

완충제로써의 CSR 보고서: 기업의 사회적 책임 활동과 재무성과 사이의 조절효과를 중심으로*

이정은(주저자)
고려대학교 경영대학
(haniael@korea.ac.kr)
김언수(교신저자)
고려대학교 경영대학
(eskim@korea.ac.kr)

본 연구는 기업의 사회적 책임(CSR, Corporate Social Responsibility) 활동을 이해관계자들에게 알리기 위해 가장 많이 사용되는 도구인 CSR 보고서의 발행이 CSR 활동과 재무성과 사이의 관계 사이에서 어떠한 영향을 미칠 수 있는지에 대하여 검증하고자 하였다. 이와 같은 가설 검증을 위해서 1996년부터 2007년 사이의 미국 328개 기업을 대상으로 하여 얻어진 2,777개의 관측치를 가지고 실증 분석을 진행하였다. 그 결과 기업은 CSR 활동으로 인해 장기적인 관점으로 돌아오는 혜택보다는 단기적인 관점으로 발생한 비용에 더 큰 영향을 받기 때문에, 더 많은 CSR 활동은 기업의 단기적 재무성과에는 부정적인 영향을 미친다는 것을 알 수 있었다. 하지만, 기업의 CSR 보고서 발행은 CSR 활동과 기업의 단기 재무성과 사이의 부정적인 관계를 완화시키는 완충제와 같은 역할을 하는 것으로 나타났다. 이와 같은 연구결과의 요약과 함께 본 연구의 이론적·실무적 시사점과 한계점 및 향후 연구방향에 관해서도 논의하였다.

주제어: 기업의 사회적 책임, CSR, CSR 보고서, 재무적 성과

1. 서론

기업의 사회적 책임(CSR, Corporate Social Responsibility)은 기업에게 더 이상 새로운 개념이 아니다. Friedman(1970)은 기업은 사회적 책임을 논하는데 있어서 주주의 가치를 최우선으로 놓아야 한다고 주장하고, Carroll(1991)은 기업의 사회적 책임은 경영진의 입장에서는 기업의 의무적 책임이 아닌 자율적 책임으로 봐야 한다고 정의를 내렸을지 모르지만, 그들은 우리가 사는 사회의 주체 중 하나로서 기업이 가지는 역할의 복잡성과 기업의 경영 행위가 다른 곳에 미치는 영향에 대해서는 고려하지 못하였다(Wood, 2010). 이런 기업의 외부

성에 대한 인식 발전과 함께 CSR은 기업에게 경쟁우위를 가져다주는 하나의 원천으로 여겨지고 있다(Maignan and Ferrell, 2004). 2010년 국제표준화기구(ISO, International Organization for Standardization)가 CSR에 대한 국제표준을 지정한 것은 현 사회가 CSR을 어떻게 바라보고 있는가를 보여주는 대표적인 사례이다.

이런 CSR에 대한 인식 변화와 발맞추어 학계에서는 CSR 활동을 연구대상으로 한 다양한 연구가 진행되어 왔다. 그 중 가장 많은 주목을 받은 분야는 CSR 활동과 기업의 재무적 성과 사이의 관계에 대한 탐구이다. 몇십 년의 시간이 흐르는 동안 수많은 학자들이 CSR과 기업의 재무성과 사이의 관계를 규명하려는 시도를 해왔지만, 두 변수 사이의 관계

에 대해서는 아직 명확한 결론을 내리기 어려운 상태이다(Griffin and Mahon, 1997; Marom, 2006; McWilliams and Siegel, 2000). CSR이 기업의 재무적 성과에 긍정적인 영향을 미친다는 연구들도 있는 반면에(e.g., Grave and Waddock, 2000; Waddock and Graves, 1997), CSR은 기업의 재무적 성과에 부정적인 영향을 미친다는 연구들 역시 각각의 설득력을 가지고 존재하기 때문이다(e.g., Friedman, 1970; Jensen, 2002; McWilliams and Siegel, 1997). 이로 인하여 CSR을 연구하는 학자들 대부분이 기업의 CSR 활동이 기업의 재무적 성과에 미치는 영향은 긍정적인 방향이나 부정적인 방향으로 모두 열려있다고 말한다(Aguinis and Glavas, 2012; Griffin and Mahon, 1997; Marom, 2006).

혼재된 결과 속에서 각각 다른 결과를 도출한 학자들은 CSR 활동이 기업에 미치는 영향에 대해 좀 더 장기적인 관점으로 보는 것이 그 효과를 더 잘 예측할 수 있을 것이라는 명제에 대해서는 대부분 동의하고 있다(e.g., Pava and Krausz, 1996). CSR 활동을 수행하는데 들어가는 비용의 지출은 대부분 단기적으로 일어나지만, 이런 CSR 활동에 대한 이해관계자들의 반응은 장기적인 관점으로 나타나기 때문이다(Marom, 2006). 따라서 단기적인 관점의 성과 측정은 기업의 CSR 활동이 과생시킬 수 있는 혜택을 온전히 반영하지 못할 가능성이 존재한다. 하지만 CSR의 효과를 규명하기 위해 기업의 재무적 성과를 장기적으로 측정했을 경우에는 그 기간 동안에 기업에게 영향을 미칠 수 있는 수많은 내·외생 변수들의 등장에 의하여 그 결과가 온전히 CSR 활동으로 인해 영향을 받은 것인지에 대해 판단하기 더욱 어려워진다. 이런 이유로 CSR과 기업의 재무적 성과를 다루는 연구들은 모두 단기적인 관점을

취하고 있다.

대부분의 학자들이 CSR 활동이 야기할 수 있는 혜택을 장기적으로 봐야한다고 주장하는 주요한 원인은 CSR 활동이 기업의 외부 이해관계자들에게 인식되고 그로 인해 형성된 이해관계자들의 긍정적인 반응이 기업 성과에 반영되기 까지 일정 기간이 필요하다는 전제를 가지고 있기 때문이다. 하지만 기업이 외부 이해관계자들에게 정보를 제공할 수 있는 효과적인 의사소통 체계를 갖추고 있다면 CSR 활동이 기업에게 혜택으로 돌아오는 과정을 장기적으로 봐야하는 필요성이 적어질 것이라고 예상된다. 비단 CSR 활동뿐만이 아니라 기업의 행위와 그것에 대한 이해관계자들의 가치 인식의 일치는 기업의 생존을 위해 중요한 요소라고 여겨지고 있으며(Dowling and Pfeffer, 1975; Meyer and Rowan, 1977), CSR 활동을 기업 외부의 이해관계자들에게 알려서 기업 활동과 이해관계자들의 가치인식을 일치시키는 것은 기업 입장에서도 행위의 긍정적인 결과를 얻기 위해 반드시 필요한 과정이라고 할 수 있기 때문이다. 하지만 기업이 그들의 CSR 활동을 이해관계자들에게 알리기 위해 가장 주요한 도구로써 사용하고 있는 CSR 보고서는 CSR 활동과 그것으로 인한 기업 성과를 논의하는데 있어서 아직 고려되지 않고 있다.

기업들은 CSR 보고서를 발행함으로써 사회적 책임에 대해 가지는 그들의 헌신과 노력을 보여줄 수 있으며(Clarke and Gibson-Sweet, 1999), 이해관계자들에게 깊은 관심을 가지고 있다는 메시지를 전달할 수 있다(Gond and Herrbach, 2006; Reynolds and Yuthas, 2008). 실제로 미국의 주요 기업을 대상으로 한 설문에서 기업들은 CSR 활동에 대한 그들의 헌신을 이해관계자들에게 표현하기 위해 CSR 정보를 공개한다고 답하였다(Maignan

and Ralston, 2002). 기업의 이해관계자들 역시 이런 기업의 CSR 공시에 즉각적으로 반응하여 기업의 성과에 영향을 미친다고 알려져 있다(e.g., Hamilton, 1995; Klassen and McLaughlin, 1996). 예를 들어, 윤리경영을 중요시 하는 투자자들은 투자기업을 평가할 때 해당 기업이 발간한 CSR 보고서에서 얻은 정보들을 토대로 주식 포트폴리오를 구성하기도 한다(Rosen et al., 1991). 또한, Hooghiemstra(2000)는 개념적 연구를 통해 CSR 보고서는 이해관계자들에게 기업의 이미지와 기업의 정체성을 강화시켜주는 의사소통 도구로써 사용될 수 있다고 주장하였다. 이런 이유로 점점 더 많은 기업들이 자발적으로 CSR 보고서의 발행을 선택하고 있지만(Dhaliwal et al., 2011; Kolk and Lenfant, 2010; Maignan and Ralston, 2002), 그 효과성에 대한 연구는 상대적으로 부족한 상황이다. 따라서, 본 연구는 그 중요성과 양이 증가하고 있는 CSR 보고서의 효과성에 대한 이해도를 높이는 효과가 있을 것으로 사료된다.

CSR 보고서의 발행여부는 CSR 활동과 그 성과 사이의 관계에 유의미한 영향을 미칠 수 있을 것이라고 예상된다. 기업이 CSR 보고서와 같은 커뮤니케이션 수단을 사용하여 그 행위에 대해 이해관계자들에게 알리지 않는다면, 기업의 적극적인 CSR 활동을 그들의 이해관계자들이 인식하고 반응하는데 상당한 시간이 소요될 것이다. 이런 경우 기업이 CSR 활동으로 인해 이해관계자들에게 얻을 수 있는 혜택은 장기적으로 발생하게 될 것이고, CSR 활동은 단기적으로 막대한 비용을 유발할 것이기 때문에(Friedman, 1970; Jensen, 2002; McWilliams and Siegel, 1997), CSR 활동은 기업의 단기적 재무성과에 부(-)적인 영향을 미치게 될 것이다. 하지만, 이런 단기성의 부정적인 영향을 기업이 그들

의 행위를 알리는 CSR 보고서를 발행함으로써 완화시킬 수 있을 것이라고 예상 할 수 있다. CSR 보고서는 기업을 둘러싼 이해관계자들이 CSR 활동을 더 잘, 더 빠르게 인식할 수 있도록 도와줌으로써 CSR 활동에 따른 긍정적인 결과가 더 빨리 도출될 수 있게 하는 역할을 할 것이다.

