The Moderating Effect of CSR Consistency and CEO ability on CSR-CFP Relation
CSR의 지속성과 경영자 능력이 CSR과 재무성과 관련성에 미치는 영향

Ji-Ahn Nam(First Author)
Busan Development Institute
(*namjiahn@bdi.re.kr*)
Jong-Seo Choi(Corresponding Author)
Pusan National University, School of Business
(*jschoi@pusan.ac.kr*)

In this study, we examine the empirical relation between Corporate Social Responsibility(CSR) and Corporate Financial Performance(CFP) in Korean context. In addition, we consider the moderating effects of CSR consistency and CEO ability on CSR-CFP relation. Using a sample of firms with KEJI Index during 2011-2019, we find a positive relation between CSR and CFP while both consistency in CSR and CEO ability provide moderating effects to intensify the positive relation. This implies that consistency in CSR and CEO ability should have significant financial implications, therefore, the positive relation between CSR and CFP is strongly influenced not only by a high level of CSR performance but also by manager's ability to deliver consistent social performance. Moreover, we find that CSR level, consistency and CEO ability interact positively to influence a firm's financial performance. The results emphasize that maintaining consistently good social performance is more important for firms with highly talented CEO to maximize its financial implications.

Key Words: CSR, Consistency, CEO ability, Financial performance

Ⅰ. 서 론

오늘날 급변하는 경영환경과 심화하는 경쟁관계 속에서 기업경영의 지속가능한[1] 발전과 이를 위한 대응전략의 중요성은 CSR 경영을 세계적인 추세로 자리잡게 하였다.[2] 특히 기업의 성패는 시장과 고객에 의해 결정된다는 점을 고려하면 기업경영의 지속

Submission Date: 12. 22. 2021 Revised Date: (1st: 01. 28. 2022) Accepted Date: 02. 06. 2022

1) 지속가능경영이란 기업경영에 영향을 미치는 경제, 환경 및 사회적 요소를 전반적으로 고려하여 기업의 장기적 가치를 추구하는 경영철학으로 단기간의 이윤 극대화가 아닌 장기적인 성장을 도모하는데 의의를 둔다(Min et al. 2014).

2) 1996년 미국에서는 파키스탄의 어린 아동들이 시간당 단 6센트를 지불받고 나이키 축구공을 바느질한다는 사실이 알려지며 아동노동 착취 이슈가 불거졌다. 이에 미국 소비자 단체를 중심으로 아동노동을 착취하는 악덕 기업에 대한 불매운동이 벌어졌고 나이키의 주가는 크게 하락하였다. 이에 1998년 매출급감으로 대규모 적자가 발생하고 1,600명의 직원을 해고하는 대규모 구조조정이 이루어지기

Copyright 2011 THE KOREAN ACADEMIC SOCIETY OF BUSINESS ADMINISTRATION
This is an open access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0, which permits unrestricted, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

적인 성장을 위해서는 다양한 이해관계자들과의 협력과 공생이 바탕이 되어야 한다(Ban and Jeong, 2017). 이에 이해관계자들과의 소통과 공감대 형성을 위한 전략 중 하나로 사회적 책임활동(Corporate Social Performance: 이하 CSR)의 중요성은 나날이 강조되고 있다. 기업은 단기적 이윤의 극대화[3]라는 일차적인 목적을 넘어서 기업경영에 직·간접적으로 영향을 미치는 경제, 환경 및 사회적 요소를 고려하여 사회적 책임을 이행함으로써 기업의 장기적 가치를 추구할 수 있어야 한다.

CSR은 기업에 대한 긍정적 이미지를 구축하고 호감도를 높이는 데 일조하여 기업가치에 영향을 미칠 수 있다(Noh and Choi 2014). 그 예로 CSR을 통해 기업 명성, 브랜드 이미지,[4] 고객 및 직원 만족도에 긍정적인 영향을 미칠 수 있으며 궁극적으로 재무성과의 개선까지도 기대할 수 있는 것으로 알려진다. 뿐만 아니라 CSR은 소비자의 제품 선택부터 기업의 인재 고용 및 투자자의 투자의사결정 등 이해관계자들의 다양한 의사결정에 있어서도 영향을 미치게 된다. 이와 관련하여 Kotler and Lee(2005)는 CSR 활동을 통한 제품 판매율 및 시장점유율의 증가와 브랜드 포지셔닝, 기업 이미지 제고 및 대외적 영향력 강화 효과를 보고하였다.[5] 그 외에도 CSR 기업에 대한 규제기관(regulatory agency)의 우호적 지원(Berman et al. 1999; Lev et al. 2010), '좋은 기업' 이미지로 인한 고객 수요 증가(Brown and Dacin 1997; McWilliams and Siegel 2001), 자본시장에서의 우호적 평가로 인한 투자 증가(Russo and Fouts 1997; Hillman and Keim 2001; Ruf et al. 2001; Marom 2006) 효과 등이 보고되기도 하였다. 따라서 CSR은 경영활동을 통해 얻은 자원과 지식을 바탕으로 사회에 공헌하고 이해관계자들의 이익을 대변하는 동시에 기업의 일차목적인 이윤 극대화를 추구할 수 있다는 점에서 기업전략으로서 매우 중요한 의미를 가진다고 할 수 있다(Chon and Kim 2011).

국내에서도 CSR은 비용을 발생시켜 기업의 이윤 극대화를 방해하는 희생적인 활동이라는 관점에서 벗어나 다양한 이해관계자들의 이익과 가치를 추구하여 지속가능 경영의 일환이 되는 사회공헌활동으로 자리매김하였다.[6] 이에 많은 기업들이 기부금 지출과 같은 단순 사회공헌활동 이외에도 이산화탄소 및 폐수 배출 규제와 같은 환경 문제, 노사관계 개선과 같은 노동 문제 등 다양한 분야의 이슈를 해결하기 위하여 적극적인 활동을 전개하고 있다. 또한 기업의 경제, 사회 및 환경적 성과를 투명하게 소통하기 위

도 하였다. 이러한 사태가 장기화되자 나이키는 결국 지속적인 노동환경 개선을 약속하고 2005년 다국적 기업으로는 최초로 전세계 하도급공장의 노동착취 현황을 고백하는 '기업책임보고서'를 공개하며 윤리경영의 의지를 표하였다. 이러한 사건은 미국을 비롯한 경제선진국들의 CSR 정책에 영향을 주었고, 이후 다수의 글로벌기업들이 노동권문제에 관심을 가지는 계기가 되었다.

3) Friedman(2007)은 기업의 유일한 사회적 책임은 공정한 시장경쟁 하에서 이익을 극대화 시키는 것이라고 주장하였다. 반면 Davis(1973)와 Jones(1980)는 기업의 사회적 책임을 법과 계약관계에서 벗어나 사회 구성원에 대한 의무를 가지는 것으로 정의하였으며 이는 주주 뿐 아니라 사회의 다양한 분야와 이해관계자들에 대한 관심과 책임을 뜻한다고 밝혔다.

4) MIT대학의 Sloan Management Review와 보스턴컨설팅그룹은 2600명의 기업 임원들에게 지속가능경영을 통해 기업이 얻은 가장 큰 이득이 무엇이냐는 질문을 던졌으며 이에 '브랜드 평판 개선' 응답률은 40%에 달하였다(〔CSR과 기업 브랜드 이미지〕 ② CSR이 브랜드 평판을 좌우한다).

5) Cheon(2013)의 연구에서도 기업의 지속가능한 경영을 위한 마케팅 전략으로서 CSR 활동의 필요성이 강조되었다.

6) 전국경제인연합의 조사결과에 따르면 매출 500대 기업의 사회공헌활동 지출규모는 2008년 2조원을 넘어서기 시작하여 2012년에는 3조 2천만원에 달하였으며 최근 10년간 꾸준한 증가세를 보이고 있다(2018년 기준 지출총액 2조 7000억원(전년 대비 30% 증가), 1사당 평균 지출액 126.5억원, 매출액 대비 지출액 0.16%에 달한다). 이는 국내기업의 경영자가 지속가능경영을 위한 사회공헌활동에 지속적인 관심을 가지고 적극적으로 참여하고 있음을 보여준다.

하여 지속가능보고서를 발간하는 기업도 증가세를 보인다(Min et al. 2014; Noh and Choi 2014). 이와 같이 CSR은 사회 구성원 및 사회적 이슈에 대한 기업의 윤리적 책임(moral responsibility)을 대변하며, 법과 이해관계를 넘어 기업이 자발적으로 개입하는 사회공헌활동으로 정의된다(Berman et al. 1999; McWilliams and Siegel 2001).

그러나 CSR은 그 특성상 단기적인 성과를 기대하기는 어려우므로 초기 단계에서는 비용의 발생이 효익보다 클 수밖에 없다. 따라서 기업은 CSR을 이행하는 과정에서 단기적으로는 이익이 감소하는 위험을 감수하여야만 한다. 그렇다면 기업은 왜 이러한 위험을 감수하고도 자발적으로 CSR 활동에 참여하는 것일까? Freeman(1984)은 기업이 지니는 윤리성(moral, normative)을 그 원인으로 꼽아 기업이 윤리적 책임으로 인해 CSR 활동에 자발적으로 참여한다고 주장하였다. 즉, 기업은 경영활동으로 인해 야기되는 환경 및 사회적 문제에 대한 책임감으로 인해 CSR에 참여한다는 주장이다. 반면 다수의 선행연구(Donaldson and Preston 1995; Berman et al. 1999; Mellahi and Wood 2003; Rowley and Berman 2000)에서는 보다 실무적(practical, instrumental)인 동기를 제시하고 있는데, 기업이 CSR 활동을 이행함으로써 기업의 긍정적 이미지를 구축하여 궁극적으로는 재무성과에 기여할 수 있다는 점을 들어 기업이 이윤추구(enlightened self-interest)를 목적으로 CSR에 참여할 가능성을 주장하였다.[7)]

이와같이 선행연구에서는 기업의 CSR 활동 참여 동기에 대하여 윤리적 책임 보다는 이윤추구 목적에 집중해왔으며, 이에 CSR 활동과 기업가치 및 재무성과 간 관련성을 규명하는 것이 연구의 주요 목적으로 이어져 왔다. 그러나 관련 선행연구의 결과는 혼재되어 있는데, 다양한 이해관계자들의 상충되는 이익을 모두 만족시키기 위한 CSR 활동은 한정된 자원을 비효율적으로 낭비하여 주주 몫의 혜택이 감소한다는 주장(Friedman 2007; Aupperle et al. 1985; Ullman 1985; Pava and Krausz 1996)과 기업의 지속가능경영을 위한 전략적 관점에서 CSR 활동은 주주들에게 더 많은 이익을 가져다준다(Bagnoli and Watts 2003; Orlitzky et al. 2003; Kotler and Lee 2005; Maroom 2006 등)는 의견이 공존한다.

이와같이 선행연구 결과가 혼재되어있는 첫 번째 이유로는 기업의 CSR 활동 지속성(consistency)이 다르기 때문으로 볼 수 있다. CSR 초기에는 대규모 투자비용이 소요되고 단기적 성과가 나타나지 않는 만큼 기업의 불필요한 비용이 증가하는 것으로 평가될 수 있으나, 이를 감수하고 지속적인 CSR 활동을 전개해나갈 때 비로서 단기적 비용을 넘어서는 장기 성과를 창출할 것으로 기대된다. 따라서 CSR의 지속성에 따라 CSR과 재무성과 간 관련성이 달라질 수 있다고 본다. 두 번째 이유로는 CSR을 이행하는 경영자의 능력 차이를 들 수 있을 것이다. 오늘날 경영자 재량에 의한 이익조정, 정경유착 또는 배임과 같은 경영자의 비윤리적 경영방식과 도덕성 문제로 인해 야기되는 사건들이 대두됨에 따라 경영자의 능력과 자질에 대한 관심이 높아지고 있다(Ban and Jeong 2017). 경영자는 기업전략 결정자로서 기업전략의 일환인 CSR 의사결정에 직접적으로 관여하

7) Epstein(1996)은 기업은 환경투자 및 사회적 책임활동에 따른 비용지출에 대한 시장의 경제적 보상이 주어지지 않는다면 결코 이러한 투자·지출을 하지 않는다고 주장하였다.

게 된다(Agle et al. 1999). 이때 우수한 경영자일수록 본인의 직무문제(career concern)로 인해 단기성과만을 추구하는 경향이 적으며,[8] 장기성과를 지향하여 안정적이고 적극적인 투자성향을 나타낸다(Holmstrom 1979; Morris 1997; Jin and Kogan 2008; He and Tian 2014; Yuan et al. 2017). 따라서 우수한 경영자는 장기적 관점의 통찰력을 바탕으로 CSR의 초기투자비용을 감수하고서라도 CSR 투자를 지속적으로 이어나감으로써 경영활동에 유리한 기회를 발견하고 확장해나가는 역량을 발휘할 것으로 예측된다.

이에 본 연구에서는 CSR이 기업 재무성과에 미치는 영향을 분석함에 있어 CSR의 지속성과 경영자의 능력이라는 두 요소가 효과적인 조절변수로 작용하리라 기대하였다. 다시말해 CSR 전략을 결정짓는 경영자의 능력과 CSR 성과의 지속성에 따라 CSR의 재무적 효과가 차별적으로 나타날 것으로 본다. 2011년부터 2019년까지 유가증권시장 상장기업 중 KEJI 점수가 부여된 200대 기업을 대상으로 선정한 4,505 기업-연도 표본을 대상으로 분석한 결과는 다음과 같다. 먼저 CSR 성과와 재무성과 간 유의한 양의 관련성이 존재함을 발견하였다. 또한 기업의 CSR 성과 지속성이 증가할수록 CSR과 재무성과 간 양의 관련성은 더욱 증가하는 것으로 나타났다. 이는 국내에서 CSR 활동은 비용을 발생시키는 희생적인 개념이 아닌 기업가치와 재무성과를 높이는 투자 개념으로 이해되고 있으며, 일시적이거나 산발적인 CSR 활동 기업에 비해 CSR 성과를 지속적으로 이어나가는 경우 재무성과가 더욱 개선되는 효과가 발휘됨을 의미한다. 더불어 경영자의 능력이 우수한 기업일수록 CSR 성과와 재무성과 간 양의 관련성이 증가하였는데, 이는 CSR 전략을 결정하는 경영자의 능력에 따라 CSR이 재무성과에 미치는 영향이 차별적일 수 있음을 시사한다. 이상의 두 변수는 CSR과 재무성과 간 양적 관련성을 증폭시키는 조절변수로서의 효과를 나타내며, 두 변수의 개별효과에 비해 두 변수가 결합되었을 때 나타나는 영향이 더욱 큰 것으로 확인되었다. 이는 경영자 능력에 따라 CSR 활동의 적극성과 지속성에 관한 전략적 의사결정이 달라질 수 있으므로 CSR 활동이 재무성과에 미치는 영향 또한 차별적인 것으로 해석된다.

본 연구는 지속가능성을 위한 CSR의 중요성이 날로 강조되는 오늘날의 경영 실정 하에서 CSR이 비용을 발생시키는 낭비적 활동이 아닌 기업가치 및 재무성과를 개선시키는 효율적 투자로 자리매김 하기 위한 필수적 요소들을 파악하였다는 점에서 학문적·실무적으로 공헌점을 가진다. 본 연구는 CSR과 재무성과 간 관련성을 파악한 선행연구와 비교하여 다음과 같은 차별점을 가진다. 선행연구에서는 CSR이 재무성과에 미치는 영향에 대하여 혼재된 결과를 제시하고 있는데 본 연구에서는 이러한 혼재된 결과의 원인이 기업별 CSR의 지속성 및 경영자 능력의 차이에서 기인한 것으로 보고 이들 요인이 CSR의 긍정적 효과를 견인한다는 분석결과를 제시하였다. 이를 통해 본 연구에서는 CSR 효과를 높일 수 있는 조절변수로서 두 요인의 역할을 검증하여 CSR에 관심을 가지고 이를 전개해 나가는 기업 뿐 아니라 기업의 CSR 활동을 근간으로 기업가치를 평가하는 투자자들에게도 주요한 시사점을 제공한다. 다시 말해 본 연구는 CSR과 재무성과의 관련성을 분석한

8) 경영자가 직무문제를 가지는 경우 자신의 능력을 단기간 내 드러내기 위하여 기업의 장기성과를 희생해서라도 단기성과를 추구하는 경향이 높게 나타난다.

선행연구를 확장하여 CSR의 재무적 효과를 달성하기 위해서는 CSR의 지속적 투자를 결정하는 경영자 자질과 능력이 중요함을 강조한다. 이하 논문의 구성은 다음과 같다. Ⅱ장에서는 관련 선행연구를 살펴보고, Ⅲ장에서는 연구가설과 연구모형을 설정한다. Ⅳ장에서는 실증분석 결과를 제시하며, Ⅴ장에서는 연구의 결론 및 요약을 기술한다.

