

## 기업의 사회적 책임, 무책임, 그리고 기업성과: 이론과 측정도구의 타당성에 대한 실증분석\*

이수열(주저자, 교신저자)

전남대학교 경영학부  
(leesuyol@jnu.ac.kr)

홍미경(공저자)

전남대학교 경영학과  
(hanivica@naver.com)

.....

기업의 사회적 역할에 대한 사회 구성원의 기대가 커져가면서 기업은 자연스럽게 사회적 책임활동을 경영의 중요한 고려 사항으로 받아들이고 있다. 기업의 사회적 책임(CSR)에 관한 경영학 문헌은 대다수가 기업성과의 관련성을 입증하는데 집중해 왔다. 그러나 기업의 사회적 책임 못지않게 무책임한 사건 사고가 빈번하게 발생하면서 바람직한 일과 바람직하지 못한 일이 동일한 기업에게서 동시에 일어나는 현상이 자주 목격된다. 기업의 사회적 무책임(CSiR)에 대한 관심이 증가 되는 배경이다. 이 연구는 사회적 무책임 개념을 연구모형에 도입하여 사회적 책임, 무책임, 기업성과 사이의 관계에 대한 실증분석을 시도하였다. 세부적인 연구목적은 CSR이 기업 가치를 높이는가, CSR이 사회적 무책임을 줄이는지 분석 하는 것이다. 연구는 이 세 가지 변수사이에 유의한 관계가 존재한다는 가설을 제시하였고 이를 토대로 CSR의 측정도구인 KEJI의 예측 타당성을 논증하였다. 실증분석을 위하여 KEJI 지수를 CSR의 대리변수로, 자체 수집한 기업의 부정적 사건 사고 건수를 무책임 대리변수로, Tobin's Q를 기업 가치의 대리변수로 활용하였다. 한국거래소 상장기업의 종단적 패널자료를 이용한 실증분석을 통해 두 가지 결론을 도출하였다. 첫째, CSR 성과는 기업 가치에 유의한 정(+)의 영향을 주며 KEJI는 재무적 측면의 예측 타당성이 유의한 도구이다. 둘째, CSR성과와 기업의 무책임은 유의한 영향관계를 발견 할 수 없었고 결과적으로 KEJI의 사회적 성과 측면의 예측 타당성은 유의하지 않다. 이 연구는 CSR이 기업 가치에 미치는 긍정적 영향을 재확인해 주는 동시에 CSR 성과와 사회적 무책임이 공존하는 현상을 실증함으로써 사회적 무책임과 CSR 측정도구의 타당성을 고려한 새로운 도전과 연구주제를 제공하고 있다.

주제어: 기업의 사회적 책임(CSR), 기업의 사회적 무책임(CSiR), 기업 가치, 실증분석, KEJI 지수, 기업의 사건 사고

### 1. 서론

오늘날 기업의 사회적 책임(corporate social responsibility: CSR)을 말하지 않는 기업을 찾아 보기 힘들다. 밀턴 프리드먼이 제기했던 CSR에 대한 유명한 논쟁(1970), 즉 “기업의 단 한 가지, 유일한 사회적 책임은 수익을 극대화하기 위하여 기업이 가진 자원을 최대한 활용하는 일이다”라는 주장

(Friedman, 1970)은 힘을 잃은 지 오래다. 오히려 기업가들이 앞장서서 기업이 사회의 한 구성원임을 강조하고 있고, 주주 이외의 다양한 이해관계자에 대한 배려가 장기적으로 기업 가치를 높일 수 있다는 논리가 그럴 듯하게 받아들여지고 있으며, 어쨌든 이는 당연히 해야 할 일이라는 생각이 사회 전반에 자리 잡았기 때문이다(Donaldson and Preston, 1995). 실제로 우리나라 2012년 매출 상위 20대 기업의 홈페이지를 보면 지속가능, 사회공헌, 윤리

경영, 정도경영, 사회적 책임 경영과 같이 용어는 다르지만 어떤 형태의 CSR을 기업 소개의 주요 메뉴 중 하나로 내세우지 않은 기업은 단 하나도 찾아볼 수 없다(부록 1). 사회적 책임이 국제 표준화 기구를 통해 국제적으로 최소 규정을 가진 규범으로 확산되고 있고(ISO 26000), 지속가능 보고서 발간이 기업들, 특히 대기업에게는 자의반 타의반으로 해야 하는 일이 되었다. CSR 성과를 투자 결정의 중요한 기준으로 삼는 투자도 몸집을 불려가고 있다. 책임 투자(socially responsible investment: SRI) 규모는 2011년 기준으로 13조 6천억 달러를 넘어섰다(Global Sustainable Investment Alliance, 2012). 필립 코틀러, 故 C.K. 프라할라드, 마이클 포터와 같은 경영학의 대가들이 사회적 기여와 기업의 지속적 성장이 동시에 가능한 새로운 경영 패러다임을 주창하면서 CSR은 단순한 사회공헌과 책임을 넘어서 기업 가치 창출의 핵심 동인으로 새롭게 인식되기도 한다.<sup>1)</sup>

CSR을 다룬 수많은 학술연구가 존재한다. 기존 연구는 주로 기업의 재무적 성과와의 긍정적인 관련성을 입증하는데 집중해 왔다. 많은 연구가 “착한 일은 좋은 결과를 가져온다(doing well by doing good)”라는 명제에 대한 다양한 근거를 제시한다. 다수는 긍정적인 결과를 보여주었지만 CSR 성과와 재무성과 간 뚜렷한 관계를 발견하지 못했거나 부정적인 근거를 제시하는 연구도 무시 못 할 수준이다(Kotchen and Moon, 2012; Heal, 2008; Orlitzky 등, 2003). CSR을 세부 차원별로 분석한 연구도 CSR의 세부 차원에 따라 기업 성과에 미치는 영향이 다르다는 혼재된 결과를 제시한다(나영 · 홍석훈, 2011; 이광운 등, 2012). CSR성과와 재

무성과의 관련성에 초점을 맞춘 이들 주류 CSR 연구는 몇 가지 측면서 새로운 도전에 직면해 있다.

첫째, CSR에 관한 기존 연구는 “착한 일(doing good)”에 지나치게 집중하여 “나쁜 일(doing bad)”을 간과해 왔다. 실제로 CSR이 산업계에 널리 퍼져가고 있음에도 불구하고 기업이 일으키는 사회적인 문제는 그 수가 줄어들지 않는다. 대기업 총수가 배임과 횡령으로 구속되거나, 기업이 공정거래법을 위반하고, 불법 관행으로 사회의 공분을 사고 있으며, 또한 환경 사고도 빈번하게 발생한다. 이처럼 기업의 사회적 책임과 사회적 무책임(corporate social irresponsibility; 여기서부터 CSiR로 표기)이 동시에 발생하는 기이한 현상이 현실에서 자주 목격되면서 사회적 책임 뿐 아니라 무책임에 대한 학술적 관심이 높아지고 있다(Surroca 등, 2013; Kotchen and Moon, 2012; Lange and Washburn, 2012). 하지만 국내 문헌에서 사회적 무책임을 다룬 연구는 찾아보기 어렵다.

둘째, 대다수 CSR 연구는 기업 가치에 미치는 영향을 분석하는데 초점을 맞추었다. CSR이란 기본적으로 무책임한 행동을 하지 않는 데에서 출발한다. 상식적으로 CSR은 무책임한 사건을 줄일 것으로 생각된다. CSR과 CSiR의 관계는 굳이 따로 생각해 볼 대상이 되지 못한 이유이다. 그러나 현실은 CSR과 CSiR을 동시에 목격하고 있다. 실제로 배임, 횡령, 공정거래 위반, 환경사고 등 문제를 일으킨 많은 기업들이 이전에 CSR로 높은 평가를 받은 적이 있다. 대리점 불공정 거래로 물의를 일으킨 남양유업은 2007년에 한국에서 존경받는 기업에 선정된 바 있고, 구속된 SK그룹의 총수는 역설적이게 우리나라에서 사회적 기업 육성에 가장 열정적인 기

1) 코틀러(Kotler, P.)는 ‘CSR 마케팅’, 故 프라할라드(C.K. Prahalad)는 ‘Base of Pyramid(BoP) 전략’, 포터(Porter, M.)는 ‘공유 가치창출(Creating Shared Value: CSV)’ 개념을 제안했다.

업인이며, 여수 기름유출 환경사고가 터진 GS칼텍스나 고객정보 유출로 사회적 파장이 일어난 대형은행은 이전에 하나같이 높은 CSR 성과를 인정받아 상을 받았거나 높은 지속가능 등급을 받은 기업들이다. CSR은 과연 무책임한 행동을 줄이고 있는가, 다시 말하면 CSR 성과와 CSiR과 관련성에 대한 이해가 필요한 시점이다. 그러나 이 질문은 국내 문헌에서 거의 다루어진 바 없다.

셋째, 대다수 문헌은 제3자 기관에서 평가한 기업의 CSR 점수를 CSR 성과(corporate social performance, CSP로 불린다)로 사용한다. 국내에서는 경제정의연구소(Korea Economic Justice Institute: KEJI) 지수를, 해외에서는 KLD(Kinder, Lydenberg and Domini) 점수가 가장 빈번하게 이용된다. 이 점수와 재무성과와의 관련성을 분석하여 정(+의 관계인지, 부(-)의 관계인지를 판단하는 것이 기존 연구의 관행이었다. 기존 연구는 KEJI 지수나 KLD점수를 CSR 성과와 완전히 동일시한다. 그러나 이들 점수는 단지 CSR 성과를 측정하는 하나의 측정도구일 뿐이다. KEJI 지수나 KLD점수가 과연 CSR 성과인지에 대한 논의, 즉 측정도구의 타당성에 대한 논의가 반드시 있어야 한다. 기존 문헌은 이들 점수와 재무성과와 관련성이 없다는 결과가 나올 경우 “CSR 성과와 재무성과와 유의한 관계를 입증하지 못했다”고 설명할 뿐 CSR 성과의 측정도구로써 KEJI 지수의 타당성에 대한 논의로 이어가지 못한 한계가 있다. 해외에서는 CSR 성과의 측정도구에 대한 타당성과 신뢰성에 대한 논의가 조금씩 시작되고 있다(Scalet and Kelly, 2010; Chatterji and Levine, 2008). 그러나 국내 문헌은 이에 대한 언급이 없다.

이 연구가 기존 CSR 연구 체계 공헌하는 점은 다음과 같다. 첫째, 기업의 사회적 무책임(CSiR) 문

제를 다룬다. CSR에 비해 주목받지 못했던 CSiR을 개념화하고 측정하여 실증 분석을 수행한다. CSR 연구의 시야를 넓히고 단편적이었던 학술체계를 다양화하는데 기여하고자 했다. 둘째, CSR, CSiR, 그리고 기업가치의 상호 관련성을 분석하여 CSR과 CSiR이 공존하는 현실의 기이한 현상을 연구에서 반영하였다. 이 연구에서 다루는 핵심 연구문제는 두 가지이다. KEJI 지수로 평가되는 CSR 성과는 기업 가치를 높이는가? CSR 성과는 CSiR을 줄이는가? 셋째, 이 연구는 CSR과 CSiR의 관련성, CSR과 기업 가치의 관련성을 분석하여 결과를 통해 CSR 성과 측정도구의 예측 타당성에 대해 묻고자 한다. CSR 활동과 성과 뿐 아니라 이를 점수화하는 측정도구의 예측 타당성에 대해 새롭게 논의하고 있다.

CSR의 효과에 대해 여러 의구심은 역설적으로 CSiR에 대한 새로운 관심을 불러온다. 또한 CSR 성과 평가가 과연 제대로 된 평가인지에 대한 의구심도 커져간다. CSR 평가자(rater)를 평가해야 한다는 주장도 제기되는 배경에서 이 연구는 CSR, CSiR, 기업 가치를 동시에 분석하여 CSR 연구에 대한 새로운 요구에 부응한다.

## II. 이론적 배경

### 2.1 CSR과 CSiR 성과

기업(또는 기업가)의 사회적 책무에 대한 저술이 본격적으로 등장한 1950년대 이후 CSR 개념은 많은 변화를 겪어 왔다. 아직도 CSR은 다양한 대안 개념들이 경쟁하는 상황에 있다(Oosterhout and Heugens, 2008). 1980년대 이후 20여 년간 논문

과 저서를 통해 제안된 개념만 37가지에 달한다(Dahlsrud, 2008). CSR을 법적, 경제적, 윤리적, 재량적 책임으로 구분한 Carroll(1991) 모형이 개념 정립의 초창기 시도로 널리 알려져 있다. 이후 기업 활동에 영향을 주고받는 여러 이해당사자에 대한 전략적 고려가 필요하다는 이론이 받아들여지면서(주주를 포함한) 이해관계자에 대한 포괄적 책임이 CSR개념의 근간을 형성하게 되었다(Freeman and Liedtka, 1991; Donaldson and Preston, 1995). 하지만 “기업이 경제적, 기술적, 법적 요구사항을 넘어선 사안들에 대해 자발적인 관심을 가져야 한다”는 공통된 원론 이외에는 CSR이 포함하는 내용이나 개념은 매우 상이하다(Oosterhout and Heugens, 2008). 새로운 사회적 주제가 등장할 때마다 별다른 고민 없이 하나 둘 CSR의 이름으로 포장해 가는 과정을 통해 CSR이 내적인 정교함을 추구하기 보다는 외연적인 확장에 치중했기 때문이다.

CSR이 개념적 혼란을 해결하지 못한 상황에서 오히려 1980년대 이후에는 실증연구가 급증하기 시작했다. 명확한 개념적 정의와 엄밀한 조작화 과정을 거치지 못한 채 실증연구가 수행되는 과정에서 자연스럽게 측정의 문제를 잉태하게 되었다. CSR이 무엇인지 불분명한 상황에서 CSR이 재무적 성과를 설명하기 위한 설명인자(explanans)로 광범위하게 사용되었기 때문이다(Oosterhout and Heugens, 2008). 실증주의에 기반을 둔 경영학의 특성상 CSR 연구가 실증 연구 위주로 재편되고 대다수 문헌은 CSR과 CSR 성과(corporate social performance: CSP)를 구분 없이 혼용한다. CSR은 CSR 성과로 표현된다고 가정한다. CSR이 외연을 급속히 확장하면서 매우 다면적인 개념이 되면서 CSR의 대리 지표인 CSP 역시 투입물(얼마나 책임 활동을 많이 하는가), 변환 프로세스(얼마나 경영 관행이 바뀌었는

가), 산출물(얼마나 책임 성과물을 보여주는가) 등 다양한 요인의 구성적 개념 또는 복잡한 요인의 합성물로 해석되었다. 자연스럽게 CSP를 어떻게 측정할 것인가가 매우 중요한 문제로 대두된다.

