
윤리경영과 기업의 재무적 성과

이 호 감*, 여 은 미**

I. 서론

최근 기업윤리가 기업의 경쟁력에 미치는 영향이 크며 기업의 지속가능경영에 관련되어 있다는 인식에 따라 윤리경영의 실천이 기업의 전략적 주요과제로 부각되고 있다. 기업의 윤리경영체제 확립을 위한 노력은 오래전부터 진행되었다. 국제적으로는 1990년대 중반부터 공정하고 투명한 경쟁규칙을 적용하기 위하여 세계무역기구(World Trade Organization: WTO), 경제협력개발기구(Organization for Economic Cooperation and Development: OECD), 세계은행(World Bank) 등의 국제경제기구를 중심으로 부패방지 라운드가 추진되어왔으며, 민간단체인 국제투명성기구(Transparency International: TI)도 반부패운동과 같은 윤리준범 강화활동을 활발히 전개하고 있다.

우리나라의 경우에는 재정경제부가 ‘준법감시인제도’를 도입하고 공정거래위원회가 ‘공정거래 자율준수규범’을 제정하는 등 기업의 윤리경영 실천을 유도하기 위한 제도적인 장치를 마련하였다. 한편, 기업의 윤리경영실태를 평가하여 지수화 한 결과도 발표되고 있는데 산업자원부의 윤리경영지표(Korean Business Ethics Index: 이하, KoBEX)와 민간단체인 경제정의실천연합(이하, 경실련)에서 발표하는 경제정의지수(Korea Economic Justice Institute Index: 이하, KEJI Index)가 그 대표적인 예이다.

윤리경영의 당위성을 주장하는 근거는 윤리경영이 궁극적으로 기업의 재무적 성과를 향상시킨다는 것이다(Hammond and Slocum 1996, Waddock and Smith 2000). 즉, 능동적으로 윤리경영을 도입하면 기업문화가 융합되면서 고신뢰·저비용의 구조로 이어지며 이는 기업의 경쟁력을 강화시킴으로써 기업의 재무적 성과를 향상시키고 지속성장에 기여

*) 한밭대학교 회계학과 교수

**) 한밭대학교 산학협력단

할 수 있다는 것이다. 그러나 윤리경영으로 인해 실제로 기업의 재무적 성과가 개선되는지는 윤리경영의 당위성 못지않게 중요하다.

왜냐하면 실제로 윤리경영이 기업의 재무적 성과와 관련성이 있다는 증거를 통해 윤리경영의 당위성이 입증될 경우 기업들은 보다 적극적으로 윤리경영을 실천할 수 있을 것으로 기대되기 때문이다.

본 연구의 목적은 윤리경영수준이 높은 기업과 낮은 기업간 재무적 성과에 차이가 있는지를 알아봄으로써 윤리경영과 기업의 재무적 성과와의 관계를 밝히는 것이다. 본 연구를 통해 윤리경영수준이 높은 기업이 낮은 기업에 비해 재무적 성과가 우수하다는 것을 입증하여 기업들에게 윤리경영이 곧 경제적 이익으로 연결됨을 보여줌으로써 윤리경영의 도입·실천을 활성화하고 장기적으로 기업의 경쟁력확보에 도움이 되고자 한다.

한편 회계적 측면에서 윤리경영은 회계정보의 신뢰도를 향상시켜 회계투명성을 높일 것으로 기대할 수 있다. 즉, 윤리경영은 이익조정을 통한 회계정보의 신뢰성 저하를 막는 장치가 될 수 있다. 본 연구에서는 윤리경영수준이 높은 기업과 낮은 기업간 재무적 발생에 차이가 있는지를 살펴봄으로써 윤리경영과 회계투명성과의 관계를 밝히고자 한다.

II. 이론적 배경

1. 윤리경영의 의의

윤리경영(ethical management)이란 기업이 경제적·법적 책임수행과 함께 사회적 통념으로 기대되는 윤리적 책임의 수행까지 기업의 기본적인 의무로 인정하고 기업윤리의 준수를 행동원칙으로 삼는 경영을 말한다. 즉, 윤리경영이란 기업의 경영정책 결정에 윤리적 요소를 포함시켜서 기업의 지속가능한 발전을 위한 경영방법이라고 할 수 있다.

윤리경영은 기업윤리 또는 경영윤리와 함께 사용되지만 기업 활동의 영향력 증가에 따라 ‘기업윤리’ → ‘경영윤리’ → ‘윤리경영’으로 그 개념이 변화하였다(이종영 2007). 기업윤리란 정태적인 개념으로 ‘기업 활동에 관계되는 행위를 개인 또는 기업차원에서 결정할 때 옳은 일과 옳지 못한 일을 구분하는 기준’을 말한다. 그러나 사회에 대한 기업의 영향력이 커짐에 따라서 기업윤리에서 기업경영에 관계되는 문제를 중시하는 ‘경영윤리’로 그 개념이 진화하였다. 경영윤리란 윤리에 관계되는 기업문제를 사회적 가치관과 법규의 기본 취지를 지키면서 기업에 가장 유리한 방향으로 처리되도록 하는 기업의 의사결정이다. 한편 기업의 사회적 책임이 중요시되어 이를 기업의 의사결정에 도입하지 않을 수 없게 됨에 따라 윤리적 경영의사결정이 중요시되어 ‘윤리경영’이라는 동태적 개념에 이르게 된 것이다.

2. 윤리경영의 중요성

윤리경영은 이해관계자 집단에 만족과 신뢰를 주기 위하여 공통의 목표를 개발하고 이를 실천하는 경영풍토를 조성하는데 그 목적이 있다. 오늘날 윤리경영은 기업의 사회적 평판이나 이미지에 대한 긍정적인 효과를 미칠 뿐만 아니라 기업의 경영성과 및 기업 가치에 중요한 영향요인으로 작용하고 있다. 윤리경영의 중요성을 세부적으로 살펴보면 다음과 같다(이건희 2003).

첫째, 윤리경영으로 경영의 투명성이 확보되며 기업의 정당한 역할이나 활동이 시장으로부터 지속적인 신뢰를 얻는데 기여한다. 초우량기업이라도 비윤리적인 행위를 한다면 시장의 신뢰를 잃게 될 것이며 다시 신뢰를 회복할 때까지 많은 시간과 비용을 필요로 할 것이다.

둘째, 윤리경영은 기업의 경영성과에 영향을 미친다. 이는 두 가지의 순환과정으로 설명할 수 있다. 하나는 윤리경영은 “기업이미지의 제고 → 고객의 충성도 향상 → 판매증가”를 통하여 장기적으로 기업의 이익을 창출한다는 순환과정이다. 다른 하나는 윤리경영은 “종업원들의 회사에 대한 자부심제고 → 작업능률(생산성향상) 및 품질향상”을 통하여 궁극적으로 기업이익을 창출하게 된다는 순환과정이다.

