

# 사회적 책임 활동은 기업의 위험을 완화시키는가?

이지혜(주저자)  
 한국건설산업연구원 연구위원  
 (jihyelee@cserik.re.kr)  
 변희섭(교신저자)  
 한림대학교 경영대학 재무금융학과 조교수  
 (heesbyun@hallym.ac.kr)

.....

최근 자본시장에서 사회적 책임 활동이 대두되고 있는 현실에 주목하여, 본 연구는 관련한 활동 수행이 기업경영에 내재한 불확실성을 완화시킬 수 있는가를 실증적으로 확인한다. 실증분석결과, 사회적 책임 활동의 적극적인 이행은 기업에 내재한 위험을 유의적으로 감소시키는 것으로 관찰되었으며, 이러한 효과는 주로 기업 고유의 위험(firm specific risk)을 통해 나타났다. 추가적으로 사회적 책임 활동은 위험조정 투자수익률에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 관찰되어 본 연구의 결과가 기업가치 관련성에 대한 주요한 경로로 작용할 수 있음을 확인할 수 있었다. 이상의 결과는 기업이 적극적인 사회적 책임 활동을 통해 위험 완화라는 편익을 누림으로써 원활히 외부자금을 조달함을 물론, 영업활동의 지속 가능성을 강화시킬 수 있음을 시사한다. 한편, 앞선 결과는 규모가 작은 기업이나 대규모 기업집단에 소속되지 않은 독립기업에서 보다 강하게 관찰되었다.

본 연구는 사회적 책임 활동에 대한 상반된 논의가 제기되고 있는 가운데, 국내 자본시장에서 동 활동 이행의 편익에 대한 구체적인 실증적 논거를 제시함으로써 기업에 전략적 시사점을 제공할 것으로 예상된다. 더불어 본 연구의 결과는 기업의 사회적 책임 활동을 장려하기 위한 정책입안 및 규제도입의 근거자료로도 활용이 가능할 것이다.

주제어: 사회적 책임 활동, 불확실성, 기업 위험, 비체계적 위험, 기업 규모

.....

## 1. 서론

국민경제의 지속 가능한 발전과 대기업과 중소기업 간 상생협력을 주된 화두로 기업의 사회적 책임 활동(corporate social responsibility activities)에 대한 정책적, 실무적 관심이 매우 높아지고 있는데 반해, 경영전략으로서 동 부문에 대한 투자가 기업에 어떤 편익을 야기하는지에 대한 구체적인 학문적 고찰은 부족할 실정이다. 기업의 사회적 책임 활동 강화에는 필연적으로 상당한 초기투자비용이 수반될 수밖에 없으므로, 이러한 비용을 상쇄할만한 충분한 편익이 확보되어야만 동 부문에 대한 투자를 적

극적으로 강화할 것이다. 따라서 이러한 사회적 책임 활동의 구체적 편익을 사전에 파악하여 기업에 인지시키는 것은 정책적 목표 달성을 위해 매우 중요한 이슈라 할 수 있다. 하지만 관련 연구들은 대개 경영성과, 기업가치 관련성에 집중하여 포괄적인 논거만을 제시할 뿐 구체적으로 어떤 편익을 야기하는가에 대한 논의는 상대적으로 부족하다는 한계점을 갖는다. 가령, 기업은 다양한 내부 특성 내지는 환경적 요인을 고려하여 현재 상황에 적합한 최적의 경영전략을 수립해야 하는데, 포괄적인 논의만을 바탕으로는 구체적으로 어떤 편익에 초점을 맞출지에 대한 판단이 모호하기 때문이다. 이에 따라 최근 선진 국가를 중심으로 한 연구들은 사회적 책임 활동의 재

무금융적 편익을 파악하기 위해 다양한 재무적 변수와의 연관성을 제시하는 작업이 활발히 이루어지고 있다(El Ghouli, Guedhami, Kwok, and Mishra, 2011; Jo and Na, 2012). 반면, 기업의 사회적 책임 활동에 대한 관심이 대두된 지 오랜 기간이 지나지 않은 국내 자본시장에서는 이러한 부류의 연구가 미미한 실정이다.

본 연구는 국내 자본시장에서 사회적 책임 활동이 기업에 내재한 위험을 완화시키는 효과가 존재하는지를 실증분석을 통해 확인한다. 이를 통해 과연 사회적 책임 활동이 일종의 기업의 위험관리 수단으로써 유용성을 갖는지에 대한 해답을 찾고자 한다. 본 연구가 기업의 위험수준에 초점을 맞추는 이유는 재무금융적으로 동 지표의 중요성이 매우 높기 때문이다(Porter, 1980). 위험과 수익의 상충관계를 기반으로 하는 재무적 의사결정에 있어 기업에 내재한 위험 수준을 파악하는 것은 투자인의 가치평가, 자금조달 등에 있어 매우 중요한 요인으로 작용한다. 가령, 내재한 위험이 높은 기업에 대해 투자자는 더 높은 자본비용을 요구할 수 있으며, 기업의 입장에서 이러한 요구에 사전적으로 대응함으로써 자금을 원활히 조달할 수 있을 것이다. 뿐만 아니라 기업 경영에 높은 위험이 내재한 경우 파산확률이 증가함으로써 주주와 채권자의 부를 훼손할 가능성이 존재하므로 이를 선제적으로 파악하는 것이 매우 중요하다. 따라서 사회적 책임 활동과 기업의 위험 간의 관계를 제시하는 것은 동 활동을 통해 누릴 수 있는 재무금융적 편익과 비용에 대한 이해를 높일 수 있을 것으로 예상된다. 더불어 기존 연구에서 제기된 경영성과 내지는 기업가치 관련성에 대한 보다 구체적인 경로(path)를 탐색한다는 측면의 실무적, 정책적 시사점도 제공할 수 있을 것이다.

기업의 사회적 책임 활동에 대한 보다 면밀한 고

찰이 필요한 이유는 동 부문 투자에 대한 상반된 시각이 공존하고 있어 객관적인 분석을 통해 어떤 가설이 현실적으로 지지되는지 판단해볼 필요성이 크기 때문이다. 먼저, 사회적 책임 활동을 긍정적으로 바라보는 이들은 동 활동이 기업의 다양한 이해관계자의 요구에 부합함으로써 전략적 선택 수단이 될 수 있거나(strategic choice hypothesis) 높은 기업가치를 신호하는 수단이 될 수 있음을 제시하고 있다(product signalling hypothesis). 따라서 이러한 가설이 현실에 보다 부합한다면, 사회적 책임 활동의 적극적 수행이 미래 현금흐름의 안정성을 담보함으로써 기업에 내재한 위험을 완화시키는 효과를 가질 것으로 예상할 수 있다. 반면, 부정적 시각을 가진 이들은 사회적 책임 활동이 기업의 주인인 주주의 부의 개선과는 연관되지 않아 비용만을 야기할 것이라고 주장한다(irrelevance hypothesis). 뿐만 아니라 사회적 책임 활동의 결과가 단기적으로 가시화되기 힘든 점을 악용하여 자본시장 내에서 명성을 증대하려는 경영자가 과잉투자수단으로 사용할 수 있으며, 재무적 제약 하에 여타 수익성 높은 사업안을 채택하지 못하는 기회비용을 발생시킴으로써 기업의 성장 동력을 약화시킬 수 있다는 주장도 존재한다(overinvestment hypothesis). 만약 사회적 책임 활동이 기업에 내재한 위험을 증가시키는 효과를 갖는다는 것이 확인된다면 이러한 가설이 설득력을 갖게 될 것이다.

