

기업의 해외진출정도와 소유구조가 지속가능경영에 미치는 영향

안 미 강(창원대) · 고 대 영(군산대)

I. 서론

최근 대부분의 상장기업들이 해외진출을 할 정도로 판매시장이 국제화되어 가고 있으며, 해외로 판매시장 확대는 매출액 증가나 해외투자 등으로 사업을 다각화시키는 수단 이 되고 있다. 그러나 기업이 해외로 진출하는 것은 국내영업환경과는 상이한 시장이나 경쟁기업을 상대해야 함을 의미하며, 현지환경은 외국진출기업이 어쩔 수 없이 부담해야 하는 위험을 내포하고 있다. 결국 해외진출비중이 많은 국내기업이 부담해야 하는 외국 비용은 해외매출이 증대되거나 해외투자가 증가할수록 피할 수 없는 비용으로 남게 된다 (Mezias, 2002). 특히 최근 무역적자 발생과 중국의 임금인상으로 인한 노동수급력 악화 등으로 인하여 해외진출기업이 자국행 U턴 현상을 보이고 있는 것으로 나타나는 것은 과거 많은 기업들이 단기적인 성과를 기대하면서 해외진출을 시도했을 시 예상과 다른 결과가 야기되었음을 시사하는 바이다. 이에 본 연구에서는 해외진출을 매출액 증가나 이익향상이라고 하는 단기적인 성과 달성 측면으로는 바라보지 않고, 현지환경의 특수성 으로 인하여 기업이 감당해야 하는 비용 측면에서 접근하고자 한다(위준복과 안미강 2013). 특히 해외진출정도가 심한 기업이거나 해외현지에서 경영에 관심을 가는 이해관 계자가 많은 기업일수록 사회적 책임 등 부담해야 할 의무가 많아질 수 있다. 따라서 해 외진출정도나 외국인지분율의 크기가 기업의 사회적 책임에 어떠한 영향을 미치는지 분 석할 필요가 있을 것으로 판단된다.

한편 기업들의 환경문제 등 사회적 책임에 대한 관심이 높아지면서 CSR활동은 새로 운 글로벌 무역장벽으로 대두될 것이며, 모든 조직의 평가잣대가 될 수 있기 때문에 이 해관계자들의 요구에 대응하는 노력의 하나로 사회적 책임활동이 강화될 수 있다. 즉, 국 제적으로 다각화된 기업일수록 기업에 관심을 갖는 정보이용자들이 많아지고 사회적 책 임에 대한 요구가 증가하므로 이 때 지속가능경영이 더 활발해 질 것이다. 특히 해외진 출정도가 강하면서 대표적인 경영제수단이 되는 외국인투자자지분율이 큰 기업일 경우 그 정도가 더 심해질 것으로 판단된다. 이에 본 연구에서는 해외매출비중과 해외자산비 중으로 측정한 해외진출정도가 크면서 외국인지분율이 큰 기업일수록 이해관계자가 증가 하여, 지속가능경영에 대한 요구가 높아져 기업의 지속가능경영보고서 발간에 긍정적인 영향을 미치는지 분석하고자 한다.

분석대상기간은 2007년부터 2012년까지 유가증권시장에 상장된 비금융업 기업을 대상 으로 한다. 본 연구의 구성은 다음과 같다. 제2장에서는 연구의 이론적 배경을 살펴보고, 제3장에서는 이를 토대로 가설을 설정하며, 표본선정과 모형을 설계한다. 제4장에서는 실 증분석결과를, 마지막으로 제5장에서는 연구의 결론 및 한계점을 제시한다.

II. 이론적 배경과 가설설정

2.1 이론적 배경

지금까지 지속가능경영과 사회적 책임은 유사한 관점에서 논의되어 왔다¹⁾. CSR과 관련된 기존의 많은 연구는 CSR활동이 기업가치 또는 기업성장에 미치는 영향을 분석하고 있지만 일관된 결과를 보고하고 있지는 않다. 기업의 단기성장을 이용한 몇몇 연구는 사건연구(event study)를 통해 비정상수익률과 CSR활동과의 관계를 분석하였는데 실증분석결과는 일관되게 나타나지 않았다. 대표적으로 Wright and Ferris(1997)는 CSR과 기업성장에 음(-)의 관계를 보고하였지만 Posnikoff(1997)는 양(+)의 관계를 보고하였다. 그리고 Teoh, Welch and Wazzan(1999)는 CSR과 기업성과 간에 유의한 상관관계를 밝혀내지 못하였다.

