

B2B 산업과 B2C 산업 간 기업의 사회적 책임 활동과 기업가치에 대한 연구*

최금화** · 강상구***

〈요 약〉

본 연구는 소비자 유형에 따라 산업을 개인 소비자(B2C)와 기업 소비자(B2B) 여부로 분류하여 기업의 사회적 책임(CSR) 활동이 기업가치에 미치는 효과가 다른 것을 Fama-Macbeth 모형을 이용하여 분석하였다. 2006년~2021년까지 유가증권시장에 상장된 비금융업 회사를 대상으로 다음 결과를 보였다. 첫째, B2B 산업의 CSR 활동은 기업가치를 증가시키는 반면, B2C 산업에서는 유의하지 않았다. 둘째, B2B 산업에서 CSR 활동은 건전성과 종업원만족을 개선함으로써 기업가치를 증가시켰다. 이는 CSR 활동이 기업지배구조 및 자본시장접근성을 개선하고 좋은 평판을 형성함으로써 기업가치를 증가시킴을 의미한다. 셋째, B2B 산업에서 CSR 활동은 외국인 투자자 지분율이 낮을수록, 애널리스트 커버리지가 작을수록 기업가치를 더 유의하게 증가시켰다. 이는 B2B 산업에서 모니터링 수준이 상대적으로 작은 상황에서도 CSR 활동의 긍정적인 기능이 잘 발생하고 있음을 시사한다.

주제어 : 기업의 사회적 책임, 기업 가치, Tobin's Q, 대리인 문제, B2B, B2C

논문접수일 : 2023년 03월 09일 논문게재확정일 : 2023년 03월 15일

* 본 연구는 동아대학교 교내연구비를 지원받아서 연구된 것임.

** 제1저자, 동아대학교 경영학과 조교수, E-mail: jcui@dau.ac.kr

*** 교신저자, 경기대학교 경영학부 경영학전공 조교수, E-mail: kang409@kgu.ac.kr

I. 서 론

기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility; 이하 CSR) 활동이 기업가치에 미치는 효과에 대해 많은 연구가 이루어져 왔다. 선행연구들은 기업의 CSR 활동이 반드시 기업가치에 긍정적이라고 설명하지는 않는다. 기업의 CSR 활동은 전반적인 기업지배구조, 투명성, 정보비대칭을 개선하는 효과가 있으며, 이를 통해 기업은 위험 감소, 유동성 증가, 재무적 제약의 감소 등 기업가치를 증가시킬 수 있다(Sharfman and Fernando, 2008; Jo and Harjoto, 2011, 2012; Dhaliwal et al., 2011; Dhaliwal et al., 2012; Cheng et al., 2014; Cardillo et al., 2023). 아울러 CSR 활동을 통해 기업은 평판을 개선하는 효과를 얻을 수 있는데(Godfrey, 2005; Godfrey et al., 2009), 이와 같은 효과는 위험을 감소시킴으로써 긍정적일 수도 있지만(Cui et al., 2018) 대리인 문제로 인해 악용되어 기업가치를 감소시키는 효과를 유발할 수도 있다(Barnea and Rubin, 2010).

CSR 활동은 일종의 차별화 전략으로도 볼 수 있다(McWilliams and Siegel, 2001). 이는 개별 기업 입장에서 CSR 활동에 대한 효과가 상이할 수 있으며, 나아가 공통되는 특징을 갖는 산업 수준에서도 CSR 활동에 대한 효과가 다를 수 있음을 시사한다(Cai et al., 2016). 한국의 경우도 CSR 활동이 기업가치에 미치는 영향이 산업별로 상이하다고 알려져 있다(변상민 외 2인, 2013).

본 연구는 산업을 최종 소비자(end customer)가 개인(Business-to-Consumer, 이하 B2C)인 산업과 기업(Business-to-Business, 이하 B2B)인 산업으로 나누어 CSR 활동이 기업가치에 미치는 효과가 산업 구분에 따라 동일한지 검증하였다. B2C 산업에 속한 기업은 B2B 산업에 속한 기업보다 다양한 이해관계자로부터 지속가능경영에 대한 압박 정도가 높고, 이러한 수요로 인해 B2B 산업보다 B2C 산업에서 CSR 활동이 기업가치를 증가시키는 효과가 크다고 알려져 있다(Jo and Harjoto, 2011; Haddock-Fraser and Tourelle, 2010). 반면, B2C 산업은 B2B 산업에 비해 미디어 노출이 적극적인 편인데, 미디어 노출은 기업 평판을 형성하는 과정에서 CSR 활동의 대체수단이 될 수 있다. 이로 인해 CSR 활동의 위험감소, 투명성 개선 효과는 B2C 산업보다 B2B 산업에서 우수하다고 알려져 있다(최금화, 강상구, 2021a, 2021b). 따라서 B2B와 B2C의 구분에 따라서 CSR 활동이 기업가치에 미치는 영향은 실증적인 문제이다.

본 연구는 2006년~2021년까지 한국 유가증권시장에 상장된 12월 결산법인 중 비금융업 회사를 B2B, B2C 산업으로 구분하여 기업의 CSR 활동이 Tobin's Q로 측정된 기업가치에 미치는 영향에 차이가 있는지 분석하였다. 아울러 B2B 산업, B2C 산업별로 CSR 활동의

효과가 EBITDA로 측정된 단기실적에 미치는 영향에 대해 살펴보았다. 또한 CSR 활동이 기업가치와 단기실적에 영향을 주는 경로를 분석하였다. CSR 활동의 효과는 대리인 문제로 인해 부정적인 영향을 받을 수 있으므로 외국인 투자자의 지분율, 애널리스트 커버리지로 각각 표본을 구분하여 B2B 산업 내에서 CSR 활동이 기업가치에 미치는 효과를 분석하였다. 모든 다변량 분석은 Fama-Macbeth(1973)의 방법론을 이용하였다. CSR 활동은 경제정의 연구소의 경제정의지수(KEJI index, 이하 KEJI index¹⁾)를 이용하였다. B2B 산업과 B2C 산업의 구분은 한국능률협회컨설팅의 한국산업의 고객만족도 조사(Korean Customer Satisfaction Index, 이하 KCSI²⁾)를 이용해 구분하였다. KCSI에 포함된 산업은 B2C, 포함되지 않은 산업은 B2B로 일차적으로 한국표준산업분류 상 세분류를 이용하여 구분한 후, 연도별 매출액 구성을 조사하여 수작업으로 표본을 정제하여(data cleaning) 분석에 사용하였다.

본 연구는 최소 세 가지 측면에서 CSR 활동에 관한 연구에 공헌한다. 첫째, 산업별로 CSR 활동이 기업가치에 미치는 효과가 상이한 것을 B2B 산업, B2C 산업으로 구분하여 분석한 최초의 연구이다. 특히 본 연구는 단순히 산업코드로 B2B, B2C를 구분하지 않고 기업의 매출구성을 분석하여 보다 정확한 분석을 수행하였다. B2B 산업과 B2C 산업은 구매의 형태에 따라 중·장기적인 관계와 단기적인 관계, 고객의 합리성에 대한 차이, 평판을 형성함에 있어 CSR 활동의 한계효과 등 여러 측면에서 다를 수 있다. 둘째, B2B 산업과 B2C 산업에서 CSR 활동이 재무성과에 영향을 주는 경로를 분석하였다. 이를 통해서 기업의 CSR 활동과 재무성과의 관계에 대한 선행연구를 보완할 수 있다. 셋째, 대리인 문제의 정도에 따라 B2B 산업, B2C 산업에서 CSR 활동이 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 선행연구는 CSR 활동이 순기능을 가지려면 대리인 문제를 잘 통제할 필요가 있음을 시사한다. 관계의 지속성이라는 점에서 중·장기적인 관계를 갖는 B2B 산업의 기업고객은 단기적인 관계를 갖는 B2C 산업의 고객에 비해 대리인 문제로 인한 피해가 클 수 있다. 이를 통해 CSR 활동이 긍정적인 역할을 할 수 있는지 분석한다.

주요 결과는 다음과 같았다. 첫째, B2B 산업의 CSR 활동은 기업가치와 단기실적을 모두 유의하게 증가시키는 반면, B2C 산업의 CSR 활동은 기업가치 및 단기실적에 유의한 영향을 찾을 수 없었다. 둘째, B2B 산업에서 CSR 활동은 건전성과 종업원만족을 개선함으로써 기업가치를 증가시켰다. 건전성은 B2B와 B2C 산업 모두에서 단기실적을 증가시켰다. 사회공헌, 소비자 보호, 환경경영은 B2B 산업에서 단기실적을 증가시켰다. 이는 CSR 활동이 기업지배구조 및 자본시장접근성을 개선하고 종업원의 구전효과를 통해 기업의 평판을 개선함으로써 기업가치를 증가시킴을 의미한다. 특히 건전성이 단기실적과 기업가치 모두에

1) http://ccej.or.kr/special_type/economy-definition-laboratory-reference-room.

2) https://www.kmac.co.kr/certify/cert_sys03.asp.

대한 경로라는 점은 CSR 활동을 통한 기업지배구조 개선 및 자본시장접근성 개선효과가 단기간에 발생하고 장기적으로 유지될 수 있음을 시사한다. 셋째, B2B 산업에서 CSR 활동이 기업가치에 긍정적인 영향을 주는 정도는 외국인 투자자의 지분율이 낮은 경우, 애널리스트 커버리지가 낮은 경우 더 컸다. 이는 외국인 투자자, 애널리스트의 모니터링이 부족한 상황에서 CSR 활동이 대리인 문제에 대한 우려 없이 순기능을 발휘함을 의미한다. 반면, B2C 산업은 동일한 조건에서 CSR 활동이 기업가치에 부정적인 영향을 주었다.

이하의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서 선행연구를 정리하고 가설을 설명한다. 제Ⅲ장에서 표본, 변수 및 모형에 대해 설명한다. 제Ⅳ장에서 실증분석 결과를 제시하고 제Ⅴ장에서 요약 및 결론을 제시한다.

Ⅱ. 선행연구 및 가설

1. 선행연구

1) CSR 활동과 기업가치

일견 CSR 활동은 본업과 무관한 비용지출을 수반한다는 점에서 CSR 활동과 기업가치에 대한 선행연구는 상반된 결론이 공존한다. 기업은 CSR 활동을 통해 좋은 평판을 형성할 수 있고, 이를 통해 형성된 무형자산은 기업 차별화를 위한 효과적 수단이 된다(Turban and Greening, 1997; Albinger and Freeman, 2000; McWilliams and Siegel, 2001; Godfrey, 2005; Godfrey et al., 2009; 김창수, 2009). CSR 활동에 대한 이해관계자들의 수요를 기업이 충족할 경우, 기업은 매출액의 증가를 통해 보상을 받을 수 있어 기업가치가 증가할 수 있다(Jo and Harjoto, 2011). 비단 고객 외에도 CSR 활동은 자본시장에서 긍정적인 효과를 견인하여 기업가치를 증가시킬 수 있다(김소정, 김우찬, 2021; 이연지, 신정순, 2021; 박진혁, 이장우, 2022). CSR 활동은 위험 감소효과를 갖는 한편 투명성, 기업지배구조, 유동성, 자본시장 접근성을 개선하기 때문이다(Sharfman and Fernando, 2008; Dhaliwal et al., 2011; Jo and Harjoto, 2011, 2012; Cheng et al., 2014; Cui et al., 2018; 김순호, 최금화, 2021; 김영환 외 2인, 2022).

