



## 비재무성과 공시의 신뢰성 검토: 지속가능보고서를 중심으로

Reliability of Non-financial Information : An Analysis of Sustainability Reporting

---

저자 (Authors)	최준혁, 양동훈, 유현수, 김령 Jun Hyeok Choi, Dong Hoon Yang, Hyun Soo Ryu, Ling Jin
출처 (Source)	<a href="#">경영학연구 46(4)</a> , 2017.8, 1157-1200 (44 pages) <a href="#">korean management review 46(4)</a> , 2017.8, 1157-1200 (44 pages)
발행처 (Publisher)	<a href="#">한국경영학회</a> Korean Academic Society Of Business Administration
URL	<a href="http://www.dbpia.co.kr/Article/NODE07230144">http://www.dbpia.co.kr/Article/NODE07230144</a>
APA Style	최준혁, 양동훈, 유현수, 김령 (2017). 비재무성과 공시의 신뢰성 검토: 지속가능보고서를 중심으로. 경영학연구, 46(4), 1157-1200.
이용정보 (Accessed)	이화여자대학교 203.255.***.68 2019/01/08 09:49 (KST)

---

### 저작권 안내

DBpia에서 제공되는 모든 저작물의 저작권은 원저작자에게 있으며, 누리미디어는 각 저작물의 내용을 보증하거나 책임을 지지 않습니다. 그리고 DBpia에서 제공되는 저작물은 DBpia와 구독계약을 체결한 기관소속 이용자 혹은 해당 저작물의 개별 구매자가 비영리적으로만 이용할 수 있습니다. 그러므로 이에 위반하여 DBpia에서 제공되는 저작물을 복제, 전송 등의 방법으로 무단 이용하는 경우 관련 법령에 따라 민, 형사상의 책임을 질 수 있습니다.

### Copyright Information

Copyright of all literary works provided by DBpia belongs to the copyright holder(s) and Nurimedia does not guarantee contents of the literary work or assume responsibility for the same. In addition, the literary works provided by DBpia may only be used by the users affiliated to the institutions which executed a subscription agreement with DBpia or the individual purchasers of the literary work(s) for non-commercial purposes. Therefore, any person who illegally uses the literary works provided by DBpia by means of reproduction or transmission shall assume civil and criminal responsibility according to applicable laws and regulations.

## 비재무성과 공시의 신뢰성 검토: 지속가능보고서를 중심으로

최준혁(주저자)

동국대학교  
(fester@daum.net)

양동훈(교신저자)

동국대  
(dyang@dongguk.edu)

유현수(공저자)

동국대학교  
(ryuhyunsoo86@gmail.com)

김령(공저자)

동국대학교  
(kim021989@naver.com)

본 논문은 (1) 최근 발간이 늘어나고 있는 지속가능보고서가 기업이 실제 수행한 사회적 책임 활동을 충실히 반영하고 있는지와, (2) 사회적 책임활동에 대한 공시가 시장에서 재무정보를 보충하는 비재무정보로서 활용되고 있는지를 알아보고자 한다. 이를 위해 지속가능보고서 공시의 내용을 내용분석을 통해 변수화하고, (1) 공시와 사회적 책임활동 사이의 관계와, 공시와 재무성과 사이의 관계를 각각 확인하며, (2) 공시와 성과 중 가치관련성 부분을 살펴보기로 한다.

연구 결과는 다음과 같다. 첫째, 내생성을 통제하고 수행하였을 때 지속가능보고서를 내용분석을 통해 변수화한 공시 변수와 KEJI 지수로 측정된 사회적 책임활동 사이의 관계는 유의하지 않았다. 둘째, 선행연구와 마찬가지로 사회적 책임활동은 ROA 및 Tobin's Q로 측정된 성과에 대해 모두 유의한 양(+)의 관계를 보여주었다. 이 관계는 KEJI 대신 DJSI나 ESG와 같은 다른 측정치를 이용하여도 동일했다. 셋째, 공시는 ROA 및 Tobin's Q로 측정된 성과에 대해 모두 유의하지 않았다. 공시 변수로 page, GRI 보고율, 제3자인증보고서여부를 사용하거나, 성과로 Tobin's Q 대신 주가를 사용하더라도 결과는 동일했다.

연구 결과를 해석하면, 우선 공시와 사회적 책임활동 사이에는 유의한 관계가 나타나지 않으며, 또한 공시는 ROA로 측정된 성과에 대해서도 유의하지 않은 결과를 보여주고 있어서 성과에 대해 유의한 양(+)의 결과를 보여주는 사회적 책임활동과 대조되는 결과를 보여주었다. 이는 공시가 사회적 책임활동 반영의 충실성 면에서 한계가 있다는 것으로 해석된다. 다음으로, 공시는 Tobin's Q나 주가로 측정된 성과에 대해서도 유의한 관계를 보여주지 못하는데, 시장은 CSR에 대한 공시를 고려하고 있지 않다는 것으로 해석할 수 있다. 이는 공시에 의해 주장된 바의 기업의 CSR 활동이 ROA 개선과 연결되지 않는다는 것을 생각하면 자연스러운 결과라고 할 수 있다.

본 연구의 결론은, 첫째 지속가능보고서를 통한 기업들의 CSR 관련 공시가 책임 있게 작성되지 못하고 있다. 다음으로, 시장에서는 기업들의 CSR 관련 공시를 의사결정에 유의하게 반영하고 있지 않다. 따라서 정책적 관점에서 지속가능보고서의 신뢰성 향상을 위해 노력할 필요가 제기된다. 본 논문은 기존 국내 연구와 달리 최근 6년간 발간된 지속가능보고서들의 내용을 모두 분석하고, 사회적 책임 공시를 발간 여부가 아니라 내용 분석을 통해 보았다는 면에서 선행연구와 차별성이 있다고 할 수 있다. 연구의 한계는 지속가능보고서 발간 기업들이 대부분 대기업이므로 표본선택편의의 문제점이 있고, 기업들이 각기 다른 전략을 취해 진실한 공시 기업과 그린워싱 기업의 효과가 혼재되었을 가능성, 마지막으로 표본 숫자의 제약은 연구 결과의 신뢰성에 일정 제약을 준다는 점이 있으며, 후속 연구의 과제로 남겨두었다.

주제어: 지속가능보고서, 사회적 책임공시(CSRD), 사회적 책임활동(CSP), 기업성과(CFP), 가치관련성

## I. 서론

2000년대 이후 지속가능경영(Sustainability Management or SM) 또는 기업의 사회책임활동(Corporate Social Performance or CSP)에 대한 관심이 증가하고 기업들의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility or CSR) 관련 보고서 발간도 늘어나고 있다. 기업들의 비재무정보를 담은 공시보고서는 지속가능보고서(Sustainability Report or SR)가 가장 흔하다. 사업보고서의 재무정보와 함께 CSR 공시(Corporate Social Responsibility Disclosure or CSRD)라는 비재무정보가 함께 제공될 때 기업의 실제 상태에 관한 더 완전한 공시가 될 수 있다(Carnevale et al. 2012). 특히 단독보고서 형태는 포괄성 및 상세함 측면에서 가장 중요한 공시 수단이라고 할 수 있다(Dhaliwal et al. 2011). 해외에서는 2011년 기준 5,500개 이상의 기업이 보고서를 내고 있으며(KPMG 2011), 국내의 경우에도 2009-2014년 6년간 한번이라도 주요 지속가능데이터베이스에 단독보고서를 제공한 기업 또는 단체가 200여개에 달한다.

많은 기업들이 공시에 기업의 한정된 자원을 배분하고 있다면, CSR 공시가 과연 CSR 활동을 정직하게 반영하고 있는지, 시장은 비재무적공시를 제대로 활용하고 있는지는 중요한 질문이라고 할 수 있다. 전자는 기업의 자발적 공시가 자발적 공시 이론(voluntary disclosure theory)에 부합하게 신뢰가 가능한 정보로 공시되는지, 아니면 이해관계자들을 기만하기 위한 목적에서 발행되고 있는지(greenwashing)에 관한 질문이고, 후자는 기업가치의 일부로서 장부에 기록된 유형정보가 아니라 장부에 기록되지 않은 부채 항목(Barth and McNichols 1994; Hughes

2000) 또는 무형적 부가가치(Hilman and Keim 2001) 연구들과 연관되어, 공시가 재무적 정보를 보완하는 비재무적 정보로서 활용되고 있는지에 관한 질문이다.

본 연구에서는 공시의 신뢰성을 검증하기 위해, 경실련 경제정의지수(KEJI)가 활동에 대한 적합한 대응치라 가정하고 공시 변수와 KEJI 사이의 회귀분석을 통해 공시가 활동과 얼마나 관련을 맺고 있는지를 확인해 보았다. 더불어, KEJI가 활동 중 재무성과(ROA)에 보이는 관계를 공시도 보이는지를 회귀분석을 통해 확인하였다. 또한, 공시가 성과 중 기업 가치(Tobin's Q)에 대해 보이는 관계를 통해, 기업의 사회적 책임 관련 공시를 시장에서는 어떻게 받아들이는지 검증하였다. 공시 변수는 내용분석(content analysis)을 통해 9가지 항목의 윤리언명 점수를 Blodgett et al.(2014)의 변수를 응용해서 측정했고, 19가지 활동언명 점수를 Blodgett et al.(2014), GRI 3.0 가이드라인, KEJI 평가항목표, 그리고 ISO 26000의 주요 영역들을 참조하여 측정했다.

연구 결과는 다음과 같다. 첫째, KEJI 지수로 측정한 활동 변수를 관심변수로 투입하고 지속가능보고서를 내용분석을 통해 변수화한 공시 변수를 종속변수로 제시한 2SLS 결과는 공시 변수 중에서 언명총점(CSRD1, 31점척도) 윤리언명(CSRD2, 9점척도), 활동언명(CSRD3, 18점척도) 모두 유의한 관계가 나타나지 않았다. 공시 변수를 관심변수로 하고 활동 변수를 종속변수로 투입한 분석도 마찬가지로 유의하지 않았다. 둘째, 다수 선행연구와 일관되게 활동을 관심변수로 놓고 성과를 종속변수로 제시한 회귀분석에서는 유의한 양(+)의 관계가 나타났으며, 활동의 대응치로 KEJI 대신 ESG나 DJSI를 사용한 모델에서도 유의한 결과가 얻어졌다. 셋째,

공시를 관심변수로 하고 ROA로 측정된 성과를 종속 변수로 놓은 분석에서도 유의한 결과가 발견되지 못했다. 공시는 활동과 성과에 모두에 유의한 관계를 보여주지 못하므로 공시가 활동을 제대로 반영하고 있지 못하다고 결론내릴 수 있다. 즉, 많은 기업들이 실제 활동에 상관없이 GRI의 공시 가이드라인의 각 항목들에 대해 CSR 활동이 있는 것처럼 빠짐없이 보고하고 있을 가능성이 있다. 이는 한국 재벌 특유의 과시적 CSR 경향(이상민 2012)의 영향일 수도 있지만, 본 연구의 결과가 선행연구의 결과(Blodgett et al. 2014)와도 유사하다는 점은 보편적으로 기업들은 마케팅적 또는 녹색 세탁(greenwash) 측면에서 과장된 CSR 공시를 행하는 경우가 많다고 해석될 수 있다.

둘째, 관심변수인 공시 변수는 Tobin's Q로 측정된 성과와도 유의한 양(+)의 관계를 보여주지 못했다. 내용분석을 통한 공시 변수 대신 page수, GRI 보고율, 제3자인증보고서 여부를 사용해도 유의하지 않았으며, 종속변수를 추가로 사용한 모형에 대해서도 결과는 달라지지 않았다. 정리하면, 지속가능보고서의 공시 내용은 기업의 CSR 활동을 충실히 반영하고 있지 못하고, 시장에서 비재무정보로서 충분히 이용되고 있지 못하다고 할 수 있다.

본 연구의 기여는 다음과 같다. 첫째, 본 연구는 기존 국내 연구들과는 달리 가장 방대한 숫자의 지속가능보고서를 수집한 연구에 해당한다. 김창수(2009)의 연구에서 이용된 지속가능보고서 발간 기업 숫자는 2008년 27개였고, 김강(2012)은 2003-2010년 43개 공표 기업에 대해 연구했으며, 김용현 등(2014)에서는 2011-2013년 한 번이라도 지속

가능 보고서를 발간한 기업이 64개였다. 본 연구에서는 공시연도 기준 2009~2014년 6년간 202개의 기업 또는 단체가 1번이라도 독립보고서 형태의 CSR 공시를 했음을 확인했고, 주요 데이터베이스에 재무데이터가 제공되는 기업에 한정하면 139개의 기업에 대해 총 449 기업-년의 보고서 데이터를 확보했다. 둘째, 본 연구는 국내에 많지 않은 내용분석을 통한 비재무정보 연구에 해당한다. 대부분의 국내 CSR 공시 연구들은 공시 여부를 더미화해서 연구하고 있는데, 본 연구는 내용분석을 통해 보다 세밀한 측정치를 시도했다. 셋째, 본 연구는 현재 기업들의 지속가능보고서의 내용이 실제 기업의 CSR 활동과 관련성이 부족하고, 시장에서도 충분히 비재무정보로서 활용되지 못하고 있음을 보여줌으로써, 제3자 인증의 표준화 등 공시의 신뢰성 확보를 위한 정책적 개선의 필요성에 대한 함의를 제공한다.

## II. 이론적 배경 및 선행연구

### 2.1 CSR 연구 개관

유럽연합 집행위원회(Commission of the European Communities)는 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility)을 “기업이 자발적인 기반하에 사회적, 경제적 고려(concerns) 및 이해관계자와의 상호관계를 경영활동에 통합하는 개념”으로 정의하는데, 이는 가장 널리 사용되는 정의에 해당한다(Dahlsrud 2006)<sup>1)</sup> CSR은 Bowen(1953),

1) Dahlsrud(2006)은 20여 년간 기업의 사회적 책임 연구들로부터 37종의 기업의 사회적 책임에 관한 정의를 수집하고, 내용분석을 통해 정의를 환경, 사회, 경제, 이해관계자, 자발성(voluntariness)의 다섯 가지 차원으로 분해했다. 그는 각 차원의 일부 또는 전부를 정의에 포함하고 있는 37종의 정의가 구글에서 얼마나 많이 검색되는가를 조사해서 이를 각 차원별로 빈도를 보았는데, 환경을 제

McGuire(1963), Davis(1973), Eilbert and Parket(1973), Carroll(1979), Wartick and Chchran(1985), Wood(1991) 등 여러 연구자들의 논의에서 사회 문제에 대한 기업의 자발적이고 도덕적인 책임으로 이해되어 왔다. 반면, 지속가능성(Corporate Sustainability, CS)은 70년대 이후 각종 국제기구에서의 환경문제에 대한 논의가 기초가 되고 있지만(정영근과 장민수 2007), 최근 각광을 받는 지속가능경영 논의는 환경문제에 국한되어 있지 않다. 1999년까지만 해도 전 세계적으로 환경보고서 형태의 보고가 대부분이었지만, 2002년에는 약 30%의 기업이 지속가능보고서(Sustainability Report, SR)라는 이름으로 사회, 경제까지 포괄하는 보고서를 작성하고 있고, 이들 중 상당수는 국제 가이드라인을 따르고 있었다(Kolk 2004). SR의 가이드라인(GRI)과 CSR의 가이드라인(ISO26000)은 매우 유사한 카테고리로 수렴되어 있는데, 이는 양자 모두 Elkington(1997)의 TBL(Triple bottom line)에 기반하기 때문이다(김호균과 정홍진 2008). 즉, 현재의 지속가능경영은 CS와 CSR가 융합된 개념이라고 볼 수 있고(Marrewijk 2003), 지속가능보고서는 환경보고서, 사회공헌보고서, 사회적책임보고서, 지속가능보고서 등 다양한 이름으로 불리던 비재무적 보고서가 한 이름으로 통일되어 가는 것으로 볼 수 있다(윤진수 2009).<sup>2)</sup> 따라서 2000년대 이후발간이 급증하고 있는 지속가능보고서를 CSR의 논리로 분석하는 데에는 무리가 없다고 보인다.

CSR 연구의 대표적 주제는 사회적 책임 활동(Corporate social performance, CSP)이 재무성과와 기업가치를 포함한 기업 성과(Corporate financial performance, CFP) 개선에 도움이 되는지에 관한 것이다(이하 CSP-CFP로 약칭). 이해관계자이론(stakeholder theory), 공정이론(legitimacy theory) 등의 사회-정치 이론(socio-political theory) 및 자원기반관점(resource-based view) 등에 의하면 CSR은 기업의 재무성과 및 기업가치에 긍정적인 영향이 기대된다. 고객, 종업원, 지역사회 등 이해관계자를 만족시키는 것은 고객충성, 종업원몰입, 명성효과, 지역사회의 승인(licence to operate), 그리고 무형자산 창출을 통한 경쟁 우위를 가져오기 때문이다(Freeman 1984; Donaldson and Preston 1995; Porter and Kramer 2006; Heal 2005; Surroca et al. 2010; Du et al. 2010; Yu et al. 2015 등). Heal(2005)은 갈등 감소로 인한 위험 감소, 오염물질 감소, 규제기관과의 갈등 개선, 브랜드 창출, 종업원 생산성 증가, 자본비용 감소를 통해 장기 재무성과가 개선되고, 그 결과 투자자를 유인하여 기업가치가 증진되는 것으로 설명한다. Hillman and Keim(2001)은 주요 이해관계자들과의 좋은 관계가 무형부가가치(intangible value added)를 창출하고, 그로 인해 기업가치가 증진되는 것으로 설명한다.

반대로, 취사선택이론(trade-off hypothesis), 사적 비용이론(private cost theory) 등에 의하면

외한 나머지 차원에 대해서는 고르게 높은 빈도를 보여주었다. 다섯 가지 차원을 모두 포함하는 정의는 37종 중 8가지에 불과했지만, 가장 많은 검색 빈도를 보이는 정의인 유럽연합 집행위원회의 정의는 다섯 차원을 모두 포함하고 있었다.

- 2) 2012년-2013년 4월 기간 동안 안상아(2013a)가 조사한 지속가능보고서 89종 중 66종이 지속가능보고서, 지속가능경영보고서, 또는 지속가능성보고서의 이름을 사용하였고, 9종은 환경보고서나 탄소경영보고서, 3종은 사회적책임보고서 또는 사회공헌백서, 1종은 환경사회보고서, 9종은 기업보고서나 통합보고서의 이름으로 작성되었다. 본 연구는 안상아(2013a)와는 달리, 환경이나 사회공헌만을 보고한 보고서는 집계하지 않고, 환경, 사회, 경제 등 종합적 보고서만 분석의 대상으로 삼고자 했다. 본 논문에서 수집한 보고서는 대부분 지속가능보고서의 이름을 사용하였다.



CSR은 기업에 부정적인 영향을 미치는데, 수익을 올릴 수 있는 활동에 투자하는 대신 CSR 비용을 지출하는 것은 기회비용에 상응하는 효과를 기대할 수 없기 때문이며, 나아가 CSR 투자는 경영자의 개인적 명성을 위해 기업의 자원을 낭용하는 것일 수 있다(Friedman 1970; Vance 1975; Aupperle et al. 1985; Prior et al. 2008; Barnea and Rubin 2010 등).

