



## 기업의 환경, 사회, 지배구조 요인과 재무성과의 관계 : 공유가치창출의 경험적 근거\*

민재형<sup>†</sup> · 김범석 · 하승인  
서강대학교 경영전문대학원

### The Relationship between Firms' Environmental, Social, Governance Factors and Their Financial Performance : An Empirical Rationale for Creating Shared Value

Jae H. Min<sup>†</sup> · Bumseok Kim · Seungyin Ha  
Sogang Business School, Sogang University

#### ■ Abstract ■

We examine the relationship between firms' environmental (E), social (S), and governance (G) factors, with their financial performance in order to provide an empirical rationale for CSV (creating shared value) pursuing both of firms' profitability and CSR (corporate social responsibility). The financial performance is classified into four aspects such as profitability, stability, efficiency, and cash-flow, and each of these aspects is measured by two financial ratios respectively. To measure the firms' ESG performance, we employ the published performance grades by the Korea Corporate Governance Service for a three year span, from 2011 to 2013.

Total of eight regression analyses are performed. The results show that firms' non-financial performance in general has statistically significant positive relationships with return on assets, return on net sales, and cash-flow from operating activities ratio, while it has negative relationships with net working capital ratio, asset turnover ratio, and cash-flow from investing activities ratio. It has no significant relationships with debt ratio and equity turnover ratio. The results imply that firms' non-financial performance may have a negative impact on some financial performance such as liquidity and efficiency in a short term, but it would eventually improve the firms' profitability and cash-generating ability, which provides an empirical evidence for the concept of CSV, and motivates the firms to participate in social contribution activities without sacrificing their profitability for their respective sustainability management.

Keywords : ESG, Sustainability, CSR, CSV, Financial Ratios

논문접수일 : 2014년 11월 05일    논문게재확정일 : 2015년 03월 13일

논문수정일 : 2015년 03월 11일

\* 이 논문은 2014년도 한국경영과학회 추계학술대회 경쟁부문에 제출하여 응용부문 우수논문상을 수상한 논문으로 논문내용의 일부를 수정·보완하고, 소정의 심사과정을 거쳐 게재 추천되었음.

† 교신저자, [jaemin@sogang.ac.kr](mailto:jaemin@sogang.ac.kr)

## 1. 서론

현대 기업의 근간을 이루는 주식회사에게는 두 가지 책임이 존재한다. 하나는 주주들의 부(富)를 극대화시키는 것이고, 다른 하나는 건전한 기업 생태계를 조성하는 것이다. 주주들의 부를 극대화 하는 것이 기업의 일차적인 목적이자 존립의 근거라면, 건전한 기업 생태계를 조성하는 것은 기업의 사회적 책임이자 지속가능을 위한 동인이다. 일반적으로 기업의 일차적 목적은 재무성과를 통해 확인할 수 있고, 기업의 사회적 책임 및 지속가능성은 기업의 비재무적 성과에 해당한다.

기업은 일차적인 목적의 달성을 위해 경쟁 기업보다 더 나은 재무성과를 추구하고자 하며, 이를 통해 기업 생태계 내에서 생존하게 된다. 하지만 단기적 성과의 증진을 위한 지나친 기업의 경쟁 행태, 예를 들어, 무분별한 생산 증대와 무리한 납품 단가 및 납품일정 등은 궁극적으로 건전한 기업 생태계를 파괴시키고, 파괴된 기업 생태계 내에서는 어떠한 기업도 건강하게 유지될 수 없다. 이러한 우려에 따라 윤리경영, 동반성장, 친환경 경영 등 기업의 사회적 책임을 요구하는 목소리가 높아지게 되었고, 불매/구매운동 등을 통해 시민의식을 표출하려는 소비자들이 증가함에 따라[8] 기업들의 비재무적인 성과에 대한 관심도 재무성과에 못지 않게 높아지고 있는 추세이다.

비재무적인 성과는 계량적으로 쉽게 파악할 수 있는 재무성과와는 달리 그 수준을 객관적으로 측정하기 어렵다는 특징이 있다. 이에 따라 국내외적으로 다양한 기관에서 기업의 비재무적 성과를 측정하기 위한 노력들을 시도하고 있다. 대표적으로 유엔 산하기관인 UNEPFI(United Nations Environment Programme Finance Initiative)에서는 기업의 비재무적 성과를 친환경(Environmental), 사회적 기여(Social), 그리고 투명한 지배구조(Governance)라는 세 가지 핵심요소로 범주화 했는데[49], 이 세 가지 요소는 이후 유엔의 사회책임투자원칙(PRI : Principles for Responsible Investment)으로 발전하여 비재무

적 성과의 측정 기준이 되고 있다. 국내의 경우 한국 기업지배구조원, 서스틴베스트 등에서 환경, 사회, 지배구조 요소를 기반으로 ESG(environmental, social, and governance) 평가모형을 개발하여 기업들의 비재무적 성과를 평가하고 있다.

학계에서도 기업의 비재무적 성과가 재무성과에 미치는 영향에 관한 다양한 연구들이 진행되고 있다. 하지만 국가별 비교를 통한 사회적 책임의 당위성 강조, 사회공헌활동의 효과에 대한 이론적 연구 등이 주를 이루고 있고, 기업의 동반성장과 사회적 책임의 주체인 대기업을 대상으로 한 실증연구는 부족하다. 뿐만 아니라 비재무적 성과를 측정하는 지표의 일관성 부재 등으로 인해 비재무적 성과에 대한 실증연구가 표본에 따라 상반된 결과를 보이는 등, 그 효과가 명확히 입증되고 있지 않다[4].

또한 기업의 비재무적 성과에 대한 관심이 과거에 비하여 증가하였다고는 하지만 아직 성과 향상을 위한 노력은 부족한 것이 현실이다. 실제로 기업의 비재무적 성과는 재무성과의 극대화와는 거리가 존재할 수 있고, 기업의 비재무적 성과 향상을 위한 사회공헌활동이 자선활동, 기부 등과 같은 형태로 이루어져 기업의 영업활동과는 전혀 관계가 없어 재무성과를 악화시킬 경우, 비재무적 성과를 향상시키기 위한 동기는 유발되기 어려울 것이다. 이와 같은 사회공헌활동의 단점을 극복하고자 Porter and Kramer[47]은 기업 본연의 영업활동과 관련 있는 가치사슬의 혁신을 통해 기업이 사회적 책임과 경제적 이익을 동시에 추구하는 공유가치창출(CSV : creating shared value)의 개념을 제안한 바 있다.

본 연구는 대기업을 대상으로 그들의 환경, 사회, 지배구조 측면에서의 비재무적 성과와 재무성과의 관계를 실증함으로써 공유가치창출 모형의 전략적 활용 가능성을 확인하고, 대기업을 사회적 책임에 대한 동기를 유발시킴을 목적으로 한다. 구체적으로, 한국기업지배구조원에서 발표한 ESG 평가등급을 비재무적 성과의 대리치로 활용하고, 기업의 재무성과를 수익성, 안정성, 효율성, 현금흐름 등 네 가지 측면으로 나누어 ESG 각 부문별 비

재무적 성과가 네 가지 측면의 재무성과와 어떠한 관계를 보이는지를 확인함으로써 기업의 비재무적 성과 향상을 위한 노력과 다양한 재무성과와의 연관성을 분석하고자 한다.

## 2. 이론적 배경

### 2.1 사회적 책임과 공유가치창출

기업의 사회적 책임(CSR : corporate social responsibility)은 Bowen[27]이 “우리 사회의 목적과 가치를 위해 바람직하다고 여겨지는 행동을 따르고, 의사결정을 하며, 원칙을 추구하는 것에 대한 의무”라고 정의한 것에서부터 시작되었다[8]. 이후 Carroll[30, 31]은 기업의 책임을 경제적 책임, 법적 책임, 윤리적 책임, 그리고 자선활동의 책임 등으로 체계화 했고, Jones[36], McWilliams and Siegel[41] 등은 법적 책임, 계약적 책임이라는 제약에서 탈피하여 주주와 이해관계자 모두의 요구를 충족하고, 사회를 개선하기 위한 의무라고 정의하였다. 또한 Petkus and Woodruff[44], Mohr et al.[42] 등은 사회에서 발생할 수 있는 사악한 거래나 행위들을 최소화하고, 장기적 이익의 최대화를 추구하는 것을 사회적 책임으로 정의하였다. 이처럼 기업의 사회적 책임에 대한 정의는 학자에 따라 차이가 존재하지만 이를 비영리적인 활동으로 간주하였다는 점에서는 공통점을 확인할 수 있다.

학계에서는 기업들에게 사회적 책임에 대한 동기를 부여하기 위해 CSR 활동의 효과에 대한 다양한 연구를 진행하였다. 하지만 CSR 활동의 효과에 관한 선행연구들은 상반된 결과를 보이고 있어 기업의 사회공헌활동에 대한 투자방향의 설정을 망설이게 만들고 있다[15]. 예를 들어, Teoh et al.[48]은 기업의 CSR 활동과 재무성과 사이에 아무런 관계를 발견하지 못하였다. 신자유주의 경제학자들(neoliberalism economists)에 따르면 기업의 최우선 과제는 주주의 부를 극대화하는 것으로, CSR 활동은 불필요한 지출을 유발하기 때문에 기업의 순이익을 줄이고 결국

주주의 부를 저해한다고 주장하고 있다. 이러한 주장은 Pava and Krausz[43], Brammer and Millington [29]에 의해 실증되기도 하였다.

