

# 기업의 사회적 성과와 재무적 성과 간의 상호 관련성

조성표

(경북대학교 경영학부 교수)

손수훈

(우간다 단기 선교사, 경북대학교 대학원 석사 졸업)

2006. 10.

## <초록>

본 연구는 기업의 사회적 성과와 재무적 성과가 상호간의 미치는 영향에 대해 실증분석 하였다. 먼저, '선의 경영가설'로 기업의 사회적 성과가 재무적 성과에 미치는 영향을 분석하였고, 반대 방향으로 '여유자원가설'인 기업의 재무적 성과가 사회적 성과에 영향을 미치는지를 분석하였다. 이를 위하여 KEJI Index로 측정한 사회적 성과와 ROA, ROE, ROS, 토빈Q 등 재무적 성과와 관련성을 2001년부터 2003년까지 우리나라 상장기업을 대상으로 서로 간에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하였다. 특히 기존 연구에서의 동시성 문제와 지표 측정의 오차를 통제하기 위하여 산업 전체 평균과 연도 더미 변수를 모형에 통제변수로 도입하였다.

분석 결과, 대체적으로 기업 활동의 건전성과 종업원만족도, 사회봉사기여도 등 사회적 성과는 재무적 성과에 긍정적인 영향을 미치고 있었다. 산업별 평균과 연도별 더미변수를 통제한 이후에도 유사하였다. 즉 기업의 사회적 성과는 재무적 성과에 유의적인 양의 영향을 미치고 있어 '선의 경영가설'이 지지되고 있었다. 다음으로 '여유자원 가설'에 대한 분석 결과, 산업별 평균과 연도별 더미변수를 통제하기 전에는 재무적 성과인 ROA과 ROE는 대체적으로 사회적 성과에 유의적으로 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그런데 산업별 평균과 연도별 더미변수를 통제한 후, 그 유의성이 사라졌으며, 통제변수로 삽입한 산업별 평균 사회적 성과가 모든 모형에서 유의성을 보이고 있었다. 이러한 현상은 기업이 재무적 성과가 좋다고 사회적 성과를 증대시키기보다는 동일 산업 내에 사회적 성과의 관행에 따라 사회적 성과의 수준을 결정하는 것으로 나타났다. 따라서 '여유자원 가설'은 받아들여지지 않았다.

본 연구 결과는 기업의 사회적 성과는 재무적 성과에 긍정적인 영향을 미치며, 사회적 성과의 수준은 그 기업의 재무적 성과보다는 동일 산업의 다른 기업들의 사회적 성과 수준에 비례한다는 것이다. 이러한 결과는 기업의 사회적 성과의 수준을 결정하는 데에 지침을 제공하며, 궁극적으로 사회적 성과의 향상을 촉진하는 데에 기여할 수 있을 것으로 기대된다.

## I. 연구의 필요성 및 목적

일반적으로 기업의 사회적 책임을 경제적 책임, 법적 책임, 윤리적 책임 및 자선적 책임 등 4가지로 구분하고 있다. 기업의 경제적 책임은 본질적인 목적으로 제품과 서비스를 생산하여 적절한 가격에 판매하고 투자자들에게는 보상이 가능한 이윤을 창출하는 책임을 의미한다. 법적 책임이란 기업경영이 공정한 규칙 속에서 이루어지기 위하여 사회가 만들어 놓은 법의 테두리 내에서 경영을 해야 한다는 것으로, 기업의 입장에서 경제적 책임과 법적 책임은 당연히 수행하여야 하는 의무이다.

한국 사회는 경제 개발 중심의 60년대에서 80년대 초반까지는 주로 경제적 책임이 강조되어 왔다. 그런데 1980년대 중반의 민주화 운동과 함께 노동·환경문제 등 기업의 법적 책임이 중요한 자리를 차지하게 되었다. 그런데 최근 들어 기업의 ‘윤리적 책임’과 ‘자선적 책임’이 요구되고 있다.

기업의 윤리적 책임이란 기업 활동이 법적 정당성을 넘어서서 사회의 기대, 기준 및 가치에 부합하는 행동을 하여야 할 책임이 있다는 것이다. 이와 함께 기업의 자선적 책임은 자발적인 책임의 수행, 경영활동과 직접 관련이 없는 문화활동, 기부, 자원봉사 등을 의미한다.<sup>1)</sup>

이와 같이 기업의 책임의 범위가 넓어지면서 기업 성과에 대한 개념도 변화되었다. 과거에는 법 테두리 안에서 기업 자신에게 귀속되는 경제적 성과가 중요한 평가 지표였다. 최근 들어 기업의 공공성 확대와 사회적 책임의 증대에 따라 위 네 가지 책임을 모두 포괄하는 사회적 성과에 대한 평가가 강조되고 있다.

기업의 사회적 성과는 기업이 사회의 삶의 질(Quality of life)에 미치는 총체적인 영향으로 정의할 수 있다. 예컨대 기업은 사회에 대하여 재화와 용역 그리고 고용을 창출하여 제공하는 반면, 각종 공해나 불건전한 기업과 영향으로 인한 역기능적인 영향도 주게 된다. 따라서 기업의 사회적 공헌도 또는 성과를 평가하기 위해서는 이러한 긍정적이거나 부정적인 영향 모두를 고려하여야 한다.

이와 같이 기업의 사회적 성과가 강조되는 상황에서도 기업의 경제적 성과는 여전히 중요하다. 기업의 경제적 성과는 기업을 유지하고 성장하게 하는 원천이기 때문이다. 그렇기 때문에 기업의 사회적 성과를 강조하는 현대에도 이러한 사회적 성과가 기업의 경제적 성과에 어떠한 영향을 미칠 것인가가 기업 경영에서 중요한 주제로 등장하게 되었다.

---

1) 본 앞부분의 기업의 사회적 책임의 종류와 변화는 고동수 (2006)을 참조하였다.

즉 기업의 사회적 성과에 충실한 기업은 그 성과가 경제적 성과에 연결되는가? 역으로 경제적 성과가 높은 기업은 사회적 성과도 높은 것인가? 아니면 이 둘이 상충 관계인가 하는 것이다.

이해관계자집단이론에 따르면 기업은 주주나 채권자와 같은 지분소유자들 뿐만 아니라 잠재적이고 근본적인 권리 혹은 청구권을 가진 제반 이해관계자들도 만족시켜야 한다. 예를 들어, 자연보호라는 사회의 요구와 기업의 이윤추구목적이 상충되어 그 지속적인 성장목표에 제동이 걸린 기업은 경제적 성과와 사회적 성과가 상충 관계가 있다고 할 수 있다.

그러나 이 기업이 환경보존이나 폐기물 점감 등과 관련한 투자활동을 적극 수행하고 그 과정 및 결과를 이해관계자들에게 적절히 알려줌으로써 기업에 대하여 호의적인 이미지를 형성하여 매출 증대를 가져오는 경우, 그 상충되는 관계를 개선하여 서로 보완적인 관계를 형성할 수 있다.<sup>2)</sup> 기업의 경영자들에게 있어서 이러한 이해관계자집단과 기업 간의 상관관계는 기업의 사회적·윤리적 혹은 환경관련 활동을 유발시키는 동기로 작용할 수 있는 것이다.

이제까지 많은 연구에서 기업의 사회적 성과가 높은 경제적 성과를 가져온다는 가설(선의 경영 가설)과 역으로 경제적 성과가 높은 기업이 사회적 성과에 관심을 갖는다는 가설(여유자원 가설)을 검증하여 왔다.

이제까지 국내외의 실증 연구 결과를 보면, 사회적 성과가 좋은 기업은 재무적 성과도 높다는 ‘선의 경영 가설’을 지지하는 반면, 재무적 성과가 좋은 기업이 사회적 성과가 높다는 ‘여유자원 가설’은 약간 엇갈리는 것으로 나타났다.

그런데 이전의 연구들에서는 산업의 종류에 따라 사회적 성과와 재무적 성과가 동시에 영향을 받게 될 수 있는 가능성을 간과하고 있다. 기업의 사회적 성과와 재무적 성과는 관련성이 없는 데도 불구하고 산업이라는 공통 변수에 의하여 두 변수가 동시에 영향을 받게 됨에 따라 관련성이 있는 것으로 나타나는 동시성

---

2) 경제적 성과와 사회적 성과의 상충관계가 보완관계로 변한 사례는 존슨앤존슨의 타이레놀 사건을 들 수 있다. 1982년 미국 시카고에서 존슨앤존슨의 타이레놀제품을 복용한 사람이 사망한 사건이 발생했다. 조사 결과 누군가에 의해 의도적으로 타이레놀제품에 독극물이 주입했다는 사실이 밝혀지면서 미국식품의약국(FDA)은 문제가 된 시카고지역에 배포된 제품을 거둬들일 것을 존슨&존슨에 권고했다. 그러나 존슨앤존슨은 시카고뿐만 아니라 전국에 산재되어 있는 문제가 없는 제품 3000만병, 총 1억 달러(약 1300억원) 상당의 상품까지도 스스로 모두 거둬들였다. 소비자들은 존슨&존슨의 윤리적 태도를 신뢰하는 쪽으로 기울었다. 결과적으로 타이레놀은 현재까지 미국시장에서 가장 높은 비율을 차지하는 해열진통제로 살아남았고 세계적으로 연간 15억 달러의 매출을 올리는 효자상품이 됐다.

(simultaneity)의 문제가 일어날 수 있다.

또 다른 문제는 사회적 성과 측정에 있어서 측정 오차의 문제이다. 재무적 성과는 측정방법에 있어 표준적이고, 객관적인 반면에 사회적 성과에 대한 평가는 평가 연도의 사회적 분위기에 따라 달라지는 측정오차를 나타낼 수 있다.

본 연구에서는 우선 동시성의 문제인 산업 효과를 통제하기 위하여 독립변수의 산업 평균 값을 통제변수를 사용하였다. 또한 연도별 변수의 측정오차를 통제하기 위하여 연도 더미 변수를 통제변수를 산입하였다. 이에 따라 본 연구에서는 산업효과와 연도별 측정 효과를 통제하고 선의 경영 가설과 여유자원 가설을 검증하였다.