Oosterhout and Heugens(2008)는 CSR 성과를 측정하는 접근법이 크게 세 가지가 있다고 설명한다. 첫째는 걸러내기 방법이다. 술, 담배, 무기제조와 같이 특정 유형의 비즈니스를 무책임한 것으로 간주하고 배제하는 방법이다. 초창기에 사용된 접근법으로 사회투자 인덱스(예: Domini 400 Social Index)에서 여전히 사용된다. 유해 비즈니스와 그렇지 않은 비즈니스를 구분하는 잣대의 근거, 유해하지 않다고 판정된 비즈니스의 모든 기업의 CSR 성과는 서로 같다고 가정하는 것이 이 접근법이 갖고 있는 가장 큰 한계이다. 둘째는 단일 항목 대리 지표 접근법이다. 한 가지 대표적인 지표로 CSP를 대신하는 방법이다. 사회공헌 지출금액, 환경관리 지출금액, 환경오염물질 배출량과 같이 어떤 특정한 항목을 골라 이를 CSR 성과의 대리 지표(proxy)로 사용하는 방법이다. CSR 제목을 가진 논문은 종종 사회공헌활동만을 다루기도 한다. 이 접근법은 단일 지표가 다면적인 CSR을 충분히 담아낼 수 있는가 하는 문제, CSR에 대한 독자의 오해(예: 사회공헌 활동을 CSR 전부인 것으로 생각)를 살 수 있다는 문제가 가장 큰 한계점으로 지적된다. 셋째는 종합적 계량화 접근법이다. CSR의 다양한 항목을 측정하여 점수를 취합한 후 하나의 종합점수로 CSP를 측정하는 것이다. 현재 가장 빈번하게 사용되는 방법이다. 해외의 KLD 점수, 국내의 KEJI 지수가 대표적이다. 이 접근법도 한계가 있다. 총합 점수로 CSP를 표현하면 세부 차원에 대한 정보를 잃게 될 뿐 아니라 한 가지 영역에서 잘한 일이 다른 영역에서 잘못된 일에 대한 면죄부 역할을 할 수 있다는 문

제가 존재한다. 단일 점수가 아닌 세부 영역별 점수로 CSP를 각각 분석했을 때는 영역별 혼합된 결과가 나왔을 때(예: 지배구조는 좋은데 사회공헌활동이 저조한 경우) 종합적 CSR 해석이 어려운 한계도 있다.

## 2.2 CSR 성과 평가기관과 평가도구

CSR 실증연구에서 CSR 성과는 주로 제3자 기관에서 제공한 성과 지표를 활용한다. CSR과 책임투자(SRI)가 늘어나면서 성과평가에 대한 수요가 증가해 왔고 전문적으로 CSR 평가서비스를 제공하는 기관도 꾸준히 늘어나고 있다. 기관별로 일부 측정 항목은 다르지만 대체로 앞 절에서 언급한 세 번째 접근법인 종합적 계량화에 따라 CSP를 측정한다. 여러 이해관계자를 고려한 경제적, 사회적, 환경적 책임 활동수준을 계량화하여 종합점수를 CSP로 제공하는 방식이다. 일반적으로 ESG(환경(environment), 사회(society), 지배구조(governance))를 의미한다) 평가방법으로 불린다.

해외의 주요 CSR 평가기관은 MSCI,<sup>2)</sup> Thomson Reuters, SAM(Sustainability Asset Management) 등이 있다. 이들은 기업의 CSR 성과 정보를 금융권 책임투자 기관에 제공한다. 경영학 연구에서 가장 많이 사용했던 CSR 성과지표는 KLD 점수이다. KLD는 1988년부터 CSR 평가를 시작한 가장 오랜 기관이다. RiskMetrics, MSCI와 합병되기 이전인 2008년 기준으로 전 세계 15곳 이상의 기관투자자가 KLD평가 정보를 활용하여 100억 달러가 넘는 책임투자를 운영하고 있다(Chatterji and Levine, 2008). KLD는 다양한 형태의 CSR성과를 평가하는데 환경에 초점을 맞춘 지표의 경우 환경위험과

환경기회에서 14개 항목에 대해 기업의 환경성과를 측정한다. 지속가능 지수(Sustainability Index)를 도출할 때는 지배구조, 환경, 사회 3가지 측면의 넓은 범위의 항목을 강점(strength)과 우려(concern)의 범주로 평가하여 계량화한다.

국내에도 CSP 평가를 전문으로 하는 서비스 기관들이 있다. 한국거래소(KRX)는 지배구조연구원에서 제공하는 평가결과를 활용하여 ESG 책임투자지수를 운영한다. 전문 평가기관의 평가결과는 책임투자에서 우수기업을 골라내기 위한 도구로 투자기관 내부에서만 활용되기 때문에 외부에 공개되지 않는 경우가 많다. 경영학 연구는 외부에 공개되는 비영리 연구기관의 평가 자료를 주로 활용한다. 가장 대표적인 지표가 경실련 경제정의연구소가 평가하는 KEJI 지수이다. 이 연구소는 기업의 CSR활동 수준을 종합적으로 평가할 수 있는 모형을 개발하여 1991년부터 매년 200개 상장기업(금융업, 뮤추얼펀드, REIT제외)의 CSR성과를 공개하고 있다. 2008년을 제외하고 2012년까지 총 21차례 KEJI 지수를 발표해 왔다. 기업의 경제적, 사회적, 환경적 측면의 책임성과를 종합적으로 평가하고 있고 일관된 항목을 지속적으로 평가해 오고 있기 때문에 대부분 국내 연구가 KEJI 점수를 CSR 성과의 대리지표로 사용하고 있다(이광윤 등, 2012; 나영·홍석훈, 2011; 장지인·최현섭, 2010; 조성표·손수훈, 2009; 위평량·김운호, 2006).

## 2.3 기업의 사회적 무책임(Corporate social irresponsibility: CSiR)

기업의 사회적 무책임에 대한 관심은 오래되지 않

2) KLD연구소는 RiskMetrics와 합병한 후 MSCI에 인수되었다. 현재는 MSCI의 ESG Research부문에서 CSR평가를 수행하고 있다.

〈표 1〉 국내외 CSR 성과 평가 주요 기관과 평가방법

평가기관	CSR성과 평가 항목	
해외	KLD (MSCI 합병전)	KLD Global Sustainability Index: 지배구조(구조, 기업윤리, 투명보고, 주주관계), 환경(환경정책과 시스템, 제품과 서비스, 자원효율성, 기후변화, 폐수와 오염물질), 사회(종업원, 공급사관계, 고객, 지역사회)
	RiskMetrics (MSCI 합병전)	6가지 영역(이해관계자 관리, 인재관리 및 개발, 국제적 이슈 대응, 공급사슬 위험 관리, 제품/서비스, 사회책임경영 능력)에서 총 32개 항목 평가
	Thomson Reuters	경제성과(고객충성도, 성과, 주주충성도), 환경성과(자원절감, 배출감소, 제품혁신), 사회성과(종업원 품질, 안전/보건, 교육훈련, 다양성, 인권, 지역사회, 제품책임), 지배구조(이사회 구조, 보상정책, 이사회기능, 주주권리, 비전과 전략) 분야 250개 이상 지표 평가
	SAM	경제(지배구조, 리스크 관리, 법준수), 환경(환경성과, 환경보고), 사회(인적자본 개발, 인재확보, 노사관계, 기업시민주의, 사회책임성과보고) 항목별 가중치 평가
국내	KEJI 지수	6대 평가항목 (건전성, 공정성, 사회봉사기여도, 소비자보호만족도, 환경보호만족도, 종업원 만족도) 49개 평가지표와 4개 고려지표 평가 후 점수화
	한국거래소 KRX SRI지수	지배구조(주주관리보호, 이사회, 공시, 감사기구, 경영과실배분), 환경(환경전략, 환경조직, 환경경영, 환경성과, 이해관계자 대응), 사회(종업원, 협력사와 경쟁사, 소비자, 지역사회) 평가 후 등급화
	서스틴베스트	혁신활동, 생산공정, 공급망관리, 인적자원관리, 마케팅 및 고객관리, 사회공헌, 지역사회 투자, 지배구조, 경영인프라 등 33개 항목 73개 지표 평가 후 등급화

왔다. 많은 논의가 이루어지지 못했고 학술연구도 매우 적은 편이다. 그러나 CSiR은 몇 가지 측면에서 경영학 연구에서 주목을 받고 있다. 첫째, CSR이 산업계에 확산되면서 더 많은 기업이 공식적으로 CSR 정책과 활동을 천명하고 있음에도 기업의 부정적인 사건 사고가 끊이지 않기 때문이다. CSR의 진정성에 대한 의구심이 늘고 비판이 커져가는 이유이다. 녹색 덧칠(green washing)과 마찬가지로 CSR 덧칠에 대한 우려가 CSiR에 대한 학술적 접근 필요성을 낳고 있다(Strike 등, 2006). 둘째, CSR에 대한 실증연구를 중시하는 분위기에서 CSR 성과 평가 도구의 타당성을 확인하는 수단으로 CSiR이 언급되고 있다. 측정도구으로써 타당성이 높다면 미래의 무책임한 사건이 발생할 확률이 낮아져야 한

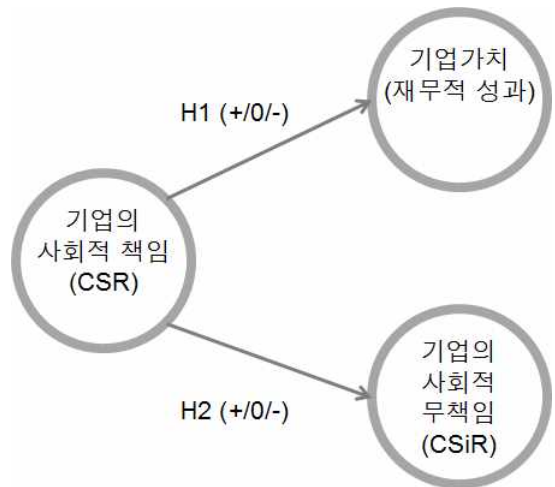
다. CSR 성과 평가결과 예측 타당성을 확인하는 도구로 CSiR이 활용된다(Chatterji 등, 2008). 셋째, 경영의 범주가 국경을 넘어 세계화되면서 규제 수준과 사회구성원의 기대수준이 서로 다른 여러 나라에서 사업을 운영하는 것이 보편적인 현상이 되었다. 국가와 지역, 상황에 따라 어느 지역에서는 높은 수준의 CSR을 보인 기업이 다른 곳에서는 무책임한 행동을 하는 현상이 자주 목격된다. 세계화에 따른 CSR 또는 CSiR의 이전과 확산이 점차 중요한 연구주제로 급부상하고 있다(Surroca 등, 2013).

CSiR은 보통 CSR의 반대개념으로 이해된다. Bateman and Snell(2002)은 CSR을 “사회적 이해관계자에 긍정적인 영향을 미치고 장기적으로 이들의 합법적 권리를 위반하지 않는 기업 활동의 총

칭”으로 정의하면서 이에 대응되는 개념으로 CSiR을 다음과 같이 정의한 바 있다. “사회적 이해관계자에 부정적인 영향을 미치고 이들이 가진 합법적 권리에 위배되는 기업 활동” Kotchen and Moon (2012)은 CSR의 대응 개념으로 CSiR을 “외부효과 비용을 상승시키고 분배과정의 갈등을 촉발하는 기업 활동의 집합(a set of actions that increases externalized costs and/or promotes distributional conflicts)”으로 정의하였다. CSR에 비해 CSiR이 오히려 개념에 대한 이해와 평가가 명확한 측면이 있다. CSR은 법적 요구 사항 이상으로 수행되는 자발적인 행위이기 때문에 사회적 책임을 잘하는데 있어 상한이 없다. 누가 더 성과가 좋은지에 대한 합의가 어렵다. 반면 어떤 부정적인 기준(법규 위반이나 사건, 사고)에 해당되는 모든 기업 행위를 CSiR를 본다면 CSR에 비해 상대적으로 CSiR은 개념이 명확하고 측정이 쉽다.

### III. 연구모형과 연구가설

이 연구는 CSR과 CSiR, 그리고 기업 가치의 관계를 다룬다. CSR과 기업 가치는 오랫동안 다루어진 주제이다. CSiR을 고려함으로써 이 연구 모형은 두 가지 측면에서 기존 문헌을 확장하고자 한다. 첫째는 CSR과 CSiR의 관계를 고찰할 수 있다. 둘째는 기업 가치뿐 아니라 CSiR을 통해 현재 가장 널리 사용되고 있는 CSR 평가도구(KEJI 지수)의 재무적, 사회적 성과차원의 예측 타당성을 살펴볼 수 있다. 연구모형을 도식화하면 다음 <그림 1>과 같다.



<그림 1> CSR과 기업가치, CSiR의 관계에 대한 연구모형

#### 3.1 CSR 성과와 기업 가치

CSR이 기업성과에 미치는 영향은 이론적 설명이나 실증적 분석을 막론하고 다음의 세 가지 가능한 모든 결과에 대한 가능성이 늘 열려 있다. 긍정적인 관계, 부정적인 관계, 그리고 관계없음(Aguinis and Glavas, 2012). 회의적 시각이 여전히 존재하지만 많은 연구가 대체로 긍정적인 관계에 대해 보고하고 있다. CSR활동은 기업의 혁신을 촉진하고, 종업원의 사기를 높이고, 자원의 효율적인 사용을 촉진하며, 기업의 평판을 높여서 기업 성과를 높일 수 있다는 설명(Kurucz 등, 2008; Waddock and Graves, 1997)이 긍정적 관계의 논리적 토대가 된다. 현대 기업경영은 다양한 이해관계자의 요구를 균형 있게 충족해야 한다는 전략적 이해관계자 이론에 근거를 둔 이 논리는(Freeman, 1984), CSR활동이 이해관계자의 잠재적 갈등을 완화시켜 주기 때문에 기업 가치 증대에 도움이 된다고 설명한다(Swanson,

1999). 국내외 연구는 꾸준히 실증근거를 제시해 왔다. Waddock and Graves(1997)는 CSR과 재무성과간 양방향 관계를 시차모형(time-lag model)을 통해 분석하여 여유자원 이론(slack resource theory: 재무성과 → CSR)과 선한경영 이론(good management theory: CSR → 재무성과)에 대한 유의한 실증결과를 제시한 바 있다. Garcia-Castro 등(2010)도 KLD 지수를 대리지표로 ROA, ROE, Tobin's Q 등 다양한 기업성과 지표에 긍정적인 영향을 미친다는 패널분석 결과를 도출하였다. Orilzky 등(2003)은 CSR에 대한 실증연구 문헌을 메타 분석하여 CSR성고가 전반적으로 재무성과에 긍정적인 영향을 준다는 결론을 제시하였다. 최근 연구는 CSR과 기업가치의 직접적인 관계를 벗어나 영향을 미치는 메커니즘을 설명하는 방향으로 세분화되고 있다. 특히 분석단위(unit of analysis)를 개인단위로 확장하여 평판, 브랜드, 소비자 인지 측면에서 CSR을 정교하게 다루는 연구가 마케팅 영역에서 새롭게 부상하고 있다. 예를 들어 제품의 속성과 CSR의 정합성에 따라 긍정적, 부정적 영향 관계가 모두 나타날 수 있다는 연구(Luchs 등, 2010)나 브랜드 인지도에 따른 CSR 효과를 규명한 연구(Pelozo and Shang, 2011)가 대표적이다.

반면 CSR활동은 기본적으로 비용을 유발하기 때문에 기업 가치를 저하시킨다는 논리가 부정적 관계의 이론적 근거가 된다. 전통적인 신고전학과 경제학에 근거를 두고 있으며, 경쟁기업이 동일한 활동을 하지 않는 상황에서 CSR활동에 대한 자발적이고 추가적인 지출은 주주가치를 훼손한다고 설명한다. 부정적 관계에 대한 실증 연구 역시 꾸준히 제시된다(Oosterhout and Heugens, 2008). 특히, CSR활동을 세분화하여 재무성과와 관련성을 분석한 문헌에서는 정도의 차이는 다르지만 대다수 부정

적인 관계가 동시에 발견되고 있다.

