

기업의 사회적 책임활동과 자본제약 그리고 기업가치 간의 관련성[†]

곽영민* · 백정환**

<요 약>

기업의 지속가능한 발전을 위한 전략으로 최근 기업의 사회적 책임활동(Corporate Social Responsibility: CSR)이 부각되고 있다. 이로 인해 국내외를 막론하여 학계 및 실무계에서는 기업의 사회적 책임활동과 기업가치 간의 관련성을 규명하기 위한 연구를 진행하여 왔으나 양자 간에 존재하는 조절변인의 효과를 효율적으로 반영하지 못하는 이유 등에 따라 분석결과는 혼재된 실정이다. 이에 본 연구에서는 기업의 자본제약요소를 사회적 책임활동과 기업가치 사이에 존재가능한 매개변인으로 고려한 구조방정식 모형을 구축하여 사회적 책임활동과 기업가치 간의 관련성을 검증하고자 하였다.

주요한 분석결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 기업의 사회적 책임활동은 자본제약과 유의한 음(-)의 관련성을 지니고 있으며 이와 동시에 자본제약 요인 또한 추가로 대리된 기업가치와 유의한 음(-)의 관련성을 지니는 것으로 관찰된다. 이는 기업의 사회적 책임활동이 투자자에게 기업의 신뢰성을 제고하는 기능적 역할을 수행함에 따라 외부로부터의 자금조달을 용이하게 하고 나아가 기업가치를 증대시키는 효과적인 전략이 되고 있음을 나타낸다. 둘째, 기업의 자본제약 요소를 사회적 책임활동과 기업가치 사이에 존재하는 매개변인으로 고려할 경우에도 기업의 사회적 책임활동은 직접적으로 기업가치에 긍정적인 영향을 초래하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기업의 자본제약이 사회적 책임활동이 기업가치 증대로 이어지는 연관선 상에 존재하는 완전한 매개변인이 아니라 부분 매개변수임을 암시한다. 이상에서와 같이 본 연구의 분석결과는 기업의 자본제약 요인이 사회적 책임활동과 기업가치 간에 존재하는 중요한 조절요인이 되고 있음을 제시하는 것으로 이는 향후 사회적 책임활동과 기업가치 간의 관련성을 분석하는 연구에 있어 양자 사이에 존재하는 다양한 매개변인의 효과를 명확히 고려할 필요가 있음을 시사한다.

핵심주제어: 기업의 사회적 책임활동, 자본제약, 기업가치, 구조방정식

논문접수일: 2013년 10월 02일 수정일: 2013년 11월 30일 게재확정일: 2013년 12월 23일

[†] 본 연구는 2011년 동국대학교 신입교원정착연구비 지원으로 이루어졌음.

* 동국대학교 경영·관광대학 회계학과 조교수(제 1저자), ymkwak@dongguk.ac.kr.

** 부산대학교 경영대학 박사과정(교신저자), jhbaek@pusan.ac.kr

I. 서 론

기업의 경영목표가 기업이 처한 환경에 따라 다소 차이가 있으나 기본적으로 이익추구 및 외형확대라는 점에 대해서는 이론의 여지가 없다. 하지만, 최근 들어 기업의 사회적 책임에 대한 이해관계자들의 요구가 확대됨에 따라 기업경영의 패러다임이 환경보호, 사회기여, 건전한 지배구조 구축 등의 항목을 모두 고려한 사회적 책임경영으로 전환되고 있다. 특히, 2010년 11월 사회책임에 관한 국제표준인 ISO26000이 공표되었을 뿐만 아니라 우수한 사회책임 기업에 투자를 집중하는 SRI(Socially Responsible Investment: SRI)펀드의 규모가 지속적으로 확대되고 있음을 고려할 때 기업의 사회책임활동(Corporate Social Responsibility: CSR)은 더 이상 기업의 선택사항이 아니라 지속가능한 발전을 위한 필수불가결한 항목으로 대두되고 있는 실정이다. 이러한 상황에 따라 기업들은 자국의 법령에서 강제적으로 요구하지 않더라도 자신의 사회책임활동에 관한 내용을 시장에 전달하기 위해 다양한 형태의 보고서를 자발적으로 공시하는 등 사회책임활동을 이행하기 위한 자구적 노력을 경주하고 있다.

이와 같이 CSR이 기업의 지속가능한 성장을 위한 핵심 동력으로 인식됨에 따라 학계에서는 CSR과 기업의

경영성과 간의 관련성을 검증하기 위해 많은 연구를 진행하여 왔으나 그 결과들은 혼재된 양상을 보이고 있다. 구체적으로 Lev et al.(2010)과 Surroca et al.(2007) 등의 연구에서는 CSR에 대한 사회적 인식과 마찬가지로 CSR과 기업의 경영성과가 양의 관련성을 가지고 있다고 제시한 반면, Aupperle et al.(1985) 등의 연구에서는 다양한 이해관계자들의 요구를 모두 만족시키기 위한 기업의 사회적 책임활동은 자원을 비효율적으로 사용하게 하여 재무성과를 악화시키는 경향이 있음을 지적하였다. 이와는 달리, Fombrun and Shanley(1990) 등은 CSR과 재무성과 사이에 어떠한 관련성도 관찰되지 않는다고 제시하였다. 이처럼 선행연구들에서 분석결과가 혼재된 이유에 대해서는 경영성과의 측정방법 차이, 이해관계자의 우선순위를 고려하지 않음에 의한 이해관계자 불균형 문제 등이 제기되었으나 특히, 양자 간에 존재하는 다양한 매개변수의 효과가 가장 큰 원인으로 지적되고 있다.

이에 따라 최근의 연구들에서는 CSR과 기업가치 간의 관련성을 검증함에 있어 다양한 매개변수를 고려하여 CSR이 기업가치로 직접적으로 이어지는 경로뿐만 아니라 매개변수를 통한 간접적 효과를 동시에 분석함으로써 CSR과 기업가치 간의 관련성을 보다 체계적으로 구체화하고 있다. 예

컨대, Lee and Faff(2009)는 CSR과 기업가치 간의 관계를 살펴보는 과정에서 기업고유 위험을 매개변수로 활용하였으며 Gross and Roberts(2011)은 자본비용을 CSR과 기업가치 사이의 과정변수로 도입하여 검증한 바 있다. 하지만, 이러한 연구들의 다수가 매개변수의 효과를 고려함에 있어 전통적인 회귀분석 모형을 활용함에 따라 CSR이 기업가치에 미치는 직접적인 효과와 매개변수를 통한 간접적인 효과를 명시적으로 구분하여 나타 내기는 힘들 가능성이 존재한다. 뿐만 아니라 매개변수가 CSR과 기업성장에 의해 영향을 받는 내생변수일 경우 이러한 내생성이 합리적으로 통제하기 힘든 단순회귀분석을 이용한 결과는 편의(bias)를 지닐 수 있다.

