

BSC 도입기업의 공유가치창출(CSV) 지표와 기업가치의 관련성

배병한* · 김현아** · 이채리*** · 왕 엔**** · 김민정*****

〈요 약〉

최근의 급격한 환경변화는 BSC 도입기업에서 사용하는 핵심성과지표(KPI)의 수정이 필요함을 나타내고 있다. 특히, BSC의 네 가지 관점 중 기업의 성과를 나타내는 재무적 관점의 KPI는 기업의 단기적 성과를 대표하는 재무적 지표로만 구성되어 있다. 하지만 이러한 지표로는 현재의 기업환경에서 필수적인 요소로 자리잡은 사회적 책임(CSR)과 지속가능경영을 대변할 수 없다. 이에 본 연구에서는 재무적 관점의 KPI로 사용하고 있는 이익 기반의 성과지표를 보완할 수 있는 공유가치창출(CSV)지표에 대한 개발의 필요성을 제시하고, CSV의 타당성은 지속가능경영 및 CSR과 기업가치와의 관련성을 통해 검증하였다. 2005년부터 2010년까지를 연구 기간으로 KEJI를 공시하고 있는 상장기업을 대상으로 분석한 결과, BSC 도입기업이든, 미도입기업이든 CSV가 높은 집단은 그렇지 않은 집단에 비해서 기업가치가 더 높음을 알 수 있었다. 또한 BSC 도입기업의 기업가치는 BSC 미도입기업의 기업가치보다 낮았으나 두 비교집단 간에 유의한 차이는 없었다. 본 연구의 한계점은 CSV지수 측정치의 구성 요소 간에 단위가 다르다는 본질적인 문제로 인해 비율적으로 나타낼 수 없어 좀 더 의미 있는 결과를 도출할 수 없다는 점이다. 그럼에도 불구하고 본 연구는 경영환경에 맞추어 BSC 관점의 새로운 성과측정지표의 개발이 필요함을 제시하였다는 점이 본 연구의 공헌점이라 할 수 있다.

핵심주제어 : 균형성과표, 공유가치창출, 사회적 책임, 이익지속성, 지속가능경영

논문접수일: 2012년 06월 22일 수정일: 2012년 09월 18일 게재확정일: 2012년 12월 11일

* 경북대학교 경영학부 교수(제 1저자), bhbae@knu.ac.kr

** 경북대학교 대학원 경영학부 박사과정(교신저자), bellekha@naver.com

*** 경북대학교 대학원 경영학부 박사과정(공동저자), cherry@knu.ac.kr

**** 경북대학교 대학원 경영학부 박사과정(공동저자), wangyan200428@gmail.com

***** 경북대학교 대학원 경영학부 석사과정(공동저자), gemini602@naver.com

I. 서 론

기업이 사회에 존립해온 이래로 기업의 성과측정은 거의 재무적 관점에서 이루어져 왔다. 회계처리의 기본적 시스템인 복식부기법의 기원이 수천 년 전으로 거슬러 올라가는 것만을 보아도 이를 알 수 있다. 그러나 전통적 성과측정시스템의 재무적 성과측정치는 기업의 경영활동에 대한 결과를 화폐단위로 계량화시키게 된다. 이러한 계량화는 기업의 유형자산에만 초점이 맞추어져 기업 내에 산재하는 아이디어, 고객과의 관계, 혁신, 기업문화를 반영하지 못할 뿐만 아니라, 장기적 관점의 가치창출을 희생시키는 단기적 수익에 초점을 맞추어 조직 자원의 부분 최적화에 집착하게 만든다. 다시 말해, 재무적 측정 수단에 지나치게 의존하는 것은 단기적인 성과를 위해 장기적인 가치창조를 희생하는 결과를 가져오게 된다(Kaplan and Norton 2001). 이러한 재무적 성과측정치의 한계점은 기업 전략의 수립과 전략을 달성하기 위한 여러 부문 간의 목표일치적 사고를 유도하기 위해 올바른 과정과 결과를 측정할 수 있는 재무적·비재무적 성과측정치의 통합을 통한 새로운 성과측정시스템의 필요성을 강조하게 되었다. 이러한 필요성으로 Kaplan and Norton(1992)은 재무적 성과측정치와 비재무적 성과측정치의 균형을 강조하는 균형성과표(Balanced Scorecard, 이하 BSC)를 개발하였다. Kaplan and Norton(1993, 1996)의 연구에 의하면, BSC는 재무적, 고객, 내부프로세스, 학습 및 성장관점의 순서로 하나의 위계구조를 이루어 인과관계를 가지고, 궁극적으로 재무적 관점으로 수렴된다. 즉, BSC는 재무적 비재무적인 측정지표 모두가 조직 전 계층의 구성원에 대한 평가시스템의 요소가 되어야 한다는 점과 아울러 이들 중에서 중요한 핵심성과지표(Key Performance Indicator, 이하 KPI)를 개발하여 성과평가를 할 수 있는 시스템임을 강조한다.

BSC에 대한 연구는 주로 BSC 도입의 실효성에 초점이 맞추어졌다. 구체적으로 BSC 도입기업과 미도입기업의 성과차이(이종천과 홍미경 2001; 김원수와 윤종원 2005)와 BSC 도입기업에 대한 도입 전과 후의 성과차이(Davis and Albright 2004)를 살펴본 연구가 대부분이다. 선행연구의 결과, 시장상황, 도입 기간, 도입규모, 기업의 전략에 따라 BSC 도입의 성과가 분명하게 나타나지 않고 있으며(이성원 2004; 이창대 2003), 이는 기업에서 변화된 환경을 반영할 수 있는 KPI를 사용하지 않기 때문이라 할 수 있다. 즉, 기존의 KPI는 대부분 2003년~2005년에 만들어졌으며(吉川武男 2003), 이 때 만들어진 KPI는 최근 변화된 환경을 적절히 반영하지 못함에도 불구하고, 기업에서는 현재까지 기존

KPI은행에서 KPI를 채택하여 사용하고 있는 실정이다. 따라서 새로운 경영환경을 반영할 수 있는 KPI의 개발에 대한 연구가 시급한 실정이라고 할 수 있다.

이에 본 연구에서는 변화된 경영환경을 반영할 수 있는 KPI 개발의 필요성을 제시하고자 하였다. 구체적으로 공유가치창출(Creating Shared Value, 이하 CSV)이 재무적 관점의 새로운 KPI로 추가될 수 있는지를 기업가치(Tobin's Q)와의 관련성 검증을 통해 분석하였다. CSV는 Porter and Kramer(2006)가 제시한 개념으로, 기업이 장기적인 관점에서 경제적 가치와 사회적 가치를 동시에 추구하는 가치창출 전략이라 할 수 있다. 기업이 단기적인 이익향상만을 추구하지 않고 지속가능경영¹⁾을 할 때 급변하는 환경에 대처하여 생존할 수 있기 때문에(Porter and Kramer 2006) 기업의 경제적 가치는 이익지속성을 이용하여 측정하였다. 또한 기업이 추구하는 사회적 가치는 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility, 이하 CSR)을 반영하기 위해 KEJI지수를 이용하여 측정하였다.

이후 본 연구는 다음과 같이 구성된다. I 장의 서론에 이어 II장에서는 본 연구의 이론적 배경과 CSR, 이익지속성과 기업가치 간의 관련성에 관한 선행연구를 검토하고, III장에서는 가설과 관련하여 연구를 설계하며, 표본을 선정한다. 그리고 IV장에서는 연구결과를 설명하고, 마지막으로 V장에서는 본 연구의 결론 및 한계점을 서술한다.

II. 이론적 배경 및 가설설정

1. 이론적 배경

1.1 BSC에 관한 선행연구와 KPI 보완의 필요성

BSC는 전통적인 재무적 성과측정치에 한계점을 극복하기 위해 기존의 재무적 성과측정치와 더불어 최근 중요성이 크게 부각되고 있는 무형의 비재무적 성과측정치를 성과평가에 균형 있게 반영하고자 Kaplan and Norton(1992)에 의해 개발되었다. BSC가 소개된 이후, BSC에 관한 연구는 다음의 두 가지로 나눌 수 있다.

