

기독교세계관에 입각한 사회적책임지수와 재무성과에 관한 연구

황인태(협성대학교 금융세무학과 교수)¹⁾, 조인영(대전보건대학교 의료경영과 겸임교수)²⁾

1.서론

급변하는 세계경제환경에 저성장시대가 장기화되면서 기업의 국내·외적인 경영환경은 그 어느 때보다 어려운 시기를 맞고 있다. 지금까지와는 다른 근본적이고 장기적인 관점에서 기업의 존립과 가치를 재정립하기 위해서는 변화하는 환경에 맞게 이해관계자들의 관점을 고려해야 한다. 특히, 환경과 사회책임, 지배구조 등 기업의 사회적책임이 강조되는 시대에 이윤추구를 통한 과거의 기업목표로는 지속적으로 성장하기 어렵다.

최근 우리나라 기업들도 평등, 공의, 나눔 등의 기독교세계관에 입각하여 선의의 목적을 가지고 일자리 창출을 포함한 경제적 책임영역이나 고객만족 및 투명성, 윤리경영 등을 표방하는 사회책임 활동을 수행하고 있다. 특별히 기독교세계관에 입각한 선교적 기업(BAM; Business as Mission)은 비즈니스 자체에 하나님의 능력이 나타나도록 하여 하나님 나라의 확장에 사업의 주된 목적을 두고 있다. 즉 선교적 기업은 비즈니스가 곧 선교이므로 선교와 비즈니스가 함께 공존하는 기독교적 가치의 개념을 실천하고 있다.

오늘날 기업들이 기독교세계관에 입각한 사회적책임 활동을 지속적으로 전개시켜 나갈 때 경영성과를 향상시켜 지속적으로 성장가능한 기업이 될 수 있을 것이다. 이러한 시대흐름에 발맞추어 한국지배구조원은 한국 상장기업의 사회적책임을 제고하고 그 활동을 장려하는 한편 투자자들의 책임투자를 활성화시키는 목적으로 ESG지수를 개발하였다. ESG지수는 사회적책임에 대한 국제표준인 ISO26000을 바탕으로 다양한 글로벌 지침과 관련 법규 등을 반영하여 한국기업의 실정을 고려한 한국형 평가모형이다. ESG는 환경(Environment), 사회(Social), 지배구조(Governance)를 일컫는 말이다.

기독교세계관 관점에서의 사회적책임은 성경에서 찾을 수 있다. 마태복음 7장 12절 말씀을 보면 다음과 같다. “그러므로 무엇이든지 남에게 대접을 받고자 하는 대로 너희도 남을 대접하라.” 성경은 기업의 이익극대화를 추구하던 차원에서 이제 기업가치의 극대화를 추구하는 경영활동에 대하여 기업의 사회적 책임을 강조하면서 기업이 고객의 입장에서 고객을 대하는 자세를 설명하고 있다(안연식, 2016). 또한 마태복음 19장 19절에서 “이웃 사랑하기를 네 자신과 같이 사랑하라”라고 말씀하셨다. 원래 내 것이 없는 청기지의 삶을 통하여 가난한 이웃에 대하여 자선적 행위를 하도록 일깨우고 있다(안연식, 2016). 기업은 성경 마태복음처럼 고객 만족의 경영과 투명성, 윤리경영 및 사회가 요구하는 기업의 사회적책임을 다해야 한다(임태순, 2011). 최근 기독교세계관에서 사회적책임 수행방안 및 모형을 제안하는 연구도 진행되었다. 이창원(2010)은 앞으로 기업은 기독교 세계관에 입각한 평등, 공의, 나눔을 실천할 때 지속적으로 성장하는 진정한 기업이 될 것이라 주장하였고, 안연식(2016)은 복음적 기업의 사회적 책임활동 영역의 우선순위를 법률적책임, 윤리적 책임, 복음적 책임, 경제적 책임 등의 형태로 전환해야 함을 제안하였다. 김홍섭 등(2014)도 성경적 경영과 사회적 책임의 관계성 고찰을 기초로 추진방향의 공통적인 요인으로 민주적 계획 입안과 윤

1) 협성대학교 금융세무학과 교수

2) 대전보건대학교 의료경영과 겸임교수

영, 수요자 중심, 공존공생의 가치 실현, 이웃사랑과 인간다운 삶의 추구, 주민참여 등을 제안하였다.

다음으로 사회적책임과 재무성과에 대한 기존의 연구들은 살펴보면, 먼저 사회공헌활동(CSR)과 기업성과는 서로 정(+)의 관계가 있음을 확인할 수 있으며 특히 사회공헌활동을 시행하는 기업이 그렇지 않은 기업보다 재무성과가 좋은 것을 알 수 있다(박헌준, 이종건, 2002; 위평량, 2007; 장지인, 최현섭, 2010; 김형구, 최종윤, 2011; 천미림, 김창수, 2011; 마윤주, 장성희, 2016; 서승주, 2016). 최근 ESG지수와 재무성과에 대한 연구가 활발히 진행되고 있다. ESG통합지수와 기업의 경영성과 간에 정(+)의 관계가 성립되며 ESG통합지수가 우수한 기업은 그렇지 않은 기업보다 ROA와 ROE가 높은 것으로 나타났다(장승욱, 김용현, 2013; 손호철, 박성규, 2015). 장승욱 등(2013)은 ESG통합등급(AA등급과 E등급)의 주식수익률, 영업성과, 토빈Q 등을 비교하고 ESG통합등급을 더미변수(AA등급 1, E등급 0)로 사용하여 기업의 초과수익률에 미치는 영향 관계를 분석하였다. 손호철 등(2015)의 연구는 ESG통합지수와 ESG개별지수(환경경영, 사회책임경영, 지배구조)가 우수한 기업과 그렇지 않은 기업의 재무성과를 비교하였는데 ESG통합지수와 ESG개별지수(환경경영, 사회책임경영, 지배구조)가 모두 더미변수이므로 영향관계를 설명하기에는 제약이 있다. 특히, ESG개별지수(환경경영, 사회책임경영, 지배구조)는 다중공선성이 발생하여 ESG개별지수(환경경영, 사회책임경영, 지배구조)와의 기업의 재무성과를 살펴보기에는 통계분석에 한계가 있다.

