

기업의 사회적 책임활동이 기업 재무성과에 미치는 영향 - CSR 활동의 실행동기(motive)와 몰입(commitment)의 조절효과를 중심으로 -

천미림(주저자)
청주대학교 회계학과 조교수
(milim@cju.ac.kr)
유재미(교신저자)
청주대학교 경영학과 조교수
(yoojm@cju.ac.kr)

CSR 활동이 기업에 주는 전략적 의미가 점점 더 중시되고 CSR 수행이 일반적인 것으로 받아들여지고 있는 상황에서 CSR 활동이 기업성과에 미치는 영향은 지속적으로 관심을 받아왔다. 그러나 CSR 활동이 기업성과에 주는 효과는 어느 분야에서 연구가 진행되었는지 그리고 어떤 변수들이 사용되었는지 등에 따라 서로 다른 결과들이 제시되었다. 더 나가 CSR 활동의 효과가 소비자 또는 재무, 조직 등 한 차원에서만 검토될 경우 CSR 활동을 전략적, 통합적으로 활용하는데 충분치 않을 수 있다. 이에 본 연구는 CSR 활동이 기업재무성과에 미치는 영향을 탐색함에 있어 소비자차원의 변수인 동기와 몰입도 개념을 조절변수로 도입하여 회계와 마케팅영역의 학제 간 연구를 진행했다. 회계관점에서는 CSR 활동이 재무성과에 미치는 영향을 고찰함에 있어 주요 이해관계자인 소비자측면의 관점을 보완하여 CSR을 전략적으로 실행할 수 있는 방안을 검토한다는 의의가 있다. 마케팅관점에서는 소비자관점에서 도출된 변수가 실제 재무성과에 어떻게 영향을 미치는가를 실증한다는 의의가 있다. 또한 본 연구는 CSR 활동을 할 것인가의 의사결정보다는 CSR 활동을 실행함에 있어 어떻게 해야 효과적인가에 초점을 맞춰 연구를 진행했다. 연구결과, CSR 활동을 적극적으로 수행하는 기업에서는 CSR 활동의 수준이 높아질수록 재무성과가 높은 것으로 나타났다. 그러나 CSR 활동을 적극적으로 수행하는 한편 경영자의 이익조정 정도 또한 크면 즉 CSR 활동 동기의 진정성이 의심될만한 행태가 동시에 나타나면 CSR 활동이 재무성과에 주는 긍정적 효과가 감소하는 것으로 나타났다. 그리고 동일한 수준의 CSR 활동을 수행하더라도 이를 중단 없이 지속적으로 시행하는 경우 즉 CSR 활동에 몰입도가 높은 경우 그렇지 않은 경우보다 재무성과에 미치는 긍정적 영향이 더 증가하는 것으로 나타났다. 본 연구의 결과를 통해 기업은 다양한 차원의 요인들을 고찰하여 CSR 활동에 투입되는 자원의 효율성을 증진시키고 CSR 활동을 계획하는 데 시사점을 얻을 수 있을 것으로 기대한다.

주제어: 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility), 재무성과, 실행동기, 몰입, 재량적 발생액

1. 서론

2008년 금융위기 이후 경기침체가 지속되면서 선진 자본시장에 대한 신뢰가 약화되기 시작했다. 지속가능경영(CSM: Corporate Sustainability Management)은 시장의 신뢰를 회복하고 새로운

성장 동력을 찾기 위한 방안으로 주목받고 있다. 지속가능경영은 경영활동이 경제적 수익성뿐 아니라 환경적 건전성과 사회적 책임을 균형 있고 통합적으로 고려하면서 기업경쟁력과 가치를 높여야 한다는 시각이다. 따라서 지속가능경영에서 주주, 투자자, 종업원, 소비자과 지역사회 등 다양한 이해관계자와의 긍정적인 관계를 형성하고 원활하게 커뮤니

케이션을 하는 것은 매우 중요하다. 이런 관점에서 이해관계자들이 기업의 사회적 의무라고 인식하는 것에 대한 기업의 대응활동(Brown and Dacin, 1997) 즉, 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility: 이하 'CSR')은 지속가능경영의 핵심으로 주목받고 있다(Maignan and Ferrell, 2004). CSR은 윤리적 책임이라는 관점에서 뿐 아니라 장기적인 전략이나 경쟁력 강화를 위한 하나의 방안으로 중요하게 간주되고 있다(Du, Bhattacharya, and Sen, 2011).

기업이 다양한 이해관계자와 사회적 문제들을 고려하지 않을 경우 경쟁력이 약화되고 지속가능성도 타격을 받을 수 있다. 실제로 소니는 2001년 말 유럽 시장에 출시한 PS2에 중금속인 카드뮴이 법적 기준치 이상으로 검출되었다는 이유로 2,000억 원의 손실을 보았다. 나이키는 축구공 생산에 제3세계 아동의 노동력을 착취한다는 비난에 직면하면서 기업 이미지 실추는 물론 영업이익이 37%나 하락하는 위기를 겪었다. 또 세계적인 에너지 기업이었던 엔론은 분식회계로 2001년 12월 파산에 이르렀다. 2007년 여름부터 소니, 필립스, MS, IBM 등 22개 글로벌 IT 기업들은 환경, 인권, 노동 등에 관한 CSR을 소홀히 하는 기업과는 부품 및 소재조달 등의 거래를 하지 않겠다고 발표한 바 있다(서울경제, 2008년 10월 16일). 기업의 생존을 위한 CSR 활동의 중요성이 부각되고 있다.

CSR에 대한 관심이 증가하면서 지속적으로 제기된 의문 중 하나는 CSR 활동의 효과에 관한 것이다. CSR 활동은 비용을 발생시킨다. 따라서 기업이 윤리적 차원에서만 지속적이고 적극적으로 CSR을 수행하는 데는 한계가 있다. 이에 지금까지 많은 연구들이 CSR 활동의 효과에 대하여 수익에 직접적으로 영향을 미치는 소비자 인지차원과 그 결과로

인한 경영성과 및 기업가치 등에 미치는 영향을 중심으로 연구를 수행했다.

그런데 많은 선행연구들의 연구결과는 매우 다양하다. CSR이 기업의 경영성과에 긍정적인 영향을 미친다는 연구도 있고, 아무런 영향을 미치지 않는다는 연구도 있으며 부정적인 영향을 미친다는 연구도 있다. 예를 들어, CSR 활동은 소비자의 제품평가나 구매의도, 제품/브랜드충성도 등에 긍정적 영향을 주는 것으로 밝혀졌다(Arora and Henderson, 2007; Brown and Dacin, 1997; Ellen, Mohr, and Webb, 2000; Maignan, Ferrell, and Hult, 1999; Sen and Bhattacharya, 2001). 그리고 CSR 활동은 실질적으로 기업의 재무성과와 수익성에도 긍정적인 영향을 준다는 결과들이 도출되었다(Doh, Howton, Howton, and Siegel, 2010; Landon and Smith, 1997; Luo and Bhattacharya, 2006; Verschoor, 1998; Waddock and Graves, 1997). 그러나 CSR 관련 활동으로 인한 지출이 경영성과에 부정적 영향을 준다는 이론과 분석결과도 제시되었고(Davis and Blomstrom 1975; Friedman 1970; Pava and Krausz, 1996), CSR 활동과 재무성과는 중립적 관계라는 주장도 제기되었다(Berman, Wicks, Kotha, and Jones, 1999; Teoh, Welch and Wazzan, 1999; McWilliams and Siegel, 2001).

이처럼 CSR 활동의 효과에 대한 결과가 일관되지 않은 이유를 Aguinis and Glavas(2012)는 -CSR의 정의나 표본추출 과정 등의 차이에서 비롯된 기술적 문제, 매개변수나 조절변수에 대한 고려부족, 그리고 연구자별로 서로 다른 관점에서 다른 이론적 배경을 가지고 연구를 수행한데서 오는 차이라고 지적했다. 회계, 재무관점에서 관심을 갖는 변수와 이를 설명하는 이론들 그리고 마케팅, 조직행동차원에

서의 고려하는 변수와 설명 이론의 차이는 상이한 연구결과로 나타날 수 있다. Aguinis and Glavas (2012)는 논쟁이 되고 있는 CSR 활동의 효과를 통합적으로 이해하기 위해 두 가지 이상의 관점을 포괄한 학제 간(inter-disciplinary) 연구를 대안으로 제시했다. 예를 들어 종속변수는 회계관점에서, 조절변수는 소비자관점에서 변수를 도출하고 이를 통해 각기 다른 관점의 이론을 도입, 혼합 그리고 비교를 해 본다면 통합적인 그림과 시사점을 얻을 수 있다고 보았다.

이에 본 연구는 Aguinis and Glavas(2012)의 제안대로 학제 간 이론과 변수를 함께 고려하는 멀티 수준(multi-level)의 연구를 진행했다. 우선 CSR 활동의 종속변수로는 재무성과를 선택했다. CSR 활동이 소비자 인지차원에 미치는 영향은 비교적 일관되게 긍정적 결과를 보여주고 있으나 재무성과에 대한 결과는 좀 더 세부적인 탐색이 필요하기 때문이다. 기존 회계관점의 연구는 기업구조, 규모, 산업 유형 등의 조절변수를 도입해 CSR 활동의 성과 차이를 탐색하고자 했는데, 이는 기업이 CSR 활동의 성과를 높이기 위해 전략적으로 실행하기가 힘든 구조적 변수들이다. 따라서 기업이 전략적으로 활용할 수 있는 다른 시장참여자 특히 CSR 활동의 중요 이해관계자인 소비자관점의 변수를 고려했다. 즉 CSR 활동이 기업 재무성과에 미치는 영향을 탐색함에 있어 CSR 활동에 대한 소비자관점의 중요 고려요인을 조절변수로 차용하고자 했다.

본 연구는 CSR 활동의 부정적 효과가 부각되었던 70~80년대와 달리 CSR 활동이 일반적인 경영활동으로 자리 잡아 가고 있는 현 상황에서(Bhattacharya and Sen, 2004) CSR 활동을 해야 하는가의 문제가 아닌 어떻게 할 것인가에 초점을 맞췄다. 특히 CSR 활동을 활발하게 진행하고 있는 기업의 입장

에서 CSR 활동을 어떻게 진행해야 효과적이고 전략적으로 활용할 수 있는지 그리고 투자자 입장에서 CSR 활동에 관한 정보의 유용성을 높이는 데 도움을 주고자 했다.

본 연구를 통해 회계관점에서는 전략적으로 활용 가능한 변수를 고려함으로써 CSR 활동의 효과증진과 활용방안을 강구하는 데 도움을 줄 수 있을 것이다. 또한 시장에서 CSR 활동과 같은 비재무정보에 대한 유용성을 확인함으로써 기업가치평가에 대한 예측오차를 줄일 수 있을 것이다. 마케팅관점에서는 기존 CSR 활동 효과 연구가 주로 소비자 태도, 브랜드/기업이미지, 구입의향 등 소비자 인지차원에 대한 검토였다면 이번 연구를 통해 소비자관점에서 도출된 변수가 실제 재무성과에 어떻게 활용될 수 있는가를 실증해본다는 의의를 갖는다.

