

기업 소유구조와 사회적 책임투자간 관계에 대한 실증 분석

박용삼* · †포세원**

A Study On The Relationship Between Ownership Structure And Corporate Social Responsibility

Yongsam Park* · †Sewon Pyo**

■ Abstract ■

We investigate the relationship between ownership structure and firm performance. For this paper, we use the 'donation' figure from the income statement of each firm as a measure of firm performance rather than short-term financial measure that has been widely used by previous studies. Our results are consistent with the idea that family ownership is both prevalent and substantial in Korea. More importantly, however, non-family firms are found to give more donations than family firms. This suggests that non-family firms more readily recognize the significance of corporate social responsibility and play an active role in philanthropy.

Keywords : Ownership Structure, Donation, Corporate Social Responsibility

1. 서 론

21세기 들어 급변하는 기업 환경 하에서 기업의

소유구조(Ownership structure)에 대한 논의가 급격히 관심의 대상으로 떠오르고 있다. 즉 오너 경영체제가 바람직한 것인가 아니면 전문경영인 체

논문접수일 : 2008년 01월 03일 논문수정일 : 2008년 08월 18일 논문게재확정일 : 2008년 08월 20일

* 포스코 경영연구소 경영연구센터 연구위원

** 포스코 경영연구소 경영연구센터 연구위원

† 교신저자

제가 바람직한 것인가라는 문제가 시대적인 경제 화두로 회자되고 있는 것이다. 사실 어떤 소유구조가 기업목표 달성 측면에서 더 우월한 경영방식인가는 자본주의 경제가 태동하면서부터 끊임없이 제기되어 온 의문 중의 하나이다. 그리고 그 대담도 시대의 변천에 따라 변해 왔다.

Anderson and Reeb(2003)에 의하면 일찍이 전문경영인 체제를 도입, 시행하고 있는 선진자본주의 국가인 미국에서도 오너경영기업의 숫자가 35%에서 37%에 달하는 것으로 분석되고 있다. 또한 우리가 익히 알고 있는 피아트(FIAT), 지멘스(Siemens), BMW, 카르푸(Carrefour) 등 많은 유럽기업들도 오너 가문이 이사회에 참여해 경영권을 행사하는 오너경영 기업이다. 우리나라의 경우도 삼성의 이병철과 이건희家, 현대의 정주영과 정몽구家, LG의 구인회와 구분무家 등의 오너가족 경영기업이 세계적인 기업으로 성장한 것도 주지의 사실이다.

그러나 최근 이와 같은 오너 경영기업의 성과를 인정하면서도 글로벌화되어 가는 경제환경의 변화와 오너 경영의 소유구조에서 파생되는 부정적인 요소들로 인해 전문경영인 체제의 도입을 옹호하는 목소리가 점차 설득력을 얻고 있다. 세계적 글로벌 기업의 하나인 GE의 전 CEO인 잭 웰치는 가족경영을 이미 미국을 비롯한 서구 자본주의 사회에서 실패한 제도로 규정하면서 기업의 규모가 커지고 다변화된 기업환경 하에서는 전문경영인 체제가 성공 확률이 높다고 주장하고 있다. 또한 국내 일부 오너경영 기업에서 가족간의 소유권 분쟁, 무모한 신종사업 진출, 방대한 기업확장, 후계오너의 경영 리더십 부족 등으로 인한 부분적인 기업 실패사례는 오너 경영의 부정적인 단면을 보여주고 있다. 이와 같은 관점에서 볼 때, 향후에도 오너 경영 기업과 전문경영인 기업의 장, 단점에 관한 논쟁은 지속적으로 이어질 것으로 보인다.

지금까지 '기업의 소유구조와 경영성과와의 관계' 즉 오너 경영과 전문경영인 기업간 어떤 소유구조가 우월한 경영방식인가에 대한 연구가 국내

외적으로 많은 학자들에 의해서 부단히 이루어져 왔다. 특히 최근 들어 '기업의 재무적 성과'를 변수로 한 연구들이 많이 발표되었는데, 크게 오너경영이 우월하다고 하는 주장(Demsetz and Lehn(1985), Stein(1988), James(1999), Anderson and Reeb(2003), 최우석과 이우백(2005) 등)과 전문경영인 체제를 옹호하는 주장(Demsetz(1983), Fama and Jensen(1985), Burkart, Gromb and Panunzi(1997), Shleifer and Vishny(1997), DeAngelo and DeAngelo(2000) 등)으로 양분된다.

이러한 연구들이 소유구조에 대한 관심을 높이고 이해도를 제고해 왔음은 두 말할 나위가 없다. 그러나 구체적인 연구결과의 모습과 관련 없이 이들 연구들은 한가지 한계를 갖는다. 기업의 성과지표로서 영업이익률, 순이익률 등의 단기적인 재무 성과 혹은 주가수익비율, Tobin's Q 등 주식시장에서의 성과지표에 치중했다는 것이다. 물론 이러한 지표가 가장 직접적이고 관찰이 용이한 지표임에는 틀림없으나 한 기업의 궁극적인 성패를 논하기 위해서는 보다 장기적인 성과지표가 필요하다.¹⁾

이에 본 연구에서는 소유구조에 따른 경영성과 변수로서 '기업의 사회적 책임'을 살펴보기로 한다. 즉 '오너경영 체제와 전문경영 체제 중 어떤 소유구조가 사회적 책임을 더 충실히 수행하고 있는가'가 본 연구의 주된 관심사이다. 최근 기업경영의 새로운 화두로 제시된 지속가능경영(Sustainability Management)²⁾에서도 경제적 수익성, 환경적 건전성과 더불어 사회적 책임이 강조되고 있다. 즉 기업이 지속적으로 성장하기 위해서는 높은 경제적

1) 소유구조에 따른 기업 성과지표로서 회계적 수익성, 시장성과 지표 이외의 것을 고려한 연구도 있다. Lee and O'Neill(2003), 김경목(2003)은 연구개발 투자를, Amihud and Lev(1999)는 다각화 수준을, Hill and Snell(1989), 황동섭(2005)는 생산성을 고려한 바 있다.

