

기업의 사회적 책임활동과 재무분석가 이익예측치 정확성과의 관계

배성호(주저자)
고려대 기업경영연구원
(duke@korea.ac.kr)
임태균(교신저자)
전북대 경영학부
(taekyuni@jbnu.ac.kr)

본 연구는 '기업의 사회적 책임'(Corporate Social Responsibility, 이하'CSR') 활동에 따라 재무분석가 이익예측치의 정확성이 어떠한 차이가 발생하는지 검증함에 목적이 있다. CSR활동은 법령 및 윤리를 준수하고 이해관계자들의 요구에 적절히 대응함으로써 사회 발전에 기여하는 기업활동을 의미한다(Clarkson 1995; Paine 2002; Dahlsrud 2006 등). 따라서 CSR활동을 적극적으로 수행하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 기업의 이익추구만을 위한 회계정책을 고수하기보다는 다양한 이해관계자들을 고려한 중립적인 관점에서 기업의 경제적 실상을 더 잘 반영하는 회계이익을 공시할 가능성이 높다. Kim et al.(2012)은 CSR활동을 적극적으로 수행하는 기업일수록 중립적인 회계이익을 보고한다고 주장하였다. 이에 따라 CSR활동을 하는 기업들은 상대적으로 회계이익의 예측가능성(predictability)이 높다고 할 수 있다. 회계이익의 예측가능성은 재무분석가의 이익예측치에 영향을 미치므로(Duru and Reeb 2002) 기업의 CSR활동의 차이에 따라 재무분석가의 이익예측정확성(Forecast Accuracy)에 영향을 미칠 것이라 예상된다.

2004년부터 2010년까지 유가증권 상장기업을 대상으로 경실련 산하의 경제정의연구소에서 발표한 한국기업의 사회적 성과평가모형(Korea Economic Justice Institute Index, 이하 'KEJI 지수')을 사용하여 기업의 CSR활동 정도를 측정하였다. 구체적으로 CSR활동의 측정은 ①KEJI 지수를 공표한 기업의 경우 KEJI 평가점수, ②전체 유가증권 상장기업을 대상으로 CSR활동을 수행하여 KEJI 지수를 공표하였는지 여부로 측정하였다. 아울러 재무분석가 이익예측정확성을 분석하기 위해 각각 78,932개와 144,536개의 이익예측치를 사용하였다. 실증분석결과는 ①KEJI 평가점수가 높을수록 재무분석가의 이익예측치는 정확한 것으로 나타났으며, ②유가증권 상장기업 중 CSR활동을 하여 KEJI 지수를 공표한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 재무분석가의 이익예측정확성은 높은 것으로 나타났다. 추가분석으로 KEJI 지수를 2년 연속 또는 3년 연속 공표한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 재무분석가가 더 정확한 이익예측을 하는 것으로 확인되었다. 이를 통하여 CSR활동은 기업의 경제적 실상을 회계이익에 더 정확하게 반영하여 중립적 재무보고를 통한 재무분석가의 이익예측가능성을 증대시키는 요인으로 작용한다고 해석할 수 있다.

기업의 CSR활동 수준에 따라 재무분석가 이익예측특성에 차이가 존재한다는 본 연구의 결과는 재무분석가에게 이익예측업무 수행시 기업의 CSR활동 수준을 고려해야할 필요가 있음을 의미한다. 아울러 투자자에게는 기업의 CSR활동이 재무분석가의 이익예측특성에 영향을 미치는 요인으로 작용하므로 투자자의사결정시 추가적인 주의를 기울일 필요가 있음을 시사한다.

주제어: 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility), 재무분석가, 이익예측정확성

1. 서론

본 연구는 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility, 이하 'CSR')활동을 상대적으로 많이 수행하는 기업과 그렇지 않은 기업간에 재무분석가가 이익예측정확성에 차이가 존재하는지를 살펴보는 것이 목적이다. 기업이 CSR활동을 적극적으로 수행할수록 자본시장에 보다 투명하고 신뢰성 있는 재무정보를 보고할 것이라 기대된다(Kim et al. 2012). 따라서 기업의 CSR활동의 수행정도에 따른 이러한 회계이익특성의 차이는 회계정보를 이용하여 기업의 미래성과를 예측하는 재무분석가의 이익예측치에 차이를 가져올 수 있다. 재무분석가가 이익예측치에 차이를 발생시키는 회계이익의 특성을 파악하는 것은 재무분석가로 하여금 기업의 CSR활동수준을 고려한 보다 정확한 이익예측치를 산출하게 할 수 있으며, 또한 정확도가 높은 이익예측치는 투자자들에게 유용한 정보가 될 수 있다는 점에서 의미가 있다.

국제표준화기구(International Organization for Standardization)는 2010년 11월에 투명한 지배구조, 인권존중 조직운영, 노동자를 배려하는 의사결정 및 조직운영, 환경보호를 위한 노력, 공정하고 투명한 조직운영, 소비자 존중 및 지역사회의 발전을 위한 공헌과 참여를 CSR활동에 대한 국제표준(ISO26000)으로 제정하였다. CSR활동은 공통적으로 법령 및 윤리를 준수하고 이해관계자들의 요구에 적절히 대응함으로써 사회의 발전에 기여하는 기업활동을 의미한다(Clarkson 1995; Paine 2002; Dahlsrud 2006 등).

기업이 회계이익을 공시하는 경우 재무분석가는 이익예측치를 수정하며, 회계이익의 공시로 재무분석가가 이익예측오차를 인지하게 되는 경우 이익예

측오차를 반영한 수정된 이익예측치를 산출한다는 결과를 보고하였다(Mendenhall 1991; Abarbanell and Bernard 1992; Imhoff 1992; 손성규 1995; 권수영 등 2011). 또한 재무분석가의 이익예측치는 예측치의 산출에 사용되는 회계이익의 특성에 따라 차이가 발생하며, 이익예측가능성이 높으면 예측편의가 작고, 상대적으로 정확한 이익예측치를 산출한다(Bricker et al. 1995; Das et al. 1998; Bradshaw et al. 2001; Duru and Reeb 2002; 정석우와 임태균 2005). 따라서 선행연구의 결과는 재무분석가가 기업이 공시하는 각종 회계정보를 이용하여 분석대상기업의 미래성과에 대한 이익예측치를 산출하는 회계정보이용자이며, 회계이익의 특성에 따라 재무분석가가 이익예측치에 차이가 발생함을 제시하였다.

CSR활동을 적극적으로 수행하는 기업은 스스로의 이익추구만을 위한 경영 및 회계정책을 선택하기 보다는 다양한 이해관계자를 고려한 중립적인 관점에서 기업의 경제적 실상을 상대적으로 잘 반영하는 회계이익을 공시할 가능성이 높다. Kim et al. (2012)의 연구에서는 CSR 수행정도가 상대적으로 높은 기업은 공격적 이익조정의 정도가 낮으므로 이러한 기업들이 자본시장에 보다 중립적인 재무정보를 제공한다고 주장하였다. 따라서 CSR활동의 수행수준에 따라 기업이 제공하는 회계이익의 특성에 차이가 발생하는 경우 재무분석가가 산출하는 이익예측치에 차이가 발생할 수 있다. 이에 본 연구는 기업의 CSR활동의 수행수준에 따라 회계이익의 특성에 차이가 있어 재무분석가의 이익예측정확성에 차이가 발생하는지를 분석한다.

분석을 위해 기업의 CSR활동의 수준은 2004년부터 2009년까지 경제정의연구소에서 '경제정의 기업상'의 시상에 사용한 한국기업의 사회적 성과평

가모형을 사용하여 산출된 경제정의지수(Korea Economic Justice Institute Index, 이하 'KEJI 지수')를 사용한다. CSR활동의 수행수준이 높은 기업과 그렇지 않은 기업을 구분하여 분석한 결과는 다음과 같다. 먼저 유가증권 시장에서 KEJI 지수를 공표하는 기업만을 대상으로 하여 CSR활동의 평가 점수를 CSR활동 수준으로 측정하여 분석한 경우, CSR활동의 수행수준이 높은 기업은 낮은 기업에 비해 유의하게 재무분석가 이익예측정확성이 높게 나타났다. 이러한 결과는 회계이익의 특성 관점에서 CSR활동의 수행수준이 높은 기업이 낮은 기업에 비해 상대적으로 이익예측가능성(predictability)이 높기 때문에 나타난 결과라고 해석할 수 있다. 또한, 유가증권 상장기업 중 KEJI 지수를 공표하는 기업과 그렇지 않은 기업으로 구분하여 CSR활동 수준을 측정하여 분석한 결과, KEJI 지수를 공표하는 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 재무분석가 이익예측정확성이 유의하게 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 재무분석가의 이익예측치에 영향을 미치는 기업특성변수를 통제한 후에도 일관되게 나타나, 기업의 CSR활동의 수행수준이 높은 경우 재무분석가의 이익예측치는 정확하다고 할 수 있다.

본 연구는 기업의 CSR활동의 수행수준에 따라 재무분석가 이익예측정확성에 차이가 존재한다는 결과를 제시함으로써 다음과 같은 차별점을 갖는다. 첫째, CSR활동을 적극적으로 수행하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 기업의 경제적 실상을 더 잘 반영하는 회계정보를 제공한다는 결과를 제시함으로써, 재무분석가가 CSR활동을 고려한 보다 정확한 이익예측치의 산출을 가능하게 한다. 즉, CSR활동의 수준이 낮은 기업은 CSR활동의 수준이 높은 기업에 비해 이익예측가능성이 낮으므로 재무분석가의 이익예측치가 부정확하다는 결과를 제시함으로써 재

무분석가가 이러한 기업에 대한 분석시 상대적으로 추가적인 노력의 투입을 유도할 수 있다. 둘째, 재무분석가가 분석대상 기업의 CSR활동 수행수준을 고려하여 보다 정확한 이익예측치를 산출한다면 재무분석가가 산출한 정보를 이용하는 정보이용자에게 유용할 수 있다. 셋째, 재무분석가가 산출한 예측정보를 이용하는 투자자들이 CSR활동의 수행수준에 따라 재무분석가의 이익예측정확성에 차이가 있음을 인지하는 경우 투자자들로 하여금 이러한 차이를 고려한 합리적인 의사결정을 할 수 있게 한다.

이하 본 연구의 구성은 다음과 같다. 제 I 장의 서론에 이어 제 II 장에서는 기업의 CSR활동과 관련한 선행연구의 검토를 바탕으로 본 연구의 가설을 설정한다. 제 III 장 연구방법에서는 가설의 검증을 위한 연구모형을 기술하며, 제 IV 장에서는 연구표본을, 제 V 장에서는 실증분석결과를 제시하고, 제 VI 장에서는 본 연구결과의 강건성을 위한 추가분석을, 마지막으로 제 VII 장에서는 결론을 기술한다.