본 연구는 기독교세계관에 입각한 사회적책임지수와 재무성과의 상관성을 분석하여 높은 사회적책임지수 활동을 수행하는 기업들이 지속적으로 성장가능성이 있는 기업임을 검증하고자 한다. 기존의 사회적책임에 관한 선행연구들과는 다르게 대표적인 비재무적지표인 ESG통합지수 중 ESG사회적책임지수를 이용하여 기업의 사회적책임이 기업의 재무성과에 미치는 영향과 ESG사회적책임지수가 우수한 기업과 그렇지 못한 기업의 재무성과를 비교 검증하는 것이 목적이다. 여기서 ESG사회적책임지수를 그대로 사용하지 않고 ESG사회적책임등급점수를 사용하여 ESG사회적책임지수가 우수한 기업과 그렇지 않은 기업의 재무성과에 대한 차이를 실증 분석한다. 아울러 ESG사회적책임지수가 기업의 재무성과에 미치는 영향관계를 검증하는데 의미가 있다.

2014년부터 2016년까지의 ESG의 사회적책임지수를 이용하여 분석하였다. 본 연구의 독립변수 ESG는 한국기업지배구조원에서 매년 공시하는 ESG사회적책임지수로 측정하였다. 종속변수인 재무성과는 총자본순이익률(ROA)과 자기자본순이익률(ROE)을 사용하였으며 금융감독원전자공시시스템(dart.fss.or.kr)을 이용하여 수집하였다. 사회적책임지수 등급과 재무성과를 측정할 수 있는 168개 기업을 대상으로 하였다.

2. 선행연구 검토 및 가설설정

2.1 선행연구 검토

2.1.1 기독교세계관에 입각한 사회적 책임

기업의 사회적책임(corporate social responsibility; CSR)은 기업의 생산 활동을 통하여 고용, 유효수요, 부가가치를 창출하는 '경제적 책임'과 법과 제도 및 규범 등 사회 안에서 기업을 경영하는 '법적 책임' 그리고 점차 기업의 영향력이 확대됨에 따라 '윤리적 책임' 및 '자선적 책임' 등 네 가지로 크게 나눌 수 있다(Carroll, 1991). 사회적책임의 목표는 기업 및 기업의 다양한 이해관계자 그리고 사회의 가치를 일치시킴으로써 기업의 경영성과를 증가시키며 동시에 사회에도 긍정적인 영향을 주는 것이다.

기독교세계관 관점에서의 사회적책임에 대한 성경말씀은 “그러므로 무엇이든지 남에게 대접을 받고자 하는 대로 너희도 남을 대접하라”는 마태복음 7장 12절에서 찾아볼 수 있다. 성경말씀은 기업의 이익극대화를 추구하던 차원에서 이제 기업가치의 극대화를 추구하는 경영활동에 대해 기업의 사회적 책임을 강조하면서 기업이 고객의 입장에서 고객을 대하는 자세를 설명하고 있다(안연식, 2016). 또한 마태복음 19장 19절에서는 “이웃 사랑하기를 네 자신과 같이 사랑하라”라고 말씀하셨다. 즉, 이웃과 나 자신을 동일시함으로써, 자선이라는 명목하에 이루어지는 행위자체를 나에게 행하는 행위로 받아들여 자선이란 행위가 담고 있는 시혜적인 성격자체가 없음을 일깨우고 있다. 여기에 그치지 않고 원래 내 것이 없는 청기지의 삶을 통하여 가난한 이웃에 대해 자선적 행위를 하도록 일깨우고 있다(안연식, 2016). 기업은 마태복음에서 제시한 것처럼 고객 만족의 경영과 투명성, 윤리경영 및 사회가 요구하는 기업의 사회적 책임을 다해야 한다(임태순, 2011).

김홍섭 등(2014)도 기업의 성경적 경영원리와 사회적 책임에 대해 구약과 신약을 기반으로 정의하였다. 구약에서는 창세기의 창조 명령을 통해 기업 이윤 창출의 기본원리를 정의하였고 모세오경 및 십계명을 통해 하나님을 사랑하고 이웃을 사랑하라는 말씀 순종으로서의 기업의 사회적 책임을 정의하였다. 특히 신약에서는 마태복음의 이웃사랑에 대한 계명과 황금률 및 선교명령에서 기업경영의 사회적 책임원리를 제시하였다. 이러한 성경적 원리를 기업과 경영활동에 적용할 때 이를 성경적 경영이라고 할 수 있으며, 성경적 경영을 기존 기업경영과 차별화하기 위한 실천적 대안을 제시하였다. 하나님 나라를 구현하는 공생과 공존의 가치를 지향하는 성경적 경영은 사회정의와 도덕적 실현의 가치를 중시하는 기업의 사회적 책임은 가치 지향 면에서 그 맥을 같이 하지만 접근방법이나 실천과정에서는 차이가 있을 수 있다고 주장하였다. 그는 성경적 경영과 사회적 책임의 관계성 고찰을 기초로 추진 방향의 공통적인 요인으로 민주적 계획 입안과 운영, 수요자 중심, 공존공생의 가치 실현, 이웃사랑과 인간다운 삶의 추구, 주민참여 등을 제안하였다. 또한, 추진 주체의 영리성 추구 여부와 성경적 경영 및 사회적 책임의 추진방법에 따라 추진유형을 구분하였다. 추진주체가 영리를 추구하는 기업인 경우, 경제적 가치를 창출하면서 사회적 가치를 창출하기 위해서는 성경적 경영과 사회적 책임의 범위 설정과 그에 따른 추진유형이 다양할 수 있다고 주장했다(김홍섭 등, 2014).