CSR과 단기 재무적 성과 간의 관계를 실증분석한 연구와 마찬가지로 기업의 장기성장을 이용한 연구에서도 실증분석결과가 일관되게 나타나지 않았다. Vance(1975) 등은 CSR과 기업성장에 음(-)의 관계가 있다고 보고한 반면, Cochran and Wood(1984), Waddock and Graves(1997), 김창수(2009) 등은 CSR과 기업의 성과 간에 유의한 양(+)의 관계가 존재한다고 밝혔다. 그리고 Aupperle et al.(1985) 등은 CSR과 자산에 대한 위험조정수익률 사이의 유의한 관계를 설명하지 못하였다.

CSR과 기업가치 간에 음(-)의 상관관계가 있다고 주장하는 연구에 따르면 사회적 책임을 다하는 기업은 사회 및 환경분야 등에 대한 직접적인 비용이 발생하기 때문에 그로 인해 수익이 감소되는 불이익을 받게 된다. 따라서 일찍이 Freedman(1970)은 기업의 사회적 책임활동(CSR)은 해당기업의 이윤을 증가시키는 것을 전제로만 수행되어야 하고 기업이 CSR에 지나치게 집중하면 기업가치에 오히려 해가 될 것이라고 주장하였다. Bragdon and Marlin(1972), Vance(1975), Brammer, Brooks and Pavelin(2006) 등도 CSR활동에 대해 해당기업의 사회적 혹은 환경적 성과 제고를 위해 추가적으로 지불해야 하는 비용이며 주주가치의 제고에는 별효과가 없음을 강조한다. 또한 CSR에 대한 관심제고는 당연히 수익성 높은 사업안이나 투자전략이 오히려 소외될 것이라는 염려 또한 그 이유로 지적된다(Langbein and Posner, 1980; Aupperle, Carroll and Hatfield, 1985). 이에 비해 Ullman(1985)은 CSR과 기업성장을 직접적으로 연관시켜야만 할 어떠한 이유도 찾기 어렵다고 주장하며 양자간 관계에 대해 중립적인 입장을 취하고 있다. 여기에는 해당기업의 CSR에 대한 정확한 평가와 가치매김이 현자본시장의 수준으로는 불가능하다는 것이다(Statman, 2000).

또 다른 주장으로서 양자간 긍정적 연관성이 주장되기도 한다(장지인과 최현섭 2010; 김창수 2009; Derwall et al., 2005; Herremans et al., 1993; Guerard, 1997). CSR과 기업

1) 지금까지 기업의 지속가능경영과 사회적 책임, 또는 사회책임경영 등이 유사한 표현으로 사용되었으므로 본 연구에서도 사회적 책임과 지속가능경영에 대한 선행연구를 함께 정리하였다. 그러나 지속가능경영을 사회적 책임과 동일시할 경우 기업의 지속가능성은 기업 스스로가 사회에 책임을 짐으로써 가능하다는 인상을 주게 되므로 향후 사회적 책임과 지속가능경영이 활발해질 경우 구분하여 사용해야 할 것이다(안상아 2013).

가치간에 양(+)의 상관관계가 있다고 주장하는 연구는 기업이 수행하는 사회적 책임활동으로 인한 성과로부터의 이익이 CSR과 관련된 비용을 초과하기 때문에 CSR과 기업성과간에 양(+)의 상관관계를 가진다고 설명한다. 여기에는 CSR이 해당기업의 명성이나 브랜드 가치에 미치는 영향으로 유능한 경영자나 고용자를 끌어 모으는 역할을 하기에 CSR에 대한 기업투자가 장기간에 걸쳐 긍정적인 가치제고를 가져온다는 것이다. 이에 대한 근거로 Heal(2005)은 CSR활동이 이해관계자와의 상충을 감소시켜 기업의 명성을 제고할 수 있고, 이해관계자의 신뢰를 극대화할 수 있다고 주장한다. 즉, CSR활동을 통해 이해관계자와의 관계를 건전하게 구축함으로써 조직혁신, 종업원의 동기부여, 브랜드 명성제고, 협상력 제고 등을 통해 조직의 성과를 개선시킬 수 있다는 의미이다. 또한 김창수(2009)에 따르면 CSR은 단기적으로는 비용요인이기도 하지만 기업의 명성을 높이고 이로 인해 매출을 증가시키며 장기적으로는 비용을 낮추는 긍정적인 측면이 있다. 이를 통해 사회적 책임을 다하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 수익이 떨어질 가능성이 적고 기업가치를 훼손할 부정적 사건에 처할 가능성이 줄어들 수 있다. 이러한 측면에서 CSR은 거래비용과 이해관계자와의 잠재적인 이해상충을 최소화할 수 있는 최적방안이 될 수 있다(Freeman, 1984). 특히 Bruyn(1987)은 모든 투자란 사회적 근거를 가지므로 기업의 CSR과 관련된 미공개정보는 투자자들로 하여금 전통적인 평가모형에서는 미처 다루지 못한 중요한 경제적 가치에 대한 정보를 제공한다고 주장한다.