1996년도부터 2007년까지 미국 328개의 기업에서 얻은 2,777개의 관측치를 가지고 위와 같은 연구 가설에 대한 실증 분석을 한 결과는 다음과 같다. CSR 활동은 기업의 단기적 재무성과에 부정적인 영향을 미쳤다. 또한, 이 둘 사이의 부정적인 관계를 기업의 CSR 보고서 발행이 완화하는 방향으로 유의미하게 조절하는 것으로 나타났다.

본 연구의 기여점은 다음과 같다. CSR 보고서를 발행하는 동기요인에 대한 연구는 많이 존재하지만 그 중요성에도 불구하고 상대적으로 CSR 보고서의 효과성에 대한 연구는 지금까지 많이 이루어지지 않았다. 우리는 본 연구를 통해서 CSR 활동과 기업의 재무적 성과의 관계를 규명하는데 있어서 CSR 보고서의 완충제 역할에 대해 밝힐 수 있을 것이라고 기대한다. 또한, CSR 보고서의 발행은 CSR 활동에 의해 파생되는, CSR 활동과 밀접한 관련이 있는 기업의 행위지만 그 동안 CSR과 기업의 재무적 성과 사이에 영향을 미칠 수 있는 요소로 고려되지 않아왔기 때문에 본 연구를 통해서 이에 대한 이해 또한 확장시킬 수 있을 것이라 생각한다. 마지막으로 CSR 보고서를 주제로 하는 연구들은 상당 부분 사례 중심의 정성적 연구로 진행되어 왔기 때문에 본 연구에서 제시한 CSR 보고서의 효과성에 대한 연구 결과를 통해 CSR 보고서에 대한 실증 연구 분야에 공헌을 할 수 있을 것이라 기대한다.

본 연구의 나머지 부분은 다음과 같이 구성되어 있다. 제II장에서는 기존 문헌의 검토를 통한 이론

적인 논의를 토대로 연구 가설을 설정한다. 본 연구의 핵심 연구주제는 CSR 보고서의 성과 조절 역할을 하지만, 그러한 조절 효과에 대한 가설을 세우기 위해서는 먼저 CSR 활동과 재무적 성과 사이의 관계를 설정할 필요가 있다. 따라서 CSR 활동과 단기 재무적 성과의 관계에 대한 추가설과 CSR 보고서의 조절 효과에 관한 가설의 순서로 관련 연구들을 정리하고 가설을 도출한다. 제Ⅲ장에서는 연구의 자료와 변수의 측정에 대한 내용을 전개 한 후에, 제Ⅳ장에서는 자료를 토대로 분석한 결과를 제시한다. 마지막으로 제Ⅴ장에서 실증 분석 결과를 요약하여 제시하고 그 시사점에 대해 논의하면서 논문을 끝맺고자 한다.

II. 이론적 배경

2.1 기업의 사회적 책임과 재무적 성과

기업의 경제적 가치의 창출이 기업의 유일한 역할로만 인식되었던 시기에 CSR 활동은 기업의 자율적인 선택에 따른 부가적 활동에 불과하였다. 하지만 기업이 영위하는 경영활동이 기업 활동과 관계없는 외부 환경과 이해관계자들에게도 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 기업의 외부성(externalities)에 대한 인식이 높아지면서 기업의 사회적 책임 역시 중요한 역할 중 하나로 여겨지고 있다(Ullmann, 1985). 이후 CSR은 기업이 당연히 수행해야 할 활동 중 하나라는 의식과(Donaldson and Preston, 1995) 더불어 CSR은 장기적으로 기업에게 지속적인 경쟁우위를 창출할 수 있게 해주는 원천이라고 인식되고 있다(Greening and Turban, 2000).

사회 공헌 활동에 활발히 참여하는 기업들이 늘어나면서 학계에서도 CSR과 관련된 연구들이 활발히 진행되었다. 초기에는 CSR이라는 개념 자체의 정의에 관한 연구나 CSR 활동을 어떻게 계량화할 수 있는지에 대한 연구가 주를 이루었다면(e.g., Bragdon and Marlin, 1972; Carroll, 1979; Friedman, 1970; Spicer, 1978), 그 후에는 측정된 각 기업의 CSR 활동 정도가 기업의 경영성과에 어떤 영향을 미칠 수 있는지에 대한 연구가 주를 이루어 왔다(e.g., Barnett and Saloman, 2006; Bowman and Haire, 1975; Waddock and Graves, 1997; Wright and Ferris, 1997). 특히 CSR 활동이 기업의 재무적 성과에 미치는 영향을 규명하기 위한 연구들이 많은 주목을 받아 왔다. 인간의 존엄성과 환경 보전, 발전된 사회의식 등과 같은 속성이 기업 활동의 배경이 되는 사회에서 강조되고 있기 때문에 기업이 수행하는 사회적 활동과 재무적 성과 사이의 관계에 대해 관심을 가지는 현상은 자연스러운 것이며(Marom, 2006), 실제로도 CSR 성과와 기업의 재무적 성과 사이의 관계에 대한 논의는 계속되고 있다.

Friedman(1970)에 의해 기업의 사회적 책임 활동이 기업의 이윤에 영향을 미친다는 주장이 제기된 이후로 40년이 넘는 기간 동안 CSR과 기업의 재무적 성과 사이의 관계에 대한 연구가 꾸준히 이루어져왔지만 그 결과는 여전히 혼재되어 있고 결론을 내리기 어렵다(Carroll, 1999; Griffin and Mahon, 1997; Marom, 2006; McWilliams and Siegel, 2000). CSR 활동의 정도가 기업의 재무적 성과에 부정적인 영향을 미친다는 연구가 존재하는 동시에 긍정적인 영향을 미친다는 연구도 존재한다. 더 나아가서, CSR 활동과 기업의 재무적 성과는 관련이 없다고 주장하거나 비선형적 관계에 있다고 주장하

는 연구 역시 존재한다. 한 예로 최근 Barnett and Saloman(2012)은 CSR 성과와 기업의 재무적 성과 사이의 긍정적, 부정적 관계를 모두 인정하면서 기업이 그들의 CSR 활동을 얼마나 잘 활용하는 지에 따라 파생되는 재무적 성과의 방향성이 달라진다고 주장하였다. 그들은 CSR 활동에 의해 기업에 쌓이게 되는 SIC(stakeholder influence capacity)의 개념을 소개하면서 기업의 CSR 활동과 기업의 재무적 성과는 비선형 관계에 놓이게 된다고 설명하였다. 하지만 이런 새로운 시도 속에서도 가장 오랜 기간 동안 꾸준한 관심을 받고 있는 이론적 논의는 CSR 활동과 기업의 재무적 성과 사이의 긍정적 혹은 부정적 관계성이다.

CSR 활동이 기업의 재무적 성과에 부정적인 영향을 미친다는 주장을 하는 학자들은 활발한 CSR 활동에는 상당한 비용이 수반된다는 사실에 주목한다. 따라서 CSR 활동에 참여하지 않는 경쟁자들과 비교하여 CSR 활동에 참여하는 기업들은 상대적으로 재무상 불이익의 위치에 놓이게 된다는 것이다(Friedman, 1970; Jensen, 2002; McWilliams and Siegel, 1997). 이런 트레이드 오프(trade-off)이론에 따르면 기업은 높은 CSR 성과를 이룩하기 위해 불필요한 비용들을 사용하게 되고 결과적으로 낮아진 수익성을 가지게 된다고 말한다(Preston and O'Bannon, 1997). 이와 같은 맥락으로 Moore(2001)는 영국의 슈퍼마켓 산업을 대상으로 연구하여 CSR 활동과 재무적 성과 사이의 부정적인 관계를 밝혀내었으며, Lopez et al.(2007) 역시 Dow Jones Sustainability Index를 CSR 성과의 대리변수로 사용한 연구를 수행하여 기업의 사회적 성과와 재무적 성과 사이의 부정적 관계를 밝혀내었다. 또한, 이런 이론적 토대를 가지고 있는 연구들은 기업이 CSR 활동을 통해 비용만 수반하는 사회적 명분을 추구하

는 것은 불필요한 지출을 통해 주주들의 부를 침해하는 행위이며 기업은 이보다는 기업 현재의 가치를 극대화하기 위해 노력해야 한다고 주장한다(Danielson, Heck, and Shaffer, 2008).

이와 반대로 CSR 활동이 기업의 재무적 성과에 긍정적인 영향을 미친다는 주장을 하는 학자들은 훌륭한 경영 이론(good management theory)을 내세우면서 기업의 적극적인 CSR 활동을 이해관계자들이 인지하게 되었을 때 기업은 더 높은 재무적 성과를 얻을 수 있다고 말한다(Waddock and Graves, 1997). 이것은 사회적 영향(social impact)이론으로도 설명할 수 있는데 다양한 이해관계자들의 기대를 충족시키는 것은 결국 기업의 재무적 성과에 긍정적인 영향을 미친다고 가정하는 것이다(Preston and O'Bannon, 1997). 이런 가정을 바탕으로 학자들은 기업을 둘러싼 이해관계자들이 기업의 사회공헌활동을 인지했을 때 나타날 수 있는 이점에 대해서 역시 다양한 연구를 해왔다.