셋째, 윤리경영은 기업의 국제경쟁력을 평가하는 글로벌스탠다드의 잣대에서 최우선 순위가 되고 있다. OECD, UN 등의 국제기구는 반부패 및 윤리경영체도의 강화를 요구하며, 이를 준수한 기업의 제품만이 국제거래가 될 수 있도록 하고 이를 준수하지 않은 기업은 시장참여의 기회를 제한하는 추세이다. 따라서 기업윤리를 무시하거나 윤리경영이 국제수준에 도달하지 못한 기업은 세계시장의 소비자단체로부터 외면 받을 가능성이 높다. 경쟁이 심화되고 있는 기업 환경에서 기업은 불법과 편법 및 불공정경영의 유혹을 받게 된다. 그러나 경쟁이 심화될수록 윤리경영의 중요성은 더욱 강조되며 이는 기업의 생존여부에 영향을 주는 또 하나의 요인으로 작용할 것이다. 왜냐하면 시장은 기업의 제품과 서비스의 질뿐만 아니라 윤리와 도덕성의 질까지도 요구하고 있으며 소비자의 의식수준이 높아질수록 그에 부응하여 기업의 생존전략과 차원을 달리하여야 하기 때문이다.

3. 선행연구의 검토

기업의 윤리경영과 재무적 성과간의 관계에 대하여는 오랫동안 경영자와 학계의 관심을 끌어왔던 주제이다. 이에 대한 국외의 연구에서는 대부분 기업의 윤리적 의사결정과 재무적 성과간에 정(+)의 관계가 있는 것으로 나타났다(Cummings 2000, Waddock and Graves 1997, Westphal 1999). 이 연구들은 기업들이 높은 사회적 책임을 수행하는데 드는 비용이 종업원들의 사기와 생산성향상으로 얻어지는 이익에 의해 상쇄된다는 관점을 지지함으로써 “좋은 윤리는 좋은 사업(good ethics is a good business)”이라는 주장을 펴고 있다. 이 외에도 다수의 연구들은 사회적·윤리적 책임을 더 잘 수행하는 기업이 더

좋은 경제적 성과를 거둔다는 연구결과를 제시하고 있다(Hammond and Slocum 1966, Waddock and Smith 2000).

그러나 사회적 책임을 강요하는 비용으로 인해 기업이 어려운 재무적 상황에 처할 수도 있기 때문에 실제로는 종업원이나 투자자들이 기업의 윤리적 의사결정에 회의적이라는 연구결과도 있다(Bartlett and Preston 2000). 이는 단기적 현금흐름을 중시하는 일반 주주나 투자자들이 사회적 책임을 수행하는데 소요되는 비용 때문에 기업의 윤리적 의사결정에 부정적 입장을 취한다는 견해이다.

윤리경영과 기업의 재무적 성과의 관계를 규명하고자 하는 국내의 연구는 1990년대 이후 활발하게 이루어졌다. 많은 연구들은 경제정의실천연합 산하의 경제정의연구소에서 경제정의지수(KEJI Index)를 발표하면서 이를 이용하여 기업의 윤리수준을 측정하고 기업 윤리수준과 재무적 성과의 관계를 분석하고자 하였다.

KEJI Index를 이용한 초기의 연구로는 박수근과 김평기의 연구(1993)를 들 수 있다. 이들은 1992년의 KEJI Index를 이용하여 기업의 사회적 성과와 재무성과간의 관련성을 살펴보았다. 연구결과, 기업규모가 클수록 재무적 성과가 우수하다는 것을 보여주었으나 사회적 성과가 재무적 성과에 영향을 미친다는 것은 입증하지 못하였다.

장경형(1996)은 1992년부터 1995년까지 KEJI Index의 각 지표값을 평균하여 독립변수로 하고 수익성, 매출액, 순이익을 종속변수로 하여 분석하였다. 분석결과, 기업의 윤리수준과 재무적 성과간의 관계를 밝히지 못하였다.

박헌준·이종건·김범성(2001)은 ‘왜 기업이 윤리적이어야 하는가?’라는 질문에 답하기 위하여 기업의 윤리수준이 기업성과에 미치는 영향을 살펴보았으며 1998년도의 기업윤리수준 및 재무적 성과자료를 분석자료로 이용하였다. 이 연구에서는 기업윤리수준을 KEJI Index 요소 중 기업의 건전성과 공정성의 평점으로 측정하였으며, 재무적 성과변수는 총자산이익률, 유동비율, 부채비율을 이용하였다. 연구결과, 기업활동의 건전성은 총자산이익률과 유동비율에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나 기업이 경영활동을 건전하게 할수록 수익성과 단기부채상환능력이 높아짐을 보여주었다. 또한 기업활동의 건전성과 공정성은 부채비율과 음(-)의 관계가 있는 것으로 나타나 기업이 경영활동을 건전하고 공정하게 할수록 기업의 장기부채상환능력이 높아짐을 보여주었다.

이어진 연구에서 박헌준(2002)은 기업의 사회적 성과와 재무적 성과에 대하여 양방향의 관계를 분석하였다. 이 연구에서 기업의 사회적 성과는 KEJI Index 요소 중 기업활동의 건전성, 기업활동의 공정성, 사회적 기여의 세 요소로 측정하였고 재무적 성과변수는 총자산이익률, 유동비율, 부채비율, 총자산회전율을 이용하였다. 1996년부터 1998년까지 3개년에 걸쳐 288개 기업을 대상으로 분석한 결과기업의 사회적 성과수준이 재무적 성과에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 재무적 성과가 좋은 기업의 사회적 성과수준이 재무적 성과가 낮은 기업의 사회적 성과수준보다 높은 것으로 나타났는데, 이는 재무적 성과가 좋은 기업들의 경우 그렇지 못한 기업에 비해 사회적 성과의 향상을 위한 투

자에 여유를 가지고 있음을 보여주는 것이라고 해석하였다.

한편, 박헌준·신현한·최완수(2004)는 기업의 사회적 성과자료로서 많이 활용되어온 기업평판과 재무적 성과의 관계를 분석하였다. 이들의 연구결과에 따르면 첫째, 상대적 평판이 좋은 기업들의 재무적 성과가 더 좋으며, 수익의 지속성을 통제한 후에도 기업의 평판은 재무적 성과에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 둘째, 기업의 평판은 양(+)의 수익을 얻는 기업들에게 더 중요한 것으로 나타났다. 즉, 평판은 재무적 성과가 좋은 기업(양의 수익을 얻는 기업)에게 더 좋은 성과를 내는데 도움이 된다고 할 수 있지만, 재무적 성과가 낮은 기업(음의 수익을 얻는 기업)에게는 별 영향을 미치지 않는다는 것이다. 이들의 연구결과를 요약하면, 기업의 윤리경영은 사회적인 평판이나 이미지제고 뿐만 아니라 기업가치의 척도라고 할 수 있는 투자매력도 및 영업성과에 영향을 미친다고 볼 수 있다.

황정혜(2006)의 연구는 KEJI Index 대신 산업자원부 산하의 산업정책연구원에서 발표하는 윤리경영지표(KoBEX)를 이용하여 윤리경영실천노력과 재무적 성과와의 관계를 분석하였다. 2004년도의 KoBEX와 2004년부터 2005년 까지 2개 연도의 재무적 성과를 이용하여 분석한 결과 KoBEX지수가 높은 기업과 낮은 기업간 재무적 성과에 차이를 보였으며, 윤리경영실천노력을 나타내는 각 지표들과 재무적 성과의 관계에 대하여는 부분적으로만 관련성이 입증되었다.

문현주(2007)는 기업의 윤리경영 도입여부가 경영자의 재량적 회계선택에 미치는 영향을 분석하였다. 1999년부터 2003년까지 윤리경영을 도입한 37개 기업과 윤리경영을 도입하지 않은 37개 기업을 대상으로 분석한 결과, 윤리경영을 도입한 기업은 미도입 기업에 비해 경영자의 재량적 회계선택이 약한 것으로 나타나 윤리경영도입이 기업의 회계투명성을 개선시키는 효과가 있음을 보여주었다. 또한 윤리경영도입에 따른 회계투명성 개선효과를 윤리경영의 도입전과 도입후로 구분하여 분석한 결과, 윤리경영의 도입 이후 경영자의 재량적 회계선택이 더 작아진 것으로 나타났다.