CSR 활동(CSP)과 기업 성과(CFP) 사이의 관계(CSP-CFP)에 대해서는 오랜 기간 많은 실증연구들이 이루어졌으므로, 개별 연구들을 리뷰 또는 메타 분석한 연구들도 많이 축적되어 있다(Griffin and Mahon 1997; Roman et al. 1999; Margolis and Walsh 2003; Orlitzky et al. 2003; Allouche and Laroche 2005; Boaventura et al. 2012 등). 실증연구들은 혼재된 결과 속에서도 양(+)의 관계를 보고하는 경향이 다수라고 할 수 있다. 일부 연구들은 혼재된 결과의 원인으로 측정치의 문제를 제기한다. Pelozo(2009)의 CSP-CFP 관련 159개 연구에 대한 리뷰에서는 활동(CSP)에 39종의 측정치가, 성과(CFP)에 36종의 측정치가 사용된 것으로 집계되었다. 특히 가장 많이 사용된 활동 측정치도 18%밖에 사용되고 있지 않은 부분과, 성과로 회계변수가 적용되었을 때가 시장변수의 경우보다 양(+)의 상관관계를 보고하는 비율이 높아진다는 점이 다양한 연구결과의 원인으로 지적되었다. 대부분의 연구들이 미국과 유럽 시장을 대상으로 이루어진 부분도 일반화에 한계로 지적된다(Crisóstomo et al. 2011). 따라서, 비록 다수의 연구결과가 긍정적 결과를 보고하고 있지만 연구를 일반화하는 데에는 일정한 한계를 지적할 수 있다. 한국 기업에 대한 연구들은 해외 연구들과 비슷한 추세를 보여주는 데, 대부분의 국내 연구들에서도 CSR 활동은 ROA

등의 재무성과변수와, Tobin's Q 등의 기업가치변수에 전부 또는 일부 양(+)의 관련성을 확인할 수 있다(장지인과 최현섭 2010; 나영과 홍석훈 2011; 고성천과 박래수 2011; 김영식과 위정범 2011; 김강 2012; 이광운 등 2012; 이재목과 김용 2013 등).

## 2.2 CSR 공시(CSRD) 연구 개관

### 2.2.1 CSR 공시(CSRD)와 CSR 활동(CSP)

#### 사이의 관계에 관한 검토

사회적 책임 활동 공시(Corporate social responsibility disclosure, CSRD)에 관해서도 많은 연구들이 축적되어 있다. 자발적 공시이론(voluntary disclosure theory) 하에서 공시의 실패는 시장에서 나쁜 소식으로 받아들여지고, 역선택(adverse selection)을 방지하기 위해 좋은 기업은 자신의 유형을 알리기 위한 자발적 공시를 하게 된다(Dye 1985; Verrecchia 1983; Diamond and Verrecchia 1991). 기업의 성과 또는 뉴스의 성격도 자발적 공시와 관련이 있을 수 있는데, Lang and Lundholm(1993)은 주가로 측정된 기업 성과와 공시 수준 사이에 양(+)의 관련성을 확인하였고, Skinner(1994)에 의하면 소송위험으로 인해 손실보고일수록 자발적 공시를 하게 된다. 이는 CSR 공시(CSRD)에 관해서도 마찬가지로 적용될 수 있는데, CSR 활동(CSP)이 우월한 기업은 자발적 공시를 통해 열위의 기업이 흉내 내기 어려운 자신의 우월성을 알려 차별화를 꾀하는 반면, 열위의 기업은 정보를 감춤으로써 자신을 평균으로 인식시키려 할 수 있다(Clarkson et al. 2008). 또한, 활동이 미래의 사회, 환경적 비용을 줄여준다면, 공시는 좋은 소식으로 이해되게 될 것이다(Al-Tuwaijri et al. 2004). 그렇다면, CSR

활동이 우월한 기업일수록 CSR 공시를 적극 이용하게 되므로, 활동과 공시 사이에는 양(+)의 관계가 예상된다.

반대로 사회, 정치적 압력의 결과 공시가 이루어질 수 있다. 즉, CSR 활동이 나뉠수록 사회, 정치적 압력이 증가하고 이해관계자들의 인식을 바꿀 필요성도 커지므로 공시를 늘리게 되고, 따라서 활동과 공시 사이에는 음(-)의 관계를 예상할 수 있다(Clarkson et al. 2008). 특히, 녹색세탁(greenwashing)이 의심되는 기업에서 이 문제가 가장 두드러진다고 할 수 있다.

녹색세탁은 환경문제에 기여하지 않는 많은 기업들이 녹색이라는 문구를 사용하고 환경에 대한 기여를 강조하는 현실을 지적하기 위해 환경운동에서부터 사용되었으며(Cherry and Sneison 2012), 일부 기업들이 명성 관리 측면에서 윤리적 문제를 숨기고, 비난을 회피하고, 문제를 모호하게 하며, 오히려 산업의 선도적 기업으로 보이게 포장한다는 우려가 반영되어 있다(Laufer 2003). Bazillier and Vauday(2009)는 녹색세탁을 CSR 활동을 전혀 하지 않는 기업의 hard greenwashing와, 경쟁하는 녹색세탁 기업에 대한 대응 및 광고 목적의 soft greenwashing으로 구분한다. Delmas and Burbano(2011)는 녹색세탁을 기업 레벨과 제품 레벨에서 환경적 행태에 관해 소비자를 기만하는 행동으로 정의하며, 녹색세탁기업은 낮은 CSR 활동과 높은 CSR 공시 수준을 병행하는 기업이다. Delmas and Burbano(2011)는 활동이 나쁜 기업이 공시를 하게 하는 비시장적 유인으로서 규제 미비와 NGO 감시의 정도, 시장적 유인으로서 소비자 및 투자자의

압력 정도 및 경쟁적인 시장 환경, 기업 특성 유인으로서 기업규모, 산업 및 수익성, 비윤리적 행동에 대한 유인으로서 인센티브 시스템과 윤리적 분위기(ethical climate), 조직의 관성(organizational inertia), 내부커뮤니케이션의 비효율성 등을 들었다. 녹색세탁(greenwashing) 논의는 기업이 실제로는 CSR 활동을 위한 비용을 적게 들이거나 들이지 않으면서 공시를 통해 이미지를 얻는다는 지적에 해당한다.<sup>3)</sup>

CSR 공시(CSRD)와 CSR 활동(CSP) 사이의 관계(이하 CSRD-CSP로 약칭)를 살핀 실증 연구들은 두 이론에 모두 부합하는 연구 결과를 보여주고 있다. 우선 Al-Tuwaijri et al.(2004)은 2SLS로 내생성을 통제한 후 내용분석으로 변수화한 환경성과(CSP)는 산업평균조정 연간수익률(CFP)에 유의수준 10% 수준에서 유의한 양의 영향을 미치지만, 반대의 관계는 유의하지 않았다고 보고했다. 또한, 환경성과(CSP)는 환경공시(CSRD)에 대해 1% 수준에서 유의한 양의 결과를 보였는데, CSR 활동을 잘할수록 공시도 더 잘한다는 것은 자발적 공시 이론(voluntary disclosure theory)에 부합하는 결과라고 할 수 있다. Clarkson et al.(2008) 또한 자발적 공시이론을 테스트하기 위한 목적으로 공시변수를 재량적 환경공시에 한정했는데, 환경성과와 종속변수인 재량적 환경공시 사이에는 유의한 양(+)의 관계가 관찰되었다. 이는 환경성과가 좋은 기업일수록 공시를 늘린다는 의미이므로 자발적 공시 이론에 부합한다. 하지만 환경성과가 산업 중위수 이하인 기업은 비전, 전략 등과 같은 신뢰성이 떨어지는 공시(soft disclosure)의 비중이 환경성과가 좋은 기업에 비해 유의하게 많아서 공시의 절

3) 다만 한국의 경우 약간 특수한데, 제벌 체제 하에서 기업들은 비용에 대한 고려보다는 과시적인 이유로 CSR 활동을 벌이고 있다는 진단이 있기 때문이다(이상민 2012). 이상민(2012)은 그 근거로서, 미국, 일본과 달리 한국의 CSR 활동은 경제위기와 같은 경기변동과 상관없이 꾸준히 늘고 있고, 미국, 일본과 비교해서 매출액 또는 경상이익 대비 CSR 지출 수준이 높다는 점을 들었다.

반 가까이나 되었는데, 이는 사회-정치 이론(socio-political theory)이 적용되는 결과라고 해석되었다. 미국 시장을 연구한 강진구와 문정빈(2012)은 CSR 보고서 발간여부를 더미변수 사용하여, KLD로 측정한 활동변수에 대해 공시가 양(+ )의 유의한 관계임을 확인했다. 저자들은 나아가 지배구조변수를 조절변수로 투입하여, 지배구조가 좋을수록 공시와 활동 사이의 관계가 좋다는 결과를 얻었다. 정광화와 정석우(2013)는 CSR 활동이 우수한 기업은 공정공시 빈도가 높고 공정공시가 기업가치에 미치는 영향이 더 커진다고 보고했다.

일부 연구들은 자발적 공시 이론 대신 사회-정치 이론에 부합하는 결과를 보여주는데, 주로 CSR 활동이 나쁜 기업이 긍정적 내용의 공시를 늘리는 연구들이다. 예를 들어, Deegan et al.(2002)은 지역사회에서 부정적인 이슈가 발생할 때 긍정적 사회, 환경 공시가 늘어나는 것을 발견했다. Patten(1992)도 환경사건에 대한 대책으로 관련 기업이 환경공시를 늘리는 것을 보고했고, Deegan and Rankin(1996)의 연구에서도 환경 사건에 대해 기소를 당한 기업들이 긍정적인 환경 공시를 늘리는 것이 관찰되었다. Rockness(1985)의 연구에서는 사업보고서를 보여주고 기업의 환경성적을 평가하게 하여 얻어진 순위와 독립된 기관에서의 활동 평가 사이에 음(-)의 관계가 보고되었다. 일부 연구들은 환경공시와 환경활동 사이의 관계에 있어서 유의미한 관계를 발견하는데 실패했는데(Ingram and Frazier 1980; Wiseman 1982; Freedman and Wasley 1990; Fekrat et al. 1996 등), 이는 공시된 내용이 실제 활동을 나타내지 못한다는 것을 의미한다(Freedman and Wasley 1990). 반면 Meng et al.(2014)의 연구는 환경성적이 좋은 기업과 나쁜 기업 모두 중위수 기업보다 더 많은 공시를 하고 있

음을 보고하여, 성과와 공시가 선형 관계가 아님을 제시했다. 즉, 기업들은 각자의 상황에 따라 자발적 공시 이론에 부합하는 진실한 공시와 사회-정치 이론에 부합하는 그린워싱을 모두 하고 있을 수 있는 것이다.

## 2.2.2 CSR 공시(CSRD)와 기업 성과(CFP)의 관계에 관한 검토

많은 기존 실증 연구들은 환경공시에 한정된 연구이고 사회적 공시를 포함하는 연구는 최근에 집중되고 있는데, 이는 환경, 사회, 지배구조, 경제 등을 통합한 지속가능보고서 발간은 00년대 이후 시작된 현상이기 때문일 것이다. 본 연구에서 논의하는 CSR 공시(CSRD)는 기업이 스스로 수행했다고 주장한 활동이기 때문에 내용의 진실성은 기업에게 맡겨져 있다. 기업이 진실되게 기술할수록 공시가 보고하는 활동은 기업이 실제 수행한 CSR 활동(CSP)에 가까워질 것이다. 그렇다면 내용분석으로 파악된 공시 변수와 활동 변수 사이의 상관관계가 향상될수록 활동이 특정 변수에 미치는 영향과 공시가 그 변수에 미치는 영향도 유사해 질 수 있다. 즉, 공시-성과 사이의 관계(이하 CSRD-CFP로 약칭)를 규명하기 위해서 공시-활동 사이의 관계(CSRD-CSP)도 살펴볼 필요가 있다. 만일 우월한 활동 기업의 CSR 공시가 쉽게 열위의 활동 기업에 의해 복제될 수 있다면(Clarkson et al. 2008), 공시와 활동(CSP) 사이와 마찬가지로 공시와 성과(CFP) 사이에도 유의한 양(+ )의 관계를 기대할 수 없을 수 있다. 특히, 녹색세탁(greenwashing) 논의는 CSR 공시의 신뢰성을 의심할 수 있는 극단적 예로서, 공시가 기만 내지는 기업의 광고에 지나지 않을 가능성을 제시한다. 반대로, 자발적 공시 이론이 암시하듯 우월한 활



동 기업이 차별성을 알리는 방법으로 공시를 선택한다면 공시와 활동은 양(+)의 관계가 되고, 활동과 성과가 양(+)의 관계이므로 공시는 성과에도 양(+)의 관계를 보여줄 가능성이 높아진다. 그런데 기업에게는 CSRD-CSP 사이의 관계에 대한 두 방향의 유인이 모두 존재하므로, CSRD-CFP가 어떻게 나타날 지는 미리 예측할 수 없다.

CSR 공시(CSRD)와 기업 성과(CFP) 사이의 관계에 관한 실증연구들은 양(+)의 관계를 보고하는 연구가 많지만(Moneva and Cuellar 2009; Dhaliwal et al. 2011; Clarkson et al. 2013; Bachoo et al. 2013 등), 일부 음(-)의 관계가 보고되기도 한다(Richardson and Welker 2001 등). 긍정적 관계를 보고한 예로서 미국 시장에 대한 Dhaliwal et al.(2011)의 연구에서는 전년도 자본비용이 높은 기업일수록 다음 해 단독보고서 형태의 CSR 공시 보고서를 발간할 가능성이 높았고, 산업 중위수 이상의 CSR 활동(CSP)을 보여주는 기업의 경우 공시의 자본비용 감소 효과가 나타났다. 또한, Clarkson et al.(2013)은 미국의 환경 민감 산업에 대해 정부당국의 화학물질 배출량 정보 및 기업의 지속가능 보고서상 환경정보 공시의 영향을 실증했는데, 활동의 대응치로 연구가 선택한 화학물질 배출량 정보는 주가와 자본비용에 대해서 유의한 부정적인 관계(각각 - 및 +)가 나타났지만, 환경정보 공시는 주가와 장기 성과에서 긍정적 관계(+)가 나타나 공시의 추가적 정보효과를 확인할 수 있었다.

Bachoo et al.(2013)은 2003-2005년 호주 표본에 대해 지속가능공시가 자본비용에 대해 유의한 음(-)의 영향 및 공시일 익월 주가에 유의한 양(+)의 영향 미친다고 보고했고, 결과는 Clakrson et al.(2008)의 변수를 사용하거나 Heckman 방식으로 내생성을 통제한 후에도 동일했다. Cardamone

et al.(2012) 역시 2002-2008년 이탈리아 기업에 대해서 사회적 보고서 발간 여부가 올슨모델 하에서 주가에 미치는 영향을 살폈는데, 발간 여부 더미는 BPS에 대해서만 추가적인 양(+)의 가치관련성을 보여주었고 다만 EPS에 대해서는 유의한 결과를 얻지 못했다. 스페인 기업에 대한 Moneva and Cuellar (2009)의 연구는 환경공시를 재무적 정보와 비재무적 정보로 구분하고 비재무적 정보는 공시 여부를 나타내는 더미변수로 처리한 다음 각각의 공시가 익년 3월 주가에 미치는 영향을 살폈는데, 재무적 정보들만 유의한 가치관련성을 보였다. Murray et al. (2006)의 영국 시장에 대한 연구에서는 공시와 주가 사이에 유의한 관계를 발견하는 데 실패했지만, 랭크화된 연간수익률 변수는 랭크화된 공시점수와 높은 양(+)의 상관관계를 보여주었다.

CSR 공시 여부를 조절변수로 사용하는 연구도 있는데, Yu et al.(2015)은 KLD로 측정한 CSR 활동과 주가로 측정한 시장반응 사이에 공시 여부 더미변수를 교차변수로 투입하여 유의한 양의 계수값을 얻었다. 이는 활동에 대한 주가반응이 공시 기업에서 더 강하게 나타나는 것으로 해석되었고, 저자들은 이를 정보비대칭 감소의 효과로 해석했다. 국내 연구의 경우 김용현 등(2014)은 2011-2013년 사이에 지속가능보고서를 발간한 적이 한 번이라도 있는 64개 기업과 한 번도 발표하지 않은 594개 대응기업으로 표본을 구성한 후 발간 기업의 주가수익률, 영업이익(EBITDA), Tobin's Q를 대응기업과 비교했는데, 발간 기업의 영업이익과 토빈큐가 유의하게 높은 평균값을 보여주었다. 김창수(2009), 김강(2012), 민재형 등(2015) 등은 지속가능보고서 발간여부를 공시의 대응치가 아니라 활동의 대응치로 해석하는데, 모두 ROA, Tobin's Q 등의 변수에 대해 유의한 양(+)의 상관관계를 보고했다.

많은 연구들이 공시의 자본비용, 주가, 재무성과 등의 성과에 대한 긍정적 관계를 보고하고 있지만, 일부 연구들은 반대의 결과 내지는 유의한 결과 발견에 실패한 결과를 제시했다. 90년대 초 캐나다 기업을 대상으로 캐나다경영관리사회(CMA Canada)와 퀘백대학이 개발한 공시점수를 활용한 Richardson and Welker(2001)의 연구에서는 연차보고서에서의 재무공시가 자본비용을 낮추었지만 연차보고서의 사회공시는 자본비용에 대해 양(+)의 관계가 나타났다. 이 양의 관계는 재무성과가 산업 중위수 이상인 표본에 대해서는 나타나지 않았다. Cormier and Magnan(2007)은 환경공시 중 자발적 공시 부분만을 내용분석으로 점수화한 후 이익에 대한 시장반응을 환경공시가 강화하는지를 살폈는데, 독일 표본에 대해서만 유의한 결과를 얻었으며 캐나다와 프랑스 표본에 대해서는 유의한 결과를 얻지 못했다. 유럽 130개 은행에 대한 Carnevale et al.(2012)의 연구는 올슨모델 하에서 지속가능보고서를 발간하는 기업을 1로 놓는 더미변수가 EPS와 BPS 어느 쪽에도 종속변수인 주가에 대한 추가적 가치관련성을 보여주지 못했다.

결론적으로, CSR 활동 연구와 마찬가지로 CSR 공시 연구도 여러 결과가 혼재된 상황에서 자발적 공시이론에 부합하고 기업 성과에 양(+)의 영향을 미치는 결과가 더 많다고 볼 수 있다. 물론, CSR 연구에서의 혼재된 결과는 표본이나 측정치 상의 문제나, 산업이나 기업 크기 등의 통제실패 등의 연구설계 실패가 한 원인일 수 있다(Patten 2002). 특히 많은 국내 논문들은 지속가능보고서 발간 여부를 변수로 사용하고 있고(강진구와 문정빈 2012 등), 일부 연구들은 이를 활동의 대용치로 사용하고 있으며(김강 2012; 민재형 등 2015 등), 내용분석(content analysis)을 사용한 연구는 일부 환경공

시에 논의가 국한되고 있다(김명서와 김요환 2008 등). 따라서 한국의 경우 CSR 공시(CSRD)가 CSR 활동(CSP), 그리고 기업 성과(CFP)에 어떻게 연결되는지에 관한 내용분석을 통한 실증 분석은 의미가 있다고 할 수 있다.