본 연구는 이러한 상황인식을 바탕으로 기업의 자본제약을 매개변수로 활용하여 CSR이 기업가치에 미치는 직접적 영향과 간접적 영향을 동시에 검증하고자 한다. 이 때 CSR과 기업가치 간에 존재할 수 있는 다양한 매개변인들 중 자본제약에 주목한 이유는 사회적 책임투자 운동의 지속적인 확산과 무관하지 않다. 특히, 국내의 경우 한국거래소(KRX)와 한국기업지배구조센터(CGS)가 함께 개발한 사회적 책임투자지수인 KRX SRI지수가 2009년 이후 공시되고 있으며 국민연금의 사회적 책임투자를 강화하는 입법안이 최근 국회에 제출된 점을 고려

할 때 우수한 CSR성과는 기업의 원활한 자본조달을 담보할 가능성이 있다. 즉, 사회적 책임투자가 확산되고 있는 현 시점에서 기업의 우수한 CSR 활동은 외부로부터의 자금조달을 원활하게 함으로써 재무적 제약과 자본비용을 경감시키고 나아가 기업가치를 증대시킬 가능성이 있다는 것이다. 이러한 가능성을 검증하기 위해 본 연구에서는 자본제약을 매개변수로 포함한 형태의 구조방정식 모형을 구축함을 통해 CSR이 기업가치로 이어지는 직접 및 간접적 경로를 실증적으로 분석한다.

만약 본 연구의 결과가 기업의 사회적 책임활동이 기업가치에 긍정적인 역할을 수행함에 있어 자본제약이 효율적인 매개동인이 되고 있는 것으로 관찰된다면 이는 다양한 이해관계자의 욕구를 만족시키기 위한 기업의 CSR이 사회적 책임펀드 등과 같은 외부자금을 원활히 조달할 수 있게 하는 기능적 역할을 수행함으로써 기업가치를 향상시키는 것으로 평가할 수 있음을 의미한다. 이러한 결과는 또한 기존 선행연구에서 지적되어온 CSR과 기업가치의 연계과정에서 존재할 수 있는 다양한 매개동인 중 기업의 자본제약이 중요한 요소로 고려될 필요가 있음을 제시함으로써 향후 CSR의 효과성을 검증하는 연구에 시사하는 바가 클 것으로 판단된다. 나아가, 본 연구의 결과는 기업의 사회적 책임활

동이 이해관계자들의 신뢰성 배양을 통해 자본시장에 참여하는 투자자의 역선택 가능성을 감소시킴으로서 외부투자자들의 비용과 기업이 부담해야 할 자본비용을 함께 경감시킬 수 있음을 간접적으로 시사한다. 이하 논문의 구성은 다음과 같다. 제 2 장에서는 선행연구를 살펴보고, 가설을 설정하였다. 3장에서는 연구방법과 표본 선택을 설명한다. 4장에서는 실증분석 결과와 해석을 제시하며 5장에서는 연구의 결론과 시사점을 기술하였다.

II. 선행 연구와 가설설정

1. 선행연구

Dodd(1932)는 경영자가 주주에 대한 경제적 책임뿐만 아니라 사회 전반에 대한 책임도 진다고 주장하며 기업의 사회적 책임(이하 CSR)에 대한 이론적 기초를 정립하였다. 이후 여러 학자들은 기업이 경제적 성과를 통한 주주의 이익을 추구하는 동시에 사회와 환경에 대한 도덕적, 윤리적 책임을 져야하며 이를 자발적으로 수행하는 것이 CSR이라고 정의하였다

(Bowen, 1953; McFarland, 1982; McGuire et al., 1988; Carroll and Buchholtz, 2000; Mohr et al., 2001 등). 이후 CSR은 1970-80년대를 거치며 신고전파 경제학자들과 이해관계자론(stakeholder theory)주장자들 사이의 논쟁을 거쳐 학술적으로 매우 주목받는 개념으로 부각되었다.²⁾

CSR과 관련한 연구의 대다수는 CSR과 기업의 재무성과 사이의 관계에 주목한다. 그러나 연구결과는 일관되어지지 않았으며 여전히 최종적인 결론이 논란거리로 남아있다(Jawahar and McLaughlin, 2001). CSR과 재무성과가 양(+)의 관계에 있다고 주장하는 학자들은 CSR활동을 활발히 하는 기업들이 소비자 그룹에게 매력적인 기업으로 인식되고(Bagnoli and Watts, 2003), 규제기관으로부터 압력이 감소되어(Lev et al., 2006) 보다 나은 성과를 가진다고 언급하였다. 반면, 다수의 이해관계자들의 기대를 만족시키기 위한 CSR은 비효율적인 자원사용으로 이어져 재무성과를 악화시키고(Aupperle et al., 1985), CSR로 인한 비용이 기업의 경제적 손실을 발생시켜 재무성과 사이에 음(-)의 관계가 성립함을 제시한(Ullman, 1985)는 연구도 존재한다. 한편

2) 신고전파와 경제학자들은 '기업의 사회적 책임은 이익을 극대화시키는 것'이라고 주장하며 CSR은 기업의 불필요한 비용만을 상승시켜 경쟁력을 약화시키고 주주의 부를 저해한다고 주장하였다. 반면 이해관계자론을 주장하는 학자들은 기업이 단순히 이익만 추구하는 조직이 아니며 기업을 둘러싼 이해관계자들의 만족 역시 추구해야 하며 스스로도 사회 속의 기업시민(Corporate Citizenship)지위를 얻도록 노력해야 한다고 주장하였다.

Fombrun and Shanley(1990)은 CSR과 재무성과의 관계에 영향을 주는 수많은 매개변수들로 인해 둘 사이에는 어떠한 관계도 성립되지 않는다고 주장하였다.³⁾

국내연구로 장지인·정길채(1999), 한완선(2004), Choi et al.(2010)등은 CSR과 재무성과 사이에 양(+의) 관련성을 보고하였었다. Choi et al.(2010)연구에서는 KEJI index를 이용하여 측정된 CSR성과와 ROE, ROA, TobinQ를 이용하여 측정된 재무성과 사이의 관계를 연구하여 CSR과 재무성과 사이에 유의한 양(+의) 관계가 있음을 보였다. 한편, 박현준과 이종건(2002)은 기업의 기부행위 및 환경활동이 기업의 경영성과에 미치는 영향을 분석하여 기부행위는 기업의 재무성과를 향상시키는 반면 환경활동은 기업의 재무상태를 악화시킨다는 결과를 도출하며 CSR 활동의 종류에 따라 경제적 효과가 다를 수 있다는 점을 가능성을 제기하였다. 또한 천미림과 김창수(2011)은 CSR활동이 단기적으로는 재정 지출을 수반하지만 장기적 재무성과에 긍정적인 영향을 미친다고 주장하며, 지속적인 CSR 활동이 재무성과와 유의한 양(+의) 관계에 있음을 보고하였다.