본 연구는 기업에 내재한 위험을 체계적 위험과 비체계적 위험으로 나누어 구체적으로 사회적 책임 활동이 어떤 부류의 위험을 감소 또는 증가시키는 효과를 갖는지를 확인한다. 체계적 위험은 시장위험에 관련한 외생적 충격에 기업이 얼마나 민감한지를 파악하기 위한 지표로 흔히 이해되며, 만일 사회적 책임 활동이 동 위험을 감소시키는 효과를 갖는다면

다각화할 수 없는 위험을 회피하기 위한 일종의 방어적 수단으로서 동 활동이 활용될 수 있음을 의미한다. 비체계적 위험은 기업에 내재한 고유위험으로 이해될 수 있으며, 만일 사회적 책임 활동이 동 위험을 완화시키는 효과를 갖는다면 기업이 영업활동을 수행함에 있어 시장정보로 예측하기 힘든 고유한 위험을 회피하기 위한 전략수립에 있어 동 활동을 적극적으로 고려할 수 있음을 의미한다. 더불어 투자자 입장에서 기업에 대한 사회적 책임 활동 수준을 파악함으로써 관찰하기 힘든 고유위험을 효과적으로 회피할 수 있게 된다. 이러한 접근방식을 바탕으로 본 연구는 사회적 책임 활동의 편익과 비용에 대한 보다 정교하며, 구체적인 논거를 제시할 수 있을 것이다.

본 연구는 국내 자본시장의 상장기업을 대상으로 사회적 책임 활동이 위험에 미치는 영향을 분석한다. 본 연구는 여타 선진 국가에 비해 투자자 보호 수준이 미흡하며, 자본시장의 성숙도가 낮아 대리인 문제의 발생 가능성이 비교적 높은 국내 자본시장에서 중요한 의의를 갖는다. 국내 자본시장의 환경 하에서 경영자가 자신의 사적효용을 확대하기 위한 수단으로 최근 자본시장에서 대두되고 있는 사회적 책임 활동을 악용할 가능성이 가중될 수 있기 때문이다. 따라서 사회적 책임 활동의 비용과 편익을 보다 명확히 인식할 필요성이 여타 선진 국가에 비해 높으며, 경영자의 대리인문제를 사전에 차단하기 위해서도 보다 면밀한 접근이 필요하다. 본 연구는 재무 금융적 측면에서 사회적 책임 활동의 구체적 효익을 파악함으로써 관련 전략수립 및 정책도입에 새로운 논거를 제시한다. 가령, 사회적 책임 활동이 효과적으로 위험을 완화시키는 효과를 갖는다면, 기업은 동 분야에 대한 지속적인 투자<sup>1)</sup>를 강화함으로써 원

활한 외부자금조달은 물론, 파산위험을 낮춤으로써 영업활동의 지속 가능성을 확대할 수 있을 것이다. 반면, 사회적 책임 활동이 위험을 증가시키는 효과가 관찰된다면 동 활동은 기업의 경영성과와 무관한 활동으로서 비용만 가중시킴을 의미할 것이며, 무엇보다 대리인이론 하에 경영자의 과잉투자수단으로 악용될 가능성이 내재되어 있음을 시사할 것이다. 따라서 사전적으로 이를 통제하기 위한 규율장치 마련이 선행되어야 할 것이다. 한편, 정책당국은 사회적 책임 활동을 장려하기 위한 많은 규제를 도입함에 있어, 규제비용을 충당할만한 충분한 편익이 존재한다는 논거를 기업에 제시해야 한다. 이러한 측면에서 위험감소효과가 관찰된다면 사회적 책임 활동의 구체적 편익을 사전에 제시함으로써 규제 도입의 당위성을 강화시킬 수 있을 것이다. 반면, 사회적 책임 활동이 위험을 증가시키는 효과를 갖는다면 아무런 통제장치 없이 무조건적으로 동 활동을 장려하기 보다는 선별적 규제를 통해 효율적으로 정책적 목표를 달성해야 할 것이다. 마지막으로 외부 투자자의 입장에서 본 연구의 결과를 통해 사회적 책임 활동의 수준을 투자의사결정에 중요한 정보로 인지하고, 사전에 위험을 고려한 요구수익률 설정에 반영할 수 있을 것이다.

본 연구는 기업특성을 제약조건으로 고려하여 과연 어떤 기업에게 사회적 책임 활동이 위험관리 수단으로써 높은 실효성을 갖는지를 분석함으로써 실무적 시사점을 보다 강화한다. 본 연구가 고려하는 특성요인으로 먼저 기업규모와 대규모 기업집단(재벌) 소속여부를 활용한다. 본 연구가 이러한 기업특성에 주목하는 이유로 국민경제의 상생협력이라는 모드를 중심으로 기업의 사회적 책임 활동에 대한

1) 사회적 책임 활동이 단기적인 측면에서 이루어질 경우 기업의 비용을 가중시킬 뿐만 아니라 여타 사업안을 채택하지 못하는 불이익을 야기할 수 있기 때문에 지속적인 관심과 투자가 매우 중요하다(김창수, 2009).

기대효과가 대기업과 중소기업과 상이할 것으로 예상되기 때문이다. 가령, 대기업의 경우 자본시장에서의 명성 강화와 다양한 이해관계자와의 이해일치 등에 대한 기대가 비교적 클 것이고, 중소기업의 경우 신사업 기회 창출이나 영업활동의 지속 가능성 등을 확보하는 전략적 차원에서 사회적 책임 활동을 수요할 것으로 예상할 수 있다. 한편, 국내 자본시장에는 재벌이라는 특수한 형태의 기업집단이 존재하고 있다. 이들은 다양한 측면에서 여타 독립기업과의 차이를 보이는 것으로 알려져 있는데, 가령, 지배주주의 과도한 통제권 행사, 지나친 경제력 집중, 다수의 계열사 확보, 내부자본시장(internal capital market)의 존재 등의 특성을 갖는다. 이러한 구조적 차이를 감안한다면, 사회적 책임 활동을 둘러싼 역학관계 역시 이러한 특성에 영향을 받을 가능성이 높다. 일례로 내부자본시장을 통해 계열사 상호간 지원이 가능한 재벌 소속기업의 경우 여타 독립기업에 비해 영업활동의 불확실성이 비교적 낮은 것으로 알려져 있다. 반면, 대리인이론의 측면에서 지배주주는 비교적 적은 지분율을 바탕으로 다수의 계열사에 대한 통제권을 행사할 수 있으므로 사적효용추구를 위해 기업의 다양한 경영의사결정을 자신의 이해에 일치하도록 변경시킬 가능성도 존재한다. 무엇보다 재벌 기업집단으로의 지나친 경제력 집중으로 인하여 정책당국을 포함한 다양한 이해관계자로부터 사회적 책임 활동의 강화를 요구받고 있다. 본 연구는 이러한 기업특성에 기초한 역학관계를 고려한 분석을 추가적으로 실시함으로써 기업의 경영전략 수립 및 정책당국의 규제도입에 있어 보다 구체적인 논거를 제시할 것으로 판단된다. 더불어 학술적으로도 복잡/다양한 경영행태에 대한 이해를 바탕으로 보다 일반화할 수 있는 가설을 제시하는데 기여할 수 있을 것이다.

