



오피니언

기업의 사회공헌활동이 기업의 재무성과에 미치는 영향¹⁾

오 덕 교 연구위원 (deokkyo@cgs.or.kr)

- ▶ 본 연구는 기업의 사회공헌활동 수준과 기업의 재무성과의 관계에 관한 것으로, 현재의 사회공헌활동이 기업의 미래 재무성과에 미치는 영향을 분석함
- ▶ 분석 결과, 외부 이해관계자를 대상으로 하는 사회공헌활동이 (t+1) 시점의 시장가치에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타남
- ▶ 또한 외부 사회공헌활동의 세부영역별로 분석한 결과 소비자에 대한 사회공헌활동이 (t+1) 시점의 시장가치에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타남
- ▶ 기업은 기업가치의 극대화를 위하여 처한 상황에 맞게 효과적인 사회공헌활동을 수행하기 위하여 노력하여야 하며, 특히 상장기업은 사회공헌활동에 대한 적극적인 공시를 통해 시장에서의 가치 향상을 추구하여야 함

기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility, 이하 CSR)은 기업, 미디어, 연구자들로부터 지속적인 관심을 받아왔다.²⁾ 기업의 사회적 책임에 대한 논의가 시작된 지 100년이 넘었지만, 아직까지 논란을 겪고 있다. CSR 활동이 기업의 생존목적인 수익 창출에 도움이 되는가? 아니면 단순히 사회 속에서 기업 활동을 영위하기 위한 세금과 같은 또 다른 의무적으로 지출해야만 하는 비용인가? 이러한 논란 속에서 효율적이고 효과적인 기업의 사회적 책임 활동은 무엇인지에 대한 관심이 커지고 있다.

유럽위원회(European Commission)은 CSR을 ‘기업이 사회적, 환경적 이슈들을 수행하는 사업과 이해관계자와의 상호작용에 자발적으로 통합·반영하는 것’으로 정의하였고, CSR이 지속가능 발전에 주요한 역할을 수행하여 유럽의 혁신적 잠재력과 경쟁력 강화에 도움을 줄 수 있다고 언급하였다(European Competitiveness Report, 2008).³⁾ 또한 영국의 경제전문지 ‘Economist’의 설문에 따르면, 응답회사

1) 본 글은 오덕교, 신범철, 이의영, 2016, “기업의 사회공헌활동이 기업의 재무성과에 미치는 영향”, 『국제지역연구』 20(3) (2016년 9월호), pp. 101-121.을 요약하여 정리한 것임

2) Baron, David P., Maretno Agus Harjoto, and Hoje Jo, 2011, “The economics and politics of corporate social performance,” 『Business and Politics』 Vol. 13, Iss. 2, Art. 1, pp. 1-46.

중 53.5%는 CSR은 사업을 수행함에 있어 필요한 비용이라고 인식하고, 53.3% 응답자는 CSR을 통해 기업은 시장에서 독보적인 위치를 점할 수 있다고 응답하였다.⁴⁾ 이렇듯 CSR은 실제로 당연한 비용으로 여겨지는 동시에 CSR을 통해 기업의 경쟁력을 강화할 수 있다고 여겨지고 있다.

본 연구에서는 기업의 사회공헌활동이 재무성과에 어떠한 영향을 미치는 지에 대해 분석하고자 한다. 아울러 과연 사회공헌활동의 재무성과에 미치는 영향이 언제 실현되는 지에 대해서도 분석함으로써 CSR 활동이 비용이 아닌 투자의 개념으로 인식될 수 있도록 할 것이다. 아울러 분석을 수행함에 있어 지금까지의 연구들은 총체적인 CSR 활동에 대하여 분석하였는데, 본 연구에서는 CSR 활동을 수혜대상에 따라 세부적으로 구분하여, 국내기업들은 어떤 CSR 활동을 적극적으로 수행하고 있고, 또한 어떤 CSR 활동이 기업성공에 보다 더 많은 영향을 미치는지를 살펴보고자 한다. 본 연구는 지속가능경영 수준을 평가하는 한국기업지배구조원의 ESG(Environmental, Social and Governance) 평가결과 중에서 'S'에 해당하는 사회공헌활동에 대한 평가결과에 기초하여 분석하고자 한다.