2.2 가설설정

기업이 무한 경영환경에서 경쟁력을 확보하기 위해 해외직접투자나 해외수출 등 글로벌 기업을 위한 노력은 계속 되어야 하는 상황에서, 상대적으로 국제적 활동이 활발한 기업일수록 환위험이나 광범위한 대리인 문제가 발생하게 된다. 이 때 해외에 있는 이해관계자들은 기업경영에 대한 정보를 습득하고자 하며, 최근 관심사 중 하나인 기업의 사회적 책임에 대해서도 요구하게 된다. 특히 사회적 책임활동은 국제사회가 적극적으로 합의하여 이룩하고자 하는 것으로써 해외진출비중이 큰 기업일수록 지속가능경영에 더 활발할 수 있다. 또한 CSR이 해당기업의 명성이나 브랜드 가치에 미치는 영향으로 Heal(2005)은 CSR활동이 이해관계자와의 상충을 감소시켜 기업의 명성을 제고할 수 있고, 이해관계자이 신뢰를 극대화할 수 있다고 주장한다. 따라서 해외진출 정도가 심하여 시장의 불확실성이 상대적으로 강한 기업일수록 지속가능경영에 대한 노력을 강화하여 이해관계자와의 관계개선을 꾀할 수 있다. 이러한 관계를 검증하기 위한 가설은 다음과 같다.

연구가설 1: 해외진출비중이 큰 기업일수록 지속가능보고서를 공시할 것이다.

반면 기업의 사회적 책임에 관한 연구에서 지속가능경영에 대한 해외진출정도와 지속가능경영 간의 관계에 소유구조가 미치는 영향을 실증적으로 검증하고자 한다. 기업의 소유구조가 우수하다면 지속가능보고서의 공시를 통한 경영자의 사적이익 추구가능성이 통제되어 지속가능경영에 대한 공시에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상되지만 소유구조가 우수하지 않은 기업에서는 지속가능경영을 위한 지출이 경영자의 사적이익 추구 등

을 위한 대리인 비용이 될 수 있어서 이 경우 지속가능보고서의 공시여부와 연계되지 않을 것으로 예상된다. 이러한 분석을 통해 지속가능경영을 통한 경영자의 사적이익 추구 가능성을 살펴볼 수 있으며 우수한 소유구조는 효율적인 지속가능경영을 유도하여 기업 가치 제고에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 확인할 수 있을 것으로 기대된다.

본 연구에서는 우수한 소유구조를 대용할 변수로 외국인지분율을 사용하였는데, 외국인투자자의 경우 자신의 정보열위 문제를 해결하고자 기업공시가 투명한 기업에 투자하기를 원하며(La Porta et al. 1999), 주주보호정책이 잘 정비된 기업을 선호하므로 외국인 지분율이 높은 기업일수록 소유구조가 안정적이라고 판단할 수 있다. 따라서 경영건제에 효과적인 역할을 하며 공시욕구가 높은 외국인투자자의 지분율이 높은 기업일수록 지속가능보고서 공시에 적극적일 것이다(위준복과 안미강 2013).

연구가설 2: 외국인지분율이 높은 기업일수록 지속가능보고서를 공시할 것이다.

세 번째 가설은 해외진출비중과 외국인지분율의 크기가 지속가능경영에 미치는 영향을 검증하기 위하여 해외진출정도가 큰 기업집단에서 외국인투자자의 지분율이 증가할수록 지속가능보고서를 공시할 확률이 높아지는지 검증하기 위한 것이다. 해외진출정도가 큰 기업에서 이미지 제고 등을 이유로 지속가능경영을 활발히 진행하더라도 관련활동에 대한 통제가 강화될수록 지속가능경영에 더욱 더 적극적일 수 있는데, 본 연구에서는 그러한 지속가능경영을 더 활발히 하는 수단으로 외국인투자자의 역할을 고려하고자 한다.

연구가설 3: 해외진출정도가 큰 기업에서 외국인지분율의 크기가 커질수록 지속가능보고서를 공시할 것이다.

III. 표본선정과 모형설계

3.1 표본선정

본 연구에서는 2007 부터 2012 까지 주권상장법인으로서 관리종목과 금융업에 속하지 않는 제조업 중 12월말 결산법인을 대상으로 하였다.²⁾

변수를 측정하는데 필요한 재무자료는 한국신용평가정보(주)의 KIS-VALUE를 사용하였으며 지분율자료는 한국상장협회의 데이터베이스인 TS-2000에서 추출한다. 또한 표본선정과정에서 재무자료와 지분율자료가 없는 기업과 이상치를 가진 기업은 제외하였다. 최종적으로 본 연구에 표본으로 사용된 기업은 총3,770개로 연도별 표본현황은 <표 1>에 제시한다.

