

사회책임투자지수(SRI)편입 공시와 경영성과 사이의 관련성에 관한 연구

황성준¹, 류수전^{2*}

¹부산대학교 경영학부 박사과정, ²부산대학교 경영학부 박사

Relationships between SRI disclosure and business performance

Seong-Jun Hwang¹, Su-Jeon Ryu^{2*}

¹Ph. D. candidate, Dept. of Business Administration, Pusan National University

²Ph. D., Dept. of Business Administration, Pusan National University

요 약 본 연구의 목적은 CSR활동 여부를 확인하고, CSR활동과 경영성과 사이의 영향관계를 알아보고자 하는 것이다. 구체적으로 SRI지수에 편입한 기업을 CSR활동 기업으로 파악하고, SRI지수 편입공시에 따라 기업의 경영성과(재무적성과, 기업가치)에 어떠한 영향을 미치는지 실증분석 하였다. 분석결과, 기업의 SRI지수 편입공시는 기업가치(Tobin's Q)에 유의한 양(+)영향을 미치는 것으로 나타났지만, 재무적 성과(ROA)에는 유의한 영향을 미치지 못했다. 따라서 기업의 경영자 및 이해관계자들에게 CSR활동을 비용보다는 투자로서 인식될 근거를 제시하였다는 시사점을 제공한다. 향후연구에서는 본 연구와 선행연구들을 바탕으로 경영자가 CSR활동에 참여하는 의도에 대한 연구가 이루어진다면 보다 의미 있을 것이라 판단 된다.

주제어 : 기업의 사회적 책임, 사회책임투자, 경영성과, 총자산순이익률, 토빈의 Q

Abstract The purpose of this study is to identify the CSR activities and to investigate the relationship between CSR activities and business performance. Specifically, we analyzed the companies that were included in the SRI index as CSR activity companies, and analyzed how they affect the business performance of the companies according to SRI index incorporation disclosure. As a result of the analysis, the SRI index incorporation announcement has a significant positive effect on the corporate value(Tobin's Q) but it has not significant effect on the financial performance(ROA). This suggests that CSR activities are offered to companies' managers and stakeholders as a basis for investment rather than expense. In the future research, it will be more meaningful if the study on the intention to participate in CSR activities is conducted based on this study and previous studies.

Key Words : Corporate Social Responsibility(CSR), Socially Responsible Investment(SRI), Business Performance, Return On Assets(ROA), Tobin's Q

1. 서론

전 세계적으로 기업의 사회적 책임(CSR; Corporate Social Responsibility)이 더욱더 강조되고 있다. 이는 점차 사회가 고도화 되어감에 따라 기업의 사회적인 역할

에 대한 요구가 증가하고 있고 기업을 둘러싸고 있는 환경은 복잡해지고 이해관계들은 증가함에 따라 기업의 사회적 책임을 전략적으로 고려할 필요성이 증대되고 있다.

국제연합환경계획(UNEP)과 미국의 환경단체인 세리즈(CERES : Coalition for Environmentally Responsible

*Corresponding Author : Su-Jeon Ryu(soojeon@pusan.ac.kr)

Received September 13, 2018

Accepted December 20, 2018

Revised November 30, 2018

Published December 28, 2018

Economics)가 1997년 협약하고 GRI(Global Reporting Initiative)를 세웠다. GRI의 주요한 업무는 지속가능 보고서에 대한 가이드라인을 정하고 이를 발표하고 기업에게 보고서를 작성할 것을 권장하는 일이다. GRI의 지속가능 보고서는 기업이 작성할 의무는 없으며 작성하지 않는다고 해서 불이익을 받는 일도 없다. 하지만 환경 문제에 관한 세계적인 관심이 높아지고 있으며 GRI를 통해서 보고서를 발간한 기업에 대한 국제적인 평가가 높아지는 경향이 있다[1,2]. 이러한 이유 때문에 보고서를 발간하는 기업의 숫자는 GRI를 설립한 첫째 10개에서 2009년에는 1400개로 늘어났다. 보고서를 발간하는 기업은 가이드라인 준수를 위해 막대한 자금을 들여 외부 컨설팅을 받는 등 많은 노력을 기울이고 있다. 국내에서는 현대자동차가 최초로 2003년에 GRI 가이드라인에 부합하는 지속가능보고서를 발간하였고 같은 해 포스코와 삼성 SDI가 그 뒤를 이었고 2014년에는 국내 지속가능보고서 누적발간 기업이 105개로 늘어났다. UN의 Global Compact는 인권, 노동, 환경, 반부패 등에 대한 10대 기본원칙을 제시하고 기업의 사회적 책임의 촉진을 목적으로 하고 있다. 또한 국제표준화기구의 ISO26000은 기업의 사회적 책임에 대한 국제표준으로서 세계적으로 1만 개가 넘는 기업이 지침으로 사용하고 있다. 한국표준협회가 ISO26000 개발단계에서부터 함께 참여했으며 지난 2009년에는 간사기관으로 지정됐다. 모호해 질 수 있는 기업의 사회적 책임을 명확하게 규정하고 실제의 경영활동에 적절하게 반영될 수 있도록 가이드라인을 제공한다.