본 연구의 목적은 윤리경영과 기업의 재무적 성과와의 관계를 밝히는 것이다. 이에 대하여는 위에서 살펴본 바와 같이 국내에서 다수 연구가 이루어졌지만 이들 연구는 분석대상기간이 너무 짧아 그 결과를 일반화하기에 한계가 있다. 또한 선행연구는 대부분 재무적 성과를 종속변수로 하고 윤리경영수준을 독립변수로 하는 회귀분석을 통해 두 변수간의 관계를 분석하였으나 이들 변수간 인과성에 대한 논리가 부족할 뿐만 아니라 재무적 성과에 영향을 미치는 다른 변수들을 적절히 통제하지 못함으로써 연구결과를 일반화하기 어렵다.

본 연구에서는 KEJI Index 발표된 2003년부터 2008년까지 6년간을 연구대상으로 함으로써 선행연구에서 분석대상기간의 문제점을 보완한다. 또한 본 연구는 선행연구에서의 회귀분석이 변수간 인과성의 논리문제 및 생략된 변수들의 문제가 있음을 감안하여 윤리경영수준이 높은 기업과 낮은 기업간 재무적 성과의 차이분석을 주된 연구과제로 하고 회귀분석은 보충적인 분석으로만 실시한다.

윤리경영과 회계의 투명성과의 관계를 알아보는 것도 본 연구의 다른 과제이다. 이와 관련한 선행연구인 문현주(2007)의 연구는 표본기업이 너무 작고 윤리경영도입의 판단기준이 모호할 수 있다. 본 연구에서는 재무적 성과의 경우와 동일하게 윤리경영수준이 높은 기업과 낮은 기업간 재량적 발생에 차이가 있는지를 살펴본다.

III. 연구의 설계

1. 가설의 설정

윤리경영은 대외적으로는 기업이미지를 제고시켜 매출액을 증가시키고, 내부적으로는 종업원들의 회사에 대한 자부심을 제고시켜 생산성향상과 품질향상으로 이어질 가능성이 있다(이종영 2007). 따라서 윤리경영은 기업의 수익성으로 이어질 가능성이 있다. 본 연구에서는 이를 검증하기 위해 다음과 같이 가설을 설정한다.

[가설 1] 윤리경영수준이 높은 기업은 낮은 기업에 비해 수익성이 높을 것이다.

윤리경영이 기업의 대외신뢰도를 높여주고 이로 인해 기업의 매출액이 증가된다면 궁극적으로 기업의 현금창출능력도 증가될 것이다. 이러한 영업현금창출능력의 증가는 단기유동성이 개선으로 이어질 가능성이 있다. 또한 윤리경영으로 기업의 수익성이 개선되면 유보이익이 증가하여 부채비율을 낮출 가능성이 있다. 본 연구에서는 이를 검증하기 위해 다음과 같이 가설을 설정한다.

[가설 2] 윤리경영수준이 높은 기업은 낮은 기업에 비해 유동성이 더 높을 것이다.

[가설 3] 윤리경영수준이 높은 기업은 낮은 기업에 비해 안정성이 더 높을 것이다.

경영자는 자신에게 허용된 회계적 선택의 재량권을 이용하여 회계이익의 수치에 영향을 미칠 수 있다. 경영자의 재량적 회계선택이 경영활동의 본질을 재무제표에 반영하기 보다는 회계이익을 상향조정할 목적으로 이루어진다면 회계정보의 품질은 낮아질 것이다. 윤리경영의 수준이 높은 기업은 이러한 경영자의 재량적 회계선택에 의한 이익조정의 가능성이 윤리경영의 수준이 낮은 기업에 비해 낮을 수 있다. 본 연구에서는 이를 검증하기 위해 다음과 같은 가설을 설정한다.

[가설 4] 윤리경영수준이 높은 기업은 낮은 기업에 비해 재량적 발생의 수준이 낮을 것이다.

2. 가설 검증 방법

본 연구에서는 윤리경영수준이 높은 기업과 낮은 기업간에 재무적 성과 및 재량적 발생액에 차이가 있는지를 알아보기 위해 선정된 변수들에 대하여 t검증을 실시한다. 한편 윤리경영수준이 재무적 성과에 영향을 미치는지를 분석하기 위해 윤리경영수준을 독립변수로 하고 재무적 성과를 종속변수로 하는 회귀분석을 보충적으로 실시한다.

3. 변수의 정의 및 측정

본 연구에서는 t년도의 재무적 성과 및 재량적 발생은 t-1년도 윤리경영수준의 영향을 받는다고 본다. 따라서 변수들 중 윤리경영수준은 t-1년도(2003년~2008년)의 지수이며 총자산이익률, 자기자본이익률, 유동비율, 부채비율, 재량적 발생은 t년도(2004년~2009년)의 측정치로 구성된다. 각 변수들은 다음과 같이 정의하고 측정한다.

1) 재무적 성과

① 수익성

수익성은 윤리경영과 관련지을 수 있는 가장 기본적인 재무적 성과 측정치이다. 왜냐하면 기업입장에서 본다면 윤리경영의 실천에 소요되는 비용보다 효익이 커서 수익성이 향상되어야만 “좋은 윤리(good ethics)는 좋은 사업(good business)”이라는 인식과 함께 윤리경영을 강화해나갈 수 있을 것이기 때문이다. 만약 윤리경영의 실천이 수익성의 향상에 기여하지 못한다면 기업들의 능동적인 윤리경영 참여는 기대하기 어려울 수도 있을 것이다.

본 연구에서 수익성의 측정치로 총자산이익률(ROA)과 자기자본이익률(ROE)을 이용한다. 총자산이익률은 당기순이익을 총자산으로 나눈 값이며, 자기자본이익률은 당기순이익을 자기자본으로 나눈 값이다. 이들 값은 대부분의 선행연구에서도 수익성의 측정치로 이용되었다.

② 유동성

윤리경영으로 인해 수익성이 개선된다면 이로 인해 기업의 유동성도 높아질 것으로 기대할 수 있다. 따라서 본 연구에서는 윤리경영의 성과를 기업의 유동성과 관련지어보고자 한다. 유동성의 지표로는 유동비율을 이용한다. 유동비율은 기업의 단기부채상환능력을 나타내며 유동자산을 유동부채로 나누어 계산한다.

③ 안정성

윤리경영은 재무구조의 개선에도 기여할 수 있을 것이다. 왜냐하면 윤리경영으로 인한

수익성의 개선은 자기자본의 증가와 부채의 감소를 가져올 수 있기 때문이다. 따라서 본 연구에서는 윤리경영에 따라 기업의 안정성(재무구조)이 개선될 것으로 기대하고 이를 재무적 성과변수에 포함시킨다. 안정성을 나타내는 지표로는 부채비율을 이용하며, 이는 부채총액을 자기자본총액으로 나누어 계산한다.