2) 금융업은 다른 업종과 그 성격이 다르고 재무제표의 계정과목도 상이하므로 표본기업들의 동질성을 높이기 위해 배제하였다. 12월 결산법인이 아닌 기업은 결산시점의 차이로 인하여 비교가능성을 떨어뜨릴 수 있으므로 표본에서 제외한다.

<표 1> 연도별 표본현황

2007~2012년 사이의 주권상장법인 중 12월말 결산법인으로 비금융업에 속하는 기업 수	3,977개
재무자료와 지분율자료가 없는 기업	(122)
신규상장기업	(31)
극단치 제거	(54)
최종표본	3,770개
지속가능보고서를 공시한 기업	213개
지속가능보고서를 공시하지 않는 기업	3,557개

3.2 연구모형

기업특성에 따라 지속가능경영을 외부에 알리기 위해 시행하는 지속가능보고서 작성 여부가 달라지는지와 해외진출정도와 외국인지분율의 차이가 지속가능경영에 어떠한 영향을 미치는지 알아보기 위하여 설정한 가설은 다음의 연구모형을 통해 검증한다.

$$CSMD_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FOR_{i,t} + \alpha_2 FSALE(FASSET)_{i,t} + \alpha_3 DF * FOR_{i,t} + \alpha_4 BIG_{i,t} + \alpha_5 SIZE_{i,t} + \alpha_6 DEBT_{i,t} + \alpha_7 EV_{i,t} + \sum_{k=8}^{12} \alpha_k YDum_{i,t} + \epsilon_{i,t} \text{-----식(1)}$$

여기에서,

<종속변수>

CSMD = 해당연도에 지속가능보고서를 공시하여 공시하였으면 1, 아니면 0

<주요변수>

FOR = 외국인지분율

FSALE = 해외매출액/총매출액

FASSET = 해외자산/총자산

DF = 해외매출액비중(또는 해외자산비중)이 중위수 이상이면 1, 아니면 0

BIG = 대형회계법인에게 감사받으면 1, 아니면 0

SIZE = 기초총자산의 자연로그값

DEBT = 부채비율(총부채/총자산)

EV = 기업가치

YDum = 연도더미(해당연도에 속하면 1, 아니면 0)

식(1)의 모형은 가설1을 검증하기 위한 것으로 종속변수는 CSMD인데, 이 변수는 지속가능보고서 공시여부³⁾로 측정하였다. 기업들의 사회적 책임에 대한 요구가 높아지면서

이에 대한 활동이 많아지고, 이러한 활동이 많은 기업들에 대해 외부에서 긍정적으로 평가함에 따라 기업들은 이를 외부에 알리고자 하는 유인을 갖는다. 따라서 사회적 책임과 관련한 활동을 알리고자 기업들은 지속가능보고서와 같은 자료를 만들게 되는데, 기업특성에 따라 보고서 공시 여부는 달라지게 된다. 특히 소유구조와 관련하여, 경영투명성에 대해 상대적으로 긍정적인 역할을 하는 외국인투자자의 비중이 높아질수록 사회적 책임 활동이 증가할 것이고, 이를 외부에 알리고자 보고서를 공시하게 될 것이다. 즉, 외국인 지분율이 큰 기업일수록 종속변수인 지속가능보고서 공시여부에 양(+)³⁾의 영향을 미칠 것으로 예상된다. 또한 해외진출정도(FSALE 또는 FASSET)가 심한 기업일수록 해외현지 등의 이해관계자가 기업의 적극적인 지속가능경영을 요구할 수 있으므로 이 때 지속가능 보고서 공시가 더 활발할 것이다. 여기서 CSMD는 지속가능보고서 공시여부로 측정된 더미(dummy)변수이다.

한편 모형에서는 외국인지분율과 해외진출정도가 기업의 지속가능경영에 미치는 정확한 효과를 밝히기 위해서 감사품질(BIG), 기업규모(SIZE), 부채비율(DEBT), 기업가치(EV), 연도더미(YD)를 통제변수로 사용하였다. 기업공시활동은 감사인의 영향을 받을 수도 있으므로 공시수준과 BIG변수 간의 관련성을 살펴본 기존의 선행연구(허영빈·심상규, 2003)를 토대로 대형회계법인의 감사유무의 영향도 통제변수로 추가했다. 외부감사인은 경영자의 공시정책에 영향을 끼치게 되어 기업의 공시수준은 외부감사인의 질에 의해 달라질 수 있다. 대규모감사법인은 선진국 감사법인과 업무제휴를 통해 소규모 감사법인에 비해 높은 감사능력과 독립성을 갖추고 있는 것으로 인식되고 있으므로 대형회계법인에게 감사받는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 사회적 책임활동에 대한 공시 유인이 커질 것이라 예상되어 BIG변수는 양(+)³⁾의 계수를 가질 것이다. SIZE변수의 경우 기업규모가 크면 공시 수준이 높다는 David(2000)의 연구에서처럼 기업규모가 큰 기업일수록 기업정보 공시 유인이 크므로 지속가능보고서를 적극적으로 공시할 가능성이 있어 양(+)³⁾의 회귀계수를 예상할 수 있다. 또한 이는 다른 생략변수의 대용치로서 통제변수에 포함시켰다. 일본기업의 경우 역시 기업규모가 클수록 공시활동수준이 큰 것으로 나타났다(Yoshikawa and Gedajlovic, 2002).