2) '지속가능경영'이란 근로자 및 근로자의 가족, 그리고 나아가 지역사회와 사회전반의 삶의 질을 개선시키고, 이와 함께 경제적 발전을 지속 가능하게 하기 위한 기업들의 경영활동이라고 정의된다(WBCSD, 2002).

수익성뿐만 아니라 사회적 책임도 충실히 이행해야 한다는 것이다. 따라서 소유구조 별 우월을 판가름하는 장기적 관점의 변수로서 기업의 사회적 책임노력을 고려하는 것은 의미가 크다고 하겠다.

최근 국내외 많은 기업들이 각종 장학제도, 기부활동, 사회봉사 활동 등을 통해 유, 무형의 사회적 책임 노력을 다하고 있다. 특히 국내의 경우 일부 재벌 총수들은 거액의 사재를 사회에 헌납함으로써 재벌에 대한 반기업 정서를 완화시키려 노력하는 경우도 있다. 그러나 이러한 이벤트성 사재 출연이나 무형의 사회봉사 활동 등을 가지고는 엄밀한 과학적 분석이 불가능하다. 따라서 본 연구에서는 2005년 기준 국내 매출 500대 기업을 대상으로 데이터 수집이 용이하고 계량적으로 분석이 가능한 손익계산서 상의 '기부금' 항목을 사회적 책임 변수로 사용하였다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 우선 제 2장에서는 기업의 소유구조와 사회적 책임에 관련한 선행 연구를 검토하고 제 3장에서는 본 연구에서 사용한 연구자료를 설명한다. 제 4장에서는 기업의 소유구조와 사회적 책임활동의 관계를 실증 분석할 연구모형을 제시하고 그 분석 결과를 해석하였다. 마지막으로 제 5장에서는 연구의 시사점을 종합하고 한계점을 제시하였다.

2. 선행연구

앞에서 언급한 바와 같이 소유구조 별 성과에 대한 양분된 입장, 즉 어떤 소유구조가 우월한 경영방식인가에 대해서는 시대 상황과 국가별 특수성에 따라 입장이 극명하게 구분된다. 본 절에서는 기업의 소유구조 그리고 기업의 사회적 책임과 관련한 선행연구들을 살펴보고자 한다.

2.1 기업의 소유구조

우선 오너경영에 대한 긍정적인 연구 결과를 보면 주로 오너의 장기적인 시각을 강조하고 있다.

Demsetz and Lehn(1985)은 장기적인 안목을 가진 오너와 전문경영인의 적절한 조화는 오너의 사적 이익 추구를 제한하는데 매우 효과적이라고 주장하였으며, Stein(1988)은 장기적인 시각을 갖춘 오너는 전문경영인의 근시안적 시야를 보다 멀리, 넓게 조정해 줄 수 있는 효과를 나타낸다는 연구결과를 발표하였다. 또한 James(1999)는 오너 가족들이 가지고 있는 후손에 대한 기업 승계의 강한 유인 때문에 장기적인 관점에서 효율적인 투자가 가능하다고 주장하였다. Anderson and Reeb(2003)의 경우 S&P 500 기업 중 오너기업이 1/3 정도가 되며, 오너와 오너가족이 CEO일 경우에 재무적 성과가 우수함을 강조하고 있다.

한편 국내에서는 최우석과 이우백(2005)이 오너 경영방식이 전문경영인 방식보다 총자산영업이익률, 시장조정초과수익률, Tobin's Q의 변화량 측면에서 우수한 기업 성과를 유도한다고 주장하였다. 그 이유로는 소유와 경영의 일치에 따른 강력한 리더십 발휘와 장기적 관점에서 기업가치 극대화 추구, 그리고 의사결정 및 대리인 비용 감소 등을 들고 있다.

오너 경영에 대한 긍정적 연구에 못지않게 부정적인 연구결과 또한 팽팽히 맞서고 있다. Demsetz (1983)는 회사의 오너와 대주주들은 수익성과 무관한 곳에 자원을 낭비함으로써 투자기회를 놓칠 수 있다고 지적하였고, Fama and Jensen(1985)은 오너가 기업의 생존과 사적 이익추구와 같은 개인적인 목적에 관심을 기울임으로써 소액주주와 이해상충 가능성이 있음을 시사하였다. 마찬가지로 Burkart, Gromb and Panunzi(1997)도 사적 이익을 위해 행동하는 오너 가족들은 기업의 생산성에 부(負)의 영향을 미칠 수 있다고 주장하였다. 또한 Shleifer and Vishny(1997)는 소유지배주주들이 과도한 보상을 요구하거나 사적 관계자와의 거래와 특별 배당 등을 통해 회사의 이익을 착취할 수 있음을 보였다. DeAngelo and DeAngelo(2000)의 경우도 이와 비슷한 내용을 주장하고 있는 바, 오너 가족들의 특별 배당에 대한 부당한 요구는 기업의

자본확충 계획에 부정적인 영향을 미치고 결과적으로 영업부진과 추가하락으로 이어질 수 있다고 주장하였다.