기독교세계관 관점에서의 사회적 책임을 수행하는 방안 및 모형을 제안하는 연구들도 이루어졌다. 이창원(2010)의 연구에 의하면 과거처럼 이윤 극대화가 기업의 절대적 목적이 아니라 앞으로 기업의 목적은 기독교 세계관에 입각한 평등, 공의, 나눔을 실천할 때 지속적으로 성장하는 진정한 기업이 될 것이라 주장했다. 기독교세계관에 입각한 평등, 공의, 나눔을 상호작용하여야만 기업의 사회적 책임에 실질적 가치를 지니게 된다. 특히 오늘날의 기업은 나눔을 통하여 기업의 사회적 책임을 수행할 수 있는데 이러한 나눔은 평등과 공의에 대한 정확한 인식 및 실현하려는 노력이 없이는 이루어질 수 없다.

안연식(2016)은 복음적 기업의 사회적 책임활동 영역의 우선순위를 법률적책임, 윤리적 책임, 복음적 책임, 경제적 책임 등의 형태로 전환해야 함을 제안하였다. 또한 그는 사회적 책임활동의 방향성은 일반기업의 활동이 순수공익형 및 마케팅 접목형인데 비하여 복음적 기업의 활동은 자산의 유익함을 추구하거나 이름을 드러내지 않으면서 복음 전파에 기여하도록 주님의 사명을 감당하는 사회적 책임활동 모형으로 정의하였다.

이윤석(2016)은 우량 기업이 가진 탁월함을 기독교 세계관의 관점으로 고찰하였다. 그는 우량 기업에서 나타나는 탁월한 여러 특징이 기독교 세계관에 충돌되지 않으며, 기업경영

분야에서는 지혜로운 잠언처럼 사용될 수 있다고 주장하였다. 특히, 기업을 통해 일을 하는 것은 일의 세 가지 의미인 '개인의 성장', '이웃 섬김', '피조물의 잠재력 현 실화' 등의 영역에서 그 대상과 규모가 획기적으로 확대되는 의미가 있으며 우량 기업들은 기독교 세계관으로 볼 때에도 타당한 원리들을 추구한다고 주장하였다.

2.1.2 사회적책임과 재무성과에 대한 연구

사회적책임과 재무성과에 대한 기존의 연구들은 대부분 사회적책임경영(CSR)과 재무성과를 분석한 연구들이 대부분이다. 자세히 살펴보면, McGuire 등(1988)은 기업의 지역사회에 대한 책임 관계를 살펴본 연구에서 기업의 사회적책임경영(CSR)은 차기 연도의 재무성과에 유의한 정(+)의 영향을 미친다고 보고하였다. Waddock 등(1997)의 연구도 기업의 재무성과가 사회적책임경영(CSR)에 기업의 사회적 성과는 재무성과에 각각 정(+)의 유의한 영향을 미친다고 분석하였다. 강현수 등(2003)의 연구에서 ISO14001인증 전·후, 수익과 비용의 변동 등에 직접적으로 영향을 받는 재무비율의 차이를 분석하였는데 매출액총이익률, 매출액영업이익률, 매출액경상이익률, 순이익증가율, 총자본경상이익률, 영업비율, 종업원 1인당 매출액 등이 유의적인 차이가 있다고 보고하였다. 박헌준 등(2002)은 연구에서는 기부행위(CSR)를 종속변수로, 매출액성장률, 총자산순이익률, 유동비율, 부채비율과 경제적 부가가치의 재무성과 변수를 독립변수로 하여 CSR와 재무성과간의 양방향 효과를 실증 분석하였다. 분석 결과, 기업의 기부행위 수준은 재무성과에 유의한 정(+)의 영향을 주는 것으로 나타났다. 위평량(2007)의 연구도 사회공헌활동과 기업가치에 관한 영향관계를 분석하였는데, 사회공헌활동(CSR)이 기업가치에 유의한 정(+)의 영향을 미친다고 보고하였다. 또한 사회공헌의 규모에 따라 기업가치와 다른 영향관계를 보인다는 사실을 발견하였다. 최윤열 등(2009)은 금융기업들을 제외한 12월 결산 일반 상장기업을 대상으로 기부금과 기업가치 간의 회귀분석을 실시하였다. 분석 결과, 기부금과 기업가치 간에 U자형의 비선형관계가 성립되며 기부금이 기업가치에 정(+)의 영향을 주고 있음을 확인하였다. 장지인 등(2010)은 130개 기업을 대상으로 사회적책임활동지수(KEJI Index)를 이용하여 CSR와 기업가치를 분석하였다. 분석 결과, 사회적책임활동(CSR)은 ROA, 토빈Q 등 기업가치와 양(+)의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 김형구 등(2011)은 전년도 기업의 사회공헌활동(CSR)이 당해 연도의 수익성 지표인 ROA, 매출액순이익률, 안정성 지표인 유동비율, 당좌비율 등의 재무성과에 정(+)의 영향을 미친다고 분석하였다. 천미림 등(2011)도 장지인 등(2010)의 연구와 같은 결과를 보고하였는데, 지속적으로 사회적책임경영(CSR)을 수행할 경우 ROA와 토빈Q에 유의한 정(+)의 영향을 미친다고 보고하였다. 서승주(2016)의 연구에 의하면, CSR활동이 우수한 기업은 기업의 잠재적 매출 증대를 가져오며, CSR활동은 비용감소를 위한 투자로 인식되어 결과적으로 기업가치가 증대한다고 주장하였다.

앞서 살펴본 것처럼, 그동안 사회적책임경영(CSR)과 관련된 연구들은 대부분 일반기업을 대상으로 사회적책임경영(CSR)과 사회적 성과, 재무적 성과 간의 관계를 규명하기 위한 연구들이 주류를 이룬다(신민식 등, 2011). 이처럼 일반 기업들이 복음적 기업과 함께 선의의 목적을 가지고 일자리 창출을 포함한 경제적 책임영역이나 고객만족 및 사회 기여의 자선적 책임영역에서 사회책임활동을 수행하고 있다(안연식, 2016).