국가별로 기업에 대한 사회적 기대나 법규 수준이 다르기 때문에 본질적으로 CSR은 지역적, 제도적인 영향 아래에 있다. 그러나 한국 상황을 다룬 대다수 국내 문헌도 해외 문헌과 대동소이한 결과를 보인다. 국내연구는 주로 KEJI 지수를 CSR 성과의 대리지표로 분석을 수행해 왔다. KEJI는 CSR을 7개 세부 차원(지배구조 건정성, 공정성, 사회봉사기여도, 소비자보호만족도, 환경보호만족도, 종업원만족도, 경제발전기여도)으로 구분하여 각 영역별로 평가한 후 종합점수를 기업의 사회적 성과 점수로 제시한다. KEJI를 CSR 점수로 사용한 대다수 연구는 종합점수인 CSR이 기업가치에 긍정적인 영향을 주지만 세부 차원별 CSR 활동에 대해서는 일관된 결과를 보여주지 못한다(표 2). 먼저, 일반적인 수준에서 CSR 성과인 KEJI 지수와 Tobin's Q, ROA, M/B 비율 등 다양한 재무성과 지표를 활용한 여러 연구는 대체로 긍정적인 관련성을 발견하고 있다(오근혜 등, 2012; 장지인·최현섭, 2010). KEJI 평가에서 높은 평가를 받았던 기업들이 장기적으로 주가 상승률이 높다는 분석도 있다(황호찬, 2009; 심민식·심상현, 2001).

반면 CSR의 세부 차원은 기업 가치에 서로 다른 영향관계를 보여준다. 예를 들어 박헌준과 이종건(2002)의 연구에서 기업의 기부활동은 재무성과에 긍정적인 관계를 미치는 반면, 환경보호활동은 부정적인 결과를 주는 것으로 나타났다. 세부 활동별로 긍정, 부정, 관계없음 결과가 모두 제시될 뿐 아니라 세부항목별 분석시기에 따라 일관되지 못한 결과도 도출되기도 한다(예: 김영식·위정범, 2010; 조성표·손수훈, 2009; 위평량·김윤호, 2006). 이는 해외 연구 결과와도 비슷한 것으로 Brammer 등(2006)이 CSR을 환경, 종업원, 지역사회 세 가지



〈표 2〉 CSR과 기업 성과의 관계에 대한 국내 문헌

연구자	독립변수	종속변수	연구결과	비고
천미림과 유재미(2013)	KEJI	ROA, Tobin's Q	CSR 종합점수: (+)	시차모형 미적용
나영과 홍석훈(2011)	KEJI	Tobin's Q	CSR 종합점수: (+) 건전성, 공정성, 사회봉사기여도, 소비자보호만족도: (/) 환경보호활동: (-) 경제발전기여도: (+)	시차모형 미적용
김영식과 위정범(2010)	KEJI	Tobin's Q	CSR 종합점수: (+) 사회봉사기여도: (/)	
장지인과 최현섭(2010)	KEJI	ROA, Tobin's Q	CSR 종합점수: (+)	시차모형 미적용
김동주(2009)	KEJI	Tobin's Q	소비자보호만족도, 사회봉사기여도: (+) 환경보호만족도: (-)	시차모형 미적용
김창수(2009)	사회공헌투자 (명목변수)	Tobin's Q	CSR 종합점수: (+)	내생성 통제, 시차모형 미적용, 수익성(ROA)통제
조성표와 손수훈(2009)	KEJI	Tobin's Q	건전성, 종업원만족도: (+) 사회봉사기여도, 환경보호만족도, 소비자보호만족도: (/)	시차모형 적용
최원욱 등 (2009)	기부금지출	Tobin's Q	CSR 종합점수: (+)	시차모형 적용, 수익성(ROA)통제
위평량과 김운호(2006)	KEJI	Tobin's Q	CSR 종합점수: (+) 건전성, 소비자보호만족도, 환경보호만족도, 경제발전기여도: (+) 공정성, 사회봉사기여도, 종업원만족도: (/)	시차모형 미적용
박헌준 등 (2004)	KEJI (환경보호성과, 기부활동)	ROA	환경보호만족도: (/) 기부활동: (+)	시차모형 미적용
박헌준과 이종진(2002)	KEJI (환경보호성과)	Tobin's Q	CSR 종합점수: (+)	시차모형 미적용

주) (+): 정의 영향관계, (-): 부의 영향관계, (/): 유의한 관계없음

범주로 나누어 분석하였을 때 환경, 종업원에 대한 CSR은 추가수익률에 부정적인 영향을 주었지만 지역사회 CSR활동은 긍정적인 효과를 보였다.

결과적으로 KEJI를 CSR 측정도구로 사용했던 기존 문헌은 대체로 CSR과 기업가치의 긍정적인

영향관계를 지지한다고 볼 수 있다. 두 가지 추론을 가능하게 한다. 첫째, KEJI가 CSR를 온전히 반영하고 있다면 CSR 성과는 미래의 기업 가치에 긍정적인 영향을 준다. 둘째, KEJI가 CSR의 바른 대리 지표라면 측정도구로서 KEJI의 재무적 예측타당성

은 유의하다. 이를 토대로 다음의 가설을 제시한다.

가설 1a: CSR 성과는 기업 가치와 유의한 정(+)의 관계가 있다.

가설 1b: CSR 평가도구인 KEJI 지수의 재무적 예측 타당성은 유의하다.

### 3.2 CSR과 기업의 사회적 무책임(CSiR)

기업의 사회적 책임 활동은 무책임한 활동을 하지 않거나 최소한 기업 스캔들을 줄이는데서 출발한다. CSR 성과는 부정적인 사건사고 발생건수가 적거나 없는 것을 전제로 한다. 따라서 CSR과 CSiR은 서로 부(-)의 관계를 가져야 한다고 생각할 수 있다. 그러나 법규 위반은 실제로 발생하고 있고 외부로 드러나지 않더라도 잠재된 CSiR이 관행적으로 벌어지고 있을 수 있다. 선행연구는 CSR과 CSiR이 동시에 존재할 수 있을 것이라는 몇 가지 이유를 암시한다. CSR이 CSiR 위험을 줄이기 위한 행위일 수도 있지만 반대로 CSiR을 감추기 위한 활동일 수도 있다는 것이다. 몇 가지 친환경 활동을 과다 홍보하여 수많은 비친환경 행위를 덮으려는 녹색딴칠(green washing)이 대표적 사례라고 할 수 있다. 둘째 요인은 CSR 성과 평가도구의 불완전성이다. 기업이 선택적으로 제공하는 정보(예: 지속가능성 보고서)를 기초로 CSR을 평가하는 현행 방식에서는 잠재된 CSiR을 제대로 감지하지 못할 수 있다(Lyon and Maxwell, 2011; Kim and Lyon, 2011).

CSR과 CSiR에 대한 실증연구 역시 복합적인 증거를 제시한다. KLD 사회등급평가 데이터베이스(Social Rating Database)에서 제공하는 3000개 기업에 대한 종단적 실증분석을 통해 Kotchen과 Moon(2012)은 CSiR과 CSR이 대체로 정(+)의

상관관계가 있다는 것을 발견했다. CSiR을 선행변수로 분석한 결과에서 CSiR이 높은 기업일수록 CSR이 높다는 결론을 얻었다. 이들은 CSiR을 만회하기 위한 수단으로 CSR 활동 수준을 높이는 경향이 있다고 해석했다. 세부적인 CSR 활동을 나누어 분석한 경우 다양한 결과를 보였다. 예를 들어 지배구조, 환경, 인권, 제품품질 및 안전 항목의 경우 CSiR과 CSR이 정(+)의 관계를 보이지만 다양성, 종업원 항목에서는 음(-)의 관계를 보였다(Kotchen and Moon, 2012). Muller와 Kraussl(2011) 연구는 사회적 평판이 나쁜 기업일수록 이를 극복하기 위하여 더 많은 기부를 한다는 증거를 제시하였다. 사회적 무책임이 드러난 경우 이를 계기로 더 많은 CSR 활동을 수행한다고 해석할 수 있다. Strike 등 연구(2006), Surroca 등 연구(2013)는 국제화 과정에서 CSR과 CSiR이 동시에 나타날 수 있다는 사실을 보여주었다. 다국적 기업의 경우 국제적 평판을 유지할 목적으로 글로벌 기준에 부합하는 높은 CSR 수준을 유지하기 위하여 노력하는 동시에(높은 CSR 성과), 저개발국가의 낮은 사회적 요구를 최대한 활용하는 과정에서 부정적인 사회적 영향을 동시에 미친다는 것이다(낮은 CSR 또는 CSiR). 다양한 상황에서 CSR과 CSiR이 공존할 수 있다는 사실을 보여주는 사례이다. 그러나 CSR과 CSiR의 정(+)의 관계를 논증하는 문헌은 주로 기업이 CSR을 하게 되는 동인을 CSiR에서 찾는데 초점을 맞추고 있다. 다시 말하면 'CSiR → CSR'의 인과관계를 설정한다. 따라서 CSR → CSiR의 선행관계를 설명하고자 하는 이 연구의 직접적인 논리적 근거라고 말하기는 어렵다.

CSiR에 대한 국내 연구는 매우 적기 때문에 관련된 근거를 찾기는 쉽지 않다. CSR 성과와 조세회피에 관한 최근 연구가 참고 문헌으로 가장 적합한 유

일한 경우이다. 김정교 등(2014)은 KEJI 지수를 이용한 분석을 통해 기업의 CSR 활동이 조세회피를 억제하는 효과가 있다는 증거를 제시한 바 있다. CSR 세부 차원에 대한 분석은 혼합된 결과를 보여주었는데 사회봉사기여도와 종업원만족도는 조세회피를 억제하는 효과가 있는 반면 소비자보호만족도와 환경보호만족도는 오히려 조세회피를 유인하는 효과가 있다는 결론을 도출한 바 있다.

CSiR은 의도적인 행위일수(예: 조세회피 등)도 있지만 기존의 잘못된 관행이나 의식, 경영 의사결정에 의해 우발적으로 발생하는 결과인 경우도 많다(예: 소비자정보 유출사고, 공장의 환경물질 누수 사고 등). CSR은 의도적인 행위인데 반해 CSiR은 비의도적 결과가 다수라고 이해할 수 있다. CSR이 CSiR 가능성을 줄일 수 있다는 논리는 기업 내적인 관점과 외적인 관점에서 설명할 수 있다(Wu, 2014). 첫째, CSR 성과가 높은 기업은 사회적 책임을 기업의 핵심 가치로 설정하고 중요한 전략적 의사결정에 CSR을 반영한다. CSR 수준이 높은 기업은 대부분 정부 규제보다 훨씬 엄격한 자체 기준을 설정하여 준수한다(Chih 등, 2010). CSR을 전사적으로 담당하는 조직을 가지고 있으며 다양한 의사결정 과정에서 지켜야 하는 절차와 보고체계, 경영시스템이 구축되어 있는 기업이 CSR 성과가 높다(Campbell, 2007). 품질경영의 관점에서 보았을 때 CSiR은 기업수준의 불량이라고 해석할 수 있다. CSR과 관련된 기업 내부의 절차, 체계, 시스템, 조직적 문화가 잘 형성된 기업은 불량 발생 확률이 낮다. 결과적으로 CSR 수준이 높은 기업은 사회적으로 무책임한 사건이 일어날 수 있는 여지를 줄여 준다(Wu, 2014). 둘째, CSiR이란 기업 행위에 대한 사회구성원의 주관적인 판단이나 해석의 결과이다(Lange and Washburn, 2012). 동일한 사건과 행위라 할

지라도 사회구성원이 어떻게 해석하고 평가하는지에 따라 커다란 사회적 문제로 확대될 수도, 사소한 일로 묻힐 수도 있다. CSR 활동은 사회구성원이 기업에 대해 좋은 이미지를 갖게 한다. CSR은 기업에 대한 시민의 평판, 소비자의 브랜드 충성도, 구직자의 직업 선호도를 높일 수 있다(Arora and Henderson, 2007; Montgomery and Ramus, 2003). 굳건히 형성된 사회구성원과의 좋은 관계는 혹시 발생할 수 있는 사건, 사고가 사회적으로 크게 확산되기 전에 쉽고 간단히 처리될 수 있도록 도와줄 수 있다. CSR이 사건, 사고의 발생을 원천적으로 줄이지 못한다 하더라도 사회적으로 무책임한 대형 스캔들로 확산되는 것을 막아줄 수 있기 때문에 사건 사고로 포착되는 CSiR 빈도를 줄여줄 수 있을 것이다.

CSR과 CSiR은 공존할 수도 있고 여러 형태의 영향관계를 보일 수도 있다. 그러나 선행관계를 고려하여 설명한다면 CSR은 CSiR의 발생 가능성을 줄여줄 것으로 기대된다. 국내 상황에서 두 가지 추론이 가능하다. 첫째, KEJI가 CSR을 온전히 반영하고 있다면 CSR 성과는 미래의 CSiR을 줄여준다. 둘째, KEJI가 CSR의 바른 대리지표라면 측정도구로서 KEJI의 사회적 성과 예측 타당성은 유의하다. 이를 토대로 다음의 가설을 제시한다.

가설 2a: CSR성과는 기업의 사회적 무책임과 유의한 부(-)의 관계가 있다.

가설 2b: CSR 평가도구인 KEJI 지수의 사회적 성과 예측 타당성은 유의하다.

## IV. 연구방법

### 4.1 변수의 측정

#### 4.1.1 CSR 성과

CSR성과는 경제정의실천연합 경제정의연구소(KEJI)의 KEJI 지수를 이용하였다. KEJI는 1991년부터 2012년까지 총 21차례(2008년 제외) 국내 상장기업(금융업, 뮤추얼펀드, REITs제외)의 CSR 활동 수준을 평가하여 지수로 발표해 왔다. 일관된 형태로 오랫동안 CSR 성과를 평가해 왔기 때문에 국내 기업의 CSR 연구는 대부분 KEJI 지수를 대리지표로 활용하고 있다. KEJI 지수는 지배구조의 건전성, 공정성, 사회봉사기여도, 소비자보호만족도, 환경보호만족도, 종업원만족도, 경제발전기여도의 7개 평가 차원으로 구성된다. 7개 차원에서 총 49개 평가지표(내부지분율, 경영세습상태, 공정거래 등)와 3개의 고려지표(탈세, 언론사 지분보유, 노사협력 등)를 이용하여 평가한다. 기업평가위원회가 기업의 연례보고서와 한국신용평가를 포함한 전문기관의 자료를 분석하여 75점 만점으로 개별기업의 CSR성과를 정량적으로 산출하고 전문가 집단이 별도로 25점 만점으로 정성평가를 수행한다(부록 2 참조).

이 연구는 2008년을 제외하고 2005년에 발표된 15회 KEJI 지수부터 2011년 20회 지수까지 6년의 종단적 자료를 이용하여 국내기업의 CSR를 측정하였다. 7대 평가범주에서 정성평가를 제외한 75점 만점의 정량평가만을 분석대상으로 하였다. 정량평가 총

점은 자료 확보가 쉽고 매년 CSR 점수를 항목별로 일관되게 비교하는데 유용하다(홍길표 등, 2008).