Ⅱ. 선행연구 검토

지난 수년간 CSR이 기업가치와 재무성과에 미치는 영향을 주제로 한 연구는 활발히 진행되어왔으나 여전히 상반된 결과가 혼재되어 있어 일관된 결론에 이르지는 못하였다. 관련 선행연구를 개관해보면 다음과 같다. 먼저 CSR이 기업가치와 재무성과에 부정적 영향을 미친다고 주장하는 연구들은 CSR을 위한 지출이 기업의 불필요한 비용을 증가시켜 경쟁사에 비해 불리한 상황을 야기한다고 보고하였다(Friedman 2007; Aupperle et al. 1985; Ullman 1985; Pava and Krausz 1996; Jensen 2002). 이는 CSR이 기업 의사결정에 있어 우선적 목표가 되어야 하는 '주주의 부 극대화'에 반하여 경쟁기업이 지출하지 않는 불필요한 비용을 발생시키므로 기업의 이익을 감소시켜 주주의 부를 저해한다는 주장이다(Chon and Kim 2011).[9] 이와 관련하여 Brammer and Millington(2008)은 사회공헌활동에 사용되는 기업의 자원은 이해관계자들의 이익을 위한 대체적인 투자에 사용되기 보다는 경영자의 사적이익을 추구할 목적으로 이용되어 재무성과에 악영향을 미친다고 주장하였다. Jiraporn and Chintrakarn(2013) 또한 CSR 활동이 경영자의 사적이익 추구를 위한 지출에 가깝다고 주장하였는데, 이는 경영자가 자신의 영향력(power)이 낮은 경우 CSR에 참여함으로써 영향력을 증가시키려 하기 때문으로 나타났다.[10] 국내에서도 과도한 기부금 지출이 기업가치에 부정적인 영향을 미친다는 연구결과가 보고되었다(Choi et al. 2009; Shin et al. 2011). 이들 연구에서는 기업의 사회공헌활동이 기업 이미지와 명성을 위한 무형자산투자로서 기업가치에 긍정적 영향을 미칠 수 있으나,[11] 경영진의 재량에 따른 과잉투자 가능성 및 사적이익을 위한 특권적 소비라는 측면이 오히려 부정적 영향을 초래할 가능성도 있다고 밝혔다. 이에 기업의 사회공헌활동은 기업가치와 역U자의 비선형관계를 가진다고 보고하였다.

한편 CSR이 기업가치와 재무성과에 긍정적 영향을 미친다고 주장하는 연구들도 다수 존재한다(Waddok and Graves 1997; Swanson 1999; Bagnoli and Watts 2003; Orlitzky et al. 2003; Kotler and Lee 2005; Maroom 2006). 이들 연구에서는 이해관계자 이론(stakeholder theory)에 따라 경영자의 의사결정이 주주뿐 아니라 고객, 거래처, 지역사

9) 이는 신고전주의 경제학자(neo-classical economist) 이론과 일관된다.
10) 그러나 경영자의 영향력이 일정 수준 이상을 넘어서면 CSR 투자를 대거 감소시키는 것으로 나타났는데 이는 경영자가 자신의 영향력을 일정 수준 이상 높이기 위한 목적으로 CSR을 이용함을 증명한다.
11) Dylan Minor와 John Morgan은 제품리콜명령을 받은 기업들 가운데 CSR 성과가 높은 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 실적이 높은 현상을 두고 CSR이 불리한 이슈에 대응하여 기업명성을 유지하는데 보험과 같은 역할을 한다고 주장하였다. John Peloza 또한 CSR은 호황기에는 기업의 이익을 늘려주고 불황기에는 기업의 부정적 이슈에 대응하여 그 영향을 중화시키는 역할을 한다고 주장하였다(〔CSR과 기업 브랜드 이미지〕 ② CSR이 브랜드 평판을 좌우한다).

회 등 다양한 이해관계자들을 함께 고려해야 한다는 점을 들었다. 이에 CSR 활동은 기업과 다양한 이해관계자들과의 갈등을 완화시켜 경영성과를 개선시킨다고 주장한다(Chon and Kim 2011). 이와 관련하여 기업의 사회적 책임활동은 기업 이미지, 호감도, 명성, 브랜드 이미지, 고객 및 직원 만족도 등을 개선시키며 이는 해당 기업의 제품과 서비스에 대한 수요 증가로 이어져 이익을 증가시킨다는 주장이 제기되어 왔다(Brown and Dacin 1997; McWilliams and Siegel 2001; Kotler and Lee 2005; Noh and Choi 2014). 이와 같이 CSR은 기업의 제품과 서비스에 대한 훌륭한 마케팅 역할을 할 수 있으며(Greening and Turban 2000; Sen and Bhattacharya 2001) 소비자 가격 민감도를 줄이는 효과도 나타낸다(Sen and Bhattacharya 2001). 그 밖에도 CSR 기업에 대한 규제기관의 우호적 지원과 기업에 대한 불리적 규제 및 입법적 조치에 대한 부담감 감소(Berman et al. 1999; Hillman and Keim 2001; Lev et al. 2010),[12] 자본시장에서의 우호적 평가로 인한 투자 증가(Russo and Fouts 1997; Hillman and Keim 2001; Ruf et al. 2001; Marom 2006) 및 다양한 이해관계자들 간의 내재적 갈등 완화 효과 등이 보고되어 왔다.[13]

이와같이 CSR에 대한 관점이 혼재되어있는 이유 중 하나로는 기업간 나타나는 CSR 성과의 지속성 차이를 들 수 있다. 기업의 CSR 성과는 시간이 지남에 따라 변화할 수 있으며 서로 다른 기업 간에도 차이가 존재할 것이다(Agle et al. 1999; Frooman 1999). 다시말해 모든 기업이 CSR 성과를 지속적으로 유지해나가지는 않을 것이며 CSR 활동에 일시적이거나 산발적으로 참여하는 기업도 존재할 것이다. 따라서 기업간 CSR 성과의 지속성 차이가 CSR과 기업가치 및 재무성과 간 관련성에 차이를 초래하는 원인이 될 수 있다.[14] 일시적인 CSR 활동은 경영자의 부당경영이나 기회주의적 의사결정을 숨기려는 수단으로 이용될 가능성이 있어 오히려 부정적인 평가를 받을 수 있기 때문이다. 이와 관련하여 Poddi et al.(2009)은 CSR 활동 초기단계에서의 비용 발생은 불가피한 부분으로 CSR을 일회성으로 전개하는 경우 효익보다 큰 비용이 발생하게 되므로 CSR을 지속적으로 전개하는 경우에만 초기비용을 넘어서는 장기적 성과를 달성할 수 있다고 주장하였다.[15] Wang and Choi(2013) 또한 기업의 지속적인 CSR 활동은 경쟁기업이 쉽게 모방할 수 없는 기업고유의 경쟁력으로 자리잡게 되므로, CSR 지속성이 높을수록 기업과 이해관계자 간의 관계가 더욱 견고해지며 기업가치에 미치는 긍정적 영향도 증가한다고 보고하였다. 국내에서도 이와 유사한 연구들이 이루어져 왔는데, Chon and Kim(2011)은 CSR을 지속적으로 행하는 기업의 재무성과가 그렇지 않은 기업보다 우수하다는 연구결과를 보고하였다. 이는 CSR의 방대한 초기비용으로 인해 일시적으로는 경영성

12) Jay Janney와 Steve Gove는 과거 월스트리트를 흔들었던 스톡옵션 소급적용 이슈와 관련하여 CSR로 평판을 높여온 기업들은 이러한 이슈에서 어느정도 완충효과를 보았다고 보고하였다([CSR과 기업 브랜드 이미지] ② CSR이 브랜드 평판을 좌우한다).

13) CSR 활동이 기업가치 및 재무성과에 미치는 영향에 대한 혼재된 연구결과가 제시되고 있음에도 실제로 많은 기업들은 CSR 활동에 관심을 가지고 적극적으로 참여하는 추세이다. 이는 기업들이 실무적으로 CSR 활동의 부정적 측면보다는 기업의 명성 및 평판의 유지, 브랜드이미지의 강화 등 CSR 활동을 통해 기대할 수 있는 긍정적 효과를 인정하는 것으로 해석할 수 있다(Lee and Song 2014).

14) 이에 최근에는 기업의 사회적 책임활동이 기업가치 및 재무성과에 미치는 영향을 분석함에 있어서 CSR의 지속성을 함께 고려하는 연구들이 증가하고 있다.

15) Moskowitz(1972)는 노동환경 개선을 위한 기업의 CSR 활동이 초기에는 불가피한 비용 발생을 초래할 수 있으나, 장기적으로는 제품 불량률의 감소 및 생산성 증대와 같은 성과로 이어짐을 확인하였다.

과에 부정적 영향을 미칠 수 있으나, 이를 감수하고 지속적으로 행하는 경우 긍정적인 재무적 효과를 기대할 수 있음을 의미한다. 또한 CSR을 지속적으로 행하는 기업은 그러지 않은 기업에 비해 회계투명성이 높다는 연구결과도 보고되었다(Choi and Moon 2013; Lee and Song 2014).

다음으로 CSR에 대한 관점이 혼재되어있는 또 다른 원인으로 CSR 전략을 결정짓는 경영자 능력의 차이를 들 수 있다. 기업경영을 위한 주요 전략으로 자리잡은 CSR은 기업전략 수립의 중심적 역할을 수행하는 최고 의사결정권자인 경영자의 관심과 의지로 이루어지므로(Agle et al. 1999) 경영자 능력이 CSR 성과에 미치는 영향은 유의할 것으로 본다. Chatjuthamard et al.(2016)은 경영자 능력과 CSR 활동 간의 상관관계를 분석하였는데 경영자 능력이 우수할수록 CSR 투자가 증가함을 발견하였다. 이는 우수한 경영자일수록 CSR이 단순히 비용을 발생시키는 활동이 아닌 기업의 재무성과를 개선시키는 주요전략이 될 수 있음을 인지하기 때문이다. 이에 반하여 경영자 능력이 낮을수록 CSR을 단순히 자원낭비로 치부하는 경향이 높은 것으로 나타났다. 이는 경영자 능력에 따라 CSR 활동 전략에 차이가 존재할 수 있으며 이로 인해 CSR을 통해 기대되는 재무적 효과가 달라질 수 있음을 시사한다. Holmstrom(1979)과 Morris(1997) 또한 경영자 능력이 우수할수록 자신의 직무에 대한 우려(career concern)가 적어 단기성과 보다는 장기성과 창출에 관심을 둘 수 있다고 주장하였다. 또한 우수한 경영자는 CSR 투자를 단기적 관점이 아닌 장기적 관점으로 평가하는 안목을 가진다고 알려진다. 이에 우수한 경영자일수록 단기적 성과에 치중하여 CSR 투자를 기피하지 않고 장기적 관점에서 CRS 가치에 기반하여 이를 수행할 능력과 여건을 갖춘 것으로 알려진다. 이에 반하여 경영자 능력이 낮을수록 직무우려가 큰 편으로 자신의 성과를 단기간 내 증명하려는 욕구가 높으며, 이로 인해 CSR과 같은 불확실한 장기전략 보다는 당장 눈앞에 보이는 즉각적이고 단기적인 성과를 추구하는 경향이 있다(Jin and Kogan 2008; He and Tian 2014; Yuan et al. 2017). 국내에서도 경영자의 교육수준이 높을수록(Ban 2014), 지적자극이 강할수록(Choi and Moon 2012), 그리고 전문경영자 일수록(Nam and Choi 2016) CSR을 기업경쟁력으로 보아 투자를 높이는 경향이 있는 것으로 보고된 바 있다. Ban and Jeong(2017)는 우수한 경영자일수록 CSR 투자의 막대한 초기비용에도 불구하고 장기적 통찰력으로 CSR 가치를 고평가함으로써 지속적이고 적극적인 CSR 활동을 통해 비즈니스의 기회를 발견하고 확장해나가려는 유인이 강하다고 밝혔다.

Ⅲ. 가설 설정 및 연구 설계

3.1 연구가설 설정

CSR이 기업가치 및 재무성과에 미치는 영향을 분석한 선행연구 결과는 혼재되어 있다. 이는 CSR 활동을 수행함에 있어 장・단기적으로 일정 규모의 비용발생은 불가피하기 때문이다. 그러나 오늘날 많은 기업들이 과거에 비해 CSR 투자에 관심을 가지고 적극적으로 참여하고 있다는 사실은 CSR로 인한 비용발생이라는 부정적 측면에 비해 경제적 효익을 창출하는 긍정적 측면이 더욱 강조되고 있음을 암시한다.

기업이 CSR을 통해 기대할 수 있는 경제적 효익은 다음과 같다. Turban and Greening(1997)은

CSR 활동에 적극적으로 참여하는 기업일수록 종업원 이직률이 줄고 훈련비용이 감소함을 발견하였다. 이는 종업원이 기업의 CSR 수준을 기업가치와 윤리성을 평가하는 척도로 삼음을 암시한다. 이와 관련하여 회사가 더 많은 이익창출을 목적으로 종업원에게 도덕적 해이를 유발하는 행위를 강요할 경우 종업원이 가지는 회사에 대한 신뢰와 충성도는 감소한 반면, 기업이 CSR 활동에 적극적으로 참여한 경우 종업원은 회사에 대한 만족도와 충성도를 높이는 것으로 나타났다(Ashforth and Mael 1989; Dutton et al. 1994). 또한 직원만족 개선을 위한 CSR의 일환으로서 업무유연성(flexible scheduling)을 강화시키는 경우 종업원의 무단결근율이 감소하고 생산성이 높아지는 효익을 달성하는 것으로 나타났다(Turban and Greening 1997). 이와 같이 기업의 적극적인 CSR 활동은 건전한 기업문화를 대변하여 직원만족도와 생산성을 높이는 효익을 달성할 수 있다(Backhaus et al. 2002; Greening and Turban 2000; Luce et al. 2001).

그 밖에도 CSR은 고객 및 지역사회 등 외부 이해관계자들과 기업 간 우호적 관계 형성에도 큰 영향을 미친다. 그 예로 기업의 활발한 기부 활동은 기업의 브랜드 이미지를 제고하여(Kotler and Lee 2005) 고객수요를 증가시킬 수 있으며, 이는 고객이 기업의 제품 및 서비스에 대한 프리미엄을 기꺼이 지불하도록 하는 유인으로 작용할 수 있다(Brown and Dacin 1997; McWilliams and Siegel 2001). 또한 지역사회 참여활동을 통해 지역사회와 원만한 관계를 형성함으로써 지역사회 기반시설(local infrastructure)을 이용하는 데에도 유리한 입지를 다질 수 있다(Fombrun 1996). 더불어 자본시장에서도 CSR 기업을 더욱 우호적으로 평가할 가능성이 있어 이들 기업에 대한 투자 증가(Russo and Fouts 1997; Hillman and Keim 2001; Ruf et al. 2001; Marom 2006)로 이어질 수 있고, 규제기관의 엄격한 감시망을 피해가는 등 다양한 혜택을 기대할 수 있다(Berman et al. 1999; Lev et al. 2010). 이와같이 기업의 CSR은 다양한 이해관계자들과의 관계를 개선시켜 기업가치 및 재무성과에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다(Hillman and Keim 2001; Ruf et al. 2001; Russo and Fouts 1997).

그러나 CSR로부터 기인할 수 있는 다양한 혜택에도 불구하고 경영자가 CSR 활동에 마지못해 참여하여 그 성과가 좋지 못하거나 사적 유익을 추구하기 위한 수단으로서 필요할때만 행하는 일시적 또는 산발적 참여 형태를 띄는 경우 CSR의 효과를 충분히 누리기 어려울 것으로 보인다. 더욱이 CSR은 초기 발생 비용 수준에 비해 단기적인 효과를 창출하기 어려우므로 위와 같이 일시적 또는 산발적으로 참여하는 경우 오히려 비용이 효익을 초과하여 재무성과에 부정적 영향을 미칠 가능성이 크다. 또한 이해관계자들의 입장에서는 기업의 일시적이거나 산발적인 CSR을 통해 기업활동에 대한 신뢰성을 가지고 평가하기 충분한 정보를 얻기 어려워(Mitchell et al. 1997) CSR의 변동성에 대해 부정적인 반응을 보일 가능성이 높다. 이에 지속적으로 이어지지 못하는 CSR 활동은 오히려 기업가치 및 재무성과에 부정적 영향을 미칠 수도 있다. 이와 같이 CSR의 재무적 효과를 논함에 있어 CSR의 지속성에 대한 고려가 결여된 채로는 그 방향성을 확정하기 어렵다. 이에 아래와 같이 방향성을 배제한 채 가설 1을 설정하였다.

가설 1: 기업의 CSR 성과와 재무성과 간에는 관련성이 존재할 것이다.

전술한 이유로 인해 CSR의 재무적 효과를 논하기 위해서는 CSR의 지속성(consistency)을 고려할 필요가 있다(Wang and Choi 2013).[16] 기업의 CSR 성과는 시간이 지남에 따라 일관되게 유지될 수도 있으나 변동성을 가질 수도 있다. 이해관계자들은 기업의 CSR 활동을 평가함에있어 기업이 그들을 위해 지속적이고 일관된 활동을 행하는지 판단하게 되는데, 이는 일시적인 CSR 성과만으로는 CSR에 담긴 기업의 참된 동기 및 미래 활동수준을 예측하기 위한 충분한 정보의 입수가 어렵기 때문이다(Mitchell et al, 1997). 이에 이해관계자들은 기업의 과거부터 현재까지의 CSR 성과를 고려하여 CSR 활동의 지속성과 일관성을 평가하게 된다(Wang and Choi 2013). 기업과 이해관계자의 관계의 질은 이해관계자가 기업의 활동을 어떻게 평가하는지에 따라 달라지게 되는데(Berman et al. 1999; Jones 1995),[17] 기업의 CSR 성과가 시점에 따라 현저한 변동성을 나타낸다면 이해관계자들은 기업의 CSR에 담긴 참된 동기에 의구심을 갖게 될 수 있다(Lee et al. 2004). 이에 선행연구에서는 직원만족 및 인적자원관리를 위한 기업의 CSR 활동이 지속적으로 이어질 때 종업원들은 더욱 창의성을 나타내어 업무효율이 증가한다는 주장이 제기되었으며(Wang and Choi 2013), 업무참여도와 충성심 또한 높아지는 것으로 보고되었다(Delery and Doty 1996; MacDuffie 1995).

