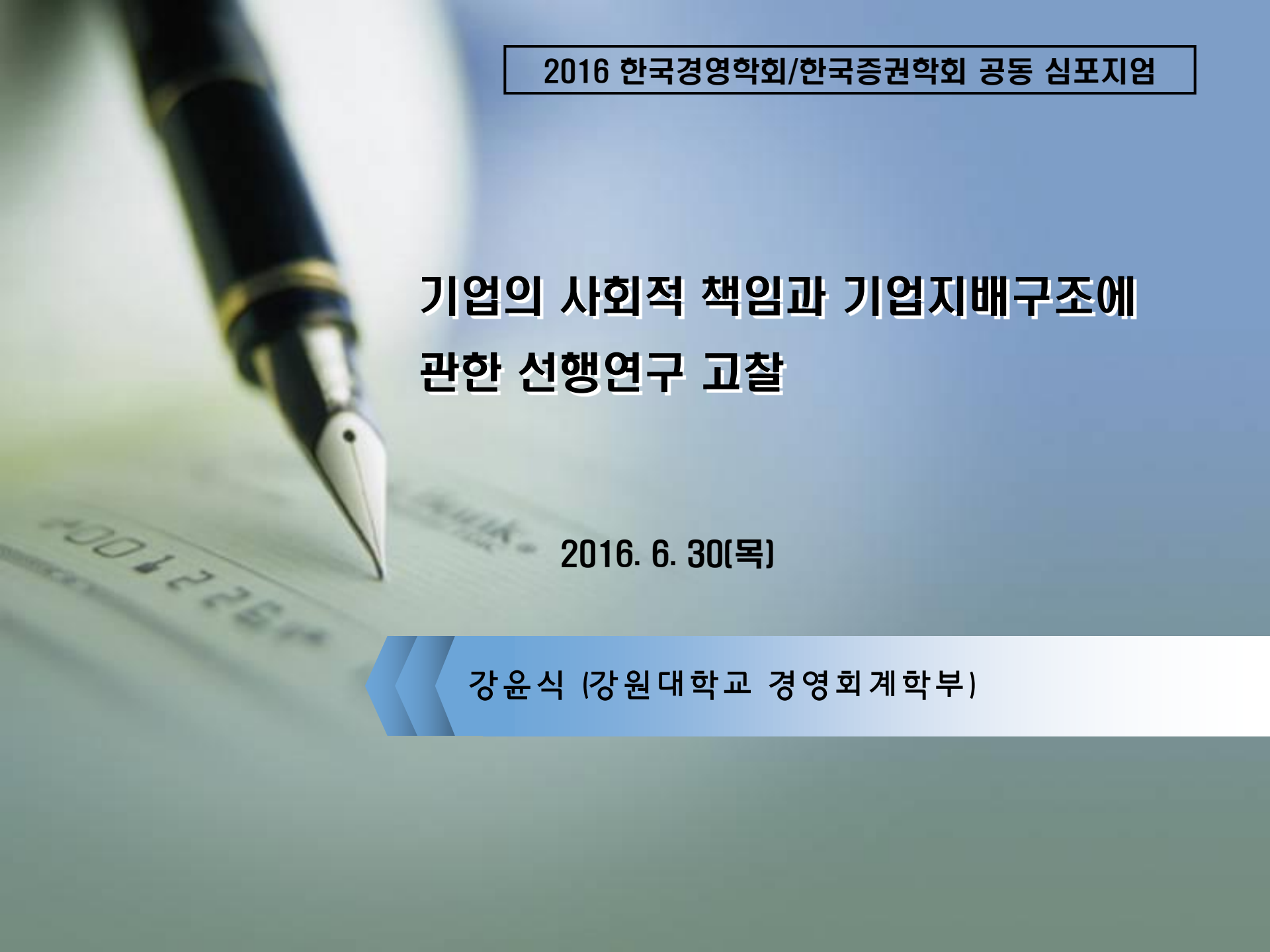




2016 한국경영학회/한국증권학회 공동 심포지엄

# 기업의 사회적 책임과 기업지배구조에 관한 선행연구 고찰

2016. 6. 30(목)

강윤식 (강원대학교 경영회계학부)



# 기업지배구조

# 기업지배구조

## 기업지배구조의 의미

- 계약이론에서 출발한 대리인 이론은 대리인비용 최소화를 목적함수로 가지며, 대리인 비용을 최소화시키는 메커니즘이 지배구조임
- 지배구조의 효율성은 소유와 경영의 분리에 따라 필연적으로 발생하게 되는 주주와 경영자 사이의 대리인 문제를 얼마나 잘 통제할 수 있느냐에 달려있음. 즉 좋은 지배구조는 대리인 비용을 최소화 시키는 것이고, 이것이 대리인 이론의 목적 함수임(Spence & Zeckhauser 1971, Jensen & Meckling 1976, Amihud & Lev 1981, Eisenhardt 1985)
- 광의의 기업지배구조는 주주, 이사회, 경영자, 기타 이해관계자들간의 상호작용 관계를 규정하는 메커니즘. 협의로는 기업의 주주가 경영자를 감시하고 규율하는 메커니즘.
- 기업가치 극대화를 위해 기업의 이해관계자간 거래비용을 최소화시키는 메커니즘
- 경영권을 누가 어떤 방식으로 행사하며, 기업의 의사결정이 어떻게 이루어지는가를 규정하는 틀