첫째, BSC의 각 관점 간 KPI의 인과관계를 살펴본 연구이다. 이는 주로

1) 지속가능경영이란 경영에 영향을 미치는 경제적, 환경적, 사회적 이슈들을 기업이 균형 있게 고려하여 지속적인 성장을 추구하는 경영을 의미한다.

BSC를 도입한 기업에 대한 사례연구로(안태식 등 2008; 김진환 등 2010), 사례 기업이 사용하고 있거나 개발 중인 전략지도를 바탕으로 각 관점별 KPI의 인과관계를 규명하였다. 이와 같은 연구는 기업내부정보에 접근하도록 허락된 연구자가 아니면 연구하기 어려우며, 대부분이 사례연구이기 때문에 연구결과를 BSC 도입기업 전체에 일반화 시킬 수 없다.

둘째, BSC 도입의 실효성에 관한 연구로, BSC 도입기업과 미도입기업의 성과차이 또는 BSC도입기업의 도입전후의 성과차이를 분석하였다(박기석과 이해진 2007; 박준환 2010; 박기석 등 2011). 그러나 BSC의 성과를 측정할 수 있는 변수에 대한 정확한 규명이 어려우며, 재무데이터를 이용하여 성과를 측정할 때, BSC 이외의 성과에 대한 영향요인을 모두 통제하는 것은 사실상 불가능하다. 이로 인해 BSC 도입의 실효성에 관한 선행연구의 결과들은 대체로 일관적이지 않다. 일관적이지 않은 연구결과는 BSC 실효성을 분석한 연구에서 사용한 재무적 관점의 KPI가 현시대와 현재의 기업환경을 잘 반영하고 있지 않다는 해석으로 이어질 수 있다. 특히, BSC를 도입한 기업에서는 현재 만들어져 있는 KPI들 중에서 기업의 상황에 맞고 필요한 KPI를 선정하여 도입하고 있다. 그러나 현재 만들어져 있는 KPI의 대부분은 2003년~2005년에 만들어진 것이 대부분으로 급속도로 변화된 현재의 기업환경을 제대로 반영하지 못한다(吉川武男 2003).

이상의 BSC 연구에 대한 한계점으로 인해 BSC 관련 연구의 영역을 확장할 필요가 있다. 이러한 맥락에서 본 연구에서는 현재의 변화된 기업환경을 반영할 수 있는 새로운 KPI 사용의 필요성을 제시하고자 한다.

1.2 공유가치창출(CSV)

최근 전 세계적으로 CSR에 대한 인식이 변화하고 있으며, 이는 아래의 기사에서도 확인할 수 있다.

...

세계적으로 기업의 사회적 책임에 대한 인식이 변화하고 있다. ‘좋은 일’을 하는 것이 아니라 ‘좋은 기업’이 되는데 힘쓰는 것이다. 특히 종업원, 협력사를 포함한 사회 전반의 다양한 이해관계자들의 만족도를 높이고 모두의 경쟁력을 강화하는 방향으로 기업의 사회적 책임에 대한 인식이 진화하고 있다.

(중략)

기업과 협력사와의 관계 역시 마찬가지다. 이제는 기업의 사회적 책임 측면에

서 협력사와 연대를 통한 공동체적 경쟁력을 더 높이는 방향으로 기업과 협력사 관계가 변화하고 있다.

(중략)

사회적 책임에 대해 의식하고 노력하는 기업은 실적에서도 앞서 나간다. 최근 한 조사에 따르면 지난 3년간 사회공헌 등 지속가능활동을 열심히 한 기업들은 그렇지 않은 기업에 비해 자산대비 시가총액비율이 무려 9배 이상 차이가 났다.

물론 큰 금액을 기부한다거나 일회성의 ‘좋은 일’도 필요할 것이다. 그러나 더 나아가 지속 가능한 활동을 통해 선순환을 일으켜 기업과 경제, 사회를 함께 발전시키는 ‘좋은 기업’은 소비자들에게 지속적으로 사랑받을 수 있을 것이다. 글로벌 기업들은 사회적 책임에 드는 비용을 기부가 아닌 생존을 위한 투자의 개념으로 인식하고 있고, 사회 문제를 해결하는 동시에 이윤을 추구한다는 공유가치라는 개념도 등장했다.²⁾

...

Poter and Kramer(2006)는 CSV라는 개념을 제시하였다. CSV란 위기에 처한 자본주의의 새로운 대안으로 기업의 경제적 가치와 사회적 가치를 이분법적으로 구분하는 기존 CSR 관점을 타파하고 양자가 동시에 장기적인 관점에서 건강해질 수 있는 가치 창출 전략이다. 즉, ‘공유가치(shared value)’란 기업의 경쟁력을 강화하는 동시에 공동체의 사회·경제적 환경을 함께 발전시키는 정책 및 경영 방식으로, 사회 발전과 경제적 이익 창출의 상관관계를 파악하고 이를 확대하는 데 초점을 맞추는 것이라 할 수 있다. 결국, 기업은 CSR만을 주장하는 멍청한 기업이 되어서도 안 되고, 높은 이익만을 내세우는 악덕기업이 되어서도 안 되는 적절한 윤리경영과 지속적인 이익을 앞세운 CSV기업이 되어야만 한다(문휘창 2011).

CSV 개념 자체를 설명할 수 있는 많은 속성들이 있을 수 있으며, 이 개념 자체를 양분화 할 수 없지만, 본 연구에서는 CSR과 지속적인 이익을 가지는 기업이 CSV 기업이라 가정하고, CSV는 CSR과 지속적 이익의 속성을 가진다고 제시한다.

2. 선행연구의 검토

CSV에 대한 국내의 선행연구는 저자가 아는 한 전무한 실정이다. 이에 비해

2) [CEO칼럼] 기업의 진정한 사회적 책임. 머니투데이. 2012. 05. 25.

CSR은 1960년대부터 발전하기 시작하였기 때문에, 국내·외에서 CSR과 기업성과에 관한 연구는 비교적 활발히 이루어지고 있다. 본 연구에서는 기업가치와의 관련성 검증을 통한 CSV의 타당성 분석을 위해 본 절에서는 CSR 및 이익 지속성과 기업가치의 관련성을 검증한 연구를 살펴보고자 한다.

2.1 사회적 책임(CSR)과 기업가치 간의 관계

CSR에 대한 연구는 2010년대에 들어와서 비교적 활발히 이루어졌다. 이에 대한 연구는 기업가치와의 관련성을 보는 연구가 주를 이루었는데, 초기에는 CSR의 대용치로 한국경제정의연구소의 KEJI 지수를 이용하여 CSR이 기업가치에 영향을 미치는가에 관한 연구가 이루어졌다.

신민식 등(2011)은 대리인 이론의 관점에서 CSR 지출이 기업가치(Tobin's Q)에 미치는 영향을 분석하였다. 분석 결과, 기업의 기부금 지출은 기업가치에 양(+)의 영향을 미치지만, 일정 수준을 초과하여 과도하게 지출하면 기업가치에 음(-)의 영향을 미치는데 이것은 기부금을 적정 수준 이상으로 지출하면 주주와 경영자 간의 대리인 갈등으로 인하여 대리인 비용이 발생할 수 있음을 의미한다. 따라서 기업의 경제정의지수는 기업가치에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 저자는 제시하고 있다. 고성천과 박래수(2011)은 KEJI 200기업의 선정여부인 CSR수준이 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 그 결과, CSR수준은 기업가치에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나 KEJI 200기업에 선정된 기업군 내에서는 CSR 수준이 높을수록 기업가치가 높아짐을 보였다. 나영과 홍석훈(2011)은 KEJI 지수에 따라 CSR을 기업 활동의 건전성과 공정성, 사회봉사활동, 소비자보호활동, 환경보호활동, 종업원만족, 경제발전기여로 구분하여 기업가치(Tobin's Q)와의 관련성을 분석하였다. 또한 시차모형(Time-Lag Model)을 사용하여 전기와 당기의 CSR과 기업가치의 관련성을 양방향으로 분석하였다. 여기에 특정 CSR과 기업가치에 미치는 기업규모별 차이를 검정하고자, 기업가치에 유의한 특정 CSR이 기업규모에 따라 기업가치에 미치는 영향을 비교·분석하였다. 분석 결과, CSR 중 종업원만족과 경제발전기여는 기업가치와 양(+)의 관련성을 보인 반면, 환경보호활동과 기업가치는 음(-)의 관련성을 보였으며, 환경보호활동, 종업원만족과 경제발전기여는 기업규모에 따라 기업가치에 미치는 영향에 차이가 있는 것으로 나타났다.