기업 외부의 투자자들을 대상으로 한 연구들은 기업이 CSR 활동에 대한 정보를 공시하였을 때 투자자들은 그에 즉각 반응하여 주식 가격 형성에 영향을 미친다는 것을 밝혀내었다(Hamilton, 1995; Klassen and McLaughlin, 1996). 또한 높은 수준으로 CSR 활동을 하는 기업일수록 자본시장에서 낮은 자본 조달비용과 부채비용, 채권자들의 호의적인 반응 등과 같은 혜택을 누릴 수 있고 결과적으로 향상된 성과를 가지게 된다는 주장도 존재한다(Malik, 2015). 기업의 이해관계자들 중에 종업원들을 대상으로 한 연구들은 자신이 속한 기업이 적극적으로 CSR 활동을 하는 것을 인식한 종업원들의 긍정적인 반응에 초점을 맞추고 있다. 높은 CSR 성과를 가진 기업에 속한 종업원일수록 자신이 속한 기업에 대해 긍정적인 기업 정체성을 가지며(Brown

and Dacin, 1997), 자신이 자긍심을 가지는 기업과 자신을 동일시(employee-company identification) 하게 된다(Kim, Lee, Lee, and Kim, 2010). 이런 과정을 통해서 종업원은 더 깊게 조직에 몰입하게 되고(Brammer, Millington, and Rayton, 2007), 더 높은 수준의 직무 만족을 느끼게 된다(Valentine and Fleischman, 2008). 이런 종업원에게 일어나는 일련의 과정을 통해 CSR 활동은 궁극적으로 조직의 성과를 향상시킨다고 설명되고 있다(Brammer et al., 2007; Peterson, 2004). 또한 기업의 소비자를 대상으로 한 연구에서는 CSR 활동이 소비자 행동에 미치는 긍정적인 영향에 초점을 맞추어 왔다(Jauhari and Manaktola, 2007; Malik, 2015; Singh and del Bosque, 2008). 적극적인 CSR 활동을 하는 기업의 제품과 서비스는 경쟁사의 것과 비교하여 상대적으로 차별화된 속성을 가지게 되고(Lev, Petrovits, and Radhakrishnan, 2010), 이것은 소비자가 CSR에 동참하는 기업의 제품과 서비스를 선택할 가능성을 높여준다(Becker-Olsen, Cudmore and Hill, 2006). 이런 과정을 통해서 향상된 판매량은 기업의 재무적 성과와 긍정적으로 연결 된다고 예측된다.

위와 같은 연구들로부터 유추해볼 수 있듯이 CSR 활동과 기업의 재무성과 사이의 긍정적인 관계에 대한 연구는 최근 들어서 두 변수 사이의 직접적인 관계를 밝히는 것보다 간접적인 메커니즘을 설명하는 방향으로 많이 전개가 되어왔다. CSR 활동과 기업의 재무적 성과사이의 혼재되어 있는 결과를 벗어나서 다른 방향의 연구주제를 찾은 결과이며, CSR 활동이 재무적 성과에 도달하기 위해서는 이해관계자들의 CSR 활동 인식이 선행되어야 한다는 것에 대한 기저의 전제에 동의했기 때문이다.

학자들은 이론적으로나 실증적으로나 CSR 활동

정도가 기업의 재무적 성과에 긍정적, 부정적 영향을 모두 미칠 수 있다고 말한다(Aguinis and Glaves, 2012). 더불어 CSR 활동과 기업의 재무성과 사이의 관계를 다루는 대부분의 실증 연구들은 두 변수 사이의 긍·부정적 연결고리에 대해 모두 인정하고 있다(Griffin and Mahon, 1997; Marom, 2006).

CSR 활동과 기업의 재무성과 사이의 관계를 연구하는 논문들이 다양한 결과를 도출하고 있는 것에는 여러 가지 원인들이 있을 수 있다. 하지만 대부분의 학자들은 CSR 활동에 대한 성과는 단기적 성과가 아닌 장기적 성과로 측정 되어야한다는 점에 동의하고 있다(Pava and Krausz, 1996). CSR 활동을 하는데 발생하는 비용은 기업의 단기적인 지출에 해당하지만, 기업이 하는 CSR 활동들을 이해관계자들이 인식해서 그것에 맞춰 반응하고, 긍·부정적 반응이 기업의 성과에 반영되는 일련의 과정은 장기적으로 일어나기 때문이다(Marom, 2006). CSR 활동과 기업의 단기 재무성과 사이의 관계에 대한 연구들은 CSR 활동이 기업에 미칠 수 있는 장기적 영향을 다 반영하지 못할 수도 있지만(Marom, 2006), 지금까지 연구된 대부분의 논문들은 CSR 활동이 미치는 영향을 단기적인 경영성과로 측정해왔다. 장기적인 관점에서 CSR 활동이 기업의 재무적 성과에 미치는 영향을 측정할 수 있다면 더 풍부한 연구 결과를 가질 수 있겠지만, 현실적으로 몇 년이라는 시간 동안에는 기업의 성과에 영향을 미치는 다양한 사건들과 변수들이 나타나서 방법론상의 한계를 가지기 때문이다. 이 경우 여러 가지 혼합된 효과(compounding effect)에 의하여 설명변수가 종속 변수에 주는 영향이 모호해진다. 따라서 본 연구 역시 단기적인 관점에서 CSR 활동이 재무적 성과에 미치는 영향을 측정하고자한다.

앞서 논의한 것처럼 기업 내·외부 이해관계자들

이 CSR 활동에 대해 긍정적으로 인식하고, 이런 긍정적인 반응이 추후 행동으로 이어지기 때문에 CSR 활동은 기업의 재무적 성과에 긍정적인 영향을 미칠 가능성이 높다. 하지만, 이해관계자들의 긍정적 반응을 통해 기업이 받을 수 있는 향상된 성과 등과 같은 혜택은 장기로 나타나는 경향이 존재하기 때문에, 단기 재무성과에는 그 혜택이 다 반영되어 있지 못할 가능성이 크다. 또한 이 경우 장기적인 관점에서 오는 혜택을 다 반영하지 못한 기업의 단기 재무성과에는 CSR 활동을 수행하는데 단기적으로 발생한 비용은 상대적으로 더 잘 반영되어 있을 것이다. 즉 장기적인 관점이 아닌 단기적인 관점에서의 기업의 재무성과에는 적극적인 CSR 활동으로부터 오는 혜택보다 그 활동에 들어가는 비용이 더 잘 반영되어 있을 것이라 생각한다. 따라서 우리는 CSR 활동과 기업의 단기적 재무성과에 대한 다음과 같은 두 가지의 대립 가설을 설정하였다.

가설 1-1: CSR 성과는 기업의 단기 재무성과 (t+1)에 정적인 영향을 미칠 것이다.

가설 1-2: CSR 성과는 기업의 단기 재무성과 (t+1)에 부적인 영향을 미칠 것이다.

2.2 CSR 보고서 발행의 조절효과

기업의 CSR 활동과 기업의 재무적 성과 사이의 부정적인 관계는 주로 CSR 활동으로 인해 지출되는 비용과 수익의 맞교환이라는 개념으로 설명되는 반면에, 둘 사이의 긍정적인 관계는 주로 이해관계자 이론으로 설명된다. 경쟁이 극심한 시장 상황에서 기업은 경쟁우위를 달성하기 위해 도구적으로 이해관계자 관리를 하도록 강요받는다(Jones, 1995). 이에 따라서 기업은 핵심사업 영역과 기업의 사회적

책임 영역에서 관련 행동을 취하게 되고(McWilliams and Siegel, 2000), 그 결과로 CSR 활동이 나타난다. 그리고 그런 기업의 활동들을 이해관계자들이 일정 시간이 지난 이후 인식했을 때 기업은 더 큰 혜택을 누릴 수 있을 것이라고 주장한다.

또한 CSR을 기업의 이해관계자들과 관련지어 이해하려는 연구들은 둘 사이의 관계에 영향을 미치는 의사소통의 중요성에 대해 주목한다. Starck and Kruckeberg(2004)의 연구에서는 기업들은 CSR 활동을 추구하면서 지역 사회와 원활한 의사소통을 하고 우호적인 이해관계를 맺으려 한다는 것을 밝혀내었다. 이렇듯 기업은 광범위한 이해관계자들을 아우르면서 효율적으로 의사소통을 하기 위한 방법을 꾸준히 찾고 있고, 그 일환으로 CSR 보고서의 발행이 주목받고 있다. CSR 보고서는 대개 회사에서 자발적으로 발행하는 정기적 발간 보고서이며, 환경경영 보고서나 환경 보고서, 지속 가능 경영 보고서, 사회적 공시나 환경적 공시 등으로 학계나 실무에서 다양하게 지칭된다. 본 연구에서는 이런 보고서들을 통틀어서 CSR 보고서라고 명명하기로 한다.

기업이 정기적으로 발간하는 보고서들은 투자자, 채권자, 종업원, 환경 단체들과 정부 등과 같은 기업의 이해관계자들이 기업을 판단할 수 있는 기본적인 정보의 원천이다(Neu, Warsame, and Pedwll, 1998). 기관 투자자들이나 개인투자자들은 물론이고 기업과 연관된 환경 단체들이나 정부 기관 역시 기업의 재무적 정보나 비재무적인 정보를 얻기 위해 기업이 발행하는 보고서에 의지한다(e.g., Epstein and Freedman, 1994; Gamble, Hsu, Kite, and Radtke, 1995; Hutchins, 1994). 물론 기업은 외부와 의사소통을 하기 위해 다양한 도구를 사용하지만, 기업이 정기적으로 발간하는 보고서 만큼 기업과 관련된 이해관계자들과 소통하기에 적합

한 매체는 없으며(Zeghal and Ahmed, 1990), 이는 다른 의사소통 매체들과 비교하여 뚜렷한 신뢰성을 지닌다(Neu, Warsame, and Pedwll, 1998). 이렇듯 기업의 정기적 발간 보고서에 속하는 CSR 보고서는 기업이 외부 이해관계자들의 인식을 관리할 수 있는 효과적인 방법 중에 하나로 사용되고 있다(Neu, Warsame, and Pedwll, 1998).

투자자가 기업의 CSR 보고서를 검토하고 투자결정을 내리기 위해서 CSR 보고서는 일관성(consistency)을 만족 시켜야 한다(FASB, 1996). 이를 위해 다양한 CSR 보고서의 국제표준 모형이 개발되었으며, Global Reporting Initiative(GRI)에서 개발한 가이드라인이 그 중 가장 대표성을 지닌다. GRI는 미국의 환경단체인 CERES(Coalition for Environmentally Responsible Economics)와 국제연합환경계획(UNEP)의 협약으로 1997년 처음 설립되었으며, CSR 보고서의 가이드라인을 정하고 이것에 따라 기업이 보고서를 작성할 수 있도록 독려하는 역할을 수행한다.