기업의 사회적 책임은 세계적으로 주류화 되고 있고 국제기구 및 선진국에서는 지속가능경영의 규격화 및 법제화 하고 있으며 사회적 책임투자를 점진적으로 증가시키고 있기 때문에 기업들은 사회적 책임을 핵심적인 전략으로 내세워갈 필요성이 증가되고 있다. 이에 따라 기업 및 투자자의 사회적, 환경적 책임 등의 비재무적 요소들에 대한 관심이 점차 높아지고 있고, 선진국을 중심으로 사회책임투자 규모가 점차 확대되고 있다. 따라서 향후에는 사회책임투자 확대에 대비하여 기업들이 사회 및 환경과 관련된 사회적 책임을 강화하고 환경·사회·지배구조(ESG) 등과 관련된 정보공개를 활발하게 하도록 유도해야 한다.

본 연구의 목적은 기업의 사회적 책임 활동이 기업의 재무적 성과와 기업가치의 창출에 어떠한 영향관계를 가지는지를 분석하고자 하였다. 선행연구와의 차별점은 사

회적 책임 활동 여부를 확인하기 위해 KRX SRI지수에 편입한 기업을 확인하였고, 여기서 비교가능성을 높이기 위해 KOSPI 200 편입기업 중에서 편입여부에 따라 기업의 경영성과에 어떠한 영향을 미치는지 분석한 점이다. 본 논문의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 선행연구를 검토하고 이를 바탕으로 가설을 설정하고, 3장에서는 연구설계에 대해 설명하고, 4장에서는 실증분석결과를 논의한 후 마지막으로 5장에서 결론을 맺는다.

2. 이론적 배경 및 선행연구

기업의 경영자가 윤리경영을 강화 하더라도 윤리경영의 결과에 대한 객관화 되어진 사회보고서가 없으면 기업내부만의 것으로만 그쳐 큰 의미가 없을 수 있다. 경영자에게 기업의 사회적 책임을 제고시키는 가장 좋은 방법 중 한 가지는 기업의 사회적 책임 활동 여부에 따라 자본의 조달 정도가 결정되도록 하는 것이다. 그렇다면 기업은 경제적 보고서뿐만 아니라 환경적·사회적 성과에 대한 정보를 기업의 이해관계자들에게 공개하려고 할 것이며, 이해관계자들은 요구해야 한다. 이러한 공개 여부가 실질적으로 기업의 성과에 어떠한 영향관계를 가지는지 연구할 필요가 있다.

따라서 본 연구에서 사회적 책임 활동 여부를 확인하기 위한 방법인 KRX SRI지수에 대하여 설명하고, 기업의 사회적 책임 활동이 기업성과에 미치는 영향에 관한 국내외 선행연구를 검토하고자 한다.

2.1 KRX 사회책임투자지수

KRX SRI Index(Social Responsibility Investment Index : 사회책임투자지수)는 국내 상장기업의 사회책임 투자 및 지속가능경영 인식을 제고하기 위해 산출된 주가지수로 환경·사회·지배구조 등을 평가해 우수기업을 선정 및 발표하는 것으로 대표적인 사회적 책임 평가지수로 인정받고 있다. SRI지수는 유가증권시장 및 코스닥시장의 사회책임투자 우수기업 70종목을 구성종목으로 하여 2009년 1월 2일을 1,000p로 하여 2009년 9월 14일부터 산출·발표하였다. SRI는 자본을 컨트롤하고 사회적·환경적으로 지속가능한 사회 또는 기업을 만들어 가는데 중요한 방법 중 하나가 될 수 있다.