#### 4.1.2 기업의 사회적 무책임(CSiR)

국내 기업의 CSR 연구는 주로 KEJI 지수를 이용한다. 해외 문헌은 CSR과 CSiR 연구 모두 KLD의 자료를 활용한다. KLD가 CSR과 관련하여 강점(strength)과 더불어 '우려(concern) 항목'으로 평가하는 점수를 CSiR의 대리지표로 활용한다(예: Strike 등, 2006). 그러나 사회적 무책임(CSiR)에 대한 국내 평가 자료는 없다. 이 연구는 국내에서 발생한 부정적 사건사고 자료를 직접 수집하여 CSiR 측정 지표로 사용하였다. 일반적인 CSR 평가체제인 ESG(환경, 사회, 지배구조)차원을 6대 핵심 이해관계자, 16개 주요 항목으로 세분화하여 자료를 조사하였다. 각 항목별로 기업이 일으킨 부정적 사건 사고를 조사하여 항목별 건수로 CSiR 데이터베이스를 구축하였다. 자료원은 미디어와 공정거래위원회 의결서 자료이다. 검색어는 부정적 사건을 가장 잘 확인할 수 있는 내용으로 총 48개를 선별하였다(부록 3 참조).

첫 번째 자료원은 미디어 검색이다. 중앙일간지 11곳과 경제신문 7곳을 선정하여 한국언론재단 통합검색 기능을 활용하여 <부록 3>의 48개 검색어로 2005년 1월 1일부터 2012년 12월 31일까지 8년간 국내 상장기업의 부정적 사건 기사를 수집하였다.<sup>3)</sup> 개별 기사를 일일이 확인하여 중복된 기사를 제외하고 해당 연도에 특정한 기업이 특정한 부정적 사건사고로 미디어에 노출된 건수를 CSiR로 취합하

3) 중앙일간지는 조선일보, 중앙일보, 동아일보, 한겨레, 경향신문, 세계일보, 국민일보, 문화일보, 한국일보, 아시아투데이이며 경제신문은 한국경제, 매일경제, 서울경제, 머니투데이, 파이낸스뉴스, 아시아경제, 헤럴드경제이다. 기사검색은 한국언론진흥재단(www.kinds.or.kr)에서 통합 검색하였다.

였다. 두 번째 자료원인 공정거래위원회는 홈페이지 심결/법령 메뉴에서 제공하는 의결서 목록이다. 의결서에는 사건의 내용, 과징금, 고발, 재결기각, 시정명령과 시정 권고 사항 내용이 의결 날짜와 함께 기재되어 있다. 2005년 1월 1일부터 2012년 12월 31일까지 8년간 공정거래위원회 의결서를 48개 검색어로 검색한 후 검색된 의결서 내용을 일일이 확인하여 특정 기업의 특정한 사건으로 공정거래위원회로부터 징계를 받은 건수를 CSiR로 취합하였다. 최종 CSiR 데이터베이스는 미디어 검색과 공정거래위원회 검색 건수를 종합하여 검색어 분류코드별로 정리하였다.

연구는 최종적으로 6대 이해관계자 범주(환경, 고객, 종업원, 공급사, 경쟁사, 주주)에서 환경 부문을 제외한 5대 CSiR 차원만을 사용하였다. 미디어 검색에서 2005-2012년 8년간 검색된 환경차원의 CSiR 사건 사고건수는 22개로 매우 적다. 환경 CSiR은 환경부의 환경사고 위반자료 정보가 추후 공개되면 의미 있는 분석이 가능할 것으로 여겨져 추후 연구로 남겨 두었다. 당해 연도 CSiR 점수는 5대 차원의 사건, 사고의 합산 건수가 된다.

#### 4.2 분석표본과 자료 패널

KEJI 지수와 CSiR 데이터베이스를 토대로 연구

자료 패널을 선정하였다. 분석 표본은 2005년 1월 1일부터 2012년 12월 31일까지 8년간 한국거래소 유가증권 시장에 상장된 비금융 기업이다. 시차모형(time-lag model)을 적용하기 위하여 CSR, CSiR, 재무자료는 각기 다른 연도 패널을 이용하였다(표 3). CSR과 재무자료는 2011년까지 자료를 이용하고 CSiR은 2012년 자료까지 이용하였다. 재무자료는 KIS-VALUE 데이터베이스를 이용하여 추출하였고 해당 기간 동안 기말시가총액, Tobin's Q, ROA, 매출액 성장률, 부채비율과 같은 재무자료를 확인할 수 없는 기업은 표본에서 제외하였다. KEJI 지수에서 공표되는 기업은 매년 다르다. 2005년부터 2011년까지(2008년 제외) 6개 연도에 KEJI 지수로 포함된 분석 표본은 총 1,058개 기업으로 37개 업종을 포함한다. 분석 표본의 산업별 분포는 <표4>와 같다. 산업은 다시 1차 산업 더미(산업코드 3), 식품품 제조업(산업코드 10)부터 전기, 가스, 증기 및 공기조절 공급업(산업코드 35)까지는 제조업 더미, 종합 건설업(산업코드 41) 더미, 도매 및 상품중개업(산업코드 46)부터 스포츠 및 오락관련 서비스업(산업코드 91)은 서비스업 더미로 업종을 축약하여 통제변수로 설정하였다.

CSR과 기업 가치의 관련성 분석과 CSiR 관련성 분석에서 사용된 자료는 다르다. CSiR은 3개연도 CSiR 합산 건수를 사용하였다. 예를 들어 CSR 2005

<표 3> 분석자료 패널

주요 개념	자료원	분석자료 패널
기업의 사회적 책임(CSR)	KEJI	2005년~2011년 (2008년 제외) 6개연도
기업의 사회적 무책임(CSiR)	자체 수집 (공정거래위원회, 미디어검색)	2006년~2012년 7개연도
기업가치(재무성과)	KIS-VALUE	한국거래소 유가증권 상장기업(비금융) 2006~2012년 7개연도

〈표 4〉 분석 패널 그룹별 표본기업의 산업 분포

산업분류코드	산업	빈도	비율(%)
3	어업	2	0.19
10	식품 제조업	75	7.09
11	음료 제조업	11	1.04
13	섬유제품 제조업	5	0.47
14	의복, 의복액세서리 및 모피제품 제조업	20	1.89
15	가죽, 가방 및 신발 제조업	4	0.38
17	펄프, 종이 및 종이제품 제조업	20	1.89
19	코크스, 연탄 및 석유정제품 제조업	14	1.32
20	화학물질 및 화학제품 제조업	124	11.72
21	의료용 물질 및 의약품 제조업	137	12.95
22	고무제품 및 플라스틱제품 제조업	20	1.89
23	비금속 광물제품 제조업	36	3.40
24	1차 금속 제조업	61	5.77
25	금속가공제품 제조업	19	1.80
26	전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비 제조업	59	5.58
27	의료, 정밀, 광학기기 및 시계제조업	2	0.19
28	전기장비 제조업	34	3.21
29	기타 기계 및 장비 제조업	75	7.09
30	자동차 및 트레일러 제조업	49	4.63
31	기타 운송장비 제조업	23	2.17
32	가구 제조업	13	1.23
35	전기, 가스, 증기 및 공기조절 공급업	27	2.55
41	종합 건설업	83	7.84
46	도매 및 상품중개업	37	3.50
47	소매업	17	1.61
49	육상수송 및 파이프라인 운송업	8	0.76
50	수상 운송업	5	0.47
51	항공 운송업	2	0.19
52	창고 및 운송관련 서비스업	7	0.66
58	출판업	8	0.76
61	통신업	10	0.95
62	컴퓨터 프로그래밍, 시스템 통합 및 관리업	3	0.28
71	전문서비스업	28	2.65
72	건축기술, 엔지니어링 및 기타 과학기술 서비스업	7	0.66
75	사업지원 서비스업	6	0.57
85	교육 서비스업	3	0.28
91	스포츠 및 오락관련 서비스업	4	0.38
합계	37개 업종	1,058	100.00

년도 자료는 재무 자료 2005년도(통제변수로 사용된 총자산 규모, 매출증가율, ROA, 부채비율)와 2006년도 자료(종속변수로 사용된 Tobin's Q)를 짝지어 분석에 사용한 반면 CSiR은 2006-2008 3년 합산 건수와 분석하였다. 결과적으로 CSR-기업가치 분석(가설1 검증)은 2005-2011년 6개 연도 KEJI 점수를 이용할 수 있었지만 CSR-CSiR 분석(가설2 검증)은 2005-2009년 4개 연도 KEJI 점수만을 이용할 수 있었다. 가설 검증에 사용된 연도별 분석 표본은 <표 5>와 같다.

### 4.3 분석 모형

#### 4.3.1 CSR이 기업성과에 미치는 영향

CSR이 기업성과에 미치는 영향을 분석하기 위하여 두 가지 회귀식을 설정하였다.

<회귀식 1>

$$TQ_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 KEJIt + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 ROA_t + \beta_4 SALES_t + \beta_5 LEV_t + \beta_6 \sum_1^4 ID_i + \beta_7 \sum_1^6 Y_j$$

<회귀식 2>

$$TQ_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 K\_SO_t + \beta_2 K\_FA_t + \beta_3 K\_SA_t + \beta_4 K\_CS_t + \beta_5 K\_ENV_t + \beta_6 K\_EMS_t + \beta_7 K\_EDC_t + \beta_8 SIZE_t + \beta_9 ROA_t + \beta_{10} SALES_t + \beta_{11} LEV_t + \beta_{12} \sum_1^4 ID_i + \beta_{13} \sum_1^6 Y_j$$

종속변수인 기업 가치의 대리변수로써 기존 연구에서 주로 사용하는 Tobin's Q를 이용하였다. Tobin's Q는 기업의 시장가치를 기업 자산의 대체원가로 나누어 구한다. 그러나 분모에 해당하는 자산의 대체원가를 확실히 파악해 계산하는 것은 현실적으로 어려움이 있다. 이 연구는 부채와 자산의 시장가치 추정이 어렵고 시장가치와 장부가치의 차이가 크지 않은 이유를 근거로 총부채의 장부 가치와 자산의 대체원가 대신에 총자산의 장부 가치를 적용하였다.

첫 번째 회귀식의 독립변수는 CSR 대리지표인 KEJI 종합점수이다(KEJI). 두 번째 회귀식의 독립변수는 CSR을 7개 세부 차원으로 나눈 개별 점수이다. 7대 CSR 범주는 지배구조 건전성(SO), 지배구조 공정성(FA), 사회봉사기여도(SA), 소비자보호만족도(CS), 환경보호만족도(ENV), 종업원만족

<표 5> KEJI 연도별 표본 수

CSR과 기업 가치 분석 표본			CSR과 CSiR 분석 표본		
연도	빈도	비율(%)	연도	빈도	비율(%)
2005	170	16.07	2005	170	24.67
2006	171	16.16	2006	171	24.82
2007	171	16.16	2007	171	24.82
2009	177	16.73	2009	177	25.69
2010	185	17.49			
2011	184	17.39			
합계	1,058	100.00	합계	689	100.00

도(EMS), 경제발전기여도(EDC)이다. 기업의 전년도 재무성과는 다음해 기업 가치에 영향을 주기 때문에 통제하였다. 성장성을 통제하기 위하여 당해 연도 매출액 증가율(SALES), 수익성을 통제하기 위하여 ROA를, 안정성은 부채비율(LEV), 기업규모는 총자산 로그값을 통제변수로 사용하였다. 이들은 기존 연구에서 매우 전형적으로 사용되는 변수들이다. CSR과 관련된 독립변수와 재무성과와 관련된 통제변수는 같은 연도(t시점)의 자료이고 종속변수인 Tobin's Q는 시차모형(time-lag model)을 적용하였기 때문에 다음 해 기업성과 자료이다(t+1 시점). 산업과 자료 패널 연도에 따른 영향을 통제하기 위하여 산업더미(ID)와 연도더미(Y) 변수를 추가하였다.

#### 4.3.2 CSR이 CSiR에 미치는 영향

CSR이 기업의 사회적 무책임(CSiR)에 미치는 영향을 분석하기 위하여 14개의 회귀식을 설정하였다.

〈회귀식 3〉

$$CSiR_{i3} = \beta_0 + \beta_1 KEJI_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 ROA_t + \beta_4 SALES_t + \beta_5 LEV_t + \beta_6 \sum_1^4 ID_i + \beta_7 \sum_1^4 Y_j$$

〈회귀식 4〉

$$CSiR_{i3} = \beta_0 + \beta_1 K\_SO_t + \beta_2 K\_FA_t + \beta_3 K\_SA_t + \beta_4 K\_CS_t + \beta_5 K\_ENV_t + \beta_6 K\_EMS_t + \beta_7 K\_EDC_t + \beta_8 SIZE_t + \beta_9 ROA_t + \beta_{10} SALES_t + \beta_{11} LEV_t + \beta_{12} \sum_1^4 ID_i + \beta_{13} \sum_1^6 Y_j$$

〈회귀식 5〉

$$IrCUS_{i3} = \beta_0 + \beta_1 KEJI_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 ROA_t + \beta_4 SALES_t + \beta_5 LEV_t + \beta_6 \sum_1^4 ID_i + \beta_7 \sum_1^4 Y_j$$

〈회귀식 6〉

$$IrCUS_{i3} = \beta_0 + \beta_1 K\_SO_t + \beta_2 K\_FA_t + \beta_3 K\_SA_t + \beta_4 K\_CS_t + \beta_5 K\_ENV_t + \beta_6 K\_EMS_t + \beta_7 K\_EDC_t + \beta_8 SIZE_t + \beta_9 ROA_t + \beta_{10} SALES_t + \beta_{11} LEV_t + \beta_{12} \sum_1^4 ID_i + \beta_{13} \sum_1^6 Y_j$$

〈회귀식 7, 8〉 종속변수 IrEMP

〈회귀식 9, 10〉 종속변수 IrSCP

〈회귀식 11, 12〉 종속변수 IrCOM

〈회귀식 13, 14〉 종속변수 IrSHA

〈회귀식 15, 16〉 종속변수 IrSOC

독립변수인 CSR은 2005년, 2006년, 2007년, 2009년 KEJI 점수이다. CSiR은 시차모형을 적용하여 KEJI 평가 다음 해부터 3년간 사건 사고의 합으로 분석하였다(t3은 t+1, t+2, t+3의 합을 의미한다). Chatterji 등(2008) 연구는 3년 치 사건 사고 건수 평균을 CSiR 대리지표로 사용하였으나 이 연구는 관측치가 상대적으로 적어 3년 치 사건 사고의 누적발생 건수를 사용하였다. 즉 KEJI 2005년에는 CSiR 2006년~2008년 사건 사고, KEJI 2009년에는 CSiR 2010년~2012년 사건 사고 건수로 각각 대응하여 분석 패널이 설정되었다. 결과적으로 KEJI 자료는 2009년까지 밖에 사용할 수



없어 전체 분석 표본수가 줄어들게 되었다.