최근 국외의 CSR관련연구는 CSR과 재무성과의 단순한 관계보다는 CSR과 기업가치 창출의 연결 고리를 자본시장을 매개로 하여 설명하려한다. Lee and Faff(2009)는 CSR 성과가 높을수록 기업 고유의 분산가능위험이 낮아진다고 보고하였고, Gross(2009)는 낮은 CSR 성과가 재무적인 곤경(financial distress)에 처할 가능성을 높인다고 주장하였다. 저조한 CSR 활동이 높은 자본비용으로 이어짐을 보고한 연구도 존재한다(Goss and Roberts, 2011; El Ghouli et al., 2011). 이러한 시도는 CSR과 재무성과에 대한 연구의 결과가 아직 혼재되어 있는 원인을 둘 사이에 존재하는 매개변수의 영향으로 판단하고 이들 매개변수의 역할에 초점을 맞추고 있는 것이다.

2. 가설설정

전절에서 살펴본 바와 같이 기업의 지속가능성을 제고하기 위한 방안으로 CSR에 대한 중요성이 증대됨에 따라 CSR과 기업가치 간의 관련성을 검증하기 위해 많은 연구들이 진행되어 왔으나 연구의 결과들은 혼재된 실정이다. CSR과 기업가치 간의 관련

3) 선행연구에서는 CSR과 기업의 재무성과 사이의 관계에 주목하는 연구에서 나타나는 혼재된 결과의 원인으로 재무성과 측정방법의 차이(Carroll, 1979; Orlitzky et al., 2003), CSR 평가에 이해관계자들의 우선순위를 고려하지 않음으로 인해 나타나는 '이해관계자 불균형문제'(Wood and Jones, 1995; Akpinar et al., 2008), 측정오차(Waddock and Graves, 1997), 그리고 생략변수(Aupperle et al., 1985; Cochran and Wood, 1984; Ullman, 1985)등을 언급하였다.

성에 대한 명확한 증거가 제시되지 않고 있는 이유에 대해서는 다양한 의견들이 존재하여 왔으나 본 연구에서는 이 중 CSR이 기업성파로 이어지는 과정에서 존재 가능한 조절요인들의 효과에 집중하고자 한다. 이는 CSR이 기업과 연관된 다양한 이해관계자들의 요구를 수용하는 관점에서 파생된 경영전략임을 상기할 때 CSR이 직접적으로 기업가치를 제고하는 기능적 역할을 수행하기 보다는 이해관계자들의 의사결정에 긍정적인 영향을 초래함으로써 기업가치 향상을 견인하는 전략이 될 수 있음에서 기인한다. 이러한 경우에 따라서 CSR과 기업의 재무성과 간의 관련성을 보다 명확히 확인하기 위해서는 양자 간에 존재하는 다양한 매개변인들을 효과를 충분히 고려할 필요가 있을 것이다.

CSR이 환경보호, 건전한 지배구조, 경제성장 기여 등 다소 이질적인 구성항목을 모두 망라한 포괄적인 개념임을 염두에 둘 때 CSR과 기업가치의 연계선 상에는 다양한 조절요인들이 있을 것으로 기대할 수 있다. 본 연구에서는 양자 간의 연계선 상에서 존재가능한 다양한 매개변인들 중 기업의 자본제약을 핵심 매개요인으로 고려하고자 한다. 이는 기업의 지속가능한 성장을 위해서는 저렴한 금리를 통한 원활한 자금조달이 필요하다는 일반론적 인식과 최근 기업의 사회책

임활동을 평가하여 투자기업을 선정하는 사회적책임투자 펀드의 규모가 확대되고 있는 사실과 맥락을 같이한다. 즉, 기업의 지속가능한 성장을 위해서는 수익성이 있는 투자안에 지속적인 투자를 수행할 필요가 있으며 이 때 원활한 자금조달이 필요조건임을 상기할 때 기업은 자본시장 참여자의 신뢰를 충족시킬 목적으로 사회적책임활동을 전개할 가능성이 크게 존재한다는 것이다. 다시 말해, 기업의 사회적책임활동은 다양한 이해관계자 중 특히, 자본시장에 참여하는 투자자의 신뢰성을 증폭시킴으로써 원활한 자금조달을 담보하고 나아가 기업가치에 긍정적인 역할을 수행할 것으로 기대할 수 있다. 본 연구에서는 이러한 가능성을 검증하기 위해 다음과 같이 가설을 설정하여 이를 검증하고자 한다.

연구가설: CSR활동은 기업의 자본제약을 완화시켜 기업의 경영성파를 향상시킬 것이다.

III. 연구모형

본 연구에서는 기업의 자본제약을 매개변인으로 활용하여 사회적 책임활동과 기업가치 간의 관련성을 재조

명하고자 한다. 이를 위해 본 연구에서는 일반적인 회귀모형 대신 전술한 3가지 주요 변수를 이용한 구조방정식 모형을 구축하고자 한다. 이는 CSR과 기업가치 간의 관련성을 검증한 선행연구들에서 연구의 결과가 혼재된 이유로 회귀분석 모형의 타당성에 대해 언급한 McWilliams and Siegel(2000)의 주장과 맥락을 같이 한다. 주지하는 바와 같이 CSR이 기업가치로 연계되는 과정에서는 다양한 매개변인들이 존재함에 따라 단순 회귀분석을 통해 양자 간의 관련성을 검증할 경우 존재가능한 매개동인들이 효율적으로 통제되지 못함에 따라 분석결과가 왜곡될 우려가 있다. 뿐만 아니라 매개동인을 선정하여 회귀모형의 독립변수에 추가적으로 포함하더라도 매개변수가 기업가치나 CSR로부터 영향을 받는 내생변수일 경우 이러한 잠재적 내생성의 통제 부재로 인해 단순회귀분석의 결과는 편의를 지닐 가능성이 존재한다.

이에 반해 구조방정식모형(Structural Equation Model: SEM)은 계량경제학에서 개발된 연립방정식모형에 토대를 둔 다중회귀분석과 경로분석 등의 방법론이 결합된 성격을 가지므로써 다음의 이유에 따라 상술한 회귀모형 적용시의 문제점들을 다소 상쇄할 것으로 기대한다. 첫째, 회귀분석의 경우에는 독립변수들의 측정오차를 무시함에 따라 추정계수가 편의

를 지닐 수 있으나 SEM의 경우에는 관측변수들의 측정오차를 모두 고려함에 따라 추정계수의 신뢰성이 향상될 여지가 있다. 둘째, SEM에서는 검증변수들 간의 상호 직접효과와 간접효과를 동시에 추정할 수 있어 독립변수와 종속변수 간의 관련성을 살펴봄에 있어 매개변인의 효과를 보다 명시적으로 확인할 수 있는 장점이 있다. 특히, CSR과 기업가치 간의 인과관계가 다양한 매개요인들로 인해 복잡하게 얽혀 있음을 고려할 때 변수들 간 단편적인 인과 및 상관관계를 보여주는 회귀분석에 비해 다수변인들 간의 인과 및 상관관계, 그리고 변수들 간의 직접효과와 간접효과를 모두 구현할 수 있는 구조방정식모형이 본 연구에서 보다 적합한 연구방법론으로 간주할 수 있다. 이하에서는 본 연구에서 고려한 주요변수들이 조작적 정의와 구조방정식 모형의 구축단계를 순차적으로 기술한 후 표본의 선정과정을 설명한다.

