

사회적 책임활동과 기업성과의 국제 비교: 한국과 중국시장을 중심으로

양 동 훈* · 김 령** · 최 준 혁***

< 국문초록 >

본 연구에서는 기업의 사회적 활동(CSR)이 기업 성과에 미치는 영향에 있어서 한국과 중국의 차이를 살폈다. CSR 활동 및 보고서 공시가 기업 자율에 맡겨진 한국과는 달리 중국의 많은 기업에 대해서는 CSR 보고서를 의무적으로 제출하도록 되어 있으며, 따라서 한국과는 달리 많은 중국 기업들은 CSR 활동을 의무적으로 수행하고 평가받게 된다. 이와 같은 의무적 환경과 자율적 환경의 차이는 CSR의 효과적 수행의 차이와 그에 따른 성과에의 영향 차이를 줄 수 있다. 본 연구는 2008년에서 2012년까지 양국의 대표적 CSR 지수와 재무데이터를 사용하여 각국별로 CSR이 ROA와 TobinQ에 미치는 영향을 살폈으며, 두 시장 데이터를 한 표본으로 합친 후 중국 기업 더미의 종속변수와의 추가적 영향도 실증했다.

실증 결과는 다음과 같다. 첫째, 한국의 경우 CSR은 TobinQ와 ROA에 모두 양의 유의한 관계를 보였다. 둘째, 중국의 경우 CSR은 TobinQ와 ROA에 유의한 영향이 없었다. 셋째, 두 시장 변수를 한 표본으로 묶고 관심변수로 중국기업 더미와 CSR의 교차변수를 본 결과, 교차변수는 TobinQ에서 유의한 음의 값을 주어, 중국 기업의 한국 기업 대비 종속변수에 대한 추가적 효과는 기업 성과에 부정적인 방향인 것을 확인할 수 있었다.

이러한 결과는, 기업의 사회적 활동에 대한 정책 면에서 규제를 통한 강제 보다는 자율적인 기업의 선택에 맡겨 두는 것이 더 나을 수 있다는 시사점을 제공해 준다고 할 수 있다.

주제어 : 기업의 사회적 책임(CSR), 기업가치, 재무성과, 중국, 의무규제

* 동국대학교

** 동국대학교

*** 동국대학교

I. 서론

기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility)에 대한 논의는 70년대부터 논의가 본격화되어, 2000년대 이후 지속가능성(Sustainability)이라는 주제에 대한 관심을 바탕으로 많은 기업들에게서 사회적 책임 활동 (Corporate Social Performance) 또는 지속가능경영에 대한 공시보고서가 발간되고 있다. 한국 상장기업 경우 2008~2012년 약 5개년간 약 13%가 관련 공시보고서를 발간했고(안상아 2013a), 중국과 같은 신흥시장에서도 CSR에 대한 중요성은 커지고 있다.

엔론사태 등 반복되는 기업 스캔들은 점차 기업 경영전략에 대한 신뢰와 확신을 잃게 만들었고(Pietersz 2011), 공공의 기대에 부응하고 글로벌한 경쟁력을 높이기 위해 많은 기업들은 CSR 보고서를 통해 이해관계자들과의 소통을 강화하려 하고 있다(Dingwerth and Eichinger 2010). CSR정보공시는 내/외부 이해관계자들의 의사결정에 유용한데(Lynch et al. 2014), 내부적으로 CSR 보고서는 경영자의 의사결정과 성과측정에 도움이 되고(Adams 2008), 외부적으로 사회적 책임 활동은 기업의 이미지를 제고해주며(Adams 2002; Patten and Zhao 2014), CSR 보고서는 기업과 외부 이해관계자 사이의 정보비대칭을 감소시킨다(Cho et al. 2013). 그렇다면 CSR 보고서는 기업 성과에도 양(+)의 영향을 미칠 수 있을 것이다.

현재 각국마다 CSR 활동을 측정하는 인덱스가 제공되고 있는데, 예를 들어 미국의 KLD Index, 한국 시장에서는 경실련의 경제정의지수(KEJI Index), 중국 기업에 대해서는 润灵环球责任评级(Rankins CSR ratings, RKS)가 가장 많이 사용되고 있다. 현 경제정의지수(KEJI Index)는 기업의 건전성, 공정성, 사회공헌, 환경경영, 소비자보호, 직원만족도를, 중국의 RKS은 환경, 사회, 경제(경영전략) 영역을 평가에 포함하고 있다. KEJI는 CSR의 국제 표준인 ISO 26000에 기반한 지표이고, RKS는 지속가능경영의 국제 표준인 GRI에 기반한 지표이지만, 양 표준은 큰 틀에서 유사성을 가지고 있으므로(김호진과 정홍진 2008), 양 지표를 비교하는 데에는 무리가 없다고 할 수 있다.

본 연구에서는 한국과 중국에서 각각 발간되고 있는 대표적인 CSR 지수를 활용해서, 두 나라에서 CSR이 기업 측면에서 볼 때 효과를 발휘하고 있는지를, CSR이 기업 성과에 미치는 영향을 통해 확인해 보았다. 특히, 중국의 CSR 활동은 규범적 측면에서 독려되고 있어서, 많은 대상 기업들에서 CSR 보고서 발간이 규제화된 측면이 있는 반면, 한국의 경우 자발적 동기에서 진행되고 있다. 본 연구에서는 이와 같은 제도적 환경 차이가 CSR 활동의 효과에 차이를 줄 수 있는지를, 표본을 각국별로 그리고 합쳐서 각각 검증해 보았다.