'선의 경영가설(사회적 영향가설)'의 분석 결과, 대체적으로 기업활동의 건전성(SND)과 종업원만족도(EMP)가 양의 유의성을 보이고, 일부 모형에서 사회봉사기여도(SVC)가 양의 유의성을 보이고 있었다. 산업별 평균과 연도별 더미변수를 통제한 이후에는 위 세 변수와 함께 소비자보호만족도(CUS) 변수가 유의적인 음의 부호를 나타냈다. 이러한 결과는 기업의 사회적 성과는 재무적 성과에 유의적인 양의 영향을 미치고 있어 '선의 경영가설'이 지지되며, 이 '선의 경영가설'은 산업별 평균과 연도별 더미변수를 통제한 이후에도 동일한 것으로 나타났다.

다음으로 '여유자원 가설'을 분석한 결과, 산업별 평균과 연도별 더미변수를 통제하기 전에는 재무적 성과인 ROA와 ROE는 대체적으로 사회적 성과에 유의적으로 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나 통제 이후에는 그 유의성이 사라졌으며, 통제변수로 삽입한 산업별 평균 사회적 성과가 모든 모형에서 유의성을 보이고 있었다. 이러한 현상은 기업이 재무적 성과가 좋다고 사회적 성과를 증대시키기보다는 동일 산업 내에 사회적 성과의 관행에 따라 개별 기업의 사회적 성과 수준이 결정되는 것으로 나타났다. 따라서 '여유자원 가설'은 받아들여지지 않았다.

이상과 같은 본 연구의 결과는 사회적 성과가 좋은 기업은 높은 재무적 성과를 시현할 수 있으나, 재무적 성과가 좋다고 하여 사회적 성과 수준이 높은 것이 아님을 의미한다. 종전에 여유자원가설이 일부 지지된 것은 산업 효과를 통제하지 아니한 결과일 수 있다는 것을 시사하고 있다.

본 연구에서 시사하는 바는 기업의 사회적 성과는 재무적 성과에 긍정적인 영향을 미친다는 것이다. 그리고 사회적 성과의 수준은 그 기업의 재무적 성과보다는 동일 산업의 다른 기업들의 사회적 성과 수준에 비례한다는 것이다. 즉 기업의 사회적 성과가 단순한 비용이 아니라 기업의 재무적 성과 향상에 기여한다는 것이며, 특히 동일 업종의 다른 기업들의 사회적 성과 수준을 고려하여 그 수준을 결정하여

야 함을 시사하는 것이다. 이러한 본 연구 결과는 기업의 사회적 성과의 수준을 결정하는 데에 지침을 제공하며, 궁극적으로 사회적 성과의 향상을 촉진하는 데에 기여할 수 있을 것으로 기대된다.

## II. 사회적 성과와 재무적 성과의 관련성에 대한 선행연구

기업의 사회적 성과와 재무적 성과와의 관계에 대한 관심과 논쟁은 오랫동안 계속되고 있다. 이 두 관계에 대한 논쟁에는 두 가지 다른 논의점이 포함되어 있다. 첫째는 사회적 성과와 재무적 성과와의 관계가 양의 관계를 가지는지, 음의 관계를 가지는지, 아니면 상관성이 없는지에 대한 것이다.

두 번째는 인과관계의 방향성(casual relationship)이다. 사회적 성과가 재무적 성과에 영향을 미치는지, 반대로 재무적 성과가 사회적 성과에 영향을 미치는지, 아니면, 사회적 성과와 재무적 성과가 서로 상호간에 영향을 주는지에 대한 문제이다. 이와 관련된 선행연구들은 살펴보면 다음과 같다.

첫 번째는 기업의 사회적 성과와 재무적 성과의 상관관계를 탐색한 연구들이 있다. Bragdon and Barlin(1972), Spicer(1978)의 연구는 환경성과와 재무적 성과 사이의 관계를 직접적으로 검증하고자 하는 시도가 있었다. 이러한 연구들은 1970년대 초반부터 Council of Economic Priorities(CEP)에서 발간하는 보고서에 기초하여 이루어지고 있다. CEP는 환경과 밀접한 관련이 있는 석유정제산업, 철강 산업, 목재·펄프산업 및 전략산업 등을 대상으로 환경관리 활동에 대한 성과를 측정하여 지수형태로 발표 하고 있다.

일부의 연구에서는 목재·펄프산업에 있어 기업의 환경성과 측정치인 CEP지수와 기업의 재무적 성과 사이에 통계적으로 유의한 수준의 상관관계가 있음을 확인하였다. 그러나 Chen and Metcalf(1980)의 연구에서는 동일한 자료에 기초하여 기업의 규모를 통제하고 분석한 결과, 환경성과와 재무적 성과 사이에 유의한 관계가 존재하지 않는 것으로 나타났다.

국내에서는 처음으로곽수근·김평기(1993)가 이 관계를 분석하였는데, 이들은 92년의 KEJI Index자료를 활용하여 기업의 사회적 성과와 재무적 성과간의 관련성을 살펴보았다. 이 연구에서는 기업규모가 클수록 기업의 재무적 성과가 우수하다는 것을 보여주고 있으나 사회적 성과가 재무적 성과에 영향을 미친다는 것을 입증하

지는 못했다. 장경형(1996)은 92년에서 95년까지의 각 항목의 지표값을 평균하여 독립변수로 하고 수익성, 매출액, 순이익을 종속변수로 한 모형을 분석하였다. 하지만 두 변수간의 명확한 관계를 밝혀내지는 못하였다.

두 번째는 기업의 사회적 성과가 재무적 성과에 영향을 미치는지 즉, 선의 경영 가설을 검증한 연구들이 있다. Moskowitz(1972)는 사회·환경적 책임수준에 대한 개인적인 추정방법을 통해 표본기업 67개 기업의 사회·환경적 성과를 평가하여 이를 재무적 성과와 비교한 결과, 사회·환경적 성과가 높은 기업일수록 평균수익률이 높은 것으로 나타났다. 그러나 Vance(1975)는 Moskowitz의 표본기업들의 수익성이 뉴욕증권거래소 상장기업의 Composite Index나 다우존스 Industrial Index, S&P의 Index에 포함된 비교집단의 수익성보다 낮다는 사실을 발견하였다.

그런데 Waddock and Grave(1997)는 기업의 사회적 성과를 KLD Index를 사용하였고, 재무적 성과는 ROA, ROE, ROS로 측정하였으며, 통제변수로 부채비율과 매출액, 자산과 종업원 수를 통제하여 모형을 설정하였다. 분석 결과 재무적 성과는 사회적 성과에 정(+ )의 영향을 미치고, 윤리적인 의사결정 또한 재무적 성과에 정(+ )의 영향을 미치는 결과를 보였다. 이는 선의 경영이론과 여유자원 이론 모두를 지지함을 뜻하며, 상호간의 영향을 미치는 것이라고 볼 수 있다.

Stankwick(1998)의 연구에서는 독립변수로 기업의 사회적 성과를 Fortune Corporate Reputation Index를 이용하여 측정하고, 종속변수로 매출액과 수익성과 EPA's Toxic Release Report의 오염방출수준으로 측정한 결과, 기업의 사회적 성과는 수익성에 강한 정(+ )의 영향을 미치는 것으로 나타났다. Gunthrope(2000)는 Wall Street Index에서 발표하는 탈세, 처벌들의 비윤리적인 관행 등이 기업의 비정상수익률(AR)과 누적 비정상수익률(CAR)에 미치는 영향을 분석한 결과 기업의 비윤리적인 관행은 주식시장에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

우리나라에서는 이러한 가설들을 박헌준(2002)이 분석하였다. 박헌준(2002)은 경제정의연구소의 KEJI Index의 7 범주 중 5개 변수에 한정해서 분석하였다. 1996년부터 1998년까지 3개년에 걸쳐 288개 상장제조업에 대하여 기업윤리와 기업성과와의 관계 속에서 윤리경영을 잘하는 기업이 경영성과도 좋은지를 검증하였다. 기업의 사회적 성과와 재무적 성과에 대한 시계열분석결과, 사회적 성과의 재무적 성과에 대한 영향은 유의적으로 나타났다.

또 이 연구에서는 기업의 재무적 성과가 사회적 성과에 긍정적으로 영향을 미친다는 여유자원가설을 검증하였는데, 재무적 성과가 사회적 성과에 미치는 영향은

상대적으로 미약했다. 특히 분석기간 중 사회적 성과가 상위 30%에 속한 기업들은 꾸준한 수익성을 나타낸 반면, 하위 30%에 속하는 기업들의 재무적 성과는 오히려 악화되었다. 이 결과는 사회적 성과가 좋은 기업은 재무적 성과도 높다는 ‘선의 경영 가설’을 지지하는 반면, 기업이 재무적 성과가 좋다고 사회적 성과가 높다는 ‘여유자원 가설’은 지지되지 못한 것이다.

박헌준·이종건(2002)의 연구에서는 기업의 사회적 성과를 기부행위 수준과 환경보호만족도로 측정하였고, 재무적 성과를 ROA, 매출액성장률, 유동비율, 부채비율, 경제적 부가가치로 측정하였다. 통제변수로는 경제위기 전후를 더미변수로 사용하고, 산업더미와 매출액을 통제하여 분석한 결과, 경제 부가가치가 높고 부채비율이 낮은 기업일수록 기부가 많은 결과를 보였다. 이것은 ‘여유자원 가설’을 지지하는 것이다. 또한, 기부행위와 경제 부가가치 수준간의 관계에 양의 관계를 가지므로 ‘선의 경영가설’ 또한 지지되었다.

박헌준·신현한·권인수(2004)의 연구에서는 종속변수인 기업의 평판이 기업의 재무적 성과인 ROA와 토빈Q의 비율에 영향을 미치는지를 분석하였다. 통제변수로는 부채비율과 매출액, 광고비를 통제변수로 이용하였으며, 분석 결과, 기업의 평판은 수익률에 정(+ )의 영향을 미치는 결과를 나타냈다.