최근에는 기업지배구조 등의 기업특성이 CSR과 기업가치의 관련성에 미치는 영향과 같은 발전적인 형태로 연구가 진행 중이다. 국찬표와 강윤식(2011)은 기

업지배구조가 우수한 경우에 CSR은 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났지만 기업지배구조가 취약한 경우에 CSR은 기업가치에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 우수한 기업지배구조 메커니즘이 효율적인 CSR 수행을 유도하여 매출증대, 명성제고 등을 통해 기업가치를 제고하고, 또한 대리인 비용이 되는 비효율적인 CSR은 효과적으로 통제하여 불필요한 비용 지출을 감소시킴으로써 그 결과 기업가치를 보존하는 것으로 해석된다. 그리고 기업지배구조와 CSR 간의 관계를 분석한 결과에 따르면 기업지배구조가 우수한 기업일수록 CSR을 적극적으로 수행하는 것으로 나타났다. 이는 주주의 이익을 보호하는 기업지배구조 메커니즘과 이해관계자의 이해를 고려하는 CSR이 상충하지 않고 양립할 수 있다는 점을 보여주는 결과이다.

2.2 이익지속성(earnings persistence)과 기업가치 간의 관계

이익지속성과 기업가치의 관계에 대한 연구는 주로 국내에서 보다 국외에서 활발히 이루어지고 있다. 국내연구를 살펴보면 다음과 같다.

백원선과 최관(1999)은 초과이익이 지속적인 경우에 순자산에 대한 주가배수는 비지속적인 경우에 비하여 낮은 반면에, 회계이익에 대한 주가배수는 높은 것으로 나타났다. 또한 이러한 결과는 선행연구에서 순자산 및 회계이익에 대한 상대적 주가배수의 결정요인으로 확인된 재무건전성 또는 회계처리의 보수성 등을 통제한 후에도 지지되고 있어서 그 강건성이 확인되고 있다는 결론을 내렸다. 진진문(2003)은 이익의 지속성과 회계이익의 질에 대해 실증적으로 검증을 하였는데, 여러 가지 회계이익의 질의 결정에 영향을 미치는 요인으로 이익의 지속성, 보수주의 회계처리, 현금전환가능성, 이익의 변동성 및 예측가능성 등을 들고 있는 선행연구 중에서 이익의 지속성에 중점을 두어 실증분석을 하였다. 이 연구에서는 총자산이익률(ROA)의 비율을 이익의 지속성의 대용측정치로 보았다. 이익의 지속성 정도가 높으면 높을수록 당기순이익의 예측력이 높아지고, 영업이익의 지속성에 따른 당기순이익의 예측력이 당기순이익과 경상이익의 지속성에 의한 구분보다 예측력이 높다고 결론을 내렸다. 김재경(2003)은 이익의 지속성이 이익의 질과 연관이 있다는 기본 개념을 가지고 이익의 지속성이 높을수록 기업가치가 높아질 것이라는 가설을 세웠다. 분석기간은 IMF 이후인 1998년부터 2001년 동안이고 234기업-연도를 대상으로 하였다. 연구결과 이익의 지속성이 높을수록 이익의 가치적합성이 높다는 것을 알 수 있었다.

2.3 선행연구와의 차별성

본 연구와 선행연구의 주요한 차이는 다음과 같다. 첫째, 전술한 바와 같이 BSC에 관한 대부분의 선행연구에서는 주로 기존에 개발된 KPI 간 인과관계나 BSC 도입의 효과를 검증하였다. 그러나 본 연구에서는 환경변화를 반영할 수 있는 새로운 KPI 개발의 필요성을 제시하여 BSC에 관한 연구의 영역을 확장하였다. 둘째, 최근 지속가능성과 CSR이 이슈가 되고 있으며, 이에 대한 연구가 활발히 이루어지고 있다. 그러나 대부분의 선행연구에서는 지속가능경영과 CSR 각각이 기업성어나 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 그러나 본 연구에서는 지속가능경영과 CSR을 CSV관점에서 동시에 고려하였다.

3. 가설설정

본 연구의 목적은 BSC 도입기업에서 현재의 재무적 관점에 대한 KPI로 사용하고 있는 이익 기반의 성과지표를 보완할 수 있는(최근 새롭게 변화된 경영환경을 반영할 수 있는) CSV 개발의 필요성을 제시하는 것이다. 즉, 최근 이슈가 되고 있는 지속가능경영(이익지속성)과 CSV관점에서 CSV 개발의 필요성을 제시하고, CSV의 타당성은 지속가능경영(이익지속성) 및 CSR과 Tobin's Q로 측정된 기업가치와의 관련성을 통해 검증하고자 한다. 전술한 바와 같이 CSV에 대한 선행연구가 극히 드물기 때문에 본 연구에서 CSV를 구성하고 있는 지속가능경영과 CSR 각각의 가치관련성을 검증한 선행연구의 결과를 통해 가설을 설정한다. 이를 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

글로벌 경제위기 이후 지속가능경영 우수기업의 기업가치가 여타 기업보다 크게 증대되고 있다. 대표적 지속가능성지수인 스톡스(STOXX)지수 편입 기업 1,537개사 중에서 상위 20%(316개)기업과 여타 기업의 실적을 비교분석한 결과, 지속가능경영 상위기업의 자산 대비 시가총액 비율은 2008~2011년간 평균 27.5%p 상승한 반면, 비상위기업은 3.2%p상승에 그침을 보이고 있으며, 서스틴 베스트 조사(2012. 1.)에서도 지속가능활동에서 우수성과를 낸 25개 기업의 주가 수익률이 최하등급 -8%와 대비하여 36.8%를 기록하여 글로벌 펀드의 주식 투자 기준이 단기 성과에서 지속가능성으로 변화하고 있음을 알 수 있다(삼성경제연구소, 2012). 또한 김재경(2003)의 연구와 같이 이익의 지속성이 이익의 질과 연관이 있으므로, 이익의 지속성이 높을수록 기업가치가 높아질 수 있다.

CSR이 기업가치에 직접적으로 영향을 미치지 않을 수도 있지만(김영식과 위

정범 2010), CSR을 통해 기업의 평판과 이미지를 개선하여 기업경쟁력을 향상시킬 수 있다(박헌준 외, 2006; 위평량 2006; 배정호 외 2008; 김영식과 위정범 2010). 또한 지속적인 CSR로 기업 내·외 이해관계자들과의 관계를 적극적으로 활용하고 개선함으로써, 이해관계자들의 충성도 상승과 기업 내 이미지 개선을 이끌어 낼 수 있다(Nguyen and Leblanc 1998). 이는 기업의 수익창출기회의 증가를 이끌며 기업가치에 정(+)의 영향을 가져올 것이다(박헌준과 권인수 2004). 실제로 신민식과 심상헌(2001)은 CSR기업은 장기적으로 정(+)의 누적비정상수익률(CAR)을 나타냈으며, 통제기업에 비해 장기적으로 주가가 크게 상승하는 것으로 나타났다. 장지인과 최현섭(2010)은 CSR은 ROA와 Tobin Q에 정(+)의 영향을 주는 것을 증명하였으며, CSR은 기업가치의 향상을 가져올 것이며, 기업가치가 높은 기업이 CSR 역량이 더 크고 따라서 이를 수행할 가능성이 높아질 것이다. 이와 같이 본 연구에서 제안하고 있는 CSV 역시 상술한 지속가능경영(이익의 질)과 CSR이 핵심개념이므로 기업가치 증대에 장기적인 효과가 있을 것이라 예상할 수 있다.

한편 Davis and Albright(2004)는 BSC를 수행하는 은행을 대상으로 BSC를 이행한 이후에 재무성과의 향상이 있었는지 여부를 검증한 결과, BSC를 이행한 은행의 재무적 성과측정지표의 성과가 긍정적인 향상을 나타낸 것으로 나타났다. 그리고 이성원(2004)은 BSC 확산정도 및 BSC 활용정도의 차이에 따라 기업성장에 미치는 영향이 다른지를 검증한 결과, BSC의 확산도와 활용도가 높을수록 성과측정지표에 대한 구성원의 인식을 확산시킬 수 있는 것으로 나타났다. 따라서 BSC를 도입한 기업을 대상으로 CSV지수가 높은 집단에서의 기업가치는 어떠한지를 살펴보기 위해 가설 1을 설정한다.