II. 선행연구 및 연구가설

CSR활동은 정의하는 주체에 따라 다양하게 정의되지만 공통적으로 기업의 존속을 위한 이윤추구활동만을 수행하는 것이 아니라 법령 및 윤리를 준수하고 다양한 이해관계자들의 사회적 요구에 적절히 대응함으로써 사회의 발전에 기여하는 기업활동을 의미한다(Clarkson 1995; Paine 2002). Dahlsrud (2006)는 CSR활동에 대한 37개의 정의를 환경보호, 사회적 공헌, 경제발전에 대한 공헌, 이해관계자와의 상호교류, 그리고 법적요구사항 이상의 윤리적 가치의 준수로 구분하고, 다양한 정의가 5가지 범주

에 모두 포함된다고 주장하였다. 또한 2010년 11월 국제표준화기구(International Organization for Standardization)는 인류의 지속가능한 발전을 위해서는 기업뿐만이 아니라 정부 및 비영리단체 등 모든 조직이 사회적 책임활동을 수행하여야 한다는 전제 하에 사회적 책임활동에 대한 국제표준인 ISO26000을 제정하였다. 구체적으로 ISO26000은 투명한 조직의 지배구조, 인권을 존중하는 조직 운영, 노동자를 배려하는 의사결정 및 조직운영, 환경보호를 위한 노력, 공정하고 투명한 조직운영, 소비자 존중의 시행 및 지역사회의 발전을 위한 공헌과 참여를 준수사항으로 제시하였다. 따라서 CSR 활동을 적극적으로 수행하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 법령과 윤리를 상대적으로 잘 준수하고 이해관계자를 고려한 의사결정을 할 것이다. 즉, CSR활동을 적극적으로 수행하는 기업은 기업의 이익추구만을 위한 경영 및 회계정책을 선택하기 보다는 법령과 회계기준을 준수하면서 다양한 이해관계자를 고려한 중립적인 관점에서 기업의 경제적 실상을 상대적으로 잘 반영하는 회계이익을 공시할 가능성이 높다. 특히 Kim et al. (2012)의 연구에서는 CSR의 수행정도가 높은 기업일수록 재량적 발생액, 실제이익조정활동, GAAP 위배여부에 대한 SEC의 조사가능성이 낮아서 이익의 질이 상대적으로 높음을 실증하였다. 이는 CSR 수행정도가 높은 기업들이 자본시장에 보다 투명하고 중립적인 회계이익을 보고함을 의미한다.

Mendenhall(1991)과 Abarbanell and Bernard(1992)은 재무분석가들은 이익예측치의 산출에 최근 분기별 이익을 반영한다는 결과를 발견하였으며, Imhoff(1992)는 기업이 이익을 보고할 때 재무분석가가 이익예측치를 수정함을 발견하여 재무분석가가 이익예측치의 산출에 기업의 보고이익을 사용함

을 보고하였다. 또한 손성규(1995)는 기업의 이익 공시로 이익예측오차를 확인하는 경우 이익예측오차를 반영하여 이익예측치를 산출하며, 권수영 등(2011)은 재무분석가는 경영자의 이익예측정보를 반영하여 이익예측치를 수정한다는 결과를 보고하여 재무분석가가 기업이 공시하는 회계이익 등의 정보를 이용하고 있음을 알려준다.

선행연구에서는 재무분석가가 이익예측치의 산출에 사용하는 기업의 회계이익과 관련하여 회계이익의 특성에 따라 재무분석가의 이익예측치에 차이가 발생한다는 결과를 보고하였다. Bradshaw et al. (2001)은 회계이익에 포함되어 있는 발생액을 회계이익의 특성으로 보아 발생액이 많이 포함되어 있는 경우에는 그렇지 않은 경우에 비해 재무분석가의 이익예측정확성은 높다는 연구결과를 보고하였다. Bricker et al.(1995)은 재무분석가들이 지속적으로 발생하는 회계이익에 초점을 두어 이익예측치를 산출하며, 회계이익의 특성에 따라 이익의 예측가능성에 차이가 있음을 보고하였다. 회계이익의 예측가능성과 관련하여 Das et al.(1998)은 기업의 재무분석가는 경영자와의 관계를 원활하게 유지하여 보상과 경영자의 사적 정보를 얻기 위해 이익예측가능성이 낮은 경우 부정확하고 낙관적인 이익예측치를 산출함을 보고하였다. Duru and Reeb(2002)은 기업이 국제적으로 다각화된 경우 미래이익의 예측가능성이 하락하여 재무분석가의 이익예측치는 정확성이 낮다는 결과를 보고하였다. 국내의 경우 정석우와 임태균(2005)이 이익지속성을 회계이익의 특성으로 보아 초과이익지속성이 높은 경우 그렇지 않은 경우에 비해 재무분석가의 이익예측정확성은 높다는 결과를 보고하였다. 선행연구의 결과를 종합하면 기업의 회계이익의 특성과 관련하여 이익예측가능성이 높으면 재무분석가의 이익예측정확성은 높아

진다는 것이다.

이상의 내용을 근거로 한다면, 기업이 수행하는 CSR활동 수준이 높을수록 기업의 경제적 실상을 회계이익에 제대로 반영할 것이라 기대되며, 이러한 이익예측가능성의 기업간 차이는 재무분석가 이익예측정확성에 미치는 영향이 다를 것이라 기대된다. 따라서 KEJI 지수가 상대적으로 높은 기업에 대한 재무분석가의 이익예측치는 그렇지 않은 기업에 비해 이익예측정확성이 높을 것이라 예상된다. 이에 [연구가설 1-1]을 제시하면 다음과 같다.

연구가설 1-1: CSR활동의 수행수준이 양호하여 상대적으로 높은 KEJI 지수를 발표하는 기업일수록 회계이익의 예측가능성이 상대적으로 더 높으므로 재무분석가 이익예측정확성은 높을 것이다.

현행 경제정의연구소에서 발표하는 KEJI 지수는 유가증권시장에 상장된 200개 기업만을 대상으로 공표하므로 [연구가설 1-1]을 확장한다면, 기업이 만약 CSR활동을 수행하여 KEJI 지수를 공표한다면 상대적으로 그렇지 않은 기업에 비해 보고된 회계이익이 기업의 경제적 실상을 더 정확하게 반영한다고 할 수 있으며, 이에 따라 이러한 기업에 대한 재무분석가의 이익예측은 더 정확할 것이라 예상된다. 이에 [연구가설 1-2]를 제시하면 다음과 같다.

연구가설 1-2: CSR활동을 수행하여 KEJI 지수를 공표하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 회계이익의 예측가능

성이 상대적으로 더 높으므로 재무분석가 이익예측정확성은 높을 것이다.

III. 연구방법

3.1 연구모형의 설정

본 연구는 기업의 CSR활동의 수행수준이 재무분석가 이익예측정확성에 미치는 영향을 검증하는 것이 목적이다. 이에 연구모형에서 종속변수로 재무분석가 이익예측정확성 변수를 두고 주요 관심변수로 기업의 CSR활동의 수행수준을 측정하는 변수를 설정한다. 아울러 CSR활동을 하는 기업의 보고이익은 경제적 실상을 더 잘 반영하여 재무분석가의 이익예측가능성을 증대시킬 것이라 예상하였으므로 CSR활동 측정변수를 $t-1$ 기로, 재무분석가 이익예측 특성 변수를 t 기로 하여 1기간의 시차를 두고 분석한다.¹⁾ 본 연구의 연구모형을 제시하면 다음과 같다.

[연구모형 1-1]

$$\begin{aligned} \text{Forecast Accuracy}_t = & \phi_0 + \phi_1 \text{CSR_Score}_{t-1} \\ & + \phi_2 \text{SIZE}_t + \phi_3 \text{GROUP}_t + \phi_4 \text{LEV}_t + \phi_5 \text{ROE}_t \\ & + \phi_6 \text{LOSS_DUM}_t + \phi_7 \text{VOL}_t + \phi_8 \text{HOR}_t \\ & + \text{Industry \& Year Dummy} + \theta \end{aligned} \quad (1)$$

[연구모형 1-2]

$$\begin{aligned} \text{Forecast Accuracy}_t = & \phi_0 + \phi_1 \text{CSR_D}_{t-1} \\ & + \phi_2 \text{SIZE}_t + \phi_3 \text{GROUP}_t + \phi_4 \text{LEV}_t + \phi_5 \text{ROE}_t \end{aligned}$$

1) 이는 재무분석가가 당기 회계이익예측시 전기 회계정보를 근거로 예측업무를 수행한다고 보는 것이 타당하기 때문이다.

$$\begin{aligned} & \phi_6 \text{LOSS_DUM}_t + \phi_7 \text{VOL}_t + \phi_8 \text{HOR}_t \\ & + \text{Industry \& Year Dummy} + \theta \end{aligned} \quad (2)$$

여기서,

Forecast Accuracy_t: 재무분석가의 연간 주당순이익 예측정확도로써, [(재무분석가 연간 주당순이익 이익 예측치 - 실제 주당순이익) ÷ (예측연도 종료 후 3월 말의 주식가치)]를 절대 값으로 측정.

CSR_Score_{t-1}: 직전기 CSR활동의 수행수준 정도인 평가점수의 양의 제곱근 값.

CSR_D_{t-1}: 직전에 CSR활동을 수행하여 KEJI 지수를 공표한 기업인 경우 '1', 그렇지 않은 경우 '0'의 값을 가지는 더미변수.

SIZE_t: 자산총액의 자연로그.

GROUP_t: 기업집단에 소속되는 기업인 경우 '1' 그렇지 않은 경우 '0'인 더미변수.

LEV_t: 부채비율로서 총 부채 대비 총 자산의 비율.

ROE_t: 자기자본이익률로서 당기순이익 대비 자기자본의 비율.

LOSS_DUM_t: 당기순손실 보고기업의 경우 '1' 그렇지 않은 경우 '0'인 더미변수.

VOL_t: 일별 주주수익률의 표준편차.

HOR_t: 재무분석가 이익예측일로부터 익년 3월말까지의 일수.

Industry & Year Dummy: 산업과 연도의 고정효과를 통제하기 위하여, 산업은 한국표준산업분류기준으로 구분하였으며, 연도는 표본기간연도를 대상으로 하여 관측치가 해당 산업과 연도에 각각 해당하는 경우 '1', 그렇지 않은 경우 '0'의 값을 부여함.