2.1.3 ESG지수와 재무성과에 대한 연구

ESG지수는 대표적인 비재무적 지표로 사회적책임에 대한 국제표준인 ISO26000을 바탕으

로 다양한 글로벌 지침과 관련법규 등을 반영하여 한국기업의 실정을 고려한 한국형 평가모형이다. ESG지수는 한국 상장기업의 사회적 책임을 제고하고 그 활동을 장려하는 한편 투자자들의 책임투자를 활성화시키는 목적으로 한국지배구조원이 개발하였다. 이에 따라 환경전략 및 조직, 환경경영-관리, 환경경영-활동, 환경성과, 이해관계자 대응 등 환경경영과, 종업원, 협력사 및 경쟁사, 소비자, 지역사회에 대한 사회적 책임, 주권권리보호, 이사회, 공시, 감사기구, 경영과실배분 등의 지배구조에 대한 모범규준을 제정하여 매년 평가하고 있다.¹⁾

ESG는 환경(Environment), 사회(Social), 지배구조(Governance)를 일컫는 말이다. 이는 UNPRI(유엔사회책임투자원칙)에서 투자 의사 결정 시 고려하는 핵심요소이다. ESG지수는 기업의 환경경영, 사회적 책임, 지배구조에 관한 비재무적 정보로 기업의 가치 판단에 중요한 지표이다(손호철 등, 2015). Kaplan & Norton(1996)과 Hussain & Hoque(2002)의 연구에 의하면 비재무적 성과지표는 기업의 지속가능 성과예측에 유용한 측정치이며 경영자들이 전략 목표를 달성할 수 있도록 경영 의사결정에 도움이 된다. 즉 기업의 성과를 측정하고 기업의 목표를 전략적으로 일치시키기 위해서는 선행지표인 비재무적 성과지표와 후행지표인 재무적 성과지표를 균형 있게 고려해야 한다. 따라서 기업 성과를 정확하게 측정하여 효율적인 의사결정을 이루기 위해서는 비재무적 성과지표와 재무적 성과지표를 함께 고려해야 한다. 조상구 등(2010)의 연구에서도 기업이 새로운 경영환경에 대응하기 위해 다양한 경영혁신기법을 도입하여 활용하는 경우, 일반적인 재무적 성과지표와 더불어 다양한 관점에서 측정되는 비재무적 성과지표를 평가에 포함하여 활용해야 함을 강조하고 있다.

ESG지수와 재무성과에 대한 연구를 살펴보면 다음과 같다. 오근혜 등(2012)은 2010년부터 2011년까지 경제정의연구소의 경제정의지수(KEJI Index)와 ESG평가 기업들을 대상으로 T검정과 회귀분석을 실시하였다. 분석 결과, 윤리경영은 기업가치 및 재무성과에 모두 유의인정(+)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다. 또한 변수들의 선·후관계를 분석한 결과, 윤리경영이 기업가치와 재무성과에 상호간 긍정적 영향을 주고받는 선순환계로 확인되었다. 나영 등(2013)의 연구는 2010년과 2011년의 KOSPI200에 포함된 유가증권 상장기업을 대상으로 ESG평가등급(점수)과 타인자본비용의 관련성을 분석하였다. 연구결과, ESG평가등급(점수)과 타인자본비용으로 회사채평가등급을 사용한 경우 양(+)의 관련성이 나타나 ESG평가등급(점수)이 높은 기업일수록 회사채 평가등급이 높다는 것을 실증으로 보여주었다. 그리고 타인자본비용으로 부채이자비용을 사용한 경우에는 음(-)의 관련성이 나타났다. 또한, ESG평가등급을 B+이상인 기업집단과 B+미만인 기업집단으로 나누어 ESG정보와 타인자본비용과의 관련성을 분석하였다. ESG평가등급(점수)과 타인자본비용의 관련성은 ESG 평가등급(점수)이 높은 기업집단에서는 존재하지 않으나 ESG평가등급(점수)이 낮은 기업집단에서는 존재하는 것으로 분석되었다. 장승욱 등(2013)은 연구에서 62개 기업을 대상으로 ESG통합등급(AA등급과 E등급)의 주식수익률, 영업성과, 토빈Q 등을 비교하고 ESG통합등급을 더미변수(AA등급 1, E등급 0)로 사용하여 기업의 초과수익률에 미치는 영향 관계를 실증분석하였다. 분석 결과, ESG등급이 높은 AA기업군은 등급이 낮은 E기업군에 비하여 주식수익률, 영업성과, 토빈Q 모두 우수한 것으로 나타났다. 또한 초과수익률을 종속변수로 한 회귀분석에서는 기업규모, 시장가치/장부가치, 등급 더미변수가 통계적으로 유의한 것을 발견하였다. 그러나 연구기간이 짧고 표본 수가 작아 연구결과를 일반화하기는 무리가 있다. 이정은 등(2013)의 연구는 2010년과 2011년의 상장기업과 코스닥기업의 주가를 대상으로 ESG통합지수와 지배구조, 사회활동, 환경경영 등 개별평가지수를 이용하여 기업가치와의 관련성을 분석하였다. 분

1) 한국기업지배구조원 홈페이지(<http://www.cgs.or.kr/>) ESG평가 개요 및 목적을 인용함.