2) 재량적 발생

회계투명성은 경영자의 재량적인 회계선택과 관련성이 높기 때문에 본 연구에서는 회계 투명성의 대리변수로 재량적 발생액을 이용한다. 재량적 발생액은 선행연구에서 많이 사용된 Jones모형과 수정된 Jones모형을 이용하여 측정한다. 재량적 발생액을 추정하는 식은 다음의 식(1)과 식(2)로 표현된다.

$$DA(J)_{it} = (TA_{it}/A_{it-1}) - [\hat{a}_0(\frac{1}{A_{it-1}}) + \hat{a}_1(\Delta REV_{it}/A_{it-1}) + \hat{a}_2(PPE_{it}/A_{it-1})] \quad (1)$$

$$DA(R)_{it} = (TA_{it}/A_{it-1}) - [\hat{\beta}_0(\frac{1}{A_{it-1}}) + \hat{\beta}_1[(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})/A_{it-1}] + \hat{\beta}_2(PPE_{it}/A_{it-1})] \quad (2)$$

여기에서,

DA(J) _{it}	: i 기업의 t년도 Jones 모형을 이용하여 측정된 재량발생액
DA(R) _{it}	: i 기업의 t년도 수정Jones 모형을 이용하여 측정된 재량발생액
TA _{it}	: i 기업의 t년도 총발생액(당기순이익 - 영업현금흐름)
ΔREV _{it}	: i 기업의 t년도 매출액 변동분(t년도 매출액 - t-1년도 매출액)
ΔREC _{it}	: i 기업의 t년도 매출채권 변동분(t년도 매출채권 - t-1년도 매출채권)
PPE _{it}	: i 기업의 t년도 유형자산
A _{it-1}	: i 기업의 t-1년도 총자산

3) 윤리경영수준

본 연구에서 윤리경영수준은 KEJI Index를 이용하여 측정한다. KEJI Index는 경제자유주의실천연합 산하의 경제정의연구소가 건전하고 존경받을 수 있는 기업을 발굴할 목적으로 기업의 사회적 성과를 평가하여 발표하는 지표이다. 경제정의연구소는 1991년부터 매년 국내 상장기업을 대상으로 자체개발한 기준에 따라 기업의 사회적 성과를 평가·발표하는데 2003년부터는 대상기업이 기존의 제조업체에서 비제조 및 서비스업을 포함하여 비금융업까지 확대되었다.

경제정의연구소가 KEJI Index측정에 사용하는 평가항목은 기업활동의 건전성, 기업활동의 공정성, 사회봉사기여도, 소비자보호만족도, 환경보호만족도, 종업원만족도, 경제발전기여도의 7가지 항목이며 각 항목별 세부평가요소는 다음의 <표 1>과 같다.

<표 1> KEJI Index의 평가요소

평가항목	평가요소	세부평가지표
기업활동의 건전성(20점)	주주구성의 건전성	· 내부지분율, · 전문경영인정도 · 경영세습상태
	투자지출의 건전성	· 소비성지출
	자본조달의 건전성	· 위험성 · 관계사출자 · 관계사지급보증
기업활동의 공정성(11점)	공정성	· 공정거래 · 공정경쟁
	투명성	· 불성실 공시 및 사업보고서 적정성 · 사외이사활동
	협력관계	· 협력업체관계
사회봉사기여도(7점)	소외계층보호	· 장애인고용비율 · 여성채용비율 · 장애인 및 여성고용지원
	사회공헌	· 기부금 · 사회복지지원
소비자보호만족도(7점)	소비자권리보호	· 공산품 사후봉사 · 고객만족관련직원수/영업직원수 · 고객만족관련수상
	품질	· 품질관련인증
	광고	· 광고비과다지출
환경보호만족도(10점)	환경개선노력	· 환경회계공시 · 에너지효율 · 환경투자
	환경친화성	· 환경관련 인증 및 수상
	위반 및 오염실적	· 오염실태 및 환경위반실적
종업원만족도(10점)	작업장 보건 및 안전인증	· 작업장보건, 안전관련인증 및 수상
	인적자원투자	· 1인당 교육훈련비 · 교육훈련비증가율
	임금 및 복지후생	· 임금보상체제 및 복지후생
	노사관계	· 노사협의회운영 및 노사분규여부 · 노사관계개선프로그램운영여부
	남녀평등고용	· 남녀고용평등법 준수노력 · 대리급이상 여직원수 및 여성최고직급
경제발전기여도(10점)	연구개발 노력	· 연구개발 지출 · 특허 및 장영실상
	경영성과 및 경제기여	· 수익성, 성장성, 설비투자 · 고용인력 증가율 · 조세납부 및 배당성향 · 노동생산성증가율, 수출비중

자료: 경제정의실천시민연합(www. ccej.or.kr)

본 연구에서는 KEJI Index의 7개 평가항목 중 기업의 윤리적 책임에 해당하는 기업활동의 건전성과 공정성을 윤리경영에 대한 측정치로 이용한다.

4. 표본의 선정

본 연구는 윤리경영수준의 대리변수로 KEJI Index를 이용하여 윤리경영수준과 재무적 성과 및 재량적 발생간의 관련성을 분석한다. 경제정의연구소는 1991년부터 매년 KEJI Index를 발표하고 있는데 평가대상기업의 선정기준은 다음과 같다.

- ① 3개년 연속 적자기업 제외
- ② 자본잠식기업 제외
- ③ 이자보상배율이 1.0미만인 기업 제외
- ④ 결산기 변경 기업 제외
- ⑤ 합병기업 제외신규상장 기업 제외
- ⑥ 관리 및 자료 미제출 기업 제외

본 연구에서는 2003년부터 2008년까지 KEJI Index가 발표된 모든 기업을 대상으로 결산일이 12월 31일이 아닌 기업, 감사의견이 적정의견 아닌 기업, 자료 미비 기업을 제외하여 1,868개의 기초표본 기업을 선정하였다.

본 연구에서는 윤리경영수준이 높은 기업과 낮은 기업간 재무적 성과 및 재량적 발생액의 차이가 있는지를 분석하기 위해 전체표본을 윤리경영수준이 높은 기업과 낮은 기업을 다음과 같이 구분한다.

우선 윤리경영수준을 분석대상 기간(2003년~2008년)의 각 연도별로 건전성, 공정성, 건전·공정성에 따라 순위를 매겨 4분위로 그룹을 나눈다. 그리고 상위 25%의 기업을 윤리경영수준이 높은 기업으로 구분하였다. 윤리경영수준이 낮은 기업은 건전성, 공정성, 건전·공정성에 따른 순위에서 하위 25%에 속하는 기업으로 윤리경영 수준이 높은 기업과 업종이 동일한 기업을 선정하였다. 그 결과 본 연구에서 분석에 이용된 표본기업수는 전체표본 1,868개의 50%인 934개이다. 한편 재량적 발생액의 차이분석에는 934개의 표본 중 재량적 발생액 측정치를 구할 수 없는 192개의 표본을 제외한 742개의 표본이 이용되었다.

다음의 <표 2>는 기초표본의 선정과정과 수익성, 유동성, 안정성의 차이분석에 이용되는 표본 및 재량적 발생의 차이분석에 이용되는 표본기업의 연도별 구성을 보여준다

<표 2> 표본기업의 연도별 구성

		2003	2004	2005	2006	2007	2008	계
KEJI Index 발표 기업		340	356	311	321	313	334	1,975
결산일이 12월 31일이 아닌 기업		18	18	18	16	15	14	99
감사의견이 적정의견이 아닌 기업		0	1	0	1	2	0	4
자료 미비 기업		1	1	2	0	0	0	4
기초표본		321	336	291	304	296	320	1,868
분석표본	수익성, 유동성, 안정성 차이	160	168	146	152	148	160	934
	재량적 발생의 차이	128	132	112	124	116	130	742

IV. 실증분석 결과

1. 표본에 대한 기술통계

본 연구에 사용된 변수들에 대한 기술통계량이 <표 3>에 제시되어 있다.