1. 변수의 조작적 정의: 측정 모델 분석단계

전술한 바와 같이 본 연구에서는 CSR과 기업가치 간의 관련성을 검증함에 있어 기업의 자본제약을 양자사이의 매개변인으로 고려한다. 즉, 본 연구의 주요 관심 변수는 기업의 사회적 책임활동과, 자본제약, 그리고

기업가치로 구성된다. 이 때, 기업가치는 다수의 선행연구에서와 같이 주식가격으로 대리되는 관측변수로 간주할 수 있는 반면, 기업의 사회적 책임활동과 자본제약은 직접적으로 측정하기 힘든 잠재변수(latent variable)임에 따라 구체적인 조작적 정의를 필요로 한다. 이러한 점을 고려하여 본 연구에서는 잠재변수들의 조작적 정의의 타당성을 확보하기 위해 선행연구에서 이용된 관측가능한 사회적 책임활동 지표와 자본제약의 결정요인으로 보고된 관측가능한 변수들을 활용하여 확인적 요인분석을 실시하는 등의 방법을 취한다.

먼저, 본 연구에서는 기업의 사회적 책임활동을 정의하기 위해 다수의 국내 선행연구들에서와 같이 경제정의 실천연합(이하 경실련)이 제공하는 경제정의지수(Korea Economic Justice Index: KEJI)를 이용한다⁴⁾. KEJI는 기업의 사회적 책임활동을 크게 4가지 외부활동과 3가지 내부활동으로 구분하여 각 활동에 대한 구체적인 평가 점수를 지수화한 것으로 외부활동평가 항목으로는 경제발전기여도, 소비자보호만족도, 환경보호만족도, 사회봉사기여도가 포함되며 내부활동평가

항목은 기업활동의 건전성, 공정성, 종업원만족도로 구성되어 있다. 구체적으로 본 연구에서는 상술한 7가지 구성항목에 대한 개별 기업의 평가지수를 관측변수로 활용하여 요인분석을 실시한 다음 표준화된 요인점수를 개별 기업의 CSR에 대한 대응변수로 정의한다. 다음으로 기업의 자본제약에 대한 대응변수로는 선행연구에서 언급된 자본제약의 결정요인을 포괄적으로 고려하여 측정한다. 특히, Lamont et al.(2001) 및 Baker et al.(2003) 등의 선행연구에서 자본제약의 결정요인으로 고려된 바 있는 총자산, 부채비율, 영업현금흐름, 장부 가치 대 시장가치비율에 대한 요인분석을 실시한 다음 고유값(eigen value)이 가장 큰 제1요인을 추출하여 자본제약에 대한 대응변수로 사용한다.

이러한 요인분석의 결과는 <표 1>에서 제시되고 있다. 이 때 요인분석을 통해 정의된 잠재변수의 타당성을 진단한 신뢰성 분석결과를 함께 제시한다. 분석결과에 의하면 먼저, 본 연구에서 고려한 CSR 대응변수는 크게 두 가지 요인으로 구분되고 있는 것으로 관찰되고 있는데 이는 KEJI가 4

4) 경실련 산하 경제정의연구소에서는 매년 건전하고 존경받는 기업을 발굴하기 위해 1991년부터 CSR 성과를 평가하여 발표하고 있다. 이 때 경실련은 KEJI기준으로 상위 200개 기업에 대한 정보만을 공개하여 왔다. 이로 인해 KEJI를 활용한 기존의 국내연구는 CSR성도가 우수한 상위기업만을 분석대상으로 간주함에 따라 분석결과가 긍정적 편의를 지닐 가능성이 존재한다. 본 연구에서는 이러한 점을 고려하여 KEJI점수가 낮은 기업에 대한 자료를 경실련으로부터 추가적으로 확보함으로써 분석대상 집단의 구성으로부터 야기될 수 있는 상술한 문제점을 경감시키고자 하였다.

가지 척도의 외부활동 항목과 3가지 척도의 내부구성 항목으로 구성되어 있음에 따른 것으로 해석가능하다. 이에 반해, 자본제약을 측정하는 변수로 이용된 항목들은 모두 하나의 요인으로 분류되었다. 한편, 요인분석을 통해 얻어진 2가지 항목의 CSR 대응변수와 1개의 자본제약에 관한 대응변수 모두에 있어 크롬바흐 알파(α)값이 일반적으로 인정되는 신뢰성 수준

인 0.7을 상회하는 것으로 나타나 본 연구에서 조작적으로 정의한 CSR과 자본제약에 대한 대응변수가 내적타당성을 지니고 있음을 알 수 있다. 이에 따라 본 연구에서는 주석가격으로 대리된 기업가치와 요인분석을 통해 산출된 CSR 및 자본제약에 관한 대응변수를 활용하여 구조방정식 모형을 설계한다.

<표 1> 잠재변수에 대한 요인분석결과

변수	항목	요인적재값	Cronbach's α
CSR_EX	경제발전기여도	0.8065	0.802
	소비자보호만족도	0.7453	
	환경보호만족도	0.7811	
	사회봉사기여도	0.8376	
CSR_IN	기업활동의 건전성	0.7727	0.765
	기업활동의 공정성	0.7957	
	종업원만족도	0.7451	
Fin_Cons	총자산(ln(기말총자산))	0.8309	0.862
	부채비율(부채/총자산)	0.8372	
	영업현금흐름(영업현금흐름/총자산)	0.8642	
	M/B(순자산장부가액/시가총액)	0.8106	

변수의 정의

- CSR_EX : 기업 외부의 사회적 활동 평가지수에 근거하여 산출한 CSR 대응변수
- CSR_IN : 기업 내부의 사회적 활동 평가지수에 근거하여 산출한 CSR 대응변수
- Fin_Cons : 기업의 자본제약에 관한 대응변수

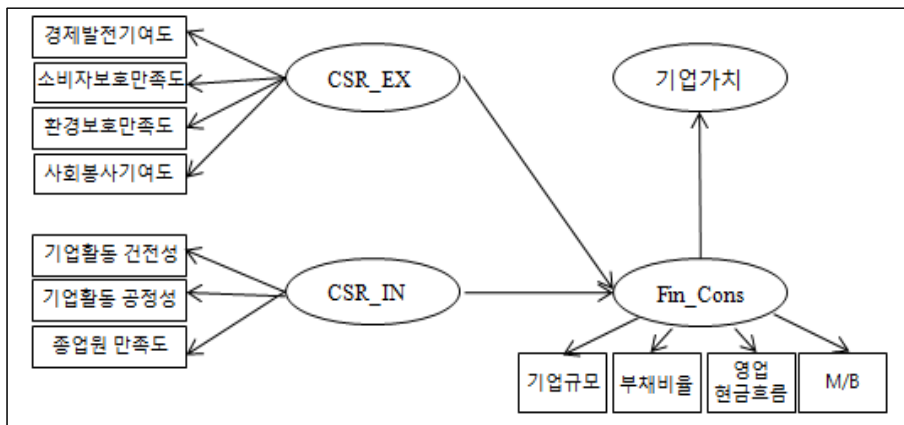
2. 모형의 설계

본 연구에서는 CSR과 기업가치 간의 직접적인 관련성을 살펴본 선행연구에서 이론적으로 한 단계 더 나아가 기업의 자본제약을 양자 간에 존재하는 매개변인으로 간주하여 이를