석 결과, ESG평가지수와 각각의 개별평가지수 모두 토빈Q와 유의한 양(+)의 관련성을 가지는 것으로 나타났다. 또한 당해 연도(t) ESG평가지수와 차기 연도(t+1) 기업가치 관련성을 분석하였는데 이 역시 유의한 양(+)의 관련성을 가지는 것으로 분석되었다. 그러나 당해 연도(t) ESG평가지수와 차기 연도(t+1) 기업가치 관련성을 분석 결과는 연구기간이 짧다는 한계가 있다. 손호철 등(2015)의 연구는 ESG통합지수와 ESG개별지수(환경경영, 사회책임경영, 지배구조)가 우수한 기업과 그렇지 않은 기업의 재무성과를 비교하였으며 ESG통합지수와 ESG개별지수(환경경영, 사회책임경영, 지배구조)가 우수한 기업이 그렇지 않은 기업보다 ROA와 ROE가 높다고 분석하였다. 그러나 ESG통합지수와 ESG개별지수(환경경영, 사회책임경영, 지배구조)가 모두 더미변수이므로 영향관계를 설명하기에는 제약이 있다. 또한 추가분석에서 ESG개별지수(환경경영, 사회책임경영, 지배구조)는 다중공선성이 발생하여 ESG개별지수(환경경영, 사회책임경영, 지배구조)와의 기업의 재무성과를 살펴보기에는 통계분석에 한계가 있다.

2.2 가설설정

Kaplan & Norton(1996)과 Hussain & Hoque(2002)의 연구에 의하면 비재무적 성과지표는 기업의 지속가능 성과예측에 유용한 측정치로 경영자들이 전략 목표를 달성할 수 있도록 경영의사결정에 도움이 된다. ESG지수는 기업의 환경경영, 사회책임, 지배구조에 관한 비재무적 정보로 기업의 가치 판단에 중요한 지표이다(장승욱, 김용현, 2013; 손호철, 박성규, 2015). 선행연구를 종합해 보면, 사회공헌활동(CSR)과 기업성과는 서로 정(+)의 관계가 있음을 확인할 수 있으며, 특히 사회공헌활동을 시행하는 기업이 그렇지 않은 기업보다 재무성과가 좋은 것을 알 수 있다(박헌준, 이종건, 2002; 위평량, 2007; 장지인, 최현섭, 2010; 김형구, 최종윤, 2011; 천미림, 김창수, 2011; 마윤주, 장성희, 2016; 서승주, 2016). 또한 ESG통합지수와 기업의 경영성과에 대한 연구가 진행되었으며 ESG통합지수와 기업의 경영성과 간에 정(+)의 관계가 성립되며 ESG통합지수가 우수한 기업은 그렇지 않은 기업보다 ROA와 ROE가 높은 것으로 나타났다(장승욱, 김용현, 2013; 손호철, 박성규, 2015).

대부분 선행연구들은 사회공헌활동(CSR)과 사회적책임활동지수(KEJI Index) 그리고 ESG통합지수를 중심으로 연구가 이루어졌다. ESG부문별지수의 경우, ESG부문별지수 우수기업과 그렇지 못한 기업의 재무성과를 비교하거나 통제변수로 사용되었다. 그러나 본 연구에서는 보다 근본적인 사회적책임과 기업의 재무성과의 영향 관계를 분석하기 위해 ESG통합지수 중 ESG사회적책임지수를 이용하여 분석하려고 한다. 또한 ESG사회적책임지수를 그대로 사용하지 않고 사회적책임등급점수를 사용하여 기존연구들과 차별성을 갖는다. 즉, ESG사회적책임지수가 우수한 기업과 그렇지 못한 기업의 재무성과를 비교 분석하고 기업의 사회적책임이 재무성과에 미치는 영향을 실증분석 하고자 한다. 이를 분석하기 위하여 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 1 : 기업의 사회적책임이 재무성과에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

가설 1-1 사회적책임지수가 기업의 재무성과(ROA)에 긍정적인(+) 영향을 미칠 것이다.

가설 1-2 사회적책임지수가 기업의 재무성과(ROE)에 긍정적인(+) 영향을 미칠 것이다.

3. 사회적 책임과 재무성과와의 연구모형 및 분석

3.1 연구모형

3.1.1 회귀분석 모형

본 연구의 분석에 앞서 이분산성이나 자기상관이 오차항에 미치는 영향을 분석하였다. 연구 자료의 이분산성은 T-test의 분산 동질성검정을 통해 수행하였으며, 자기상관성은 회귀분석의 Durbin Watson을 이용하였다.

또한 독립변수 간 상관계수의 다중공선성(multicollinearity)문제는 분산팽창요인(variance inflation factor:VIF)값을 조사하였다. 그 결과 가장 큰 VIF 값은 1.017로써 모든 변수들의 VIF 값이 다중공선성의 보편적인 판단기준인 10보다 현저히 낮게 나타나 독립변수 사이의 다중공선성문제는 극히 미미함을 확인하였다.²⁾ 이처럼 연구 자료의 이분산성이나 자기상관 그리고 독립변수 간 다중공선성에 따른 영향이 미미한 것으로 나타나 자료를 pooling하여 사용하였다. 본 연구는 사회적책임지수가 우수한 기업과 그렇지 못한 기업의 재무성과를 비교 분석하고 기업의 사회적책임이 재무성과에 미치는 영향을 다중회귀분석으로 검정하고자 한다. 식(1)은 가설을 검증하기 위한 연구모형이다.

$$Y_{it} = \alpha + dummy_i + \beta_1 x_{it}^a + \beta_2 x_{it}^b + \beta_3 x_{it}^c + \beta_4 x_{it}^d + e_{it} \quad \text{식(1)}$$

i = 기업 1, ..., N

t = 2014년~2016년

Y_{it} = ROA: 총자본순이익률 (당기순이익/자산총계)

ROE: 자기자본순이익률 (당기순이익/자기자본총계)

α = 상수항

$dummy_i$ = YD: 연도더미

x_{it}^a = S_Rating : 사회적책임지수등급 (등급점수)

x_{it}^b = LEV: 부채비율 (부채총계/자기자본총계)

x_{it}^c = TAT: 총자산회전율 (매출액/자산총계)

x_{it}^d = SGR: 매출성장률 ((당기매출액-전기매출액)/전기매출액)

e_{it} = 오차항

3.2 변수의 정의

3.2.1 종속변수

ROA(총자본순이익률)과 ROE(자기자본순이익률)은 대표적인 수익성 지표이다. ROA는 기업에 투자된 총자산이 최종적으로 당기에 얼마나 많은 이익을 창출했는지를 측정하는 비율로 당기순이익을 총자산으로 나누어 계산한다. ROE는 주주가 기업에 투자한 자기자본에 대해

<표 1> 공선성 통계량

변수명	공차한계	VIF
S_Rating	.985	1.015
LEV	.988	1.012
TAT	.983	1.017
SGR	.986	1.014

a. 종속변수: ROA, ROE

2) 공선성 통계량

벌어들이는 수익성을 측정하는 비율로 당기순이익을 자기자본으로 나누어 계산한다.