공유가치창출(CSV)이라는 개념은 기업의 부분최적화에 집착해서는 달성할 수 없다. 결국, 여기서 중요한 것은 조직 내를 비롯한 이해관계자와의 전사적인 연결이라 할 수 있다. 이는 부서와 부서 간, 조직 상·하간 전사적 연결을 중시하는 BSC를 도입한 기업에서 더 잘 이루어질 수 있음을 알 수 있다. 그리고 김원수와 윤종원(2005)은 BSC 도입에 대한 기업성과를 분석한 결과, BSC를 도입한 기업과 그렇지 못한 기업 간에는 기업성과의 차이가 존재함을 입증하였다.

요약하면 BSC 도입 기업에서의 CSV와 기업가치와의 관련성이 BSC 미도입 기업에서의 CSV와 기업가치와의 관련성보다 클 때, CSV는 KPI로써 의미를 가진다고 할 수 있다. 이를 검증하기 위해 가설 2와 가설 3을 설정한다.

가설 1. BSC 도입 기업 중 CSV가 높은 기업은 그렇지 않은 기업보다 기업

가치가 높다.

가설 2. BSC 미도입 기업 중 CSV가 높은 기업은 그렇지 않은 기업보다 기업가치가 높다.

가설 3. CSV가 높은 집단 중, BSC 미도입기업보다 BSC 도입기업의 기업가치가 더 높다.

III. 연구설계

1. 표본선정

본 연구는 2005년부터 2010년까지 한국증권거래소에 상장되어 있는 기업을 대상으로 다음의 조건을 만족시키는 기업을 최종표본기업으로 선정하였다.

- 1) KEJI에서 KEJI지수를 제시한 기업
- 2) 12월 31일이 결산일인 기업
- 3) 금융업에 속하지 않는 기업
- 4) 한국신용평가(주)의 KIS-VALUEⅢ에서 필요한 재무자료가 입수가 가능한 기업

금융업에 속한 기업은 재무제표의 양식, 계정과목의 성격 등이 일반 제조업과 상이하여 다른 업종의 기업과 비교·분석이 어렵기 때문에 제외하였으며, 결산월 차이에 따른 영향을 통제하기 위하여 표본을 12월 결산법인으로 한정하였다. 기타 분석에 필요한 재무자료는 KIS-VALUE Ⅲ에서 추출해 사용했으며, 데이터베이스에 자료가 없는 기업은 분석대상에서 제외하였다. 또한 본 연구는 이상치로 인한 왜곡을 줄이기 위해 표준화변수(Z-score)가 상·하위 3을 초과하는 기업은 제거하였다. 이와 같은 표본추출과정을 거친 결과 BSC 도입기업의 CSV 지수 검증에 사용되는 표본은 96개의 기업-연도, BSC 미도입기업의 CSV 지수 검증에 사용되는 표본은 894개의 기업-연도가 최종 표본으로 선정되었다.

<표 1>은 본 연구에서 사용한 표본을 연도별로 제시하고 있다. BSC 도입기업의 연도별 분포부터 살펴보면 2005년 19개부터 2010년 17개, BSC 미도입기업의 연도별 분포는 2005년 132개, 2010년 153개로 연도별로 비교적 균일한 분포를 보이고 있다.

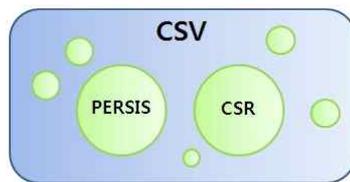
<표 1> 표본의 연도별 분포

Panel A. BSC 도입기업							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Total
전체표본	20	16	16	16	16	19	103
극단치제거	1	0	1	1	2	2	7
최종표본	19	16	15	15	14	17	96
Panel B. BSC 미도입기업							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Total
전체표본	136	149	157	161	171	157	931
극단치제거	4	5	9	8	7	4	37
최종표본	132	144	148	153	164	153	894

2. CSV에 따른 연구집단 구분과 주요 변수의 측정

2.1 표본의 구분

CSV는 CSR을 넘어서 기업이 경쟁 우위를 만들어가며 지역사회의 사회적, 경제적 환경을 발전시키며 공생을 추구하는 전략 및 정책적 접근이다. 이 개념은 현재 변화되고 있는 기업 환경 하에서 기업이 경쟁 우위를 차지하기 위해 항상 염두 해두어야만 하는 것이라 할 수 있다. 즉, 기업이 CSR만을 다해서는 빠르게 변화하는 경영환경에서 살아남을 수 없으며, 이러한 환경에서 생존하기 위해서는 지속적 이익을 창출하는 것이 필수적으로 이루어져야만 한다고 할 수 있다. 결국, 변화된 환경 하에서 새로운 KPI로서 제시하는 CSV는 CSR과 지속적 이익(PERSIS)이라는 속성으로 이루어진다고 할 수 있다.³⁾



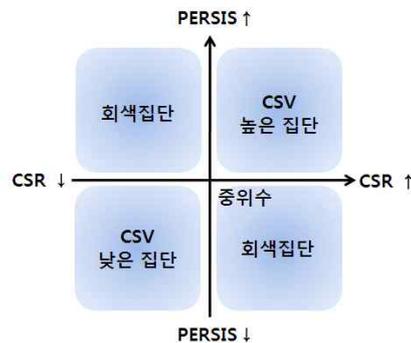
CSV : 공유가치창출
 CSR : 사회적 책임
 PERSIS : 이익지속성

<그림 1> CSV의 속성

여기서 제시하고 있는 CSR과 PERSIS는 측정치의 단위가 상이한 문제점으로 인해 두 측정치를 단순히 더하는 것은 무리가 따른다. 또한, 단순히 더한다고

3) CSV의 속성 또는 측정방법에 관한 선행연구가 존재하지 않기 때문에 전술한 Porter and Kramer(2006)의 CSV정의에 근거하여 CSV속성을 규명하였다.

하더라도 두 측정치에 동일한 비중을 부여하여야 하는지, 어떤 측정치에 더 큰 비중을 두어야 할지를 규명하기가 어렵다. 따라서 본 연구에서는 이러한 문제점을 극복하기 위해 각 측정치의 중위수를 기준으로 집단을 두 개로 나누어 CSR이 높은 집단과 PERSIS가 높은 집단은 CSV가 높은 집단으로 정의하고, CSR이 낮은 집단과 PERSIS가 낮은 집단은 CSV가 낮은 집단으로 정의한다. 그 외 어떤 집단에도 들어가지 않는 기업들은 회색집단으로 명명한다. 다음 <그림 2>은 CSR과 PERSIS를 이용하여 집단을 구분한 것이다.



<그림 2> CSV 지수를 이용한 집단 구분

2.2 주요 변수의 측정

2.2.1 CSR의 측정

경제정의실천연합회 산하 기관인 경제정의연구소에서는 1991년부터 매년 거래소에 상장된 기업을 대상으로 기업의 사회적 성과를 계량적으로 평가하여 우수한 기업들을 발굴, 시상함으로써 우리나라 기업들의 사회적 성과를 향상시키고, 나아가 우리나라 자본주의의 건전한 발전에 기여하고자 하는 목적으로 출범하였다. 올해로 21년을 맞이한 경제정의기업상은 1991년도에 경제정의연구소에 변화된 기업환경에 부응하여 CSR 수행정도를 종합적으로 볼 수 있는 ‘존경받을 수 있는 기업평가 모형’을 개발하여 편의상 연구소의 이름에 맞춰 ‘경제정의지수(KEJI Index)’로 명명하여 이것을 기업의 윤리지수 또는 CSR 지수의 잣대로 삼고 있다.

경제정의지수의 측정 및 평가방법은 사회공동체적 성과를 반영하는 기업 활동의 건전성 및 공정성, 사회봉사기여도, 환경보호만족도, 소비자보호기여도, 기업의 종업원만족도, 경제발전 기여도 등 7개 부문 60개 평가지표에 대하여 각 지표의 측정척도에 따라 평가한다.