검증하기 위한 연구모형을 설계하였다. 구체적으로 본 연구에서는 기업의 자본제약을 CSR이 기업가치의 증대로 이어지는 과정에 존재하는 주요한 매개동인일 수 있음을 염두에 두고 이러한 가능성을 확인하기 위해 총자산, 부채비율, 영업현금흐름, 시장가치

대 장부가치 변수를 포함하여 추정한 자본제약 대한 잠재변수가 CSR과 기업가치 간의 관련성에 어떠한 영향을 미치고 있는가를 실증적으로 검증하

고자 하였다. 이러한 내용을 바탕으로 하여 설계한 구조모형을 제시하면 <그림 1>과 같다.



<그림 1> 연구모형

상술한 <그림 1>은 CSR 기업가치에 미칠 수 있는 직접적인 영향을 무시하고 오직 기업의 자본제약 요소를 매개로 하여 기업가치에 간접적인 영향을 미칠 것이라는 가정에 기반을 두어 설계된 완전매개모형이다. 즉, 본 연구에서의 주요 연구모형인 완전매개모형은 기업의 사회적 책임활동이 기업가치로 이어지는 경로가 전혀 존재하지 않는다는 제약조건 하에 기업의 사회적 책임활동이 자본제약을 완화시킴을 통해 기업가치를 제고하는 전략이 되고 있는가를 검증하기 위하여 설계된 연구모형에 해당한다. 하지만 주지하는 바와 같이 기업의

자본제약은 사회책임활동과 기업가치 간의 연계성을 입증하는 과정에서 고려될 수 있는 다양한 조절요인 중 하나에 불과할 가능성이 크게 존재한다. 다시 말해 기업의 자본제약은 사회책임활동이 기업가치의 증대로 이어지는 과정에 존재가능한 부분매개변수일 가능성이 존재한다는 것이다. 이러한 사실에 기초할 경우 상술한 완전매개모형을 통한 분석결과는 모형설정의 오류에 따라 편의(bias)를 지닐 수 있다. 이에 따라 본 연구에서는 기업의 사회적 책임활동이 기업가치로 이어지는 직접적인 경로를 제약하지 않은 부분매개모형을 상술한 연구모

형에 추가하여 설계한 후 두 모형을 이용한 분석결과를 함께 병행하여 제시함으로써 분석결과의 강건성을 확보하고자 한다.

3. 표본선정

연구의 표본은 2008년부터 2011년까지 한국증권거래소에 상장된 유가증권 상장기업 중 결산일이 12월 31일이고 금융업에 속하지 아니한 기업들로 KEJI와 (주)에프엔가이드의 FnGuide 데이터베이스로부터 연구에 필요한 자료가 추출 가능한 기업을 선정하였다. 또한, 자본잠식 기업의 경우 주가수익률에 미치는 영향이 일

반적인 기업과는 상이할 가능성이 존재하여 이를 검증대상 표본에서 제외하였다. 이러한 과정을 거쳐 우선 4년간의 표본기간에 걸쳐 880개의 기업-연도 자료를 선정한 후, 이상치가 분석에 미치는 영향을 배제하기 위하여 기업가치 평가모형에 포함된 독립변수와 종속변수의 값이 전체 분포의 상·하위 1% 범위를 벗어나면 표본에서 제외하였다. 그 결과 최종적으로 851개의 기업-연도 자료를 분석에 사용하게 되었으며 선택된 표본기업의 분포를 제시하면 <표 2>와 같다. <표 2>에 패널 A는 최종표본의 구성 과정을 패널 B는 표본의 연도별 분포를 각각 나타낸다.

<표 2> 표본의 선정

패널 A: 표본의 선정				
KEJI 지수 입수 가능 기업	966			
(제외)12월 결산법인 아닌 기업	(30)			
(제외)자료입수 불가능 기업	(56)			
(제외)극단치	(29)			
최종표본(기업-연도)	851			
패널 B: 표본의 연도별 분포				
Group	2008	2009	2010	합계
No.	286	313	252	851

IV. 연구결과

1. 기술통계량

<표 3>에서는 표본기업들을 대상

으로 하여 분석에 이용되는 주요 변수들에 대한 기술통계량을 제시하였다.

<표 3> 주요변수의 기술통계량

패널 A: CSR측정의 바탕이 되는 KEJ지수의 기술통계량								
변수	관찰치	평균	표준편차	최소값	Q1	중위수	Q3	최대값
경제발전기여도	892	0.4774	0.0826	0.2815	0.4217	0.4732	0.5335	0.7610
소비자보호만족도	892	0.4738	0.0523	0.3214	0.4295	0.4908	0.4950	0.6218
환경보호만족도	892	0.5816	0.0877	0.4356	0.4803	0.5700	0.6399	0.8507
사회봉사기여도	892	0.5301	0.1623	0.2500	0.3132	0.5118	0.6465	0.9571
기업활동의진진성	892	0.7181	0.0946	0.4580	0.6487	0.7325	0.7923	0.8884
기업활동의공정성	892	0.7595	0.0739	0.4945	0.6954	0.7681	0.8318	0.9318
종업원만족도	892	0.5113	0.1269	0.2664	0.4132	0.4959	0.6072	0.8697
패널 B : 기업가치 및 재무제약 요인 변수들의 기술통계량								
P	892	51.911	140.229	0.349	4.415	13.200	40.400	1,499.000
Size	892	19.8619	1.5007	16.2722	18.7867	19.5493	20.6626	25.3978
Lev	892	0.4154	0.1832	0.0324	0.2684	0.4113	0.5548	0.9108
CFO	892	0.0524	0.0827	-0.2381	0.0077	0.0533	0.0995	0.3666
MB	892	1.0882	0.7191	0.0371	0.5221	0.9645	1.4721	3.5040

변수의 정의: P=t+1기의 3월말 증가, SIZE= ln(기초총자산), LEV= (총부채 / 총자산), CFO=(영업활동으로 인한 현금흐름/총자산) MB= 시장가치 대 장부가치 비율(순자산장부가치 / 시장가치)

<표 3>의 패널 A에서는 본 연구에서 기업의 사회적 책임활동에 관한 대응변수로 이용한 KEJ지수의 항목별 평가점수를 제시하고 있으며 패널 B는 주시가격으로 대리된 기업가치 변수 및 자본제약을 추정하기 위해 포함된 요인 변수들의 기술통계량을 제시하고 있다. 표에 제시되고 있는 바와 같이 대부분의 변수들에서 평균과 중위수의 차이가 크지 않고 표준편차가 작은 것으로 나타나 정규분포