이런 가이드라인을 통해 기업이 발행하는 CSR 보고서의 내용은 크게 보고서의 목적과 개요 소개, CSR 성과 보고(평가요소와 관행, 비율과 지표의 보고), 재무적 성과의 간략 보고와 검증의견 보고 등으로 이루어져있다. 보고서의 주가 되는 CSR의 성과에 대한 공시 부분은 기업의 각 이해관계자들-직원, 협력업체, 노조, 투자자, 소비자 등 - 과의 독특한 관계에 대한 설명을 포함하며, 이 밖에도 기업의 제품/서비스에 관한 책임에 관한 내용, 전반적인 인권에 관한 관심, 사회공헌 활동에 대한 내용, 환경문제에 대한 관심표현 등이 이 부분에 포함된다. 이와 더불어, CEO 성명서와 보고서 발간 기업의 프로필 뿐만 아니라 성과 평가에 관한 주요 지표, 비전 및 전략, 정책, 경영 시스템과 성과 등에 대한 요약

보고서의 제시도 GRI 표준에 의해 권장되고 있다. Global 1000 기업의 60% 이상이 자발적으로 GRI 보고 가이드라인을 채택하여 CSR 보고서를 발행하고 있다(Reynolds and Yuthas, 2008).

하나의 예로 130년이 넘는 시간 동안 성공적인 경영활동을 해오고 있는 기업인 GE가 GRI 기준에 의해 2012년 발표한 CSR 보고서의 개요에서 GE는 투명하고 진실 된 문화의 유지를 위해 정기적으로 발간되는 CSR 보고서를 통해 CSR 성과에 관한 정보를 그것을 알고 싶어 하는 이해관계자들에게 제공하고 있으며, 이런 활동은 기업이 투자자들에게 다양한 관심을 가지고 있다는 것을 보여준다고 밝히고 있다. 이와 더불어 2012년에 CSR 보고서의 공시를 위한 CSR 포털사이트를 개설해서 그들이 CSR 활동에 가지는 노력과 헌신을 보여주려고 노력하고 있다.

이렇듯 CSR 보고서는 기업이 외부 이해관계자들에게 발행하는 하나의 일 방향적인 커뮤니케이션 수단이며(Gray, 2002; Mathews, 1997), 대부분의 CSR 학자들은 CSR 보고서의 발행이 기업의 사회적 투명성을 위해 반드시 필요한 구성요소라고 보고 있다(Reynolds and Yuthas, 2008). 이런 사회적 분위기에 의해서 CSR 보고서를 발행하는 기업은 점점 늘어나고 있으며(Dhaliwal et al., 2011; Kolk and Lenfant, 2010; Maignan and Ralston, 2002), 1970년대 중반 이후 학계에서도 CSR 보고서에 대해 주목하고 관련 연구들이 계속 활발히 진행되고 있다(Neu, Warsame, and Pedwll, 1998).

CSR 보고서를 발행하는 동기 요인에 대한 연구와 더불어 몇몇 연구자들에 의하여 CSR 보고서를 발행했을 때 기업이 얻는 효과에 대한 연구도 진행되어 왔다. 기업은 CSR 보고서를 발행함으로써 그들의 이해관계자들과의 관계를 긍정적으로 관리할 수 있으며, 기업이 다른 사회적 구성원들과 조화를 이

루며 활동해간다는 외부 인식을 만들어 줄 수 있다 (Lehman and Tinker, 1987). 이런 외부 인식들은 기업의 이해관계자들이 기업과 기업이 수행하는 활동에 대해서 가지게 되는 긍정적인 이미지 형성에 영향을 준다(Neu, Warsame, and Pedwll, 1998). 더 나아가서 CSR 보고서를 발행하는 행위는 기업의 정당성의 유지에 영향을 미친다는 연구 결과 또한 존재한다(Neimark, 1992; Gray et al., 1995).

기업이 자발적으로 발행하는 CSR 보고서는 이처럼 기업 외부의 이해관계자들과 기업을 연결하는 효과적인 의사소통 수단으로써 역할을 하고, 더불어 기업이 지금 진행하고 있는 CSR 활동에 대해 더 빠른 시간 안에 더 잘 알릴 수 있는 통로가 된다. CSR 활동이 기업의 재무적 성과에 미치는 영향에 대해서 연구하는 대부분의 학자들이 그 필요성을 인정하고 있는 요소인 CSR 활동이 이해관계자들에게 도달하여 성과에 반영되는데 걸리는 시간 자체가 CSR 보고서를 발행함으로써 단축될 수 있을 것이다. 또한, Marom(2006)이 재기한 기업의 CSR 활동을 이해관계자들이 인식하고 그것에 반응하여 기업의 성과에 반영되는 장기적인 매커니즘으로 인한 문제점은 CSR 보고서의 발행이라는 의사소통 수단을 사용하면 어느 정도 해소될 가능성이 있다.

정리하자면 기업은 기업의 이해관계자들의 기대를 충족시켰을 때 긍정적인 재무성과를 얻게 된다. 따라서 기업의 이해관계자들이 한 기업의 CSR 성과를 인식했을 때 그 기업은 더 높은 재무성과를 얻을 수 있을 것이다. 이런 경우 기업이 발행하는 CSR 보고서는 기업의 CSR 활동을 더 효과적으로 관련된 이해관계자들에게 전달해줌으로서 CSR 성과와 재무성과 사이의 정적인 관계를 강화하는 역할을 할 것이다. 다른 한편으로 CSR 성과가 기업의 재무적 성과에 부정적 영향을 미치는 경우를 생각해 볼 수

있다. 이 경우 CSR 활동으로 인해 나가는 순수한 비용은 단기로 발생하여 기업의 단기 재무성과에 부정적인 영향을 미치지만, CSR 활동을 통해 기업이 얻는 혜택은 장기적인 매커니즘에 의해 일어나기 때문에 기업의 재무성과에 반영되는 데는 일정 시간이 걸린다. 따라서 CSR 활동은 기업의 재무적 성과에 단기적으로 부정적 영향을 미치게 된다. 하지만, 기업은 CSR 보고서를 발행함으로써 기업을 둘러싼 이해관계자들과 원활한 의사소통을 할 수 있으며, 기업의 이해관계자들 역시 일정 수준의 신뢰성을 확보한 CSR 활동에 대한 정보를 더 효율적으로 더 빠른 시간 안에 받아들일 수 있다. 이는 기업의 CSR 활동을 이해관계자들에게 더 빨리 인식시켜서 CSR이 기업의 단기적 재무성과에 미치는 부정적 영향을 완화하는 역할을 할 것이다.

따라서 우리는 다음과 같이 가설을 설정하였다.

가설 2-1: CSR 보고서의 발행은 CSR 성과와 기업의 단기 재무성과 사이의 정적인(+)
관계를 강화하는 방향으로 조절할 것이다.

가설 2-2: CSR 보고서의 발행은 CSR 성과와 기업의 단기 재무성과 사이의 부적인(-)
관계를 완화하는 방향으로 조절할 것이다.

III. 연구 방법

3.1 표본 및 자료

본 연구의 독립변수인 기업의 사회적 책임(CSR)

성과는 KLD(Kinder, Lydenberg, and Domini) Socrates 데이터베이스를 통해 수집되었다. KLD 지수는 3,000개가 넘는 미국의 상장기업을 대상으로 CSR 성과를 수치화시킴으로서 CSR 성과를 측정하는데 폭 넓게 사용되고 있다 (e.g., Chatterji, Levine, and Toffel, 2009; Harrison and Freeman, 1999). 종속변수인 기업의 재무적 성과 토빈스큐(Tobin's Q)는 COMPUSTAT을 통해서 수집되고 계산되었다. 이와 더불어 조절변수인 CSR 보고서의 발행여부는 CorporateRegister.com에서 제공하는 정보를 사용하여 수집되었다. 이 데이터베이스는 CSR 보고서와 관련해서 세계에서 가장 큰 규모의 데이터를 구축한 곳으로 매년 2,800개 정도의 미국 회사들의 CSR 보고서 발행여부를 발표하고 있다. 다양한 논문들이 이 데이터베이스를 이용하여 연구를 진행해왔다(e.g., 강진구 · 문정빈, 2012; Cho, Guidry, Hageman, and Patten, 2012; Hubbard, 2011).

이 연구는 위에서 명시된 데이터 출처로부터 1996년부터 2007년까지의 CSR 성과, CSR 보고서의 발행여부와 기업의 재무성과에 대한 데이터를 수집하였으며, 총 328개의 기업의 2,777개의 최종 관측치를 얻었다. 이와 더불어 기업의 크기, 여유자원, 부채비율, 기업지배구조와 같은 기업 수준의 특성과 관련된 자료도 함께 취합하였다.

3.2 변수의 측정

3.2.1 독립변수와 조절변수

기업의 사회적 책임(CSR) 성과는 Strike, Gao, and Bansal(2006)와 Waddock and Grave(1997) 등과 같은 CSR을 연구하는 주요한 학자들이 제시

한 방법론에 따라 KLD 지수를 사용하여 측정되었다. KLD는 1990년에 설립된 투자 평가기관으로써 미국 상장 기업을 대상으로 CSR 평가 등급을 제공하고 있다. KLD 지수는 객관적인 심사 기준에 의해 산출되고, 각 회사에서 CSR 성과와 관련이 있다고 생각되는 속성에 대해 등급을 매기며, 중개기관이나 심사기관과 완전히 독립된 그룹의 연구원들이 동일한 기준을 평가받는 회사에 적용하기 때문에 CSR 성과를 측정하는데 있어서 많은 이점을 가진다(Strike et al, 2006; Waddock and Graves, 1997). 기존 CSR을 연구하는 많은 학자들은 기업의 CSR 성과를 다음과 같은 7가지의 항목 - 1) 지역사회(community), 2) 다양성(diversity), 3) 기업 지배구조(corporate governance), 4) 환경(environment), 5) 노사 관계(employee relations), 6) 인권(human rights), 7) 제품(product) - 이 가지는 strength와 concern값의 총합으로 측정하였다. KLD의 각각의 항목은 -2(major concerns), -1(concern), 0(neutral), +1(strength), +2(major strength)의 범위를 가지는 5점 척도로 평가되며, KLD 7개 항목에서 나오는 모든 concern 값(-)과 strengths 값(+의 합으로 CSR 성과를 도출하였다. 또한, Hillman and Keim(2001)과 Mitchell et al. (1997)등의 방법론을 따라 각각의 항목에 동일한 가중치를 주었으며, KLD 지표 중에 기업의 재무적 성과에 미치는 영향이 미미할 것이라고 예상되는 술, 담배, 도박, 소화기, 군대, 핵에너지 산업과 관련된 아이탬은 CSR 성과를 계산하는데 있어서 배제되었다. 본 연구에서 사용한 CSR 성과의 측정 방식은 CSR 연구 분야에서 가장 널리 쓰이고 있는 방식으로 그 타당성을 인정받고 있다(e.g., Chen, Patten, and Roberts, 2008; Greening and Turban, 2000; Griffin and Mahon, 1997;

Hillman and Keim, 2001; Strike et al., 2006; Waddock and Grave, 1997).