본 연구는 2010년부터 2014년까지 한국거래소 유가증권시장 상장기업을 분석표본으로 활용한다. 주요 변수로 사회적 책임 활동 수준은 한국기업지배구조원의 기업별 사회적 책임 활동 지수를 활용한다. 기업의 사회적 책임 활동 수준은 측정의 어려움으로 인해 이를 변수화하는데 연구자의 자의성이 개입될 여지가 존재한다. 뿐만 아니라 다수의 기업을 대상으로 관련한 정보를 파악하는데 어려움이 있으며, 제한적 표본을 대상으로 한 분석이 주를 이루고 있다. 반면, 본 연구의 사회적 책임 활동 지수는 전체 상장기업을 대상으로 데이터 확보가 가능하기 때문에 기업 간 비교 가능성을 확대함으로써 보다 일반화된 결론을 내릴 수 있다. 더불어 준정부기관을 통해 객관적이고, 일관성 있게 평가되는 동 지수는 연구자의 자의성이 개입될 여지가 적으며, 다양한 항목이 동시에 고려되기 때문에 포괄적인 분석이 가능하다는 이점이 있다. 추가적으로 본 연구는 동 지수를 구성하는 다양한 항목에 기반한 분석도 수행함으로써 어떤 사회적 책임 활동 분야에서 본 연구의 주된 가설이 지지되는지도 확인한다. 기업에 내재한 위험은 주식가격의 움직임에 기초하여 측정한다. 일반적으로 효율적 시장가설 하에 모든 이용 가능한 정보는 주식가격에 반영되는 것으로 알려져 있다. 따라서 주가의 움직임은 미래 현금흐름의 불확실성과 위험요인의 변화를 반영하기 때문에 다수의 연구에서 이에 기초하여 기업의 위험수준의 대리지표를 산출하고 있다(Jo and Na, 2012). 본 연구는 기업에 내재한 위험에 관련하여 3가지 변수를 활용하는데, 기존 연구와 동일하게 총위험은 최근 1년간 주식일별수익률의 표준편차, 체계적 위험은 CAPM(Capital Asset Pricing Model)의 베타, 비체계적 위험은 시장모형(market model) 잔차(residual)의 표준편차로 파악하여 사회적 책임 활동의 영향력

을 확인한다. 더불어 경영성과 내지는 기업가치 관련성을 분석한 기존 연구와의 연계성을 강화하기 위해 위험조정 투자수익률도 추가적인 종속변수로 활용한다. 본 연구의 표본은 횡단면 자료와 시계열 자료가 합쳐진 패널자료의 형태를 갖기 때문에 이와 관련한 분석방식인 고정효과모형(fixed effect model)을 활용한다. 추가적으로 역의 인과관계에 기인한 내생성 문제를 완화하기 위해 도구변수를 활용한 2단계 최소자승법 모형과 차분변수를 활용한 분석을 통해 분석결과의 강건성을 확인한다.

본 연구의 주요 결과는 다음과 같다. 먼저, 사회적 책임 활동은 기업에 내재한 위험을 감소시키는 효과를 갖는 것으로 관찰되었다. 특히, 비체계적 위험을 감소시키는 효과가 강하게 나타났다. 한편, 도구변수를 활용한 2단계 최소자승법을 활용한 경우나, 차분변수를 활용한 경우에도 일관된 결과를 확인할 수 있어 강건성을 확인할 수 있었다. 이상의 결과는 기업이 위험관리 전략의 일환으로써 적극적인 사회적 책임 활동을 이행할 수 있음을 시사한다. 위의 결과는 사회적 책임 활동을 구성하는 다양한 항목 중 근로자, 협력사 및 경쟁사, 소비자 관련 항목에서 주로 관찰되었다. 한편, 사회적 책임 활동은 기업의 위험조정 투자수익률에 대체로 긍정적인 영향을 미치고 있음을 확인할 수 있었다. 이를 앞선 결과와 연관하면, 사회적 책임 활동이 위험을 감소시킴으로써 궁극적으로 자본시장에서 기업가치를 상승시키는 요인으로 작용할 수 있음을 의미하며, 기존 연구의 결과의 연장선상에서 본 연구의 결과가 구체적인 경로에 대한 논거로 활용될 수 있음을 시사한다. 마지막으로 이러한 결과는 기업규모가 비교적 작아 파산위험에 적극적으로 대응하기 위한 위험관리의 필요성이 큰 기업이나 대규모 기업집단에 소속되지 않은 독립기업에서 보다 강하게 관찰되었다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 기존 문헌을 바탕으로 본 연구의 주요 연구가설을 도출하고, 3장에서는 실증분석을 위한 데이터 및 변수를 설명한다. 4장에서는 실증분석 방안 및 결과를 제시하며, 5장에서는 이를 바탕으로 본 연구의 결론 및 시사점을 도출한다.

## II. 기존 문헌 및 가설 설정

기존 연구는 사회적 책임 활동의 편익을 다양한 요인으로 제시하고 있다. 관련하여 기업은 사회적 책임 활동의 강화를 통해 자본시장에서 명성을 강화시킬 수 있으며(Schwartz, 1968), 정책당국의 규제비용이나 소비자, 생산자, 지역사회 등 다양한 이해관계자로부터의 소송 가능성을 낮출 수 있다(Carroll, 1999). 뿐만 아니라 사회적 책임 활동이 지속 가능성을 갖는 신사업 기회를 창출하기 위한 수단이며, 내부적으로 종업원이나 주주들의 자긍심을 높여 생산성을 높임으로써 중·장기적 관점에서 기업가치를 개선시킬 수 있음을 제시하고 있다(Garbett, 1988).

앞서 언급한 바와 같이 최근 관련분야의 연구들은 과연 사회적 책임 활동이 어떤 경로를 통해 경영성과 내지는 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있는지를 제시하고 있다(Jo and Harjato, 2011). 특히, 사회적 책임 활동의 재무금융적 평가를 기반으로 기업가치 관련성에 대한 구체적 경로를 파악하는데 주목하고 있다. Husted(2005)의 연구는 사회적 책임 활동이 일종의 실물옵션(real option) 성격을 가짐에 따라 미래 현금흐름 창출 능력을 담보하는 일종의 위험관리 전략으로 이해될 수 있음을

