

회계투명성과 CSR이 재무적 성과와 기업가치에 미치는 영향

오상희*

〈요 약〉

본 연구의 목적은 회계투명성과 기업의 사회적 책임이 재무성과 및 기업가치와의 관련성을 살펴보는 것이다. 그러나 우리나라에서는 사회적 책임에 관한 지표가 보편타당한 것이 아니라 특정 연구소에서 조사하고 있는 지표를 주로 사용하고 있기 때문에 보다 신뢰성 있는 연구를 위해, 먼저 선행연구에서 연구된 결과들을 바탕으로 기업의 투명성 변수를 살펴본 뒤 그 연구를 기반으로 사회적 책임과 재무성과 및 기업가치와의 관련성을 살펴보고자 한다.

본 연구의 분석결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 종속변수가 ROA인 경우 자산의 질(QAS) 변수만 제외하고 모두 유의적인 관련성을 나타내었고, 종속변수를 Tobin's Q로 한 분석에서는 매출액순이익률(CITSA), 매출채권비율(SCTSA), 판매관리비비율(SETR) 그리고 매출액성장을(SATSA)이 유의적인 관련성을 보였다. 따라서 가설 1은 모든 변수는 아니지만 부분적으로는 받아들여졌다.

둘째, 가설 2와 3의 검증을 위해 투명성 변수에 따라 모형을 4가지로 나누어 분석한 결과, '전체-ROA'와 'ROA'모형 그리고 '전체-Tobin's Q'와 'Tobin's Q' 모형에서도 $\ln CSR$ 과 $TranD \times \ln CSR$ 이 유의적인 양(+)의 관계를 나타내어 가설 2와 가설 3이 받아들여졌다.

본 연구의 차별점은 지금까지 거의 연구가 이루어지지 않았던 기업의 사회적 책임과 회계투명성을 연결시켜 기업의 사회적 책임과 투명성 그리고 기업가치와 관련성을 분석하였다는 점과, 발표되지 않는 자료를 포함하여(약 360개 기업) 표본을 확장하여 연구를 일반화하였다는 점을 들 수 있다.

핵심주제어: 회계투명성, CSR, ROA, Tobin's Q

I. 서 론

예전에 기업의 목적은 그 기업에 투자한 주주의 부를 극대화 하는 것이었다. 그러나 요즘은 단순히 주주 부의 극대화를 위한 이윤추구만이 아니라, 기업을 통해 사회전체가 다함께 잘 살아가는 것이 목적이 되었다. 즉, 1990년대 후반부터 특정 한 기업만이 아니라 전체적으로 함께 잘 살자는 기업의 사회적 책임이 경영의 새로운 패러다임으로 각광받기 시작하였다.

여기서 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility; 이하 CSR)이란 기업이 생산 및 영업활동을 하면서 환경경영, 윤리경영, 사회공헌과 노동자를 비롯한 지역사회 등 사회 전체에 이익을 동시에 추구하며, 이에 따라 기업의 의사결정 및 활동을 하는 것을 포괄적으로 일컫는다(이광운 2011).

경영 환경이 글로벌화 되고 있는 현시점에서 CSR에 노력하는 기업이 장기적으로 경쟁우위를 창출한다는 사실에 공감대가 형성되면서, 기업의 최고경영자들은 CSR이 기업의 중요한 의사결정 요인이 되어가고 있음을 확인하였다(세계경제포럼 2003)¹⁾. 또한 이미 2000년 유엔은 CSR을 이행하기 위한 국제적 협약(UN Global Compact)을 창설하였고, 국제표준화기구(ISO)에서도 CSR과 관련한 국제표준(ISO 26000)을 제정하였다. 그리고 이와 관련한 연구도 활발하게 진행 중이다.

우리나라의 경우도 CSR과 유사한 경제정의지수(KEJI Index)를 경실련 산하 경제정의연구소에서 발표하고 있다. 경제정의연구소는 매년 200개사의 경제정의 지수를 20년동안 발표해 오고 있다. 이와 관련하여 국내에서도 CSR과 경영성과 혹은 기업가치 관련성을 살펴본 연구가 많이 존재한다(이우재 등 2012; 장지인과 최현섭 2010; 반혜정과 김석수 2009; 신민식과 심상헌 2001). 그러나 기업의 사회적 책임 수준이 높다고 해서 꼭 기업의 가치가 높아진다고 볼 수 있는가? 기업의 CSR 활동은 비용이 아니고 투자이며 궁극적으로 기업가치를 제고시키는 전략적 수단이 될 수 있다(장지인과 최현섭 2010)는 점을 고려하면, CSR과 기업가치만의 관련성을 살펴볼 것이 아니라 기업자체의 투명성에 관한 내용을 먼저 살펴보아야 할 것이다. 즉, 기업의 윤리적인 입장에서 기업내의 투명성을 먼저 살펴보고 그 다음 기업의 사회적인 책임 활동을 살펴보아야지 비로소 진정한 사회적 책임을 다하는 훌륭한 기업이 되는 것이다.

1) 세계경제포럼(World Economic Forum 2003)에 참석한 최고경영자들을 대상으로 한 설문에서 응답자의 95%가 자사 연례보고서에 CSR의 내용을 담고 있다고 답하였다.

이와 관련하여 본 연구의 목적은 기업의 사회적 책임과 재무성과 및 기업가치와의 관련성을 살펴보는 것이다. 그러나 우리나라에서는 사회적 책임에 관한 지표가 보편타당한 것이 아니라 특정 연구소에서 조사하고 있는 지표를 주로 사용하고 있기 때문에 보다 신뢰성 있는 연구를 위해, 먼저 선행연구에서 연구된 결과들을 바탕으로 기업의 투명성 변수를 살펴본 뒤 그 연구를 기반으로 사회적 책임과 재무성과 및 기업가치와의 관련성을 살펴보고자 한다.

본 연구의 차별점은 기업의 사회적 책임과 기업가치와의 관계만 분석한 다수의 선행연구와 달리 지금까지 거의 연구가 이루어지지 않았던 기업의 사회적 책임과 회계투명성을 연결시켜 기업의 사회적 책임과 투명성 그리고 기업가치와의 관련성을 분석하였다는 점과 기존의 연구에서는 경제정의지수(KEJI Index)를 worst기업을 제외한 200개 기업만 표본으로 삼았으나, 본 연구는 발표되지 않는 자료를 포함하여 약 360개 기업으로 표본을 확장시켜서 연구를 일반화하였다는 점을 들 수 있다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 서론 이후 2장에서는 투명성과 CSR에 관한 이론적 배경 및 선행연구를 살펴보고, 3장에서는 가설의 설정 및 연구설계에 대해 기술한다. 그리고 4장에서는 표본의 기술통계량과 가설검증 및 분석결과를 제시하고, 마지막 장에서는 본 연구를 요약하고 한계점에 대해 서술한다.

II. 이론적 배경 및 선행연구

1. 회계투명성

기업투명성 또는 회계투명성은 최근 들어 널리 통용되는 용어이기는 하지만 아직 학술적으로 정립된 정의는 없다고 볼 수 있다²⁾. 단지 투명성의 개념이 여러 연구에서 논의되고 있을 뿐이다. 장지인 등(2002)은 회계투명성이란 적합하고, 신뢰할만한 회계정보를 적시에 숨김없이, 객관적이고 이해하기 쉽게 전달할 때 유지되고, 회계불투명성은 의도적으로 정보내용을 조작하거나, 혹은 정보공시를 지연하는 것을 의미한다고 하였다. 미국 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission: SEC)에서는 기업이 완전공시를 통하여 정직하고 효율

2) 한국회계학회 연구보고서 「회계투명성의 측정과 평가 및 투명성 제고방안」백원선과 조중석, 2007. 5

적인 시장 그리고 사실에 근거한 합리적인 투자의사결정이 이루어지도록 하며, 기업의 재무상태와 경영성과를 이해하고, 종합적이며 신뢰할 수 있는 정도를 기업의 투명성이라고 정의하였다. 또한 백원선과 조중석(2007)은 여러 선행 연구를 통해 투명성 정의를 종합하여 “회계투명성은 기업외부자로 하여금 기업정보를 신속하게 그리고 충분하게 입수할 수 있도록 하는 정도를 일컫는다”라고 정의하였다.