비록 CSR 활동이 기업이 좋은 평판을 형성하는데 효과적인 수단이나 이와 같은 기능은 역설적으로 대리인 문제를 초래함으로써 기업가치를 감소시킬 수 있다(Wright and Ferris, 1997; Brown et al., 2006; Barnea and Rubin, 2010; 강상구, 임현일, 2015). 또한 CSR 활동이 기업의 차별화 수단일 수 있지만 비용측면에서 경쟁기업은 이를 부담하지 않는다면

기업가치를 감소시킬 수도 있다(Pava and Krausz, 1996). 자본시장도 CSR 활동을 무조건 긍정적으로만 평가하지 않는다. 수익성이 낮은 기업이 CSR 활동에 적극적이면 은행은 대출금리를 늘리기 때문이다(Goss and Roberts, 2011).

2) B2B 산업과 B2C 산업의 차이

CSR 활동의 효과는 산업별로 차이가 있을 수 있음에도 산업을 특성에 따라 구분하여 설명하는 시도는 드문 편이다. 또한 산업의 특성에 따른 CSR 활동의 효과 역시 상이한 결과를 보인다. Baron et al.(2011)은 소비시장(consumer market)에서 CSR 활동은 재무성과와 양(+)의 관계를 갖는 반면, 산업시장(industrial market)에서는 음(-)의 관계를 갖는 것을 보였다. 동일한 분류체계는 아니지만 Cai et al.(2016)은 기업의 환경적 책임(Corporate Environmental Responsibility, 이하 CER)에 따른 위험감소 효과는 주로 제조업에서 발생하는 반면, 서비스업에서는 오히려 위험을 증가시킨다고 주장하였다. 물론 제조업은 소비재와 산업재를 모두 포괄하나, Baron et al.(2011)의 결과를 적용하면 소비시장과 관련이 높은 서비스업에서 오히려 CER의 효과가 커야 할 수 있다.

국내 연구에서 변상민 외 2인(2013)은 CSR 활동이 기업가치에 긍정적이지만 산업별로 그 효과는 상이함을 보였다. 가령, CSR 활동의 성과는 의류·음료·화장품 산업에서 높고 내구재·에너지 산업에서 낮음을 보였다. 다만, 표본기업이 34개로 작아 산업 특성에 따른 연구에는 표본이 충분하지 않았다. 최금화, 강상구(2021a)는 CSR 활동의 위험감소 효과는 B2B 산업에서 유의하나, B2C 산업의 경우 유의하지 않거나 오히려 위험을 증가시킨다고 주장하였다. 최금화, 강상구(2021b)는 CSR 활동과 추가급락위험은 B2B 산업에서는 유의한 음(-)의 관계를 가지지만 B2C 산업에서는 유의한 관계가 없음을 보였다. CSR 활동을 통해서 좋은 평판을 형성하는 한계효과는 미디어 노출, 광고 등의 대체수단의 활용이 상대적으로 빈번한 B2C 산업에서 제한적일 수 있으며, B2B 산업의 기업고객은 계약을 통한 중·장기적인 매출이 발생하는데 비해 B2C 산업의 개인고객은 단기적인 매출에 그칠 수 있기 때문이다.

비록 국내 선행연구에서 CSR 활동의 효과가 B2B 산업에서 B2C 산업보다 클 수 있음을 보이나, B2B와 B2C의 구분에 따른 CSR 활동과 기업가치의 관계는 실증적인 문제이다. B2C 산업의 이해관계자는 B2B 산업보다 CSR 활동에 대한 요구수준이 높고, CSR 활동이 매출액 증가로 쉽게 전환될 수도 있기 때문이다(Haddock-Fraser and Tourelle, 2010; Harjoto and Jo, 2011). 반면, 중간재 등 제조업의 비중이 높은 B2B 산업에서 CER 활동의 위험감소효과가 높은 점을 감안하면 B2B 산업에서 CSR 활동이 기업가치에 더 큰 영향을 줄 수도 있다(Cai et al., 2016).

2. 가설

전 절에서 살펴본 바와 같이 CSR 활동이 기업가치에 미치는 영향이 B2B, B2C의 구분에 따라 다른지는 실증적인 문제이다. B2C 산업에서 개인고객들의 CSR 활동에 대한 높은 수요가 매출액 증가를 통해서 CSR 활동과 기업가치의 유의한 관계를 견인할 수도 있다. 같은 맥락에서 B2B 산업의 기업고객은 CSR 활동에 대한 수요 및 이를 통한 매출액의 증가가 B2C 산업에 비해 낮아서 CSR 활동과 기업가치 간 유의한 관계가 없을 수도 있다. 반면 B2C 산업에서 개인고객의 매출에 대한 영향이 단기적인 점을 감안하면, CSR 활동은 단기적인 수익에 영향을 줄 수는 있으나 장기적인 기업가치에 미치는 영향력은 제한적일 수 있다. 또한 B2B 산업의 기업고객이 중·장기적인 수급계약을 맺는 특성상 CSR 활동이 단기실적에 미치는 영향이 작아도 장기적인 기업가치에는 유의한 영향을 줄 수 있다. 이상의 논의에 따라 다음의 귀무가설을 설정하였다.

가설: CSR 활동이 기업가치에 미치는 효과는 B2B 산업, B2C 산업에서 무차별하다.

B2B 산업에서 중·장기적인 관계를 가지는 기업고객은 CSR 활동이 불필요한 지출이 되지 않도록 영향을 줄 수 있다. 즉, B2B 산업에서 기업고객은 일종의 감시기능을 수행함으로써 CSR 활동이 기업가치에 긍정적인 효과를 갖게 할 수 있다. 장기투자자는 단기투자자보다 기업가치 극대화를 추구하기 때문에(Miller and Rock, 1985) 고객이 중·장기 계약관계에 있는 B2B 산업은 대리인 문제의 부작용이 작을 수 있다. 반면, B2C 산업의 단기적인 고객관계는 CSR 활동의 감시기능이 부족할 수 있다. 물론 이는 B2C 산업에서 CSR 활동에 대한 수요가 크고 재무성과가 높다는 연구를 감안하면 실증적인 문제이다. 따라서 B2B, B2C 산업을 각각 감시기능의 정도에 따라 하위표본으로 분할하여 CSR 활동이 기업가치에 미치는 영향을 추가로 분석하였다. 감시기능의 변수는 외국인 투자자의 지분율과 애널리스트 커버리지를 이용하였다.

Ⅲ. 표본, 변수 및 분석모형

1. 표본

본 연구는 2006년~2021년 한국거래소 유가증권시장(KRX KOSPI)에 상장된 기업들에 대해 CSR 활동이 기업가치에 미치는 효과를 분석하였다. 표본기업은 다음의 필터링 과정을

거쳤다. 첫째, 재무제표의 비교가능성을 감안하여 12월 결산법인이면서 비금융업인 기업만 이용하였다. 둘째, CSR 활동의 변수인 경제정의연구소(경제정의실천연합 산하)의 KEJI index가 있는 기업만을 이용하였다. 셋째, 종속변수와 독립변수를 모두 구할 수 있는 기업만을 이용하며, 자본잠식 기업은 제외하였다. B2B, B2C 산업은 한국능률협회컨설팅의 KCSI 조사 결과를 기초로 데이터를 수작업으로 정제(data cleaning)하여 구분하였고, 산업은 한국표준산업분류 상 세분류를 이용하였다. 최종적으로 4,545개 기업-연도 관측치를 분석하였다. B2B 산업, B2C 산업은 각각 3,627개, 928개의 기업-연도 관측치로 구성된다. B2B, B2C 변수와 KEJI index 외 모든 변수는 상·하위 1% 수준에서 윈저라이즈(winsorize)하였다. 재무변수 및 회계변수는 모두 Fn DataGuide에서 데이터를 추출하여 계산하였다.

2. 변수

1) CSR 활동

CSR 활동의 변수는 경제정의연구소에서 매년 발표하는 경제정의지수(Korea Economic Justice Institute Index; KEJI index)를 이용하였다. KEJI index는 총 100점 만점으로 구성되며, 하위 6개 항목(건전성, 공정성, 사회공헌, 소비자보호, 환경경영, 직원만족)으로 세분된다. 분석은 총점 및 하위 항목을 모두 활용하되, 표에는 유의한 결과만을 보고하였다. CSR_{i,t}은 기업 *i*의 연도 *t*의 KEJI index의 총점을 의미한다. KEJI index의 세부항목인 건전성, 사회공헌, 소비자보호, 환경경영, 직원만족은 각각 $Health_{i,t}$, $Contribution_{i,t}$, $Customer_{i,t}$, $Environment_{i,t}$, $Employee_{i,t}$ 이다. 아래의 <표 1>은 KEJI index의 하위항목 및 세부 평가항목을 설명한다.

<표 1> 경제정의지수(KEJI index)에 의한 기업의 사회적 성과 평가모형

항목(배점)	평가항목	세부지표	배점	
건전성 (25점)	지배구조의 건전성	내부지분율	3	
		전문경영인 정도	2	
		사회이사 활동	사외이사 비율 이사회 참여	1 1
		소유지배 괴리도	4	
	투자지출의 건전성	소비성 지출		2
		연구개발 지출		2
		설비투자		2
	자본조달의 건전성	위험성	부채비율	1.5
			회사채신용등급	1.5
		관계사 출자	관계사 출자	3
관계사 채무보증			2	

<표 1> 경제정의지수(KEJI index)에 의한 기업의 사회적 성과 평가모형(계속)

항목(배점)	평가항목	세부지표	배점	
공정성 (20점)	공정성	경제력집중	대규모기업집단 지정	2
		협력사 관계	공정거래법준수	5
		급산분리		3
		불성실공시		4
	투명성	사업보고서 적정성		2
		감사위원회 운영		1
		투표제 실시		2
사회공헌도 (15점)	고용평등 및 확대	장애인 고용비율		1
		여성 채용비율		1
		고용인력증가율		4
		고용관련 정부포상		1
	사회공헌 활동	기부금		4
		사회복지지원	전담조직 및 추진조직 사회봉사 프로그램	1 1
	국가재정기여	조세 납부		2
소비자 보호 (15점)	소비자 권리보호	고객만족 관련 인증	서비스품질 우수기업 인증 소비자 중심 경영제도 인증	1 1
		고객만족 관련수상		1
		소비자불만 상담건수		4
		소비자관련법 준수	불공정 거래 등 7가지 세부지표	5
	소비자 안전	품질 및 소비자안전 인증		3
환경 경영 (10점)	환경개선노력	환경경영보고 에너지효율		1 1
		환경투자	투자실적 경영방침	2
		환경보호프로그램		1
	환경 친화성	환경관련 인증 및 수상		2
	위반 및 오염 실적	수질, 대기분진, 특정유해물질 오염실태		3
	작업장 보건 및 안전	산재다발 및 중대사고발생 작업장 보건 및 안전관련 인증 및 수상		3 0.5
직원만족 (15점)	인적자원 개발	1인당 교육훈련비		1
		교육훈련비 증가율		1
	임금 및 복리후생	임금보상수준		1
		복리후생, 근속연수, 사내근로복지기금		1.5
	노사관계	노사분규 발생여부		3
비정규직 비율			3	
노사관계 개선 프로그램			1	

2) 기업가치

산업에 따라서 CSR 활동은 재무성과에 상이한 영향을 줄 수 있다(Baron et al., 2011).