CSR이 총합 CSiR에 미치는 영향을 KEJI 종합 점수의 회귀식(식 3)과 KEJI의 세부 차원별 회귀식(식 4)으로 구분하여 관계를 분석하였다. CSiR을 차원별로 나누어 CSR 영향관계를 세부적으로 분석하였다. 고객 영역의 사건/사고(IrCUS), 종업원 영역의 사건/사고(IrEMP), 공급사 영역의 사건/사고(IrSCP), 경쟁사 영역의 사건/사고(IrCOM), 주주 영역의 사건/사고(IrSHA), 일반사회 영역의 사건/

사고(IrSOC)에 대해 각각 KEJI종합점수와 KEJI 세부차원 점수로 회귀식을 구성하였다(회귀식 5 ~ 회귀식 16). 재무성과의 영향력을 통제하기 위하여 성장성(매출액 증가율, SALES), 수익성(ROA), 안정성(부채비율, LEV)을, 기업규모를 통제하기 위하여 총자산 로그값(SIZE)을 통제변수로 설정하였고 산업더미(ID)와 연도더미(Y)를 추가하였다.

연구에 사용된 변수와 측정방법을 정리하면 다음 <표 6>과 같다.

<표 6> 연구 변수의 정의와 측정방법

변수	변수 정의	비 고
$TQ_{t+1}$	기업성과(기업 가치)	$= \frac{\text{기말시가총액(보통주+우선주)} + \text{부채장부가치}}{\text{자산장부가치}}$
$KEJI_t$	CSR성과(총합성과) 정량평가총점(CSR 활동)	7대 차원별 점수의 총합(75점 만점)
$K\_SO_t$	(지배구조) 건전성	20점 만점
$K\_FA_t$	(지배구조) 공정성	11점 만점
$K\_SA_t$	사회봉사기여도	7점 만점
$K\_CS_t$	소비자보호만족도	7점 만점
$K\_ENV_t$	환경보호만족도	10점 만점
$K\_EMS_t$	종업원만족도	10점 만점
$K\_EDC_t$	경제발전기여도	10점 만점
$CSiR_{t3}$	기업의 사회적 무책임 (총합점수)	고객, 종업원, 공급사, 경쟁사, 주주, 일반사회 차원 3년간(t+1, t+2, t+3) 사건 사고 건수 총합
$IrCUS_{t3}$	고객(소비자)	고객 영역 3년간 사건 사고 건수
$IrEMP_{t3}$	종업원	종업원 영역 3년간 사건 사고 건수
$IrSCP_{t3}$	공급사	공급사 영역 3년간 사건 사고 건수
$IrCOM_{t3}$	경쟁사	경쟁사 영역 3년간 사건 사고 건수
$IrSHA_{t3}$	주주	주주(지배구조) 영역 3년간 사건 사고 건수
$IrSOC_{t3}$	일반사회	일반사회 영역 3년간 사건 사고 건수
$SIZE_t$	기업규모	$= \log(\text{총자산})$
$ROA_t$	총자산순이익률	$= \text{당기순이익} / \text{총자산}$
$SALES_t$	매출액증가율	$= (\text{당기 매출액} - \text{전기 매출액}) / \text{전기 매출액}$
$LEV_t$	부채비율	$= \text{총부채} / \text{자기자본}$
$ID_t$	산업더미	4개 산업군에 대한 더미변수 <ul style="list-style-type: none"> <li>CSR와 기업 가치 분석: 6개 분석자료 연도(2005, 2006, 2007, 2009, 2010, 2011)</li> <li>CSR와 CSiR 분석: 4개 분석자료 연도(2005, 2006, 2007, 2009)</li> </ul>
$Y_t$	연도더미	

#### 4.4 기술통계

2005년부터 2011년까지(2008년 제외) 6년간 KEJI 지수가 제시되어 있다(표 7). KEJI 평가대상 기업의 정량평가 총점(75점 만점)이며 2007년이 최소점수인 46.97점, 2011년이 최고점수인 47.98 점이다. 연도별 평균 점수는 큰 차이가 없다. KEJI 평가 점수는 국내 기업의 CSR 수준이 매년 눈에 떨

정도의 향상되는 것이 아님을 보여준다.

이 연구의 표본은 두 그룹으로 나뉘어 있다. CSR와 기업 가치 관계를 분석하기 위한 자료는 KEJI 2005년~2011년(2008년 제외) 6년간 자료인 1,058개 기업 표본이며 CSR와 CSiR 관계를 분석하기 위한 자료는 KEJI 2005년~2009년(2008년 제외) 4년간 자료인 689기업 표본이다. <표 8>에 제시된 기술통계량은 KEJI 6개 연도 분석자료, 재무정보

<표 7> 연도별 KEJI 지수의 기술통계량 (단위: 점)

	2005	2006	2007	2009	2010	2011
KEJI 지수 평균	47.41	47.30	46.97	47.54	47.76	47.98
표준편차	2.35	2.31	2.52	2.55	2.49	2.29
최소값	44.64	40.48	43.61	43.99	44.41	44.84
최대값	55.82	55.13	54.61	53.59	54.36	56.26
중간값	46.65	46.87	46.68	47.25	47.15	47.56
표본수	170	171	171	177	185	184

<표 8> 표본기업의 CSR, 기업가치, CSiR과 주요 변수 기술통계량

변수	표본	평균	표준편차	최소값	최대값
토빈값(TQ <sub>t+1</sub> )	1058	1.11	0.64	0.22	6.03
기업규모(SIZE <sub>t</sub> )	1058	26.98	1.55	23.95	32.40
수익성(ROA <sub>t</sub> )	1058	0.05	0.05	-0.28	0.32
매출증가율(SALES <sub>t</sub> )	1058	7.92	18.63	-99.14	133.59
부채비율(LEV <sub>t</sub> )	1058	84.55	72.59	1.73	610.69
CSR(KEJI <sub>t</sub> )	1058	47.51	2.41	40.48	56.26
건정성(K_SO <sub>t</sub> )	1058	15.19	1.40	10.72	18.41
공정성(K_FA <sub>t</sub> )	1058	8.43	0.80	5.45	10.25
사회봉사기여도(K_SA <sub>t</sub> )	1058	3.97	1.34	1.75	10.48
소비자보호만족도(K_CS <sub>t</sub> )	1058	3.34	0.39	2.25	4.90
환경보호만족도(K_ENS <sub>t</sub> )	1058	5.97	0.94	4.35	8.50
종업원만족도(K_EMS <sub>t</sub> )	1058	5.65	1.21	2.64	8.70
경제발전기여도(K_EDC <sub>t</sub> )	1058	4.96	0.80	2.86	7.89
CSiR(CSiR <sub>13</sub> )	689	0.66	1.25	0	9
고객 영역(IrCUS <sub>13</sub> )	689	0.10	0.38	0	4
종업원 영역(IrEMP <sub>13</sub> )	689	0.02	0.16	0	2
공급사 영역(IrSCP <sub>13</sub> )	689	0.22	0.58	0	6
경쟁사 영역(IrCOM <sub>13</sub> )	689	0.19	0.63	0	6
주주 영역(IrSHA <sub>13</sub> )	689	0.10	0.44	0	5
일반사회 영역(IrSOC <sub>13</sub> )	689	0.03	0.18	0	2

〈표 9〉 사회적무책임(CSiR) 건수(KOSPI 상장사)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
CSiR(건수)	148	116	89	83	87	122	134	161
위반기업수	93	78	72	60	66	66	80	106
위반기업비율*	13.5%	11.4%	10.5%	8.7%	9.6%	9.6%	11.6%	15.4%

주) 위반기업비율: 상장기업(분석대상) 687개 기준

6개 연도 분석자료, CSiR 4개 연도 분석 자료이다.

사회적무책임(CSiR)은 2005-2012년까지 8년간 KOSPI 상장기업의 공정거래법 위반건수와 언론에 노출된 부정적 사건 사고 누적건수이다. 〈표 9〉는 연도별 CSiR 현황을 보여준다. 2006년 이후 무책임 사건 사고 발생건수가 다소 감소하다가 2010년을 기점으로 다시 증가하였으며 무책임사건을 일으킨 기업수도 다시 증가한 사실을 확인할 수 있다. KEJI 평가 대상 기업의 연도별 부정적 사건사고 발생건수는 최소 0건(사건사고를 일으키지 않은 경우)에서 최대 9건이다. 상장된 분석대상 687개 기업을 기준으로 최소 8.7%에서 최대 15.4%에 달하는 기업이 매년 한 건 이상 사회적 무책임에 관련된 사건/사고와 관련되고 있다.

〈표 10〉은 영역별 사건 사고 위반 건수를 보여준다. KOSPI 상장기업이 위반한 사건 사고는 2005년부터 8년간 총 940건이다. 공급사 영역에서 가장 많은 무책임 사건이 발생했다. 불법하도급, 지위를 이용한 불공정행위 강요와 같은 일이 대표적이다. 갑을관계로 일컬어지는 부당행위가 만연되고 있음을 보여준다. 두 번째로 빈도가 높은 것은 경쟁사 영역이다. 불법독과점, 리베이트 행위, 내부거래, 경쟁사 비방으로 공정한 경쟁을 저해한 사항으로 고발된 경우가 많았다. 세 번째로 빈도가 높은 영역은 소비자 영역으로 불법담합으로 소비자 권익을 저해한 행위, 허위/과장 광고 행위가 대표적이다.

〈표 10〉 영역별 CSiR 건수(KOSPI 상장사)

영역	건수	비율
고객(소비자)	160	17.0%
종업원	60	6.4%
공급사	312	33.2%
경쟁사	253	26.9%
주주	112	11.9%
일반사회	43	4.6%
총계	940	100.0%

## V. 분석결과와 토의

### 5.1 CSR과 기업가치의 관계

주요변수의 상관관계 분석결과는 〈표 11〉에 제시되어 있다. 토빈값은 KEJI 점수와 유의한 양의 상관관계가 있다. 그러나 KEJI 세부차원은 기업 가치와 서로 다른 방향의 상관관계를 보인다. 지배구조 건전성, 환경보호만족도, 종업원만족도, 경제발전기여도는 기업 가치와 유의한 양의 관계를 보이는데 반해 사회봉사기여도와 소비자보호만족도는 음의 상관관계를 보인다. 지배구조 공정성은 유의한 관계가 없다.

CSR성과가 기업성과에 미치는 가설을 검증하기

〈표 11〉 CSR와 기업 가치 주요 변수의 상관관계 분석

변수	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
(1) 토빈값(TQ <sub>t+1</sub> )	-	-	-	-	-
(2) 기업규모(SIZE <sub>t</sub> )	0.218**	-	-	-	-
(3) 수익성(ROA <sub>t</sub> )	0.306**	0.048*	-	-	-
(4) 매출증가율(SALES <sub>t</sub> )	0.097**	0.375**	-0.373**	-	-
(5) 부채비율(LEV <sub>t</sub> )	0.082**	0.041	0.210**	0.055 <sup>+</sup>	-
(6) CSR(KEJI <sub>t</sub> )	0.260**	0.350**	0.174**	-0.072*	0.008
건정성(K_SO <sub>t</sub> )	0.107**	0.109**	0.176**	-0.239**	-0.013
공정성(K_FA <sub>t</sub> )	0.038	0.072*	-0.014	0.102**	0.059 <sup>+</sup>
사회봉사기여도(K_SA <sub>t</sub> )	-0.066*	0.147**	0.004	0.021	0.019
소비자보호만족도(K_CS <sub>t</sub> )	-0.063**	0.127**	-0.026	0.020	-0.016
환경보호만족도(K_ENS <sub>t</sub> )	0.056 <sup>+</sup>	0.446**	0.036	0.075*	0.041
종업원만족도(K_EMS <sub>t</sub> )	0.209**	-0.148**	-0.015	0.011	-0.056 <sup>+</sup>
경제발전기여도(K_EDC <sub>t</sub> )	0.309**	0.224**	0.214**	-0.051 <sup>+</sup>	0.004

주) CSR의 세부차원별 상관관계는 표시하지 않음, <sup>+</sup> p < 0.10, \* p < 0.05, \*\* p < 0.01

위하여 KEJI 지수를 독립변수, Tobin's Q를 종속 변수로 한 회귀분석을 수행하였다. KEJI 총합점수 이외에 7대 세부 차원별로 재무성과에 미치는 영향을 추가적으로 분석하였다. 1차로 통제변수(전년도 재무성과, 기업규모, 산업더미, 연도더미) 회귀식을 분석하고 2차로 독립변수(KEJI 점수) 회귀식을 분석하는 계층적 회귀분석을 수행하였다(표 12).

통제변수만으로 회귀식을 돌린 모형1은 기업규모, 수익성, 부채비율이 다음연도 기업가치(Tobin's Q)에 영향을 미친다는 사실을 보여준다. 상식에 부합한다. KEJI 총합점수를 독립변수로 추가하여 분석한 모형2는 CSR이 미래의 기업 가치에 정(+ )의 유의한 영향을 미친다는 결과를 제시한다. 2005년부터 2011년까지(2008년 제외) 평가한 때 해의 기업 CSR 성과(KEJI점수)가 차기 연도의 기업 가치에 긍정적인 영향을 미친다는 증거를 1% 유의수준

에서 확인할 수 있다. CSR 성과를 추가한 회귀 모형의 설명력은 3.1% 증가했다.

CSR의 세부 차원별로 기업 가치에 미치는 영향을 모형3에서 분석하였다. 통제모형에 비해 설명력이 6.6% 증가하였다. 이 분석은 CSR 차원이 기업 가치에 미치는 서로 다른 영향 관계를 보여준다. 지배구조 공정성, 종업원만족도, 경제발전기여도는 미래 기업가치(Tobin's Q)에 유의한 정(+ )의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 반면 사회봉사기여도는 부(-)의 유의한 영향을 준다. 지배구조 건전성, 소비자보호만족도, 환경보호만족도는 유의한 영향관계를 보여주지 못했다.

경제발전기여도가 미래의 기업 가치에 가장 큰 영향을 주는 것으로 드러났다. 이 차원은 기존 문헌에서도 긍정적인 영향관계가 입증되어 왔다(이광윤 등, 2012; 위평량·김운호, 2006). 경제발전기여도 평

〈표 12〉 CSR이 기업가치에 미치는 영향에 대한 계층회귀 분석결과

	모형1	모형2 (회귀식1)	모형3 (회귀식2)
기업규모(SIZE)	0.123**	0.038	0.164**
수익성(ROA)	0.376**	0.356**	0.234**
매출증가(SALES)	0.010	0.016	0.057*
부채비율(LEV)	0.211**	0.242**	0.198**
CSR(KEJI)		0.198**	
건정성(K_SO <sub>t</sub> )			0.022
공정성(K_FA <sub>t</sub> )			0.056*
사회봉사기여도(K_SA <sub>t</sub> )			-0.091**
소비자보호만족도(K_CS <sub>t</sub> )			-0.039
환경보호만족도(K_ENS <sub>t</sub> )			0.025
종업원만족도(K_EMS <sub>t</sub> )			0.198**
경제발전기여도(K_EDC <sub>t</sub> )			0.239**
	연도더미, 산업더미 (포함)		
Adj. R <sup>2</sup>	0.205	0.236	0.271
F-값	23.42**	25.76**	22.56**

주) +  $p < 0.10$ , \*  $p < 0.05$ , \*\*  $p < 0.01$

가항목은 기업의 R&D투자와 같이 장기적으로 국가 경제에 기여하고자 하는 기업의 활동을 평가한다. R&D 등은 기업가치의 영향요인으로 오랫동안 평가 받아온 내용이기 구성되어 있기 때문에 정(+ )의 영향관계는 매우 당연한 결과로 이해된다.