제시하였다. El Ghouli et al.(2011)의 연구는 사회적 책임 활동과 자본비용(cost of capital)의 관계에 주목하고 있는데, 이들은 양자 간 음(-)의 관계가 성립함을 근거로 동 활동이 기업가치 개선에 긍정적인 영향력이 있을 것임을 유추하고 있다. Cui, Jo, and Na(2016)의 연구는 사회적 책임 활동의 강화가 경영자가 여타 기업의 이해관계자와의 대화 통로를 개선함을 신호함으로써 기업 내부자와 외부 투자자 간 정보비대칭성을 완화시키는데 기여할 수 있음을 제시하고 있다. Jo and Na (2012)의 연구는 미국 자본시장에서 술, 담배, 도박 등과 같은 논란이 되는 산업(controversial industry sectors)에 있어 사회적 책임 활동과 위험 수준의 관계를 분석하고 있는데, 양자 간 음(-)의 관계를 확인하고 있다. 이들은 사회적 책임 활동이 일종의 위험관리 전략으로 효용성을 보유함을 주장하였다. 다만, 이러한 결과는 자본시장 내 전체 기업이 아닌 일부 업종에 대한 데이터를 바탕으로 하여 일반화가 어려운 측면이 존재한다. 무엇보다 경제발전 수준, 자본시장의 성숙도, 투자자 보호 수준 등 다양한 환경적 요인이 상이한 선진 국가의 표본을 활용한 분석결과를 국내에 그대로 적용하기에는 어려운 측면이 존재한다. 가령, 투자자 보호 수준이 미흡한 국내 자본시장에서는 사회적 책임 활동이 경영자의 대리인문제에 악용될 가능성이 높으며, 동 활동에 대한 저변이 확대되지 않아 투자자로부터의 시장규율의 원활한 작동도 기대하기 어렵다. 따라서 국내 자본시장의 현실을 적절히 설명하기 위한 새로운 시각의 실증분석이 요구된다.

한편, Kim, Li, and Li(2014)의 연구는 사회적 책임 활동이 주식수익률 분포의 조건부 왜도에 기초한 추가급락위험에 미치는 효과를 분석하고 있다.

이들은 사회적 책임 활동이 경영투명성을 제고시키고, 부정적인 경영공시가 발생할 가능성을 낮춤으로써 추가급락위험을 완화시킬 수 있음을 제시하고 있다. 추가적으로 이러한 효과는 내부 지배구조 수준이 낮거나, 기관투자자 지분율이 낮은 기업에서 보다 두드러지게 관찰됨을 보고하고 있다. 한편, 강상구·김학순·임현일(2015)의 연구는 국내기업을 대상으로 Kim et al.(2014)와 동일한 접근방식을 통해 국내 기업의 사회적 책임 활동이 추가급락위험을 감소시킨다는 결과를 제시하고 있다. 이상의 연구들은 비교적 극단적인 상황에 기초한 추가급락위험을 주요변수로 활용한 반면, 본 연구는 기업의 경영활동에 전반에 걸친 위험을 체계적 위험과 비체계적 위험으로 구분하고 이에 기초한 분석을 수행한다는 측면에서 차이가 존재한다. 흔히, 자금조달, 투자지출 등 경영전략 수립에 있어 경영자는 추가급락위험 뿐만 아니라 포괄적 측면의 위험 수준 역시 고려할 것이므로 본 연구의 결과는 기존 연구를 확장하는 의의를 가질 수 있을 것이다. 무엇보다 본 연구는 위험 수준을 시장위험에 대한 민감도와 기업 경영활동에 내재한 고유위험으로 구분하여 활용함으로써 사회적 책임 활동의 효과의 구체적인 경로를 제시하는 측면의 차별성도 가질 것으로 예상된다.

일반적으로 사회적 책임 활동은 기업을 둘러싼 다양한 이해관계자들과의 이해일치를 통해 영업활동의 지속 가능성을 높이는 효과를 갖는 것으로 알려져 있는데, 자연히 동 부문에 대한 투자가 강화되는 경우 기업의 미래 현금흐름의 불확실성이 제거될 것이고, 이는 위험을 완화시키는 효과로 귀결될 것이다. 보다 구체적으로 사회적 책임 활동에 대한 투자자들의 관심을 감안할 때,<sup>2)</sup> 동 부문에 대한 투자가 상대

2) 글로벌 자본시장에서 ESG(Environment, Social, and Governance) 투자전략이 대두되고 있어 동 부문에 대한 투자가 미흡한 기업은 경쟁열위에 빠져 자본시장에서 토대될 가능성도 내재한다.

적으로 부진할 경우 비윤리적인 기업으로 낙인찍혀 영업활동에 제한될 가능성이 존재하며 이로 인해 현금흐름 창출능력에 있어 불확실성이 확대될 가능성이 내재한다. 뿐만 아니라 정책적 측면에서도 사회적 책임 활동에 대한 다양한 규제가 도입되는 국내 자본시장의 현실을 고려할 때, 동 부문에 대한 투자가 적극적이지 않은 경우 추후 높은 규제비용을 부담해야 할 것이고, 다양한 이해관계자로부터의 소송 가능성 역시 높아질 것이므로 기업에 내재한 위험을 상승시키는 요인으로 작용될 수 있을 것이다. 이러한 이론적 배경 하에서는 사회적 책임 활동의 편익이 초기투자비용을 초과함에 따라 위험을 감소시키는 효과를 가질 것으로 예상할 수 있다(가설 1).

가설 1: 사회적 책임 활동의 적극적인 이행은 기업에 내재한 위험을 낮추는 효과를 가질 것이다.

하지만 앞선 주장과 달리 대리인이론 측면의 시각에 집중하는 이들은 사회적 책임 활동의 비용적 측면을 강조하고 있다(Brammer, Brooks, and Pavelin, 2006). Sprinkle and Maines(2010)의 연구는 사회적 책임 활동이 여타 수익성 있는 사업기회를 포기하게 만듦으로써 오히려 비용적 요인으로 작용할 수 있음을 제시하고 있다. Barnea and Rubin (2010)와 Harjoto and Jo(2011)의 연구는 대리인이론에 기초하여 기업의 내부자 지분율과 사회적 책임 활동 간의 관계를 확인하고 있는데, 내부자 지분이 낮은 기업에서 사회적 책임 활동에 대한 투자지출이 증가하고 있음을 확인하고 있다. 흔히, 주인-대리인모형에서는 내부자 지분율이 주주와의 이해일치의 수단이 될 수 있음을 제시하고 있다. 낮은 내부자 지분율 하에 사회적 책임 활동이 증가

한다는 결과는 경영자의 과잉투자유인에 동 활동이 악용될 수 있음을 의미한다. 왜냐하면, 과도한 사회적 책임 활동에 기인한 비용을 경영자가 부담해야 할 필요성이 낮기 때문이다. 따라서 기업의 사회적 책임 활동이 자본시장에서 명성을 신호하고자 하는 경영자의 과잉투자유인에 근거하여 무분별하게 자행되는 경우 오히려 기업의 위험 수준을 상승시키는 부정적인 효과를 야기할 수도 있을 것이다(Barnea and Rubin, 2010). 특히, 자본시장에서 사회적 책임 활동이 강조되는 현실을 악용해 무분별하게 관련 투자를 자행함으로써 기업가치를 하락시킬 가능성이 내재한다. 더욱이 사회적 책임 활동의 특성상 그 결과가 단기적으로 가시화되기 힘들어 동 부문에 대한 투자실패의 책임을 현직의 경영자가 부담할 가능성이 낮기 때문에 이를 악용한 대리인문제의 발생 가능성이 가중될 수 있다. 이러한 이론적 배경 하에서는 사회적 책임 활동이 기업에 내재한 위험요인을 가중시키는 효과를 가질 것으로 예상할 수 있다(가설 2).