이상의 연구들을 종합하여 보면, 사회적 성과가 좋은 기업은 재무적 성과도 높다는 ‘선의 경영 가설’을 지지하는 반면, 기업이 재무적 성과가 좋다고 사회적 성과가 높다는 ‘여유자원 가설’은 약간 엇갈리는 것으로 나타났다.

그런데 이전의 연구들에서는 방법론 상의 문제점을 일부 내포하고 있다. 첫 번째로 동시성(simultaneity)의 문제이다. 동시성의 문제란 외부 변수가 독립변수와 종속변수에 동시에 영향을 미치는 문제를 말한다. 여기에서 기업의 사회적 성과와 재무적 성과는 산업에 동시에 영향을 받게 될 수 있다. 예를 들면, 소비재 산업의 경우, 자본재 산업에 비하여 수익성이 높으며, 소비자들에 대한 관심이 높기 때문에 사회적 성과에 관심을 더 기울일 가능성이 있다. 이 경우 기업의 사회적 성과와 재무적 성과는 관련성이 없는 데도 불구하고 산업이라는 공통 변수에 의하여 동시에 영향을 받게 됨에 따라 관련성이 있는 것으로 나타날 수 있다.

다음으로 재무적 성과는 측정방법에 있어 표준적이고, 객관적인 반면에 사회적 성과는 정성적이고 주관적일 경우가 많다. 예를 들면 환경적 사건이 발생한 연도에는 환경적 평가점수가 영향을 받을 수 있으며, 불황인 연도에는 이의 평가가 관대하여 질 수 있다. 따라서 사회적 성과의 측정에서 특정 년도에 측정오차가 발생할

가능성이 있다. 이러한 동시성 및 측정오차 문제의 존재 여부와 이에 대한 해결방안은 제4장에서 논의하기로 한다.

### Ⅲ. 연구가설 설정 및 연구 설계

#### 3.1 사회적 성과와 재무적 성과의 측정

우리나라에서 사회적 성과에 대한 측정치 중에서 가장 오래 되고 각종 연구에서 자주 사용되는 통계는 경제정의지수(KEJI Index)이다. 경제정의지수는 경실련 경제정의연구소에서 1991년부터 한국증권거래소 상장기업(제조업)을 대상으로 평가하여 온 기업의 사회적 평가 측정치로서 2004년도에 14회째에 이르고 있다.

경제정의지수는 크게 7대 평가항목으로 구성되는데, 7대 평가항목은 ①기업 활동의 건전성 ②기업 활동의 공정성 ③사회봉사 기여도 ④소비자보호만족도 ⑤환경보호만족도 ⑥종업원만족도 ⑦경제발전기여도가 있다. 이 일곱 개 항목들을 평가하기 위한 세부 지표로 49개 평가지표 및 3개 고려지표가 있는데, 여기에 정성적인 부분까지 고려하여 평가를 한다.

평가점수는 정량평가 75점, 정성평가 25점으로 총 100점 만점이다. 정량평가는 구체적인 항목별로 객관적 수단에 의해 평점화(75점)되며, 정성평가는 지표로 포함된 설문 조사항목의 통계처리와, 시상일 기준 최근 3개 년도에 관한 언론검색 및 위원들의 합의를 전제한 정성적 판단으로 이루어진다.

평가는 거래소상장기업을 평가대상기업(단 금융업 제외)으로 하는데<sup>3)</sup>, 2002년도 평가까지는 상장제조업만을 평가하였으나, 2003년도 평가부터는 상장비제조업 및 서비스업을 포함시켜 평가대상 기업체 수가 크게 증가하여 총 340개 기업을 대상으로 평가하고 있다.<sup>4)</sup>

---

3) 3개년 순이익 적자회사, 자본잠식업체, 이자보상배율1.0미만 업체, 합병회사, 결산기변경사, 신규상장사, 관리 및 자료 미제출사 등을 제외

4) 업종별 기업 수는 다음과 같다.

- 식약/섬유/종이업종 : 82개사
- 금속/비금속/화학업종 : 98개사
- 전기전자/기계업종 : 85개사

평가자료는 국회, 정부기관 등 각종 공공기관에서 발표된 자료를 근거로 한다.<sup>5)</sup> 당년 실적을 원칙으로 하되, 보편성 등의 문제가 있을 경우 누적자료도 참고한다.

각 지표별 세부 내역을 살펴보면, 건전성항목은 주주 구성의 건전성, 투자 지출의 건전성, 자본 조달의 건전성을 측정하는 7개 지표와 탈세, 분식회계 등을 고려하여, 총 25점으로 구성되어 있다. 공정성은 공정거래 및 경쟁, 투명성, 협력 관계를 측정하는 5개 지표와 언론사 지분보유 등을 고려하여 총점 15점으로 측정한다.

사회봉사기여도는 소외계층보호, 사회 공헌을 측정하는 5개 지표, 10점으로 구성된다. 소비자보호만족도는 소비자 권리보호, 품질, 광고를 측정하는 5개 지표, 10점을 부여한다. 환경보호만족도는 환경개선 노력, 환경 친화성, 위반 및 오염 실적을 측정하는 6개 지표, 15점으로 측정된다. 종업원만족도는 작업장 보건 및 안전 인증, 인적자원투자, 임금 및 복지후생, 노사관계, 남녀고용 평등을 측정하는 11개 지표와 노사협력을 고려하여 15점을 부여하고 있다. 경제발전기여도는 연구개발노력, 경영성과 및 경제기여도를 측정하는 10개 지표, 10점을 부여하고 있다. 여기서 측정된 값들은 지표별 평점화의 방식으로 표준화방식과 등급화방식을 이용하여 약간 조정된다.

다음 <표 1>은 1999-2003년도 5년 간 경제정의지수(KEJI Index)의 평균값을 보이고 있다. 이를 보면 2000년도를 제외하고 대부분 연도에서 점수가 약간씩 상승하고 있는 것을 알 수 있다.

<표 1> 경제정의지수 최근 5개년 간 추이

	1999년	2000년	2001년	2002년	2003년
경제정의지수	57.39	55.27	57.18	58.12	58.88

자료: 경제정의연구소, 제14회 경제정의기업상 보도자료 (2004. 12. 14.)

### 3.2 연구 가설의 설정과 분석 모형

- 비제조업/서비스업종 : 75개사

5) 국회, 공정거래위원회, 금융감독원, 노동부, 산업자원부, 에너지관리공단, 장애인 고용촉진공단, 증권거래소, 한국환경자원공사, 한국산업기술진흥협회, 한국산업안전공단, 한국소비자보호원, 한국신용평가, 한국인정원, 환경마크협회, 환경부, 특허청, BSI인증원 등

선행 연구에서 볼 수 있듯이 기업의 사회·환경적 성과와 경제적 혹은 재무적 성과 사이의 관계는 일률적으로 단정하기는 어렵다. 두 변수 사이에 관계는 다음과 같이 양 측면에서 생각해 볼 수 있다. 우선 사회적 성과가 좋은 기업일수록 정보이용자나 이해관계자들로부터 긍정적인 반응을 초래하게 되어 재무적 성과의 향상에 기여할 수 있을 것이다. 이를 ‘선의 경영가설’이라고 한다.

박헌준(2001)에서는 사회적 성과(기업의 건전성)가 높은 기업일수록 유동 비율 및 총자산 수익률과 정(+)의 관계를 보였다. 이는 기업의 건전성 측정 항목의 대주주의 경영독점정도가 낮고 경영이 세습화 되지 않았으며, 전문 경영인에 의해 경영이 이루어지는 기업이 재무적 성과가 좋다는 것을 의미한다. 따라서 다음과 같이 가설을 설정하였다.

가설 1(선의경영가설): 기업의 사회적 성과는 재무적 성과에 정(+)의 영향을 미친다.

이와 같은 선의경영가설을 검증하기 위하여 다음과 같이 KEJI Index를 구성하는 각종 사회적 성과 변수들을 독립변수로 하고 다양한 재무적 성과를 종속변수로 한 회귀모형을 구성하였다. 기업의 재무적 성과는 부채비율, 규모 등에 영향을 받을 수 있으므로 (박헌준 2002, Waddock and Grave 1997) 이들을 통제변수로 사용하였다. 또한 앞에서 논의된 동시성의 문제를 통제하기 위하여 재무적 성과의 산업평균과 사회적 성과 측정 문제를 해결하기 위하여 연도 더미변수를 추가하였다.

**<가설 1 검증모형> : 선의경영가설**

$$FP_{it} = \beta_0 + \beta_1SND_{it} + \beta_2SVC_{it} + \beta_3ENV_{it} + \beta_4CUS_{it} + \beta_5EMP_{it} + \beta_6LEV_{it} + \beta_7SIZE_{it} + \beta_8INDFP_{it} + \beta_9YDUM_{it} + \varepsilon_{it}$$

- 여기서,      FP = 재무적 성과(ROA, ROE, ROS, TobinQ)  
                  SND = 기업활동의 건전성  
                  SVC = 사회봉사기여도  
                  ENV = 환경보호만족도  
                  CUS = 소비자보호만족도  
                  EMP = 종업원 만족도  
                  LEV = 부채비율

SIZE = 규모변수(매출액, 총자산, 종업원수)  
 INDFP = 산업평균  
 YDUM = 년도더미  
 i = 기업첨자  
 t = 년도첨자

다음으로 경영실적이 좋은 기업일수록 여유자금이 존재하고 외부 이해관계자집단에 대한 노력이 많아지게 되므로 일반적인 수준 이상의 사회·환경적 성과를 수행하게 될 수 있다. 이를 ‘여유자원가설’이라고 한다.

Waddock and Grave(1997)의 연구에서는 재무적 성과가 사회적 성과에 정(+)의 영향을 미치는 것을 볼 수 있다. 본 연구에서는 사회적 성과가 재무적 성과에 미치는 영향에 대한 선의경영가설을 분석함과 동시에 재무적 성과가 사회적 성과에 미치는 영향에 대한 여유자원 가설도 함께 검증하고자 한다. 따라서 다음과 같이 가설을 설정하였다.

가설 2(여유자원가설): 기업의 재무적 성과는 사회적 성과에 정(+)의 영향을 미친다.