따라서 기업이 CSR 활동을 통해 얻을 것으로 기대하는 재무적 효과 및 기업경영에 대한 이해관계자들의 협업과 지지는 CSR의 성과뿐 아니라 그 성과의 지속성에 따라서 지대한 영향을 받을 것으로 예상된다. 이는 기업과 이해관계자 간의 관계는 하루아침에 이루어지는 것이 아니라 장기간의 지속적인 노력으로 발전시켜 나가는 것이기 때문이다(Fombrun 1996; Hillman and Keim 2001). 더불어 기업의 지속적인 CSR과 이로부터 기인하는 이해관계자들과의 원만한 관계 형성은 경쟁기업이 단기간 내 쉽게 모방하기 어려운 기업의 경쟁우위로 자리 잡을 수 있다(Barney and Hansen 1994; Gulati 1995). 이와 같은 이유 외에도 Poddi et al.(2009)은 CSR의 초기비용으로 인해 CSR 활동을 일회성에 그치지 않고 연속적으로 이어나갈때 비로소 비용을 뛰어넘는 경영성과 창출이 가능하다고 주장하였다. 국내에서도 기업의 지속적인 CSR 활동은 비지속적인 CSR 활동에 비해 재무성과 및 회계정보의 질에 미치는 영향이 더욱 큰 것으로 알려진다(Chon and Kim 2011; Choi and Moon 2013). 국내 선행연구에 따르면 CSR의 방대한 초기비용으로 인해 일시적으로는 경영성과에 부정적 영향을 미칠 수 있고 이는 이익조정의 유인을 증가시킬 수 있다고 보고된다. 이에 CSR 성과의 지속성이 증가할수록 CSR과 재무성과 간의 양의 관련성이 더욱 확실하게 발견될 것으로 예상하고 아래와 같이 가설 2를 설정하였다.

가설 2: 기업의 CSR 성과의 지속성이 증가할수록 CSR 성과와 재무성과 간의 양의 관련성

16) Wang and Choi(2013)는 CSR의 지속성을 시간개념의 지속성(temporal consistency)과 범위개념의 지속성(interdomain consistency)으로 구분하였다. 범위개념의 지속성이란 기업의 CSR 활동이 특정 이해관계자 그룹에 초점을 맞추기보다는 보다 다양한 이해관계자들의 필요를 충족시키기 위해 행해짐을 의미한다. 그러나 이와 같이 기업의 CSR이 다양한 이해관계자 그룹의 필요를 충족시키기 위해 행해지는 것이 기업에게 득이 될 수도 있으나, 오히려 서로 다른 욕구를 모두 충족시키기 위해 기업의 한정된 자원을 비효율적으로 사용하게 된다는 주장도 제기되었다(Mitchell et al. 1997). 따라서 범위개념의 지속성에서 기인하는 CSR의 효과를 논하기에 모호한 부분이 존재하므로 본 연구에서는 시간개념의 지속성에 초점을 맞추어 분석한다.

17) Christine Jacob은 'CSR에 대한 금융위기 영향과 평판리스크관리의 시사점'을 주제로 한 저서에서 기업의 평판을 오랜기간에 걸친 기업에 대한 이해관계자의 전체적인 평가라고 정의하였다([CSR과 기업 브랜드 이미지] ② CSR이 브랜드 평판을 좌우한다).

이 크게 나타날 것이다.

다음으로 CSR 효과에 영향을 미치는 요인으로서 경영자 능력을 검증하고자 한다. 오늘날 기업의 CSR은 전략적 경영 의사결정의 일환으로서 최고 의사결정권자인 경영자의 관심과 의지에 의해 좌우되므로 CSR 전략결정[18]에 있어 경영자 역할이 매우 중요한 것으로 알려진다(McGuire et al. 2003; McWilliams et al. 2006; Ban and Jeong 2017). 이에 최고경영자의 교육수준이 높거나 전문경영자일수록, 또는 지적자극이 강할수록 기업 경쟁력을 높이는 전략으로서 CSR에 적극적으로 투자하는 경향이 있는 것으로 나타났다(Ban 2014; Nam and Choi 2016; Choi and Moon 2012). Andreou et al.(2013)은 경영자 능력이 우수할수록 불확실한 미래에 대해 투자수준을 높이는 경향이 발견되며, 이를 통해 높은 수익을 달성하고 기업성과를 개선할 수 있는 능력을 가졌음을 증명하였다. 이에 선행연구에서는 기업의 CSR 전략을 고려함에 있어 경영자 역할과 능력에 초점을 맞추어 온 바 있다(Hong and Kostovetsky 2012; Waldman and Siegel 2008; Wong et al. 2011).

관련 선행연구를 살펴보면 경영자 능력이 낮을수록 CSR의 부정적 영향이 크게 나타나는 반면, 경영자 능력이 우수한 경우 CSR을 통한 긍정적 효과 달성이 가능한 것으로 보고되고 있다(Chatjuthamard et al. 2016; Yuan et al. 2017; Baik et al. 2012; Ban and Jeong 2017). 더불어 경영자 능력이 우수할수록 기업의 재무 건전성이 높고 적극적 사회공헌활동을 통한 사회공헌도, 조세납부 적극성, 환경개선 의지가 높아 친환경적 경영활동을 행할 가능성이 높은 것으로 알려진다(Ban and Jeong 2017). 이러한 결과는 능력있는 경영자는 시장에서 우수한 평가를 받게 되어 자신의 직무나 거취에 관한 우려가 적은 것과도 관련지어 해석할 수 있다(Fee and Hadlock 2003; Ali et al. 2015).[19] 경영자의 직무우려 수준은 CSR과 같이 성과 불확실성이 큰 장기 프로젝트를 수행함에 있어 경영자의 투자의사결정에 막대한 영향을 미칠 수 있다(Morris 1997). 직무우려가 큰 경영자는 단기성과를 달성하여 자신의 능력을 선보이는데 치중하게 되므로 CSR과 같은 장기 프로젝트에 전념하기 어렵지만, 직무우려가 적은 경영자는 지속가능한 장기성과 달성의 중요성을 인지하고 이에 기꺼이 투자할 여건이 충족되기 때문이다(Yuan et al. 2017).

이와 더불어 우수한 경영자는 기업의 한정된 자원을 보다 효율적인 방법으로 이용하는 능력이 뛰어나며[20] 장기투자에서 기인하는 불확실성을 통제하고

18) 오늘날 기업들은 전략적 CSR을 수행함으로써 공공이익을 증대시킬 뿐 아니라 사업적 측면의 이득을 기대할 수 있다. 전략적 CSR은 경쟁사로부터 기업의 상표 및 제품의 차별화를 이끌어낼 수 있어 기업의 생존에 도움을 주고 기업존재의 정당성을 확보하는데 긍정적 영향을 미치게 된다. 여기서 전략적 CSR이란 사업목표 및 사업전략과 긴밀하게 연결되는 사회적 책임활동을 의미한다. 반면 전략적 CSR과 대비되는 성격으로 반응적 CSR을 들 수 있는데, 반응적 CSR은 기업이 속한 공동체에 사회적 이슈가 발생하였을 때에 국한되어 이에 반응하는 차원의 CSR 활동을 의미한다. 이는 전략적 CSR에 비해 기업의 본원적 사업목적 및 전략과는 무관하며 보다 일시적이고 임시적인 성격을 띄게 된다. 대표적인 예로는 자연재해 발생시 기업들이 이재민들에게 기부금을 전달하는 활동 등을 들 수 있다(매일경제, [Biz Solution] CSR의 목적은 이윤 아닌 좋은 기업 이미지, 2015.11.06.).

19) 일반적으로 능력이 우수한 경영자는 비교적 새로운 일자리를 구하기 쉽고 더 높은 급여를 받으며 노동시장에서 회사 경영 능력을 인정받아 좋은 평판을 받게 되므로 직무에 대한 우려가 낮은 편이다(Ali et al. 2015; Fee and Hadlock 2003).

20) 우수한 경영자는 기업이 보유한 한정된 자원과 역량을 활용하여 보다 효율적인 CSR 활동을 전개할 수 있으며 이는 이해관계자들에게 좋은기업이라는 신뢰할 수 있는 시그널을 전달하게 된다. 또한 우수한 경영자로 하여금 전략적으로 전개되는 CSR은 기업의 사업 및 경영전략과도 밀접하게 관련될 가능성이 CSR이 단순히 일회성 이벤트에 그칠수 있다는 이해관계자들의 우려를 불식시킬 수 있다(매일경제, [Biz Solution] CSR의 목적은 이윤 아닌 좋은 기업 이미지, 2015.11.06.).

이로부터 발생하는 효익을 예측하는 판단력을 지닌다(Demerjian et al. 2012). 이에 우수한 경영자는 CSR을 경영전략으로 삼아 불확실성을 줄이고 적극적으로 투자하여 CSR의 효과를 극대화할 능력을 갖추었을 것으로 기대된다. 그러나 CSR은 성과 불확실성이 비교적 높은 장기투자로 평가된다(Mahoney and Thorne 2005; Falck and Heblich 2007). 따라서 경영자 능력이 낮을수록 CSR을 단기성과 창출에 방해가 되는 비용 발생 활동으로 치부하고 기업자원을 낭비하는 행위로 인식할 가능성이 크다(Jiraporn et al. 2016). 이들은 단기성과를 창출하지 못하는 경우 시장에서 '경영실패' 낙인이 찍힐 것을 두려워하여 가시적인 단기목표 달성에 초점을 맞추는 대신 장기투자는 회피하는 경향이 높다(Yuan et al. 2017). 이와 같이 경영자가 자신의 명성유지와 단기적 성과 달성에 치중하는 경우 기업의 올바른 투자결정이 저해되고 투자행태에 심각한 왜곡을 초래할 가능성이 있으며 기업의 혁신투자를 방해하는 요인으로 작용할 수 있다(Graham et al. 2005; He and Tian 2014).

이에 본 연구에서는 우수한 경영자일수록 CSR 투자에 적극적이라는 선행연구와 경영환경에 대한 폭넓은 지식, 정확한 판단력 및 불확실성 통제력을 갖추었다는 주장(Baik et al. 2012)에 근거하여 CSR로부터 기대되는 긍정적 효과를 이끌어낼 수 있는 능력이 우수할 것이라고 예측하였다. 따라서 CSR 전략을 결정짓는 경영자 능력이 우수할수록 CSR과 재무성과 간의 양의 관련성이 더욱 확실하게 발견될 것으로 예상하고 아래와 같이 가설 3을 설정하였다.

가설 3: 경영자 능력이 우수할수록 CSR 성과와 재무성과 간의 양의 관련성이 크게 나타날 것이다.

한편 앞서 소개된 가설들은 CSR과 재무성과 간 양의 관련성을 증폭시키는 조절변수로서 두가지 요소의 개별효과를 검증하기 위해 설정되었다. 그러나 CSR 성과의 지속성을 높이는 것은 상당한 비용과 노력을 요하는 활동으로(Wang and Choi 2013), 결국 기업의 한정된 자원을 효율적으로 활용하여 최대 성과를 달성할 수 있는 능력(즉, 경영자 능력)[21]을 갖춘 경영자가 CSR의 지속성 전략을 합리적으로 이끌어 나갈 가능성이 높다. Wang and Choi (2013)는 CSR을 지속적으로 수행하는 모든 기업이 동일한 수준의 성과를 기대할 수 있는 것은 아니라고 언급하였다. 이는 단순히 CSR을 지속적으로 유지하는 전략만이 CSR의 효과를 최대화할 수 있는 것은 아님을 의미한다. 따라서 CSR 전략을 결정짓는 경영자가 한정된 자원을 이용하여 지속적인 CSR 투자를 효율적·전략적으로 이어나갈 수 있는 능력을 갖춘 경우 성과를 발휘할 수 있을 것으로 예상된다. 이는 앞서 밝혔듯이 우수한 경영자일수록 CSR 활동에 투입되는 시간과 비용 대비 최상의 효과를 달성하기 위한 전략 수립 능력을 갖추었을 것이기 때문이다. 이에 가설 4에서는 조절변수로 소개된 CSR 지속성과 경영자 능력이 모두 충족되었을 때 나타나는 결합효과가 각 요소의 개별효과보다 유의하게 증폭될 수 있는지를 검증하고자 한다.

가설 4: 경영자 능력이 우수할수록 CSR 지속성

21) 경영자 능력은 기업의 한정된 자원을 효율적으로 이용하여 최대의 성과를 달성하는 것으로 정의되며, 기업 재무성과 수준에 영향을 미치는 가장 중요한 요인 중 하나로 알려진다(Kor and Mesko 2013; Milbourn 2003; Rajgopal et al. 2006).

에 따른 CSR 성과와 재무성과 간의 양의 관련성이 증가할 것이다.

3.2 표본 선정

본 연구의 대상기간은 2011년부터 2019년까지로 설정되며 매년 경제정의연구소에서 발표하는 KEJI 점수가 부여된 200대 기업 중 12월 결산법인만을 대상으로 표본을 선정하였다. 그러나 CSR 지속성을 측정하기 위해서는 과거 5년간의 누적 KEJI 데이터가 요구되므로 실제 분석에 사용된 데이터 수집기간은 2007년부터 2020년까지임을 밝힌다.[22] 본 연구의 최종표본은 상기 연구기간 동안 KEJI 지수가 부여된 표본기업 중 아래 항목을 모두 충족하는 4,505 기업-연도 표본으로 선정되었다.[23] 표본선정 과정에서 금융업에 속한 기업은 일반기업과는 상이한 재무제표 특성을 나타내므로, 업종 특수성으로 인해 보다 강력한 규제 대상이 될 수 있어 CSR 성과 측면에서 차이를 보일 수 있다는 점을 고려하여 표본에서 제외하였다. 더불어 자본잠식을 가진 기업은 재무적 곤경으로 인하여 정상적 영업활동을 영위하는데 어려움을 가질 수 있어 일반기업과는 차이를 보일 수 있다는 점을 고려하여 표본에서 제외하였다. 본 연구에 필요한 재무자료는 Dataguide 및 TS-2000을 통해 수집하였다.

(1) 12월말 결산법인으로 분석기간 중 결산월이 변경되지 않은 코스피 상장기업
(2) DATAGUIDE 및 TS-2000 으로부터 재무자료 추출이 가능한 기업
(3) 일반기업과 재무제표 특성이 상이한 금융업에 속하지 않는 기업
(4) 상장폐지 또는 자본잠식을 경험하지 않은 기업

3.3. 변수 정의

3.3.1 기업의 사회적 책임활동(CSR: Corporate Social Responsibility)

본 연구에서 이용하는 CSR 성과는 국내 선행연구에서 빈번히 사용되어온 KEJI 지수로 측정하였다.[24] KEJI 지수는 경제정의연구소에서 매년 상위 200대 기업을 대상으로 발표하고 있으며 기업활동의 건전성, 공정성, 사회공헌, 소비자 보호, 환경경영 및 직원만족의 6개 항목으로 구성하고 각 항목별 점수를 부여하고 있다. 이에 CSR 활동을 구성하는 개별 항목 점수가 높을수록 해당 항목에 대한 CSR 성과가 우수함을 의미한다. 그러나 KEJI 지수 발표 대상이 되는 상위 200대 기업 목록은 매년 변동되므로 특정기업이 특정연도에 KEJI 지수를 부여받지 못한 경우 0점으로 대체하였다.[25]

22) 이때 데이터 수집 기간이 2020년까지인 것은 기업 재무성과 대용치를 t+1 시점으로 측정하기 때문이다. 관련하여 자세한 설명은 이후 〔3. 변수 정의〕에서 다루고 있다.
23) 본 연구의 표본은 연구기간동안 한번이라도 KEJI 공시 리스트에 포함된 기업들을 연구기간에 걸쳐 패널형식으로 구성하고 있다. 즉, A기업이 2011년에 한하여 공시 리스트에 속했다 하더라도 해당기업은 연구기간인 2011년부터 2019년까지 표본으로 구성되며 공시 리스트에 포함되지 않은 연도에는 CSR 점수가 0점을 가지도록 부여하였다. 자세한 설명은 이후 〔3. 변수 정의〕에서 다루고 있다. 따라서 연도별 표본은 해당연도에 KEJI 지수가 공시된 200개 기업 뿐 아니라 연구기간 동안 KEJI 지수가 공시된 적 있는 기업들까지 포함하게 되므로 전체 표본의 수는 연도별 200개 기업*연도수를 초과하게 된다.
24) KEJI 지수는 1991년 이후 매년 유가증권 상장기업을 대상으로 기업의 사회적 책임활동을 평가하면서 지속적이고 체계적인 검증을 받아온바 많은 국내 선행연구에서 CSR 변수 측정을 위해 사용해오고 있다.
25) 예를들어 특정기업 A가 2011년에는 상위 200대 기업에 포함되어 KEJI 점수를 부여받았으나 2012년에는 상위 200대 기업에 포함되지 못한 경우, 해당 표본의 2011년 CSR 값은 부여된 점수를 변환한 값으로, 2012년에는 0점으로 측정한다.

본 연구에서는 KEJI 원점수(raw score)를 표준화 하기 위하여 Lundholm and Myers(2002)의 연구방법을 따라 원점수를 백분위수(percentile)로 변환하여 분석에 이용하였다. 이를 위해 연도별 KEJI 원점수를 순위값(ranking)으로 변환한 후 백분위수로 재변환 하였으며 그 식은 다음과 같다: (순위값-1) / (표본의 수-1). 따라서 본 연구에서 이용하는 CSR 변수는 연도별 백분위수로 측정된 값이며 이는 항목별로 0(가장 낮은 CSR 순위)부터 1(가장 높은 CSR 순위) 사이의 값을 가진다. 본 연구에서는 이와 같이 측정된 항목별 CSR 백분위수를 모두 합하여 표본기업의 CSR 종합점수를 분석에 이용하였다. 이에 CSR 변수의 값은 0부터 6까지의 값을 가지게 된다.