II. 문헌연구 및 가설도출

2.1 CSR(Corporate Social Responsibility)의 개념

CSR 활동은 사회구성원들이 기업의 사회적 의무라고 인식하는 것에 대한 기업의 대응활동(Brown and Dancin, 1997)을 의미한다. 그러나 CSR이 구체적으로 무엇인지를 정의하는 것은 간단하지 않다. 지금까지의 연구는 다양한 시각에서 CSR을 개념화했는데 첫 번째 관점에서 보면 CSR은 기업이 사회전체에 대해 갖는 책임으로써 경제적, 법적, 윤리적, 자선적 책임을 의미한다(Carroll, 1991). 경제적 책임은 기업이 제품을 생산하고 합리적인 가격으로 이를 판매하여 이윤을 창출하고, 투자자들에게

적절하게 수익의 일부를 배분하는 책임을 말한다. 기업은 필요 자원과 인력으로 제품을 생산하고 이에 대한 수요를 창출하는 과정에서 부가가치를 만들어 사회에 기여하는 것이다. 법적 책임이란 기업 경영이 사회가 정한 법 테두리 안에서 공정하게 이루어져야 함을 말한다. 윤리적 책임은 법적 강제는 없지만 기업의 사회적 역할을 고려했을 때 다양한 이해관계자들의 기대와 가치에 부합하는 행동을 해야 하는 것을 말한다. 나아가 기부나 사회봉사활동 등 기업의 개별적 판단에 따라 이루어지는 자선적 책임에 대한 요구도 증가하고 있다.

두 번째 관점에서 CSR은 사회전체에 대한 책임보다는 기업을 둘러싼 이해관계자에 대한 책임으로써 이는 다시 종업원, 소비자, 주주 등 조직 관계자들에 대한 책임, 다음으로 지역사회나 커뮤니티에 대한 책임 그리고 정부, 지방자치단체 등 규제단체에 대한 책임 마지막으로 미디어 관계자들에 대한 책임 등으로 세분화된다. 세 번째 관점에서 CSR은 이해관계자들에 대한 책임과 상관없이 기업의 활동이 순수하게 윤리적으로 수행되어야 함을 의미한다. 마지막으로 CSR은 기업 경영과정의 하나로써 기업을 둘러싼 환경이나 이해관계자에 대한 적절한 대응 그리고 긍정적 이미지 구축 등의 정책수립 활동을 의미한다(Maignan and Ferrell, 2004).

기존의 연구를 보면, CSR이 규범적인 관점에서부터 도구적/실무적 관점에까지 개념화되었음을 알 수 있다. 즉 기업이 사회전반에 어떤 의무를 수행할 것인가에 대한 순수한 고민에서부터 개별 기업들이 누구에게 어떻게 CSR을 효과적으로 수행할 것인지 그리고 CSR을 통해 어떻게 기업의 이익을 창출할 수 있는지에 대한 도구적 수단으로 이해되고 연구되어 온 것이다. 또한 CSR이 여러 차원으로 개념화되고 연구되었다는 것 그래서 지극히 윤리적인 관점이

나 지극히 경영활동만을 위한 관점에서 접근된 것은 아니라는 것을 알 수 있다. 이처럼 기존연구에서 CSR에 대해 한 가지 관점이 지배적으로 사용되지는 않았기 때문에 다양한 관점의 연구를 비교하는 것에 어려움이 따르는 것도 사실이다(Maignan and Ferrell, 2004).

이런 맥락에서 CSR의 개념은 다차원적인 측면에서 이해되어야 한다. 특히 최근에는 CSR을 규범적 의무로써 뿐 아니라 경영활동의 한 차원으로써 도구적/전략적 관점에서 접근해야 된다는 의견이 자연스럽게 받아들여지고 있다. 예를 들어, Drumwright (1996)는 CSR 활동이 기업의 사회에 대한 순수한 책임감의 표출이기도 하지만 매출이나 브랜드 이미지를 높이기 위한 경제적 목적을 가지고 혼합되어 사용되고 있음을 지적했다. CSR 활동이 윤리적/이념적인 차원 뿐 아니라 기업 이윤창출의 동기를 가지고 실행되는 경영 활동의 한 과정으로서 이해되어야 한다는 것은 여러 학자에 의해 제기되었다(Aguinis and Glavas, 2012; Bansal and Roth, 2000; Bhattacharya and Sen, 2004; Fry, Keim, and Meiners, 1982; Porter and Kramer, 2006; Robin and Reidenbach, 1987). CSR 활동을 규범적인 차원뿐 아니라 경제적/전략적 관점에서 이해하고 접근한다면 더나가 이에 적합한 전략도출과 전략적 활용도 가능해진다(Bhattacharya and Sen, 2004).

2.2 CSR 활동과 기업성과 간의 관계

Aguinis and Glavas(2012)는 최근의 CSR 리뷰논문에서 CSR 연구가 크게 세 가지 수준-제도 수준(institution level), 조직수준(organization level), 개인수준(individual level)-에서 이루어

졌다고 분류했다. 예를 들어 소비자, 주주 등 기업 외부 이해관계자 관점에서의 탐색은 제도수준에서의 연구로 다음으로 기업, 경영활동 시각에서의 탐색은 조직수준에서의 연구로 그리고 조직 내 종사자나 경영자 개인 관점에서의 탐색은 개인수준에서의 연구로 분류했다. 또한 CSR 연구의 대부분이 제도나 조직수준에서 이루어졌고 개인수준에서의 연구는 상대적으로 적은 비중을 차지한다고 분석했다. 본 연구는 CSR 활동이 기업성과에 미치는 영향을 탐색함에 있어 Aguinis and Glavas의 분류를 바탕으로 우선 소비자관점 즉 제도수준에서의 성과 그리고 조직수준 즉 회계관점에서 CSR 활동의 성과로 나누어 살펴보았다.

2.2.1 제도수준 - 소비자관점에서 분석한 CSR의 성과

제도수준에서 보면 기업은 소비자, 주주, 외부단체 등 기업을 둘러싼 이해관계자에 의해 CSR 활동을 시행한다. 제도수준 특히 소비자 욕구를 중시하는 마케팅연구에서 CSR 활동의 성과로써 관심을 기울인 변수는 주로 인지적(cognitive)인 것과 행동의도(behavior intention) 등이다. 연구들의 대부분은 CSR 활동이 소비자의 인지적 측면과 행동의도에 긍정적 성과를 가져온다는 결과를 도출했다(Aguinis and Glavas, 2012).

구체적으로 CSR 활동에 대한 소비자 인식이 소비자의 제품/브랜드 평가나 기업평가(기업명성), 더 나아가 제품/브랜드 선택, 구매의도, 제품/브랜드 충성도 등에 긍정적 영향을 준다는 연구결과들이 도출되었다(Arora and Henderson, 2007; Barone; Brown and Dacin, 1997; Ellen, Mohr, and Webb, 2000; Maignan, Ferrell, and Hult,

1999; Stanaland, Lwin and Murphy, 2011; Sen and Bhattacharya, 2001).

이처럼 CSR 활동의 성과는 가시적으로 나타나는 소비자의 구매행동이나 충성도 등에 영향을 줄 뿐 아니라 브랜드 인지도나 태도 등 소비자의 인지적 측면에도 긍정적 영향을 준다. 이는 시장경쟁이 점점 더 치열해지는 상황에서 제품의 중요한 차별화 요소가 될 수 있고 이를 통해 고객과의 관계도 강화할 수 있기 때문에 마케팅관점에서 CSR 활동은 전략적으로 중요한 도구의 하나가 된다(Bhattacharya and Sen, 2004).

더나가 CSR 활동의 성과가 어떤 상황에서 더 긍정적으로 나타나는가에 대한 연구들이 진행되어 CSR 활동의 전략적 시사점을 제공하고 있다. 구체적으로 소비자특성, 브랜드특성, CSR 활동 분야, 제품품질, 소비자가 인식하는 CSR의 동기, CSR 활동과 기업의 적합성(fit), CSR 활동에 대한 기업의 몰입도(commitment), CSR 활동의 컨텐츠 등이 CSR 활동과 성과 간의 관계를 조절하는 변수로 사용되었다(Arora and Henderson, 2007; Bechker-Olsen, Cudmore, and Hill, 2006; Drumwright, 1996; Ellen, Mohr, and Webb, 2000; Ellen, Webb, and Mohr, 2006; Pelozo and Shang, 2011; Sen and Bhattacharya, 2001; Vlachos, Tsamakos, Vrechopoulos, and Avramidis, 2009).

예를 들어, CSR 활동에 대한 지지성향이 강한 소비자에게서 CSR 활동의 성과가 더 크게 나타났고(Sen and Bhattacharya, 2001) 소비자에게 덜 친숙한 브랜드에서 CSR 활동의 성과가 더 크게 나타났다. 이는 친숙하지 않은 브랜드일수록 브랜드지식이 아직 강하게 형성되어 있지 않기 때문에 CSR 활동으로 인한 감정전이(affect transfer) 또는 정보통합(information integration)이 잘 일어나기

때문이다(Pelozo and Shang, 2011). 또한 기업이나 제품의 시장 포지셔닝과 CSR 활동의 명분(cause)이 잘 어울릴 때 CSR 활동의 성과가 더 크게 나타났다(Bechker-Olsen et al., 2006). 그렇지만 기업의 기부 분야가 기업의 핵심 사업분야일 때는 기부 동기가 의심을 받으면서 소비자의 평가가 더 낮아지기도 했다(Ellen et al., 2000). 특히 Ellen et al.(2000)은 소비자관점에서 CSR 성과를 조절하는 중요변수로 소비자가 인식하는 기업의 CSR 활동 동기 그리고 CSR 활동에 대한 기업의 몰입 정도 등을 제시했다. 이들 변수와 관련해서는 뒤에서 좀 더 자세히 살펴볼 것이다.

2.2.2 조직수준-회계관점에서 분석한 CSR의 성과

조직수준에서 CSR 활동의 결과변수로서 가장 많은 주목을 받은 것은 기업의 재무성과(financial performance)이다. 많은 연구에서 CSR 활동이 재무성과에 긍정적 영향을 주는 것으로 나타났지만 초기연구에서는 부정적 영향을 준다는 결과도 도출되었다. 또한 CSR 활동의 효과가 혼재되어 나타나거나 중립적인 것으로도 나타나기도 했다(Agunis and Glavas, 2012).

예를 들어, Landon and Smith(1997)는 기업의 CSR 활동이 기업의 평판을 좋게 하고 결과적으로 재무성과를 개선하는데 도움을 준다는 사실을 확인했다. Waddock and Graves (1997)도 기업이 건전하고 공정한 경영활동을 수행하고 이해관계자들에 대한 사회적 책임을 성실하게 수행할 경우 기업의 수익성이 개선된다는 결과를 제시했다. 그 외 다수 연구에서 CSR 활동과 재무성과 간의 긍정적 결과가 도출되었다(Doh, Howton, Howton, and Siegel, 2010; Harrison and Freeman, 1999;

Orlitzky, Schmidt, and Rynes, 2003; Luo and Bhattacharya, 2006; Verschoor, 1998).

그러나 CSR 활동에 관한 초기 연구에서는 CSR 관련 지출이 경제적인 효율과 이익을 저해한다는 이론과 분석결과가 많이 제시되었다(Friedman 1970; Davis and Blomstrom 1975). Pava and Krausz (1996)는 기업이 사회적 책임활동에 지출하는 비용은 경쟁기업에서는 발생하지 수도 있는 비용이기 때문에 해당 비용은 당기순이익을 감소시켜 결과적으로 주주의 부를 감소시키는 부정적인 결과를 가져온다고 했다. 한편, Teoh, Welch and Wazzan (1999)은 CSR 활동과 재무성과 간의 유의한 관계를 발견하지 못하였으며, Berman, Wicks, Kotha, and Jones(1999)과 McWilliams and Siegel (2001) 등은 CSR 활동은 비용을 발생시키는 반면 수익성 향상도 유발하기 때문에 비용과 수익이 상쇄되어 CSR 활동과 재무성과는 중립적 관계라고 주장했다.