가설 2: 사회적 책임 활동의 적극적인 이행은 기업에 내재한 위험을 증가시키는 효과를 가질 것이다.

한편, 현실적 고려 하에 사회적 책임 활동의 위험 수준에 미치는 효과는 내부 기업특성에 따라 달라질 수 있을 것이다. 관련하여 Ang, Chua, and McConnell(1982)의 연구는 파산위험이 비교적 소규모 기업에서 가중됨을 주장하였으며, 유사한 맥락에서 Froot, Scharfstein, and Stein(1993)의 연구는 외부자금조달에 기인한 비용이 기업규모에 반비례함을 제시하였다. 이러한 연구의 결과를 감안할 때, 일반적으로 규모가 낮은 기업은 높은 파산위

험에 직면하기 때문에 보다 적극적인 위험관리 전략이 필요하며, 영업활동의 지속 가능성을 확대하기 위해 새로운 성장기회를 창출해야 한다. 따라서 사회적 책임 활동이 현금흐름의 불확실성을 해소하는 한편, 미래 기업가치의 상승을 신호하기 위한 경영 전략으로 받아들여진다면 비교적 규모가 작은 기업에서 위험을 감소시키는 효과가 보다 두드러지게 관찰될 것으로 예상이 가능하다(가설 3-1). 특히, 만일 이러한 가설이 지지된다면 본 연구가 제시하고자 하는 일종의 위험관리 전략으로서 사회적 책임 활동의 유용성을 보다 명확히 확인시켜주는 결과로 해석이 가능할 것이다. 하지만 이러한 주장과 반대로 파산 가능성이 비교적 높은 상황에서 사회적 책임 활동에 지나치게 몰두하는 경우 기업 성장단계에서 산업고유의 사업기회를 채택하지 못할 가능성도 존재한다. 더불어 사회적 책임 활동이 일종의 대리인문제에 악용된다면 파산위험을 가중시키는 효과는 규모가 작은 기업에서 보다 크게 관찰될 것으로 예상된다. 즉, 재무적 제약에 대한 노출도가 가중되는 소규모 기업의 경우 대리인문제에 기인한 사회적 책임 활동의 부정적인 효과가 보다 두드러지게 관찰될 것이다. 이는 앞서 언급한 바와 같이 단기적으로 가시화되기 어려운 사회적 책임 활동 자체의 불확실성이 파산위험을 높일 가능성이 내재하기 때문이다. 이러한 이론적 배경 하에서 앞선 사회적 책임 활동이 위험을 증가시키는 효과는 규모가 작은 기업에서 보다 강하게 관찰될 것이다(가설 3-2).

가설 3-1: 사회적 책임 활동의 적극적인 이행이 위험을 감소시키는 효과는 비교적 규모가 작은 기업에서 보다 강하게 관찰될 것이다.

가설 3-2: 사회적 책임 활동의 적극적인 이행이

위험을 증가시키는 효과는 비교적 규모가 작은 기업에서 보다 강하게 관찰될 것이다.

사회적 책임 활동에는 초기비용을 충당할만한 일정수준 이상의 자금여력이 확보되어야 한다는 측면에서 비교적 규모가 큰 기업에서 동 부문에 대한 투자를 보다 적극적으로 수행할 수 있다. 더불어 규모가 큰 기업의 경우 주주뿐만 아니라 비교적 많은 이해관계자들이 기업경영에 연관성을 가지고 있기 때문에 이들의 이해를 충족시키고 자본시장에서 기존의 명성을 유지하기 위한 효과적인 전략을 수립해야 할 필요성 역시 높다. 따라서 사회적 책임 활동이 위험을 감소시키는 효과는 비교적 규모가 큰 기업에서 강하게 관찰될 것이다(가설 3-3). 한편, 기업규모가 확대되면 경영행태가 복잡화됨에 따라 투자수준이 높아라도 수익성이 낮은 비효율적인 자금운용의 문제가 발생하는 것으로 알려져 있다(Shin and Stulz, 1998). 더불어 비교적 안정적인 사업안이 확보된 반면 성장기회가 많지 않은 규모가 큰 기업의 경우 높은 자금여력을 바탕으로 경영자가 자신의 사적효용확대를 위해 무분별한 투자를 자행할 수도 있다(Jensen, 1986). 이러한 높은 대리인문제 발생 가능성을 투자자들이 인지한다면 사회적 책임 활동이 경영자의 사적효용추구에 악용됨에 따라 위험이 증가하는 효과는 비교적 규모가 큰 기업에서 보다 강하게 관찰될 것으로 예상이 가능하다(가설 3-4).

가설 3-3: 사회적 책임 활동의 적극적인 이행이 위험을 감소시키는 효과는 비교적 규모가 큰 기업에서 보다 강하게 관찰될 것이다.

가설 3-4: 사회적 책임 활동의 적극적인 이행이



위험을 증가시키는 효과는 비교적 규모가 큰 기업에서 보다 강하게 관찰될 것이다.

국내경제에서 재벌 기업집단으로의 지나친 경제력 집중으로 인한 부작용들이 대두되면서 중소기업인들과의 상생발전을 위해 이들을 중심으로 사회적 책임 활동이 논의되어 한다는 주장이 제기되고 있다. 이를 감안하자면 재벌 기업집단 소속기업의 경우 다양한 이해관계자를 포괄하는 사회적 요구에 대응하기 위해 사회적 책임 활동에 적극적일 수 있다. 특히, 정책당국이 재벌 기업집단의 경제력 집중의 부작용을 완화시키고자 이들에 대한 다양한 사회적 책임 활동을 요구하는 현실을 고려할 때, 동 활동을 통해 발생 가능한 규제비용이나 이해관계자들로부터의 소송 가능성을 완화시킬 수 있을 것이다. 따라서 이 경우 사회적 책임 활동의 적극적인 이행이 위험을 감소시키는 효과는 재벌 기업집단 소속기업에서 보다 강하게 관찰될 것이다(가설 4-1). 반면, 재벌 기업집단이 대한 정책적 관심이 높은 이유는 지배주주가 비교적 적은 지분율을 바탕으로 기업집단 전체에 대한 통제권을 행사하는 현상이 관찰되기 때문이다(Baek, Kang, and Park, 2004). 문제는 지배주주가 자신의 사적효용을 확대하기 위해 과도한 통제권 행사를 악용하는 경우 여타 소액주주의 부를 훼손할 수 있다는 점이다. 따라서 재벌 기업집단 소속기업에서는 지배주주가 자본시장에서의 명성 강화라는 사적효용을 확대하기 위해 무분별하게 사회적 책임 활동을 강화시킬 가능성이 내재한다. 이러한 특성을 감안하자면, 사회적 책임 활동이 위험을 증가시키는 효과는 재벌 기업집단 소속기업에서 보다 강하게 관찰될 것으로 예상할 수 있다(가설 4-2).

가설 4-1: 사회적 책임 활동의 적극적인 이행이 위험을 감소시키는 효과는 대규모 기업집단(재벌) 소속 기업에서 보다 강하게 관찰될 것이다.

가설 4-2: 사회적 책임 활동의 적극적인 이행이 위험을 증가시키는 효과는 대규모 기업집단(재벌) 소속 기업에서 보다 강하게 관찰될 것이다.