종업원만족도의 긍정적인 영향도 기존 문헌과 일관된 결과이다(나영·홍석훈, 2011; 이광윤 등, 2012; 조성표·손수훈, 2009). 종업원은 CSR에서 고려해야 하는 가장 중요한 이해관계자 중 하나로서 종업원 역량이 기업 가치에 결정적인 역할을 한다고 알려져 있다. 종업원 역량개발과 만족도 향상, 복리후생 증진을 위한 기업의 노력도 CSR의 한 부분으로 평가되는데 이러한 활동을 통해 종업원 이직 감

소, 인재모집 및 훈련비용 절감과 같은 비용적인 측면 뿐 아니라 제품의 품질과 생산성 향상을 통해서 기업가치가 높아질 수 있다(나영·홍석훈, 2011).

지배구조 차원에서 건전성은 유의한 관계를 보이지 못했으나 공정성은 유의한 양(+ )의 관계를 보였다. 선행연구(이광윤 등, 2012; 조성표·손수훈, 2009; 김창수, 2009; 박헌준 등, 2001)는 KEJI 연도에 따라 일관된 결과는 아니더라도 지배구조 건전성, 공정성이 기업 가치에 긍정적인 영향을 미친다고 보고한 바 있다.

사회봉사기여도 차원은 일관되게 부정적인 영향을 보여 왔다. 사회봉사는 CSR의 가장 대표적인 차원으로 종종 CSR 그 자체로 표현되기도 하는 차원이

다. 그러나 이 연구결과와 일관되게 기존 연구도 사회봉사가 기업 가치에 음(-)의 영향을 증명해 왔다(이재목·김용, 2013; 이광운 등, 2012). 기업의 사회공헌이 기업 가치에 미치는 영향은 여전히 모호하다. 기업의 사회공헌이 기업 가치의 증진 동기와 결부되어 무형자산 투자의 성격을 띠면 기업 가치에 긍정적인 영향을 줄 수 있으나 개별적인 동기로 수행되면 비용지출이 되어 기업 가치 감소의 결과로 이어질 수 있다. 조성표와 손수훈(2009) 연구는 재무성과를 ROA, ROE로 측정했는데 이 경우에는 사회봉사기여도가 유의한 양(+)의 결과를 보여주었다. 이 연구결과와 기존 연구의 다양한 결과를 토대로 판단하였을 때 사회봉사기여도가 기업 가치에 미치는 일관된 근거는 발견하기 어렵다고 해석할 수 있다.

KEJI 총합점수로 분석한 모형에서 전반적으로 CSR 성과가 기업 가치에 긍정적인 영향을 미치는 것을 확인하였지만 세부 차원별 CSR 분석 모형에서는 다양한 결과를 보여주고 있다. 정(+)의 관계는 경제발전기여도, 종업원만족도, 지배구조 공정성 차원에서 발견되었고 부(-)의 관계는 사회봉사기여도 차원에서 입증되었다. 지배구조 건전성, 소비자만족도, 환경보호만족도는 유의한 관계를 발견하지 못했다. 세부차원에서 다른 영향관계에도 불구하고 이들 점수의 합산으로 측정된 CSR 성과가 유의한 관계를 보인 것은 경제발전기여도, 종업원만족도 차원의 효과가 다른 차원의 부정적인 효과를 충분히 상쇄할 정도로 영향력이 높기 때문인 것으로 분석된다. 결과적으로 CSR성과와 기업 가치에 대한 첫 번째 가설은 지지되었다고 할 수 있다. KEJI 점수를 CSR 성과로 측정한 기존 연구 결과를 재확인해주는 증거이다.

이 연구에서 CSR의 대리지표로 KEJI 지수(총합

점수와 차원별 점수)를 사용하였다. KEJI는 국내의 다수 실증분석 연구가 활용하는 자료이다. KEJI는 CSR 성과의 측정도구 중 하나이다. 도구 관점에서 보았을 때 이 연구결과는 CSR 평가도구로써 KEJI의 타당성은 유의하다는 주장을 지지한다. KEJI 지수의 재무적 예측 타당성(predictive validity)이 높다면 미래의 기업 가치를 유의한 수준에서 예측할 수 있어야 하고 그 결과는 유의한 영향관계로 보여야 한다. 이 연구결과에서 보듯이 KEJI 지수는 기업 가치에 통계적으로 유의한 수준에서 정(+)의 영향을 미치기 때문에 CSR의 측정도구인 KEJI가 기업의 재무성과(기업 가치)를 예측하는 도구로서 도구적 타당성은 유의하다고 말할 수 있다. 이 역시 첫 번째 가설을 지지한다.

## 5.2 CSR과 CSiR의 관계

CSR, CSiR와 통제변수로 사용된 재무성과 변수의 상관관계 분석결과가 <표 13>에 제시되어 있다. 통제변수 중에서 기업규모는 CSiR과 유의한 양의 상관관계가 있다. 종업원 영역을 제외하고 모든 영역에서 기업규모는 사회적 무책임 사건 사고 건수와 유의한 관계가 있다. 독립변수인 CSR은 대체로 CSiR과 정(+)의 유의한 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 종합 건수인 CSiR 뿐 아니라 세부 영역에서도 고객(소비자)영역, 공급사, 경쟁사, 주주 영역의 CSiR 사건 사고와도 상관관계가 높았다. CSR의 세부 차원들도 대체로 CSiR와 유의한 정(+)의 상관관계를 보이고 있다.

두 번째 연구가설을 검증하기 위하여 KEJI지수를 독립변수, CSiR 부정적 사건사고의 3년간 누적건수를 종속변수로 회귀분석을 수행하였다. 분석자료는 KEJI 지수를 기준으로 2005년~2009년(2008년

〈표 13〉 CSR와 CSiR 주요 변수의 상관관계 분석

변수	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
(1) 기업규모(SIZE <sub>t</sub> )	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(2) 수익성(ROA <sub>t</sub> )	0.042	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(3) 부채비율(SALES <sub>t</sub> )	0.401**	-0.376**	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(4) 매출증가율(LEV <sub>t</sub> )	0.040	0.214**	0.066 <sup>+</sup>	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(5) CSR(KEJI <sub>t</sub> )	0.349**	0.201**	-0.070 <sup>+</sup>	0.044	-	-	-	-	-	-	-	-
(6) 건정성(K_SO <sub>t</sub> )	0.107**	0.109**	0.176**	-0.239**	-0.013	-	-	-	-	-	-	-
(7) 공정성(K_FA <sub>t</sub> )	0.038	0.072*	-0.014	0.102**	0.059 <sup>+</sup>	-	-	-	-	-	-	-
(8) 사회봉사기여도(K_SA <sub>t</sub> )	-0.066*	0.147**	0.004	0.021	0.019	-	-	-	-	-	-	-
(9) 소비자보호만족도(K_CS <sub>t</sub> )	-0.063**	0.127**	-0.026	0.020	-0.016	-	-	-	-	-	-	-
(10) 환경보호만족도(K_ENS <sub>t</sub> )	0.056 <sup>+</sup>	0.446**	0.036	0.075*	0.041	-	-	-	-	-	-	-
(11) 종업원만족도(K_EMS <sub>t</sub> )	0.209**	-0.148**	-0.015	0.011	-0.056 <sup>+</sup>	-	-	-	-	-	-	-
(12) 경제발전기여도(K_EDC <sub>t</sub> )	0.309**	0.224**	0.214**	-0.051 <sup>+</sup>	0.004	-	-	-	-	-	-	-
(13) CSiR(CSiR <sub>t3</sub> )	0.475**	0.013	0.176	0.036	0.212**	0.084*	0.092*	0.017	0.095*	0.205**	-0.064 <sup>+</sup>	0.170**
(14) 고객(소비자) 영역(IrCUS <sub>t3</sub> )	0.249**	0.007	0.068 <sup>+</sup>	-0.004	0.095*	0.045	-0.012	0.026	0.106**	0.122**	-0.056	0.064 <sup>+</sup>
(15) 종업원 영역(IrEMP <sub>t3</sub> )	0.027	-0.031	-0.037	-0.001	0.055	0.083*	0.073 <sup>+</sup>	0.053	-0.039	0.063 <sup>+</sup>	-0.096*	-0.044
(16) 공급사 영역(IrSCP <sub>t3</sub> )	0.403**	0.037	0.087*	-0.004	0.182**	0.056	0.104**	0.035	0.091*	0.158**	-0.019	0.084
(17) 경쟁사 영역(IrCOM <sub>t3</sub> )	0.246**	0.015	0.113*	0.090	0.077*	0.073 <sup>+</sup>	-0.015	-0.037	0.053	0.082*	-0.073 <sup>+</sup>	0.149**
(18) 주주 영역(IrSHA <sub>t3</sub> )	0.213**	-0.009	-0.163**	0.003	0.144**	0.006	0.098*	-0.003	0.019	0.122**	0.047	0.106**
(19) 일반사회 영역(IrSOC <sub>t3</sub> )	0.066 <sup>+</sup>	-0.043	0.041	-0.008	0.013	-0.040	0.078*	0.038	-0.060	0.019	-0.035	0.032

주) CSR의 세부차원별 상관관계는 표시하지 않음, CSiR의 세부차원별 상관관계는 표시하지 않음, <sup>+</sup>  $p < 0.10$ , \*  $p < 0.05$ , \*\*  $p < 0.01$

제외) 4년간 자료를 활용하였다. KEJI 총합점수 이외에 7대 세부 차원별로 CSiR에 미치는 영향을 추가적으로 분석하였다. 1차로 통제변수(전년도 재무성과, 기업규모, 산업더미, 연도더미) 회귀식을 분석하고 2차로 독립변수(KEJI 점수) 회귀식을 분석하는 계층적 회귀분석을 수행하였다(표 14). 분석은 시차모형을 적용하였다.

기업의 사회적 무책임(CSiR)에 가장 큰 영향을 미치는 통제변수는 기업 규모인 것으로 나타났다. 기업 규모가 클수록 사건 사고 건수가 많다는 것을 보여준다. 첫째, 기업 규모가 클수록 활동이 다양하고 이해관계자 영역이 넓어지고 빈번하기 때문에 사건 사고가 발생할 확률이 커진다. 둘째, 기업 규모가 클수록 외부 노출이 확대되기 때문에 상대적으로 감

시가 많아지고 실제로 확인된 사건 사고로 이어질 가능성이 높아진다(부정적 관행을 똑같이 하더라도 기업 규모가 클수록 위법 행위로 걸릴 가능성이 많아진다는 의미). 기업규모는 CSR을 높이는 동시에 CSiR도 많아진다는 기존 연구결과와 대체로 일치하는 부분이다(Strike 등, 2006).

독립변수인 CSR 성과(KEJI점수)와 CSiR의 유의한 영향 관계는 확인하지 못했다. CSR 회귀식 모형은 통제변수에 비하여 설명력이 0.2% 증가하는데 그쳤다. CSiR에 영향을 미치는 CSR의 차원별 효과를 개별적으로 살펴보면 지배구조 공정성과 경제발전기여도가 5% 유의수준에서 CSiR에 정(+ )의 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 모형의 설명력은 크게 증가하지 않는 것을 확인할 수 있다. KEJI 평

〈표 14〉 CSR이 CSiR에 미치는 영향에 대한 계층회귀 분석결과

	모형1	모형2 (회귀식3)	모형3 (회귀식4)
기업규모(SIZE)	0.477**	0.452**	0.436**
수익성(ROA)	-0.027	-0.034	-0.026
매출증가(SALES)	0.026	0.025	0.018
부채비율(LEV)	-0.068	-0.057	-0.052
CSR(KEJI)		0.060	
건정성(K_SO <sub>t</sub> )			0.037
공정성(K_FA <sub>t</sub> )			0.069*
사회봉사기여도(K_SA <sub>t</sub> )			-0.053
소비자보호만족도(K_CS <sub>t</sub> )			0.033
환경보호만족도(K_ENS <sub>t</sub> )			-0.009
종업원만족도(K_EMS <sub>t</sub> )			0.030
경제발전기여도(K_EDC <sub>t</sub> )			0.010*
연도더미, 산업더미 (포함)			
Adj. R <sup>2</sup>	0.236	0.238	0.244
F-값	22.15**	20.41**	14.78**

주) +  $p < 0.10$ , \*  $p < 0.05$ , \*\*  $p < 0.01$



가와 미래의 무책임 사건 사고 건수는 전반적으로 유의한 관계를 발견할 수 없었다.

CSR 차원별 CSiR의 세부 영역에 미치는 영향을 동일한 계층적 회귀분석 모형으로 분석하였다. 종속 변수는 고객(소비자) 영역, 종업원 영역, 공급사 영역, 경쟁사 영역, 주주 영역, 일반 사회 영역의 CSiR 건수이고 독립변수는 CSR 총합점수와 CSR의 7개 세부 차원이다. 유의한 영향관계가 확인된 내용만을 정리하였다(표 15).

고객(소비자) 영역의 무책임 사건 사고 건수에 유의한 영향을 미치는 변수로 기업규모(통제변수)의 영향이 가장 강했고 CSR 중에서는 고객보호만족도가 정(+ )의 영향관계를 보였다. 이 결과는 고객보호만족도 평가가 높은 기업이 오히려 미래에 고객(소비자)과 관련된 사건 사고를 일으킬 가능성이 높다는 것을 의미한다. 두 가지 해석이 가능하다. 첫째, 고객(소비자) 영역의 CSR이 높은 기업은 업종의 특성상 관련된 사건 사고 노출 가능성이 동시에 높을

수 있다. 고객보호만족도를 높이기 위한 활동을 많이 하고 있음에도 불구하고 원천적으로 사건 사고 유발 가능성이 높아 CSiR도 많은 경우이다. 둘째, KEJI는 노력과 정도를 평가할 뿐 공정거래위원회의 상세한 사건 사고 기록을 평가에 반영하지 않는다. CSR과 CSiR이 공존하는 상황에서 KEJI는 CSR만을 측정하기 때문에 두 변수가 서로 양(+ )의 영향을 미칠 수 있다.

종업원 영역의 CSiR에는 지배구조 건전성, 공정성, 환경보호만족도가 유의한 정의 영향을 미치는 반면 고객보호만족도, 종업원만족도는 유의한 부(- )의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 종업원만족도 차원의 CSR 평가가 좋을수록 관련된 사건 사고 건수는 줄어든다. 고객보호만족도 활동이 높은 경우에도 같은 현상이 일어난다. 이 두 가지 경우는 연구에서 예측한 내용과 같다. 반면 지배구조와 환경보호 평가가 높은 기업이 오히려 종업원 영역에서 사건 사고가 많을 수 있다는 결과는 가설의 추론과는 반

〈표 15〉 CSR 차원별 CSiR에 미치는 영향 분석결과

종속변수	통제변수	독립변수(KEJI)	독립변수(KEJI 차원)
고객(소비자) 영역 CSiR	기업규모(+)**	-	고객보호만족도(+) <sup>+</sup> 건전성(+)** 공정성(+)*
종업원 영역 CSiR	수익성(-) <sup>+</sup> 부채비율(-) <sup>+</sup>	-	고객보호만족도(-) <sup>+</sup> 환경보호만족도(+) <sup>+</sup> 종업원만족도(-)*
공급사 영역 CSiR	기업규모(+)** 부채비율(-) <sup>+</sup>	-	공정성(+)*
경쟁사 영역 CSiR	기업규모(+)** 매출액증가율(+)**	-	사회공헌만족도(-) <sup>+</sup> 경제발전기여도(+)**
주주 영역 CSiR	기업규모(+)** 부채비율(+)**	KEJI(+)**	공정성(+)* 종업원만족도(+)*
일반 사회 영역 CSiR	-	-	고객보호만족도(-) <sup>+</sup>

주) 괄호안은 영향관계를 표시(+ :정의 영향관계, - :부의 영향관계) <sup>+</sup>  $p < 0.10$ , \*  $p < 0.05$ , \*\*  $p < 0.01$

대되는 결과이다. 공급사 영역의 부정적 사건 사고는 지배구조 공정성에 유의한 정(+)의 영향을 받는 것으로 나타났다. 경쟁사 영역의 경우 경제발전기여도와 주주영역은 지배구조 공정성, 종업원만족도, 그리고 일반 사회 영역은 고객보호만족도와 유의한 양(+)의 영향을 갖는다. 이들 관계는 모두 이론적, 추론적 예측과 반대되는 결과이다. 공정성, 경제발전기여, 종업원만족, 고객보호 차원에서 다양한 CSR 활동을 전개하고 좋은 평가를 받는 기업이 가까운 장래에 사건 사고 발생 가능성은 오히려 증가한다. CSR과 CSiR이 실제로 공존할 수 있음에도 CSR 성과는 좋은 활동만을 평가하기 때문에 이러한 모순적인 현상이 발생할 수 있음을 보여주는 결과이다.