실증 결과, 한국의 경우 CSR 지수는 유의하게 ROA와 Tobin-Q에 대해서 양(+)의 관계를 보였지만, 중국의 경우 유의성을 찾지 못했다. 이는 전체 표본에 대해서도 마찬가지인데, 중국기업여부와 CSR 지수의 교차변수는 음(-)의 부호를 주어, 오히려 성과가 떨어지는 결과를 보여 주었다. 이는 규제화되어 광범위하게 적용된 CSR은 기업의 차별적 가치를 알리는 데 실패하

고, 오히려 성과를 떨어뜨리는 비용으로 작용하게 될 수도 있다는 뜻으로 해석할 수 있다.

II. 중국 및 한국의 CSR

2.1. CSR의 개념 및 중요성

오늘날 CSR의 개념은 좁은 의미의 지역사회에 대한 책임뿐만 아니라 환경책임과 나아가 지배 구조의 투명성을 포괄하는 의미로 확장되고 있으며, 이는 지속가능성(sustainability) 개념과도 혼용된다. CS의 현 국제표준인 GRI와 CSR의 국제표준인 ISO 26000은 세부 항목에서 공통적인 모습을 보인다. 이는 양자 모두 Elkington(1997)의 TBL(Triple bottom line)에 기반 하기 때문이다(김호균과 정홍진 2008). 따라서, 본 연구는 CSR을 기업의 사회적 및 환경적 책임과 지배구조를 포괄하는 넓은 의미로 정의하며, 이는 지속가능경영과 동의어로 간주한다.

Freeman(1984) 등에 의해 CSR 주제에 소개된 이해관계자중심 접근법(stakeholder approach) 하에서, 기업의 CSR 활동은 이해관계자를 만족시킴으로써 장기적 이윤추구를 달성할 수 있다 (Porter and Kramer 2002). Weber (2008)는 사회적 책임 성과가 기업에 주는 이익을 이해관계자와의 관계 개선을 통한 이미지 또는 명성 개선, 종업원 동기 부여, 비용 증감, 수익 증대, 그리고 위험 감소 등으로 정리했는데, 이는 고객 및 종업원과의 관계 개선, 기업가치의 개선으로 나타나며(Kotler and Lee 2005; Laszlo 2003; Mackey et al. 2007등), 혁신, 새 시장 창출, 명성 개선 등 기업에게 새로운 기회를 제공하게 된다(Porter and Kramer 2002). 이는 기업의 성과 개선을 의미하므로, 많은 연구들은 CSR이 기업 성과 개선으로 나타나는가를 집중적으로 검증했다(Margolis and Walsh 2003; Orlitzky et al. 2003; Allouche and Laroche 2005). 많은 CSR과 기업 성과를 관련지은 연구들은 긍정적인 관계를 보고했으며, 이는 시장 변수에 대해서보다 회계 변수에 대해서 더 뚜렷했다(Pelozo 2009). 전세계를 무대로 기업들간의 경쟁이 치열한 현재, 경영자와 주주 사이의 관계만으로는 기업의 성과 개선 및 기업의 영속적 발전에는 한계가 있으므로, 사회구성원들(stakeholders)의 역할이 점점 더 커질 것이다. 따라서 기업 측면에서 CSR 활동이 가지는 중요성은 더욱 커진다고 할 수 있다.

2.2. 중국 및 한국의 CSR 현황

중국은 1996년 12월에 ISO14000 environmental management standards를 도입하였고, 이후 1999년까지 많은 지역과 기업에서 환경프로그램이 구축되고 환경책임시스템으로 확장되었으며, 이는 이후 CSR 시스템의 구축에 중요한 기반이 되었다. 2000년대 폭스바겐 상해지사에서 작성한 환경보고서는 중국에서 CSR시스템이 보급되는 데 중요한 기여를 하였다. 처음으로 사

회적 책임 보고서를 공시한 기업은 국유기업인 중국석유천연가스 및 중국보산강철인데, 두 국유기업의 자발적인 공시는 이후 중국에서 사회적 책임 시스템이 정착되는 데 중요한 역할을 하였다(Wang et al. 2010).

2005년 중국 “기업법” 제5조에서는 주주의 가치를 최대화 하는 동시에 기업의 사회적 책임을 강화해야 한다고 명시하였다. 2006년 9월, 심천증권거래소는 상장 기업들의 사회적 책임 활동을 촉진하기 위한 가이드라인을 발표하였다. 가이드라인은 총 8장 38조항으로써, 상장기업들로 하여금 사회적 책임 및 사회적 책임 활동 과정에서의 문제점들을 사회적 책임 보고서로 보고하도록 제시하였다. 2008년 5월, 상해증권거래소에서 “상해증권거래소 상장 기업의 환경정보 공시방향” 을 발표하였는데, 이해관계자와 관련되는 부가가치인 임금, 대출 및 환경오염으로 인한 사회적 비용을 차감한 주당 사회공헌가치를 CSR 보고서에 명시하기를 요구했다. 두 증권거래소의 가이드라인은 2005년부터 2009년 사이 사회적 책임활동 보고서 발간 기업이 581개로 급증하는 데 중요한 역할을 하게 된다.

2008년 1월, 국무원 국유자산감독관리위원회(SASAC)는 국유기업을 대상으로 “사회적 책임 중앙지침” 을 발표하였고, 조건에 부합되는 기업들에 대해 CSR 보고서 또는 지속가능발전 보고서를 의무화했으며, 사회적 책임 보고서를 발간하는 국유기업은 2007년 11개 기업으로부터 2011년 76개 기업으로 증가하였다(杜帅君 등 2012).

