

기업의 지속가능경영 활동이 기업의 장단기적 가치에 미치는 영향

민재형(주저자)
 서강대학교 경영전문대학원
 (jaemin@sogang.ac.kr)
 하승인(교신저자)
 서강대학교 경영전문대학원
 (sevinha@gmail.com)
 김범석(공저자)
 서강대학교 경영전문대학원
 (bs4eva@naver.com)

본 연구에서는 지속가능경영을 위한 기업의 사회공헌활동이 장단기적 가치에 미치는 영향을 분석하였다. 기업의 사회공헌활동을 측정하기 위한 변수로는 재무제표 상의 기부금 항목과 GRI(Global Reporting Initiative) 가이드라인에 따른 제3자 인증 지속가능보고서 발간 여부를 이용하였고, 기업의 단기적 가치는 로그주식수익률로, 장기적 가치는 토빈큐(Tobin's Q)로 측정하였다. 지속가능보고서의 경우, 재무제표와 달리 명확한 공시 기준이 없어 유엔 산하기관인 GRI 가이드라인을 준수하는 제3자 검증 보고서로 국한하였고, 2008년부터 2013년까지 6개년 간 유가증권시장 상장기업을 대상으로 분석을 수행하였다.

분석결과, 장기적 가치를 나타내는 토빈큐의 경우 기부금지출뿐만 아니라 지속가능보고서도 함께 발간하는 기업이 기부금만 지출하는 기업보다 높은 성과를 보임을 확인하였고, 기부금지출 및 지속가능보고서 발간 모두를 수행하지 않는 기업은 기부금만 지출하는 기업보다 낮은 성과를 나타냄을 확인하였다. 단기적 가치를 나타내는 로그주식수익률의 경우, 기부금지출과 지속가능보고서 발간을 함께 하는 기업은 기부금지출만 하는 기업과 통계적으로 의미 있는 성과 차이를 보이지 않았으나, 기부금지출과 지속가능보고서 발간 모두를 행하지 않는 기업은 기부금만 지출하는 기업보다 성과가 낮음을 확인할 수 있었다.

아울러 사회공헌활동의 지속성이 기업의 장기적 가치에 미치는 영향을 확인한 결과, 연구대상 기간 동안 경기침체로 인해 많은 기업들의 가치가 하락했음에도 불구하고, 사회공헌활동을 지속적으로 행한 기업의 가치는 점차 향상되는 것을 확인할 수 있었다. 이는 기업의 지속적인 사회공헌활동이 건전한 기업 생태계를 조성함으로써 개별 기업도 장기적으로 지속가능한 성장을 이룰 수 있음을 함의한다.

주제어: 지속가능경영, 지속가능보고서, 사회공헌활동, 토빈큐(Tobin's Q), 주식수익률, GRI(Global Reporting Initiative)

1. 서론

최근 들어 재무성과의 극대화라는 기업의 일차적 목적과 함께 기업 경영에 직간접적으로 영향을 미치는 경제적, 환경적, 사회적 요소를 함께 고려하는 지속가능경영(sustainability management)이 주

요 화두로 떠오르고 있다. 지속가능경영이란 기업 경영에 영향을 미치는 경제적, 환경적, 사회적 사안을 전체적으로 아우르면서 기업의 장기적 가치를 추구하는 개념으로, 기업이 근시안적인 이윤 극대화가 아닌 건전한 기업 생태계 조성 과 그 유지에 힘쓸수록 개별 기업도 장기적으로 건강한 성장을 이룰 수 있음을 의미한다.

예를 들어, BMW의 경우 사용한 부품 및 소재가 자동차 폐차 후에도 재활용이 용이하도록 '해체하기 쉬운 디자인(design for disassembly)'이라는 원칙을 세워 폐차의 재활용률을 93%까지 향상시켰으며, 코카콜라는 아프리카 소수민족의 유통센터 설립을 지원하여 높은 매출달성과 함께 아프리카의 외진 곳까지 코카콜라라는 브랜드를 알릴 수 있었다(정태수 외, 2012). 이러한 기업의 지속가능경영 노력은 근시안적인 매출 극대화가 아닌 지속가능한 선순환 수익모델을 사용하는 특징을 갖고 있다. 이와는 반대로 영국의 에너지 기업인 BP(British Petroleum)는 재무적으로 건전한 대기업이었음에도 불구하고 2010년 멕시코만 원유유출사건으로 인해 주가는 폭락하였고, 사건수습비용도 지속적으로 발생하였다. 즉, 석유화학과 같은 큰 규모의 산업에서는 안전문제가 무엇보다 중요함에도 불구하고 재무성과 극대화라는 근시안적 목표의 추구가 해당 기업에게는 큰 위협요인으로 다가올 수 있음을 보여준 사례이다.

우리나라의 경우에도 지속가능경영의 일환으로 행하는 기부금지출과 같은 사회적 책임(CSR: corporate social responsibility)¹⁾이 기업의 희생적인 활동이라는 개념에서 벗어나 사회공헌활동을 통해 주주의 가치뿐만 아니라 사회 전반의 이해관계자 모두의 가치를 추구하는 개념으로 인식이 확대되고 있다. 이에 따라 기업들은 기부금지출과 같은 단순 사회공헌활동 이외에 이산화탄소 및 폐수배출 규제와 같은 환경문제, 노사관계개선 및 차별금지과 같은 노동문제, 그리고 환경보호 및 법규준수 등 사회적 이슈를 해결하기 위해 직·간접 사업형태로 그 활동을 넓혀가고 있으며, 사회공헌활동과 공유가치창출을 투명하게 수행하기 위해 자체적으로 지속가능보고서를

작성하고 있다.

실제로 전국경제인연합회(2013)에 따르면, 사회공헌활동을 위한 지출이 2008년 처음으로 2조원을 넘어섰으며, 2012년에는 3조 2,494만원에 달하는 것으로 조사되었다. 이 수치는 2011년 대비 5.2% 증가한 것으로, 이 중 62.5%가 기부형태이고, 나머지 37.5%는 직접사업형태로 조사되었다. 또한 국내 기업의 사회공헌활동 지출 수준은 일본보다 높는데, 국내 기업의 2012년 기준 세전이익 대비 사회공헌 비중은 3.58%로, 일본의 1.71%보다 2배 이상 높게 나타났다. 기부금지출의 경우에도 단순 기부에서 벗어나 전문성 높은 외부단체 및 비영리단체 등과 파트너십을 이루어 효과의 극대화를 꾀하고 있으며, 의료보건 및 교육, 학교, 사회복지와 같은 직접사업형태 역시 점차적으로 확대되고 있는 추세이다. 또한 조사 대상 기업의 60% 이상이 사내에 사회공헌활동의 평가시스템을 정량적, 정성적으로 마련하여 사회공헌 프로그램을 추진하는 것으로 나타났다. 즉, 기업들이 지속가능경영을 위한 사회공헌활동에 관심을 갖기 시작하면서 기업의 재무적 성과 외에도 사회적, 환경적, 윤리적 성과 등 비재무적인 성과에도 함께 관심을 갖게 된 것이다.

하지만 기업의 비재무적 성과는 재무적 성과와 달리 명확한 계량화 기준이 없는 한계가 있어 기존의 연구에서는 지속가능경영을 위한 사회공헌활동의 대리치로 기부금지출, ISO26000, DJSI(Dow Jones Sustainability Index) 등을 이용하였다(최운열 외, 2009; 김영식·위정범, 2011; 김병준, 2013). 하지만 기업의 기부금 액수 및 지출유무만 가지고는 사회적, 환경적, 윤리적 성과를 포함하는 사회공헌활동의 효과를 모두 고려할 수 없으며, ISO26000

1) 사회적 책임(CSR)은 사회공헌활동 및 사회책임활동 등 여러 가지 이름으로 사용되고 있다. 본 연구에서는 기존 연구 및 기업에서 많이 사용하는 사회공헌활동으로 명칭 한다.

는 사회적 책임에 대한 지침(Guidance on Social Responsibility)을 제공하기 위해 개발된 것이지만 다른 국제표준과는 달리 강제성이 없는 자발적인 규범이다. 따라서 ISO26000을 적용하여 사회적 책임을 이행한 기업이라 하더라도 이행에 대한 정보를 공개하지 않는 기업들도 있으므로 이를 사회공헌활동의 대리치로 사용하기는 어렵다. 한편, DJSI World 지수는 사회적, 환경적, 윤리적 성과를 포함한 지수로 기업으로 하여금 비재무적 정보까지 공개하도록 함으로써 정보공개 투명성을 높이는 데는 기여하였으나, 2013년 기준 국내 23개의 기업만이 이 지수에 포함되어 국내기업의 장기간에 걸친 지속적인 사회공헌활동을 나타내는 대리치로 사용하기는 무리가 있다.

반면 GRI 가이드라인에 따른 지속가능보고서의 경우, 제3자 검증을 통하여 보고서의 신뢰성이 높고, 2008년 이후 보고서를 발간하는 국내기업의 수가 급속히 증가하여 현재까지 다수의 국내기업들이 보고서를 발간하고 있어 사회공헌활동을 나타내는 대리치로서 ISO26000 및 DJSI의 한계점을 극복할 수 있다.

따라서 본 연구에서는 기부금지출과 함께 GRI 가이드라인에 따른 제3자 검증 지속가능보고서의 발간을 사회공헌활동의 추가적 대리치로 사용하여 기부금지출의 유무와 제3자 검증 지속가능보고서 발간여부가 기업의 장기적 및 단기적 가치에 미치는 영향을 각각 분석하도록 한다. 구체적으로 유가증권시장에 상장된 기업들을 대상으로 간접사업형태인 기부금지출과 직접사업형태인 사회공헌활동 보고서 발간 유무를 파악하여 기부금지출 및 지속가능보고서의 발간이 장단기적 기업가치에 미치는 영향을 분석

하고, 아울러 사회공헌활동의 지속성이 기업가치에 미치는 영향을 추가적으로 확인한다. 이를 통해, 재무정보 이외의 정보공개를 비용으로만 인식하던 기업에게 추가적인 비재무적 정보공개가 장기적으로 기업의 위험요인을 줄이고 안정적 경영성과를 나타낼 수 있음을 실증하고자 한다.