이와 같은 여유자원가설을 검증하기 위하여 다음과 같이 KEJI Index를 구성하는 각종 사회적 성과 변수들을 종속변수로 하고 다양한 재무적 성과를 독립변수로 한 회귀모형을 구성하였다. 기업의 사회적 성과는 재무적 성과변수만이 아니라 부채비율, 규모 등에 영향을 받을 수 있으므로 (박헌준 2002, Waddock and Grave 1997) 이들을 통제변수로 사용하였다. 아울러 앞에서 논의된 동시성의 문제를 통제하기 위하여 사회적 성과의 산업평균과 사회적 성과 측정 문제를 해결하기 위하여 연도 더미변수를 추가하였다.

### <가설 2 검증모형> : 여유자원가설

$$CSP_{it} = \beta_0 + \beta_1 FP_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 INDCSP_{it} + \beta_5 YDUM_{it} + \varepsilon_{it}$$

여기서, CSP = 사회적 성과 정량적 점수 총점 (KEJI Index 중 일부)

FP = (ROA, ROE, ROS)  
 LEV = 부채비율  
 SIZE = 규모변수(매출액)  
 INDCSP = 산업평균  
 YDUM = 년도 더미  
 i = 기업첨자  
 t = 년도첨자

본 연구에서는 KEJI Index의 7개 항목 중 연구기간 중에 가중치가 변동된 공정 성과 경제발전기여도를 제외한 5가지 항목의 정량적 평가지수를 사회적 성과의 측정치로 선정하였다. 본 연구에 사용된 사회적 성과 측정치는 기업활동의 건전성(SND), 사회봉사기여도(SVC), 환경보호만족도(ENV), 소비자보호만족도(CUS), 종업원만족도(EMP), 5개 항목과 정량평가 총점(CSP)을 사용하였다.

재무적 성과의 측정치로는 수익성 지표인 ROA(총자산 순이익율), ROE(자기자본 순이익률), ROS(매출액 순이익률)를 이용하였고 (Waddock and Grave 1997), 기업의 가치지표로 TobinQ(토빈의 Q비율)을 이용하여 분석하였다.

## IV. 실증분석 결과

### 4.1 표본의 선정

본 연구에서는 경제정의연구소에서 사회적 성과를 평가하는 기업들을 분석하였다. 따라서 분석 표본은 증권시장에 상장된 기업 중에서 다음의 요건을 충족시키는 기업들로 구성되었다.

- ① <KEJI 시장 자료집>에 3년(2001~2003)동안 연속적으로 포함된 기업<sup>6)</sup>
- ② 12월 결산기업으로 2001~2003년 동안 결산월이 변경되지 않은 기업
- ③ (주)한국신용평가의 Kis-Value에서 회계자료가 2001~2003년 동안 계속하여 이용 가능한 기업

---

6) 이에 따라 2003년도에 KEJI Index 평가에 새로 포함된 비제조업 및 서비스업들은 분석에서 제외되었다.

이에 따라 표본은 매년 각 145개 기업이 선정되었고 3년간 총 435개의 관측치를 이용하여 분석하였다. 선정된 전체 표본기업들에 대한 산업별 분포는 다음 <표 2>에서 보는 바와 같이 모두 7개 업종으로 다양한 업종별 분포를 보이고 있다.

<표 2> 표본기업의 업종별분포

업종	기업수	%
음식료업	12	8.30%
섬유/종이/기타제조	20	13.80%
화 학 업	34	23.40%
제 약 업	19	13.10%
금속 및 비금속광물	26	17.90%
조립금속 및 기계장비	18	12.40%
전기전자	16	11.10%
합계	145	100.00%

## 4.2 변수의 기술통계 및 동시성 검증

### 4.2.1 사회적 성과 변수의 기술통계

<표 3>은 본 연구에서 사용된 435개 전체 표본기업의 사회적 성과변수와 재무적 성과변수에 대한 기술통계를 보여주고 있다. 이를 보면, 200점 만점인 기업활동의 건전성(SND) 변수의 평균이 131.58로 점수 크기와 만점 대비 평균 점수의 수준에서 가장 높아 사회적 성과(KEJI Index 총점)에 큰 영향력을 미치고 있었다. 다른 변수들은 대개 만점 대비 50-60% 수준을 유지하고 있는 반면, 사회봉사기여도(SVC)는 70점 만점 중 평균 30.97로 44% 수준에 머물러 있어 상대적으로 낮으며, 평균 대비 표준편차도 높아 변동계수가 높게 나타났다.<sup>7)</sup>

이와 함께 표본기업의 재무적 성과 변수들에 대한 기술통계를 보여주고 있다. 수익성의 지표로 ROA(총자산 순이익률), ROE(자기자본 순이익률), ROS(매출액 순이익률)은 평균이 각각 5.67, 9.61, 6.25이며 표준편차는 이보다 약간 작은 유사한

7) 본 분석에서는 각 항목의 정량적 점수만을 사용하였으며, 본 수치는 표현 편의상 각 항목 점수에 10을 곱한 것이다.

특성을 보이고 있다. 기업가치 지표인 토빈의 Q비율은 평균이 351.59이며, 이의 표준편차도 이보다 약간 작으나 최대값은 2465.35로 비교적 높게 나타나고 있다.

<표 3> 사회적 성과 변수의 기술통계 : 전체기업 - 연도

구분 변수	평균	표준편차	최소값	25%	50%	75%	최대값
SND	131.58	16.27	89.21	119.66	131.54	144.17	173.60
SVC	30.97	11.77	17.50	20.92	28.80	38.79	70.00
ENV	52.81	6.30	37.00	48.00	50.50	55.00	50.00
CUS	40.88	7.12	22.50	32.50	46.50	46.50	85.00
EMP	57.49	13.02	24.30	48.75	56.02	66.74	87.45
CSP	313.72	24.30	249.37	297.46	313.09	329.10	383.04
ROA	5.67	4.21	-13.41	3.04	5.43	8.26	23.81
ROE	9.61	7.19	-30.53	4.94	8.64	13.16	41.52
ROS	6.25	5.27	-21.15	3.15	5.66	9.02	34.95
TobinQ	351.59	328.08	5.34	147.64	260.37	428.30	2465.35

SND: 기업활동의 건전성(200점), SVC: 사회봉사기여도(70점), ENV: 환경보호만족도(100점), CUS: 소비자보호만족도(70점), EMP: 종업원만족도(100점), CSP: 사회적성과(정량: 540점)

#### 4.2.2 사회적 성과 변수의 연도별 측정 오차

앞에서 우리는 재무적 성과는 측정방법에 있어 표준적이고, 객관적인 반면에 사회적 성과는 정성적이고 주관적일 경우가 많아 사회적 성과의 측정에서 특정 년도에 측정오차가 발생할 가능성이 있음을 지적한 바 있다. 본 절에서는 이러한 측정오차가 발생하는지 분석하여 보고자 한다.

다음 <표 4>는 2001-2003년도 최근 3개년 간 본 연구에서 분석하고자 하는 사회적 성과 항목별 평균 및 표준편차를 보이고 있다. 이를 보면 기업활동의 건전성(SND)와 환경보호만족도(ENV)는 각 연도 평균값이 유사하고 표준편차 값도 대동소이하며, 소비자보호만족도(CUS)는 2003년도 평균이 크게 감소하였으나 표준편차 값은 유사하여, 이 세 변수는 비교적 안정성을 보이고 있다. 그러나 사회봉사기여도(SVC)와 종업원만족도(EMP)는 연도별로 평균값의 수준이 다르고 표준편차 값도

변동이 심하여 매우 불안정한 현상을 보이고 있다.

<표 4> 3년 간 사회적 성과 항목별 정량평가 평균점수 및 표준편차

연도	통계량	SDN	SVC	ENV	CUS	EMP	합계(CSP)
12회 (2001년 실적)	평균	134.89	23.70	52.91	44.84	56.25	313.00
	표준편차	16.22	6.18	5.53	4.24	9.57	21.29
13회 (2002년 실적)	평균	129.02	29.35	52.42	45.33	63.37	319.61
	표준편차	16.56	9.73	7.03	3.80	12.91	23.87
14회 (2003년 실적)	평균	130.71	39.94	53.11	32.44	52.80	309.34
	표준편차	15.66	12.15	6.29	3.66	14.01	26.49

SND: 기업활동의 건전성, SVC: 사회봉사기여도, ENV: 환경보호만족도,  
CUS: 소비자보호만족도, EMP: 종업원만족도, CSP(KEJI): 사회적(정량) 성과  
주) 표현 편의상 각 항목 점수에 10을 곱함

자료: 경제정의연구소

이에 반해 <표 5>에 보이는 재무적 성과의 항목별 평균과 표준편차를 보면 평균이 일부 달라지더라도 표준편차는 유사하여 매우 안정되어 있는 것을 알 수 있다. 따라서 사회적 성과는 재무적 성과에 비하여 연도별 측정 오차가 발생하고 있음을 알 수 있다. 그러므로 사회적 성과에 대한 분석에서는 연도별 측정 오차를 통제할 필요성을 시사하고 있다.

<표 5> 3년 간 재무적 성과 항목별 정량평가 평균점수 및 표준편차

연도	통계량	ROA	ROE	ROS
12회 (2001년 실적)	평균	5.57	9.05	6.12
	표준편차	4.66	7.77	5.75
13회 (2002년 실적)	평균	6.36	10.24	6.77
	표준편차	4.30	7.04	4.63
14회 (2003년 실적)	평균	5.10	7.90	5.86
	표준편차	4.23	6.56	5.35

### 4.2.3 동시성 문제

다음으로 동시성(simultaneity)의 문제를 검증하고자 하다. 동시성의 문제란 외부 변수가 독립변수와 종속변수에 동시에 영향을 미치는 현상으로 본 연구에서는 기업의 사회적 성과와 재무적 성과는 산업에 동시에 영향을 받게 될 수 있음을 지적하였다. 이에 각 산업별 사회적 성과변수와 재무적 성과변수의 상관성을 분석하였다.