반면 Freeman[33]으로부터 시작된 이해관계자 이론(stakeholder theory)에서는 기업은 주주뿐 아니라 고객, 협력기업, 지역사회와 같은 이해관계자도 고려하기 때문에 기업의 CSR 활동은 기업과 사회 사이의 잠재적인 갈등을 완화시켜 경영성과를 향상시킬 수 있다고 주장한다. 이후 진행된 CSR 활동의 긍정적 효과에 대한 실증연구에서는, CSR 활동은 협력적 노사문화를 정착시키고 협력사와의 상생, 고객밀착력 향상[3] 등으로 인해 기업의 평판 및 이미지에 긍정적인 영향을 미치고[15], 이렇게 형성된 좋은 이미지는 고객에게 더욱 쉽게 접근할 수 있는 판매력을 제공하여[34] 장기적으로는 경영성과에 긍정적인 영향을 미친다고 주장한다[25, 35, 40, 45, 46].

추상적인 개념인 CSR을 실제에 적용하기 위한 실천모형 중 가장 대표적인 것은 기업 자선활동(CP: corporate philanthropy)으로, 기업의 수익 일부를 기업의 영업활동과는 상관없는 장학, 빈민구제 등의 자선활동에 기부하는 것이다. 하지만 자선활동의 경우 기업의 일차 목적인 이윤극대화와는 직접적인 관계가 없고, 기업 본연의 활동과는 다소 거리가 있기 때문에 경영환경이 악화될 경우 자선활동은 소멸하게 된다는 단점이 존재한다[17]. 이러한 사회적 기여 활동의 문제에 따라 Porter and Kramer[47]에 의해 제안된 CSV는 기업의 가치와 사회적 가치를 동시에 추구할 수 있는 전략적 모형이라고 평가할 수 있다.

1960년대부터 활발하게 진행된 CSR에 대한 연구와는 달리 CSV에 대한 국내 연구는 많지 않다. 배병한 외[16]는 CSV의 수준이 높은 기업의 가치가 그렇지 않은 기업의 가치보다 높은지를 실증분석 하였다. 이들은 CSV가 사회적 책임과 이익 지속성을 동시에 추구하는 것으로 정의하고, 경제정의연구소에서 산출한 경제정의지수(KEJI Index)를 CSR의 지표로, 주당순이익을 주가로 나눈 값의 분산을 이익 지속성의 대리치로 활용하여 두 지표가

모두 높은 집단을 CSV 수준이 높은 집단으로 설정하고, 기업가치를 토빈큐(Tobin's Q)로 측정하여 이들의 관계를 분석하였다. 분석결과, CSV 수준이 높은 집단이 그렇지 않은 집단에 비해 기업가치가 높음을 확인하였다.

한편, 김세중 외(2012)는 설문조사를 통해 측정한 CSR 활동이 지역사회 발전에 미치는 정도와 매출액 성장률에 대한 만족도를 이용해 CSR이 창출한 사회경제적 성과가 기업의 사회적 환경을 개선시켜 궁극적으로 경영성과를 향상시키는지 분석하였다. 분석결과, CSR 활동은 사회경제적 성과와 기업의 경영성과는 향상시키지만, 사회적 환경을 개선시키는데는 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 한국 기업들의 CSR 활동이 CSV로 변모하고는 있으나 아직 지역 산업 클러스터 형성 등의 성과가 미미하여 보다 적극적인 투자가 필요한 것으로 해석된다.

## 2.2 ESG 평가 관련 선행연구

UNEPFI에서 친환경(E), 사회적 기여(S), 그리고 투명한 지배구조(G)를 투자결정시 재무성과와 함께 고려해야 할 핵심 투자지표로 선정하고, 이 세 가지 요소가 UN 사회책임투자원칙(PRI : Principles for Responsible Investment)으로 발전하게 된 이후, 기업의 사회적 책임에 대한 연구는 CSR 활동과 같은 사회적 요소뿐만 아니라 환경과 지배구조 측면으로 확장되었다.

우선 환경과 관련하여, 광승준, 석승우[2], 김종민 [6], Lorraine et al.[38]은 환경 관련 보도와 주가수익률과의 관계를 분석하였는데, 환경과 관련된 부정적 보도는 주가에 부(-)의 영향을 미치나 긍정적 보도는 주가에 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 한편 박경서 외[13]는 환경책임 투자지수와 주가수익률의 관계를 분석한 결과, 이들 사이에 부(-)의 상관관계가 있음을 실증하였다. 또한 Marshall et al.[39]는 자발적인 환경공시 수준과 기업가치는 부(-)의 상관관계를 보이지만, 환경과

민감한 산업의 경우에는 둘 사이에 정(+)의 상관관계가 있음을 실증하였다.

지배구조와 관련해서 Drobetz et al.[32]와 Black et al.[28]은 기업의 지배구조지수를 산출하고, 지수와 기업가치 간에 정(+)의 상관관계가 있음을 실증하였다. Ashbaugh et al.[26]는 기업의 지배구조와 자본비용 및 주가수익률 간의 관계를 분석하였는데, 기업의 투명성이 낮고 비정상적인 성과 향상이 있을수록 주가수익률은 낮고, 감사를 담당하는 기구가 독립적일수록 주가수익률은 높음을 실증하였다. 국내 연구의 경우, 윤봉환, 오재영[19]은 한국기업 지배구조원의 기업지배구조지수를 활용하여 지수가 높을 경우 재무성과와 기업가치도 높음을 부분적으로 실증하였다.

마지막으로 ESG의 세 요소를 동시에 다룬 선행 연구를 보면, 나영, 임옥빈[9]은 ESG 관련 정보 공시는 주식거래량에는 정(+)의 효과를 나타내지만, 주식의 초과수익률에는 대부분 부(-)의 효과를 보임을 발표하였다. 오근혜 외[18]는 환경적 요소는 기업가치에 정(+)의 효과를 보이며, 전반적인 비재무적 성과를 위한 노력은 총자본영업이익률, 자기자본순이익률, 총자산순이익률, 자기자본영업이익률에 정(+)의 효과를 미침을 확인하였다. 또한 나영 외[10]는 회사채 평가등급은 사회적 요소 및 지배구조 요소와 유의한 정(+)의 상관관계를 보이고, 기업의 ESG에 대한 노력은 투자자들의 비재무적인 위험을 줄여주어 회사채 등급을 높인다고 주장하고 있다. 장승욱, 김용현[20]도 기업의 전반적인 ESG 활동은 기업가치와 통계적으로 의미 있는 정(+)의 상관관계가 있음을 확인함으로써 기업이 ESG 요소를 전략적으로 관리해야 하는 근거를 마련하였다.

이처럼 기업의 환경 및 지배구조 요소도 앞서 살펴보았던 사회적 요소와 같이 기존 연구에서 상반된 결과를 나타내어 비재무적 성과와 재무성과와의 관계를 명확히 파악하는데 한계가 있었다. 본 연구에서는 환경, 사회, 지배구조 요소에 대한 일관성 있는 평가 결과를 이용하여 기업의 비재무적 성과와 재무성과의 관계를 파악하고자 한다.

### 2.3 비재무적 성과의 측정

기업의 사회적 책임과 지속가능경영에 대한 관심이 증가함에 따라 국내에서도 비재무적 성과를 측정하기 위한 노력이 시작되었다. 한국기업지배구조원(CGS: Corporate Governance Service)은 2002년 설

립된 비영리 사단법인으로 2003년부터 국내 기업들의 지배구조 평가를 시작으로 2011년 환경 및 사회 요소를 추가한 ESG 평가모형을 개발하였다.

한국기업지배구조원의 ESG 평가모형은 국내 상장기업의 사회적 책임을 고취하고 그 활동을 장려할 뿐만 아니라 사회적 책임경영의 원칙 및 기준에

<표 1> 한국기업지배구조원 ESG 평가모형의 환경 부문 주요 평가항목

대분류	중분류	주요 평가문항
환경전략 및 조직	최고경영자의 의지	최고경영자의 환경경영 실천의지 표명여부 등
	환경전략과 방침	환경전략과 방침의 수립여부, 수립과정 적정성 등
	환경조직 문화	환경인식 향상을 위한 정보제공, 소통 프로그램 보유 등
	환경조직 체계	환경경영 실무추진 조직보유 여부 등
환경경영 - 관리	목표 및 계획수립	단기, 중장기 환경목표의 수립여부, 세부계획의 구체성 등
	환경회계	환경회계 정보 적용수준 및 시스템 구축여부 등
	환경성과 관리	환경성과평가 체계 구축여부 및 이행의 충실성 등
	환경감사	환경감사 수행여부, 환경경영시스템(EMS) 인증 등
환경경영 - 활동	공급망 관리	녹색구매 방침/가이드라인의 수립 및 이행의 충실성 등
	청정생산시스템	용수, 에너지, 원부자재 사용량 관리 및 절감활동 등
	환경위험관리	환경법규, 규제에 대한 대응활동, 온실가스저감 활동 등
환경성과	자원	용수 절감 및 재이용 실적, 폐기물 저감 및 재활용 실적 등
	기후변화	에너지 절감 및 온실가스 감축실적 등
	환경오염 및 규제대응	대기/수질 오염물질 관리실적, 유해화학물질 저감실적 등
	친환경제품 및 서비스	친환경 제품/서비스 매출 및 구매실적, 녹색인증 여부 등
이해관계자 대응	환경보고	환경정보 공개 여부 및 적절성, 외부검증 실시여부 등
	이해관계자 대응 활동	주요 이해관계자들의 의사소통 여부 등