II. 이론적 배경

2.1 사회공헌활동

기업의 사회공헌활동이 기업가치에 영향을 미친다는 사실은 투자의 관점에서도 확인할 수 있다. 예를 들어, 유엔책임투자원칙(UNPRI: UN Principle for Responsible Investment)²⁾의 회원사들은 기존 재무성과만으로 기업가치를 판단하여 투자했던 것과는 달리 경제, 환경, 사회문제 등에 대한 기업의 대비책까지도 중요한 투자 기준으로 삼는다. 유엔책임투자원칙에 따르면 투자 시 경제적, 환경적, 사회적 요인을 고려하는 것이 충실한 투자이며, 이와 같은 투자가 확대될 경우 사회 공익적인 효과까지 발생시킬 수 있다고 주장한다. 가령 투자종목 선택 시 어떤 기업의 매출액 대비 온실가스 배출수준이 동종 기업과 비교하여 탄소 효율적이라면, 이는 환경관련 규제비용을 낮출 수 있으므로 기업의 미래현금흐름에 우호적일 것으로 판단하는 것이다. 이러한 투자는 기업의 재무성과와 환경위험을 동시에 고려한 것으로 재무적 이익과 더불어 환경적인 효과까지 발생시킨다. 반면, 기업의 사회적 책임은 기업에게 위험

2) 유엔책임투자원칙(UNPRI: UN Principle for Responsible Investment)은 2006년 사회책임투자 취지에 공감하는 투자기관과 전문 컨설팅사들이 참여한 서명으로, 2013년 기준 900개 이상의 회원사가 참여하고 있으며, 운용자산은 약 30조에 달하고 있다.

요인으로 작용할 수도 있다. 영국의 에너지기업 BP는 재무적으로 건전하였으며, 환경 친화적인 이미지를 갖고 있었다. 하지만 멕시코만에서 원유가 유출되고 있음을 사전에 인지하였음에도 불구하고 이를 방치한 채 작업을 계속 진행하였고, 이로 인해 재무적 손실 및 기업 이미지까지 큰 손상을 입었다. 이 사고로 인해 BP의 주가는 절반 이상 폭락하여 190조원이었던 시가총액 역시 100조원 이상 하락했으며, 지속적인 사고수습 비용의 지출로 인해 유동성 위기를 겪게 되었다. 즉, 지속가능경영이란 경제적 수익성, 환경적 건전성, 사회적 책임성을 바탕으로 기업이 수행하는 모든 경영활동과정의 지속가능한 발전을 추구하는 경영 패러다임을 알 수 있다(남상민, 2009).

지속가능경영을 위한 기업의 사회공헌활동에 대해서는 많은 연구가 이루어졌는데, 우선 사회공헌활동의 개념에 관한 연구이다. 예를 들어, 김해룡 외(2005)에 따르면 기업의 사회적 책임은 Bowen(1953)이 “우리 사회의 목적과 가치를 위해 바람직하다고 여겨지는 행동을 따르고, 의사결정을 하며, 원칙을 추구하는 것에 대한 의무(obligation)”라고 정의한 데서 시작되었다고 한다. 이후 Carroll(1979, 1991)은 앞서 정의된 기업의 의무를 경제, 법, 윤리, 자선활동 등으로 구체화시켰고, Jones(1980), McWilliams and Siegel(2000) 등은 사회공헌활동을 법, 계약 등의 테두리에서 벗어나 주주의 권리 충족을 넘어서는 전체 사회 구성원들의 권리 충족 및 더 좋은 사회를 만들기 위한 의무라고 정의하였다. 또한 Petkus and Woodruff(1992), Mohr et al.(2001) 등은 사회에서 발생할 수 있는 위험의 해로움을 최소화하고, 장기적인 이익을 최대화하는 것으로 사회공헌활동을 정의하였다. 사회공헌활동의 정의는 이처럼 학자에 따라 차이는 있지만, 기업의 사회공헌활동을 비영

리적인 활동으로 정의하였다는 공통점은 존재한다.

이처럼 비영리적인 활동으로 간주되는 사회공헌활동을 기업이 수행하도록 동기를 부여하기 위한 연구도 진행되었다. 김세중 외(2012)에 따르면, 기업의 사회공헌활동은 재무성과와 아무런 관계가 없거나(Teoh et al., 1999), 오히려 재무성과 및 주식수익률과 음(-)의 상관관계에 있다는 실증연구(Pava and Krausz, 1996; 박경서 외, 2012)도 존재하지만, 사회공헌활동은 기업 이미지에 긍정적인 영향을 미치며(박헌준·이종진, 2002), 기업 여유자원의 상대적 규모가 사회공헌활동의 규모를 결정한다는 연구(강철희·정승화, 2007) 역시 존재한다. Clarkson(1995)은 기업의 연차보고서, 소송정보, 윤리적 프로그램 참여 여부, 자선활동 등의 자료를 이용하여, 사회공헌활동에 따른 효과를 분석하였는데, 분석 결과 기업의 사회공헌활동이 주주뿐만 아니라 종업원, 고객 등 다른 이해관계자에게도 긍정적인 영향을 미치는 것을 실증하였다. 또한 Waddock and Graves(1997)은 기업의 사회공헌활동은 재무성과와 양(+)의 관계가 있으며, 장기적으로 재무성과를 향상시키는 긍정적 효과가 있음을 확인하였다.

한편, 사회공헌활동의 대표적 실천모형인 기업자선(CP: corporate philanthropy) 모형은 기업의 수익 일부를 기업의 영업활동과는 상관없는 장학, 빈민구제 등의 자선활동에 기부하는 것인데, Brammer and Millington(2005)은 영국기업 데이터를 활용한 실증분석을 통해 기부금과 같은 물질 자선활동이 인적 자선활동보다 큰 효과가 있으며, 기업의 장기적 경영성과에 긍정적 효과가 있음을 확인하였다. Godfrey(2005)도 기업의 자선활동은 기업의 무형자산을 강건하게 하고, 자산의 건전성은 장기적으로 기업의 위험을 줄여줄 뿐만 아니라 주주 가치에도 공헌함을 주장하였다. 이렇듯 환경에 대한 투자, 직

원의 노동환경 개선, 비영리단체를 통한 사회적 문제 해결 등의 사회공헌활동은 직·간접 사업형태로 확장되어 공유가치창출(CSV: creating shared value) 활동으로 변화하고 있으며, 많은 기업들이 신성장동력으로 사회공헌활동을 활용하는 전략을 펼치고 있다.

2.2 지속가능보고서와 GRI 가이드라인

사회공헌활동이 기업의 성과에 긍정적인 영향을 미친다는 사실은 여러 연구를 통해 확인되고 있으나, 사회공헌활동의 비재무적인 성과는 회계공시정보 등으로 쉽게 확인할 수 있는 재무적 성과와는 달리 정형화된 보고 기준이 없고, 이를 계량화 할 수 있는 객관적 수치 또한 없기 때문에 기업들 간의 성과를 객관적으로 비교하기 어려운 것이 현실이다. 하지만 기업이 사회공헌활동을 통해 어떻게 건전한 기업 생태계를 창출하는지 그 과정을 기술한 연대기로서 지속가능보고서의 발간은 반드시 필요하며, 기업의 사회적 리더십을 이해관계자와 커뮤니케이션할 수 있는 효과적인 수단으로 자리 잡고 있다(남상민, 2004). 따라서 제3자에 의한 검토와 검증을 받은 지속가능보고서의 발간은 이해관계자들의 신뢰를 쌓을 수 있는 가장 좋은 수단으로, 많은 기업 및 기관에서는 지속가능경영을 위한 사회공헌활동의 비재무적인 성과를 측정하고, 이를 이해관계자들에게 알리기 위한 다양한 노력을 시도하고 있다. 이러한 지속가능보고서의 국제적 표준으로는 GRI(Global Reporting Initiative)가 있는데, 많은 조직들이 GRI 가이드라인에 따라 지속가능보고서를 작성하고 있다.

GRI는 1997년 유엔환경계획(UNEP)의 지원으로 설립된 NGO 단체로, 재무제표 공시 수준과 같이 지속가능보고서의 틀을 공식화 하여, 해당 항목을 보고할 경우 사회적으로 인정받을 수 있는 가이드라인을 제정하는 것을 목표로 한다(안수현, 2007). GRI 지속가능보고서는 2000년 최초로 만들어진 GRI-G1 가이드라인에 따라 전 세계 11개 기업이 발간을 시작하였고, 2002년 GRI-G2, 2006년 GRI-G3, 2013년 5월 GRI-G4 가이드라인이 발표되었다.³⁾ 2012년을 기준으로 전 세계 총 3,640개 기업이 GRI 가이드라인에 맞추어 지속가능보고서를 발간하고 있다. 국내에서도 2002년 GRI-G1을 기준으로 아모레퍼시픽과 현대자동차가 최초로 지속가능보고서를 발간하였으며, 2003년에는 한화케미칼, 현대자동차, 대한항공, 삼성SDI 등이 GRI-G2를 기준으로, 2006년에는 대우증권, 현대화재 등이 GRI-G3를 기준으로 지속가능보고서를 발간하였다. 우리나라의 경우, 2010년에 91개, 2011년 96개, 그리고 2012년 111개⁴⁾의 기업들이 GRI 기준에 따른 지속가능보고서를 발간하였다.

GRI 지속가능보고서는 경제적 이윤, 환경적 질, 사회적 정의를 동등한 수준으로 향상시켜야한다는 'Triple Bottom Line' 원칙을 기반으로 가이드라인을 제시하고 있다(김병준, 2013). GRI 가이드라인에는 기업이 이해관계자의 기대에 어떻게 부응하였는지, 광범위한 지속가능성 맥락에서 조직의 성과를 나타내야 한다는 등 보고내용에 대한 원칙과 균형, 비교가능성, 정확성, 적시성, 명확성, 신뢰성 등 보고품질에 대한 원칙을 제시하고 있어 기업의 지속가능성 성과를 평가하고, 조직 내부 및 외부 조직 간의

3) GRI-G4 가이드라인은 2016년부터 보고서에 적용될 예정이다.

4) 국내의 지속가능보고서 발간 기업의 수는 GRI 가이드라인에 따라 작성된 보고서를 기준으로 확인하였기 때문에 실제로 지속가능보고서를 제출한 기업의 수에 비해 적을 수 있다.