### III. 연구설계

#### 3.1 가설 및 모형 설정

Clarkson et al.(2013)은 CSR 활동(CSP)의 품질이 높은 기업의 경우 높은 품질의 CSR 공시(CSRD)를 통해 시장에 자신의 우월성에 관한 신호를 보내게 되고, 시장에서의 미래 현금흐름에 대한 기대치에 긍정적인 영향을 미쳐 기업가치에도 양(+)의 영향을 준다고 보았다. 즉, 자발적 공시이론 하에서 활동이 우월한 기업일수록 공시를 증가시키게 된다. 활동 열위의 기업의 경우 공시를 하지 않음으로써 자신의 문제를 감출 수 있지만, 반대로 녹색세탁(greenwashing)을 위해 공시를 통해 자신을 포장하려 할 수 있다. 후자의 효과가 강하다면 공시와 활동 사이에 유의한 상관관계가 없거나 음(-)의 관계가 나타날 수도 있다. Al-Tuwaijri et al.(2004), Clarkson et al.(2008), 정광화와 정석우(2013) 등의 연구는 활동이 좋을수록 공시가 증가되는 결과를, Deegan et al.(2002), Meng et al.(2014) 등의 연구는 활동이 나쁜 기업이 오히려 공시를 늘리는 것을 발견했다. 본 연구에서는 모든 가설에서 방향을 예측하지 않고 귀무가설 형태로 가설을 설정하기로 한다.

H1: CSR 공시(CSRD)는 기업의 CSR 활동(CSP)과 유의한 관계가 없다.

다수 선행 연구에서 활동과 기업의 성과(CFP) 사이에 양(+)의 관계를 보고하는 경우가 지배적이므로(Margolis and Walsh 2003; Allouche and Laroche 2005; Beurden and Gössling 2008 등), 본 연구에서도 활동과 성과 사이에는 양(+)의 관계를 예측할 수 있다. 예를 들어, Waddock and Graves(1997)에 의하면 활동과 차기 성과, 성과와 차기 활동이 모두 유의한 양(+)의 관계가 나타나는데, 저자들은 이를 경영자가 윤리적인 동기로 CSR 활동을 벌인다는 주장(good management theory)과 여유 있는 기업이 여유자원을 활동에도 할당한다는 주장(slack resource theory) 모두를 지지하는 결과라고 해석했다. 하지만, 이론적으로 활동이 성과에 부정적인 영향을 미칠 가능성도 제기되므로(private cost theory, trade-off theory), 본 연구에서는 귀무가설 형태로 가설을 제시하기로 한다.

H2: CSR 활동(CSP)은 기업 성과(CFP)와 유의한 관계가 없다.

만약 CSR 공시(CSRD)가 활동을 충실히 반영하고 있다면, 즉 가설 1에서 CSRD-CSP 사이에 유의한 양(+)의 상관관계가 확인된다면, CSR 활동이 보여주는 효과와 동일한 효과가 공시에서도 관찰될 수 있을 것이다. 즉, 가설 2의 CSR-CFP 사이의 관계와 유사한 관계가 가설 3의 CSRD-CFP에 대해서 예측된다. Yu et al.(2015)은 CSR 공시가 정보비대칭을 감소시켜 가치관련성이 증가하게 된다고 해석한다. Clarkson et al.(2013), Bachoo et al.(2013)등의 연구에서는 CSR 공시와 성과 사이

에 일부 또는 전부 양(+)의 관계가 관찰되었다. 가설은 귀무가설 형태로 제시되었다.

H3a: CSR 공시(CSRD)는 기업 성과(CFP) 중 재무성과와 유의한 관계가 없다.

H3b: CSR 공시(CSRD)는 기업 성과(CFP) 중 기업가치와 유의한 관계가 없다.

H1은 공시와 활동의 관계를 통해 공시가 활동을 충실하게 보고하고 있는지, 즉 CSR 공시의 신뢰성을 직접 살핀 가설이고, H3a에서는 공시와 성과 사이의 관계가 활동과 성과 사이의 관계(H2)와 같은 지를 통해 간접적으로 공시의 신뢰성을 검증하기로 한다. CSR 공시의 가치관련성 문제는 시장이 공시를 고려하는가의 문제라고 할 수 있으므로(Yu et al. 2015), H3b에서 기업 가치에 대한 공시의 영향이 발견되지 않는다면 시장에서는 CSR 공시를 비재무적 정보로서 이용하고 있지 않은 것이다.

가설 검증을 위한 회귀식은 다음과 같다. CSR 관련 국내 연구들에서 ROA와 Tobin's Q가 가장 많이 선택되고(장지인과 최현섭 2010; 천미림과 김창수 2011; 나영과 홍석훈 2011; 김강 2012; 천미림과 유재미 2013; 정광화와 정석우 2013; 민재형 등 2015 등), Boaventura et al.(2012)에 의하면 이는 재무 변수로서는 해외 연구에서도 가장 많이 선택되는 변수에 속한다. 본 연구에서도 ROA와 Tobin's Q로 측정한 성과를 종속변수로 하고 CSR 공시(CSRD) 및 경실련의 경제정의지수(KEJI)로 측정한 CSR 활동을 관심변수로 하는 회귀식을 구성했다.

$$CSR D_t = \alpha + \beta_1 KEJI_t + \beta_2 size_t + \beta_3 lev_t + \beta_4 ocf_t + \beta_5 pbr_t + \beta_6 beta_t + \beta_7 age_t + \beta_8 own_t$$

$$+ \beta_9 chabol_t + \epsilon \quad (1)$$

$$\begin{aligned} KEJI_t = & \alpha + \beta_1 CSR D_t + \beta_2 size_t + \beta_3 lev_t \\ & + \beta_4 ocf_t + \beta_5 pbr_t + \beta_6 beta_t + \beta_7 age_t \\ & + \beta_8 own_t + \beta_9 chabol_t + \epsilon \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} ROA_{t+1} = & \alpha + \beta_1 CSR D_t + \beta_2 size_t + \beta_3 lev_t \\ & + \beta_4 ocf_t + \beta_5 pbr_t + \beta_6 beta_t + \beta_7 age_t \\ & + \beta_8 own_t + \beta_9 chabol_t + \epsilon \end{aligned} \quad (3)$$

$$\begin{aligned} ROA_{t+1} = & \alpha + \beta_1 KEJI_t + \beta_2 size_t + \beta_3 lev_t \\ & + \beta_4 ocf_t + \beta_5 pbr_t + \beta_6 beta_t + \beta_7 age_t \\ & + \beta_8 own_t + \beta_9 chabol_t + \epsilon \end{aligned} \quad (4)$$

$$\begin{aligned} TQ_{t+1} = & \alpha + \beta_1 CSR D_t + \beta_2 size_t + \beta_3 lev_t \\ & + \beta_4 ocf_t + \beta_5 pbr_t + \beta_6 beta_t + \beta_7 age_t \\ & + \beta_8 own_t + \beta_9 chabol_t + \epsilon \end{aligned} \quad (5)$$

$$\begin{aligned} TQ_{t+1} = & \alpha + \beta_1 KEJI_t + \beta_2 size_t + \beta_3 lev_t \\ & + \beta_4 ocf_t + \beta_5 pbr_t + \beta_6 beta_t + \beta_7 age_t \\ & + \beta_8 own_t + \beta_9 chabol_t + \epsilon \end{aligned} \quad (6)$$

#### 종속변수

ROA : 총자산수익률(당기순이익/기초총자산);  
Tobin's Q : (주식의 시장가치 + 총부채의 장부가치) / 총자산의 장부가치;

#### 독립변수

CSR D : 연명점수 (CSR D1: 연명총점, CSR D2: 윤리연명, CSR D3: 활동연명);

KEJI<sup>4)</sup> : 경실련 경제정의지수;  
size : 총자산의 자연로그;  
lev : 총부채/총자산;  
ocf : 영업현금흐름/총자산;  
pbr : 시가총액/총자본;  
beta : 체계적위험;  
age : 업력;  
own : 최대주주지분율;  
chabol : 채벌더미.

식 (1)과 (2)는 CSR 공시(CSRD)와 CSR 활동(CSP) 사이의 관계를 살펴기 위한 식이다. 다수 CSR 연구들과 마찬가지로 동기간으로 표현한 식의 내생성 문제를 해결하기 위해서 종속변수와 관심변수를 교차해 가며 수행하며, 내생성 통제 모형을 적용하기로 한다. 식 (3),(5)는 공시와 성과 사이의 관계에 대한 가설 3a, 3b를 검증하기 위한 식이고, 식 (4),(6)은 비교를 위한 가설 2의 식이다. 식 (4)와 식 (6)에서는 기존 연구들과 같이 활동과 성과가 양(+)의 유의한 관계를 보이게 확인하게 된다. 만약 식 (4)의 수행 결과가 유의하지만 식 (3)의 결과는 유의하지 않다면, 공시는 활동을 제대로 반영하지 않은 것일 수 있다. 마찬가지로, 식 (6)에서 유의하지만 식 (5)에서 유의하지 않다면, 시장은 CSR 활동은 평가하면서 지속가능보고서는 고려하지 않는다는 것이다. CSR 주제에서 제기되는 생략변수편의로 인한 내생성 문제를 통제하기 위해 모든 실증에 대해서 내생성 통제 모형을 적용하기로 한다.

4) 본 연구에서 KEJ지수를 CSP의 대용치로 선택한 이유는 다음과 같다. KEJI는 (1) 가장 많은 기업-년에 대한 평가가 보유했으며, (2) 실증연구에 가장 널리 이용되는 지수이다. 특히 본 연구는 보도자료에서 공개되는 매년 상위 200개 기업에 대한 자료가 아니라, KEJI가 평가한 매년 300-400여개에 해당하는 전체 데이터에 대해 수행하였고, 이는 본 연구의 가설 1 수행에 있어서 데이터 부족 문제를 완화시켜줄 수 있다. 하지만 KEJI가 CSP의 가장 정확한 대용치일 근거는 없으므로, 본 연구에서는 다른 두 공개된 자료를 활용하여 추가분석을 진행하였다(생산성본부의 DJSI Korea와 기업지배구조원의 ESG).

### 3.2 변수조작

CSR 공시(CSRD)의 품질을 계량화하는 방법은 페이지, 문장, 단어와 같은 보고량을 측정하는 양적 방법과 내용분석(content analysis)을 이용하는 질적 방법이 있는데, 후자의 경우 이슈들을 선별해서 각 이슈에 대한 공시 여부를 1과 0으로 측정하는 방법이다(Al-Tuwaijri et al. 2004). 전자의 경우 공시의 양과 CSR 활동(CSP) 사이에 상관관계가 낮을 가능성이 문제점으로 제기되며, 후자의 경우 항목들에 대한 선별 문제, 가치치 부여 문제 등 주관적 개입되는 문제가 발생할 수 있다.

더 간단한 방법으로 보고서 발간 여부와 같이 더 미변수화하는 방법인데(Carnevale et al. 2012; Cardamone et al. 2012; Bachoo et al. 2013; Yu et al. 2015 등), 이 방법은 보고서 발간 기업의 특성과 관련된 표본선택 편 문제를 통제해야 할 필요성 뿐 아니라, 측정치가 정밀하지 못하다는 단점을 지적할 수 있을 것이다. 아직까지 대부분의 국내 연구는 공시여부를 더미변수화하여 측정하는 경향이 있다(김창수 2009; 김강 2012; 강진구와 문정빈 2012 등). 본 연구에서는 기존 국내 연구의 한계를 극복하는 차원에서 내용분석을 통해 기업의 지속가능보고서 공시의 내용을 측정하고, 이에 대한

재무적 효과와 시장 반응을 알아보기로 한다.

관심변수인 CSR 공시(CSRD) 변수는 내용분석을 통해 지속가능보고서에서 주장된 바의 CSR 활동 내역을 변수화했는데, 크게 세 부분으로 나뉜다. 첫 부분은 **윤리언명**으로서, 지속가능보고서의 서두 부분을 변수화한 것이다. 목차, CEO인사말, mission statement, 윤리헌장, 경영방식공시, 각 단락의 머리말 등에서 주장된 포괄적인 언명에 해당하고, Clarkson et al.(2008)의 soft disclosure 항목과 성격상 유사성이 있다. Blodgett et al.(2014)은 선행연구로부터 기업의 윤리헌장에서 공통되는 윤리적 가치 여섯 가지(Schwartz 2005), 기업의 홈페이지에서 제시된 윤리적 가치 여섯 가지(Blodgett et al. 2009), 기업들의 mission statement에서 제시된 십여 가지 윤리적 가치들(Blodgett et al. 2011)을 합해서 23가지 윤리적 언명들을 정리했다. 본 연구는 Blodgett et al.(2014)의 연구를 바탕으로, 해당 연구에서 제시된 23가지 윤리적 언명 중 활동언명 부분과 겹치지 않는 것들을 중심으로 윤리언명으로 재구성했다. 변수들의 목록은 <표 1>와 같다.<sup>5)</sup>

두 번째로, 지속가능보고서 **본문**의 각론 각 항목들에 대응하는 **활동언명**이다. Blodgett et al.(2014)의 나머지 언명을 기초로 지속가능보고서의 각 항목

5) 비록 기업의 CSP는 도덕적 동기가 아니라 기업 자신의 이익을 위해서 사회적 문제에 대한 책임을 수용하는 것으로 이해되고 있지만(Klein 1978), CSR에서의 기업의 CSR에 대한 포괄적인 태도는 기업의 사회적 문제 해결에 대한 자발적 기여, 즉 윤리적 언명으로 표현되게 될 것이다. 이는 CSR 초기 논의가 자발성과 의무라는 측면에서 접근되어, 일정 윤리적 기반 위에서 발생했기 때문이다(McGuire 1963; Davis 1973; Eilbert and Paret 1973; Carroll 1979 등). 본 논문의 측정 대상은 기업의 실제 윤리적 태도가 아니라 CSR로 주장된 윤리적 태도이고, 본 논문의 관심사항은 CSR과 CSP, CFP 사이의 괴리이며, 따라서 본 연구는 CSP가 윤리적 동기에서 수행되는지, CSP가 CFP에 미치는 영향을 윤리적 태도의 좋고 나쁨이 CFP에 미치는 영향으로 볼 수 있는지 등에 관해서는 판단하고 있지 않다. 물론, 기업의 실제 윤리적 태도가 나쁜 경우 CSR과 CSP 사이의 괴리는 커질 수 있고, CSR과 CFP 사이의 상관관계도 CSP와 CFP 사이에 나타나는 상관관계와 달라질 수 있다. 기업의 윤리적 태도 즉 의사결정에 윤리적 고려를 반영하는 태도라고 볼 수 있는 기업의 윤리적 분위기(ethical climate)는 CSR과 CSP 사이의 괴리에 영향을 미칠 수 있고, 윤리헌장과 같은 윤리적 기준의 효과적 적용은 비윤리적 행동을 억제할 수 있다(Delmas and Burbano 2011). 또한, 이윤상(2011)은 지속가능보고서 발간 기업이 발행년에 이익조정이 감소하는 것을 발견하고, 이를 외부적 요인에 의해 지속가능보고서를 발간하였으나 곧 내적 윤리화된 결과로 보았다.



〈표 1〉 윤리언명 항목 목록

본 연구		Blodgett et al.(2014)	
1	존중	4	respect
2	신뢰	6	trust
3	책임, 책임경영	5,7	responsibility, accountable
4	전념, 헌신, 노력	8,9	commit, devote
5	정직, 진실, 진정성	14,16	honesty, integrity
6	글로벌	12	global
7	기업시민	2	citizenship
8	기업의 사회적 책임	23	corporate social responsibility
9	공유가치		creating shared value

주) 본 연구에서 사용된 9개의 윤리언명 카테고리는 왼쪽에 제시되어 있고, 대응되는 Blodgett et al.(2014)의 윤리적 가치들은 오른쪽에 제시되어 있음.

에 대응시키고, Blodgett et al.(2014)에 없는 것은 신설했다. 대부분의 기업들은 GRI 공시 기준 하에서 각 항목들을 보고하고 있기 때문에 GRI 기준의 중요하고 반복되는 부분들을 본 논문의 기준이 거칠게나마 포괄한다면 CSRD에 대한 변수화는 어느 정도 목적적합성을 가질 것이다.

마지막으로, 보고서의 **appendix** 항목 중 중요한 내용이 포함되어 있는가 여부를 변수화했다. 보고서 뒷부분에는 경제, 사회, 환경성과의 재무적 요약표, 제3자인증보고서를 포함한 인증서, GRI 보고 수준을 세부 항목별로 제시하는 인덱스, 그리고 각종 수상내역들이 들어 있다. 이 중 신뢰성 있는 보고서이기 위해서 필요한 항목 세 가지를 선정하고 포함 여부를 변수화했다.

활동언명은 Blodgett et al.(2014) 보다는 GRI

3 상의 가이드라인, ISO 26000 카테고리, KEJI 평가항목과 공통점이 더 많기 때문에, 〈표 2〉에서는 활동언명 및 appendix 항목을 GRI, ISO, KEJI와 비교했다. 항목 선정을 Blodgett et al.(2014)의 윤리언명에서 출발했고 활동언명의 총 항목을 20개 미만으로 유지하려 했기 때문에, 본 연구가 선택한 항목이 각각의 가이드라인 상의 분류의 세부 항목에 모두 일대일 대응되는 것은 아닐 수 있다.<sup>6)</sup> 현재 GRI 최신 가이드라인은 4이지만, GRI 4는 조사기간인 2009-2014년 중 2013년 이후의 일부 기업에 의해 도입된 정도이므로 본 연구에서는 버전 3을 기준으로 참조하였다. 각 항목들은 1점씩이며, 총점은 31점이 된다. 윤리언명과 활동언명은 각각 9개와 19개의 세부 항목으로 구성되어 있으므로 각각을 별도 변수화하여 실증분석을 수행했다. appendix

6) GRI 3 가이드라인과 본 논문의 지표를 비교해보면, GRI의 성과지표의 세부항목들은 프로필, 경영방식상의 항목들 외에도, 성과지표 항목으로서 경제(9개), 환경(30개), 노동(14개), 인권(9개), 사회(8개), 제품책임(9개) 등으로, 환경지표에 가장 많은 항목들을 제시하고 있다. 하지만 본 연구에서 사용되는 지표는 비중이 약간 다른데, 프로필(2개), 경제(1개), 환경(3개), 노동(3개), 인권(1개), 사회(5개), 제품책임(3개) 등으로, 실제 국내 지속가능보고서의 공시 항목들의 비중을 참조하여 환경 분류가 줄어들고 사회 분류가 늘어났다. GRI 3의 사회 항목에는 지역사회 외에도 반부패, 준법, 공정경쟁 등의 항목이 있는데, 이들 항목은 대부분의 기업들의 지속가능보고서에서 강조된다.

〈표 2〉 활동언명 및 appendix 항목 목록

			ISO 26000	GRI 3	KEJI
활동언명	10	준법경영, 컴플라이언스		사회	건전성
	11	부정부패, 윤리경영	공공운영관행	사회	건전성
	12	투명성, 투명경영	거버넌스	프로필	공정성
	13	지배구조	거버넌스	프로필	건전성
	14	이해관계자, 소통	거버넌스	프로필	
	15	인권, 여성, 다양성	인권	인권	사회공헌도
	16	안전, 보건	노동관행	노동	직원만족
	17	노사관계, 사내복지	노동관행	노동	직원만족
	18	인재양성, 직원역량강화	노동관행	노동	직원만족
	19	환경경영	환경	환경	환경경영
	20	기후변화대응, 온실가스	환경	환경	환경경영
	21	생물다양성, 환경제품, 기타	환경	환경	환경경영
	22	품질, 품질경영		제품책임	소비자보호
	23	고객만족	소비자이슈	제품책임	소비자보호
	24	개인정보보호	소비자이슈	제품책임	소비자보호
	25	공정, 공정거래	공공운영관행	사회	공정성
	26	동반성장, 상생		사회	공정성
	27	성과창출 및 분배	지역사회참여와 발전	경제	
	28	지역사회, 사회공헌	지역사회참여와 발전	사회	사회공헌도
appendix 신뢰성 보충지표	29	제3자검증의견서 제시여부			
	30	요약데이터 제공 여부			
	31	초도발간여부			

지표의 각 항목 중 일부는 더미변수로서 추가분석에서 관심변수를 대체하여 투입하였다.