현재 중국정부기관, 규제기관, 거래소별로 상이한 CSR 규제를 갖고 있고 CSR보고서의 형식도 2-3가지가 있지만, CSR시스템을 규범적으로 접근하려는 목적은 일치하며, 일부 대상 기업에 관해서는 의무화되어 있다고 할 수 있다. 예를 들어, 상해증권거래소에서는 금융업, SSE Corporate Governance Index(上证治理指数)성분 주식을 갖고 있는 기업, 국내에 상장하고 다시 해외에 상장한 기업들은 의무적으로 CSR 보고서를 제출해야 한다. 심천증권거래소는 SZE 100 Index(深交100指数)성분 주식을 갖고 있는 기업에 대해서 CSR 보고서 제출이 의무화 되어 있다. 2014년까지 CSR보고서를 제출한 기업은 모두 681개 기업으로 의무적 기업은 370개, 자발적 기업은 311개이고 그 중 상해증권거래소에서 399개 기업, 심천증권거래소는 282개였다.

중국의 RKS에서는 상해증권거래소와 심천증권거래소의 CSR보고서 제출기업을 대상으로 MCT 평가 시스템에 의거하여 기업의 CSR보고서를 평가하고 점수를 준다. MCT 평가시스템은 크게 정체성(Macro), 내용성(Content), 기술성(Technology) 등 3가지 1급 지표로 나뉘고 다시 여러 개 2급 지표로 자세하게 나뉘어 진다. 정체성(Macro)은 전략유효성, relevant participation, 내용평형성, 정보비교가능성, 창신성, 신뢰도와 투명도가 포함되고 내용성(Content)은 책임전략서술, 책임관리, 경제책임성과, 환경책임성과, 사회적책임성과, 성과질량이 포함되었으며, 기술성(Technology)은 보고정책, 편집규범 및 표달 등 형식에 근거하였다. 점수는 100점제로 M평가지표는 30점, C평가지표는 50점, T평가 지표는 20점으로 이루어졌다.

반면, 한국에서는 CSR 활동 및 그에 대한 보고서는 의무적인 요구 사항이라기 보다는 기업들의 자발적 선택이라고 할 수 있다. 한국 상장기업의 경우 2008~2012년 약 5개년간 상장기업의 약 13%가 관련 공시보고서를 발간했고 (안상아 2013a), 비상장기업의 경우에도 2006년까지

5개 기업에서 2013년 중반 현재 21개 기업으로 증가했다(안상아 2013c). 공기업의 경우 동반 성장, 사회적 형평성 채용 등 일부 사회적 책임 요소가 공기업 성과 평가 항목에 포함되어 있고, 공공기관 운영에 관한 법률에 의해 홈페이지에 주요 경영 관련 사항들이 공지되게 되어 있다. CSR 보고서는 의무 공시 사항이 아니지만, 공공기관 운영에 관한 법률 제정 직후인 2008년 CSR 보고서 발간 공기업은 전년의 12개 기관에서 22곳으로 급증하였고, 2005년에서 2013년 사이 30개 시장형/준시장형 공기업 중 26개(87%)의 기업이 최소 1회 이상 보고서를 발간하였다(안상아 2013b).

2.3. CSR과 재무성과 사이의 관계

기업 성과와 사회적 책임 활동의 연관성에 관한 연구는 CSR이 기업성과에 미치는 영향 및 성과가 CSR에 미치는 영향 두 방향으로 진행되는데, 양의 상관관계를 보고하는 연구가 음이나 상관관계를 발견하는 데 실패한 연구보다 많은 편이다(Griffin and Mahon 1997; Roman et al. 1999; Margolis and Walsh 2003; Orlitzky et al. 2003; Allouche and Laroche 2005). Pelozo (2009)는 CSR과 기업재무성과 간의 관계를 밝힌 128개의 논문에서 59%가 정의 관계를, 27%가 혼재되거나 아무 영향이 없는 결과를, 14%가 부의 관계를 나타냈다고 보고했다.

본 연구의 관심사인 CSR이 기업 성과에 미치는 영향에 관한 국내 연구로서, 장지인과 최현섭(2010)은 CSR성과의 측정치로 한국경제정의연구소(KEJI)의 지수를 이용하여 8년동안(1998-2005) 130개 기업을 검증한 결과, CSR성과는 ROA 및 WACC와 양의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 김영식과 위정범(2011)은 KEJI 지수는 ROA와의 관계에서는 유의한 양의 관계를 보였지만, 주가수익률에 대해서는 유의하지 않았다. 이재목과 김용(2013)에서 CSR은 TobinQ 및 M/B와 유의한 양의 관계를 보였다. 천미림과 김청수(2011)는 CSR의 지속성과 재무성과와의 관계를 연구했는데, 4년간의 KEJI 지수에 4회 연속 포함된 기업에서만 ROA와 TobinQ에 대해 유의한 양의 효과를 얻었고, 2,3회만 포함된 기업은 유의하지 않았다.

중국 연구로는, 초기 연구는 CSR과 성과와의 관련성을 이론적으로 고찰하였는데, 颜剩勇과 刘庆华(2005) 및 沈洪涛(2005)들은 CSR과 성과는 유의한 양의 관계가 있다고 지적했다. 실증 연구로서 李正(2006)은 2003년 상해증권거래소에 표본으로 CSR과 TopbinQ과의 관련성을 연구했는데, CSR 활동은 기업 가치를 하락시키는 것으로 조사되었다. 반면, 朱金凤과 杨鹏鹏(2009)는 상해증권거래소의 691개 상장 기업을 표본으로 CSR이 재무성과와 양의 관계가 있다고 밝혔다. 何丽梅와 杜帅君(2014)에서는 2010년부터 2012년까지 상해증권거래소와 심천증권거래소에 상장한 600개의 CSR 보고 기업을 대상으로 CSR 보고서에 공시된 정보의 신뢰성을 검증한 결과, 중국기업의 CSR보고서의 정보는 신뢰도가 높지 않은 것으로 나타났다.