성과 비교에 활용될 수 있다(GRI, 2006). GRI 가이드라인에 제시된 표준 보고서 공시안은 전략, 지배구조 등 해당 조직을 이해하기 위한 배경 프로필, 경제적, 환경적, 사회적 측면에서의 경영 정책 및 목표, 성과 모니터링 및 피드백 과정을 설명하는 경영 방식, 그리고 조직의 경제적, 환경적, 사회적 측면에 대한 성과지표로 구성되어 있다. 현재 가장 널리 활용되고 있는 GRI-G3 기준의 표준 공시안은 <표 1>과 같다.

2.3 지속가능보고서의 제3자 검증 기준

사회공헌활동의 비재무적 성과를 측정하여 여러

이해관계자의 의사결정을 위해 제공되는 GRI 지속가능보고서가 이해관계자들에게 유용한 정보가 되기 위해서는 보고서의 비교가능성과 신뢰성 확보가 필요하다(황은애 · 송순영, 2008; 전영승, 2011). 하지만 지속가능보고서는 재무제표 공시를 위한 회계기준과는 달리 명확한 기준이 없어 검증(assurance)이라는 용어 이외에 감사(audit), 인증(validation), 심사(verification) 등의 여러 용어가 혼용되고 있으며(전영승, 2011), 보고서 발간 의무 역시 없기 때문에 여러 기관에서 비재무적 성과측정을 위한 표준안을 만들어 일관성 있는 보고서 발간을 돕고 있다. 즉, 보고서의 신뢰성을 확보하기 위해서는 재무제표 공시와 같이 보고서에 대한 감사제도가 필요한

<표 1> GRI G3.0 가이드라인 표준 공시안

구분		포함 내용	
프로필		전략 및 분석(조직 및 전략과 지속가능성의 연관성, 주요 영향, 위험/기회 등), 조직 프로필(조직 명칭/대표 브랜드, 조직 구조, 총자산, 지배 주주 등), 보고 매개변수(보고서 프로필, 보고 범위/경계, GRI 대조표, 검증 등), 지배구조, 외부 이니셔티브에 대한 책임, 이해 관계자의 참여	
경영방식		경제, 환경, 사회 측면에서의 경영방식 공시, 목표 및 성과, 정책, 조직내 책임, 교육 및 의식 제고, 모니터링 및 후속조치, 추가 배경정보	
성과 지표	경제 (9개)	경제성과 측면(4개), 시장지위 측면(3개), 간접 경제효과(2개)	
	환경 (30개)	원료 측면(2개), 에너지 측면(5개), 용수 측면(3개), 생물다양성 측면(5개), 대기배출물, 폐수 및 폐기물 측면(10개), 제품 및 서비스 측면(2개), 법규준수 측면(1개), 운송 측면(1개), 전체 측면(1개)	
	사회	노동 (14개)	고용 측면(3개), 노사 관계 측면(2개), 직장보건 및 안전 측면(4개), 교육 및 훈련 측면(3개), 다양성 및 평등한 기회 측면(2개)
		인권 (9개)	투자 및 조달 관행 측면(3개), 차별금지 측면(1개), 결사 및 단체 교섭의 자유 측면(1개), 아동노동 측면(1개), 강제노동 측면(1개), 보안관행 측면(1개), 원주민권리 측면(1개)
		사회 (8개)	지역사회 측면(1개), 부패 측면(3개), 공공정책 측면(2개), 경쟁저해행위 측면(1개), 법규준수 측면(1개)
제품책임 (9개)	고객건강 및 안전 측면(2개), 제품 및 서비스 라벨링 측면(3개), 마케팅 커뮤니케이션 측면(2개), 고객개인정보 보호 측면(1개), 법규준수 측면(1개)		

데, 지속가능보고서의 경우 제3자 검증을 통해 이 문제를 해결하고 있으며, GRI 역시 외부단체를 통한 보고서의 검증을 권고하고 있다.

국내 기업의 지속가능보고서 검증에 사용되는 대표적 기준으로는 ISAE3000, AA1000AS(2008), 지속가능보고가이드라인(BSR: Business Ethics Sources of Top Performance Sustainability Report Guidelines), VeriSustain™ 등이 있다.

ISAE3000은 국제회계사연맹(IFAC: International Federation of Accounts)의 국제감사·검증기준 위원회(IAASB: International Auditing and Assurance Standards Board)에서 2003년 제정하여 2005년부터 모든 전문회계법인에 준수하도록 한 기준이다. AA1000AS(2008)는 영국의 컨설팅업체인 어카운터빌리티(AccountAbility)가 2008년 ISAE3000에 기준을 추가해 정합성을 확보한 기준이다(전영승, 2012). 지속가능보고가이드라인(BSR)은 산업통상자원부(구 산업자원부)가 대한상의 및 산업정책연구원과 공동으로 GRI 가이드라인을 국내 기업 환경의 특수성을 반영하여 노사관계, 협력업체, 지역사회 이슈 등에 대해서 추가 및 보완하여 개발한 기준이며, VeriSustain™는 노르웨이의 비영리재단인 DNV(Det Norske Veritas) 인증원에서 사용하는 기준이다.

이러한 여러 인증기준을 이용하여 ISO인증기관, 회계법인 및 컨설팅업체 등에서는 GRI 가이드라인에 따라 작성한 지속가능보고서를 정확성과 신뢰성에 초점을 맞추어 검증하고 있다. 일반적으로 검증은 다음의 세 단계로 이루어진다. 첫째, 전년도 보고서의 검토를 토대로 당해 연도 보고서에 필요한 사안을 결정하는 검토 단계, 둘째, 지배구조(governance), 환경(environment), 사회적(social) 정보에 대한 현장 검증을 수행하고 이를 토대로 보고서를 수정

및 검증하는 수정 단계, 마지막으로 검증기준, 범위, 절차 및 검증결과에 대한 의견을 제시하는 검증보고서 작성 단계로 구성된다. 즉, 개별기업이 작성한 지속가능보고서는 제3자 검증을 통해 내용의 충실성에 대한 평가를 받은 후 이해관계자들에게 공시되어 그 신뢰성을 확보하고 있다.

2.4 제3자 검증 지속가능보고서의 국내 발간현황

국내 기업들이 공시하고 있는 지속가능보고서는 2000년대 초 환경보고서, 사회환경보고서, 사회책임경영보고서, 사회공헌백서 등으로 구분되었는데, 2000년대 후반에 들어 환경보고서와 사회책임보고서를 구분하여 발간하던 기업들이 ISO26000 인증을 거쳐 이들을 지속가능보고서로 통합하여 발간하기 시작하였다. 현재는 환경보고서와 지속가능보고서를 통합한 형태에 재무성과까지 포함한 지속가능보고서를 발간하고 있으며, 보고서의 이름으로는 지속가능성보고서, 지속가능경영보고서, 사회환경보고서, 사회적책임경영보고서 등 다양한 명칭이 사용되고 있다(안상아, 2013). 본 연구에서는 비재무적 성과의 핵심인 지배구조, 환경, 사회적 측면의 내용을 포함하고 있는가를 기준으로 지속가능보고서의 발간 여부를 판단하였으며, 환경보고서, 사회환경보고서 등 비재무적 요소만 반영한 보고서라 하더라도 GRI 가이드라인에 따라 작성된 제3자 검증 보고서인 경우 지속가능보고서에 포함시켰다.

지속가능보고서 발간 현황을 파악하기 위해 발간 보고서 데이터베이스를 구축하고 있는 GRI, 한국기업지배구조원, 지속가능경영원, 한국표준협회, 한국생산성본부 등의 기관 홈페이지에 나와 있는 보고서를 조사하였으며, 2013년 최신 보고서의 경우 해당 기업의 홈페이지에서 직접 확인하였다. 조사대상은

유가증권시장에 상장된 전체 기업을 대상으로 하였으며, 지속가능보고서 발간 현황을 파악하기 위한 기준 시점으로는 보고 대상연도가 아닌 보고서의 발간년도를 사용하였다. 즉, 2011년 1월에서 12월까지의 사회공헌활동이 정리된 2012년 발간 보고서를 2012년 보고서로 간주하였고, 발간 시점이 2013년 이더라도 2011년 활동에 대한 보고서라면 일관성을 위해 2012년 발간보고서로 간주하였다.

발간 현황을 파악한 결과, 2008년 1월에서 2013년 12월까지의 기간 동안 총 85개의 상장기업이 지속가능보고서를 발간했으며, 총 286개의 보고서가 발간되었다. 또한 2008년 보고서 발간 기업이 35개 이었던 것에 비해 2010년 51개, 2012년 62개 기업으로 지속가능보고서 발간기업이 점차 증가하고 있음을 확인할 수 있었다. 하지만 별도의 공시 의무가 없어 지속가능보고서를 발간하는 대부분의 기업들이 재무제표 정기 공시가 끝나는 시점부터 보고서 작성을 시작하여 짧게는 1년, 길게는 2년이 지난 후에야 보고서를 발간하고 있음을 확인할 수 있었다. 연도별 제3자 검증 지속가능보고서 발간기업의 수는 <표 2>와 같다.

또한 2008년 1월부터 2013년 말까지 6년 동안 지속가능보고서를 발간한 기업 중 매년 혹은 격년⁵⁾과 같은 발간주기를 가지고 보고서를 발간한 기업은 총 53개로 조사되었다. 2012년에 발간을 시작하고

2013년에 보고서를 발간하지 않은 기업의 경우 발간주기가 격년 발간인지 불규칙 발간인지에 대한 여부를 확인할 수 없고, 2013년에 발간을 시작한 기업의 경우 보고서의 발간주기를 확인할 수 없어 신규발간으로 구분하였으며, 연구대상 기간 동안 보고서 발간을 중지한 기업은 8개로 조사되었다. 마지막으로 발간주기를 확인할 수 없는 불규칙한 기업은 14개로 조사되었다. 발간주기별 제3자 검증 지속가능보고서의 발간기업 리스트는 <표 3>과 같다.

지속가능보고서를 발간하는 기업을 업종으로 구분해 보면, 제조업 46개, 건설업 5개, 금융업이 13개 기업으로 조사되었다. 이는 제조업 기업들이 타 업종에 비해 상대적으로 사회공헌활동에 관심이 많음을 나타내는데, 특히 제조업 중에서도 '화학물질 및 화학제품 제조업'과 '전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비 제조업'에 속한 기업이 높은 보고서 발간 비중을 보이고 있다. 제조업 다음으로는 금융업에 속한 기업들의 보고서 발간 빈도가 높았으며, 건설업의 경우 부동산 경기침체로 인한 사회공헌활동의 축소로 인해 보고서 발간 기업 역시 소수임을 알 수 있다. 이외에 '전문, 과학 및 기술 서비스업', '출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업' 등의 서비스업 중 기업들이 지속가능보고서를 발간하는 것으로 확인되었다. 업종별 제3자 검증 지속가능보고서 발간 기업 수는 <표 4>에 정리하였다.