3.2.2 독립변수

ESG지수는 사회적책임에 대한 국제표준인 ISO26000을 바탕으로 다양한 글로벌 지침과 관련법규 등을 반영하여 한국기업의 실정을 고려한 한국형 평가모형이다. ESG지수는 한국 상장기업의 사회적책임을 제고하고 그 활동을 장려하는 한편 투자자들의 책임투자를 활성화 시키는데 목적이 있다. 이에 따라 환경경영, 사회책임, 지배구조에 대한 모범규준을 제정하여 매년 평가하고 있다. 기존의 연구들은 ESG통합지수를 변수로 사용할 경우, ESG통합지수와 ESG부문별지수가 우수하면(B+이상) 1, 아니면(B이하) 0으로 정의하여 사용하였다(장승욱, 김용현, 2013; 이정은, 김진섭, 2013; 손호철, 박성규, 2015). 또한 사회공헌활동(CSR) 또는 사회적책임활동지수(KEJI Index)을 그대로 사용한 연구들도 다수이다(박헌준, 이종건, 2002; 위평량, 2007; 장지인, 최현섭, 2010; 천미림, 김창수, 2011).

본 연구에서도 사회적책임을 측정하는 대용치로 기업지배구조원이 공시하는 ESG사회적책임지수를 사용하였다. 그러나 ESG사회적책임지수를 그대로 사용하지 않고 나영 등(2013)과 육근호(2018)의 연구와 같이 등급을 점수로 변환하여 사용하였다. 나영 등(2013)의 연구에서는 ESG통합지수와 ESG환경, ESG사회, ESG기업지배구조지수들을 주 설명변수로 사용하였는데 ESG통합지수는 ESG통합정량평가 총점을 사용하였고 ESG부문별지수는 ESG부문별 총점을 사용하였다. 또한, 육근호(2018)의 연구에서도 ESG등급을 설명변수로 사용하였는데, 최소 2.50에서 최대 4.50까지 ESG등급지수를 점수로 균등하게 변환하여 사용하였다. 본 연구의 사회적책임지수 등급별 변환점수(S_Rating)를 정리하면 <표 2>와 같다.

<표 2> 독립변수 사회적책임지수 등급별(S_Rating) 변환점수

A+ 등급	4.5
A 등급	4.0
B+ 등급	3.5
B이하 등급	3.0

3.2.3 통제변수

본 연구모형에서 통제변수로 선정된 변수는 선행연구에 기초하여 ESG사회적책임지수와 재무성과에 영향을 미칠 수 있는 변수들을 고려하여 설정하였다. 타인자본 의존도, 자산의 효율성, 기업 매출성장, 연도 등은 기업의 재무성과에 영향을 미치는 변수들이다. 본 논문에서는 총자산회전율과 매출성장률(장승욱, 김용현, 2013; 여은정, 2017) 그리고 부채비율과 연도(오근혜, 윤평구, 강승모, 2012; 나영, 임옥빈, 김명서, 2013; 손호철, 박성규, 2015; 육근호, 2018)를 통제변수로 선정하였다. 다른 연구에서는 기업의 총자산이익률, 시장가치대장부가치 비율, 체계적위험, 영업현금흐름, 최대주주지분율, 배당률, 기업규모, 일별수익률표준편차, 산업터미 등을 통제변수로 추가하여 사용하였으나 본 연구에서는 그 영향이 미미할 것으로 판단되어 제외시켰다.

부채비율(LEV)은 총자본을 구성하고 있는 자기자본과 타인자본의 비율을 말하는 것으로 부채총계를 자기자본총계로 나누어 계산한다. 일반적으로 부채비율은 재무성과와 음(-)의 상관관계를 가지며 기업의 재무성과에 영향을 줄 수 있다. 총자산회전율(TAT)은 기업이 보유하고 있는 총자산의 효율적 이용도를 측정하는 비율로 보유자산 대비 얼마나 효율적으로 사

업을 영위해 오고 있는가를 파악할 수 있는 지표이다. 총자산회전율은 매출액을 총자산으로 나누어 계산한다. 매출성장률(SGR)은 외적 성장성을 분석하는 비율로 기업이 일정기간 동안 얼마나 성장하고 있는가를 나타내는 지표이다. 매출성장률은 당기매출액에서 전기매출액을 차감한 매출액증감분을 전기매출액으로 나누어 계산한다. 아울러, 연도별 경제 환경의 변화가 기업의 전반적인 특성에 미치는 영향을 통제하고자 YD(연도더미)를 포함하였다.

3.3 표본의 선정

본 연구에서는 기업의 사회적책임이 재무성과에 미치는 영향을 알아보기 위하여 2014년부터 2016년까지의 ESG의 사회적책임지수를 이용하여 실증분석하였다. 금융보험업을 제외한 최초표본 180개 기업 중 사회적책임지수 등급과 재무성과를 측정할 수 없는 12개 기업을 제외한 168개 기업을 표본대상으로 하였다. ESG는 한국기업지배구조원에서 매년 공시하는 지수로 ESG사회적책임지수를 측정하였으며 재무성과는 금융감독원 전자공시시스템(dart.fss.or.kr)를 이용하여 수집하였다. 구체적인 내용은 <표 3>에 제시하였다.