<표 3> 기술통계량

변 수		표본수	평 균	표준편차	최소값	최대값
윤리경영수준	건전성	1,868	14.259	1.862	8.785	18.407
	공정성	1,868	8.192	0.877	5.150	10.250
	건전·공정성 ¹⁾	1,868	72.881	6.495	52.431	90.281
총자산이익률		1,868	5.109	6.071	-44.840	45.080
자기자본이익률		1,868	8.699	12.635	-172.680	91.020
유동비율		1,868	204.702	251.553	6.020	6,628.320
부채비율		1,868	95.404	82.896	1.250	1,022.330
재량적발생(Jones모형) ²⁾		1,492	-0.073	0.211	-0.875	1.442
재량적발생(수정Jones모형)		1,492	-0.073	0.209	-0.869	1.428

1) KEJI 지수에서 건전성은 20점 만점으로 측정하며 공정성은 11점 만점으로 측정한다. 본 연구에서는 건전성과 공정성을 함께 고려하기 위해 다음과 같이 건전성과 공정성을 100점 만점으로 환산한 다음 이를 평균하여 건전·공정성지수로 측정하였다.

- 건전성점수(20점 만점) × 5 = 100점
- 공정성점수(11점 만점) × 9.09 = 100점
- (건전성 환산점수 + 공정성 환산점수) ÷ 2 = 건전성과 공정성 점수

2) 재량적 발생을 측정한 결과 그 값을 얻을 수 없는 376개의 표본을 제외시킴으로써 표본수가 1,492개로 감소하였다.

본 연구의 최종표본은 2003년부터 2008년까지 6년간에 걸친 총 1,868개이다. 다만, 재량적 발생의 차이분석을 위한 표본은 그 측정치를 구할 수 없는 376개의 표본을 제외시킴으로써 1,492개로 감소하였다. 각 변수들의 평균값을 보면 건전성은 20점 만점에 14.259, 공정성은 11점 만점에 8.192점, 건전성과 공정성은 100점 만점에 72.881점이었다. 한편, 재무적 성과 변수인 총자산이익률과 자기자본이익률의 평균은 각각 5.109%와 8.699%이며 총자산이익률의 표준편차에 비해 자기자본이익률의 표준편차가 더 크게 나타났다. 그리고 유동비율과 부채비율의 평균은 각각 204.702%와 95.404%이며, 재량적 발생의 평균은 -0.073이었다.

2. 윤리경영수준에 따른 재무적 성과의 차이 분석

윤리경영수준에 따라 수익성에 차이가 있는지에 대한 검증결과가 아래의 <표 4>에 제시되어 있다. 총자산이익률의 평균차이 분석결과, 윤리경영수준(건전성, 공정성, 건전성과 공정성)이 높은 기업집단의 총자산이익률이 윤리경영수준이 낮은 기업집단에 비해 높고 두 집단간의 차이는 1%수준에서 유의적인 것으로 나타났다. 그리고 다른 수익성 측정치인 자기자본이익률도 총자산이익률의 경우와 동일한 결과를 보였다. 이러한 결과는 윤리경영수준이 높은 기업과 낮은 기업간 수익성에 차이가 있을 것이라는 본 연구의 [가설 1]을 지지하는 것으로 볼 수 있다.

<표 4> 윤리경영수준에 따른 수익성의 평균차이 검증결과

분석지표		평 균		평균차이	t값
		높은 수준 기업	낮은 수준 기업		
총자산이익률	건전성	6.526	3.549	2.977	7.496***
	공정성	5.965	4.701	1.264	3.146***
	건전성과 공정성	6.628	3.855	2.773	6.923***
자기자본이익률	건전성	10.512	6.816	3.696	4.525***
	공정성	9.920	8.046	1.874	2.387***
	건전성과 공정성	11.025	7.311	3.714	4.533***

***는 1% 수준에서 유의함을 나타냄.

아래의 <표 5>는 윤리경영수준에 따라 유동성과 안정성에 차이가 있는지에 대한 검증결과를 보여주고 있다. 먼저 유동비율의 평균차이 분석결과를 보면, 윤리경영수준(건전성, 공정성, 건전성과 공정성)이 높은 기업집단의 유동비율이 윤리경영수준이 낮은 기업집단에

비해 높고 두 집단간의 차이는 1%수준에서 유의적인 것으로 나타났다. 따라서 윤리경영수준이 높은 기업이 낮은 기업에 비해 유동성이 더 높을 것이라는 본 연구의 [가설 2]가 지지되는 것으로 볼 수 있다.

부채비율의 평균차이 분석에서는 건전성, 건전성과 공정성을 기준으로 하여 윤리경영수준을 측정할 경우 윤리경영수준이 높은 기업집단의 부채비율이 윤리경영수준이 낮은 기업집단에 비해 낮았고 두 집단간의 차이는 1%수준에서 유의적인 것으로 나타났다. 한편 공정성을 기준으로 하여 윤리경영수준을 측정할 경우에는 윤리경영수준이 높은 기업의 부채비율이 윤리경영수준이 낮은 기업에 비해 낮지 않으며 두 집단 간의 차이도 유의적이지 않았다. 이러한 검증결과에 기초할 때 윤리경영수준이 높은 기업이 낮은 기업에 비해 안정성이 높을 것이라는 [가설3]은 부분적으로만 지지되는 것으로 볼 수 있다.

<표 5> 윤리경영수준에 따른 유동성과 안정성의 평균차이 검증결과

분석지표		평 균		평균차이	t값
		높은 수준 기업	낮은 수준 기업		
유동비율 (유동성)	건전성	257.280	142.909	114.371	8.327***
	공정성	220.456	177.163	43.293	3.330***
	건전성과 공정성	244.882	148.209	96.673	7.303***
부채비율 (안정성)	건전성	74.827	134.578	-59.751	-10.719***
	공정성	94.378	93.635	0.743	0.141
	건전성과 공정성	80.888	120.520	-39.632	-7.199***

***는 1% 수준에서 유의함을 나타냄.

3. 윤리경영수준에 따른 재량적 발생의 차이 분석

윤리경영수준에 따라 재량적 발생액에 차이가 있는지를 분석한 결과가 아래의 <표 6>에 제시되어 있다. <표 6>에서 보는 바와 같이 재량적 발생액의 추정치는 모두 음(-)의 값을 보이고 있는데 이는 본 연구의 표본기업들이 연구대상기간(2003년~2008년) 동안 이익을 감소시키는 이익조정을 했기 때문으로 볼 수 있다. 또한 윤리경영수준의 세 가지 측정치 모두에서 윤리경영수준이 높은 기업의 재량적 발생액 추정치가 윤리경영수준이 낮은 기업에 비해 더 큰 음수의 값을 보인 것은 윤리경영수준이 높은 기업의 경우 그렇지 않은 기업에 비해 보다 보수적인 회계처리가 이루어졌음을 의미하는 것이다.