<표 2> 연도별 지속가능보고서 발간기업 수

구분	2008	2009	2010	2011	2012	2013
지속가능보고서 발간기업 수(개)	35	39	51	47	62	52
누적발간 보고서 수(개)	35	74	125	172	234	286

주1) 2008년 1월에서 2013년 말까지 유가증권시장에서 상장이 유지된 기업을 기준으로 조사한 값임.

5) '격년 발간'은 보고서에 2개년 간의 사회공헌활동 내용을 포함하고 있다.

〈표 3〉 지속가능보고서 발간기업과 발간 주기

발간주기	기업수	기업명
매년 발간	42	강원랜드, 두산인프라코어, 대우조선해양, LG화학, LG생활건강, 신한금융지주회사, STX중공업, LG전자, STX엔진, 풀무원, 오씨아이, SK케미칼, 롯데케미칼, 동부하이텍, S-OIL, 현대제철, 포스코, 현대모비스, 삼성중공업, 삼성SDI, 하나금융지주, LG이노텍, 삼성전자, 기아자동차, 현대자동차, 에스케이하이닉스, 아모레퍼시픽, SK이노베이션, 대림산업, GS건설, 현대건설, 코웨이, 아시아나항공, 팬오션, SK텔레콤, 케이티, 삼성증권, 대한항공, KB금융지주, 엘지하우시스, DGB금융지주, 한국타이어
격년 발간	11	케이티엔지, 웅진홀딩스, 한화케미칼, 삼성전기, 현대중공업, 한라비스테온공조, 삼성물산, 대우증권, 삼성화재해상보험, 현대해상화재보험, 한진해운
불규칙 발간	14	대우건설, 금호타이어, 오투기, 도레이케미칼, 삼천리, 두산건설, STX, 엘지디스플레이, 웅진씽크빅, 우리투자증권, 동부화재해상보험, 포스코플랜텍, 애경유화, 아세아시멘트
신규 발간 (2012, 2013년)	10	LG유플러스, 미래에셋증권, 롯데칠성음료, 효성, 두산중공업, 케이씨그린홀딩스, 에스케이씨엔씨, 삼성엔지니어링, 삼성생명보험, BS금융지주
발간 중지	8	한미글로벌건축사사무소, CJ, 제일모직, 한솔제지, 금호석유화학, 삼화전기, 자화전자, 현대상선

주1) 기업명 순서는 종목번호 순으로 정리한 것임.
 주2) 발간 중지의 경우 4년 이상(2010년 이후) 발간이 없는 경우임.

〈표 4〉 업종별 지속가능보고서 발간기업 수

업종 구분	제조업	건설업	도소매	운수업	금융업	서비스업	기타업종
지속가능보고서 발간기업(개)	46	5	2	5	13	13	1

주1) 업종 구분은 통계청 업종 대분류를 사용함.
 주2) 제조업(C), 건설업(F), 도소매(G), 운수업(H), 금융업(K), 서비스업(R,M,J), 기타업종(D, 전기가스 및 수도 사업)

III. 실증분석

3.1 모형의 설계

본 연구는 지속가능경영을 위한 사회공헌활동의 직·간접 사업형태인 기부금지출 및 GRI 가이드라인에 따른 제3자 검증 지속가능보고서를 이용하여 사회공헌활동이 기업의 장단기적 가치에 미치는 영

향을 확인함으로써 기업의 사회공헌활동에 대한 동기를 유발시키는데 그 목적이 있다. 따라서 경제적, 환경적, 사회적 측면에 대한 사회공헌활동의 대리치로 기부금지출과 지속가능보고서 발간 여부를 독립변수로, 기업의 장단기적 가치를 나타내는 지표를 종속변수로 하는 회귀분석을 실시한다. 또한 사회공헌활동의 시점을 구분함으로써 사회공헌활동의 지속성이 기업의 가치에 어떠한 영향을 미치는지를 추가적으로 분석한다.

대부분의 기존 연구들이 사회공헌활동의 대리치로 기부금지출만을 사용하고 있지만, 사회공헌활동의 형태가 직접 사업으로 점차 확대됨에 따라 지속가능 보고서 역시 경제, 환경, 사회적 성과 등으로 세분화 되어 작성되고 있다. 본 연구에서는 GRI 가이드라인에 따른 제3자 검증 지속가능보고서 발간 여부를 기부금지출 유무와 함께 사회공헌활동의 추가적인 대리치로 사용하였다. 그 이유는 GRI 가이드라인에 따른 제3자 검증 지속가능보고서가 경제적, 환경적, 사회적 성과 모두를 반영한다는 점, 특정 항목에 대하여 보고를 할 경우 좋은 기업으로 사회적 인정을 받을 수 있다는 점, 그리고 타 기업과의 성과 비교가 가능하다는 점 때문이다.

구체적으로, GRI 가이드라인에 따른 제3자 검증 지속가능보고서를 발간하는 기업의 경우 기부금지출이 기본적으로 발생하고 있으므로 본 연구에서는 사회공헌활동으로 기부금지출만 행하는 기업을 준거그룹(reference group)으로 설정하여 기부금지출만 행하는 기업, 기부금지출과 더불어 지속가능보고서를 발간하는 기업, 그리고 기부금지출 및 지속가능 보고서 발간 모두를 하지 않는 기업으로 상장기업을 구분하여 독립변수로 설정한다. 이렇게 함으로써 기업의 사회공헌활동이 기업의 가치에 미치는 영향뿐만 아니라 준거그룹인 기부금지출만 행하는 기업 대비 지속가능보고서 발간의 순수 효과 역시 확인할 수 있다.

또한 사회공헌활동은 기업의 단기적 가치뿐만 아니라 장기적 가치에도 영향을 미치므로 회귀분석의 종속변수로 단기적 가치를 나타내는 로그주식수익률과 장기적 가치를 나타내는 토빈큐(Tobin's Q)를 각각 설정하였다. 여기서 기업의 시장가치와 자산 대체비용의 비율인 토빈큐는 기업가치와 성과를 측정하는 대표적인 변수이지만 기업 자산의 대체비용

측정이 어렵기 때문에 Chung and Pruitt(1994)가 제안한 장부가치 대비 시장가치 비율을 이용하여 토빈큐를 산출하였다(김장환 외, 2005; 장지인·최현섭, 2010). 이러한 토빈큐는 주주의 몫을 반영하고, 감가상각 등 회계 조작의 가능성이 없으며, 투자자들의 평가를 통해 기업 간 비교가 용이하고, 미래의 수익을 반영할 수 있다는 장점이 있다(이광운 외, 2012).

기업의 사회공헌활동이 장기적 가치에 미치는 영향을 확인하기 위한 회귀모형의 독립변수로는 재무제표 상에 기부금계정이 있는지 여부와, 제3자 검증 지속가능보고서 발간 여부를 나타내는 더미변수를 사용하였다. 더미변수를 활용함으로써 간접적 사회공헌활동의 효과와 준거그룹인 기부금지출만을 행하는 기업 대비 지속가능보고서 발간의 순수 효과를 확인할 수 있다. 통제변수로는 기업가치에 영향을 미치는 변수들을 통제하기 위해 기존 연구에서 사용한 변수들을 이용하였다(김장환 외, 2005; 최운열 외, 2009; 장지인·최현섭, 2010; 천미림·김창수, 2011; 김강, 2012; 이광운 외, 2012). 우선, 기업 규모(총자산)는 규모의 경제에 의해 규모가 큰 기업이 작은 기업에 비해 수익창출 능력이 높을 수 있으며, 업력은 다년간의 경영활동을 통한 학습능력을 바탕으로 업력이 긴 기업이 짧은 기업에 비해 수익창출 능력이 높아 다수의 연구에서 통제변수로 사용되었다. 또한 매출액증가율은 기업가치와 양의 관계가 있다는 것이 선행연구에서 제시되었고, 부채비율은 기업의 고유 위험에 관한 정보를 갖고 있으므로 기업의 위험을 통제하기 위해 통제변수로 사용하였으며, 기업가치에 대한 수익성의 영향을 통제하기 위해 영업이익률을 사용하였다(Waddock and Graves, 1997). 마지막으로 업종별 특성과 연도별 특성을 통제하기 위해 제조업, 건설업, 서비스업 및 기타업

중으로 구분된 업종더미와 연도더미를 사용하였다. 기업의 사회공헌활동과 장기적 가치와의 관계를 확인하기 위한 회귀모형은 식 (1)과 같다.

$$\text{토빈큐} = \beta_0 + \beta_1 \text{GRI} + \beta_2 \text{NGRI} + \sum_{i=3}^7 \beta_i X_i + \sum_{j=8}^{12} \beta_j \text{YEAR}_j + \sum_{k=13}^{15} \beta_k \text{IND}_k + \varepsilon \quad (1)$$

- 여기서 토빈큐(*Tobin's Q*): (주식의 시장가치+부채의 장부가치)/총자산의 장부가치
 GRI : 제3자 검증을 받은 지속가능보고서 발간기업의 더미변수(미발간: 0, 발간: 1)
 NGRI : 기부금지출 및 보고서 발간을 하지 않는 기업의 더미변수(미지출: 0, 지출:1)
 X_3 : 로그총자산($\ln(\text{총자산})$)
 X_4 : 로그업력($\ln(\text{업력})$)
 X_5 : 매출액증가율((당기매출액-전기매출액)/전기매출액)
 X_6 : 부채비율(총부채/자기자본)
 X_7 : 영업이익률(영업이익/매출액)
 X_j : 년도에 대한 더미변수 ($j=2008, \dots, 2012, 2013$ 년은 참조집단)
 X_k : 산업에 대한 더미변수 ($k=$ 제조업, 건설업, 서비스 기타업종은 참조집단)
 ε : 오차항

한편, 유엔책임투자원칙의 회원사들은 재무성과뿐만 아니라 기업의 지속가능성에 영향을 미치는 비재무적인 요소(경제, 환경, 사회)를 함께 고려하여 투자하고 있다. 효율적 시장가설(Fama and French, 1992: 1993)에 따라 이러한 비재무적 요소를 고려한 투자의 확산은 주식가격에 즉시 반영될 것이므로 주식수익률을 기업의 단기적 가치의 대리치로 사용하였다. 통제변수로는 주식가격에 대한 체계적 위험을 측정하는 베타(β)(이장희·김연화, 2007)와 주