투명성에 관한 정의가 다양한 만큼 관련 선행 연구도 다양하지만, 특히 이영한 등(2011)은 선행연구들의 분석방법을 크게 정성적 분석과 정량적 분석으로 구분하였다. 이 때 정성적 분석은 전문가집단에게 설문으로 점수를 매기거나 사업보고서 분석을 통해 점수화한 방법이고, 정량적 분석은 회계이익의 질, 재무비율 등의 분석방법을 통해 회계투명성 지수를 산정하는 방식을 의미한다.

회계투명성에 관한 정성적 분석의 연구로는 PricewaterhouseCoopers(2001)의 Opacity Index가 있다. PricewaterhouseCoopers(이하 ‘PwC’)는 35개국을 대상으로 각 국가별 불투명 지수(Opaicity Index)를 측정하여 회계 불투명도와 외국 직접투자 및 자본비용의 관계를 살펴보았다. 이때 불투명지수를 부패·법률제도·경제 및 금융정책·회계기준 및 관행·규제제도 분야에 대하여 설문조사를 실시하여 측정하였다. 설문은 중·대기업의 재무담당최고책임자(CFO), 증권분석가, 은행원, PwC 상주직원을 대상으로 하였고, 전화 및 직접 인터뷰를 통하여 실시되었다. 특히, 다섯 가지 분야 중 회계 불투명성은 공시기준과 상장기업의 정보에 대한 접근성에 관한 질문으로 평가하였다³⁾. 또한 회계투명성만을 독립적으로 측정한 경우는 많지 않으나 투명성을 나타내기 위하여 지배구조를 평가하고 지수화 하려는 노력은 최근에 학계에서 많이 나타나고 있는데, Black 등(2006)은 한국 증권 거래소가 2001년 실시한 설문조사 결과를 이용하여 투명성을 나타내는 지표인 지배구조지수를 산출하여 재무실적과 주가 등의 기업가치 관련성을 검증하였다. 이때 지배구조를 나타내는 문항은 총 39개이고 5개의 분야를 가중 평균한 값을 사용하였다. 다섯 개 분야는 각각 주주권리(5 문항), 이사회 구조(4 문항), 이사회 절차(26 문항), 공시(3 문항), 소유권 균형(1 문항)으로 구성되어 있다.

회계투명성에 관한 정량적 분석의 선행연구로는 Bhattacharya 등(2004)의 연구가 있다. 그들은 투명성 연구를 위해 불투명성을 측정하였는데, 이를 이익의 공격성, 손실 회피성향, 이익 유연화 정도의 세 가지로 나누어 측정하였다. 이

3) 위의 결과 우리나라는 부패 17위, 법률제도 31위, 경제정책 22위, 회계 35위, 규제 31위 등으로 평균 31위로 나타났다. 이때 순위가 높을수록 불투명성이 높은 것이다.

때 공격성은 발생액을 기초총자산으로 나눈 값을 사용하였고, 손실 회피성향은 당기순이익(당기순손실)을 기초총자산으로 나눈 값이 1%(혹은 -1%)에 해당하면 적은 이익(혹은 적은 손실)으로 정의한 후, 적은 이익에 해당하는 기업의 수와 적은 이익 또는 적은 손실에 해당하는 기업의 수의 비율로서 측정하였다. 또한 이익 유연화 정도는 발생액의 변화와 영업현금흐름의 변화를 기초총자산으로 나눈 후 두 값의 상관계수로 측정하였다. 마지막으로 위의 세 가지 측정치를 각각 국가별 십분위수로 나누어 세 가지 십분위수의 평균으로 계산하였다⁴⁾. Beneith(1997, 1999)는 회계투명성과 관련하여 미국증권거래소(SEC)의 지적을 받은 기업 등을 대상으로 재무지표와 이익조작과의 관련성을 연구하였다. 이 때 사용한 평가항목으로 8가지의 재무지표를 사용하였는데, 각각 채권회수기간지수 · 매출총이익지수 · 자산품질지수 · 매출성장지수 · 감가상각지수 · 판매관리비지수 · 레버리지지수 · 총발생액비율 등이고, 채권회수기간지수, 발생액증가율 그리고 자산품질지수 감소가 이익조작기업의 특성으로 제시하였다. 또한 최수미(2004)는 회계투명성 지표를 개발하여 회계투명성과 기업가치와의 관련성을 연구하였다. 이 때 회계투명성지표는 회계투명성 점수를 구성하는 재무비율로 측정하였는데, 발생액비율 · 매출액순이익률 · 현금흐름비율 · 부채비율 · 매출채권변화 · 매출총이익변화 · 자산의 질 등 7가지로 구성된다. 구성된 재무비율을 전년도 자료와 비교하여 개선되면 1, 그렇지 않으면 0인 결과와 산업평균을 비교하여 높으면 1, 아니면 0인 결과를 합산하여 총점 14점 만점으로 투명성 점수를 계산하였다.

2. CSR(Corporate Social Responsibility)

현대 사회는 기업이 그들의 투자자를 위해 단순히 주가를 높이는 것도 중요하지만, 경제주체로서 고객 관계의 특성을 파악하고(이재식 2010; 최미화 2012), 조직의 환경을 이해하는 것(김성남과 이규남 2011)과 같은 맥락에서 사회적 책임(Corporate Social Responsibility: 이하 CSR)을 인식하고 지역사회와의 지속가능성장을 함께 추구하는 활동도 중요하다. 이와 관련하여 국제사회에서도 CSR을 확대하기 위한 다양한 노력을 기울이고 있다. 특히, 국제표준화기구(ISO)는 2010년 ‘경제주체별 사회적 책임’에 관한 국제표준인 ISO 26000을 제정하여 각 경제주체가 자율적으로 사회적 책임을 이행하였음을 공시하도록 하였

4) 위의 결과 전체 34개국 중 종합점수에서 우리나라는 33위에 해당하여 불투명성이 매우 높은 것으로 나타났다.

다.⁵⁾ 또한 2000년 유엔은 기업의 사회적 책임을 이행하기 위해 국제적 협약인 'UN Global Compact'를 창시하고, 이를 위해 인권, 노동, 환경 및 반부패 등의 4개 영역에 대해 핵심가치 지지 및 10대 원칙을 채택하여 규범화하였다⁶⁾. 그러나 대한상공회의소(2010)에 따르면 국제표준인 ISO 26000의 대응에 있어 국내 매출액 100대 기업 중 4.9%만 CSR 활동 계획을 가지고 있다고 답하는 등 우리나라에서는 아직까지 기업의 사회적 책임에 관한 체계적인 대응이 이루어지지 못하고 있는 실정이다.

한편 기업의 사회적 책임에 관한 입장은 두 가지로 상반되어 나타난다(이광윤 2011). 첫째, CSR 활동으로 인해 기업은 추가적인 원가가 발생하기 때문에 궁극적으로 주주가치 입장에서는 주주 부의 희생이라는 바람직하지 못한 결과를 가져온다는 것이다(Pava and Kreuzsz 1996; Lee, Faff and Kim 2009). 둘째, 기업은 이해관계자 부를 극대화하기 위해 노력해야 한다는 전제에서, 기업의 사회적 책임 활동은 기업과 이해관계자의 갈등을 감소시키는 역할을 하고 궁극적으로 기업가치를 증가시킬 수 있는 것으로 보는 입장이다(Hillman and Keim 2001; Clarkson 1995). 이러한 입장차이 때문에 CSR과 기업가치의 관련성을 연구한 선행연구는 정(+의) 관련성을 보인 연구(Waddock and Graves 1997)와 부(-)의 관련성을 나타낸 연구(Brammer 등 2005) 그리고 관련성이 없다는 연구(Aupperle 1984) 등 다양한 결과로 제시되고 있다.