B2B, B2C 산업은 소비자와의 관계의 지속성이 상이하므로 재무성과에서도 이를 구분할 필요가 있다. 본 연구는 장기적인 기업가치와 단기실적을 함께 분석하였다. 기업가치, 단기 실적은 각각 Tobin's Q와 EBITDA를 이용하여 측정하였다(Kang et al., 2017). Tobin's Q는 주식 시가총액과 부채 장부가치의 합을 총자산으로 나누어 계산하였다. EBITDA는 이자비용, 법인세, 감가상각비 차감 전 영업이익을 총자산으로 나누어 계산하였다.

3) B2B 산업과 B2C 산업의 구분

B2B, B2C 산업은 최금화, 강상구(2021a, 2021b)에 따라 구분하였다. 구체적인 절차는 다음과 같다. 우선 한국능률협회컨설팅이 매 연도 실시하는 한국산업의 고객만족도(Korean Customer Satisfaction Index, KCSI) 조사를 바탕으로 KCSI에 포함되는 산업은 B2C, 포함되지 않는 산업은 B2B로 일차적으로 분류한다. KCSI는 115개 산업을 포괄하며, B2C 산업을 대상으로 한다. 산업은 한국표준분류 상 세분류를 기준으로 구분하였다. 다만, KCSI의 산업 분류만으로 B2B 산업과 B2C 산업을 구분하는 것은 기존 산업코드의 그룹에 그칠 뿐이다. 동일 산업코드 안에서 B2B 기업과 B2C 기업은 동시에 나타날 수 있다. 따라서 각 표본기업의 연도별 매출액 구성비율을 검토하여 B2B(B2C) 매출액이 크면 B2B(B2C)로 할당하도록 모든 관측치를 개별 기업 수준에서 수작업으로 정제(data cleaning)하여 B2B, B2C 여부를 구분하였다. 이는 한국표준산업분류에서 복합기업의 산업을 정하는 방식과 유사하다.

4) 통제변수

CSR 활동과 기업가치에 대한 선행연구를 바탕으로 통제변수를 구성하였다. 기업이 성숙기에 접어들수록 유형자산의 비중은 증가하고 수익성은 감소할 수 있다. 따라서 총자산에 자연로그를 취한 $Size_{i,t}$ 를 통제하였다. 또한 자연로그에 (1+설립연수)를 취하여 $Age_{i,t}$ 를 통제하였다. 이자비용의 절세효과를 통해 부채사용이 늘면 기업가치가 증가하므로 장기 부채를 총자산으로 나눈 $Leverage_{i,t}$ 를 통제하였다. 높은 성장기회는 기업가치의 증가를 의미하므로 주식 시장가치를 장부가치로 나눈 $MTB_{i,t}$ 를 통제하였다. $MTB_{i,t}$ 는 의미상 Tobin's Q와 같으므로 $MTB_{i,t}$ 는 $EBITDA_{i,t}$ 를 분석할 경우에 한해 포함하였다. CSR 활동은 매출액의 증가를 통해 보상받으므로 매출액 증가율인 $Sales_G_{i,t}$ 를 통제하였다. 수익성의 변수로 자산수익률(ROA)을 이용하였다. 또한 기업의 투자는 기업가치에 영향을 주기 때문에 연구개발비를 매출액으로 나눈 $R\&D_{i,t}$, 자본적지출을 총자산으로 나눈 $CAPEX_{i,t}$ 를 통제하였다. 광고비는 CSR 활동과 같은 차별화 수단이므로(McWilliams and Siegel, 2001)

광고비를 매출액으로 나눈 $Adv_{i,t}$ 를 통제하였다. 위험은 일별수익률의 표준편차인 $Dev_Ret_{i,t}$ 을 통제하였다. 또한 모든 모형에서 연도 더미와 한국표준산업분류 상 세분류를 이용한 산업 더미를 포함하였다. <표 2>는 분석에 사용된 변수들의 간략한 정의이다.

<표 2> 변수의 정의

변수	정의
$CSR_{i,t}$	KEJI Index의 총점
$Health_{i,t}$	KEJI Index의 하위항목 중 건진성
$Contribution_{i,t}$	KEJI Index의 하위항목 중 사회공헌도
$Customer_{i,t}$	KEJI Index의 하위항목 중 소비자보호
$Environment_{i,t}$	KEJI Index의 하위항목 중 환경경영
$Employee_{i,t}$	KEJI Index의 하위항목 중 직원만족
$Tobin's\ Q_{i,t}$	(주식의 시가총액+부채의 장부가치)/총자산
$EBITDA_{i,t}$	EBITDA/총자산
$Size_{i,t}$	총자산에 자연로그를 취한 값
$Leverage_{i,t}$	재무상태표 상 장기부채/총자산
$ROA_{i,t}$	당기순이익/총자산
$MTB_{i,t}$	주식의 시가총액/주식 장부가치
$R\&D_{i,t}$	연구개발비/매출액
$CAPEX_{i,t}$	자본적지출/총자산
$Sales_G_{i,t}$	t-1시점 대비 t시점의 매출액 증가율
$Adv_{i,t}$	광고비/매출액
$Dev_Ret_{i,t}$	일별 주식수익률의 연간 표준편차
$Age_{i,t}$	$\ln(1+\text{기업 설립 연수})$
$Foreign_ownership_{i,t}$	회계연도 말 기준 외국인 지분율로 추정한다.
$Analyst_Coverage_{i,t}$	예측보고서를 발간한 증권사의 수로 추정한다.

3. 기초통계량

<표 3>은 분석에 사용된 4,545개 기업-연도 관측치의 표본통계량이다. 기업가치의 변수인 $Tobin's\ Q_{i,t}$ 는 평균 1.0965, 중간값 0.9226, 단기실적 변수인 $EBITDA_{i,t}$ 는 평균 0.0717, 중간값 0.0650으로 우측으로 치우친 분포를 나타냈다. $Tobin's\ Q_{i,t}$ 의 중간값이 1보다 작아서 표본 기업의 절반 이상에서 주가가 대체가격 미만이었다. CSR 변수들은 $CSR_{i,t}$ 을 비롯한 대부분의 변수들의 평균과 중간값의 크기가 큰 차이가 없었다. 다만, 소비자 만족($Customer_{i,t}$)과 환경경영($Environment_{i,t}$)은 각각 평균 8.7564, 중간값 9.3000, 평균 5.4384, 중간값 5.1500으로 치우친 분포를 보였다. $Size_{i,t}$ 와 $Leverage_{i,t}$ 의 평균(중간값)은 각각 19.8357(19.6184), 0.3950(0.3942)이었다. $ROA_{i,t}$ 의 평균(중간값)은 0.0397(0.0375)였다. $MTB_{i,t}$ 의 평균(중간값)은 1.1805(0.8711)로 $Tobin's\ Q_{i,t}$ 와 같이 우측으로 치우친 분포를 보였다. $R\&D_{i,t}$, $CAPEX_{i,t}$ 의

평균(중간값)은 각각 0.0246(0.0027), 0.0372(0.0234)였다. 연구개발비는 표준편차가 0.0784로 평균을 감안하면 큰 편이었다. $Adv_{i,t}$ 와 $Sales_G_{i,t}$ 는 평균(중간값)이 각각 0.0084(0.0008), 0.0486(0.0390)였고, 두 변수 모두 표준편차가 각각 0.0179로, 0.1806으로 평균 대비 큰 편이었다. $Dev_Ret_{i,t}$ 는 평균(중간값)이 0.4068(0.3699)였다. 외국인 투자자의 지분율은 평균(중간값) 0.1128(0.0539)였으며, 애널리스트 커버리지는 평균 0.8022(0.6931)이었다.

<표 3> 기초통계량

변수의 정의는 <표 1>과 같다. $CSR_{i,t}$ 외의 모든 변수는 상, 하위 1% 수준에서 윈저라이즈(winsorize)하였다.

Variables	N	Mean	Std. Dev.	Min.	Median	Max
Tobin's $Q_{i,t}$	4,545	1.0965	0.5920	0.4324	0.9226	4.0528
EBITDA $_{i,t}$	4,545	0.0717	0.0566	-0.0907	0.0650	0.2499
$CSR_{i,t}$	4,545	61.8827	4.0929	48.0816	61.8629	78.9013
Health $_{i,t}$	4,545	17.2240	2.1566	9.7772	17.1699	23.1272
Fairness $_{i,t}$	4,545	15.1938	1.4943	6.6500	15.3500	18.6364
Contribution $_{i,t}$	4,545	6.9511	2.1584	3.5069	6.8003	22.4526
Customer $_{i,t}$	4,545	8.5764	1.5508	4.8214	9.3000	11.5000
Environment $_{i,t}$	4,545	5.4384	0.8550	3.7000	5.1500	8.5000
Employee $_{i,t}$	4,545	8.4991	1.6444	3.8275	8.6716	13.0459
Size $_{i,t}$	4,545	19.8357	1.3636	17.3780	19.6184	23.9533
Leverage $_{i,t}$	4,545	0.3950	0.1854	0.0336	0.3942	0.8143
ROA $_{i,t}$	4,545	0.0397	0.0504	-0.1529	0.0375	0.1882
MTB $_{i,t}$	4,545	1.1805	0.9829	0.2212	0.8711	5.8030
$Adv_{i,t}$	4,545	0.0084	0.0179	0.0000	0.0008	0.0994
R&D $_{i,t}$	4,545	0.0246	0.0784	0.0000	0.0027	0.6497
CAPEX $_{i,t}$	4,545	0.0372	0.0570	-0.1440	0.0234	0.2641
Sales_G $_{i,t}$	4,545	0.0486	0.1806	-0.5636	0.0390	0.7005
Dev_Ret $_{i,t}$	4,545	0.4068	0.1835	0.1214	0.3699	1.0977
Age $_{i,t}$	4,545	3.0085	0.5984	0.0000	3.0910	4.1589
Foreign_ownership $_{i,t}$	4,545	0.1128	0.1394	0.0000	0.0539	0.6306
Analyst_Coverage $_{i,t}$	4,545	0.8022	0.9472	0.0000	0.6931	3.4657

<표 4>는 <표 3>의 4,545개 기업-연도 관측치를 B2B 산업, B2C 산업으로 나누어 모든 변수들의 그룹간 평균 차이검정을 실시하였다. B2B, B2C의 그룹간 비교 결과 거의 대부분의 변수가 통계적으로 매우 유의한 차이를 나타내었다. 그룹간 변수들의 분포상 유의한 차이가 관측되어 B2B 산업과 B2C 산업을 한 모형에서 분석하기보다 하위표본으로 구분하여 분석을 수행한다.

<표 4> B2B, B2C 구분에 따른 각 변수의 평균 차이검정

<표 4>는 <표 3>의 변수의 B2B, B2C 구분에 따른 평균 차이검정 결과이다. 변수의 정의는 <표 1>과 같다. ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준 하에서 유의함을 의미한다.