이처럼 다양한 결과를 좀 더 명확하게 이해하기 위해 기업규모, 부채수준, 산업유형 등의 조절변수가 도입되어 상황별 CSR 활동의 효과가 검증되었다. 예를 들어, 기업규모가 큰 상황, 그리고 부채수준이 낮은 상황 등에서 CSR 활동이 재무성과에 주는 효과가 더 큰 것으로 밝혀졌다(Bansal, 2003; Graves and Waddock, 1994). 이처럼 CSR 활동이 기업의 경영성과에 미치는 영향은 어느 수준에서 연구가 진행되었는지 그리고 같은 관점을 가진 연구에서도 어떤 조절변수를 사용했는지에 따라 다른 결과를 보여주기도 한다.

CSR이 점점 더 '수행해야만 하는 경영활동'이 되어가는 상황에서 각 수준별로 그리고 같은 관점이라도 서로 다르게 도출된 결과들은 기업에도 학계에도 혼란을 줄 수 있다. CSR 활동을 수행하는 기업 그

리고 향후 연구를 진행하는 학계입장에서 소비자관점의 인지적 측면 그리고 실질적인 재무성과에 대한 효과 모두 중요한 관심대상이다. 어느 한 측면만 가지고 CSR 활동의 효과를 논하기는 힘들 수 있다. 또한 상황별로 다르게 나타나는 CSR 활동의 효과를 검증함에 있어 회계관점 또는 소비자관점에서만 도출된 조절변수들은 CSR 활동을 전략적, 통합적으로 활용하는데 충분치 않을 수 있다.

실제로, 마케팅관점 연구에서는 CSR 활동의 효과 측정이 소비자의 실제행동보다 행동의도에 초점을 맞춰 진행된 것에 한계가 있음을 지적했다(Pelozo and Shang, 2011). 특히 CSR 활동은 비용을 수반하기 때문에 재무적 관점에서 성과를 탐색하는 것이 필요하다는 주장이 제기되었고 Tobin's Q, 주가 수익률, ROI 등의 기업가치를 결과변수로 실증한 연구들이 등장했다(Henderson and Arora, 2010; Luo and Bhattacharya, 2006). Bhattacharya and Sen(2004)도 CSR 활동을 하는 기업이나 제품에 대한 소비자의 긍정적 태도가 실질적인 매출증대로 나타나지 않는 잠재적 요인들을 지적하며 실제 성과차원에서 CSR 활동의 효과를 살펴보는 것이 필요하다고 주장했다. 이는 소비자가 CSR 활동에는 긍정적 태도를 보여도 CSR 활동 때문에 가격이 높아지면 제품을 사지는 않는 것 또는 제품의 질을 포기하면서까지 CSR 활동 제품을 선택하지는 않는 것 등 CSR 활동에 대한 태도와 실제 매출 간의 차이가 존재할 수 있음을 인정한 것이다. 이런 논의들은 마케팅관점에서도 가시적이고 측정 가능한 재무회계관점에서 CSR 활동의 효과를 검증하는 것이 필요하다는 인식을 보여준다.

마찬가지로 회계관점에서도 CSR 활동의 효과를 다른 관점에서 검증하는 것에 관심을 보이고 있다. 대부분의 연구가 재무성과에 관심을 기울이고 있지

만 경쟁우위(Greening and Turban, 2000), 투자자에 대한 매력도(Graves and Waddock, 1994), 기업역량(예: 경영실무능력, 운영 효율성, 제품 품질 등)의 증가 등이 결과변수로 연구되었다(Aguinis and Glavas, 2012). 회계관점에서도 CSR 활동의 전략적 평가나 활용의 의미가 증시되고 있음을 의미한다.

CSR 활동은 기업의 직접적 이해관계자인 경영자와 주주뿐만 아니라 지역사회와 소비자에 이르기까지 다양한 이해관계자의 관심 대상이다. CSR 활동이 기업내부의 특징에서 비롯되기도 있지만 소비자, 경쟁자 등 외부 이해관계자의 압력에서 비롯되는 것도 이 때문이다. 특히, 기업의 CSR 활동에 민감하게 반응하는 이해관계자 중의 하나는 소비자이고 소비자와 관련된 다양한 요인들은 기업의 CSR 활동이나 유형 등 실행 계획에 큰 영향을 준다. 이런 상황에서 회계/재무 분야에서 소비자관점의 요인들을 배제하는 것은 중요한 요인을 간과하는 것일 수 있다. 예를 들어, CSR 활동과 기업가치의 관계파악에 있어 CSR 활동을 5년 이상 시행한 기업만을 표본으로 추출한 경우(나영과 홍석훈, 2011) '시행기간'이 CSR 활동에 대한 소비자인식과 평가에 영향을 주는 주요 요인이라는 점이 간과되었다고 볼 수 있다. 마케팅 뿐 아니라 다른 분야의 CSR 활동 연구에서 소비자관점에 대한 적극적 고려와 전략적 활용이 필요한 이유다(Bhattacharya and Sen, 2004).

더구나 그동안 CSR 활동과 재무성과 간의 조절변수로 사용된 것은 기업규모, 기업의 여유자금, 부채수준, 산업유형, 지배구조 등인데 이는 기업입장에서 전략적으로 조정하거나 관리가 힘든 구조적 변수들이다. 따라서 기업이 전략적으로 활용할 수 있는 다른 시장참여자 특히 중요 이해관계자인 소비자관점에서 변수를 탐색하여 활용하는 것이 필요하다.

이에 본 연구는 CSR 활동이 기업 재무성과에 미

치는 영향을 분석함에 있어 마케팅에서 중요하게 고려되는 소비자관점의 변수를 도출하여 멀티수준(multi-level) 즉 학제 간 연구를 수행하고자 한다. Aguinis and Glavas(2012)도 기존 CSR 활동 연구는 거의 제도나 조직 그리고 개인수준 등 하나의 관점에서만 이루어졌기 때문에 적어도 두 가지 이상의 관점을 포함한 연구가 필요하다고 지적했다. 예를 들어, 결과변수는 재무나 회계관점에서, 조절변수는 소비자관점에서 변수를 도출하고 이를 통해 각기 다른 관점의 이론 도입과 혼합 그리고 비교를 통해 통합적인 결과를 얻을 수 있다고 보았다. 이에 CSR 활동 평가에 있어 소비자관점에서 중요하게 고려되는 개념을 도입하여 CSR 활동과 기업 재무성과 간의 관계를 보다 정확하게 설명하고자 한다.

이를 통해 회계관점에서는 실질적인 활용 변수를 고려함으로써 CSR 활동의 효과증진과 전략을 마련하는 데 시사점을 얻을 수 있을 것이다. 마케팅관점에서는 소비자관점에서 도출된 변수가 CSR 활동과 실제 재무성과 간의 관계를 어떻게 조절하는가를 실증해본다는 의의를 갖는다. 다음 장에서 소비자관점에서 중요하게 고려되었던 조절변수들을 살펴보고 CSR 활동과 기업 재무성과 간의 구체적인 가설을 도출해보고자 한다.

2.2.3 CSR 활동과 기업의 재무성과 관계에 있어 소비자관점 변수의 조절효과

조절효과 탐색에 앞서 CSR 활동과 재무성과 간의 기존연구 결과를 간단하게 정리하고 주효과에 대한 가설을 도출했다. Orlizky, Schmidt, and Rynes(2003)도 52개 논문에 대한 메타분석을 통해 CSR 활동과 재무성과 간에 긍정적 상관관계가 있음을 밝혔다. 그들은 두 변수 간의 부정적 관계는 대부분

방법론적인 문제에서 비롯된 것이라고 주장했다. Pelozo(2009) 또한 CSR 활동에 대한 리뷰논문에서 대상이 된 128개 논문의 59%가 CSR 활동이 재무성과에 긍정적 영향을 주고 있음을 밝혔다. 그는 두 변수 간의 중립적 결과나 부정적 결과는 표본 오차에서 발생하는 것이라고 보았다.

CSR 활동의 측정에 대한 기술적 문제의 보완을 위해 선행연구들은 다양한 평가기관에서 발행한 CSR 활동의 지표(예: 미국의 KLD, 영국의 EIRIS, 캐나다의 CSID, GRI(Global Reporting Initiative) 또는 ISO26000 적용여부 등)를 독립변수로 사용하였고 이들 대부분의 연구에서도 재무성과에 대한 긍정적 인과관계가 도출되었다. 국내의 CSR 활동 지표(KEJI 지수)를 사용한 연구에서도 CSR 활동이 ROA, Tobin's Q 등에 긍정적 영향을 주는 것으로 밝혀졌다(장지인과 최현섭, 2010). 나영과 홍석훈(2011)도 동일한 지표를 사용하여 CSR 활동과 재무성과를 분석한 결과 여러 가지 CSR 차원 중 종업원과 경제발전 차원만 기업가치와 유의한 양(+)의 관계를 갖는다고 구체적으로 밝혔다. CSR 활동과 재무성과 간의 선형적 인과관계 뿐 아니라 최운열, 이호선, 홍찬선(2009)은 CSR 활동의 대응치로 기부금지출을 사용한 논문에서 기부금지출이 기업가치에 긍정적 영향을 줌을 밝히고 단 기부금지출이 일정수준 이상을 넘어갈 경우 부정적 영향을 줄 수도 있다는 비선형 결과를 도출한 바 있다.

종합하면, CSR 활동과 재무성과 관련 기존 연구들 그리고 이들을 메타분석한 결과 CSR 활동과 재무성과 간의 긍정적 인과관계가 도출되었음을 알 수 있다. 이는 CSR 활동이 기업평판이나 제품, 브랜드 평가, 또는 제품구매나 충성도, 기업 이해관계자들과의 관계 개선 등에 긍정적 영향을 주고 이것이 기업성과에 긍정적 영향을 미치기 때문으로 볼 수 있

다(Bhattacharya and Sen, 2004; Nguyen and LeBlanc, 1998). 몇몇 논문에서 CSR 활동과 재무성과 간의 부정적 관계 도출은 표본추출이나 방법론 등 기술적인 문제에서 비롯된 것으로 해석되는데, 이의 방지를 위해 CSR 활동을 종합적으로 고려한 지표가 사용된 연구의 대부분에서도 두 변수간의 긍정적 인과관계가 도출되었다. 이상의 논의를 바탕으로 다음과 같은 가설을 도출했다.

H1: 기업의 CSR 활동은 기업의 재무성과에 긍정적 영향을 미칠 것이다.

다음으로 CSR 활동과 재무성과 관계의 조절변수로 기업의 관리가 가능하면서 이해관계자들의 인식이나 평가에 영향을 미칠 수 있는 변수들을 소비자 관점에서 탐색해보자. CSR 활동에 대한 소비자 인식에 영향을 미치는 주요변수는 CSR 활동의 동기(진정성), CSR 활동에 대한 몰입도(commitment), CSR 활동과 기업 간의 적합성(fit) 등이다(Ellen et al., 2006). 이 중 회계관점에서 정량적 측정이 더 용이한 CSR 활동의 동기와 몰입도를 중심으로 살펴보고자 한다.