구체적으로 Berens(2005)는 CSR을 이행하는 기업이 그렇지 않은 기업보다 약 18% 수익성이 향상되고, 투자자들 또한 CSR 활동을 수행하는 기업의 주식에 20%이상의 프리미엄을 부여한다고 보고하여 CSR과 기업가치의 정(+의) 관련성을 보여주었다. Waddock and Graves(1997)는 CSR과 기업의 재무성과의 내생성을 고려하여 두 변수의 상호 의존적인 관계를 도출하고 이러한 작용은 선순환을 이룬다고 주장하면서, 긍정적인 정(+의) 관련성을 나타내었다. McWilliams and Siegel(2000)은 CSR과 재무성과를 524개 기업을 대상으로 연구하여 재무적 성과에 대한 KLD⁷⁾ 성과 순위가 미치는 영향을 검증한 결과, 그들의 관계에서 정(+의) 또는 부(-)의 관계가 아닌 중립의 관계를 보여주었다.

국내 연구의 경우 주로 기업의 사회적 책임활동을 경제정의지수(KEJI Index: Korea Economic Justice Institute Index)⁸⁾에 근거한 연구가 활발하다. 구체적으

5) 2010년 11월 1일 제정

6) 2008년 5월 기준, UN Global Compact는 120여 개국의 5,216개의 기업과 단체가 가입.

7) McWilliam and Siegel(2000) - We linked Compustat data to information on corporate social performance provided to us by the firm of Kinder, Lydenberg, and Domini (KLD).

8) 경실련 산하 경제정의연구소에서 개발한 지수로 1991년 12월부터 가장 최근 20회를 맞이하는 역

로 신민석과 심상현(2001)은 기업의 사회적 책임 활동이 주가에 미치는 영향을 CSR 수상기업을 대상으로 장기 주식성과를 분석하였다. 그 결과 CSR이 높은 기업은 장기적으로 정(+)의 누적 비정상수익률(CAR)을 나타내었다. 또한 장지인과 최현섭(2010)은 CSR활동의 성과가 기업의 재무적 성과와 체계적인 관련성을 가지는가를 분석한 결과, CSR성고가 높은 기업일수록 수익성이 높고 기업가치를 더 높인다는 결과를 얻었다. 더불어 CSR활동은 비용이 아니고 투자이며 궁극적으로 기업가치를 제고시키는 전략적 수단이 될 수 있다고 밝혔다. 유사하게 반혜정과 김석수(2009)는 기업능력과 기업의 사회적 책임에 따라 기업을 4개 집단으로 분류하여 CSR의 이행이 기업의 경쟁우위 향상에 기여하는지를 검증하였다. 그 결과 4개의 기업집단간 경쟁우위에 차이가 있는 것으로 확인하여, 기업의 사회적 책임이 경쟁우위 향상에 기여한다는 사실을 입증하였다. 이우재 등(2012)은 ERC모형을 통하여 CSR활동과 기업의 가치관련성을 검증한 결과, CSR활동이 우수할수록 기업의 보유기간수익률과 누적초과수익률은 정(+)의 관계를 가지는 것으로 나타났다.

Ⅲ. 가설설정 및 연구설계

1. 가설의 설정

본 연구의 목적은 기업의 사회적 책임과 기업가치와의 관련성을 살펴보는 것이다. 그러나 보다 신뢰성 있는 연구를 위해 먼저 선행연구에서 나타난 변수들을 통해 투명성과 기업가치의 관련성을 먼저 연구한 뒤, 그 연구를 바탕으로 사회적 책임과 기업가치와의 관련성을 살펴보고자 한다.

만약 기업의 투명성이 높다면 기업가치도 높아질 것이라고 생각된다. 반면에 기업의 사회적 책임과 기업가치와의 관련성은 선행연구 결과 다양하게 나타나고 있기 때문에 가설의 방향을 확정지을 수 없다(Waddock and Graves 1997; Brammer 등 2005; Aupperle 등 1995). 마지막으로 기업이 투명하고 사회적 책임 활동도 활발하다면 기업가치가 높아질 것으로 생각되어 진다. 따라서 본 연구의 연구 목적을 위한 가설은 다음과 같다.

사를 가지고 있으며, 국내 최초로 기업의 윤리경영 및 사회적 책임에 대한 포괄적인 평가모델이다.

가설 1 : 기업의 투명성이 높을수록 기업가치는 높아질 것이다.

가설 2 : 기업의 사회적 책임은 기업가치와 관련성이 있을 것이다.

가설 3 : 기업의 투명성에 따라 사회적 책임이 기업가치에 미치는 영향은 차이가 날 것이다.

2. 연구 모형

앞서 살펴본 바와 같이 회계투명성은 매우 추상적인 개념으로 그 개념이 정확히 정의되어 있지 않고 여러 가지 개념이 혼재되어 사용되고 있어 개별기업별로 투명성의 정도를 객관적으로 측정하는 것은 매우 어려운 일이다(윤세현 2008). 선행연구에서는 정성적 분석과 정량적 분석을 나누어서 투명성을 측정하였고, 이때 정성적 분석의 경우 대부분의 연구는 설문조사에 의존하였다. 그러나 설문조사방법 및 결과 해석에 있어 여러 가지 문제점이 제기되었다(장지인 등 2002)⁹⁾. 이 중 가장 많이 지적되는 문제점 중 하나는 설문응답자의 수가 매우 작고 설문의 수도 너무 작다는 것이었다. 또 다른 문제점은 모든 설문이 매우 주관적이어서 설문의 결과가 설문 대상이 되는 국가간의 차이보다는 설문응답자간의 차이에 의해서 결정될 가능성이 더 높다는 것이었다(김진배 2004). 따라서 본 연구에서는 정성적 연구의 주관성을 배제하기 위해 정량적 분석 방법을 이용하고, 정량적 분석 중 Beneith(1997, 1999)와 최수미(2004)의 연구를 바탕으로 투명성과 기업가치를 분석하고자 한다. 투명성 변수를 검증할 위한 모형은 다음과 같다.

$$CP_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CITSA_{i,t} + \alpha_2 DTER_{i,t} + \alpha_3 SCTSA_{i,t} + \alpha_4 SATGM_{i,t} + \alpha_5 QAS_{i,t} + \alpha_6 SETR_{i,t} + \alpha_7 SATSA_{i,t} + \alpha_8 DA_{i,t} + e_{i,t} \quad \cdot \cdot (1)$$

위 식(1)에서,

$CP_{i,t}$: 기업성과(ROA, Tobin's Q), ROA=영업이익/총자산, Tobin's Q=((보통주주식수×보통주연말종가) + (우선주주식수×우선주연말종가)+부채의 장부가액)/자산의 장부가치

9) 장지인 등(2002)는 PwC의 조사에 의문을 제시하고 비슷한 방법을 사용하여 우리나라의 회계투명성을 재 측정하였다. 그 결과 PwC의 조사가 우리나라의 회계투명성을 실제보다 현저하게 낮게 평가하였다고 주장하였다.