# 기업지배구조-개념

## 기업지배구조의 의미 – 계속

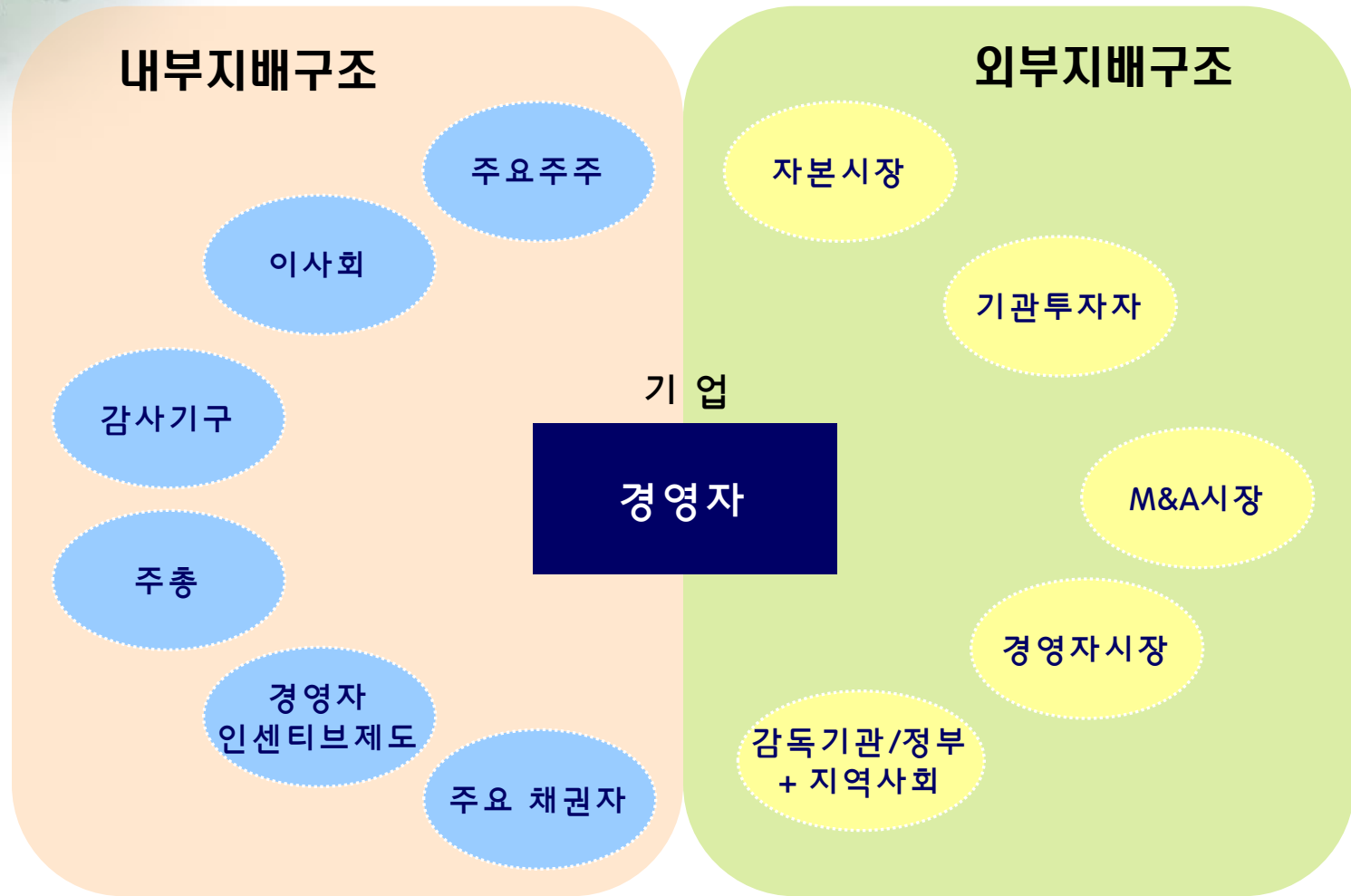
- 기업지배구조는 한정된 기업 자원의 배분과 활용을 결정짓는 요소이기 때문에 기업의 경영성과와 기업가치에 직접적이고 커다란 영향을 미침
- 기업을 연구대상으로 하는 경영학에서는 이러한 지배구조가 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지가 주된 연구주제임
- 지금까지 대리인이론에 근거한 기업지배구조에 관한 연구는 많이 되어 있고, 대부분 일관된 결과를 보고함

# 기업지배구조-개념

## 기업지배구조는 내부메커니즘과 외부메커니즘으로 구분

- **내부메커니즘**은 기업 내부, 즉 기업의 이해관계자들 사이에 설정된 제반 장치들을 말함
    - 구체적으로는 의사결정 관리와 의사결정 통제기능의 분리, 주식 소유분포, 이사회 구성, 인센티브에 기초한 보수체계 등을 포함함
  - **외부메커니즘**은 자본시장으로부터의 압력과 조정기능을 말함
    - 기관투자자 또는 채권단에 의한 기업감시, 파산절차, 기업지배권(M&A)시장, 경영자 노동시장 등을 포함함
- ※ 내부 및 외부메커니즘은 상호보완적인 기능을 가짐

# 기업지배구조-개념





# 기업지배구조와 기업가치

기업지배구조가 좋을수록 기업의 경영이 합리적으로 수행되고 시장에서 투자자의 평가가 상승

- 좋은 기업지배구조는 기업의 경영자원이 특정인의 이익을 위해서가 아니라 총체적인 기업가치의 제고를 위해 사용되도록 유도
- 국내외 기업에 대한 다수의 연구결과에 따르면 기업지배구조가 좋을수록 기업의 주가가 상대적으로 높게 형성

## Gomper-Ishii-Metric(2004, JF)

- 지배구조를 구성하는 항목 중의 하나인 주주권보호의 측면에서 접근하고 있는데, 주주권 보호가 강한 기업의 주식을 매수하고 주주권 보호가 약한 기업의 주식을 매도하는 투자전략은 시장수익률을 8.5%상회하는 수익률 실현
- 또한 주주권보호가 약한 기업은 수익성 및 매출액 성장률이 감소하고, 자본비용이 높아지며, 기업인수 가능성이 상승한다고 주장



# 기업지배구조와 기업가치

Durnev-Kim(2005, JF)

- 24개국 494개회사를 대상으로 기업지배구조와 기업가치간의 관계에 대하여 분석하였는데, 기업지배구조의 수준이 높을수록 기업가치가 더 높게 나타나며, 법적 제재가 강할수록 지배구조 지수도 높은 것으로 나타났다고 분석
- 지배구조평가지수 표준편차 한 단위의 개선은 토빈 큐를 평균 9% 높이는 효과가 있으며, 또한 기업지배구조개선을 통한 기업가치 증대효과는 법적 제재가 취약할수록 더욱 강한 것으로 평가
- 예를 들어 법적 제재가 가장 취약한 멕시코의 경우에는 기업지배구조 평점상 표준편차 한 단위 개선으로 기업가치는 평균 12.6% 상승하는 효과가 있었으며, 법적 제재가 가장 엄격한 홍콩과 칠레의 경우에는 평균 5.6% 상승하였고, 한국의 경우에는 10.8% 상승효과 존재





# 기업지배구조와 기업가치

Drobetz-Schillhofer-Zimmermann(2004, EFM)