경제정의지수에 사용되는 각 항목들은 <표 2>와 같다.

<표 2> 경제정의지수 평가항목

평가항목	평가지표
건전성	주주구성, 투자지출, 자본조달의 건전성
공정성	공정성, 투명성, 협력관계
사회봉사	사회계층 보호, 사회복지 지원
소비자보호	소비자 권리보호, 품질, 광고
환경보호	환경개선노력, 환경개선결과, 위반 및 오염실적
종업원	산업재해, 인적자원투자, 임금/복지후생, 노사관계, 남녀고용평등
경제발전	연구개발노력, 경영성과 및 경제기여

2.2.2 이익지속성(PERSIS)의 측정

이익의 지속성이란 이익이 계속 유지되는 정도를 의미한다. 선행연구에서는 이익이 유지되는 정도가 높으면 높을수록 이익이 질이 높아진다고 기술하고 있다. 기업에 따라서 이익지속성은 차이가 있다. 예를 들면, 기업이 연구개발 활동으로 획기적인 신제품을 시장에 출하하여 순이익이 증가하거나 대폭적인 구조조정으로 원가와 비용을 절감한 경우에는 순이익의 증가가 앞으로도 상당기간 지속될 것이라고 예측할 수 있다. 이익의 지속성은 특별항목이나 중단된 영업등으로 일어나는 비정상적이며 비반복적인 항목을 제외하고 정상적인 영업활동으로 얻어질 수 있는 이익의 수준이 높을수록 이익의 지속가능성이 높다고 말할 수 있다. 특히 재무 분석가의 입장에서 기업 가치를 평가할 때에는 이 이익의 지속성은 이익의 질을 결정하는데 가장 중요한 요소로 간주된다.

이익의 지속성에 따라서 이익의 구성요소들을 나누어 측정하면 좀 더 합리적으로 도움을 줄 수 있지만 여러 순이익의 구성요소들이 각기 어느 정도의 이익지속성을 가지는지 알기 어렵고 연구대상기업이 많기 때문에 개별기업의 특성을 파악하기 어렵다. 따라서 선행연구들은 대부분 순이익의 시계열 특성을 이용하여 일률적으로 이익지속성을 정의하고 있다. 연구자에 따라서 순이익의 시계열 특성을 서로 다르게 측정하고 이익지속성을 다르게 정의할 수 있다. 그리고 이익의 지속성은 여러 연도의 이익의 표준편차나 분산 등에 의해 측정도 될 수 있다.

이에 따라 본 연구에서는 Oswald and Zarowin(2007)에서 사용한 t년도를 포함한 직전 3개년도의 'EPS_t/P_{t-1}'의 분산을 이익지속성의 대용치로 사용한다.

$$PERSIS = t-3년도의 \sigma^2(EPS_t/P_{t-1})$$

PERSIS : 이익지속성 EPS : 주당순이익 P : 주가

3. 연구모형

본 연구는 CSV 지수가 높은 기업에서 그렇지 않은 기업보다 기업가치가 높은지를 알아보기 위해 아래 식(1)을 연구모형으로 사용한다. 모형에 포함된 통제변수 등은 기현희(2010)의 연구를 준용하였다.

$$\text{Tobinq} = \beta_0 + \beta_1\text{CSV} + \beta_2\text{SIZE} + \beta_3\text{LEV} + \beta_4\text{BETA} + \beta_5\text{IND} + \beta_6\text{YD} + \varepsilon \quad \text{식 (1)}$$

Tobinq : 기업가치([기말시가총액(보통주+우선주)+부채장부가치]/자산장부가치)

CSV : 공유가치창출기업(높은 집단 1, 아니면 0) SIZE : 기업규모(Ln총자산)

LEV : 부채비율(총부채/총자산) BETA : 시장위험베타 IND : 산업더미 YD : 연도더미

본 연구모형에서 기업가치의 대용치로 쓰인 Tobin's Q는 기업의 모든 자산을 대체하기 위해 현재 소요되는 비용으로서, 이 대체원가에 기업의 총 시장가치를 나눈 비율이다. 초기의 연구에서는 어떤 산업이나 기업의 경제적 지대의 크기를 측정하는데 사용되었으나, 현재에는 경영자의 능력을 포함한 경영성과를 측정하려는 변수로 사용되고 있다. 본 연구에서는 Chung and Pruitt(1994)에서 제시한 Tobin's Q 계산법을 이용하고자 한다.

기업규모가 기업의 가치에 영향을 미치는 영향을 통제하기 위해 총자산에 로그를 취한 SIZE와 레버리지 효과를 통제하기 위해 총부채를 총자산으로 나눈 LEV를 통제변수로 선정하였다. 또한 베타계수는 시장위험계수로서 다른 조건이 일정하다면 어떤 기업의 베타계수가 높을수록 투자자들은 높은 요구수익률을 요구하게 된다. 베타계수는 시장 내에서 특정 기업의 가치에만 영향을 미치는 체계적 위험의 크기로서 분산투자에 의해서도 없어지지 않고 개별주식이 갖는 총위험 중 요구수익률에 반영되는 부분으로 이를 통제변수로 추가하였다.

가설을 검증하기 위한 주요관심변수는 CSV의 회귀계수인 β_1 이며, β_1 의 값이 양(+)으로 유의하다면, 가설 1과 가설 2를 지지할 수 있다.

IV. 실증분석

1. 기술통계와 상관관계분석

1.1 기술통계량

<표 3>는 본 연구에서 사용한 변수들의 기술통계량을 제시하고 있다. <표

3>의 Panel A는 BSC 도입 기업분석에 사용된 표본의 기술통계량이다. 기업가치를 나타내는 Tobinq의 평균은 1.199, 최소값은 0.507, 최대값은 2.451로 나타났다. 기업 규모를 나타내는 SIZE는 평균이 29.030, 최소값이 25.295, 최대값이 31.506이며, 총부채를 총자산으로 나눈 부채비율을 나타내는 LEV의 평균은 0.430, 최소값은 0.084, 최대값은 0.814이다. 기업고유위험을 나타내는 BETA의 평균은 0.916, 최소값은 0.101, 최대값은 1.617로 나타났고, 주당순이익을 회계연도 시작일의 주가로 나눈 값의 직전 3개년도 분산으로 측정한 이익지속성 PERSIS는 평균이 0.040, 최소값 0.000, 최대값 0.840로 나타났다. 경제정의지수로 측정한 CSR은 평균이 48.855, 최소값 43.897, 최대값 56.050로 나타났다. 연구기간 동안의 BSC 미도입기업에 대한 변수들의 기술통계는 Panel B에 제시되어 있다. Tobinq의 평균은 1.039, 최소값은 0.374, 최대값은 2.697로 나타났다. SIZE는 평균이 26.753, 최소값이 23.953, 최대값이 30.994이며, LEV의 평균은 0.387, 최소값은 0.032, 최대값은 0.870이며, BETA의 평균은 0.840, 최소값은 -0.166, 최대값은 1.834로 나타났다. 이익지속성 PERSIS는 평균이 0.066, 최소값 0.000, 최대값 16.680로 나타났다. 경제정의지수로 측정한 CSR은 평균이 47.310, 최소값 43.610, 최대값 54.556으로 나타났다.