정우성(2000)의 연구에서보면 타인자본 의존도 대용치로 재무레버리지를 사용하여 기업의 자발적 공시와의 관련성을 살펴본 결과 재무레버리지비율이 감소한 기업의 경우 자발적 공시가 증가하는 것으로 나타났다. 즉, 부채비율이 감소한 기업의 경영자는 이것이 자신에게 유리하게 작용할 것이라 생각하고 정보공시 유인을 갖는 것이다. 부채비율이 높아 타인자본 의존도가 높은 기업의 경우 지속가능보고서를 공시하고자 하는 유인이 작을 것으로 예상되어 음(-)³⁾의 회귀계수가 예상된다. 다음으로 경기변동 상황에 따른 연도별 차이를 통제하기 위해서 연도더미를 추가한다.

3) 지속가능보고서 공시여부는 대한상공회의소 산하 지속가능경영원의 공시자료를 이용하여 측정하였다.

IV. 분석결과

4.1. 기술통계와 상관분석

<표 2>는 본 연구에서 사용한 변수의 기술통계량을 나타낸다. 모형의 종속변수인 CSMD의 평균은 0.056으로 전체 표본의 약 6%정도가 지속가능경영을 하고 이를 알리기 위한 지속가능보고서를 공시하는 것으로 나타났다. 외국인지분율의 평균은 0.094, 최소값은 0.000이었고, 최대값은 0.871으로 표본기업 중 외국인지분을 가장 많이 보유한 기업의 외국인지분율은 전체 지분 중 약 87.1%를 차지하고 있었다. 표본기업의 약 54%가 대형 회계법인에게 감사를 받고 있었으며, 기업규모와 부채비율의 평균은 각각 26.659와 0.443으로 기존의 연구와 비슷한 값을 가졌다. 해외진출정도를 나타내는 해외매출액비중의 평균은 0.246, 최소값과 최대값은 각각 0.000과 1.000으로 해외매출액이 전혀 없는 기업과 매출액 전부가 해외매출액이 차지하고 있는 기업도 있음을 확인할 수 있다. 해외자산비중의 평균값은 0.079이었으며, 최대값은 0.999로 나타났다.

<표 2> 주요변수의 기술통계

변수(n=3,770)	평균	표준 편차	최소값	중앙값	최대값
CSMD	0.056	0.231	0.000	0.000	1.000
FOR	0.094	0.139	0.000	0.030	0.871
FSALE	0.246	0.303	0.000	0.074	1.000
FASSET	0.079	0.661	0.000	0.016	0.999
DFS*FOR	0.045	0.105	0.000	0.000	0.871
DFA*FOR	0.047	0.109	0.000	0.000	0.871
BIG	0.544	0.498	0.000	1.000	1.000
SIZE	26.659	1.529	22.712	26.394	32.523
DEBT	0.443	0.202	0.001	0.449	2.034
EV	0.762	0.652	0.000	0.624	13.352

주) 1. 변수설명

CSMD = 해당연도에 지속가능보고서를 공시하였으면 1, 아니면 0

FOR = 외국인지분율

FSALE = 해외매출액/총매출액

FASSET = 해외자산/총자산

DF = 해외매출액비중(또는 해외자산비중)이 중위수 이상이면 1, 아니면 0

BIG = 대형회계법인에게 감사받으면 1, 아니면 0

SIZE= 기초총자산의 자연로그값

DEBT = 부채비율(총부채/총자산)

EV = 기업가치

<표 3>은 주요변수의 상관관계를 나타낸 결과로, 지속가능보고서 공시여부로 측정된 CSMD와 외국인지분율 변수 간에 매우 유의한 양(+)의 관계를 보임으로써 기업이 경영 의사결정에 상당한 영향을 미치는 것으로 제시되는 외국인투자자가 지속가능경영이나 이와 관련한 정보 공시에 긍정적인 영향을 미침을 시사한다. 해외진출정도를 나타내는 해