중공업에 한정하면, 李正(2006)은 중공업 산업에 속한 기업들이 CSR과 양의 관계가 있다고 하였고, 孙清亮과 张天楠(2011)은 중공업 기업들이 일반 기업들 보다 CSR정보를 더 많이 공시한다고 주장하였다. 董淑兰과 陈美茹(2014)에서는 24개 벤처기업들을 표본으로 3년간의 CSR점

수와 재무성과의 지속가능성을 분석한 결과, CSR과 재무지속가능성은 양의 관계가 있지만 유의하지 않았다.

이와 같이, 국내 연구에서는 CSR이 성과와 유의한 양의 관계를 보고하는 경우가 많았지만, 중국 연구에서는 결과가 혼재되어 있으므로, 실증으로 확인해 볼 문제라고 할 수 있다.

2.4. 연구 결과 및 의의

본 연구는 2008년에서 2012년까지 5년간 KEJI 및 RKS 지수를 양국의 CSR 활동의 대용치로 간주하고, CSR이 ROA 및 TobinQ에 미치는 영향을 회귀분석하였다. 연구 결과, 한국 기업을 대상으로 CSR이 성과에 미치는 영향은 유의한 양의 관계를 얻었으나, 중국 기업에 대해서는 유의하지 않았다. 한국 기업과 중국 기업을 한 표본에 넣고 분석한 결과, 중국 기업의 CSR을 나타내는 교차변수가 유의한 음을 기록하여, 부분적으로 의무도입 상태인 중국 기업이 자발적 도입 상태인 한국 기업에 비해 효과적으로 CSR을 하고 있지 못함을 확인했다.

본 연구는 어느 정도 성숙화 되고 있는 자본시장과 신흥시장에서 CSR이 기업성과에 대하여 미치는 영향을 비교했다는 점에서 의의를 찾을 수 있고, 또한 가장 주목 받는 신흥 시장으로서 중국 시장의 중요성을 감안할 때 중국 시장에 대한 이해를 돕는다는 면에서 기여도를 찾을 수 있을 것이다. 또한, 본 연구는 CSR 공시에 대해 규제기관이 어떤 방식으로 접근해야 하는지에 관해서도 중요한 시사점을 준다고 할 수 있다.

Ⅲ. 가설 및 모형

3.1. 연구가설

가설 1과 2는 CSR이 기업 성과에 미치는 영향에 관한 것이다. 한국 및 중국 기업에 관한 선행 연구들에 근거해서, 귀무가설 형태로 가설을 제시하였다.

가설1: 한국 CSR 기업은 CSR점수와 기업 성과 사이에 연관성이 높을 것이다.

가설2: 중국 CSR 기업은 CSR점수와 기업 성과 사이에 연관성이 높을 것이다.

가설3: 한국 CSR 기업은 중국 CSR기업보다 기업성과와의 연관성이 높을 것이다.

선행연구와 일관적이라면, 한국 기업에 대해서는 성과와 양(+)의 관계가 예측되지만, 혼재된 결과를 보고하고 있는 중국 기업에 대해서는 양(+)의 결과와 음(-)의 결과가 모두 가능하다. 가설 1은 한국 표본에서, 가설 2는 중국 표본에서 수행한 후, 가설 3은 두 서로 다른 표본에서 각각 수행한 실증을 한 표본으로 합친 뒤 효과를 본 것이다.

3.2. 연구 모형 및 변수

본 연구에서는 선행 연구들에 근거하여 기업 성과의 대용치로서 종속변수를 TobinQ 및 ROA로 보고, CSR 활동의 대용치로서 관심변수를 KEJI 및 RKS 지수로 사용하였다. 통제변수는 Size, 레버리지, 최대주주지분율, 영업현금흐름을 선택하였고, 종속변수는 차기로 보았다. 연구 모형은 다음과 같다.

$$\text{TobinQ(ROA)}_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1\text{CSR}_t + \alpha_2\text{SIZE}_t + \alpha_3\text{LEV}_t + \alpha_4\text{OWN}_t + \alpha_5\text{OCF}_t + \alpha_6\text{IND} + \alpha_7\text{YEAR} + \epsilon_t \quad (\text{식1})$$

$$\begin{aligned} \text{TobinQ(ROA)}_{t+1} = & \alpha_0 + \alpha_1\text{CSR}_t + \alpha_2\text{CSR}_t * \text{CHN}_t + \alpha_3\text{SIZE}_t + \alpha_4\text{LEV}_t + \alpha_5\text{OWN}_t + \alpha_6\text{OCF}_t \\ & + \alpha_7\text{IND} + \alpha_8\text{YEAR} + \epsilon_t \end{aligned} \quad (\text{식2})$$

TobinQ : [기말시가총액(보통주+우선주)+부채의 장부가치]/자산의 장부가치

ROA : 당기순이익/기초총자산

CSR : KEJI 또는 RKS 지수의 자연로그

CHN : 중국 기업에 1을 부여하는 더미

Size : 총자산의 자연로그값

Lev : 총부채/총자산의 자연로그

Own : 최대주주지분율의 자연로그

OCF : 영업현금흐름/기초총자산

IND : 산업더미

Year : 연도더미

식 1은 각 시장별로 KEJI 또는 RKS로 측정된 CSR 활동이 TobinQ와 ROA로 측정된 기업 성과에 미치는 영향을 본 것이고, 식 2는 두 시장을 통합한 한 표본에 대해 중국 기업의 효과를 교차변수로 가려 낸 식이다.