2.2 사회적 책임활동

CSR에 관한 연구는 긍정적 및 부정적과 중립적인 3가지의 혼재된 연구 결과를 보이지만 대부분의 연구에서 CSR이 긍정적인 역할을 한다는 것을 발견하였다[3]. 긍정론에 관한 연구는 도구적 이해관계론(instrumental stakeholder theory)과 여유자원론(slack resources theory)에 근거를 두고 있다고 볼 수 있다. 이러한 근거로 CSR의 역할을 강조하고 기업은 사회적 책임을 수행함으로써 잠재적으로 내재되어있는 다양한 사회문제를 완화시키고 그 결과로 사회의 발전뿐만 아니라 기업의 성과와 가치에 영향을 미친다고 보며 선순환을 통해 우수한 재무적 성과가 바탕이 되는 기업은 높은 양질의 사회적 책임 활동을 할 것이기 때문이다. CSR이 기업에 긍정적인 영향을 미친다는 연구를 살펴보게 되면 다음과 같다. Freeman(1984), Clarkson(1995), Hillman and Keim(2001)는 이해관계자의 측면과 각 특성을 고려하여 다차원적 기업의 사회적 성과를 구축함으로써 고객과 기업의 로열티를 높이며, 종업원들의 이직률을 낮추게 되며, 기업의 명성을 높여 기업의 재무적인 성과가 높아진다고 보고했다[4-6]. 또한 Waddock and Graves(1997)는 기업의 사회 공헌활동과 경영성과는 양(+)의 관련성이 있으며, 내생성을 고려한 후에 두 변수의 상호 의존적 관련성을 도출하였고, 서로의 상호작용은 선순환을 한다고 보고하였다[7]. 또한 Berman et al.(1999)도 CSR과 재무성과 간의 유의한 양(+)의 관련성을 발견했다[8]. Roman et al.(1999)은 기업의 사회적 책임 활동 성과(Corporate Social Performance : CSP)와 재무성과 사이의 관련성에 대한 meta분석을 실시했고, 52개의 연구 중 33개는 양(+)의 관련성을 14개는 중립적 관련성을 나머지 5개는 음(-)의 관련성을 발견했고, 대부분의 연구에서는 긍정적인 관련성을 확인했다[9]. Swanson(1999)은 CSR은 기업과 이해관계자들과의 갈등을 완화시켜서 궁극적으로 기업가치 증가시킨다는 것을 발견했다[10]. 또한 Ruf et al.(2001)은 이해관계자들을 대상으로 한 설문조사와 KLD 지수를 사용한 분석 결과에서 기업이 이해관계자의 요구에 부합할수록 재무적 성과와 경영성과가 높아짐을 확인하였다[11]. Allouche and Laroche(2005)은 CSP와 기업의 재무적 성과에 대한 기존의 연구 82개의 결과로 meta분석을 수행하고, 관련성을 종합정리 했다. 그 결과 기업의 사회적 성과와 재무적 성과는 양(+)의 관계를 보고했고, 기업의 사회적 성과가 재무적 성과에 영향을 미치고, 미국보다는 영국에서

주로 나타났고 기업의 사회적 책임 활동이 초기에 비용을 발생시키지만 궁극적으로는 기업 가치를 증가시키는 것으로 나타났다[12]. Lev, Petrovits and Radhakrishnan(2010)은 CSR은 사회적 책임 의식이 높은 소비자들을 유인하게 되는 기업의 경쟁우위로 작용하여 재무성과에 긍정적인 영향을 미친다고 주장하였다[13]. 강용수, 정진택(2009)과 나도성, 임옥빈, 강용수(2011)은 중소기업의 CSR경영(활동)이 재무성과에 미치는 영향을 분석한 결과 CSR경영(활동)과 재무성과 간에 통계적으로 유의한 관련성을 확인하였다[14,15]. 오상훈, 박현숙(2018)은 CSR활동과 재무성과 간의 관계에서 경영혁신의 매개효과를 분석한 결과 CSR활동은 경영혁신에 긍정적 영향을 미치며, 재무성과와 경영혁신도 긍정적인 영향을 나타내어 경영혁신의 매개효과를 확인하였다[16].

다음으로는 CSR활동이 비용을 증가시켜 기업에 부정적인 영향을 미친다는 관점이다. 기업의 사회적 책임 활동이 기업에 부정적인 영향을 미친다는 연구를 살펴보게 되면 다음과 같다. Pava and Krausz(1996)는 CSR을 대리인 비용으로 보는 관점에서 주주가치의 극대화가 목표인 CSR활동을 함으로써 궁극적으로 주주가치에 부정적 영향(-)을 미친다고 하였다[17]. Aupperle, Carroll, and Hatfield(1985)는 경영자가 CSR활동을 사적인 이익을 추구하는데 이용하거나 자신의 명성을 높이는데 악용할 수 있으며 이를 통해 과잉투자를 불러오거나 경영자와 주주사이의 대립을 발생시킬 수 있다. 또한 서로 대립되는 이해관계자들을 만족시키기 위한 기업의 노력은 비효율적이며 불필요한 비용을 수반할 뿐이라고 주장하였다[18]. Goldreyer and Diltz(1999)는 CSR은 비효율적 비용을 수반할 뿐만 아니라 시장의 경쟁에도 불리하게 작용하여 기업의 재무성과에 부정적인 영향을 미친다고 주장하였다[19]. Brammer, Brooks and Pavelin(2006), Lee, Faff and Langfield Smith(2009)는 CSR을 달성을 위해서는 추가적 원가가 발생하게 될 뿐만 아니라 수익성을 우선시 하는 사업 투자전략보다 사회적 책임을 고려한 투자하기 때문에 궁극적으로는 경제적인 성과가 감소될 것이라고 주장하였다[20,21].

마지막으로 CSR활동이 기업에 무관하거나 중립적일 것이라는 관점이다. CSR활동이 기업에 무관하거나 중립적이라는 연구를 살펴보게 되면 다음과 같다. Teoh, Welch and Wazzan(1999)는 1985년 3월부터 1986년 10월 까지 CSR과 관련된 공시와 재무성과 간의 관계를 분석

한 결과 유의한 관계를 발견하지 못하였다[22]. McWilliam and Siegel(2000)은 524개 기업을 대상으로 하여 회계적 성과 측정치인 KLD 성과 순위가 기업성가에 미치는 영향을 검증하였으나 정(+)또는 부(-)의 관계가 아닌 중립적인 관계가 나타났다[23]. 또한 같은 결과로 Jones and Wicks(1999)는 CSR은 기업의 재무성과 향상에 도움을 주지만 이는 이러한 활동에 소요되는 비용과 상쇄되므로 둘 간의 관계는 중립적이라고 주장한 연구도 있다[24]. Margolis, Elfenbein, and Walsh(2007)은 기존의 CSR과 관련된 실증분석 선행연구를 종합적으로 분석한 결과 기업의 사회적 책임 지출과 재무적 성과와 양(+)의 상관관계가 발견된 연구에서도 어느 쪽의 인과관계가 우세하게 작동한다고 보기 어렵다고 주장하였다[25].