Boaventura et al.(2012)은 1996-2010년 사이에 연구된 CSP-CFP 주제의 198개 논문을 분석했는데, 기업 성과(CFP)의 대용치로 가장 많이 사용된 변수는 ROA, ROE, 매출액성장률, ROS, 공헌이익(contribution margin), Tobin's Q, 시장점유율 등의 순서였다. 따라서 본 연구에서도 재무성과의 대용치로 ROA를 사용하고, 시장가치의 대용치로는 Tobin's Q를 사용하기로 한다. ROA는

산업별로 고정자산 및 업력이 다르다면 결과에 편향이 발생할 수 있는 문제가 있으며(AI-Tuwaijri et al. 2004), Tobin's Q도 무형자산이 무시되고 저투자 기업이 높은 q값이 나오는 등의 문제점이 있지만(Gregory et al. 2014; Dybvig and Warachka 2010) 국내외 다수의 연구에서 많이 이용하고 있기 때문에 비교목적상 사용하였다. 변수의 공식은 〈표 5〉의 하단에 제시하였다.

통제변수는 기업 특성과 관련된 변수들을 사용하였는데, 선행연구에서 많이 사용되는 변수로서 크기

(총자산), 안정성(레버리지), 수익성(OCF), 성장성(PBR), 위험(beta), 업력, 지배구조변수(최대주주 지분율, 재벌더미)를 사용하였다. Lu et al.(2014)에 의하면 CSP-CFP 연구에서 많이 쓰이는 통제변수들은 순서대로 크기, 산업, 레버리지, 수익성, 위험, R&D, 업력, 성장성, 지배구조 등이다. Guidry and Patten(2012)에 의하면 CSR 공시 연구에서 가장 많이 쓰이는 통제변수들도 성과, 레버리지, 크기이므로, 관심변수에 따른 통제변수의 차이는 많지 않다고 할 수 있다. 따라서 본 연구에서는 각 모델별로 통제변수를 별도로 구성하지 않고, 모든 모델에 공통적으로 적용되는 통제변수를 구성하여 사용하였다.

Brammer and Millington(2008)은 기업 크기가 커지면 가시성이 높아지고 이해관계자들의 압력이 증가하므로 기업은 사회적 의무에 대한 자발적 충족을 통해 문제를 해결하게 된다고 지적한다. 기업 크기는 또한 기업의 공시 동기에도 영향을 미칠 수 있다(Al-Tuwaijri et al. 2004). Burke et al.(1986)의 연구에서 신생기업보다는 업력이 긴 기업이 지역사회 참여 활동에 적극적이었는데, 이는 기업이 성숙해 감에 따라 가시성이 증가하므로 외부 이해관계자들에 대한 대처 필요성도 증가하기 때문일 수 있다(Waddock and Graves 1997). Adams and Hardwick(1998)은 이해관계자 관리는 명시적, 내재적 계약비용을 감소시켜 주므로 낮은 레버리지와 연결된다고 지적한다. 공시 측면에서도 자본 시장에서 자본을 조달하려는 기업은 자본조달비용을 낮추기 위해(Dhaliwal et al. 2011) 자발적 공시를 늘리게 되며(Frankel et al. 1995), 높은 부채는 대리인비용 감소를 위한 공시를 증가시킨다(Leftwich et al. 1981). 따라서 레버리지와 CSRD는 상관관계를 가질 수 있다.

Orlitzky et al.(2003)은 활동이 성과에 영향을

미치지만 동시에 성과도 활동에 영향을 미친다는 것을 보였는데, 후자는 여유자원이론에 의해 예측되는 결과이기도 하므로(Roberts 1992), CSR 성과의 결정요인으로서 수익성을 통제할 필요가 있다. 공시 측면에서도 높은 성과는 자발적 공시의 가능성을 높이므로(Lang and Lundholm 1993), 성과는 공시의 결정요인으로도 고려될 수 있다. 또한, Akpinar et al.(2008)에 의하면 일부 선행연구들은 레버리지를 자본구조 외에 위험의 대용치로도 사용하는데, 본 연구에서는 레버리지를 통제변수로 사용하면서 Brammer et al.(2006)를 참조로 beta를 별도로 통제하였다. Al-Tuwaijri et al.(2004)는 주가가 시장가치일 때 장부가에 기초한 재무변수로 측정하지 못하는 시장가치 부분에 대한 통제를 위해 주가-장부가비율(PBR)을 사용하고 있다. 마지막으로, 지배구조 측면에서도 소유분산기업일수록 경영자의 재량 증가 또는 이해관계자가 주주가 될 가능성 증가로 CSP가 증가할 수 있다(Haley 1991; Ullmann 1985). 대부분의 국내 CSR 논문에서도 지금까지 제시한 변수들이나 동일한 성격의 변수들을 통제변수에 포함시키고 있다(김창수 2009; 국찬표와 강운식 2011; 최현정과 문두철 2013; 정광화와 정석우 2014 등).

### 3.3 표본 및 자료의 구성

전 세계적으로 지속가능보고서를 발간하는 기업은 90년대 말 500개를 돌파했고 2008년 현재 3천여 기업을 넘어 선 상태이며, GRI 가이드라인을 준수하는 기업의 경우에도 2007년에는 700개 미만이었지만 2008년에는 천개를 넘어섰다(윤진수 2009). 한국의 경우, 상장기업은 2008년 45개 기업에서 2012년 77개 기업으로 늘었고(안상아 2013a), 공

공기관의 경우 2005년 3개(2008년 22개)에서 2012년 42개로(안상아 2013b), 비상장기업의 경우 2004년 1개(2008년 6개)에서 2012년 18개로 증가했다(안상아 2013c). 안상아 연구의 세 그룹 기업들을 합하면, 전체적으로 국내 기업들의 지속가능보고서 형태의 비재무적 보고서 발간은 2008년에서 2012년 사이에 거의 2배 증가한 것이 된다. 민재형 등(2015)은 지배구조, 환경, 사회 측면의 비재무적 정보가 함께 공시된 보고서 및 GRI 가이드라인에 따른 제3자검증보고서라는 기준을 충족하는 지속가능보고서를 발간한 유가증권 상장 기업은 2008년 35개에서 2013년 52개로 증가했다고 보고했다.

본 연구에서 집계한 6개년간 지속가능보고서 발간 기업 중 FnGuide에서 재무 자료가 존재하는 기업들의 현황은 <표 3>과 같다. 공표연도 기준 2009년에서 2014년까지 6년을 대상으로<sup>7)</sup> 국내 주요 지속가능보고서 DB 홈페이지를 방문해서 집계하였으며, 일부 보고서는 각 기업의 홈페이지에서 수집했다. 6개년동안 202개 기업이 독립보고서를 낸 적이 한 번이라도 있었으며, 이 중 공개 DB에서 재무데이터를 수집할 수 없는 기업이 63개로서, 본 연구의 수집 대상에서는 제외되었다. 따라서 실증은 139개 기업의 6년치 449개의 지속가능관련 독립보고서에 기초하여 진행되었다. Carnevale et al. (2012)의 지적처럼 GRI 표준을 지키는 공시에 논의를 한정하는 것은 일반화의 문제가 있으므로, 본 연구에서는 GRI 표준을 따르지 않은 독립보고서도 수집대상에

포함시켰다. 449기업-년 데이터셋은 아직 종속변수와 통제변수상의 모든 결측치가 제거되지 않은 상태이며, 실제 회귀분석에서는 결측치 제거로 인해 300여개 또는 그 미만으로 데이터가 축소되었다.

<표 3>의 패널 A에서 연명총점(CSRD1)은 내용 분석의 점수 합계이며, 평균적으로 31개 항목 중 22개 항목에 대해서는 일정 이상의 항목과 분량을 할애하여 보고하고 있는 것으로 나타났다. 페이지 수는 평균 80페이지대 후반으로서 다수 보고서가 상당한 분량을 보고하고 있다고 볼 수 있다. 국문보고서와 함께 영문보고서도 발간하는 기업은 전체의 80% 수준이므로, 주요한 기업들은 거의 영문보고서도 발간한다고 볼 수 있다.

third1은 제3자인증기관의 인증이 첨부된 제3자인증보고서인 경우를 말하며, 전체 지속가능보고서의 약 79%가 GRI 및 AA1000 가이드라인에 근거한 독립기관의 인증을 통해 신뢰성을 확보하는 시도를 하고 있음을 보여준다. 인증기관에 관한 통계는 <표 4>에 제시되어 있다. 상위 세 업체가 40% 이상의 시장점유율을 보였으며, 삼성, 삼일, 한영, 안진 등 4대 회계법인은 합계 10% 대 중반의 점유율을 보이고 있다. <표 3>에서도 third2 변수는 제3자인증보고서 중 회계법인이 인증기관으로서 지속가능보고서를 인증한 경우가 아직까지는 전체의 10% 대에 불과하다는 것을 보여주고 있다. 회계법인들은 감사업무로 인해 기업들과 항상 접촉하고 있으므로, 지속가능성보고서 시장이 커지고 회계법인들이 인증 업무에 노하우를 투자한다면 회계법인에게 새로운

7) 본 연구는 기업의 공시행위에 대한 연구라기보다는 공시의 내용분석연구이다. 즉 지속가능보고서를 변수화한 CSRD 변수는 '기업이 연명한 CSP'에 대한 측정이며, 본 연구의 실증 방향은 기업이 주장한 CSP와 외부 독립 기관에서 측정된 CSP와의 차이를 확인하는 것이다. 따라서 본 연구에서는 공시연도인 2009~2014년 기준이 아니라 지속가능보고서가 보고하고 있는 CSP 기간인 2008~2013년을 기준으로 CSRD 변수에 연도부여를 하였다. 만약 2014년 중순 공표된 CSRD가 2013년 3월부터 2014년 2월까지의 CSP를 보고하고 있다면 연구편의상 2013년 한해의 기업이 주장한 CSP로 간주하고, 2014년 공표된 KEJI가 2013년의 CSP를 측정하고 있으므로 2014년 공표된 CSRD와 2014년 공표된 KEJI는 함께 2013년의 기업 주장 CSP 및 실제 CSP로서 실증에 이용되게 된다.

비감사서비스 시장이 될 수 있을 것이다. 보고서 발간의 절반 가까이는 appendix에 사회 및 환경성과를 재무데이터로 요약한 표를 함께 실었다(sumdata).

〈표 3〉의 패널 B에서 time은 몇 번째 지속가능보고서 발간인지를 보여준다. 예를 들어 2014년 중 공시한 기업들의 경우 평균적으로 다섯 번째 독립보고서 발간이었다. 지속가능보고서 발간이 처음인 기업의 비율(first)은 매해 10% 수준을 유지했으며, 2010년의 경우만 30%대로 증가했다. time과 first를 별도의 패널로 보고한 이유는 해당 변수를 확인할 수 없는 보고서들이 있으므로 표본 숫자가 달라졌기 때문이다. 〈표 3〉의 패널 C의 표본은 GRI contents

table을 appendix에 보고함으로써 GRI가이드라인의 어느 정도까지 보고서에 반영했는가를 보고한 경우에 한정된다. gri 변수는 기업들이 기준의 약 90%를 약간 하회하는 정도를 충족하여 보고했다고 평가받았음을 알려준다.

참고로, 공공부문의 지속가능보고서는 회귀분석을 위한 표본에서는 과소 대표되고 있는데, FnGuide에 기업 목록이 검색되지 않아서 재무데이터 입수 가능성이 없으므로 〈표 3〉의 통계량에 포함되지 못한 63개 기업 중 61개가 공기업, 공공기관, 시민단체 등 공공부문이었다.

〈표 3〉 449개 수집 표본에 대한 기술통계 (보고연도 기준)

〈Panel A〉	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Total
Obs.	44	65	71	85	91	93	449
CSRD1	21.46	21.51	21.41	22.38	22.84	23.05	22.20
page	97.34	89.86	84.42	85.06	90.82	87.22	88.47
eng	63.64%	65.63%	70.42%	85.88%	84.62%	80.65%	77%
third1	72.73%	72.31%	71.83%	76.47%	86.81%	86.02%	79.06%
third2	13.64%	9.23%	11.26%	18.82%	13.19%	11.96%	13.17%
sumdata	30.23%	34.38%	45.71%	56.47%	63.74%	64.52%	52.24%
〈Panel B〉	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Total
Obs.	44	65	71	84	89	92	445
time	3.02	2.92	3.56	3.96	4.52	5.00	3.98
first	11.36%	35.38%	15.49%	14.29%	11.24%	10.87%	15.96%
〈Panel C〉	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Total
Obs.	23	37	49	69	77	67	322
gri	84.88%	84.41%	89.17%	87.98%	89.86%	87.94%	87.97%

주) 변수는 다음과 같다. Obs: 수집된 보고서 숫자; CSRD1: 연명총점; page: 페이지숫자; eng: 영문보고서를 함께 발간했을 때 1을 부여하고, 발간하지 않았을 때 0을 부여하는 더미; third1: 제3자인증기관의 검증의견서가 첨부된 인증보고서일 때 1을 부여하고, 제3자인증이 첨부되지 않았을 경우 0을 부여하는 더미; third2: 제3자인증기관이 회계법인인 인증보고서일 때 1을 부여하고, 인증기관이 회계법인이 아니거나 제3자인증보고서가 아닐 때 0을 부여하는 더미; sumdata: appendix에 사회 및 환경성과와 관련된 재무데이터를 요약 제시한 기업일 경우 1을 부여하고, 그렇지 않을 때 0을 부여하는 더미; time: 해당 기업의 당해 포함 역대 보고서 발간 횟수; first: 해당 연도 중 지속가능보고서를 처음 발간한 기업일 때 1을 부여하고, 아닐 때 0을 부여하는 더미; gri: GRI 공시 가이드라인에 따른 gri contents index상의 보고 기준 충족비율



〈표 4〉 인증기관 목록

Providers	Freq.	Percent
KPC(한국생산성본부)	59	16.62%
DNV	57	16.06%
IPS(산업정책연구원)	40	11.27%
KMAR(능률협회인증원)	30	8.45%
KSA(한국표준협회)	24	6.76%
KPMG Samjong	20	5.63%
Samil PricewaterhouseCoopers	19	5.35%
Two Tomorrows	17	4.79%
BISD(지속가능경영원)	12	3.38%
SolAbility	11	3.10%
Ernst & Young Han Young	11	3.10%
BSI Group Korea	9	2.54%
Lloyd's Register Quality Assurance (LRQA)	9	2.54%
CDP-Korea(중앙대 회계연구소)	7	1.97%
Deloitte Anjin	7	1.97%
KFQ(한국품질재단)	5	1.41%
others	4	1.13%
Eco Frontier	3	0.85%
KoreaCSR	3	0.85%
KRIMA(한국평가연구원)	2	0.56%
AccountAbility	1	0.28%
ERM Korea	1	0.28%
IMCSR	1	0.28%
Nestein	1	0.28%
The CSR	1	0.28%
KOSIT(한국사회책임투자포럼)	1	0.28%
<b>Total</b>	<b>355</b>	<b>355</b>

## IV. 실증 결과

### 4.1 기초통계량 및 상관관계

〈표 5〉는 본 연구에 사용된 변수들을 CSR 공시 점수인 세 가지 연명변수(CSRD1, CSRD2, CSRD3)

기준으로만 결측치를 제거한 기술통계량이다. FnGuide에 기업 목록이 제시되어 〈표 3〉의 기초데이터에 포함된 449개 기업-년 중에도 상당수 재무데이터의 결측치가 있는 것을 알 수 있으며, 결측치가 나타난 기업은 주로 비상장, 공기업, 금융권 기업들에 해당한다.

CSRD 변수들은 각각 전체 점수 및 활동연명, 윤

〈표 5〉 기술통계량

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Median	Max
ln(CSRD1)	449	3.124	0.187	2.140	3.178	3.433
ln(CSRD2)	449	2.673	0.226	1.386	2.708	2.944
ln(CSRD3)	449	1.779	0.260	0.693	1.791	2.197
Tobin's Q	298	1.403	0.905	0.361	1.139	9.324
ROA	448	0.050	0.082	-0.317	0.035	0.719
ln(KEJI)	127	3.895	0.060	3.695	3.901	4.029
ln(page)	449	4.442	0.308	2.772	4.477	5.356
gri	319	0.879	0.093	0.496	0.906	1
third1	449	0.788	0.409	0	1	1
ESG	449	1.076	1.226	0	0	3
DJSI	449	0.354	0.478	0	0	1
size	423	22.798	1.749	17.135	22.951	26.463
lev	429	0.549	0.250	0.030	0.550	1.873
ocfs	423	0.064	0.087	-0.281	0.056	0.501
pbr	313	2.001	2.074	0.359	1.458	20.506
beta	324	0.951	0.522	0	1	2
age	425	9.009	0.972	4.510	9.287	13.505
own	312	0.345	0.171	0.050	0.338	0.874
chabol	449	0.540	0.498	0	1	1

주) 변수는 다음과 같다. ln(CSRD1): 언명총점의 자연로그; ln(CSRD2): 활동언명점수의 자연로그; ln(CSRD3): 윤리언명점수의 자연로그; Tobin's Q: [시가총액 + 부채의 장부가치]/총자산의 장부가치; ROA: 당기순이익/기초총자산; ln(KEJI): 경실련 경제정의지수의 자연로그; ln(page): 지속가능보고서 페이지숫자의 자연로그; gri: GRI 공시 가이드라인에 따른 gri contents index상의 보고 기준 충족비율; third1: 제3자인증기관의 검증의견서가 첨부된 인증보고서일 때 1을 부여하고, 제3자인증이 첨부되지 않았을 경우 0을 부여하는 더미; ESG: 기업지배구조원 홈페이지에 등급별로 공시된 기업에 최상위등급부터 하위등급까지 각각 3,2,1을 부여하고, 공시되지 않은 기업에는 0을 부여한 더미; DJSI: 생산성본부의 Dow Jones Sustainability Index에 포함된 기업이면 1을 부여하고, 아니면 0을 부여하는 더미; size: 총자산의 자연로그; lev: 총부채/총자산; ocfs: 영업현금흐름/총자산; pbr: 시가총액/총자산; beta: 체계적위험; age: 업력; own: 최대주주지분율; chabol: 재벌기업일 때 1을 부여하고, 아닐 때 0을 부여하는 더미

리언명에 자연로그를 취한 것이다. page 변수는 수집한 지속가능보고서들의 페이지수의 자연로그이고, third는 제3자인증보고서 여부, third2는 인증기관이 회계법인인 인증인지 여부, 그리고 gri는 보고서 말미 Appendix의 GRI table 에서 제3자인증기관이 평가한 항목별 보고 정도를 비율화한 변수로서, 완전보고에 1점, 부분보고에 0.5점, 미보고에 0점

을 부여하고 점수의 합을 분자로 하고, 관련없음을 제외한 완전보고, 부분보고, 미보고 개수를 분모로 한 비율이다. 이들 변수들은 언명변수 측정의 신뢰성을 확인하는 차원에서 추가분석에서 사용했다. KEJI 변수의 경우 많은 논문에서 사용하고 있는 대외적으로 공시되는 경실련 경제정의지수(KEJI) 상위 200개 기업 자료를 사용하지 않고 매년 3~400여개 기

업이 평가된 KEJI의 전체 데이터를 입수하여 분석했음에도 불구하고, KEJI와 지속가능성 보고서 발간 기업-년과의 교집합은 127개로 축소되었다.