<표 2> 한국기업지배구조원 ESG 평가모형의 사회 부문 주요 평가항목

대분류	중분류	주요 평가문항
근로자	고용 및 근로조건	근로자 고용안정 정책 수립 유무, 근로자 복지혜택 수준 등
	노사관계	노사협의회 운영 실적, 근로자들의 평균 이직율 등
	직장 내 안전 및 보건	근로자의 안전보건 정책 수립 유무 등
	인력개발 및 지원	근로자 교육훈련 방침 및 퇴직자 지원제도 유무 등
	직장 내 기본권	강제노동 금지, 아동노동 금지, 차별금지 정책 유무 등
협력사 및 경쟁사	공정거래	협력사에 대한 공정거래 방침 수립 유무 등
	부패방지	부패방지 전담조직 유무, 윤리교육 실시 여부 등
	사회적 책임 촉진	협력사 선정시 협력사 인권이나 윤리경영 수준 평가 등
소비자	소비자와의 공정거래	소비자에 대한 공정거래 원칙 수립 유무 등
	소비자 안전 및 보건	제품 및 서비스 안정성에 대한 국내외 인증취득 등
	소비자 개인정보 보호	소비자 개인정보 관리 정책 수립 유무 등
	소비자와의 소통	소비자 만족도 제고 정책 수립 유무 등
지역사회	지역사회 참여	지역사회 발전을 위한 정책 수립 유무 등
	지역경제 발전	지역 공급자 우선 배려 정책 수립 유무 등
	지역사회와의 소통	지역주민과의 대화채널 도입 등

〈표 3〉 한국기업지배구조원 ESG 평가모형의 지배구조 부문 주요 평가항목

대분류	중분류	주요 평가항목
주주권리 보호	주주권리의 보호 및 행사편의성	기업지배구조현장 및 임직원 윤리규정 도입 등
	소유구조	최대주주 및 특수관계인의 지분율 합계 등
	특수관계인과의 거래	최대주주 및 특수관계인과의 거래실적 등
이사회	이사의 구성	이사의 사외이사 구성현황 등
	이사의 운영, 평가 및 보상	사외이사의 활동내용 및 평가 결과 등
공시	공시일반	기업설명회(IR) 실적 및 사전예고 여부 등
	홈페이지 공시	이사회 및 이사회 내 위원회 관련사항 등
감사기구	감사기구 일반	감사기구의 형태, 외부감사인의 비 감사요역 현황 등
경영과실배분	경영과실배분 일반	배당수익률 현황 및 최근 3년간 배당성향 등

〈표 4〉 한국지배구조연구원의 상장기업 ESG 평가 결과

평가년도	평가 등급	ESG 통합등급 기업 수(개, %)	ESG 부문별 등급 기업 수(개, %)		
			환경	사회	지배구조
2011 (668개 기업)	A+	4(0.60%)	9(1.35%)	11(1.65%)	14(2.10%)
	A	40(5.99%)	39(5.84%)	40(5.99%)	34(5.09%)
	B+	48(7.19%)	36(5.39%)	59(8.83%)	105(15.72%)
	B 이하	576(86.23%)	584(87.43%)	558(83.53%)	515(77.10%)
2012 (710개 기업)	A+	6(0.85%)	10(1.41%)	15(2.11%)	11(1.55%)
	A	38(5.35%)	29(4.08%)	47(6.62%)	29(4.08%)
	B+	81(11.41%)	134(18.87%)	80(11.27%)	111(15.63%)
	B 이하	585(82.39%)	537(75.63%)	568(80.00%)	559(78.73%)
2013 (693개 기업)	A+	6(0.87%)	6(0.87%)	10(1.44%)	7(1.01%)
	A	34(4.91%)	36(5.19%)	46(6.64%)	31(4.47%)
	B+	91(13.13%)	122(17.60%)	90(12.99%)	113(16.31%)
	B 이하	562(81.10%)	529(76.33%)	547(78.93%)	542(78.21%)

관한 정보를 제공하여 투자자의 책임투자를 활성화하는 것을 목적으로 하고 있다. ESG 평가 결과는 총 6개 등급(A+, A, B+, B, C, D)으로 구분되는데, 이 중 ESG 통합 평가 결과와 부문별 평가 결과가 B+ 등급 이상인 기업만을 공개한다.

본 연구에서는 ISO26000 및 GRI 지속가능성 보고서 등 국제표준에 기반을 둔 한국기업지배구조원의 ESG 평가등급을 사용하여 기업의 재무적 성과를 평가한다. 한국기업지배구조원 ESG 평가 모형의 환경, 사회, 지배구조 부문의 주요 평가항목은 <표 1>, <표 2>, <표 3>에 각각 정리하였다.

ESG 평가는 2011년부터 매년마다 유가증권시장

및 코스닥 상장기업을 대상으로 시행되었는데, 평가 결과가 B+등급 이상인 기업만을 공개하고 있다. 본 연구에서 표본으로 이용한 유가증권 상장기업들의 ESG 평가 결과는 <표 4>와 같다. <표 4>에서 B등급 이하의 공개되지 않는 기업들은 하나의 범주로 구분하였다.

## 2.4 재무성과의 측정

기업의 재무성과를 측정하는 대표적인 방법은 재무제표 상의 회계계정 간 비율인 재무비율을 활용하는 것이다. 재무비율은 기업의 재무상태와 경영성과를 평가하는 중요한 도구로서 많은 실증연

구를 통하여 재무비율의 유용성 및 경제적 사건의 예측능력이 반복적으로 입증되고 있다[5]. 예를 들어, 민재형, 김범석[12]은 기업의 동반성장 노력과 경영성과의 관계를 확인하기 위해 기업의 총자산순이익률, 매출액순이익률, 유동비율, 부채비율, 총자산회전율, 자기자본회전율을 분석에 사용하였고, 장금주, 양재환[21]은 SCM(supply chain management) 성과와 재무성과의 비교를 위해 총자산순이익률, 매출액순이익률, 매출액 영업이익률을 사용하였다. 뿐만 아니라 나종길, 최정호[11], 박종일 외[14] 등은 기업의 이익조정과 관련하여, 공명재[1], 전용수, 임태순[22] 등은 투자행위와 관련한 분석을 위해 기업의 현금흐름을 사용하였다.

본 연구에서는 기업의 재무성과를 수익성, 안정성, 효율성, 현금흐름 등 네 가지 측면으로 나누어, 각 측면을 대표하는 재무비율 두 개씩을 선정하였다. 본 연구에서 사용한 재무비율의 정의는 <표 5>에 정리하였다.

우선, 기업의 수익성을 나타내는 지표로는 총자산순이익률(ROA : Return on Asset)과 매출액영업이익률(Return on Net Sales)을 선정하였다. 총자산순이익률(ROA)은 당기순이익의 총자산에 대한 비율로, 기업의 규모 및 투자 대비 이익을 나타낸다. 즉, 기업

의 총자산이 얼마만큼의 이익을 창출했는지를 보여주는 지표로서 기업의 수익성 및 전반적인 경영성과를 나타낸다. 매출액영업이익률(Return on Net Sales)은 제조 및 판매 활동과 직접적으로 관계된 순수한 영업이익을 매출액과 대비한 비율로, 기업의 매출규모 대비 영업활동으로 인한 이익을 보여준다. 즉, 판매마진의 개념으로 영업활동 대비 기업의 수익성을 나타내는 재무비율이다.

다음으로 기업의 안정성을 나타내는 지표로는 부채비율(Debt Ratio)과 순운전자본비율(Net Working Capital Ratio)을 이용하였다. 부채비율은 타인자본과 자기자본 간의 관계를 나타내는 것으로 기업의 재무구조 건전성을 나타내는 지표이다. 기업의 채무가 자기자본에 비해 크다면 기업의 지급능력이 약화되기 때문에 부채비율이 낮을수록 재무구조가 건전하다고 평가한다. 일반적으로 부채비율은 100% 이하를 건전성의 기준으로 삼는다[7]. 순운전자본비율은 유동자산에서 유동부채를 차감한 순운전자본의 총자산에 대한 비율로, 기업의 활동 중 영업활동에 사용되는 자금의 비율 및 기업의 단기지급능력을 측정하는 재무비율이다.

기업의 효율성을 나타내는 지표로는 총자산회전율(Asset Turnover Ratio)과 자기자본회전율(Equity

<표 5> 재무성과 측정에 사용된 재무비율의 정의

수익성	총자산순이익률(Return on Asset) (%) = $\frac{\text{당기순이익}}{\text{총자산}} \times 100$
	매출액영업이익률(Return on Net Sales) (%) = $\frac{\text{영업이익}}{\text{매출액}} \times 100$
안정성	부채비율(Debt Ratio) (%) = $\frac{\text{부채총계}}{\text{자기자본}} \times 100$
	순운전자본비율(Net Working Capital Ratio) (%) = $\frac{(\text{유동자산} - \text{유동부채})}{\text{총자산}} \times 100$
효율성	총자산회전율(Asset Turnover Ratio) (회) = $\frac{\text{매출액}}{\text{총자산}}$
	자기자본회전율(Equity Turnover Ratio) (회) = $\frac{\text{매출액}}{\text{자기자본}}$
현금흐름	투자활동현금흐름비율(Cash Flow from Investing Activities Ratio) (%) = $\frac{\text{투자활동현금흐름}}{\text{총자산}} \times 100$
	영업활동현금흐름비율(Cash Flow from Operating Activities Ratio) (%) = $\frac{\text{영업활동현금흐름}}{\text{총자산}} \times 100$

Turnover Ratio)을 이용하였다. 총자산회전율과 자기자본회전율은 기업의 매출액을 각각 총자산과 자기자본으로 나누어준 비율로, 1년간의 매출을 올리기 위해 투입된 총자산과 자기자본의 횡수를 의미한다. 다시 말해 매출액을 달성하기 위해 총자산과 자기자본을 얼마만큼 효율적으로 사용했는지를 확인하기 위한 재무비율이다.

기업의 현금흐름을 나타내는 지표로는 투자활동 현금흐름비율(Cash Flow from Investing Activities Ratio)과 영업활동현금흐름비율(Cash Flow from Operating Activities Ratio)을 이용하였다. 투자활동 현금흐름은 유가증권 등의 투자자산 및 토지, 설비 등의 고정자산의 취득 또는 처분으로 인한 현금의 흐름으로, 기업의 투자활동 상태 및 성장여력을 나타낸다. 일반적으로 성장여력이 높은 기업들은 설비 투자 등의 활동이 왕성하기 때문에 투자활동현금흐름은 음(-)의 값을 갖는 특징을 보인다. 영업활동 현금흐름은 매출과 매입 등 기업의 영업활동으로 인한 현금흐름으로, 기업의 현금창출 능력 및 장기적으로 자금을 조달할 수 있는 능력을 파악하는데 활용된다.