이상의 선행연구들은 CSR과 경영성과 간에는 대부분은 긍정적 영향 관계를 보였지만 부정적과 중립적인 혼재된 연구결과들도 다수 존재하여 일치된 결론을 도출하지 못하고 있는 실정이다.

2.3 가설설정

Waddock and Graves(1997) 외 다수의 선행연구에서 CSR활동과 재무적 성과 및 기업가치의 관련성을 분석하였고, 긍정 및 부정 혹은 중립의 관련성을 보여주었다. 이러한 연구결과는 CSR활동이 기업의 이미지 제고 및 이해관계자와의 갈등을 완화시키는 등의 순기능을 한다는 긍정적 측면과 단순히 비용으로 생각될 수도 있다는 부정적 측면 그리고 긍정적인 측면과 부정적인 측면이 서로 상쇄되거나 관련성이 없다는 중립적 측면으로 구분되어져 왔다. 따라서 혼재된 연구결과들에 대한 보다 명확한 관련성을 제시하기 위해서 본 연구에서는 CSR활동의 측정을 선행연구들과 달리 SRI를 활용하여 CSR활동이 경영성과에 미치는 영향을 분석하고자 하였다. 구체적으로, SRI지수 편입기업을 CSR활동 기업으로 보고, 연구의 비교가능성을 높이기 위해 KOSPI 200기업 중에서 편입기업과 미편입기업을 구분하였다. 다음으로 회귀분석을 통해 기업의 CSR활동은 기업의 재무적 성과와 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지 알아보고자 하였다. 본 연구의 목적을 달성하기 위해 다음과 같은 가설을 설정하였다. 단, 선행연구에서 긍정적 및 부정적과 중립적의 혼재된 결과를 나타내고 있어 연구가설의 방향을 설정하지 않고 영향관계를 분석하고자 한다[7].

- H1. 사회적책임투자지수(SRI) 편입공시는 기업의 재무적성과에 영향을 미칠 것이다.
- H2. 사회적책임투자지수(SRI) 편입공시는 기업의 기업가치에 영향을 미칠 것이다.

3. 연구설계

3.1 연구모형

본 연구의 연구가설을 검증하기 위해 다음과 같은 연구모형을 설정하였다. 먼저 사회적책임투자지수 편입기업을 CSR 활동을 수행하는 기업으로 본다. 표본기간을 사회적책임투자지수 최초 공시년도인 2009년도에서 2015년도까지 사회적책임투자지수에 편입된 기업과 기업의 재무적 성과 및 기업가치와 CSR활동의 관련성을 검증하기 위해 실증식은 식1와 식2 이다.

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SRI_{dum_{i,t}} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 BIG_{dum_{i,t}} + \alpha_6 IND + \alpha_7 YEAR + \epsilon_t \quad (식1)$$

$ROA_{i,t}$	영업이익/총자산
$SRI_{dum_{i,t}}$	SRI지수 편입기업은 1, 아니면 0
$SIZE_{i,t}$	Ln총자산
$LEV_{i,t}$	부채비율=부채장부가치/자기자본 장부가치
$BIG_{dum_{i,t}}$	Big4와 제휴회계법인이 감사인이면 1, 아니면 0
IND	산업 터미변수
$YEAR$	연도 터미변수
ϵ_t	잔차항

$$TQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SRI_{dum_{i,t}} + \beta_2 SGR_{i,t} + \beta_3 RISK_{i,t} + \beta_4 LnAD_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 IND + \beta_8 YEAR + \epsilon_t \quad (식2)$$

$TQ_{i,t}$	Tobin's Q
$SRI_{dum_{i,t}}$	SRI지수 편입기업은 1, 아니면 0
$SGR_{i,t}$	매출액성장률=(당기매출액-전기매출액)/전기매출액
$RISK_{i,t}$	영업위험 = (매출채권 + 재고자산)/총자산
$LnAD_{i,t}$	Ln광고선전비
$SIZE_{i,t}$	Ln총자산
$LEV_{i,t}$	부채비율(=총부채/총자기자본)
IND	산업터미변수
$YEAR$	연도터미변수
ϵ_t	잔차항

가설1에서 기업의 SRI 지수 편입이 기업의 재무적 성과에 어떠한 영향을 미치는지 검증하기 위해 각 기업 ROA(Return On Assets)을 통해 재무적 성과 차이를 판단한다. ROA는 영업이익을 총자산으로 나누어서 측정하였다. 분자에 당기순이익 대신에 영업이익을 사용한 것은 당기순이익을 사용하였을 때 기업의 영업과 관련이

적은 손익요소가 반영이 될 수 있을 뿐만 아니라 기존의 선행연구와 비교가능 하다는 장점이 있다.