[연구모형 1-1]은 직전에 CSR활동을 수행하여 KEJI 지수를 공표한 기업만을 대상으로 하여, 전기 CSR 평가점수(*CSR_Score_{t-1}*)가 높은 기업일수록 회계정보의 이익예측가능성이 높아서 당기 재무분석가 이익예측정확성(*Forecast Accuracy_t*)이 높을 것이라 예상한다. 왜냐하면 CSR을 수행하는 기업일수록 자본시장에 더 투명하고 중립적인 회계이익

을 보고하므로(Kim et al. 2012) 중립적인 회계이익은 재무분석가에게 예측업무의 복잡성을 떨어뜨려 이익예측가능성을 높이는 역할을 할 것라 기대되기 때문이다. [연구모형 1-2]는 직전에 기업이 CSR 활동을 수행하여 KEJI 지수를 공표하였는지 여부(*CSR_D_{t-1}*)를 주요 관심변수로 설정하였으며, 전기에 KEJI 지수를 공표하였다면 회계이익의 예측가능성이 높아서 당기 재무분석가 이익예측정확성(*Forecast Accuracy_t*)은 더 높아질 것이라 기대한다.

3.2 변수 설명

3.2.1 이익예측정확성의 측정

본 연구는 기업의 CSR활동의 수행수준에 따른 회계이익 특성의 차이로 재무분석가 이익예측정확성에 차이가 나타나지지를 분석한다. 재무분석가 이익예측정확성은 재무분석가 연간 주당순이익 예측치에서 실제 주당순이익을 차감한 값을 예측연도 종료 후 3월 말의 주식가치로 나눈 식 (3)을 사용하여 산출하였다(정석우 2003; 고유경 등 2010).

$$\begin{aligned} & \text{이익예측정확성(Forecast Accuracy)} = \\ & \frac{|\text{재무분석가 연간 주당순이익예측치} \\ & \quad - \text{실제 주당순이익}|}{\text{예측연도 종료 후 3월 말의 주식가치}} \end{aligned} \quad (3)$$

식 (3)의 이익예측정확성은 값이 '0'에 가까울수록 재무분석가의 이익예측치는 실제이익에 가까워지므로 재무분석가 이익예측의 정확성이 높다고 할 수 있다.

3.2.2 CSR활동의 수행수준의 측정

(사)경제실련 산하 경제정의연구소에서는 1991년부터 '경제정의 기업상'을 시상하고 있으며, 시상의 근거로 KEJI 지수를 사용하고 있다. KEJI 지수는 기업의 윤리경영 및 사회적 책임에 대해 소비자의 측면에서 사업보고서 및 보도자료 등을 이용한 정량평가와 설문 등을 통한 정성평가를 통해 산출되며, <표 1>은 평가항목을 요약하여 제시한 것이다. KEJI 지수의 평가항목을 살펴보면 크게 총 7개로 소유 및 자본조달의 건전성(25점), 공정거래 및 대규모집단에 관한 공정성(15점), 사회봉사 및 기여(10점), 소비자보호(10점), 환경보호(15점), 교육훈련 및 임금·복지후생 등의 종업원만족도(15점), 연구개발투자 및 경제기여 등의 경제발전 기여도(10점)이며 세부적으로 정량평가와 정성평가로 구분되어 있다. KEJI 지수의 평가항목은 환경보호, 사회적 공헌, 경제발전에 대한 공헌, 이해관계자와의 상호교류 및 법적요구사항 이상의 윤리적 가치의 준수 등으로 구분한 Dahlsrud(2006)의 CSR활동 구분과 유사하다. 또한 KEJI 지수의 평가항목은 국제표준화기구의 ISO26000에서 CSR활동에 대한 준수사항으로 제정한 투명한 지배구조, 인권 및 노동자 존중 그리고 공정·투명한 조직운영, 환경보호, 소비자 존중, 사회발전을 위한 공헌과 참여와 CSR활동에 대한 평가항목과 유사하다. 이에 본 연구에서는 CSR활동의 수행수준을 측정하기 위한 대응치로 ① KEJI 지수의 평가결과, ②기업이 KEJI 지수를 발표하는지 여부를 사용한다.

KEJI 지수는 유가증권상장기업 중 금융업, 뮤추

얼펀드 및 REITs를 제외한 기업²⁾을 대상으로 4개의 산업으로 구분³⁾하여 정량평가결과가 전체 상위 10%, 업종별 상위 20%인 기업에 대해 정성평가를 위한 설문조사를 실시하고, 상위평가 200개 기업에 대해서만 순위를 제공한다. 이에 본 연구는 KEJI 지수에 포함된 기업들의 CSR활동의 수행수준 정도인 평가점수에 따라서 회계이익특성의 차이가 있어 재무분석가의 이익예측정확성에 차이가 발생하는지를 분석하였다. 아울러 KEJI 지수의 발표순위에 포함된 기업들을 CSR활동의 수행수준이 상대적으로 높은 기업으로 분류하고, 포함되지 않은 기업들 CSR활동의 수행수준이 낮은 기업으로 구분하여 분석하였다.

3.2.3 기타 통제변수

기업의 CSR활동 수준이 재무분석가 이익예측치에 미치는 영향을 파악하기 위해 회귀 모형에서 추가로 재무분석가 이익예측정확성에 영향을 미치는 관련 변수를 통제한다. 우선 SIZE(기업규모)는 연도말 자산총액에 자연로그를 취한 값으로서, 기업규모가 클수록 정보환경이 양호하여 정보비대칭이 감소하므로 재무분석가의 이익예측정확성은 더 높아질 것이다(Bhushan 1989; Lang and Lundholm 1996 등). 기업집단(GROUP)에 소속된 회사는 기업집단 소속 내부회사간의 거래, 상호지급보증 등 기업집단 자체의 속성으로 인해 정보불균형이 높다고 할 수 있으며, 따라서 재무분석가의 이익예측치는 부정확한 예측을 할 가능성이 높다(정석우 2003). 부채비율(LEV)은 경영자의 이익조정 행위에 영향

2) 3개년 순이익 적자기업, 자본감식기업, 이자보상배율 1미만 기업, 합병기업, 결산기변경 기업, 신규상장기업, 관리 및 자료미제출 기업도 평가대상기업에서 제외되었다.

3) 4개의 산업은 ①식약·섬유·제지업, ②금융·비금융·화학업, ③전기전자·기계업, ④비제조·서비스업이다.

〈표 1〉 KEJI 지수의 평가항목 요약

항목 (평가비율)	평가항목 (세부평가항목)	배점	
		정량	정성
건전성 (25%)	주주구성 건전성(내부지분율, 전문경영인정도, 경영세습상태)	7	5
	투자지출 건전성(집대·기밀비 등 소비성지출)	3	-
	자본조달 건전성(위험성, 관계사출자 및 지급보증)	10	-
	고려지표(분식회계, 탈세 및 세금추징의 경우 감점)	-3	-
공정성 (15%)	공정성(공정거래위반, 대규모기업집단지정여부 등 경제력집중)	3	2
	투명성(불성실공시 및 사업보고서의 적정성, 사외이사활동성 정도)	8	0
	협력관계(자금 및 기술지원, 납품대금지불관행 개선)	-	2
	고려지표(언론사 및 금융기관의 지분보유, 중소기업고유업종 침해시 감점)	-	-2
사회봉사 기여도 (10%)	소외계층보호(장애인 및 여성고용비율, 장애인 및 여성고용지원)	4	2
	사회공헌(기부금, 종업원자원봉사 및 시민·사회단체 지원)	3	1
소비자보호 만족도 (10%)	소비자권리보호 (서비스품질우수기업 인증, 고객만족투자비율, 고객만족관련 수상)	2	3
	품질관련인증	3	-
	광고비 과다지출개선	2	-
환경보호 만족도 (15%)	환경개선노력(환경회계공시, 에너지효율, 환경투자)	4	3
	환경친화성(환경관련 인증 및 수상)	3	-
	위반 및 오염실적(오염실태, 환경위반실적)	3	2
종업원 만족도 (15%)	작업장보건, 안전인증 및 수상	2	-
	인적자원투자(교육훈련비 및 교육훈련비 증가율)	4	-
	임금 및 복리후생	4	-
	노사관계 (노사협의회 및 노사관계개선 프로그램 운영여부, 노사분규발생여부)	-	2
	남녀고용평등 (남녀고용평등법준수, 대리직급이상 여직원 수, 여성 최고직급)	-	3
	고려지표(노사협력 우수인증, 종업원지주제도), 추가부여 가능	[1]	[1]
경제발전 기여도 (10%)	연구개발노력(연구개발지출, 특허 및 장영실상 수상)	3	-
	경영성과 및 경제기여(수익성, 성장성, 설비투자, 고용인력 증가율, 조세납부, 배당 성향, 노동생산성증가율, 수출기여도)	7	-

(출처: 경실련 (사)경제정의연구소 제19회 KEJI 시상자료집)

을 미치는데, 부채비율이 높을수록 경영자가 회계수치를 조정할 가능성이 높기 때문에 재무분석가의 이익예측치가 틀릴 가능성이 높다(정석우 2003; 안윤영 등 2006). 따라서 재무분석가의 이익예측치는 부채비율이 높을수록 부정확한 예측이 될 것이라 기

대된다. 자기자본이익률(ROE)은 수익성 측정 변수로서 수익성이 높은 기업에 대한 재무분석가의 예측이 틀릴 경우 재무분석가가 입을 명성의 손상이 상대적으로 클 것이라 기대되므로, 자기자본이익률(ROE)이 높을수록 재무분석가의 이익예측치는 정

확할 것이라 예상된다(정석우 2003). 또한 기업이 이익을 보고했을 때의 정보효과는 손실을 보고했을 때의 정보효과에 비해 다르며(Hyan 1995), 손실 보고기업은 그렇지 않은 기업에 비해 재무분석가 이익예측오차가 더 클 것이라 기대되므로(Das 1998), 적자회사인 경우(LOSS_DUM=1) 재무분석가의 이익예측치는 부정확할 것이라 예상된다. 주가변동성(VOL)이 큰 기업일수록 미래이익의 변동가능성이 높기 때문에 재무분석가의 예측업무는 어려워질 것이고 이에 재무분석가의 이익예측치는 부정확할 것이라 예상된다(이윤원과 정우성 1993; 정석우 2003; 안윤영 등 2006). 예측시점(HOR)은 재무분석가 이익예측시점이 기업의 재무제표 발표시점에 가까울수록 기업의 이익정보가 재무분석가 이익예측치에 반영되어 있을 가능성이 높으므로 이러한 시점의 우위에 따른 영향을 통제하기 위함이며, 예측시점(HOR)이 길수록 재무분석가 이익예측치는 부정확할 것이라 기대된다(고유경 등 2010; 정석우 등 2012).

IV. 표본의 선정

4.1 표본선정 기준 및 표본현황

본 연구는 2004년부터 2010년까지의 유가증권 상장법인을 대상으로 하였으며 재무 및 주가자료는 Kis-Value Library 및 상장사협의회 TS-2000에서, 재무분석가 이익예측치는 Fn-Guide에서 추

출하였으며 세부적인 표본추출 기준은 다음과 같다.