상관분석은 모든 변수들의 결측치가 제거된 환경인 121개 표본을 기준으로 수행되었다. <표 6>에서 KEJI는 윤리언명(CSRD3)에 대해서만 10% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고 있으며(0.149), DSJI와 ESG는 모든 언명점수에 대해서 1% 수준에서 모두 유의한 양(+)의 관계를 보여준다. 따라서 가설 1은 기각되고 CSR 공시는 CSR 활동을 잘 반영하고 있을 수 있다. KEJI는 ROA 및 Tobin's Q와 각각 5%, 10% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 보여주므로(0.210과 0.265), 가설 2는 기각되고 CSR 활동은 기업 성과를 개선시킬 수 있다. 언명변수(CSRD1, CSRD2, CSRD3)들은 ROA와 Tobin's Q에 대해서 대부분 유의하지 않고, 언명총점(CSRD1)만 ROA에 대해 10% 수준에서 유의한 관계를 보여주는 것에 그친다(0.108). 따라서 가설 3은 기각되지 못하고, CSR 공시는 성과로 이어지지 못할 가능성이 있다. 하지만 상관분석 결과는 인과관계에 대한 분석이 아니며 종속변수에 영향을 미치는 다른 요인들이 통제되지 않은 결과이므로 회귀분석을 통해 가설을 확인하기로 한다.<sup>8)</sup>

#### 4.2 회귀분석

회귀분석은 당기의 관심변수가 차기의 종속변수에 미치는 영향을 분석했는데, CSP-CFP 연구에서 시차(time lag)를 허용하는 것은 CSR 활동(CSP)이

기업 성과(CFP)에 미치는 영향은 시차를 두고 누적적이기 때문이며(Peter and Mullens 2009), CSR이 기업의 비교우위 및 무형자산이라고 본다면 CSP의 재무성과에 대한 영향은 장기적인 영향이기 때문이다(Melo and Galan 2011). Waddock and Graves(1997)는 단기-차기 관계로 CSP-CFP 및 CFP-CSP 관계가 모두 유의하게 성립함을 보였다. 또한, 단기-단기 관계는 동시성(simultaneity)에 따른 내생성 문제가 발생할 수 있으므로 본 연구는 대부분의 식을 단기-차기로 식을 구성했지만, 가설 1의 실증모형만은 특성상 단기-단기로 식이 구성되었다.

주요 실증에 대한 분석은 2SLS로 내생성 통제 모형을 적용했다. CSR 주제의 근본적인 문제점은 경영진의 의사결정이 성과와 CSR에 동시에 영향을 미친다는 것이다(Ullmann 1985; Garcia-Castro et al. 2010). 따라서 공시(CSRD), 활동(CSP), 성과(CFP) 사이의 관계식에서 관심변수와 오차항 사이의 내생성 문제가 발생할 가능성이 크다고 할 수 있다. 기업별 고정효과를 제거하는 고정효과(fixed effect) 패널 모형은 경영자의 의사결정에 의한 생략변수를 제거할 수 있으므로 일정한 내생성 통제 효과가 발생한다. 따라서 일부 선행연구들(Semenova et al. 2010; Carnevale et al. 2012 등)은 패널 모형을 선택하기도 한다. 하지만 고정효과 모형의 강한 가정으로 인한 일정한 한계(Hamilton and Nickerson 2003)로 인해, 본 연구에서는 내생성 문제의 보다 완전한 통제 모델로서 추가분석을 제외한 주요 가설에 대한 분석 모형으로는 일부 선행연구들과 마찬가지로(Al-Tuwaijri et al. 2004;

8) 구조방정식을 이용하여 CSRD, KEJI, ROA 및 Tobin's Q 사이의 관계를 분석한 결과는 상관관계분석보다 조금 더 유의한 결과를 보여주었는데, CSRD1 및 2는 ROA에 대해 10% 수준에서 유의한 양(+)의 관계가 관찰되었다. 반면, KEJI는 상관관계분석보다 결과가 약해져, Tobin's Q에 대해서만 10% 수준에서 유의한 양(+)의 관계를 보여주었다. 하지만 이 분석 역시 관심변수들에 영향을 미치는 다른 변수들을 통제하지 않은 결과이므로, 상관관계분석과 마찬가지로의 한계가 있다고 보고 회귀분석을 통해 확인해 보기로 한다.

〈표 6〉 상관분석표

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
1. .	1.000																						
2. ln(CSRD2)	0.900***	1.000																					
3. ln(CSRD3)	0.634***	0.295***	1.000																				
4. Tobin's Q	0.655	0.040	0.663	1.000																			
5. ra	0.108*	0.059	0.086	0.298***	1.000																		
6. ln(KED1)	0.112	0.042	0.149*	0.210**	0.265***	1.000																	
7. ESG	0.269***	0.212***	0.135***	-0.079	-0.011	-0.143	1.000																
8. DISI	0.300***	0.222***	0.195***	0.082	0.100*	0.099	0.606***	1.000															
9. size	0.397***	0.285***	0.324***	-0.336***	-0.137**	0.041	0.299**	0.306***	1.000														
10. lev	-0.083	0.023	-0.001	-0.218***	-0.311***	-0.255***	0.019	-0.117*	0.054	1.000													
11. ocfs	0.042	-0.001	0.087*	0.329***	0.571***	0.199**	-0.032	0.019	-0.186***	-0.358***	1.000												
12. pbr	0.055	0.064	0.042	0.081***	0.219***	0.002	-0.063	-0.002	-0.309***	-0.051	-0.022	1.000											
13. beta	-0.008	0.019	-0.039	-0.178***	-0.069	-0.283***	-0.001	0.133**	0.125*	0.149**	-0.126**	-0.154**	1.000										
14. age	0.115*	0.089*	0.102**	-0.189***	0.002	-0.268***	0.098**	0.142***	0.181***	-0.090	0.100**	-0.138**	0.061	1.000									
15. omn	-0.063	0.029	-0.111*	-0.114*	-0.057	-0.206**	-0.045	-0.163***	-0.305***	0.161***	0.021	-0.023	-0.031	0.079	1.000								
16. ln(page)	0.454***	0.362***	0.311***	0.104*	0.029	0.720	0.190***	0.163***	0.236***	-0.074	0.047	0.054	-0.002	-0.085	-0.085	1.000							
17. eng	0.439***	0.326***	0.313***	-0.079	0.012	0.124	0.261***	0.218***	0.329***	0.005	0.034	0.004	-0.121**	0.115*	-0.122**	0.166***	1.000						
18. third	0.553***	0.448***	0.293***	-0.020	0.148***	0.111	0.266***	0.249***	0.330***	-0.210***	0.002	0.089	-0.056	0.049	-0.070	0.488***	0.424***	1.000					
19. third2	0.166***	0.123***	0.112**	0.029	0.142**	0.254***	0.061	0.125***	0.103*	-0.157**	0.005	0.025	0.008	0.011	-0.058	0.168***	0.134***	0.170***	1.000				
20. grt	0.147***	0.039	0.212***	-0.035	-0.092	0.134	0.066	0.049	0.036	-0.037	-0.020	-0.036	-0.108*	0.066	-0.047	0.033	0.184***	0.080	-0.115**	1.000			
21. first	-0.194***	-0.066	-0.140**	0.052	-0.019	-0.211**	-0.096**	-0.198***	-0.183***	0.063	-0.036	0.167***	0.032	-0.065	0.071	-0.079*	-0.088*	0.050	-0.082*	-0.098*	1.000		
22. public	-0.094*	-0.139***	0.006	-0.051	-0.013	0.009	-0.211***	-0.201***	-0.024	0.120*	0.085*	-0.092	-0.153***	-0.087**	0.265***	0.073	-0.131***	-0.017	-0.063	0.130**	-0.067	1.000	
23. chabid	0.334***	0.262**	0.227***	-0.195***	0.005	0.074	0.454***	0.420***	0.357***	0.172***	0.057	-0.045	0.105*	0.259***	0.048	0.215***	0.276***	0.256***	0.134***	-0.030	-0.058	-0.261***	1.000

주 1) 피어슨 상관관계 분석결과임.

2) \*\*\* \*은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄.

3) 변수 설명은 표 5의 주석 참조.

Bachoo et al. 2013 등) 2SLS 분석으로 진행했다.

다수 연구들은 CSR 성과가 재무성과와 기업가치를 제고시켰다고 보고하고 있지만, 여유자원이론(slack resource theory)등의 CSR이론 및 실증결과들은 CFP가 CSP의 원인이기도 하다는 것을 보여주었다(Waddock and Graves 1997; Orlitzky et al. 2003). 즉, 원래 재무성과나 기업가치가 높은 기업이 사회책임활동을 하게 된다는 것이다. Ullmann(1985)은 공시, 활동, 성과 사이에 이들을 동시 결정하는 경영자의 전반적인 전략과 같은 생략변수가 있고, 따라서 다수 CSR 연구들의 혼란스러운 결과는 내생성의 결과라고 지적한다. Garcia-Castro et al.(2010) 역시 동일한 지적에 기반하여 CSP-CFP 연구를 OLS, 고정효과, 2SLS로 각각 실증했는데, 고정효과와 2SLS에서는 OLS의 유의한 양(+)의 관계가 모두 사라지는 결과를 보고했다. 본 연구에서는 John et al.(2008)의 방식대로 추정 내생변수의 산업중위수를 도구변수로 사용하였다.<sup>9)</sup>

〈표 7-1〉에서 KEJI의 산업중위수를 도구변수로 선택한 2SLS 결과를 제시했다. 각종 도구변수 테스트에서의 테스트 결과와는 달리(각주 9 참조), 1단계에서 KEJI의 산업중위수 변수는 종속변수 KEJI에 대해 유의한 관계는 나타내지 못했다. 1단계 회귀분석의 종속변수 추정치(Y\_HAT)로 내생변수를 대체한 2단계 식의 결과는 KEJI와 CSR1~3 사이의 관계가 모두 유의하지 않음을 보여준다. 이는 논문에 첨부하지 않은 OLS 및 고정효과 모형의 부

분적으로 유의한 결과와는 다른 결과이며, 본 연구의 CSP-CSR 분석 결과는 내생성 통제 후 CSR-CFP 관계의 유의성이 사라졌다고 보고한 Garcia-Castro et al.(2010)과 동일한 결론, 즉 내생성 통제 이전의 일부 유의한 결과는 내생성 문제로 인한 왜곡이라고 말할 수 있다. 표본은 수집한 6개년 CSRD 기준 449 기업-년에서 KEJI 변수가 있는 127개로 축소되었고, 다시 실증분석에서는 가장 결측치가 많은 시장데이터 결측치 기준으로(Tobin's Q와 pbr) 121개로 축소되었다.

〈표 7-2〉는 관심변수 CSRD가 종속변수 KEJI에 미치는 관계가 내생성을 통제한 후 유의하지 않음을 보여준다. 이는 논문에 보고하지 않은 OLS 및 고정효과 모형의 부분적으로 유의한 결과와 달라진 결과이다. 〈표 7-1〉과 〈표 7-2〉 결과는 가설 1을 기각시키지 못했고, 유의하지 않은 결과를 통해 CSR 공시(CSRD)는 CSR 활동(CSP)을 충실히 반영하고 있지 못하다고 할 수 있다.

다음으로, 가설 2는 CSR 활동(CSP)의 기업 성과(CFP)에 대한 관계를 제시한다. 〈표 8〉은 이를 2SLS로 실증한 결과인데, KEJI는 각 10% 수준에서 ROA 및 Tobin's Q와 유의한 양(+)의 관계를 나타내었으며, 이는 보고하지 않은 OLS 및 고정효과모형의 결과와 동일한 결과이다. 귀무가설 형태로 제시한 가설 2는 기각되었고, 다수 선행연구들의 결과와 동일하게 활동(CSP)은 성과(CFP)를 개선시킨다는 결론을 얻을 수 있다.

9) 본 연구에서 선택한 도구변수(내생변수의 산업중위수)가 도구변수의 조건을 충족하는지를 테스트하였다 우선 모든 내생변수와 해당 내생변수의 산업중위수 사이에는 0.4~0.5 대의 유의한 상관관계가 관찰되었고, 도구변수와 2단계 회귀식의 잔차 사이에는 전혀 상관관계가 나타나지 않았다. Shea(1997)의 Partial R<sup>2</sup>와 F값(유의도)은 KEJI의 도구변수에 대해서는 0.285 및 46.289(0.000)이었으며, CSR1의 도구변수에 대해서는 0.096과 12.258(0.0007), CSR2는 0.038과 4.616(0.039), CSR3은 0.109와 14.241(0.0003)로 나타나, CSR2를 제외하고는 도구변수가 충분한 예측력을 가지고 있음이 확인되었다. Anderson의 CC test의 유의한 결과는 모든 도구변수에서 과소식별(underidentification) 문제가 없음을 보여주었으며, Cragg and Donald(1993) 및 Stock and Yogo(2005)의 weak instrument test 상으로도 CSR2를 제외하면 약한 도구변수라는 귀무가설을 모두 기각하였다. 또한 이 결과는 도구변수를 산업평균으로 하였을 때에도 유사하였다.



## 〈표 7-1〉 KEJI가 CSR에 미치는 영향에 관한 2SLS 회귀분석결과

1 step:  $\ln(KEJI) = \ln(KEJI)_{median} + size + lev + ocfs + pbr + beta + age + own + chaebol$ 2 step:  $\ln(CSRD) = Y\_HAT + size + lev + ocfs + pbr + beta + age + own + chaebol$ 

Dependent Variables: ln(KEJI)	1 step	Dependent Variables: ln(CSRD)	2 step		
	<i>Model1-3</i>		<i>ln(CSRD1)</i>	<i>ln(CSRD2)</i>	<i>ln(CSRD3)</i>
	<i>Coef.</i>		<i>Coef.</i>	<i>Coef.</i>	<i>Coef.</i>
<i>Intercept</i>	5.007** (2.01)	<i>Intercept</i>	0.783 (0.71)	1.036 (0.81)	-2.260 (-1.08)
<i>ln(KEJI)_median</i>	-2.301 (-1.38)	<i>Y_HAT</i>	0.023 (1.11)	0.010 (0.41)	0.052 (1.34)
<i>size</i>	0.598** (2.14)	<i>size</i>	0.035*** (3.11)	0.045*** (3.46)	0.019 (0.92)
<i>lev</i>	-2.720** (-2.15)	<i>lev</i>	0.040 (0.63)	0.037 (0.50)	0.144 (1.19)
<i>ocfs</i>	0.461 (0.17)	<i>ocfs</i>	0.007 (0.56)	0.007 (0.50)	0.009 (0.37)
<i>pbr</i>	0.004 (0.04)	<i>pbr</i>	0.014*** (3.66)	0.015*** (3.32)	0.018** (2.38)
<i>beta</i>	-1.102** (-2.22)	<i>beta</i>	0.001 (0.02)	-0.003 (-0.12)	0.003 (0.06)
<i>age</i>	-1.320*** (-3.56)	<i>age</i>	0.038 (1.45)	0.013 (0.44)	0.087* (1.78)
<i>own</i>	-3.320* (-1.92)	<i>own</i>	0.133 (1.58)	0.127 (1.31)	0.166 (1.05)
<i>chaebol</i>	-0.226 (-0.27)	<i>chaebol</i>	0.030 (1.14)	-0.033 (-1.06)	0.121** (2.41)
Industry & Year dummies	Included	Industry & Year dummies	Included	Included	Included
No. of observations	121	No. of observations	121	121	121
Adjusted R-square	0.297	Adjusted R-square	0.270	0.171	0.172

주) 1) 2SLS모형 회귀분석결과임. 2) \*\*\*, \*\*, \* 은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄. 3) 변수 설명은 표 5의 주석 참조.

〈표 7-2〉 CSRD가 KEJI에 미치는 영향에 관한 2SLS 회귀분석결과

1 step:  $\ln(CSRD) = \ln(CSRD)_{median} + size + lev + ocfs + pbr + beta + age + own + chaebol$

2 step:  $\ln(KEJI) = Y\_HAT + size + lev + ocfs + pbr + beta + age + own + chaebol$

Dependent Variables: ln(CSRD)	1 step			Dependent Variables: ln(KEJI)	2 step		
	$\ln(CSRD1)$	$\ln(CSRD2)$	$\ln(CSRD3)$		Model 1	Model 2	Model 3
	Coef.	Coef.	Coef.		Coef.	Coef.	Coef.
Intercept	1.072*** (3.54)	0.854*** (2.77)	-0.280 (-0.67)	Intercept	48.464*** (3.27)	49.272*** (4.63)	48.182*** (6.81)
$\ln(CSRD)_{median}$	0.419*** (4.45)	0.361*** (3.89)	1.017*** (6.99)	Y_HAT	0.763 (0.11)	0.507 (0.08)	2.780 (1.28)
size	0.033*** (3.77)	0.042*** (3.79)	0.010 (0.62)	size	0.551 (1.35)	0.557 (1.30)	0.481 (1.63)
lev	-0.032 (-0.97)	-0.004 (-0.10)	-0.007 (-0.11)	lev	-2.425* (-1.83)	-2.450* (-1.89)	-2.341* (-1.82)
ocfs	0.014* (1.66)	0.010 (0.90)	0.029* (1.88)	ocfs	-1.036 (-0.41)	-1.004 (-0.39)	-1.810 (-0.70)
pbr	0.017*** (3.66)	0.018*** (2.92)	0.010 (1.15)	pbr	0.002 (0.011)	0.007 (0.05)	-0.046 (-0.40)
beta	-0.027* (-1.89)	-0.012 (-0.64)	-0.050* (-1.89)	beta	-1.033* (-1.72)	-1.047* (-1.83)	-0.952* (-1.81)
age	0.002 (0.16)	-0.007 (-0.51)	-0.011 (-0.56)	age	-1.164*** (-2.94)	-1.158*** (-3.00)	-1.193*** (-3.29)
own	0.076 (1.51)	0.107 (1.60)	0.064 (0.70)	own	-2.823 (-1.41)	-2.807 (-1.36)	-3.073* (-1.70)
chaebol	-0.003 (-0.10)	-0.091** (-2.49)	0.167*** (3.24)	chaebol	-0.220 (-0.25)	-0.177 (-0.18)	-0.582 (-0.63)
Industry & Year dummies	Included	Included	Included	Industry & Year dummies	Included	Included	Included
No. of observations	121	121	121	No. of observations	121	121	121
Adjusted R-square	0.283	0.167	0.341	Adjusted R-square	0.191	0.191	0.204

주) 1) 2SLS모형 회귀분석결과임. 2) \*\*\*, \*\*, \* 은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄. 3) 변수 설명은 표 5의 주석 참조.