해외매출액 비중과 지속가능보고서 공시여부 역시 유의한 양(+)의 상관관계를 가져 해외진출정도가 심한 기업일수록 지속가능경영에 더 적극적임을 알 수 있었다. 반면 해외자산 비중과 지속가능보고서 공시여부 간에는 통계적으로 유의한 상관관계가 나타나지 않았다. 해외진출정도가 심한 기업집단에서 외국인지분율이 증가할수록 지속가능보고서 공시가 더 잘 이루어지는 살펴보기 위하여 해외매출액 비중이나 해외자산 비중이 중위수 이상인 기업에 1의 값을 주어 외국인지분율과 상호작용시킨 DF*FOR의 변수와 CSMD의 관계를 검증하였다. 그 결과 해외진출정도의 대용치인 두 변수 모두 지속가능보고서 공시여부와 유의한 양(+)의 상관관계를 보여 해외진출정도가 심한 기업에서 외국인지분율이 증가할수록 지속가능경영을 상대적으로 더 잘 수행하고 있음을 나타내었다. 통제변수 중에서는 대형회계법인 감사유무, 기업규모, 부채비율과 CSMD이 양(+)의 상관계수를 보였으며, 통계적 유의성도 높게 나타나 대형회계법인에게 감사받는 기업일수록, 기업규모가 크거나 부채비율이 높은 기업일수록 지속가능보고서를 공시함을 알 수 있었다.

통제변수들 간의 상관관계 분석결과에서는 대형회계법인 감사유무와 외국인지분율, 그리고 기업규모와 대형회계법인 감사유무가 유의한 양(+)의 상관관계를 보였으며, 외국인지분율과 부채비율은 음(-)의 상관관계가 있음을 보여주었다.

<표 3> 주요변수의 상관관계

전체기업 (n=3,770)

	FOR	FSALE	FASSET	DFS*FOR	DFA*FOR	Big	size	debt
FSALE	-0.003 0.842							
FASSET	-0.022 0.177	0.070 0.000						
DFS*FOR	0.605 0.000	0.356 0.000	0.009 0.589					
DFA*FOR	0.636 0.000	0.244 0.000	0.022 0.179	0.762 0.000				
BIG	0.160 0.000	0.008 0.629	-0.012 0.456	0.074 0.000	0.117 0.000			
SIZE	0.086 0.000	0.007 0.649	0.005 0.781	0.058 0.000	0.042 0.010	0.194 0.000		
DEBT	-0.140 0.000	0.107 0.000	0.006 0.728	-0.054 0.001	-0.044 0.007	0.026 0.106	-0.009 0.564	
EV	0.292 0.000	-0.018 0.275	-0.007 0.684	0.140 0.000	0.141 0.000	-0.001 0.961	0.033 0.041	-0.072 0.000
CSMD	0.264 0.000	0.082 0.000	-0.009 0.586	0.203 0.000	0.173 0.000	0.049 0.003	0.058 0.000	0.060 0.000

주) 1. 변수설명

CSMD = 해당연도에 지속가능보고서를 공시하였으면 1, 아니면 0

FOR = 외국인지분율

FSALE = 해외매출액/총매출액

FASSET = 해외자산/총자산

DF = 해외매출액비중(또는 해외자산비중)이 중위수 이상이면 1, 아니면 0

BIG = 대형회계법인에게 감사받으면 1, 아니면 0

SIZE= 기초총자산의 자연로그값

DEBT = 부채비율(총부채/총자산)

EV = 기업가치

주) 2. 상관계수 하단의 수치는 유의수준을 나타냄

4.2. 회귀분석

상관관계분석만으로는 결과를 단정할 수 없으므로 본 절에서는 지속가능보고서 공시여부에 영향을 미칠 수 있는 기업특성변수를 함께 고려하여 로지스틱 회귀분석 결과를 제시하고자 한다.

<표 4> 전체기업에 대한 로지스틱회귀분석 결과

변수 (n=3,805)	예상부호	해외매출비중		해외자산비중	
		계 수	Wald	계 수	Wald
상수		-8.397	41.921 ***	-8.428	42.323 ***
FOR	+	5.250	164.646 ***	5.278	169.544 ***
FSALE(FASET)	+	1.724	20.878 ***	2.367	40.167 ***
DF*FOR	+	2.130	32.284 ***	0.395	4.923 **
BIG	+	-0.005	0.001	0.004	0.001
SIZE	+	0.129	7.451 ***	0.128	7.395 ***
DEBT	-	-0.598	5.078 **	-1.444	1.944
EV	+	0.190	4.974 **	0.169	4.140 **
YD		포함			
분류정확도		94.0		94.1	
χ^2		252.203***		231.467***	

주) 1. 변수설명

CSMD = 해당연도에 지속가능보고서를 공시하였으면 1, 아니면 0

FOR = 외국인지분율

FSALE = 해외매출액/총매출액

FASSET = 해외자산/총자산

DF = 해외매출액비중(또는 해외자산비중)이 중위수 이상이면 1, 아니면 0

BIG = 대형회계법인에게 감사받으면 1, 아니면 0

SIZE = 기초총자산의 자연로그값

DEBT = 부채비율(총부채/총자산)

EV = 기업가치

YD = 연도더미

주) 2. ***, **, *는 각각 유의수준 1%, 5%, 10%를 나타냄(양측검정).