### 3. 실증분석

#### 3.1 연구모형의 설계

본 연구의 목적은 기업의 환경, 사회, 지배구조 측면의 비재무적 성과와 재무성과와의 상관관계를 확인하여, 기업이 사회적 책임을 다하는 동시에 이윤도 추구할 수 있다는 공유가치창출(CSV)의 전략적 활용가능성을 확인하고, 이를 통해 기업의 사회적 책임 활동에 대한 동기를 유발하는데 있다. 따라서 기업의 경영성과를 대표하는 재무비율을 종속변수로 설정하고, 기업의 비재무적 성과를 위한 노력과 기타 통제변수를 독립변수로 설계한 다중회귀분석을 수행하였다.

기업의 비재무적 성과 노력을 평가하기 위한 지표로는 한국기업지배구조원의 ESG 통합 평가등급 및 환경, 사회, 지배구조 각 부문별 평가등급을 활용하였다. 앞서도 언급했듯이 한국기업지배구조원은 ESG 평가

결과가 B+등급 이상인 기업만 공개한다. B+등급 이상의 기업은 다시 A+, A, B+ 등으로 세분화할 수 있지만 <표 4>에서 보듯이 A+등급과 A등급의 기업은 모든 평가년도에서 종합 평가와 부문별 평가를 막론하고 합쳐서 8%대를 넘지 않고 있다. 따라서 등급을 세분화할 경우, 매우 작은 크기의 표본으로 구성된 등급이 분석에 포함됨으로써 분석결과의 왜곡을 초래할 수 있다. 따라서 본 연구에서는 평가등급을 B+ 이상과 그 이하 두 가지로 범주화하였다. 즉, 홈페이지에서 평가등급을 확인할 수 있는 B+등급 이상의 기업은 1(평가 결과 명단에 있는 기업), B등급 이하의 기업은 0(평가 결과 명단에 없는 기업)의 값을 갖는 더미변수를 회귀분석의 독립변수로 설정하였다.

종속변수로는 기업의 수익성, 안정성, 효율성, 현금흐름 측면에서 기업의 성과를 대표할 수 있는 재무비율 각 2개씩, 총 8개의 재무비율을 선정하였다. 수익성을 대표하는 재무비율로는 총자산순이익률과 매출액영업이익률, 안정성을 대표하는 재무비율로는 부채비율과 순운전자본비율을, 효율성을 대표하는 재무비율로는 총자산회전율과 자기자본회전율을, 그리고 현금흐름을 대표하는 재무비율로는 투자활동현금흐름비율과 영업활동현금흐름비율을 선정하였다.

다음으로 회귀분석의 통제변수로는 정용기, 김선화[23], 장금주, 양재환[21] 등에서 재무성과와의 관계가 확인된 매출액증가율, 그리고 기업의 재무성과에 영향을 미친다고 실증된 연구개발비지출액비율과 광고비지출액비율을[21, 24, 37] 선정하였다. 또한 산업별, 연도별 특성을 통제하기 위해 산업 더미변수도 통제변수에 포함시켰다.<sup>1)</sup>

1) 회귀분석에서 독립변수 간의 상관관계가 높을 경우, 일부 독립변수가 종속변수에 미치는 영향력이 왜곡되는 다중공선성 문제가 발생할 수 있다. 다중공선성을 진단하는 대표적 지표로는 VIF(variance inflation factor, 분산팽창계수)가 있는데, 일반적으로 VIF가 10을 초과할 경우 다중공선성 문제가 존재한다고 판단한다. 본 연구에서 진행된 32차례의 회귀분석에서 모든 변수에 대한 VIF를 산출한 결과, 가장 큰 값이 1.058로 나타나 본 연구모형에서 다중공선성 문제는 없는 것으로 판단한다.

결과적으로 기업의 환경, 사회, 지배구조 요소와 재무성과와의 관계를 표현하기 위해 구축한 다중 회귀모형은 다음과 같다.

$$\text{재무성과} = \beta_0 + \beta_1 \text{ESG}_{B+} + \sum_{i=2}^4 \beta_i X_i + \sum_{j=5}^{15} \beta_j \text{업종}_j + \sum_{k=16}^{17} \beta_k \text{년도}_k + \varepsilon$$

여기서

재무성과 : 수익성 지표(총자산순이익율, 매출액영업이익율), 안정성 지표(부채비율, 순운전자본비율), 효율성 지표(총자산회전율, 자기자본회전율), 현금흐름 지표(영업활동CF비율, 투자활동CF비율)

ESG<sub>B+</sub> : 부문별 ESG 평가등급이 B+등급 이상인 기업의 더미변수(ESG 통합평가, 환경 부문 평가, 사회부문 평가, 지배구조 부문 평가)  
(부문별 ESG 평가등급이 B등급 이하인 기업은 참조집단)

X<sub>2</sub> : 매출액증가율 (  $\frac{\text{당기 매출액} - \text{전기 매출액}}{\text{전기 매출액}}$  )  
×100

X<sub>3</sub> : 연구개발비지출액비율

X<sub>4</sub> : 광고비지출액비율

X<sub>5</sub>-X<sub>15</sub> : 업종세분화에 따른 업종더미(화학 업종은 참조집단)

X<sub>16</sub>, X<sub>17</sub> : 2011년, 2012년 연도 더미(2013년은 참조집단)

ε : 오차항

### 3.2 표본의 선정

본 연구에서는 한국기업지배구조원에서 2011년부터 2013년까지 발표한 ESG 평가등급을 비재무적 성과의 대리치로 사용하였다. 또한 건전한 기업 생태계 형성의 주체인 대기업이 비재무적 성과를 위한 노력을 기울이도록 하는 것이 본 연구의 주요 목적이라 할 수 있으므로, 본 연구의 표본으로는 2011년에서 2013년까지 유가증권시장에 상장되었으며 한국기업지배구조원의 평가를 받은 668개 기업(2011년), 710개 기업(2012년), 693개 기업(2013년)을 선정하였다. 이중 상장폐지 등으로 재무정보를 얻을 수 없는 기업들과 은행 및 보험사 등의 금융업종은 다른 업종과는 재무제표 특성이 상이하여 표본에서 제외하였다.

따라서 최종 표본은 2011년 623개, 2012년 641개, 그리고 2013년 651개 기업이며, 이들 기업의 3개년 동안의 재무정보를 분석에 사용하였다. 연도별 ESG 평가 결과에 따라 분류한 표본 기업의 수는 <표 6>과 같다.

본 연구의 표본은 모두 유가증권시장에 상장된 기업이므로 유가증권시장에서 사용되는 18개 업종으로 구분하여 업종별 특성을 통제하였다. 업종세분화에 따른 표본의 크기 및 표본의 기술통계량은 <표 7>과 <표 8>에 각각 정리하였다.

<표 6> 연도별 ESG 평가 결과에 따른 표본의 크기

평가년도	평가 등급	ESG 통합등급 기업 수 (개, %)	ESG 부문별 등급 기업 수(개, %)		
			환경	사회	지배구조
2011 (623개 기업)	B+ 이상	75(12.04%)	71(11.40%)	88(14.13%)	112(17.98%)
	B 이하	548(87.96%)	552(88.60%)	535(85.87%)	511(82.02%)
2012 (641개 기업)	B+ 이상	101(15.76%)	155(24.18%)	115(17.94%)	109(17.00%)
	B 이하	540(84.24%)	486(75.82%)	526(82.06%)	532(83.00%)
2013 (651개 기업)	B+ 이상	108(16.59%)	153(23.50%)	124(19.05%)	111(17.05%)
	B 이하	543(83.41%)	498(76.50%)	527(80.95%)	540(82.95%)

〈표 7〉 업종에 따른 연도별 표본의 크기

업종	2011년		2012년		2013년	
	빈도	백분율	빈도	백분율	빈도	백분율
건설업	32	5.14%	29	4.52%	29	4.45%
기계	41	6.58%	40	6.24%	42	6.45%
기타 제조업	6	0.96%	7	1.09%	6	0.92%
비금속광물	19	3.05%	20	3.12%	20	3.07%
서비스업	92	14.77%	92	14.35%	95	14.59%
섬유/의복	27	4.33%	28	4.37%	29	4.45%
운수장비	44	7.06%	47	7.33%	47	7.22%
운수창고	18	2.89%	21	3.28%	21	3.23%
유통업	51	8.19%	57	8.89%	57	8.76%
음식료업	38	6.10%	41	6.40%	42	6.45%
의료정밀	4	0.64%	4	0.62%	4	0.61%
의약품	37	5.94%	37	5.77%	37	5.68%
전기/전자	53	8.51%	55	8.58%	54	8.29%
전기가스업	11	1.77%	11	1.72%	11	1.69%
종이/목재	23	3.69%	23	3.59%	22	3.38%
철강/금속	42	6.74%	43	6.71%	43	6.61%
통신업	3	0.48%	3	0.47%	3	0.46%
화학	82	13.16%	83	12.95%	89	13.67%
계	623		641		651	

〈표 8〉 표본의 연도별 기술통계량

구 분		2011년			2012년			2013년		
		평균	중앙값	표준편차	평균	중앙값	표준편차	평균	중앙값	표준편차
수익성 지표	총자산순이익률(%)	2.10	2.95	10.1	1.69	2.65	16.9	0.95	2.17	17.6
	매출액영업이익률(%)	5.22	4.48	38.5	4.92	3.84	18.9	4.94	3.67	20.5
안정성 지표	부채비율(%)	110	78.1	346	85.1	76.3	525	142	73.6	388
	순운전자본비율(%)	10.6	10.9	19.9	11.4	11.1	21.0	10.5	9.95	21.7
효율성 지표	총자산회전율(회)	0.90	0.82	0.55	0.91	0.84	0.56	0.90	0.84	0.56
	자기자본회전율(회)	2.00	1.62	3.24	1.84	1.57	4.29	2.17	1.53	2.78
현금흐름 지표	투자활동CF비율(%)	-4.9	-4.4	8.56	-4.4	-3.6	8.81	-3.9	-3.0	9.52
	영업활동CF비율(%)	3.53	3.26	7.60	4.74	4.51	7.46	4.44	4.07	7.52
기타 통제변수	매출액증가율(%)	10.0	8.76	68.7	3.00	2.58	31.5	5.67	0.04	45.8
	연구개발비비율(%)	0.37	0.00	1.14	0.39	0.00	1.19	0.40	0.00	1.19
	광고비지출액비율(%)	0.63	0.05	1.50	0.61	0.06	1.49	0.58	0.06	1.50

## 4. 분석결과

### 4.1 ESG 평가등급과 수익성의 관계

기업의 비재무적 성과와 기업의 수익성을 대표하는 재무비율인 총자산순이익률과 매출액영업이익률과의 관계를 확인하기 위한 회귀분석 결과는

〈표 9〉와 〈표 10〉에 각각 정리하였다.