최근 국내에서도 이와 관련된 연구가 진행되었다. 황동섭(2005)은 한국기업에서 오너경영이 전문경영보다 성과가 높은 효율적인 경영형태라고 주장하는 선행연구는 일반화하기가 어렵다는 연구결과를 발표하였다. 이에 따르면 한국의 경우 사회적, 문화적 특성에 따라 오너 기업은 물론 전문경영인 기업도 기업에 대한 애착과 주인의식이 강할 뿐만 아니라 외환위기 이후 경영투명성이 크게 제고됨으로써 소유구조가 기업의 성과를 결정하는 중요한 요인이 되지 않는다고 주장하고 있다.

지금까지 고찰한 오너경영의 긍정과 부정에 관한 논지를 요약하면 다음의 <표 1>과 같다.

2.2 기업의 사회적 책임

지금까지 ‘기업의 사회적 책임’에 관해 많은 연구들이 이루어져 왔지만 이는 주로 사회적 책임활동을 어떻게 평가할 것인가 등의 평가문제, 그리고 사회적 책임활동이 기업의 경영성과 또는 소비자의 행동에 미치는 영향 등의 연구가 주류를 이루고 있다.

Abbott and Monsen(1979)은 Fortune 500대 기업의 연차보고서를 내용 분석하여 기업의 사회적

임활동의 노출여부와 이의 측정방법에 대해 연구하였다. 또한 Fombrun and Shanley(1990), Herremans, Akathaporn and McInnes(1993), Landon and Smith(1997) 등은 기업의 좋은 평판이 결과적으로 더 낮은 경영성과를 얻는데 도움을 준다는 것을 확인하였다.

국내에서는 이상민(2002)이 기부행위를 중심으로 한국과 미국 기업의 사회공헌 활동을 비교분석하였다. 특히 미국 기업들은 기부활동을 전략경영의 일환으로 공식적, 체계적으로 관리하고 있으며, 제도적으로도 여러 세금혜택 등을 통해 기부활동을 촉진하는 인센티브가 발달되어 있음을 밝히고 있다. 위평량(2006)은 우리 기업의 윤리경영과 기업가치간의 관계 분석을 통해 사회공헌활동이 기업가치에 통계적으로 매우 유의하게 긍정적인 영향을 주는 것으로 추정하였다. 그는 기업의 사회공헌을 반영하는 지표로서 장애인 및 소외계층에 대한 자선활동과 장애인 고용수준, 그리고 비영리 사회단체에 대한 기부금을 사용한 바 있다.

한편 이러한 ‘기업의 사회적 책임활동’이 어떠한 변수들에 의해 영향을 받는지에 대한 연구는 상대적으로 부족한 실정이며, 다양한 차원을 통해 기업의 사회적 활동을 제시하고 있는 연구들 역시 소수에 그치고 있다. McElroy, et al.(1985)은 기업의 이익이 증가하면 할수록 그에 비례하여 기업의 사회적 책임규모가 증가한다는 관계를 보였다. Wang

<표 1> 오너경영에 대한 긍정과 부정 논지

| 구 분 | 오너경영 옹호론 | 오너경영 부정론(전문경영 옹호론) |
|-------|--|---|
| 근거 | <ul style="list-style-type: none"> 대주주 오너의 존재는 주주와 경영자간 대리인 비용을 감소시켜 기업 성과에 도움이 됨 오너들은 승계유인이 크기 때문에 장기적 관점에서 효율적인 투자를 하며, 단기성과에 집착하는 등의 근시안적 의사결정 유인이 적음 | <ul style="list-style-type: none"> 오너들은 주주가치 향상보다는 사적이익에 관심을 갖기 때문에 회사의 수익성과 무관한 곳에 자원을 낭비하고 소액주주와 이해상충이 발생할 가능성이 큼 자질검증이 안된 오너 가문의 경영참여와 그들이 요구하는 과도한 보상, 사적관계자와의 거래, 특별 배당 등은 기업가치에 부정적인 영향을 미침 |
| 주요 연구 | <ul style="list-style-type: none"> Demsetz and Lehn(1985) Stein(1988) James(1999) Anderson and Reeb(2003) 최우석 and 이우백(2005) | <ul style="list-style-type: none"> Demsetz(1983) Fama and Jensen(1985) Burkart, Gromb and Panunzi(1997) Shleifer and Vishny(1997) DeAngelo and DeAngelo(2000) 황동섭(2005) |

and Coffey(1992)는 이사회와 기업의 사회적 공헌에 관한 관계를 실증 분석하였는데 이에 따르면 기업의 사회에 대한 자선적 공헌은 기업내임 직원들에 의한 주식소유비율, 이사회에서의 여성과 소액주주들의 비율에 비례하여 증가한다고 주장하였다.

3. 연구 자료

3.1 표본종목과 표본기간

본 연구에 사용된 표본은 2005년 국내 매출규모 500대 기업을 대상으로 하였으며, 기간은 외환위기 이후인 2001~2005년까지 5년간으로 하였다.³⁾ 외환위기 기간인 1997~2000년은 우리나라 산업 전반에 걸쳐 기업성세가 낮았으며, 실증분석에서 노이즈가 상대적으로 큰 기간이므로 본 연구에서 제외하였다.⁴⁾

총 500개의 표본 중에서 소유구조에 대해 별도의 법적, 제도적 규제를 받고 있는 금융업과 공기업, 외국인 투자기업 그리고 합작투자기업을 제외한 356개의 표본을 최종 선정하였다. 선정된 기업들의 산업별 분포를 보면 <표 2>와 같다.