<표 3> 표본선정

최초표본	180
ESG사회적책임지수가 없는 기업	1
재무성과를 측정할 수 없는 기업	11
분석표본	168

3.4 기술통계

<표 4>는 표본의 특성을 파악하기 위해 기술통계량을 분석한 표이다. 종속변수인 ROA는 최소 -67.650부터 최대 20.200으로 분포되어 있고 평균은 0.323이며 표준편차는 11.261이다. ROE는 최소 -112.990부터 최대 123.80으로 분포되어 있고 평균은 0.771이며 표준편차는 23.702이다. 종속변수 모두 양(+의 평균값으로 나타냈다.

독립변수인 S_Rating(사회적책임지수)의 최소 3.000부터 최대 4.500으로 분포되어 있고 평균은 3.536이며 표준편차는 0.620이다. 표본기업의 S_Rating은 평균 3.536으로 사회적책임지수 등급이 평균 B+등급임을 알 수 있다.

통제변수의 기술통계량을 살펴보면, LEV은 최소 3.680부터 최대 991.230으로 분포되어 있고 평균은 130.756으로 부채비율의 최소와 최대의 차이가 크며 평균 130%를 보인다. TAT 최소 3.830부터 최대 278.460으로 분포되어 있고 평균은 84.454이다. SGR 최소 -67.600부터 최대 941.330으로 분포되어 있고 평균은 17.774으로 부채비율과 같이 매출성장률도 최소와 최대의 차이가 크며 평균 17%로 나타났다.

<표 4> 기술통계량

	N	최소값	최대값	평균	표준편차
S_Rating	168	3.000	4.500	3.536	0.620
ROA	168	-67.650	20.200	0.323	11.261
ROE	168	-112.990	123.080	0.771	23.702
LEV	168	3.680	991.230	130.756	140.935
TAT	168	3.830	278.460	84.454	48.693
SGR	168	-67.600	941.330	17.774	96.954

3.5 차이분석

<표 5>은 독립표본 T-test 검정결과로 본 연구의 분석에 사용한 표본의 평균이 통계적으로 유의한 차이가 있는지 분석한 것이다. ROA와 ROE 모두 0.01 수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타냈다. 이는 사회적책임지수가 우수한 기업과 사회적책임지수가 부실한 기업의 ROA와 ROE는 서로 같지 않음을 의미하는 것이다. 또한 사회적책임지수가 우수한 기업이 그렇지 않은 기업보다 ROA와 ROE가 유의하게 높다는 것을 설명한다. 즉, 사회적책임지수가 우수한 기업과 그렇지 않은 기업의 재무성과에는 차이가 존재하며 사회적책임지수가 우수한 기업이 그렇지 않은 기업보다 ROA와 ROE가 높다는 것을 나타낸다.

<표 5> 독립표본 T-검정

변수	전체			사회적책임지수 우수기업			사회적책임지수 부실기업			평균차	t-값
	N	평균	표준 편차	N	평균	표준 편차	N	평균	표준 편차		
ROA	168	0.32	11.261	80	3.85	5.423	88	-2.88	13.957	6.742	4.050***
ROE	168	0.77	23.702	80	6.95	11.272	88	-4.84	29.932	11.802	3.318***
LEV	168	130.75	140.935	80	142.15	145.728	88	120.39	136.437	21.756	0.999
TAT	168	84.45	48.693	80	89.48	48.237	88	79.87	48.927	9.608	1.280
SGR	168	17.77	96.954	80	14.29	82.987	88	20.94	108.484	-6.652	-0.443

*** 상관계수는 0.01 수준에서 유의함. 등분산이 가정됨.

3.6 상관관계 분석

제3변수의 통제여부에 따라 통제하지 않을 때는 피어슨(Pearson)상관분석을 사용하고 제3변수를 통제할 경우에는 편상관분석(partial correlation analysis)을 사용한다. 피어슨상관분석과 편상관분석 두 가지 모두 분석한 결과, YD(연도더미)가 종속변수와 독립변수들의 상관관계에 영향을 주는 것으로 나타나 본 연구에서는 YD(연도더미)를 통제한 편상관분석을 상관관계분석으로 사용하였다. <표 6>은 편상관분석 상관관계를 정리한 표이다.

종속변수 ROA와 ROE는 독립변수 S_Rating(사회적책임지수), TAT(총자산회전율)와 0.01수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 나타냈다. 이는 S_Rating (사회적책임지수)이 기업의 재무성과인 ROA와 ROE와 유의한 양(+)의 관계가 있는 것을 의미한다. 종속변수 ROA와 ROE는 LEV(부채비율), SGR(매출성장률)과는 유의한 상관관계가 나타나지 않았다.

독립변수 S_Rating(사회적책임지수)은 ROA, ROE뿐 만 아니라 TAT(총자산회전율)과 0.1수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 나타냈다. S_Rating(사회적책임지수)이 ROA와 ROE에 비해 TAT와는 다소 낮은 상관관계를 보이고 있다.

<표 6> 편상관관계분석

변수	S_Rating	ROA	ROE	LEV	TAT	SGR
S_Rating	1	.288***	.246***	.037	.135*	-.032
		.000	.001	.639	.082	.684
ROA		1	.897***	-.033	.236***	.122
			.000	.671	.002	.116
ROE			1	-.018	.231***	.098
				.819	.003	.205
LEV				1	.019	-.100
					.810	.201
TAT					1	-.039
						.613
SGR						1

*, **, *** 상관계수는 각각 0.1, 0.05, 0.01 유의수준(양쪽)에서 유의함.

