을 마련할 때 방향성을 제시하였다.

하지만 본 연구에서는 CSR과 기업가치 간의 관계에 대해 3년간의 패널데이터로 접근하여 연구기간이 다소 짧고 CSR평가 점수가 이용가능한 기업들로만 표본이 구성되었기에 분석결과는 표본선택의 편의를 가질 수 있다는 한계가 존재한다. 따라서 향후 과제는 더 많은 기업표본과 더 많은 시계열 데이터로 관련 연구를 수행하는 것이다.

- Beasley, M. S., Carcello, J. V., Hermanson, D. R., & Lapides, P. D. (2000). Fraudulent financial reporting: Consideration of industry traits and corporate governance mechanisms. *Accounting Horizons*, 14(4), 441-454.
- Beltratti, A. (2005). The complementarity between corporate governance and corporate social responsibility. *The Geneva Papers on Risk and Insurance-Issues and Practice*, 30(3), 373-386.
- Berle, A. A., & Gardiner, C. (1932). Means, the modern corporation and private property. *New York: Macmillan*, 3, 45.
- Boyd, B. K. (1995). CEO duality and firm performance: A contingency model. *Strategic Management Journal*, 16(4), 301-312.
- Bragdon, J. H., & Marlin, J. (1972). Is pollution profitable. *Risk Management*, 19(4), 9-18.
- Cochran, P. L., & Wood, R. A. (1984). Corporate social responsibility and financial performance. *Academy of Management Journal*, 27(1), 42-56.
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-64.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, , 301-325.
- Florackis, C. (2008). Agency costs and corporate governance mechanisms: Evidence for UK firms. *International Journal of Managerial Finance*, 4(1), 37-59.
- Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits". the new york times company. *New York*,
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kren, L., & Kerr, J. L. (1997). The effects of outside directors and board shareholdings on the relation between chief executive compensation and firm performance. *Accounting and Business Research*, 27(4), 297-309.
- Leech, D., & Leahy, J. (1991). Ownership structure, control type classifications and the performance of large british companies. *Economic Journal*, 101(409), 1418-1437.

- Mace, M. (1986). Directors: Myth and reality (harvard business school press, boston, MA). *MaceDirectors: Myth and Reality*1986,
- McWilliams, A., & Siegel, D. (2000). Corporate social responsibility and financial performance: Correlation or misspecification? *Strategic Management Journal*, 21(5), 603–609.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293–315.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (2003). *The external control of organizations: A resource dependence perspective* Stanford University Press.
- Preston, L. E., & O'bannon, D. P. (1997). The corporate social-financial performance relationship. *Business and Society*, 36(4), 419–429.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *The Journal of Political Economy*, 94(3), 461.
- Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3–27.
- Sun, Q., Tong, W. H., & Tong, J. (2002). How does government ownership affect firm performance? evidence from china's privatization experience. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(1-2), 1–27.
- Surroca, J., Tribó, J. A., & Waddock, S. (2010). Corporate responsibility and financial performance: The role of intangible resources. *Strategic Management Journal*, 31(5), 463–490.
- Tsoutsoura, M. (2004). Corporate social responsibility and financial performance.
- Ullmann, A. A. (1985). Data in search of a theory: A critical examination of the relationships among social performance, social disclosure, and economic performance of US firms. *Academy of Management Review*, 10(3), 540–557.
- Vance, S. C. (1975). Are socially responsible corporations good investment risks. *Management Review*, 64(8), 19–24.
- Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997a). The corporate social performance. *Strategic Management Journal*, 8(4), 303–319.
- Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997b). The corporate social performance. *Strategic Management Journal*, 8(4), 303–319.
- Westphal, J. D. (1998). Board games: How CEOs adapt to increases in structural board independence from management. *Administrative Science Quarterly*, , 511–537.
- Zahra, S. A., & Pearce, J. A. (1989). Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of Management*, 15(2), 291–334.



- 국찬표, & 강윤식. (2011). 기업의 사회적 책임, 지배구조 및 기업가치. *한국증권학회지*, 40(5), 713-748.
- 김창수. (2009). 기업의 사회적 책임 활동과 기업가치. *한국증권학회지*, 38(4), 507-545.
- 최미화. (2013). 기업의 사회적 책임, 지배구조, 자본비용 간의 관련성. *국제회계연구*, 51, 335-356.
- 刘媛媛, 黄卓, 谢德逊, & 何小锋. (2011). 中国上市公司股权结构与公司绩效实证研究. *经济与管理研究*, (2), 24-32.
- 廖冠民, & 陈燕. (2007). 国有产权, 公司特征与困境公司绩效. *会计研究*, (3), 33-41.
- 徐晓东, & 陈小悦. (2003). 第一大股东对公司治理, 企业业绩的影响分析. *经济研究*, 2(10)
- 李正. (2006). 企业社会责任与企业价值的相关性研究——来自沪市上市公司的经验证据. *中国工业经济*, (2), 77-83.
- 王雪梅, & 卜华. (2012). 公司治理与企业社会责任关系研究. *会计之友*, (14), 83-86.
- 田利辉. (2005). 国有产权, 预算软约束和中国上市公司杠杆治理. *管理世界*, 7(4), 26-37.
- 谢文武. (2011). 公司治理环境对企业社会责任的影响分析. *现代财经: 天津财经学院学报*, (1), 91-96.
- 陈信元, & 黄俊. (2007). 政府干预, 多元化经营与公司业绩. *管理世界*, (1), 92-97.
- 马青云. (2013). 基于独立董事视角的企业社会责任研究——从利益相关者共同治理缺陷谈起. *财会通讯: 综合 (下)*, (10), 92-95.

## **Corporate Governance and Firm Value: The Impact of Corporate Social Responsibility of the Chinese Companies**

Dongsoon Kim, Eunjung Yeo, Ying-Ai Zhang

With the globalization of the world economy, including the emerging market economies, corporate social responsibility (CSR) has emerged as an important issue. In particular, sustained high economic growth in China, but social responsibility in the implementation of CSR activities with that many Chinese companies have difficulty become more important business strategy. In this study, we investigate whether the CSR of Chinese companies have a certain impact on firm value, and further, depending on the level of corporate governance, how the impact of the CSR on firm value changes. First of all, we show that CSR has a positive effect on firm value suggesting that there are incentives for firms to willingly involve CSR activities and continue to perform them. Second, we find that if the largest shareholder ownership stake is relatively low and less difference between the largest shareholder and second-largest shareholder, the CSR has a positive impact on firm value. Otherwise, it had no significant effect. Third, if management ownership, directors' ownership, or auditors' ownership is high or if the CEO and Chairman of the board is not the same person, the CSR by the management was carried out for the benefit of the company, thus enhancing shareholder value. Interestingly, due to the fact that the large number of outside directors of the Chinese companies are appointed by major shareholders in China, there is a possibility of a CSR activity in order to satisfy the private interests over the interests of the shareholders to lower the enterprise value. Lastly, if the largest shareholder of the company is the country, CSR has a positive impact on firm value because the largest shareholder, the country carry the CSR for social benefits which is automatically aligned to private interests.