- 독일기업을 대상으로 하여 개별 기업의 지배구조가 기업의 주가수익률과 어떠한 관계가 있는 지에 대하여 분석
- 분석결과 독일기업의 지배구조 등급(Corporate Governance Rating)과 기업가치간에는 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타났으며, 또한 기업지배구조와 자본비용간에는 매우 유의적인 음(-)의 관계 존재
- 또한 지배구조가 좋은 기업을 매수하고 지배구조가 취약한 기업을 매도하는 투자전략은 일년 동안 12%의 초과수익 발생



# 기업지배구조와 국가경쟁력

**기술혁신과 설비투자 활성화를 위한 전제조건** ⇒ **주식시장을 통한 원활한 자본 조달**

- 주식시장의 발달이 성장산업에 대한 자원배분의 효율성을 향상 (Wurgler-2000)
- R&D 집중도, 장치집약도가 높을수록 자본시장중심 국가에서 더 빨리 성장 (Park, Binh and Shin-2005)

**건전한 주식시장의 발전의 조건** ⇒ **투자자가 지배주주나 경영진의 사익추구로부터 보호**

- 투자자 보호가 발달한 국가일수록 주식시장이 발달하고, 자본대비 상장회사의 수가 더 많으며 IPO 비율이 더 높고 기업가치가 더 높게 평가 받음 (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny-1997)
- 투자자 보호는 자본시장 발전의 핵심이며 지배구조 개선은 투자자 보호를 위한 기본적인 메커니즘



# 기업의 사회적 책임

# CSR

- 바람직한 기업의 사회적 책임에 관한 논쟁은 1930년대 Adolf A. Berle Jr 와 E. Merrick Dodd Jr.의 논쟁이 대표적임
  - Berle은 기업은 오직 주주에게만 책임을 다해야 한다고 주장하였지만, 반면 Dodd는 기업은 주주뿐만 아니라 기업이 속해 있는 사회에게도 책임이 있음을 주장함
  - 이 논쟁은 자본주의 사회에서 기업의 역할과 기능에 대한 기본적인 화두를 던지고 있으며, 기업의 사회적 책임이 기업지배구조와 관련될 수 있음을 시사함
- CSR은 기업 이해관계자들에게 금전적 및 비금전적 측면에서 직간접적으로 영향을 미치는 기업의 모든 행위 및 절차를 포함함
  - 기업의 환경적 사회적 행위 및 지배구조에 관한 비재무적 또는 추가적 재무 정보는 기업의 CSR 수준을 평가하는데 필요함
- 이에 일반적으로 기업의 ESG 정보의 질로서 CSR 수준을 말함
  - 환경 : 환경관행의 수준(환경경영시스템, 오염방지, 탄소배출 저감 등)
  - 사회 : 인권정책, 근로자 안전, 지역사회 공헌 등
  - 지배구조: 이사회, 경영자 보상, 적대적 M&A 방어장치 등

## CSR 관련 주요 이슈

- CSR 관련하여 기업과 이해관계자들의 주요관심사는 다음과 같음
  - 왜 기업들이 CSR을 해야 하는지, 어떻게 CSR을 이해해야 하는지, CSR로 인한 결과는 어떠한고 그 결과를 어떻게 받아들여야 하는지, CSR을 전략적 관점에서 어떻게 활용해야 하는지 등등
- 이에 대한 답을 하기 위해서는 실증적인 연구가 바탕이 되어야 함
  - 실증연구는 CSR과 기업성과(회계적 성과 및 Tobin's Q, 초과수익률)간의 관계가 주된 관심사인데, 최근 들어 많은 연구가 수행되고 있지만 이에 대한 연구결과는 혼재
  - CSR이 재무적 성과와 무관할 수 있고 이에 따라 CSR은 비용으로 인식될 수 있기에 무용하다는 주장 존재
  - CSR 관련 실증 연구의 범위는 상당히 넓고 경계에 대한 합의도 없음
  - 현재까지의 CSR과 조직 성과 간의 실증연구만으로 CSR을 이해하기에는 무리
- CSR과 관련하여 기업은 사회와 환경에 대하여 때로는 법규준수 이상의 책임을 가짐

## CSR 관련 실증연구

- CSR과 재무적 성과간의 혼재된 논쟁과 관련하여 Margolis et al. (2009)은 “기업의 재무적 성과에 관한 사회적 성과의 영향은 작은 양(+의 효과이지만 유의하다. 기업의 사회적 성과는 비록 기업가치에 미치는 영향이 크지는 않지만 적어도 주주가치를 훼손하지는 않는다.”
- 그러나 많은 학자들은 여전히 기업이 재무적 및 사회적 수준에서 어떻게 성공할 수 있는가에 대해 연구가 필요함을 주장함(Horvathova, 2010; Surroca et al., 2010)
- CSR과 재무적 성과 간의 분석에서 많은 편의와 문제점이 존재함
  - 수익성의 결정요인에서 생략변수 문제(McWilliams and Siegel, 2000)/ 잘못된 연구모형 설계와 내생성 문제 (Garcia-Castro et al., 2010) / 제한된 데이터( 적은 표본, 오래된 표본기간) Horvathova, 2010) / 기업의 이질성을 고려하지 않은 횡단면 분석(Elsayed and Paton, 2005) / 선형성의 가정(Barnett and Salomon, 2006).

## CSR 관련 실증연구

- 실증연구에서 CSR 수준을 측정하는 측정도구가 다양함
- 총체적인 CSR 수준을 대용변수로 사용하는 미국 연구에서는 KLD(Kinder, Lydenberg, and Domini) 데이터를 주로 사용함
- 이 자료를 사용한 Waddock and Graves (1997)은 기업의 사회적 책임 수준은 과거 재무적 성과에 기인하고, 즉 과거에 성과가 좋은 기업은 미래에 CSR에 대한 지출을 많이함(slack resource view, Hong, Kubik, and Scheinkman, 2012)도 일관되 결과) 그리고 미래 재무적 성과 또한 좋은 CSR에 영향받음(good management hypothesis)
- CSR의 넓은 범위와 다양한 측면을 고려하여 하위 카테고리인 ESG 각각이 기업성과에 미치는 연구도 진행되고 있으나, 이 또한 결과는 혼재