재무제표 수치들은 재무정보 제공업체인 FnGuide의 데이터베이스에서 찾았으며, 소유구조 형태를 판단하기 위한 자료는 역시 재무정보 제공업체인

KIS-LINE에서 제공하는 각 기업별 사업보고서의 자료로부터 수집하였다.

<표 2> 표본기업의 산업별 분포

| 업종 | 업체수 | 구성비(%) |
|----------|-----|--------|
| 제조업 | 191 | 53.7 |
| 가스 및 수도업 | 10 | 2.8 |
| 건설업 | 51 | 14.3 |
| 도매 및 소매업 | 48 | 13.5 |
| 숙박 및 음식업 | 2 | 0.6 |
| 운수업 | 18 | 5.1 |
| 통신업 | 9 | 2.5 |
| 임대업 | 3 | 0.8 |
| 서비스업 | 24 | 6.7 |
| 계 | 356 | 100.0 |

3.2 주요 변수 및 통제변수의 측정

3.2.1 기업성과 변수

국가마다 사회적 책임활동의 형태는 다르게 나타난다. Carroll(1979)에 따르면 크게 네 가지 범주의 사회적 책임 활동, 즉 경제적, 법적, 윤리적, 자선적인 사회적 활동이 주를 이루며 구체적으로 사회적 기부, 환경보호, 지역문화 사업활동, 소비자보호 등의 활동으로 전개된다. 유럽의 경우 기업의 사회적 책임을 강조하는 신뢰경영이 중심을 이루는 반면, 미국의 경우는 기업의 투명경영 및 기부행위 등을 중요하게 인식하고 있다. 또한 소수 민족에 대한 사회적 책임을 수행하는 데 있어 직업훈련과 고용을 중요시 하고 있다(한은경, 2003).

우리나라의 경우는 주로 자연재해 및 돌발적 재난 사고 등에 성금을 내는 준조세적 성격의 사회적 책임활동이 일반화되어 왔다. 즉 경제적, 자선적, 윤리적 차원, 그리고 최근에는 환경보호 차원에 이르기까지 사회에 대한 기부금 및 육영사업 지원금 등이 중요한 사회적 책임활동으로 자리 잡아왔던 것이다(김해룡 외, 2005).

따라서 본 연구에서는 오너경영 기업과 전문경영인 기업간의 사회적 책임활동 비교측정 변수를

3) 소유구조별 재무성과에 대한 최근의 국내 연구 2편을 보면 최우석과 이우백(2005)은 2001~2003년을, 황동섭(2005)은 1996~2004년을 분석기간으로 하고 있다. 분석 시점이 IMF 외환위기 전후의 몇 년간으로 동일하기 때문에 본 연구의 결과를 이들 기존 연구에서의 결과들과 비교해 보는 것도 흥미로울 것으로 판단된다.

4) 최우석과 이우백(2005)에서도 “정부의 사외이사제도 도입 및 증권거래법 개정과 같은 기업지배구조 개혁정책이 2000년도 이후 본격적으로 시행”되었고 “주식시장에서 외국인 투자자의 소유지분의 확대 및 소액주주 운동의 전개 등과 같이 기업의 소유구조 정책에 유의적으로 영향을 미칠 가능성이 높은 일련의 현상들이 확산된” 기간도 외환위기 이후임을 들어 표본기간을 2000년 이후로 설정하였다.

〈표 3〉 기부금 세부 내역 조사결과

| 구 분 | 기부금 세부내역 미발표 | 기부금 세부내역 발표 | | 총 표본 |
|--------|--------------|-------------|----------|-------|
| 기업수 | 233 | 123 | | 356 |
| | | 정당 기부기업 | 정당 미기부기업 | |
| | | 34 | 89 | |
| 구성비(%) | 65.5 | 9.6 | 25.0 | 100.0 |

손익계산서상의 ‘기부금’ 항목으로 선정하였다.⁵⁾ 다만 기부금 항목 중 특정정당이나 정치인에 대한 기부금은 사회적 책임활동과 성격이 다르므로 배제되어야 한다. 그런데 표본 기업들의 기부금 세부내역을 나타낸 <표 3>에서 보는 바와 같이 모든 기업이 기부금 세부 내역을 발표하는 것은 아니었으며(65.5%), 발표한 기업(34.6%)이라 하더라도 정당 및 특정 정치인에 기부하는 기업은 34개(9.6%)에 불과했고, 그 액수도 이들 기업들의 총 기부금의 13.7%에 불과한 것으로 조사되었다. 따라서 전체 회귀결과에 큰 영향을 미치지 못할 것으로 판단되므로, 손익계산서에 발표된 기부금 총액을 그대로 기업성과변수로 사용하였다.

그밖에 정규분포를 위해 기부금에 자연로그를 취했으며, 연도별 경제상황에 따른 기부금 수준의 차이를 설명할 수 있는 연도터미 변수도 감안하였다.