우선 총자산순이익률은 ESG 통합평가 및 모든 부문별 평가등급과 정(+)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다. 매출액영업이익률은 ESG 통합평가와 환경 부문 평가등급과는 통계적으로 의미 있는 상관관계를 보이지는 않았지만 사회부문과 지배구조부문 평가등급과는 10% 유의수준에서 정(+)의 상관관계가 있는

〈표 9〉 ESG 통합평가 및 부문별 평가등급과 총자산순이익률과의 회귀분석 결과

구 분	종속변수 : 총자산순이익률(%)							
	ESG 통합 평가		환경부문 평가		사회부문 평가		지배구조부문 평가	
	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값
Intercept	2.32	2.17**	2.27	2.12**	2.22	2.07**	2.41	2.27**
<b>ESG 등급 : B+ 이상</b>	<b>3.21</b>	<b>2.04**</b>	<b>3.05</b>	<b>2.06**</b>	<b>3.16</b>	<b>2.33**</b>	<b>4.64</b>	<b>2.45***</b>
매출액증가율(%)	0.05	7.55***	0.05	7.55***	0.05	7.54***	0.05	7.62***
연구개발비지출액비율(%)	-0.47	-1.46	-0.49	-1.51	-0.46	-1.43	-0.45	-1.41
광고비지출액비율(%)	0.45	1.79*	0.45	1.81*	0.44	1.76*	0.46	1.84*
산업더미	18개 업종 포함		18개 업종 포함		18개 업종 포함		18개 업종 포함	
연도더미	3개년 포함		3개년 포함		3개년 포함		3개년 포함	
조정결정계수	0.0628		0.0629		0.0634		0.0637	
ESG 변수를 제외한 모형의 조정결정계수 <sup>2)</sup>	0.0613							

주) 1) \*, \*\*, \*\*\*은 유의수준 10%, 5%, 1% 각각에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.  
 2) ESG 통합 평가 및 각 부문별 평가에서 B등급 이하 기업은 참조집단.

〈표 10〉 ESG 통합평가 및 부문별 평가등급과 매출액영업이익률과의 회귀분석 결과

구 분	종속변수 : 매출액영업이익률(%)							
	ESG 통합 평가		환경부문 평가		사회부문 평가		지배구조부문 평가	
	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값
Intercept	3.84	2.03**	3.82	2.01**	3.72	1.95**	3.97	2.10**
<b>ESG 등급 : B+ 이상</b>	<b>3.90</b>	<b>1.40</b>	<b>3.32</b>	<b>1.26</b>	<b>3.90</b>	<b>1.62*</b>	<b>5.48</b>	<b>1.63*</b>
매출액증가율(%)	0.05	3.98***	0.05	3.99***	0.05	3.98***	0.05	4.03***
연구개발비지출액비율(%)	-0.26	-0.46	-0.27	-0.47	-0.25	-0.44	-0.24	-0.41
광고비지출액비율(%)	0.54	1.23	0.55	1.25	0.53	1.20	0.56	1.26
산업더미	18개 업종 포함		18개 업종 포함		18개 업종 포함		18개 업종 포함	
연도더미	3개년 포함		3개년 포함		3개년 포함		3개년 포함	
조정결정계수	0.0719		0.0717		0.0722		0.0722	
ESG 변수를 제외한 모형의 조정결정계수	0.0714							

주) 1) \*, \*\*, \*\*\*은 유의수준 10%, 5%, 1% 각각에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.  
 2) ESG 통합 평가 및 각 부문별 평가에서 B등급 이하 기업은 참조집단.

것으로 나타났다. 한편, 모형의 조정결정계수는 ESG 변수가 제외된 경우의 조정결정계수보다 그 값이 증가하였는데, 이는 ESG 변수가 포함됨으로서 모형의

설명력이 개선되었음을 의미한다. 다시 말해, 기업의 수익성을 설명하는데 있어 ESG 변수가 의미 있는 추가적 정보를 제공하였다고 해석할 수 있다. 이러한 결과는 기업의 비재무적 성과를 위한 노력이 전반적인 기업의 수익성을 개선시킬 수 있으며, 영업활동에 따른 판매마진 역시 개선할 수 있는 여지를 보여준다.

2) ESG 변수를 제외한 모형의 조정결정계수란 종속변수와 통제변수들로부터 구성된 회귀모형, 즉, 재무성과  $= \beta_0 + \sum_{i=1}^3 \beta_i X_i + \sum_{j=4}^{14} \beta_j \text{업종}_j + \sum_{k=15}^{16} \beta_k \text{년도}_k + e$ 의 조정결정계수이다. 이 조정결정계수와 ESG 변수가 포함된 연구모형의 조정결정계수와 비교를 통해 ESG 변수가 포함됨으로써 발생하는 추가적인 설명력을 확인할 수 있다.

또한 이 결과는 기업의 사회적 책임이 기업과 사회의 갈등을 완화시켜 전반적인 경영성과를 향상시킨다는 이해관계자 이론[33]과 이미지 개선 효과 및 이에 따른 판매력 증대 등 기업의 사회적 책임이 유발하

는 긍정적인 효과에 대한 기존의 연구결과[15, 25, 34, 35, 40, 45, 46]를 지지한다. 다만 기업의 친환경 노력은 기업의 판매마진과는 의미 있는 상관관계가 없다고 나타났는데, 이는 환경적 요소가 다른 비재무적 요소보다 더욱 장기적이고, 이해관계자들이 느끼는 친환경 제품의 중요성이 산업에 따라 차이가 존재하기[39] 때문이라고 판단할 수 있다.

#### 4.2 ESG 평가등급과 안정성의 관계

기업의 비재무적 성과와 기업의 안정성을 대표하

는 재무비율인 부채비율과 순운전자본비율의 관계를 확인하기 위한 회귀분석 결과는 각각 <표 11>, <표 12>와 같다.

부채비율의 경우에는 모든 비재무적 성과와 유의한 상관관계를 보이지 않았다. 또한 순운전자본비율의 경우에는 지배구조 부문 평가등급을 제외한 다른 비재무적 성과와는 오히려 부(-)의 상관관계를 보이는 것으로 나타났다. 기업의 비재무적 성과와 부채비율 간에 유의한 상관관계가 없다는 것은 국내 기업들이 비재무적 성과의 개선을 위해 재무

<표 11> ESG 통합평가 및 부문별 평가등급과 부채비율과의 회귀분석 결과

구 분	종속변수 : 부채비율(%)							
	ESG 통합 평가		환경부문 평가		사회부문 평가		지배구조부문 평가	
	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값
Intercept	121.1	3.95***	120.5	3.92***	120.0	3.90***	122.0	4.00***
<b>ESG 등급 : B+ 이상</b>	<b>12.50</b>	<b>0.28</b>	<b>16.66</b>	<b>0.39</b>	<b>19.09</b>	<b>0.49</b>	<b>1.86</b>	<b>0.03</b>
매출액증가율(%)	-0.05	-0.27	-0.05	-0.27	-0.05	-0.27	-0.05	-0.27
연구개발비지출액비율(%)	-0.49	-0.05	-0.72	-0.08	-0.60	-0.07	-0.18	-0.02
광고비지출액비율(%)	-9.38	-1.31	-9.41	-1.31	-9.50	-1.32	-9.27	-1.29
산업더미	18개 업종 포함		18개 업종 포함		18개 업종 포함		18개 업종 포함	
연도더미	3개년 포함		3개년 포함		3개년 포함		3개년 포함	
조정결정계수	0.0154		0.0155		0.0155		0.0154	
ESG 변수를 제외한 모형의 조정결정계수	0.0159							

주) 1) \*, \*\*, \*\*\*은 유의수준 10%, 5%, 1% 각각에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.  
 2) ESG 통합 평가 및 각 부문별 평가에서 B등급 이하 기업은 참조집단.