3.3.2 CSR 지속성(CI: Consistency Index)

연구에서는 Wang and Choi(2013)의 연구방법을 따라 CSR 지속성을 측정하였다. 동 연구에는 CSR 지속성을 측정하기 위해 당기를 포함한 지난 5년간의 항목별 CSR 점수를 시간을 나타내는 연도변수(Year)에 대해 회귀하여 얻은 계수(coefficient)와 표준오차(standard error)를 이용하였다.[26] 본 연구에서도 이와같이 회귀분석을 통해 얻은 항목별 분석계수의 표준오차 값을 각 항목별 CSR 지속성 지수를 나타내는 변수로 정의하였다. 이때 지속성을 측정함에 있어 상기 방법을 통해 얻어진 표준오차 값에 -1을 곱하여 부호를 변경한 값을 이용하므로 지속성 지수 값이 클수록(즉, 회귀분석 계수의 표준오차 값이 적을수록) 항목별 CSR의 지속성은 높은 것으로 해석된다. 본 연구에서는 이와 같이 측정된 항목별 지속성 지수의 평균값을 구하여 표본기업의 CSR 종합적인 지속성 지수(CI)를 분석에 이용하였다.

Wang and Choi(2013)에 따르면 이와 같은 접근법은 시점별 CSR 점수 간의 분산(variance)을 이용하는 방법을 이용할 때 발생하는 한계점을 효과적으로 극복할 수 있다. 예를들어 특정 표본기업이 연구기간동안 CSR 성과가 점차 개선되어가는 양상을 보이는 경우 이는 CSR 지속성이 높은 것으로 측정되는 것이 바람직하다. 그러나 연도별 CSR 점수 간 분산을 이용하여 지속성을 측정한다면 해당 표본기업은 연도별 CSR 점수 간 변동성으로 인하여 지속성이 낮은 그룹으로 분류된다는 맹점을 가진다. 그러나 Wang and Choi(2013)는 분산이 아닌 표준오차를 이용함으로써 위와 같은 지속성의 부정확한 측정 위험을 제거할 수 있다고 주장하였다.

한편 KEJI 지수의 개별 항목은 2011년 이전 7개 항목으로 구성되어 왔으나 2011년 이후 6개 항목으로 감소된 이력이 있다. 즉, 현재는 기업활동의 건전성, 공정성, 사회공헌, 소비자 보호, 환경경영 및 직원만족의 6개 항목으로 구성되고 있으나 과거 2011년 이전까지는 위 6개 항목에 '경제발전 기여도' 항목이 포함되어 7개 항목으로 평가되어 왔다. 본 연구에서는 CSR 지속성을 측정함에 있어 과거 5년간의 CSR 점수를 이용하고 있으므로 2007년부터 2010년까지의 점수 데이터를 이용하게 되는데, 이때 2011년을 전후하여 데이터 구성항목의 차이가 존재하므로 일관성이 떨어지게 된다. 이러한 문제점을 극복하기 위하여 2007년부터 2010년까지 공시된 KEJI 지수에 대해서는 '경제발전 기여도' 항목을 제외한 나머지 공통 6개 항목의 점수만을 합하여 CSR 변수를 측정하였다.

26) 이러한 측정법은 환경적 불확실성(enviroonmental uncertainty) 측정 시 시간적 동향(temporal trend)을 반영하기 위해 선행연구에서 사용되어온 접근법이다.

3.3.3 경영자 능력(MA: Managerial Ability)

경영자 능력은 직접적으로 관측되기 어려운 바 자원할당결정의 관찰가능한 결과로부터 추론되어야 한다. 이에 본 연구에서는 Demerjian et al.(2012)의 연구방법을 따라 경영자 능력 변수(MA)를 측정하였다.[27] 이에 따르면 경영자 능력은 동종 산업 경쟁기업과 비교하여 기업의 한정된 자원을 효율적으로 이용해 매출성과를 극대화 시키는 능력으로 정의된다. 따라서 해당 정의에 따라 측정된 경영자 능력이 우수할수록 최소한의 자원을 투입하여 최대 수익을 창출할 것으로 기대된다.

Demerjian et al.(2012)의 경영자 능력 측정법은 다음과 같이 2단계로 구성된다. 1단계에서는 자료포락분석(Data Envelope Analysis, DEA) 기법[28]을 이용하여 동종 산업에 종사하는 기업들의 투입자원(Input) 대비 매출액(Output) 비율을 이용하여 표본기업의 상대적 효율성을 측정한다. 여기서 투입자원이란 매출 창출에 이용되는 자원들(revenue-generating inputs)로서 고정자산(PPE), 운용리스(OpLease), 연구개발비(RND), 영업권(Goodwill) 및 기타 무형자산(OtherIntan)과 같은 유·무형자산들을 포함한다. 그 밖에도 재고자산(inventory) 및 광고비(advertising expense) 항목도 매출창출에 기여하는 바가 있으므로 이를 반영하기 위해 매출원가(COGS) 및 판매·관리비(SGA)를 투입자원에 포함하였다. 그 후 전술한 투입자원들에 대하여 기업의 매출 창출 기여도에 대한 가중치(optimal weight)를 구한뒤 이를 투입자원과 산출물 변수에 곱하여 동종 산업의 기업별 효율성을 계산한다. 이와 같이 계산된 효율성은 동종 산업 내 가장 높은 효율성 점수로 스케일링(scaling)하여 조정해준다. 기업의 상대적 효율성(efficiency score)을 측정하기 위한 DEA 모형을 정리하면 다음의 식(1)과 같다.[29]

$$\max\theta = \frac{(Sales)}{(\alpha_1 COGS + \alpha_2 SGA + \alpha_3 PPE + \alpha_4 OpLease + \alpha_5 RND + \alpha_6 Goodwill + \alpha_7 OtherIntan)} \quad (식1)$$

그러나 상기 방법을 통해 측정된 효율성은 경영자 효율성(manager-specific efficiency) 뿐 아니라 기업 효율성(firm-specific efficiency)이 모두 반영되어 있다. 다시말해 식(1)을 통해 측정된 표본기업의 고효율성은 상대적 효율성을 높이는 경영자의 능력뿐 아니라 기업특성 및 고품질 자원으로 인해 발생하는 효율성 증대효과가 함께 반영된 것이다. 그러나 본 연구에서는 자원 활용의 효율성에 기여하는 경영자 고유의 능력만을 반영한 경영자 효율성을 측정해야 하므로 다음과 같은 2단계 작업을 수행해야 한다.

2단계는 식(1)을 통해 측정한 개별기업의 효율성을 기업특성을 대변하는 설명변수들에 대해 회귀분

27) 선행연구(Fee and Hadlock 2003; Rajgopal et al. 2006)에서는 경영자 능력을 대변하는 다양한 대용치(과거 기업성과, CEO 임기 등)이 CEO의 진정한 고유 능력을 정확히 반영하기에 잡음이 많다는 문제점을 가진다고 주장하였다. 이에 반하여 Demerjian et al.(2012)의 경영자 능력 측정법은 상기 대용치들에 비해 경영자 고유능력을 적절히 반영할 수 있으며 CEO 변경(CEO turnover)에 따른 미래 기업성과 변화와 주식시장 변화에 대한 설명력이 높은 것으로 증명되었다. 본 연구에서는 당기 기업성과 뿐 아니라 경영자의 미래 직무 측면(subsequent career aspect)과도 연관되는 경영자 능력을 측정하고자 하므로 Demerjian et al.(2012)의 측정법을 이용하는 것이 적절하다고 판단하였다.

28) DEA 기법은 다수의 투입변수와 산출변수를 이용하여 비교대상의 성과를 과학적으로 도출하므로 상대적 효율성 평가를 위해 적절한 것으로 평가된다(Ban and Jeong 2017).

29) 식(1)은 산업별로 구분하여 분석되었으나 연도별로 구분되지는 않았다. 이는 기업의 사업모형은 시간경과의 영향을 크게 받지 않고 안정적으로 유지될 것으로 보기 때문이다(Demerjian et al. 2012).

석하여 경영자 효율성과 기업 효율성을 분리하는 단계이다. 식(2)에서는 기업규모(SIZE), 시장점유율(MS), 잉여현금흐름(FCF),[30] 기업연령(AGE), 외환환산(FC) 변수를 설명변수로 설정하고[31] 개별기업의 효율성을 종속변수로 설정하여 Tobit 회귀분석을 행한다. 여기서 설명변수들은 기업 효율성에 영향을 미칠 수 있는 기업특성을 대변하는 변수들이며,[32] 2단계 식(2)의 Tobit 분석을 통해 얻은 잔차(ϵ)를 이용하여 식(1)로부터 측정된 상대적 효율성에서 기업특성에 의해 기여된 효율성을 제외한 경영자 고유의 효율성만을 분리할 수 있다. 이에 식(2)의 Tobit 분석을 통해 얻어지는 잔차(ϵ)를 본 연구의 경영자 능력(MA) 변수로 측정한다.[33]

$$Firm\ \ Efficiency = \alpha + \beta_1 SIZE + \beta_2 MS + \beta_3 FCF + \beta_4 AGE + \beta_5 FC + YearDum + \epsilon_i \qquad (식2)$$

여기서,

Firm Efficiency : 식(1)을 통해 측정한 상대적 효율성 점수;

SIZE : t기 총자산의 자연로그 값;

MS : t기 매출액/동종산업에 속한 기업별 매출액의 합;

FCF : t기 잉여현금흐름이 0보다 크면 1, 아니면 0;

AGE : 기업상장 이후 경과연수의 자연로그 값;

FC : t기 (외화환산이익+외화환산손실+외환차익+외환차손)/매출액;

YearDum : 연도 더미변수.

3.3.4 기업 재무성과(CFP: Corporate Financial Performance)

본 연구에서는 기업 재무성과의 대용치로서 회계성과(accounting-based) 지표로 이용되는 자산수익률(Return On Asset: ROA) 및 시장가치 성과지표로 이용되는 Tobin's Q(TQ)와 시장부가가치(Market Value Added: MVA)를 함께 이용하였다. 이는 성과지표로서 회계적 지표만을 이용할 때 발생하는 문제점[34]을 극복하기 위함이다(Fisher and McGowan 1983; Hillman and Keim 2001).

ROA는 영업이익(EBIT)을 총자산으로 나눈 값으로 측정한다. Tobin's Q는 기업의 시가총액과 부채총액의 합을 자산총액으로 나누어 측정하며 구체적인 측정법은 다음과 같다; 〔(보통주 주식수 × 보통주 연말종가) + (우선주 주식수 × 우선주 연말종가) +(단기채무+장기채무+사채의 장부가액)〕 / 총자산

30) 여기서 잉여현금흐름=순이익+감가상각비-운전자본 증감-자본적 지출로 계산한다.

31) Demerjian et al.(2012)에서 제시된 Tobit 모형에서는 상기 5가지 변수 외에도 '사업부문 수(business segment concentration)'를 설명변수로 추가하고 있다. 그러나 본 연구에서는 국내 표본기업을 대상으로 해당 변수를 측정하기 위한 데이터 수집에 어려움이 있어 이를 제외하였다.

32) Demerjian et al.(2012)에 따르면 설명변수를 이와 같이 구성한 이유를 다음과 같이 제시하고 있다. 먼저 기업규모가 크고 시장점유율이 높을수록 공급자 및 고객과 같은 외부 이해관계자들과의 효율적 협상력이 높을 것으로 기대된다. 또한 잉여현금흐름(즉, 현금보유수준)의 양의 값이 높을수록 NPV가 큰 프로젝트를 효과적으로 추구할 가능성이 높다. 기업의 라이프사이클은 경영자 투자의사결정에 있어 기회비용 및 초기비용(start-up cost)에 영향을 미친다. 이에 기업의 상장 이후 경과된 연령을 측정하여 라이프사이클의 대용치로 이용하였다.

33) Tobit 분석은 산업별·연도별로 행해진다.

34) 기업의 장기성과를 정확하게 측정하기 위해서는 회계성과 뿐 아니라 그에 영향을 미칠 수 있는 기타 요인들도 함께 고려되어야 한다. 그러나 재무제표로부터 이용가능한 회계정보만을 통해 이를 정확하게 파악하고 평가하기에는 어려움이 따른다(Fisher and McGowan 1983). 이러한 한계점을 보완하고자 시장가치 성과지표를 함께 이용할 수 있다.

의 장부가치.[35] MVA는 총자본(즉, 자기자본과 타인자본)의 시장가치에서 총자본의 장부가치를 공제한 값을 다시 총자본의 시장가치로 나누어 측정한다. 시장가치 성과지표 내에서도 Tobin's Q는 순현재가치(net present value)에 대한 시장 추정치를 나타내는 반면,[36] MVA는 효율적 자원 관리와 배분을 통해 주주의 부를 극대화할 수 있는 기업능력을 대변한다는 점에서 차이가 있다.

3.3.5 통제변수

연구모형에서는 가설검증의 주요변수인 CSR 관련 변수 이외에 재무성과에 영향을 미칠 수 있는 기타 요인들의 영향을 최소화하기 위하여 다음의 변수들을 통제변수로 설정하였다; 기업규모(SIZE), 기업위험(RISK), 매출성장률(△SG), 전기 매출성장률(△LSG) 및 연구개발비(RND). 여기서 기업규모, 기업위험 및 매출성장률을 대변하는 변수는 기업고유의 특성을 반영하고 있어 기업특성으로 인한 재무성과 변동 가능성을 통제하는 역할을 한다. 여기서 전기 매출성장률은 과거 재무성과를 통제하기 위하여 추가되었다. 연구개발비는 자본구조 의사결정(capital-structure decisions)에 영향을 미치는 경영자 선호도(managerial preference)에 따른 재무성과 변동 영향을 통제한다.

기업규모는 총자산의 자연로그값을 이용하여 측정하였으며, 기업규모가 클수록 규모와 범위의 경제를 바탕으로 수익창출 능력이 증가할것으로 예상된다. 기업위험은 장기부채를 총자산으로 나눈 값으로 측정하며 이는 기업의 부채상환능력을 반영하고 있어 기업고유의 위험요소를 나타낸다. 따라서 자산 대비 부채의 비중이 높아 부채상환능력이 감소하는 경우 기업위험은 증가하며 재무성과에 부정적 영향을 미칠 것으로 예상된다. 매출성장률은 t+1기 및 t기 매출액을 t기 및 t-1기 매출액으로 나눈 값의 자연로그값을 이용하여 측정하였다. 매출성장률이 증가할수록 재무성과 또한 증가할 것으로 예상된다. 연구개발비는 당기 연구개발비용을 총자산으로 나누어 표준화된 값으로 측정하였다. 연구개발비가 재무성과에 미치는 영향은 혼재되어 있어 방향성을 특정하기는 어렵다.[37] 그 밖에 표본이 속한 연도·산업별 차이가 연구결과에 미치는 영향을 통제하기 위하여 연도·산업 더미변수를 모형에 추가한다.

3.4 연구 모형

본 연구에서는 기업의 CSR 성과와 재무성과 간 관련성을 파악하고 CSR 성과의 지속성과 경영자의 능력이 CSR과 재무성과 간 양의 관련성을 증가시키는 조절효과를 가지는지 분석하기 위하여 다음과 같이 연구모형을 설정하였다. 모형에 포함된 연속변수는 극단치로 인한 결과의 왜곡 가능성을 방지하기 위해 상·하위 1%에 해당하는 표본값을 상·하위 1%의 값으로 조정(winsorize)하여 이용한다.

35) Tobin's Q는 기업보유 자산의 시장가치를 그 대체원가로 나누어 측정하는 것이 원칙이며 감가상각 등 회계적 조작의 가능성 없이 주주의 몫을 반영함으로써 기업 간 비교가 용이하고 미래 수익을 반영할 수 있다는 장점이 있다. 그러나 자산의 대체원가 계산의 어려움으로 인하여 장부가치 대비 시장가치의 비율을 활용해 이와 같이 산출하게 된다.

36) Tobin's Q 측정 시 기업의 시장가치를 분자에 설정한 것은 미래이익의 현재가치가 오늘날 기업의 활동 기능(function of the firm's actions taken today)에 따라 달라질 수 있다는 주식시장 투자자들의 기대에 근거한 것이다(Wang and Choi 2013).

37) 연구개발비가 재무성과에 미치는 영향은 혼재되어 있는데 일반적으로 기업의 연구개발비에 따른 신호효과(signaling effect)로 인해 주가에 미치는 긍정적 영향은 단기 혹은 중장기(3~5년) 기간에 나타나는 것으로 추정된다. 그러나 기술수준이 낮은 벤처기업이나 일반기업의 경우 연구개발비의 발생이 기업성과 및 수익성 제고에 단기적으로 부정적 영향을 미칠 가능성이 있다.

$$
\begin{aligned}
CFP_{t+1} = & \alpha_1 + \alpha_2 CSR_t + \alpha_3 CI_t + \alpha_4 MA_t \\
& + \alpha_5 CSR_t * CI_t + \alpha_6 CSR_t * MA_t \\
& + \alpha_7 CI_t * MA_t + \alpha_8 CSR_t * CI_t * MA_t \\
& + \sum Control\ Var_{t+1} + \sum Year \\
& + \sum Indus \qquad \text{(모형1)}
\end{aligned}
$$

상기 모형(1)에서의 종속변수는 차기(t+1) 재무성과 대용치인 CFP_{t+1}로 설정되며 이는 ROA_{t+1}, $ToibnQ_{t+1}$ 및 MVA_{t+1}로 측정되었다. 주요 관심변수는 기업의 CSR 성과를 나타내는 CSR_t, CSR 성과 지속성을 나타내는 CI_t, 경영자 능력을 대변하는 MA_t로 설정되었다. 여기서 CI와 MA는 CSR 성과와 재무성과 간 양의 관련성을 이끌어낼 조절변수의 역할을 할 것으로 기대된다. 이에 CSR과 재무성과 관련성에 있어 CI과 MA의 조절효과를 검증하기 위하여 해당변수들과 CSR을 결합한 CSR*CI와 CSR*MA의 결합변수들을 생성하였다. 더 나아가 조절변수들의 개별효과가 아닌 결합효과를 검증하기 위하여 CSR*CI*MA의 삼중결합변수를 생성하였다. 모형(1)에서 종속변수인 재무성과는 차기(t+1) 시점으로 측정되며, 관심변수인 CSR, CI, MA 및 결합변수들은 모두 당기(t) 시점으로 측정된다. 이는 기업의 CSR과 재무성과 간 시차(time lag)를 둠으로써 두 변수간 역인과관계(reverse causality)로 인해 발생할 수 있는 오류를 방지하기 위함이다. 통제변수들은 종속변수인 차기 재무성과에 영향을 미치는 요인들로서 t+1 시점으로 설정하였다.