종속변수인 TobinQ는 시장가치/대체가치로서, 자산의 시장가치가 대체가치에 장기적으로 수렴한다는 이론 하에서 1로 수렴해 가는 수치이다. 자산의 대체가치를 구하는 데 현실적인 어려움이 있으므로, 대부분 장부가치 대 시장가치의 비율을 사용한다(Chung and Pruitt 1994). 따라서,

$$\text{Tobins' Q} = [\text{기말시가총액(보통주+우선주)+부채의 장부가치}]/\text{자산의 장부가치}$$

종속변수인 ROA는 당기순이익을 기초 총자산으로 나눈 변수로서, 다른 변수와 규모를 맞추기 위해 100으로 나누었다.

통제변수에 대해서는, 기업규모가 클수록 정보비대칭이 감소하여 기업가치가 증가되므로 (Black et al. 2006) 기업 규모를 통제변수로 사용하였다. 중국 연구에서는 규모와 수익능력이 클수록 CSR 공시 확률이 올라갔다(沈洪涛 2007). 부채비율이 높아지면 장래 자금조달시 거래

비용 상승 효과로 인해 기업 가치에 음의 영향이 기대되므로(Myhers and Majluf 1984), 부채비율을 통제변수로 사용하였다. 김창수(2009)는 최대주주 지분율이 높은 기업에서 CSR 활동으로 기업가치가 증가한다고 하였다. 따라서 기업지배구조를 통제하기 위해 최대주주 지분율을 사용한다. 또한, 기업의 회계이익과 기업 가치는 기업의 실제 경영 활동 즉 영업활동현금흐름과 관련성을 가질 것이므로, 영업활동현금흐름도 통제변수로 사용했다. 산업은 중분류로 통제했다.

3.3. 표본

중국기업 표본은 CSMR(国泰安), 한국기업 표본은 Kisvalue와 FnGuide에서 재무 정보를 얻었으며, 중국기업에 대해서는 RKS(润灵环球责任评级)에서 평가대상으로 선정되어 지수가 산정된 기업을, 그리고 한국기업에 대해서는 KEJI(경실련)에서 평가 대상으로 선정되어 지수가 산정된 기업을 표본을 한정하였다. 본 연구에서는 CSR 지수에 포함되어 조사된 기업이 CSR이 높은 기업이 아니라, 단순히 평가 기관에서 조사 대상으로 임의 선택한 기업이라고 보았다. 따라서 본 연구 표본은 CSR이 좋은 기업 표본이 아니라, 모집단에서 랜덤하게 선택된 표본집단에 해당한다. KEJI에 대해서는 200개 기업씩 공개된 자료가 아니라 KEJI에서 조사한 전 기업 표본에 대해서 연구를 진행했다.

- ① 2008년부터 2012년까지 재무데이터 이용이 가능한 기업
 - ② 비 금융업
 - ③ 12월 결산 기업
 - ④ KEJI 또는 RKS 지수에 포함된 기업
- 표본은 한국 기업에 대해서는 677개, 중국 기업에 대해서는 1228개가 선정되었다.

<표 1> 한국 기업과 중국 기업 표본의 CSR 지수 적용 연도

한국 기업			중국 기업		
공표연도	CSR,통제	ROA,TQ	공표연도	CSR,통제	ROA,TQ
2014	2012	2013	2014	2013	2014
2013	2011	2012	2013	2012	2013
2012	2010	2011	2012	2011	2012
2011	2009	2010	2011	2010	2011
2010	2008	2009	2010	2009	2010
2009	2007	2008	2009	2008	2009
2008	2006	2007	2008	2007	2008

본 연구에서는 KEJI 및 RKS 지수를 지수 발표 연도의 CSR 활동에 대한 대응치로 보지 않

고, 해당 해 발표된 지수가 실제 조사 대상으로 삼은 연도의 CSR 활동에 대한 대응치로 보았다. 즉, 2012년 발표된 KEJI는 2010년 기업을 대상으로 하여 재무정보 및 질적 정보를 평가하고 있으므로, 2010년의 CSR 활동으로 보았다. 마찬가지로, 2012년 발표된 RKS는 2011년 기업을 대상으로 하고 있으므로, 2011년의 CSR 활동으로 보았다. 지수의 발표 연도, 관심변수인 CSR 및 통제변수의 연도, 그리고 종속변수인 TobinQ 및 ROA 의 연도를 비교하면 표 1과 같다. CSR 및 통제변수가 적용된 연도를 기준으로, 본 연구는 2008년에서 2012년까지의 표본에 대한 연구에 해당한다.