<표 12> ESG 통합평가 및 부문별 평가등급과 순운전자본비율과의 회귀분석 결과

구 분	종속변수 : 순운전자본비율(%)							
	ESG 통합 평가		환경부문 평가		사회부문 평가		지배구조부문 평가	
	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값
Intercept	12.63	8.77***	12.89	8.94***	12.81	8.88***	12.36	8.62***
<b>ESG 등급 : B+ 이상</b>	<b>-5.06</b>	<b>-2.4**</b>	<b>-6.65</b>	<b>-3.3***</b>	<b>-5.22</b>	<b>-2.9***</b>	<b>-3.67</b>	<b>-1.44</b>
매출액증가율(%)	0.01	0.57	0.01	0.56	0.01	0.57	0.00	0.51
연구개발비지출액비율(%)	0.50	1.16	0.59	1.36	0.49	1.13	0.42	0.97
광고비지출액비율(%)	1.21	3.57***	1.21	3.61***	1.22	3.62***	1.17	3.48***
산업더미	18개 업종 포함		18개 업종 포함		18개 업종 포함		18개 업종 포함	
연도더미	3개년 포함		3개년 포함		3개년 포함		3개년 포함	
조정결정계수	0.0885		0.0911		0.0897		0.0867	
ESG 변수를 제외한 모형의 조정결정계수	0.0862							

주) 1) \*, \*\*, \*\*\*은 유의수준 10%, 5%, 1% 각각에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.  
 2) ESG 통합 평가 및 각 부문별 평가에서 B등급 이하 기업은 참조집단.

건전성에 악영향을 끼칠 수 있는 무리한 차입활동은 하지 않고 있음을 의미한다.

하지만 비재무적 성과를 위해 노력하는 기업은 친환경 설비투자, 산업 클러스터 형성과 같은 투자활동으로 인해 영업활동에 투입하는 자본의 비율이 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 작을 것이다. 이러한 가설은 비재무적 성과와 순운전자본비율이 부(-)의 상관관계를 갖는 결과를 통해 확인할 수 있다. 지배구조 부문은 다른 부문에 비해 초기투자비용이 적기 때문에 지배구조 부문의 평가등급은 순운전자

본비율과 유의한 상관관계를 보이지 않는다는 분석 결과는 이러한 해석을 지지한다.

### 4.3 ESG 평가등급과 효율성의 관계

기업의 비재무적 성과와 기업의 효율성을 대표하는 재무비율인 총자산회전률과 자기자본회전률과의 관계를 확인하기 위한 회귀분석 결과는 <표 13> 및 <표 14>와 같다.

총자산회전율의 경우, 앞서 언급한 순운전자본비

<표 13> ESG 통합평가 및 부문별 평가등급과 총자산회전율과의 회귀분석 결과

구 분	종속변수 : 총자산회전율(회)							
	ESG 통합 평가		환경부문 평가		사회부문 평가		지배구조부문 평가	
	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값
Intercept	1.04	28.4***	1.05	28.4***	1.04	28.3***	1.03	28.2***
<b>ESG 등급 : B+ 이상</b>	<b>-0.16</b>	<b>-3.0***</b>	<b>-0.16</b>	<b>-3.2***</b>	<b>-0.11</b>	<b>-2.4**</b>	<b>-0.05</b>	<b>-0.72</b>
매출액증가율(%)	0.00	5.21***	0.00	5.2***	0.00	5.20***	0.00	5.15***
연구개발비지출액비율(%)	0.03	2.34**	0.03	2.44***	0.02	2.18**	0.02	2.01**
광고비지출액비율(%)	0.02	1.95**	0.02	1.93**	0.02	1.93**	0.02	1.79*
산업더미	18개 업종 포함		18개 업종 포함		18개 업종 포함		18개 업종 포함	
연도더미	3개년 포함		3개년 포함		3개년 포함		3개년 포함	
조정결정계수	0.1687		0.1694		0.1673		0.1650	
ESG 변수를 제외한 모형의 조정결정계수	0.1652							

주) 1) \*, \*\*, \*\*\*은 유의수준 10%, 5%, 1% 각각에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

2) ESG 통합 평가 및 각 부문별 평가에서 B등급 이하 기업은 참조집단.

<표 14> ESG 통합평가 및 부문별 평가등급과 자기자본회전율과의 회귀분석 결과

구 분	종속변수 : 자기자본회전율(회)							
	ESG 통합 평가		환경부문 평가		사회부문 평가		지배구조부문 평가	
	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값
Intercept	2.17	8.80***	2.17	8.78***	2.16	8.72***	2.15	8.76***
<b>ESG 등급 : B+ 이상</b>	<b>-0.24</b>	<b>-0.65</b>	<b>-0.20</b>	<b>-0.59</b>	<b>-0.05</b>	<b>-0.17</b>	<b>0.00</b>	<b>0.01</b>
매출액증가율(%)	0.00	0.97	0.00	0.97	0.00	0.97	0.00	0.97
연구개발비지출액비율(%)	0.04	0.57	0.04	0.58	0.04	0.51	0.04	0.49
광고비지출액비율(%)	-0.07	-1.28	-0.07	-1.29	-0.08	-1.31	-0.08	-1.33
산업더미	18개 업종 포함		18개 업종 포함		18개 업종 포함		18개 업종 포함	
연도더미	3개년 포함		3개년 포함		3개년 포함		3개년 포함	
조정결정계수	0.0461		0.0461		0.0459		0.0459	
ESG 변수를 제외한 모형의 조정결정계수	0.0464							

주) 1) \*, \*\*, \*\*\*은 유의수준 10%, 5%, 1% 각각에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

2) ESG 통합 평가 및 각 부문별 평가에서 B등급 이하 기업은 참조집단.

율과 같이 지배구조 부문 평가등급을 제외한 다른 비재무적 성과와는 오히려 부(-)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 그리고 자기자본회전율의 경우는 모든 비재무적 성과와 유의한 상관관계를 보이지 않았다. 이러한 결과는 기업의 비재무적 성과를 위한 노력이 기업의 생산 및 영업활동에는 비효율을 초래한 것으로 볼 수 있다.

기업 경영에서 효율성이란 투입 대비 산출의 비율로서 효율성을 높인다는 것은 적은 투입으로 더 많은 산출을 생산해 냄을 의미한다. 비재무적 성과를 위해 노력을 기울이는 기업은 그렇지 않은 기업보다 친환경 및 사회적 기여를 위한 설비 투자 등으로 추가적인 비용이 발생할 것이고, 이러한 비용은 재무비율 상의 비효율로 표현될 것이다. 이러한 해석 역시 비재무적 성과를 위한 초기투자비용이 비교적 적은 지배구조 부문의 평가가 환경 및 사회 부문의 평가와는 달리 효율성 지표와 유의한 상관관계가 없이 나타난 결과를 통해 지지될 수 있다.

#### 4.4 ESG 평가등급과 기업의 현금흐름과의 관계

기업의 비재무적 성과와 기업의 현금흐름을 대표하는 재무비율인 투자활동현금흐름비율과 영업활동현금흐름비율과의 관계를 확인하기 위한 회귀

분석 결과는 <표 15> 및 <표 16>과 같다.

투자활동현금흐름비율은 ESG 통합평가 및 모든 부문별 평가등급과 부(-)의 상관관계를, 영업활동 현금흐름비율은 지배구조 평가등급을 제외한 나머지 평가등급과 정(+)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다. 또 ESG 변수가 모형에 포함됨에 따라 조정결정계수가 증가한 사실을 통해 ESG 변수가 기업의 현금흐름에 추가적인 영향을 미친다는 점 역시 확인할 수 있다. 안정성 및 효율성에 대한 분석에서 언급한 바와 같이 비재무적 성과 향상을 위해서는 친환경 설비, 산업 클러스터의 형성, 투명한 지배구조를 위한 투자비용이 소요된다. 즉, 비재무적 성과를 위한 투자활동은 현금흐름에 부(-)의 영향을 미칠 것이고, 이는 투자활동현금흐름비율과의 회귀분석 결과를 통해서도 확인할 수 있다.

하지만 비재무적 성과가 투자활동현금흐름비율과의 관계를 보이는 것은 기업 발전을 위해 왕성한 투자활동을 하고 있음을 의미하기 때문에 이는 곧 기업의 성장여력으로 판단할 수 있다. 뿐만 아니라 분석결과에 따르면 기업의 비재무적 성과를 위한 노력은 영업활동현금흐름비율과는 정(+)의 관계를 보이고 있는데, 이는 협력기업과의 협력적 노사문화 정착, 고객밀착력 향상[3] 등의 이론적 효과를 지원하는 결과이다.

<표 15> ESG 통합평가 및 부문별 평가등급과 투자활동현금흐름비율과의 회귀분석 결과

구 분	종속변수 : 투자활동현금흐름비율							
	ESG 통합 평가		환경부문 평가		사회부문 평가		지배구조부문 평가	
	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값
Intercept	-4.53	-7.2***	-4.49	-7.1***	-4.48	-7.1***	-4.62	-7.3***
<b>ESG 등급 : B+ 이상</b>	<b>-1.98</b>	<b>-2.1**</b>	<b>-1.96</b>	<b>-2.2**</b>	<b>-1.85</b>	<b>-2.3**</b>	<b>-2.07</b>	<b>-1.84*</b>
매출액증가율(%)	-0.01	-1.9**	-0.01	-2.0**	-0.01	-2.0**	-0.01	-2.0**
연구개발비지출액비율(%)	-0.23	-1.22	-0.22	-1.15	-0.24	-1.28	-0.26	-1.36
광고비지출액비율(%)	-0.45	-3.1***	-0.45	-3.1***	-0.45	-3.0***	-0.46	-3.1***
산업더미	18개 업종 포함		18개 업종 포함		18개 업종 포함		18개 업종 포함	
연도더미	3개년 포함		3개년 포함		3개년 포함		3개년 포함	
조정결정계수	0.0477		0.0479		0.0481		0.0471	
ESG 변수를 제외한 모형의 조정결정계수	0.0459							

주) 1) \*, \*\*, \*\*\*은 유의수준 10%, 5%, 1% 각각에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

2) ESG 통합 평가 및 각 부문별 평가에서 B등급 이하 기업은 참조집단.