모형(1)의 분석을 통해 가설검증 결과를 예측해보면 다음과 같다. 먼저 CSR의 계수인 α_2는 CSR 성과와 재무성과 간 관련성을 나타내므로 이를 통해 가설 1을 검증한다. CSR은 대체로 기업가치 및 재무성과에 긍정적 영향을 미칠것으로 기대되어지나 기업의 CSR 활동에 지속성이 결여된다면 오히려 효익을 초과하는 비용의 발생으로 부정적 영향이 초래될 가능성도 있다. 따라서 α_2의 방향성을 특정하기는 어렵다. 그러나 CSR의 재무적 효과를 논함에 있어 CSR의 지속성이 고려된다면 CSR과 재무성과 간 관련성의 방향을 예측할 수 있다. α_5는 CSR*CI의 계수로서 CSR 지속성 증가에 따른 CSR-재무성과 간 관련성을 나타내어 가설 2를 검증한다. 지속적인 CSR은 비용을 초과하는 효익의 창출 및 이해관계자들의 지지와 협업을 이끌어내어 일반적이거나 산발적인 CSR에 비해 재무성과와 양의 관련성을 가질 것으로 예상되는바 α_5는 양의 값을 가질 것으로 본다. α_6은 CSR*MA의 계수로서 우수한 경영자에 의해 CSR이 경영전략으로서 수행되는 경우 CSR-재무성과 간 관련성을 나타내어 가설 3을 검증한다. 경영자는 CSR과 같은 장기투자전략을 결정짓는 주요결정자로서 성과 불확실성이 높은 투자결정을 내리고 장기성과를 창출함에 있어 경영자 능력은 매우 중요한 역할을 할 것으로 예측된다. 또한 CSR과 같이 상당한 비용이 투자되는 활동일수록 기업의 한정된 자원을 효율적으로 이용하여 성과를 극대화할 수 있는 경영자 능력이 중요시된다. 이에 경영자 능력이 우수할수록 CSR이 재무성과에 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상되는바 α_6은 양의 값을 가질 것으로 예상된다. α_8은 CSR*CI*MA의 계수로서 조절변수인 CI와 MA가 모두 충족되는 경우 각 변수의 개별효과에 비해 더 큰 결합효과가 나타날 것으로 예상한 가설 4를 검증한다. 기업의 입장에서 CSR을 지속적으로 이어나가는 것은 상당한 비용과 노력을 요하는바 한정된 자원내에서 효과적으로 CSR의 지속성을 높이기란 쉽지 않다. 따라서 CSR을 지속적으로 이어나가는 모든 기업이 동일한 수준의 CSR 효과를 기대할 수는 없을 것이다. 다만 우수한 경영자는 CSR의 지속성을 높이는 과정에서 한정된 자원활용, 불확실성 통

제, 전략적 의사결정 능력등을 갖추어 가장 효율적인 방법으로 효과적인 성과 극대화를 달성할 수 있을 것으로 기대된다. 이에 α_8은 양의 값을 가질 것으로 예상된다.

Ⅳ. 실증분석결과

4.1 기술통계 및 상관관계 분석

〈Table 1〉에서는 주요변수들에 대한 기술통계량을 제시한다. 표본기업의 CSR 점수 평균은 약 2.2400으로 나타났으며 최소 0점부터 최대 6.7659점까지 분포되어있다. 허나 이는 본 연구에서 특정연도에 상위 200대 기업에 속하지 못한 경우 0점을 부여하기 때문에 다소 낮은 평균치가 나타나는 현상은 0점을 부여받은 표본으로부터 기인한 것으로 해석된다. 이에 표에는 제시되지 않았으나 0점을 부여받은 표본을 제외하고 실제로 KEJI 지수를 부여받은 표본만을 대상으로 분석한 CSR 평균은 약 4.7778로 확인되었다. 이는 KEJI 지수가 공시된 표본기업은 사회적 책임활동 성과가 상위 200위에 속하는 기업인 만큼 평균적인 CSR 성과수준은 높은 편임을 보여준다. 또한 표본기업의 규모는 약 20.0931의 평균값을 가지며 차기 ROA 및 매출성장률(전기 매출성장률)의 평균은 각각 4.7445 및 0.0179(0.0263)의 값을 나타내어 양의 값을 가지는 것으로 확인되었다. 이는 본 연구의 표본이 연구기간 중 CSR 성과가 상위 200위 내에 속한 경험이 있는 기업들로 구성되어 있다는 점을 들어볼 때 우수한 CSR 성과를 창출하는 기업들은 대체로 기업규모가 크고 경영성

〈Table 1〉 기술통계량

변수	평균	표준편차	최소값	중위수	최대값
ROA_{t+1}	4.7445	6.2198	-20.5051	4.6271	23.6697
TQ_{t+1}	0.9419	0.7105	0.2237	0.7373	4.8097
MVA_{t+1}	-0.9652	1.1232	-3.2070	-0.7208	0.3693
CSR_t	2.2440	2.3894	0	0	5.7659
CI_t	-0.1074	0.0360	-0.1827	-0.1119	-0.0128
MA_t	0.0385	0.1825	-0.8975	0.0309	1.4353
$SIZE_{t+1}$	20.0931	1.4864	17.4463	19.8323	24.4040
$RISK_{t+1}$	0.0333	0.0523	0	0.0063	0.2736
$\triangle SG_{t+1}$	0.0179	0.1636	-0.5297	0.0179	0.8114
$\triangle LSG_t$	0.0263	0.1692	-0.5996	0.0240	0.7980
RND_{t+1}	0.0073	0.0141	0	0.0005	0.0747

1) 변수의 정의: ROA_{t+1}=영업이익/총자산; TQ_{t+1}=[(보통주 주식수x보통주 연말종가)+(우선주 주식수x 우선주 연말종가)+(단기채무+장기채무+사채의 장부가액)]/총자산의 장부가치; MVA_{t+1}=(총차본의 시장가치-총자본의 장부가치)/총자본의 시장가치; CSR_t=Lundholm and Myers(2002)를 따라 백분위수로 전환한 6개 항목의 KEJI 지수의 합; CI_t=Wang and Choi(2013)를 따라 측정한 6개 항목별 지속성 지수의 평균값; MA_t=Demerjian et al.(2012)을 따라 측정한 경영자능력; $SIZE_{t+1}$=총자산의 자연로그값; $RISK_{t+1}$=장기부채/총자산; $\triangle SG_{t+1}$=매출성장률=t+1 매출액/t 매출액의 자연로그값; $\triangle LSG_t$=전기 매출성장률=t 매출액/t-1 매출액의 자연로그값; RND_{t+1}=연구개발비/총자산.

과도 우수한 특성을 가지는 것으로 해석된다.

〈Table 2〉에서는 표본기업을 CSR 성과, CSR 지속성 및 경영자 능력 변수의 평균값을 기준으로 상·하위 집단으로 구분하여 두 집단 간 특성의 차이를 비교한 결과를 제시하였다. 구체적으로 각 변수의 평균값을 기준으로 평균값 이상의 값을 가지는 표본은 HIGH 집단으로, 평균값 이하의 값을 가지는 표본은 LOW 집단으로 분류하고 두 집단 간 주요변수들의 평균 차이를 분석하는 t-test 분석결과를 제시한다.

먼저 CSR 성과를 나타내는 CSR 변수를 기준으로 집단을 분류하는 경우 기준값이 되는 평균은 0점을 부여받은 표본들을 제외하고 측정된 평균인 4.7778로 설정한다. CSR 성과가 평균 이상으로 보고된 991 관찰치는 HIGH 집단으로, 나머지 3,514 관찰치는 LOW 집단으로 분류하고 주요변수들의 평균값을 비교한 결과는 다음과 같다. CSR 점수가 높은 기업일수록 CSR의 지속성 지수는 1% 수준에서 유의하게 높은 것으로 나타났다. 이는 CSR 성과가 우수한 기업일수록 이를 지속적으로 유지해나가는 경향이 크게 나타남을 의미한다. 또한 재무성과 대용치로 이용되는 ROA, TobinQ 및 MVA 변수의 평균은 HIGH 집단이 LOW 집단에 비해 유의하게 큰 것으로 나타났다. 이는 CSR 성과가 우수한 기업의 차기 재무성과가 그렇지 않은 기업에 비해 더욱 높게 나타남을 의미하므로 CSR의 재무적 효과가 존재함을 암시한다. 그 밖에도 CSR 성과가 우수한 기업일수록 기업규모가 크고 매출성장률이 높으며 연구개발비 비중도 높은 것으로 나타났다.

다음으로 CSR 지속성을 나타내는 CI 변수를 기준으로 집단을 분류하기 위해 CI가 평균보다 높은 2,207 관찰치는 HIGH 집단으로, 나머지 2,298 관찰치는 LOW 집단으로 분류하고 주요변수들의 평균값을 비교한 결과는 다음과 같다. CSR 지속성이 높을수록 기업 재무성과 대용치 중 하나인 ROA가 유의하게 높은 것으로 나타났다. 이는 CSR을 지속적으로 행할 때 일시적이거나 산발적인 CSR 활동에 비해 재무성과에 긍정적인 영향을 미칠 가능성이 있음을 암시한다. 그러나 유의성은 10%로 비교적 낮은 편이며 그 외 재무성과 대용치로 이용된 TobinQ나 MVA에서는 유의성이 나타나지 않았다. 허나 여기서 주의해야 할 것은 CI 변수는 반드시 CSR의 우수한 성과가 지속적으로 유지됨을 의미하는 것은 아니라는 점이다. 예를들어 표본기업 A가 2011년에는 CSR 200대 기업에 포함되었으나 그 후로 단한번도 200대 기업에 들지 못한 경우 나머지 연구기간에는 CSR=0점을 부여받게 된다. 그러나 이 경우에도 과거 5년간 CSR 점수가 0점으로 유지되어 지속성을 띄게 된다면 CI 지수는 높게 나타날 수 있다. 이에 CI 평균을 기준으로 구분한 집단간에는 주목할만한 차이가 발견되지 않을 수 있다. 따라서 CI 변수 단독으로는 우수한 CSR 성과의 지속성을 의미한다고 단정할 수 없으므로 회귀분석시에는 CSR*CI 결합변수를 통해 가설을 검증한다. 한편 경영자 능력은 오히려 지속성이 낮은 LOW 그룹에서 더욱 높은 것으로 나타났는데 이 또한 상기 원인에서 초래된 것으로 볼 수 있다.

마지막으로 경영자 능력을 나타내는 MA 변수를 기준으로 집단을 분류하기 위해 MA가 평균보다 높은 2,613 관찰치는 HIGH 집단으로, 나머지 1,892 관찰치는 LOW 집단으로 분류하고 주요변수들의 평균값을 비교한 결과는 다음과 같다. 먼저 경영자 능력이 우수할수록 기업의 재무성과는 매우 유의하게 높은 값으로 나타남을 알 수 있다. 이는 경영자 능력이 기업 재무성과 수준에 영향을 미치는 가장 중요한 요인 중 하나라고 주장한 선행연구 결과와 일관된다

〈Table 2〉 그룹 간 주요변수 t-test 검증 결과

구분	변수	평균값		t-test
		HIGH	LOW	
CSR		n=991	n=3,514	
	ROA_{t+1}	6.4533	4.2704	-6.8737***
	TQ_{t+1}	1.0833	0.9027	-4.9528***
	MVA_{t+1}	-0.7420	-1.0271	-4.9460***
	CI_t	-0.0949	-0.1108	-8.6650***
	MA_t	0.0402	0.0380	-0.2392
	$SIZE_{t+1}$	20.2820	20.0407	-3.1523***
	$RISK_{t+1}$	0.0352	0.0327	-0.9270
	$\triangle SG_{t+1}$	0.0316	0.0141	-2.0752**
	$\triangle LSG_t$	0.0560	0.0180	-4.3666***
	RND_{t+1}	0.0099	0.0066	-4.5847***
CI		n=2,207	n=2,298	
	ROA_{t+1}	4.9707	4.5215	-1.6982*
	TQ_{t+1}	0.9499	0.9340	-0.5276
	MVA_{t+1}	-0.9420	-0.9880	-0.9629
	CSR_t	2.8616	1.6353	-12.4779***
	MA_t	0.0288	0.0480	2.4808***
	$SIZE_{t+1}$	20.0793	20.1067	0.4321
	$RISK_{t+1}$	0.0338	0.0327	-0.4867
	$\triangle SG_{t+1}$	0.0241	0.0117	-1.7811*
	$\triangle LSG_t$	0.0315	0.0211	-1.4459
	RND_{t+1}	0.0074	0.0072	-0.3053
MA		n=2,613	n=1,892	
	ROA_{t+1}	6.2535	2.6247	-14.1113***
	TQ_{t+1}	1.2242	0.5453	-25.0951***
	MVA_{t+1}	-0.1690	-2.0836	-72.8234***
	CSR_t	2.4533	1.9499	-4.9067***
	CI_t	-0.1062	-0.1089	-1.7311**
	$SIZE_{t+1}$	19.9909	20.2368	3.8451***
	$RISK_{t+1}$	0.0231	0.0475	11.0705***
	$\triangle SG_{t+1}$	0.0313	-0.0009	-4.5919***
	$\triangle LSG_t$	0.0117	0.0367	-3.4296***
	RND_{t+1}	0.0098	0.0038	-10.1290***

1) 변수의 정의: 〈Table 1〉 참조.
2) *,**,***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미함.

(Kor and Mesko 2013; Milbourn 2003; Rajgopal et al. 2006). 또한 경영자 능력이 높을수록 CSR 성과도 높은 것으로 나타났다. 이는 우수한 경영자일수록 경영전략의 하나로서 CSR 투자를 중요시하고 이에 적극적으로 참여함으로써 높은 성과를 달성할 수 있음을 암시한다. 그 밖에도 경영자 능력이 높은 기업일수록 기업규모가 크고 매출성장률이 높은 동시에 기업위험은 감소하는 것으로 나타났다. 또한 우수한 경영자가 경영하는 기업에서는 연구개발비 수준이 더욱 높은 것으로 나타났는데 이는 경영자 능력이 높을수록 투자전략 및 투자의사결정에 있어 보다 효율적이고 합리적인 판단력을 가지며 불확실성을 통제할 수 있는 통찰력을 갖추어 연구개발활동 투자 규모가 증가하는 것으로 해석된다.

〈Table 3〉에서는 변수간 상관관계 분석결과를 제시하며 좌측하단과 우측상단에서 각각 Pearson 및 Spearman 상관관계 분석결과를 보여준다. 분석결과 CSR은 ROA, TobinQ, MVA 모두와 유의한 양의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 이는 다시한번 CSR 성과가 재무성과에 긍정적 영향을 미칠 가능성을 암시한다. 또한 CSR은 CI 및 MA와도 유의한 양의 관련성을 나타냈다. 이는 CSR의 우수한 성과가 CSR의 지속성 및 경영자의 우수한 능력에서 기인하였을 가능성을 암시한다. 통제변수가 종속변수에 미치는 영향을 살펴보면 기업규모가 클수록, 매출성장률이 높을수록, 연구개발비 수준이 높을수록 재무성과는 증가하는 것으로 나타났으며 기업위험이 큰 경우 재무성과는 감소하는 것으로 나타났다. 이는 통제변수로 설정된 변수들이 모두 기업의 재무성과에 유의한 영향을 미치고 있음을 의미하므로 CSR과 재무성과 간 관련성을 검증하기 위해서는 이들 변수들이 미치는 영향을 통제할 필요가 있음을 보여준다.

4.2 가설 검증결과

〈Table 4〉에서는 CSR 성과와 재무성과 간 관련성이 존재할 것으로 가정하는 가설 1의 검증을 위한 모형의 분석결과를 제시한다. 컬럼 1부터 3까지 각각 재무성과 대용치인 ROA, TobinQ 및 MVA를 종속변수로 설정한 모형의 분석결과를 제시하였다. 분석결과 모든 컬럼에서 CSR의 계수는 유의한 양의 값을 가지는 것으로 확인되었다. 이는 CSR 성과가 높을수록 기업의 차기 재무성과가 높음을 의미하며 우수한 CSR 활동이 기업이 재무성과 개선에 도움을 줄 수 있음을 보여준다. 이러한 결과는 CSR의 방대한 초기비용에도 불구하고 오늘날 수많은 기업들이 CSR 활동에 관심을 가지고 적극적으로 참여하는 현상과도 일관된다. 따라서 국내기업을 대상으로 분석하였을 때 기업의 우수한 CSR 성과는 다양한 이해관계자들의 지지와 협업을 이끌어내고 기업이미지를 제고하여 재무성과의 증가로 이어질 수 있는 것으로 해석된다. 이는 가설 1을 지지하는 결과이다.

통제변수와 종속변수의 관련성을 살펴보면 기업규모가 클수록, 매출성장률이 증가할수록, 연구개발비가 증가할수록 또는 기업위험이 낮을수록 기업의 재무성과는 증가하는 것으로 나타났다. 이는 다수의 선행연구에서 검증된 바와 동일하며 이와 같이 기업 재무성과에 영향을 끼치는 기타변수들의 영향을 통제한 후에도 CSR과 재무성과 간 양의 관련성은 유의하게 나타나고 있음을 확인할 수 있다. 이는 CSR 성과가 우수한 기업의 차기 재무성과가 증가하는 것이 단순히 우수 CSR 기업이 가지는 기업특성에 의한 것이 아니며 CSR의 재무적 효과가 존재함을 증명하는 것이다.