3.2.2 통제변수

기부금으로 표현된 사회책임활동 수준의 차이가 전적으로 소유구조 형태에 따른 것인지를 판단하기 위해서는 기부금액에 직, 간접적으로 영향을 미칠 수 있는 변수들을 통제해야 한다. 본 연구에서는 부채비율, 기업규모, 매출액성장률, 창립년수를 통제변수로 선정하였다.⁶⁾

기업의 부채비율은 부채총계를 자본총계로 나누어 측정하였다. 기부금은 기업규모에 따라 현격히 차이가 있어 이를 통제하기 위해 기업규모의 대용치로 총자산에 자연로그를 취한 값을 사용하였으며, 기업의 성장지표로 매출액 증가율을 사용하였다. 또한 한 기업의 기부금 수준은 기업의 존립년수에도 영향을 받을 것으로 판단되어 2005년을 기준으로 이전 존속년수를 창립년수의 대용치로 사용하였다.

<표 4>는 성과 및 통제변수들의 기술적 통계치를 나타낸다. 표본기업의 기부금 평균은 2,553백만원이며, 부채비율의 평균은 180.90%이다. 부채비율이 가장 큰 기업은 1257.06%에 달하는 것으로 나타났다. 또한 표본기업의 평균 매출액 성장률은 13.84%이며 기업의 평균 존속년수는 29년으로 분석되었다.

<표 5>는 통제변수간 상관관계를 나타내는데, 여기서 보는 바와 같이 전반적으로 통제변수간에 유의적인 상관관계는 발견되지 않았다.

4. 실증 분석

4.1 표본 종목의 기업경영 형태의 정의 및 특성 비교

본 절에서는 오너경영 기업과 전문경영인 기업

5) 법인세법상에서 기부금이란 ‘법인이 사용인을 제외한 타인에게 사업과 직접 관계없이 무상으로 지출하는 증여금액’이라고 정의하고 있다. 위평량과 김운호(2006)에서도 기업의 사회공헌 활동을 측정하는데 있어 장애인 고용여부와 더불어 기업기부금 지출을 중요한 변수로 선정할 바 있다.

6) 기존의 주요 연구들에서 사용한 통제변수를 살펴보면, 김영숙과 이재춘(2000)은 기업규모, 광고비율,

재무레버리지, 연구개발비비율을, 박기성(2002)은 광고집약도, 산업수익성, 기업규모, 부채비율, 연구개발집약도를, 최우석과 이우백(2005)은 부채비율, 고정자산비율, 기업규모, 배당성향, 창립년수, 매출액성장률 등을 사용하고 있다.

<표 4> 성과변수 및 통제변수들의 기술적 통계치

| 구 분 | 변 수 | 평 균 | 표준편차 | 최소값 | 최대값 | 중위수 |
|-------|-----------|----------|-----------|--------|------------|--------|
| 성과 변수 | 기부금(백만 원) | 2,553.39 | 11,259.58 | 0.00 | 174,441.00 | 304.00 |
| 통제 변수 | 총자산(십억 원) | 1,548.35 | 3,469.71 | 6.98 | 50,538.77 | 518.78 |
| | 부채비율(%) | 180.90 | 162.21 | 10.38 | 1257.06 | 139.20 |
| | 매출액성장율(%) | 13.91 | 23.84 | -43.19 | 205.53 | 9.54 |
| | 창립년수(년) | 28.67 | 17.29 | 1.00 | 110.00 | 29.00 |

주) 변수 이상치의 최소화를 위해 상하 3%를 제거하였음.

<표 5> 통제변수 간 상관관계

| 구 분 | 기업규모 | 매출성장률 | 창립년수 | 부채비율 |
|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 기업규모 | 1.000000 | -0.061112 | 0.138058 | -0.056169 |
| 매출성장률 | -0.061112 | 1.000000 | -0.234334 | 0.043040 |
| 창립년수 | 0.138058 | -0.234334 | 1.000000 | -0.101525 |
| 부채비율 | -0.056169 | 0.043040 | -0.101525 | 1.000000 |

<표 6> 표본기업의 소유구조형태

| 구 분 | 본 연구 | 최우석과 이우백(2005) | 황동섭(2005) | |
|-------|--|-----------------------------|--|-------------|
| 전체 샘플 | 국내 매출 500대 기업(2005년 기준) | 국내 3개년 연속성장 기업 (2001~2003년) | 국내 연속성장기업(1996~2004년) 중 공인회계사 감사 결과 적정기업 | |
| 표본 기업 | 표본기업 356개 (금융업, 공기업, 외국인투자기업, 합작기업 제외) | 표본기업 539개 (자본전액잠식기업, 금융업제외) | 표본기업 317개 (건설업, 금융업제외) | |
| 소유 구조 | 오너경영 기업 | 313개(87.9%) | 444개(82.4%) ◦ 오너 직접경영 : 379개(70.3%) ◦ 오너 간접경영 : 65개(12.1%) | 297개(90.5%) |
| | 전문경영 기업 | 43개(12.1%) | 95개(17.6%) | 30개(9.5%) |

주) 소유구조에서 ()의 값은 표본종목에서 차지하는 비중.

간 사회적 책임활동의 차이에 대해 앞서 3절에서 선정한 성과변수와 통제변수를 바탕으로 회귀분석을 실시하여 결과를 도출한다.

과거 기존 연구에서는 기업의 소유구조를 주로 지분율의 형태에 따라 구분하였으나 본 연구에서는 최우석과 이우백(2005)의 연구와 같이 기업의 소유구조를 '오너 기업'과 '전문경영인 기업'으로 분류하였다.⁷⁾ 한편 전문경영인 기업은 민영화된

공기업, 오너경영이었다가 부도 후 소유권이 분산된 기업, 그리고 원래 소유가 분산된 기업을 모두 포함한다. 표본기업의 소유구조형태는 <표 6>과 같다.