$CITSA_{i,t}$: i기업의 당기순이익t/매출액t

$DTER_{i,t}$: i기업의 부채t/자본t

$SCTSA_{i,t}$: i기업의 (매출채권t/매출액t) / (매출채권t-1/매출액t-1)

$SATGM_{i,t}$: i기업의 (매출총이익t/매출액t)/ (매출총이익t-1/매출액t-1)

$QAS_{i,t}$: i기업의 (1-유동자산t+유형자산t/자산t)/ (1-유동자산t-1+유형자산t-1 / 자산t-1)

$SETR_{i,t}$: i기업의 (판매관리비t / 매출액t) / (판매관리비t-1 / 매출액t-1)

$SATSA_{i,t}$: i기업의 매출액t / 매출액t-1

$DA_{i,t}$: i기업의 재량적 발생액

본 연구에서 기업성과는 재무적 성과를 보여주기 위한 회계적 수익률지표인 ROA와 기업가치를 나타내기 위한 Tobin's Q를 사용하였다. ROA는 분자에 당기순이익을 사용할 경우 영업과 관련성이 적은 다른 요소가 포함될 수 있기 때문에 영업이익을 사용하고, 분자는 총자산으로 나누어 사용하였다. 이 때 ROA는 기존의 연구에서 많이 사용하고 있어 비교가능성이 높다는 장점이 있다(장지인과 최현섭 2010). 마찬가지로 기업가치를 나타내기 위하여 대표적 시장가치 성과지표인 Tobin's Q를 사용하였다. Tobin's Q는 자산의 시장가치를 그 대체비용으로 나누어 측정하여야 하나 대체비용의 측정이 힘들기 때문에 Chung and Pruitt(1994)의 연구방법에 따라 보통주와 우선주의 주가총액에 부채의 장부가액을 총자산의 장부가액으로 나눈값을 사용한다. 이 때 Tobin's Q는 감가상각 등의 회계적 조작의 가능성이 없고 미래 수익을 반영할 수 있다는 장점을 가진다(이광운 2011).

투명성 변수는 Beneith(1997, 1999)와 최수미(2004)의 연구를 바탕으로 매출액순이익률(CITSA)·부채비율(DTER)·매출채권비율(SCTSA)·매출총이익비율(SATGM)·자산의 질(QAS)·판매관리비비율(SETR)·매출액성장율(SATSA)·재량적발생액(DA)의 8가지로 구성된다. 이 때 매출액순이익률은 경영성과가 좋아진다면 경영자가 회계분식을 시도할 위험이 적어지기 때문에 선택하였고, 부채비율은 재무구조를 나타내는 비율로 부채비율이 낮다면 분식회계등의 회계부정을 시도할 유인이 낮기 때문에 선택하였다. 또한 매출액 대비 매출총이익이 높거나, 매출채권의 비율이 낮고 판매관리비가 낮다면 회계부정과 관련성이 낮을 것이기 때문에 각각 매출총이익비율, 매출채권 비율, 그리고 판매관리비율을 투명성 지표로 삼았다. 자산의 질은 전기 비사업용 자산비중에 대한 당기 비사

업용 자산비중을 나타내는 지표로 전기에 비해 당기에 비사업용 자산비중이 증가할 경우 자산의 질이 낮아지는 것으로 보아 투명성의 관련 변수에 넣었다. 또한 매출액 성장률은 전년 대비 매출액이 높다면 이익조작 유인이 적기 때문에 지표에 포함하였고, 마지막으로 재량적 발생액은 투명성을 나타내는 대표지표이기 때문에 포함하였다. 이때 재량적 발생액은 수정 Jones 모형에 의해 다음과 같이 추정하였다.

$$TA_t/A_{t-1} = \alpha[1/A_{t-1}] + \beta_1[\Delta REV_t/A_{t-1} - \Delta AR_t/A_{t-1}] + \beta_2[PPE_t/A]_{t-1} + \varepsilon_t \quad \dots (2)$$

$$DA = TA_t/A_{t-1} - (\alpha[1/A_{t-1}] + \beta_1[\Delta REV_t/A_{t-1} - \Delta AR_t/A_{t-1}] + \beta_2[PPE_t/A]_{t-1}) \quad \dots (3)$$

여기서, TA_t : t년도 총발생액, ΔREV_t : t년도 매출액 변동, ΔAR_t : 매출채권 변동, PPE_t : t년도 설비자산(유형자산-토지-건설중인자산), A_{t-1} : t-1년도 총자산, ε_t : t년도 잔여오차를 나타낸다.

CSR과 기업가치 관련성 및 투명성을 포함한 CSR과 기업가치 관련성을 살펴보기 위한 가설 2와 3의 검증모형은 다음과 같다.

$$CP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TranD_{i,t} + \beta_2 CSR_{i,t} + \beta_3 TranD \times CSR_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Lev_{i,t} + \beta_6 \sum IND_{i,t} + \beta_7 YD + e_{i,t} \quad \dots (4)$$

위 식(4)에서,

$CP_{i,t}$: 기업성과(ROA, Tobin's Q), ROA=영업이익/총자산, Tobin's Q=((보통주주식수×보통주연말종가) + (우선주주식수×우선주연말종가)+부채의 장부가액)/자산의 장부가치

$TranD_{i,t}$: 식(1)의 8가지 투명성 변수 중 그 합이 평균보다 크면 1, 아니면 0인 더미변수

$CSR_{i,t}$: KEJI Index의 총점수의 자연로그값

$Size_{i,t}$: 총자산의 자연로그값

$Lev_{i,t}$: 부채비율 = 부채총액/자기자본

$IND_{i,t}$: 산업에 대한 더미변수

YD : 연도 더미변수

본 모형에서 기업성과를 나타내는 CP값은 식 (1)과 동일하고, 투명성 값은 식 (1)에서 각각의 독립변수가 전년도 비율보다 크면 1 아니면 0(반대의 경우도 발생)인 값으로 점수를 매겨서 그 점수의 합계 중 평균보다 크면 투명성이 큰 집단으로 분류하고, 평균보다 작으면 작은 집단으로 분류한 더미값을 사용한다. 이 때 부채비율(DTER)·매출채권비율(SCTSA)·자산의 질(QAS)·판매관리비비율(SETR)·재량적발생액(DA)은 낮을수록 1 클수록 0인 값을 가지며, 매출액순이익률(CITSA)·매출총이익비율(SATGM)·매출액성장율(SATSA)은 높으면 1 낮으면 0인 값을 갖는다. CSR값은 경제정의연구소에서 측정한 경제정의지수(KEJI Index)의 총점에서 자연로그 취한 값을 사용한다.

본 연구에서 사용한 통제변수는 기업규모, 부채비율, 산업더미 그리고 연도더미이다. 기업규모는 CSR활동과 관련하여 대규모기업이 중소기업보다는 CSR과 관련된 투자활동이 더 활발할 것으로 예측되고 재무적 성과등이 기업규모와 깊은 관련이 있기 때문(Gulati 1993; Waddock and Graves 1997; 장지인과 최현섭 2010)에 포함하였고, 부채비율 또한 CSR과 재무적 성과등을 검증할 때 기업의 위험을 통제하기 위해 꼭 필요한 변수이고 다수의 선행연구에서 언급하고 있다(Waddock and Graves 1997; Nelling and Webb 2006). 마지막으로 산업더미와 연도더미는 CSR이 산업과 시장상황에 영향을 받을 수 있기 때문에 포함하였다.

3. 연구의 표본

본 연구의 표본은 경제정의연구소에서 측정한 경제정의지수(KEJI Index)를 사용하였으며, 표본 선정기간은 2003년부터 2009년까지이다¹⁰⁾. 실증분석에 필요한 재무자료는 재무데이터베이스인 TS-2000과 FnDataGuide에서 수집하였고, 표본선정기간은 2003년부터 2009년까지이지만 전년도 및 차년도 자료가 필요한 변수를 고려하여 실제 자료는 2002년부터 2010년까지로 구성되어진다. 경제정의연구소의 기업선정 원칙에 따라 거래소 상장기업 중 금융업은 제외되고, 3개년 순이익 적자기업 및 자본잠식기업 등의 제외하여 구체적인 표본선정 과정은 다음과 같다.