식가격의 전반적인 위험을 측정하는 변동성(volatility)을 사용하였으며, 주식수익률을 가장 잘 나타낸 다는 기업규모와 시장가치대 장부가치도 통제변수로 사용하였다(Fama and French, 1992, 1993; 장승욱·김용현, 2013). 또한 업종별 특성과 연도별 특성을 통제하기 위해 업종더미와 연도더미를 사용하였다. 기업의 사회공헌활동과 단기적 가치와의 관계를 확인하기 위한 회귀모형은 식 (2)와 같다.

$$\text{주식수익률} = \beta_0 + \beta_1 \text{GRI} + \beta_2 \text{NGRI} + \sum_{i=3}^7 \beta_i X_i + \sum_{j=8}^{12} \beta_j \text{YEAR}_j + \sum_{k=13}^{15} \beta_k \text{IND}_k + \varepsilon \quad (2)$$

- 여기서 주식수익률: 로그주식수익률 ($\ln(r_t) - \ln(r_{t-1})$, r_t : 연말주가, r_{t-1} : 연초주가)
 GRI : 제3자 검증을 받은 지속가능보고서 발간기업의 더미변수(미발간: 0, 발간: 1)
 NGRI : 기부금지출 및 보고서 발간을 하지 않는 기업의 더미변수(미지출: 0, 지출:1)
 X_3 : 로그총자산($\ln(\text{총자산})$)
 X_4 : 베타(β)
 X_5 : 변동성(*volatility*)
 X_6 : 부채비율(총부채/자기자본)
 X_7 : 시장가치대 장부가치(주식의 시장가치/자본총계)
 X_j : 년도에 대한 더미변수 ($j=2008, \dots, 2012, 2013$ 년은 참조집단)
 X_k : 산업에 대한 더미변수 ($k=$ 제조업, 건설업, 서비스 기타업종은 참조집단)
 ε : 오차항

마지막으로 사회공헌활동의 지속성이 기업가치에 미치는 영향을 확인하기 위해, 보고서 최초 발간년도부터 4년 후까지 시점을 나누어 분석을 수행하였다. 구체적으로 제3자 검증 지속가능보고서의 발간 여부와 지속가능보고서 발간 전 시점과 발간 후 1년

부터 4년까지 각각의 시점, 이 두 가지 요인에 따른 기업의 장기적 가치 차이를 분석하기 위해 단일 요인이 반복 측정된 2요인 공분산분석(two-factor ANCOVA with repeated measurement on one factor) 모형을 사용하였다. 이는 지속가능보고서 발간 시점을 기준으로, 보고서 발간기업의 기준 시점 전후의 기업가치 차이와 미발간기업의 기준 시점 전후의 기업가치 차이를 비교하기 위함이다. 즉, 보고서 미발간 기업의 기준 시점 전후 기업가치의 차이는 단순한 시간의 흐름에 따른 시장환경의 변화를 의미하므로 시장환경 변화에 따른 효과를 통제할 상태에서 보고서 발간의 효과를 확인함으로써 지속가능보고서 발간이 기업가치에 미치는 영향을 정확히 파악할 수 있는 장점이 있다.

본 연구에서는 개별기업에 대한 시점별 두 개의 관측값(발간 전, 발간 후)을 사용함으로써 개별기업, 기업군(발간기업, 미발간기업), 시점(발간 전, 발간 후)이라는 세 개의 인자를 사용하여 지속가능보고서 발간기업의 발간 시점 전후의 토빈큐 차이와 보고서 미발간기업의 시점에 따른 토빈큐 차이를 각각 계산한다. <표 5>는 이러한 계산이 적용된 예를 보여주고 있다.

<표 5>에서 지속가능보고서 발간이 기업가치에 미치는 효과는 발간기업의 시점차이($\Delta y_{\text{발간}}$)에서 미발간기업의 시점차이($\Delta y_{\text{미발간}}$)를 차감하여 산출($\Delta y_{\text{발간}} - \Delta y_{\text{미발간}}$)하였다. 즉, 시장환경 변화에 따른 연도별 효과는 0.1(=0.88-0.78)로 추정할 수 있으며, 이를 반영한 보고서의 순수효과는 0.1(=0.2-0.1)

라고 해석할 수 있다. 본 연구에서는 기업이 수행한 사회공헌활동의 지속성을 확인하고자 하므로 보고 대상년도가 아닌 보고서 발간년도를 사용하였다. 또한 기업가치의 연도별 변화 효과를 분석하기 위해 발간 전과 발간 후 4가지 시점에 따른 (y_{t-1}, y_{t+1}) , (y_{t-1}, y_{t+2}) , (y_{t-1}, y_{t+3}) , (y_{t-1}, y_{t+4}) 등 4가지 시점별 분석모형을 사용하였다. 4가지 시점별 분석모형은 식 (3)과 같이 구조화할 수 있다.

$$\begin{aligned} \text{토빈큐} = & \beta_0 + \beta_1 \text{REPORTD} + \beta_2 \text{YEARD}_n \\ & + \beta_3 \text{REPORTD} * \text{YEARD}_n \\ & + \sum_{i=4}^8 \beta_i X_i + \sum_{j=9}^{10} \beta_j \text{IND}_j + \varepsilon \end{aligned} \quad (3)$$

- 여기서 토빈큐(*Tobin's Q*): (주식의 시장가치+부채의 장부가치)/총자산의 장부가치
- REPORTD* : 제3자 검증을 받은 지속가능보고서 발간 기업의 더미변수(미발간: 0, 발간: 1)
- YEARD_n* : 보고서 발간시점의 더미변수(발간 전 시점: 0, 발간 후 n시점: 1) (n=1년 후, 2년 후, 3년 후, 4년 후)
- REPORTD * YEARD_n*: 보고서더미변수와 시점더미변수가 나타내는 상호작용효과
- X₄* : 로그총자산($\ln(\text{총자산})$)
- X₅* : 로그업력($\ln(\text{업력})$)
- X₆* : 매출액증가율((당기매출액-전기매출액)/전기매출액)
- X₇* : 부채비율(총부채/자기자본)
- X₈* : 영업이익률(영업이익/매출액)
- X_j* : 산업에 대한 더미변수 (j = 제조업, 건설업, 서비스 기타업종은 참조집단)
- ε : 오차항

<표 5> 단일 요인이 반복 측정된 2요인 공분산분석의 적용 예시

구 분	발간 전 시점(y_{t-1})	발간 후 시점(y_{t+n})	차이($\Delta y = y_{t+n} - y_{t-1}$)
미발간기업	0.78	0.88	0.1
발간기업	1.41	1.61	0.2

식 (3)에서 REPORTD는 지속가능보고서 발간기업과 미발간기업을 구분하는 더미변수를 나타내며, 계수 β_1 은 발간기업과 미발간기업의 토빈큐 차이를 나타낸다. YEARD_n은 발간 전 시점과 발간 후 시점을 나타내는 더미변수이고, 계수 β_2 는 발간 전과 발간 후의 거시적 시장환경 변화를 나타내는 연도별 효과이다. 즉, 지속가능보고서 발간이 기업가치에 미치는 효과는 사회공헌활동의 유무와 시장환경의 효과를 통제한 후 나타나므로 REPORTD와 YEARD_n 더미의 상호작용효과로 정의할 수 있으며, 이의 계수 β_3 는 보고서 발간의 순수효과에 따른 증감으로 표현된다. 또한 지속가능보고서 발간이 기업가치에 미치는 효과를 측정하기 위해 통제해야 하는 변수는 X_t 로 표현하고 있는데, 본 연구에서는 통제변수로 총자산 및 업력에 로그를 취한 값, 매출액증가율, 부채비율, 영업이익률, 그리고 산업별 더미변수를 사용하였다.

3.2 표본의 선정

본 연구는 기업의 사회공헌활동이 기업가치에 미치는 효과를 확인하는 것이 목적이므로, 기부금지출 및 발간주기가 확인된 제3자 검증 지속가능보고서를 발간하는 기업이 연구대상이 된다. 따라서 2008년부터 2013년까지 6년 동안 유가증권시장에서 상장이 유지된 기업 538개를 최초 모집단으로 설정하였다. 이 중 일반기업과 재무제표 특성이 상이한 은행 및 증권사와 같은 금융업과 한국가스공사와 같은 공

공기관 성격의 168개 기업은 대상에서 제외하여, 최종 표본으로 제조업, 건설업, 서비스업, 기타업종(도소매, 운수업)에 해당하는 370개 기업을 선정하였다. 또한 지속가능보고서 발간기업의 수가 충분해졌던 2008년을 기준으로 매년 또는 격년의 발간 주기가 확인된 기업 중 GRI 가이드라인에 따른 제3자 검증 지속가능보고서를 발간하는 기업을 보고서 발간기업으로 간주하였고, 보고서 발간은 없지만 재무제표에 기부금 계정이 있는 기업은 기부금지출 기업으로, 보고서 발간과 기부금지출 모두를 하지 않는 기업은 사회공헌활동을 하지 않는 기업으로 구분하여 분석대상을 선정하였다. 분석대상 기업의 재무변수와 기타변수는 KIS-VALUE에서 추출하여 사용하였으며, 분석에 사용된 업종별 사회공헌활동 구분에 따른 표본의 크기는 <표 6>에 정리하였다.

<표 7>은 분석에 사용된 변수별 표본의 기초통계량으로 매출액증가율, 부채비율 및 영업이익률이 안정적인 값을 나타내는 것으로 보아 분석대상 기업들 모두 재무적으로 건전한 상태임을 확인할 수 있다. 또한 기업군 A(기부금지출과 보고서 발간을 모두 하는 기업군)의 토빈큐 평균값이 1보다 높은 것을 볼 때 평균적으로 이들 기업의 시장가치는 장부가치에 비해 높은 것을 확인할 수 있고, 기업군 B(기부금지출과 보고서 발간을 모두 하지 않는 기업군)의 경우는 토빈큐 값이 1보다 낮아 평균적으로 이들 기업의 시장가치는 장부가치에 비해 낮은 것을 확인할 수 있다. 로그주식수익률도 기업군 A가 B보다 안정

<표 6> 업종별 사회공헌활동 구분에 따른 표본크기

사회공헌활동 구분	제조업	건설업	서비스	기타업종	합계
기부금 지출 및 보고서 발간 표본크기(기업 수)	108	18	36	18	180
기부금 미지출 및 보고서 미발간 표본크기(기업 수)	108	-	24	12	144
기부금 지출 표본크기(기업 수)	1,452	84	150	210	1,896

주) 발간주기가 확인된 보고서 중 GRI 가이드라인에 따른 제3자 검증 지속가능보고서를 기준으로 조사한 값임.