사의 창업주 또는 그의 직계가족이 최대 주주나 혹은 특수관계인의 위치에 있는 경우는 '오너직접경영'으로 보았고, 해당회사와 계열회사 관계의 법인이 출자회사이며 최대주주의 위치에 있어 계열회사의 오너가 실질적인 경영권을 행사하고 있는 기업은 '오너간접경영'으로 보았다. 본 연구에서는 이러한 구분이 연구자의 자의적 판단이 개입될 수 있다고 보아 이를 구분하지 않기로 하였다.

7) 최우석과 이우백(2005)에서 오너경영기업은 통상 직접경영과 간접경영형태로 구분할 수 있는데 회

<표 6>에서 보는 바와 같이 오너기업은 313개로 87.9%를 차지하고 있으며, 전문경영인 기업은 43개로 12.1%를 차지해 우리나라에서는 아직까지 오너기업의 비중이 압도적으로 높음을 알 수 있다.

다음의 <표 7>은 오너경영기업과 전문경영기업

간 주요 특성을 보여주고 있는데 매년 전문경영기업의 기부금 액수가 오너경영기업에 비해 훨씬 큰 것을 알 수 있다. 2001~2005년 전체 분석기간에 대해서 통계적으로 유의한 것으로 나타났고, 연도별로는 2001년과 2004년의 경우에 유의성이 있는 것으로 나타났다.

<표 7> 오너경영기업과 전문경영기업간 주요 특성 비교

| 년 도 | 구 분 | 변 수 | 오너경영기업 (313개) | 전문경영기업 (43개) | t 통계치 |
|-------|------|-----------|------------------|-----------------|----------|
| 전체기간 | 성과변수 | 로그기부금 | 12.28 | 12.96 | -3.31*** |
| | 통제변수 | 부채비율(%) | 183.96 | 159.01 | 2.06** |
| | | 로그총자산 | 18.01 | 18.14 | -0.37 |
| | | 창립년수(년) | 29.37 | 23.46 | 4.51*** |
| | | 매출액성장률(%) | 13.89 | 13.28 | 0.27 |
| 2001년 | 성과변수 | 로그기부금 | 11.94 | 12.76 | -1.74* |
| | 통제변수 | 부채비율(%) | 211.61 | 165.94 | 1.46 |
| | | 로그총자산 | 8.69 | 8.84 | -1.39 |
| | | 창립년수(년) | 29.46 | 23.42 | 2.06** |
| | | 매출액성장률(%) | 17.15 | 18.86 | -0.22 |
| 2002년 | 성과변수 | 로그기부금 | 12.34 | 12.74 | -0.86 |
| | 통제변수 | 부채비율(%) | 192.93 | 173.50 | 0.57 |
| | | 로그총자산 | 20.01 | 20.45 | -1.94 |
| | | 창립년수(년) | 29.10 | 23.42 | 1.94* |
| | | 매출액성장률(%) | 11.80 | 8.15 | 1.15 |
| 2003년 | 성과변수 | 로그기부금 | 12.25 | 12.75 | -1.09 |
| | 통제변수 | 부채비율(%) | 185.94 | 155.72 | 1.23 |
| | | 로그총자산 | 20.15 | 20.48 | -1.51 |
| | | 창립년수(년) | 29.46 | 23.42 | 2.06** |
| | | 매출액성장률(%) | 11.39 | 13.53 | -0.41 |
| 2004년 | 성과변수 | 로그기부금 | 12.37 | 13.37 | -2.21** |
| | 통제변수 | 부채비율(%) | 180.29 | 170.66 | 0.38 |
| | | 로그총자산 | 20.25 | 20.61 | -1.67 |
| | | 창립년수(년) | 29.39 | 23.81 | 1.88* |
| | | 매출액성장률(%) | 20.64 | 21.47 | -0.18 |
| 2005년 | 성과변수 | 로그기부금 | 12.48 | 13.23 | -1.64 |
| | 통제변수 | 부채비율(%) | 150.85 | 127.36 | 1.54 |
| | | 로그총자산 | 20.35 | 20.66 | -1.44 |
| | | 창립년수(년) | 29.46 | 23.26 | 2.07** |
| | | 매출액성장률(%) | 8.68 | 4.91 | 1.75* |

주) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준을 나타냄.

4.2 연구 모형 및 데이터

본 절에서는 기업의 소유형태와 사회적 책임투자와의 관계를 분석하기 위해 회귀모형 추정을 한다. 여기서 종속변수로 선정 한 사회적 책임투자는 기부금이다. 회귀분석 추정에서 주된 설명변수는 오너경영 여부를 보여주는 '오너 더미변수'이다. 회귀모형을 수행하여 추정된 오너더미 변수의 회귀계수의 부호와 유의성으로 소유구조에 따른 기부금 성과 차이를 판단할 수 있다. 추가적으로 해당 연도의 거시적인 특이상황을 배제하기 위해 연도 더미변수를 포함하였다.