기존 연구

Friedman(1970)⁵⁾은 CSR을 일반적으로 가능한 많은 수익을 얻고자 하는 주주의 희망에 따라 윤리적 관습에 체화되어 있거나 법에서 요구하는 사회의 기본적 규율을 따르며 사업을 수행하는 것으로 정의하였다.⁶⁾ 이 정의는 주주이론(shareholder theory)에 기초한 소극적인 정의로, 기업은 사회적으로 준수해야 할 법, 윤리적 기준을 준수하면서 주주이익의 극대화를 위해 노력해야 한다는 것이다. 향후 주주에서 이해관계자(stakeholder)까지 확대하여 이들의 관심에 귀를 기울이고, 상호간의 갈등을 해결하는 것으로 까지 발전한다.

Carroll(1979)⁷⁾은 CSR을 활동의 자율성에 기초하여 경제적(economic), 법적(legal), 윤리적(ethical), 자발적(discretionary), 이렇게 네 단계로 구분하여 진정한 CSR은 자발적인 기업의 노력이 수반되어야 함을 강조하였다.⁸⁾ McWilliams and Siegel(2001)⁹⁾은 CSR을 기업의 이익을 넘어 사회적 이익을 창출하기 위한 기업의 활동으로 정의하였으며, 이러한 CSR의 정의들은 대부분 기업의 기술적, 경제적, 법적 활동을 넘어 사회적 환경에 대한 CSR의 원천을 강조하고 있다.¹⁰⁾ 또한 CSR은 기업 전반에 두루 영향을 미침으로써

3) "European Competitiveness report", 2010, European Commission. Available at http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sustainable-business/files/csr/documents/csrreportv002_en.pdf

4) Baron et al., 앞의 논문

5) Friedman, M., 1970, "Money and income: Comment on Tobin," 「Quarterly Journal of Economics」 Vol. 84, pp. 318-327.

6) Jo, Hoje and Maretno A. Harjoto, 2012, "The causal effect of corporate governance on corporate social responsibility," 「Journal of Business Ethics」 Vol. 106, pp. 53-72.

7) Carroll, Archie B., 1979, "A three-dimensional conceptual model of corporate performance," 「Academy of Management Review」 4(4), pp. 497-505.

8) Oh, Deokkyo, 2011, "The corporate social responsibility and corporate growth: is being socially responsible profitable?," Lambert Academic Publishing, Germany; Jo and Harjoto, 앞의 논문

9) McWilliams, Abigail, and Donald Siegel, 2001, "Corporate Social Responsibility: A theory of the firm perspective," 「The Academy of Management Review」 26(1), pp. 117-127.

10) Jo and Harjoto, 앞의 논문

사업 운영 측면에서 하나의 중요한 축이다.¹¹⁾

기업의 사회적 책임활동은 기업 운영 전반에 영향을 미친다고 알려져 있다.¹²⁾ CSR 활동 메커니즘은 크게 네 가지로 나누어 생각해 볼 수 있다.¹³⁾

- ① 여유 자원 메커니즘(slack resources mechanism) : 재무적으로 양호하고 여유 자원이 있는 기업들이 CSR 활동을 수행한다.
- ② 양호한 경영 메커니즘(good management mechanism) : CSR 활동은 양호한 경영의 일부이며 재무 성과를 개선시킨다.
- ③ 속죄 메커니즘(penance mechanism) : 기업들은 과거의 기업의 사회적 무책임(Corporate Social Irresponsibility, 이하 CSI)를 상쇄시키기 위하여 속죄하는 의미로 CSR 활동을 한다.
- ④ 보험 메커니즘(insurance mechanism) : CSR은 신용 저장소를 구축하여 어려운 일이 발생했을 때 부정적인 반응을 누그러뜨린다, 즉 CSR은 CSI에 대한 보험이다.

위의 3과 4 메커니즘에 따르면, 기업들이 사회적 책임활동을 수행하는 주된 이유는 명성(reputation) 또는 브랜드(brand) 관리 때문이다. 착한 일을 함으로써 기업의 이미지를 좋게 하고, 착한 기업의 이미지를 소비자에게 각인시켜 기업의 제품 또는 서비스를 더 많이 구매할 수 있기 때문이다.