〈표 8〉 KEJI가 ROA(Tobin's Q)에 미치는 영향에 관한 2SLS 회귀분석결과

1 step:  $\ln(KEJI) = \ln(KEJI)_{median} + size + lev + ocfs + pbr + beta + age + own + chaebol$

2 step:  $ROA(Tobin's Q) = Y\_HAT + size + lev + ocfs + pbr + beta + age + own + chaebol$

Dependent Variables: ln(KEJI)	1 step	Dependent Variables: ROA·Tobin Q	2 step	
	Model1		ROA	Tobin's Q
	Coef.		Coef.	Coef.
Intercept	5.007** (2.01)	Intercept	-1.211** (-2.24)	-11.481*** (-3.17)
<i>ln(KEJI)_median</i>	-2.301 (-1.38)	<i>Y_HAT</i>	0.025** (2.45)	0.208*** (3.06)
<i>size</i>	0.598** (2.14)	<i>size</i>	-0.013** (-2.25)	-0.079** (-2.09)
<i>lev</i>	-2.720** (-2.15)	<i>lev</i>	0.003 (0.10)	1.590*** (7.93)
<i>ocfs</i>	0.461 (0.17)	<i>ocfs</i>	0.261*** (4.44)	-0.084** (-2.39)
<i>pbr</i>	0.004 (0.04)	<i>pbr</i>	0.007*** (4.00)	0.002 (0.20)
<i>beta</i>	-1.102** (-2.22)	<i>beta</i>	0.038*** (3.21)	0.217*** (2.76)
<i>age</i>	-1.320*** (-3.56)	<i>age</i>	0.022* (1.74)	0.255*** (3.00)
<i>own</i>	-3.320* (-1.92)	<i>own</i>	0.100** (2.55)	1.038*** (3.97)
<i>chaebol</i>	-0.226 (-0.27)	<i>chaebol</i>	0.014 (1.22)	-0.010 (-0.12)
Industry & Year dummies	Included	Industry & Year dummies	Included	Included
No. of observations	121	No. of observations	121	121
Adjusted R-square	0.297	Adjusted R-square	0.433	0.651

주) 1) 2SLS 회귀분석결과임. 2) \*\*\*, \*\*, \* 은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄. 3) 변수 설명은 표 5의 주석 참조.

가설 3은 CSR 공시(CSRD)의 기업 성과(CFP)에 대한 관계를 제시한다. <표 9-1>에서 세 종류의 CSRD 변수 모두 차기 ROA와 유의한 관계를 보여 주지 못했다. <표 9-2>는 관심변수 CSRD와 차기 종속변수 Tobin's Q에 대한 회귀분석 결과인데, 역시 내생성 통제 후 세 CSRD 변수는 Tobin's Q에 유의한 결과를 보여주지 않는다. 위 결과는 논문에 보고되지 않은 OLS 및 고정효과모형에서의 회귀분석에서도 마찬가지로 유의하지 않았다. 따라서 가설 3은 기각되지 못했다. 활동(CSP)이 ROA로 측정된 성과(CFP)를 증진시키는 반면, 공시(CSRD)는 기업 성과와 유의하게 연결되지 않는다는 점은 공시가 활동을 충실하게 반영하고 있지 못하다는 간접적인 증거로 해석될 수 있다. 또한, 활동이 Tobin's Q로 측정된 기업 가치를 유의하게 개선시키는 반면, 공시는 유의하지 않다는 점은 시장은 활동은 고려하지만 공시에 대해서는 의사결정에 반영하고 있지 않다는 것으로 해석할 수 있다.

#### 4.3 추가분석 (1)

언명점수를 CSR 공시 변수의 대용치로 사용한 지금까지의 분석 결과가 유의하지 않은 것은 변수의 특성에 기인한 것일 수도 있다. 내용분석에 내재하는 bias로 인해 기업들의 공시가 활동을 충실히 반영했음에도 반영하지 못했다고 측정했을 가능성이 있다. 따라서 추가분석으로서 지금까지 사용한 언명점수 대신 다른 변수를 사용하기로 한다. 첫 번째로, 지속가능보고서의 page 수는 공시의 양을 반영한다. 기업들이 수행했다고 주장하는 CSR 활동(CSP)이 많아질수록 page 수도 함께 늘어날 수 있다. 두 번째로, GRI의 공시 가이드라인에 의해 기업들은 세 부항목별로 보고 정도를 평가한 표를 첨부하고 있

다. 기업들이 수행했다고 주장하는 활동이 많아질수록 GRI 보고율도 올라갈 것이다. 세 번째로 제3자인증보고서 여부는 더미변수이다. Page 수는 많은 논문들에서 CSR 공시의 대용치로 선택되어 온 변수이고(Gray et al. 1995; Guthrie and Parker 1989; Patten 1992; Murray et al. 2006 등), 제3자인증보고서 역시 CSR 보고서 발행여부 더미변수를 사용한 연구에서 일부 선택되는 기준이다.

<표 10>의 패널 A와 B의 model 1에서 model 3까지는 가설 3의 CSR-D-CFP 관계를 page수, GRI 보고율, 제3자인증보고서 여부로 측정해 본 결과이다. 세 변수 모두 종속변수 ROA와 Tobin's Q에 대해 유의한 결과를 보여주지 않아, 본 연구가 채택한 세 언명점수(CSRD1,2,3)를 사용한 결과와 동일한 결과를 나타내고 있다.

다음으로, 본 연구에서 CSR 활동(CSP)의 대용치로 선택한 KEJI가 활동을 잘 반영하고 있지 않을 수 있다. 가설 2의 CSP-CFP 관계에 대한 <표 8>의 실증 결과를 검증하기 위하여 추가분석에서는 활동의 대용치로 KEJI 대신 ESG와 DJSI를 이용해 보았다. 기업지배구조원 홈페이지에서 5단계 등급별로 평가되고 그 중 상위 3단계 등급의 기업 목록만 공시되는 자료를 활용하여 각 등급별로 3,2,1점을 부여해서 ESG로 변수화했다. DJSI 변수는 생산성 본부가 매년 발간하는 보도자료에 포함되는 기업 목록을 더미변수화해서 사용했다. <표 10>의 패널 A와 B의 model 4와 5에서 ESG와 DJSI 모두 종속변수 ROA와 Tobin's Q에 대해 10% 수준에서 유의한 양(+)의 관계를 나타내므로, KEJI를 사용한 <표 8>과 일관된 결과라고 할 수 있다.

〈표 9-1〉 CSRD가 ROA에 미치는 영향에 관한 2SLS 회귀분석결과

1 step:  $\ln(CSRD) = \ln(CSRD)_{median} + size + lev + ocfs + pbr + beta + age + own + chaebol$

2 step:  $ROA = Y\_HAT + size + lev + ocfs + pbr + beta + age + own + chaebol$

Dependent Variables: $\ln(CSRD)$	1 step			Dependent Variables: ROA	2 step		
	$\ln(CSRD1)$	$\ln(CSRD2)$	$\ln(CSRD3)$		Model 1	Model 2	Model 3
	Coef.	Coef.	Coef.		Coef.	Coef.	Coef.
Intercept	1.072*** (3.54)	0.854*** (2.77)	-0.280 (-0.67)	Intercept	-0.015 (-0.06)	0.079 (0.48)	0.070 (0.77)
$\ln(CSRD)_{median}$	0.419*** (4.45)	0.361*** (3.89)	1.017*** (6.99)	Y_HAT	0.059 (0.59)	0.020 (0.21)	0.043 (1.46)
size	0.033*** (3.77)	0.042*** (3.79)	0.010 (0.62)	size	-0.004 (0.77)	-0.003 (-0.48)	-0.003 (-0.74)
lev	-0.032 (-0.97)	-0.004 (-0.10)	-0.007 (-0.11)	lev	-0.058*** (-4.01)	-0.060*** (-4.14)	-0.059*** (-4.17)
ocfs	0.014* (1.66)	0.010 (0.90)	0.029* (1.88)	ocfs	0.268*** (6.42)	0.268*** (7.83)	0.267*** (8.61)
pbr	0.017*** (3.66)	0.018*** (2.92)	0.010 (1.15)	pbr	0.006** (2.12)	0.006** (2.55)	0.006*** (3.02)
beta	-0.027* (-1.89)	-0.012 (-0.64)	-0.050* (-1.89)	beta	0.018** (2.37)	0.016** (2.35)	0.019*** (2.71)
age	0.002 (0.16)	-0.007 (-0.51)	-0.011 (-0.56)	age	-0.007 (-1.53)	-0.006 (-1.42)	-0.008* (-1.69)
own	0.076 (1.51)	0.107 (1.60)	0.064 (0.70)	own	0.014 (0.55)	0.018 (0.66)	0.020 (0.90)
chaebol	-0.003 (-0.10)	-0.091** (-2.49)	0.167*** (3.24)	chaebol	0.012 (0.99)	0.015 (1.05)	0.005 (0.41)
Industry & Year dummies	Included	Included	Included	Industry & Year dummies	Included	Included	Included
No. of observations	313	313	313	No. of observations	313	313	313
Adjusted R-square	0.283	0.167	0.341	Adjusted R-square	0.418	0.311	0.419

주) 1) 2SLS 회귀분석결과임. 2) \*\*\*, \*\*, \* 은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄. 3) 변수 설명은 표 5의 주석 참조.



〈표 9-2〉 CSRD가 Tobin' Q에 미치는 영향에 관한 2SLS 회귀분석결과

**1 step:**  $\ln(CSRD) = \ln(CSRD)_{median} + size + lev + ocfs + pbr + beta + age + own + chaebol$

**2 step:**  $Tobin's\ Q = Y\_HAT + size + lev + ocfs + pbr + beta + age + own + chaebol$

Dependent Variables: ln(CSRD)	1 step			Dependent Variables: ROA	2 step		
	ln(CSRD1)	ln(CSRD2)	ln(CSRD3)		Model 1	Model 2	Model 3
	Coef.	Coef.	Coef.		Coef.	Coef.	Coef.
Intercept	1.268*** (4.53)	0.980*** (3.62)	-0.149 (-0.41)	Intercept	4.868* (1.86)	4.842** (2.54)	4.970*** (4.66)
<i>ln(CSRD)_median</i>	0.353*** (3.69)	0.307*** (3.30)	1.019*** (6.86)	Y_HAT	0.117 (0.10)	0.179 (0.17)	0.162 (0.47)
<i>size</i>	0.033*** (4.53)	0.044*** (4.68)	0.003 (0.25)	<i>size</i>	-0.108* (-1.70)	-0.112 (-1.62)	-0.107** (-2.39)
<i>lev</i>	-0.030 (-0.92)	-0.000 (-0.01)	-0.010 (-0.17)	<i>lev</i>	-0.592*** (-3.53)	-0.597*** (-3.58)	-0.595*** (-3.59)
<i>ocfs</i>	0.014* (1.70)	0.010 (0.96)	0.027* (1.78)	<i>ocfs</i>	-0.053 (-0.96)	-0.053 (-0.99)	-0.056 (-1.05)
<i>pbr</i>	0.018*** (3.87)	0.018*** (3.10)	0.009 (1.01)	<i>pbr</i>	0.255*** (8.33)	0.254*** (8.78)	0.254*** (11.41)
<i>beta</i>	-0.026* (-1.86)	-0.010 (-0.56)	-0.051* (-1.93)	<i>beta</i>	-0.033 (-0.37)	-0.034 (-0.42)	-0.025 (-0.30)
<i>age</i>	0.002 (0.19)	-0.007 (-0.53)	-0.010 (-0.48)	<i>age</i>	-0.110** (2.04)	-0.108** (-2.12)	-0.113** (-2.16)
<i>own</i>	0.077 (1.57)	0.109* (1.70)	0.054 (0.59)	<i>own</i>	-0.726** (-2.49)	-0.741** (-2.39)	-0.716*** (-2.80)
<i>chaebol</i>	-0.010 (-0.38)	-0.104*** (-2.92)	0.178*** (3.48)	<i>chaebol</i>	-0.251* (-1.75)	-0.236 (-1.48)	-0.277* (-1.79)
Industry & Year dummies	Included	Included	Included	Industry & Year dummies	Included	Included	Included
No. of observations	291	291	291	No. of observations	291	291	291
Adjusted R-square	0.308	0.201	0.340	Adjusted R-square	0.540	0.540	0.541

주) 1) 2SLS 회귀분석결과임. 2) \*\*\*, \*\*, \* 은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄. 3) 변수 설명은 표 5의 주석 참조.

〈표 10〉 page(gri, third, ESG, DJSI)가 ROA(Tobin's Q)에 미치는 영향에 관한 고정효과 회귀분석

Panel A > Dependent Variables: ROA					
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.
Intercept	0.109 (1.17)	0.093 (1.08)	0.285*** (2.69)	-0.081 (-1.11)	0.294*** (2.77)
<i>ln(page)</i>	0.002 (0.14)				
<i>gri</i>		-0.035 (-0.84)			
<i>third1</i>			0.021 (1.34)		
<i>ESG</i>				0.007* (1.64)	
<i>DJSI</i>					0.019* (1.67)
<i>size</i>	-0.004 (-1.06)	0.004 (1.33)	-0.014*** (-3.02)	0.010*** (3.71)	-0.014*** (-3.02)
<i>lev</i>	-0.053*** (-3.62)	-0.193*** (-8.63)	-0.055*** (-2.86)	-0.173*** (-8.28)	-0.058*** (-3.02)
<i>ocfs</i>	0.402*** (9.15)	0.007 (0.74)	0.529*** (9.31)	0.043*** (9.48)	0.522*** (9.18)
<i>pbr</i>	0.004** (2.29)	0.017*** (4.94)	0.001 (0.22)	0.019*** (5.83)	0.001 (0.29)
<i>beta</i>	0.013** (1.98)	0.015** (2.00)	0.016* (1.87)	0.016** (2.33)	0.012 (1.44)
<i>age</i>	-0.002 (-0.39)	0.000 (0.10)	0.002 (0.27)	-0.004 (-0.97)	0.002 (0.30)
<i>own</i>	0.010 (0.47)	-0.036 (-1.47)	0.007 (0.25)	0.003 (0.12)	0.015 (0.54)
<i>chabol</i>	0.020* (1.70)	-0.023** (-2.42)	0.042*** (2.75)	-0.025*** (-2.73)	0.041*** (2.71)
Industry & Year dummies	Included	Included	Included	Included	Included
No. of observations	313	312	313	313	313
Adjusted R-square	0.401	0.406	0.384	0.459	0.387

〈표 10〉 page(gri, third, ESG, DJSI)가 ROA(Tobin's Q)에 미치는 영향에 관한 고정효과 회귀분석 (계속)

Panel B > Dependent Variables: Tobin's Q					
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.
Intercept	3.116*** (3.89)	1.892*** (4.42)	3.387*** (6.14)	0.144** (2.47)	3.436*** (6.26)
<i>ln(page)</i>	0.235 (1.82)				
<i>gri</i>		0.195 (1.00)			
<i>third1</i>			0.029 (0.35)		
<i>ESG</i>				0.007* (1.95)	
<i>DJSI</i>					0.099* (1.72)
<i>size</i>	-0.081** (-2.51)	-0.024 (-1.40)	-0.059** (-2.43)	-0.003 (-1.59)	-0.062** (-2.55)
<i>lev</i>	-0.387*** (-3.04)	-0.857*** (-6.87)	-0.373*** (-3.70)	0.991*** (59.35)	-0.364*** (-3.68)
<i>ocfs</i>	0.590 (1.55)	0.228 (1.12)	0.605** (2.05)	-0.010*** (-2.65)	0.566* (1.92)
<i>pbr</i>	0.249*** (5.49)	0.336*** (22.36)	0.168*** (13.58)	-0.007** (-2.54)	0.167*** (13.68)
<i>beta</i>	-0.027 (-0.48)	0.050 (1.53)	0.003 (0.07)	-0.004 (-0.74)	-0.012 (-0.26)
<i>age</i>	-0.100*** (-2.68)	-0.016 (-0.68)	-0.069** (-2.37)	-0.007* (-1.95)	-0.070** (-2.41)
<i>own</i>	-0.488*** (-2.62)	-0.016 (-1.28)	-0.404*** (-2.78)	0.008 (0.45)	-0.369** (-2.55)
<i>chabol</i>	-0.144 (-1.42)	-0.152* (-1.83)	-0.133* (-1.67)	0.000 (0.03)	-0.145* (-1.83)
Industry & Year dummies	Included	Included	Included	Included	Included
No. of observations	313	312	313	313	313
Adjusted R-square	0.661	0.844	0.617	0.944	0.622

주) 1) 고정효과모형 회귀분석결과임. 2) \*\*\*, \*\*, \* 은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄. 3) 변수 설명은 표 5의 주석 참조.

#### 4.4 추가분석 (2) : 올슨모형

지금까지의 분석에서 가치관련성 변수로 사용된 변수는 Tobin's Q인데, 일부 연구자들은 Tobin의 Q값에 대한 한계를 지적하고 있다. 시장가 대 장부가의 비율 형태로 이해할 수 있는 Tobin's Q 변수는 Gregory et al.(2014)에 의하면 기업가치에 영향을 미치는 무형자산 요소가 고려되어 있지 않으며, Dybvig and Warachka(2010)는 Q의 분모가 투자를 나타낸다는 것으로부터 안주하는(entrenched) 경영자의 저투자가 Q값을 상승시킬 수 있음을 지적한다. 따라서 CSRD의 가치관련성을 탐색하는 상당수 연구들은 Ohlson(1995)의 모형(이하 '올슨모형')을 사용하기도 한다(Cormier and Magnan 2007; Moneva and Cuellar 2009; Carnavale et al. 2012; Bachoo et al. 2013; Gregory et al. 2014 등). 올슨모형은 LID 가정을 통해 주가를 순자산 장부가치, 회계이익 및 기타정보(other information)의 선형합수로 실증하는데, 다수 해외의 CSR 관련 연구들은 이 기타정보가 CSR 정보를 포함하는 것으로 보고 다음과 같이 실증식을 구성하고 있다. 아래 식에서 CSRD 변수가 기타정보에 해당하며,  $\beta_3$ 의 계수값이 유의한 양의 값을 가지면 기타정보는 회계정보에 추가되는 가치관련성을 보인다고 할 수 있다.

$$P_t = \alpha + \beta_1 BPS_t + \beta_2 EPS_t + \beta_3 CSRD_t + \epsilon_t \quad (7)$$

P: 익년 3월말 증가; BPS: 순자산/유통주식수; EPS: 당기순이익/유통주식수; CSRD: 연명점수 (CSR1: 연명총점, CSR2: 활동연명, CSR3: 윤리연명).

식 (7)을 적용한 결과는 <표 11>에 제시되어있다. <표 11>은 가설 3의 CSRD-CFP 관계를 올슨모형을 바탕으로 고정효과모형 및 2SLS로 분석한 결과인데, <표 9-2>와 마찬가지로 모두 유의하지 않은 결과를 보여주고 있다. 따라서 시장은 지속가능보고서가 주장하는 바를 중요하게 고려하지 않고 있다는 결론이 재확인된다.

<표 12>에서 model 1은 가설 2의 CSP-CFP 관계를 올슨모형으로 수행한 결과인데, <표 8>과 마찬가지로 관심변수 KEJI가 유의한 양(+)의 값을 보여주고 있다. model 2에서 4까지는 가설 3의 CSRD-CFP 관계에서 연명점수 변수 대신 page, GRI rate, 제3자인증보고서여부를 사용하여 올슨모형으로 실증한 결과인데, <표 9-2>와 <표 10>의 결과와 마찬가지로 유의한 관계가 나타나지 않았다.