3.7 회귀분석

3.7.1 사회적책임지수와 ROA

기업의 사회적책임이 재무성과에 미치는 영향을 분석하기 위해 다중회귀분석을 사용하였으며, <표 7>은 기업의 사회적책임이 재무성과(ROA)에 미치는 영향을 분석한 회귀분석결과이다. 기업의 사회적책임이 재무성과에 미치는 영향을 분석하기 위한 <연구모형 1>의 설명력을 나타내는 Adjusted R^2 은 0.144이며 0.01수준에서 <연구모형 1>은 유의한 것으로 나타났다. 독립변수 S_Rating(사회적책임지수)와 TAT(총자산회전율)은 0.01수준에서 SGR(매출성장률)은 0.1수준에서 종속변수 ROA에 유의한 양(+)의 영향을 주는 것으로 나타났다. 즉, 사회적책임지수와 총자산회전율 그리고 매출성장률이 기업의 재무성과인 ROA에 긍정적인 영향을 미치는 것을 의미한다. 또한 사회적책임지수, 총자산회전율, 매출성장률 순서로 ROA에 영향을 주는 것으로 나타났다.

<표 7> 회귀분석 - 사회적책임지수와 ROA

모형	변수	베타	종속변수	N	R 제곱	F
1	(상수)	-20.787 (-4.286)***	ROA	168	.144	6.841***
	S_Rating	.267 (3.653)***				
	LEV	-.032 (-.439)				
	TAT	.208 (2.839)***				
	SGR	.134 (1.831)*				

주)()안에는 t-값이 제시되어 있음.

*, **, ***은 각각 0.1, 0.05, 0.01 유의수준에서 유의함.

3.7.2 사회적책임지수와 ROE

<표 8>은 기업의 사회적책임이 재무성과(ROE)에 미치는 영향을 분석한 회귀분석결과이다. 기업의 사회적책임이 재무성과에 미치는 영향을 분석하기 위한 <연구모형 2>의 설명력을 나타내는 Adjusted R^2 은 0.111이며 0.01수준에서 <연구모형 2>은 유의한 것으로 나타났다.

다. 독립변수 S_Rating(사회적책임지수)와 TAT(총자산회전율)은 0.01수준에서 종속변수 ROE에 유의한 양(+의) 영향을 주는 것으로 나타났다. 즉, 사회적책임지수와 총자산회전율이 기업의 재무성과인 ROE에 긍정적인 영향을 미치는 것을 의미한다. 또한 사회적책임지수가 총자산회전율 보다 ROE에 더 영향을 주는 것으로 나타났다.

<표 8> 회귀분석 - 사회적책임지수와 ROE

모형	변수	베타	종속변수	N	R 제곱	F
2	(상수)	-37.237 (-3.580)***	ROE	168	.111	5.107***
	S_Rating	.217 (2.912)***				
	LEV	-.016 (-.215)				
	TAT	.210 (2.821)***				
	SGR	.107 (1.434)				

주) ()안에는 t-값이 제시되어 있음.

*, **, ***은 각각 0.1, 0.05, 0.01 유의수준에서 유의함.

기업의 사회적책임이 재무성과에 미치는 영향을 분석한 회귀분석결과를 종합해 보면, 사회적책임지수가 기업의 재무성과에 긍정적인 영향을 주는 것으로 분석되었다. 또한 사회적책임지수가 총자산회전율과 매출성장률 보다 더 기업의 재무성과에 영향을 주는 것을 알 수 있다. 결국 기업의 사회적책임이 재무성과에 긍정적인 영향을 미칠 것이라는 가설을 지지할 수 있다.

4. 결론

본 연구의 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 사회적책임지수가 우수한 기업과 그렇지 못한 기업의 재무성과를 비교 검증한 결과, 사회적책임지수가 우수한 기업은 그렇지 않은 기업보다 ROA와 ROE가 높은 것을 확인하였다. 둘째, YD(연도더미)를 통제한 상관관계 분석 결과, 사회적책임지수는 ROA 및 ROE와 정(+의) 상관관계가 있는 것으로 분석되었다. 마지막으로 기업의 사회적책임지수가 기업의 재무성과에 미치는 영향을 분석한 회귀분석결과, 사회적책임지수가 기업의 재무성과에 긍정적인 정(+의) 유의한 영향 관계가 있는 것으로 나타났다. 즉, 사회적책임지수와 총자산회전율 그리고 매출성장률이 기업의 재무성과인 ROA에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 사회적책임지수와 총자산회전율이 기업의 재무성과인 ROE에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 분석되었다.

기업의 사회적책임이 재무성과에 미치는 영향을 실증 분석한 결과를 종합해 보면, 사회적책임지수가 기업의 재무성과에 긍정적인 영향을 주는 것으로 분석되었다. 또한 사회적책임지수가 총자산회전율과 매출성장률 보다 더 기업의 재무성과에 영향을 주는 것을 알 수 있다. 결국, 기업의 사회적책임이 재무성과에 긍정적인 영향을 미칠 것이라는 가설을 지지한다. 본 연구는 기업의 사회적책임경영이 재무성과에 긍정적인 영향을 미치고 있음을 실증적으로 검증하였다는데 의의가 있다. 또한, 본 연구의 실증분석 결과는 기독교경영에서 시작한 사회적책임의식이 사회적 기업뿐만 아니라 일반기업에도 그 중요성이 인식되고 있음을 보여

주는 결과이기도 하다.

끝으로 위와 같은 결과는 기업과 이해관계를 형성하고 있는 근로자, 협력사 및 경쟁사, 소비자, 지역사회 등을 대상으로 각각 안정성, 투명성, 공정거래, 지역참여, 지역 소통 등의 사회적책임에 대한 시장인식의 제고가 기업의 지속가능발전에 기여한다는 유용한 시사점을 제공한다. 즉, 기업은 기독교의 섬김, 공의, 나눔을 실천할 때 지속적으로 성장하는 진정한 기업이 될 것이며 그러기 위해서는 마태복음 말씀에서처럼 고객 만족의 경영과 투명성, 윤리 경영 및 사회가 요구하는 사회적책임을 경영의사결정에 적극적으로 반영해야 할 것이다.