〈Table 5〉에서는 CSR 성과와 재무성과 간 관련성을 검증함에 있어 CSR 성과의 지속성이 미치는 조절

〈Table 3〉 변수 간 상관관계

변수	ROA_{t+1}	TQ_{t+1}	MVA_{t+1}	CSR_t	CI_t	MA_t	$SIZE_{t+1}$	$RISK_{t+1}$	$\triangle SG_{t+1}$	$\triangle LSG_t$	RND_{t+1}
ROA_{t+1}		0.2830***	0.3889***	0.1957***	0.0533***	0.0804***	0.0642***	-0.1758***	0.2628***	0.2030***	0.0949***
TQ_{t+1}	0.2943***		0.8124***	0.1220***	-0.0262	0.0752***	0.0574***	-0.1327***	0.1221***	0.1178***	0.1970***
MVA_{t+1}	0.3443***	0.5673***		0.1226***	0.0229	0.0617***	-0.0830***	-0.3449***	0.1614***	0.1290***	0.1924***
CSR_t	0.1783***	0.0448**	0.1183***		0.2179***	0.0712***	-0.0396*	-0.0090	0.0462**	0.1232***	0.0829***
CI_t	0.0543**	0.0240	0.0410*	0.2970***		-0.0499**	-0.0793***	-0.0133	0.0431**	0.0488**	-0.0073
MA_t	0.0134	0.0610***	0.0761***	0.0355*	-0.0446**		0.0801***	-0.0531**	-0.1041***	0.0170	-0.1252***
$SIZE_{t+1}$	0.0854***	0.0730***	-0.0890***	-0.1160***	-0.0729***	0.0645***		0.1913***	0.0252	0.0297	0.0341
$RISK_{t+1}$	-0.1432***	-0.0712***	-0.2506***	-0.0112	-0.0171	-0.0070	0.0981***		0.0133	0.0506**	0.0092
$\triangle SG_{t+1}$	0.2748***	0.1013***	0.1079***	0.0193	0.0397*	-0.0447**	0.0255	0.0054		0.2025***	0.0094
$\triangle LSG_t$	0.1741***	0.1309***	0.0885***	0.1113***	0.0332	0.0420**	0.0199	0.0430**	0.1414***		0.0089
RND_{t+1}	0.1334***	0.1901***	0.2568***	0.0925***	-0.0023	-0.0914***	0.0677***	-0.0268	0.0288	0.0079	

1) 변수의 정의: 〈Table 1〉 참조.
2) *,**,***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미함.

〈Table 4〉 CSR 성과와 재무성과 간 관련성 분석

변수	ROA_{t+1}	TQ_{t+1}	MVA_{t+1}
Intercept	-5.2944*** (-3.11)	-0.7248*** (-3.57)	-0.2725 (-0.90)
CSR_t	0.4256*** (8.24)	0.0269*** (2.62)	0.0346*** (3.75)
$SIZE_{t+1}$	0.4509*** (5.45)	0.0570*** (3.77)	-0.0564*** (-3.81)
$RISK_{t+1}$	-18.4261*** (-7.87)	-0.8042*** (-3.83)	-4.8642*** (-11.62)
$\triangle SG_{t+1}$	9.6009*** (12.74)	0.3429*** (3.81)	0.6021*** (4.47)
$\triangle LSG_t$	4.7015*** (6.34)	0.6326*** (7.14)	0.6734*** (5.09)
RND_{t+1}	29.5717*** (3.72)	6.9435*** (7.33)	17.6198*** (12.42)
산업・연도더미	포함	포함	포함
수정 R^2	0.1616	0.1809	0.1780

1) 변수의 정의: 〈Table 1〉 참조.
2) *,**,***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미함.

〈Table 5〉 CSR 성과의 지속성 증가에 따른 CSR과 재무성과 간 관련성 분석

변수	ROA_{t+1}	TQ_{t+1}	MVA_{t+1}
Intercept	-6.8202*** (-3.65)	-0.1772 (-0.94)	-0.4115 (-1.23)
CSR_t	0.8247*** (4.48)	0.0288*** (2.71)	0.0834*** (2.53)
CI_t	-11.3907* (-1.78)	-0.1230 (-0.16)	-0.8495 (-0.74)
$CSR_t{*}CI_t$	3.6200** (2.28)	2.2573** (2.33)	0.4677* (1.99)
$SIZE_{t+1}$	0.4599*** (5.55)	0.0347*** (3.51)	-0.0547*** (-3.69)
$RISK_{t+1}$	-18.4443*** (-7.89)	-0.9041*** (-3.24)	-4.8587*** (-11.61)
$\triangle SG_{t+1}$	9.5571*** (12.68)	0.2836*** (3.16)	0.5913*** (4.39)
$\triangle LSG_t$	4.6636*** (6.29)	0.5845*** (6.61)	0.6713*** (5.06)
RND_{t+1}	29.7360*** (3.75)	7.9563*** (8.41)	17.7005*** (12.47)
산업・연도더미	포함	포함	포함
수정 R^2	0.1628	0.1878	0.1787

1) 변수의 정의: 〈Table 1〉 참조.
2) *,**,***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미함.

효과를 분석하여 가설 2를 검증하기 위한 모형의 분석결과를 제시한다. 컬럼 1부터 3까지 각각 재무성과 대용치인 ROA, TobinQ 및 MVA를 종속변수로 설정한 모형의 분석결과를 제시하였다. 분석결과 모든 컬럼에서 여전히 CSR의 계수는 유의한 양의 값을 유지하는 것으로 나타났다. 한편 CI는 차기 ROA에 대해서는 10% 수준에서 유의한 음의 값을, TobinQ와 MVA에 대해서는 유의한 관련성을 나타내지 않았다. 이는 앞서 설명한 바와 같이 CI 변수 단독으로는 시간경과에 따른 CSR 점수의 일관성을 측정할 뿐 우수한 CSR 성과가 지속적으로 유지됨을 의미하는 것은 아니다. 그러므로 CI 변수가 재무성과에 미치는 영향은 미미하거나 유의하지 않은 것으로 해석된다.

한편 가설 2의 검증을 위한 주요변수는 CSR*CI 결합변수인데 이는 우수한 CSR 성과를 지속적으로 유지하고 있는 표본들만을 대변한다. 따라서 CSR*CI의 계수는 일시적이거나 산발적으로 CSR에 참여하는 표본기업에 비해 지속적으로 CSR 성과를 달성하고 있는 표본기업이 재무성과에 미칠 수 있는 증분적이고 차별적인 영향력을 측정하게 된다. 분석결과 모든 컬럼에서 CSR*CI의 계수는 유의한 양의 값을 가지는 것으로 확인되었다. 이러한 결과는 CSR 성과의 지속성이 증가함에 따라 CSR과 재무성과 간 양의 관련성이 더욱 증가함을 의미한다. 이는 CSR 지속성이 CSR의 재무적 효과를 증폭시키는 조절변수로서의 역할을 함을 보여준다. 이와 같은 현상은 다양한 이해관계자들이 기업의 CSR을 평가함에 있어 단기적 CSR 성과 뿐 아니라 CSR 성과의 일관성을 고려함으로써 CSR에 담긴 참된 동기를 파악하고 CSR 활동에 대한 미래 예측력을 높일 수 있기 때문에 기업활동에 대한 신뢰수준 또한 높아지기 때문이다. 그러므로 CSR 성과의 지속성과 이에 따라 기업이 누릴 수 있는 다양한 혜택들은 경쟁기업이 쉽게 모방할 수 없는 기업만의 경쟁우위로 자리잡게 된다. 따라서 기업은 CSR 투자를 단기적 전략으로 삼기보다는 지속적이고 장기적인 경영전략으로 삼고 우수한 성과를 달성해나갈 때 CSR로부터 기대되는 재무적 혜택을 높일 수 있다. 이는 가설 2를 지지하는 결과이다.

〈Table 6〉에서는 CSR 성과와 재무성과 간 관련성을 검증함에있어 CSR 전략을 결정짓는 경영자의 능력이 미치는 조절효과를 분석하여 가설 3을 검증하기 위한 모형의 분석결과를 제시한다. 컬럼 1부터 3까지 각각 재무성과 대용치인 ROA, TobinQ 및 MVA를 종속변수로 설정한 모형의 분석결과를 제시하였다. 분석결과 모든 컬럼에서 여전히 CSR의 양의 계수는 유의하게 유지되고 있었다. 또한 예상한 바와 같이 경영자 능력이 높을수록 차기 재무성과 수준도 유의하게 높아지는 것으로 나타났다(Milbourn 2003; Rajgopal et al. 2006; Korand Mesko 2013). 가설 3의 검증을 위한 주요변수는 CSR*MA로 이는 CSR 투자의사결정 및 투자전략을 설정하고 이를 수행함에 있어 경영자의 능력의 차이가 CSR 성과 및 재무적 효과에 차별적인 영향을 미치는지를 검증할 수 있다. 분석결과 모든 컬럼에서 CSR*MA의 계수는 유의한 양의 값을 가지는 것으로 확인되었다. 이러한 결과는 경영자 능력이 우수할수록 CSR과 재무성과 간 양의 관련성이 더욱 증가함을 의미한다. 이는 경영자 능력이 CSR의 재무적 효과를 증폭시키는 조절변수로서의 역할을 함을 보여준다. 이러한 결과는 CSR에 대한 투자의사결정과 투자전략 수립에 있어 경영자의 능력 수준에 따라 효율적 자원배분 및 성과달성의 정도가 달라질 수 있기 때문이다. 더불어 우수한 경영자는 장기투자에서 초래되는 불확실성 및 위험성을 예측하고 통제할 수 있는 능력을 갖추었으

〈Table 6〉 경영자 능력 수준에 따른 CSR과 재무성과 간 관련성 분석

변수	ROA_{t+1}	TQ_{t+1}	MVA_{t+1}
Intercept	-4.1501** (-2.25)	0.3440*** (1.56)	0.0774 (0.24)
CSR_t	0.4802*** (7.36)	0.0224*** (2.89)	0.0514*** (4.43)
MA_t	0.1374*** (3.19)	0.0131*** (2.56)	0.0408*** (5.32)
CSR_t*MA_t	0.0850* (1.79)	0.0209*** (3.71)	0.0259*** (3.07)
$SIZE_{t+1}$	0.3546*** (3.91)	0.0453*** (3.35)	-0.0855*** (-5.31)
$RISK_{t+1}$	-18.1026*** (-7.75)	-0.8702*** (-3.13)	-4.7677*** (-11.48)
$\triangle SG_{t+1}$	9.9302*** (13.12)	0.3359*** (3.73)	0.7006*** (5.21)
$\triangle LSG_t$	4.6369*** (6.27)	0.5802*** (6.59)	0.6551*** (4.98)
RND_{t+1}	32.5674*** (4.08)	8.1483*** (8.58)	18.5237*** (13.06)
산업・연도더미	포함	포함	포함
수정 R^2	0.1662	0.1857	0.1919

1) 변수의 정의: 〈Table 1〉 참조.
2) *,**,***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미함.

며 직무우려가 적어 장기투자성과를 달성하는데 전력을 다할 여건이 충족된다. 결과적으로 이러한 경영자의 관심과 노력은 다양한 이해관계자들의 요구를 만족시켜 상호 원만한 관계를 구축하고 기업이미지를 개선시킴으로써 다양한 혜택을 누릴 수 있는 기회를 형성한다. 이는 가설 3을 지지하는 결과이다.

마지막으로 〈Table 7〉에서는 CSR과 재무성과 간 양의 관련성을 증가시키는 조절변수로서 CSR 지속성과 경영자 능력이 동시에 충족되는 경우 각 조절변수의 개별효과보다 더 큰 영향을 미치게 되는지 살펴보고자 한다. 앞선 분석결과에서는 CSR 지속성과 경영자 능력이 각각 CSR과 재무성과 간 양의 관련성을 증폭시킬 수 있음을 확인하였다. 그러나 CSR 성과의 지속성을 높이는 것은 상당한 비용과 노력을 요하므로 한정된 자원 내에서 이를 효율적으로 이끌어나가는 것은 쉬운 일이 아니다. 이에 CSR의 지속성을 높이면서 최대 효익을 달성할 수 있는 것은 경영자의 전략에 달려있는데 이는 경영자의 능력에 따라 달라질 소지가 있다. 따라서 단순히 CSR을 지속적으로 이어나갈 뿐 아니라 우수한 경영자가 자신의 능력을 발휘하여 이를 효율적이고 전략적으로 진행할때에 CSR을 통한 재무적 효과는 극대화될 수 있을것으로 예상된다. 컬럼 1부터 3까지 각각 재무성과 대용치인 ROA, TobinQ 및 MVA를 종속변수로 설정한 모형의 분석결과를 제시하였다. 분석결과 모든 컬럼에서 여전히 CSR의 계수는 유의한 양의 값

〈Table 7〉 CSR과 재무성과 간 관련성에 영향을 미치는 조절변수들의 결합효과 분석

변수	ROA_{t+1}	TQ_{t+1}	MVA_{t+1}
Intercept	1.5413 (0.62)	-0.5848** (-1.98)	0.6303 (1.44)
CSR_t	0.9470*** (4.43)	0.0745*** (2.91)	0.1660*** (4.37)
CI_t	-16.3534*** (-2.53)	0.4463 (0.58)	-1.0479 (-0.91)
CSR_t*CI_t	5.7154*** (3.04)	0.5769** (2.56)	1.2647*** (3.78)
MA_t	0.1282*** (2.98)	0.0166*** (2.51)	0.0400*** (5.24)
CSR_t*MA_t	0.2800*** (2.25)	0.0780*** (5.24)	0.1129*** (5.10)
CI_t*MA_t	-9.5436*** (-4.92)	0.1790 (0.77)	-0.9160*** (-2.66)
CSR_t*CI_t*MA_t	3.1875*** (2.65)	0.5714*** (3.97)	0.9868*** (4.61)
$SIZE_{t+1}$	0.2658*** (2.38)	0.0492*** (3.62)	-0.1149*** (-5.69)
$RISK_{t+1}$	-17.5283*** (-7.54)	-0.7655*** (-3.59)	-4.6956*** (-11.36)
$\triangle SG_{t+1}$	9.9226*** (13.18)	0.3632*** (4.03)	0.6867*** (5.13)
$\triangle LSG_t$	4.5889*** (6.24)	0.6434*** (7.30)	0.6640*** (5.07)
RND_{t+1}	31.1374*** (3.89)	7.5908*** (7.92)	18.9724*** (13.32)
산업 · 연도더미	포함	포함	포함
수정 R^2	0.1764	0.1933	0.2007

1) 변수의 정의: 〈Table 1〉 참조.
2) *,**,***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미함.

을 유지하는 것으로 나타났다. 또한 CSR*CI 및 CSR*MA의 계수도 유의한 양의 값을 유지하고 있어 CSR 지속성과 경영자 능력의 개별효과는 여전히 존재함을 보여준다. 한편 가설 4의 검증을 위한 주요변수는 CSR*CI*MA 결합변수인데 이는 각 조절변수의 개별효과와 비교하여 이들이 결합되었을 경우 나타날 수 있는 증분효과(incremental effect)를 보여준다. 분석결과 CSR*CI*MA의 계수는 모든 컬럼에서 유의한 양의 값을 가지는 것으로 나타났다. 이는 기업이 CSR을 행함에 있어 우수한 경영자에 의해 수립된 전략에 따라 지속적으로 CSR을 수행해나갈 때 CSR로부터 초래되는 재무적 혜택을 최대화할 수 있음을 보여준다. 따라서 각 조절변수들의 개별효과에 비해 이들의 결합시 나타나는 증분효과

가 존재함을 확인하였으며 이는 가설 4를 지지하는 결과이다.

4.3 추가분석

본문에서는 기업의 CSR 활동수준과 재무성과 간의 관련성을 살펴보는 가운데 CSR의 지속성과 경영자 능력이 CSR이 재무성과에 미치는 긍정적 영향을 증폭시키는 조절변수 역할을 할 수 있음을 검증하였다. 본 절에서는 추가적으로 기업의 CSR 활동이 재무성과에 미치는 긍정적 영향이 차기 재무성과(즉, t+1)에만 국한되는 것인지, 아니면 그 이후에도 장기간에 걸쳐 영향을 미치는 것인지 분석하고자 한다. CSR 활동을 통해 구축된 '착한 기업'의 이미지는 이해관계자들에게 기업에 대한 호감도를 높이는 유인으로 작용하며 이는 기업의 재무성과를 제고하는 효과를 초래할 수 있다. 헌데 이러한 재무적 효과가 CSR을 수행한 직후에만 국한되어 나타나지는 않으리라고 예상하는데, 이는 이해관계자들에게 인식된 기업 이미지는 특별한 이슈가 발생하지 않는다면 중대한 변동 없이 다 기간 유지될 것으로 예측되기 때문이다. 따라서 CSR로부터 발생하는 재무적 효과는 차기 1년에 국한되기보다는 중・장기간에 걸쳐 지속될 것으로 예상된다. 그러나 CSR 활동이 지속적으로 이어지지 않고 일시적인 활동에 그치거나 산발적으로 행해진다면 CSR의 효과는 시간이 경과함에 따라 감소하는 양상을 보일 가능성이 높다. 따라서 시간이 경과함에 따라 CSR의 재무적 효과 수준의 차이는 존재할 것으로 예측하였다.