기업의 사회적 책임 성과와 재무적 성과 사이의 상호작용 효과를 검증하기 위해 CSR 보고서 발행 여부라는 조절변수를 사용하였다. CSR 보고서 발행 여부는 더미 변수로써 특정 기업이 특정 연도에 CSR 보고서를 발행 했는가 하지 않았는가를 나타낸다. 만약 한 기업이 특정 연도에 CSR 보고서를 발행하였다면 1, 발행하지 않았다면 0으로 처리하였다. 점점 더 많은 기업이 CSR 보고서를 발행하기 시작하면서 CSR 보고서는 CSR 연구 분야에서 주요한 변수로서 주목받고 있다.

3.2.2 종속변수

기업의 단기적 재무성과는 토빈스큐(Tobin's Q)로 측정하였다. 기업의 성과를 측정하는 지표에는 크게 기업의 회계적인 성과를 나타내는 총자산수익률(ROA)과 자기자본이익률(ROE), 기업의 시장가치를 기반으로 하는 토빈스큐(Tobin's Q)가 있다. 본 연구에 사용된 종속변수인 토빈스큐(Tobin's Q)는 과거의 기업 성과만을 반영하고 경영자의 조작 위험이 있다는 회계성과지표가 가지는 한계를 피할 수 있기 때문에 CSR 연구의 성과지표로써 널리 사용되고 있다. 이와 같은 이유로 기업의 CSR 활동이 기업의 재무성과에 미치는 영향에 대해서 연구한 과 반수이상의 논문들이 토빈스큐(Tobin's Q)를 기업의 재무적 성과 변수로 채택하고 있다(e.g., Brammer and Millington, 2008; Freedman and Stagliano, 1991; Jones and Murrell, 2001; Hickman, Teets, and Kohls, 1999; Kurtz and DiBartolomeo, 1986; Wang and Choi, 2011; Wright et al., 1995). 토빈스큐(Tobin's Q)는 한 기업의 연평균

주식가격에 발행 주식수를 곱한 값을 총자산으로 나누어 계산하였으며, 연구모형에서 내생성을 통제하기 위해서 t+1시점의 자료를 사용하였다.

3.2.3 통제변수

기존의 연구들을 검토해 본 후 기업의 성과에 영향을 미칠 수 있는 총 7개의 통제변수를 선정하였다. 우선 기업의 규모를 통제하기 위하여 기업의 총자산과 종업원 수를 변수로 포함하였다. 기업의 규모는 그 기업의 사회적 재무적 성과를 측정하는 지표로서 인식되고 있다(Ullman, 1985). 따라서 본 연구는 총 자산에 로그를 취한 값과 총 종업원의 숫자를 가지고 기업의 규모를 측정하여 통제변수로 반영하였다.

기업의 여유자원 역시 재무적 성과에 영향을 줄 수 있다. 여유자원은 기업의 전략적 시도를 촉진시키는 역할을 하기도 하고(Cyert and March, 1963), 자원의 비효율적인 활용을 의미하기도 하면서(Jensen, 1986) 기업의 재무적 성과에 영향을 미친다. 본 연구에서는 기업의 여유자원의 대리변수로서 현금흐름을 사용하였다. 현금흐름은 활용 가능한 재무적 여유자원을 의미하며, 특별항목 및 감가상각 전 순이익으로 측정하여 통제변수로 포함하였다.

부채비율 또한 통제되었다. 부채비율은 기업의 총 부채를 총자산으로 나눈 값으로 계산하였으며, 많은 학자들에 의해 기업의 재무적 성과와의 관련성에 대해서 논의되고 있다(e.g., Campello, 2006).

더불어 기업지배구조도 통제변수로 포함되었다. 기업지배구조와 경영성과 사이의 관계는 오랜 시간에 걸쳐 연구되어오고 있는 분야 중 하나이다(e.g., Bhagat and Bolton, 2008). 따라서 널리 쓰이고 있는 기업지배구조의 대리변수로서 Gompers, Ishii,

and Metrick(2003)이 개발한 G-index(Governance Index)를 사용하여 그 효과를 통제하였다(e.g., Kelton and Yang, 2008). G-index는 기업이 적대적 인수에 대비한 경영권 방어수단을 얼마나 가지고 있는지를 나타내며 IRRC(The Investor Responsibility Research center)의 RiskMetrics 데이터베이스를 이용하여 수집되었다. Gompers et al.(2003)은 경영권 방어 수단을 통해 기업 지배구조 수준을 지수화 하였으며, 더 많은 경영권 방어 수단을 가질수록 더 높은 G-index값을 가지게 된다. 이는 낮은 G-index값을 가지는 기업과 비교했을 때 상대적으로 약한 기업지배구조를 가진다고 해석할 수 있다. 해석의 용이성을 위하여 본 연구에서는 G-index값을 역코딩하여 사용하였으며, IRRC에서 2년마다 발표되는 데이터를 Gompers et al.(2003)의 방법론을 따라 확장하여 사용하였다.

각 기업이 속한 산업과 기업이 활동한 연도 역시 기업의 재무적 성과에 영향을 미치는 요소이다(e.g., Waddock and Graves, 1997). 기업의 재무적 성과에 영향을 미칠 수 있는 산업 효과를 통제하기 위하여 SIC 산업분류기준에 따라 첫 자릿수를 뽑아 총 9개의 산업더미를 연구 모델에 포함하였다. 또한 종속변수에 영향을 줄 수 있는 연도 효과를 통제하기 위해 연도의 더미도 모델에 포함하였다.

본 연구 모델에 포함된 모든 설명변수는 종속변수와의 사이에서 생길 수 있는 역의 인과관계의 문제(reverse causality problem)를 피하기 위해 1년의 시간차를 두고 설정하였다.

3.3 분석 방법

본 연구는 패널데이터를 기반으로 하여 가설 검증을 실시하였으며 하우스만 분석(Hausman Test)

를 거친 후 회귀분석의 고정 효과 모형(fixed effect model)이 본 논문의 통계 모형으로 더 적합하다고 판단되어 분석 방법으로 사용하였다. STATA 14를 통계 패키지로 사용하여 가설의 검증을 진행하였다.

IV. 분석 결과

4.1 기술통계 및 상관관계

〈표 1〉에는 본 연구에서 사용된 변수들의 기술통계량과 상관관계를 요약되어있다. 1996년에서 2007년까지 11년 동안 수집된 주요한 변수들의 기술통계량을 살펴보면 최소값 -10과 최대값 11을 가지는 CSR 성과의 평균은 0.31이며, 최소값 0과 최대값 1을 가지는 CSR 보고서의 발행의 평균은 0.25로 관측값들의 고른 분포를 알 수 있었다. 다음으로 주요한 변수들의 상관관계 분석 결과를 살펴보자면 종속 변수인 기업의 재무적 성과는 CSR 성과, 기업 자산, 기업의 종업원 수, 기업지배구조, 여유자원, 기업의 부채비율과 95% 신뢰수준에서 유의한 상관관계를 나타냈다. 기업의 사회공헌 활동은 95%의 신뢰수준에서 CSR 보고서의 발행과는 양의 상관관계를 가지는 것으로 나타났고, 기업의 자산과 종업원 수, 부채비율과는 음의 상관관계를 가진다고 나타났다.

연구 모델에 포함된 몇몇 변수들 간의 유의한 상관관계를 확인했기 때문에, 다중공성선의 문제를 확인해보기 위해 VIF(분산팽창요인, variance inflation factor) 값을 산출해보았다. 기업의 자산이 가지는 VIF값이 3.88로 가장 컸으며, 모든 변수들이 가지는 VIF 값의 평균은 1.98인 것으로 산출되었다. 이

〈표 1〉 기술통계 및 상관관계

변수	Mean	S D	1	2	3	4	5	6	7	8
기업 단기재무성과(t+1)	1742.3	1700.49	1.000							
CSR성과 (t)	0.31	2.97	0.179*	1.000						
CSR 보고서 (t)	0.25	0.43	-0.006	0.140*	1.000					
기업 자산 (t)	8.53	1.43	-0.124*	-0.061*	0.423*	1.000				
기업 종업원 수 (t)	43.62	106.30	-0.039*	-0.056*	0.130*	0.303*	1.000			
기업지배구조 (t)	9.27	2.58	0.125*	0.033	0.007	0.034	0.120*	1.000		
여유자원 (t)	5.96	1.18	0.078*	-0.028	0.377*	0.840*	0.226*	-0.032	1.000	
부채비율 (t)	0.21	0.16	-0.315*	-0.127*	0.053*	0.153*	0.007	-0.060*	0.086*	1.000

n=2,777; * p < 0.05

는 다중공선성의 문제가 있는지를 판단하는데 사용되는 절사분계치(cut-off threshold)의 값인 10에 훨씬 못 미치는 수치기 때문에 본 연구 모델에는 다중공선성의 문제가 없는 것으로 판단 할 수 있었다 (Belsley, Kuh, and Welsch, 2005).

4.2 결과 분석

본 연구에서 설정한 가설을 검증하기 위해 패널데이터를 사용하는 회귀분석 방법 중 하나인 확률 효과 모형(random effect model)을 이용하였으며 그 결과는 〈표 2〉에 제시하였다. 첫 번째 모형은 통제 변수들을 모아놓은 기본모형이며, 기업의 재무적 성과에는 기업의 자산, 기업지배구조, 여유자원과 부채비율이 큰 영향을 미치는 것으로 나타났다. 연구의 가설 검증은 두 번째 모형과 세 번째 모형을 통해서 검증되었다.