- ① 2003-2009년 동안 KEJI Index가 있는 기업
- ② 12월 결산법인 중 TS-2000과 FnDataGuide에 재무자료가 수록된 기업

10) 경제정의연구소에서 발표된 경제정의지수는 가장 최근자료가 2009년까지 이다.

그 중 본 연구에서 각 변수 측정에 필요한 재무 자료가 없는 기업을 제외하고 최종표본으로 2003년부터 2009년까지 총 7년간 약 360개 기업의 2171 기업-연도 자료를 선정하였다. 표본기업의 산업별 구성은 <표 1>과 같다.

<표 1> 표본 기업의 산업별 구성

| 산업명 | 채택 표본수 | 구성비율 |
|--------------------------|--------|------|
| 1차 금속 및 금속가공 제조업 | 203 | 0.09 |
| 건설업 | 166 | 0.08 |
| 고무제품 및 플라스틱제품 제조업 | 93 | 0.04 |
| 코크스, 연탄 및 석유정제업 | 18 | 0.01 |
| 도·소매업 | 160 | 0.07 |
| 목재, 가구, 종이제품제조업 | 113 | 0.05 |
| 비금속 광물제품 제조업 | 64 | 0.03 |
| 섬유, 의복 및 모피제품 제조업 | 81 | 0.04 |
| 운송업 | 88 | 0.04 |
| 음식료 및 담배제조업 | 146 | 0.07 |
| 의료용 물질 및 의약품제조업 | 199 | 0.09 |
| 자동차 및 자동차부품 제조업 | 125 | 0.06 |
| 전기장비, 기타 기계 및 장비 제조업 | 254 | 0.12 |
| 전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비 | 118 | 0.05 |
| 출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업 | 21 | 0.01 |
| 화학물질 및 화학제품제조업 | 216 | 0.10 |
| 서비스업 | 90 | 0.04 |
| 기타 | 16 | 0.01 |
| 합계 | 2171 | 100 |

IV. 실증분석결과

1. 표본의 기술통계량

표본에 관한 기술통계량이 <표 2>에 나타나 있다. 회계적수익률을 나타내는 총자산이익률(ROA)의 평균은 0.069이고 음(-)의 이익률을 나타내는 기업도 존재하였다. 또한 시장가치를 나타내는 Tobin's Q의 평균은 0.952로 회계적수익률보다 시장가치가 좀 더 높게 나타났다. 투명성지수(TranD)는 각 8개의 변수 중

작년보다 높은 경우 1, 아니면 0의 값을 가지고 최대 8점을 보였으며 평균은 3.99로 나타났다. 경제정의지수값(lnCSR)의 평균은 3.8079로 나타났으며, 기업규모(SIZE)의 평균은 19.633이며 부채비율(LEV)의 평균은 0.9266을 나타내었다.

<표 2> 기술통계량

| | 평균 | 표준편차 | 최소값 | 최대값 |
|-----------|--------|---------|---------|---------|
| ROA | 0.0696 | 0.04589 | -0.0551 | 0.3496 |
| Tobin's Q | 0.9529 | 0.6428 | 0.1637 | 4.7429 |
| TranD | 3.99 | 1.589 | 0 | 8 |
| lnCSR | 3.8079 | 0.0785 | 3.5629 | 4.0622 |
| SIZE | 19.633 | 1.4486 | 16.2408 | 25.1778 |
| LEV | 0.9266 | 0.7939 | 0.0109 | 10.2233 |

주) ROA : 영업이익/총자산, Tobin's Q: ((보통주주식수×보통주연말종가) + (우선주주식수×우선주연말종가)+부채의 장부가액)/자산의 장부가치, TranD : 식(1)의 투명성 변수 8가지 중 크면 1, 아니면 0의 합계, lnCSR : ln경제정의 지수, SIZE : ln총자산, LEV : 부채총액/자기자본

<표 3> 상관관계

| | ROA | Tobin's Q | TranD | lnCSR | SIZE | LEV |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|-----|
| ROA | 1 | | | | | |
| Tobin's Q | 0.227*** | 1 | | | | |
| TranD | 0.077*** | 0.053** | 1 | | | |
| lnCSR | 0.303*** | 0.163*** | 0.098*** | 1 | | |
| SIZE | 0.110*** | 0.107*** | -0.102*** | 0.431*** | 1 | |
| LEV | -0.103*** | -0.072*** | -0.219*** | -0.183*** | 0.257*** | 1 |

주 1) ROA : 영업이익/총자산, Tobin's Q: ((보통주주식수×보통주연말종가) + (우선주주식수×우선주연말종가)+부채의 장부가액)/자산의 장부가치, TranD : 식 (1)의 투명성 변수 8가지 중 크면 1, 아니면 0의 합계, lnCSR : ln경제정의지수, SIZE : ln총자산, LEV : 부채총액/자기자본

2) ***, **, * 은 각각 1%, 5%, 10%에서 유의적임.

<표 3>는 7개년도 변수들 간의 상관관계를 분석한 결과이다. ROA는 모든 변수들과 유의적인 관계를 보이고 있으며, 특히 LEV와는 음(-)의 관련성을 나타내었다. 시장가치 변수인 Tobin's Q도 ROA와 유사한 관련성을 나타내었으며, 마찬가지로 LEV와는 음(-)의 관련성을 보였다. 투명성 지수인 TranD는 lnCSR와는 유의적인 양(+의) 관계를 보이고 있으나, 기업규모(SIZE)와 부채비율(LEV)은 유의적인 음(-)의 관계 관계를 나타내었다. 이는 기업이 규모가 클

수록 투명하지 못하고 부정부패가 만연하다는 개념과도 일맥상통한다고 할 수 있다. 또한 경제정의지수(lnCSR)는 기업규모(SIZE)와는 양(+의 관계, 부채비율(LEV)과는 유의적인 음(-)의 관련성을 나타내었다. 이는 대기업의 경우 다양한 이해관계자들의 요구 수준이나 압력이 있기 때문에 사회적 책임 활동에 좀 더 투자를 한다는 사회적 통념과 일치한다고 할 수 있다. 마지막으로 기업규모(SIZE)와 부채비율(LEV)은 유의적인 양(+의 관련성을 보였다.

2. 가설 검증 및 실증분석 결과

<표 4>은 가설 1을 검증하기 위한 것으로 모형 1을 분석한 결과로, 종속변수를 회계적 성과인 ROA와 시장성과인 Tobin's Q로 나누어 분석한 결과이다. 분석 결과 전체적으로 모형의 설득력은 Tobin's Q모형보다 ROA가 더 높은 결과를 나타내었다.

먼저 종속변수가 ROA인 경우 자산의 질(QAS) 변수만 제외하고 모두 유의적인 관련성을 나타내었다. 구체적으로 살펴보면, 양(+의 방향성을 가질 것이라 예측된 매출액순이익률(CITSA)과 매출총이익비율(SATGM) 그리고 매출액성장율(SATSA)의 세 가지 변수는 ROA와 유의적인 양(+의 인과관계를 보였다. 이때 매출액순이익률(CITSA), 매출총이익비율(SATGM), 매출액성장율(SATSA)은 각각 당기순이익, 매출총이익, 매출액을 나타내고 있으며 이러한 변수와 관련하여 영업이익이 높아짐을 보였다. 이는 기업이 영업외적인 이익으로 이익을 높인 것이 아니라, 영업이익을 높임으로서 당기순이익이 높아졌으므로 기업이 투명하게 경영을 하고 있다는 것을 보여주는 것이라 할 수 있다.