<표 16> ESG 통합평가 및 부문별 평가등급과 영업활동현금흐름비율과의 회귀분석 결과

구 분	종속변수 : 영업활동현금흐름비율(%)							
	ESG 통합 평가		환경부문 평가		사회부문 평가		지배구조부문 평가	
	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값
Intercept	5.24	9.97***	5.20	9.87***	5.17	9.82***	5.30	10.1***
<b>ESG 등급 : B+ 이상</b>	<b>1.33</b>	<b>1.72*</b>	<b>1.47</b>	<b>2.03**</b>	<b>1.56</b>	<b>2.34**</b>	<b>1.18</b>	<b>1.27</b>
매출액증가율(%)	0.01	1.92*	0.01	1.92**	0.01	1.91*	0.01	1.96**
연구개발비지출액비율(%)	0.13	0.81	0.11	0.72	0.13	0.81	0.15	0.94
광고비지출액비율(%)	0.68	5.55***	0.68	5.56***	0.68	5.5***	0.69	5.62***
산업더미	18개 업종 포함		18개 업종 포함		18개 업종 포함		18개 업종 포함	
연도더미	3개년 포함		3개년 포함		3개년 포함		3개년 포함	
조정결정계수	0.0690		0.0695		0.0702		0.0683	
ESG 변수를 제외한 모형의 조정결정계수	0.0680							

주) 1) \*, \*\*, \*\*\*은 유의수준 10%, 5%, 1% 각각에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

2) ESG 통합 평가 및 각 부문별 평가에서 B등급 이하 기업은 참조집단.

#### 4.5 분석결과의 정리

본 연구에서는 기업의 비재무적 성과, 즉, 환경, 사회, 지배구조 측면에서의 부문별 성과와 통합성과 각각이 수익성, 안정성, 효율성, 현금흐름 등 네 가지 범주의 재무성과를 측정하는 8개의 재무비율에 미치는 영향력을 확인하였다.

분석 결과, 기업의 비재무적 성과는 총자산순이익률(수익성), 매출액영업이익률(수익성), 영업활동현금흐름비율(현금흐름)과는 대체적으로 정(+의 상

관관계를 보였고, 순운전자본비율(안정성), 총자산회전율(효율성), 투자활동현금흐름비율(현금흐름)과는 대체적으로 부(-)의 상관관계를 나타냈다. 하지만 부채비율(안정성)과 자기자본회전율(효율성)과는 유의한 상관관계를 보이지 않았다. 기업의 비재무적 성과와 재무성과 사이의 상관관계 분석결과는 <표 17>에 정리하였다.

분석결과는 다음과 같은 관리적 시사점을 제공한다. 우선, 친환경, 사회적 기여, 투명한 지배구조 등의 기

<표 17> 비재무적 성과와 재무성과의 상관관계 정리

구 분	재무비율	재무비율의 내용	상관관계			
			통합평가	환경	사회	지배구조
수익성 지표	총자산순이익률	기업의 수익성 및 전반적인 경영성과	정(+)	정(+)	정(+)	정(+)
	매출액영업이익률	영업활동 대비 기업의 수익성(판매마진)	없음	없음	정(+)	정(+)
안정성 지표	부채비율	재무구조 건전성	없음	없음	없음	없음
	순운전자본비율	영업활동에 사용되는 자금의 비율 및 기업의 유동성	부(-)	부(-)	부(-)	없음
효율성 지표	총자산회전율	총자산의 효율적 사용 여부	부(-)	부(-)	부(-)	없음
	자기자본회전율	자기자본의 효율적 사용 여부	없음	없음	없음	없음
현금흐름 지표	투자활동 현금흐름비율	기업의 투자활동에 대한 상태 및 기업의 성장여력	부(-)	부(-)	부(-)	부(-)
	영업활동 현금흐름비율	현금창출능력 및 장기적인 자금조달능력	정(+)	정(+)	정(+)	없음

업의 사회적 책임 활동은 제품의 생산 및 판매와 같은 기업 본연의 영업활동과는 다소 거리가 존재한다. 즉, 비재무적 성과의 증진을 위해서는 영업활동 이외의 환경설비, 사회공헌 등 영업외 활동에 시간과 비용을 투자해야 하므로 기업 운영에 소요되는 자금의 비율과 투자활동으로 인한 현금흐름은 다소 줄어들 수 있고, 이에 따라 생산 활동의 비효율을 초래할 수 있다.

하지만 친환경 설비, 산업 클러스터 형성 등과 같은 투자활동은 기업의 장기적인 성장여력으로 작용할 것이고, 협력기업과의 원활한 거래활동으로 인해 영업활동 현금흐름도 개선되어 장기적인 자금조달능력도 갖추게 될 것이다. 뿐만 아니라, 기업의 비재무적 성과를 위한 노력은 소비자들에게 기업 이미지 개선 효과를 제공함으로써 영업에 의한 수익성이 개선됨과 동시에 영업 외 수익을 포함한 전반적인 수익성 및 경영성능이 높아짐을 확인할 수 있었다.

즉, 기업의 비재무적 성과를 위한 노력은 유동성, 효율성 등 일부 재무성과에는 좋지 않은 영향을 미칠 수 있지만, 궁극적으로는 기업의 수익성 및 현금창출능력을 높일 수 있으며, 이는 재무성과와 비재무적 성과가 공존할 수 있음을 보여준다. 본 연구의 결과는 기업 본연의 영리활동과 사회적 책임 활동을 동시에 추구하는 공유가치창출 모형의 전략적 활용 가능성을 시사하며, 장기적인 관점에서 기업의 비재무적 성과 향상이 지속적 성장의 동인이 될 수 있음을 보여준다.

## 5. 결 론

현대 사회에서 기업은 주주의 부를 극대화시키는 재무적 책임과 함께 건전한 기업 생태계 조성을 위해 사회적인 노력도 경주해야 하는 비재무적인 책임도 지고 있다. 최근 기업의 사회적 책임, 동반성장, 지속가능경영 등의 주제가 화두에 오르며 기업의 비재무적 성과에 대한 관심이 증대하였지만 기업의 입장에서는 기업 본연의 활동과는 다소 거

리가 존재할 수 있는 빈민구제, 사회기여 등과 같은 사회공헌활동에 투자하는 것을 망설이고 있는 것이 현실이다. 하지만 기업 본연의 영리활동과 더불어 사회적 책임도 다할 수 있다는 공유가치창출이 사회공헌활동의 새로운 실천모형으로 대두되면서, 공유가치창출의 전략적 실천에 관한 다양한 연구들이 진행되고 있다.

본 연구에서는 비재무적 성과의 핵심요소인 환경(E), 사회(S), 지배구조(G) 측면의 성과와 재무성과와의 관계를 실증적으로 확인함으로써 기업이 재무적 책임과 비재무적 책임을 동시에 충족시킬 수 있다는 공유가치창출의 경험적 근거를 제시하고, 이를 통해 기업이 사회공헌활동에 보다 적극적으로 참여할 수 있는 동기를 유발하고자 하였다.

이를 위해 본 연구에서는 기업의 재무성과를 종속변수로 설정하고, 기업의 환경, 사회, 지배구조 측면에서의 성과와 기타 통제변수를 독립변수로 설정하여 회귀분석을 수행하였다. 2011년부터 2013년까지 유가증권시장 상장기업을 표본으로 선정하였고, 종속변수인 재무성과를 수익성, 안정성, 효율성, 현금흐름 등으로 나누어 분석하였다. 구체적으로 수익성 지표로는 총자산순이익률과 매출액영업이익률, 안정성 지표로는 부채비율과 순운전자본비율, 효율성 지표로는 총자산회전율과 자기자본회전율, 그리고 현금흐름 지표로는 투자활동현금흐름비율과 영업활동현금흐름비율 등 모두 8개의 재무비율을 분석에 활용하였다. 또한 독립변수인 환경(E), 사회(S), 지배구조(G) 측면에서의 성과는 한국기업지배구조원에서 발표한 2011년부터 2013년까지의 ESG 통합평가 및 부문별 평가등급을 이용하였다.

분석 결과, 기업의 순운전자본비율(안정성), 총자산회전율(효율성), 투자활동현금흐름비율(현금흐름) 등은 비재무적 성과와 부(-)의 상관관계를 보여, 비재무적 성과를 위한 기업의 노력은 비용도 물론 발생시킨다는 사실을 확인하였다. 하지만 총자산순이익률과 매출액영업이익률(수익성), 그리고 영업활동현금흐름비율(현금흐름) 등은 비재무적 성

과와 정(+의 상관관계를 보이고 있는데, 이러한 결과는 비재무적 성과를 위한 기업의 노력이 단순히 소모되는 비용의 개념보다는 수익을 창출할 수 있는 투자의 개념으로 바뀌어 질 수 있음을 보여준다. 즉, 기업의 비재무적 성과 향상을 위한 투자는 일부 재무성과에는 단기적으로 좋지 않은 영향을 미치지만 궁극적으로는 기업의 수익성 및 현금창출 능력을 제고할 수 있음을 본 연구는 시사한다.

본 연구의 실증분석 결과는 비재무적 성과가 궁극적으로 기업의 수익성을 향상시킬 수 있다는 기존 연구[3, 15, 25, 33, 35, 40, 45, 46]를 지지하고 있다. 하지만 비재무적 성과를 위한 기업의 노력은 시간 지연 효과(time lag effect)를 갖고 재무성과로 이어질 가능성이 높고, 또 본 연구에서 수행한 일련의 회귀분석이 독립변수와 종속변수 간의 논리적 인과관계를 보장하는 것은 아니기 때문에 기업의 재무성과 향상이 비재무적 성과로부터 유인된 결과라고 결론짓는 데는 한계가 있다.