IV. 실증분석

4.1. 기술통계량 및 상관관계표

<표 2> 한국 CSR 기업 기술통계량

	N	Mean	Std	Min	Median	Max
KEJI	677	3.977	0.167	3.637	3.957	4.277
TobinQ	677	0.464	0.220	0.070	0.438	1.438
ROA	677	0.067	0.052	-0.186	0.059	0.478
SIZE	677	20.001	1.364	17.235	19.727	25.496
LEV	677	3.640	0.499	1.998	3.723	4.526
OWN	677	3.683	0.451	1.625	3.792	4.427
OCF	677	0.068	0.089	-0.448	0.069	0.553

<표 3> 중국 CSR기업 기술통계량

	N	Mean	Std	Min	Median	Max
RKS	1228	3.482	0.312	2.590	3.443	4.412
TobinQ	1228	0.407	0.428	-0.101	0.303	2.196
ROA	1228	0.051	0.061	-0.219	0.041	0.450
SIZE	1228	22.900	1.338	18.902	22.782	25.792
LEV	1228	3.885	0.489	1.623	4.020	4.549
OWN	1228	3.997	0.333	2.945	4.061	4.503
OCF	1228	0.046	0.077	-0.225	0.045	0.267

한국 기업의 2008~2012년(종속변수는 2009~2013년) 677개 기업의 기술통계량은 표 2와 같다.

종속변수인 TobinQ와 ROA 및 통제변수 OCF는 기초총자산으로 표준화한 값에 해당하며, 관심 변수인 KEJI와 통제변수인 LEV, OWN은 자연로그를 취해서 전체적으로 표본의 크기가 비슷하게 맞추었다. 중국 기업의 동일 년도 표본은 1228개에 해당한다. 전체적으로 큰 차이를 보이고 있지 않지만, 관심변수인 KEJI보다 RKS가 두 배 가까운 표준편차를 보이고 있어, 중국 기업의 CSR 점수가 훨씬 다양한 분포로 산정되고 있음을 알 수 있다.

<표 4> 한국 CSR기업 상관관계 분석

	KEJI	ROA	TobinQ	SIZE	LEV	OWN	OCF
KEJI	1						
ROA	0.034	1					
TobinQ	0.245***	0.283***	1				
SIZE	0.263	0.271***	0.299***	1			
LEV	-0.191***	0.176*	0.108**	0.268***	1		
OWN	-0.018	0.182***	0.015	0.160***	-0.112**	1	
OCF	0.075*	0.569***	0.278***	0.222***	-0.008	0.123***	1

<표 5> 중국 CSR 기업의 상관관계분석

	RKS	ROA	TobinQ	SIZE	LEV	OWN	OCF
RKS	1						
ROA	0.068*	1					
TobinQ	-0.232***	0.407***	1				
SIZE	0.410***	-0.101***	-0.583***	1			
LEV	0.054**	-0.271***	-0.375***	0.442***	1		
OWN	0.177***	0.106***	-0.079***	0.226***	-0.029***	1	
OCF	0.053**	0.324***	0.233***	-0.033***	-0.145***	0.091***	1

한국 기업 표본에서 CSR(KEJI)과 TobinQ는 1%에서 유의한 양의 상관관계를 보이고 있고, ROA와는 유의한 상관관계가 나오지 않았다. CSR과 기업크기(SIZE)는 유의하지 않은 양의 관계를 보이고 있지만, 레버리지(LEV)는 1% 선에서 유의한 음의 상관관계를, 영업현금흐름(OCF)과는 10% 선에서 유의한 양의 상관관계를 보이고 있다. 최대주주지분율(OWN)은 음의 상관관계를 보였으나 유의하지 않았다. 여유자원이론에 따라 부채비율이 낮고 현금흐름이 좋을수록, 또 소유분산이 잘 될수록 CSR 활동을 더 잘 한다고 해석할 수 있다.

중국 기업 표본에서 CSR(RKS)과 TObinQ는 한국 기업과 반대로 1% 선에서 유의한 음의 상관관계를 보이고 있고, ROA와는 10% 선에서 유의한 양의 상관관계를 보였다. CSR은 기업 크기(SIZE), 레버리지(LEV), 최대주주지분율(OWN), 및 OCF와 모두 1% 내지 5% 수준에서 유의한

양의 상관관계를 보였으므로, 한국과는 달리 기업이 크고, 지배구조가 집중되고, 부채비율이 높을수록 CSR에도 더 적극적이라는 결과를 얻었다.

4.2. 회귀분석

<표 6> 한국기업의 CSR활동이 기업가치와 기업성과에 미치는 영향

	TobinQ			ROA		
	Coef	Std Err	t	Coef	Std Err	t
KEJI	0.037	0.01902	1.97**	0.018	0.006	2.96***
SIZE	0.001	0.00484	0.17	0.000	0.001	0.11
LEV	0.327	0.01266	25.87***	0.004	0.004	1.18
OWN	-0.014	0.01288	-1.11	0.003	0.004	0.71
OCF	-0.119	0.06587	-1.81	0.215	0.021	9.90***
N	677			677		
F	30.7***			9.26***		
Adj R2	0.669			0.36		

<표 6>은 한국 표본에서 관심변수인 CSR(KEJI)이 종속변수인 기업 성과(TobinQ 및 ROA)에 미치는 영향을 회귀분석한 결과이다. KEJI는 두 종속변수에 대해 모두 유의한 양의 상관관계를 보여주고 있으므로, CSR 활동은 차기 기업 성과를 높인다는 결과를 얻었다. 따라서 대체가설 형태로 제시한 가설 1은 지지되었다.

반면, <표 7>에서 보듯 중국 표본에서는 관심변수 CSR(RKS)가 종속변수인 기업 성과에 대해 유의한 값을 주지 못했으므로, 중국 기업에 대해서 CSR 활동은 차기 기업 성과를 높이지 못했다. 따라서, 가설 2가 지지되지 못했다.