를 따르고 있음을 알 수 있다. 다만 표본기업의 주시가격(P)의 경우 평균과 중위수가 각각 51.911(단위: 천원)과 13.2로 나타나 평균이 중위수에 비해 높은 값을 지니고 있는 것으로 관찰되고 있다. 이는 모형에 포함된 주가변수가 주가가 매우 높은 극단치의 영향으로 양(+)의 비대칭분포를 따르고 있음을 의미한다.⁵⁾

5) 회귀모형을 추정하기 위해서는 모형에 포함된 변수 특히, 종속변수의 분포가 정규분포를 따라야 한다. 이를 위해 본 연구에서는 가치평가 모형에 포함된 모든 변수의 값이 전체 분포의 상·하위 1%를 벗어나면 검증 표본에서 제외하였다. 그러한 절차를 수행하였음에도 불구하고 표본기업들의 주시수익률의 편차가 워낙 커 <표 2>에서 제시되고 있는 바와 같이 종속변수인 주시수익률이 정규분포를 따르기 보다는 양(+)의 비대칭 분포를 따르고 있음을 알 수 있다. 이에 본 연구에서는 분석결과를 보다 강건하게 하기 위해 주시수익률이 평균±(3×표준편차)을 벗어나는 관찰치를 극단치(outlier)로 보아 표본에서 제외한 후 모든 분석을 재차 수행하였으며 그 결과가 후술하는 분석결과와 질적으로 크게 다르지 않음을 확인하였다.

2. 연구모형의 타당성 검증 결과

본 소절에서는 주요 분석결과를 제시하기 위해 앞서 연구가설 검증을 위해 구축한 <그림 1>의 구조방정식 모형에 대한 타당성을 진단한 결과를 제시하고자 한다. 모형의 타당성은 설계된 구조방정식의 모형적합도를 평가함으로써 확인 가능하다. 일반적으로 구조방정식 모형의 타당성에 판별하기 위한 모형의 적합지수는 전반적인 모형 적합도를 나타내는 절대적합지수, 기초모델(독립모델)에 대한 제안모델의 적합도를 비교하는 증분적합지수, 모델의 간명도와 관련된 간명적합지수와 기타적합지수로 구분된다⁶⁾. 본 연구에서는 상술한 4가지 유형의 적합지수를 모두 활용하여 연구모형의 타당성을 평가하고자 하였으며 그 결과를 <표 4>를 통해 제시하고 있다. 표에 제시되고 있는 바와 같이 모든 적합지수가 권장수용기준을 충족하는 것으로 관찰되고 있으며 이는 연구가설을 검증하기 위해 본 연구에서 구축한 구조방정식 모형이 타당성을 확보하고 있음을 시사하는 결과로

해석할 수 있다.⁷⁾

3. 가설 검증결과

본 연구에서는 기업의 사회적 책임활동이 해당 기업의 자본계약을 완화함을 통해 기업가치에 긍정적인 효과를 초래하는가를 진단하고자 한다. 이는 기업의 사회적 책임활동이 다양한 이해관계자들의 요구를 수용하는 과정 전략임을 상기할 때 동 행위가 기업가치에 직접적인 영향을 초래하기 보다는 이해관계자의 의사결정과 관련된 매개변인에 변화를 초래함으로써 통해 기업가치에 특정한 영향을 미칠 가능성이 있음에 기반을 둔다. 이를 위해 본 연구에서는 기업의 자본계약을 사회적 책임활동과 기업가치 사이에 존재하는 완전한 매개변수로 가정한 구조모형과 부분 매개변수로 간주한 구조모형을 병행하여 분석에 이용함으로써 사회적 책임활동이 기업가치 초래하는 영향을 다양한 각도에서 조명하고자 하였다. 이에 대한 분석결과는 <그림 2>와 <표 5>를 통해 제시되고 있는데 <그림 2>에서는 완전매개모형과 부분매개모형을 통한 전반적

6) <표 4>에 제시되고 있는 다양한 모형의 적합도 지수 중 NNFI, CFI, RMSEA가 다른 적합성 지수에 비해 모형 적합성에 대한 판별력이 보다 높은 지수로 인식되고 있다(Marsh, Bella and McDonald, 1988; 홍세희, 2000).

7) 지지하는 바와 같이 본 연구에서는 기업의 자본계약 변수를 부분 매개변수로 간주한 부분매개모형을 <그림 1>에서 제시한 완전매개모형과 함께 분석에 병행하여 이용하고 있다. 이에 따라 본 연구에서는 <표 4>에 제시된 완전매개모형의 모형적합도 검증과 함께 부분매개모형의 모형적합도에 대해서도 살펴보았으며 그 결과 부분매개모형의 모형적합지수들이 적합지수의 권장수용기준에 부합하는 것으로 관찰되었다.

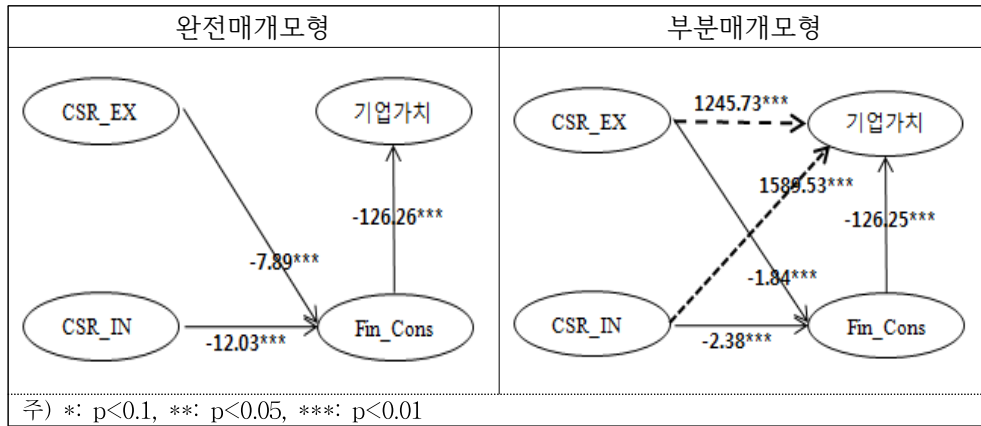
인 분석결과를 도시화하여 나타내고 제시된 결과를 주요변수들의 경로를
 있으며 <표 5>에서는 <그림 2>에 중심으로 하여 요약하여 제시한다.