## CSR 관련 실증연구

- Iwata and Okada (2011) 는 일본 제조업 기업의 패널 데이터를 이용하여 재무적 성과에 관한 두가지 다른 환경적 이슈(waste and greenhouse gas emissions)의 영향을 고려함. 이들의 연구에 따르면 재무적 성과의 반응은 각 환경적 이슈에 따라 다르게 나타남
- CSR은 자기자본비용 및 타인자본비용에 직접적인 영향을 미침.
  - 환경적 외부성은 기업을 위험(명성, 재무, 소송 위험 등)에 빠지게 함(Bauer and Hann, 2010)
  - 기업의 환경관련 사고는 이해관계자들로부터 재무적 및 비재무적으로 강한 부정적 반응을 유발하고 이는 채무불이행 위험에 영향을 미치는데, 이는 타인자본비용에 영향을 미침
  - CSR 정책의 위험감소 특징은 기업 고유의 위험도 낮추기 때문에 자기자본비용을 감소시킴
  - Ghoul, Guedhami, Kwok, and Mishra (2011)은 CSR 수준이 높은 기업일수록 더 낮은 자기자본비용을 가짐을 실증적으로 검증함. 이는 기업가치의 증가로 이어짐 (Ghoul et al., 2011; Derwall and Verwijmeren, 2007)



## CSR 관련 실증연구

- Sharfman and Fernando (2008)는 기업의 환경위험 경영관행이 좋은 기업일수록 유의하게 자기자본비용이 낮아짐을 실증적으로 보임. 또한 기업의 가중평균자본비용을 낮춤을 확인함.
- 베타를 이용하여 자기자본비용에 대한 CSR의 영향을 연구한 Albuquerque, Durnev, and Koskinen (2013)는 CSR 수준과 기업의 베타 간의 음의 관계를 확인하였고, 이는 자기자본비용을 낮춤을 시사함
- Dhaliwal, Li, Tsang, and Yang (2011) 는 CSR 수준이 높은 기업에서 CSR 정보에 대한 자발적 공시를 할 때 CSR이 자기자본비용에 미치는 영향이 더 큼을 보임. 이는 CSR에 대한 자발적 공시를 통해 기업들은 CSR 정책의 편익을 향유할 수 있음을 시사함
- 실증연구의 주된 관심 중의 하나는 인과관계와 관련됨. 즉 CSR이 우월한 재무적 성과 (또는 위험, 자본비용 등)를 초래하는지 아닌지, 또는 재무적 성과가 오히려 CSR을 위한 필요조건인지 아닌지의 문제가 연구의 주된 관심사임 (see Margolis *et al.*, 2009).

## CSR 관련 이론적 연구

- 현재 CSR과 관련하여 국내의 논의는 초기단계로 CSR과 기업가치 및 기업성과 간의 실증적인 관계에 치중
  - CSR과 관련된 이론에 대한 검토와 여기에 부합하는 실증연구 방법론을 설계하고 분석할 필요가 있음
  - 가령 CSR과 기업성과 간의 일관되지 않은 결과에 대해 CSR이 무용하다고 결론을 내리기 보다는, 그러한 결과에 대하여 적절한 해석이 가능한 이론을 통해 CSR을 보다 잘 이해할 수 있도록 노력할 필요
- 이론은 세상을 이해하는 기초이자, 복잡한 실제 세상을 설명하고 예측하는 데 도움이 되는 것으로서 학문적 연구에서 중요함
  - 그러나 지배구조와 달리 CSR 연구에서 적용되는 적절한 이론은 합의된 바 없음
  - 이하에서는 CSR 연구에 적용될 수 있는 몇 개의 이론을 살펴봄

## CSR 관련 이론적 연구

- CSR연구에 사용된 주요 이론들은 실제로 경영학 보다는 사회과학 분야에서 유래됨
  - 자원의존이론(resource-dependence theory)은 사회학에서(Pfeffer & Salancik 1978), 대리인이론은 경제학에서 (Jensen & Meckling 1976), 제도 이론은 사회학과 경제학에서 (DiMaggio & Powell 1983; Davis & North 1971) 유래함
- 지금까지의 기존연구를 토대로 하여 CSR을 설명하는 이론적 체계는 CSR의 외부적 동인과 내부적 동인으로 구분하여 6가지 측면에서 살펴 볼 수 있음
  - 개별 이론들은 따로 CSR을 설명함에 있어 상호 보완적임

## CSR 관련 이론적 연구

- 외부적 동인 : 이해관계자 이론(stakeholder theory), 제도 이론(institutional theory), 정당성 이론(legitimacy theory), 자원의존이론(resource dependence theory)
  - 기업과 외부 환경 간 관계의 본질을 분석하는데 초점. CSR의 외부적 동인을 파악
  - 기업과 사회 간의 관계에 초점 (CSR을 사회적 관계 및 사회적 규범의 산출물로 인식하기에 사회적 정당성의 개념이 중요함)
  - 경영자의 주요 역할은 CSR을 사회의 기대, 이해 및 신뢰와 일치시키도록 의사결정
  - CSR의 동인, 과정, 결과(산출물)를 설명함에 있어 stakeholder theory와 institutional theory가 주로 언급됨

## CSR 관련 이론적 연구

- 내부적 동인 : 자원기반 관점(resource-based view, RBV), 대리인 이론(agency theory)
  - 사회 환경 이슈에 대한 내부적 동인을 분석
  - 조직 내 개인의 사회적 가치 및 기업 경영자들에 초점. 조직 내부 프로세스에 초점
  - CSR을 경영의사결정으로 간주하기에, CSR을 경제적 계산의 산출물 또는 윤리적 가치 및 판단의 산출물로 개념화
  - 경영자들은 CSR을 조직의 경제적 가치 창출 목표와 일치시키거나 또는 CSR을 자신의 개인적 신념 및 이해와 일치시키도록 의사결정함
  - CSR의 내부 동인을 이론화 하는 연구는 상대적으로 적고 최근에 활발

## Application of theoretical perspectives, number of applications, 1990–2014 (by journal)

| Applied theory             | AMJ | AMR | AAA | AOS | ASQ | BJM | BEER | BEQ | CG | HBR | JBE | JM | JMS | 25-Year total |
|----------------------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|-----|----|-----|-----|----|-----|---------------|
| Stakeholder theory         | 6   | 5   | 22  | 10  |     | 3   | 15   | 11  | 3  | 2   | 110 | 4  | 15  | 206           |
| Institutional theory       | 9   | 9   | 10  | 3   | 3   |     | 6    | 11  | 5  |     | 73  | 4  | 8   | 141           |
| Legitimacy theory          | 1   |     | 32  | 11  |     |     |      |     | 1  |     | 28  |    |     | 73            |
| Resource-based view        | 5   | 3   |     |     |     |     | 2    |     |    |     | 25  | 1  | 5   | 41            |
| Agency theory              | 2   |     |     |     | 3   |     | 4    |     | 3  |     | 24  | 3  | 3   | 42            |
| Resource dependence theory | 1   |     |     |     | 1   |     | 1    |     | 1  |     | 16  | 2  | 2   | 24            |
| Other                      | 5   | 5   | 4   | 2   | 2   | 1   | 8    | 16  |    |     | 34  | 2  | 5   | 84            |

참조: Frynas and Yamahaki(2016)

AMJ, Academy of Management Journal; AMR, Academy of Management Review; AAA, Accounting, Auditing & Accountability Journal; AOS, Accounting, Organizations and Society; ASQ, Administrative Science Quarterly; BJM, British Journal of Management; BEER, Business Ethics: A European Review; BEQ, Business Ethics Quarterly; CG, Corporate Governance: An International Review; HBR, Harvard Business Review; JBE, Journal of Business Ethics; JM, Journal of Management; JMS, Journal of Management Studies.