아울러 많은 연구자들은 기업의 사회적 책임 활동이 기업의 재무적 성과에 미치는 영향에 대하여 연구해 오고 있다. CSR 활동이 기업가치를 극대화하지 않는다면 이는 소중한 자원의 낭비이며, 잠재적으로 가치를 파괴하는 행위로 인식될 수 있다.¹⁴⁾ CSR 투자가 기업가치에 긍정적인지(value-enhancing), 부정적인지(value-destroying), 아니면 아무런 관련이 없는지(value-irrelevant)에 대해서는 논란이 뜨겁다.¹⁵⁾ 실증적 연구들은 CSR과 기업의 재무성과와의 관계를 분석해 왔으나, 그 결과들은 다소 혼재되어 있으며, 다수의 연구들은 긍정적이나 약한 상관성을 갖는 것으로 나타났다.¹⁶⁾

분석

본 연구는 기업의 사회공헌활동이 기업의 재무성과에 미치는 영향을 살펴보고자 한다. Kang et al.(2016)이 정리한 CSR의 네 메커니즘 중 메커니즘 2에 해당되는 것으로, CSR 활동은 이미 경영의 일부로 기업에 체화되었으며, 양호한 CSR 활동은 미래의 기업 성과를 개선시킨다는 것이다. 이에 대한 많은 실증 연구들이 존재하지만, 이는 분석대상 데이터에 따라 분석결과가 달라지는 특성을 지닌다. 본 연구에서는 기업들 중에서 공개된 데이터가 가장 많은 상장기업을 대상으로 하고, 사회공헌활동 수준의 척도로 ISO

11) McWilliams, Abigail, and Donald Siegel, 앞의 논문

12) Caroll, 앞의 논문; McWilliams and Siegel, 앞의 논문

13) Kang, Charles, Frank Germann and Radjdeep Grewal, 2016, "Washing away your sins? Corporate social responsibility, corporate social irresponsibility, and firm performance," 『Journal of Marketing』 Vol. 80 (March 2016), pp. 59-79.

14) Barnea, A. and Rubin, A., 2010, "Corporate social responsibility as a conflict between shareholders," 『Journal of Business Ethics』 Vol. 97, pp. 71-86; Bénabou, R. and Tirole, J., 2010, "Individual and corporate social responsibility," 『Economica』 Vol. 77, pp. 1-19.

15) Jo, Hoje and Maretno A. Harjoto, 2011, "Corporate governance and firm value: The impact of corporate social responsibility," 『Journal of Business Ethics』 Vol. 103, pp. 351-383.

16) Baron et al., 앞의 논문; Margolis, Joshua D., Hillary Anger Elfenbein and James P. Walsh, 2007, "Does it pay to be good? A meta-analysis and redirection of research on the relationship between corporate social and financial performance," Working paper.

26000을 따른 CGS의 평가결과를 이용함으로써 연구의 기본적인 공감대를 형성하고자 한다.¹⁷⁾ 또한 총체적인 사회책임경영 수준보다 세부적인 사회공헌활동 수준에 대해 분석해 봄으로써 국내기업이 수행하고 있는 사회공헌활동 중 어떤 세부 영역이 기업의 재무성과에 유의한 영향을 미치는 지를 살펴보고자 한다. 이를 위하여 사회공헌활동이 t와 (t+1) 시점의 자산수익률(이하 ROA) 및 Tobin의 Q 통계량(이하 TQ)에 미치는 영향을 분석하고자 한다.

본 분석을 수행하기 위하여 기존 연구들을 참고하여 통제변수를 설정하였는데, 광고선전비, 연구개발비, 자본지출, 자산, 부채비율, 존속년수 등이다.¹⁸⁾

본 연구를 위하여 수집된 사회공헌활동 데이터는 2012~16년 동안 한국기업지배구조원이 유가증권시장 상장기업을 대상으로 수행한 ESG 평가결과 중 ‘S’ 부분의 대항목 점수이다. 대항목은 근로자, 협력사 및 경쟁사, 소비자, 지역사회로 구성되어 있다.¹⁹⁾

사회공헌활동 외의 개별기업의 데이터는 한국상장회사협의회 TS2000 데이터베이스에서 추출하였다. 기업의 재무성과는 기업의 시장가치를 반영하는 Tobin의 Q 통계량과 기업의 회계적 가치 즉, 기업의 운영 성과를 의미하는 자산수익률(Return on Assets, 이하 ROA)을 사용하고자 한다.²⁰⁾

내·외부 사회공헌활동의 구분

사회공헌활동을 내부 사회공헌활동과 외부 사회공헌활동으로 구분하기 위하여 주성분분석(principal component analysis)을 이용하고자 한다. 사회공헌활동 영역 중 ‘근로자’ 영역은 내부 사회공헌활동을 의미하고²¹⁾, ‘협력사 및 경쟁사’, ‘소비자’, ‘지역사회’는 외부 사회공헌활동에 해당되는 영역이다. 외부 사회공헌활동의 점수를 구하기 위해서는 이 세 영역의 점수를 가중하여 산출해야 하며, 이 가중치를 산출하기 위하여 주성분분석을 이용하였다. 산출된 가중치는 아래 <표 1>과 같다.