외국인지분율과 해외진출정도를 주요 독립변수로 하는 로지스틱회귀분석결과는 <표 4>와 <표 5>에 제시하였는데, <표 4>는 전체기업들을 대상으로 하여 분석을 실시한 것이고, <표 5>는 해외진출정도가 큰 기업집단만을 대상으로 외국인지분율과 지속가능보고

서 공시여부 간의 관계를 검증한 것이다. 그 결과 외국인지분율은 양(+)의 회귀계수를 가져 본 연구의 예상과 일치한 결과를 나타내었으며, 통계적 유의성도 높았다. 또한 해외 매출비중과 해외자산비중으로 측정된 해외진출정도의 대용변수의 계수 역시 양(+)의 부호를 가져 해외진출이 심한 기업일수록 지속가능보고서를 공시할 확률이 높아짐을 알 수 있었다. 한편 통제변수 중에서는 기업규모가 예상대로 지속가능보고서 공시여부에 유의한 양(+)의 영향을 끼쳤으며, 그 값은 통계적으로 유의하게 나타났으며, 부채비율은 지속가능경영에 음(-)의 영향을, 기업가치는 양(+)의 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 외국인지분율이 높은 기업이거나 기업규모가 큰 기업일수록 지속가능보고서를 공시함을 알 수 있다.

V. 결론

최근 들어 기업에서는 지속가능경영활동이 기업가치와 기업의 지속가능성을 결정하는 중요한 요인 중의 하나로 받아들여지고 있으며, 이로 인해 기업에서 지속가능경영은 기업가치 제고를 위한 중요한 경영전략으로 여겨지고 있다. 이러한 기업 현실에 비해 지속가능경영에 관한 이론적인 연구는 아직 국내에서 활발히 수행되고 있지는 않다. 본 연구는 국내 기업을 대상으로 외국인지분율과 해외진출의 수준에 따라 지속가능경영의 정보공시에 미치는 영향이 어떻게 달라지는가를 분석하고 나아가 외국인지분율과 해외진출정도의 상호작용효과가 지속가능경영에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 이에 본 연구는 지속가능경영과 소유지배구조에 관해 국내에서 가용한 데이터 중 가장 앞선 데이터를 사용하여 시사성이 있는 중요한 주제에 대해 연구를 수행하고자 한다는 점에서 큰 의의가 있다.

사회적 책임활동이나 지속가능경영에 대해 알리는 대표적 수단인 지속가능보고서 공시와 외국인지분율, 기업성과, 기업가치 간의 관계를 검증하기 위하여 본 연구에서는 2007년부터 2012년까지 상장된 기업 중 12월말 결산법인이며, 금융업이 아닌 기업들을 분석 대상으로 선정하였다. 분석결과 외국인지분율을 주요 독립변수로 하는 로지스틱회귀분석에서, 외국인지분율은 양(+)의 회귀계수를 가져 본 연구의 예상과 일치한 결과를 나타내었으며, 통계적 유의성도 높았다. 해외매출액비중과 해외자산비중으로 측정된 해외진출 변수도 지속가능보고서 공시에 유의한 양(+)의 영향을 미침으로써 해외진출비중이 큰 기업일수록 그렇지 않은 기업보다 지속가능보고서를 더 공시함을 알 수 있었다. 한편 통제변수 중에서는 기업규모가 예상대로 지속가능보고서 공시여부에 유의한 양(+)의 영향을 끼쳤으며, 그 값은 통계적으로 유의하게 나타났다. 결국 해외진출정도가 크거나 외국인투자자와 같은 경영권제수단의 역할을 하는 이해관계자가 많은 기업일수록 지속가능경영 이후 이를 외부에 알리고자 지속가능보고서를 공시하고자 하는 유인이 강하며 이 때 투자자들의 호의적인 평가를 받을 수 있음을 추측할 수 있다.

본 연구의 결과는 기업이 자발적으로 지속가능경영을 수행할 유인을 확인할 수 있다는 점과 지속가능경영을 통해 주주와 이해관계자들의 이익이 동시에 도모될 수 있다는 근거를 제시할 수 있을 것이다. 나아가 외국인지분율이 기업가치 제고에 기여하는 또 다른 경로를 확인할 수 있다는 점에서도 중요한 의의를 가진다. 이러한 점은 지속가능경영을 적극적으로 수행하고자 하는 실무계에 시사하는 바가 크므로 지속가능경영과 관련된 정책 마련에 방향성을 제시할 수 있다. 또한 본 연구의 진행결과, 투자자들에게도 많은 함의를 줄 수 있으며, 최근 활발히 논의가 되고 있는 사회책임투자나 지속가능경영, 환경회계와 관련해서도 함의를 줄 수 있다는 점에서 의의를 찾을 수 있다.