하지만 본 연구를 통해 확인할 수 있는 분명한 사실은 비재무적 성과 향상을 위한 기업의 노력이 비용만을 발생시킨다는 일부 학자나 기업의 통념과는 달리 재무성과를 동반할 수 있다는 점이다. 즉, 본 연구의 결과는 기업의 영리활동과 사회적 책임 활동이 동시에 수행될 수 있다는 공유가치창출의 개념을 지원할 수 있는 실증적 근거를 제시하고 있으며, 이러한 결과는 건전한 기업 생태계 조성과 지속가능경영에 대한 기업의 동기를 유발시켜 그 실천 가능성을 증진시킬 수 있다. 향후 본 연구를 기반으로 시간 지연 효과를 포함한 기업의 ESG 성과와 재무성과의 선후행 관계에 대한 후속 연구가 진행되기를 기대한다.

## 참 고 문 헌

- [1] 공명재, “현금흐름변수가 상장 제조기업의 투자에 미치는 영향에 미치는 영향에 관한 연구 : 총자산규모에 따른 분석”, 『재무연구』, 제12권 (1996), pp.1-28.
- [2] 광승준, 석승우, “정보와 환경규제 : 환경정보 보도와 주가반응”, 『경제학연구』, 제49권, 제3호 (2001), pp.145-164.
- [3] 김 강, “지속가능경영이 장단기 경영성과에 미치는 영향”, 『회계연구』, 제17권, 제4호(2012), pp.95-118.
- [4] 김세중, 박의범, Tsog Khulan, “한국기업 CSR활동의 공유가치창출에 관한 실증연구”, 『로고스경영연구』, 제10권, 제4호(2012), pp.1-28.
- [5] 김정교, “현금흐름개념과 재무비율 유형”, 『회계학연구』, 제19권(1994), pp.125-318.
- [6] 김종민, “환경회계정보공시에 대한 자본시장의 정보효과”, 『전산회계연구』, 제3권, 제1호(2004), pp.5-25.
- [7] 김철중, 『재무분석』, 서울, 한국금융연수원, 2004.
- [8] 김해룡, 김나민, 유광희, 이문규, “기업의 사회적 책임에 대한 척도 개발”, 『마케팅 연구』, 제20권, 제2호(2005), pp.67-87.
- [9] 나 영, 임옥빈, “ESG 정보의 가치관련성에 관한 실증연구”, 『경영교육연구』, 제26권, 제4호(2011), pp.439-467.
- [10] 나 영, 임옥빈, 김명서, “ESG 정보와 타인자본비용의 관련성에 대한 실증연구”, 『회계정보연구』, 제31권, 제1호(2013), pp.453-487.
- [11] 나종길, 최정호, “부실기업의 이익조성과 주식시장의 반응”, 『회계학연구』, 제25권, 제4호(2000), pp.55-88.
- [12] 민재형, 김범석, “기업의 동반성장 노력이 재무성과에 미치는 영향”, 『경영과학』, 제30권, 제2호 (2013), pp.79-95.
- [13] 박경서, 변희섭, 이지혜, “내생성 문제를 통제한 환경경영과 기업가치 간의 관계에 관한 연구”, 『재무연구』, 제25권, 제2호(2012), pp.293-324.
- [14] 박종일, 이세용, 김경호, “법인세최소화와 영업 현금흐름이 기업의 이익조정에 미치는 영향”, 『세무학연구』, 제19권, 제1호(2002), pp.185-222.
- [15] 박헌준, 이종건, “기부와 환경보호 : 기업의 사회공헌활동과 재무적 성과간의 관계에 대한 실증적 연구”, 『인사조직연구』, 제10권, 제1호

- (2002), pp.95-133.
- [16] 배병한, 김현아, 이채리, 왕연, 김민정, "BSC 도입기업의 공유가치창출(CSV) 지표와 기업 가치의 관련성", 『대한경영정보학회』, 제31권, 제4호(2012), pp.491-516.
- [17] 신동엽, "수익성만으로 생존하기 힘든 시대 기업의 핵심사업에서 정당성 확보하라", 『Dong-A Business Review』, 제122호(2013), pp.76-81.
- [18] 오근혜, 윤평구, 강승모, "우리나라기업의 윤리 경영이 기업가치 및 재무적 성과에 미치는 영향", 『금융지식연구』, 제10권, 제3호(2012), pp.3-27.
- [19] 윤봉한, 오재영, "기업지배구조와 기업성과 및 기업가치 : 한국상장기업에 대한 실증연구", 『Asia-Pacific Journal of Financial Studies』, 제34권, 제1호(2005), pp.227-263.
- [20] 장승욱, 김용현, "기업의 ESG와 재무성과", 『재무관리연구』, 제30권, 제1호(2013), pp.131-152.
- [21] 장금주, 양재환, "다중회귀분석을 활용한 국내 제조 및 도소매 기업의 공급체인관리 현금화주기와 재무성과와의 상관관계", 『로지스틱스연구』, 제19권, 제2호(2011), pp.87-110.
- [22] 전용수, 임태순, "현금흐름이 투자행위에 미치는 영향에 관한 연구", 『재무관리연구』, 제17권, 제2호(2000), pp.29-47.
- [23] 정용기, 김선화, "기업의 환경규제위반이 경영 성과에 미치는 영향", 『한국경영학회 통합학술대회 논문집』, (2009), pp.1-22.
- [24] 조성표, 정재용, "연구개발지출의 다기간 이익효과 분석", 『경영학연구』, 제30권, 제1호(2001), pp.289-313.
- [25] 천미림, 김창수, "CSR의 지속성이 CSR과 재무성과의 관계에 미치는 영향", 『회계정보연구』, 제29권, 제3호(2011), pp.351-374.
- [26] Ashbaugh, H., D.W. Collins, and R. LaFond, "Corporate Governance and the Cost of Equity Capital," Working Paper, University of Wisconsin, and University of Iowa, 2004.
- [27] Bowen, H.R., *Social Responsibilities of the Businessman*, New York : Haper & Row, 1953.
- [28] Black, B.S., H. Jang, and W. Kim, "Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea," *Journal of Law, Economics, and Organization*, Vol.22, No.2(2006), pp.366-143.
- [29] Brammer, S. and A. Millington, "Corporate Reputation and Philanthropy : An Empirical Analysis," *Journal of Business Ethics*, Vol.61, No.1(2005), pp.29-44.
- [30] Carroll, A.B., "A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Social Performance," *Academy of Management Review*, Vol.4, No.4 (1979), pp.497-505.
- [31] Carroll, A.B., "The Pyramid of Corporate Social Responsibility : Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders," *Business Horizons*, Vol.34, No.4(1991), pp.39-48.
- [32] Drobetz, W., A. Schillhofer, and H. Zimmermann, "Corporate Governance and Expected Stock Returns : Evidence from Germany," *European Financial Management*, Vol.10, No.2(2004), pp.267-293.
- [33] Freeman, R.E., "Strategic Management : A Stakeholder Approach," *Advances in Strategic Management*, Vol.1, No.2(1983), pp.31-60.
- [34] Garbett, T., *How to Build a Corporation's Identity and Project its Image*, Lexington, MA: Lexington Books, 1988.
- [35] Jaffe, A.B., S.R. Peterson, P.R. Portney, and R.N. Stavins, "Environmental Regulation and the Competitiveness of US Manufacturing : What does the Evidence Tell Us," *Journal of Economic Literature*, Vol.33, No.1(1995), pp.132-163.
- [36] Jones, T.M., "Corporate Social Responsibility Revisited, Redefined," *California Management Review*, Vol.22, No.3(1980), pp.59-67.

- [37] Lev, B. and T. Sougiannis, "The Capitalization, Amortization, and Value-Relevance of R&D," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.21 (1996), pp.107-138.
- [38] Lorraine, N.H.J., D.J. Collison, and D.M. Power, "An Analysis of the Stock Market Impact of Environmental Performance Information," *Accounting Forum*, Vol.28, No.1(2004), pp.7-26.
- [39] Marshall, R.S., B. Darrell, and M. Plumlee, "The Impact of Voluntary Environmental Disclosure Quality on Firm Value," *Academy of Management Proceedings*, Vol.2009, No.1(2009), pp.1-6.
- [40] Margolis, J.D., H.A. Elfenbein, and J.P. Walsh, *Does it pay to be Good? A Meta-analysis and Redirection of Research on the Relationship between Corporate Social and Financial Performance*, HBS Working Paper, 2007.
- [41] McWilliams, A. and D. Siegel, "Corporate Social Responsibility and Financial Performance : Correlation or Misspecification?," *Strategic Management Journal*, Vol.21(2000), pp.603-609.
- [42] Mohr, L.A., D.J. Webb, and K.E. Harris, "Do Consumers Expect Companies to be Socially Responsible? The Impact of Corporate Social Responsibility on Buying Behavior," *The Journal of Consumer Affairs*, Vol.35, No.1(2001), pp.45-72.
- [43] Pava, M.L. and J. Krausz, "The Association between Corporate Social-responsibility and Financial Performance : The Paradox of Social Cost," *Journal of Business Ethics*, Vol.15, No.3 (1996), pp.321-357.
- [44] Petkus, E. and R.B. Woodruff, "A Model of the Socially Responsible Decision Making Process in Marketing : Linking Decision Makers and Stakeholders," *Marketing Theory and Applications*, Vol.3(1992), pp.154-161.
- [45] Porter, M.E. and C. Linde, "Green and Competitive : Ending the Stalemate," *Harvard Business Review*, Vol.73, No.5(1995), pp.120-134.
- [46] Porter, M.E. and M.R. Kramer, "Strategy and Society : The Link between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility," *Harvard Business Review*, Vol.84, No.12(2006), pp.78-92.
- [47] Porter, M.E. and M.R. Kramer, "Creating Shared Value," *Harvard Business Review*, Vol.89, No.1(2011), pp.4-17.
- [48] Teoh, S.H., I. Welch, and C.P. Wazzan, "The Effect of Socially Activist Investment Policies on the Financial Markets : Evidence from the South African Boycott," *The Journal of Business*, Vol.72, No.1(1999), pp.35-89.
- [49] UNEP Finance Initiative, *A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment*, 2005.