<표 3> 기술통계량

Panel A : BSC 도입기업 분석(N=96)					
변수	평균	중위수	표준편차	최소값	최대값
Tobinq	1.199	1.140	0.385	0.507	2.451
SIZE	29.030	29.243	1.506	25.295	31.506
LEV	0.430	0.444	0.182	0.084	0.814
BETA	0.916	0.846	0.362	0.101	1.617
PERSIS	0.040	0.003	0.124	0.000	0.840
CSR	48.855	48.484	2.879	43.897	56.050
Panel B : BSC 미도입기업 분석(N=894)					
변수	평균	중위수	표준편차	최소값	최대값
Tobinq	1.039	0.912	0.418	0.374	2.697
SIZE	26.753	26.481	1.381	23.953	30.994
LEV	0.387	0.381	0.170	0.032	0.870
BETA	0.840	0.822	0.355	-0.166	1.834
PERSIS	0.066	0.006	0.604	0.000	16.680
CSR	47.310	46.857	2.241	43.610	54.556

Tobinq : 기업가치([기말시가총액(보통주+우선주)+부채장부가치]/자산장부가치)

SIZE : 기업규모(Ln총자산) LEV : 부채비율(총부채/총자산) BETA : 시장위험베타

PERSIS : 이익지속성($t-t-3$ 년도의 $\sigma^2(EPSt/Pt-1)$) CSR :KEJI지수

1.2 상관관계 분석

<표 4>은 주요 변수 간 피어슨 상관관계를 제시하고 있다. <표 4>의 Panel A는 BSC 도입기업을 표본으로 상관관계 분석한 결과이다. 기업가치(Tobinq)는 SIZE와 LEV에 유의한 양(+의 상관관계를 나타내고 있다. SIZE와 PERSIS 간에는 유의한 음(-)의 상관관계가 나타나는데, 이는 규모가 큰 기업에서 이익지속성이 높게 나타남을 보여주는 결과이다. 또한 SIZE와 CSR과는 유의한 양(+의 상관관계를 나타내고 있다. 이 또한 기업규모가 큰 기업에서 CSR을 잘 수행함을 보여주는 것이다. Panel B는 BSC 미도입기업을 표본으로 한 변수들 간의 상관관계분석 결과이다. Tobinq는 SIZE, LEV, BETA, CSR과 모두 유의한 양(+의 상관관계를 나타내고 있다. 그 중 SIZE가 0.296로 가장 큰 상관관계를 나타내고 있으며, 그 다음 CSR이 0.246로 나타났다. PERSIS는 Tobinq와 유의한 상관관계를 나타내지 못하고 있다. Panel A의 SIZE와 CSR의 상관계수가 0.573, Panel B의 LEV와 SIZE의 상관계수가 0.459로 변수들 간의 관련성이 높아 다중공선성이 의심되나, VIF값이 3이하로 다중공선성은 없는 것으로 나타났다.

<표 4> 상관관계분석

Panel A : BSC 도입기업 분석(N=96)						
	Tobinq	SIZE	LEV	BETA	PERSIS	CSR
Tobinq	1.000					
SIZE	0.189*	1.000				
LEV	0.230**	0.224**	1.000			
BETA	0.030	0.102	0.010	1.000		
PERSIS	-0.210**	-0.269***	0.204**	0.103	1.000	
CSR	0.146	0.573***	-0.089	0.037	-0.147	1.000
Panel B : BSC 미도입기업 분석(N=894)						
	Tobinq	SIZE	LEV	BETA	PERSIS	CSR
Tobinq	1.000					
SIZE	0.296***	1.000				
LEV	0.154***	0.459***	1.000			
BETA	0.079**	0.245***	0.150***	1.000		
PERSIS	-0.024	-0.031	0.090***	-0.004	1.000	
CSR	0.246***	0.223***	-0.081**	0.015	-0.042	1.000

*** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.1

Tobinq : 기업가치([기말시가총액(보통주+우선주)+부채장부가치]/자산장부가치)

SIZE : 기업규모(Ln총자산) LEV : 부채비율(총부채/총자산) BETA : 시장위험베타

PERSIS : 이익지속성($t \sim t-3$ 년도의 $\sigma^2(\text{EPS}_t/\text{P}_{t-1})$) CSR : KEJI지수

2. 실증분석 결과

2.1 BSC 도입기업에서 CSV와 기업가치간의 관련성 검증

본 연구의 첫 번째 가설은 BSC 도입기업에서 CSV와 기업가치 간의 관련성을 살펴보는 것이다. 이를 검증한 결과는 <표 5>에 제시되어 있다. <표 5>는 CSV가 높은 집단과 낮은 집단 간을 분석한 결과로서 CSV의 회귀계수 값이 0.445로 10%수준에서 유의한 양(+)의 값을 보인다. 이는 CSV가 낮은 집단보다 높은 집단에서 기업가치가 더 높음을 나타내는 것으로 가설 1을 지지하는 결과이다. 그 외에, 통제변수인 SIZE, LEV은 각 각 5%, 10%수준에서 유의한 양(+)의 값을 가진다.

<표 6>는 BSC 도입기업에서 CSV가 높은 집단과 회색집단 간을 회귀분석한 결과이다. CSV의 회귀계수 값이 유의한 값을 보이지 않아 회색집단과 높은 집단 간에 기업가치에 차이가 없음을 나타낸다. 그 외, 통제변수 중 SIZE만이 5% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보인다.

<표 5> BSC 도입기업에서 CSV와 기업가치 간의 관련성(높은 집단-낮은 집단)

$$\text{Tobinq} = \beta_0 + \beta_1\text{CSV} + \beta_2\text{SIZE} + \beta_3\text{LEV} + \beta_4\text{BETA} + \beta_5\text{IND} + \beta_6\text{YD} + \varepsilon$$

변수	표준화 베타	t-value
Intercept	-1.492	-1.124
CSV	0.445	1.976*
SIZE	0.455	2.057**
LEV	0.321	1.755*
BETA	-0.176	-0.918
IND	포함	
YD	포함	
N	51	
Adj. R ²	0.379	
F-value	2.606***	

*** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.1

Tobin q : 기업가치([기말시가총액(보통주+우선주)+부채장부가치]/자산장부가치)

CSV : 공유가치창출기업(높은 집단 1, 낮은 집단 0) SIZE : 기업규모(Ln총자산)

LEV : 부채비율(총부채/총자산) BETA : 시장위험베타 IND : 산업더미 YD : 연도더미

<표 6> BSC 도입기업에서 CSV와 기업가치 간의 관련성(높은 집단-회색 집단)

$$\text{Tobinq} = \beta_0 + \beta_1\text{CSV} + \beta_2\text{SIZE} + \beta_3\text{LEV} + \beta_4\text{BETA} \\ + \beta_5\text{IND} + \beta_6\text{YD} + \varepsilon$$

변수	표준화 베타	t-value
Intercept	-2.846	-1.388
CSV	0.029	0.215
SIZE	0.589	1.989**
LEV	0.196	0.895
BETA	-0.063	-0.391
IND		포함
YD		포함
N		71
Adj. R ²		0.351
F-value		2.800***

*** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.1

Tobinq : 기업가치([기말시가총액(보통주+우선주)+부채장부가치]/자산장부가치)

CSV : 공유가치창출기업(높은 집단 1, 아니면 0) SIZE : 기업규모(Ln총자산)

LEV : 부채비율(총부채/총자산) BETA : 시장위험베타 IND : 산업더미 YD : 년도더미

2.2 BSC 미도입기업에서 CSV와 기업가치간의 관련성 검증

기업환경의 급격한 변화로 인한 CSV의 급부상은 BSC를 도입하지 않은 기업에서도 적용할 수 있다. 즉, BSC 미도입 기업에서도 CSV가 높은 집단은 기업가치가 높다고 예상할 수 있다. 다음의 <표 7>은 BSC 미도입기업을 대상으로 CSV가 높은 집단과 CSV가 낮은 집단으로 구분하여 회귀분석을 실시한 결과이다. CSV의 회귀계수값이 0.264으로 1%수준에서 유의하다. 따라서 CSV가 높은 집단은 그렇지 않은 집단보다 기업가치가 더 높음을 알 수 있다. 그 외, 기업규모(SIZE)와 부채비율(LEV)도 1%수준에서 유의한 양(+)의 값을 보인다.

<표 8>은 BSC 미도입기업에서 CSV가 높은 집단과 회색 집단의 회귀분석한 결과를 나타낸 표이다. 분석 결과 CSV의 회귀계수 값은 0.132로 1%수준에서 유의한 양(+)의 값을 보여, CSV가 높은 집단은 그렇지 않은 회색집단에 비해 기업가치가 더 높다고 할 수 있다. 그 외에 BETA를 제외한 모든 통제변수들은 1%수준에서 유의한 양(+)의 값을 보인다. 분석 결과를 종합해 보면, CSV 지수는 BSC 미도입기업을 대상으로 했을 경우에도 의미가 있다고 할 수 있다.