〈표 7〉 표본의 기초통계량

변수	기업군 A				기업군 B				기업군 C			
	평균	표준 편차	최소 값	최대 값	평균	표준 편차	최소 값	최대 값	평균	표준 편차	최소 값	최대 값
토빈큐	1.41	0.60	0.63	3.77	0.78	0.30	0.19	2.11	0.94	0.44	0.28	4.97
로그자산	29.60	1.36	25.64	32.67	25.56	1.34	23.02	29.47	26.58	1.12	24.05	30.90
로그업력	3.54	0.54	1.10	4.32	3.68	0.53	1.79	4.55	3.56	0.59	0.69	4.77
매출액증가율	0.09	0.21	-0.87	0.93	0.04	0.34	-0.96	1.74	0.10	0.41	-0.99	2.92
부채비율	1.30	1.47	0.19	8.25	1.16	1.85	0.01	14.70	1.00	1.18	0.00	14.96
영업이익률	0.12	0.13	-0.13	0.80	0.05	0.23	-0.85	0.95	0.06	0.13	-1.49	0.96
로그주식수익률	0.001	0.45	-1.39	1.17	-0.07	0.68	-2.29	2.71	-0.01	0.49	-2.48	2.26
베타	1.01	0.44	0.05	1.94	0.75	0.36	-0.21	1.87	0.72	0.35	-0.13	1.88
변동성	41.67	15.51	16.77	89.45	57.90	20.30	18.49	108.9	46.31	16.45	10.29	109.4
시장가치대장부가치	1.76	1.12	0.36	7.67	0.71	0.51	0.10	3.03	0.90	0.81	0.11	9.82
표본크기	180				144				1,896			

주1) 기업군 A는 기부금지출과 지속가능보고서 모두를 행하는 기업임.
 주2) 기업군 B는 기부금지출과 지속가능보고서 발간을 모두 하지 않는 기업을 말함.
 주3) 기업군 C는 기부금지출만 행하는 기업임.
 주4) 각 변수들에 대한 산출식은 식 (1) 및 식 (2)와 같음.

적임을 확인할 수 있다.

한편, 지속가능보고서 발간의 지속성이 기업가치에 미치는 순수한 효과를 확인하기 위해 매년 또는 격년 주기로 보고서를 발간하더라도 2008년 이전에 보고서를 발간한 기업은 분석대상에서 제외하였다. 또한 개별 기업의 지속가능보고서 최초 발간 시점이 상이하므로 사회공헌활동의 1년 후 효과를 확인하기 위한 대상으로는 2008년부터 2012년까지 지속가능보고서를 처음 발간하여 매년 또는 격년으로 발간하는 기업들을 선정하였으며, 2년 후 효과는 2008

년부터 2011년까지, 3년 후 효과는 2008년부터 2010년까지, 4년 후 효과는 2008년 또는 2009년에 지속가능보고서를 처음 발간하여 매년 또는 격년으로 발간한 기업들의 발간 전과 발간 후 토빈큐를 각각의 표본으로 선정하였다. 이러한 4개의 표본을 이용하여 지속가능보고서 최초 발간 시점부터 1년 후, 2년 후, 3년 후, 4년 후의 기업가치를 각각 분석하였다. 발간주기가 확인된 보고서의 발간 지속성에 따른 개별기업의 발간 전과 발간 후 시점을 반영한 표본크기는 〈표 8〉과 같다.

〈표 8〉 보고서 발간 지속성의 순수효과 확인을 위한 표본의 크기

구분	1번	2번	3번	4번
지속가능보고서 발간시점에 따른 표본크기(기업 수)	32	24	20	12

주) 1번: 2008년에서 2012년 중 처음 보고서를 발간한 후 2012년까지 매년 또는 격년으로 1번 발간한 표본크기
 2번: 2008년에서 2011년 중 처음 보고서를 발간한 후 2012년까지 매년 또는 격년으로 2번 발간한 표본크기
 3번: 2008년에서 2010년 중 처음 보고서를 발간한 후 2012년까지 매년 또는 격년으로 3번 발간한 표본크기
 4번: 2008년에서 2009년 중 처음 보고서를 발간한 후 2012년까지 매년 또는 격년으로 4번 발간한 표본크기

IV. 분석 결과

4.1 사회공헌활동과 기업가치의 관계

기업의 사회공헌활동이 장·단기적 가치에 미치는 효과를 확인하기 위해 수행한 회귀분석 결과는 <표 9>와 같다. 분석 결과, 기부금지출과 함께 지속가능보고서도 발간하는 기업의 토빈큐가 기부금지출만 행하는 기업의 그것에 비해 통계적으로 유의하게 높게 나타났으며, 기부금지출과 지속가능보고서 발간 모두를 하지 않는 기업의 경우 기부금지출만 하는 기업에 비해 토빈큐가 통계적으로 낮음을 확인할 수

있다. 단기적 기업가치를 나타내는 로그주식수익률의 경우, 기부금지출과 지속가능보고서 발간 모두를 행하는 기업과 기부금지출만 행하는 기업 사이에는 통계적으로 유의한 차이를 보이지 않았다. 하지만 기부금지출 및 지속가능보고서 발간 모두를 행하지 않는 기업의 경우 준거그룹인 기부금지출만 하는 기업보다 로그주식수익률은 낮게 나타남을 알 수 있다.

분석결과를 정리하면, 첫째, 사회공헌활동을 함에 있어 기부금지출과 지속가능보고서 발간 모두를 행하는 기업이 기부금지출만 하는 기업에 비해 높은 기업가치(토빈큐)를 갖는 것을 확인할 수 있다. 이와 같은 결과는 지속가능보고서의 발간이 건전한 기업 생태계 창출과 이해관계자와의 효과적인 커뮤니

<표 9> 토빈큐 및 로그주식수익률에 대한 회귀분석 결과

장기적 기업가치(토빈큐)		단기적 기업가치(로그주식수익률)	
변수	검증결과	변수	검증결과
Intercept	0.8424(3.66)***	Intercept	-0.7653(-3.23)***
GRI	0.3834(9.06)***	GRI	-0.0556(-1.40)
NGRI	-0.1094(-2.81)***	NGRI	-0.0736(-2.03)**
Ln(총자산)	0.0265(3.15)***	Ln(총자산)	0.0241(2.80)***
Ln(업력)	-0.1702(-10.34)***	베타	-0.1955(-6.45)***
매출액증가율	0.0655(2.73)***	변동성	0.0064(8.41)***
부채비율	0.0071(0.90)	부채비율	-0.0380(-5.09)***
영업이익률	0.1372(1.92)**	시장가치대장부가치	0.1193(11.25)***
연도더미	포함	연도더미	포함
업종더미	포함	업종더미	포함
수정결정계수	0.1406	수정결정계수	0.3647
표본크기	2,220	표본수	2,220

주1) 괄호안의 수치는 t값임.

주2) ***, **, *는 유의수준 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함.

주3) GRI는 지속가능보고서를 발간하며, 기부금지출이 일어나는 기업의 더미변수.

주4) NGRI는 지속가능보고서를 발간하지 않으며, 기부금지출 또한 없는 기업의 더미변수.

주5) 기부금지출만을 하는 기업은 준거그룹.

주6) 토빈큐에 대한 통제변수 산출식은 식 (1)과 같음.

주7) 로그주식수익률에 대한 통제변수 산출식은 식 (2)와 같음.

케이션을 위해 필요하다는 남상민(2004)의 주장을 지지하는 결과이다. 둘째, 사회공헌활동으로 기부금 지출만 하는 기업은 기부금지출 및 지속가능보고서 발간 모두를 행하지 않는 기업에 비해 높은 기업가치(토빈큐)를 갖는 것을 확인하였는데, 이는 사회공헌활동이 기업의 장기적 가치를 향상시킨다는 기존의 연구(Waddock and Graves, 1997; 김창수, 2009; 장지인·최현섭, 2010; 이광운 외, 2012; 김강, 2012)들을 다시금 확인한 결과이다. 셋째, 기부금지출만 행하는 기업에 비해 기부금지출과 지속가능보고서 발간 모두를 하지 않는 기업의 로그주식수익률은 낮게 나타났는데, 이는 사회공헌활동의 미시행이 기업의 이미지에 부정적 영향을 미쳐(박헌준·이중건, 2002) 발생한 결과로 판단할 수 있다.

결론적으로, 위의 회귀분석 결과는 기부금지출 및 지속가능보고서 발간 등의 사회공헌활동은 투자자가 인지하는 기업이미지 개선 효과뿐만 아니라 투자에 대한 우호적 판단을 이끌어낼 수 있고, 기부금지출 및 지속가능보고서의 발간을 통해 기업의 장기적인 가치를 향상시킬 수 있다는 주장을 뒷받침한다. 즉, 주주의 부(富)만을 고려했던 전통적인 경영활동에서 벗어나 종업원, 고객, 지역사회 등 다양한 이해관계자의 혜택을 위한 사회공헌활동을 함으로써 기업은 자신의 가치를 보다 높일 수 있으며, 현재 사회공헌활동을 하지 않는 기업의 경우에도 기부금지출 및 직간접 투자형태의 사회공헌활동에 참여하도록 하는 유인책이 될 수 있다.

4.2 사회공헌활동의 지속성과 기업가치의 관계

지배구조, 환경, 사회적 측면에 대한 사회공헌활동의 지속성이 기업가치에 미치는 순수효과를 시점별로 확인하기 위해 지속가능보고서 발간기업 중 GRI

가이드라인에 따라 작성된 제3자 검증보고서를 발간한 기업과 사회공헌활동을 하지 않는 기업만을 분석에 사용하였다. 사회공헌활동에 대한 지속가능보고서를 발간하는 기업과 기부금지출과 지속가능보고서 발간 모두를 행하지 않는 기업을 구분하기 위해 더미변수(REPORTD)를 사용했고, 이의 계수는 지배구조, 환경, 사회적 측면 등 모든 부문에 있어 사회공헌활동을 수행하는 기업과 하지 않는 기업의 기업가치 차이를 나타낸다.