소비자가 CSR 활동에 대한 기업의 동기를 어떻게 인식하는가는 기업이나 브랜드 평가에 중요한 영향을 미친다. 이는 귀인이론(attribution theory)에 바탕을 둔다. 사람은 타인의 말이나 행동을 보면서 그 이유를 추론하게 되는데 이를 어디에 귀인시키는가에 따라서 평가가 달라진(Heider, 1986). 기업의 CSR 활동을 접한 소비자는 그 이유, 즉 CSR 활동의 동기가 무엇인가에 대해 추론하게 되는데 이를 어디에 귀인하는가에 따라 기업이나 제품에 대한 평가가 달라지는 것이다.

소비자가 CSR 활동의 이유를 공익적이고 사회환

원적인 활동 즉 타인지향적(other-oriented)인 것이라고 귀인하게 되면 이는 가치지향적(value-driven) 동기를 가진 것으로 받아들여져 제품/브랜드 구입의향에 긍정적 영향을 미친다. 반면 기업이 사업에 대한 대의명분을 얻기 위한 수단으로 자기중심적(self-oriented)인 CSR 활동을 하는 것이라고 추론하면 이는 구입의향에 부정적 영향을 미친다. 그렇지만 타인지향 활동이라도 기업의 이해관계자들을 위한 것이라고 인식되면 이는 구입의향에 부정적 영향을 미치고 자기중심적 CSR 활동이라도 기업의 경쟁우위확보나 이익창출을 위한 것은 정당한 기업 활동으로 인식되어 구입의향에 긍정적 영향을 미치는 것으로 나타났다(Ellen et al., 2006). Pelozo and Shang(2011) 역시 소비자가 기업의 CSR 활동을 자기중심적일 때보다 타인지향적이라고 인식할 때 더 긍정적 반응을 보인다는 결과를 제시했다. 소비자가 CSR 활동이 기업의 이익을 위한 것이라기보다 사회나 타인을 위한 것이라는 귀인을 할 때 즉 동기가 순수하다고 볼 때 그 효과도 긍정적임을 알 수 있다.

Vlachos, Tsamakos, Vrechopoulos, and Avramidis(2009)도 유사한 연구결과를 도출했다. 이들은 소비자가 인식하는 기업의 CSR 활동 동기가 소비자 신뢰에 영향을 주고 이는 소비자의 충성도에 영향을 준다는 모형을 제시했다. 소비자가 기업 CSR 활동을 순수하게 선행자체가 목적인 것으로 추론하면 이는 신뢰감에 긍정적 영향을 미쳤다. 그러나 대의명분(cause)을 이용하려는 자기본위적(egoistic) 동기를 가졌다고 인식되거나 사업목적, 매출증대, 긍정적 이미지 창출 등의 전략적 동기를 가졌다고 인식되는 경우 그리고 기업 이해관계자들을 위해 CSR 활동을 한다고 인식되는 경우는 신뢰감을 형성하지 못하는 것으로 나타났다. 즉 CSR 활

동이 선행자체가 목적이 아닌 기업의 또 다른 촉진 활동이나 전략적 활동으로 인식되는 경우 이는 소비자의 신뢰감에 부정적 영향을 주는 것으로 밝혀졌다. 그리고 CSR 활동에 대한 신뢰감형성이 약할수록 소비자의 충성도 정도도 약하게 나타났다.

그런데, 회계관점에서 기업이 수행하는 CSR 활동의 동기(순수성)는 기업의 이익조정 행태를 통해 추론할 수 있다. CSR 활동은 조직의 가치나 문화를 반영하여 실행되기 때문에 이는 경영자의 행동에도 영향을 미친다(Aguilera 2007; Trevino 1986). 따라서 CSR 활동에 적극적인 기업의 경영자는 이익조정을 통한 사적이익을 추구하기보다 조직의 가치와 신념을 위한 의사결정을 할 것으로 기대된다. Beaudoin(2008)도 CSR 활동에 적극적인 기업은 윤리적이고 법을 준수하며 기업정보를 숨기거나 하지 않기 때문에 경영자들이 이익조정을 할 이유가 약하다고 보았다. Chih, Shen, and Kang(2008) 또한 CSR 활동을 많이 하는 기업은 기업에 불리한 정보도 숨기지 않아 이익조정을 할 가능성이 낮음을 제시했다. 즉 CSR 활동을 많이 하는 기업에서는 경영자의 이익조정 행태가 일어날 가능성이 낮다는 견해가 일반적이다.

그런데 CSR 활동을 많이 하면서 이익조정도 크게 하는 기업은 어떻게 받아들여야 할까? 만약 기업이 다양한 CSR 활동을 통해 지역사회, 언론으로부터 지지를 받게 되면 이해관계자들은 해당 기업이 윤리적이고 경영자의 이익조정 유인이 적은 기업이라고 인식하여 감시·감독의 수준을 낮추게 된다. 경영자 입장에서는 활발한 CSR 활동을 통해 주주나 투자자 등의 주목을 다른 데로 돌릴 수 있고 기업 이해관계자들과 친밀하고 밀접한 관계를 유지하면서 자신의 입지를 강화할 수 있다. 경영자가 CSR 활동을 적극적으로 하는 한편 이익조정 또한 크게 한다면

이는 이익조정을 무마하기 위한 수단으로 CSR 활동을 사용하고 있음을 보여준다(Prior, Surroca, and Tribo, 2008). 경영자의 이익조정 행태는 회계정보의 투명성을 저해해 재무정보의 유용성을 감소시키는데, 여기에 더해 CSR 활동 같은 비재무적 정보의 유용성마저 떨어뜨려 투자자나 주주들의 투자행동에 손해를 주는 대리인 비용까지 발생시키는 결과를 초래하는 것이다(Brown, Helland, and Smith, 2006).

실제로 CSR 활동에 다른 목적이 있는 기업에서는 이익조정의 크기가 커질수록 CSR 활동을 많이 하는 양(+)의 관계를 갖는다는 실증결과가 도출되었다. 즉 CSR 활동을 많이 하는 한편 이익조정도 큰 기업은 CSR 활동을 본연의 목적이 아닌 이익조정을 숨기는 용도로 활용하고 있음을 알 수 있다. 즉, 이익조정의 크기가 큰 동시에 CSR 활동도 적극적으로 하는 기업은 CSR 활동에 다른 이유가 있을 수 있는 것이다. 또한 이익조정의 크기가 클수록 CSR 활동이 기업의 재무성과에 주는 긍정적 영향은 줄어들게 된다는 실증결과도 도출되었다(Prior, Surroca, and Tribo, 2008). 이는 CSR 활동이 기업 재무성과에 주는 영향이 CSR 활동에 대한 동기에 의해 조절될 수 있음을 의미한다. 이상의 논의를 바탕으로 다음의 가설을 도출했다.

H2: 기업의 CSR 활동이 재무성과에 미치는 영향은 CSR 활동의 동기에 따라 달라질 것이다. 즉, CSR 활동 동기의 진정성이 약할수록 CSR 활동이 재무성과에 미치는 긍정적 영향은 감소할 것이다.

CSR 활동에 대한 동기 외에 몰입도 역시 CSR 활동에 대한 소비자 인식에 영향을 미치는 중요 변수

다. 이 역시 귀인이론을 바탕으로 하는데 기업이 CSR 활동을 얼마나 지속적이고 일관되게 수행하는가는 기업의 CSR 활동 의도를 추론하는 소비자 귀인활동에 중요한 영향을 미치기 때문이다. 먼저 기업이 얼마나 오랜 기간 CSR 활동을 했는가 하는 소비자의 지각된 몰입도(perceived commitment)는 CSR 활동에 대한 이유 추론에 중요한 영향을 미친다. 여기서 몰입도 인식에 영향을 미치는 요인은 투자의 양과 기간(duration) 그리고 일관성/규칙성 등으로 감정적이고 경제적인 투자 그리고 암시적이거나 명시적인 투자 모두 포함한다(Dwyer, Schurr, and Oh, 1987).

Drumwright(1996)는 기업이 CSR 활동에 많은 시간을 투자할수록 캠페인이 성공할 가능성이 커진다고 보았다. 왜냐하면 오랜 시간을 투자했다는 것 즉 몰입이 강하다는 것은 남을 생각하는 타인지향적 의도와 기업의 자기중심적인 의도가 어느 정도 균형을 이뤘다는 것을 보여주기 때문이다. 같은 맥락에서 Varadarajan and Menon(1988)도 기업이 CSR 활동을 오랜 시간 일관되게 수행할 경우 소비자는 이를 진정성 있는 것으로 추론하게 되지만, 시간이 짧을수록 진정성을 가진 활동이라기보다 기업의 전략적인 활동이라고 추측한다고 주장했다. Webb and Mohr(1998)도 기업이 CSR 활동에 투자하는 시간이 기업의 동기를 추측하는 가장 중요한 단서가 된다고 보았다. 소비자는 기간이 길수록 기업의 동기나 의도가 좋을 것이라고 추론하지만 기간이 짧을수록 CSR 활동이 매출증가를 위한 또 다른 방법이라고 추측하게 된다. L'Etang(1994) 역시 기업의 대의명분(casue)에 대한 몰입도는 기업이 그 활동에 얼마나 충실한가를 보여주는 척도라고 주장했다. 윤각과 조재수(2007)도 지속적이며 규칙적인 CSR 활동은 CSR 활동에 대한 소비자인식에 긍정적인

영향을 주고 이는 기업명성과 입소문의도에 긍정적 영향을 준다는 결과를 도출했다. 이상의 논의를 바탕으로 다음과 같은 가설을 도출했다.

- H3: 기업의 CSR 활동이 재무성과에 주는 영향은 CSR 활동의 몰입도에 의해 달라질 것이다. CSR 활동의 몰입도가 높은 기업에서는 낮은 기업보다 CSR 활동이 재무성과에 미치는 긍정적 영향은 더 크게 나타날 것이다.

III. 연구설계

3.1 변수측정

CSR 활동 연구에서 가장 어려운 문제 중 하나는 CSR의 측정에 관한 것이다. 지금까지 CSR 활동은 기업의 기부금액, 환경투자, 각종 지수 등으로 여러 분야의 다양한 방법으로 측정되어 왔는데 본 연구는 이 중 CSR 활동을 다차원에서 측정한 지수를 사용하고자 한다. 국내기업의 CSR 활동을 다각적으로 측정한 지표로는 경제정의연구소에서 발표하는 KEJI 지표가 가장 많이 사용되고 있다. 경제정의연구소에서 개발한 KEJI 지수는 기업활동의 건전성, 공정성, 사회봉사기여도, 환경보호만족도, 소비자보호만족도, 종업원만족도 및 경제발전기여도라는 7개 영역에서 기업의 사회적 책임활동에 대한 평가치를 제시한다.

본 연구는 선행연구(황호찬, 2009; 천미림과 김창수, 2010 등)를 바탕으로 CSR 활동의 대응치로 KEJI지수를 사용하였다. 단, KEJI 지수는 정량평가와 함께 해당기업에 대한 자체설문형식으로 정성

적 평가 부분을 포함하고 있는데 객관성 확보를 위해 정량평가 결과(75점 만점)만을 CSR 활동의 대용치로 사용했다(육근효, 최미화, 2011).