가설2에서 기업의 SRI 지수 편입이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지 검증하기 위해 각 기업 Tobin's Q를 통해 기업가치 차이를 판단한다. 시장가치의 성과지표인 Tobin's Q는 기업이 보유한 자산의 시장가치를 대체비용으로 나누어 측정하는 것을 원칙으로 하지만 자산의 대체비용을 측정한다는 것은 실제로 어려움이 따르기 때문에 Chung and Pruitt(1994)가 제안한 바와 같이 장부가치 대비 시장가치의 비율을 활용하여 다음의 식3과 같이 산출하였다[26].

$$\text{Tobin's Q} = \frac{(\text{보통주주식수} \times \text{보통주 연말종가}) + (\text{우선주주식수} \times \text{우선주 연말종가}) + \text{부채의 장부가액}}{\text{자산의 장부가치}} \dots\dots\dots (\text{식3})$$

Tobin's Q는 주주의 몫을 반영하며, 감가상각 등의 회계적 조작가능성이 없고 기업 간의 비교가 용이하며 미래의 수익을 잘 반영할 수 있다는 장점이 있다.

본 연구에서 통제변수로 기업규모, 부채비율, 산업, 연

도 등을 모형에 포함한다. 이 중에서도 특히 기업규모는 기업의 사회적·재무적 성과에 깊은 관련성이 있을 것으로 보인다. 기업규모는 경제적 성과를 결정하는 중요한 요인이고 규모가 큰 대기업은 내·외부로부터 사회적 책임에 대한 기대와 관심을 많이 받기 때문에 공식적인 사회적 책임 프로그램을 운영하고 기업 사회 기준에 따르는 경향이 있다. 따라서 기업규모는 종업원의 참여수준과 윤리적인 환경정책의 수행에 영향을 미치고[27], 대기업은 보통 사회적 책임이나 이미지에 많은 관심을 집중한[28]. 본 연구는 기업규모의 대리변수로써 여러 선행연구에서 이용한 총자산을 활용한다[7,30,31].

기업위험을 반영하는 통제변수로 총부채를 자본으로 나눈 부채비율을 사용한다. 여러 선행연구에서도 부채비율을 재무적 성과나 사회적 책임의 중요한 통제변수로 포함하고 있다. 연도요인과 산업요인 통제를 위해 산업 및 연도 더미변수를 사용하였다. 기업의 사회적 책임 활동들은 산업특성에 의해 영향을 받을 수 있고, 기업의 사회적 성과나 재무적 성과는 경제여건 및 시장상황에 의해 영향을 받을 수 있기 때문에 연도 요인도 중요한 통제요인이다.

Table 1. Descriptive Statistics

Variable	N	Mean	Median	Std.	Min	Max
$TQ_{i,t}$	1,223	1.283	1.019	0.830	0.350	9.299
$ROA_{i,t}$	1,223	56.722	49.323	61.954	-348.857	360.655
$SRI_{i,t}$	1,223	0.298	0.000	0.458	0.000	1.000
$SIZE_{i,t}$	1,223	28.684	28.515	1.516	24.995	33.121
$LEV_{i,t}$	1,223	149.052	103.030	208.068	3.600	2950.770
$SGR_{i,t}$	1,223	0.322	0.050	8.359	-0.994	291.705
$\ln AD_{i,t}$	1,223	19.964	22.554	7.861	0.000	29.218
$RISK_{i,t}$	1,223	0.242	0.233	0.122	0.002	0.724
$BIG_{i,t}$	1,223	0.922	1.000	0.269	0.000	1.000

1) Definition of variables refers to research model

Table 2. Correlation Coefficients

	$TQ_{i,t}$	$ROA_{i,t}$	$SRI_{i,t}$	$SIZE_{i,t}$	$LEV_{i,t}$	$SGR_{i,t}$	$\ln AD_{i,t}$	$RISK_{i,t}$	$BIG_{i,t}$
$TQ_{i,t}$	1.000								
$ROA_{i,t}$	0.503**	1.000							
$SRI_{i,t}$	0.054	0.032	1.000						
$SIZE_{i,t}$	-0.204**	-0.088**	0.591*	1.000					
$LEV_{i,t}$	-0.079**	-0.298**	0.042	0.245**	1.000				
$SGR_{i,t}$	-0.011	-0.025	-0.017	0.030	0.081**	1.000			
$\ln AD_{i,t}$	0.087**	0.162**	0.113**	0.202**	0.017	0.010	1.000		
$RISK_{i,t}$	0.011	0.165**	-0.236**	-0.306**	-0.119**	-0.032	-0.025	1.000	
$BIG_{i,t}$	-0.042	0.014	0.170**	0.302**	0.065*	0.008	0.067*	-0.064*	1.000

1) *, ** denote the significance at 5%, and 1% level, respectively.