<표 1> 주성분분석을 통하여 산출된 가중치

구분	협력사 및 경쟁사	소비자	지역사회	계
산출 가중치	.343	.321	.336	1.000

17) ISO 26000은 환경(environment), 인권(human rights), 노동(labor practices), 지배구조(organizational governance), 지역사회 발전(development of the communities and society), 공정거래(fair operating practices), 소비자(consumer issues)로 구성되어 있으며, 본 연구에서는 지배구조와 환경을 제외한 항목에 대하여 분석하고자 함.

18) Hiscox, Michael J. and Nicholas F.B. Smyth, 2006, "Is There Consumer Demand for Improved Labor Standards? Evidence from Field Experiments in Social Product Labeling," Working paper, Harvard University; Elfenbein, Daniel W. and Brian McManus, 2010, "A Greater Price for a Greater Good? Evidence that Consumers Pay More for Charity-Linked Products," American Economic Journal: Economic Policy Vol. 2, pp. 28-60; Casadesus-Masanell, Ramon, Michael Crooke, Forest Reinhardt, and Vishal Vasishth, 2009, "Households' Willingness to Pay for "Green" Goods: Evidence from Patagonia's Introduction of Organic Cotton Sportswear," Journal of Economics and Management Strategy Vol. 18, pp. 203-233; Baron et al., 2011; Jo and Harjoto, 2011

19) ISO 2600의 항목 중 "인권"과 "노동"은 CGS의 평가 대항목 중 "근로자"에 투영되었으며, "공정거래"는 "협력사와 경쟁사" 대항목에, "소비자"는 "소비자" 대항목에, "지역사회 발전"은 "지역사회"에 각각 투영됨.