CSR 활동의 동기(motive)의 대용치로는 이익조정 정도를 나타내는 재량적발생액을 사용했다. 재량적발생액은 수정 Jones모형을 사용하여 추정된 재량적발생액의 절대값으로 측정한다. 경영자는 이익조정 시 이익을 상향 또는 하향 조정할 수 있는데 재량적발생액의 절대값을 사용할 경우 방향에 상관없이 이익조정의 크기만을 측정할 수 있기 때문이다(Dechow and Dichev 2002; Leuz et al. 2003). 재량적 발생액(DA: Discretionary Accruals)은 총발생액(TA: Total Accruals)에서 경영자가 임의적으로 관리할 수 없는 비재량적 발생액(Non-discretionary Accruals: NDA)을 차감하여 계산한다. 본 연구에서는 이익조정의 연구에서 가장 많이 사용하는 수정존스모형(Modified Jones Model)을 이용하여 재량적 발생액을 다음의 식에 추정하였다.

$$TA_{it}/A_{it-1} = \alpha_0[1/A_{it-1}] + \alpha_1[(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})/A_{it-1}] + \alpha_2[PPE_{it}/A_{it-1}] + \epsilon_{it} \dots \dots \dots \text{식 (1)}$$

$$DA_{it} = TA_{it}/A_{it-1} - [\hat{\alpha}_0(1/A_{it-1}) + \hat{\alpha}_1[(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})/A_{it-1}] + \hat{\alpha}_2(PPE_{it}/A_{it-1})] \dots \dots \dots \text{식 (2)}$$

- TA_{it} = 기업 i의 t년도의 총발생액
- DA_{it} = 기업 i의 t년도의 재량적 발생액
- A_{it} = 기업 i의 t년도의 총자산
- ΔREV_{it} = 기업 i의 t년도의 매출액의 변화
- ΔREC_{it} = 기업 i의 t년도의 매출채권의 변화
- PPE_{it} = 기업 i의 t년도의 상각대상유형자산 (토지와 건설중인자산 제외)

소비자가 기업의 CSR 활동의 몰입(commitment) 정도를 인식하는 데 영향을 미치는 주요 요인은 투자 자원의 양, 기간, 일관성(Dwyer, Schurr, and Oh, 1987) 등이다. 즉 몰입도는 어느 정도의 긴 기간 동안 CSR 활동을 수행했는지, 활동하는 동안 중간에 멈춤 없이 지속적으로 CSR 활동을 시행했는지 그리고 어느 정도의 자원을 투자했는지 등으로 측정할 수 있다. 본 연구에서 CSR 활동의 몰입정도는 측정된 KEJI 지표를 기준으로 2004년부터 2009년까지 3회 이상, 즉 3년 이상 연속하여 지속적으로 CSR 활동을 수행한 기업을 몰입도가 높은 기업으로 그렇지 않은 기업은 몰입도가 낮은 기업으로 구분하였다.

재무성과(FP: Financial Performance)는 회계적성과지표인 총자산이익률(ROA: Return on Assets)과 시장가치지표인 Tobin's Q(TQ)를 사용했다. McGuire, Schneeweis and Hill(1986)은 회계지표는 과거의 기업성과만을 반영하는 속성이 있으며 회계정보의 산출과정에서 경영자의 조작이나 회계처리 관행에 따라 달라진다는 단점이 있고, 시장가치지표는 회계성과가 가지는 한계를 피할 수는 있으나 투자자의 관점만을 반영한다는 한계가 있다고 지적했다. 따라서 본 연구에서는 장지인과 최현섭(2010)의 연구처럼 재무성과의 대용치로 회계적 성과지표인 ROA와 시장가치 성과지표인 Tobin's Q를 모두 사용하였다. ROA는 영업이익을 총자산으로 나누어 측정하였다. 분자에 당기순이익이 아닌 영업이익을 사용한 것은 당기순이익을 사용하였을 경우 기업의 영업과 관련이 적은 손익요소가 반영될 수 있기 때문이다. 시장가치 성과지표인 Tobin's Q는 기업이 보유한 자산의 시장가치를 그 대체원가로 나누어 측정하는 것이 원칙이다. Tobin's Q는 주주의 몫을 반영하고, 감가상각 등의 회계적조작의 가

능성이 없어 기업 간 비교가 용이하며 미래의 수익을 반영할 수 있다. 그러나 자산의 대체원가를 계산한다는 것이 현실적으로 불가능하여 Chung and Pruitt(1994)가 제안한 바와 같이 장부가치 대비 시장가치의 비율을 활용해 산출하였으며, 본 연구가 사용한 Tobin's Q를 계산한 방식의 아래의 식과 같다.

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \frac{[\text{주가총액} + \text{총부채장부가액}]_{it}}{\text{총자산의 장부가치}_{it}} \quad \text{식(3)}$$

본 연구에서는 CSR이 재무성과에 미치는 영향을 분석하기 위해 재무성과에 영향을 미칠 수 있는 기업규모(Size), 부채비율(Lev), 연도더미(Year)와 산업더미(Ind)를 통제변수로 설정하였다. 기업규모(Size)는 총자산의 자연로그 값을 사용하였다. 기업규모(Size)가 클수록 규모의 경제나 범위의 경제 등을 바탕으로 수익창출 능력이 높아질 수 있기 때문이다. 부채비율(Lev)은 총부채의 장부가치를 자기자본의 장부가치로 나누어 산출하였다. 부채비율(Lev)은 기업의 부채 상환능력이나 타인자본 의존도를 나타내므로 재무성과에 영향을 미칠 수 있으며 장지인과 최현섭(2010) 등도 기업 고유의 위험요소를 통제하기 위하여 이를 사용하였다. 통제변수인 연도더미(Year)와 산업더미(Ind) 변수는 연도별 경제상황과 산업특성에 따라 환경, 노동, 소비자 등에 대한 지출에 차이가 있어 재무성과에 영향을 미칠 수 있으므로 더미변수로 설정하였다. 산업더미(Ind)는 음식료업, 섬유 및 의복업, 종이 및 목재업, 화학업, 의약품업, 비금속광물, 1차 금속, 기계, 전기 및 전자, 의료장비, 운수장비, 전기가스업, 서비스업, 건설업 등을 한국표준산업분류 체계를 바탕으로 총 9개의 산업으로 구분하였다.

3.2 연구모형

본 연구의 목적은 기업의 CSR 활동이 재무성과에 미치는 영향을 탐색함에 있어 소비자차원의 변수인 CSR 활동의 동기와 몰입정도의 개념을 도입하여 이들이 CSR 활동의 효과에 어떤 영향을 주는가를 분석하는 것이다. 이 같은 목적을 달성하기 위해 3가지 가설을 설정하였다. 가설 1은 많은 선행연구에서 분석한 바와 같이 본 연구의 연구대상기업에서도 CSR 활동이 재무성과에 미치는 영향을 확인하기 위해 기업의 CSR 활동이 기업의 재무성과에 긍정적 영향을 미칠 것이라고 설정하고 다음과 같은 모형 1을 설정하였다.

$$FP_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CSR_{it} + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 Lev_{it} + \alpha_4 \Sigma Year + \alpha_5 \Sigma Ind + \epsilon_{it} \quad \dots \dots \text{모형(1)}$$

FP(ROA 또는 TQ): ROA = i 기업 t년도 영업이익/총자산, TQ = (주가총액 + 총부채장부가액)/총자산장부가액

CSR : i 기업 t년도 KEJI 지수

Size : i 기업 t년도 총자산의 자연로그

Lev : i 기업 t년도 부채비율

Year : 연도더미

Ind : 산업더미

가설 2는 기업의 CSR 활동이 재무성과에 미치는 영향은 CSR 활동의 동기에 의해 달라질 것인가를 검증하는 것이다. 이는 CSR 활동의 동기에 대한 진정성이 약할수록 CSR 활동이 재무성과에 미치는 긍정적 영향은 감소할 것임을 예상하여 설정하였다. CSR 활동에 적극적이면서 이익조정 크기도 크다면 이는 CSR 활동을 본연의 순수한 동기가 아닌 이익조정을 숨기는 용도로 활용하고 있을 가능성이 있음을 시사한다. 따라서 CSR 활동이 재무성과에 미

치는 영향을 분석할 때 CSR 활동 수준과 CSR 활동의 동기를 나타내는 재량적발생액(DA) 그리고 두 변수의 상호작용 항을 포함한 모형 2를 아래와 같이 설정하였다. 모형 2에서 CSR 활동이 재무성과에 긍정적인 영향을 미치는 경우 CSR은 유의한 양(+)의 부호를 나타낼 것이고, CSR 활동의 동기의 순수성이 낮을수록 즉 재량적발생액(DA)의 크기가 클수록 재무성과는 감소할 것이므로 유의한 음(-)의 부호를 나타낼 것이다. 그러므로 CSR 수준이 높으면서 이익조정이 클 경우 CSR수준과 동기의 상호작용 효과를 나타내는 CSR×DA_{it}는 재무성과에 유의한 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예상할 수 있다.

$$FP_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CSR_{it} + \alpha_2 DA_{it} + \alpha_3 CSR \times DA_{it} + \alpha_4 Size_{it} + \alpha_5 Lev_{it} + \alpha_6 \Sigma Year + \alpha_7 \Sigma Ind + \epsilon_{it} \dots \dots \dots \text{모형(2)}$$

$$FP_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CSR_{it} + \alpha_2 Continuity_{it} + \alpha_3 CSR \times Continuity_{it} + \alpha_4 Size_{it} + \alpha_5 Lev_{it} + \alpha_6 \Sigma Year + \alpha_7 \Sigma Ind + \epsilon_{it} \dots \dots \dots \text{모형(3)}$$

$$FP_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CSR_{it} + \alpha_2 DA_{it} + \alpha_3 CSR \times DA_{it} + \alpha_4 Continuity_{it} + \alpha_5 CSR \times Continuity_{it} + \alpha_6 Size_{it} + \alpha_7 Lev_{it} + \alpha_8 \Sigma Year + \alpha_9 \Sigma Ind + \epsilon_{it} \dots \dots \dots \text{모형(4)}$$

FP(ROA 또는 TQ): ROA = i 기업 t년도 영업이익/총자산, TQ = (주가총액+총부채장부가액)/총자산장부가액
 CSR : i 기업 t년도 KEJI 지수
 DA : i 기업 t년도 재량적 발생액 절대값
 Continuity: i 기업이 2004년부터 2009년까지 3회

이상 연속적으로 CSR을 수행한 경우 1, 그렇지 않으면 0

CSR×DA: CSR과 재량적 발생액(DA)의 상호작용변수
 CSR×Continuity: CSR과 지속성(Continuity)의 상호작용변수

Size : i 기업 t년도 총자산의 자연로그
 Lev : i 기업 t년도 부채비율
 Year : 연도더미
 Ind : 산업더미

가설 3은 기업의 CSR 활동 몰입정도에 따라 CSR 활동이 재무성과에 미치는 영향에 차이가 있을 것인가를 검증하는 것이다. CSR 활동의 몰입정도 역시 기업들의 CSR 활동에 대한 소비자 인식에 영향을 미치는 중요 변수다. 기업이 CSR 활동에 많은 시간을 투자한다는 것은 몰입이 강하다는 것이며, 이 경우 소비자는 이를 진정성 있는 활동으로 인식할 수 있다. 따라서 지속적인 CSR 활동은 CSR 활동에 대한 소비자인식에 긍정적인 영향을 주어 재무성과에 긍정적인 영향을 미칠 수 있음을 예상할 수 있다. 그 효과를 분석하기 위해 모형 3을 설정하였다. 모형 3에서는 모형 2와 같이 CSR 활동 수준이 높을수록 그리고 CSR 활동의 몰입정도가 강할수록 재무성과에 긍정적인 영향을 미칠 것이므로 두 변수 모두 유의한 양(+)의 영향력을 나타낼 것으로 예상할 수 있다. 또한 CSR 활동 수준이 높으면서 지속적으로 CSR 활동을 수행할 경우 즉 몰입정도가 높을 경우 두 변수의 상호작용 효과를 나타내는 CSR×Continuity_{it}는 재무성과에 유의한 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상할 수 있다. 마지막으로 모형 4는 이상의 모형에서 고려한 모든 변수를 포함하는 종합적인 모형으로 설정하였다.