본 연구에서 설정한 최종 회귀모형은 다음과 같다.

$$\text{사회적 책임투자변수} = a_0 + a_1(\text{오너더미}) + a_2(\text{통제변수}) + a_3(\text{연도더미}) + \varepsilon$$

- 여기에서 사회적 책임투자변수 : 기부금
- 오너더미 : 오너경영기업은 1, 전문경영인기업은 0 인 더미변수
- 통제변수 : 부채비율, 매출액성장률, 총자산, 창립년수
- 연도더미 : 당해연도이면 1, 그 외의 연도이면 0 인 더미변수

본 연구의 기본 가설은 전문경영기업일수록 기부금 투자에 적극적일 것이라는 데 있다. 위 회귀모형에서는 오너더미의 계수가 음(陰)의 값을 가지며 이것이 통계적으로 유의할 경우 본 가설을 지지하게 된다.

4.3 회귀분석 추정결과

<표 8>은 종속변수인 기부금에 대한 소유구조별 성과를 회귀모형으로 추정하여 분석한 결과를 제시하고 있다. 본 연구의 실증적인 분석결과는 전문경영기업일수록 기부금으로 표현된 사회적 책임

활동에 적극적일 것이라는 가설을 지지한다.

<표 8> 오너경영여부와 기부금 투자와의 관계에 대한 회귀분석 결과

| 구 분 | 회귀계수 | |
|---------|------------------|-------------------|
| 상수항 | -12.3054(-12.95) | |
| 오너경영더미 | -0.2745(-1.80)* | |
| 통제변수 | 부채비율 | -0.0021(-6.69)*** |
| | 로그총자산 | 1.2454(27.25)*** |
| | 창립년수 | 0.0023(0.74) |
| | 매출액성장률 | -0.0055(-2.46)** |
| 연도더미 | 포함 | |
| Adj R2 | 0.40 | |
| F-Value | 105.23*** | |

- 주) 1. ()안은 t-통계치임.
- 2. ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준을 나타냄.

오너경영기업을 나타내는 더미변수의 회귀계수는 10% 유의수준에서 음의 부호를 갖는 것으로 추정되었다. 따라서 통제변수의 영향하에서 전문경영인 기업의 기부금성고가 오너경영기업의 성과보다 우수하다는 실증적 증거를 제시한다. 이것은 전문경영인 기업의 경우 사적인 이익의 추구보다는 사회적 책임투자의 중요성을 인식하고 합리적인 의사 결정과정을 거쳐 적극적인 자선활동에 많은 관심을 기울인 결과로 해석된다. 회귀모형의 유의성 여부인 F 검정결과는 1% 수준에서 유의한 것으로 나타났다.

경영방식에 따른 기업성과의 차이에 영향을 미치는 통제변수들은 부채비율, 기업규모, 매출액성장률에서 통계적으로 유의하게 나타났다. 부채비율의 경우 음(陰)의 관계를 나타내고 있는데 이는 부채비율이 기업경영에 부담을 가중시키고 이것이 기부금의 감소로 이어지는 것으로 판단된다. 기업규모와 기부금 성과간에 나타난 양의 관계는 기업규모의 크기에 따라 기부금 규모의 크기가 비례한다는 것을 실증적으로 나타내고 있다. 이를 통해 규모가 큰 기업일수록 사회적 책임투자 활동에 적

극적임을 알 수 있으며 이는 앞서 살펴본 McElroy, et al.(1985)의 연구 결과와도 부합하는 것이다.

매출액 성장율의 경우는 음(陰)의 관계를 나타내고 있는데 이는 성장률이 큰 기업일수록 기업성장을 위한 투자활동을 활발히 전개함으로써 상대적으로 기부금 활동의 비중이 적은 것으로 해석될 수 있다.

5. 결 론

소유구조에 따른 기업 경영성과에 관한 기존 연구의 대부분은 기업의 '재무적 성과'를 지표로 하여 이루어졌으며 이중 최근에 발표된 다수의 국내외 연구들이 전문경영인 기업보다는 오너 경영기업의 경영성과가 우월하다는 연구 결과를 제시하고 있다(Anderson and Reeb(2003), 최우석과 이우백(2005)). 본 연구는 단기 '재무 성과'를 지표로 한 소유구조별 경영성과 분석의 한계성에 주목하여 보다 장기적인 관점에서 기업의 사회적 책임활동을 평가의 대상으로 선정하였다. 특히 매출기준 국내 500대 기업을 대상으로 사회적 책임활동의 대표적 수단인 '기부금'을 지표로 하여 연구에 접근하였다.

본 연구를 통해 나타난 회귀분석 결과는 전문경영인 기업이 오너경영기업에 비해 보다 많은 기부행위를 함으로써 사회적 책임 활동에 더 적극적으로 참여하는 것으로 분석되었다. 이것은 오너 경영기업과 전문경영인 기업간 우월성 판단에 있어 새로운 시각을 부여할 수 있는 것으로 평가된다. 즉 오너경영기업은 전문경영인 기업보다 기업의 재무적 경영성과가 우월한 경우가 많음에도 불구하고 사회공헌 면에서는 그 기여도가 떨어질 수 있음을 시사하는 것이다. 이는 최근 '지속가능경영'을 중시하는 경영 트렌드에 비추어 볼 때 오너경영 체제의 취약점을 지적하는 결과로 해석될 수 있다.

오너경영이 바람직한가? 전문경영인 기업이 바람직한가? 이것은 앞으로도 꾸준히 제기될 질문이 될 것이다. 특히 우리나라의 경우 기업환경의 글로벌

변화와 기업규모의 대형화, 오너기업의 후대 승계가 거듭됨에 따라 전문경영인 기업의 꾸준한 증가가 예견되고 있다. 본 연구의 의의는 소유구조별 성과 비교에 있어 기존의 단기적 재무성과 외에 기부금 수준으로 측정된 사회적 책임 성과를 추가함으로써 오너경영 체제와 전문경영인 체제간 비교 선택에 있어 새로운 시각을 제시했다는 데 있다.