Variables	B2B		B2C		Difference
	N	Mean(1)	N	Mean(2)	(1)-(2)
<i>Tobin's Q_{it}</i>	3,627	1.0666	918	1.2151	-0.1485***
<i>EBITDA_{it}</i>	3,627	0.0692	918	0.0813	-0.0121***
<i>CSR_{it}</i>	3,627	61.8196	918	62.1335	-0.3139**
<i>Health_{it}</i>	3,627	17.1554	918	17.4963	-0.3409***
<i>Fairness_{it}</i>	3,627	15.2093	918	15.1324	0.0769
<i>Contribution_{it}</i>	3,627	6.9051	918	7.1338	-0.2287***
<i>Customer_{it}</i>	3,627	8.6344	918	8.3459	0.2885***
<i>Environment_{it}</i>	3,627	5.4525	918	5.3822	0.0703**
<i>Employee_{it}</i>	3,627	8.4628	918	8.6431	-0.1803***
<i>Size_{it}</i>	3,627	19.7361	918	20.2309	-0.4948***
<i>Leverage_{it}</i>	3,627	0.3923	918	0.4060	-0.0137**
<i>MTB_{it}</i>	3,627	1.1292	918	1.3842	-0.2550***
<i>ROA_{it}</i>	3,627	0.0387	918	0.0437	-0.0050***
<i>R&D_{it}</i>	3,627	0.0263	918	0.0180	0.0083***
<i>Adv_{it}</i>	3,627	0.0057	918	0.0193	-0.0136***
<i>CAPEX_{it}</i>	3,627	0.0356	918	0.0435	-0.0079***
<i>Sales_G_{it}</i>	3,627	0.0489	918	0.0474	0.0015
<i>Dev_Ret_{it}</i>	3,627	0.4138	918	0.3791	0.0347***
<i>Age_{it}</i>	3,627	3.0232	918	2.9499	0.0733***
<i>Foreign_ownership_{it}</i>	3,627	0.1042	918	0.1466	-0.0424***
<i>Analyst_Coverage_{it}</i>	3,627	0.7380	918	1.057	-0.3190***

재무성과에 대한 변수는 B2B 산업이 B2C 산업보다 작은 편이었다. *Tobin's Q_{it}*와 *EBITDA_{it}*의 그룹간 차이는 모두 1%의 신뢰수준에서 유의한 음(-)의 값을 가졌다. KEJI Index의 만점이 100점임을 감안하면 그룹간 차이가 중요한 것은 아니지만, KEJI Index의 총점은 B2C 산업이 B2B 산업보다 높았다. *CSR_{it}*의 그룹간 차이는 1% 수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 가졌다. 하위 항목 중 건전성(*Health_{it}*), 사회공헌도(*Contribution_{it}*)는 B2C 산업이 유의하게 높았다. 소비자보호(*Customer_{it}*)와 환경경영(*Environment_{it}*)은 B2B 산업이 유의하게 높았다.

매출액 대비 광고비인 *Adv_{it}*는 B2C 산업에서 평균 0.0198로 B2B 산업의 평균인 0.0057보다 유의하게 컸다. B2C 산업은 다양한 개인 고객을 대상으로 한 광고 수요가 많아서 *Adv_{it}*의 평균값이 B2B 산업보다 B2C 산업에서 큰 것은 타당하다. *Size_{it}*는 B2C 산업이 큰 편이다. *Leverage_{it}*는 B2C 산업이 B2B 산업보다 크나 경제적 의미가 있는 정도는 아니었다. *Tobin's*

$Q_{i,t}$ 와 같이 B2C 산업이 B2B 산업에 비해 $MTB_{i,t}$ 와 $ROA_{i,t}$ 가 유의하게 컸다. $R\&D_{i,t}$ 는 B2B 산업이 B2C 산업보다 큰 반면, $CAPEX_{i,t}$ 는 B2C 산업이 B2B 산업보다 컸다. $Sales_G_{i,t}$ 의 평균은 그룹간 유의한 차이를 찾을 수 없었다. B2C 산업은 B2B 산업보다 외국인 투자자의 지분율과 애널리스트 커버리지가 모두 유의하게 컸다.

4. 연구 모형

선행연구는 CSR 활동이 기업가치에 미치는 효과가 산업에 따라서 다를 수 있다고 설명한다. 본 연구는 CSR 활동이 기업가치에 주는 효과를 산업을 B2B, B2C로 구분하여 Fama-Macbeth(1973) 방식으로 분석하였다. Fama-Macbeth 회귀분석은 본래 표준오차가 시계열의 자기상관을 통제하지 않지만, 본 연구의 모든 다변량 분석에서 t-value는 이분산성과 자기상관을 조정하기 위해 Huber-White 표준오차를 이용한 통계량을 보고하였다. 모든 모형에서 연도 및 한국표준산업분류상 세분류에 따른 산업을 포함하였다. 주요 종속변수는 기업가치의 대용변수인(proxy variable) Tobin's Q($Tobin's Q_{i,t}$)이며, 일부 분석에서 단기실적을 분석하기 위해 EBITDA($EBITDA_{i,t}$)를 이용하였다. 주요 독립변수는 CSR 활동($CSR_{i,t}$)이며, CSR 활동과 기업가치와의 역의 인과관계 문제를 피하기 위해 모든 독립변수는 전년도의 값을 이용했다. <표 3>에서 변수들의 B2B, B2C 산업 간 분포상의 차이를 확인할 수 있으므로 이분산성을 통제하기 위해 전체 표본을 분석하는 경우 외에는 B2B 산업과 B2C 산업을 하위표본으로 나누어 분석하였다. 분석 모형은 아래의 식 (1)과 같다. 식 (1)에서 $CFP_{i,t}$ 은 $Tobin's Q_{i,t+1}$ 와 $EBITDA_{i,t+1}$ 이다.

$$CFP_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta CSR_{i,t} + \sum_j \gamma_j Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

KEJI Index에서 CSR 활동은 <표 1>과 같이 여러 하위 항목들로 구성된다. 따라서 CSR 활동이 기업가치와 단기실적에 영향을 주는 경로를 분석하기 위해 하위 항목에 대한 분석을 추가하였다. CSR 활동이 기업가치에 미치는 효과는 대리인 문제로 인해 달라질 수 있다. 따라서 외국인 투자자 지분율, 애널리스트 커버리지를 감시기능의 수준에 대한 변수로 삼아 하위표본 분석을 수행하였다.

Fama-Macbeth 방식으로 분석할 경우 B2C 산업은 연평균 약 61개(=918개/15년), B2C 산업 내에서 하위표본 분석할 경우 연평균 약 30개(=459개/15년)의 소표본으로 구성되어 신뢰성에 의문을 제시할 수도 있다. 단, 본문에 포함하지 않았으나 전체 표본에 연도와

산업을 통제한 회귀분석에서도 Fama-Macbeth 방식의 결과와 질적으로 동일한 결과를 확인하였다. 즉, B2C 산업의 관측치가 비교적 작더라도 결론이 연간 소표본을 이용함으로써 도출된 것은 아니다.³⁾

IV. 실증분석

1. B2B, B2C 구분에 따른 CSR 활동과 기업가치와의 관계

<표 5>는 산업을 B2B, B2C로 구분하여 CSR 활동($CSR_{i,t}$)이 기업가치($Tobin's Q_{i,t+1}$)에 미치는 효과를 Fama-Macbeth(1973) 방식으로 분석하였다. CSR 활동이 기업가치에 긍정적인 영향을 준다는 선행연구들을 감안하면 $CSR_{i,t}$ 의 계수값은 일관되게 유의한 양(+)의 부호를 가질 것으로 기대할 수 있다. <표 5>의 모든 모형을 비롯한 이후의 모든 다변량 분석에서 t-value는 이분산성과 자기상관을 통제한 통계량을 보고한다.

전체 표본을 분석한 모형 (1)에서 $CSR_{i,t}$ 의 계수값은 양(+)의 부호를 가지며, 1% 신뢰수준에서 통계적으로 유의하였다. 이는 CSR 활동이 기업가치를 증가시킨다는 선행연구를 지지하는 결과이다. 다만, 이러한 결과는 주로 B2B 산업에 기인하는 것으로 보인다. B2B 산업만을 분석한 모형 (2)에서 $CSR_{i,t}$ 의 계수값은 양(+)의 부호를 가지며, 5%의 신뢰수준에서 통계적으로 유의하였다. 반면, B2C 산업만을 분석한 모형 (3)에서 $CSR_{i,t}$ 의 계수값은 비록 유의하지 않지만 음(-)의 부호를 가졌다. 이는 CSR 활동이 기업가치를 증가시키는 효과는 B2B 산업에서 발생하는 반면, B2C 산업의 경우 CSR 활동이 기업가치에 유의한 영향을 주지 못함을 시사한다. B2C 산업은 B2B 산업보다 다양한 이해관계자로부터 지속가능성에 대한 수요가 높은 편이지만(Haddock-Fraser and Tourelle, 2010; Jo and Harjoto, 2011), <표 5>의 결과는 B2C 산업의 다양한 이해관계자들의 CSR 활동에 대한 높은 수요에 비해 보상은 기업가치로 귀결되지 않음을 보여준다. 이는 CSR 활동의 위험 감소 및 투명성 개선 효과가 B2C 산업보다 B2B 산업에서 높다는 국내 선행연구와 부합한다(최금화, 강상구, 2021). 투자에 대한 보상이라는 측면에서 B2B 산업은 CSR 활동에 대한 유의한 성과를 얻는 반면, B2C 산업에서는 그렇지 않았다.

통제변수 중 $Leverage_{i,t}$ 는 모든 모형에서 1%의 신뢰수준에서 유의한 양(+)의 계수값을 가졌다. $ROA_{i,t}$ 는 모든 모형에서 1% 신뢰수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 계수값을 가졌다. $CAPEX_{i,t}$ 의 계수값은 모든 모형에서 유의한 양(+)의 부호를 가졌으며, 모형 (2)에서

3) 이 점을 지적해주신 익명의 심사자께 감사드립니다.

10% 수준에서 유의한 것을 제외하면 모두 1% 신뢰수준에서 유의하였다. $R\&D_{it}$ 의 계수값은 B2C 산업을 제외한 모형 (1), (2)에서만 1%의 신뢰수준에서 유의한 양(+)의 부호를 가졌다. Dev_Ret_{it} 은 B2C 산업을 제외한 모형 (1), (2)에서 1% 수준에서 유의한 양(+)의 계수값을, Age_{it} 계수값은 모형 (1), (2)에서 1% 수준에서 유의한 음(-)의 부호를 가졌다.

<표 5> B2B, B2C 구분에 따른 CSR 활동이 기업가치에 미치는 영향

변수의 정의는 <표 1>과 같다. 종속변수는 *Tobin's Q_{it+1}* 이며 주요 독립변수는 CSR_{it} 이다. 대괄호 안의 값은 자기상관과 이분산성을 조정한 t값이며, ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%수준에서 유의함을 의미한다.

Variables	Fama-Macbeth regression		
	Full	B2B	B2C
	(1)	(2)	(3)
	<i>Tobin's Q_{it+1}</i>		
CSR_{it}	0.0113*** [3.65]	0.0163** [2.74]	-0.0052 [-0.65]
$Size_{it}$	0.0133 [0.87]	0.0027 [0.16]	0.0638 [1.53]
$Leverage_{it}$	0.5038*** [10.40]	0.4557*** [12.61]	0.6035*** [4.25]
ROA_{it}	2.7430*** [8.09]	2.1126*** [8.04]	5.2899*** [4.95]
$R\&D_{it}$	1.8407*** [3.17]	1.5892*** [2.99]	-2.2747 [-0.87]
Adv_{it}	4.4989*** [7.61]	0.9397 [1.43]	2.1930 [1.54]
$CAPEX_{it}$	0.3496*** [3.37]	0.2312* [1.82]	2.5353*** [3.40]
$Sales_G_{it}$	0.1263 [1.65]	0.1238* [2.08]	0.3994 [1.23]
Dev_Ret_{it}	0.6338*** [8.02]	0.5290*** [7.00]	0.5373 [1.15]
Age_{it}	-0.0742*** [-4.65]	-0.0601*** [-3.65]	-0.0059 [-0.15]
Intercept	0.1051 [0.94]	-0.2090 [-0.83]	-0.0275 [-0.06]
No. of Groups	15	15	15
No. of Obs.	4,545	3,627	918
R^2	0.4500	0.4545	0.8280

다만, 모형 (3)의 결과를 바탕으로 B2C 산업 내에서 CSR 활동이 기업가치에 유용하지 않다고 해석하는 것은 과도할 수 있다. CSR 활동이 비록 B2C 산업 내에서 CSR 활동이 차별화 전략을 위한 수단으로서의(McWilliams and Siegel, 2001) 한계가치는 제한적일 수도 있지만, B2C 산업의 CSR 활동에 대한 수요는 소비자의 구매를 증가시킴으로써 기업이 보상을 받는다고 설명한다(Jo and Harjoto, 2011). 즉, 장기적인 기업가치에는 영향이 제한적이더라도 단기실적에는 영향을 줄 수 있다.