참고문헌

- 김명기(2011), “지속가능경영 노력이 인지된 기업의 성과에 미치는 영향 요인에 관한 연구”, 단국대학교 박사학위논문.
- 김 강(2012), “지속가능경영이 장단기 경영성과에 미치는 영향,” 회계연구 제17권 제4호, 95-117.
- 김수희·한승민(2011), “이해관계자 참여 측면에서의 주주관여 현황과 시사점,” 대한상공회의소 연구 보고서.
- 김창수(2009), “기업의 사회적 책임활동과 기업가치,” 한국증권학회지 제38권 제4호, 507-545.
- 박준완(1990), ‘회계이익공시의 주가반응과 상장기간효과,’ 회계학연구 제10호, 1-18.
- 안미강·윤순석·고대영(2009), ‘현금흐름과 기업특성이 기업설명회에 미치는 영향,’ 회계저널 제18권 제2호, 161-184.
- 안상아(2013), “국내 상장기업의 지속가능보고서 발간 현황 및 분석,” 지속가능경영원.
- 장지인·최헌섭(2010), “기업이 사회적책임(CSR)과 재무성과와의 관계,” 대한경영학회지 제23권 제2호“ 633-648.
- 정우성(2000), ‘경영자 이익예측정보의 정확성과 시장기대이익 대응치로서의 적합성,’ 증권학회지 제21권, 1-30.
- 허영빈·심상규(2003), ‘기업소유구조가 회계정보 공시수준에 미치는 영향,’ 대한경영학회지 제16권 제5호, 1287-1311.
- Aupperle, K. E., A. B. Carroll, and J. D. Hatfield, 1985, An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability, *Academy of Management Journal* 28, 446-463.
- Barry, C. B. and S. J. Brown(1984), ‘Differential Information and the Small Firm Effect,’ *Journal of Financial Economics* 13(June), 283-294.
- Bragdon J. and J. Marlin, 1972, Is pollution profitable?, *Risk Management* 19, 9-18.
- Brammer S., C. Brooks, and S. Pavelin, 2006, Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures, Working Paper.
- Bruyn. S., *The field of social investment*, Cambridge University Press, 1987.
- Cochran, P. L. and R. A. Wood, 1984, Corporate social responsibility and financial performance, *Academy of Management Journal* 27, 42-56.
- David, S. Gelb(2000), ‘Managerial Ownership and Accounting Disclosure: An Empirical Study,’ *Review of Quantitative Finance and Accounting* 15(August), 169-185.
- Derwall, J., N. Guenster, R. Bauer and K. Koedijk, 2005, The eco-efficiency premium puzzle, *Financial Analysts Journal* 61, 53-64.
- Freeman, R. E., *Strategic management: a stakeholder approach*, Oxford University Press, 1984.
- Guerard. J., 1997, Is There a cost to being socially responsible in investing?, *Journal Forecasting* 16, 475-490.
- Heal, G., 2005, Corporate social responsibility: an economic and financial framework, *Geneva Papers* 30, 387-409.
- Herremans. I., P. Akathaporn and M. McInnes, 1993, An investigation of corporate social responsibility reputation and economic performance, *Accounting, Organization and Society*

- 18, 587-604.
- Jensen, M. and W. Meckling, 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3(October), 305-360.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes and A. Shleifer, 1999, Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance* 54, 471-475.
- Langbein, J. and R. Posner, 1980, Social investing and the law of trusts, *Michigan Law Review* 79, 72-112.
- Posnikoff, J., 1997, Disinvestment from South Africa: They did well by doing good, *Contemporary Economic Policy* 15, 76-86.
- Statman, M., 2000, Socially responsible mutual funds, *Financial Analysts Journal* 56, 30-39.
- Teoh, S., I. Welch, and C. Wazzan, 1999, The effect of socially activist investment policies on the financial markets: Evidence from the South African boycott, *Journal of Business* 72, 35-89.
- Ullman, A., 1985, Data in search of a theory: a critical examination of the relationships among social performance, social disclosure and economic performance of U. S. firms, *The Academy of Management Review* 10, 540-557.
- Vance, S. C., 1975, Are socially responsible corporations good investment risks?, *Management Review* 64, 18-24.
- Waddock, S. A. and S. B. Graves, 1997, The corporate social performance-financial performance link, *Strategic Management Journal* 18, 303-319.
- Wright, P. and S. Ferris(1997), "Agency Conflict and Corporate Strategy: The Effect of Divestment on Corporate Value," *Strategic Management Journal* 18, 77-83.
- Yoshikawa, T. and R. Gedajlovic(2002), 'The Impact of Global Capital Market Exposure and Stable Ownership on investor relations Practices and Performance of Japanese Firms,' *Asia Pacific Journal of Management* 19(December), 525-540.