3.3 표본선정

본 연구를 위한 표본선정과정은 다음과 같다. 우선 2006년부터 2009년까지 유가증권시장에 상장된 비금융기업 중 해당기간동안 KEJ지표가 산출된 총 1,295개 기업을 선정했다. 이 중 결산월이 12월이 아닌 기업(27개), 인수·합병된 기업과 상장폐지 기업(9개), 이밖에 재무자료 수집이 어려운 기업(33개)을 제외하였다.

본 연구는 CSR 활동 시행여부 보다 효과적인 CSR 방법을 탐색하기 위한 것이다. 따라서 현재 CSR 활동을 적극적으로 수행하고 있는 기업입장에서 이를 효과적으로 수행하기 위해 동기와 몰입정도를 어떻게 관리해야할 것인가에 초점을 맞췄다. 이에 전체 1,226개 표본기업을 CSR 활동수준의 중위수를 기준으로 구분하고 CSR 활동 수준이 중위수보다 낮은 경우는 표본에서 제외하였다.¹⁾

이러한 과정으로 최종표본에는 총 613개 기업이 포함되었다. 이 중 CSR을 연속 3회 이상 실시한 기

업은 351개이고, CSR을 1회, 2회, 또는 3회를 비연속적으로 실시한 기업은 262개이다.²⁾ <표 1>은 전체 613개 표본의 연도별 분포를 나타낸다.

IV. 실증분석결과

4.1 기술통계량

<표 2>는 연구모형에 포함된 변수들의 기술통계량을 제시한다. 표본기업의 재무성과를 나타내는 총자산영업이익률(ROA)과 Tobin's Q(TQ)의 평균(중위수)은 각각 0.0923(0.0634)과 1.1528(0.9865)이다. 본 연구는 CSR을 적극적으로 수행하는 기업을 대상으로 한다. 따라서 표본기업의 CSR은 KEJ지수가 산출된 전체기업들의 평균(중위수)적인 CSR 수준인 45.30보다 다소 높은 48.23(47.93)이다. CSR 활동 동기의 대용치인 재량적 발생액(DA)은

<표 1> 연도별 표본기업

구분	표본수			
	연도별 표본 수	CSR 활동을 지속적으로 실행한 기업 ^{주1)}	CSR 활동을 지속적으로 실행하지 않은 기업	전체
2006년		90	42	132
2007년		112	34	146
2008년		74	86	160
2009년		75	100	175
합계		351	262	613

주 1) CSR을 지속적으로 한 기업은 2004년부터 2009년까지 3년 이상 연속으로 CSR을 수행한 기업

1) KEJ 지수에서 조사한 기업들의 CSR 평균은 45.30이고, 중위수는 45.31이다.

2) 본 연구의 연구대상 기간은 2006년부터 2009년이다. 그러나 본 연구에서는 해당기간동안 CSR 활동의 몰입을 3회 이상 지속적으로 CSR을 수행하는 기업으로 정의하였으므로, 이를 위해서는 (t-2)회계년도까지의 CSR을 고려해야 한다. 예를 들어 A기업이 2004년, 2005년 그리고 2006년에 연속적으로 CSR을 수행한 경우 2006년에 A기업은 지속적으로 CSR을 수행한 기업으로 분류하였다.

〈표 2〉 기술통계량

변수	평균	중위수	최소값	최대값	표준편차
ROA	0.0923	0.0634	-0.4030	0.4990	0.1100
TQ	1.1528	0.9865	0.3553	4.6551	0.6106
CSR	48.23	47.93	45.19	57.15	2.26
DA	0.0678	0.0405	0.0002	0.6991	0.0962
Continuity	0.5700	1	0	1	0.4950
Size	26.32	26.35	21.02	32.09	1.92
LEV	0.4097	0.4024	0.0332	2.0337	0.1853

주1) ROA : i 기업 t년도 영업이익/총자산
 CSR : i 기업 t년도 KEJI 지수
 Continuity : i 기업이 2004년부터 2009년까지 3회 이상 연속적으로 CSR을 수행한 경우
 Size : i 기업 t년도 총자산의 자연로그
 TQ : (주가총액+총부채장부가액)/총자산장부가액
 DA : i 기업 t년도 재량적 발생액 절대값
 LEV : i 기업 t년도 부채비율

평균(중위수) 0.0678(0.0405)이다. CSR 활동 몰입 정도의 대응치인 CSR 활동 지속성은 평균 0.5700으로 표본기업 중 57%가 CSR 활동을 3회 이상 연속적으로 수행한 것으로 나타났다. 통제변수인 기업 규모의 평균(중위수)은 26.32(26.35)이고, 부채비율은 평균(중위수) 40.97%(40.24%)인 것으로 나타났다.

〈표 3〉은 변수들의 상관관계분석결과를 나타낸다. 먼저 재무성과를 나타내는 총자산영업이익률(ROA)

은 또 다른 재무성과인 Tobin's Q(TQ) 및 CSR 지속성과 1% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 가지며, 통제변수인 부채비율(LEV)과는 음(-)의 상관관계를 나타낸다. 또한 총자산영업이익률(ROA)은 CSR 활동의 수준(CSR)과 5%수준에서 유의한 양(+)의 관계를 CSR 활동 동기를 나타내는 재량적 발생액(DA)과는 10%수준에서 유의한 음(-)의 관계를 나타낸다.

반면 Tobin's Q(TQ)는 CSR 활동의 수준(CSR)

〈표 3〉 상관관계 분석결과

변수	ROA	TQ	CSR	DA	Continuity	SIZE	LEV
ROA	1	.319***	.098**	-.044*	.178***	.045	-.137***
TQ		1	.246***	-.038	.063*	.200***	-.085**
CSR			1	-.039	.077*	.149***	.039
DA				1	-.033*	.030	.159***
Continuity					1	.082**	-.080**
SIZE						1	.222**
LEV							1

주1) *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

주2) 변수설명은 〈표 2〉참조

과 1% 수준에서 유의한 양(+)^{*}의 관계를 나타냈으나 재량적 발생액(DA)과는 유의한 상관관계를 보이지 않았다. 그러나 기업규모와는 1% 수준에서 유의한 양(+)^{*}의 상관관계를 나타냈고, 부채비율(LEV)과는 5%수준에서 유의한 음(-)^{*}의 관계를 나타냈다. CSR 활동의 수준(CSR)은 CSR 지속성과는 10% 수준에서 유의한 양(+)^{*}의 관계를 나타냈다. 이는 CSR 수준이 높은 기업이 지속적으로 CSR을 수행할 가능성이 높음을 의미한다. 그러나 재량적 발생액(DA)과는 유의한 상관관계가 없는 것으로 나타났다. 재량적 발생액(DA)은 CSR 지속성과 10%수준에서 유의한 음(-)^{*}의 관계가 있는 것으로 나타났으며, 부채비율(LEV)과는 1% 수준에서 유의한 음(-)^{*}의 관계가 있는 것으로 나타났다. 이는 CSR 몰입도가 높은 CSR을 지속적으로 수행하는 기업은 경영자의 임의적인 이익조정행위가 적다는 Beaudoin (2008)과 Chih et al.(2008) 등의 선행연구와 일치하는 결과이다.

4.2 가설분석결과

〈표 4〉는 가설 1의 분석결과를 나타낸다. 본 연구는 CSR 활동을 평균수준 이상으로 적극적으로 수행한 기업을 대상으로 하였고 기존 선행연구에서 검토하였던 CSR과 재무성과의 관계를 재검토하였다.

분석결과에 따르면 CSR을 적극적으로 수행한 기업들에서도 선행연구에서와 마찬가지로 CSR 활동의 수준이 높을수록 재무성과도 높아지는 것으로 나타났다. 즉 회계성과를 나타내는 총자산영업이익률(ROA)과 시장성과를 나타내는 Tobin's Q(TQ)는 모두 CSR 활동에 적극적인 기업일수록 우수하다는 의미이다.

〈표 5〉는 가설 2와 가설 3의 분석결과를 제시한다. 먼저 가설 2의 경우 CSR은 총자산영업이익률(ROA)에 1% 수준에서 유의한 양(+)^{*}의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그리고 본 연구의 주요 관심 변수인 재량적 발생액(DA)은 재무성과인 ROA에 5% 수준에서 유의한 음(-)^{*}의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, CSR×DA_{it} 역시 ROA에 1% 수준에서

〈표 4〉 회귀분석결과: 가설 1

독립변수	H1	
	ROA	Tobin's Q
Intercept	-0.1905 [*]	-3.1145 ^{***}
CSR	0.0046 ^{**}	0.0598 ^{***}
Size(기업규모)	0.0037	0.0504 ^{***}
LeV(부채비율)	-0.0922 ^{***}	-0.1359
Year(연도더미)	포함	포함
Ind(산업더미)	포함	포함
표본 수	613	613
Adjusted R ²	0.1104	0.0900

주1) ^{*}, ^{**}, ^{***}은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

〈표 5〉 회귀분석결과: 가설 2와 가설 3

독립변수	H2		H3	
	ROA	Tobin's Q	ROA	Tobin's Q
Intercept	-0.3907**	-3.9199**	-4.5981***	-0.3350***
CSR	0.0087***	0.0766***	0.0909***	0.0076***
DA(재량적발생액)	-1.0189**	-9.9015*		
CSR×DA	-0.0606***	-0.2427***		
Continuity(지속성)			2.1647**	0.2449**
CSR×Continuity			0.0440*	0.0046***
Size(기업규모)	0.0036	0.0497**	0.0487	0.0030***
Lev(부채비율)	-0.0936***	-0.1454***	-0.1529***	-0.0848
Year(연도더미)	포함	포함	포함	포함
Ind(산업더미)	포함	포함	포함	포함
표본 수	613	613	613	613
Adjusted R ²	0.0530	0.0982	0.0581	0.0930

주1) *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. CSR은 시장성과지표인 Tobin's Q(TQ)에도 1% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 재량적 발생액(DA)과 CSR×DA_{it}는 각각 10%와 1% 수준에서 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

이는 CSR 활동에 적극적인 동시에 이익조정을 많이 하는 기업일수록 재무성과에 대한 CSR 활동의 긍정적 효과가 감소한다는 증거를 제시하고 있다. 이는 가설 2의 설정과정에서 예상했던 바와 같이 경영자의 이익조정 행위가 CSR 활동이 기업 재무성과에 주는 효과를 저해하고 있음을 보여준다. 기업의 적극적인 CSR 활동은 시장에 좋은 기업(good company)이라는 신호를 전달하고 이는 긍정적 재무성과를 유도할 수 있다. 그런데 CSR 활동을 적극적으로 하는 한편 이익조정 또한 많이 한다는 것은 시장에서 CSR 활동 동기의 진정성에

대한 의문을 불러일으킬 수 있다. 기업이 이익조정이라는 부정적인 정보를 상쇄하기 위해 CSR 활동을 전략적으로 활용한다는 추론을 불러일으킬 수 있는 것이다(Prior et al., 2008).