<표 7> 중국기업 재무성과가 CSR활동에 미치는 영향분석

	TobinQ			ROA		
	Coef	Std Err	t	Coef	Std Err	t
RKS	-0.037	0.033	-1.12	0.004	0.006	0.71
SIZE	-0.147	0.009	-16.7***	0.000	0.002	0.17
LEV	-0.110	0.022	-5.04***	-0.032	0.004	-8.08***
OWN	0.057	0.028	2.00**	0.018	0.005	3.61***
OCF	0.894	0.123	7.24***	0.244	0.022	11.04***
N	1228			1228		
F	77.61***			20.88***		
Adj R2	0.466			0.184		

<표8>은 한국과 중국의 기업표본을 한 표본에 넣고 중국기업(CHN)을 더미변수로 본 식이다. 관심변수는 교차변수인데(CHN*&CSR), 중국 기업에서 CSR이 종속변수에 미치는 추가적 영향을 나타낸다. 종속변수 TobinQ에 대해서 교차변수는 1% 수준에서 유의한 음의 값을 주었지만, 중국 기업의 경우 CSR이 종속변수에 미치는 영향(0.089-0.143=-0.053)이 한국 기업(0.089)에 비해 기울기가 음으로 크다고 할 수 있다.

<표 8> 한국기업과 중국기업의 CSR효과 비교분석

	TobinQ			ROA		
	Coef	Std Err	t	Coef	Std Err	t
CSR	0.089	0.034	2.58***	-0.001	0.002	-0.26
CHN*CSR	-0.143	0.038	-3.70***	0.001	0.002	0.55
SIZE	-0.205	0.014	-14.25***	-0.000	0.001	-0.09
LEV	0.325	0.055	5.89***	-0.021	0.004	-5.04***
OWN	-0.048	0.054	-0.89	-0.001	0.004	-0.23
OCF	1.387	0.211	6.54***	0.246	0.016	15.22***
N	1228			1228		
F	114.11***			25.47***		
Adj R2	0.487			0.170		

반대로, ROA에 대해서는, 0에 가까운 약한 양의 값을 보이는 중국 기업(-0.001+0.001=0.0001)이 한국 기업(약 -0.001)보다 약간이나마 더 작은 음의 값을 보이므로, 중국 기업의 CSR은 한국 기업에서보다 ROA에 더 가파른 양의 영향을 미친다고 할 수도 있지만, 회귀식의 p값이 각각 0.79 및 0.58이므로 의미 있는 해석을 할 수가 없다고 할 것이다. 따라서, 중국 기업에서 성과와의 관련성이 한국 기업보다 떨어지는 가설 3이 지지된다고 할 수 있다.

중국 기업의 CSR이 성과로 이어지지 못하는 원인으로서, 중국사회과학원에서 2011년 발표한 “중국기업사회적책임보고서”에서는 중국 CSR활동은 전체적으로 초기단계에 머물어 있고, 다수 연구에서 중국의 CSR공시는 내용이 분산되고 자의적이고 시계열성이 떨어지고 보고서의 내용 대다수는 서술위주라고 하였다(中国社会科学院 2011)¹⁾.

V. 결론 및 논의

본 연구에서는 한국 기업과 중국 기업의 CSR 활동이 기업 성과에 미치는 영향이 상이함을

1) <http://cass.cssn.cn/>

실증을 통해 확인해 보았다. 중국 기업의 경우 CSR이 기업 성과에 미치는 한국 기업에 비해 유의하지 않거나 기업 가치와의 관련성이 떨어지는 모습을 보이는데, 이는 기업의 필요에 의해 자발적으로 CSR 활동을 벌이는 경우와 규제에 의해 의무적으로 CSR 활동을 벌이는 경우는 서로 다른 결과가 나타남을 의미한다.

CSR은 마케팅과 같은 매출로 직결되는 활동과는 달리, 기업의 활동이 성과로 이어지는 고리가 불확실할 수 있는 반면, CSR을 위한 비용 지출은 즉각적이고 확실하다. 따라서 기업들이 CSR에 대한 확신이 없는 경우 CSR 활동을 꺼리게 된다. 이런 경우에도 규제로 강제를 한다면, CSR은 의도한 대로 효과를 보이지 못할 것이다. 본 연구는 CSR과 관련된 정책 결정함에 있어 규제에 의한 강제보다는 자율적인 시장 판단에 맡겨 두는 것이 더 나올 수 있다는 점을 시사한다.

본 연구의 한계점은 다음과 같다. 우선, 서로 다른 두 시장의 서로 다른 결과는 관심변수 이외의 다른 시장 특성의 영향일 수 있다는 점이다. 한국 시장과 중국 시장은 역사, 발전 단계, 규제 환경 등 여러 모로 차이가 있으므로, 각 시장의 CSR과 성과 사이의 관계를 단순 비교하는 것은 위험할 수 있다. 다음으로, 관심변수로 사용한 CSR 지수값의 특성 차이 및 신뢰성이다. KEJI와 RKS 지수는 각각 다른 기관에 의해 주관적으로 산정되는 지수이므로, 양자를 동등하게 비교하는 것은 일정 한계가 있다고 할 것이다. 마지막으로, 양 시장의 효과 차이를 한 번에 보기 위해 한 표본으로 합쳤을 때의 문제점이다. 양 표본이 서로 다른 레벨을 가지지 않도록 표준화하는 데 세심히 신경 썼지만, 서로 특성이 달라 이질적일 수 있는 변수를 한 변수로 모으는 것은 문제가 있을 수 있다.

본 연구는 한국과 중국의 시장 특성 차이를 이해하는 데 기여할 수 있는 연구로서, 앞으로 더 정밀한 후속 연구를 통해 양국의 시장 특성을 더 잘 이해할 수 있기를 기대한다.