<표 6>은 산업을 B2B, B2C로 구분하여 CSR 활동($CSR_{i,t}$)이 단기실적($EBITDA_{i,t+1}$)에 미치는 효과를 Fama-Macbeth(1973) 방식으로 분석한 결과이다. 기업이 CSR 활동을 통해 단기적으로라도 보상을 받는다면 $CSR_{i,t}$ 의 계수값은 일관되게 유의한 양(+)의 부호를 가질 것으로 기대할 수 있다.

전체 표본을 분석한 모형 (1)에서 $CSR_{i,t}$ 의 계수값은 양(+)의 부호를 가지며, 1% 신뢰수준에서 통계적으로 유의하였다. 이는 CSR 활동은 매출 증가를 통해 소비자로부터 보상을 받는다는 선행연구를 지지하는 결과이다(Jo and Harjoto, 2011). <표 5>의 결과와 함께 해석하면 CSR 활동은 단기실적과 장기적인 기업가치 모두에 긍정적인 영향을 주는 것을 확인할 수 있다. 다만 이러한 결과는 <표 5>와 같이 역시 B2B 산업에 기인하였다. B2B 산업만을 분석한 모형 (2)에서 $CSR_{i,t}$ 의 계수값은 1%의 신뢰수준에서 유의한 양(+)의 부호를 가졌다. B2C 산업만 분석한 모형 (3)에서 $CSR_{i,t}$ 의 계수값은 비록 양(+)의 계수값을 가졌지만 유의하지 않았다. 이는 CSR 활동을 통해 단기적인 실적 개선효과도 B2B 산업에서 발생하며, B2C 산업에서 CSR 활동의 효과는 단기적으로나 장기적으로나 제한적이며 유의하지 않음을 의미한다. 즉, B2B 산업에서 CSR 활동은 기업의 단기실적 및 장기 기업가치 모두에 긍정적인 영향을 미친다. 반면, B2C 산업의 CSR 활동에 대해 기업은 충분한 보상을 받지 못하고 있으며, 이는 CSR 투자의 방향을 개선할 여지가 있음을 시사한다.

통제변수 중 $MTB_{i,t}$ 는 모든 모형에서 1% 수준에서 유의한 양(+)의 계수값을 가졌다. MTB 가 높은 기업은 성장단계상 안정적인 수입원(cash cow)을 가지고 있을 가능성이 크므로 타당한 결과이다. $CAPEX_{i,t}$ 와 $ROA_{i,t}$ 의 계수값은 모든 모형에서 매우 유의한 양(+)의 계수값을 가졌다. $Dev_Ret_{i,t}$ 는 일관되게 유의한 음(-)의 계수값을 가졌다. 수익의 변동성은 단기적으로 부정적인 영향을 줄 수 있으므로 타당한 결과이다. $Leverage_{i,t}$ 는 모형 (1), (2)에서 5%의 신뢰수준에서 유의한 양(+)의 계수값을 가졌으나 모형 (3)에서는 유의하지 않았다. $Age_{i,t}$ 는 모형 (1), (2)에서는 1%의 신뢰수준에서 유의한 음(-)의 계수값을, 모형 (3)에서 5%의 신뢰수준에서 유의한 양(+)의 계수값을 가져 일관되지 않았다.

<표 6> B2B, B2C 구분에 따른 CSR 활동이 단기실적에 미치는 영향

변수의 정의는 <표 1>과 같다. 종속변수는 $EBITDA_{it+1}$ 이며 주요 독립변수는 CSR_{it} 이다. 대괄호 안의 값은 자기상관과 이분산성을 조정한 t값이며, ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미한다.

Model	Fama-Macbeth regression		
	Full	B2B	B2C
Variables	(1)	(2)	(3)
	$EBITDA_{it+1}$		
CSR_{it}	0.0011*** [4.47]	0.0012*** [3.34]	0.0011 [1.73]
$Size_{it}$	0.0015 [1.31]	0.0025* [2.05]	-0.0028 [-1.45]
$Leverage_{it}$	0.0237** [2.89]	0.0218** [2.61]	0.0184 [1.56]
MTB_{it}	0.0074*** [3.43]	0.0069*** [2.27]	0.0135*** [7.36]
ROA_{it}	0.5258*** [16.68]	0.4926*** [14.61]	0.5968*** [11.56]
$R\&D_{it}$	-0.0243 [-0.88]	-0.0661** [-2.74]	0.1353 [1.39]
Adv_{it}	0.0966 [1.66]	0.1524* [1.99]	0.0384 [0.30]
$CAPEX_{it}$	0.1757*** [7.64]	0.1781*** [6.67]	0.1120*** [2.47]
$Sales_G_{it}$	0.0187 [1.61]	0.0146 [1.10]	0.0627*** [3.05]
Dev_Ret_{it}	-0.0180*** [-3.33]	-0.0138** [-2.59]	-0.0418** [-2.41]
Age_{it}	-0.0043*** [-4.25]	-0.0061*** [-4.36]	0.0048** [2.22]
<i>Intercept</i>	-0.0365 [-1.44]	-0.0575 [-1.56]	-0.0182 [-0.58]
<i>No. of Groups</i>	15	15	15
<i>No. of Obs.</i>	4,545	3,627	918
R^2	0.5358	0.5149	0.8485

2. B2B, B2C에 따른 CSR 활동이 기업가치에 미치는 경로

앞선 <표 5>, <표 6>의 결과는 CSR 활동이 기업가치 및 단기 실적에 긍정적인 영향을 주는 점을 확인하고, 이러한 결과는 B2B 산업에 기인함을 보였다. 비록 B2C 산업에서 CSR 활동은 단기실적, 장기 기업가치 모두 유의한 영향을 미치지 않았지만, KEJI Index와 같은 CSR 활동의 변수는 다양한 하위 항목으로 구성되므로 하위 항목 중 일부는 차별적인

효과를 가질 수도 있다. 따라서 KEJI Index의 하위 구성항목에 대한 분석을 통해 CSR 활동이 B2B, B2C의 산업구분에 따라 기업가치 및 단기실적에 영향을 주는 경로를 분석함으로써 B2B, B2C 산업에서 효과적인 CSR 투자의 방향을 살펴볼 수 있을 것이다.

<표 7>은 산업을 B2B, B2C로 구분하여 KEJI Index의 하위 항목 중 건전성($Health_{i,t}$)과 종업원만족도($Employee_{i,t}$)가 기업가치($Tobin's Q_{i,t+1}$)에 미치는 효과를 Fama-Macbeth

<표 7> B2B, B2C 구분에 따른 CSR 활동이 기업가치에 영향을 주는 경로

변수의 정의는 <표 1>과 같다. 종속변수는 $Tobin's Q_{i,t+1}$ 이며, 주요 독립변수는 CSR의 하위항목 중 $Health_{i,t}$ 와 $Employee_{i,t}$ 이다. 대괄호 안의 값은 자기상관과 이분산성을 조정한 t값이며, ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%수준에서 유의함을 의미한다.

Variables	Fama-Macbeth regression					
	Full	B2B	B2C	Full	B2B	B2C
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$Tobin's Q_{i,t+1}$					
$Health_{i,t}$	0.0145** [2.69]	0.0183*** [4.29]	0.0094 [0.61]			
$Employee_{i,t}$				0.0176*** [3.07]	0.0226*** [3.27]	-0.0118 [-0.55]
$Size_{i,t}$	0.0160 [1.01]	0.0077 [0.45]	0.0705** [2.15]	0.0212 [1.38]	0.0147 [0.92]	0.0704* [2.09]
$Leverage_{i,t}$	0.5363*** [11.29]	0.4756*** [12.89]	0.7155*** [4.25]	0.4670*** [9.59]	0.4081*** [10.33]	0.5888*** [3.59]
$ROA_{i,t}$	2.7825*** [8.11]	2.1699*** [7.76]	5.1833*** [5.55]	2.7753*** [7.79]	2.1602*** [7.53]	4.9978*** [5.39]
$R\&D_{i,t}$	1.8717*** [3.20]	1.6759*** [3.10]	-2.2977 [-0.81]	1.8794*** [3.21]	1.6616*** [3.09]	-1.6360 [-0.74]
$Adv_{i,t}$	4.5674*** [7.86]	1.0544 [1.68]	2.3728 [1.62]	4.3674*** [7.48]	0.6885 [1.05]	2.2700 [1.42]
$CAPEX_{i,t}$	0.3369*** [3.20]	0.2369* [1.94]	2.5858*** [3.25]	0.4394*** [4.13]	0.3267** [2.72]	2.5048*** [3.21]
$Sales_G_{i,t}$	0.1290 [1.64]	0.1326* [2.13]	0.4120 [1.32]	0.1361 [1.69]	0.1399* [2.14]	0.4452 [1.43]
$Dev_Ret_{i,t}$	0.6365*** [7.93]	0.5203*** [7.15]	0.5333 [1.33]	0.6396*** [8.11]	0.5194*** [7.12]	0.5721 [1.41]
$Age_{i,t}$	-0.0787*** [-4.88]	-0.0615*** [-3.62]	-0.0361 [-0.87]	-0.0708*** [-4.68]	-0.0543*** [-3.48]	-0.0181 [-0.42]
Intercept	0.2890* [1.87]	0.4670* [2.04]	-0.0444 [-0.08]	0.0906 [0.51]	0.1839 [0.99]	-0.1344 [-0.22]
No. of Groups	15	15	15	15	15	15
No. of Obs.	4,545	3,627	918	4,545	3,627	918
R^2	0.4497	0.4505	0.8314	0.4514	0.4548	0.8282

(1973) 방식으로 분석하였다. KEJI Index의 하위 구성항목은 더 있지만, 효율적인 지면의 활용을 위해 B2B, B2C 간 유의한 차이가 있는 모형만 보고하였다. 즉, 표에 누락된 KEJI Index의 하위 항목들은 유의하지 않았다. <표 5>, <표 6>과 같은 맥락에서 KEJI Index의 하위 항목에 대한 계수값은 일관되게 유의한 양(+의 부호를 가질 것으로 기대할 수 있다. KEJI Index에서 건전성은 지배구조, 투자지출, 자본조달에 대한 건전성을 대상으로 한다. 종업원만족도는 임금 및 복리후생, 인적자원 투자, 노사관계, 남녀고용평등, 작업장의 보건 및 안전을 평가한다.