두 번째 모형을 통해 기업의 사회적 공헌 활동이 기업의 단기적 재무성과에 미치는 주효과를 검증하였다. 그 결과 기업이 더 많은 사회적 활동에 참여할수록 기업의 단기적 재무성과는 낮아진다는 가설

1-2가 유의미하게 지지되었다(b=-0.042, p < 0.05). 즉, CSR 활동을 하는데 들어가는 비용적 측면 때문에 단기적으로 성과에 부정적인 영향을 미칠 수 있다고 해석해 볼 수 있다.

세 번째 모형을 통해서도 주효과에 대한 상호작용 효과를 검증하였다. 검증 결과, 1%의 유의수준 하에서 기업의 CSR 보고서 발행은 CSR 활동과 단기적 재무성과 사이의 관계에 유의미한 영향을 미쳤다. 즉, 기업이 사회적 책임 보고서를 발행하는 행위는 기업의 CSR 활동이 단기적 재무성과에 미치는 부(-)적인 영향을 완화하는 방향으로 상호작용 효과를 미치고 있는 것으로 해석할 수 있다. 연구 모형에서 CSR 성과와 CSR 보고서의 발행은 동일한 연도에서 측정되었고, CSR 성과와 CSR 보고서의 발행 사이의 1년의 시차를 두고 동일한 분석을 시행하였을 때 역시 동일한 결과가 도출되었다. 모형 상의 상호작용 효과에 대한 더 자세한 해석을 위해서는 반드시 그래프가 동반되어야 한다. 따라서 본 논문에서는 Aiken and West (1991)가 사용한 방법론에 따라 상호작용 효과 그래프를 〈그림 1〉로 제시하였다.

〈그림 1〉에 따르면 CSR 보고서를 발행하지 않은

〈표 2〉 고정효과 모형 회귀분석표

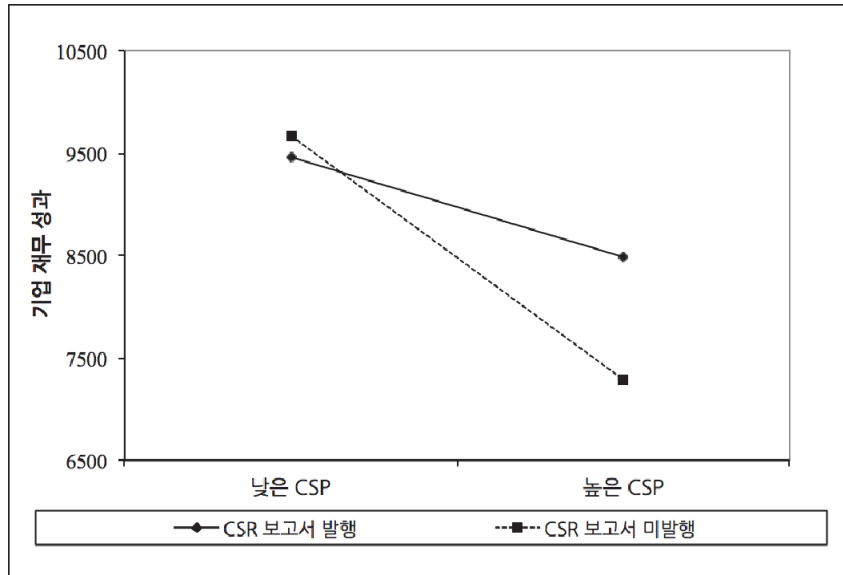
	1	2	3
변수	기업 단기 재무성과 (t+1)	기업 단기 재무성과 (t+1)	기업 단기 재무성과 (t+1)
기업 자산	-1,330.886** [-0.870]	-1,069.499** [-0.765]	-1,058.156** [-0.757]
기업 종업원 수	-2.156* [-0.120]	-3.189** [-0.199]	-3.162** [-0.198]
기업지배구조	4.167 [0.006]	16.623 [0.025]	15.797 [0.024]
여유자원	279.821** [0.177]	297.638** [0.206]	296.824** [0.206]
부채비율	-868.001** [-0.075]	-918.345** [-0.087]	-919.594** [-0.087]
CSR보고서 발행	-353.655** [-0.081]	-405.753** [-0.104]	-386.263** [-0.099]
산업 더미	<i>Included</i>	<i>Included</i>	<i>Included</i>
연도 더미	<i>Included</i>	<i>Included</i>	<i>Included</i>
CSR 성과		-66.474** [-0.116]	-37.518* [-0.066]
CSR 성과 * CSR보고서 발행			-54.329** [-0.066]
Constant	11,369**	9,140*	9,044**
Observations	2,875	2,777	2,777
F	29.61	31.15	30.03
Overall R ²	0.166	0.187	0.190

Note. Normalized beta coefficients in brackets. 산업과 연도는 모형 안에 통제되었음.

** p < 0.01, * p < 0.05 (two-tailed test).

기업들은 높은 CSR 성과 수준을 가질수록 낮은 재무적 성과를 가진다고 나타났다. 이는 우리의 추가 결과 동일한 결과라고 할 수 있다. 또한, 기업의 높은 CSR 성과가 기업의 재무적 성과에 부(-)적인 영향을 미치는 상황에서 CSR 보고서를 발행한 기업

은 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 높은 기업 성과를 나타냈다. 이를 통해 CSR 보고서의 발행이 CSR 성과와 기업의 재무적 성과 사이의 부(-)적인 관계를 완화한다는 본 논문의 조절 가설이 지지된 것을 확인할 수 있었다.



〈그림 1〉 CSR 보고서의 상호작용 효과

V. 논의 및 시사점

본 연구에서는 기업의 사회공헌 활동이 단기 재무 성과에 미치는 부정적 영향을 완화하는 역할을 하는 CSR 보고서의 역할을 검증하였다. 이를 위하여 1996년부터 2007년 사이에 한 CSR 활동에 대한 정보를 얻을 수 있는 미국 내 기업을 대상으로 실증연구를 진행하였다. 실증 분석 결과, 기업이 더 많은 CSR 활동에 참여할수록 기업의 단기적 재무성과에는 부정적인 영향을 미쳤고, 이 부정적인 관계를 CSR 보고서의 발행여부가 완화한다는 것을 알 수 있었다.

본 연구의 이론적·실무적 시사점은 다음과 같다.

첫째, 이론적 측면에서 본 연구는 기업의 CSR 활동이 기업의 재무적 성과에 부정적인 영향을 미친다는 기존 연구의 결과를 지지한다. 즉, 기업이 CSR 활동으로 인해 받는 혜택은 장기적인 관점으로 일어

나지만, 기업이 CSR 활동을 하기 위해 사용하는 비용은 단기적으로 발생하여 기업의 재무성과에 부(-)적인 영향을 미친다는 기존의 연구 결과를 뒷받침한다고 할 수 있다.

하지만 Aguinis and Glavas(2012) 등과 같은 학자들의 언급처럼 활발한 CSR 활동은 기업의 재무적 성과를 하락시킨다는 주장과 함께 CSR 활동은 기업의 재무성과를 높일 수 있다는 주장 역시 열려있기 때문에 본 연구의 결과는 논의의 여지를 남겨주고 있다. 하지만 CSR 활동과 재무적 성과 사이의 혼재된 결과 문제는 적절한 상황요인의 발견으로 일정 부분 해소할 수 있을 것이라고 생각한다. 본 연구에서는 이해관계자들의 CSR 활동의 인식과 가장 밀접한 관계가 있는 CSR 보고서의 발행을 상황요인으로 봄으로써 이 관계에 대한 조금 더 향상된 이해를 제공할 수 있을 것이라고 기대한다. 또한 CSR 활동의 성과측정에 있어서 재무적 성과 뿐만 아니라

다른 조직적 성과들 역시 고려해야 할 필요가 있다. Kaplan and Norton(2005)에 따르면 기업의 성과는 한차원이 아닌 다차원적으로 측정될 수 있다고 한다. CSR 활동은 대부분의 기업에게 그들의 수익 구조와 관련된 주력 활동은 아니기 때문에 조금 더 정성적인 기업 성과 변수를 개발할 필요가 있을 것이다. 기업의 재무적 성과를 보완할 수 있는 CSR 활동에 대한 성과 측정 방법을 다루는 연구가 향후에 진행된다면 더 큰 시사점을 도출할 수 있을 것이라 기대된다.

둘째, 이론적인 측면에서 본 연구는 CSR 보고서의 효과성에 대한 이론을 확장한다. 지금까지 CSR 보고서에 대한 연구는 발행 동기의 규명에 대한 것이 대부분이었다. 기업이 의무적으로 공시해야 하는 재무정보와 다르게 CSR 정보는 기업이 자율적 선택에 의한 공시이다. 따라서 기업이 왜 추가적인 비용을 지불해야 하는지 CSR 보고서를 발행하는가에 대한 이론적 논의가 주를 이루어왔다. 하지만 CSR 보고서를 발행하여 기업이 얻는 혜택에 대한 연구는 그 중요성에도 불구하고 지금까지 상대적으로 주목받지 못하였다. 본 연구에서는 CSR 보고서가 CSR 활동이 단기적 재무성과에 미치는 부정적인 영향을 완화하는 완충제 역할을 한다는 것을 밝혀내었다. 즉, CSR 보고서를 발행함으로써 기업은 CSR 활동을 관련된 이해관계자들에게 더 원활히 전달할 수 있게 되고, 그로 인해서 CSR에 투자한 비용이 혜택으로 돌아오는 데 걸리는 시간을 단축시킬 수 있다. 이런 CSR 보고서의 효과성은 CSR 활동을 하는데 들어가는 단기적인 비용 지출이 기업의 단기적 재무성과에 미치는 부정적인 영향을 줄여주는 역할을 한다.

셋째, 본 연구는 또한 CSR 활동과 기업의 재무적 성과의 관계를 규명하는데 있어서 CSR 보고서의 역할에 대해 밝힌다. 지금까지 CSR 활동과 기업의

재무적 성과 사이에 영향을 미치는 조절요인이라고 밝혀진 변수들은 기업의 규모나 여유자금, 부채 비율, 산업, 지배구조 등이었다(천미림 · 유재미, 2013). 기업의 CSR 행위를 알리는 가장 효과적인 도구로써의 CSR 보고서의 발행은 그 중요성에도 불구하고 그 동안 CSR 활동과 기업의 재무적 성과 사이의 관계에 영향을 미칠 수 있는 상황요인으로서 고려되지 않았다. 본 연구에서는 CSR 보고서의 발행이 CSR 활동과 재무적 성과 사이의 관계를 유의미하게 조절한다는 사실을 증명하였다.