다음 <표 6>은 2001년도 산업별 사회적 성과(CSP합계)와 재무적 성과를 대비하여 표시하고 있다. 이들의 상관관계를 보면 0.54로서 매우 높은 상관성을 보이고 있다. 따라서 사회적 성과가 높은 산업이 재무적 성과도 높은 것을 알 수 있다. 따라서 사회적 성과와 재무적 성과 사이에는 산업이라는 공통 요인이 존재하여 동시성의 문제가 있을 수 있음을 시사하고 있다.

<표 6> 산업별 사회적 성과와 재무적 성과 상관관계: 2001년도

업종	CSP	ROA
음식료업	316.703	6.219
섬유/종이/기타제조	317.966	5.051
화 학 업	309.441	4.561
제 약 업	318.116	6.989
금속 및 비금속광물	309.199	5.318
조립금속 및 기계장비	312.676	6.110
전기전자	312.046	5.958
상관관계	0.5397515	

본 연구에서는 우선 동시성 문제를 초래하는 산업 효과를 통제하기 위하여 독립 변수의 산업 평균값을 통제변수를 사용하였다. 또한 연도별 변수의 측정오차를 통제하기 위하여 연도 더미 변수를 통제변수를 산입하였다. 이에 따라 본 연구에서는 산업효과와 연도별 측정 효과를 통제하고 선의 경영 가설과 여유자원 가설을 검증하였다.

### 4.2.4 사회적 성과의 구성요소들과 재무적 성과 변수들의 상관관계

다음 <표 7>의 Panel A는 사회적 성과 구성요소 간의 Pearson 상관관계를 보여

주고 있다. 이를 보면 사회봉사기여도(SVC)와 소비자보호만족도(CUS) 간의 상관계수인 -0.487을 제외하고는 대부분 상관계수가 높지 않은 것으로 나타났다. 특히 대부분의 사회적 성과변수들 간에는 양의 상관성을 보이는 반면, 소비자보호만족도(CUS)는 다른 변수들과 음의 상관성을 보이고 있어 그 특성이 다름을 시사하고 있다.

<표 7> 변수간의 상관관계

구분	변수	SND	SVC	ENV	CUS	EMP
<Panel A> 사회적 변수	SND	1.000				
	SVC	-0.026 (0.588)	1.000			
	ENV	<b>0.019 **</b> (0.023)	0.027 (0.577)	1.000		
	CUS	-0.054 (0.262)	<b>-0.487 ***</b> (0.000)	<b>-0.175 **</b> (0.000) *	1.000	
	EMP	<b>0.128 ***</b> (0.007)	<b>-0.196 ***</b> (0.000)	-0.034 (0.479)	<b>0.174 ***</b> (0.000)	1.000
<Panel B> 재무적 변수	ROA	<b>0.365 ***</b> (0.000)	0.041 (0.397)	0.068 (0.154)	0.011 (0.823)	<b>0.182 ***</b> (0.000)
	ROE	<b>0.234 ***</b> (0.000)	0.024 (0.616)	<b>0.084 *</b> (0.080)	0.007 (0.878)	<b>0.184 ***</b> (0.000)
	ROS	<b>0.324 ***</b> (0.000)	<b>0.090 *</b> (0.060)	0.009 (0.846)	0.006 (0.901)	0.074 (0.121)
	TobinQ	<b>0.211 ***</b> (0.000)	0.033 (0.488)	<b>0.099 **</b> (0.040)	<b>-0.110 **</b> (0.022)	0.052 (0.277)

p 값 : \*\*\* / 1%, \*\* / 5%, \* / 10%

SND: 기업활동의 건전성, SVC: 사회봉사기여도, ENV: 환경보호만족도,

CUS: 소비자보호만족도, EMP: 종업원만족도, CSP(KEJI): 사회적(정량) 성과

<Panel B>는 사회적 성과 구성요소와 재무적 성과 변수의 상관관계를 보여준다. 사회적 성과변수의 기업의 건전성은 재무적 성과의 수익성 지표인 ROA(총자산 순이익율), ROE(자기자본 순이익률), ROS(매출액 순이익률)와 토빈의 Q비율과 양의 상관관계가 있으며 통계적으로도 유의하다.

또한 사회적 성과의 사회봉사기여도(SVC)는 ROS(매출액 순이익률)와 10% 수준에서 유의한 양의 상관관계를 보여주고 있다. 환경보호만족도(ENV)는 재무적 성과

의 ROE(자기자본 순이익률)와 토빈의 Q비율과 유의한 관계를 나타내고 있다. 소비자 보호만족도(CUS)는 토빈의 Q비율과 유의한 관계를 보이고 있고, 종업원만족도(EMP)는 ROA(총자산 순이익률), ROE(자기자본 순이익률)와 1%수준에서 유의한 관계를 보이고 있다. 전체적으로 볼 때 사회적 성과 변수와 재무적 성과 변수 간에는 서로 간의 상관관계가 존재함을 볼 수 있다.

### 4.3 사회적 성과가 재무적 성과에 미치는 영향

#### 4.3.1 사회적 성과가 재무적 성과에 미치는 영향

다음에는 기업의 사회적 성과가 재무적 성과에 미치는 영향, 즉 '선의 경영 가설'을 분석하였다. 우선 <표 8>에서는 종속변수인 재무적 성과를 총자산순이익률(ROA)로 사용하였다. 연도 더미와 산업 평균을 통제하기 전의 결과인 Panel A에서는 종전의 연구와 같이 사회적 성과 구성요소 5가지만을 독립변수로 사용하고, 통제변수로는 부채비율(LEV)과 규모변수로 매출액 (SALE), 총자산(ASSET), 종업원수(EMS) 세 변수를 교대로 통제변수로 삽입하였다 (Waddock and Grave, 1997).

#### <표 8>

이를 보면 기업활동의 건전성(SND)과 종업원만족도(EMP)는 모든 모형에서 재무적 성과에 유의적인 양의 영향을 미치고 있었다. 그런데 소비자보호만족도(CUS)는 예상과는 달리 종업원수를 통제된 모형에서 유의적인 음의 부호를 보이고 있었다.

Panel B에서는 산업별 평균과 연도별 더미변수를 통제한 이후의 결과를 보여주고 있다. 이를 보면 통제하기 전과 같이 기업활동의 건전성(SND)과 종업원만족도(EMP)는 모든 모형에서 재무적 성과에 유의적인 양의 영향을 미치고 있었으며, 사회봉사기여도(SVC)가 총자산 및 매출액 통제 모형에서 양의 유의성을 보이고 있으며, 소비자보호만족도(CUS)는 모든 모형에서 유의적인 음의 부호를 보이고 있었다.

다음 <표 9>와 <표 10>은 ROE(자기자본 순이익률)과 ROS(매출액 순이익률)을 재무적 성과로 사용한 모형의 분석 결과이다. 산업평균 및 연도더미 통제 이전인 Panel A를 보면 ROA모형과 유사하였다. 이 역시 기업활동의 건전성(SND)과 종업원만족도(EMP)는 모든 모형에서 재무적 성과에 유의적인 양의 영향을 미치고 있었

다.

산업별 평균과 연도별 더미변수를 통제한 이후의 결과인 Panel B를 보면 통제하기 전과 같이 기업활동의 건전성(SND)는 유의적이거나, 종업원만족도(EMP)는 유의성이 매우 약화되고, 소비자보호만족도(CUS)는 모든 모형에서 유의적인 음의 부호를 보이고 있었다. 다만 ROS모형에서는 사회봉사기여도(SVC)가 통제 전후 모두 양의 유의성을 보이고 있는 점이 달랐다.

<표 9>

<표 10>

Tobin Q비율을 사용한 <표 11>에서는 결정계수가 전반적으로 약화되고, 기업활동의 건전성(SND)의 유의성은 약화되고 소비자보호만족도(CUS)의 음의 유의성이 두드러졌다. 특히 ROA모형에서는 통제변수로 추가된 산업평균변수의 유의성이 없었으나, 다른 세 모형에서는 유의적으로 나타났다.

<표 11>

이상의 결과를 요약하면, 대체적으로 기업활동의 건전성(SND)과 종업원만족도(EMP)가 양의 유의성을 보이고, 일부 모형에서 사회봉사기여도(SVC)가 양의 유의성을 보이고 있었다. 산업별 평균과 연도별 더미변수를 통제한 이후에는 위 세 변수와 함께 소비자보호만족도(CUS) 변수가 유의적인 음의 부호를 나타냈다.<sup>8)</sup>

따라서 기업활동의 건전성(SND)과 종업원만족도(EMP), 또는 사회봉사기여도(SVC) 등의 사회적 성과가 기업이 재무적 성과에 유의적인 양의 영향을 미치고 있어 '선의 경영가설'이 지지되고 있었다. 이 '선의 경영가설'에서는 산업별 평균과 연도별 더미변수의 통제 후에도 결과가 유사한 것으로 나타났다.

#### 4.4 재무적 성과가 사회적 성과에 미치는 영향

---

8) 소비자보호만족도(CUS)에는 공산품 사후봉사, 고객만족 직원수, 품질수준 등 영업비와 관련된 항목들이 많아 소비자보호만족도(CUS)를 높이려면 많은 영업비용의 증가가 수반되기 때문에 재무적 성과와 음의 부호를 보이는 것으로 생각된다.

#### 4.4.1 재무적 성과가 사회적 성과에 미치는 영향

다음은 재무적 성과가 사회적 성과에 미치는 영향인 '여유자원가설'을 검증하였다. 다음 <표 12>과 <표 13>은 기업의 재무적 성과인 ROA와 ROE가 사회적 성과에 어떠한 영향을 나타내는지 실증 분석한 결과를 보여주고 있다. 여기서는 통제변수로는 부채비율(LEV)과 규모변수로 매출액 (SALE), 총자산(ASSET), 종업원수(EMS) 세 변수를 교대로 통제변수로 삽입하였다 (Waddock and Grave, 1997).

<표 12>

<표 13>

우선 산업별 평균과 연도별 더미변수를 통제하기 전인 <표 12>과 <표 13>의 Panel A를 보면 재무적 성과인 ROA와 ROE는 매출액과 총자산을 삽입한 모형에서 사회적 성과에 유의적으로 영향을 미치는 것으로 나타났다.