- (1) Kis-Value Library 및 TS-2000 상 회계 및 주가 정보가 존재하는 기업
- (2) Fn-Guide 상 재무분석가 이익예측치가 존재하는 기업
- (3) 2004년부터 2009년 사이 KEJI 지수를 발표한 기업⁴⁾
- (4) 비금융업에 속하고 결산월이 12월인 기업

본 연구는 2004년부터 2009년까지의 KEJI 지수를 근거로 하였으므로 연구모형에서 언급된 종속변수와 주요 관심 변수들 간의 한 기간 시차를 고려한다면, 조건 (1)의 기타 재무변수의 측정기간 및 조건 (2)의 재무분석가 이익예측치는 2005년부터 2010년까지를 대상기간으로 한다. 아울러 표본 내에서의 비교가능성을 제고하기 위해서 조건 (4)와 같이 금융업 및 12월 이외의 결산법인을 제외한다. 추가로 본 연구에서 사용된 변수들의 이상치를 통제하기 위하여 자연로그로 표준화한 변수와 더미변수를 제외한 연속변수는 상·하위 1% 수준에서 조정(winsorization)하였다. 이상의 조건을 모두 충족하는 재무분석가 이익예측치는 최종 144,536개이며, <표 2>는 위의 조건을 만족하는 본 연구의 표본 현황을 나타낸다.

<표 2>의 [Panel A]는 표본기간 동안 표본선정기준을 적용한 결과 연도별 표본의 분포현황을 나타낸다. 총 144,536개의 표본 중 KEJI 지수를 발표하지 않은(CSR 활동을 수행하지 않은) 기업에 대한 예측치가 65,604개(약 45%), KEJI 지수를 발표

4) 본 연구에서 사용한 KEJI 지수 데이터는 경실련에서 인터넷으로 게시한 '경제정의기업상 사상자료집'을 근거로 수집하였다(http://www.ccej.or.kr/index.php?mid=brd_org_1_3). '경제정의기업상 사상자료집'의 인터넷 조사가 2004년부터 가능하였으므로 본 연구의 표본기간이 2004년부터 시작한다.

〈표 2〉 표본 현황

[Panel A] : 연도별 이익예측치 분포

연도	비 CSR 기업 (CSR_D=0)	CSR 기업 (CSR_D=1)	합계 [%]
	소계 [%]	소계 [%]	
2005	14,997 [10.38%]	21,515 [14.89%]	36,512 [25.26%]
2006	15,950 [11.04%]	16,496 [11.41%]	32,446 [22.45%]
2007	8,308 [5.75%]	9,060 [6.27%]	17,368 [12.02%]
2008	8,066 [5.58%]	9,929 [6.87%]	17,995 [12.45%]
2009	9,376 [6.49%]	11,274 [7.80%]	20,650 [14.29%]
2010	8,907 [6.16%]	10,658 [7.37%]	19,565 [13.54%]
Total	65,604 [45.39%]	78,932 [54.61%]	144,536 [100.00%]

[Panel B] : 산업별 이익예측치 분포

업종 (대분류)	비 CSR 기업	CSR 기업	합계
제조업	32,643 [22.58%]	54,273 [37.55%]	86,916 [61.13%]
전기, 가스, 증기 및 수도사업	2,266 [1.57%]	1,247 [0.86%]	3,513 [2.43%]
건설업	2,022 [1.40%]	6,770 [4.68%]	8,792 [6.08%]
도매 및 소매업	4,408 [3.05%]	5,251 [3.63%]	9,659 [6.68%]
운수업	3,137 [2.17%]	1,347 [0.93%]	4,484 [3.10%]
출판, 방송통신 및 정보서비스업	8,486 [5.87%]	4,022 [2.78%]	12,508 [8.66%]
전문 과학 및 기술서비스업	11,429 [7.91%]	4,500 [3.11%]	15,929 [11.02%]
사업시설관리 및 사업지원서비스업	29 [0.02%]	679 [0.47%]	708 [0.49%]
교육서비스업	474 [0.33%]	179 [0.12%]	653 [0.45%]
예술, 스포츠 및 여가서비스업	710 [0.49%]	664 [0.46%]	1,374 [0.95%]
계	65,604	78,932	144,536
%	45.39%	54.61%	[100%]

한(CSR 활동을 수행한) 기업에 대한 예측치가 78,932개(약 55%)로 나타났으며, 연도별 표본의 비율은 2005년과 2006년이 각각 약 25%, 22%의 비중을 나타내었으며, 2007년 이후에는 약 12%~14% 정도의 분포를 나타내었다.⁵⁾ [Panel B]는 본 연구의 산업별 표본분포가 제조업(약 61%), 전문 과학 및 기술서비스업(약 11%)의 순으로 구성됨을 제시한다.

V. 실증분석결과

5.1 주요 변수의 기술통계

다음으로 <표 3>에서는 본 연구에 사용된 주요 변수들에 대한 기술통계 결과를 제시한다.

<표 3>에서 재무분석가의 이익예측정확성(Accuracy)의 평균(중위수) 값은 CSR 활동을 하는 기업표본(CSR sample)에서는 0.033(0.017)로 나타났으며, 전체표본(Full sample)에서는 0.037(0.019)로 나타났다. CSR 활동을 하는 기업의 CSR 점수(CSR Score)의 평균(중위수)은 6.998(6.973)로 나타났으며, 전체표본에서 CSR을 하는 기업에 대한 이익예측치(CSR_D)는 약 54.6%로 나타났다. <표 4>에서는 본 연구의 표본을 CSR 활동을 하는 기업과 그렇지 않은 기업으로 양분하여, CSR 활동 여부에 따른 주요 변수간의 차이분석을 제시하였다. 재무분석가 이익예측정확성(Accuracy)의 평균(중

위수) 값은 CSR활동을 하는 기업의 경우(CSR_D=1) 0.033(0.017)이며, CSR활동을 하지 않는 기업의 경우(CSR_D=0) 0.042(0.022)로 나타났으며, 양자간 차이는 각각 1% 수준에서 유의함을 나타내었다. 따라서 CSR 활동을 하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 재무분석가의 이익예측치가 정확하다고 할 수 있다. 기타 통제변수들간의 차이분석 결과, CSR활동을 하는 기업(CSR_D=1)이 그렇지 않은 기업(CSR_D=0)보다 상대적으로 기업규모(SIZE)가 더 크며, 기업집단 소속(GROUP)이 더 많으며, 부채비율(LEV)이 낮으며, 수익성(ROE)이 더 높으며, 손실보고기업(LOSS_DUM)이 더 작으며, 추가변동성(VOL)이 더 낮으며, 예측기간(HOR)이 더 긴 것으로 나타났다.

5.2 상관관계

다음으로 <표 5>는 본 연구의 연구모형에 포함된 주요 변수들에 대한 피어슨 상관관계를 제시하였다. 우선 [Panel A]는 CSR활동을 하는 기업만 대상으로 하여 주요 변수들간의 상관관계를 분석한 결과이며, [Panel B]는 CSR활동을 하여 KEJI 지수를 공표하는 기업과 그렇지 않은 기업이 포함된 확장 표본을 대상으로 상관관계를 분석한 결과이다. [Panel A]에서 재무분석가 이익예측정확성(Accuracy)은 [연구모형 1-1]의 주요 관심변수인 KEJI점수(CSR Score)와 -0.161의 유의한 음(-)의 상관을 나타내어, KEJI지수를 공표하는 기업 중 상대적으로 높은 평가를 받는 기업에 대한 재무분석가의 이

5) 2005년과 2006년의 재무분석가 이익예측치의 수가 상대적으로 다른 표본연도에 비해 많은 것과 관련하여 Fn-Guide 상 2005년부터 2010년까지의 모든 재무분석가 이익예측치를 근거로 원인을 파악해본 결과, 2005년과 2006년이 다른 표본기간에 비해 특히 재무분석가 이익예측치의 수가 상대적으로 많은 것으로 확인되었다. 즉, 2005년과 2006년의 이익예측치의 비중이 각각 26%, 23%로 나타났으며, 2007년부터 2010년까지는 약 11%~13%로 나타나 본 연구의 표본과 유사한 연도별 분포를 나타내었다. 따라서 연도별 표본분포를 근거로 우려할 수 있는 표본선정 과정상의 오류 존재 가능성은 낮다고 판단된다.

〈표 3〉 주요변수의 기술통계

Variable	CSR sample (N= 78,932)					Full sample (N= 144,536)				
	Mean	Median	Std	Min	Max	Mean	Median	Std	Min	Max
Accuracy	0.033	0.017	0.042	0.000	0.173	0.037	0.019	0.045	0.000	0.173
CSR_Score	7.001	6.973	1.703	6.620	7.560	-	-	-	-	-
CSR_Raw	49.021	48.618	2.901	43.830	57.150					
CSR_D	-	-	-	-	-	0.546	1.000	0.497	0.000	1.000
SIZE	28.751	28.731	1.496	25.021	32.305	28.655	27.728	1.517	24.279	32.305
GROUP	0.719	1.000	0.449	0.000	1.000	0.701	1.000	0.457	0.000	1.000
LEV	0.441	0.458	0.174	0.094	0.828	0.448	0.457	0.173	0.094	0.828
ROE	0.142	0.144	0.096	-0.235	0.477	0.131	0.130	0.108	-0.235	0.477
LOSS_DUM	0.043	0.000	0.202	0.000	1.000	0.063	0.000	0.243	0.000	1.000
VOL	0.427	0.410	0.128	0.111	0.878	0.438	0.421	0.129	0.000	0.878
HOR	4.927	5.204	0.895	0.000	5.880	4.921	5.198	0.897	0.000	5.880

여기서, *Accuracy* = 재무분석가 이익예측정확성으로서 재무분석가 이익예측치를 실제이익으로 차감한 후 익년 3월말의 주식이치로 규모조정된 값의 절대값, *CSR_Score* = KEJI 평가점수의 양의 제곱근 값⁶⁾, *CSR_Raw* = KEJI 평가점수의 원래 값, *CSR_D* = 특정기업이 당해연도에 KEJI 지수를 발표하여 CSR 활동을 한다고 간주되는 경우 '1', 그렇지 않은 경우 '0'인 더미변수, *SIZE* = 자산총계의 자연로그 값, *GROUP* = 해당기업이 기업집단에 속하면 '1', 그렇지 않은 경우 '0'인 더미변수, *LEV* = (부채총계÷자산총계)로 측정된 부채비율, *ROE* = 자기자본 이익률, *LOSS_DUM* = 당기 손실보고 기업인 경우 '1' 그렇지 않은 경우 '0'인 더미변수, *VOL* = 추가변동성으로서 해당 주식의 일별수익률의 표준편차를 규모조정된 변수, *HOR* = 재무분석가 이익예측일로부터 익년 3월말까지의 일수를 규모조정된 변수.