일반적으로 재벌 소속기업의 경우 내부자본시장을 통해 계열사 상호간 지원이 가능한 것으로 알려져 있는데, 이로 인해 이들은 비교적 낮은 파산위험을 가진다(Stein, 1997). 반면, 독립기업의 경우 대부부의 자금, 재화 및 서비스를 외부자본시장으로부터 조달해야 하기 때문에 비교적 높은 재무적 제약에 직면하며, 산업 내 경쟁우위 확보에 어려움을 겪을 수 있다. 따라서 사회적 책임 활동이 미래 현금흐름의 불안정성을 완화시키고 영업활동의 지속 가능성을 확대함으로써 기업에 내재한 위험을 감소시키는 효과는 독립기업에서 보다 강하게 관찰될 것으로 예상할 수 있다(가설 4-3). 반면, 사회적 책임 활동의 편익적 측면보다 비용적 측면이 강할 경우 여타 계열사들로부터의 지원이 없는 독립기업에서는 이러한 특성이 파산위험을 더 가중시킬 것으로 예상할 수 있다. 특히, 내부자본시장의 통한 자금지원이 없는 독립기업의 경우 외부자금조달에 크게 의존해야 하는데, 사회적 책임 활동이 경영자의 과잉투자유인의 확대에 악용되는 경우 외부 투자자의 이탈로 인해 확대되는 위험의 규모는 비교적 더 크게 관찰될 것으로 예상할 수 있다. 따라서 이러한 가설이 실증적으로 성립한다면 사회적 책임 활동이 위험에 미치는 효과는 대규모 기업집단에 소속되지 않은 독립기업에서 보다 강하게 관찰될 것으로 예상할 수 있다(가설 4-4).

가설 4-3: 사회적 책임 활동의 적극적인 이행이 위험을 감소시키는 효과는 대규모 기업집단(재벌)에 소속되지 않은 독립기업에서 보다 강하게 관찰될 것이다.

가설 4-4: 사회적 책임 활동의 적극적인 이행이 위험을 증가시키는 효과는 대규모 기업집단(재벌)에 소속되지 않은 독립기업에서 보다 강하게 관찰될 것이다.

### III. 데이터 및 변수

#### 3.1 데이터

본 연구는 2010년부터 2014년까지 한국거래소 유가증권시장 상장기업을 대상으로 사회적 책임 활동 이행수준이 기업의 위험에 미치는 효과를 확인한다. 자본잠식기업을 제외하고, 자료획득이 가능한 738개 상장기업을 대상으로 실증분석을 수행한다. 이를 통해 기존 선진 국가를 중심으로 제기되었던 일종의 위험관리 전략으로서 사회적 책임 활동의 유용성을 실증적으로 확인한다. 기업의 사회적 책임 활동에 대한 대리 지표로 본 연구는 한국기업지배구조원의 기업별 사회적 책임 활동 평가지수를 활용한다. 동 기관에서는 자본시장에서 기업의 사회적 책임 활동이 대두되는 현실을 반영하여 이를 정량화함으로써 투자자들의 투자전략수립에 기여하고자 매년 상장기업을 대상으로 평가지수를 발표하고 있다. 기존 연구에서 활용되는 기업의 사회적 책임 활동에 대한 대리 지표들은 연구자의 자의적인 판단에 근거하거나 일부 기업에 대한 자료만을 활용하여 일반화된 결론을 내리기 힘든 측면이 존재한다(Margolis and Walsh,

2003). 가령, 자산규모, 시가총액 등 기업특성에 기초하여 산출된 지표를 활용하는 경우 사회적 책임 활동의 기업 간 차이를 명확히 반영하기 어려운 구조를 가짐에 따라 일반화된 결론을 도출하기 어려울 것으로 판단된다. 하지만 본 연구가 활용하는 지표는 유사한 규제가 적용되는 유가증권시장 상장기업에 대한 자료를 모두 확보할 수 있어 비교 가능성을 높이고 신뢰성 높은 결과 도출이 용이하다. 더불어 동 기관은 준정부기관으로 기업의 사회적 책임 활동을 객관적이고 일관된 기준에 따라 평가함에 따라 연구자의 자의성이 개입될 여지가 적다. 뿐만 아니라 다양한 평가항목이 평가에 포함되어 있어 포괄적이며 종합적인 분석결과를 도출할 수 있을 것으로 판단된다. 2011년 기준으로 동 평가는 기업 내부자료에 근거하여 66개 항목을 기준으로 100점 만점으로 평가된다. 동 평가는 근로자, 협력사 및 경쟁사, 소비자, 지역사회의 세부항목으로 구성된다.

한편, 재무/회계자료, 소유구조와 주식수익률 관련 데이터는 Fn-Guide의 데이터베이스에서 추출하여 사용한다. 대규모 기업집단 소속기업의 파악하기 위해 공정거래위원회의 대규모 기업집단 정보포털의 자료를 활용한다. 동 위원회에서는 재벌 기업집단으로의 경제력 집중을 견제하기 위한 시장규율의 가능성을 개선하기 위해 매년 해당 기업집단을 선정하여 발표하고 있다.

#### 3.2 변수

##### 3.2.1 기업의 위험 및 위험조정 투자수익률

실증분석을 위한 종속변수로 본 연구는 기업의 위험수준 결정요인을 파악하고자 시도된 기존 연구를 참고하여 주식수익률에 기초한 변수를 산출한다. 먼

저, 기업의 총위험(total risk)을 측정하기 위해 1년간 일별주식수익률의 표준편차(Volatility)를 활용한다.<sup>3)</sup> 흔히, 효율적 시장가설 하에 이용 가능한 기업정보는 주식가격에 모두 반영되는 것으로 알려져 있는데, 해당 기업의 위험요인이 가중될 경우 수요-공급의 불일치로 인해 주식가격의 변동성이 커질 것으로 예상할 수 있다. 무엇보다 평균-분산접근(mean-variance approach) 하에 변동성이 커지는 경우 투자자의 입장에서 수익에 대한 높은 불확실성을 부담하므로 위험요인이 증가하는 것으로 판단할 수 있다. 아래 식 (1)은 총위험의 산출방식을 제시하고 있다.  $i$ 는 개별기업의 주식을,  $t$ 는 각 시점을,  $T$ 는 연간 주식거래일을,  $R_{it}$ 는 일별주식수익률을,  $\mu_{it}$ 는 일별주식수익률의 연간 평균값을 의미한다.

$$Volatility_{it} = \sqrt{\left(\frac{1}{T-1}\right) \sum_{t=1}^T (R_{it} - \mu_{it})^2} \quad (1)$$

본 연구는 기업의 위험 수준을 파악함에 있어 보다 구체적인 결과를 확인하기 위해 총위험을 체계적 위험(systematic risk)과 비체계적 위험(unsystematic risk)으로 구분한다. 체계적 위험은 흔히 피할 수 없는 시장위험에 대한 해당 기업 주식의 민감도로 이해될 수 있으며, 동 위험요인이 상승한다는 의미는 예상치 못한 외생적 충격에 대해 높은 위험요인을 부담해야 함을 의미한다. 본 연구는 CAPM(Capital Asset Pricing Model)을 통해 1년간 일별 주식수익률과 시장수익률을 바탕으로 베타를 측정하여 체계적 위험의 대응치(Beta)로 활용한다. 한편, 비체계적 위험은 기업 고유의 위험으로 이해될 수 있는