# CSR

## Application of theoretical perspectives, number of applications and papers, 1990–2014 (5-year intervals)

| Applied theory             | 1990–<br>1994 | 1995–<br>1999 | 2000–<br>2004 | 2005–<br>2009 | 2010–<br>2014 | 25-year<br>total |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|
| Stakeholder theory         | 6             | 12            | 21            | 55            | 112           | 206              |
| Institutional theory       | 1             | 5             | 8             | 47            | 80            | 141              |
| Legitimacy theory          | 1             | 6             | 10            | 24            | 32            | 73               |
| Resource-based view        | 0             | 5             | 6             | 9             | 21            | 41               |
| Agency theory              | 2             | 1             | 7             | 8             | 24            | 42               |
| Resource dependence theory | 0             | 1             | 2             | 8             | 13            | 24               |
| Other                      | 1             | 0             | 8             | 21            | 54            | 84               |
| Number of applications     | 11            | 30            | 62            | 172           | 336           | 611              |
| Number of papers           | 10            | 24            | 44            | 127           | 257           | 462              |

참조: Frynas and Yamahaki(2016)

## Main theoretical perspectives on CSR

|                         | Theoretical perspective    | Core assumption                                   | Main CSR-related rationale             | Key Papers                                                    |
|-------------------------|----------------------------|---------------------------------------------------|----------------------------------------|---------------------------------------------------------------|
| external drivers of CSR | Stakeholder theory         | 기업의 이해관계자들에 의해 영향을 받고 따라서 그들의 이해에 주의를 기울여야 함      | CSR은 이해관계자들과의 관계에 의해 결정                | Brammer&Millington2004, Craneetal. 2004, Christmann2004       |
|                         | Institutional theory       | 기업의 생존과 성장은 제도적 환경 하에서 정당성 획득에 의존                 | CSR은 상이한 제도적 환경에 순응                    | Jennings & Zandbergen 1995, Campbell 2007, Matten & Moon 2008 |
|                         | Legitimacy theory          | 기업은 사회와 체결한 계약에 기초하여 운영되고 따라서 기업의 생존과 성장은 정당성에 의존 | CSR은 사회와 조직의 목표에 부합하도록 수행              | Patten1992, O'Donovan2002, Brennaetal.2013                    |
| internal drivers of CSR | Resource dependence theory | 기업의 성장과 발전은 외부로부터 필요한 자원의 획득에 의존                  | CSR은 외부 이해관계자들의 주요 자원에 의존              | Hendry 2005, Kasinis & Vafeas 2006, de Villiers et al. 2011   |
|                         | Agency theory              | 대리인과 주인의 상이한 이해관계를 가짐                             | CSR은 대리인과 주주 간 이해(불)일치에 의존             | Wright & Ferris 1997, Deckop et al. 2006, Chin et al. 2013    |
|                         | Resource-based view        | 기업들 간 성과 차별화는 기업 고유의 비시장성 자원과 능력에 영향 받음           | CSR은 경쟁우위를 획득할 수 있는 전문화된 스킬과 능력에 따라 수행 | Hart 1995, Russo & Fouts 1997, McWilliams & Siegel 2011       |

출처: Frynas and Yamahaki(2016)





# CSR : Theorizing external drivers of CSR

## 이해관계자 이론(stakeholder theory)

- 이해관계자 이론은 기업 행위를 힘이 있거나 정당한 권한을 가진 상이한 이해관계자들 (근로자, 고객, 정부, 비정부기구 등)로 부터 압력의 직접적인 결과로 이해함 (Freeman & Reed 1983, Jawahar & McLaughlin 2001, Clarkson 1995) or legitimacy claim (Hill & Jones 1992, Langtry 1994)
  - 조직에서는 모든 이해관계자들의 합법적 이해관계를 고려해야 할 책임이 있음
- 이해관계자 관점에서의 연구들은 CSR 전략에 있어서 다양하고 상이한 이해관계자들의 속성의 영향에 관한 또는 이해관계자의 압력이 어떻게 CSR관련 활동에 영향을 미치는가에 관한 실증연구가 상대적으로 많음. [e.g. Brammer & Millington 2004, Lamberti & Lettieri 2009, Surroca et al. 2013]
  - 관련 연구들은 환경정책과 전략에 관한 이해관계자 압력의 영향(Christmann 2004, Darnall et al. 2010), 환경공시(Roberts 1992, Neu et al. 1998, Eljido-Ten et al. 2010), 기업의 자선사업(Brammer & Millington 2003, 2004, Moir & Taffler 2004)



# CSR: Theorizing external drivers of CSR

## 이해관계자 이론(stakeholder theory)

- 또한 이해관계자 이론에 기반한 연구는 CSR( 또는 CSP)와 조직성과( 또는 기업의 재무적 성과, CFP)간의 관계에 초점을 둠(e.g. Miles & Covin 2000, Schuler & Cording 2006, Barnett 2007, 2014, Wang & Choi 2013, Oikonomou et al. 2014)
  - 일반적으로 이러한 연구들은 투자자들과 주요 이해관계자들이 이해관계자들의 이해에 민감한 기업들에게 보상을 한다는 내용을 가정함
- 실증연구들은 혼재된 또는 결정적이지 않은 결과를 제시함
  - 일부 연구들은 CSR/CSP와 조직성과/CFP 간의 음의 관계를 제시하지만(e.g. Moore 2001, Hoepner et al. 2014, Jia & Zhang 2014), 이해관계자 이론 연구들의 대부분은 양의 관계를 제시함(e.g. Ruf et al. 2001, Brammer & Millington 2005, Wang & Choi 2013, Mellahi et al. 2016).