그리고 음(-)의 방향을 가질 것이라 예측된 부채비율(DTER)과 매출채권비율(SCTSA)은 예측과 동일하게 ROA와 유의적인 음(-)의 관련성을 나타내었다. 이는 부채비율이 낮을수록 기업이 투명하다는 것을 보여주었으며, 또한 매출액 대비 매출채권의 비율이 낮다는 것은 그만큼 현금 회전율이 높다는 것을 나타내기 때문에 이 또한 투명성을 보여주는 것이라 할 수 있다. 그러나 자산의 질(QAS)변수는 전기 대비 당기 비사업용 자산비중을 나타내는 지표로 비사업용 자산의 크기가 클수록 자산의 질이 낮아짐으로 음(-)의 방향성을 예측하였으나 유의적인 관련성을 보여주지 않았다. 또한 판매관리비비율(SETR)변수는 판매관리비가 낮을수록 기업이 투명하다고 생각하여 음(-)의 방향성을 예측하였으나, 연구결과 유의적인 양(+의 값을 나타내었다. 이는 투명성과는 별개로 판매관리

비를 많이 지출할수록 매출액이 높아져서 ROA가 높아지는 양(+)의 관계로 해석할 수 있다. 마지막으로 재량적 발생액(DA)이 작을수록 기업이 투명하다고 음(-)의 관계를 예측하였으나, 판매관리비비율(SETR)변수와 마찬가지로 유의적인 양(+)의 관계를 보였다.

<표 4> 모형 1의 분석결과

| | | 종속 변수 | |
|--------------------|----|-----------------------|------------------------|
| | | ROA ¹¹⁾ | Tobin's Q |
| 절편 | 방향 | -0.0567*** (-3.64) | -0.01481*** (-4.21) |
| CITSA | + | 0.0925*** (9.76) | 0.8019*** (3.35) |
| DTER | - | -0.0155*** (-5.38) | -0.36123 (-0.58) |
| SCTSA | - | -0.0030*** (-4.47) | -0.0221* (-1.71) |
| SATGM | + | 0.0013*** (2.79) | -4.9589 (-0.47) |
| QAS | - | -0.0002 (-0.31) | -2.4847 (-0.51) |
| SETR | - | 0.0124*** (2.65) | 0.1775* (1.74) |
| SATSA | + | 0.0645*** (11.78) | 0.3456*** (2.8) |
| DA | - | 0.0108* (1.68) | 0.0750 (1.31) |
| F 값 | | 36.62 | 7.17 |
| Adj R ² | | 0.146 | 0.0317 |

주 1) ROA : 영업이익/총자산, Tobin's Q :((보통주주식수×보통주연말종가) + (우선주주식수×우선주연말종가)+부채의 장부가액)/자산의 장부가치, CITSA_{it} : 기업의 당기순이익/매출액_t, DTER_{it} : i기업의 부채/자본, SCTSA_{it} : I기업의 (매출채권/매출액_t) / (매출채권_{t-1}/매출액_{t-1}), SATGM_{it} : i기업의 (매출총이익/매출액_t)/(매출총이익_{t-1}/매출액_{t-1}), QAS_{it} : i기업의 (1-유동자산_t+ 유형 자산/자산_t)/ (1-유동자산_{t-1}+유형자산_{t-1}/자산_{t-1}), SETR_{it} : i기업의 (판매관리비_t / 매출액_t) / (판매관리비_{t-1} / 매출액_{t-1}), SATSA_{it} : i기업의 매출액_t / 매출액_{t-1}, DA_{it} : i기업의 재량적 발생액

2) ***, **, * 은 각각 1%, 5%, 10%에서 유의적임. ()안은 t-통계량

종속변수를 Tobin's Q로 한 분석에서는 매출액순이익률(CITSA), 매출채권비율(SCTSA), 판매관리비비율(SETR) 그리고 매출액성장율(SATSA)이 유의적인 관련성을 보였다. 종속변수를 ROA로 한 분석과의 차이점은 부채비율(DTER)의 경우 ROA모형에서는 굉장히 유의적인 음(-)의 관련성을 보였지만, Tobin's Q

11) 자기자본이익률(ROE)를 가지고도 검증하였으나, ROA와 유사한 결과를 얻었다.

모형의 경우 방향성은 음(-)을 나타냈지만, 유의성이 없다는 것이다. 또한 매출 총이익비율(SATGM)은 ROA모형에서는 매우 유의적인 양(+)이 관련성을 가졌지만, Tobin's Q모형에서는 유의적이진 않지만, 음(-)의 방향성을 가졌다 짐을 들 수 있다. 두 변수 모두 Tobin's Q모형에서 방향성이 다른 것이 문제가 아니라 변수 자체가 유의적이지 않기 때문에, 투명성 변수로 적절하지 않음으로 해석할 수 있다. 따라서 가설 2와 3의 검증에서는 각각 적합한 변수만을 취하여 회귀분석하는 것이 적절할 것으로 판단된다.

<표 5> 모형 2의 분석결과

| | 종속 변수 | | | |
|--------------------|----------------------|-----------------------|----------------------------|-------------------------|
| | 전체-ROA ¹⁾ | ROA ²⁾ | 전체-Tobin's Q ¹⁾ | Tobin's Q ³⁾ |
| 절편 | -0.099*** (-6.86) | -0.5316*** (-8.07) | -0.3757** (-2.31) | -0.4051*** (-3.08) |
| TranD | 0.1046* (1.71) | 0.1073* (1.81) | -0.3390 (-1.43) | -0.12984* (-1.67) |
| lnCSR | 0.1551*** (7.47) | 0.1586*** (8.64) | 0.8924** (2.00) | 0.9828*** (2.67) |
| TranD× lnCSR | 0.2903** (2.18) | 0.0295** (2.24) | 0.9003* (1.69) | 0.91489** (2.2) |
| SIZE | 0.3728** (2.23) | 0.3925* (1.84) | 0.4743*** (2.86) | 0.4711*** (2.83) |
| LEV | -0.026** (-2.03) | -0.006** (-2.02) | -0.0805*** (-2.89) | -0.0816*** (-2.94) |
| YD | Yes | Yes | Yes | Yes |
| IND | Yes | Yes | Yes | Yes |
| F값 | 47.48 | 46.89 | 15.25 | 15.55 |
| Adj R ² | 0.199 | 0.184 | 0.087 | 0.092 |

- 주 1) <표 4-3>의 투명성 지수변수 8가지를 모두 더하여 TranD를 계산한 모형
- 2) <표 4-3>의 투명성 지수변수 중 ROA에 유의적인 변수만으로 TranD를 계산한 모형
- 3) <표 4-3>의 투명성 지수변수 중 Tobin's Q에 유의적인 변수만으로 TranD를 계산한 모형
- 4) ROA : 영업이익/총자산, Tobin's Q: ((보통주주식수×보통주연말종가) + (우선주주식수×우선주연말종가)+부채의 장부가액)/자산의 장부가치, TranD : 식(1)의 투명성 변수값 중 평균보다 크면 1, 아니면 0인 더미변수, lnCSR : ln경제정의 지수, SIZE : ln총자산, LEV : 부채총액/자기자본
- 5) ***, **, * 은 각각 1%, 5%, 10%에서 유의적임.

<표 5>는 가설 2와 3을 검증하기 위한 모형 2의 분석결과로, <표 4>의 투명성 변수에 따라 모형을 4가지로 나누어 분석한 결과를 나타낸다. 이 때 선행연구에서 나타난 8가지 투명성 변수 전체를 포함시켰으면 모형에 '전체'라는 표현

을 넣었고, ‘전체’라는 표현이 없으면 각각의 유의적인 변수만을 포함시킨 모형이다. 즉, 첫 번째 ‘전체-ROA’ 모형은 TranD변수가 8가지 투명성 변수 모두를 포함한 것이고, 두 번째 ‘ROA’모형은 TranD변수가 <표 4>에서 유의적인 변수 5개(CITSA, DTER, SCTSA, SATGM, SATSA)만을 포함하고 있다. 세 번째 ‘전체-Tobin’s Q’ 모형은 TranD변수가 8가지 투명성 변수 모두를 포함한 것이고, ‘Tobin’s Q’ 모형은 TranD변수가 <표 4>에서 유의적인 3개(CITSA, SCTSA, SATSA)변수만을 포함시킨 모형이다.