〈표 4〉 CSR 여부에 따른 주요 변수에 대한 단일변량분석

Variable	Mean Difference			Median Difference		
	CSR_D=0 (A) (N=65,604)	CSR_D=1 (B) (N=78,932)	Mean-Diff. t((B)-(A))	CSR_D=0 (A) (N=65,604)	CSR_D=1 (B) (N=78,932)	Median-Diff. z((B)-(A))
Accuracy	0.042	0.033	-0.009***	0.022	0.017	-0.005**
SIZE	28.538	28.751	0.213***	28.684	28.731	0.047***
GROUP	0.681	0.719	0.038***	1.000	1.000	0.000***
LEV	0.458	0.441	-0.017***	0.456	0.458	0.002***
ROE	0.118	0.142	0.024***	0.111	0.144	0.033***
LOSS_DUM	0.087	0.043	-0.044***	0.000	0.000	0.000***
VOL	0.452	0.427	-0.025***	0.434	0.410	-0.024***
HOR	4.913	4.927	0.014***	5.192	5.204	0.012**

(주) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미하며, 주요 변수들에 대한 설명은 〈표 3〉 참조.

6) KEJI 평가점수를 양의 제곱근 값으로 사용한 이유는 독립변수인 KEJI 평가점수와 종속변수인 이익예측정확성(Accuracy)간의 절대적인 수치차이로 인한 회귀계수의 과소 측정가능성을 줄이기 위함이다.

〈표 5〉 주요 변수 간 상관관계(괄호안은 양측검정 p-value)

[Panel A: CSR 표본]

Pearson Correlation (CSR sample, N=78,932)								
Var.	② CSR SCORE	③ SIZE	④ GROUP	⑤ LEV	⑥ ROE	⑦ LOSS DUM	⑧ VOL	⑨ HOR
① Accuracy	-0.161 (0.000)	-0.012 (0.000)	0.040 (0.000)	0.186 (0.000)	-0.302 (0.000)	0.435 (0.000)	0.256 (0.000)	0.162 (0.000)
② CSR Score		0.355 (0.000)	0.244 (0.000)	-0.231 (0.000)	0.142 (0.000)	-0.046 (0.000)	-0.285 (0.000)	0.001 (0.812)
③ SIZE			0.589 (0.000)	0.235 (0.000)	0.129 (0.000)	-0.053 (0.000)	-0.071 (0.000)	-0.001 (0.800)
④ GROUP				0.285 (0.000)	0.042 (0.000)	-0.012 (0.000)	0.010 (0.000)	-0.009 (0.000)
⑤ LEV					0.006 (0.018)	0.141 (0.000)	0.324 (0.000)	-0.019 (0.000)
⑥ ROE						-0.500 (0.000)	-0.110 (0.000)	-0.006 (0.062)
⑦ LOSS_DUM							0.240 (0.000)	0.001 (0.781)
⑧ VOL								-0.014 (0.000)

[Panel B: 확장 표본]

Pearson Correlation (Full sample, N=144,536)								
Var.	② CSR D	③ SIZE	④ GROUP	⑤ LEV	⑥ ROE	⑦ LOSS DUM	⑧ VOL	⑨ HOR
① Accuracy	-0.089 (0.000)	-0.202 (0.000)	-0.002 (0.481)	0.195 (0.052)	-0.318 (0.000)	0.443 (0.012)	0.246 (0.000)	0.184 (0.000)
② CSR_D		0.069 (0.000)	0.041 (0.000)	-0.051 (0.000)	0.111 (0.000)	-0.090 (0.000)	-0.101 (0.000)	0.007 (0.000)
③ SIZE			0.625 (0.000)	0.251 (0.000)	0.019 (0.000)	0.006 (0.011)	-0.140 (0.000)	0.002 (0.434)
④ GROUP				0.306 (0.000)	-0.036 (0.000)	-0.016 (0.000)	-0.044 (0.000)	0.002 (0.281)
⑤ LEV					-0.116 (0.000)	0.157 (0.000)	0.233 (0.000)	-0.017 (0.000)
⑥ ROE						-0.541 (0.000)	-0.076 (0.000)	-0.001 (0.484)
⑦ LOSS_DUM							0.162 (0.000)	0.005 (0.023)
⑧ VOL								-0.020 (0.000)

(주) 주요 변수들에 대한 설명은 〈표 3〉 참조.

익예측치가 더 정확하다고 할 수 있다. [Panel B]에서 재무분석가 이익예측정확성(Accuracy)은 [연구모형 1-2]의 주요 관심변수인 CSR활동 여부(CSR_D)와 -0.089의 유의한 음(-)의 상관을 나타내어, CSR활동을 하여 KEJI 지수를 공표하는 기업이 더 재무분석가의 이익예측치가 정확함을 알 수 있다. 기타 통제변수들간의 상관관계는 [Panel A]와 [Panel B]에서 SIZE와 GROUP 간에 0.589, 0.625의 유의한 양(+)의 상관관계가, LOSS_DUM과 ROE 간에 -0.500과 -0.541의 유의한 음(-)의 상관관계가 관찰되었으나 다중공선성(multicollinearity) 문제를 유발할 정도의 높은 상관은 아닐 수 있다.⁷⁾ 참고로 이후의 회귀분석결과에서는 다중공선성과 관련하여 최대 분산팽창계수(VIF)를 보고하였으며 최대 분산팽창계수가 3을 넘지 않았으므로 다중공선성으로 인한 회귀분석 결과의 왜곡가능성은 낮은 것으로 판단된다.⁸⁾

5.3 실증분석결과

본 절에서는 제Ⅱ장에서 설정된 연구 가설들을 검증하기 위한 다변량 회귀분석결과를 제시한다.

[Panel A]는 [연구모형 1-1]를 검증한 결과로서, CSR활동을 수행하여 KEJI 지수를 공표하는 기업만 대상으로, KEJI 지수가 높을수록 기업의 CSR활동 수준이 높으므로 이에 따라 재무분석가의 이익예측치가 더 정확함을 검증한 결과이다. 직전기 CSR 평가점수(CSR_Score_{t-1})와 당기의 재무분석가 이익예측정확성(Accuracy_t)과는 -0.026 (t=

-35.03)으로 1% 수준에서 유의한 음(-)의 계수 값이 확인되어, 직전기에 CSR 활동을 하여 KEJI 점수가 높은 기업일수록 차기연도에 재무분석가의 이익예측치가 정확하다고 할 수 있다. 이는 CSR활동을 수행하더라도 상대적으로 CSR활동 수준이 높고 평가되는 기업일수록 경제적 실상을 회계이익에 더 정확하게 반영하므로 재무분석가의 이익예측가능성이 증대되었기 때문이라 해석할 수 있으며, 결국 본 연구의 [연구가설 1-1]이 지지됨을 알 수 있다. 기타 통제변수들의 분석결과는 대체로 예상된 방향으로 유의성을 나타내었다. 다음으로 [Panel B]는 [연구모형 1-2]의 실증결과이다.

〈표 6〉의 [Panel B]는 [연구모형 1-2]를 검증한 결과로서 CSR활동을 수행하여 KEJI 지수를 공표하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 재무분석가의 이익예측치가 더 정확함을 검증한 결과이다. 전기 CSR활동 여부(CSR_D_{t-1})와 당기의 재무분석가 이익예측정확성(Accuracy_t)과는 -0.003(t=-14.46)으로 1% 수준에서 유의한 음(-)의 계수 값을 나타내었다. 즉, 직전기에 CSR활동을 수행하여 KEJI 지수를 발표한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 재무분석가의 이익예측치가 더 정확하다고 해석된다. 이는 결국 CSR활동을 수행하는 기업은 기업의 경제적 실상을 회계이익에 더 정확하게 반영하므로 재무분석가의 이익예측가능성이 증대되었기 때문이라 해석할 수 있으며, 결국 본 연구의 [연구가설 1-2]가 지지됨을 알 수 있다. 기타 통제변수들의 분석결과는 대체로 예상된 방향으로 유의성을 나타내었다.

7) 다중공선성으로 인한 결과의 왜곡가능성을 검증하기 위해 상대적으로 상관관계가 높게 나타난 SIZE, GROUP, ROE, LOSS_DUM 변수에 대해서 변수를 하나씩 제거 및 추가하여 다중회귀분석을 수행해 보았으나 결과는 다르지 않았다.

8) 일반적으로 회귀분석시 분산팽창요인(Variance Inflation Factor: VIF) 값이 10을 상회하면 다중공선성(multicollinearity) 문제가 심각한 것으로 판단한다.

〈표 6〉 회귀분석 결과

[Panel A: 연구모형 1-1]

$$\text{Forecast Accuracy}_t = \phi_0 + \phi_1 \text{CSR_Score}_{t-1} + \phi_2 \text{SIZE}_t + \phi_3 \text{GROUP}_t + \phi_4 \text{LEV}_t + \phi_5 \text{ROE}_t \\ + \phi_6 \text{LOSS_DUM}_t + \phi_7 \text{VOL}_t + \phi_8 \text{HOR}_t + \text{Industry_Dummy} + \text{Year_Dummy} + \theta \quad (1)$$

Independent variable	Predicted sign	Dependent Variable = Accuracy _t	
		Estimate	t-value
Intercept	N/A	0.252***	46.71
CSR_Score _{t-1}	-	-0.026***	-35.03
SIZE _t	-	-0.004***	-33.06
GROUP _t	+	0.004***	45.40
LEV _t	+	0.002***	11.16
ROE _t	-	-0.036***	-23.40
LOSS_DUM _t	+	0.059***	87.34
VOL _t	+	0.027***	19.96
HOR _t	+	0.007***	60.10
Adj. R ²		31.98%	
F-value		1,428.04***	
# of samples		78,932	
Industry & Year		fixed	
Max VIF		2.59	

(주) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 양측검정 기준으로 유의함을 의미하며, 주요 변수들에 대한 설명은 〈표 3〉 참조.