# CSR : Theorizing external drivers of CSR

## 제도론 (Institutional theory)

- 제도 이론의 경우 기업들은 외부적으로 사회적 승인(external social approval, legitimacy) 없이는 생존이 불가능하므로 사회 규범에 순응할 필요가 있음을 전제(Meyer & Rowan 1977, DiMaggio & Powell 1983)
- 많은 연구들은 제도적 요인들이 책임있는 행동(CSR, 환경 경영과 관행, 환경 사회 공시 등)에 영향을 미친다는 것을 규명함 Campbell (2007), Jackson & Apostolakou (2010), Ozen & Kisku (2009), Montiel & Husted (2009), Laine (2009), Zeng et al. (2012)
- CSR 관련 연구들은 주어진 유사한 제도적 환경 하에서 기업 전략과 관행이 유사해진다는 제도적 동형화(institutional isomorphism)를 밝혀냄
  - 이는 일반적으로 동일 영역 (동일국가, 동일한 글로벌 이슈, 동일 산업) 내 유사한 속성을 가진 기업들 간에 유사한 CSR 전략과 관행을 위한 convergence pressures을 시사함 (e.g. Doh & Guay 2006, Holder-Webb & Cohen 2012, Fransen 2013, Marquis et al. 2007, Levy & Kolk 2002)
  - 또한 관련 연구들은 CSR에 대한 제도적 내용의 차이에서 미국과 유럽 국가의 기업간 CSR의 성격에서 유의한 차이를 증명해 보임(Doh & Guay 2006, Matten & Moon 2008, Sison 2009, Avetisyan & Ferrary 2013)

# CSR : Theorizing external drivers of CSR

## 제도론 (Institutional theory)

- 제도 이론의 많은 연구가 제도적 맥락 안에서 CSR 관행의 수동적인 순응을 설명하고 있는 반면에 최근의 다양한 연구들은 제도적 환경의 복잡성, 그리고 제도적 압력을 극복하기 위한 기업들의 선제적 전략을 분석함
  - 다국적 기업(multinational enterprises [MNEs])들이 다양한 제도적 환경에서 어떻게 영업을 하고 있는지, 많은 경쟁과 제도적 압력과 상충에 어떻게 직면하고 있는지 연구함 (Aguilera-Caracuel et al. 2012, Hah & Freeman 2014, Marano & Kostova 2016)
  - 모순되는 압력에 대해 기업들은 그들의 CSR 관행을 무시하거나 수정하고 또는 제도적 환경을 바꾸려고 시도함. 즉 제도주의 관점에서 제도적 압력에 대해 기업들의 반응은 순응과 저항이 나타남
- 다른 이론에 비해 제도적 이론의 상대적 이점은 사회적 및 경제적 시스템 사회적 제도로써 CSR 연구를 허용함 . 일부 연구들은 제도가 기존 사회질서를 보완하고 일상화된 사회적 연대를 위한 대체재로서 CSR이 어떻게 고려될 수 있는지 연구함
- 제도주의 관점에서 CSR을 다루는 것은 사회학이나 정치학과 같은 다른 사회과학을 아우르며 CSR의 범위를 잠재적으로 확대함



# CSR: Theorizing external drivers of CSR

## 정당성 이론 (Legitimay theory)

- 정당성 이론의 경우 기업은 기업과 사회 간 사회적 계약의 기초에서 운영됨을 전제함
  - 따라서 기업들은 경영목적의 사회적 미승인을 피하고 기업 생존을 보장하고 보상을 얻기 위해 사회로부터 사회적 승인 또는 정당성을 획득할 필요
  - 정당성 이론에 따르면 기업들은 사회로부터 분리되기 어렵고, 기업들은 생존에 대해 본래부터 권리를 가지고 있지는 않음. 기업은 단지 사회가 기업에게 정당성을 부여하는 경우에만 존재 가능함
  - 그래서 기업들은 지속적으로 사회 목표와 기업 목표 간에 조화를 유지하기 위하여 기업의 행동을 지속적으로 정당화해야 함(Dowling & Pfeffer 1975, Preston & Post 1975, Lindblom 1983, Ashford & Gibbs 1990, Deegan 2002)
- 정당성 이론은 이해관계자 이론과 다소 유사하지만, 정당성 이론은 일반적으로 사회의 기대에 초점이 맞추어져 있고, 이해관계자 이론은 조직이 사회의 특정 그룹과 어떻게 상호작용하는지에 초점이 맞추어져 있음

# CSR: Theorizing external drivers of CSR

## 정당성 이론 (Legitimacy theory)

- 정당성 이론의 전략적 관점은 사회적 기대와 경영관행 간 차이를 좁혀주는 기업의 사회적 공시를 연구하는 회계 분야에서 주로 연구됨(Patten 1992, O' Donovan 2002, Campbell et al. 2003, Magness 2006)
  - 정당성 이론 관점의 연구들은 기업들이 정당화의 도구로서 자선사업, 사회적 공시와 같은 다양한 수단을 사용함을 보여줌(Deegan et al. 2002, Chen et al. 2008, Lanis & Richardson 2013)
  - 관련 연구들은 정당성을 획득하기 위해 CSR을 활용하는 기업들이 더 좋은 기업지배구조 등급, 개선된 투자자 보호, 명성제고 등을 통해 편익을 볼 수 있음을 제안함 (Milne & Patten 2002, Bebbington et al. 2008, Chan et al. 2014)
  - 사건 사고, 기업 스캔들이 발생한 기업에서 CSR 적극 활용하는 것도 같은 맥락
  - 기존 연구들은 대기업, 지분이 분산된 기업들이 특히 CSR 활동과 공시에 적극적임을 보임. 왜냐하면 그들은 보다 투명하고 공개적 감시에 개방되어 있어 더 높은 수준의 정당성이 요구되기 때문임(Branco & Rodrigues 2006, Arvidsson 2010, Panwar et al. 2014).