먼저 ‘전체-ROA’와 ‘ROA’모형을 살펴보면 두 모형 모두 유사한 결과를 나타내고 있다. 투명성지수더미(TranD)변수는 종속변수 ROA와 유의적인 양(+)¹²⁾의 관련성을 나타내어 기업이 투명할수록 ROA가 증가함을 보였다. 그리고 경제정의지수(lnCSR)가 높을수록 ROA가 높게 나타나 기업의 사회적 책임이 기업가치와 관련성을 가진다는 가설 2가 받아들여졌다. 마찬가지로 기업이 투명하고 사회적 책임이 높을수록 기업가치는 차이가 날 것이라는 가설 3의 결과인 TranD×lnCSR변수가 종속변수와 유의적인 양(+)¹²⁾의 관련성을 보였기 때문에 가설 3도 받아들여졌다¹²⁾. 이 때 ‘전체-ROA’모형에서는 투명성지수더미가 “0”인 경우 계수 값은 0.1046이고 “1”인 경우 계수 값의 합은 약0.55이며, ‘ROA’모형에서 투명성지수더미가 “0”인 경우 계수 값은 0.1073이고 “1”인 경우 계수 값의 합은 약 0.2954로 두 모형모두에서 투명성이 높을수록 기업가치와의 관련성이 높은 것으로 나타났다. 통제변수인 기업규모와 부채비율은 각각 유의적인 양(+)¹²⁾의 관련성을 나타냈기 때문에 기업규모가 클수록 부채비율이 낮을수록 회계수익률이 높은 것으로 나타났다. 또한 본 연구에서는 경제정의지수(lnCSR)가 산업과 연도에 영향을 미칠 수 있으므로 해당 산업과 해당연도를 분석에 포함시켰다. 본 분석의 결과는 선행연구에서 CSR과 기업가치가 관련성을 가진다는 연구결과(Waddock and Graves 1997; 신민식과 심상현 2001; 장지인과 최현섭 2010)와 유사한 결론을 가진다.

‘전체-Tobin’s Q’와 ‘Tobin’s Q’ 모형도 앞선 ‘전체-ROA’와 ‘ROA’모형과 유사한 관계를 나타내었지만 차이점 중심으로 설명해보면 가장 큰 차이는 투명성지수더미(TranD)변수라 할 것이다. 즉 ‘전체-Tobin’s Q’ 모형에서 투명성지수

12) 이때 TranD를 “0”과 “1”일 때로 나누어 $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ 를 설명해보면, TranD = 0 일 때 계수 값은 $\beta_2 \times CSR$ 이 되고 TranD = 1일 때는 $\beta_1 + (\beta_2 + \beta_3) \times CSR$ 이된다. 이 때 TranD = 1 일 때는 $(\beta_2 + \beta_3)$ 뒤에 CSR 값이 양(최소값 3.56)이므로, 논의의 편의를 위해 전체 계수값을 $\beta_1 + \beta_2 + \beta_3$ 으로 계산해도 무리가 없다.

더미변수는 유의적인 관계를 보이지 않았고, 'Tobin's Q' 모형에서는 유의적이기 하였지만 그 방향성이 음(-)으로 나타났다. 따라서 기업이 투명하지 않을수록 기업가치가 높게 나타났다. 앞서 <표 4>에서 나타난 결과에서도 투명성 변수와 기업가치를 나타내는 Tobin's Q와는 상대적으로 ROA에 비해 유의적이지 않은 결과를 나타내었다. 그러나 경제정의지수(lnCSR)변수는 기업가치와 아주 유의적인 양(+)의 관련성을 나타내어 가설 2가 받아들여졌으며, 마찬가지로 투명성과 사회적 책임 활동을 동시에 검증한 $\text{TranD} \times \ln\text{CSR}$ 변수 또한 기업가치와 유의적인 양(+)의 관련성을 나타냄으로써 기업이 투명하고 사회적 책임 활동을 활발히 할 경우 주가에 유의적인 양(+)의 관련성을 보임으로써 가설 3도 유의적인 것으로 검증되었다. 이때 '전체-Tobin's Q' 모형에서는 투명성지수더미가 "0"인 경우 계수 값은 0.8924이고 "1"인 경우 계수 값의 합은 약 1.4537이며, 'Tobin's Q' 모형에서 투명성지수더미가 "0"인 경우 계수 값은 0.9828이고 "1"인 경우 계수 값의 합은 약 2.0275로 두 모형모두에서 투명성이 높을수록 기업가치와의 관련성이 높은 것으로 나타났다. 이 또한 앞선 연구의 결과(Waddock and Graves 1997; 이광윤 2011)와도 일치되는 결과이다.

V. 결 론

경영 환경이 글로벌화 되고 있는 현시점에서 기업이 생산 및 영업활동을 하면서 환경경영, 윤리경영, 사회공헌과 노동자를 비롯한 지역사회 등 사회 전체에 이익을 동시에 추구하며, 이에 따라 기업의 의사결정 및 활동을 하는 기업이 장기적으로 경쟁우위를 창출한다는 사실에 공감대가 형성되면서, 기업의 최고경영자들은 CSR이 기업의 중요한 의사결정 요인이 되어가고 있음을 확인하였다.

이와 관련하여 본 연구에서는 기업의 사회적 책임과 기업가치와의 관련성을 살펴보았다. 그러나 우리나라에서는 사회적 책임에 관한 지표가 일반적인 것이 아니기 때문에, 보다 신뢰성 있는 연구를 위해 먼저 선행연구에서 연구된 결과들을 가지고 기업의 투명성을 먼저 살펴본 뒤 그 연구를 바탕으로 사회적 책임과 기업가치와의 관련성을 살펴보았다.

본 연구의 분석결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 종속변수를 회계적 성과인 ROA와 시장성과인 Tobin's Q로 나누어 분석한 결과, 전체적으로 모형의 설득력은 Tobin's Q모형보다 ROA모형이 더 높

은 결과를 나타내었다. 종속변수가 ROA인 경우 자산의 질(QAS) 변수만 제외하고 모두 유의적인 관련성을 나타내었고, 종속변수를 Tobin's Q로 한 분석에서는 매출액순이익률(CITSA), 매출채권비율(SCTSA), 판매관리비비율(SETR) 그리고 매출액성장율(SATSA)이 유의적인 관련성을 보였다. 따라서 가설 1은 모든 변수는 아니지만 부분적으로는 받아들여졌다.

둘째, 가설 2와 3의 검증을 위해 투명성 변수에 따라 모형을 4가지로 나누어 분석한 결과, '전체-ROA'와 'ROA'모형을 살펴보면 경제정의지수(lnCSR)가 높을수록 ROA가 높게 나타나 기업의 사회적 책임이 기업가치와 관련성을 가진다는 가설 2가 받아들여졌다. 마찬가지로 $\text{TranD} \times \ln\text{CSR}$ 가 ROA가 유의적인 양(+)의 관계를 나타내어 기업이 투명하고 사회적 책임이 높을수록 기업가치는 차이가 날 것이라는 가설 3도 받아들여졌다. 또한 '전체-Tobin's Q'와 'Tobin's Q' 모형에서도 일치되는 결과를 보였다.