전체 표본을 분석한 모형 (1), (4)에서 CSR 활동은 건전성과 종업원만족도를 통해 기업가치를 증가시키는 것을 확인할 수 있다. 모형 (1), (4)에서 $Health_{i,t}$ 와 $Employee_{i,t}$ 의 계수값은 각각 5%, 1% 신뢰수준에서 통계적으로 유의한 양(+의 부호를 가졌다. 이러한 결과는 B2B 산업에 기인하며, B2C 산업에서는 유의하지 않았다. B2B 산업을 분석한 모형 (2), (5)에서 $Health_{i,t}$ 와 $Employee_{i,t}$ 의 계수값은 모두 1% 신뢰수준에서 유의한 양(+의 부호를 가졌다. 반면, B2C 산업에 대한 모형 (3), (6)에서 $Health_{i,t}$ 와 $Employee_{i,t}$ 의 계수값은 모두 유의하지 않았다.

$Health_{i,t}$ 의 계수값의 양(+의 부호는 CSR 활동이 자본시장 접근성을 개선하고 대리인 문제를 감소시킨다는 선행연구를 이용하여 해석할 수 있다(Jo, Harjoto, 2011, 2012; Cheng et al., 2014; Cui et al., 2018). 이 결과는 한국 주식시장에서 CSR 활동의 위험 감소효과는 B2B 산업이 B2C 산업에 비해 높은 편이며, B2B 산업 내에서 존재할 수 있는 대리인 문제에도 불구하고 CSR 활동은 충분한 위험 감소효과가 있다는 선행연구와 일치한다(최금화, 강상구, 2021a). $Employee_{i,t}$ 의 계수값의 양(+의 부호는 높은 종업원만족도는 구전효과를 통해 시장에 기업의 긍정적인 내부정보를 제공하여 좋은 평판을 형성하고 파산가능성을 감소시킨다는 선행연구를 이용해 해석 가능하다(Alsop, 2004; Bae et al., 2011; Oikonomou et al., 2012). B2C 산업은 개인 소비자에 소구하기 위한 미디어 노출 등 좋은 평판을 형성하기 위한 수단이 B2B 산업에 비해 다양한 편이므로 구전효과를 통해 실현할 수 있는 CSR 활동의 한계효과는 B2B 산업 대비 작을 수 있다(최금화, 강상구, 2021b). 정리하면, B2B 산업의 CSR 활동은 기업지배구조의 개선 및 종업원의 구전효과를 통해 긍정적인 평판을 형성함으로써 기업의 가치를 증가시킬 수 있다.

<표 8>은 산업을 B2B, B2C로 구분하여 KEJI Index의 하위 항목이 단기실적($EBITDA_{i,t+1}$)에 미치는 효과를 Fama-Macbeth(1973) 방식으로 분석하였다. 역시 지면을 효율적으로 활용하고자 B2B, B2C 간 유의한 차이가 있는 모형만 보고하였다. 보고한 하위 항목은 건전성($Health_{i,t}$), 사회공헌도($Contribution_{i,t}$), 소비자보호($Customer_{i,t}$), 환경경영($Environment_{i,t}$)이다.

각 하위 항목의 계수값이 유의한 양(+)의 부호를 가질 것으로 기대한다. KEJI Index에서 사회공헌도는 사회공헌활동, 고용평등 및 확대, 국가재정기여를 대상으로 한다. 소비자보호는 소비자 권리보호, 소비자 관련법 준수, 소비자 안전을 대상으로 한다. 환경경영은 환경개선 노력, 환경 친화성, 위반 및 오염 실적을 평가한다.

$Health_{i,t}$ 의 계수값은 모든 모형에서 일관되게 유의한 양(+)의 부호를 보였다. CSR 활동을 통해 개선된 기업지배구조와 자본시장 접근성은 산업과 무관하게 단기실적에 긍정적인 영향을 주었다. 다만, 모형 (2)의 B2B 산업에서 계수값은 10%의 신뢰수준에서 유의하였고, 모형 (3)의 B2C 산업에서는 1% 신뢰수준에서 유의하였다. CSR 활동은 소비자로부터 매출액 증가의 형태로 보상을 받는다는 점을 감안하면(Jo and Harjoto, 2011) 이러한 결과는 선행연구에 부합한다. B2C 산업의 고객은 단기적 거래를, B2B 산업의 고객은 계약에 근거한 중·장기적인 거래 행태를 보인다는 점을 감안하면 B2B 산업에서 계수의 유의성이 B2C 산업보다 낮은 것은 타당해 보인다. 다만, 이러한 효과는 CSR의 하위 항목들 중 건전성에서만 발생한다. 즉, CSR 활동은 본질적으로 효과적인 기업지배구조를 기르기 위한 노력의 연장선이라는 Jo and Harjoto(2011)의 주장에 부합한다. 단지 B2B 산업과 달리 B2C 산업은 고객의 거래 특성상 기업의 CSR 활동이 단기실적에만 기업지배구조 개선을 통해 긍정적인 영향을 주고 장기적인 기업가치에는 유의한 영향이 없었다.

건전성 외에 사회공헌도, 환경경영은 단기실적을 증가시켰다. 전체표본에 대한 모형 (4), (10)에서 $Contribution_{i,t}$ 과 $Environment_{i,t}$ 의 계수값은 각각 10%, 1%의 신뢰수준에서 유의한 양(+)의 부호를 가졌다. 또한 B2B 산업만을 분석한 모형 (5), (11)에서 $Contribution_{i,t}$ 과 $Environment_{i,t}$ 의 계수값은 각각 5%, 1% 수준에서 유의한 양(+)의 부호를 가졌다. 즉, CSR 활동을 통한 사회공헌도와 환경경영의 긍정적인 효과는 B2B 산업에 기인함을 의미한다. 이는 평판을 형성하기 위한 수단이 상대적으로 B2C 산업에 비해 제한된 B2B 산업은 사회공헌활동과 환경경영을 통해 효과적으로 평판을 개선함으로써 단기실적을 증가시킬 수 있다고 해석가능하다. 다만, <표 7>과 함께 해석하면 사회공헌과 환경경영은 장기적인 영향을 미치는 경로는 아니고 그 효과는 단기적으로 보인다. 높은 배당수준이 기업이 이를 감당할 여력이 있음을 시장에 신호하는 것과 같이 사회공헌, 환경경영에 적극적인 기업은 이 비용을 감당할 만큼 실적이 좋은 기업일 수 있다. 그러나 사회공헌, 환경경영에 대한 투자는 단기적인 효과를 보이나 장기적으로 기업가치를 증가시키는 경로는 아니었다. 이는 건전성과 같이 기업에 구조적인 변화를 유발하는 성격이 부족해서일 수도 있다. 가령, 환경경영에 대한 일회성 캠페인보다 설비투자, 인증과 같은 장기적 효과를 담보하는 투자가 기업가치에 더 유용할 것으로 기대된다.

<표 8> B2B, B2C 구분에 따른 CSR 활동이 단기실적에 영향을 주는 경로

변수의 정의는 <표 1>과 같다. 종속변수는 $EBITDA_{i,t+1}$ 이며, 주요 독립변수는 CSR의 하위항목 중 $Health_{i,t}$, $Contribution_{i,t}$, $Customer_{i,t}$, $Environment_{i,t}$ 이다. 대괄호 안의 값은 자기상관과 이분산성을 조정한 t값이며, ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미한다.

Variables	Fama-Macbeth regression					
	Full	B2B	B2C	Full	B2B	B2C
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$EBITDA_{i,t+1}$					
$Health_{i,t}$	0.0020*** [3.65]	0.0016* [2.10]	0.0039*** [3.49]			
$Contribution_{i,t}$				0.0008* [2.05]	0.0012** [2.35]	-0.0002 [-0.20]
$Size_{i,t}$	0.0017 [1.51]	0.0031** [2.38]	-0.0026 [-1.58]	0.0020 [1.60]	0.0031** [2.16]	-0.0014 [-0.67]
$Leverage_{i,t}$	0.0272*** [3.26]	0.0237** [2.80]	0.0291** [2.63]	0.0202** [2.74]	0.0174** [2.50]	0.0163 [1.23]
$MTB_{i,t}$	0.0074*** [3.45]	0.0072** [2.35]	0.0116*** [6.35]	0.0079*** [3.73]	0.0076** [2.57]	0.0129*** [6.32]
$ROA_{i,t}$	0.5259*** [16.88]	0.4946*** [14.84]	0.6117*** [12.15]	0.5232*** [16.52]	0.4876*** [14.70]	0.6300*** [12.99]
$R\&D_{i,t}$	-0.0231 [-0.85]	-0.0621** [-2.43]	0.2224 [1.33]	-0.0225 [-0.79]	-0.0628** [-2.49]	0.0825 [1.08]
$Adv_{i,t}$	0.1075* [1.79]	0.1665** [2.37]	0.0311 [0.25]	0.1109* [1.88]	0.1731** [2.57]	0.0752 [0.68]
$CAPEX_{i,t}$	0.1738*** [7.98]	0.1785*** [7.13]	0.0921* [1.96]	0.1782*** [8.08]	0.1787*** [7.06]	0.1239** [2.75]
$Sales_G_{i,t}$	0.0195 [1.70]	0.0155 [1.19]	0.0634** [2.88]	0.0196 [1.69]	0.0153 [1.16]	0.0568** [2.50]
$Dev_Ret_{i,t}$	-0.0179*** [-3.34]	-0.0145** [-2.70]	-0.0374** [-2.53]	-0.0190*** [-3.55]	-0.0157** [-2.95]	-0.0406* [-2.08]
$Age_{i,t}$	-0.0046*** [-4.66]	-0.0060*** [-4.59]	0.0022 [1.13]	-0.0040*** [-4.03]	-0.0056*** [-3.98]	0.0039 [1.67]
Intercept	-0.0149 [-0.93]	-0.0102 [-0.35]	-0.0094 [-0.28]	0.0035 [0.25]	-0.0037 [-0.14]	-0.0100 [-0.37]
No. of Groups	15	15	15	15	15	15
No. of Obs.	4,545	3,627	918	4,545	3,627	918
R^2	0.5362	0.5140	0.8512	0.5345	0.5129	0.8449

<표 8> B2B, B2C 구분에 따른 CSR 활동이 단기실적에 영향을 주는 경로(계속)

(continued)	<i>Fama-Macbeth regression</i>					
	<i>Full</i>	<i>B2B</i>	<i>B2C</i>	<i>Full</i>	<i>B2B</i>	<i>B2C</i>
	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
<i>Variables</i>	<i>EBITDA_{it+1}</i>					
<i>Customer_{it}</i>	0.0011 [1.05]	0.0027** [2.19]	-0.0039 [-1.48]			
<i>Environment_{it}</i>				0.0045*** [4.78]	0.0044*** [4.85]	-0.0003 [-0.07]
<i>Size_{it}</i>	0.0023* [1.87]	0.0035** [2.42]	-0.0019 [-0.94]	0.0011 [0.96]	0.0023 [1.59]	-0.0024 [-0.85]
<i>Leverage_{it}</i>	0.0206** [2.79]	0.0179** [2.55]	0.0146 [1.16]	0.0205** [2.73]	0.0177** [2.50]	0.0212 [1.70]
<i>MTB_{it}</i>	0.0078*** [3.68]	0.0073** [2.46]	0.0130*** [7.17]	0.0076*** [3.47]	0.0074** [2.42]	0.0140*** [6.78]
<i>ROA_{it}</i>	0.5255*** [16.80]	0.4929*** [14.69]	0.5975*** [11.58]	0.5258*** [16.59]	0.4920*** [14.61]	0.6181*** [12.41]
<i>R&D_{it}</i>	-0.0201 [-0.70]	-0.0578** [-2.17]	0.1060 [1.15]	-0.0221 [-0.81]	-0.0601** [-2.50]	0.0714 [0.78]
<i>Adv_{it}</i>	0.1294** [2.22]	0.1981** [2.88]	0.0739 [0.72]	0.1194* [1.96]	0.1980** [2.85]	0.0313 [0.27]
<i>CAPEX_{it}</i>	0.1803*** [8.24]	0.1831*** [7.21]	0.1235** [2.72]	0.1796*** [7.80]	0.1818*** [6.96]	0.1191** [2.25]
<i>Sales_G_{it}</i>	0.0199 [1.71]	0.0155 [1.18]	0.0563** [2.64]	0.0198 [1.70]	0.0158 [1.21]	0.0547** [2.37]
<i>Dev_Ret_{it}</i>	-0.0186*** [-3.22]	-0.0148** [-2.77]	-0.0427** [-2.36]	-0.0187*** [-3.52]	-0.0151** [-2.84]	-0.0460** [-2.48]
<i>Age_{it}</i>	-0.0040*** [-4.04]	-0.0056*** [-4.18]	0.0039 [1.70]	-0.0045*** [-4.76]	-0.0060*** [-4.64]	0.0039* [1.89]
<i>Intercept</i>	-0.0064 [-0.57]	-0.0358 [-1.10]	0.0269 [1.29]	0.0050 [0.37]	-0.0031 [-0.11]	0.0096 [0.25]
<i>No. of Groups</i>	15	15	15	15	15	15
<i>No. of Obs.</i>	4,545	3,627	918	4,545	3,627	918
<i>R²</i>	0.5340	0.5112	0.8459	0.5352	0.5128	0.8461