그러나 다양한 형태의 사회적 책임 활동 중 입수 가능한 데이터의 제약으로 인해 '기부금'만을 가지고 결론을 도출할 수 밖에 없었던 것이 본 연구의 한계이며, 이 점은 추후 집중적인 보완 연구가 필요한 부분이라고 하겠다. 또한 사회적 책임활동 이외에도 기업의 지속성을 설명할 수 있는 새로운 척도들을 개발하고, 이것이 소유구조에 따라 어떻게 좌우되는지를 설명하는 연구도 앞으로 새로운 데이터들이 축적되면서 지속적으로 보완해 나가야 할 것으로 보인다.

참 고 문 헌

- [1] 김경목, "기업지배구조가 연구개발 투자에 미치는 영향", 「한국전략경영학회 2003년도 하계 학술대회 발표논문집」, (2003), pp.231-255.
- [2] 김영숙, 이재춘, "기업가치와 기업소유구조와의 연관성", 「증권학회지」, 제26권(2000), pp. 173-196.
- [3] 김해룡, 김나민, 유광희, 이문규, "기업의 사회적 책임에 대한 척도 개발", 「마케팅연구」, 제20권, 제2호(2005), pp.67-87.
- [4] 박기성, "소유 구조와 기업의 회계적 성과 및 Tobin Q의 관계에 관한 연구", 「증권학회지」, 제30권(2002), pp.297-325.
- [5] 이상민, "기업의 사회적 책임 : 미국과 한국 기업의 사회공헌활동 비교", 「한국사회학」, 제36권, 제2호(2002), pp.77-111.
- [6] 위평량, 김운호, "윤리경영과 기업가치간의 관계에 대한 실증분석", 「기업윤리연구」, 제11권(2006), pp.121-147.

- [7] 최우석, 이우백, "오너경영과 기업성장에 관한 실증연구", 「재무연구」, 제18권, 제1호(2005), pp.121-155.
- [8] 한은경, "기업의 사회적 책임의 지수화에 관한 연구", 「한국방송학보」, 제17권, 제3호(2003), pp.274-303.
- [9] 황동섭, "소유경영유형이 기업생산성에 미치는 실증적 연구", 「생산성논집」, 제19권, 제4호(2005), pp.1-14.
- [10] Amihud, Y. and B. Lev, "Does Corporate Ownership Structure Affect Its Strategy Towards Diversification?," *Strategic Management Journal*, Vol.20, No.11(1999), pp.1063-1069.
- [11] Anderson, R.C. and D.M. Reeb, "Founding-Family Ownership and Firm Performance : Evidence from the S&P 500," *The Journal of Finance*, Vol.58, No.3(2003), pp.1301-1328.
- [12] Burkart, M., Gromb, D., and F. Panunzi, "Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm," *Quarterly Journal of Economics*, Vol.112, No.3(1997), pp.692-728.
- [13] Carroll, A.B., "A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance," *Academy of Management Review*, Vol.4, No. 4(1979), pp.497-505.
- [14] DeAngelo, H. and L. DeAngelo, "Controlling Stockholders and the Disciplinary Role of Corporate Payout Policy : A Study of the Times Mirror Company," *Journal of Financial Economics*, Vol.56(2000), pp.153-207.
- [15] Demsetz, H., "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm," *Journal of Law and Economics*, Vol.25(1983), pp.375-390.
- [16] Demsetz, H. and K. Lehn, "The Structure of Corporate Ownership : Causes and Consequences," *Journal of Political Economy*, Vol. 93(1985), pp.1155-1177.
- [17] Fama, E. and M. Jensen, "Organizational forms and investment decisions," *Journal of Financial Economics*, Vol.14(1985), pp.101-119.
- [18] Fombrun C. and M. Shanley, "What Is in a Name Reputation Building and Corporate Strategy," *Academy of Management Journal*, Vol.33(1990), pp.233-258.
- [19] Herremans, I., P. Akathaporn, and M. McInnes, "An Investigation of Corporate Social Responsibility Reputation and Economic Performance," *Accounting Organizations and Society*, Vol.18(1993), pp.587-604.
- [20] James, H. Jr., "Ownership as Manager, Extended Horizons and the Family Firm," *International Journal of the Economics of Business*, Vol.6(1999), pp.41-56.
- [21] Landon, S. and C. Smith, "The Use of Quality and Reputation Indicators by Consumers : The Case of Bordeaux Wine," *Journal of Consumer Policy*, Vol.20(1997), pp.289-323.
- [22] Lee, P.M. and H. O'Neill, "Ownership Structures and R&D Investments of U.S. and Japanese Firms : Agency and Stewardship Perspectives," *Academy of Management Journal*, Vol.46(2003), pp.212-225.
- [23] McElroy, K. Maddox and J. Siegfried, "The Effect of Firm Size on Corporate Philanthropy," *The Quarterly Review of Economics and Business*, Vol.25(1985), pp.18-26
- [24] Shleifer, A. and R. Vishny, "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, Vol.52(1997), pp.737-783.
- [25] Stein, J., "Take Over Threats and Management Myopia," *Journal of Political Economy*, Vol.96(1988), pp.61-80.
- Wang, J. and B.S. Coffey, "Board composition and corporate philanthropy," *Journal of Business Ethics*, Vol.11(1992), pp.771-778.