점점 더 많은 기업이 CSR 보고서의 발행에 참여하는 현상은 미국 뿐만 아니라 한국과 전 세계를 아울러서 나타나고 있다. 따라서 CSR 보고서에 대한 연구는 CSR 보고서의 발행에 참여하는 혹은 CSR 보고서 발행을 주저하고 있는 기업들에게 의미있는 실무적 시사점 역시 제시해 줄 수 있을 것이라 기대한다.

그 동안 회사의 경영진들은 기업 성과에 있어서 CSR은 투자인가 비용인가에 대한 고민을 계속 해왔다. 본 연구의 결과와 같이 CSR은 단기적으로는 비용을 유발하기 때문이다. 하지만 기업의 이해관계자들이 CSR 활동을 인식한 후에 그에 대한 긍정적 혜택이 돌아오기 때문에 기업은 사회적 책임에 대한 투자를 좀 더 장기적인 관점에서 접근할 필요가 있다. 이와 더불어 CSR 활동의 혜택이 조금이라도 더 일찍 발현될 수 있도록 기업의 노력과 성과를 알리는 방법들을 적극적으로 고안해야 한다. 본 연구에서 제시한 방법인 CSR 보고서의 체계적인 발간과 보급 등에 관심을 기울임으로써 기업의 이해관계자들과 효과적으로 의사소통하고 좀 더 빠른 CSR 혜택의 발현을 기대할 수 있을 것이다.

또한, CSR 보고서의 발행은 기업에게 주어진 외생적 변수가 아닌 내생적으로 선택할 수 있는 변수

라는 점에서 그 실무적 시사점을 가진다. 지금까지 CSR 활동이 기업의 재무적 성과에 미치는 부정적인 영향을 완화시키거나, 긍정적인 영향을 더 강화하는 것으로 밝혀진 조절변수들은 기업이 선택할 수 없는 주어진 외생 변수들이 대부분이었다. 하지만 CSR 보고서의 발행은 기업이 자발적으로 선택할 수 있는 경영 활동으로 경영진들은 CSR 보고서의 발행 결정을 함으로써 CSR 활동을 이해관계자들에게 효과적으로 전달할 수 있다. 이를 통해, 기업의 투명성을 높이는 데도 기여를 할 수 있을 것이라고 생각된다.

마지막으로 CSR 보고서를 주제로 한 연구들은 대개 몇 개 기업의 사례를 가지고 진행하는 정성적인 연구인 경우가 많았다(강진구·문정빈, 2012). 하지만, 본 연구를 통해서 우리는 CSR 보고서의 효과성에 대해서 보다 보편적이고 실증적인 접근을 할 수 있을 것이라고 기대한다. 하지만, 이런 유의미한 분석결과와 함께 본 연구는 한계점 역시 가지고 있다.

첫 째로 연구 기간 설정에서 오는 한계점이다. 본 연구는 1996년부터 2007년까지의 미국의 기업을 대상으로 하고 있기 때문에 최근의 동향은 반영하고 있지 못할 가능성이 존재한다. 본 연구의 연구 기간은 2008년 미국에서 일어난 경제위기를 피하여 설정되었다. 서브 프라임 모기지 사태로 인해 발발된 미국 경제위기는 1900년대 중반 경제 대공황 이후에 가장 심각한 경제 침체를 몰고 온 상황으로 평가되기 때문에 본 연구의 연구자들은 그 기간을 연구 모델에 포함하는 것은 연구 결과의 편향을 가져올 수 있을 것이라 판단하여 제외하였기 때문이다. 후속 연구로 경제 위기 이후부터 지금까지의 상황을 볼 수 있는 연구가 뒷받침된다면 또 다른 시사점을 남길 수 있을 것이라 생각한다.

또한, 본 연구는 미국의 데이터를 사용하여 진행

되었기 때문에 한국 데이터를 사용해서도 동일한 연구적 함의를 이끌어 낼 수 있을지에 대한 의문이 남아있다. 한국 기업이 발행하는 CSR 보고서에 대한 정보를 제공하는 한국 지속가능경영원에 의하면 한국에서는 2003년에 최초로 CSR 보고서가 발행되었다. 미국의 경우보다 그 역사는 짧지만 한국에서도 CSR 보고서의 발행에 참여하는 기업들이 점점 늘어나고 있다고 보고되고 있다. 따라서 향후에 좀 더 축적된 정보를 가지고 한국 상황에 대한 연구를 할 수 있다면 더 큰 시사점을 이끌어 낼 수 있을 것이라고 생각된다.

마지막으로 기업의 재무적 성과를 측정하는 여러 가지 방법 중에 본 논문은 시장 가치를 반영하는 토빈스큐(Tobin's Q)를 종속변수로 채택하였다. 만약 기업의 회계 상의 성과를 나타내는 총자산수익률(ROA)과 자기자본이익률(ROE)을 종속변수로써 채택한 후속 연구가 진행된다면 본 논문의 시사점이 좀 더 견고해지지 않을까 생각한다.

참고문헌

- 강진구·문정빈(2012), "How do Corporate Governance and Reporting Frequency Moderate the Relationship between Csr Reporting and Corporate Social Performance?" **경영학연구**, 41(4), 643-661.
- 천미림·유재미(2013), "기업의 사회적 책임활동이 기업 재무성과에 미치는 영향: CSR 활동의 실행동기(motive)와 몰입(commitment)의 조절효과를 중심으로," **경영학연구**, 42(5), 1159-1185.
- Aguinis, H. and A. Glavas(2012), "What We Know and Don't Know about Corporate Social

- Responsibility," *Journal of Management*, 38 (4), 932-968.
- Aiken, L. S. and S. G. West(1991), *Multiple Regression: Testing and Interpreting Interactions*, Sage.
- Barnett, M. L. and R. M. Salomon (2006), "Beyond Dichotomy: The Curvilinear Relationship between Social Responsibility and Financial Performance," *Strategic Management Journal*, 27(11), 1101-1122.
- Becker-Olsen, K. L., B. A. Cudmore, and R. P. Hill (2006), "The Impact of Perceived Corporate Social Responsibility on Consumer Behavior," *Journal of Business Research*, 59(1), 46-53.
- Belsley, D. A., E. Kuh, and R. E. Welsch(2005), *Regression Diagnostics: Identifying Influential Data and Sources of Collinearity*, John Wiley & Sons.
- Bhagat, S. and B. Bolton(2008), "Corporate Governance and Firm Performance," *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 257-273.
- Bowman, E. H. and M. Haire (1975), "A Strategic Posture Toward Corporate Social Responsibility," *California Management Review*, 18 (2), 49-58.
- Bragdon Jr, J. H. and J. A. Marlin(1972), "Is Pollution Profitable?" *Risk Management*, 19, 9-18.
- Brammer, S., A. Millington, and B. Rayton(2007), "The Contribution of Corporate Social Responsibility to Organizational Commitment," *The International Journal of Human Resource Management*, 18(10), 1701-1719.
- Brown, T. J. and P. A. Dacin(1997), "The Company and the Product: Corporate Associations and Consumer Product Responses," *The Journal of Marketing*, 68-84.
- Campello, M. (2006), "Debt Financing: Does it Boost or Hurt Firm Performance in Product Markets?" *Journal of Financial Economics*, 82(1), 135-172.
- Carroll, A. B.(1979), "A Three-dimensional Conceptual Model of Corporate Performance," *Academy of Management Review*, 4(4), 497-505.
- Carroll, A. B.(1999), "Corporate Social Responsibility," *Business and Society*, 38(3), 268-295.
- Carroll, A. B.(1991), "The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders," *Business Horizons*, 34(4), 39-48.
- Chatterji, A. K., D. I. Levine, and M. W. Toffel (2009), "How Well Do Social Ratings Actually Measure Corporate Social Responsibility?" *Journal of Economics & Management Strategy*, 18(1), 125-169.
- Chen, J. C., D. M. Patten, and R. W. Roberts(2008), "Corporate Charitable Contributions: A Corporate Social Performance or Legitimacy Strategy?" *Journal of Business Ethics*, 82 (1), 131-144.
- Cho, C. H., R. P. Guidry, A. M. Hageman, and D. M. Patten(2012), "Do Actions Speak Louder than Words? An Empirical Investigation of Corporate Environmental Reputation," *Accounting, Organizations and Society*, 37(1), 14-25.
- Clarke, J. and M. Gibson Sweet(1999), "The Use of Corporate Social Disclosures in the Management of Reputation and Legitimacy: A Cross Sectoral Analysis of UK Top 100 Companies," *Business Ethics: A European Review*, 8(1), 5-13.
- Cyert, R. M. and J. G. March(1963), *A Behavioral Theory of the Firm*, Englewood Cliffs, NJ, 2.