또한 지속가능보고서 발간 전 시점과 발간 n년(n=1,2,3,4)후 시점 각각을 나타내기 위해 더미변수(YEARD_n)를 사용했으며, 이의 계수는 지속가능보고서 발간 전과 발간 후의 시장환경 변화인 연도별 효과를 나타낸다. 아울러, 사회공헌활동에 대한 지속가능보고서의 발간 여부와 시장환경 변화의 효과를 통제할 후 나타나는 순수효과는 REPORTD*YEARD_n으로 나타냈는데, 이의 계수는 사회공헌활동에 대한 지속가능보고서 발간이 기업가치에 미치는 순수효과를 의미한다.

이러한 모형의 분석을 통해 다음과 같은 세 가지 효과를 확인할 수 있다. 첫째는 사회공헌활동을 하는 기업과 하지 않는 기업 간의 차이 효과(REPORTD), 둘째는 각 시점에서 나타나는 사회공헌활동의 지속성에 대한 연도별 효과(YEARD_n), 셋째는 사회공헌활동이 기업가치에 미치는 순수효과(REPORTD*YEARD_n)이다. 사회공헌활동의 지속성이 기업가치에 미치는 효과를 분석한 결과는 <표 10>과 같다.

<표 10>에서 우선 사회공헌활동의 유무가 기업가치에 미치는 효과(REPORTD)를 보면, 기업이 사회공헌활동을 시작한 시점을 기준으로 4개년 모두 긍정적인(+) 효과가 나타났음을 알 수 있다. 다음으로 시장환경 변화를 나타내는 연도별 효과(YEARD_n)를 보면, 2008년 금융위기 이후 시장환경의 급격한

〈표 10〉 토빈큐와의 공분산분석 결과

변수	1년	2년	3년	4년
Intercept	1.9604(4.14)***	1.9967(3.83)***	2.0074(2.98)***	1.5630(1.68)*
REPORTD	0.6924(6.16)***	0.6783(5.13)***	0.6558(3.82)***	0.5374(2.22)**
YEARD_n	-0.1403(-1.26)	-0.2841(-2.29)**	-0.3172(-2.15)**	-0.3963(-1.87)*
REPORTD*YEARD_n	0.1481(1.25)	0.2740(2.09)**	0.3041(1.93)**	0.3959(1.76)*
Ln(총자산)	0.0248(1.47)	0.0085(0.44)	0.0049(0.20)	0.0114(0.34)
Ln(업력)	-0.3005(-7.67)***	-0.2320(-5.48)***	-0.2166(-4.11)***	-0.1740(-2.46)**
매출액증가율	0.0323(0.54)	0.0028(0.04)	-0.0266(-0.35)	-0.0025(-0.03)
부채비율	0.0416(3.56)***	0.0410(2.94)***	0.0331(2.11)**	0.0352(1.39)
영업이익률	0.0417(0.43)	0.1046(1.00)	0.1131(0.77)	0.1399(0.69)
업종더미	포함	포함	포함	포함
수정결정계수	0.5445	0.5464	0.5159	0.4438
표본수	272	216	164	108

주1) 괄호안의 수치는 t값임.

주2) ***, **, *는 유의수준 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미함.

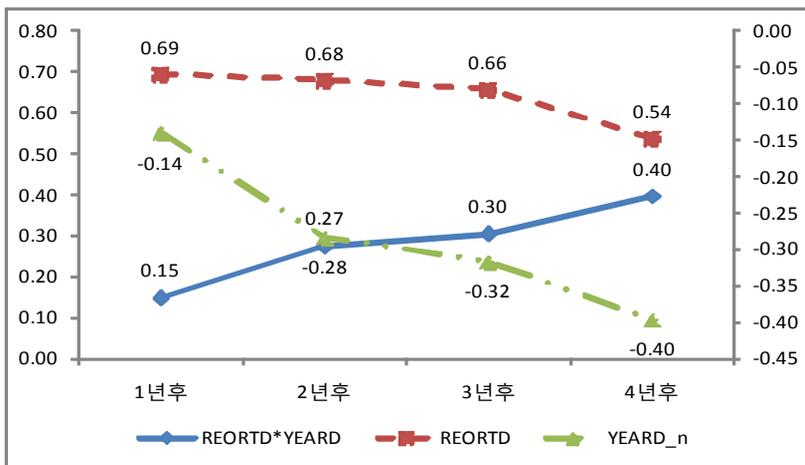
주3) REPORTD은 지속가능보고서를 발간하며, 기부금지출이 일어나는 기업의 더미변수

주4) YEARD_n은 지속가능보고서 발간 전 시점과 발간 후 시점의 더미변수

주5) REPORTD*YEARD_n은 보고서와 시점에 대한 상호작용 효과를 나타내는 더미변수

변화로 인해 기업가치는 계속 하락하고 있음을 알 수 있다. 마지막으로 사회공헌활동의 유무 및 연도별 효과를 통제된 상태에서 측정한 사회공헌활동이 기업가치에 미치는 순수효과(REPORTD*YEARD_n)

는 지속성 연도가 증가함에 따라 점차 커지는 것을 확인할 수 있다. 단, 보고서가 처음 발간된 년도의 경우 그 효과는 통계적으로 유의하지 않았는데, 이는 기부금지출 및 직간접적 투자형태의 사회공헌활



〈그림 1〉 사회공헌활동의 지속성과 기업가치의 관계

동으로 인해 발생한 선행투자가 재무성과를 일시적으로 감소시키는 영향을 미쳤기 때문인 것으로 판단된다. <그림 1>은 사회공헌활동의 지속성이 장단기적 기업가치에 미치는 영향을 그래프로 나타낸 것이다.

<그림 1>에서 보듯이 사회공헌활동의 효과와 시장변화를 나타내는 연도별 효과는 보고서 발간의 지속기간에 따라 각각 감소하는 추세를 보이는 반면, 이러한 요인들을 통제한 사회공헌활동의 순수효과는 증가하고 있음을 확인할 수 있다. 즉, 지속가능경영을 위해서는 장기적인 관점에서 사회공헌활동에 대한 지속적인 노력이 필요하며, 이러한 지속적 노력은 기업의 장기적 가치에 긍정적 영향을 미침을 알 수 있다.

V. 결론

최근 들어 기업경영의 패러다임이 주주의 부극대화에서 모든 이해관계자와 공유할 수 있는 가치를 창출함으로써 건강한 성장을 이루자는 지속가능경영으로 변화하고 있다. 지속가능경영은 기업가치에 영향을 미치는 경제적, 환경적, 사회적 사안을 함께 고려하여 건전한 기업 생태계 조성에 힘씀으로써 기업의 지속가능한 발전을 이루자는 취지를 갖고 있다. 이러한 경영 패러다임의 변화에 따라 사회공헌활동에 대한 사회의 관심이 높아지고 있으며, 기업 및 기관에서는 지속가능경영을 위한 사회공헌활동의 비재무적인 성과를 측정하고, 그들의 성과를 여러 이해관계자들에게 알리기 위해 지속가능보고서를 발간하고 있다.

본 연구는 사회적으로 관심이 높아지고 있는 기업의 사회공헌활동이 과연 기업의 장단기적 가치에 긍

정적 영향을 미치는 지를 실증하여, 우리나라 기업으로 하여금 사회공헌활동에 참여하는 동기를 부여하는 목적을 갖고 있다. 이러한 연구목적을 달성하기 위해 본 연구에서는 사회공헌활동의 시행을 나타낼 수 있는 변수로 기부금지출 및 GRI 가이드라인에 따른 제3자 검증 지속가능보고서의 발간을 사용하여 사회공헌활동을 시행하는 기업과 그렇지 않는 기업의 장단기적 가치에 차이가 있는지를 실증하였다. 실증분석을 위해 2008년부터 2013년까지 6년 동안 유가증권시장에서 상장이 유지된 기업을 대상으로, 기부금지출 유무 및 GRI 가이드라인에 따른 제3자 지속가능보고서의 발간 유무를 나타내는 변수와 여러 통제변수를 독립변수로, 기업의 장기적 기업가치를 나타내는 토빈큐와 단기적 기업가치를 나타내는 주식수익률을 종속변수로 각각 설정한 회귀분석을 수행하였다. 또한 사회공헌활동의 지속성이 기업의 장기적 가치에 미치는 영향을 확인하기 위해 단일 요인이 반복 측정된 2요인 공분산분석을 실시하였다.

실증분석 결과, 기부금지출 및 지속가능보고서 발간 모두를 행하는 기업의 토빈큐가 기부금지출만 하는 기업보다 통계적으로 유의하게 높았고, 기부금지출 및 지속가능보고서 발간 모두를 행하지 않는 기업은 기부금지출만 하는 기업에 비해 통계적으로 낮은 토빈큐를 갖는 것을 확인할 수 있었다. 로그주식수익률의 경우 기부금지출 및 지속가능보고서 발간 모두 하는 기업과 기부금지출만을 하는 기업 간에는 통계적으로 유의한 차이가 없었으나, 기부금지출 및 지속가능보고서 발간 모두를 행하지 않는 기업은 기부금지출만 하는 기업에 비해 주식수익률이 통계적으로 낮은 것을 확인할 수 있었다. 이와 같은 결과는 기부금지출만으로도 투자자가 인지하는 기업이미지를 개선시킬 수 있고, 투자에 대한 우호적 판단을 이

끌어 낼 수 있음을 보여주고 있다. 아울러 지속가능 보고서에 기업이 기부금지출 이외에 이해관계자와의 상생을 위한 사회공헌활동을 하고 있음을 보여주는 매개체로, 이해관계자와의 효과적인 커뮤니케이션 매체로 작용하여 기업의 장기적 가치의 향상을 유인할 수 있음을 알 수 있다.

이와 함께 사회공헌활동의 지속성이 장기적으로 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과, 사회공헌활동이 기업가치에 미치는 순수효과는 연구대상기간 동안 시장환경이 좋지 않았음에도 불구하고 점차 증가하는 것을 확인할 수 있었다. 이러한 결과는 주주의 이익만을 고려했던 전통적인 경영활동에서 벗어나 종업원, 고객, 협력업체, 지역사회 등 다양한 이해관계자들을 위한 사회공헌활동을 통해 기업은 장기적으로 자신의 가치를 보다 높일 수 있음을 함의한다.