참고문헌

- 김영식, 위정범 (2011). 기업의 지속경영과 재무적 성과. 대한경영학회지. 24(5): 2913-2950.
- 김호균, 정홍진 (2008). 지속가능경영 추진을 위한 GRI와 ISO26000 비교연구. 대한산업공학회 2008 추계 학술발표대회.
- 김창수. 2009. 기업의 사회적 책임 활동과 기업가치. 한국증권학회지 38 (4):507-545.
- 나영, 홍석훈. (2011). 연구논문: 기업규모에 따른 CSR 활동과 기업가치에 대한 실증분석. 회계저널 20 (5):125-160.
- 董淑兰, 陈美茹. (2014). 企业社会责任对财务可持续发展的影响研究——基于创业板企业数据. 会计之友 (20):7-12.
- 杜帅君, 张新超, 何丽梅. (2012). A+ H 股与纯 A 股上市公司社会责任信息披露比较研究. 中国证券期货 (11).
- 沈洪涛. (2007). 公司特征与公司社会责任信息披露——来自我国上市公司的经验证据. 会计研究 (3):9-16.
- 안상아, (2013a). 국내 상장기업의 지속가능성보고서 발간 현황 분석. 기업지배구조리뷰, 68: 88-111.
- 안상아, (2013b). 국내 공공기관의 지속가능경영보고서 발간 현황 분석. 기업지배구조리뷰, 69:74-97.
- 안상아, (2013c). 국내 비상장기업의 지속가능성 관련 보고서 발간 현황 분석. 기업지배구조리뷰, 70: 80-89.
- 颜剩勇, 刘庆华. (2005). 企业社会责任财务分析指标研究. 财会通讯 (学术版) 5 (5):62-68.
- 李正. 2006. 企业社会责任与企业价值的相关性研究——来自沪市上市公司的经验证据. 中国工业经济 (2):77-83.
- 이정엽, 송은주. (2014). 지속적인 CSR 활동이 회계정보의 질에 미치는 영향. 회계연구 19 (2):121-148.
- 임형주, 최중서. (2013). 연구논문: 기업의 사회적 책임과 이익조정: 외면적 기업윤리와 내면윤리는 일치하는가? 회계저널 22 (5):257-309.
- 장지인, 최헌섭. (2010). 기업의 사회적 책임 (CSR) 과 재무성과와의 관계. 대한경영학회지 23 (2):633-648.
- 朱金凤, 杨鹏鹏 (2009). 企业社会责任与财务业绩关系的实证检验. 武汉: 统计与决策 (7).
- 中国社会科学院 (2011). 中国企业社会责任报告.
- Adams, C. A. (2002). Internal organisational factors influencing corporate social and ethical

- reporting: Beyond current theorising. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 15 (2):223-250.
- Allouche, J. and P. Laroche (2005). A Meta-analytical investigation of the relationship between corporate social and financial performance. *Revue de Gestion des Ressources Humaines* 57(1): 8-41.
- Design, C. (2010). Communications, PricewaterhouseCoopers LLP. CSR Trends 2010.
- Dingwerth, K., and M. Eichinger. 2010. Tamed transparency: How information disclosure under the Global Reporting Initiative fails to empower. *Global Environmental Politics* 10 (3):74-96.
- Freeman, R.E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Pitman, Boston.
- Gao, Y. (2009). Corporate social performance in China: Evidence from large companies. *Journal of Business Ethics* 89 (1):23-35.
- Griffin, J.J. and J.F. Mahon (1997). The corporate social performance and corporate financial performance debate: twenty-five years of incomparable research. *Business and Society*. 36(1): 5-31.
- Kotler, P. and N. Lee (2005). *Corporate Social Responsibility: Doing the Most Good for Your Company and Your Cause*. Hoboken, NJ: Wiley.
- Laszlo, C. (2003). *The Sustainable Company: How to Create Lasting Value through Social and Environmental Performance*. Washington: Island Press.
- Lynch, M. F., N. Lynch, and D. Casten. (2014). The expanding use of sustainability reporting. *The CPA Journal*.
- Mackey, A., T. Mackey, and J.B. Barney (2007). Corporate social responsibility and firm performance: investor preferences and corporate strategies. *Academy of Management Review*, 32(3), 817-835.
- Margolis, J.D. and J.P. Walsh (2003), Misery loves companies: Rethinking social initiatives by business. *Administrative Science Quarterly*, 48, 268-305.
- Manne, H.G., and H.C. Wallich (1972). *The modern corporation and social responsibility*. Washington, DC: American Enterprise Institute for Public Policy Research.
- Orlitzky, M. F.L. Schmidt and S.L. Rynes (2003). Corporate social and financial performance: a meta-analysis. *Organization Studies*, 24(3): 403-441.
- Patten, D. M., and N. Zhao. (2014). Standalone CSR reporting by US retail companies. Paper read at Accounting Forum.
- Peloza, 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.

- Pietersz, G. (2011). Corporate social responsibility is more than just donating money. KPMG Advisory Services BV, KPMG Caribbean Network.
- Porter, M.E. and M.R. Kramer (2006). Strategy and society. *Harvard Business Review*, 84: 78-92.
- Roman, R.M., S. Hayibor, and R.B. Agle (1999). The relation between social and financial performance: reprinting a portrait. *Business and Society*, 38(1): 109-125.
- Tang, L., and H. Li. (2009). Corporate social responsibility communication of Chinese and global corporations in China. *Public Relations Review* 35 (3):199-212.
- Wang, J., S. Qin, and Y. Cui. (2010). Problems and prospects of CSR system development in China. *International Journal of Business and Management* 5 (12).