그리고 평균차이분석에서는 Jones모형과 수정Jones모형에 의한 재량적 발생액 추정치 모두에서 건전성, 건전성과 공정성의 경우 윤리경영수준이 높은 기업과 낮은 기업간 재량적 발생액에 1%수준에서 유의한 차이가 있는 것으로 나타났다. 한편 공정성에서는 유의한 차이가 없는 것으로 나타났지만 KEJI Index에서 건전성에 비해 공정성의 비중이 상대적

으로 크게 낮은 점을 고려한다면, 윤리경영수준이 높은 기업과 낮은 기업간 재량적 발생액에 차이가 있을 것이라는 본 연구의 [가설 4]는 지지되는 것으로 볼 수 있다.

<표 6> 윤리경영수준에 따른 재량적 발생의 평균차이 검증결과

분석지표		평 균		평균차이	t값
		높은 수준 기업	낮은 수준 기업		
재량적 발생 (존스모형)	건전성	-0.091	-0.034	-0.057	-3.610***
	공정성	-0.071	-0.065	-0.006	-0.398
	건전성과 공정성	-0.106	-0.050	-0.056	-3.504***
재량적 발생 (수정존스모형)	건전성	-0.090	-0.034	-0.056	-3.589***
	공정성	-0.071	-0.065	-0.006	-0.392
	건전성과 공정성	-0.105	-0.051	-0.054	-3.477***

***는 1% 수준에서 유의함을 나타냄.

4. 보충적인 분석

1) 보충적인 분석의 배경

윤리경영과 재무적 성과의 관련성에 대한 많은 선행연구들은 재무적 성과를 종속변수로 하고 윤리경영수준을 독립변수로 하는 회귀분석을 통해 그 관련성을 입증하고자 하였다. 이러한 선행연구들이 두 변수간 인과성의 논리문제와 윤리경영수준 이외에 재무적 성과에 영향을 미칠 수 있는 다른 변수들을 적절히 통제하지 못한 문제점이 있음에도 불구하고 윤리경영이 기업의 재무적 성과에 어떻게, 얼마나 영향을 미치는지는 여전히 중요한 연구 과제이다.

따라서 본 연구에서는 윤리경영수준에 따른 재무적 성과의 차이분석에 대한 보충적인 분석으로 윤리경영이 기업의 재무적 성과에 미치는 영향을 살펴본다. 윤리경영이 기업의 이익창출에 기여할 수 있다(이종영 2007)면 수익성에 정(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. 또한 수익성의 향상되면 기업의 유동성은 높아지고 부채의 비중은 낮아져 윤리경영이 유동성에는 정(+)의 영향을 미치고, 안정성에는 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예상할 수 있다.

2) 보충적 분석방법

보충적인 분석은 <표 2>에 제시된 1,868개의 기업/년 관측치를 이용하여 재무적 성과를 종속변수로 하고 윤리경영수준을 독립변수로 하는 회귀분석을 통해 이루어진다. 회귀모

형은 다음의 (식 3)과 같다.

$$FIP_t = \alpha + \beta_1 EM_{t-1} + \beta_2 SIZE_{t-1} + \beta_3 SALE_{t-1} + \beta_4 IND + \beta_5 YEAR + \varepsilon \quad (\text{식 3})$$

여기에서,

FIP_t : t기의 재무적 성과(총자산이익률, 자기자본이익률, 유동비율, 부채비율)

EM_{t-1} : t-1기의 윤리경영수준(건전성, 공정성, 건전경과 공정성)

$SIZE_{t-1}$: t-1기의 기업규모(LN 총자산)

$SALE_{t-1}$: t-1기의 매출액(LN 매출액)

IND : 산업더미

$YEAR$: 연도더미

위의 식은 t-1기의 윤리경영수준이 t기의 재무적 성과에 미치는 영향을 분석하는 것이다. 여기에서 윤리경영수준과 재무적 성과는 앞의 윤리경영수준에 따른 재무적 성과의 차이분석의 경우와 동일하게 정의·추정한다. 다만, 위의 식에서 보는 바와 같이 t-1기의 기업규모와 매출액이 t기의 재무적 성과에 영향을 줄 수 있을 것으로 보고 이를 통제변수로 이용한다. 또한 산업요인과 연도요인의 통제를 위해 산업더미와 연도더미를 통제변수로 추가하였다.

3) 보충적 분석의 결과

다음의 <표 7>은 기업의 윤리경영수준과 총자산이익률간의 관계를 분석한 결과이다. 여기에서 보는 바와 같이 기업의 윤리경영수준은 총자산이익률에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 윤리경영수준이 높을수록 수익성이 높다는 것을 의미하는 것으로서 앞의 t검증에서 보여주지 못한 윤리경영수준과 수익성의 관계에 대한 방향성을 보여주는 것이다. 또한 이러한 결과는 실제로 윤리경영이 기업의 수익성과 관련되어 있다는 증거를 제시함으로써 기업들이 보다 적극적으로 윤리경영을 도입·실천해야 하는 당위성을 입증해주 것이라고 할 수 있다. 한편 통제변수로 사용한 기업규모와 총자산이익률과는 음(-)의 관계를 보이고 있는데, 이는 총자산이익률이 순이익을 총자산으로 나눈 값으로 계산되기 때문에 기업규모(총자산)와 총자산이익률이 음(-)의 관계를 보이는 것은 당연하다. 그리고 다른 통제변수인 매출액과 총자산이익률과는 양(+)의 유의한 관련성을 보이는데 이는 매출액이 클수록 이익이 많아지기 때문일 것이다.

<표 7> 윤리경영과 총자산이익률의 관계 분석결과

종속변수	독립변수	회귀계수	표준오차	β	t값	수정 R^2
총자산이익률	건전성	0.666	0.076	0.204	8.736***	0.074
	기업규모	-0.656	0.298	-0.157	-2.198**	
	매출액	0.862	0.288	0.212	2.993***	
총자산이익률	공정성	0.390	0.164	0.056	2.373**	0.039
	기업규모	-0.461	0.303	-0.110	-1.522	
	매출액	0.814	0.293	0.200	2.774***	
총자산이익률	건·공정성	0.178	0.022	0.190	7.908***	0.068
	기업규모	-0.643	0.300	-0.154	-2.146**	
	매출액	0.830	0.289	0.204	2.872***	

1) 모 형: $ROA_t = \alpha + \beta_1 EM_{t-1} + \beta_2 SIZE_{t-1} + \beta_3 SALE_{t-1} + \beta_4 IND + \beta_5 YEAR + \varepsilon$

ROA : 총자산이익률
 EM : 윤리경영수준(건전성, 공정성, 건·공정성)
 SIZE : LN(총자산)
 SALE : LN(매출액)
 IND : 산업더미
 YEAR : 연도더미

2) **, ***는 각각 5%와 1% 수준에서 유의함을 나타냄.

다음의 <표 8>은 기업의 윤리경영수준과 자기자본이익률간의 관계를 분석한 결과이다. 분석결과는 총자산이익률의 경우와 동일하다. 그리고 총자산이익률의 경우와 마찬가지로 자기자본이익률도 기업규모와는 음(-)의 관련성을 나타내며, 매출액과는 양(+)의 관련성을 나타낸다.