[Panel B: 연구모형 1-2]

$$\text{Forecast Accuracy}_t = \phi_0 + \phi_1 \text{CSR_D}_{t-1} + \phi_2 \text{SIZE}_t + \phi_3 \text{GROUP}_t + \phi_4 \text{LEV}_t + \phi_5 \text{ROE}_t \\ + \phi_6 \text{LOSS_DUM}_t + \phi_7 \text{VOL}_t + \phi_8 \text{HOR}_t + \text{Industry_Dummy} + \text{Year_Dummy} + \theta \quad (2)$$

Independent variable	Predicted sign	Dependent Variable = Accuracy _t	
		Estimate	t-value
Intercept	N/A	-0.049***	-16.33
CSR_D _{t-1}	-	-0.003***	-14.46
SIZE _t	-	-0.001**	-2.14
GROUP _t	+	0.001	0.48
LEV _t	+	0.002***	31.45
ROE _t	-	-0.046***	-40.65
LOSS_DUM _t	+	0.060***	120.66
VOL _t	+	0.065***	58.14
HOR _t	+	0.009***	88.06
Adj. R ²		31.65%	
F-value		2,390.90***	
# of samples		144,536	
Industry & Year		fixed	
Max VIF		2.15	

(주) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 양측검정 기준으로 유의함을 의미하며, 주요 변수들에 대한 설명은 〈표 3〉 참조.

VI. 추가분석

6.1 이익예측정확성 지표의 대체 측정

본 연구에서는 재무분석가 이익예측치의 정확성을 재무분석가 주당이익예측치에서 실제 주당이익을 차감한 절대값을 익년도 3월말의 주가가치로 규모조정된 수치를 사용하였다(고유경 등 2010). 그러나 많은 선행연구에서는 규모조정된 대응치로 실제이익을 사용한 바 있다(정석우 2003). 따라서 본 추가분석에서는 측정치의 외적타당성 확보를 위하여 실제주당순이익을 규모조정치로 사용한 재무분석가 이익예측정확성을 재측정하여 분석한 결과를 제시한다. 구체적으로 이익예측정확성⁷⁾은 다음과 같이 산정한다.

이익예측정확성(Forecast Accuracy_AEPS)=

$$\frac{|\text{재무분석가 연간 주당순이익예측치} - \text{실제 주당순이익}|}{\text{실제주당순이익}} \quad (4)$$

[연구가설 1-1]과 [연구가설 1-2]에 대한 추가분석 결과는 다음과 같다.

<표 7>의 [Panel A]는 KEJI 점수를 공표하는 기업만을 대상으로 하여, KEJI 점수에 따른 차이가 재무분석가 이익예측정확성에 미치는 영향을 검증한 결과이다. 전년도 KEJI 점수 (CSR_Score_{t-1})는 당기 실제주당순이익으로 규모조정된 재무분석가 이익예측정확성과 1% 수준에서 유의한 음의 상관 (계수

값 = -0.273, t값 = -37.48)을 나타내어, 기업의 사회적 책임활동이 상대적으로 좋은 평가를 받는 기업에 대해서 재무분석가 이익예측정확도가 높다고 해석이 가능하다. [Panel B]는 유가증권 시장에 상장된 모든 기업으로 범위를 확장하여, KEJI 점수를 공표하는 경우 재무분석가의 이익예측정확성이 어떠한지를 분석한 결과이다. 전년도에 KEJI 점수를 공표한 경우 (CSR_D_{t-1}=1) 당기 실제주당순이익으로 규모조정된 재무분석가 이익예측정확성과 1% 수준에서 유의한 음의 상관 (계수 값 = -0.039, t값 = -7.30)을 나타내어, 기업이 사회적 책임활동을 수행하여 평가대상이 되는 경우 상대적으로 재무분석가 이익예측정확도가 높다고 해석이 가능하다. 이러한 추가분석 결과는 본 연구의 결과를 지지하는 방향으로서 이익예측정확성의 측정치를 대체하여 분석하여도 본 연구의 실증결과가 일관적임을 확인하였다.

6.2 KEJI 지수를 연속적으로 발표한 경우

CSR활동은 기업으로 하여금 투명하고 신뢰성 있는 재무정보를 제공하게 하므로(Kim et al. 2012), 본 연구에서는 이러한 재무정보를 이용한 재무분석가의 이익예측정확성이 높아짐을 실증하였다. 만약 본 연구의 논지대로 CSR활동이 재무분석가의 이익예측정확성을 높이는 역할을 한다면, KEJI 지수를 발표하는 기업을 대상으로 하여 연속적으로 KEJI 지수를 발표하는 기업과 그렇지 않은 기업간에 재무분석가 이익예측정확성이 체계적으로 다를 것이라 예상된다. 이하에서는 본 연구의 실증결과의 강건성

7) 참고로 실제주당순이익으로 규모조정된 재무분석가 이익예측정확성 (Forecast Accuracy_AEPS)의 기초통계량은 다음과 같다.

Variable	CSR sample (N= 78,932)					Full sample (N= 144,536)				
	Mean	Median	Std	Min	Max	Mean	Median	Std	Min	Max
Accuracy AEPS	0.348	0.181	0.408	0.000	1.359	0.452	0.214	0.559	0.000	1.839

〈표 7〉 추가 회귀분석 결과

[Panel A: 연구모형 1-1]

$$\text{Forecast Accuracy_AEPS}_t = \phi_0 + \phi_1 \text{CSR_Score}_{t-1} + \phi_2 \text{SIZE}_t + \phi_3 \text{GROUP}_t + \phi_4 \text{LEV}_t + \phi_5 \text{ROE}_t \\ + \phi_6 \text{LOSS_DUM}_t + \phi_7 \text{VOL}_t + \phi_8 \text{HOR}_t + \text{Industry_Dummy} + \text{Year_Dummy} + \theta \quad (3)$$

Independent variable	Predicted sign	Dependent Variable = Accuracy AEPS _t	
		Estimate	t-value
Intercept	N/A	2.194***	41.10
CSR Score _{t-1}	-	-0.273***	-37.48
SIZE _t	-	-0.007***	-6.62
GROUP _t	+	0.091***	28.21
LEV _t	+	0.014***	10.26
ROE _t	-	-1.802***	-119.02
LOSS_DUM _t	+	0.347***	51.51
VOL _t	+	0.226***	16.62
HOR _t	+	0.064***	50.70
Adj. R ²		40.14%	
F-value		2,037.09***	
# of samples		78,932	
Industry & Year		fixed	
Max VIF		2.59	

(주) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 양측검정 기준으로 유의함을 의미하며, 주요 변수들에 대한 설명은 [표 3] 참조.

[Panel B: 연구모형 1-2]

$$\text{Forecast Accuracy_AEPS}_t = \phi_0 + \phi_1 \text{CSR_D}_{t-1} + \phi_2 \text{SIZE}_t + \phi_3 \text{GROUP}_t + \phi_4 \text{LEV}_t + \phi_5 \text{ROE}_t \\ + \phi_6 \text{LOSS_DUM}_t + \phi_7 \text{VOL}_t + \phi_8 \text{HOR}_t + \text{Industry_Dummy} + \text{Year_Dummy} + \theta \quad (4)$$

Independent variable	Predicted sign	Dependent Variable = Accuracy AEPS _t	
		Estimate	t-value
Intercept	N/A	1.368***	17.83
CSR D _{t-1}	-	-0.039***	-7.30
SIZE _t	-	-0.055***	-22.93
GROUP _t	+	0.056***	7.45
LEV _t	+	0.484***	27.65
ROE _t	-	-3.403***	-119.55
LOSS_DUM _t	+	0.672***	53.36
VOL _t	+	0.803***	28.22
HOR _t	+	0.149***	53.49
Adj. R ²		25.91%	
F-value		1,806.10***	
# of samples		144,536	
Industry & Year		fixed	
Max VIF		2.17	

(주) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 양측검정 기준으로 유의함을 의미하며, 주요 변수들에 대한 설명은 [표 3] 참조.

을 위하여 KEJI 지수를 연속적으로 2회 이상 공시한 경우 (CON_2YR_{t-1}), 연속적으로 3회 이상 공시한 경우 (CON_3YR_{t-1})로 구분하여 각각의 경우가 재무분석가 이익예측정확성에 미치는 영향을 검증한다. 검증을 위한 실증모형은 다음과 같다.

[추가 연구모형]

$$\begin{aligned} \text{Forecast Accuracy}_t = & \phi_0 + \phi_1 \text{CON_2YR}_{t-1} \\ & / \phi_1 \text{CON_3YR}_{t-1} + \phi_2 \text{SIZE}_t + \phi_3 \text{GROUP}_t \\ & + \phi_4 \text{LEV}_t + \phi_5 \text{ROE} + \phi_6 \text{LOSS_DUM}_t \\ & + \phi_7 \text{VOL}_t + \phi_8 \text{HOR}_t \\ & + \text{Industry \& Year Dummy} + \theta \end{aligned} \quad (5)$$

여기서,

CON_2YR_{t-1}: KEJI 지수를 연속 2년 이상 공표한 경우 '1', 그렇지 않으면 '0'인 터미변수.

CON_3YR_{t-1}: KEJI 지수를 연속 3년 이상 공표한 경우 '1', 그렇지 않으면 '0'인 터미변수.

기타 변수들에 대한 설명은 <표 3> 참조.

만약 기업의 활발한 CSR활동이 재무분석가 이익예측정확성을 높인다면 연속적인 KEJI 지수의 발표로 인한 재무분석가 이익예측정확성은 높아질 것이라 기대되므로, KEJI 지수의 연속성을 나타내는 변수(CON_2YR_{t-1} / CON_3YR_{t-1})⁸⁾의 계수 값(φ₁)이 유의한 음의 상관을 나타낼 것이라 예상된다. 이에 대한 회귀분석 결과는 다음 <표 8>과 같다.

<표 8>의 좌측과 우측의 분석결과는 각각 KEJI 지수를 연속적으로 2년 이상, 3년 이상 공표하였는지 여부에 따른 구분이다. KEJI 지수를 2년 이상 연속적으로 발표한 경우(CON_2YR_{t-1}) 재무분석가 이익예측정확성과 유의한 음의 상관(계수 값 = -0.006, t값 = -10.26)이 나타났으며, KEJI 지수를 3년 이상 연속적으로 발표한 경우(CON_3YR_{t-1}) 재무분석가 이익예측정확성과 유의한 음의 상관(계수 값 = -0.009, t값 = -24.19)이 나타났다. 이는 KEJI 지수를 연속적으로 발표하는 경우 그렇지 않은 경우에 비해 재무분석가 이익예측정확성이 더 높아진다고 해석가능하며, 이러한 결과는 본 연구의 주요 결과를 지지하는 것으로 판단된다.

6.3 이상치(outlier)의 고려

본 연구의 실증분석시 이상치가 연구결과에 영향을 미쳐 결과가 왜곡되었을 가능성이 있다. 연구결과의 강건성을 위해 본 추가분석에서는 1) 자연로그를 취한 자산 값의 상·하위 1%에 대한 윈저라이징(winsorizing), 2) R-student 값이 절대 값 기준 2 이상인 관측치를 표본에서 제거한 후의 실증분석 결과를 제시한다.