#### 4.5 추가분석 (3): 모든 관심변수를 한꺼번에 포함하는 모형

본 연구에서 모든 변수의 결측치를 한꺼번에 고려한 표본은 주로 연명점수 변수와 KEJI의 교집합이 제한적이라는 이유로 총 121개 기업-년에 한정된다. 만약 121개 표본으로 표본을 통일하여 실증을 한다면 표본의 제약은 검증력 및 일반화에 한계로 작용할 수 있다. 따라서 지금까지 본 연구의 가설에 대한 실증은 각각의 실증별로 표본 숫자의 변화를 허용했으며, 121개 표본으로 통일한 경우는 상관관계분석과 가설 1에 대한 실증에 한정되어 있다. 여기서는 여러 가지 다른 숫자의 표본으로 각각 수행한 가설 2와 3의 실증에 대해서도 121개 기업-년으로 통일하여 분석해 보았다.

<표 13>은 그 결과인데, KEJI의 계수값은 유의한 양(+)의 관계가 나타난 반면, CSR1은 유의성이

〈표 11〉 CSRD가 주가에 미치는 영향에 관한 올슨모델 고정효과모형/2SLS 회귀분석결과

Dependent Variables: P	Fixed effects model				2SLS	
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.
Intercept	0.596 (0.82)	0.984* (1.69)	1.575*** (4.66)	-3.995 (-0.74)	-5.444 (-0.56)	1.327 (0.75)
<i>ln(CSRD1)</i>	0.426 (1.55)			3.230 (1.16)		
<i>ln(CSRD2)</i>		0.332 (1.64)	0.173 (1.37)		4.842 (0.79)	
<i>ln(CSRD3)</i>						3.106 (0.72)
<i>bps</i>	0.574*** (12.99)	0.576*** (13.04)	0.576*** (13.00)	0.722*** (12.05)	0.711*** (7.51)	0.697*** (6.06)
<i>eps</i>	0.351** (9.36)	0.355*** (9.49)	0.355*** (9.49)	0.228*** (5.47)	0.232*** (3.85)	0.233*** (3.54)
Industry & Year dummies	Included	Included	Included	Included	Included	Included
No. of observations	265	265	265	216	216	216
Adjusted R-square	0.846	0.845	0.845	0.849	0.715	0.660

주) 1) 고정효과모형 및 2SLS 회귀분석결과임. 2) \*\*\*, \*\*, \* 은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄. 3) 변수 설명은 표 5의 주석 참조. 추가된 변수는 다음과 같다. bps: 주당순자산; eps: 주당순이익.

〈표 12〉 KEJI(page,gri)가 주가에 미치는 영향에 관한 올슨모델 고정효과모형 회귀분석결과

Dependent Variables: P	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
	Coef.	Coef.	Coef.	Coef.
Intercept	-7.093** (-2.28)	1.485** (2.43)	1.359*** (2.85)	1.765*** (5.79)
<i>ln(KEJI)</i>	2.343*** (2.86)			
<i>ln(page)</i>		0.078 (0.61)		
<i>gri</i>			0.309 (0.79)	
<i>third</i>				0.064 (0.52)
<i>bps</i>	0.501*** (7.01)	0.580*** (13.07)	0.585*** (11.36)	0.580*** (13.06)
<i>eps</i>	0.445*** (6.78)	0.356*** (9.35)	0.376*** (9.00)	0.357*** (9.46)
Industry & Year dummies	Included	Included	Included	Included
No. of observations	119	265	203	265
Adjusted R-square	0.880	0.844	0.854	0.844

주) 1) 고정효과모형 회귀분석결과임. 2) \*\*\*, \*\*, \* 은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄. 3) 변수 설명은 표 5 및 표 11의 주석 참조.



〈표 13〉 CSRD, KEJI가 ROA(Tobin's Q)에 미치는 영향에 관한 고정효과모형 회귀분석결과

Dependent variables: ROA & Tobin's Q	Dependent Variables: ROA <sub>t+1</sub>	Dependent Variables: TQ <sub>t+1</sub>
	Model 1	Model 2
	Coef.	Coef.
Intercept	-0.453 (-1.88)	-0.192 (-0.17)
<i>ln(KEJI)</i>	0.132* (2.02)	0.670* (2.36)
<i>ln(CSRD1)</i>	0.014 (0.29)	1.407 (1.53)
<i>size</i>	-0.005 (-0.69)	-0.151* (-2.11)
<i>lev</i>	-0.112** (-3.76)	-0.394** (-2.65)
<i>ocfs</i>	0.159 (1.49)	0.304 (0.47)
<i>pbr</i>	0.004 (1.46)	0.073 (1.46)
<i>beta</i>	-0.018** (-2.89)	0.078** (3.18)
<i>age</i>	0.010 (1.30)	-0.192* (-2.41)
<i>own</i>	0.048 (1.20)	-0.514* (-2.45)
<i>chabol</i>	0.019 (1.79)	-0.151 (-1.02)
Industry & Year dummies	Included	Included
No. of observations	121	121
Adjusted R-square	0.381	0.611

주) 1) 고정효과모형 회귀분석결과임. 2) \*\*\*, \*\*, \* 은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄. 3) 변수 설명은 표 5 및 표 13의 주석 참조.

나타나지 않아, 앞선 실증들과 동일한 결과가 나타났다. 즉, 표본의 차이는 본 연구 가설의 실증목적상 결과의 차이를 주지 않았다고 할 수 있다.

#### 4.6 추가분석 (4): CSRD 더미

본 연구는 내용분석을 통해 지속가능보고서 공시

에서 주장되는 CSR 활동(CSP)을 실제 활동과 비교하는 연구이다. 따라서 CSRD는 내용분석에 의한 연속변수로 사용되어야 하며, 더미변수는 공시 여부만을 알려주므로 본 연구의 연구목적에 위해 사용될 수는 없다. 하지만 더미를 사용하는 연구는 전체 표본을 이용할 수 있는 장점이 있으므로, 추가분석으로서 CSRD를 더미변수로 투입하여 실증해 보았다.

〈표 14〉의 결과에 의하면 지속가능성보고서 발간 여부는 차기 Tobin's Q에 대해서는 유의한 결과를 주지 못했다. 이는 시장에서는 지속가능성보고서 공시의 내용을 의미 있게 고려하고 있지 않다는 본 연구의 내용분석에 의한 실증과 일관된 결과라고 할 수 있다. 하지만 차기 ROA에 대해서는 유의한 양(+)의 값을 보여주었다. 지속가능성보고서 발간 기업이

비발간 기업에 비해 유의한 차기 성과의 차이가 나타난 〈표 14〉의 결과는 지속가능성보고서 공시 기업만을 대상으로 한 본 연구의 연구 설계로는 확인할 수 없는 부분이며, 공시 기업이 비공시 기업보다 일반적으로 더 우량한 기업일 가능성 등 공시기업의 어떤 특성에 의해 나타난 결과인지는 별도의 통제를 통해 밝혀야 할 문제라고 할 수 있다.

〈표 14〉 CSRD\_DUM이 ROA(Tobin's Q)에 미치는 영향에 관한 고정효과모형 회귀분석결과

Dependent Variables: Tobin's Q	ROA		Tobin's Q	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value
Intercept	-0.586***	-13.62	3.942***	17.14
CSRD_DUM	0.107***	8.89	-0.064	-1.00
size	0.024***	14.15	-0.068***	-7.58
lev	-0.200***	-23.41	-0.048	-1.05
ocfs	0.794***	47.30	0.428***	4.77
pbr	0.000	1.28	0.050***	33.99
beta	0.005	1.39	0.161***	8.11
age	0.000	0.01	-0.108***	-8.51
own	0.077***	7.10	-0.638***	-11.07
chabol	-0.017**	-2.41	0.167***	4.55
Industry & Year dummies	Included		Included	
No. of observations	8.689		8.689	
Adjusted R-square	0.302		0.170	

주) 1) 고정효과모형 회귀분석결과임. 2) \*\*\*, \*\*, \* 은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄. 3) 변수 설명은 표 5의 주석 참조.

## V. 결론

지속가능보고서 발간 기업 수는 00년대 이후 증가 추세가 이어져 최근 몇 년 사이에는 많은 기업들이 발간에 참여하고 있다. 이는 90년대부터 보편화된 연구결과, 즉 CSR 활동(CSP)은 기업 성과(CFP)의 개선으로 이어진다는 점이 기업들에 의해 받아들여졌기 때문이라고 할 수 있다. 증가하고 있는 지속가능보고서 등 각종 사회적 보고서 발간이 기업들의 CSR 활동에 대한 노력을 충실히 반영하고 있는지와, 시장은 기업들이 만든 보고서를 신뢰하고 의사결정에 반영하고 있는지를 확인하는 것은 중요한 문제라고 할 수 있다. 이는 기업들의 보고서 발간 증가 추세가 CSR 활동에 비용을 투입하는 대신 그 일부를 홍보에 할당하여 마케팅적 효과 즉 녹색세탁(greenwashing)을 통한 이미지 개선에 주력하기 때문인지에 관한 질문이다.

본 논문은 측정치 개발과 충분한 자료 수집을 통해 한국 시장에서 질문에 대한 답을 내리는 데 도움을 주고자 시도되었다. 연구 결과, 기업들의 CSR 공시(CSRD)는 CSR 활동(CSP)과 유의한 관계를 보이지 않았고 미래 재무성과(CFP)에도 유의한 관계를 보이지 않아, 현재의 공시에는 신뢰성 문제가 있다는 것을 확인했다. 또한, 공시는 기업 가치와도 유의하게 연결되지 않았다. 공시가 경제적, 사회적, 환경적인 위험과 기회를 공시하므로 CSR 공시가 추가에 직접적인 영향을 미칠 수 있다는 지적을 고려한다면(Carnevale et al. 2012), 본 논문의 결과는 아직까지 한국에서 CSR 공시가 시장이 요구하는 수준으로 제공되고 있지 못하다고 볼 수 있다.

그 원인으로는 세 가지를 지적할 수 있다, 첫째, 선행연구인 Blodgett et al.(2014)의 연구에서도

공시(CSRD)-활동(CSP) 및 활동(CSP)-성과(CFP) 사이의 유의한 관계에도 불구하고 공시(CSRD)는 성과(CFP)와 유의한 관계를 보여주지 못했다. 이는 CSR이 가장 발달한 미국에서도 CSR 공시는 기업의 마케팅 또는 그린워싱 측면이 부분적으로 있기 때문일 수 있다. 다음으로, 이상민(2012)은 한국의 CSR 활동의 경우 기업 이익 측면에서 접근되는 것이 아니라 경영자의 과시 측면에서 접근되고 있다고 지적한다. 그렇다면 한국의 CSR 공시도 과시 측면에서 이해될 수 있는데, 활동과는 달리 상대적으로 적은 비용이 소요되는 공시를 통해 비용이 적게 드는 과시 수단으로서 공시를 선택하고 있을 가능성이 있다. 이는 본 연구의 결과가 Blodgett et al.(2014)과는 달리 공시와 활동 사이에서도 유의한 결과가 얻어지지 않은 부분을 설명해 줄 수 있다. 과시를 위해서는 진실만을 말할 이유는 없기 때문이다. 마지막으로 측정치의 한계이다. 본 연구에서 사용되는 내용분석은 각 세부항목별로 보고 여부에 따른 0 또는 1을 부여하고 있지만, 항목별로 보고가 이루어졌다 또는 이루어지지 않았다는 판단에는 주관의 개입되어 있다. 따라서 공시 수준을 측정치가 정밀히 반영하지 못할 가능성이 있다. 다만, 이를 보완하고자 본 연구는 많이 보고할수록 자연스럽게 증가할 수 있는 page나, GRI 공시 가이드라인 대비 얼마나 많은 항목을 보고했다고 기업 스스로 제시한 GRI rate 등 몇가지 보완적 지표로도 병행 검증을 시도하였고, 마찬가지로 유의한 결과를 얻지 못했다.

한국의 CSRD가 신뢰성과 정보이용자로부터의 이용 면에서 한계가 있다는 결론을 얻은 본 연구는, 공시의 신뢰성을 올리기 위한 규제적 시도의 필요성을 제시한다고 할 수 있다. 예를 들어, 제3자 인증에 대한 가이드라인이나 자격을 강화하는 것이다. 보고서 발간이 기업들의 자율적인 선택이므로 제3자 인증

역시 자율적인 선택이다. 따라서 기업들은 자신들에게 우호적인 검증결과를 주는 업체만 선택하거나 우호적인 검증결과만 공시할 유인이 생기므로, 제3자 인증기관의 독립성은 충분히 지켜지지 못한다고 할 수 있다. 제3자 인증에 관한 규제를 통해 제3자 인증이 CSRD-CSP 관계에 관한 충실한 검증서가 될 수 있도록 한다면, CSRD는 실제 CSP만 반영하게 되고 따라서 가치관련성도 제고될 것이다.

본 논문의 한계는 다음과 같다. 첫째, 지속가능보고서 발간 기업들로 구성된 본 논문의 표본이 일반 기업과 비교해서 기업특성이 다를 가능성, 즉 표본 선택편의의 문제가 있다. 대부분의 지속가능보고서 발간 기업들은 자산규모가 큰 기업이고, 크기는 발간여부 외에도 공시의 효과에도 영향을 미치고 있을 수 있다(Yu et al. 2015). 둘째, 지속가능보고서를 발간하는 데 영향을 미치는 지배구조와 같은 다른 기업특성이 본 논문에서 살핀 변수들 사이의 관계에 영향을 미칠 가능성은 후속 연구의 주제로 남겨두었다. 특히 본 연구는 모든 기업이 정직한 공시 전략이나 그린워싱 전략 중 하나를 선택한다는 단순화된 가정에 기반했고, 다양한 조건 하에서 경영자가 둘 중 하나의 전략을 번갈아 선택할 가능성을 고려하고 있지 않다. 다양한 조건을 고려하지 않은 실증 결과를 통해 규제에 대한 함의까지 도출하는 것은 규제의 필요가 없는 부분집단의 존재 가능성을 무시하는 거친 해석일 수 있다. 즉, 본 연구의 유의하지 않은 결과는 정직한 공시를 택한 기업의 정방향의 효과와 그린워싱 전략을 택한 기업의 역방향의 효과가 서로 상쇄되어서 나타난 것일 수도 있으며, 이는 본 연구의 결론을 해석할 때 주의를 요하는 지점이라고 할 수 있다. 이는 후속 연구를 통해 보완되어야 할 부분이라고 여겨진다.

둘째, 본 연구는 표본의 제약으로 공시와 활동 사

이의 관계 연구와 같은 특정 분석에서는 100여개 전후의 비교적 작은 크기의 표본에서 수행하였다. 더불어 가장 많은 표본을 활용한 분석도 300여개의 표본에 지나지 않는다. 이는 수집한 자료의 연도가 부족하기 때문이며, 더 많은 연도를 조사함으로써 연구의 신뢰성을 향상시킬 가능성은 후속 연구의 주제로 남겨두었다.

## 참고문헌

- 강진구 · 문정빈(2012), "How do Corporate Governance and Reporting Frequency Moderate the Relationship between CSR Reporting and Corporate Social Performance?" **경영학연구**, 41(4), 643-661.
- 고성천 · 박래수(2011), "기업의 사회적 책임활동(CSR) 결정요인과 기업가치," **세무와 회계저널**, 12(2), 105-134.
- 국찬표 · 강윤식(2011), "기업의 사회적 책임, 지배구조 및 기업가치," **한국증권학회지**, 40(5), 713-748.
- 김강(2012), "지속가능경영이 장단기 경영성과에 미치는 영향," **회계연구**, 17(4), 95-118.
- 김명서 · 김요환(2008), "환경친화기업의 환경정보 공시가 기업가치에 미치는 영향," **대한경영학회지**, 21(6), 2655-2679.
- 김영식 · 위정범(2011), "기업의 사회적 활동과 재무적 성과의 통합적 고찰," **대한경영학회지**, 24(5), 2913-2950.
- 김창수(2009), "기업의 사회적 책임 활동과 기업가치," **한국증권학회지**, 38(4), 507-545.
- 김용현 · 장승욱 · 강지은(2014), "CSR과 지속가능보고서 및 장기 재무성과," **대한경영학회 학술발표대회 논문집**, 636-651.
- 김호균 · 정홍진(2008), "지속가능경영 추진을 위한 GRI와

- ISO 26000 비교연구,” **대한산업공학회 추계 학술대회 논문집**, 1095-1099.
- 나영 · 홍석훈(2011), “기업규모에 따른 CSR활동과 기업가치에 대한 실증분석,” **회계저널**, 20(5), 125-160.
- 민재형 · 하승인 · 김범석(2015), “기업의 지속가능경영 활동이 기업의 장단기적 가치에 미치는 영향,” **경영학연구**, 44(3), 713-735.
- 안상아(2013a), “국내 상장기업의 지속가능보고서 발간 현황 및 분석,” **기업지배구조리뷰**, 68, 88-111.
- 안상아(2013b), “국내 공공기관의 지속가능경영보고서 발간 현황 분석,” **기업지배구조리뷰**, 제69호, 74-97.
- 안상아(2013c), “국내 비상장기업의 지속가능성 관련 보고서 발간 현황 분석,” **기업지배구조리뷰**, 70, 80-89.
- 윤진수(2009), “국내 지속가능경영 보고서 발간현황과 시사점,” **기업지배구조리뷰**, 46, 70-86.
- 이광윤 · 김진배 · 양대천(2012), “내생성과 다기간 문제를 고려한 기업의 사회적책임의 세부활동과 기업가치와의 관계,” **회계정보연구**, 30(4), 115-145.
- 이상민(2012), “동아시아 CSR의 사회적 구성,” **한국사회학**, 46(5), 141-176.
- 이재목 · 김용(2013), “기업의 사회적 책임 활동과 기업가치 관련성에 관한 연구,” **세무회계연구**, 35, 27-55.
- 장지인 · 최현섭(2010), “기업의 사회적 책임(CSR)과 재무성과와의 관계,” **대한경영학회지**, 23(2), 633-648.
- 정광화 · 정석우(2013), “기업의 사회적 책임과 공정공시빈도,” **한국회계학회 학술발표논문집**, 729-779.
- 정영근 · 장민수(2007), “지속가능발전의 개념과 논의전개,” **한국동서경제연구**, 1, 143-164.
- 천미림 · 김창수(2011), “CSR의 지속성이 CSR과 재무성과의 관계에 미치는 영향,” **회계정보연구**, 29(3), 351-374.
- 천미림 · 유재미(2013), “기업의 사회적 책임활동이 기업재무성과에 미치는 영향,” **경영학연구**, 42(5), 1159-1185.
- 최현정 · 문두철(2013), “기업의 사회적 책임활동과 회계투명성간의 관계,” **회계학연구**, 38(1), 135-171.
- Adams, M. and P. Hardwick(1998), “An Analysis of Corporate Donations: United Kingdom Evidence,” *Journal of Management Studies*, 35(5), 641-654.
- 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).
- Akpınar, A., Y. Jiang, L. R. Gómez-Mejía, P. Berrone and J. L. Walls(2008), “Strategic Use of CSR as a Signal for Good Management,” *Working Paper*.
- Al-Tuwaijri, S. A., T. E. Christensen and K. E. Hughes(2004), “The Relations among Environmental Disclosure, Environmental Performance, and Economic Performance: a Simultaneous Equations Approach,” *Accounting, Organizations and Society*, 29(5-6), 447-471.
- Aupperle, K. E., A. B. Carroll and J. D. Hatfield(1985), “An empirical Examination of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Profitability,” *The Academy of Management Journal*, 28(2), 446-463.
- Bachoo, K., R. Tan and M. Wilson(2013), “Firm Value and the Quality of Sustainability Reporting in Australia,” *Australian Accounting Review*, 23(1), 67-87.
- Barnea, A. and A. Rubin(2010), “Corporate Social Responsibility as a Conflict Between Shareholders,” *Journal of Business Ethics*, 97(1), 71-86.
- Barth, M. E. and M. F. McNichols(1994), “Estimation and Market Valuation of Environmental Liabilities Relating to Superfund Sites,” *Journal of Accounting Research*, 32, 177-209.
- Bazillier, R. and J. Vauday(2009), “The Greenwashing