<표 4> 모형 적합성 검증결과

적합도 유형	적합도 지수	권장수용기준	모형의 지수
절대적합지수	χ^2/DF	≤ 3.00	2.103
	<i>p-value</i>	≤ 0.05	0.000
	<i>GFI</i>	≥ 0.90	0.901
	<i>AGFI</i>	≥ 0.80	0.843
충분적합지수	<i>NNFI</i>	≥ 0.90	0.939
	<i>RFI</i>	≥ 0.90	0.899
	<i>IFI</i>	≥ 0.90	0.956
	<i>CFI</i>	≥ 0.90	0.956
간명적합지수	<i>PCFI</i>	$0.60 \leq x \leq 0.90$	0.874
	<i>PNFI</i>	$0.60 \leq x \leq 0.90$	0.765
기타적합지수	<i>RMSEA</i>	0.05 ~ 0.08	0.072

분석결과에 따르면 먼저, 사회책임 활동에서 기업가치로 이어지는 직접적인 경로가 없음을 가정한 완전매개 모형에서의 경우 사회책임활동의 대용치로 이용한 CSR_EX와 CSR_IN이 자본제약을 나타내는 FinCons 변수와 1%수준에서 유의한 음(-)의 관련성을 지니는 것으로 관찰되었다. 이와 더불어 Fin_Con스변수가 기업가치로 이어지는 경로계수 또한 -126.26으로 1% 수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 이는 기업이 우수한 CSR활동이 기업의 자본제약을 완화시킴을

통해 기업가치를 향상시키는 효율적인 전략이 되고 있음을 시사한다. 즉, CSR이 자본시장 참여자에게 기업의 지속가능성을 판단함에 있어 긍정적인 신호가 될 수 있으며 이에 따라 우수한 CSR활동이 자금조달의 용이성을 향상시켜 결국 기업가치를 제고하는 하나의 방안이 될 수 있다는 것이다. 이러한 결과는 최근 자본시장에서 기업의 CSR활동을 바탕으로 투자 전략을 수립하는 사회책임투자펀드의 비중이 높아지고 있는 사실과도 무관하지 않다.



<그림 2> 구조방정식 모형 추정 결과

<표 5> 가설검증 결과요약

경로	완전매개모형		부분매개모형	
	경로계수	t-value	경로계수	t-value
CSR_EX → 자본제약	-7.89	-14.73***	-1.84	-3.67***
CSR_IN → 자본제약	-12.03	-11.96***	-2.38	-2.96***
자본제약 → 기업가치	-126.26	-7.11***	-126.25	-7.08***
CSR_EX → 기업가치		N/A	1245.73	4.42***
CSR_IN → 기업가치		N/A	1589.53	2.54***

주) *: p<0.1, **: p<0.05, ***: p<0.01

다음으로, 기업의 자본제약 요소가 CSR과 기업가치 연계선상에 존재할 수 있는 유일한 매개변인이라는 가정을 완화한 부분매개모형을 이용한 분석결과에 있어서는 CSR 대응변수에서 자본제약으로 이어지는 경로계수와 자본제약에서 기업가치로 이어지는 경로계수가 모두 1%수준에서 유의한 음(-)의 값을 지니는 것으로 나타났다. 이는 상술한 완전매개모형을 이용한 분석결과와 동일하게 CSR이 해당 기업의 자본제약을 완화함을 통

해 기업가치 향상을 견인하고 있음을 재차 시사하는 결과로 해석할 수 있다. 한편, 완전매개모형과 달리 부분매개모형에서 추가 설정한 CSR과 기업가치 간의 직접관련 경로에 있어도 경로계수가 유의한 양(+)의 값을 지니는 것으로 관찰되고 있는데 이는 사회적 책임활동이 자본제약의 경감을 통하지 않고서도 기업가치에 직접 긍정적인 영향을 초래하고 있음을 나타낸다. 이러한 분석결과는 또한, 자본제약 요소가 CSR과 기업가치 사이에

존재 가능한 다양한 매개변인 중 하나에 불과할 수 있음을 암시한다.

V. 결론 및 한계점

최근 들어 기업의 지속가능한 경쟁력을 담보하기 위한 수단으로 기업의 사회적 책임활동에 대한 인식이 전 세계적으로 증가하고 있는 추세이다. 특히, 우리나라의 경우 과거 외형확장과 단기 경영성과에 초점을 두어 기업의 사회적 책임활동에 대한 인식이 미미한 실정이었다. 그러나 2000년대에 발생한 SK의 대형분식회계사건과 삼성중공업의 서해안 기름유출사고 등으로 인해 회계투명성 및 기업 지배구조 건전성 그리고 환경성과에 대한 중요성이 크게 대두되었다. 뿐만 아니라, 탄소배출권 제도와 ISO26000의 도입 그리고 CSR활동에 기초하여 투자전략을 수립하는 사회책임투자펀드의 활성화 등으로 인해 CSR은 더 이상 기업의 선택항목이 아니라 지속가능한 성장을 위한 필수적이며 핵심적인 전략으로 인식되고 있다.

이러한 추세에 따라 국내·외를 막론하고 CSR과 기업가치 간의 관련성을 검증하기 위한 많은 연구가 수행되어 왔으나 CSR이 기업가치로 이어지는 연계선 상에 존재하는 다양한 매개변인에 대한 효율적인 통제와 부재 등으로 인해 분석결과들은 혼재되

어 있는 실정이다. 본 연구에서는 이러한 상황인식을 바탕으로 하여 CSR과 기업가치 간의 관련성을 검증함에 있어 기업의 자본제약을 CSR과 기업가치 사이에 존재하는 핵심적인 매개변인으로 간주하여 CSR활동과 기업가치 사이의 관계를 다차원적인 경로를 통해 조명하고자 한다. 구체적으로 기업의 자본제약을 CSR과 기업가치 사이에 존재하는 매개변수로 간주한 구조방정식 모형을 구축하여 CSR이 자본제약을 완화함을 통해 기업가치로 이어지고 있는가를 실증적으로 검증한다.

주요한 분석결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 기업의 자본제약을 CSR과 기업가치를 연계하는 완전한 매개변인으로 간주한 모형과 부분적 매개변인으로 간주한 두 가지 모형 모두에 있어 CSR은 기업의 자본제약을 완화하는 과정을 통해 기업가치를 제고하는 효율적인 전략이 되고 있는 것으로 나타났다. 이는 CSR활동이 자본시장참여자에게 기업의 지속가능한 발전에 대한 우호적인 지표로 활용됨에 따라 CSR이 원활한 자본조달로 이어져 결국 기업가치를 제고하는 원천이 될 수 있음을 시사한다. 둘째, CSR활동은 자본 제약 요소를 거쳐 기업가치의 증대로 이어지는 간접경로 효과와 더불어 자본 제약 요소를 경유하지 않고 직접적으로 기업가치의 향상으로 이어지는 경로도 또한 지니고

있는 것으로 관찰된다. 이러한 분석결과는 본 연구에서 CSR과 기업가치 사이에 존재하는 핵심 변인으로 간주한 자본제약 요소 이외에도 양자 간에 존재 가능한 매개변인이 다양할 수 있음을 암시한다.