소비자보호는 B2B 산업에서만 단기실적을 증가시켰다. *Customer_{it}*의 계수값은 모형 (8)에서만 5% 수준에서 유의한 양(+)의 부호를 가졌다. 전체표본인 모형 (7), B2C 산업인 모형 (9)에서는 유의하지 않았다. 비록 선행연구는 B2C 산업의 소비자가 CSR 활동에 대한 수요가 높다고 설명하지만, B2B 산업의 기업고객은 개인보다 합리적일 수 있으며 따라서

소비자 보호수준을 계약에 앞서 중요하게 고려할 수 있다. 이러한 점에서 B2B 산업에서 유의한 양(+)¹⁾의 계수값은 납득할 수 있는 결과이다.

전반적으로 B2B 산업의 CSR 투자는 다양한 경로를 통해 긍정적인 효과를 가졌다. 반면, B2C 산업의 CSR 투자는 건전성이 단기실적에 긍정적인 영향을 준 것을 제외하면 대체로 유의한 영향이 없었다. 이는 B2C 산업의 CSR 투자가 올바른 방향인지 점검할 필요가 있음을 시사한다.

3. 대리인 문제와 CSR 활동이 기업가치에 미치는 효과

선행연구는 CSR 활동을 통해 기업가치를 증가시키려면 대리인 문제로 인한 문제를 잘 통제해야 한다고 주장한다. 2절에서 B2B 산업에서는 CSR 활동 중 건전성이 기업가치와 단기실적을 모두 증가시키는 경로임을 보였다. 이는 기업 지배구조와 같은 대리인 문제에 대한 통제장치가 CSR 활동의 효과에 중요함을 의미한다. 다만, 앞선 결과는 대리인 문제는 B2B, B2C와 무관하게 공통적으로 중요함에도 왜 CSR 활동의 긍정적 효과가 왜 B2B 산업에서 더 유의한지 설명하지는 못한다. 이에 대한 설명을 위해 3절에서는 감시기능의 수준에 따라 CSR 활동이 기업가치에 미치는 효과가 상이한지 분석하였다.

감시기능의 변수로는 외국인 투자자의 지분율과 애널리스트 커버리지를 이용하였다. 산업을 B2B, B2C로 구분할 때 B2B 산업 기업고객과 B2C 산업의 개인고객은 차이가 있다. 계약으로 인해 B2B 산업에서 거래관계의 지속기간이 길고 수익에 기반한 합리성도 높고 공급계약의 규모도 크다. 즉, B2B 산업에서 기업고객은 B2C 산업의 개인고객보다 기업가치에 더 민감할 수 있다. 기업고객이 설명 회계감사와 같은 직접적인 감시를 수행하지 않더라도 공급계약의 개시나 유지를 위해 납품업체의 기업가치는 중요한 고려사항이 될 수 있다. 이는 B2B 기업이 CSR 활동을 잘 운영하게끔 규율하는 역할을 할 수 있다.

<표 9>는 B2B, B2C 산업을 외국인 투자자의 지분율에 따라 분할하고 CSR 활동이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 모형 (1), (2)는 B2B 산업, 모형 (3), (4)는 B2C 산업에 대한 분석이며, 외국인 투자자 지분율의 중간값을 기준으로 분할하였다.

B2B 산업을 분석한 모형 (1), (2)에서 $CSR_{i,t}$ 의 계수값은 각각 10%, 5% 신뢰수준에서 유의한 양(+)¹⁾의 부호를 가졌다. 외국인 투자자의 지분율이 낮은 모형 (2)에서 유의성이 더 높다. 이는 외국인 투자자의 지분율이 낮은, 즉 감시기능의 수준이 낮은 하위표본에서 CSR 활동을 통한 기업가치 증가효과가 더 높음을 의미한다. 반면 B2C 산업의 경우 외국인 투자자의 지분율이 높은 모형 (3)에서 $CSR_{i,t}$ 의 계수값은 유의하지 않았고, 외국인 투자자 지분율이 낮은 모형 (4)에서 $CSR_{i,t}$ 의 계수값은 10% 수준에서 유의한 음(-)¹⁾의 부호를 가졌다.

B2C 산업에서 감시수준이 낮은 경우 B2B 산업과는 달리 CSR 활동이 기업가치를 감소시킬 수 있다. B2B 산업은 B2C 산업과 달리 CSR 활동이 대리인 문제가 존재하기 쉬운 상황에서도 긍정적인 역할을 하고 있는데, 이는 기업고객의 합리성, 중·장기적 거래관계와 같은 B2B 산업의 특성이 영향을 주는 것으로 사료된다. B2B 산업에서 B2B기업, 기업고객 모두 수익성에 민감한 합리적인 기업이라는 점은 CSR 활동이 불필요한 지출이 되지 않도록 규율하는 효과가 있는 것으로 보인다.

<표 9> 외국인 투자자의 지분율에 따른 CSR 활동과 기업가치의 관계

변수의 정의는 <표 1>과 같다. 종속변수는 *Tobin's Q_{it+1}*이며, 주요 독립변수는 *CSR_{it}*이다. 대괄호 안의 값은 자기상관과 이분산성을 조정한 t값이며, ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%수준에서 유의함을 의미한다.

Variables	Fama-Macbeth regression			
	B2B		B2C	
	<i>Foreign_ownership_{it}</i>			
	<i>High</i>	<i>Low</i>	<i>High</i>	<i>Low</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Tobin's Q_{it+1}</i>			
<i>CSR_{it}</i>	0.0136* [1.92]	0.0119** [2.58]	0.0079 [0.39]	-0.0297* [-2.10]
<i>Size_{it}</i>	0.0347** [2.19]	-0.0606** [-2.53]	-0.0016 [-0.04]	-0.1780 [-1.69]
<i>Leverage_{it}</i>	0.5527*** [5.25]	0.4652*** [9.07]	1.0967*** [4.22]	0.7364 [1.01]
<i>ROA_{it}</i>	3.2050*** [6.34]	1.4023*** [3.99]	7.2080** [2.76]	2.3189 [1.40]
<i>R&D_{it}</i>	2.8574*** [3.29]	-0.2994 [-0.32]	11.2334 [1.53]	47.9703 [1.25]
<i>Adv_{it}</i>	1.6309 [1.13]	-0.0859 [-0.04]	0.4963 [0.16]	-4.1279 [-1.15]
<i>CAPEX_{it}</i>	0.5165 [1.67]	-0.3831 [-1.20]	0.1155 [0.06]	2.5323* [1.82]
<i>Sales_G_{it}</i>	0.0137 [0.14]	0.2123** [2.39]	-1.8646 [-0.85]	1.6155 [1.44]
<i>Dev_Ret_{it}</i>	0.3313** [2.77]	0.4406*** [7.17]	0.9116 [0.59]	0.8579 [1.19]
<i>Age_{it}</i>	-0.1087*** [-3.82]	0.0057 [0.32]	-0.0123 [-0.15]	0.0603 [0.82]
<i>Intercept</i>	0.0462 [0.43]	0.3800 [1.04]	-0.1400 [-0.15]	2.0621 [1.49]
<i>No. of Groups</i>	15	15	15	15
<i>No. of Obs.</i>	1,813	1,814	458	460
<i>R²</i>	0.5839	0.5078	0.9620	0.8217

<표 10> 애널리스트 커버리지에 따른 CSR 활동과 기업가치의 관계

변수의 정의는 <표 1>과 같다. 종속변수는 *Tobin's Q_{it+1}*이며, 주요 독립변수는 *CSR_{it}*이다. 대괄호 안의 값은 자기상관과 이분산성을 조정한 t값이며, ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미한다.

Variables	Fama-Macbeth regression			
	B2B		B2C	
	Analyst_Coverage _{it}			
	High	Low	High	Low
	(1)	(2)	(3)	(4)
	<i>Tobin's Q_{it+1}</i>			
<i>CSR_{it}</i>	0.0164 [1.39]	0.0117*** [3.02]	-0.0832 [-0.83]	-0.0224* [-1.83]
<i>Size_{it}</i>	-0.0250 [-0.91]	-0.1034*** [-4.99]	-0.2016 [-1.26]	-0.0473 [-0.62]
<i>Leverage_{it}</i>	0.1867 [1.23]	0.5225*** [11.75]	4.2828** [2.64]	0.6439** [2.53]
<i>ROA_{it}</i>	2.6384*** [5.67]	1.6844*** [4.93]	8.0618 [1.07]	2.2606** [2.60]
<i>R&D_{it}</i>	2.4025** [2.96]	-0.1726 [-0.25]	-10.7986 [-0.41]	1.3351 [0.40]
<i>Adv_{it}</i>	-0.4441 [-0.14]	1.6258** [2.43]	-9.8214 [-1.15]	3.3168 [1.46]
<i>CAPEX_{it}</i>	0.9638* [1.92]	-0.4201 [-1.27]	-4.0748 [-0.74]	1.7403* [2.14]
<i>Sales_G_{it}</i>	0.3242* [1.98]	0.0307 [0.34]	2.8720 [1.11]	0.3118 [0.74]
<i>Dev_Ret_{it}</i>	0.4941* [1.88]	0.4597*** [5.20]	-1.7186 [-0.61]	0.5576* [1.85]
<i>Age_{it}</i>	-0.0964** [-2.37]	-0.0114 [-0.47]	-0.4134 [-1.36]	-0.0577 [-0.39]
<i>Intercept</i>	-0.3105 [-0.57]	1.1875** [2.48]	-1.2858 [-1.37]	0.7870 [1.54]
<i>No. of Groups</i>	15	15	15	15
<i>No. of Obs.</i>	1,190	2,437	453	465
<i>R²</i>	0.649	0.489	0.964	0.872

<표 10>은 B2B, B2C 산업을 애널리스트 커버리지의 중간값에 따라 구분하고 CSR 활동이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과이다. <표 8>과 같이 모형 (1), (2)는 B2B 산업, 모형 (3), (4)는 B2C 산업에 대한 분석이다.