- Machine: is CSR More than Communication," *Working Paper*.
- Beurden, P. and T. Gössling(2008). "The Worth of Values - A Literature Review on the Relation Between Corporate Social and Financial Performance," *Journal of Business Ethics*, 82(2), 407-424.
- Blodgett, M. S., C. DeLaunay and H. Kuo-Ting(2009). "Source of Business Ethics Convergence: A Review of Global Corporate Websites," *Journal of Knowledge Globalization*, 2(1), 79-91.
- Blodgett, M. S., C. Dumas and A. Zanzi(2011). "Emerging Trends in Global Ethics: A Comparative Study of U.S. and International Family Business Values," *Journal of Business Ethics*, 99(1), 29-38.
- Blodgett, M. S., R. Hoitash and A. Markelevich (2014), "Sustaining the Financial Value of Global CSR: Reconciling Corporate and Stakeholder Interests in a Less Regulated Environment," *Business and Society Review*, 119(1), 95-124.
- Boaventura, J. M. G., R. S. Silva and R. Bandeira-de-Mello(2012). "Corporate Financial Performance and Corporate Social Performance: Methodological Development and the Theoretical Contribution of Empirical Studies," *Revista Contabilidade and Finanças*, 23, 232-245.
- Bowen, H. R.(1953), "*Social responsibilities of the businessman*," New York: Harper.
- Brammer, S., C. Brooks and S. Pavelin(2006). "Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures," *Financial Management*, 35(3), 97-116.
- Brammer, S. and A. Millington(2008), "Does it Pay to be Different? An Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance," *Strategic Management Journal*, 29(12), 1325-1343.
- Burke, L., J. M. Logsdon, W. Mitchell, M. Reiner and D. Vogel(1986), "Corporate Community Involvement in the San Francisco Bay Area," *California Management Review*, 28(3), 122-141.
- Cardamone, P., C. Carnevale and F. Giunta(2012), "The Value Relevance of Social Reporting: Evidence from Listed Italian Companies," *Journal of Applied Accounting Research*, 13(3), 255-269.
- Carnevale, C., M. Mazzuca and S. Venturini(2012), "Corporate Social Reporting in European Banks: The Effects on a Firm's Market Value," *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 19(3), 159-177.
- Carroll, A. B.(1979), "A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance," *The Academy of Management Review*, 4(4), 497-505.
- Cherry, M. A. and J. F. Sneirson(2012), "Chevron, Greenwashing, and the Myth of 'Green Oil Companies'," *Journal of Energy, Climate, and the Environment*, 3.
- Clarkson, P. M., X. Fang, Y. Li and G. D. Richardson (2013), "The Relevance of Environmental Disclosures: Are Such Disclosures Incrementally Informative?" *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(5), 410-431.
- Clarkson, P. M., Y. Li, G. D. Richardson and F. P. Vasvari(2008). "Revisiting the Relation Between Environmental Performance and Environmental Disclosure: An Empirical Analysis," *Accounting, Organizations and Society*, 33(4 - 5), 303-327.
- Cormier, D. and M. Magnan(2007). "The Revisited

- Contribution of Environmental Reporting to Investors' Valuation of a Firm's Earnings: An International Perspective," *Ecological Economics*, 62(3-4), 613-626.
- Cragg, J. G. and S. G. Donald(1993). "Testing Identifiability and Specification in Instrumental Variable Models," *Econometric Theory*, 9, 222-240.
- Crisóstomo, V. L., F. S. Freire and F. C. Vasconcellos (2011), "Corporate Social Responsibility, Firm Value and Financial Performance in Brazil," *Social Responsibility Journal*, 7(2), 295-309.
- Dahlsrud, A.(2008), "How Corporate Social Responsibility Is Defined: An Analysis of 37 Definitions," *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 15(1), 1-13.
- Davis, K.(1973), "The Case for and Against Business Assumption of Social Responsibilities," *Academy of Management Journal*, 16(2), 312-322.
- Deegan, C. and M. Rankin(1996). "Do Australian Companies Report Environmental News Objectively?: An Analysis of Environmental Disclosures by Firms Prosecuted Successfully by the Environmental Protection Authority," *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 9(2), 50-67.
- Deegan, C., M. Rankin and J. Tobin(2002), "An Examination of the Corporate Social and Environmental Disclosures of BHP from 1983-1997: A Test of Legitimacy Theory," *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 15(3), 312-343.
- Delmas, M. A. and V. C. Burbano(2011), "The Drivers of Greenwashing," *California Management Review*.
- Dhaliwal, D. S., O. Z. Li, A. Tsang and Y. G. Yang (2011). "Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting," *The Accounting Review*, 86(1), 59-100.
- Diamond, J. F. and R. E. Verrecchia(1991), "Disclosure, Liquidity and the Cost of Capital," *The Journal of Finance*, 46(4), 1325-1359.
- Donaldson, T. and L. E. Preston(1995), "The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications," *The Academy of Management Review*, 20(1), 65-91.
- Du, S., C. B. Bhattacharya and S. Sen(2010), "Maximizing Business Returns to Corporate Social Responsibility (CSR): The Role of CSR Communication," *International Journal of Management Reviews*, 12(1), 8-19.
- Dybvig, P. H. and M. Warachka(2010), "Tobin's q Does not Measure Performance: Theory, Empirics, and Alternative Measures," *Working Paper*.
- Dye, R. A.(1985), "Disclosure of Nonproprietary Information," *Journal of Accounting Research*, 23(1), 123-145.
- Eilbirt, H. and I. R. Parket(1973), "The Practice of Business: The Current Status of Corporate Social Responsibility," *Business Horizons*, 16(4), 5-14.
- Fekrat, A. M., C. Inclan and D. Petroni,(1996), "Corporate Environmental Disclosures: Competitive Disclosure Hypothesis Using 1991 Annual Report Data," *The International Journal of Accounting*, 31(2), 175-195.
- Frankel, R., M. McNichols and G. P. Wilson(1995), "Discretionary Disclosure and External Financing," *The Accounting Review*, 70(1), 135-150.
- Freedman, M.(1970), "The Social Responsibility of

- Business Is to Increase Its Profits," *New York Times Magazine*, 122-126.
- Freedman, M. and C. Wasley(1990), "The Association between Environmental Performance and Environmental Disclosure in Annual Reports and 10Ks," *Advances in Public Interest Accounting*, 3, 183-193.
- Freeman, R. E.(1984), "*Strategic management: A stakeholder approach*," Boston: Pitman.
- Garcia-Castro, R., M. A. Ariño, M. A. Canela(2010). "Does Social Performance Really Lead to Financial Performance? Accounting for Endogeneity," *Journal of Business Ethics*, 92(1), 107-126.
- Gray, R., R. Kouhy and S. Lavers(1995), "Corporate Social and Environmental Reporting: a Review of the Literature and a Longitudinal Study of UK Disclosure," *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 8(2), 47-77.
- Gregory, A., R. Tharyan and J. Whittaker(2014), "Corporate Social Responsibility and Firm Value: Disaggregating the Effects on Cash Flow, Risk and Growth," *Journal of Business Ethics*, 124(4), 633-657.
- 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.
- Guidry, R. P. and D. M. Patten(2012). "Voluntary Disclosure Theory and Financial Control Variables: An Assessment of Recent Environmental Disclosure Research," *Accounting Forum*, 36(2), 81-90.
- Guthrie, J. and L. D. Parker(1989), "Corporate Social Reporting: A Rebuttal of Legitimacy Theory," *Accounting and Business Research*, 19(76), 343-352.
- Haley, U. C. V.(1991), "Corporate Contributions As Managerial Masques: Reframing Corporate Contributions As Strategies to Influence Society," *Journal of Management Studies*, 28(5), 485-510.
- Hamilton, B. H. and J. A. Nickerson(2003), "Correcting for Endogeneity in Strategic Management Research," *Strategic Organization*, 1(1), 51-78.
- Heal, G.(2005), "Corporate Social Responsibility: An Economic and Financial Framework," *Working Paper*.
- Hillman, A. J. and G. D. Keim(2001), "Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issues: What's the Bottom Line?," *Strategic Management Journal*, 22(2), 125-139.
- Hughes, K. E., II.(2000), "The Value Relevance of Nonfinancial Measures of Air Pollution in the Electric Utility Industry," *The Accounting Review*, 75(2), 209-228.
- Ingram, R. W. and K. B. Frazier(1980). "Environmental Performance and Corporate Disclosure," *Journal of Accounting Research*, 18(2), 614-622.
- John, K., L. Litov and B. Yeung(2008). "Corporate Governance and Risk-Taking," *The Journal of Finance*, 63(4), 1679-1728.
- Kolk, A.(2004), "A Decade of Sustainability Reporting: Developments and Significance," *International Journal of Environment and Sustainable Development*, 3(1), 51-64.
- KPMG(2011), "KPMG International Survey of Corporate Responsibility Reporting," Retrieved from <https://www.kpmg.com/PT/pt/IssuesAndInsights/Documents/corporate-responsibility2011.pdf>

- Lang, M. and R. Lundholm(1993), "Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures," *Journal of Accounting Research*, 31(2), 246-271.
- Laufer, W.(2003), "Social Accountability and Corporate Greenwashing," *Journal of Business Ethics*, 43(3), 253-261.
- Leftwich, R. W., R. L. Watts and J. L. Zimmerman (1981), "Voluntary Corporate Disclosure: The Case of Interim Reporting," *Journal of Accounting Research*, 19, 50-77.
- Lu, W., K. W. Chau, H. Wang and W. Pan(2014), "A Decade's Debate on the Nexus between Corporate Social and Corporate Financial Performance: A Critical Review of Empirical Studies 2002 - 2011," *Journal of Cleaner Production*, 79, 195-206.
- Meng, X. H., S. X. Zeng, J. J. Shi, G. Y. Qi and Z. B. Zhang(2014), "The Relationship between Corporate Environmental Performance and Environmental Disclosure: An Empirical Study in China," *Journal of Environmental Management*, 145, 357-367.
- Margolis, J. D. and J. P. Walsh(2003), "Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business," *Administrative Science Quarterly*, 48(2), 268-305.
- Marrewijk, M.(2003), "Concepts and Definitions of CSR and Corporate Sustainability: Between Agency and Communion," *Journal of Business Ethics*, 44(2-3), 95-105.
- McGuire J.(1963), *"Business and Society,"* New York: McGraw-Hill.
- Melo, T. and J. I. Galan(2011), "Effects of Corporate Social Responsibility on Brand Value," *Journal of Brand Management*, 18(6), 423-437.
- Moneva, J. and B. Cuellar(2009), "The Value Relevance of Financial and Non-Financial Environmental Reporting," *Environmental and Resource Economics*, 44(3), 441-456.
- Murray, A., D. Sinclair, D. Power and R. Gray (2006), "Do Financial Markets Care about Social and Environmental Disclosure? Further Evidence and Exploration from the UK," *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 19(2), 228-255.
- 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.(1992), "Intra-industry Environmental Disclosures in Response to the Alaskan Oil Spill: A Note on Legitimacy Theory," *Accounting, Organizations and Society*, 17 (5), 471-475.
- Patten, D. M.(2002), "The Relation between Environmental Performance and Environmental Disclosure: a Research Note," *Accounting, Organizations and Society*, 27(8), 763-773.
- Peloza, J. (2009), "The Challenge of Measuring Financial Impacts from Investments in Corporate Social Performance," *Journal of Management*, 35(6), 1518-1541.
- Peters, R. and M. R. Mullen(2009), "Some Evidence of the Cumulative Effects of Corporate Social Responsibility on Financial Performance," *Journal of Global Business Issues*, 3(1), 1.
- Porter, M. E. and M. R. Kramer(2006), "The Link between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility," *Harvard business review*, 84(12), 78-92.
- Prior, D., J. Surroca and J. Tribo(2008), "Are Socially Responsible Managers Really Ethical? Exploring the Relationship between Earnings Management and Corporate Social Respon-

- sibility," *Corporate Governance*, 16(3), 160-177.
- Richardson, A. J. and M. Welker(2001), "Social Disclosure, Financial Disclosure and the Cost of Equity Capital," *Accounting, Organizations and Society*, 26(7-8), 597-616.
- Roberts, R. W.(1992), "Determinants of Corporate Social Responsibility Disclosure: An Application of Stakeholder Theory," *Accounting, Organizations and Society*, 17(6), 595-612.
- Rockness, J. W.(1985), "An Assessment of the Relationship between US Corporate Environmental Performance and Disclosure," *Journal of Business Finance and Accounting*, 12(3), 339-354.
- Roman, R. M., S. Hayibor and B. R. Agle(1999), "The Relationship between Social and Financial Performance: Repainting a Portrait," *Business and Society*, 38(1), 109-125.
- Schwartz, M.(2005), "Universal Moral Values for Corporate Codes of Ethics," *Journal of Business Ethics*, 59(1-2), 27-44.
- Semenova, N., L. G. Hassel and H. Nilsson(2010), "The Value Relevance of Environmental and Social Performance: Evidence from Swedish SIX 300 Companies," *Liiketaloudellinen Aikakauskirja*, 3(10), 265-292.
- Shea, J.(1997), "Instrument Relevance in Multivariate Linear Models: A Simple Measure," *The Review of Economics and Statistics*, 79(2), 348-352.
- Skinner, D. J.(1994), "Why Firms Voluntarily Disclose Bad News," *Journal of Accounting Research*, 32(1), 38-60.
- Stock, J. H. and M. Yogo(2005), "Testing for Weak Instruments in Linear IV Regression," Ch. 5 in J. H. Stock and D. W. K. Andrews(eds), *Identification and Inference for Econometric Models: Essays in Honor of Thomas J. Rothenberg*, Cambridge University Press.
- Surroca, J., J. A. Tribó and S. Waddock(2010), "Corporate Responsibility and Financial Performance: the Role of Intangible Resources," *Strategic Management Journal*, 31(5), 463-490.
- Ullmann, A.(1985), "Data in Search of a Theory: A Critical Examination of the Relationship among Social Performance, Social Disclosure and Economic Performance," *Academy of Management Review*, 10(3), 540-577.
- Vance, S. C.(1975), "Are Socially-responsible Corporations Good Investment Risks?" *Management Review*, 64, 18-24.
- Verrecchia, R.(1983), "Discretionary Disclosure," *Journal of Accounting and Economics*, 5, 179-194.
- Waddock, S. A. and S. B. Graves(1997), "The Corporate Social Performance - Financial Performance Link," *Strategic Management Journal*, 18(4), 303-319.
- Wartick, S. and P. Cochran(1985), "The Evolution of the Corporate Social Performance Model," *The Academy of Management Review*, 10(4), 758-769.
- Wiseman, J.(1982), "An Evaluation of Environmental Disclosures Made in Corporate Annual Reports," *Accounting Organizations and Society*, 7(1), 53-63.
- Wood, D. J.(1991), "Corporate Social Performance Revisited," *Academy of Management Review*, 16(4), 691-718.
- Yu, K., S. Du and C. Bhattacharya(2015), "Everybody's Talking But is Anybody Listening? Stock Market Reactions to Corporate Social Responsibility Communications," *Working Paper*.

## Reliability of Non-financial Information: An Analysis of Sustainability Reporting

Jun Hyeok Choi\* · Dong Hoon Yang\*\* · Hyun Soo Ryu\*\*\* · Ling Jin\*\*\*\*

### Abstract

This study investigates, first, whether “what the company say” or its corporate social responsibility disclosures(CSRD) reasonably reflects “what the company do” or its corporate social performance(CSP), and second, whether the disclosures are used by market participants as credible non-financial information which complements financial data. To answer these questions, we constructed a new CSRD measure using content analysis. We collected sustainability reports for the period 2009–2014(repoting year basis), and tested the relationships between (1) CSRD and CSP, (2) CSRD and future financial and market performance(CFP), and (3) CSP and CFP. We found that, first, CSRD does not have a significant relationship with CSP proxied by KEJI nor CFP proxied by ROA; second, CSRD failed to influence the markets: none of the relationship between CSRD and Tobin’s Q nor stock price are significant. Tests using pages, the GRI rates, and the 3<sup>rd</sup> party assurance instead of CSRD, or DJSI and ESG instead of KEJI do not change our conclusions.

We interpret our results as a proof that companies do not prepare CSR disclosures honestly, nor the investors consider the reports as reliable information. This paper is the first empirical test which implements content analysis on the sustainability reports in Korea.

Key words: Corporate social responsibility disclosure(CSRD), sustainability reports(SR), corporate social performance(CSP), corporate financial performance(CFP), value relevance

---

\* Ph.D. Candidate, Business School, Dongguk University, First Author

\*\* Professor, Business School, Dongguk University, Corresponding Author

\*\*\* Post-Doc Researcher, Business School, Dongguk University, Co-Author

\*\*\*\* Ph.D. Student, Business School, Dongguk University, Co-Author



- 저자 최준혁은 동국대학교 회계학과 박사과정을 수료하였다. TRU 및 UTSA에서 경영학 학사와 회계학 석사를 취득하였고 USCPA를 취득하였다. 최근 관심 분야로 CSR, 감사, 이익조정 등이 있으며, 최근 연구로는 〈재무제표제약과 이익조정〉〈CSR 공시와 감사 시간〉 등이 있다.
- 저자 양동훈은 동국대학교 회계학과 교수이다. Syracuse 대학에서 회계학박사를 취득하였으며 한국정보통신대학교 IT 경영학부 (현 KAIST 기술경영학부) 교수, 싱가포르 Nanyang Technology University 및 University of Hawaii at Manoa 등에서 초빙강의 교수를 역임하였다. 동국대학교 경영대학 학장 및 경영대학원장을 역임하였고 현재는 제36대 한국회계학회장을 맡고 있다. 주요 연구 분야는 자본시장회계, CSR 관련 회계, 규제회계 (은행 및 통신회계) 등이며 Contemporary Accounting Research (CAR), Journal of Business Research, China Journal of Accounting Research, 경영학연구, 회계학연구 등 국내외 학술지에 50여편의 논문을 발표하였다.
- 저자 유현수는 동국대 회계학과 석박사통합과정을 졸업하였다(2017.08 졸업예정). 최근 관심 있는 주제로는 경영전략, 조세회피, 이익조정이며, 최근 연구로는 〈경영전략과 조세회피〉〈기업의 경영전략에 따른 보수적 회계처리의 차이에 관한 실증연구〉 등이 있다.
- 저자 김령은 현재 동국대학교 회계학과 석박사통합과정 학생이다. 중국 연변대학교 경영관리학원 회계학과를 졸업하였다.