데, 동 위험이 상승하다는 것은 기업 내부의 위험요인으로 인한 현금흐름의 불확실성이 가중되고 있음을 의미한다. 비체계적 위험은 시장모형(market model)로부터 산출된 잔차(residual)의 표준편차(Residual-vol)로 측정된다. 아래 식 (2)은 시장모형을 의미하며, 식 (3)은 비체계적 위험의 산출방식을 의미한다.  $R_{mt}$ 는 일별시장수익률을,  $\epsilon_{it}$ 는 시장모형으로 산출된 잔차를 의미한다.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_{it} R_{mt} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

$$Residual-vol_{it} = \sqrt{\left(\frac{1}{T-1}\right) \sum_{t=1}^T \epsilon_{it}^2} \quad (3)$$

한편, 본 연구는 기존 연구와의 연계성을 강화하기 위해 과연 사회적 책임 활동이 위험수준에 영향을 미침으로써 궁극적으로 기업가치에 어떤 영향력을 갖는가를 분석한다. 이를 위해 위험조정 투자수익률을 추가적인 종속변수로 활용한다. 기존 연구는 단순히 주식가격에 기초하여 장부가치 대비 시장가치 비율 등을 기업가치의 대응치로 활용하고 있는데, 이러한 접근방식은 위험관리 효과를 명확히 파악하기 힘든 구조를 갖는다. 따라서 본 연구는 기업가치 변화에 있어 주식수익률의 자체의 개선뿐만 아니라 위험요인의 변화 효과도 동시에 고려한 지표를 바탕으로 보다 일반화된 결과를 도출하고자 새로운 접근을 시도한다. 가령, 사회적 책임 활동이 위험을 감소시키는 효과를 가지며, 동시에 위험조정 투자수익률 개선에 긍정적인 효과를 갖는다면, 위험감소효과를 통해 기업가치의 개선이 야기될 수 있음을 확

3) 영업이익, 당기순이익 등 수익성 지표에 기초하여 기업의 위험요인을 파악한 연구도 존재하는데, 재무제표에 근거한 동 지표들은 미래 성장기회나 위험요인을 즉시 반영하지 못하는 한계에 노출된다. 무엇보다 본 연구가 수익성에 기초한 지표를 활용치 않는 이유는 비교적 최근 데이터를 활용하는 특성상 연간 자료의 변동성을 바탕으로 분석할 경우 제한적 표본만이 활용 가능하기 때문이다.

인이 가능할 것이다.

본 연구는 3가지 지표를 동시에 활용하여 엄밀한 결과를 도출하는데, 정보비율(information ratio), 쟈센의 알파(Jensen's Alpha)와 샤프비율(sharpe ratio)을 변수로 활용한다. 각 지표는 일별주식수익률에 기초하고, 정보비율(IR)은 시장초과수익률을 시장초과수익률의 표준편차로 나눈 값으로 측정된다. 아래 식 (4)는 정보비율의 산출방식을 의미한다.

$$IR_{it} = \frac{(R_{it} - R_{mt})}{\sqrt{Var(R_{it} - R_{mt})}} \quad (4)$$

쟁센의 알파(Jensen)는 개별기업 주식의 위험프리미엄(주식수익률-무위험수익률)에서 베타와 시장의 위험프리미엄(시장수익률-무위험수익률)을 차감한 값으로 측정되며, 구체적인 산출방식은 아래 식 (5)와 같다.  $R_{ft}$ 는 무위험수익률(단기 국고채 수익률)을 의미한다.

$$Jensen_{it} = R_{it} - R_{ft} - \beta_{it}(R_{mt} - R_{ft}) \quad (5)$$

마지막으로 샤프비율(Sharpe)은 개별기업 주식의 위험프리미엄을 개별기업 주식의 위험프리미엄의 표준편차로 나눈 값을 통해 측정되며, 구체적인 산출방식은 아래 식 (6)과 같다.

$$Sharpe_{it} = \frac{(R_{it} - R_{ft})}{\sqrt{Var(R_{it} - R_{ft})}} \quad (6)$$

### 3.2.2 기업의 사회적 책임 활동

앞서 언급한 바와 같이 기업의 사회적 책임 활동의 대응치로 한국기업지배구조원의 기업별 사회적 책임 활동 평가결과를 활용<sup>4)</sup>한다. 동 지수는 노사협의회 운영실적, 장애인 고용비율, 근로자의 안전보건 정책 수립 등을 평가하는 근로자 항목, 협력사 및 경쟁사에 대한 공정거래 방침 수립 여부, 부패방지 전담 조직 구성 유무 등을 평가하는 협력사 및 경쟁사 항목, 불공정 계약(약관)으로 인한 체제 여부, 제품 및 서비스 안정성에 대한 국내외 인증 취득 여부, 소비자 개인정보 관리 정책 수립 유무 등을 평가하는 소비자 항목, 지역사회 지원 프로그램(보건, 교육 등) 운영 여부, 지역 공급자 우선 배려 정책 수립 유무 등을 평가하는 지역사회 항목으로 구성되어 있다. 따라서 이러한 기업의 다양한 사회적 책임 활동을 포괄적이며, 종합적으로 평가하기 때문에 보다 엄밀하며, 객관적인 분석이 가능할 것이다. 본 연구는 분석의 용이성을 위해 동 평가결과를 1점 만점으로 환산한 지수를 산출하여 실증분석에 활용하며(CSRI), 사회적 책임 활동의 효과를 구체적으로 파악하기 위해 각 세부항목에 대한 점수를 1점 만점으로 환산하여 분석에 활용한다(CSRI1=근로자, CSRI2=협력사 및 경쟁사, CSRI3=소비자, CSRI4=지역사회). 동 지수가 높다는 것은 기업이 사회적 책임 활동을 적극적으로 이행하고 있음을 의미한다.

추가적으로 본 연구는 기업의 환경경영 수준과 기부금 지출을 변수화하여 활용한다. 자본시장에서 ESG(Environment, Social, and Governance)에 대한 관심이 증가함에 따라 기업의 사회적 책임

4) 동 평가지수에 관련한 보다 구체적인 내용은 Byun, Lee, and Park(2015)의 연구와 한국기업지배구조원 홈페이지(www.cgs.or.kr)를 참고

활동뿐만 아니라 환경변화에 능동적으로 대응하고 환경보존을 통한 새로운 가치를 창출하기 위한 환경경영(environmental management)의 중요성도 대두되고 있다. 기업은 환경경영을 통해 미래 발생 가능한 탄소배출권 거래, 기후변화에 기인한 영업활동의 제한 등 규제적 변화에 사전에 대응할 수 있으며, 무엇보다 지역사회의 환경보존을 통해 해당 사업영역의 지속 가능성을 확보하고, 윤리적 기업으로서의 명성도 강화할 수 있다. 따라서 환경경영은 사회적 책임 활동의 또 다른 부류로서 이해될 수 있다. 이러한 측면을 고려하여 본 연구는 분석결과의 범위를 확대함은 물론, 강건성을 확인하기 위해 환경경영이 기업에 내재한 위험에 미치는 영향을 추가적으로 활용한다. 동 지표 역시 한국기업지배구조원의 기업별 환경경영 평가결과<sup>5)</sup>를 1점 만점으로 환산하여 변수화 한다(EMI). 한편, 기존 연구는 자료 확보가 용이하며, 가장 기본적인 사회적 책임 활동에 대한 척도로 기업의 기부금지출을 분석하고 있다. 물론, 동 지표가 다양한 기업의 사회적 책임 활동을 종합적으로 파악하는데 한계를 갖지만, 기존 연구의 연장선상에서 분석결과를 논의하기 위해 본 연구는 총자산 대비 기부금지출액을 추가적인 변수로 활용한다(Donation).