<표 10>의 결과는 <표 9>와 같이 애널리스트 커버리지가 작은, 감시기능의 수준이 낮은 하위표본에서 유사한 결과를 보였다. B2B 산업의 경우 애널리스트 커버리지가 큰 모형 (1)에서 *CSR_{it}*의 계수값은 유의하지 않았지만, 애널리스트 커버리지가 작은 모형 (2)에서

$CSR_{i,t}$ 의 계수값은 1% 수준에서 유의한 양(+)의 부호를 가졌다. 즉, 애널리스트 커버리지가 작아 정보비대칭이 클 수 있는 경우 CSR 활동을 통한 기업가치 증가효과가 유의하게 높았다. 반면 B2C 산업에서 애널리스트 커버리지가 큰 모형 (3)에서 $CSR_{i,t}$ 의 계수값은 유의하지 않았지만, 애널리스트 커버리지가 작은 모형 (4)에서 $CSR_{i,t}$ 의 계수값은 1% 신뢰수준에서 유의한 음(-)의 부호를 가졌다. 이는 <표 9>와 일관된 결과이다.

V. 결 론

본 연구는 CSR 활동이 기업가치와 단기실적에 미치는 효과가 B2B, B2C로 산업을 구분함에 따라 상이한지 분석하고, CSR 활동이 기업가치와 단기실적에 영향을 주는 경로를 분석하였다. 또한 외국인 투자자, 애널리스트의 감시수준에 따라 B2B 산업, B2C 산업의 차이로 인해 CSR 활동이 기업가치에 주는 효과가 다른지 분석하였다. 본 연구는 산업을 B2B, B2C로 구분하여 CSR 활동이 기업가치에 미치는 효과가 다른 점을 보인 최초의 연구라는 점에서 공헌한다. 특히 CSR 활동의 효과가 산업별로 다를 수 있다는 연구에 추가적인 설명을 제공함으로써 학술적인 의미가 있다.

B2B 산업과 B2C 산업은 고객관계의 지속성, 비용에 대한 합리성 등 차이로 인해 CSR 활동의 효과가 상반되었다. B2B 산업에서 CSR 활동은 단기실적과 기업가치를 모두 유의하게 증가시키는 반면, B2C 산업의 CSR 활동은 단기실적 및 기업가치 모두 유의한 영향을 갖지 않았다. 이는 B2C 산업의 이해관계자가 CSR 활동에 대한 수요가 높다는 외국 선행연구와 상반된다. 이는 CSR 활동에 대해 국내 B2C 산업의 이해관계자의 수요가 낮거나 기업의 CSR 활동 방향이 타당한지 점검할 필요가 있음을 의미한다. B2B 산업에서 B2B기업과 기업고객 모두 비용을 중시하는 합리성, 관계의 지속성은 감시기능의 수준이 낮더라도 CSR 활동이 이를 보완하였다. 반면, B2C 산업은 낮은 감시기능 하에서 대리인 문제로 인한 CSR의 부정적인 효과가 관측되었다. 이는 CSR 활동은 기업가치에 긍정적인 영향을 줄 수 있지만, 산업의 특성을 감안하여 올바른 방향의 투자가 이루어질 필요가 있음을 시사한다.

참 고 문 헌

- 강상구, 임현일, “CEO의 평판 관리에 대한 인센티브와 기업의 사회적 책임에 대한 연구”, 보험금융연구, 제26권 제1호, 2015, 73-108.
- 김순호, 최금화, “기업의 사회적 책임활동과 주식 유동성”, Journal of The Korean Data Analysis Society, 제23권 제2호, 2021, 673-685.
- 김소정, 김우찬, “사회적 책임 경영과 기업가치: 중대재해처벌법 통과와 공시효과를 중심으로”, 재무관리연구, 제38권 제3호, 2021, 201-238.
- 김영환, 허정하, 송동엽, “기업의 ESG활동과 자율공시가 기업가치에 미치는 영향”, 재무관리연구, 제39권 제1호, 2022, 121-144.
- 김창수, “기업의 사회적 책임 활동과 기업가치”, 한국증권학회지, 제38권, 2009, 507-545.
- 변상민, 김재환, 남인우, “기업별 마케팅 활동과 산업별 특성을 고려한 기업의 사회적 책임 활동이 기업가치에 미치는 장기적 영향에 관한 연구”, 경영학연구, 제42권 제5호, 2013, 1289-1313.
- 박진혁, 이장우, “ESG 평가가 기업가치에 미치는 영향에 대한 연구: 기업의 지배구조 특성을 중심으로”, 재무관리연구, 제39권 제2호, 2022, 147-184.
- 이연지, 신정순, “CSR 활동에 따른 재무성과 연구: 기업의 투자요인 중심으로”, 재무관리연구, 제38권 제3호, 2021, 39-53.
- 최금화, 강상구, “B2B 산업과 B2C 산업 간 기업의 사회적 책임 활동과 위험에 관한 연구”, 재무관리연구, 제38권 제4호, 2021, 175-197.
- 최금화, 강상구, “B2B 산업과 B2C 산업 간 기업의 사회적 책임과 추가급락 위험에 관한 연구”, 보험금융연구, 제105권, 2021, 115-144.
- Albinger, H. and S. Freeman, “Corporate Social Performance and Attractiveness as an Employer to Different Job Seeking Populations,” *Journal of Business Ethics*, 28, (2000), 243-253.
- Alsop, R., “Corporate Reputation: Anything But Superficial: The Deep But Fragile Nature of Corporate Reputation,” *Journal of Business Strategy*, 25(6), (2004), 21-29.
- Bae, K., J. Kang, and J. Wang, “Employee Treatment and Firm Leverage: A Test of the Stakeholder Theory of Capital Structure,” *Journal of Financial Economics*, 100(1), (2011), 130-153.
- Barnea, A. and A. Rubin, “Corporate Social Responsibility as a Conflict between

- Shareholders,” *Journal of Business Ethics*, 97, (2010), 71–86.
- Baron, D., M. Harjoto, and H. Jo, “The Economics and Politics of Corporate Social Performance,” *Business and Politics*, 13(2), (2011), 1–46.
- Brown, W., E. Helland, and J. Smith, “Corporate Philanthropic Practices,” *Journal of Corporate Finance*, 12(5), (2006), 855–877.
- Cai, L., J. Cui, and H. Jo, “Corporate Environmental Responsibility and Firm Risk,” *Journal of Business Ethics*, 139, (2016), 563–594.
- Cardillo, G., E. Bendinelli, and G. Torluccio, “COVID-19, ESG Investing, and the Resilience of More Sustainable Stocks: Evidence from European Firms,” *Business Strategy and the Environment*, 32(1), (2023), 602–623.
- Cheng, B., I. Ioannou, and G. Serafeim, “Corporate Social Responsibility and Access to Finance,” *Strategic Management Journal*, 35, (2014), 1–23.
- Cui, J., H. Jo, and H. Na, “Does Corporate Social Responsibility Affect Information Asymmetry?,” *Journal of Business Ethics*, 148, (2018), 549–572.
- Dhaliwal, D., O. Li, A. Zhang, and Y. Yang, “Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiations of Corporate Social Responsibility Reporting,” *Accounting Review*, 86, (2011), 59–100.
- Dhaliwal, D., S. Radhakrishnan, A. Tsang, and Y. Yang, “Nonfinancial Disclosure and Analyst Forecast Accuracy: International Evidence on Corporate Social Responsibility Disclosure,” *The Accounting Review*, 87(3), (2012), 723–759.
- Fama, E. and J. MacBeth, “Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests,” *Journal of Political Economy*, 81(3), (1973), 607–636.
- Godfrey, P., “The Relationship between Corporate Philanthropy and Shareholder Wealth: A Risk Management Perspective,” *Academy of Management Review*, 30, (2005), 777–798.
- Godfrey, P., C. Merrill, and J. Hansen, “The Relationship between Corporate Social Responsibility and Shareholder Value: An Empirical Test of the Risk Management Hypothesis,” *Strategic Management Journal*, 30, (2009), 425–445.
- Goss, A. and G. Roberts, “The Impact of Corporate Social Responsibility on the Cost of Bank Loans,” *Journal of Banking and Finance*, 35, (2011), 1794–1810.
- Haddock-Fraser, J. and M. Tourelle, “Corporate Motivations for Environmental Sustainable

- Development: Exploring the Role of Consumers in Stakeholder Engagement,” *Business Strategy and the Environment*, 19(8), (2010), 527-542.
- Jo, H. and M. Harjoto, “Corporate Governance and Firm Value: The Impact of Corporate Social Responsibility,” *Journal of Business Ethics*, 103, (2011), 351-383.
- Jo, H. and M. Harjoto, “The Causal Effect of Corporate Governance on Corporate Social Responsibility,” *Journal of Business Ethics*, 106, (2012), 53-72.
- Kang, H., R. Anderson, K. Eom, and S. Kang, “Controlling Shareholders’ Value, Long-run Firm Value and Short-term Performance,” *Journal of Corporate Finance*, 43, (2017), 340-353.
- McWilliams, A. and D. Siegel, “Corporate Social Responsibility: A Theory of the Firm Perspective,” *Academy of Management Review*, 26, (2001), 117-127.
- Miller, M. and K. Rock, “Dividend Policy Under Asymmetric Information,” *The Journal of Finance*, 40(4), (1985), 1031-1051.
- Oikonomou, I., C. Brooks, and S. Pavelin, “The Impact of Corporate Social Performance on Financial Risk and Utility: A Longitudinal Analysis,” *Financial Management*, 41, (2012), 483-515.
- Pava, M. and J. Krausz, “The Association between Corporate Social-responsibility and Financial Performance: The Paradox of Social Cost,” *Journal of Business Ethics*, 15, (1996), 321-357.
- Sharfman, M. and C. Fernando, “Environmental Risk Management and the Cost of Capital,” *Strategic Management Journal*, 29, (2008), 569-592.
- Turban, D. and D. Greening, “Corporate Social Performance and Organizational Attractiveness to Prospective Employees,” *Academy of Management Journal*, 40(3), (1997), 658-672.
- Wright, P. and S. Ferris, “Agency Conflict and Corporate Strategy: The Effect of Divestment on Corporate Value,” *Strategic Management Journal*, 18(1), (1997), 77-83.

Corporate Social Responsibility and Corporate Value between Business-to-Business Industries and Business-to-Consumer Industries

Jinhua Cui* · Sang Koo Kang**

〈Abstract〉

We examine whether the effect of corporate social responsibility(CSR) on corporate value is different between business-to-business(B2B) industries and business-to-consumer(B2C) industries. Examining firms listed in the KRX KOSPI during the periods from 2006 to 2021, we find the following results. First, whilst CSR activities in the B2C industries affect neither Tobin's Q nor EBITDA, CSR activities in the B2B industries significantly increase both Tobin's Q and EBITDA. Second, the positive relations between CSR activities in the B2B industries and Tobin's Q are driven by both good corporate governance and employee satisfaction. Third, the positive relations between corporate value and CSR activities in the B2B industries is more significant when the level of external monitoring is low. measured by foreign investors' ownership and analyst coverage. Overall, CSR activities in the B2B industries are well-managed possibly because of costs based rationality of B2B firms and their customers.

Keywords : CSR, Corporate Value, Tobin's Q, Agency Problem, B2B, B2C

* First Author, Assistant Professor, Department of Business Administration, Dong-A University,
E-mail: jcui@dau.ac.kr

** Corresponding Author, Assistant Professor, Department of Business Administration, Kyonggi University,
E-mail: kang409@kgu.ac.kr