이상의 결과는 기업이 CSR 활동을 수행함에 있어 그 수준뿐만 아니라 시장에서 CSR 활동의 진정성이 어떻게 수용될 것인가에 대해 고려해야함을 시사한다. CSR 활동의 정도가 크더라도 시장에서 그 활동이 진정성 있게 수용되지 않는다면 그 효과가 감소하기 때문이다. 즉 CSR 활동의 효과를 극대화하기 위해서는 이익조정같이 CSR 활동의 실행동기를 의심하게 할 만한 행태를 축소해야 할 것이다.

CSR 활동의 효과분석에 있어 CSR 활동의 몰입 정도가 조절변수로 설정된 가설 3의 분석결과는 다음과 같다. 먼저 CSR 활동은 가설 2의 결과와 유사하게 ROA와 Tobin's Q에 모두 1% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. CSR

활동의 몰입정도에 대한 대용치인 CSR 활동의 지속성 역시 ROA와 Tobin's Q에 각각 5% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 CSR 활동과 지속성의 상호작용 변수인 CSR×Continuity_{it}는 ROA에 10% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 Tobin's Q에는 1% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 통제 변수인 부채비율(Lev)은 ROA모형에서만 1% 수준에서 재무성과에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 기업규모(Size)는 Tobin's Q모형에서만 1% 수준에서 재무성과에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

이는 CSR 활동의 몰입정도가 CSR 활동이 재무성과에 영향을 미치는 효과를 조절하는 변수로 유의한 영향력을 갖고 있음을 보여준다. 즉, 다른 변수가 통제된 상황에서 같은 수준으로 CSR 활동을 실행한다고 하더라도 이를 중단하지 않고 지속적으로 수행한 기업에서 CSR 활동이 재무성과에 주는 긍정

적 효과가 더 크게 나타났다. 이는 기업이 CSR 활동을 동일한 수준에서 실행하더라도 지속적으로 꾸준히 실행한다면 재무성과에 대한 긍정적 효과가 더 커질 수 있음을 의미한다. 시장에서 지속적 CSR 활동이 그렇지 않은 상황보다 더 긍정적으로 수용되고 있음을 알 수 있다.

가설 1, 가설 2 그리고 가설 3의 주요변수인 CSR, CSR의 동기 그리고 CSR의 몰입을 모두 고려한 모형 5의 분석결과는 <표 6>에 제시되었다.

분석결과에 따르면 위 가설의 검증 결과와 동일한 결과가 나타났다. 유의수준에 다소 차이가 나타나는 하였으나, CSR은 재무성과에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났고 재량적 발생액(DA)은 재무성과에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 CSR 지속성은 재무성과에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. CSR과 재량적 발생액의 상호작용변수인 CSR×DA_{it}는 재무성과에 유의한 음(-)의 영향력을 CSR과 지속

<표 6> 회귀분석결과

독립변수	ROA	Tobin's Q
Intercept	-4.4872*	-0.2727***
CSR	0.0886***	0.0062***
DA(재량적발생액)	-10.6040**	-3.0160***
CSR×DA	-0.2366***	-0.0605**
Continuity(지속성)	1.0883***	0.1243**
CSR×Continuity	0.0217**	0.0033**
Size(기업규모)	0.0482*	0.0028**
Lev(부채비율)	-0.1571*	-0.0843*
Year(연도더미)	포함	포함
Ind(산업더미)	포함	포함
표본 수	613	613
Adjusted R ²	0.0783	0.1013

주1) *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

성의 상호작용변수인 $CSR \times Continuity_{it}$ 은 재무성과에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이상의 가설검증결과는 CSR 수준이 높고, 재정적 발생액이 낮으며 CSR을 지속적으로 수행하는 기업일수록 재무성과가 좋다는 사실을 나타낸다. 즉 CSR을 적극적으로 수행하는 기업은 CSR 수준이 높을수록 재무성과가 좋는데 CSR의 동기의 진정성이 높고, CSR의 몰입정도가 강할수록 재무성과가 제고된다는 증거를 제시한다.

V. 결론

지난 10년간 지속가능성은 국내외 기업들의 가장 중요한 관심사 중 하나가 되었다. 최근 우리기업들도 경제민주화에 대한 사회적 관심이 증가하면서 지속가능성 제고의 핵심요소인 CSR을 경영의 우선과제로 삼고 사회공헌을 담당하는 전담조직을 신설하거나 확대하는 등 CSR을 강화하기 위한 다양한 움직임을 보이고 있다. 뿐만 아니라 기부금을 전달하는 일차적인 CSR 활동을 확장하여 중소기업 지원, 소비자권익 확대, 친환경 활동, 노동환경개선, 소외계층 및 지역사회 발전지원 등 여러 사회문제를 해결하기 위한 CSR 활동을 수행하기에 이르렀다.

본 연구는 CSR 활동이 기업재무성과에 미치는 영향을 탐색함에 있어 기존의 일관되지 않은 연구결과를 세 부분에서 보완하고 검증하고자 했다. 첫째 기존연구에서 문제점으로 지적된 CSR의 정의 및 측정문제 그리고 표본선정 등의 기술적 문제는 CSR 활동을 다차원에서 측정한 표준화지수를 활용해서 보완하고자 했다. 둘째 기존연구들이 주로 회계나

재무 또는 마케팅, 조직 등 한 가지 차원에서만 진행되었다면 본 연구는 멀티수준(multi-level)의 연구를 진행했다. 즉, CSR측정은 회계관점에서 CSR효과에 영향을 미치는 조절변수는 마케팅관점에서 도출하여 학제 간 연구를 진행했다. 이는 CSR효과에 대해 논쟁적이었던 기존연구결과를 다양한 조절변수를 통해 구체적 설명하고자 한 것이다.

실무적 관점에서 보면, 기존의 CSR 활동과 재무성과를 분석한 회계학적 연구들은 투자자를 중심으로 연구가 진행되었고 기업이 전략적으로 조정하거나 관리하기가 상대적으로 힘든 재무정보나 지배구조 등을 조절변수로 사용했다. 이는 CSR 활동의 주요 고려대상이 되는 소비자차원에 대한 고려가 부족했다는 점과 실행 가능한 전략도출이 어렵다는 한계를 갖는다. 본 연구는 CSR 활동이 기업재무성과에 미치는 영향을 분석함에 있어 소비자차원의 변수인 동기와 몰입도 개념을 조절변수로 도입하여 CSR 활동의 주요이해관계자인 소비자측면의 관점을 보완하고 기업이 CSR 활동을 실행함에 있어 직접적으로 실행 가능한 방안을 모색하고자 했다.

연구결과, CSR 활동을 시장평균 이상으로 수행하는 기업에서 CSR 활동의 수준이 높아질수록 재무성과가 높은 것으로 나타났다. 그러나 CSR 활동을 적극적으로 수행하는 한편 경영자의 이익조정 정도가 크면 CSR 활동이 재무성과에 주는 긍정적 효과가 감소하는 것으로 나타났다. 이는 시장에서 경영자의 이익조정정도가 클수록 CSR 활동의 동기의 진정성이 낮은 것으로 인식될 가능성이 있음을 시사한다. 또한 CSR 활동을 수행할 때 이를 중단 없이 지속적으로 시행하는 경우에서 그렇지 않은 경우보다 CSR 활동이 재무성과에 미치는 긍정적 영향이 더 증가하는 것으로 나타났다. 이는 시장에서 지속적인 CSR 활동이 CSR에 대한 몰입도가 큰 것으로 인

식되어 긍정적 영향을 유발하는 것으로 볼 수 있다.

본 연구결과를 바탕으로 하면, 기업이 얼마만큼의 CSR 활동을 수행하는가도 재무성과에 영향을 주지만 어떻게 하는가 또한 재무성과에 영향을 줄 수 있다. 즉, 동일한 수준의 CSR 활동을 수행하더라도 시장에서 CSR 활동 동기의 진정성이 낮게 평가될 만한 행태(예: 이익조정행위)를 최소화하고 CSR 활동을 중단 없이 지속적으로 시행하는 것이 더 긍정적인 효과를 유발함을 알 수 있다. 이를 통해 CSR 활동을 수행하는 기업들은 다양한 차원의 요인들을 고찰하여 CSR 활동에 투입되는 자원의 효율성을 증진시키고 CSR 활동을 계획하는 데 시사점을 얻을 수 있을 것이다. 또한 자본시장에는 기업 가치평가에 있어 재무정보뿐만 아니라 CSR 활동과 같은 비재무정보에 대한 유용성에 대한 중요성을 인식시키는 기회를 제공할 수 있을 것으로 기대한다.

참고문헌

- 나영, 홍석훈(2011), "기업규모에 따른 CSR 활동과 기업 가치에 대한 실증분석," *회계저널*, 20(5), 125-160.
- 육근효, 최미화(2011), "기업의 사회적 책임, 소유구조, 재무성과 간의 관련성에 관한 연구," *회계와 감사연구*, 제53권 : 303-331.
- 윤각, 조재수(2007), "기업의 사회적 책임활동 인식에 영향을 미치는 요인들에 관한 연구," *광고연구*, 75, 163-187.
- 장지인, 최현섭(2010), "기업의 사회적 책임(CSR)과 재무성과와의 관계," *대한경영학회지*, 23, 633-648.
- 천미림, 김창수(2011), "지속적인 기업의 사회적 책임이 재무성과에 미치는 영향," *회계정보연구*, 27, 215-236.
- 최운열, 이호선, 홍찬선(2009), "기업의 사회공헌활동이 기업가치에 미치는 영향: 기부금지출을 중심으로," *경영학연구*, 38, 407-432.
- 황호찬(2009), "기업의 비재무적 정보가 기업 가치에 미치는 영향 -회계가치 모형을 이용한 기업의 사회적 책임을 중심으로-", *회계정보연구*, 제27권 제3호 : 215-236.
- 서울경제(2008), "[CSR은 전략이다] 지속가능 성장위한 '선택아닌 필수'," 10월 16일.
- Aguilera, R. V., D.E. Rupp, C. A. Williams and J. Ganapathi(2007), "Putting the S back in Corporate Social Responsibility: A Multi-level Theory of Social Change in Organizations," *Academy of Management Review*, 32(3), 836-863.
- Aguinis, H and A. Glavas(2012), "What We Know and Don't Know about Corporate Social Responsibility: A Review and Research Agenda," *Journal of Management*, 38(4), 932-968.
- Arora, N. and T. Henderson(2007), "Embedded Premium Promotion: Why It Works and How to Make It More Effective," *Marketing Science*, 26(4), 514-531.
- Bansal, P.(2003), "From Issues to Actions: The Importance of Individual Concerns and Organizational Values in Responding to Natural Environmental Issues," *Organization Science*, 14, 510-527.
- Bansal, P. and K. Roth(2000), "Why Companies Go Green: A Model of Ecological Responsiveness," *Academy of Management Journal*, 43, 717-736.
- Barone, M. J., A. D. Miyazaki, and K. A. Taylor (2000), "The Influence of Cause-Related Marketing on Consumer Choice: Does One