<표 7> BSC 미도입기업에서 CSV와 기업가치 간의 관련성(높은 집단-낮은 집단)

$$\text{Tobin } q = \beta_0 + \beta_1\text{CSV} + \beta_2\text{SIZE} + \beta_3\text{LEV} + \beta_4\text{BETA} + \beta_5\text{IND} + \beta_6\text{YD} + \varepsilon$$

변수	표준화 베타	t-value
Intercept	-1.630	-3.399***
CSV	0.264	5.715***
SIZE	0.275	5.454***
LEV	0.184	3.814***
BETA	0.040	1.011
IND		포함
YD		포함
N		544
Adj. R ²		0.353
F-value		7.901***

*** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.1

Tobinq : 기업가치([기말시가총액(보통주+우선주)+부채장부가치]/자산장부가치)

CSV : 공유가치창출기업(높은 집단 1, 아니면 0) SIZE : 기업규모(Ln총자산)

LEV : 부채비율(총부채/총자산) BETA : 시장위험베타 IND : 산업더미 YD : 년도더미

<표 8> BSC 미도입기업에서 CSV와 기업가치 간의 관련성(높은 집단-회색 집단)

$$\text{Tobin } q = \beta_0 + \beta_1\text{CSV} + \beta_2\text{SIZE} + \beta_3\text{LEV} + \beta_4\text{BETA} + \beta_5\text{IND} + \beta_6\text{YD} + \varepsilon$$

변수	표준화 베타	t-value
Intercept	-1.723	-4.860***
CSV	0.132	3.659***
SIZE	0.352	7.695***
LEV	0.137	3.010***
BETA	-0.013	-0.370
IND		포함
YD		포함
N		622
Adj. R ²		0.352
F-value		9.889***

*** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.1

Tobin q : 기업가치([기말시가총액(보통주+우선주)+부채장부가치]/자산장부가치)

CSV : 공유가치창출기업(높은 집단 1, 아니면 0) SIZE : 기업규모(Ln총자산)

LEV : 부채비율(총부채/총자산) BETA : 시장위험베타 IND : 산업더미 YD : 년도더미

2.3 BSC 도입기업과 미도입기업의 기업가치 차이분석

CSV가 높은 집단 중 BSC 미도입기업과 BSC 도입기업 간의 기업가치의 차이를 분석하기 위하여 t-검증을 실시하였으며, 그 결과는 <표 9>에 제시되어 있다. BSC 미도입기업의 평균 기업가치는 1.204이며, BSC 도입기업의 평균 기

업가치는 1.186이다. 즉, BSC 도입기업의 기업가치가 미도입기업의 기업가치보다 조금 더 높음을 알 수 있으나, 그 차이는 유의하지 않다. 따라서 CSV지수가 높은 집단 중, BSC 미도입기업보다 BSC 도입기업의 기업가치가 더 높다는 가설 3은 지지되지 않는다.

그 외, CSV의 구성요소인 PERSIS와 CSR에 대한 차이검정을 실시하였다. 분석결과, 이익지속성(PERSIS)은 BSC 미도입기업에서 0.001만큼 컸으나, KEJI지수(CSR)는 BSC 도입기업에서 2.205만큼 큼을 알 수 있다.

종합적으로 본 연구에서 BSC의 재무적 관점의 새로운 KPI로서 제시하고 있는 CSV는 회계적 관점에서 충분히 접근이 가능하며, CSV가 높은 집단, 즉, 이익지속성도 높고 CSR지수도 높은 기업에서는 기업가치가 높게 나타남을 증명하였다. 이는 이미 시장에서도 단순히 많은 이익을 내는 기업만을 높게 평가하는 것이 아니라 이익이 지속적인 기업에도 그렇지 않은 기업보다 높은 가치를 두고 있음을 나타내는 결과이다. 또한 사회적 공헌도가 높은 기업에 시장은 높은 가치를 두고 있어, 더 이상 사회적 공헌 없이 높은 이익만을 쫓는 기업은 생존하기 어려울 수 있음을 나타내는 결과라 할 수 있다. 이러한 연구결과가 도출된 이유는 다음과 같이 해석해 볼 수 있다. 본 연구에서 CSV가 높은 집단은 CSR과 이익지속성이 높은 집단으로서, CSV가 높은 기업은 지속적인 CSR로 기업에 대한 이해관계자의 충성도를 향상시키며 기업의 평판, 이미지 등을 긍정적으로 개선할 가능성이 있다. 이는 결국 기업의 수익창출 기회를 증가시키며 기업가치 평가에 정(+)의 영향을 미칠 수 있다. 기업의 높은 이익지속성이 재무분석가의 기업가치 평가에도 긍정적인 영향을 미쳤기 때문이라고 볼 수 있다.

<표 9> BSC 도입기업과 미도입기업의 기업가치 및 CSV 차이검증

	평균		t-검정	
	BSC 도입기업	BSC 미도입기업	평균차	t-value
Tobinq	1.186	1.204	-0.018	-0.032
PERSIS	0.001	0.002	-0.001	-2.145**
CSR	51.573	49.368	2.205	4.869***

*** p < 0.01, ** p < 0.05, * p < 0.1

Tobinq : 기업가치([기말시가총액(보통주+우선주)+부채장부가치]/자산장부가치)

PERSIS : 이익지속성(t-3년도의 $\sigma^2(\text{EPS}_t/P_{t-1})$) CSR : KEJI지수

V. 결 론

전통적 성과측정시스템의 재무적 성과측정치는 기업의 경영활동에 대한 결과를 화폐단위로 계량화시키게 된다. 이러한 계량화는 기업의 유형자산에만 초점이 맞추어져 기업 내에 산재하는 아이디어, 고객과의 관계, 혁신, 기업문화를 반영하지 못한다. 뿐만 아니라, 장기적 관점의 가치창출을 희생시키는 단기적 수익에 초점을 맞추어 조직 자원의 부분 최적화에 집착하게 만들며, 결국 장기적인 가치창조를 희생하는 결과를 가져오게 된다(Kaplan and Norton 2001). 이러한 재무적 성과측정치의 한계점으로 재무적·비재무적 성과측정치의 통합을 통한 새로운 성과측정시스템의 필요성이 증가하였다. 이러한 필요성으로 Kaplan and Norton(1992)은 재무적 성과측정치와 비재무적 성과측정치의 균형을 강조하는 BSC를 개발하였다. Kaplan and Norton(1993, 1996)의 연구에 의하면, BSC는 재무적, 고객, 내부프로세스, 학습 및 성장관점의 순서로 하나의 위계구조를 이루어 인과관계를 가지고, 궁극적으로 재무적 관점으로 수렴된다. 즉, BSC는 재무적·비재무적인 측정지표 모두가 조직 전 계층의 구성원에 대한 평가시스템의 요소가 되어야 한다는 점과 아울러 이들 중에서 중요한 KPI를 개발하여 성과평가를 할 수 있는 시스템임을 강조한다. 그러나 기업에서 현재 이용 중인 KPI는 대부분 2003년에서 2005년 사이에 만들어 졌기 때문에 최근 급격히 변화된 경영환경을 적절히 반영하지 못하고 있다.

이에 본 연구에서는 최근 이슈가 되고 있는 CSR과 이익지속성을 변화된 경영환경으로 보고 이를 반영할 수 있는 KPI 개발의 필요성을 CSV 관점에서 기업가치와의 관련성 검증을 통해 제시하고자 하였다. 2005년부터 2010년까지 CSR 지수를 공시하고 있는 상장기업을 대상으로 분석한 결과는 다음과 같다. 첫째, BSC 도입기업이든, 미도입기업이든 CSV가 높은 집단은 그렇지 않은 집단에 비해서 기업가치가 더 높음을 알 수 있었다. 둘째, BSC 도입기업의 기업가치는 BSC 미도입기업의 기업가치보다 낮았으나 둘 간에 유의한 차이는 없었다.

본 연구의 한계점은 변화된 환경을 대변할 수 있는 새로운 KPI로 CSV를 제시하였으나, 단위가 다른 CSV의 두 속성 때문에 이를 질적 변수로서 측정하지 못했다. 향후 연구에서는 CSR 및 지속가능경영에 대한 다양한 측정방법 및 CSV의 측정에 대한 연구가 이루어져야 한다. 이후 CSV를 이용한 재무적 관점의 KPI 개발에 관한 연구, 개발된 CSV와 다른 관점의 KPI간 인과관계에 관한

연구가 계속되어야 한다. 위와 같은 한계점에도 불구하고 본 연구는 최근 급격히 변화된 경영환경에 맞추어 BSC 재무적 관점의 새로운 성과측정지표의 개발이 필요함을 제시하였다는 점에서 본 연구의 의의를 찾을 수 있다.