<표 8> 윤리경영과 자기자본이익률의 관계 분석결과

종속변수	독립변수	회귀계수	표준오차	β	t값	수정 R^2
자기자본이익률	건전성	0.693	0.160	0.102	4.331***	0.059
	기업규모	-2.135	0.626	$-\frac{0.24}{5}$	-3.410***	
	매출액	3.122	0.604	0.368	5.167***	
자기자본이익률	공정성	0.684	0.340	0.047	2.013**	0.052
	기업규모	-1.954	0.627	$-\frac{0.22}{4}$	-3.117***	
	매출액	3.065	0.607	0.362	5.054***	
자기자본이익률	건·공전	0.209	0.047	0.108	4.455***	0.060

	성				
	기업규모	-2.150	0.626	-0.247	-3.435^{***}
	매출액	3.090	0.604	0.364	5.116^{***}

$$1) \text{ 모 형: } ROEt = \alpha + \beta 1EMt-1 + \beta 2SIZEt-1 + \beta 3SALEt-1 + \beta 4IND + \beta 5YEAR + \varepsilon$$

ROE : 자기자본이익률
 EM : 윤리경영수준(건전성, 공정성, 건 · 공정성)
 SIZE : LN총자산
 SALE : LN매출액
 IND : 산업더미
 YEAR : 연도더미

2) **와 ***는 각각 5%와 1% 수준에서 유의함을 나타냄.

윤리경영과 유동성의 관계를 분석한 결과는 다음의 <표 9>에 제시되어 있다. 여기에서 볼 수 있듯이 기업의 윤리경영수준(건전성, 공정성, 건전성과 공정성)은 유동비율에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 윤리경영수준이 높을수록 유동성이 높다는 것을 의미하는 것으로서 t검증에서 보여주지 못한 윤리경영수준과 유동성의 관계에 대한 방향성을 보여주는 것이다. 그리고 통제변수의 경우 기업규모와 유동비율은 양(+)의 유의한 관련성이 있으며, 매출액과 유동비율은 음(-)의 유의한 관련성이 있음을 보여주고 있다.

<표 9> 윤리경영과 유동성의 관계 분석결과

종속변수	독립변수	회귀계수	표준오차	β	t값	수정 R2
유동비율	건전성	35.048	3.036	0.259	11.543^{**} *	0.146
	기업규모	83.157	11.878	0.480	7.001^{***}	
	매출액	-123.410	11.463	-0.731	-10.766^{**} **	
유동비율	공정성	15.112	6.641	0.053	2.276^{**}	0.087
	기업규모	93.798	12.246	0.541	7.659^{***}	
	매출액	-125.811	11.852	-0.746	-10.615^{**} **	
유동비율	건 · 공정성	8.875	0.900	0.230	9.866^{***}	0.130
	기업규모	84.402	11.991	0.487	7.039^{***}	
	매출액	-125.114	11.567	-0.741	-10.816^{**} **	

$$1) \text{ 모 형: } CURt = \alpha + \beta 1EMt-1 + \beta 2SIZEt-1 + \beta 3SALEt-1 + \beta 4IND +$$

$$\beta 5 \text{YEAR} + \varepsilon$$

CUR : 유동비율
 EM : 윤리경영수준(건전성, 공정성, 건·공정성)
 SIZE : LN총자산
 SALE : LN매출액
 IND : 산업더미
 YEAR : 연도더미

2) **와 ***는 각각 5%와 1% 수준에서 유의함을 나타냄.

윤리경영과 안정성의 관계를 분석한 결과는 다음의 <표 10>에 제시되어 있다. <표 10>에서 보는 바와 같이 기업의 윤리경영수준(건전성, 건전성과 공정성)은 부채비율에 유의적인 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 다만 공정성의 경우 부채비율과 양의 관련성을 보이지만 유의적이지 않다. 이러한 결과는 윤리경영수준이 높을수록 부채비율이 낮아 재무적으로 보다 안정적임을 의미하는 것이다. 그리고 통제변수의 기업규모는 부채비율과 유의적인 음(-)의 관련성이 있으며, 매출액은 부채비율과 유의적인 양(+)의 관련성이 있음을 보여주고 있다.

<표 10> 윤리경영과 안정성의 관계 분석결과

종속변수	독립변수	회귀계수	표준오차	β	t값	수정 R ²
부채비율	건전성	-16.463	0.885	-0.370	-18.610***	0.332
	기업규모	-15.135	3.461	-0.265	-4.373***	
	매출액	30.832	3.340	0.555	9.231***	
부채비율	공정성	1.009	2.039	0.011	0.495	0.207
	기업규모	-20.754	3.760	-0.363	-5.520***	
	매출액	31.768	3.639	0.571	8.731***	
부채비율	건·공전성	-3.459	0.271	-0.271	-12.750***	0.271
	기업규모	-16.563	3.616	-0.290	-4.580***	
	매출액	31.660	3.489	0.569	9.075***	

1) 모 형: $DEB_t = \alpha + \beta 1 EM_{t-1} + \beta 2 SIZE_{t-1} + \beta 3 SALE_{t-1} + \beta 4 IND + \beta 5 YEAR + \varepsilon$

DEB : 부채비율
 EM : 윤리경영수준(건전성, 공정성, 건·공정성)
 SIZE : LN총자산
 SALE : LN매출액
 IND : 산업더미
 YEAR : 연도더미

2) ***는 1% 수준에서 유의함을 나타냄.

VI. 요약 및 결론

본 연구의 목적은 윤리경영수준이 높은 기업과 낮은 기업간 재무적 성과에 차이가 있는지를 알아봄으로써 윤리경영과 기업의 재무적 성과와의 관계를 밝히는 것이다. 또한 본 연구에서는 윤리경영수준에 따라 기업의 재량적 발생액에 차이가 있는지를 살펴봄으로써 윤리경영과 회계의 투명성과의 관계도 알아보았다. 이를 위해 본 연구에서는 표본기업들을 윤리경영수준이 높은 기업집단과 낮은 기업집단으로 구분하여 두 집단간 재무적 성과와 재량적 발생액의 평균차이 검증을 실시하였다.

본 연구의 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 총자산이익률의 평균차이 검증에서는 윤리경영수준(건전성, 공정성, 건전성과 공정성)이 높은 기업집단의 총자산이익률이 윤리경영수준이 낮은 기업집단에 비해 높고 두 집단간의 차이는 1%수준에서 유의적인 것으로 나타났다. 그리고 다른 수익성 측정치인 자기자본이익률의 평균차이 검증에서도 총자산이익률의 경우와 동일한 결과를 보였다.

둘째, 유동비율의 평균차이 검증에서는 윤리경영수준(건전성, 공정성, 건전성과 공정성)이 높은 기업집단의 유동비율이 윤리경영수준이 낮은 기업집단에 비해 높고 두 집단간의 차이는 1%수준에서 유의적으로 나타났다.

셋째, 부채비율의 평균차이 검증에서는 건전성, 건전성과 공정성의 경우 윤리경영수준이 높은 기업집단의 부채비율이 윤리경영수준이 낮은 기업집단에 비해 낮고 두 집단간의 차이는 1%수준에서 유의적인 것으로 나타났다. 한편 공정성의 경우에는 윤리경영수준이 높은 기업의 부채비율이 윤리경영수준이 낮은 기업에 비해 낮지 않으며 두 집단 간의 차이도 유의적이지 않았다.

넷째, 재량적 발생액의 경우 윤리경영수준(건전성, 공정성, 건전성과 공정성)이 높은 기업의 재량적 발생액 추정치가 윤리경영수준이 낮은 기업에 비해 더 큰 음수의 값을 보여 윤리경영수준이 높은 기업의 경우 그렇지 않은 기업에 비해 보다 보수적인 회계처리가 이루어지고 있는 것으로 나타났다. 재량적 발생액의 평균차이 검증에서는 윤리경영수준이 높은 기업과 낮은 기업간 재량적 발생액에 1%수준에서 유의한 차이가 있는 것으로 나타났다.