CSR이 CSiR과 세부적인 CSiR 차원에 미치는 영향을 분석한 결과는 CSR이 CSiR과 음(-)의 영향 관계가 있을 것이라는, 즉 CSR이 높으면 무책임한 사건 사고 발생확률이 낮아질 것이라는 일반적인 기대를 뒤엎는다. 지배구조 건전성, 공정성, 고객보호만족도, 종업원만족도, 사회공헌만족도, 환경보호만족도, 경제발전기여도 차원의 CSR이 CSiR에 각기 다른 영향을 미치고 있지만 전반적으로 뚜렷한 효과는 발견하기 힘들다. 이 결과는 CSR이 CSiR에 특별한 영향을 준다고 말할 근거가 없음을 잘 보여주는 것으로 CSR 성과와 사회적 무책임에 대한 두 번째 가설을 기각하게 된다.

이 분석결과는 도구적 타당성에 대한 문제를 제기한다. 연구에서 CSR의 대리지표로 사용된 측정도구는 KEJI 지수(총합점수와 영역별 점수)이다. KEJI가 CSR 성과를 재는 바른 도구라면 향후 발생할 수 있는 사회적 무책임 가능성을 예측할 수 있어야 한다. KEJI 지수의 사회적 성과 예측 타당성이 높다면 이 지수에서 높은 점수를 받은 기업의 무책임한 행동은 유의한 수준에서 줄어들어야 한다. 그러나

이 연구결과에서 보듯이 KEJI 지수는 CSiR에 뚜렷한 수준에서 유의한 영향을 미치지 못했다. CSR의 측정도구인 KEJI가 기업의 사회적 무책임을 예측하는 도구로써 타당성이 있는지 확인하기 어렵다. 앞선 분석에서 KEJI 지수의 재무적 예측 타당성을 확인할 수 있었지만 KEJI 지수의 사회적 책임에 대한 예측 타당성은 유의하다고 말하기 힘들다. 결과적으로 KEJI의 사회적 무책임을 예측하는 도구로서 도구적 타당성에 대한 두 번째 가설은 기각된다.

## VI. 결론

### 6.1 연구 요약

이 논문은 기업의 사회적 책임(CSR)이 기업 가치와 사회적 무책임(CSiR)에 미치는 영향을 분석한 연구이다. CSR이 기업 가치에 미치는 영향은 국내외 많은 문헌에서 다루어져 왔다. 다수의 문헌이 논리와 실증으로 CSR이 기업 가치에 미치는 긍정적인 효과를 지지해 왔다. 이 연구는 최근 연도의 자료를 이용하여 CSR과 기업 가치의 관계에 대한 전통적인 문제를 재조명하였다. 또한 기존 연구가 간과해 온 기업의 사회적 무책임을 중요한 주제로 다루었다. CSiR을 주요 변수로 도입하여 다음의 두 가지 근본적인 연구문제를 탐구함으로써 CSR의 본질에 대한 논의하고 있다. CSR은 기업 가치를 높이는가? CSR은 사회적 무책임을 줄이는가? 덧붙여 이 논문은 CSR의 측정 도구의 타당성 문제를 제기했다. CSR성과의 대리지표인 KEJI가 미래 기업 가치, 미래 CSiR을 예측하는 도구로써 충분한 타당성이 있는지 논의하고 있다.

첫째, 2005-2011년(2008년 제외) 6년간 KEJI 지수를 CSR 대리지표로, Tobin's Q를 기업 가치로 시차모형을 적용하여 회귀분석을 수행하였다. 분석결과는 전반적으로 CSR 성과가 기업 가치에 긍정적인 영향을 주는 것으로 나타났고 첫 번째 가설을 지지해 주었다. CSR 세부 차원별로 분석한 모형은 지배구조 공정성, 종업원만족도, 경제발전기여도가 정(+ )의 영향을 주는 반면 사회봉사기여도는 부(-)의 영향을, 지배구조 건전성과 환경보호만족도는 유의한 관계를 보이지 못하는 혼합된 결과를 나타냈다. 그러나 긍정적인 영향을 주는 차원의 효과가 높아 전반적으로 CSR 성과는 기업 가치 증진에 기여한다는 가설을 지지하고 있다. 도구의 타당성 측면에서 첫 번째 가설을 지지되었다. CSR의 측정도구로서 KEJI 지수가 미래의 기업 가치를 예측하는데 효과가 있으며 재무적 예측 타당성은 유의하다고 결론지었다.

둘째, 2005-2009년(2008년 제외) 4년간 KEJI 지수를 CSR 대리지표로, 미디어 검색과 공정거래위원회 위반건수를 종합한 3년간 기업의 사건 사고 건수를 CSiR 지표로 사용하여 시차모형을 적용한 회귀분석을 수행하였다. 분석결과는 CSR이 CSiR에 유의한 수준에서 영향을 주는 것을 발견하지 못했다. 통제변수인 기업규모가 CSiR에 미치는 효과가 가장 큰 반면 독립변수인 CSR 성과는 뚜렷한 영향을 주지 못했다. 세부 영역별 분석은 CSR이 CSiR을 높이는 모순적인 효과를 발견하기도 했다. 고객보호만족도 성과가 고객(소비자) 영역의 무책임에 유의한 영향을 미치거나 지배구조 건전성, 공정성, 환경보호만족도 성과가 종업원 영역의 사건 사고에 영향을 주고 지배구조 공정성과 종업원만족도 성과가 주주와 관련된 무책임 사건을 늘리는데 영향을 준다. 결과적으로 CSR 성과와 CSiR에 관한 두 번

째 가설을 기각되었다. 도구의 타당성 측면에서도 두 번째 가설은 지지되지 못했다. CSR의 측정도구로서 KEJI 지수가 미래의 기업의 무책임 사고를 예측하는데 효과가 있다고 말할 수 없으며 사회적 예측 타당성은 유의하지 않다는 결과를 얻었다.

CSR, CSiR, 기업 가치를 종합적으로 분석한 연구는 학술적 측면에서 의미 있는 기여를 하고 있다. 첫째, 이 연구는 사회적 무책임에 관한 국내 초창기 문헌으로 추후 연구의 이론적, 실증적 기반을 제공한다. CSR이 중요해지고 더 많은 기업이 CSR을 경영의 원칙으로 삼고 있는 긍정적인 현상만큼이나 기업의 부정적인 사건 사고도 증가하고 있다. CSR과 CSiR이 공존하는 현상은 CSR의 연구 체계가 확대되어 CSR과 CSiR을 동시에 다루어야 한다는 시의성을 잘 보여준다. 이 연구에서 제시한 CSiR 개념과 측정 방법, 실증자료는 향후 국내 CSiR 연구의 중요한 토대가 될 수 있다. 둘째, 기존 문헌과 일관된 연구결과를 제시함으로써 CSR가 기업 가치에 미치는 긍정적 효과를 재확인해 주고 있다. CSR의 세부 차원이 기업 가치에 미치는 영향의 차이점을 추가적으로 제시하여 향후 CSR 연구가 보다 세밀하고 정교하게 진행되도록 하는 논의의 장을 마련해 주었다. 셋째, 이 논문은 CSR 평가 도구의 타당성에 대한 연구 주제를 제안하고 있다. 큰 문제의식 없이 CSR의 대리지표로 흔히 사용되는 다양한 측정도구(예: KEJI 지수)가 CSR 평가 도구로서 타당성이 있는가 하는 본질적인 문제를 제기하였다. 국내 연구에서 일반적으로 사용되는 KEJI 지수가 재무적 측면의 예측 타당성은 유의하다고 입증되었으나 사회적 무책임을 제대로 가려내지 못함으로써 CSR 성과 측정이라는 타당성은 의문이 제기되고 있다. CSR 평가도구의 예측 타당성 문제는 CSR과 CSR 측정도구를 분리하여 논의를 확장하는 전환점

이 될 수 있어 학술적으로 시사 하는 바가 크다고 할 수 있다.

## 6.2 연구 한계와 추후 연구 방향

이 연구가 가진 한계를 중심으로 추후 연구방향을 제시하고자 한다.

첫째, 다양한 CSR 평가도구를 활용한 연구가 필요하다. 이 연구는 가장 빈번히 사용되는 KEJI 지수를 사용하였고 결국 타당성 문제는 KEJI 지수의 예측타당성에 관한 것이다. 지속가능성을 위한 경제연구소(ERISS)의 100대 상장기업 지속가능지수, 한국표준협회의 지속가능성지수, 한국거래소의 KRX ESG등급, 서스틴베스트의 ESG 평가등급과 같이 다양한 CSR 점수를 이용하여 기업 가치, CSiR의 관계를 분석해 볼 수 있다. 이 경우 각 평가 도구별 일관성이나 타당성을 서로 비교해 볼 수 있어 평가 도구의 우수성을 판단하는 연구로 확장할 수 있을 것이다(Chatterji and Levine, 2008).

둘째, CSiR 평가를 위해 미디어 검색과 공정위 자료를 이용하여 국내 기업의 사건사고를 데이터베이스화 하였다. 환경 차원의 자료는 환경부의 사건 사고 정보를 이용하고자 하였으나 위반 사례에 대한 환경부의 정보열람 협조가 원활하지 않아 CSiR 패널자료 중에서 환경영역의 사건사고는 제외하였다. 환경부에서 온전히 공개정보를 제공받는다면 CSiR 자료가 ESG 측면에서 보다 균형을 이룰 것으로 기대된다. 무엇보다 CSR 평가와 같이 CSiR 평가 도구가 개발되어 자료가 축적된다면 이 분야 연구가 훨씬 풍부해질 것이다.

셋째, 이 연구는 시차모형을 적용하는 방법으로 기

본적인 내생성(endogeneity) 문제를 완화시켰다. 내생성 분석은 기업가치가 높은 기업이 CSR 활동을 많이 할 경우 분석에서 CSR의 효과가 과장되고 왜곡되는 것을 막기 위한 방법으로 고려된다(박경서, 2012; 김창수, 2010). 향후 내생성을 고려한 동일 시점 CSR, 기업가치 분석과 시차모형을 병행하면 보다 세밀한 분석이 가능할 것으로 기대된다. 시차는 한 시점만을 적용하였으나 향후 다시점 시차모형을 적용하여 분석할 수도 있다.

넷째, 기업 가치 대리지표로 Tobin's Q를 이용하였다. 다른 선행연구(장지인·최현섭, 2010; 조성표·손수훈, 2009; 박준현 등, 2001)와 같이 ROA, ROE의 수익성 지표를 종속변수로 사용하여 분석할 수도 있다. 다양한 기업성과 차원별 CSR과 CSiR의 영향 정도를 비교하여 분석할 수 있을 것으로 기대한다.

다섯째, CSR과 기업 가치에 관한 기존 연구는 다양한 결과를 제시한다. 향후 연구는 어떤 경우에 어떤 결과가 도출되는지 세부적인 접근이 필요하다. 다양한 조절변수나 매개변수를 고려한 연구모형 설계와 실증분석이 요구된다.<sup>4)</sup>

## 참고문헌

- 김동주(2009), "이해관계자 관점에서 본 기업의 외부적 CSR 활동과 종업원 및 주주의 이익," **인적자원관리연구**, 16(특별호), 29-47.
- 김영식·위정범(2010), "기업의 사회적 책임활동과 재무적 성과에 관한 통합적 고찰," **한국경영학회 통합학술대회발표논문집**, 1-38.

4) 추후 연구 방향에 대한 조언을 해 주신 심사자에게 감사드린다.

- 김정교·김정호·김경욱(2014), “기업의 사회적 책임활동이 조세회피에 미치는 영향,” **한국경영학회 통합 학술대회발표논문집**, 5130-5157.
- 김창수(2010), “환경경영과 기업 가치,” **재무연구**, 23(2), 121-158.
- 김창수(2009), “기업의 사회적 책임활동과 기업 가치,” **한국증권학회지**, 38(4), 507-545.
- 나영·홍석훈(2011), “기업규모에 따른 CSR활동과 기업가치에 대한 실증분석,” **회계저널**, 20(5), 125-160.
- 박경서(2012), “내생성(Endogeneity) 문제를 통제한 환경경영과 기업 가치 간의 관계에 관한 연구,” **재무연구**, 25(2), 293-324.
- 박현준·권인수·신현안·정지웅(2004), “기업의 환경성과 재무성과의 관계,” **경영학연구**, 33(5), 1461-1487.
- 박현준·이종건(2002), “기부와 환경보호: 기업의 사회공헌활동과 재무적 성과간의 관계에 대한 실증적연구,” **인사조직연구**, 10(1), 95-103.
- 박현준·이종건·이범성(2001), “왜 기업은 윤리적인이어야 하는가? 기업윤리와 기업성과,” **기업윤리연구**, 3, 115-138.
- 신민식·심상현(2001), “기업의 사회적 성과가 주가에 미치는 영향,” **경영연구**, 16(3), 197-218.
- 오근혜·윤평구·강승모(2012), “우리나라기업의 윤리경영이 기업가치 및 재무적성과에 미치는 영향,” **금융지식연구**, 10(3), 3-27.
- 위평량·김운호(2006), “윤리경영과 기업가치간의 관계에 관한 실증분석,” **기업윤리연구**, 11, 121-147.
- 이광운·김진배·양대천(2012), “내생성과 다기간 문제를 고려한 기업의 사회적 책임의 세부활동과 기업가치와의 관계,” **회계정보연구**, 30(4), 115-145.
- 이재목·김용(2013), “기업의 사회적 책임 활동과 기업가치 관련성에 관한 연구,” **세무회계연구**, 35, 27-55.
- 장지인·최현섭(2010), “기업의 사회적 책임(CSR)과 재무성과와의 관계,” **대한경영학회지**, 23(2), 633-648.
- 조성표·손수훈(2009), “기업의 사회적 성과와 재무적 성과의 관련성,” **경영연구**, 24(4), 121-156.
- 천미림·유재미(2013), “기업의 사회적 책임활동이 기업 재무성과에 미치는 영향: CSR활동의 실행동기와 몰입의 조절효과를 중심으로,” **경영학연구**, 42(5), 1159-1185.
- 최원욱·배지현·김상일(2009), “기부금 지출이 기업가치에 미치는 영향 - 기업의 소유구조를 중심으로,” **경영학연구**, 38(6), 1415-1443.
- 홍길표·김현·임효창(2008), “경제정의 지수를 통해 살펴본 기업의 사회적 성과와 경제적 성과간의 관계,” **한국학술정보**, 1-236.
- 황호찬(2009), “기업의 비재무적 정보가 기업 가치에 미치는 영향 - 회계가치 모형을 이용한 기업의 사회적 책임을 중심으로,” **회계정보연구**, 27(3), 215-236.
- Aguinis, H., and A. Glavas(2012), “What We Know and don't Know about Corporate Social Responsibility,” *Journal of Management*, 38(4), 932-968.
- Arora, N., and T. Henderson(2007), “Embedded Premium Promotion: Why it Works and How to Make it More Effective,” *Marketing Science*, 26(4), 514-531.
- Bateman, T. S., and S. A. Snell(2002), *Management: Competing in the New Era* (5th Eds.), McGraw-Hill/Irwin: New York.
- Brammer, S., C. Brooks, C., and S. Pavelin(2006), “Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures,” *Financial Management*, 35(3), 97-116.
- Campbell, J. L.(2007), “Why Would Corporations Behave in Socially Responsible Ways? An Institutional theory of Corporate Social Responsibility,” *Academy of Management Review*, 32(3), 946-967.
- Carroll, A. B.(1991), “The Pyramid of Corporate

- Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders," *Business Horizons*, 34, 39-48.
- Chatterji A. K., and D. I. Levine(2008), "Imitate or Differentiate? Evaluating the Validity of Corporate Social Responsibility Ratings," Center for Responsible Business, University of California Berkeley, Working Paper Series, Paper 37. <http://repositories.cdlib.org/crb/wps/37>.
- Chatterji, A. K., D. I. Levine, and M.V. Toffel (2008), "How Well do Social Ratings Actually Measure Corporate Social Responsibility?," *Journal of Economics & Management Strategy*, 18(1), 125-169.
- Chih, H. L., H. H. Chih, and T. Chen(2010), "On the Determinants of Corporate Social Responsibility: International Evidence on the Financial Industry," *Journal of Business Ethics*, 93(1), 115-135.
- Dahlsrud, A.(2008), "How Corporate Social Responsibility is Defined: An Analysis of 37 Definitions," *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 15, 1-13.
- Donaldson, T., and L. E. Preston(1995), "The Stakeholder theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications," *Academy of Management Review*, 20(1), 65-91.
- Freeman, R. E.(1984), *Strategic Management: a Stakeholder Approach*, Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Freeman, R. E., and J. Liedtka(1991), "Corporate Social Responsibility: A Critical Approach," *Business Horizons*, 34(4), 92-99.
- Friedman, M.(1970), "The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits," *The New York Times Magazine*, Sep. 13.
- Garcia-Castro, R., M. A. Arino, and M. A. Canela (2010), "Does Social Performance Really Lead to Financial Performance? Accounting for Endogeneity," *Journal of Business Ethics*, 92(1), 107-126.
- Global Sustainable Investment Alliance(2012), *Global Sustainable Investment Review 2012*, 9 ([www.gsi-alliance.org](http://www.gsi-alliance.org)).
- Heal, G.(2008), *When Principles Pay: Corporate Social Responsibility and the Bottom Line*, New York: Columbia University Press.
- Kim, E. H., and T. P. Lyon(2011), "Strategic Environmental Disclosure: evidence from the DOE's Voluntary Greenhouse Gas Registry," *Journal of Environmental Economics and Management*, 61(3), 311-326.
- Kotchen, M., and J. J. Moon(2012), "Corporate Social Responsibility for Irresponsibility," *The B.E. Journal of Economic Analysis and Policy*, 12(1), Article 55. DOI: 10.1515/1935-1682.3308.
- Kurucz, E. C., B. A. Corbert, and D. Wheeler(2008), "The Business Case for Corporate Social Responsibility," Crane, A., McWilliams, A., Matten, D., Moon, J. and Siegel, D. (Eds.), *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*, Oxford University Press, Oxford, UK. 83-112.
- Lange, D., and N. T. Washburn(2012), "Understanding Attributions of Corporate Social Irresponsibility," *Academy of Management Review*, 37(2), 300-326.
- Lyon, T. P., and J. W. Maxwell(2011), "Greenwash: Corporate Environmental Disclosure Under threat of Audit," *Journal of Economics & Management Strategy*, 20(1), 3-41.
- Luchs, M. G., R. W. Naylor, J. R. Irwin, and R.

- Raghunathan(2010), "The Sustainability Liability: Potential Negative Effects of Ethicality on Product Preference," *Journal of Marketing*, 74, 18-31.
- Montgomery, D. B., and C. A. Ramus(2003), "Corporate Social Responsibility Reputation Effects on MBA Job Choice" Stanford Graduate School of Business, *Working Paper No.1805*.
- Muller, A., and R. Kraussl(2011), "Doing Good Deeds in Times of Need: A Strategic Perspective on Corporate Disaster Donations," *Strategic Management Journal*, 32(9), 911-929.
- Oosterhout, J. van., and P. P. M. A. R. Heugens (2008), "Much Ado about Nothing: A Conceptual Critique of Corporate Social Responsibility," Crane, A., McWilliams, A., Matten, D., Moon, J. and Siegel, D. (Eds.), *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*, Oxford University Press, Oxford, UK. pp.197-223.
- Orlitzky, M., F. L., Schmidt, and S. L. Rynes (2003), "Corporate Social and Financial Performance: A Meta-analysis," *Organization Studies*, 24, 403-441.
- Pelozo, J., and J. Shang(2011), "How Can Corporate Social Responsibility Activities Create Value for Stakeholders? A Systematic Review," *Journal of the Academy of Marketing Science*, 39(1), 117-135.
- Scalet, S., and T. F. Kelley(2010), "CSR Rating Agencies: What is their Global Impact?," *Journal of Business Ethics*, 94, 69-88.
- Strike, V. M., J. Gao, and P. Bansal(2006), "Being Good While Being Bad: Social Responsibility and the International Diversification of US Firms," *Journal of International Business Studies*, 37, 850-862.
- Surroca, J., J. A. Tribo, and S. A. Zahra(2013), "Stakeholder Pressure on MNEs and the Transfer of Socially Irresponsible Practices to Subsidiaries," *Academy of Management Journal*, 56(2), 549-572.
- 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.
- Waddock, S. A., and S. B. Graves(1997), "The Corporate Social Performance-financial Performance Link," *Strategic Management Journal*, 18(4), 303-319.
- Wu, J.(2014), "The Antecedents of Corporate Social and Environmental Irresponsibility," *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 21, 286-300.

## 〈부 록〉

### 1. 매출 상위 20대 기업 CSR 활동 현황(2012년 매출기준, 기업 홈페이지)

매출액 상위 기업	CSR 관련 홈페이지 내용
삼성전자	사회공헌활동, 지속가능경영
SK에너지	윤리경영, 공정거래, 안전보건환경, 사회공헌
한국전력	사회공헌, 동반성장
GS칼텍스	사회적 책임(윤리, 상생, 환경, 사회공헌, 지속가능 경영)
현대자동차	사회공헌, 환경경영
국민건강보험공단	사회공헌
포스코	지속가능성(리스크, 사회공헌, 공정거래, 동반성장, 사회책임투자, 환경경영)
S-오일	지속가능 경영(고객, 환경, 사회공헌, 지배구조), 사회공헌
한국가스공사	지속가능 경영, 저탄소 경영, EH&SQ, 윤리, 동반성장, 사회공헌
LG디스플레이	지속가능 경영(사회공헌, 환경, 정도경영, 공정거래)
기아자동차	사회책임 경영(사회공헌, 환경, 윤리경영, 신뢰경영)
SK네트웍스	윤리경영, 사회공헌
LG전자	지속가능 경영(고객, 환경, 동반성장, 사회공헌, 임직원)
현대중공업	공유가치, 윤리경영, 환경경영, 사회공헌
삼성생명보험	사회공헌, 환경, 지속가능 경영(공유가치)
삼성디스플레이	녹색경영, 준법경영
현대오일뱅크	지속가능 경영(사회공헌, 에너지, 환경, 윤리, 공정거래)
우리은행	윤리경영(공정거래, 윤리), 사회공헌(사회공헌, 사회책임 경영- 서민중시, 녹색)
LG화학	지속가능 경영(EHS, 사회공헌), 정도경영, 준법경영
국민은행	사회공헌, 윤리경영, 녹색경영, 소비자보호

### 2. KEJI 지수의 7대 정량평가 항목(75점 만점: ( )는 항목별 평가점수)

평가항목	평가지표
건전성(20)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 주주구성의 건전성(7)</li> <li>· 투자지출의 건전성(3)</li> <li>· 자본조달의 건전성(10)</li> <li>· 고려지표(탈세, 차감 항목, -3)</li> </ul>
공정성(11)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 공정성(3)</li> <li>· 투명성(8)</li> <li>· 고려지표(언론사·금융기관 지분보유 및 중소기업 고유업종침해 위반건수, -2)</li> </ul>
사회봉사기여도(7)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 소외계층보호(4)</li> <li>· 사회공헌(3)</li> </ul>
소비자보호만족도(7)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 소비자 권리보호(2)</li> <li>· 품질(3)</li> <li>· 광고(2)</li> </ul>
환경보호만족도(10)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 환경개선노력(4)</li> <li>· 환경친화성(3)</li> <li>· 위반 및 오염실적(3)</li> </ul>
종업원만족도(10)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 작업장 보건 및 안전인증(2)</li> <li>· 인적자원투자(4)</li> <li>· 임금 및 복지후생(4)</li> <li>· 고려지표(노사협력, -1)</li> </ul>
경제발전기여도(10)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 연구개발노력(3)</li> <li>· 경영성과 및 경제기여(7)</li> </ul>

주) KEJI의 정성평가 항목과 배점은 제외하였다.



3. ESG와 이해관계자 접근법에 따른 CSiR 분류 항목

ESG	핵심 이해관계자	주요 항목	분류코드	검색어
환경 차원	환경 (environment)	E11 환경오염 및 사고	E11a	환경사고
			E11b	환경오염
			E11c	오염물질 유출
		E12 환경 규제	E12a	환경규제 위반
			E12b	환경법규 위반
사회 차원	소비자 (customer)	S11 고객 안전 및 보건	S11a	소비자 안전
			S11b	소비자 보건
			S11c	리콜
		S12 불공정거래	S12a	담합
			S12b	허위광고
			S12c	과장광고
	S13 고객정보 보호	S13a	고객정보 유출	
	근로자 (employee)	S21 고용관행	S21a	최저임금 미지급
			S21b	노사탄압
		S22 직장보건 및 안전	S22a	안전사고
			S22b	산업재해
S22c			직업병	
S23 인권	S23a	종업원 인권침해		
	S23b	비정규직 차별		
	S23c	여성 차별		
협력사 (SC partner)	S31 불공정거래	S31a	(불)공정거래	
		S31b	공정거래 위반	
		S31c	우월적 지위	
		S31d	갑을 관계	
	S32 지배적 영향력	S32a	약탈	
		S32b	단가 후려치기	
		S32c	밀어내기	
		S32d	가맹점 횡포	
경쟁사 (competitor)	S41 불공정 경쟁행위	S41a	독과점	
		S41b	내부거래	
		S41c	일감 몰아주기	
	S42 비방 및 허위사실 유포	S42a	경쟁사 비방	
		S42b	허위사실 유포	
	S43 지적재산권	S43a	지적재산권 침해	
S43b		경쟁사 기술도용		
지배 구조 차원	주주 (shareholder)	G11 CEO의 불법행위	G11a	비자금
			G11b	횡령
			G11c	총수구속
			G11d	불법상속
			G11e	조세회피
		G12 주가 조작	G12a	주가 조작
			G12b	내부자 거래
		G13 분식 회계	G13a	분식회계
			G13b	탈세
분류영역 및 항목 개수		16	44	

\* 기업 스캔들 내용 중 위 항목에 속하지 않는 것은 일반 사회 영역으로 분류함

# Corporate Social Responsibility, Irresponsibility, and Firm Performance: Empirical Investigation of Validity of Theories and Measurement

Su-Yol Lee\* · Mi-Gyeong Hong\*\*

## Abstract

Firms have adopted corporate social responsibility(CSR) as one of important managerial and strategic considerations with the increasing pressure and expectation of society in which they operate. A number of scholarly work on CSR has been conducted mainly by identifying its elements and validating the effects of CSR on firm performance. However, several important aspects have received relatively little attention. First, to date, little academic research has explored an aspect of corporate irresponsibility, particularly in Korea. The last decade have witnessed that firms can be simultaneously responsible and irresponsible. Second, most previous studies examining the relationship between CSR and firm value have provided mixed results. Moreover, CSR effects vary depending on the explored each specific element of CSR. Third, most previous studies conducted in Korea have utilized the KEJI index as a proxy of CSR performance. However, little attention have addressed the validity of KEJI as a proxy of CSR performance.

Given this gap, this paper explores two questions. Does CSR performance lead to higher firm value? And, does CSR performance reduce corporate social irresponsibility(CSiR)? First, this study suggested a comprehensive framework to better understand CSR by simultaneously considering CSiR and firm value. Second, this study provoked discussion on the validity of CSR measurement. Third, this paper provided empirical evidence of the effects of CSR on CSiR and firm value.

---

\* Faculty of Management, College of Business Administration, Jeonnam National University

\*\* Department of Management, Graduate School of Business Administration, Jeonnam National University

Consistent with the purpose of this study, the study utilized three proxy measures for CSR, CSiR, and firm value. First, a six-year panel of the KEJI index from year 2005 through year 2011 (except 2008) was used for CSR performance. Second, the study collected data regarding corporate irresponsibility activities by searching daily newspaper articles and Fair Trade Commission's database of resolution for prosecution with 48 keywords representing corporate scandals from 2005 through 2012. Third, this study used Tobin's Q for measuring firm value. Hierarchical regression analyses with time-lag models were used to test the effects of CSR on CSiR and firm value, respectively.

Overall, the research results provide mixed results regarding the effects of CSR. First, CSR, measured by the KEJI index, has positive and significant impact on firm value. The effects of CSR differ depending on specific dimensions of CSR. However, overall CSR performance is found to contribute to higher firm value. This result well illustrates that the CSR effect is consistent with the previous studies so that the financial aspect of predictive validity of the CSR measure, the KEJI index, is significant. Second, the result confirms that there is no significant positive or negative relationship between CSR and CSiR. This result indicates that the commonly used measure for CSR performance in Korea might have shortcomings in terms of validity to predict the possibilities of corporate irresponsible incidents in near future. Collectively, the results of this study reveals that the effect of CSR performance and predictive validity of the KEJI index on firm value are significant whereas they are not significant on corporate irresponsibility.

Through a comprehensive model and empirical evidence, this study provides a better understanding of CSR and its measurement. This study provokes an open discussion about CSR by suggesting a controversial result to the conventional expectation on the effects of CSR.

Key words: Corporate Social Responsibility(CSR), Corporate Social Irresponsibility(CSiR), Firm Value, Empirical Study, KEJI Index, Corporate Scandals