참고문헌

1. 고성천 · 박래수(2011), "기업의 사회적 책임활동(CSR) 결정요인과 기업가치," 세무와회계저널, 제12권, 제2호, pp.105-134.
2. 국찬표 · 강윤식(2011), "기업의 사회적 책임, 지배구조 및 기업가치," 한국증권학회지, 제40권, 제5호, pp.713-748.
3. 기현희(2010), "지분율이 기업가치와 재량적발생에 미치는 영향," 회계정보연구, 제28권, 제3호, pp.79-99.
4. 김영식 · 위정범(2010) "기업의 사회적 책임활동과 재무적 성과에 관한 통합적 고찰," 한국경영학회통합학술대회, pp.1-38.
5. 김원수 · 윤종원(2005), "SCM과 BSC 도입유형이 성과평가유형과 경영성과에 미치는 영향," 한국회계학회 학술연구발표회 논문집, pp.968-990.
6. 김재경(2003), "이익의 특수성과 이익조정이 기업가치 설명력에 미치는 영향에 관한 연구," 단국대학교 석사학위논문.
7. 김진환 · 옥용재 · 신흥철(2010), "BSC 도입기업의 KPI 인과관계 검증 연구: LG 디스플레이(LGD) 사례," 회계저널, 제19권 제1호, pp.281-310.
8. 나영 · 홍석훈(2011), "기업규모에 따른 CSR활동과 기업가치에 대한 실증분석," 회계저널, 제20권, 제5호, pp.125-160.
9. 문휘창(2011), "착한데다 돈까지 잘버는... 이젠 스마트기업이다," Dong-A Business Review, 제94권, 제1호, pp.18-22.
10. 박기석 · 이혜진(2007), "BSC 도입이 기업의 경영성과에 미치는 영향," 경영연구, 제22권, 제3호, pp.207-232
11. 박기석 · 김연경 · 배병한(2011), "BSC 도입기업의 성과개선에 관한 연구 ", 세무와회계정보저널, 제11권 제3호, pp.79-106
12. 박준환(2010), "인간정보처리능력의 한계가 균형성과표의 활용에 미친 영향," 회계정보연구, 제28권, 제2호, pp.33-51.
13. 박헌준·권인수(2004) "기업윤리 연구의 최근 동향과 실증연구과제," 기업윤리연구, 제8권, pp.1-31.
14. 박헌준 · 신현환 · 강동관 · 권인수(2006) "기업투명성과 기업가치," 경영학연구, 제35권, 제5호, pp.1361-1391.
15. 배정호 · 김병도 · 김준호(2008), "기업의 사회공헌활동이 기업가치에 미치는 영향," 인사·조직연구, 제16권, 2호, pp.159-192.

16. 백원선 · 최관(1999), "이익지속성이 순자산과 회계이익에 대한 추가배수에 미치는 영향," 회계학연구, 제24권, 제4호, pp.61-81.
17. 삼성경제연구소(2012), "글로벌 기업의 지속성장전략 -지속가능경영 6대 트렌드," 삼성경제연구소, CEO Information 제852호.
18. 신민식 · 김수은 · 김병수(2011), "기업의 사회적 책임 지출이 기업가치에 미치는 영향," 금융공학연구, 제10권, 제1호, pp.99-125.
19. 신민식 · 심상헌(2001) "기업의 사회적 성과가 주가에 미치는 영향," 경영연구 제16권, 제3호, pp.197-218.
20. 안태식 · 정형록 · 박경호(2008), "BSC 성과측정지표간의 인과관계," 회계저널, 제17권, 제3호, pp.41-77.
21. 위평량(2006) "상장기업의 사회공헌과 기업가치 관계에 대한 실증분석," 경영연구, 제21호, 제4권, pp.97-125.
22. 이성원(2004), "균형성과정보의 확산 및 사용정도가 기업성장에 미치는 영향," 대전대학교 박사학위논문.
23. 이종천 · 홍미경(2001), "BSC (균형성과시스템)가 기업성장에 미치는 영향에 관한 연구," 한국관리회계학회 정기학술발표회 발표논문.
24. 이창대(2003), "성과평가 및 보상제도에서 비재무적 측정치의 활용에 관한 실증연구," 서강대학교 박사학위논문.
25. 장지인 · 최현섭(2010), "기업의 사회적 책임(CSR)과 재무성과와의 관계," 대한경영학회지, 제23권, 제2호, pp.633-648.
26. 전진문(2003), "이익의 지속성과 회계이익의 질에 대한 실증적 검증," 경영연구, 제18권, 제1호, pp.271-288.
27. Chung K. H. and S. W. Pruitt(1994), "A Simple Approximation of Tobin's Q," Financial Management, Vol. 23, No. 3, pp.70-74.
28. Davis, S. and T. Albright(2004), "An Investigation of the Effect of Balanced Scorecard Implementation on Financial Performance," Management Accounting Research, Vol. 15, No. 2, pp.135 - 153.
29. Kaplan, R. S. and D. P. Norton(1992), "The Balanced Scorecard—Measures that Drive Performance," Harvard Business Review, Vol. 70, No. 1, pp.71-79.
30. Kaplan, R. S. and D. P. Norton(1993), "Putting the Balanced Scorecard to Work," Harvard Business Review, Vol. 71, No. 5, pp.134-147.
31. Kaplan, R. S. and D. P. Norton(1996), "Using the Balanced Scorecard as

- a Strategic Management System," *Harvard Business Review*, Vol. 74, No. 1, pp.75-85.
32. Kaplan, R. S. and D. P. Norton(2001), "Transforming the Balanced Scorecard from Performance Measurement to Strategic Management: Part I," *Accounting Horizons*, Vol. 15, No. 1, pp.87-104.
33. Nguyen, N. 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*, Vol. 16, No. 2 pp.52-65.
34. Oswald, D. R. and P. Zarowin(2007), "Capitalization of R&D and the Informativeness of Stock Prices," *European Accounting Review*, Vol. 16, No. 4, pp.703-726.
35. Porter, M. E. and M. R. Kramer(2006), "Strategy & Society: The Link between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility," *Harvard Business Review*, Vol. 84, No. 12, pp.78-92.
36. 吉川武男(2003), "Balanced Scorecard Handbook," 東洋經濟新報社.

Abstract

A Study on the Relevance of the BSC Adoption Firm's CSV index to the Firm Value

Bae, Byung-Han* · Kim, Hyuna** · Lee, Chae-Ri***
Wang Yan**** · Kim, Min-Jung*****

The KPI of the four perspectives in BSC need to modify because of the change of management environment. In particular, the KPI of the financial perspective needs to modify necessarily. The KPI of financial perspective has been consisted of short-term measures: net profit current year, operating profit, ROE, ROIC, and EVA. But this financial indicators cannot afford to represent essential corporate sustainability management in the change of management environment. So this study suggests CSV(Creating Shared Value) as an additional KPI of financial perspective. And this study investigates whether CSV represents business performance as the additional KPI in BSC adoption firms. To verify a hypothesis, the sample includes listed firms announcing CSR index publicly between 2005 and 2010. The results of this study are summarized as follows. The high CSV firms is higher on the value relevance of firm in comparison with low CSV firms. Moreover, The firm value of BSC adoption firms is lower than otherwise, but it is insignificant. Limitation of Our study is that we have no choice but to use dummy variable. Because it is a material question as CSV measurement. Nevertheless, contribution of our study is to suggest new KPI of BSC perspective to meet management environment.

Key Words : BSC(Balanced Score Card), CSV(Creating Shared Value),
CSR(Corporate Social Responsibility), earnings persistence,
corporate sustainability management

-
- * Professor, Department of Business Administration, Kyungpook National University, bhbae@knu.ac.kr
** Ph. D. Student, School of Business Administration, The Graduate School, Kyungpook National University, bellekha@naver.com
*** Ph. D. Student, School of Business Administration, The Graduate School, Kyungpook National University, cherry@knu.ac.kr
**** Ph. D. Student, School of Business Administration, The Graduate School, Kyungpook National University, wangyan200428@gmail.com
***** Student in master course, School of Business Administration, The Graduate School, Kyungpook National University, gemini602@naver.com