그런데 산업별 평균과 연도별 더미변수를 통제한 이후의 결과인 Panel B를 보면 그 유의성이 사라지고 있었다. 여기서는 통제변수로 삽입한 산업별 평균 사회적 성과가 모든 모형에서 유의성을 보이고 있었다. ROS를 재무적 성과로 사용한 <표 14>에서는 ROS가 유의성이 없었는데, 사회적 성과 평균은 여전히 유의하였다.

<표 14>

기업의 사회적 성과를 구성하는 요소들인 기업활동의 건전성(SND) 사회봉사기여도(SVC), 환경보호만족도(ENV), 소비자보호만족도(CUS), 종업원만족도(EMP)로 분해하여 ROA과의 관련성을 분석한 결과가 <표 15>에서 보이고 있다. 이를 보면, 기업활동의 건전성(SND)과 종업원만족도(EMP)에서는 ROA가 유의적이거나, 사회봉사기여도(SVC), 환경보호만족도(ENV)와 종업원만족도(EMP)에서는 사회적 성과 산업 평균이 유의적이고, 소비자보호만족도(CUS)에서는 통제변수이외는 유의한 변수들이 없었다.

<표 15>

이상 '여유자원 가설'을 검증한 결과를 요약하여 보면, 수익성이 좋은 기업이 사회적 성과가 높아 보이는 현상은 사회적 성과 산업 평균을 통제 한 후에는 나타나지 않고 있다. 따라서 기업이 재무적 성과가 좋다고 사회적 성과를 증대시키기보다는 동일 산업 내에 사회적 성과의 관행에 따라 사회적 성과 수준이 결정되는 것으로 나타났다. 따라서 '여유자원 가설'은 받아들여지지 않는 것으로 나타났다.

## V. 요약 및 결론

본 연구에서는 기업의 사회적 성과 평가의 중요성에 비추어 '경제정의실천시민연합'(약칭 경실련)산하 경제정의연구소(KEJI Index)의 후원으로 개발한 한국경제정의지수(KEJI)모형에 기초하여 평가한 2001년부터 2003년까지 우리나라 상장기업의 사회적 성과를 재무적 성과와 비교·분석하여 서로간의 어떠한 영향을 미치는지를 실증분석 하였다.

본 연구에서는 기존 연구에서의 동시성 문제와 지표 측정의 오차를 통제하기 위하여 산업 전체 평균과 연도 더미 변수를 모형에 통제변수로 도입하였다.

먼저, 선의경영가설(사회적 영향가설)을 검증하기 위해 사회적 성과가 재무적 성과에 미치는 영향을 분석하였다. 이를 위해 사회적 성과 구성요소들과 재무적 성과 변수들 간에 회귀분석을 수행하였다. 분석 결과, 대체적으로 기업활동의 건전성(SND)과 종업원만족도(EMP)가 양의 유의성을 보이고, 일부 모형에서 사회봉사기여도(SVC)가 양의 유의성을 보이고 있었다. 산업별 평균과 연도별 더미변수를 통제 한 이후에는 위 세 변수와 함께 소비자보호만족도(CUS) 변수가 유의적인 음의 부호를 나타냈다. 이러한 결과는 기업의 사회적 성과는 재무적 성과에 유의적인 양의 영향을 미치고 있어 '선의 경영가설'이 지지되고 있었다. 이 '선의 경영가설'에서는 산업별 평균과 연도별 더미변수의 통제 한 효과는 그다지 뚜렷하지 않은 것으로 나타났다.

다음으로 '여유자원 가설'을 검증하기 위해 재무적 성과가 사회적 성과에 미치는 영향을 회귀분석하였다. 분석 결과, 산업별 평균과 연도별 더미변수를 통제하기 전에는 재무적 성과인 ROA과 ROE는 대체적으로 사회적 성과에 유의적으로 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그런데 산업별 평균과 연도별 더미변수를 통제 한 이후의 결과를 보면 그 유의성이 사라졌으며, 통제변수로 삼입한 산업별 평균 사회적 성과

가 모든 모형에서 유의성을 보이고 있었다. 이러한 현상은 기업이 재무적 성과가 좋다고 사회적 성과를 증대시키기보다는 동일 산업 내에 사회적 성과의 관행에 따라 사회적 성과 수준이 결정되는 것으로 나타났다. 따라서 '여유자원 가설'은 받아들여지지 않는 것으로 나타났다. 이는 사회적 성과를 결정하는 것은 재무적 성과가 아닌 업종의 사회적 성과 수준임을 의미한다.

본 연구는 기존의 연구들의 방법론상 한계점인 측정 오차와 동시성의 문제를 극복하고자 노력하였다. 그러나 아직도 여러 면에서 한계점을 가지고 있다. 우선 재무적 성과를 ROA, ROE, ROS 또는 토빈Q로 측정하고 있어 이들만이 재무적 성과의 대표치라고 하기 어렵다. 특히 KEJI Index를 기업의 사회적 성과를 모두 측정한다고 주장하기는 더욱 어렵다. 따라 향후 연구에서는 기업의 사회적 성과와 이에 대응하는 재무적 성과를 측정하는 다양한 지표를 개발하는 것이 필요할 것이다.

또한 기업의 사회적 성과를 결정하는 요인들에 대한 체계적인 이론이 없어 독립변수를 선정하는 데에 어려움이 있었다. 본 연구는 2001-2003년도에 계속 평가대상이 된 기업들만 포함함으로써 분석 표본이 제조업에 한정되어 있다는 아쉬움이 있다. 특히 분석을 세분화하여 기업활동의 건전성, 사회봉사기여도, 환경보호만족도 등 세부 지표들의 결정요인을 탐색하거나, 업종별 차이를 탐색하는 시도도 향후 연구방향이 될 것이다.

본 연구 결과는 기업의 사회적 성과는 재무적 성과에 긍정적인 영향을 미치며, 사회적 성과의 수준은 그 기업의 재무적 성과보다는 동일 산업의 다른 기업들의 사회적 성과 수준에 비례한다는 것이다. 이러한 본 연구 결과는 기업의 사회적 성과의 수준을 결정하는 데에 지침을 제공하며, 궁극적으로 사회적 성과의 향상을 촉진하는 데에 기여할 수 있을 것으로 기대된다.

## < 참고 문헌 >

### 1. 국내문헌

- 경제정의실천연합 경제정의연구소(2002), 새로운 경쟁력: 기업의 사회적 성과, 예영커뮤니케이션.
- 경제정의실천연합 경제정의연구소(1991), KEJI모형에 의한 경제정의성으로 본 우량기업평가, 경제정의실천연합.
- 고동수(2006), 기업의 사회적 책임(CSR) : 국제논의 동향 및 우리의 대응방안, 산업연구원, 이슈보고서.
- 김현(2002), 전환기 한국 기업의 사회적 성과평가, 새로운 경쟁력, 기업의 사회적 평가, 예영커뮤니케이션, 234-259.
- 김성수(2002), 기업경영윤리론, 삼영사.
- 김원수(1991), 기업 환경론 : 변화, 적응 그리고 창조, 다산출판사.
- 김평기(1993), “한국기업의 사회적 평가,” 서울대학교 경영논집, 62~93.
- 김홍권·전병화(1997), “성경적 기업윤리와 사회적 책임에 관한 사례연구 -경제정의지수(KEJI Index)를 중심으로,” 통합연구, 10(1), 9-47.
- 문귀봉(1997), “기업의 사회적 성과와 경제적 성과와의 관계에 관한 연구,” 서울대학교 석사학위논문.
- 박헌준(2000), 한국의 기업윤리 : 이론과 현실, 서울, 박영사.
- 박헌준·신현한·권인수(2004), “기업평판과 재무성과와의 관계,” 인사조직연구, 12(3), 1-35.
- 박헌준·이종건·이범성(2001) “왜 기업은 윤리적 이여야 하는가? 기업윤리와 기업 성과,” 기업윤리연구, 115-138.
- 박헌준·이종건(2002), “기부와 환경보호 : 기업의 사회공헌활동과 재무적 성과에 관한 실증적 연구,” 인사조직 연구, 10(1), 95-133.
- 손수훈(2006), “기업의 사회적 성과와 재무적 성과간의 관계에 관한 실증 연구”, 경북대학교 석사학위논문.
- 신민식·심상현(2001), “기업의 사회적 성과가 주가에 미치는 영향,” 경영연구, 16(3), 197-218.
- 신유근(1986), 기업과 사회 : 경영환경론, 경문사.

- 안태식·김완중(2000), “고객만족과 재무성과간의 관계,” 회계학연구, 25(1), 75~95.
- 윤언철(2002), “기업의 사회적 성과와 경제적 성과가 상호간에 미치는 영향에 관한 실증연구,” 연세대학교 석사학위논문.
- 이상민·최인철(2002), 재인식되는 기업의 사회적 책임, 삼성경제연구소.
- 이종영(2002), 기업윤리, 삼영사.
- 이춘덕(2001), “기업의 재무성과와 환경성과의 관련성에 관한 연구,” 제주대학교 석사학위논문.
- 전국경제인연합회(1995), 기업재단의 사회공헌활동, 전국경제인연합회.
- 정구현(1996), “한국 기업의 사회적 책임과 사회공헌활동,” 연세경영연구, 33(61), 231-251.
- 정구현·박태규·박상용(1991), 한국기업의 사회적 책임과 사회봉사, 장기신용은행부설 경영연구원.
- 정길채(1999), “환경회계정보의 공시수준, 환경성과 그리고 재무성과의 상호관계,” 중앙대학교 박사학위논문.
- 최인철(2002), 「윤리경영」의 선진사례와 도입방안, CEO Information, 제351호, 삼성경제연구소.
- 최종태(1989), 한국기업의 사회적 가치창출에 관한 연구, 대한상공회의소.