[표 9]의 [Panel A]는 [연구모형 1-1]에 대한 분석결과로서, 자연로그를 취한 자산 값(SIZE_t)을 조정⁹⁾하기 전의 결과는 조정한 후의 결과와 거의 유

8) 참고로 본 연구에서 사용한 경제정의연구소가 공표한 KEJI 지수의 기간은 2004년부터 2009년까지이다. 따라서 2년간의 연속성을 측정할 때 기준이 되는 최초연도는 2004년부터이며 이를 분석대상 표본에서 제외하였으므로 표본수가 57,417개이다. 동일하게 3년간의 연속성을 측정할 때 기준이 되는 최초연도는 2004년, 2005년이므로 이를 분석대상 표본에서 제외하면 표본수가 40,921개가 된다. KEJI 지수 공표의 연속성을 나타내는 변수 (CON_2YR_{t-1} / CON_3YR_{t-1})의 기초통계량은 다음과 같다.

Variable	N	Mean	Median	Std	25%	75%
CON_2YR _{t-1}	57,417	0.820	1.000	0.384	1.000	1.000
CON_3YR _{t-1}	40,921	0.661	0.000	0.473	0.000	1.000

9) 참고로, 총 78,932개의 표본에서 자연로그를 취한 자산 값의 조정기준이 되는 99% 값은 31.915이며, 1% 값은 25.655이다.

〈표 8〉 추가 회귀분석 결과

$$Forecast\ Accuracy_t = \phi_0 + \phi_1 CON_2YR_{t-1} / \phi_1 CON_3YR_{t-1} + \phi_2 SIZE_t + \phi_3 GROUP_t + \phi_4 LEV_t + \phi_5 ROE_t + \phi_6 LOSS_DUM_t + \phi_7 VOL_t + \phi_8 HOR_t + Industry\ \&\ Year_Dummy + \theta \quad (5)$$

Independent variable	Predicted sign	Dependent Variable = Accuracy _t			
		Estimate	t-value	Estimate	t-value
Intercept	N/A	0.061***	27.98	0.047***	10.18
CON_2YR _{t-1}	-	-0.006***	-10.26		
CON_3YR _{t-1}	-			-0.009***	-24.19
SIZE _t	-	-0.003***	-25.09	-0.003***	-18.72
GROUP _t	+	0.011***	27.53	0.012***	24.94
LEV _t	+	0.001***	10.28	0.002***	9.43
ROE _t	-	-0.061***	-35.14	-0.053***	-25.03
LOSS_DUM _t	+	0.060***	78.20	0.062***	67.82
VOL _t	+	0.031***	21.95	0.032***	18.97
HOR _t	+	0.008***	53.39	0.009***	44.21
Adj. R ²		36.09%		36.96%	
F-value		1,297.81***		1,000.52***	
# of samples		57,417		40,921	
Industry & Year		fixed		fixed	
Max VIF		2.55		2.57	

(주) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 양측검정 기준으로 유의함을 의미하며, 주요 변수들에 대한 설명은 〈표 3〉 참조.

사한 것으로 나타났다. [Panel B]는 [연구모형 1-2]에 대한 분석결과로서 [Panel A]와 동일하게 자연로그를 취한 자산 값(SIZE_t)을 조정¹⁰⁾하기 전의 실증결과는 조정한 후의 실증결과와 유사한 것으로 나타났다.

다음으로 R-student의 절대 값이 2 이상인 관측치를 표본에서 제거한 후의 분석결과는 다음과 같다.

[Panel C]는 [연구가설 1-1]의 검증표본에서 R-student 값이 절대 값 기준 2 이상인 관측치를 제거한 후의 분석결과이다. KEJI지수 (CSR_Score_{t-1})

는 재무분석가 이익예측정확성 (Accuracy_t)과 유의한 음(-)의 상관(계수 값 = -0.029, t값 = -37.92)을 나타내어 KEJI 점수가 높을수록 재무분석가 이익예측은 정확해짐을 알 수 있으며 이는 본 연구의 주요 결과와 일치함을 확인할 수 있다. [Panel D]는 [연구가설 1-2]의 검증표본에서 R-student 값이 절대 값 기준 2 이상인 관측치를 제거한 후의 분석결과이다. CSR활동을 수행하여 KEJI지수를 발표하는 기업(CSR_D_{t-1})은 재무분석가 이익예측정확성(Accuracy_t)과 유의한 음(-)의 상관(계수 값 =

10) 참고로, 총 144,536개의 표본에서 자연로그를 취한 자산 값의 조정기준이 되는 99% 값은 31.879이며, 1% 값은 25.436이다.

〈표 9〉 추가 회귀분석 결과

[Panel A: 연구모형 1-1]

$$\text{Forecast Accuracy}_t = \phi_0 + \phi_1 \text{CSR_Score}_{t-1} + \phi_2 \text{SIZE}_t + \phi_3 \text{GROUP}_t + \phi_4 \text{LEV}_t + \phi_5 \text{ROE}_t \\ + \phi_6 \text{LOSS_DUM}_t + \phi_7 \text{VOL}_t + \phi_8 \text{HOR}_t + \text{Industry_Dummy} + \text{Year_Dummy} + \theta \quad (1)$$

Independent variable	Predicted sign	Dependent Variable = Accuracy _t			
		SIZE _t 상 · 하위 1% 조정 전		SIZE _t 상 · 하위 1% 조정 후	
		Estimate	t-value	Estimate	t-value
Intercept	N/A	0.252***	46.71	0.243***	44.52
CSR Score _{t-1}	-	-0.026***	-35.03	-0.025***	-35.65
SIZE _t	-	-0.004***	-33.06	-0.003***	-31.00
GROUP _t	+	0.004***	45.40	0.014***	40.85
LEV _t	+	0.002***	11.16	0.013***	15.04
ROE _t	-	-0.036***	-23.40	-0.037***	-24.30
LOSS DUM _t	+	0.059***	87.34	0.058***	84.09
VOL _t	+	0.027***	19.96	0.022***	15.56
HOR _t	+	0.007***	60.10	0.008***	60.31
Adj. R ²		31.98%		32.04%	
F-value		1,428.04***		1,432.30***	
# of samples		78,932		78,932	
Industry & Year		fixed		fixed	
Max VIF		2.59		2.75	

[Panel B: 연구모형 1-2]

$$\text{Forecast Accuracy}_t = \phi_0 + \phi_1 \text{CSR_D}_{t-1} + \phi_2 \text{SIZE}_t + \phi_3 \text{GROUP}_t + \phi_4 \text{LEV}_t + \phi_5 \text{ROE}_t \\ + \phi_6 \text{LOSS_DUM}_t + \phi_7 \text{VOL}_t + \phi_8 \text{HOR}_t + \text{Industry_Dummy} + \text{Year_Dummy} + \theta \quad (2)$$

Independent variable	Predicted sign	Dependent Variable = Accuracy _t			
		SIZE _t 상 · 하위 1% 조정 전		SIZE _t 상 · 하위 1% 조정 후	
		Estimate	t-value	Estimate	t-value
Intercept	N/A	-0.049***	-16.33	-0.051***	-16.54
CSR D _{t-1}	-	-0.003***	-14.46	-0.003***	-14.48
SIZE _t	-	-0.001*	-2.14	-0.001*	-1.80
GROUP _t	+	0.001	0.48	0.000	0.29
LEV _t	+	0.002***	31.45	0.021***	31.42
ROE _t	-	-0.046***	-40.65	-0.046***	-40.68
LOSS DUM _t	+	0.060***	120.66	0.060***	120.64
VOL _t	+	0.065***	58.14	0.065***	58.25
HOR _t	+	0.009***	88.06	0.009***	88.06
Adj. R ²		31.65%		31.65%	
F-value		2,390.90***		2,390.83***	
# of samples		144,536		144,536	
Industry & Year		fixed		fixed	
Max VIF		2.15		2.17	

(주) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 양측검정 기준으로 유의함을 의미하며, 주요 변수들에 대한 설명은 〈표 3〉 참조.

〈표 9〉 추가 회귀분석 결과 (계속)

[Panel C: 연구모형 1-1]

$$\text{Forecast Accuracy}_t = \phi_0 + \phi_1 \text{CSR_Score}_{t-1} + \phi_2 \text{SIZE}_t + \phi_3 \text{GROUP}_t + \phi_4 \text{LEV}_t + \phi_5 \text{ROE}_t \\ + \phi_6 \text{LOSS_DUM}_t + \phi_7 \text{VOL}_t + \phi_8 \text{HOR}_t + \text{Industry_Dummy} + \text{Year_Dummy} + \theta \quad (1)$$

Independent variable	Predicted sign	Dependent Variable = Accuracy _t	
		Estimate	t-value
Intercept	N/A	0.277***	47.67
CSR Score _{t-1}	-	-0.029***	-37.92
SIZE _t	-	-0.004***	-31.74
GROUP _t	+	0.016***	47.41
LEV _t	+	0.002***	15.78
ROE _t	-	-0.032***	-19.49
LOSS DUM _t	+	0.048***	64.54
VOL _t	+	0.023***	14.36
HOR _t	+	0.008***	58.98
Adj. R ²		42.21%	
F-value		2,172.17***	
# of samples		72,973	
Industry & Year		fixed	
Max VIF		2.63	

[Panel D: 연구모형 1-2]

$$\text{Forecast Accuracy}_t = \phi_0 + \phi_1 \text{CSR_D}_{t-1} + \phi_2 \text{SIZE}_t + \phi_3 \text{GROUP}_t + \phi_4 \text{LEV}_t + \phi_5 \text{ROE}_t \\ + \phi_6 \text{LOSS_DUM}_t + \phi_7 \text{VOL}_t + \phi_8 \text{HOR}_t + \text{Industry_Dummy} + \text{Year_Dummy} + \theta \quad (2)$$

Independent variable	Predicted sign	Dependent Variable = Accuracy _t	
		Estimate	t-value
Intercept	N/A	-0.064***	-28.49
CSR D _{t-1}	-	-0.002***	-10.87
SIZE _t	-	-0.000***	-14.07
GROUP _t	+	0.002***	8.74
LEV _t	+	0.013***	26.16
ROE _t	-	-0.058***	-69.29
LOSS DUM _t	+	0.067***	183.36
VOL _t	+	0.048***	57.81
HOR _t	+	0.008***	97.03
Adj. R ²		46.98%	
F-value		4,344.45***	
# of samples		137,269	
Industry & Year		fixed	
Max VIF		2.19	

(주) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 양측검정 기준으로 유의함을 의미하며, 주요 변수들에 대한 설명은 〈표 3〉 참조.