이와 같은 연구결과는 윤리경영수준이 높은 기업은 수익성, 유동성, 안정성과 같은 재무적 측면에서 윤리경영수준이 낮은 기업과 차별화 될 수 있음을 의미하는 것이다. 또한 윤리경영수준이 높은 기업은 낮은 기업에 비해 보다 보수적인 회계처리를 함으로써 이익의 질(quality of earnings)이 높을 수 있음을 보여주는 것이다.

본 연구에서는 윤리경영수준에 따른 재무적 성과의 차이분석에 대한 보충적인 분석으로서 재무적 성과를 종속변수로 하고 윤리경영수준을 독립변수로 하는 회귀분석을 통해 윤리경영이 재무적 성과에 미치는 영향을 살펴보았다. 그 결과는 다음과 같다.

첫째, 기업의 윤리경영수준(건전성, 공정성, 건전성과 공정성)은 총자산이익률과 자기자본이익률에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

둘째, 기업의 윤리경영수준(건전성, 공정성, 건전성과 공정성)은 유동비율에 유의적인 양(+)의 영향을 미치며, 부채비율에 유의적인 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

이와 같이 보충적 분석을 통해 얻어진 결과는 윤리경영수준이 높을수록 수익성과 유동성이 높고 재무적 안정성도 높다는 것을 의미하며, 평균차이검증에서 보여주지 못한 윤리경영수준과 수익성의 관계에 대한 방향성을 확인할 수 있다.

본 연구를 통해 윤리경영수준이 높은 기업과 낮은 기업간 재무적 성과가 차별화될 수 있으며, 윤리경영이 재무적 성과의 제고에 기여할 수 있음을 확인하였다. 이러한 결과는 윤리경영의 도입과 실행의 당위성에 대한 논리적 근거를 제공하고, 기업에게는 윤리경영체제를 확립할 필요성에 대한 확신을 제공함으로써 우리나라에서 윤리경영제도의 정착에 도움이 될 수 있을 것이다.

본 연구는 몇 가지 한계점을 갖는다. 첫째, 윤리경영수준의 측정에 한계가 있다. 본 연구에서는 윤리경영수준을 KEJI Index를 이용하여 측정하였는데 KEJI Index가 윤리경영수준의 진정한 측정치가 될 수 있는지에 대한 의문이 제기될 수 있다. 둘째, 윤리경영수준과 재무적 성과의 연결고리를 밝히지 못한 한계점이 있다. 본 연구에서는 윤리경영수준과 재무적 성과의 관련성을 확인하는데 중점을 두었지만 실제로 윤리경영이 재무적 성과와 왜 연결이 되는지, 어떻게 연결이 되는지에 대하여 분명하게 제시하지 못하였다. 윤리경영수준과 재무적 성과의 관련성에 대한 미래의 연구는 위에서 제시한 한계점을 보완하여야 할 것이다. 윤리경영수준에 대한 객관적인 측정치를 이용하여 연구가 이루어진다면 연구결과 의 일반화에 크게 도움이 될 것이다. 만약 객관적인 측정치를 이용하는 것이 불가능하다면 윤리경영의 도입기업과 미도입 기업 또는 윤리경영 도입이전과 도입이후의 재무적 성과를 비교해보는 것도 하나의 대안이 될 수 있을 것이다. 또한 앞으로는 윤리경영수준과 재무적 성과의 관련성에 대하여 단순한 통계분석을 반복하기 보다는 윤리경영과 재무적 성과의 연결고리(예: 윤리경영을 통한 기업명성의 제고, 윤리경영에 따른 기업지배구조의 개선 등)를 찾아내고 이와 연계한 연구가 이루어져야 할 것으로 본다.

참 고 문 헌

- 김영식 · 위정범, “기업의 사회적 책임 활동과 재무적 성과에 관한 통합적 고찰”, 「한국경영학회 통합학술대회 논문집」, 2010.
- 김성수, 「21세기 윤리경영론: 이론과 사례」, 삼영사, 서울, 2009.
- 김정년, 「윤리경영이 글로벌 경쟁력이다」, 을곡출판사, 서울 2008.
- 문현주, “윤리경영과 재량발생액과의 관계”, 「회계저널」, 16(1), 2007.
- 박헌준 · 이종건 · 김범성, “왜 기업은 윤리적이어야 하는가?”, 「기업윤리연구」, 3, 2001.
- 박헌준, “기업의 사회적 성과와 재무적 성과와의 관계, 경실련KEJI를 이용한 실증연구”, 「새로운 경쟁력, 기업의 사회적 성과」, 경제정의연구소편, 영커뮤니케이션, 2002.
- 박헌준 · 권인수, “기업윤리 연구의 최근동향과 실증연구과제”, 「기업윤리연구」 6, 2004.
- 박헌준 · 신현한 · 최안수, “한국기업의 대리비용과 기업가치”, 「경영학연구」, 33(2), 2004.
- 산업자원부, “주요기업의 윤리경영 실태조사”, 2006.
- 삼성경제연구소, “윤리경영의 선진사례와 도입 방안”, 2002. .
- 이종영, 「기업윤리: 윤리경영의 이론과 실제」, 삼영사, 서울, 2007.
- 이건희, “교보생명의 윤리경영”, 「기업윤리연구」, 6, 2003.
- 장경형, “기업의 사회적·경제적 가치창출에 관한 연구: 기업의 사회적 성과와 경제적 성과의 관계를 중심으로”, 한양대학교 대학원 석사학위논문, 1997.
- 황정혜, “윤리경영 실천 노력과 재무성과와의 관계”, 성신여자대학교 대학원 석사학위논문, 2006.
- 전국경제인연합회, 「기업의 윤리경영 매뉴얼과 사례: 사례편」, 2006.
- 전국경제인연합회, 「기업의 윤리경영 매뉴얼과 사례: 총괄편」, 2006.
- 전국경제인연합회, 「윤리경영 추진 실태와 과제」, 2007.
- 전국경제인연합회, 「윤리경영 현황 및 CSR 추진 실태 조사결과」, 2009.
- Bartlett, A. and D. Preston, “Can Ethical Behavior Really Exist in Business?”, Journal of Business Ethics, 23(2), 2000.
- Cummings, L. S, “The Financial Performance of Ethical Investment Trusts: An Australian Perspective“, Journal of Business Ethics, 25(1), 2000.
- Hammond, S. A. and J. W. Slocum, “The Impact of Prior Firm Financial Performance on Subsequent Corporate Reputation”, Journal of Business Ethics, 15(2), 1996.
- Jones, J., “Earnings Management During Import Relief Investigations“, Journal of Accounting Research, Autumn, 1991.
- Lee and Yosihara, “Business Ethics of Korean and Japanese Managers,”

-
- Journal of Business Ethics(Jan), 1997.
- Waddock, S. and S. Graves, "The Corporate Social Performance-Financial Performance Link", Strategic Management Journal, 18(4), 1997.
- Waddock, S. and N. Smith, "Corporate Responsibility Audits: Doing Well by Doing Good", Sloan Management Review, 41(2), 2000.
- Westphal, J. D., "Collaboration in the Boardroom: Behavioral and Performance Consequences of CEO-Board Social Ties," Academy of Management Journal, 42(1), 1999.