## 2. 국외문헌

- Abbott, Walter F. and R. Joseph Monsen(1979), “On the Measurement of Corporate Social Responsibility: Self-Reported Disclosures as a Method of Measuring Corporate Social Involvement”, *Academy of Management Journal*, Vol. 22 Issue 3, Sep, 501-515.
- Abdolmohammadi, Mohammad and Jahangir Sultan(2002), “Ethical Reasoning and the Use of Insider Information in Stock Trading”, *Journal of Business Ethics*, May2002 Part 1, Vol. 37 Issue 2, 165-173.
- Aupperle, K., A. Carroll and J. Hatfield(1985), "An Examination of the Relationship Between Corporate Social Responsibility and

- Profitability," *Academy of Management Journal*, Vol. 28, No. 2, 446-463.
- Brooks, L. J.(1987) "Decision Making in Complex Times : The Contribution of a Social Accounting Information System", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 3 Issue 2, Spring, 477-480.
- Carroll, Archie B. and Ann K. Buchholtz(2005), *Business & Society : ethics and stakeholder management*, 6th edition, South-Western College Publication.
- Carroll, Archie B.(1991), "The Pyramid of Corporate Social Responsibility : The Moral Management of Organizational Stakeholder," *Business Horizons*, Vol. 34 Issue 4, 39-48.
- Chami, Ralph, Thomas F. Cosimano and Connel Fullenkamp(2002), "Managing Ethical Risk: How Investing in Ethics Adds Value," *Journal of Banking & Finance*, Vol. 26 Issue 9, Sept, 1697-1718.
- Chen, Kung H. and Richard W. Metcalf(1980), "The Relationship Between Pollution Control Record and Financial Indicators Revisited," *Accounting Review*, Vol. 55 Issue 1, Jan, 168-177.
- Cochran, Philip L. and Robert A. Wood(1984), "Corporate Social Responsibility and Financial Performance," *Academy of Management Journal*, Vol. 27 Issue 1, Mar, 42-56.
- Graafland, Johan J.(2002), "Profits and Principles: Four Perspectives," *Journal of Business Ethics*, Vol. 35 Issue 4, Feb, 293-305.
- Graves, Samuel B. and Sandra A. Waddock(1999), "A Look at the Financial Social Performance Nexus When Quality of Management is Held Constant", *Journal of Value-Based Management*, Vol. 12, No. 1, 87-99.
- Griffin, Jennifer J. and John F. Mahon(1997), "The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate : Twenty-Five Years of Incomparable Research", *Business & Society*, Vol. 36, No. 1, 5-31.
- Gunthrope, Deborah L.(1997), "Business Ethics: A Quantitative Analysis of

- the Impact of Unethical Behavior by Publicly Traded Corporations", *Journal of Business Ethics*, Vol. 16, No. 5, 537-543.
- Harvey, B., Stephen Smith and Barry Wilkinson(1984), *Managers and Corporate Social Policy : Private Solution to Public Problems*, London, Macmillan Press Ltd..
- Khan, M. Ali(2002), "On Trust as a Commodity and on the Grammar of Trust", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 26, Issue 9, 1719-1766.
- Klapper, L. F. and Inessa Love(2004), "Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets," *Journal of Corporate Finance*, Nov, Vol. 10, Issue 5, 703-728.
- McWilliams, Abigail and Donald Siegel(2000), "Corporate Social Responsibility and Financial Performance: Correlation or Misspecification?," *Strategic Management Journal*, May, Vol. 21 Issue 5, 603-609.
- Moore, Geoff(2001), "Corporate Social and Financial Performance: An Investigation in the U.K. Supermarket Industry," *Journal of Business Ethics*, Vol. 34 Issue 3/4, Dec, 299-315.
- Preston, Lee E. and Douglas P. O'Bannon(1997), "The Corporate Social-Financial Performance Relationship," *Business & Society*, Vol. 36 Issue 4, Dec, 419- 429.
- Orlitzky, Marc(2001), "Does Firm Size Confound the Relationship Between Corporate Social Performance and Firm Financial Performance?," *Journal of Business Ethics*, Vol. 33 Issue 2, Sept, 167-180.
- Ullmann, Arie A.(1985), "Data in Search of a Theory: A Critical Examination of the Relationships Among Social Performance, Social Disclosure, and Economic Performance," *Academy of Management Review*, Vol. 10 Issue 3, July, 540-557.
- Waddock, Sandra A. and Samuel B. Graves(1997), "The Corporate Social Performance-Financial Performance Link", *Strategic Management Journal*, Vol. 18 Issue 4, 303-319.
- Weiss, Joseph W.(2002) *Business Ethics: Stakeholder and Issues*

*Management Approach*, 3rd edition, South-Western College  
Publication.

<표 8> 사회적 성과가 재무적 성과(ROA)에 미치는 영향 : 선의경영가설

종속변수:ROA <sub>t</sub>		Model 1	Model 2	Model 3	
<b>[Panel A] INDAV, YDUM 통제전</b>					
독립변수	SND <sub>t</sub>	0.052 ***	0.059 ***	0.048 ***	
	SVC <sub>t</sub>	0.022	0.027	0.035 *	
	ENV <sub>t</sub>	0.010	0.034	0.016	
	CUS <sub>t</sub>	0.017	0.015	-0.127 ***	
	EMP <sub>t</sub>	0.058 ***	0.057 ***	0.039 **	
통제변수	LEV <sub>t</sub>	-9.460 ***	-8.272 ***	-10.076 ***	
	SALE <sub>t</sub>	1.073 ***			
	TA <sub>t</sub>		0.465		
	EMS <sub>t</sub>			0.056 ***	
	Adj. R <sup>2</sup>	0.222	0.209	0.245	
	F	18.663 ***	17.375 ***	15.108 ***	
	<b>Model 4      Model 5      Model 6</b>				
	<b>[Panel B] INDAV, YDUM 통제후</b>				
독립변수	SND <sub>t</sub>	0.048 **	0.056 ***	0.044 ***	
	SVC <sub>t</sub>	0.035 *	0.041 **	0.029	
	ENV <sub>t</sub>	0.016	0.041	0.011	
	CUS <sub>t</sub>	-0.127 **	-0.144 ***	-0.119 **	
	EMP <sub>t</sub>	0.039 **	0.035 **	0.043 **	
통제변수	LEV <sub>t</sub>	-10.012 ***	-8.846 ***	-10.492 ***	
	INDFP <sub>t</sub>	0.470	0.457	0.220	
	YDUM <sub>t</sub>	포함.	포함.	포함.	
	SALE <sub>t</sub>	0.809 **			
	ASSET <sub>t</sub>		0.013		
	EMS <sub>t</sub>			1.235 ***	
	Adj. R <sup>2</sup>	0.245	0.238	0.253	
	F	15.108 ***	14.519 ***	15.698 ***	

p 값 : \*\*\*/1%, \*\*/5%, \*/10%

SND: 기업활동의 건전성, SVC: 사회봉사기여도, ENV: 환경보호만족도,

CUS: 소비자보호만족도, EMP: 종업원만족도, CSP(KEJJ): 사회적(정량) 성과

<표 9> 사회적 성과가 재무적 성과(ROE)에 미치는 영향 : 선의경영가설

종속변수:ROE <sub>t</sub>		Model 7	Model 8	Model 9	
<b>[Panel A] INDAV, YDUM 통제전</b>					
독립변수	SND <sub>t</sub>	0.078 ***	0.088 ***	0.065 ***	
	SVC <sub>t</sub>	0.031	0.039	0.020	
	ENV <sub>t</sub>	0.035	0.072	0.024	
	CUS <sub>t</sub>	0.015	0.012	0.015	
	EMP <sub>t</sub>	0.097 ***	0.095 ***	0.095 ***	
통제변수	LEV <sub>t</sub>	-2.322	-0.603	-3.768	
	SALE <sub>t</sub>	1.260 *			
	TA <sub>t</sub>		0.147		
	EMS <sub>t</sub>			2.222 ***	
	Adj. R <sup>2</sup>	0.080	0.072	0.093	
	F	6.359 ***	5.827 ***	7.351 ***	
	<b>[Panel B] INDAV, YDUM 통제후</b>				
	독립변수	SND <sub>t</sub>	0.070 ***	0.081 ***	0.064 ***
SVC <sub>t</sub>		0.039	0.050	0.034	
ENV <sub>t</sub>		0.064	0.101 *	0.056	
CUS <sub>t</sub>		-0.232 ***	-0.257 ***	-0.222 **	
EMP <sub>t</sub>		0.048	0.043	0.052 *	
통제변수	LEV <sub>t</sub>	-4269	-2.539	-4.730 *	
	INDFP <sub>t</sub>	0.817 ***	0.786 ***	0.687 **	
	YDUM <sub>t</sub>	포함.	포함.	포함.	
	SALE <sub>t</sub>	0.875			
	TA <sub>t</sub>		0.348		
	EMS <sub>t</sub>			1.369 *	
	Adj. R <sup>2</sup>	0.119	0.116	0.123	
	F	6.883 ***	6.719 ***	7.099 ***	

p 값 : \*\*\*/1%, \*\*/5%, \*/10%

SND: 기업활동의 건전성, SVC: 사회봉사기여도, ENV: 환경보호만족도,  
CUS: 소비자보호만족도, EMP: 종업원만족도, CSP(KEJI): 사회적(정량) 성과