결국, 본 연구는 기업이 제3자 검증 지속가능보고서의 지속적 발간을 통해 이해관계자들에게 자신이 수행한 사회공헌활동의 객관적 성과를 제시함으로써 투자에 대한 우호적 판단을 이끌어 낼 수 있음을 보여준다. 아울러 직간접 형태의 사회공헌활동이 장기적으로 기업의 위험요인을 줄이고 안정적인 경영성과를 나타낼 수 있음을 실증적으로 확인함으로써 현재 사회공헌활동에 참여하지 않는 기업으로 하여금 참여 동기를 제공하는 유인책으로서의 의의를 갖는다.

참고문헌

강철희·정승화(2007), "기업사회공헌과 기업의 재무적 성과의 관계에 관한 연구: 고정효과회귀방식에 의한 분석," **사회보장연구**, 23(4), 29-56.
 김강(2012), "지속가능경영이 장단기 경영성과에 미치는 영향," **회계연구**, 17(4), 95-118.

김병준(2013), "기업의 인권보고지표를 통한 인권경영의 강화: ISO 26000와 GRI G4의 인권지표를 중심으로," **아주법학**, 7(1), 39-69.
 김세중·박의범·Tsog Khulan(2012), "한국기업 CSR활동의 공유가치창출에 관한 실증연구," **로고스경영연구**, 10(4), 1-28.
 김영식·위정범(2011), "기업의 사회적 활동과 재무적 성과의 통합적 고찰," **대한경영학회지**, 24(5), 2913-2950.
 김장환·장지인·이운상(2005), "환경경영시스템 인증획득이 기업의 재무성과에 미치는 영향에 대한 연구-ISO14001 도입을 중심으로," **회계정보연구**, 23(4), 1-24.
 김창수(2009), "기업의 사회적 책임활동과 기업가치," **증권학회지**, 38(4), 507-545.
 김해룡·김나민·유광희·이문규(2005), "기업의 사회적 책임에 대한 척도 개발," **마케팅연구**, 20(2), 67-87.
 남상민(2004), "환경보고서 시장체계의 국제비교 및 시장을 위한 평가방법론에 관한 탐색적 연구," **대한경영학회지**, 17(6), 2739-2763.
 남상민(2009), "지속가능성보고서를 토대로 한 기업 지속가능가치평가," **한국콘텐츠학회논문지**, 9(10), 339-348.
 박경서·변희섭·이지혜(2012), "내생성 문제를 통제한 환경경영과 기업가치 간의 관계에 관한 연구," **재무연구**, 25(2), 293-324.
 박헌준·이종건(2002), "기부와 환경보호: 기업의 사회공헌활동과 재무적 성과간의 관계에 대한 실증적 연구," **인사조직연구**, 10(1), 95-133.
 안상아(2013), "국내 상장기업의 지속가능성보고서 발간 현황 및 분석," **CG 리뷰**, 68, 88-111.
 안수현(2007), "기업의 지속가능성 공시제도화를 위한 시론: 사회적 책임(Corporate Social Responsibility, CSR) 정보와 그외 비재무정보 유형화에 기초하여," **환경법연구**, 29(1), 35-88.
 이광운·김진배·양대천(2012), "내생성과 다기간 문제를 고려한 기업의 사회적책임의 세부활동과 기업가치

- 와의 관계,” **회계정보연구**, 30(4), 115-145.
- 이장희 · 김연화(2007), “기업지배구조가 주식수익률에 미치는 영향,” **회계연구**, 12(3), 57-80.
- 장승욱 · 김용현(2013), “기업의 ESG와 재무성과,” **재무관리연구**, 30(1), 131-152.
- 장지인 · 최현섭(2010), “기업의 사회적 책임(CSR)과 재무성과와의 관계,” **대한경영학회지**, 23(2), 633-648.
- 전국경제인연합회(2013), **2013 기업 · 기업재단 사회공헌 백서**.
- 전영승(2011), “지속가능보고서의 실태와 개선방안,” **산업교육연구**, 25(2), 135-162.
- 전영승(2012), “지속가능보고서의 제3자 검증에 관한 연구,” **산업교육연구**, 26(3), 135-158.
- 정태수 · 김경란 · 김근영(2012), “글로벌 기업의 지속성장전략: 지속가능경영 6대 트렌드,” **CEO Information**, 852호, 삼성경제연구소.
- 천미림 · 김창수(2011), “CSR의 지속성이 CSR과 재무성과의 관계에 미치는 영향,” **회계정보연구**, 29(3), 351-374.
- 최운열 · 이호선 · 홍찬선(2009), “기업의 사회공헌활동이 기업가치에 미치는 영향: 기부금지출을 중심으로,” **경영학연구**, 38(2), 407-432.
- 황은애 · 송순영(2008), “사업자의 소비자관련 사회적책임 활동 현황분석: 국내 지속가능성보고서 내용검토를 중심으로,” **소비자학연구**, 19(4), 109-133.
- Bowen, H. R.(1953), *Social Responsibilities of the Businessman*, New York: Haper & Row.
- Carroll, A. B.(1979), “A Three-Dimensional Conceptual Model of Coporate Social Performance,” *Academy of Management Review*, 4(4), pp. 497-505.
- Carroll, A. B.(1991), “The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders,” *Business Horizons*, 34(4), pp.39-48.
- Chung, K. H., and S. W. Pruitt(1994), “A Simple Approximation of Tobin’s q,” *Financial Management*, 23, 70-74.
- Clarkson, M. E.(1995), “A Stakeholder Framework for Analysing and Evaluating Corporate Social Performance,” *Academy of Management Review*, 20, 92-117.
- Fama, E. F., and K. R. French(1992), “The Cross-Section of Expected Stock Returns,” *Journal of Finance*, 47, 427-465.
- Fama, E. F., and K. R. French(1993), “Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds,” *Journal of Financial Economics*, 33, 3-56.
- Global Reporting Initiative(2006), *Sustainability Reporting Guidelines*, G3 Version
- Jones, T. M.(1980), “Corporate Social Responsibility Revisited, Redefined,” *California Management Review*, 22(3), pp.59-67.
- McWilliams, A., and D. S. Siegel(2000), “Corporate Social Responsibility and Financial Performance: Correlation or Misspecification?,” *Strategic Management Journal*, 21, pp.603-609.
- Mohr, L. A., D. J. Webb, and K. E. Harris(2001), “Do Consumers Expect Companies to be Socially Responsible? The Impact of Corporate Social Responsibility on Buying Behavior,” *The Journal of Consumer Affairs*, 35(1), pp.45-72.
- Godfrey, P. C.(2005), “The Relationship Between Corporate Philanthropy and Shareholder Wealth: A Risk Management Perspective,” *Academy of Management Review*, 30(4), 777-798.
- Pava, M. L., and J. Krausz(1996), “The Association between Corporate Social-responsibility and Financial Performance: The Paradox of Social Cost,” *Journal of Business Ethics*,

- 15(3), pp.321-357.
- Petkus, E., and R. B. Woodruff(1992), "A Model of the Socially Responsible Decision Making Process in Marketing: Linking Decision Makers and Stakeholders," *Marketing Theory and Applications*, 3, pp.154-161.
- Brammer, S., and A. Millington(2005), "Corporate Reputation and Philanthropy," *Journal of Business Ethics*, 61, 29-44.
- 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," *The Journal of Business*, 72(1), pp.35-89.
- Waddock, S. A., and S. B. Graves(1997), "The Corporate Social Performance-Financial Performance Link," *Strategic Management Journal*, 18(4), 303-319.

The Impact of Firms' Sustainability Management Activities on Their Short-term and Long-term Values

Jae H. Min* · SeungYin Ha** · Bumseok Kim***

Abstract

In recent years, the paradigm of business is changing from maximization of shareholders' wealth to sustainability management that creates a shared value for all stakeholders. According to the paradigm shift, business society's interest in CSR (corporate social responsibility) has increased. Firms and other organizations have started measuring their environmental, social, and governance performance, which can be observed through the publishing of sustainability reports that inform various stakeholders of the firms' successes in sustainable management practices.

To examine how CSR impacts a firm's short-term and long-term values, this study attempts to confirm whether there are statistically significant differences in the long-term and short-term corporate values between companies that have and have not implemented social contribution activities, employing variables such as corporation donations and third-party verified sustainability reports based on GRI guidelines. The target companies have been maintained in the Korea securities market for a six year period from 2008 to 2013. For empirical analysis, the dummy variable of donations expenditure, issuing third-party verified sustainability reports, and the other control variables are used as independent variables. For the dependent variable, we employ stock log return as the proxy of each firm's short-term value, and Tobin's Q ratio as that of its long-term value. Also, two-factor ANCOVA was performed with repeated measurements on one-factor analysis to check the impact of continuity of social contribution activities on the long-term value of the firms.

* Sogang Business School, Sogang University

** Sogang Business School, Sogang University

*** Sogang Business School, Sogang University

The results show that Tobin's Q ratio of firms making donation contributions as well as issuing sustainability reports is significantly higher than that of those companies that are only making the donation expenditures. Furthermore, companies that do not issue any sustainability reports and do not make donation contributions had statistically lower Tobin's Q ratios than the companies with donation expenditure. In the case of the stock log returns, there was no statistically significant difference between the companies with donation expenditure and the companies that both issue sustainability reports and have donation expenditure. However, it is shown that the companies without those two activities at all has significantly lower performance than the companies with donation expenditure. These results imply that the donation expenditure alone would be enough to enhance the corporate image for investors' recognition, leading to preferable investment decisions while the sustainability reports serve as medium of effective communication among stakeholders inducing the enhancement of corporate long-term values.

Also, the analysis regarding long-term effects of the persistency of social contribution activities on the corporate value shows that the pure effect of social contribution activities has increased gradually, even though the market environment was not in good condition during the six year period from 2008 through 2013. This result implies the companies would be able to enhance their long-term values through social contribution activities for a variety of stakeholders including employees, customers, suppliers and local communities, which clashes with the conventional business activities that consider only the interests of shareholders. In addition, the continued issuance of third-party verified sustainability reports makes the companies present the outcomes of their social contribution activities to investors, which may lead to friendly investment decisions. Moreover, this result would motivate the companies that do not currently participate in social contribution activities to engage in those activities in the form of direct investment and donation expenditures.

Key words: Sustainability Management, Sustainability Report, Social Contribution Activities, Corporate Social Responsibility, Tobin's Q, Stock Returns, GRI(Global Reporting Initiative)