요컨대, 본 연구의 결과는 기업의 사회책임활동이 필요한 자금을 자본시장으로부터 원활하게 공급받도록 하는 효율적 기제가 되고 있으며 이에 따라 사회책임활동이 자본제약의 경감을 통해 기업가치의 증대로 이어지고 있음을 제시한다. 이러한 분석결과는 기업의 자본제약 요인이 CSR과 기업가치 사이에 존재하는 중요한 조절요인이 되고 있음을 제시함으로써 CSR과 기업가치 간의 관련성을 연구함에 있어 잠재적인 매개요인의 고려가 중요한 함의를 지닐 수 있음을 나타낸다. 또한, 이는 우수한 사회책임활동이 자본시장 참여자에게 기업의 신뢰성에 대한 긍정적인 신호효과를 야기함을 통해 기업이 부담해야 할 자본비용을 경감시키는 기제가 되는 동시에 투자자에게는 기업의 지속가능성에 기초한 역선택의 가능성을 감소시킴으로서 투자비용 역시 경감시키는 원천적 정보가 될 수 있음을 간접적으로 나타낸다. 하지만, 본 연구는 CSR과 기업가치 간에 존재할 수 있는 다양한 매개변인들 중 기업의 자본제약 요소만을 고려하였다는 한계점을 지닌다. 향후 연구에서는 CSR과

기업가치 사이에 존재가능한 다양한 매개변인 효과들을 포괄적으로 고려하여 CSR이 기업가치 향상으로 이어지는 다양한 경로를 점진적으로 확대하여 살펴볼 필요가 있을 것으로 판단된다.

참고문헌

1. 박현준, 이종건. (2002). 기부와 환경 보호: 기업의 사회공헌활동과 재무적 성과 간의 관계에 관한 실증적 연구. *인사조직연구* 10. 95-133
2. 장지인, 정길채. (1999). 한국기업의 환경회계정보 공시 실태분석. *회계저널*. 7(2) : 207-227
3. 천미림, 김창수. (2011). CSR지속성이 CSR과 재무성과의 관계에 미치는 영향, *회계정보연구* 29(3): 351-374.
4. 한완선. (2004). 환경성과와 재무성과. *산업경제연구* 17(5): 1877-1891.
5. 홍세희. (2000). 구조방정식 모형의 적합도 지수선정기준과 그 근거. *한국심리학회지* 19(1): 161-177
6. Akpinar A, Jiang Y, Gomez-Mejia LR, Berrone P and Walls JL, (2008). Strategic use of CSR as a signal for good management. IE Business School Working Paper.
7. Aupperle, K. E., (1991). The use of forced-choice survey procedures in assessing corporate social orientation. In J. E. Post (Ed.), *Research in corporate social performance and policy*, 12: 269-280, Greenwich, CT: JAI Press, United States.
8. Baker, M., Stein, J.C., and Wurgler, J., (2003). When does the market matter? Stock prices and the investment of equity-dependent firms. *The Quarterly Journal of Economics* 118: 969-1005.
9. Carroll, A.B., (1979). A three-dimensional conceptual model of corporate performance. *The Academy of Management Review*, 4(4): 497-505.
10. Carroll, A.B., (1991). Corporate social performance measurement: A commentary on methods for evaluating an elusive construct. *Research in Corporate Social Performance and Policy* 12: 385-401
11. Choi, J. S., Y. M. Kwak and C. W. Choe., (2010). Corporate social responsibility and corporate financial performance: Evidence from Korea. *Australian Journal of Management* 35(3) : 291-311
12. Cochran, P.L., and Wood, R.A., (1984). Corporate social responsibility and financial performance. *Academy of Management Journal* 27: 42-56.
13. Dodd, E, Merrick, (1932). For whom are corporate Managers Trustees?, *Harvard Law Review* 45, 1145
14. El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C.C.Y., and Mishra, D.R., (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking and Finance* 35 (9): 2388-2406.

15. Fombrun, C., Shanley M. (1990). What's in a name? Reputation building and corporate strategy, *Academy of Management Journal* 33(2): 233-258
16. Goss, A. (2009). Corporate Social Responsibility and Financial Distress. *Proceedings of the Administrative Sciences Association of Canada.*
17. Goss, A., and Roberts, G.S., (2011). The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. *Journal of Banking and Finance* 35(7): 1794-1810.
18. Lamont, O., Polk, C., and Saa-Requejo, J., (2001). Financial constraints and stock returns. *Review of Financial Studies* 14(2): 529-554.
19. Lee, D., and Faff, R., (2009). Corporate sustainability performance and idiosyncratic risk: A global perspective. *The Financial Review* 44 (2): 213-237.
20. Lev B., C. Petrovits, S. Radhakrishnan., (2010). Is doing good good for you? How corporate charitable contributions enhance revenue growth, *Strategic Management Journal* 31(2): 182-200.
21. Marsh, H.W., J.W. Balla, and R.P. McDonald. (1988). Goodness-of-fit indices in confirmatory factor analysis: Effects of sample size. *Psychological Bulletin* 103: 391- 411.
22. McWilliams, A., and Siegel, D., (1997). The role of money managers in assessing corporate social responsibility research. *The Journal of Investing* 6(4): 98-107.
23. McGuire J. B., Sundgren A, Schneeweis T, (1988). Corporate social responsibility and firm financial performance, *Academy of Management Journal* 31(4): 854-872.
24. Orlitzky M, Schmidt F. L., Rynes S. L., (2003). Corporate social and financial performance: a meta-analysis, *Organization Studies* 24(3): 403-441.
25. Surroca, J., Tribo J. A., and Waddock, S. (2010), The role of intangible resources in explaining the relationship between corporate responsibility and financial performance, *Strategic Management Journal* 31(5) : 463-490.
26. 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.
27. Waddock S. A., Graves S. B., (1997), The corporate social performance-financial performance

link, *Strategic Management Journal* 18(4): 303-319.

28. Wodd D. J., Jones R. E., (1995). Stakeholder mismatching: a theoretical problem in empirical research on corporate social performance, *International Journal of Organization Analysis* 3(3): 229-267.

Abstract

An Empirical Association among Corporate Social Responsibility, Capital Constraint, and Firm Value

Kwak, Young-Min* · Baek, Jeong Han**

Corporate primary goal has shifted from profit-orientation toward broader socially motivated perspectives, over the recent year. According to this phenomena, extensive research have been conducted to assess the empirical association between CSR and firm value. However, the results of previous studies are largely indeterminate which are attributed to the ignoring various indeterminate variables between CSR and firm value. Specifically, the purpose of this paper verifies the empirical association between CSR and firm value with considering capital constraint as core moderator variable by using structural equation modeling(SEM).

Main results of this paper are as follows. We find that firms with better CSR performance face lower capital constraint and capital constraint is significantly related to firm value in negative direction, also. The result suggest that better CSR performance is associated with superior stakeholder engagement, in turn, CSR initiatives leads to firm value creation. Also, the capital constraint still remain positive to firm value even if capital constraint is considered moderator variables. Our findings implicated that CSR literatures should consider moderator variables, such as capital constraint, which could be affected firm value.

Key words: CSR, firm value, capital constraint, SEM

* First Author, Assistant Professor, College of Management and Tourism, Dongguk University, ymkwak@dongguk.ac.kr

** Corresponding Author, Ph.d student, College of Business, Pusan National University, jhbaek@pusan.ac.kr