본 연구의 차별점은 기업의 사회적 책임과 기업가치와의 관계만 분석한 다수의 선행연구와 달리 지금까지 거의 연구가 이루어지지 않았던 기업의 사회적 책임과 회계투명성을 연결시켜 기업의 사회적 책임과 투명성 그리고 기업가치와 관련성을 분석하였다는 점이다. 또한 기존의 연구에서는 경제정의지수(KEJI Index)를 worst기업은 제외한 200개만 표본으로 삼았으나, 본 연구는 발표되지 않는 자료를 포함하여(약 360개 기업) 표본을 확장하여 연구를 일반화하였다는 점을 들 수 있다. 반면에 본 연구의 한계점은 우리나라의 경우 투명성에 관한 연구가 아직까지 정형화되지 않았기 때문에 다양하게 투명성 지표를 삼고 있고, 광범위한 형태의 투명성 연구가 진행되고 있기 때문에, 본 연구에서 여러 가지 이유로 다루지 않은 정성적 분석의 연구까지 포함시켜 연구한다면 보다 충실한 연구가 될 것이라고 기대한다.

참고문헌

1. 고상연(2008), “국제회계기준 조기도입예상기업의 회계투명성에 관한 연구”, 단국대학교 박사학위논문.
2. 김성남·이규만(2011), “조직상황 특성, 심리적 임파워먼트 및 구성원 태도 간의 관계”, 경영정보연구, 제30권, 제4호, pp.93-115.
3. 김진배(2004) “한국 기업의 회계투명성 측정”, 회계와 감사 연구, 제40권, pp.27-58.
4. 반혜정·김석수(2009), “기업의 사회적 책임과 기업능력에 따른 경쟁우위”, 대한경영학회지, 제22권, 제4호, pp.2037-2058.
5. 백원선(2000), “이익조정수단으로서의 재량적발생액 추정치의 성과비교: 재수정 Jones 모형”, 회계학연구, 제25권, 제3호, pp.29-56.
6. 백원선·조중석(2007), “회계투명성의 측정과 평가 및 투명성 제고방안”, 한국회계학회 연구보고서.
7. 신민식·심상헌(2001), “기업의 사회적 성과가 주가에 미치는 영향”, 경영연구, 제16권, 제3호, pp.197-218.
8. 이광윤(2011), “기업의 사회적 책임이 회계이익조정 및 재무적 성과와 기업 가치에 미치는 영향: 경제정의지수(KEJI Index)를 중심으로”, 고려대학교 박사학위논문.
9. 이영한·이호영·최우석·이정조·이홍섭(2011), “한국 상장기업의 회계투명성 평가와 측정방법에 관한 연구”, 회계저널, 제20권, 제3호, pp.443-477.
10. 이우재·정석우·배성호(2012), “CSR 활동기업의 회계정보 가치관련성”, 한국회계학회 하계국제학술대회.
11. 이재식(2010), “고객관리관계 시스템이 경영성과에 미치는 영향-균형성과표를 활용한 성과측정-”, 경영정보연구, 제29권, 제3호, pp.97-121.
12. 이찬민(2008), “국제기준 조기도입예상기업의 회계투명성에 관한 연구”, 단국대학교 박사학위논문.
13. 장지인·배길수·전영순(2002), “우리나라의 회계 투명성에 대한 재조명”, 회계저널, 제11권, 제3호, pp.1-36.
14. 장지인·최현섭(2010), “기업의 사회적 책임(CSR)과 재무성과와의 관계”, 대한경영학회지, 제23권, 제2호, pp.633-648.
15. 최미화(2012), “고객중요성, 기업소유구조와 감사품질의 정보효과”, 경영정보

- 연구, 제31권, 제1호, pp. 221-246.
16. 최수미(2004), “회계투명성측정과 회계투명성이 기업가치에 미치는 영향에 관한연구”, 회계논집, 제6권, 제2호, pp.222-240.
 17. 최운열 · 이호선 · 홍찬선(2009), “기업의 사회공헌활동이 기업가치에 미치는 영향: 기부금 지출을 중심으로”, 경영학연구, 제38권, 제2호, pp.407-432.
 18. Aupperle, K. E(1984), “An Empirical Measure of Corporate Social Orientation”, *Research in Corporate Social Performance and Policy* 6, pp.27-54.
 19. Beneish, M(1997), “Detecting GAAP Violation: Implications for Assessing Earnings Management Among Firms with Extreme Financial Performance”, *Journal of Accounting and Public Policy*, 16(3), pp.271-309.
 20. Beneish, M(1999), “Incentive and Penalties related to earnings overstatements that violate GAAP”, *The Accounting Review* 74(October), pp.425-457.
 21. Berens, G., van Riel, C. B., and van Bruggen, G. H(2005), “Corporate associations and consumer product responses: The moderating role of corporate brand dominance”, *Journal of Marketing*, 69, pp.35-48.
 22. Bhattacharya, U., H Daouk, and M. Welker(2004), “The World Price of Earnings Management”, *The Accounting Review* 78(3), pp.641-678.
 23. Black, B., H. Jang and W. Kim(2006), “Predicting Firms’ corporate Governance Choices: Evidence from Korea”, *Journal of Corporate Finance*, 12, pp.66-691.
 24. Brammer, S., C. Brooks and S. Pavelin(2005), “Corporate Social Performance and stock returns : UK Corporate Governance”, *FRBNY Economic Policy Review*(April), pp.65-87.
 25. Chung. K. H. and Pruitt, S. W(1994), “A Simple Approximation of Tobin-q”, *Financial Management*, 34(7), pp.70-74.
 26. Clarkson, M(1995), “A Stakeholder Framework for Analysing and Evaluating Corporate Social Performance”, *Academy of Management Review* 20, pp.92-117.
 27. Gulati, R(1993), “The Dynamics of Alliance Formation”, Doctoral Dissertation, Boston, MA, Harvard University.

28. Hillman A., and Keim. D(2001), "Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issues: What's the Bottom Line?", *Strategic Management Journal*, 22, pp.125-130.
29. Lee, D. D., Faff, R. W., and Kim, L. S(2009), "Revisiting the Vexing Question: Does Superior Corporate Social Performance Lead to Improved Financial Performance?", *Australian journal of Mamagement*, 34, pp.21-49.
30. McWilliams, A. and D. Siegel(2000), "Corporate Social Responsibility and Financial Performance : Correlation or Misspecification?", *Strategic Management Journal*, 21, pp.603-609.
31. Nelling, E. and E. Webb(2006), "Corporate social Responsibility and Financial Performance", Working Paper.
32. Pava, M. 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.
33. PricewaterhouseCoopers(2001), The Opacity Index, A Project of the PricewaterhouseCoopers Endowment for the Study of Transparency and Sustainability.
34. Waddcok, S. A. and S .B. Graves(1997), "The Coporate Social Performance-Financial Performance Link", *Strategic Management Journal* 18(4), pp.303-319.

Abstract

An Empirical Study on the Effect of Transparency and CSR On Financial Performance and Firm Value

Oh, Sang-Hui*

The purpose of this study is to examine of transparency and Corporate Social Responsibility(CSR) on financial performance and firm value.

The empirical results are as follows:

First, we finds that ROA showed significant effect of all transparency measures exception QAS measure and Tobin's Q showed significant effect of CITSA, SCTSA, SETR and SATSA.

Second, 'Total-ROA' and 'ROA' models showed significant positive effects of $\ln\text{CSR}(\text{TranD} \times \ln\text{CSR})$ and ROA, also 'Total-Tobin's Q' and 'Tobin's Q' model had same results.

Consequently, this study results had that The firms with higher transparency and higher CSR exhibit better financial performance and firm value.

Key Words: Transparency, Corporate Social Responsibility(CSR), ROA, Tobin's Q

* A full-time instructor, Dept. of Taxation and Accounting, Silla University, ohsh@silla.ac.kr