- Good Turn Deserve Another?," *Journal of the Academy of Marketing Science*, 28(2), 248-262.
- Bhattacharya, C. B. and S. Sen(2004), "Doing Better at Doing Good: When, Why, and How Consumers Respond to Corporate Social Initiative," *California Management Review*, 47(1), 9-24.
- Beaudoin, C. A.(2008), "Earning Management: The Role of Agency Problem and Corporate Social Responsibility," Paper for the degree of doctor of philosophy, *Drexel University*.
- Bechker-Olsen, K., B. A. Cudmore, and R. P. Hill (2006), "The Impact of Perceived Corporate Social Responsibility on Consumer Behavior," *Journal of Business Research*, 59, 46-53.
- Berman, S. L., A. C. Wicks, S. Kotha, and T. M. Jones(1999), "Does Stakeholder Orientation Matter? The Relationship between Stakeholder Management Model and Firm Financial Performance," *Academy of Management Journal*, 42, 488-506.
- Brown, T. J. and P. A. Dacin(1997), "The Company and the Product: Corporate Associations and Consumer Product Responses," *Journal of Marketing*, 61, 68-84.
- Brown, W. O., E. Helland and J. K. Smith(2006), "Corporate Philanthropic Practices," *Journal of Corporate Finance*, 12, 855-877.
- Carroll, A. B.(1991), "The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders," *Business Horizons*, 34, 39-48.
- Chih, H. L., C. H. Shen, and F. C. Kang(2008), "Corporate Social Responsibility, Investor Protection, and Earnings Management: Some International Evidence," *Journal of Business Ethics*, 79, 179-198.
- Chung, K.H., & Pruitt, S.W. (1994), "A simple approximation of Tobin's q," *Financial Management*, 23(3), 70-74.
- Davis K. and R. L. Blomstrom(1975), "Business and society: Environment and responsibility," New York: McGraw-Hill.
- Doh, J. P., S. D. Howton, S. W. Howton, and D. S. Siegel(2010), "Does the Market Respond to an Endorsement of Social Responsibility? The Role of Institutions, Information, and Legitimacy," *Journal of Management*, 36, 1461-1485.
- Dechow, P., R. Sloan, and A. Sweeny(1995). "Detecting Earnings Management," *The Accounting Review*, 70, 193-225.
- Dechow, P., and I. Dichev(2002). "The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors," *The Accounting Review*, 77(Supplement), 35-59.
- Drumwright, M. E.(1996), "Company Advertising With a Social Dimension: The Role of Noneconomic Criteria," *Journal of Marketing*, 60, 71-87.
- Du, Shuili, C. B. Bhattacharya, and S. Sen(2011), "Corporate Social Responsibility and Competitive Advantage: Overcoming the Trust Barrier," *Management Science*, 57, 1528-1545.
- Dwyer, F. Robert, Paul H. Schurr and Sejo Oh (1987), "Developing Buyer-Seller Relationships," *Journal of Marketing*, 51(April), 11-27.
- Dwyer, F. R., P. H. Schurr, and S. Oh(1987), "Developing Buyer-Seller Relationships," *Journal of Marketing*, 51, 11-27.

- Ellen, P. S., L. A. Mohr, and D. J. Webb(2000), "Charitable Programs and the Retailer: Do They Mix?," *Journal of Retailing*, 76, 393-406.
- Ellen, P. S., D. J. Webb and L. A. Mohr(2006), "Building Corporate Associations: Consumer Attributions for Corporate Socially Responsible Programs," *Journal of the Academy of Marketing Science*, 34, 147-157.
- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson and K. Schipper (2005), "The Market Pricing of Accruals Quality," *Journal of Accounting and Economics*, 39, 295-327.
- Friedman, M. (1970) "The social responsibility of business is to increase its profits.," *New York Times Magazine*, September 13: 32-33, 122, 124, 126.
- Fry, L. W., G. D. Keim, and R. E. Meiners(1982), "Corporate Contributions: Altruistic or For-Profit?," *Academy of Management Journal*, 25, 94-106.
- Graves, S. B. and S. A. Waddock(1994), "Institutional Owners and Corporate Social Performance," *Academy of Management Journal*, 37, 1034-1046.
- Graves, S. B. and S. A. Waddock(2000), "Beyond Built to Last Stakeholder Relations in 'Built-to-Last' Companies," *Business and Society Review*, 105, 393-418.
- Greening, D. W. and D. B. Turban(2000), "Corporate Social Performance as a Competitive Advantage in Attracting a Quality Workforce," *Business & Society*, 39, 254-280.
- Harrison, J. S. and R. E. Freeman(1999), "Stakeholders, Social Responsibility, and Performance: Empirical Evidence and Theoretical Perspective," *Academy of Management Fi-*
- nance*, 25, 479-485.
- Heider, B.(1986), "Attribution, Emotion and Action," *Handbook of Motivation and Cognition*, R. M. Sorrentino and E. T. Higgins, N.Y., Guilford Press, 281-312.
- Henderson. T. and N. Arora(2010), "Promoting Brands Across Categories with a Social Cause: Implementing Effective Embedded Premium Programs," *Journal of Marketing*, 74, 41-60.
- Landon, S. and C. E. Smith(1997). "The Use of Quality and Reputation Indicators by Consumers: The Case of Bordeaux Wine." *Journal of Consumer Policy* 20: 289-323.
- Leuz, C., Nanda, D. and Wysocki, P. D. (2003), "Earnings management and investor protection: an international comparison," *Journal of Financial Economics*, 69(3), 505-528.
- L'Etang, J.(1994), "Public Relations and Corporate Social Responsibility: Some Issues Arising," *Journal of Business Ethics*, 13, 111-123.
- Luo, X. and C. B. Bhattacharya(2006), "Corporate Social Responsibility, Customer Satisfaction, and Market Value," *Journal of Marketing*, 70, 1-18.
- Maignan, I. and O. C. Ferrell(2004), "Corporate Social Responsibility and Marketing: An Integrative Framework," *Journal of the Academy of Marketing Science*, 32(1), 3-19.
- Maignan, I., O. C. Ferrell, and G. T. M. Hult (1999), "Corporate Citizenship: Cultural Antecedents and Business Benefits," *Journal of the Academy of Marketing Science*, 27, 455-469.
- McGuire, J. B., A. Sundgren, and T. Schneeweis (1988), "Corporate Social Responsibility

- and Firm Financial Performance". *Academy of Management Journal*, 31.(4): 854-872.
- McWilliams, A. and D. S. Siegel(2001). "Corporate Social Responsibility and Financial Performance. correlation or misspecification?." *Strategic Management Journal*, 21, 603-609.
- Nguyen, Nha and G. LeBlanc(1998), "The Mediating Role of Corporate Image on Customers' Retention Decisions: An Investigation in Financial Services," *The International Journal of Bank Marketing*, 16(2), 52-65.
- Orlitzky, M., F. L. Schmidt, and S. L. Rynes (2003). "Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis," *Organization Studies*, 24, 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, 321-357.
- Peloza, J.(2009), "The Challenge of Measuring Financial Impacts from Investments in Corporate Social Performance," *Journal of Management*, 39, 1518-1541.
- Peloza, J. and J. Shang(2011), "How Can Corporate Social Responsibility Activities Create Value for Stakeholders? A Systematic Review," *Academy of Journal of the Academy of Marketing Science*, 39, 117-135.
- Porter, M. E. and M. R. Kramer(2006), "The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility," *Harvard Business Review*, December, 78-93.
- Prior, D., J. Surroca, and J. A. Tribo(2008), "Are Socially Responsible Managers Really Ethical? Exploring the Relationship Between Earning Management and Corporate Social Responsibility," *Corporate Governance: An International Review*, 16(3), 160-177.
- Robin, D. P. and R. E. Reidenbach(1987), "Social Responsibility, Ethics, and Marketing Strategy: Closing the Gap Between Concept and Application," *Journal of Marketing*, 51, 44-58.
- 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, 225-243.
- Stanaland, A. J. S., M. O. Lwin, and P. E. Murphy (2011), "Consumer Perceptions of the Antecedents and Consequences of Corporate Social Responsibility," *Journal of Business Ethics*, 102, 47-55.
- Teoh, S. H., I. Welch, and C. P. Wazzan(1999), "The Effect of Socially Activist Investment Policies on the Financial Markets: Evidence from the South African Boycott," *Journal of Business*, 72, 35-39.
- Trevino, L. E.(1986), "Ethical Decision Making in Organizations: A Person-Situation Interaction Model," *Academy of Management Review*, 11, 601-617.
- Varadarajan, P. R. and A. Menon(1988), "Cause-Related Marketing: A Coalignment of Marketing Strategy and Corporate Philanthropy," *Journal of Marketing*, 52(July), 58-74.
- Verschoor, C. C.(1998), "A Study of The Link Between a Corporation's Financial Performance and Its Commitment to Ethics," *Journal of Business Ethics*, 17, 509-1516.
- Vlachos, P. A., A. Tsamakos, A. P. Vrechopoulos, and P. K. Avramidis(2009), "Corporate Social Responsibility: Attributions, Loyalty, and

- the Mediating Role of Trust," *Journal of the Academy of Marketing Science*, 37, 170-180.
- Waddock, S. A. and S. B. Graves(1997), "The Corporate Social Performance- Financial Performance Link," *Strategic Management Journal*, 18, 303-319.
- Webb, D. J. and L. A. Mohr(1998), "A Typology of Consumer Responses to Cause-Related Marketing: From Skeptics to Socially Concerned," *Journal of Public Policy & Marketing*, 17 (2), 226-238.

Corporate Social Responsibility and Financial Performance - Investigating the moderating effects of motive and commitment of CSR -

Mi Lim Chon* · Jae Mee Yoo**

Abstract

Corporate social responsibility (CSR) has become an increasingly important issue for firms' management. More firms are willing to work on the CSR because they believe that there is a close relationship between CSR and the firms' long-term sustainability. The substantial rise of CSR practices has recently fuelled research on the relationship between CSR activities and firms' performance. However, prior researches have produced controversial finding on the CSR effects. They have revealed that CSR outcomes could be different contingent on the different theoretical orientations. Research approach on CSR can be changed its theoretical base such as marketing or accounting; attracted variables and their definitions can be changed according to its approach, which leads to draw non-consistent results on CSR effects. Moreover, CSR effect could be dependent on the explored moderating variables in each study.

This paper considers two factors to have non-controversial findings. First, it has conducted multidisciplinary and multi-level analysis considering accounting and marketing research. Second, the study considers CSR motive and commitment derived from marketing-oriented theory as moderating variables that explain the variance of the relationship between CSR and financial performance. This research also focuses on how to implement CSR activities rather than whether to do with firms practicing CSR activities above market average.

The study finds that the more firms exhibit CSR practices the better financial performance is in the case of firms practicing CSR above market average. This relationship is found to be moderated by firms' motive and commitment of CSR. It is known that firms with high level of

* Assistant Professor, Department of Accounting, Cheongju University

** Assistant Professor, Department of Business Administration, Cheongju University

CSR activities are considered as ethical and transparent one. If CSR activities are accompanied with high earning management, it reduces the positive effect of CSR on financial performance since interested parties may doubt firms' intention of CSR and recognize that the managers exploit superior CSR actions to conceal their bad behavior. Further, the study finds that firms' committing on CSR activities increase financial performance. Firms implementing CSR activities with continuity are more likely to raise financial benefit than without. These findings imply that firms should consider multi-level factors then design their CSR activities to improve its effectiveness.

Key words: Corporate Social Responsibility, financial performance, CSR motive, CSR commitment