<표 10> 사회적 성과가 재무적 성과(ROS)에 미치는 영향 : 선의경영가설

종속변수:ROS <sub>t</sub>		Model 13	Model 14	Model 15
<b>[Panel A] INDAV, YDUM 통제전</b>				
독립변수	SND <sub>t</sub>	0.048 ***	0.043 ***	0.035 **
	SVC <sub>t</sub>	0.053 **	0.047 **	0.042 *
	ENV <sub>t</sub>	0.008	-0.014	-0.018
	CUS <sub>t</sub>	0.042	0.042	0.043
	EMP <sub>t</sub>	0.026	0.030 *	0.026
통제변수	LEV <sub>t</sub>	-12.319 ***	-13.120 ***	-14.094 ***
	SALE <sub>t</sub>	0.197		
	TA <sub>t</sub>		0.881 *	
	EMS <sub>t</sub>			1.376 ***
	Adj. R <sup>2</sup>	0.197	0.203	0.211
	F	16.206 ***	16.810 ***	17.625 ***
종속변수:ROS <sub>t</sub>		Model 16	Model 17	Model 18
<b>[Panel B] INDAV, YDUM 통제후</b>				
독립변수	SND <sub>t</sub>	0.044 ***	0.039 **	0.035 **
	SVC <sub>t</sub>	0.068 ***	0.062 ***	0.059 **
	ENV <sub>t</sub>	0.020	0.002	0.001
	CUS <sub>t</sub>	-0.131 **	-0.120 **	-0.113 *
	EMP <sub>t</sub>	0.009	-0.004	0.004
통제변수	LEV <sub>t</sub>	-12.475 ***	-13.436 ***	-13.973 ***
	SALE <sub>t</sub>	0.197		
	INDFP <sub>t</sub>	0.847 ***	0.840 ***	0.759 ***
	YDUM <sub>t</sub>	포함.	포함.	포함.
	SALE <sub>t</sub>	-0.002		
	TA <sub>t</sub>		0.558	
	EMS <sub>t</sub>			0.828 *
	Adj. R <sup>2</sup>	0.231	0.233	0.236
	F	14.006 ***	14.192 ***	14.374 ***

p 값 : \*\*\*/1%, \*\*/5%, \*/10%

SND: 기업활동의 건전성, SVC: 사회봉사기여도, ENV: 환경보호만족도,  
CUS: 소비자보호만족도, EMP: 종업원만족도, CSP(KEJI): 사회적(정량) 성과

<표 11> 사회적 성과가 재무적 성과(TobinQ)에 미치는 영향 : 선의경영가설

종속변수:TobinQ <sub>t</sub>		Model 19	Model 20	Model 21
<b>[Panel A] INDAV, YDUM 통제전</b>				
독립변수	SND <sub>t</sub>	2.012 *	2.052 *	1.586
	SVC <sub>t</sub>	-0.108	-1.211	-1.456
	ENV <sub>t</sub>	1.725	1.870	1.889
	CUS <sub>t</sub>	-5.455 **	-5.608 **	-5.504 **
	EMP <sub>t</sub>	1.699	1.910	1.569
통제변수	LEV <sub>t</sub>	-425.820 ***	-405.024 ***	-461.073 ***
	SALE <sub>t</sub>	76.772 **		
	TA <sub>t</sub>		76.338 **	
	EMS <sub>t</sub>			100.307 ***
	Adj. R <sup>2</sup>	0.079	0.078	0.086
	F	6.303 ***	6.264 ***	6.825 ***
종속변수:TobinQ <sub>t</sub>		Model 22	Model 23	Model 24
<b>[Panel B] INDAV, YDUM 통제후</b>				
독립변수	SND <sub>t</sub>	1.915 *	1.966 *	1.583
	SVC <sub>t</sub>	-0.409	-0.501	-0.791
	ENV <sub>t</sub>	2.582	2.739	2.708
	CUS <sub>t</sub>	-5.978	-6.063	-5.482
	EMP <sub>t</sub>	1.501	1.659	1.413
통제변수	LEV <sub>t</sub>	-389.695 ***	-370.352	-417.240 ***
	INDFP <sub>t</sub>	0.765 ***	0.766 ***	0.743 ***
	YDUM <sub>t</sub>	포함.	포함.	포함.
	SALE <sub>t</sub>	-63.287 **		
	TA <sub>t</sub>		61.798 *	
	EMS <sub>t</sub>			83.738 **
		Adj. R <sup>2</sup>	0.106	0.106
	F	6.156 ***	6.119 **	6.415 ***

p 값 : \*\*\*/1%, \*\*/5%, \*/10%

SND: 기업활동의 건전성, SVC: 사회봉사기여도, ENV: 환경보호만족도,

CUS: 소비자보호만족도, EMP: 종업원만족도, CSP(KEJI): 사회적(정량) 성과

<표 12> 재무적 성과가 사회적 성과에 미치는 영향 : 여유자원가설(ROA)

종속변수:CSP <sub>t</sub>		Model 1	Model 2	Model 3
<b>[Panel A]</b> INDAV, YDUM 통제전				
독립변수	ROA <sub>t</sub>	0.555 *	0.559 **	0.430
통제변수	LEV <sub>t</sub>	-25.797 ***	-26.143 ***	-30.610 ***
	SALE <sub>t</sub>	1.180 *		
	TA <sub>t</sub>		1.912 **	
	EMP <sub>t</sub>			4.620 **
	Adj.R <sup>2</sup>	0.041	0.042	0.049
	F	7.107 ***	7.293 ***	8.510 ***
종속변수:CSP <sub>t</sub>		Model 4	Model 5	Model 6
<b>[Panel B]</b> INDAV, YDUM 통제후				
독립변수	ROA <sub>t</sub>	0.275	0.281	0.196
통제변수	LEV <sub>t</sub>	-31.613 ***	-31.876 ***	-34.543 ***
	INDCSP <sub>t</sub>	0.901 ***	0.899 ***	0.836 ***
	YDUM <sub>t</sub>	포함.	포함.	포함.
	SALE <sub>t</sub>	1.393		
	TA <sub>t</sub>		2.110	
	EMP <sub>t</sub>			3.638 *
	Adj. R <sup>2</sup>	0.096	0.097	0.100
	F	8.653 ***	8.770 ***	9.076 ***

p 값 : \*\*\*/1%, \*\*/5%, \*/10%

SND: 기업활동의 건전성, SVC: 사회봉사기여도, ENV: 환경보호만족도,

CUS: 소비자보호만족도, EMP: 종업원만족도, CSP(KEJD): 사회적(정량) 성과

<표 13> 재무적 성과가 사회적 성과에 미치는 영향 : 여유자원가설 (ROE)

종속변수:CSP <sub>t</sub>		Model 7	Model 8	Model 9
<b>[Panel A]</b> INDAV, YDUM 통제전				
독립변수	ROE <sub>t</sub>	0.310 *	0.315 **	0.250
통제변수	LEV <sub>t</sub>	-30.554 ***	-30.826 ***	-34.214 ***
	SALE <sub>t</sub>	1.387		
	TA <sub>t</sub>		2.072	
	EMP <sub>t</sub>			4.765 **
	Adj. R <sup>2</sup>	0.040	0.041	0.050
	F	7.055 ***	7.250 ***	8.547 ***
종속변수:CSP <sub>t</sub>		Model 10	Model 11	Model 12
<b>[Panel B]</b> INDAV, YDUM 통제후				
독립변수	ROE <sub>t</sub>	0.169	0.174	0.131
통제변수	LEV <sub>t</sub>	-33.881 ***	-34.167 ***	-36.063 ***
	INDCSP <sub>t</sub>	0.905 ***	0.904 ***	0.838 ***
	YDUM <sub>t</sub>	포함.	포함.	포함.
	SALE <sub>t</sub>	1.467		
	TA <sub>t</sub>		2.177	
	EMP <sub>t</sub>			3.652 *
	Adj. R <sup>2</sup>	0.096	0.097	0.101
	F	8.684 ***	8.805 ***	9.111 ***

p 값 : \*\*\*/1%, \*\*/5%, \*/10%

SND: 기업활동의 건전성, SVC: 사회봉사기여도, ENV: 환경보호만족도,

CUS: 소비자보호만족도, EMP: 종업원만족도, CSP(KEJD): 사회적(정량) 성과

<표 14> 재무적 성과가 사회적 성과에 미치는 영향 : 여유자원가설 (ROS)

종속변수:CSP <sub>t</sub>		Model 13	Model 14	Model 15
[Panel A] INDAV, YDUM 통제전				
독립변수	ROS <sub>t</sub>	0.234	0.218	0.139
통제변수	LEV <sub>t</sub>	-29.064 ***	-29.100 ***	-33.827 ***
	SALE <sub>t</sub>	1.823		
	TA <sub>t</sub>		2.106	
	EMP <sub>t</sub>			5.257 **
	Adj. R <sup>2</sup>	0.034	0.035	0.045
	F	6.104 ***	6.183 ***	7.836 ***
		Model 16	Model 17	Model 18
[Panel B] INDAV, YDUM 통제후				
독립변수	ROS <sub>t</sub>	0.064	0.044	0.000
통제변수	LEV <sub>t</sub>	-34.102 ***	-34.477 ***	-37.073 ***
	INDCSP <sub>t</sub>	0.922 ***	0.924 ***	0.848 ***
	YDUM <sub>t</sub>	포함.	포함.	포함.
	SALE <sub>t</sub>	1.745		
	TA <sub>t</sub>		2.286	
	EMP <sub>t</sub>			3.018 *
	Adj. R <sup>2</sup>	0.094	0.095	0.099
	F	8.488 ***	8.582 ***	8.986 ***

p 값 : \*\*\*/1%, \*\*/5%, \*/10%

SND: 기업활동의 건전성, SVC: 사회봉사기여도, ENV: 환경보호만족도,

CUS: 소비자보호만족도, EMP: 종업원만족도, CSP(KEJI): 사회적(정량) 성과

<표 15> 수익성지표인 ROA가 사회적 성과 항목에 미치는 영향

모델	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	
종속변수	SND <sub>t</sub>	SVC <sub>t</sub>	ENV <sub>t</sub>	CUS <sub>t</sub>	EMP <sub>t</sub>	
독립변수	ROA <sub>t</sub>	0.724 ***	0.160	0.058	-0.128	0.451 ***
통제변수	LEV <sub>t</sub>	-45.598	-0.312	-2.219	-2.680 ***	5.345
	INDCSP <sub>t</sub>	0.202	0.158 *	-0.177 ***	-0.061	0.657 ***
	YDUM <sub>t</sub>	포함.	포함.	포함.	포함.	포함.
	SALE <sub>t</sub>	6.384 ***	2.623 ***	4.572 ***	-1.375 ***	-2.692 ***
	Adj.R <sup>2</sup>	0.298	0.350	0.181	0.725	0.197
	F	31.726 ***	39.886 ***	17.027 ***	191.844	18.751 ***

p 값 : \*\*\*/1%, \*\*/5%, \*/10%

SND: 기업활동의 건전성, SVC: 사회봉사기여도, ENV: 환경보호만족도,

CUS: 소비자보호만족도, EMP: 종업원만족도, CSP(KEJI): 사회적(정량) 성과