# CSR: Theorizing external drivers of CSR

## 자원의존 이론 (Resource Dependence Theory)

- 자원의존이론의 경우 조직은 생존을 위해 필요한 중요 자원의 흐름을 보장하는 조직의 환경에 의존함을 제시함(Pfeffer & Salancik, 1978)
  - 조직은 지속적인 생존을 위한 자원을 제공해 주는 환경의 수요에 주의를 기울일 필요
- 자원의존이론은 기업이 필요한 중요한 자원을 통제하는 사회적 주체에게 보다 많은 주의를 기울여야 함을 주장함(Pfeffer & Salancik 1978, Frooman 1999)
  - 기업은 기업에 대한 다양하고 상충되는 사회적 수요를 요구하는 다양한 주체들에 의존하지만, 기업은 그러한 모든 수요를 만족시킬 수 없기 때문
  - 예를 들어 여성직원에게 높은 수요를 가지고 있는 조직은 일과 삶의 균형 이슈에 더 많은 관심을 기울여야 하고(Ingram & Simons 1995), 국가개발에서 지방정부에 더 많이 의존하는 자연자원 기업들은 건강과 교육에 있어 지역발전에 더 많이 투자해야 함 (Hess & Warren 2008)



# CSR: Theorizing external drivers of CSR

## 자원의존 이론 (Resource dependence theory)

- 자원의존이론 관점은 기업에서 중요한 자원(지식, 인적 관계, 정당성 등)의 흐름을 보장함에 있어 이사회역의 역할을 강조함. 최근의 몇몇 자원의존이론 관련 연구는 이사회역의 역할에 초점을 둠(de Villiers et al. 2011, Ortiz-de-Mandojana et al. 2012, Hafsi & Turgut 2013, Mallin et al. 2013)
  - 예를 들어 이사회역의 다양성은 기업의 사회적 성과와 양의 상관관계를 가짐(Hafsi & Turgut, 2013)
  - 이사회 규모가 크고, 이사회 내 법률전문가가 많은 기업일수록 환경성과가 높게 나타남 de Villiers et al. (2011)
- 기업이 필요로 하는 자원의 원활한 흐름을 위해 다른 그룹과의 상호작용의 중요성을 고려한다면, 중요한 외부 그룹과의 상호작용은 기업의 환경 성과를 개선하는 데 도움이 됨(Kassinis & Vafeas 2006, Ortiz-de-Mandojana et al. 2012, Ramanathan et al. 2014)
  - 예를 들어 지역 공동체에 의존성이 높은 기업들은 그 공동체에 대한 환경성과가 높음 Kassinis & Vafeas (2006)



# CSR : Theorizing internal drivers of CSR

## 자원기반관점 (Resource-Based View)

- RBV는 기업들의 전략과 부존자원, 지속가능한 경쟁우위를 위한 내부자원을 활용할 수 있는 전략적 능력(이는 외부 환경에 대한 기업의 순응과 관련한 전략적 경영과 구분됨)과 관련하여 기업들의 이질성을 주장함
  - 기업 고유의 자원은 지속가능한 경쟁우위를 유지할 수 있다는 일반적인 전제를 기초로 하여, RBV는 어떻게 기업들이 가치있고 희귀하고 모방할 수 없는 자원을 활용하여 자원기반 지대를 획득할 수 있을까에 대해 집중함(e.g. Wernerfelt 1984, Barney 1991, 1997, cf. Kraaijenbrink et al. 2010).
  - 기업의 자원이 가치있고 희귀하고 모방하기 힘들고 조직에 의해 개발되어 질 수 있다면 지속가능한 경쟁우위가 생김
- RBV관점에서 CSR관련 연구들은 CSR 투자와 관련된 특화된 스킬 또는 능력을 통해 기업은 경제적 편익을 누릴 수 있다고 주장함(e.g. Hart 1995, Russo & Fouts 1997, McWilliams & Siegel 2011).
  - Porter and Kramer (2011) 는 경쟁우위의 요인으로 사회적 책임을 중요성을 시사하며 기업은 사회적 가치를 창출함에 의해 경제적 가치를 창출할 수 있다고 함.

# CSR : Theorizing internal drivers of CSR

## 자원기반관점 (Resource-Based View)

- CSR은 경쟁자로부터 회사를 차별화 시키도록 하고 조직의 성과를 제고할 수 있도록 하는 능력에의 투자로 볼 수 있음
  - 따라서 RBV는 경제적 편익을 얻기 위해 사회 및 환경적 이슈와 관련된 내부 역량을 개발하고 이용하는 기업의 선제적 전략으로 이해할 수 있음
  - 그러한 역량은 녹색혁신(Chen et al. 2006), 이해관계자 중심 경영(Torugsa et al. 2012), 지속가능 경영 리더십을 위한 명성(Lourenco et al. 2014)을 포함함
- CSR을 설명하는 RBV와 관련된 다양한 실증연구들은 사회 및 환경 성과와 경제적 수익률 간의 통계적 관계를 검증하고(Russo & Fouts 1997, Menguc et al. 2010, Ben Brik et al. 2011), 사회 및 환경적 역량이 조직 성과를 개선시키는지 검증함(Falkenberg & Brunsael 2011, Peters et al. 2011)
  - 그러나 RBV관련 실증 연구는 CSR이 초과수익률을 창출하는지, 경쟁사 대비 지속가능한 경쟁우위를 유발하는지에 대해 일관된 결과를 제시하지 못함
  - 몇몇 연구들은 CSR 관련 역량(녹색 혁신, 지속가능 명성)이 기업의 경쟁우위를 초래한다고 주장함(Chen et al. 2006, Lourenco et al. 2014)
  - 반면 일부의 연구들은 CSR이 기업의 상업적 우위(제품차별화 제고, 진입장벽 형성)를 창출함에도 불구하고, CSR은 지속적인 경쟁우위를 창출하지는 못한다고 주장함 (McWilliams & Siegel 2001, 2011, Frynas 2015). 왜냐하면 CSR 활동은 가시적이고 경쟁사들이 쉽게 모방할 수 있기 때문임(Huang et al. 2015)

# CSR : Theorizing internal drivers of CSR

## 대리인 이론(Agency Theory)

- CSR과 기업지배구조가 연결되는 접점은 대리인 이론임. CSR을 바라보는 주된 이론 중 대리인이론 관점에서 효율적인 CSR을 위해서는 좋은 지배구조가 필요함
  - 우리나라 현실에서 대리인 이론이 보다 중요하게 다가옴
- 지배구조와 CSR : Berle-Dodd 논쟁 이후 CSR에 대하여 두 가지 관점이 있음
- Value enhancing view: CSR은 기업가치에 긍정적
  - 환경을 보호하고 사회적 평등을 진작하고, 지역사회 공동체 관계를 개선하는 등 사회적으로 책임 있는 기업은 기업가치를 극대화하는 기업지배구조 관행을 고수함
  - 실제로 좋은 기업지배구조 기업은 사회적으로 책임을 다함. CSR은 주주 부의 극대화와 일관되고 더 큰 관점에서의 사회적 목표도 달성할 수 있음
  - 이를 주장하는 학자들은 심지어 기업의 가치 극대화는 단지 주주 부의 극대화를 넘어서 이해관계자 가치를 포함한다고 주장함. (e.g., Deng, Kang, and Low, 2013)