-0.002, t 값 = -10.87)을 나타내어, CSR활동을 활발히 수행하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 재무분석가 이익예측이 정확해짐을 알 수 있으며, 이러한 결과는 본 연구의 [연구가설 1-2]의 결과와 유사함을 확인할 수 있다. 이상의 이상치와 관련한 추가분석 결과를 종합하면 본 연구에서 이상치가 실증결과에 영향을 미쳐 결과가 왜곡되었을 가능성은 낮은 것으로 판단된다.

VII. 결론

본 연구는 기업의 CSR활동에 따라 재무분석가 이익예측정확성이 어떠한 차이가 발생하는지 분석하였다. CSR활동은 기업의 존속을 위한 이윤추구활동 이상의 개념으로서 법령 및 윤리를 준수하고 이해관계자들의 요구에 적절히 대응함으로써 사회발전에 기여하는 기업활동을 의미한다(Dahlsrud 2006 등). 따라서 CSR활동을 적극적으로 수행하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 법령과 윤리를 상대적으로 잘 준수하고 이해관계자를 고려한 의사결정을 할 것이라 기대된다. 특히 이러한 기업은 기업의 이윤추구만을 위한 경영 및 회계정책을 선택하기 보다는 법령과 회계기준을 준수하면서 다양한 이해관계자를 고려한 중립적인 관점에서 경제적 실상이 반영된 회계이익을 공시할 가능성이 높다. 이에 따라 CSR활동을 하는 기업들은 상대적으로 회계이익의 예측가능성(predictability)이 높다고 할 수 있다. 회계이익의 예측가능성은 재무분석가의 이익예측치에 영향을 미치므로(Duru and Reeb 2002) 기업의 CSR활동의 차이에 따라 재무분석가의 이익예측정확성(Forecast Accuracy)에 영향을 미칠 수 있

기 때문이다.

분석을 위해 2004년부터 2010년까지 유가증권 상장기업을 대상으로 하여, 기업의 CSR활동 정도의 측정을 ①KEJI 지수를 공표한 기업의 경우 KEJI 평가점수, ②CSR활동을 하여 KEJI 지수를 공표하였는지 여부로 측정하였으며, 재무분석가 이익예측정확성을 측정하기 위해 총 144,536개의 이익예측치를 사용하였다. 실증분석결과는 다음과 같다. ①KEJI 지수를 공표한 기업만 대상으로 분석하였을 경우, KEJI 평가점수가 높을수록 재무분석가의 이익예측치는 정확한 것으로 나타났으며, ②CSR활동을 하여 KEJI 지수를 공표한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 재무분석가의 이익예측정확성이 높은 것으로 나타났다. 이를 통하여 CSR활동은 기업의 경제적 실상을 회계이익에 더 정확하게 반영함으로써 재무분석가의 이익예측가능성을 증대시키는 요인으로 작용한다고 해석할 수 있다. 기업의 CSR활동 수준에 따라 재무분석가 이익예측정확성에 차이가 존재한다는 본 연구의 결과는 재무분석가에게 이익예측업무 수행시 기업의 CSR활동 수준을 고려해야 할 필요가 있음을 의미한다. 아울러 투자자에게는 기업이 CSR활동을 수행할수록 재무분석가 이익예측정확성이 높아지므로, CSR활동을 수행하지 않는 기업에 대한 재무분석가의 이익예측정보를 이용하여 투자의사결정시 재무분석가 이익예측정확도가 낮을 가능성이 존재할 수도 있음에 추가적인 주의를 기울일 필요가 있다.

참고문헌

- 고성천, 박래수(2011), "기업의 사회적 책임활동(CSR) 결정요인과 기업가치," *세무와회계저널*, 12(2), 105-134
- 고유경, 오광욱, 유승원, 이동현, 정석우(2010), "신규 분석 기업에 대한 재무분석가의 이익예측특성," *한국증권학회*, 39(3), 419-447
- 권수영, 유승원, 황문호(2011), "경영자 이익예측정보와 재무분석가 이익예측수정," *한국증권학회*, 40(3), 431-459
- 김창수(2009), "기업의 사회적 책임 활동과 기업가치," *한국증권학회*, 38(4), 125-160
- 나영, 홍석훈(2011), "기업규모에 따른 CSR활동과 기업가치에 대한 실증분석," *회계저널*, 20(5), 125-160
- 손성규(1995), "다수 재무분석가에 의한 회계정보 예측의 비교," *회계학연구*, 20(3), 73-106
- 안윤영, 유영태, 조영준, 신현한, 장진호(2006), "재무분석가 특성이 이익예측 정확성에 미치는 영향," *회계학연구*, 31(4), 1-24
- 이윤원, 정우성(1993), "기업특성과 재무분석가 예측정보의 정확성," *회계학연구*, 17, 90-108
- 장지인, 최현섭(2010), "기업의 사회적 책임(CSR)과 재무성과와의 관계," *대한경영학회지* 23(2), 633-648
- 정석우(2003), "재무분석가의 분석기업결정과 예측특성에 영향을 미치는 요인," *회계학연구*, 28(4), 61-84
- 정석우, 배성호, 임태균(2012), "환위험 기업에 대한 재무분석가 이익예측 특성," *회계학연구*, 37(4), 1-37
- 정석우, 임태균(2005), "회계이익의 지속성이 재무분석가의 이익예측오차와 이익예측정확성에 미치는 영향," *회계학연구*, 30(2), 209-235
- Abarbanell, J., and V. Bernard(1992), "Test of Analysts' Overreaction/Underreaction to Earnings Information as Explanation for Anomalous Stock Price Behavior," *The Journal of Finance*, 47, 1181-1207
- Bhushan, R.(1989), "Firm Characteristics and Analyst Following," *Journal of Accounting and Economics*, 11, 255-274
- Bradshaw, M., S. Richardson, and R. Sloan(2001), "Do Analysts and Auditors Use Information in Accruals?," *Journal of Accounting Research*, 39, 45-74
- Bricker, R., G. Prebits, T. Robinson and S. Young (1995), "Financial Analyst Assessment of Company Earnings Quality," *Journal of Accounting Auditing and Finance(Summer)*, 541-554
- Brown, L., and M. Rozzef(1978), "The Superiority of Analyst Forecasts as Measure of Expectations: Evidence from Earnings," *The Journal of Finance(March)*, 1-16
- Clarkson, M. B. E.(1995), "A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance," *Academy of Management Review*, 20, 92-117
- Dahlsrud, A.(2006), "How Corporate Social Responsibility is Defined: an Analysis of 37 Definitions," *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 15(November), 1-13
- Das, S.(1998), "Financial Analysts' Earnings Forecasts for Loss Firms," *Managerial Finance*, 24(6), 39-50
- Das, S., C. Levine, and K. Sivaramakrishnan (1998), "Earnings Predictability and Bias in Analysts' Earnings Forecasts," *The Accounting Review*, 73, 277-294
- Duru, A., and D. Reeb(2002), "International Diversification and Analysts' Forecast Accuracy and Bias," *The Accounting Review*, 77, 415-433

- Fried, D., and D. Givoly(1982), "Financial Analysts' Forecasts of Earnings: A Better Surrogate for Market Expectations," *Journal of Accounting and Economics*(October), 85-107
- Hyan, C.(1995) "The Information Content of Losses," *Journal of Accounting and Economics*, 20, 125-153
- Imhoff, Jr., EA.(1992), "The Relation between Perceived Accounting Quality and Economic Characteristics of Firm," *Journal of Accounting and Public Policy*, 11(2), 97-118
- Kim Y., M. S. Park., and W. Benson. 2012. "Is Earnings Quality Associated with Corporate Social Responsibility?," *The Accounting Review*, 87(3), 761-796
- Lang, M. and R. J. Lundholm(1996), "Corporate Disclosure and Analyst Behavior," *The Accounting Review*, 71, 467-492
- Mendenhall, R.(1991), "Evidence of possible underweighting of earnings-related information," *Journal of Accounting Research*, 29, 170-180
- Paine, L. S.(2002), Value shift. New York, McGraw-Hill
- Sedor, L.(2002), "An Explanation for Unintentional Optimism in Analysts' Earnings Forecasts," *The Accounting Review*, 77, 731-753
- Wilcoxon, F.(1945), "Individual Comparisons by Ranking Methods," *Biometrics Bulletin*, 1, 80-83

The Relation Between Corporate Social Responsibilities And Analysts' Forecasts Accuracy

Seong-Ho Bae* · Tae-Kyun Lim**

Abstract

This paper aims to examine how *Corporate Social Responsibilities* (hereafter 'CSR') affect the analysts' forecast accuracy. A coherent definition of CSR may be hardly found in prior studies. Generally, CSR is defined as firms' contribution to the public goods like ethical obligations while incorporating the stakeholders' perspectives (Clarkson 1995; Paine 2002; Dahlsrud 2006). So we can expect that firms with higher CSR performance (hereafter 'High-CSR firms') are more responsible, moral and ethical than firms with lower degree of CSR performance (hereafter 'Low-CSR firms'). Moreover, high-CSR firms are more prone to disclose neutral-based earnings, which reflect firms' fundamental status and various interests. Consequently, we can surmise that earnings of High-CSR firms are more predictable than Low-CSR firms.

In terms of analysts' forecast properties, Duru and Reeb (2002) suggest that the analysts' forecasts are more accurate as earnings predictability increases. Therefore we can anticipate that firms' level of CSR performance might associate with analysts' forecast accuracy.

In this paper, firms' performance of CSR is measured by KEJI (Korea Economic Justice Institute) index which is similar with the U.S. CEP (Council Economic Priorities) index. In Korea, since 1991, Korea Economic Justice Institute, which is an independent organization, has annually evaluated social contributions or activities particularly in firms listed in the KOSPI (Korea Composite Stock Price Index) market. To grade firm's CSR activities, there are seven criteria, including soundness, fairness, community service, satisfaction of customer protection, satisfaction of environment protection, satisfaction of employee protection and contribution of economic development. After evaluating firms based on those criteria, Korea Economic Justice

* Researcher, Institute for Business Research & Education, Korea University

** Assistant Professor, Chonbuk National University

Institute (KEJI) announces top 200 firms in the KOSPI market. Specifically we measure the firms' CSR performance based on ①KEJI scores if firms' KEJI index are announced, or ② whether a firm discloses KEJI scores or not.

With 144,536 analysts' forecasts in Fn-Guide database from 2004 to 2010, we found that ① as KEJI scores increases, analysts' forecasts are more accurate, ②analysts' forecasts to firms which are announced KEJI index in KOSPI market are more accurate than analysts' forecasts to firms which did not announce KEJI index. Also, analysts' forecasts for firms which have announced their KEJI index for two-to-three consecutive years are more accurate than other firms. Based on these results, we suggest that firms' CSR activities have association with accuracy of analysts' earnings forecasts. This study contributes to the literature by providing the relation between CSR and analysts' forecast accuracy.

Key words: Corporate social responsibilities, analyst, forecast accuracy