3.2 표본선정

본 연구의 실증분석을 위해서 사용한 표본은 KRX에서 측정된 기업의 SRI지수 편입기업과 KOSPI200 편입기업을 사용하였다. 연구표본은 2009년부터 2015년까지의 6개년 동안 편입된 기업을 대상으로 한다. 또한 분석기간 중에 상장폐지나 완전잠식 등으로 인한 회계정보를 충분히 제공하지 못하는 기업과 금융업 및 보험업에 속하는 기업은 분석대상에서 제외시켰다. 분석에 필요한 편입여부 자료는 KRX 내부자료를 활용하였고, 데이터가이드(DataGuide)와 TS2000의 데이터 베이스(Data Base)에서 추출하여 이용하였다.

구체적인 표본선정 과정은 다음과 같다. 첫째, 2009년~2015년 SRI, KOSPI200 편입 기업. 둘째, 금융업을 제외한 기업으로서 12월 결산법인. 셋째, DataGuide와 TS2000 재무·주가자료 수록 기업. 넷째, 자본완전잠식 및 재무자료 입수 불가능 기업 제외 하였다.

분석 각 연도별 KOSPI200 편입 기업 중 SRI지수에 편입기업과 미편입기업을 구분하였다. 단, SRI지수 편입기업 중 KOSPI200에 미편입된 기업은 분석에서 제외하였다.

4. 실증분석

4.1 기술통계

본 연구에서 설정한 가설검증 전에 모형에 사용된 변수들의 기초 기술통계량은 아래의 Table 1과 같다. 1,223개의 기업을 분석대상으로 하였다. 주요변수인 $TQ_{i,t}$ 와 $ROA_{i,t}$ 는 중위수와 평균의 차이가 크지 않아 표본분포에 대한 비대칭성이 크지 않아 자료의 정규성에 큰문제가 없는 것으로 판단된다. 다음의 Table 2는 변수들 간의 상관관계를 나타내고 있다. 기업의 SRI지수($SRI_{i,t}$) 편입공시와 재무적성과($ROA_{i,t}$) 사이의 유의한 관계는 발견하지 못하였지만, 기업가치($TQ_{i,t}$)와는 10% 수준에서 유의한 양(+)의 관련성을 보여주고 있다. 이는 SRI지수 편입 공시는 재무적 성과보다 기업가치에 영향을 미친다는 것을 추정할 수 있다.

4.2 회귀분석결과

KOSPI200 기업 중 SRI지수 편입기업과 미편입기업

을 분석대상 기업으로 설정하였고, SRI지수 편입 여부가 기업의 재무적 성과(ROA)와 기업가치(Tobin's Q)에 미치는 영향을 검증하고자 한다. 다음의 Table 3의 Panel A와 Panel B는 각각 ROA와 Tobin's Q를 종속변수로 하여 검증한 H1과 H2의 회귀분석 결과이다.

사회책임투자지수 편입공시는 편입기업의 재무적성과(ROA)에 영향을 미칠 것이라는 가설1의 검증결과, t값은 -0.240(p=0.810)으로 유의한 영향 미치지 못하는 것으로 나타나 가설1을 기각하였고, 이는 SRI지수 편입공시는 기업의 재무적성과(ROA)에 유의하지는 않지만 음(-)의 값을 나타내어 기업의 사회책임투자는 기업의 재무적성과에 부정적 영향을 미친다는 것을 유추해볼 수 있다. H1의 회귀모형은 F값이 1%수준(p=0.000)에서 11.340의 수치를 나타냈으며, 회귀식에 대한 R²=0.293으

Table 3. Results of Regression Analysis

<Panel A> Regression Analysis of ROA

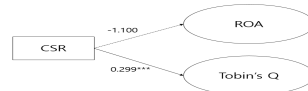
$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SRI_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 LEV_{i,t} + \alpha_4 BIGDum_{i,t} + \alpha_5 IND + \alpha_6 YEAR + \epsilon_t \dots (식2)$$

	ROA _{i,t}			
	Coef.	Std. Err.	t	P>t
Intercept	16.890	31.356	0.539	0.590
SRI _{i,t}	-1.100	4.579	-0.240	0.810
SIZE _{i,t}	1.735	1.560	1.112	0.266
LEV _{i,t}	-0.069	0.008	-8.377***	0.000
BIGDum _{i,t}	9.607	6.205	1.548	0.122
IND	Included			
YEAR	Included			
N	1,223			
F	11.340***			
Adj_R ²	0.293			

<Panel B> Regression Analysis of Tobin's Q

$$TQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SRI_{i,t} + \beta_2 SGR_{i,t} + \beta_3 RISK_{i,t} + \beta_4 LnAD_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 IND + \beta_8 YEAR + \epsilon_t \dots (식3)$$

	TQ _{i,t}			
	Coef.	Std. Err.	t	P>t
Intercept	5.916	0.496	11.926***	0.000
SRI _{i,t}	0.299	0.053	5.662***	0.000
SIZE _{i,t}	-0.163	0.018	-9.029***	0.000
LEV _{i,t}	0.000	0.000	0.879	0.380
SGR _{i,t}	0.001	0.002	0.269	0.788
LnAD _{i,t}	0.012	0.003	4.869***	0.000
RISK _{i,t}	0.114	0.180	0.630	0.529
IND	Included			
YEAR	Included			
N	1,223			
F	23.186***			
Adj_R ²	0.481			



1) *, **, and *** denote the significance at 10%, 5%, and 1% level, respectively.