- Dhaliwal, D. S., O. Z. Li, A. Tsang, and Y. G. Yang (2011), "Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting," *The Accounting Review*, 86(1), 59-100.
- Donaldson, T. and L. E. Preston(1995), "The Stakeholder Theory of the Corporation," *Academy of Management Review*, 20(1), 65-91.
- Dowling, J. and J. Pfeffer(1975), "Organizational Legitimacy: Social Values and Organizational Behavior," *Pacific Sociological Review*, 18, 122-136.
- Epstein, M. J. and M. Freedman(1994), "Social Disclosure and the Individual Investor," *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 7(4), 94-109.
- FASB(1996), "Financial Accounting Standards Board," *Statements of Financial Accounting Concepts*. Wiley & Sons, Inc.
- Friedman, M.(1970), "The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits," *New York Times Magazine*.
- Gamble, G. O., K. Hsu, D. Kite, and R. R. Radtke (1995), "Environmental Disclosures in Annual Reports and 10Ks: An Examination," *Accounting Horizons*, 9(3), 34.
- Gompers, P., J. Ishii, and A. Metrick(2003), "Corporate Governance and Equity Prices," *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-156.
- Gond, J. P. and O. Herrbach(2006), "Social Reporting as an Organizational Learning Tool? A Theoretical Framework," *Journal of Business Ethics*, 65(4), 359-371.
- Gray, R., R. Kouhy, and S. Lavers(1995), "Corporate Social and Environmental Reporting: A Review of the Literature and a Longitudinal Study of UK Disclosure," *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 8(2), 47-77.
- Gray, R.(2002), "The Social Accounting Project and Accounting Organizations and Society Privileging Engagement, Imaginings, New Accountings and Pragmatism over Critique?" *Accounting, Organizations and Society*, 27(7), 687-708.
- Grave, S. B. and S. A. Waddock(2000), "Beyond Built to Last Stakeholder Relations in 'Built-to-Last' Companies," *Business and Society Review*, 105, 393-418.
- Greening, D. W. and D. B. Turban(2000), "Corporate Social Performance as a Competitive Advantage in Attracting a Quality Workforce," *Business & Society*, 39(3), 254-280.
- Griffin, J. J. and J. F. Mahon(1997), "The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate: Twenty-Five Years of Incomparable Research," *Business and Society*, 36, 5-31.
- Hamilton, J. T.(1995), "Pollution as News: Media and Stock Market Reactions to the Toxics Release Inventory Data," *Journal of Environmental Economics and Management*, 28, 98-113.
- Harrison, J. S. and R. E. Freeman(1999), "Stakeholders, Social Responsibility, and Performance: Empirical Evidence and Theoretical Perspectives," *Academy of Management Journal*, 42(5), 479-485.
- Hillman, A. J. and G. D. Keim(2001), "Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issues: What's the Bottom Line?" *Strategic Management Journal*, 22(2), 125-139.

- Hubbard, G. (2011), "The Quality of the Sustainability Reports of Large International Companies: An Analysis," *International Journal of Management*, 28(3), 824.
- Hutchins, H. R. (1994), "Annual Reports (Who Reads Them?)," *COMMUNICATION WORLD-SAN FRANCISCO*, 11, 18-18.
- Jauhari, V. and K. Manaktola (2007), "Exploring Consumer Attitude and Behaviour Towards Green Practices in the Lodging Industry in India," *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 19(5), 364-377.
- Jensen, M. C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C. (2002), "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function," *Business Ethics Quarterly*, 235-56.
- Jones, T. M. (1995), "Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics," *Academy of Management Review*, 20(2), 404-437.
- Kaplan, R. S. and Norton, D. P. (2005), "The Balanced Scorecard: Measures that Drive Performance," *Harvard Business Review*, 83(7), 172.
- Kelton, A. S. and Y. W. Yang (2008), "The Impact of Corporate Governance on Internet Financial Reporting," *Journal of Accounting and Public Policy*, 27(1), 62-87.
- Kim, H. R., M. Lee, H. T. Lee, and N. M. Kim (2010), "Corporate Social Responsibility and Employee - company Identification," *Journal of Business Ethics*, 95(4), 557-569.
- Klassen, R. D. and C. P. McLaughlin (1996), "The Impact of Environmental Management on Firm Performance," *Management Science*, 42(8), 1199-1214.
- Kolk, A. and F. Lenfant (2010), "MNC Reporting on CSR and Conflict in Central Africa," *Journal of Business Ethics*, 93(2), 241-255.
- Lehman, C. and T. Tinker (1987), "The "Real" Cultural Significance of Accounts," *Accounting, Organizations and Society*, 12(5), 503-522.
- Lev, B., C. Petrovits, and S. Radhakrishnan (2010), "Is Doing Good Good for You? How Corporate Charitable Contributions Enhance Revenue Growth," *Strategic Management Journal*, 31(2), 182-200.
- López, M. V., A. Garcia, and L. Rodriguez (2007), "Sustainable Development and Corporate Performance: A Study Based on the Dow Jones Sustainability Index," *Journal of Business Ethics*, 75(3), 285-300.
- Maignan, I. and D. A. Ralston (2002), "Corporate Social Responsibility in Europe and the US: Insights from Businesses Self-presentations," *Journal of International Business Studies*, 33(3), 497-514.
- Mathews, M. R. (1997), "Twenty-five Years of Social and Environmental Accounting Research: Is there a Silver Jubilee to Celebrate?" *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 10(4), 481-531.
- McWilliams, A. and D. Siegel (2000), "Corporate Social Responsibility and Financial Performance: Correlation or Misspecification?" *Strategic Management Journal*, 21(5), 603-609.
- McWilliams, A. and D. Siegel (1997), "Event Studies in Management Research: Theoretical and Empirical Issues," *Academy of Management Journal*, 40(3), 626-57.
- Maignan, I. and O. C. Ferrell (2004), "Corporate

- Social Responsibility and Marketing: An Integrative Framework," *Journal of the Academy of Marketing Science*, 32(1), 3-19.
- Malik, M.(2015), "Value-enhancing Capabilities of CSR: A Brief Review of Contemporary Literature," *Journal of Business Ethics*, 127(2), 419-438.
- Marom, I. Y.(2006), "Toward a Unified Theory of the CSP - CFP Link," *Journal of Business Ethics*, 67(2), 191-200.
- Meyer, J. W. and B. Rowan(1977), "Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony," *American Journal of Sociology*, 340-363.
- Moore, G. M.(2001), "Corporate Social and Financial Performance: An Investigation in the U.K. Supermarket Industry," *Journal of Business Ethics*, 34(3), 299-315.
- Neimark, M. K.(1992), "The Hidden Dimensions of Annual Reports: Sixty Years of Conflict at General Motors," *Markus Wiener Publishers*.
- Neu, D., H. Warsame, and K. Pedwell(1998), "Managing Public Impressions: Environmental Disclosures in Annual Reports," *Accounting, Organizations and Society*, 23(3), 265-282.
- Pava, M. L. and J. Krausz(1996), "The Association between Corporate Social Responsibility and Financial Performance: The Paradox of Social Cost," *Journal of Business Ethics*, 15, 321-357.
- Peterson, D. K.(2004), "The Relationship between Perceptions of Corporate Citizenship and Organizational Commitment," *Business & Society*, 43(3), 296-319.
- Preston, L. E. and D. P. O'bannon(1997), "The Corporate Social-financial Performance Relationship," *Business and Society*, 36(4), 419.
- Reynolds, M. and K. Yuthas(2008), "Moral Discourse and Corporate Social Responsibility Reporting," *Journal of Business Ethics*, 78(1-2), 47-64.
- Rosen, B. N., D. M. Sandler, and D. Shani(1991), "Social Issues and Socially Responsible Investment Behavior: A Preliminary Empirical Investigation," *Journal of Consumer Affairs*, 25(2), 221-234.
- Sharfman, M.(1996), "The Construct Validity of the Kinder, Lydenberg & Domini Social Performance Ratings Data," *Journal of Business Ethics*, 15(3), 287-296.
- Singh, J. and J. R. del Bosque(2008), "Understanding Corporate Social Responsibility and Product Perceptions in Consumer Markets: A Cross-cultural Evaluation," *Journal of Business Ethics*, 80(3), 597-611.
- Starck, K. and D. Kruckeberg(2004), "Ethical Obligations of Public Relations in an Era of Globalisation," *Journal of Communication Management*, 8(1), 29-40.
- Strike, V. M., J. Gao, and P. Bansal(2006), "Being Good While Being Bad: Social Responsibility and the International Diversification of US Firms," *Journal of International Business Studies*, 37(6), 850-862.
- Spicer, B. H.(1978), "Investors, Corporate Social Performance and Information Disclosure: An Empirical Study," *Accounting Review*, 94-111.
- Ullmann, A. A.(1985), "Data in Search of a Theory: A Critical Examination of the Relationships among Social Performance, Social Disclosure, and Economic Performance of US Firms," *Academy of Management Review*, 10(3), 540-557.
- Valentine, S. and G. Fleischman(2008), "Ethics

- Programs, Perceived Corporate Social Responsibility and Job Satisfaction," *Journal of Business Ethics*, 77(2), 159-172.
- Waddock, S. A. and S. B. Grave(1997), "The Corporate Social Performance," *Strategic Management Journal*, 8(4), 303-319.
- Wood, D. J.(2010), "Measuring Corporate Social Performance: A Review," *International Journal of Management Reviews*, 12(1), 50-84.
- Wright, P. and S. P. Ferris(1997), "Research Notes and Communications Agency Conflict and Corporate Strategy: The Effect of Divestment on Corporate Value," *Strategic Management Journal*, 18, 77-83.
- Zeghal, D. and S. A. Ahmed(1990), "Comparison of Social Responsibility Information Disclosure Media Used by Canadian Firms," *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 3(1).

CSR Report as a Buffer: Mitigating a Negative Effect of CSR Performance on Short-term Financial Performance

Jungeun Lee* · Eonsoo Kim**

Abstract

This study examines the effect of Corporate Social Responsibility (CSR) performance on the short-term financial performance of a company. Specifically, we investigate how CSR reporting influences the relationship between CSR performance and corporate short-term financial performance. We found that the more companies participate in CSR activities, the more they spend, so there is a negative relationship between CSR performance and corporate short-term financial performance. However, we argue that the negative relationship between them become weaker when the company publish CSR reports to their stakeholders. Regarding our hypotheses, we find support for all expectation in a sample of 328 large companies in the States between 1996 and 2007. Based on the empirical results, the implication, limitation, and future direction of this research are discussed in the end.

Key words: Corporate Social Responsibility, CSR, CSR Report, CSR Reporting

* Korea University Business School, First Author

** Korea University Business School, Corresponding Author

- 저자 이정은은 고려대학교 경영대학 경영관리 전공의 수료연구생이다. 주요연구분야는 기업의 사회적 책임(CSR), M&A와 통합, 조직 지위(organizational status) 등이다.
- 저자 김언수는 현재 고려대학교 교수로 재직 중이며 한국전략경영학회장을 역임하였다. 주요 연구 관심분야는 경쟁전략, 전략 실행, 혁신, 군사전략 등이다. 경영전략과 관련된 8권의 저서와 Research Policy, Journal of Management 등 국내외 학술지에 게재논문들이 있다.