그러나 CSR의 효과를 높이는 요인으로 제시된 CSR의 지속성과 경영자 능력이 충족되는 경우 CSR의 효과는 시간의 경과와 무관하게 장기간 유지될 가능성이 있다. CSR의 지속성이 높다는 것은 기업이 일관적으로 높은 수준의 CSR 활동을 장기간 지속적으로 행하고 있음을 의미한다. 따라서 일시적이거나 산발적인 CSR 활동의 효과는 단기적인 것으로 시간이 경과함에 따라 감소할 수 있으나, CSR의 지속성이 높아진다면 시간이 경과하여도 CSR의 효과는 장기간 유의하게 유지될 것으로 예상된다. 더불어 경영자의 능력 또한 장기적인 경영자의 안목과 판단력을 반영하는 것으로 우수한 경영자일수록 시간이 경과함에 따라 감소하는 CSR의 효과를 최대한 오래 유지할 수 있도록 전략적인 CSR 활동을 수행할 것으로 예상된다. 이에 CSR의 재무적 효과는 시간이 경과함에 따라 다소 감소할 수 있으나 CSR의 지속성과 경영자 능력 요인이 충족되는 경우 CSR의 긍정적 효과를 장기간 유지할 수 있을 것으로 예측하였다.

〈Table 8〉에서는 본 연구의 모형(1)을 분석함에 있어 종속변수인 차기 재무성과 대용치를 t+1년부터 t+5년까지 확장하여 CSR의 장기적 효과 및 조절변수의 역할을 재차 검증한 결과를 제시한다. 각 컬럼에서는 종속변수를 t+1년부터 t+5년까지의 ROA로 설정하였으며 이때 통제변수 또한 t+1년부터 t+5년까지로 설정하여 종속변수와 통제변수의 시점을 동일하게 조정하였다. 다만 관심변수인 CSR, CI, MA 및 결합변수들은 t 시점으로 동일하게 설정되었으므로 당기에 행해진 CSR 활동이 시간이 경과함에 따라 차기 재무성과에 미치는 영향을 시점별로 비교할 수 있다. 〈Table 8〉에서는 지면상 통제변수의 결과를 제외하고 주요결과만을 제시하였으나 분석에 있어서는 통제변수가 모두 포함되었음을 밝힌다. 또한 종속변수를 ROA로 설정한 결과만을 제시하고 있으나 TobinQ 및 MVA로 설정한 경우에도 〈Table 8〉의 결과와 질적으로 유사한 결과가 유지됨을 확인하였다. 더불어 분석을 위해서는 차기 5년까지의 재

〈Table 8〉 CSR과 조절요인의 장기적 효과 분석

변수	ROA_{t+1}	ROA_{t+2}	ROA_{t+3}	ROA_{t+4}	ROA_{t+5}
Intercept	2.9365 (1.10)	2.5074 (1.18)	-1.1805 (-0.55)	-5.0332*** (-2.34)	-8.2277*** (-3.71)
CSR_t	0.9393*** (4.43)	0.9979*** (5.43)	0.8697*** (4.70)	0.6519*** (3.54)	0.4786* (1.95)
CI_t	-14.4542** (-2.02)	-14.5386*** (-2.55)	-13.0637** (-2.27)	-6.6717 (-1.17)	-1.3306 (-0.22)
CSR_t*CI_t	5.2053*** (2.54)	6.8627*** (4.23)	5.9886*** (3.67)	4.8881*** (2.43)	3.9572*** (2.39)
MA_t	0.1421*** (2.99)	0.0512 (1.35)	0.0385 (1.01)	0.0453 (1.19)	0.0938*** (2.39)
CSR_t*MA_t	0.2807** (2.08)	0.3832*** (3.58)	0.2873*** (2.67)	0.1220** (2.04)	0.0931 (0.84)
CI_t*MA_t	-8.5424*** (-4.04)	-9.1506*** (-5.40)	-7.0168*** (-4.10)	-3.4809 (-1.14)	-0.6463 (-0.37)
$CSR_t*CI_t*MA_t$	2.8635** (2.18)	3.4668*** (3.32)	2.3437** (2.23)	1.6212* (1.99)	1.3346 (0.31)
통제변수	포함	포함	포함	포함	포함
산업 · 연도더미	포함	포함	포함	포함	포함
수정 R^2	0.2267	0.2230	0.2188	0.2129	0.1890

1) 변수의 정의: 〈Table 1〉 참조.
2) *,**,***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미함.

무성과 대용변수가 측정되어야 하므로 연구기간은 2015년까지로 한정되어 표본의 수는 2,205 기업-연도 표본으로 제한되었다.

분석결과를 살펴보면 다음과 같다. 먼저 CSR의 계수는 t+1년(0.9393, t=4.43)부터 t+2년(0.9979, t=5.43)까지 다소 증가하는 추세를 보이나 t+3년(0.8697, t=4.70)부터 감소하게 되며 t+5년에는 0.4786(t=1.95) 수준까지 감소하고 유의성도 10% 수준으로 낮아지게 된다. 여기서 단독변수로서 CSR의 계수는 일시적이거나 산발적인 CSR 활동을 뜻함으로 이와 같은 결과는 CSR 활동이 지속적으로 이어지지 않는 경우 일시적 CSR의 효과는 장기간 유지되기 보다는 시간이 경과함에 따라 감소할 가능성을 암시한다. 그러나 결합변수인 CSR*CI의 계수를 살펴보면 연도별로 계수의 크기 차이가 다소 존재하기는 하나 t+1년부터 t+5년까지 지속적으로 1% 수준에서 유의한 양의 값을 가지는 것으로 나타났다. 이는 일시적이거나 산발적인 CSR 활동이 시간이 경과함에 따라 재무적 효과가 감소하는 양상을 보인것과 달리 CSR 지속성이 증가할수록 CSR의 긍정적 효과가 보다 장기간 유지될 수 있음을 보여준다. 즉, 단기적 또는 일시적 CSR의 효과는 시간이 경과함에 따라 감소하다 결국 사라지게 되므로 기업의 입장에서는 지속가능한 경영을 위해 CSR 활동을 지속적으로 이어나감으로써 기업이 CSR로부터 누릴 수 있는 다양한 잇점을 장기적으로 유지해나갈 수 있음을 시사한다.

결합변수인 CSR*MA 또한 t+4년까지 유의한 양

의 계수를 가지는 것으로 나타났으며 이는 경영자 능력이 낮은 기업에 비해 경영자 능력이 우수한 기업에서 행하는 CSR의 효과가 장기적으로 더욱 크게 나타날 수 있음을 보여준다. 그러나 경영자 능력에 따른 CSR 효과의 증가는 t+5년에는 유의하게 나타나지 않았다. 이는 CSR의 지속성과 경영자 능력 모두 CSR의 효과를 증폭시키고 장기간 유지해 나가는 요인으로 작용하고 있으나 두 요인 중 CSR 지속성이 더욱 주요한 조절효과를 가지고 있음을 보여준다. 마지막으로 삼중 결합변수인 CSR*CI*MA의 계수는 t+3년부터 t+4년까지 점차 유의성이 감소하다가 t+5년에는 유의성이 나타나지 않았는데, 이는 시간이 경과함에 따라 경영자 능력이 CSR 효과에 미치는 조절효과가 CSR 지속성이 가지는 조절효과에 비해 다소 감소함으로 인해 나타나는 결과로 해석된다. 이에 경영자 능력의 조절효과가 나타나지 않는 t+5년에는 삼중결합변수가 나타내는 증분효과가 사라지는 것으로 볼 수 있다.

다음으로 본 절에서는 본문에서 제시된 분석을 CSR을 구성하는 6개 항목별로 재차 시행하고자 한다. 선행연구에서는 CSR의 효과를 검증함에 있어 CSR을 구성하는 다양한 항목별 특성(multi-dimensional characteristics)의 중요성을 강조하였다(Brammer et al. 2006). 또한 Brammer and Pavelin(2006)의 연구에서는 이해관계자들이 기업의 CSR을 구성하는 특정 활동에 대하여 어떻게 받아들이는지에 따라 CSR이 기업가치에 미치는 영향을 차별적일 수 있다고 주장하였다. 따라서 CSR의 종합점수가 아닌 CSR을 구성하는 각 항목별 점수를 이용하여 분석을 재차 행함으로써 각 항목별로 차별적인 결과가 초래

〈Table 9〉 CSR 항목별 재무성과에 미치는 영향 분석

변수	건전성	공정성	사회공헌	소비자보호	환경경영	직원만족
Intercept	-5.0712*** (-2.99)	-5.7208*** (-3.34)	-5.1441*** (-3.03)	-5.3580*** (-3.15)	-4.5615*** (-2.70)	-5.5290*** (-3.23)
CSR_t	2.4480*** (8.23)	2.5401*** (8.11)	2.4646*** (8.31)	2.7378*** (8.31)	2.4020*** (7.89)	2.3558*** (7.90)
$SIZE_{t+1}$	0.4400*** (5.33)	0.4731*** (5.68)	0.4440*** (5.37)	0.4545*** (5.49)	0.4170*** (5.06)	0.4647*** (5.59)
$RISK_{t+1}$	-18.1160*** (-7.74)	-18.3777*** (-7.85)	-18.5537*** (-7.93)	-18.5893*** (-7.95)	-18.5206*** (-7.91)	-18.4227*** (-7.86)
$\triangle SG_{t+1}$	9.6017*** (12.74)	9.5817*** (12.71)	9.5639*** (12.69)	9.6251*** (12.78)	9.6517*** (12.79)	9.5876*** (12.71)
$\triangle LSG_t$	4.7250*** (6.38)	4.7581*** (6.42)	4.6193*** (6.22)	4.7263*** (6.38)	4.7873*** (6.46)	4.7043*** (6.33)
RND_{t+1}	27.9128*** (3.51)	29.9053*** (3.77)	29.9304*** (3.78)	30.3407*** (3.83)	30.4572*** (3.84)	29.6859*** (3.74)
산업・연도더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함
수정 R^2	0.1616	0.1608	0.1621	0.1621	0.1595	0.1596

1) 변수의 정의: 〈Table 1〉 참조.
2) *,**,***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미함.

될 수 있는지를 살펴볼 필요가 있다.

〈Table 9〉의 컬럼1부터 컬럼6까지는 6개 항목별로 구분된 CSR 점수가 차기 재무성과에 미치는 영향을 분석한 결과를 제시하며 순서대로 건정성, 공정성, 사회공헌, 소비자보호, 환경경영 및 직원만족도로 설정하였다. 마찬가지로 지면문제상 표에서는 종속변수를 차기 ROA로 설정한 분석결과만을 제시하고 있으나, 종속변수를 TobinQ나 MVA로 설정한 경우에도 이와 유사한 결과를 제시하는 것을 확인하였다. 분석결과 CSR 활동내용의 차이와 무관하게 각 항목별 활동은 모두 차기 재무성과에 1% 수준에서 유의한 양의 관련성을 가지는 것으로 나타났다. 이는 CSR의 특정 항목에 지출하는 비용은 오히려 기업가치를 저하시킬 수 있으며 자본시장은 이러한 활동을 전개하는 기업을 부정적으로 평가할 수 있다고 주장한 Brammer et al.(2006)의 연구와는 상반되는 결과이다. 따라서 국내에서는 특정한 항목에 국한되지 않고 항목별 CSR 활동을 전반적으로 우수하게 행하는 기업일수록 CSR로부터 발생하는 재무적 효과를 크게 누릴 수 있음을 암시한다.

Ⅴ. 결 론

마이클포터는 기업이 전략적인 CSR 활동을 통해 사회적 공익과 경제적 이익을 추구하고 이들 간의 적절한 균형점을 찾을 수 있다고 주장하였다. 오늘날 기업의 사회적 활동은 기업의 존속과 재무성과에 직·간접적 영향을 미치는 것으로 알려져[38] 세계적으로 점점 더 많은 기업들이 자발적으로 CSR에 관심을 가지고 경영활동과 연계하려는 노력을 기울이고 있다.[39] 또한 오늘날의 기업은 이해관계자들의 인식 변화 뿐 아니라 각종 규제변화[40]로 인해서라도 CSR에 참여할 수 밖에 없는 환경에 처해있다. 이는 기업가치 평가에 있어 전통적인 재무적 지표 뿐 아니라 CSR 표준과 규범을 적용한 CSR 평가가 강화되었기 때문이다.[41]

CSR 경영은 중장기적으로 기업에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 알려진다.[42] 이는 CSR이 기업가치 및 브랜드가치를 제고시킬 수 있기 때문인데[43] 주주 뿐 아니라 투자자, 소비자, 거래처 등 다양한 외부 이해관계자들이 기업을 긍정적으로 인식함으로써 기

38) 예를들어 거래처들은 거래계약 전 CSR 경영보고서를 검토하는 경우가 증가하고 있다. 기업이 노동착취나 오염물질 배출과 같은 사회적으로 비난받을 일들을 하청업체나 저개발국가에 전가하는 모습을 보이지 않는지 평가하기 위한 공급망(supply chain) CSR 보고서 또한 요구되는 실정이다. 이는 부정한 기업과 거래함으로써 자사에 미칠 수 있는 피해를 고려한 것이다. 일례로 애플은 2014년 아이폰을 생산하는 대만의 팍스콘사 공장에서 노동자를 혹사시키는 악덕경영을 한 것이 밝혀져 기업이미지가 크게 추락하자 아시아 전력에 공급망 CSR 경영을 확대하였으며 이는 다국적기업 뿐 아니라 국내 중소기업에 이르기까지 CSR에 대한 관심을 일으키는 계기가 되었다(월간품질경영, 바이어는 왜 CSR경영보고서를 요구하는가? 2021년 2월호).

39) 기업이 CSR 사회공헌부서 등의 전담부서를 두거나 개인 및 부서업적 평가에서도 평가지표에 CSR 활동성과를 반영하는 등의 움직임이 나타나고 있다. 더불어 CSR을 반영한 마케팅도 성황을 이루어 소비자가 제품을 구매하면 판매금액의 일정부분을 기부하는 '코즈마케팅'도 성행하고 있다(월간품질경영, 바이어는 왜 CSR경영보고서를 요구하는가? 2021년 2월호).

40) UN은 글로벌 컴팩트(UNGC)를 제정하여 기업이 인권, 노동, 환경, 반부패 영역 등에서 10개 원칙을 준수하고 실천하도록 권고하는 등 기업의 사회적 책임과 투명성 강화를 촉구하고, 사회적책임 투자원칙(SRI)을 제정하여 CSR 활동에 충실한 기업에 투자할 것을 권고하고 있다.

41) 2014년 KOTRA에 따르면 다국적 기업의 94.2%는 CSR을 평가하여 공급업체를 선정하는 기준으로 삼는 것으로 알려졌다.

42) CSR 우수기업의 경우 기업에 악영향을 미칠 수 있는 법규위반, 환경오염, 불공정거래, 위험한 작업환경 등 다양한 위험들을 관리할 수 있을 뿐 아니라 이와 같은 중대한 위반사항이 공개되었을 때에도 기업이미지 및 매출하락의 위험을 줄일 수 있다.

43) 2014년 대한상공회의소 조사에 따르면 중국에 진출한 한국 기업들 중 51.2%가 CSR 활동을 통해 '기업 이미지 및 브랜드가치 제고' 효과를 누린 것으로 보고되었다.

업은 이윤증가와 같은 다양한 잇점을 누리게 된다.[44] 그러나 CSR 활동에 대한 부정적 평가가 제시되기도 하는데 이는 CSR 활동에 상당한 비용이 발생하는 반면 단기적 효익이 그 비용을 초과하기 어려워 오히려 단기적으로는 기업가치에 악영향을 미칠 수 있다는 주장이 제기된다.

이에 본 연구에서는 CSR과 재무성과의 관련성을 검증하고 더 나아가 CSR의 긍정적인 재무적 효과를 달성하기 위해 CSR의 지속성과 경영자 능력이 충족되어야 한다고 보고 이들 요인이 CSR과 재무성과 간 양의 관련성을 증가시키는 조절효과를 발휘하는지 분석하였다. 분석결과를 요약하면 다음과 같다. 먼저 CSR은 차기 재무성과와 양의 관련성을 나타냄으로써 CSR 활동의 긍정적 재무적 효과가 검증되었다. 한편 이러한 재무적 효과는 CSR이 일시적이거나 산발적으로 전개되는 경우에 비해 지속적으로 유지되는 경우 더욱 증가하는 것으로 나타났다. 또한 CSR 전략을 결정짓는 경영자의 능력이 우수할수록 CSR로부터 초래되는 효과가 증가하는 것으로 나타났다. 마지막으로 이와 같이 CSR의 효과를 높일 수 있는 요인들이 동시에 충족되는 경우 CSR의 긍정적 효과를 더욱 증가시킬 가능성이 있는 것으로 확인되었다. 이와 같은 결과는 기업이 한정된 자원을 이용하여 CSR에 참여하는 행위가 상당한 비용과 노력을 요하는 가운데, 이에 소요된 비용을 초과하는 효익을 달성하여 CSR이 사회의 공공이익을 발생시킬 뿐 아니라 경영활동에 도움이 되는 경영전략으로서 자리잡기 위해서는 CSR의 지속성을 증가시키고 우수한 경영자로 하여금 CSR을 전략적으로 수행하게 할 필요성을 시사고 있어 학문적·실무적인 공헌점을 가진다.