로 29.3%의 설명력을 보이고 있다.

반면에 SRI지수의 편입공시는 기업가치(Tobin's Q)에 영향을 미칠 것이라는 H2의 검증결과, t값은 5.662 (p=0.000)로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉, SRI지수 편입공시는 편입기업의 기업가치가 높아진다는 것을 발견할 수 있다.

이는 기업의 사회책임투자가 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 알 수 있다. H2의 회귀모형은 F값이 1%수준(p=0.000)에서 23.186의 수치를 나타냈으며, 회귀식에 대한 R²=0.481로 48.1%의 설명력을 보이고 있다. 분석결과를 종합해보자면, SRI지수 편입공시는 기업의 재무적 성과에는 유의한 영향을 미치지 못하였지만 음(-)의 방향을 보였고, 기업가치에는 유의한 양(+)영향을 미치는 것으로 나타났다.

5. 결론

본 연구는 기업의 사회적 책임활동이 경영성과에 미치는 영향에 대해 연구하기 위해 KRX가 발표하는 KOSPI200 기업과 SRI 기업의 지수편입 여부를 바탕으로 기업의 사회책임투자지수 편입기업과 미편입기업을 구분하였고, 기업의 지수의 편입여부가 재무적성과(ROA)와 기업가치(Tobin's Q)에 어떠한 영향을 미치는지를 분석 하고자 하였다. 분석결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, SRI지수 편입공시는 편입기업의 재무적성과(ROA)에는 유의한 영향을 미치지 못하였지만 음(-)의 방향을 보였다. 이는 CSR활동은 기업의 재무적성과에 영향을 미치지 못하거나 미미한 부정적 영향을 미치는 것으로 유추해 볼 수 있어, CSR활동으로 인한 효과와 비용이 어느 정도 상쇄되는 것이라고 볼 수도 있다.

둘째, SRI지수 편입공시는 편입기업의 기업가치에는 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 다수의 선행연구들과 일치되는 결과로 CSR활동은 기업의 이미지제고와 이해관계자들과의 이해를 조정하는 기능 등의 순기능이 작용한다는 것으로 볼 수 있으며, 투자자들도 기업의 CSR활동을 인식하고 있다는 것을 유추해볼 수도 있다.

본 연구는 기업의 CSR활동이 기업가치에 유의한 영향을 미치고 있음을 실증분석하였고, 기업의 경영자 및 이해관계자들에게 CSR활동을 비용보다는 투자로서 인

식될 근거를 제시하였다는 점에서 본 연구의 결과는 CSR활동을 기업경영의 중요한 전략의 한가지로 내세워 갈 필요성이 있다는 시사점을 제시한다. 본 연구의 한계 점은 CSR활동이 기업 활동의 주된 목표가 아님에도 불구하고 기업이 CSR활동을 하는 의도를 명확하게 확인하지 못했다. 따라서 향후 연구에서는 경영자가 CSR활동에 참여하는 의도를 연구한다면 보다 구체적인 의미를 가질 것이라 판단된다.

REFERENCES

- [1] A. R. Choi & J. H. Koo. (2016). A Study on the Effect of Firm Internationalization : Focused on the Corporate Social Responsibility, *Journal of Digital Convergence*, 14(6), 109-118.
- [2] S. G. Kim. (2018). The Study on the CSR - Focused on LG Electronics, *Journal of Digital Convergence*, 14(6), 69-83.
- [3] Friedman M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits, *New York Times Magazine*, 13.
- [4] Freeman E. (1984). Strategic Management: A Stakeholder Approach, *Pitman Pub*.
- [5] Clarkson, M. (1995). A Stakeholder Framework for Analysing and Evaluating Corporate Social Performance. *Academy of Management Review*, 20, 92-117.
- [6] Hillman A. J. & Keim. D. (2001). Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issues : What's the Bottom Line?. *Strategic Management Journal*, 22, 125-130.
- [7] Waddock, S. A. & S. B. Graves. (1997). The Corporate Social Performance-Financial Performance Link, *Strategic Management Journal*, 18(4), 303-319.
- [8] S. L. Berman A. C. Wicks, S. Kotha & T. M. Jones. (1999). Does Stakeholder Orientation Matter? The Relationship Between Stakeholder Management Models and the Firm Financial Performance. *Academy of Management Journal*, 42(5), 488-506.
- [9] Ronald M. Roman, Sefa Hayibor & dley R. (1999).The Relationship Between Social and Financial Performance: Repainting a Portrait, *Agle University of Pittsburgh Business and Society*, 38(1).
- [10] Swanson, D. L. (1999), Toward an integrative theory of business and society : A research strategy for corporate social performance, *Academy of Management Review*,