20) Jo and Harjoto(2011), 앞의 논문

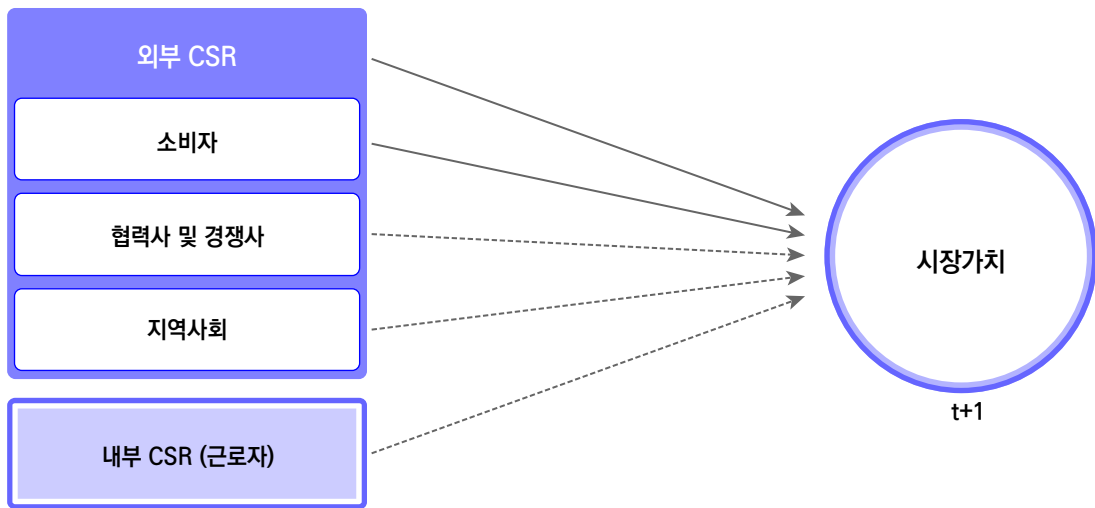
21) Jo and Harjoto(2011), 앞의 논문

사회공헌활동이 기업의 재무성과에 미치는 영향

다음으로 사회공헌활동이 미래 기업의 재무성과에 미치는 영향을 살펴보고자 한다. 기업들이 수행하고 있는 사회공헌활동이 과연 미래의 기업의 재무성과에 영향을 미치는지, 그리고 영향을 미친다면 어느 정도인지에 대해 살펴보고자 한다. t 시점에서의 사회공헌활동은 먼저 t와 (t+1) 시점의 기업의 재무성과(본 연구에서는 ROA와 Tobin의 Q 통계량)에 영향을 미치는 지를 살펴본다. t 시점의 기업의 재무성과는 회계연도 종료 후 산출되는 것으로, 사회공헌활동 또한 영향을 미칠 수 있기 때문이다.

먼저 내·외부 사회공헌활동이 기업의 재무성과에 미치는 영향을 보면, 외부 사회공헌활동이 (t+1) 시점의 시장가치(Tobin의 Q 통계량)에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 외부 사회공헌활동은 협력사 및 경쟁사, 소비자, 지역사회에 대한 사회공헌활동으로 구성되어 있으며, 이 세부 영역을 독립변수로 구성하여 추가 분석을 수행하였다. 분석결과에 따르면, 세부 사회공헌활동 영역 중 소비자에 대한 사회공헌활동만이 (t+1) 시점의 시장가치에 대해 유의한 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다.²²⁾

〈그림 1〉 분석결과 요약



- ※ 상기 그림에서 독립변수 전체가 유의적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타난 재무성과들은 생략함
- ※ 실선 화살표는 유의적인 영향을 의미하고, 눈금선 화살표는 유의적이지 않은 영향을 의미함

이 결과는 기업, 특히 상장기업의 외부 이해관계자 중에서 소비자가 가장 중요함을 의미하며, 소비자의 인식 개선이 자본시장 내에서의 인식 개선으로 이어짐으로써 시장가치를 증대시킨다는 것을 보여준다. 또한 이러한 결과는 사회공헌활동이 기업의 재무성과에 영향을 미칠 때 1년의 시간 지연 현상을 갖고 있음을 보여줌에 따라 Jo and Harjoto(2015)의 연구결과와 맥락을 같이 하고 있다고 볼 수 있다²³⁾.

22) 자세한 분석결과는 「국제지역연구」 2016년 9월호에 게재된 원 논문을 참조하기 바람.

23) Harjoto, Maretno A. and Hoje Jo 2015, "Legal vs. normative CSR: Differential impact on analyst dispersion, stock return volatility, cost of capital, and firm value," 「Journal of Business Ethics」 Vol. 128, pp. 1-20.

결론

본 연구에서 사회공헌활동이 미래의 기업의 재무성과에 미치는 영향을 분석한 결과, 내·외부 사회공헌 활동 중에서 외부 사회공헌활동이 (t+1) 시점의 시장가치에 유의한 양(+)의 영향을 주는 것으로 나타났으며, 세부 사회공헌활동 영역에 대하여 분석한 결과, t 시점의 소비자 영역만이 (t+1) 시점의 시장가치에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 기업의 사회공헌활동이 기업 시장가치에 유의한 긍정적인 영향을 미침에 따라 기업은 기업가치의 향상을 위하여 사회공헌활동을 보다 적극적으로 수행하는 게 바람직하다. 특히 사회공헌활동이 시장가치에만 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다는 점에 주목할 필요가 있다. 주식시장에서의 투자자들은 기업의 사회공헌활동 수준에 반응하여 투자하고 이에 따라 기업의 시장가치가 증가함을 내포하고 있으며, 따라서 상장기업은 기업의 사회공헌활동에 대한 적극적인 공시를 통하여 시장에서의 가치 향상을 위하여 노력하는 게 바람직하다.

기업의 입장에서는 소비자의 중요성이 더욱 부각될 수 있다. 특히 최근 국내에서 기업의 윤리에 대하여 한번 더 인식하게 된 가습기 살균제 경우처럼 소비자의 안전 및 보건을 소홀히 취급하는 행위는 다시는 발생해서는 안 된다. 기업들은 소비자에 대한 정책의 마련 및 실천이 기업가치의 향상을 가져올 수 있기 때문에 소비자 정보보호, 소비자의 알 권리 충족, 소비자의 안전 및 보건, 소비자와의 소통을 위하여 만전을 기해야 할 것이다.