# CSR : Theorizing internal drivers of CSR

## 대리인 이론(Agency Theory)

- Agency Problem view: CSR은 기업가치에 부정적,
  - CSR은 대리인 비용, 경영자 개인의 자선활동 및 명성제고
  - Milton Friedman' s (1970)에 따르면 'the only social responsibility of corporations is to make money'
  - 이러한 관점을 확대하여 몇몇 연구자들은 CSR을 단순히 기업 내부의 경영자 대리인 문제의 징후라고 주장함 (Benabou and Tirole, 2010; Cheng, Hong, and Shue, 2013)
  - 즉 사회적으로 책임 있는 기업들은 경영자가 주주의 비용으로 자신의 사적이익을 위해 CSR에 투자하는 대리인 문제로 고통받음(Krueger, 2013)
  - 더욱이 CSR 활동에 시간을 쏟는 경영자들은 그들의 핵심적인 경영 책임에 대한 초점을 상실함(Jensen, 2001).
  - 전반적으로 대리인 이론 관점에서 CSR은 일반적으로 주주의 이해가 아님. 심지어 Friedman은 경영이 이익을 창출하는 것보다 다른 어떤 것을 하는 것에 대해 생각한다 는 것은 자유사회(free society)의 근간을 해치는 것이라고 주장함
- 물론 현실은 CSR의 value enhancing view와 agency views 사이에 있을 것임
  - CSR 관련 기업 정책은 주주가치 제고일 수도 있고 대리인 문제로 귀결될 수도 있음

# CSR : Theorizing internal drivers of CSR

## 대리인 이론(Agency Theory)

- 이러한 두 가지 관점에 대한 실증분석 결과는 혼재되어 있고 따라서 Berle-Dodd debate 이후 제기된 이슈들은 아직도 미결 과제로 남아 있음
- 먼저 CSR과 관련하여 Friedman (1962)은 CSR은 경영자(대리인)의 자기이익 추구 행위를 보여주는 것이라는 주장을 함. 즉 사회 및 환경적 목적의 추구는 이익을 낮게 하여 궁극적으로 주주(주인)의 이익을 해치는 것으로 봄
  - 예를 들어 많은 기존 연구들은 어떤 사회적 이슈(죄악 산업에 참여하지 않는 것, 핵 에너지를 회피하는 것, 자선활동 등)에 대한 기업의 참여가 주주 부의 극대화와의 상관관계가 있음을 보여줌(e.g., Hillman and Keim, 2001; Brown, Helland, and Smith, 2006; Brammer and Millington, 2008; Di Giuli and Kostovetsky, 2013)
  - 가령 Galaskiewicz (1985)은 CEO가 비즈니스 엘리트로 승인을 받고 존경받기 위하여 자선사업 전략을 시행함을 주장하였고, 최근의 Cheng et al. (2013)은 대형 미국 기업의 경영자들은 CSR에 투자함으로써 사적 편익을 향유한다는 주장에 대한 실증적 증거를 제시함
  - Atkinson & Galaskiewicz (1988)은 지분율과 기업의 자선활동은 음의 상관관계가 있음을 보임. 즉 많은 지분을 가지고 있는 CEO는 더 많은 이익을 추구하고자 하였고 결과적으로 기업의 자선활동을 감소함

# CSR : Theorizing internal drivers of CSR

## 대리인 이론(Agency Theory)

- 한편 다른 연구들은 CSR 평가 점수가 높은 기업일수록 평균적으로 더 낮은 비체계적 위험(고유위험) 및 더 낮은 재무적 곤경의 가능성(Lee and Faff, 2009; Goss, 2009), 더 낮은 자본비용(Goss and Roberts, 2011; El Ghouli, Guedhami, Kwok, and Mishra, 2011; Dhaliwal, Li, Tsang, and Yang, 2011; Albuquerque, Durnev, and Koskinen, 2013), 긍정적인 sell-side 애널리스트의 권고(Ioannou and Serafeim, 2010a; Bushee, 2000; Bushee & Noe, 2001; Eccles, Krzus, and Serafeim, 2011), 더 높은 초과수익률 (Deng et al., 2013) 과 관련됨을 보임
- Ferrell, Liang, Renneboog(2014)는 대리인 문제의 수준이 낮을수록 CSR 등급이 높음을 보여줌. 더욱이 CSR은 기업가치 극대화 및 증가된 경영자 성과보상 민감도와 관련됨. CSR은 주주가치 극대화와 일관되며, 즉 좋은 기업지배구조를 가진 기업은 사회적으로 책임을 다하는 기업임을 보여줌
- Jo and Harjoto (2011)는 지배구조가 좋은기업(적대적 M&A에 상대적으로 많이 노출된 기업)은 그렇지 않은 기업에 비해 CSR 활동을 더 많이 하고, CSR은 재무적 성과와 양의 상관관계에 있음을 보여줌

# CSR : Theorizing internal drivers of CSR

## 대리인 이론(Agency Theory)

- 최근의 다수 대리인 이론 연구들은 CSR을 재무적 및 비재무적 성과에 좋은 것으로 바라봄(e.g. Berrone & Gomez-Mejia 2009, Bear et al. 2010, Oh et al. 2011).
  - 가령 Oh et al. (2011)은 장기적인 안목을 가지고 투자를 하는 대형 기관투자자들과 외국인 투자자들은 기업의 CSR 계획과 활동을 지원함. 이는 이러한 투자자들이 재무적 위험을 회피하는 책임있는 기업들에 투자하는 것을 선호하기 때문임
- 대리인 이론 관점에서 CSR에 참여하려는 경영자의 유인은 일반적으로 사회적으로 책임있는 기업에서 경영자의 부실한 인센티브의 반영이며, 이러한 기업들은 대리인 문제에 직면함
  - 역으로 기업가치 극대화 관점에서 경영자에게 적절한 인센티브가 부여되어 잘 경영되고 있는 기업은 경영자가 타당한 CSR 에 참여하는 경향이 있음
  - 이런 맥락에서 CSR 관련 논쟁은 대리인 문제와 경영자 인센티브에 관한 일반적 기업재무 분야와 관련됨



**Thank You !!!**

---