- 24, 506-521.
- [11] Ruf, B. M. K. Muralidhar, R. M. Brown, J. J. Janney & K. Paul. (2001). An Empirical Investigation of the Relationship between Change in Corporate Social Performance and Financial Performance : A Stakeholder Theory Perspective, *Journal of Business Ethics*, 32, 143-156.
- [12] Allouche, J. & Laroche, P. (2005). A meta-analytical investigation of the relationship between corporate social and financial performance. *Revue de Gestion des Ressources Humaines*, 57, 18-41.
- [13] Lev, Petrovits and Radhakrishnan. (2010). Is Doing Good Good for You? How Corporate Charitable Contributions Enhance Revenue Growth, *Strategic Management Journal*, 31, 182-200.
- [14] Y. S. Kang & J. T. Jung. (2009). The Effects of CSR Management on Financial Performance in SMB Environment, *Journal of Digital Convergence*, 7, 18-24.
- [15] D. S. Na, W. B. Leem & Y. S. Kang. (2016). The impact of CSR activities in Domestic SMEs on their financial performances ; analysis of the difference between B2B and B2C, *Journal of Digital Convergence*, 9(6), 325-341.
- [16] S. H. Oh & H. S. Park. (2018). The Effect of Management Innovation on the Relationship between Corporate Social Responsibility and Financial Performance, *Journal of Digital Convergence*, 16(6), 175-185.
- [17] Pava, M. L. & Krausz, J. (1996). The association between corporate social-responsibility and financial performance: The paradox of social cost. *Journal of Business Ethics*, 15, 321-357.
- [18] K. E. Aupperle, A. B. Carroll & J. D. Hatfield Source. (1985). An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Profitability, *The Academy of Management Journal*, 28(2), 446-463.
- [19] Elizabeth F. Goldreyer & J. David Diltz. (1999). The performance of socially responsible mutual funds: incorporating sociopolitical information in portfolio selection, *Managerial Finance*, 25(1), 23-36.
- [20] Brammer, S., Brooks, C. & Pavelin, S. (2006). Corporate social performance and stock returns: UK evidence from disaggregate measures. *Financial Management*, 35(3), 97-116.
- [21] D. D. Lee, R. Faff & K. M. Langfield-Smith. (2009). Revisiting the vexing question : does superior corporate social performance lead to improved financial performance?, *Australian Journal of Management*, 34(1), 21-49.
- [22] Teoh Siew Hong- Welch Ivo, C. -Wazzan Paul. (1999). The Effect of Socially Activist Investment Policies on the Financial Markets: Evidence from the South African Boycott Source, *The Journal of Business*, 72(1), 35-89.
- [23] A. McWilliams & D. Siegel. (2000). Corporate Social Responsibility and Financial Performance : Correlation or Misspecification?, *Strategic Management Journal*, 21, 603-609.
- [24] Jones, T. & Wicks, A. (1999). Convergent Stakeholder Theory. *Academy of Management Review*, 24, 206-221.
- [25] Margolis, J. D., Elfenbein, H. A. & Walsh, J. P. (2007). Does It Pay to Be Good? A Meta-Analysis and Redirection of Research on the Relationship between Corporate Social and Financial Performance. *Ann Arbor*, 1001, 48109-1234.
- [26] K. H. Chung & S. W. Pruitt. (1994). A Simple Approximation of Tobin's q. *Financial Management*, 23, 70-74.
- [27] K. Reichert, S. Webb & E. Thomas. (2000). Corporate Support of Ethical and Environmental Policies : A Financial Management Perspective, *Journal of Business Ethics*, 25, 53-64.
- [28] Peter A. Stanwick & Sarah D. Stanwick. (1998). The Relationship Between Corporate Social Performance, and Organizational Size, Financial Performance, and Environmental Performance: An Empirical Examination, *Journal of Business Ethics*, 17(2), 195-204.
- [29] Fombrun, C. J. & Shanley, M. (1990). What's in a name? Reputation building and corporate strategy. *Academy of Management Journal*, 33, 233-258.
- [30] E. Nelling & E. Webb. (2006). Corporate social responsibility and financial Performance. *Working Paper*.
- [31] Orlitzky, M., Schmidt, F. L. & Rynes, S. L. (2003). Corporate Social and Financial Performance : a Meta-analysis. *Organization Studies*, 24, 403-441.

황성준(Hwang, Seong Jun) [정회원]



- 2016년 2월 : 부산대학교 일반대학원 경영학과, 경영학석사
- 2016년 3월 ~ 현재 : 부산대학교 일반대학원 경영학과, 박사과정
- 관심분야 : CSR, IS Audit, 관리회계

· E-Mail : sjcastle@pusan.ac.kr

류 수 전(Ryu, Su Jeon)

[정회원]



- 2010년 8월 : 부산대학교 일반대학원 경영학과, 경영학석사
- 2017년 2월 : 부산대학교 일반대학원 경영학과, 경영학박사
- 관심분야 : CSR, 원가관리회계
- E-Mail : soojeon@pusan.ac.kr