더불어 본 연구는 CSR의 지속성을 측정하는 연구방법론 면에서 국내 선행연구와는 차별점을 가진다. 국내에서도 이미 CSR의 지속성과 경영성과 간의 관련성을 검증한 선행연구들이 일부 존재하나 대부분의 연구에서는 CSR 기업이 KEJI 지수가 공시되는 200대 기업목록에 n년 연속 포함되는지 여부를 이용하여 지속적 CSR기업과 비지속적 CSR기업을 분류하고 있다.[45] 그러나 이는 다음과 같은 한계점을 가진다. 첫째, 상기 측정법은 지속적인 CSR 활동 중에도 매년 변동할 수 있는 CSR 수준을 고려하지 않았다. 물론 상위 200대 기업에 속한 기업들의 CSR은 평균적으로 높은 수준을 유지하므로 연도별 편차가 크지 않으나 그 중에서도 매년 CSR 수준이 유지되는 기업, 증가 또는 감소 양상을 보이는 기업, 또는 연도별 편차(fluctuation)가 있는 기업 등으로 다양한 모습을 띄고 있다. 둘째, 상기 측정법에 따르면 KEJI 지수가 n년 이상 지속적으로 공시된 기업만을 지속적 기업으로, 그렇지 않으면 비지속적 기업으로 분류하고 있다. 그러나 n년 미만이라 하더라도 2회 이상 지속적으로 KEJI 지수가 공시된 기업이라면 단순히 비지속적 기업으로 포함되기보다는 상대적 지속성 지수를 측정하여 분석에 이용하는 것이 더욱 적합할 것으로 보인다. 이러한 점을 들어 본 연구에서 이용한 측정법은 CSR의 지속성을 측정함에 있어 연도별 CSR 점수의 변동 및 CSR 지속성 수준(즉, 지속되는 연도 수)을 모두 고려함으로써 보다 정교한 분석이 가능하다는 장점을 가진다.

44) 신발 제조사 '탐스슈즈'는 신발 1켤레를 구매하면 빈민국 아이에게 신발 1켤레를 무상으로 기증하는 '원 포 원(One for One)' 마케팅을 통해 설립 3년 만에 매출이 40배 증가하였다.

45) 예를들어, Chon and Kim(2011) 및 Lee and Song(2014)의 연구에서는 4년 연속 200대 기업에 속하는 경우 지속적 기업으로, 그렇지 않은 경우 비지속적 기업으로 분류하였다.

그럼에도 본 연구는 다음과 같은 한계점을 가진다. 본 연구에서는 CSR 성과 측정을 위해 KEJI 지수를 이용하므로 본 연구의 표본은 연구기간동안 KEJI 지수가 부여된 경험이 있는 기업들만으로 구성된다. 이와 같이 KEJI 지수가 공시된적 있는 기업들은 대체로 기업규모가 크고 재무건전성이 높은 기업들로 구성되어 표본선택의 편의(sample-selection bias)가 발생하는 원인이 될 수 있다. 그러나 KEJI는 국내연구에서 CSR 성과를 측정함에 있어 현재까지 가장 신뢰성 있고 빈번히 쓰여온 지수로 이러한 한계점은 불가피한 부분으로 사료된다.

참고문헌

Agle, B., and R. Mitchell(1999), "Who matters to CEOs? An investigation of stakeholder attributes and salience, corporate performance and CEO values," *Academy of Management Journal*, 42 (5), pp.507-526.

Ali, A., N. Li, and W. Zhang(2015), "Managers' career concerns and asymmetric disclosure of bad versus good news," Working Paper, University of Texas at Dallas.

Ashforth, B. E., and F. Mael(1989), "Social identity theory and the organization," *Academy of Management Review*, 14, pp.20-39.

Aupperle, K. A. Carroll, and J. Hatfield(1985), "An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability," *The Academy of Management Journal*, 28(2), pp.446-463.

Backhaus. D. B., B. A. Stone, and K. Heiner(2002), "Exploring the relationship between corporate social performance and employer attractiveness," *Business and Society*, 41, pp.292-318.

Bagnoli, M., and S. G. Watts(2003), "Selling to socially responsible consumers: Competition and the private provision of public goods," *Journal of Economics & Management Strategy*, 12 (3), pp.419-445.

Baik, B., S. Choi, D. B. Farber, and J. J. Zhang (2012), "Managerial ability and earnings quality : an international analysis," Working Paper.

Ban, H. J.(2014), "The Impact of CEO Characteristics on Corporate Social Responsibilities," *Korea International Accounting Review*, 53, pp. 252-275.

Ban, H. J., and I. H. Jeong(2017), "Managerial ability and Corporate Social Responsibilities - Focusing on the Relationship by Corporate Governance and Market Competition - ," *Korean Journal of Management Accounting Research*, 17(3), pp.155-178.

Barney, J. B., and M. H. Hansen(1994), "Trustworthiness as a source of competitive advantage," *Strategic Management Journal*, 15(S1), pp.175-190.

Berman, S. L., A. C. Wicks, S. Kotha, and T. M. Jones(1999), "Does Stakeholder Orientation Matter? The Relationship between Stakeholder Management Models and Firm Financial Performance," *Academy of Management Journal*, 42, pp.488-506.

Brammer S., and A. Millington(2008), "Does It Pay To Be Different? An Analysis of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Financial Performance," *Strategic Management Journal*, 29, pp.1325-1343.

Brammer, S., and S. Pavelin(2006), "Corporate

Reputation and Social Performance: The Importance of Fit," *Journal of Management Studies*, 43, pp.435-455.

Brammer, S., S. Brooks, and S. Pavelin(2006), "Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures," *Financial Management*, Autumn, pp.97-116.

Brown, T. J., and P. A. Dacin(1997), "The company and the product: corporate associations and consumer product responses", *The Journal of Marketing*, 61(1), pp.68-84.

Chatjuthamard P., P. Jiraporn, S. Tong, and M. Singh(2016), "Managerial Talent and Corporate Social Responsibility (CSR): How Do Talented Managers View Corporate Social Responsibility?," *International Review of Finance*, 16, pp.265-276.

Cheon, M. B.(2013), "A Study of the Localization of Foreign Firms and CSR Activity : Focusing on the Mediating Effects of Reliability, Commitment, and Corporate Reputation," *Korean Corporation Management Review*, 20(2), pp.103-123.

Choi, H. J., and D. C. Moon(2013), "The Relationship between Corporate Social Responsibilities and Accounting Transparency," *Korean Accounting Review*, 38(1), pp.135-171.

Choi, H. W., and C. W. Moon(2012), "The Impact of CEO Characteristics on the CSR Strategy," Korean Journal of Management, *Korean Journal of Management*, 20(4), pp.103-136.

Choi, W. Y., H. S. Lee, and C. S. Hong(2009), "Corporate Social Responsibility and Firm Value: Focused on Corporate Contributions," *Korean Management Review*, 38(2), pp.407-432.

Chon, M. L., and C. S. Kim(2011), "The Effect of Sustaining Corporate Social Responsibility on Relationship between CSR and Financial Performance," *Korea Accounting Information Association*, 29(3), pp.351-374.

Davis, K.(1973), "The case for and against business assumption of social responsibilities," *Academy of Management Journal*, 16, pp.312-322.

Delery, J. E., and D. H. Doty(1996), "Modes of theorizing in strategic human resource management: Tests of universalistic, contingency, and configurational performance predictors," *Academy of Management Journal*, 39, pp. 802-835

Demerjian, P. R., B. Lev, M. F. Lewis, and S. E. McVay(2012), "Managerial ability and earnings quality," *The Accounting Review*, 88(2), pp. 463-498.

Donaldson, T., and L. E. Preston(1995), "The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications," *Academy of Management Review*, 20, pp.65-91.

Dutton, J. E., J. M. Dukerich, and C. V. Harquail (1994), "Organizational images and member identification," *Administrative Science Quarterly*, 39, pp.239-263.

Falck, O., and S. Heblich(2007), "Corporate social responsibility: Doing well by doing good," *Business Horizons*, 50(3), pp.247-254

Fee, C. E., and C. J. Hadlock(2003), "Raids, rewards, and reputations in the market for managerial talent," *Review of Financial Studies*, 16(4), pp.1315-1357.

Fisher, F. M., and J. J. McGowan(1983), "On the misuse of accounting rates of return to infer monopoly profits," *American Economic Review*,

73, pp.82-97.

Fombrun, C.(1996), "Reputation: Realizing value from the corporate image," Boston: Harvard Business School Press.

Freeman, R. E.(1984), "Strategic management: A stakeholder approach," Boston: Pitman.

Friedman, M.(2007), "The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits," Corporate Ethics and Corporate Governance, Springer, Berlin, Heidelberg, pp.173-178.

Frooman, J.(1999), "Stakeholder influence strategies," *Academy of Management Review*, 24, pp. 191-205.

Graham J. R., C. R. Harvey, S. Rajgopal(2005), "The economic implications of corporate financial reporting," *Journal of Accounting and Economics*, 40(1), pp.3-73.

Greening D. W., and D. B. Turban(2000), "Corporate Social Responsibility as a Competitive Advantage in Attracting a Quality Workforce," *Business Society*, 39, pp.254-280.

Gulati, R.(1995), "Does familiarity breed trust? The implications of repeated ties for contractual choice in alliances," *Academy of Management Journal*, 38, pp.85-112.

He, J., and Tian, X.(2014), "Short sellers and innovation: Evidence from a quasi-natural experiment," Working Paper, University of Georgia.

Hillman, A. J. and G. D. Keim(2001), "Shareholder value, stakeholder management, and social issues: what's the bottom line?," *Strategic Management Journal*, 22, pp.125-139.

Holmstrom, B.(1979), "Moral hazard and observability," *The Bell Journal of Economics*, 10(1), pp. 74-91.

Hong, H., and L. Kostovetsky(2012), "Red and blue investing: Values and finance," *Journal of Financial Economics*, 103(1), pp.1-19.

Jensen, M. C.(2002), "Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function," *Business Ethics Quarterly*, 12, pp.235-256.

Jin, L., and L. Kogan(2008), "Managerial career concern and mutual fund short-termism," Working Paper, Harvard Business School.

Jiraporn P., and P. Chintrakarn(2013), "How Do Powerful CEOs View Corporate Social Responsibility (CSR)? An empirical note," *Economics Letters*, 119, pp.344-347.

Jiraporn, P., V. Leelalai, and S. Tong(2016), "The effect of managerial ability on dividend policy: How do talented managers view dividend payouts?," *Applied Economics Letters*, 23(12), pp.857-862.

Jones, T. M.(1980), "Corporate social responsibility revisited, redefined," *California Management Review*, 22(3), pp.59-67.

Jones, T. M.(1995), "Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics," *Academy of Management Review*, 20, pp.404-437.

Kor, Y. Y., and A. Mesko(2013), "Dynamic Managerial Capabilities: Configuration and Orchestration of Top Executives' Capabilities and the Firm's Dominant Logic," *Strategic Management Journal*, 34(2), pp.233-244.

Kotler, P., and N. Lee(2005), "Corporate Social Responsibility: Doing the Most Good for Your Company and Your Cause," John Wiley and Sons, New Jersey.

Lee, F., A. C. Edmondson, S. Thomke, and M. Worline (2004), "The mixed effects of inconsistency on experimentation in organizations," *Organization Science*, 15, pp.310-326.

Lee, J. Y., and E. J. Song(2014), "The Effect of

Continuous Corporate Social Responsibility (CSR) on Accounting Quality," *Korean Journal of Accounting Research*, 19(2), pp.121-148.

Lev, B. I., C. Petrovits, and S. Radhakrishnan(2010), "Is doing good good for you? How corporate charitable contributions enhance revenue growth," *Strategic Management Journal*, 31, pp.182-200.

Luce, R. A., A. E. Barber, and A. J. Hillman(2001), "Good deeds and misdeeds: A mediated model of the effect of corporate social performance on organizational attractiveness," *Business and Society*, 40, pp.397-415.

Lundholm, R., and L. Myers(2002), "Bringing the future forward: The effect of disclosure on the returns-earnings relation," *Journal of Accounting Research*, 40(3), pp.809-839.

MacDuffie, J. P.(1995), "Human resource bundles and manufacturing performance: Organizational logic and flexible production systems in the world auto industry," *Industrial and Labor Relations Review*, 48, pp.197-221.

Mahoney, L., and L. Thorne(2005), "Corporate social responsibility and long-term compensation: Evidence from Canada," *Journal of Business Ethics*, 57(3), pp.241-253.

Marom, I. Y.(2006), "Toward a Unified Theory of the CSP-CFP Link," *Journal of Business Ethics*, 67(2), pp.191-200.

McGuire, J., S. Dow, and K. Argheyd(2003), "CEO incentives and corporate social performance," *Journal of Business Ethics*, 45(4), pp.341-359.

McWilliams, A., and D. Siegel(2001), "Corporate Social Responsibility: A Theory of the Firm Perspective," *Academy of Management Review*, 26, pp.117-127.

McWilliams, A., D. S. Siegel, and P. M. Wright (2006), "Corporate social responsibility: Strategic implications," *Journal of Management Studies*, 43(1), pp.1-18.

Mellahi, K., and G. Wood(2003), "The Role and Potential of Stakeholders in 'Hollow Participation' : Conventional Stakeholder Theory and Institutionalist Alternatives," *Business and Society Review*, 108, pp.183-202.

Milbourn, T. T.(2003), "CEO reputation and stock-based compensation," *Journal of Financial Economics*, 68(2), pp.233-262.

Min, J. H. S. Y. Ha, and B. S. Kim(2015), "The Impact of Firm's Sustainability Management Activities on Their Short-term and Long-term Values," *Korean Academic Society of Business Administration*, 44(3), pp.713-735.

Mitchell, R. K., B. R. Agle, and D. J. Wood(1997), "Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts," *Academy of Management Review*, 22, pp.853-886.

Morris, S.(1997), "An instrumental theory of political correctness," Working Paper, University of Pennsylvania and Northwestern University.

Moskowitz. M. R.(1972), "Choosing socially responsible stocks," *Business and Society Review*, 1(1), pp.71-75.

Nam, Y. S., and W. Y. Choi(2016), "The Effects of CEO Type and Corporate Governance Mechanisms on Corporate Social Responsibility," *Journal of CEO and Management Studies*, 19(2), pp.209-222.

Noh, J. H., and J. S. Choi(2014), "The Relationship between CSR and Financial Constraints,"

Korean Journal of Business Administration, 27(9), pp.1329-1349.

Orlitzky, M., L. F. Schmidt, and S. L. Rynes(2003), "Corporate Social and Financial Performance: A Meta-analysis," *Organization Studies*, 24 (3), pp.403-441.

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(3), pp.321-357.

Poddi, L., S. Vergglli, and F. E. Mattei(2009), "Does Corporate Social Responsibility Affect the Performance of Firm," *Nota Di Lavoro*, 52, pp.1-47.

Rajgopal, S., T. Shevlin, and V. Zamora(2006), "CEOs' outside employment opportunities and the lack of relative performance evaluation in compensation contracts," *Journal of Finance*, 61(4), pp.1813-1844.

Rowley, T., and S. Berman(2000), "A Brand-New Brand of Corporate Social Performance," *Business and Society*, 39, pp.397-418.

Ruf, B. M., K. Muralidhar, R. M. Brown, J. J. Janney, and K. Paul(2001), "An empirical investigation of the relationship between change in corporate social performance and financial performance: A stakeholder theory perspective," *Journal of Business Ethics*, 32, pp.143-156.

Russo, M. V., and P. A. Fouts(1997), "A resource-based perspective on corporate environmental performance and profitability," *Academy of Management Journal*, 40, pp.534-559.

Sen S., and C. B. Bhattacharya(2001), "Does Doing Good Always Lead to Doing Better? Consumer Reactions to Corporate Social Responsibility," *Journal of Marketing Research*, 38, pp.225-43.

Shin, M. S., S. E. Kim, and B. S. Kim(2011), "The Effects of Corporate Social Responsibility Expenditure on Firm Value," *The Korean Journal of Financial Engineering*, 10(1), pp.99-125.

Swanson, D. L.(1999), "Toward an Integrative Theory of Business and Society : A Research Strategy for Corporate Social Performance," *Academy of Management Review*, 24(3), pp.506-521.

Turban. D. B., and D. W. Greening(1997), "Corporate social performance and organizational attractiveness to prospective employees," *Academy of Management Journal*, 40, pp.658-672.

Ullman. A.(1985), "Data in search of a theory. a critical examination of the relationship among social performance, social disclosure, and economic performance," *Academy of Management Review*, 10(3), pp.540-577.

Waddok, S. A., and S. B. Graves(1997), "The Corporate Social Performance -Financial Performance Link," *Strategic Management Journal*, 18(4), pp.303-319.

Waldman, D. A., and D. Siegel(2008), "Defining the socially responsible leader," *The Leadership Quarterly*, 19(1), pp.117-131.

Wang, H., and J. Choi, (2013), "A New Look at the Corporate Social-Financial Performance Relationship: The Moderating Roles of Temporal and Interdomain Consistency in Corporate Social Performance," *Journal of Management*, 39(2), pp.416-441.

Wong, E. M., M. E. Ormiston, P. E. Tetlock(2011), "The effects of top management team integrative complexity and decentralized decision

making on corporate social performance," *Academy of Management Journal*, 54(6), pp.1207-1228.

Yuan, Y., G. Tian, L. Y. Lu, and Y. Yu(2017), "CEO Ability and Corporate Social Responsibility," *Journal of Business Ethics*, 157, pp.391-411.

• The author Ji-Ahn Nam is Ph.D in the college of business administration at Pusan National University. She graduated bachelor's degree of Commerce in Accounting from Macquarie University in Australia, and received master's degree and doctorate from Pusan National University. Her main research interests are on goodwill, pension accounting, accounting quality, value relevance.

• The author Jong-Seo Choi received his bachelor's degree from Pusan National University as summa cum laude, master's degree from Seoul National University, and doctorate from Pusan National University. He has served the deanship of the School of Business (Graduate School of Management) at Pusan National University. He was invited to Waseda University, Ritsumeikan University, Kyoto University, LaTrobe University, Monash University, Jiangxi University of Finance and Economics in China, and University of Science Malaysia as visiting professor and invited lecturer. He has served as editor of numerous peer-reviewed domestic and international journals and is currently serving as the editor-in-chief of Korean Accounting Review. His primary research interests are on managerial accounting discretion, economic consequence of accounting choice, fair value measurement and CSR among others.