### 3.2.3 통제변수

누락변수의 편의(omitted variable bias)에 근거한 내생성 문제를 사전에 차단하기 위한 조치로 기존 연구를 참고하여 다양한 기업특성들을 통제변수로 활용한다. 먼저, 기업규모의 효과를 통제하기

위해 총자산에 자연로그를 취한 값을 추가한다(Size). 기업은 레버리지 활용을 통해 투자수익률을 개선하는 한편, 절세효과, 대리인문제 통제효과 등의 편익을 얻을 수 있지만, 동시에 파산위험 증가라는 비용도 부담해야 한다. 따라서 이러한 효과를 통제하기 위해 총자산 대비 총부채를 통제변수에 포함한다(Leverage). 안정적인 수익성의 확보는 미래 발생 가능한 위험요인에 대응하기 위한 자본여력을 확대시키는 효과를 갖는 것으로 알려져 있다. 이러한 효과를 감안하여 총자산 대비 당기순이익을 추가한다(ROA). 기업은 설립초기에 비교적 많은 성장 기회를 확보하며 적극적인 투자 포트폴리오를 형성할 수 있는 반면, 이에 상응하여 파산위험 역시 가중될 것으로 예상할 수 있다. 반면, 설립이후 수익성이 안정기에 도입하면 파산위험은 감소하는 반면 적극적인 위험인수를 꺼려할 것이다. 이러한 효과를 통제하기 위해 기업업력(기준연도-설립연도+1)에 자연로그를 취한 값을 통제변수에 포함한다(Age). 일반적으로 과거 현금흐름의 불안정성은 미래 성장기회를 모색하기 위한 자금여력을 약화시켜 위험요인을 가중시키는 것으로 알려져 있다. 뿐만 아니라 이러한 불안정한 경영 상태를 개선하고자 경영진은 보다 적극적으로 위험을 추구할 가능성도 존재한다. 이러한 효과를 감안하여 과거 5년간 ROA의 표준편차를 통제변수에 포함한다(Risk). 기업이 보유한 성장기회 역시 위험 수준에 영향을 미칠 수 있으므로 이를 통제하기 위해 총자산 대비 자본적 지출(capital expenditure)을 추가한다(Growth). 한편, 기업에 대한 자본시장의 평가 수준 역시 위험요인으로 작용할 수 있는데, 가령, 주식가격에 기초하여 높은 시장

5) 동 평가지수에 관련한 보다 구체적인 내용은 박경서·변희섭·이지혜(2012)의 연구와 한국기업지배구조원 홈페이지(www.cgs.or.kr)를 참고

가치를 보유한 기업은 위협요인이 적은 것으로 투자자들이 받아들일 수 있을 것이다. 따라서 이러한 투자자의 기대를 반영하기 위해 자기자본의 시장가치(보통주주식수\*연말 종가)를 자기자본의 장부가치로 나눈 값을 통제변수로 활용한다(M/B ratio). 흔히, 대리인이론 하에 경영자 지분율은 주주와의 이해 불일치를 해소하는 수단으로 알려져 있다. 하지만 집중된 소유구조를 바탕으로 대부분의 기업에서 대주주가 존재하며, 이들이 기업경영에 실질적 영향력을 행사하고 있는 것이 국내 자본시장의 현실이다. 대주주의 지분율이 낮은 기업의 경우 이들의 사회적효용추구 유인이 강화되어 대리인문제 발생 가능성이 가중될 것이다. 반면, 대주주가 지나치게 높은 지분율을 확보한 경우 경영권 위협으로부터 자유로워짐에 따라 현재 경영 상태에 안주하는 식의 대리인문제도 발생할 가능성도 동시에 존재한다. 이러한 효과를 통제하기 위해 최대주주와 사실상 이들의 입장에서 의결권을 행사할 것으로 예상되는 친족의 지분율 합계를 통제변수로 포함한다(Block). 기업의 위험 수준은 고유의 특성에 의해 영향을 받기도 하지만 자본시장의 전반적인 여건에 의해서도 영향을 받는다. 본 연구가 고려하는 위험 수준의 대리 지표는 모두 개별기업의 주식가격에 기초하고 있으므로, 거시적인 측면에서 주식시장 여건을 통제하기 위해 시장지수(KOSPI)의 일별 평균값을 통제변수에 포함한다(Market). 마지막으로 본 연구는 후반부에서 대규모 기업집단(재벌) 소속기업과 독립기업 간의 특성 차이에 기초한 분석을 실시한다. 이러한 분석에 있어 두 표본을 구분하기 위한 변수로 재벌 기업집단의 경우 1, 아닌 경우(독립기업) 0의 값을 더미변수를 설정한다(Chaebol). 한편, 본 연구는 역의 인과관계(reverse causality)에 기인한 내생성 문제를 완화하기 위해 도구변수를 활용한 2단계 최

소자승법 모형을 추정한다. 도구변수로 기업의 매출액에 자연로그를 취한 값(Sales)을 활용하는데, 이러한 설정의 적정성에 대한 논의는 추후 실증분석결과와 함께 제시한다.

## IV. 실증분석

### 4.1 기초통계량 및 상관관계

〈표 1〉은 본 연구의 표본기간에 걸쳐 사회적 책임 활동 지수에 따른 기업의 분포를 보여주고 있다. 각 연도별 표본을 사회적 책임 활동 지수에 따라 0.1점 단위 10개 그룹으로 나누어 분석한다. 즉, Weak (1) 그룹에 속하는 기업의 경우 사회적 책임 활동 지수가 0.1점 이하로 동 활동에 가장 취약함을 의미하며, Good (10) 그룹에 속하는 기업의 경우 동 지수가 0.9점 이상으로 동 활동에 가장 적극적임을 의미한다. 이러한 구분기준을 바탕으로 각 그룹에 포함된 기업의 숫자와 사회적 책임 활동 지수의 평균값을 제시한다. 시간의 흐름에 따라 기업의 사회적 책임 활동 지수의 전체 평균값은 점진적으로 상승하는 추이를 보이고 있다. 2010년에는 전체 평균값이 0.2085점인데 반해, 2013년에는 0.3740점으로 큰 상승폭을 보여주고 있다. 더불어 2010년에는 주로 취약한 그룹(Weak (1) or (2))에 다수의 기업이 속하였던 반면, 2013년에는 비교적 상위 그룹((3), (4))으로 분포가 상향 이동(shift)하고 있음을 확인할 수 있다. 이러한 결과는 국내 자본시장에서 기업의 사회적 책임 활동에 대한 정책당국과 투자자의 관심이 대두됨에 따라 동 활동에 적극적이지 않을 경우 도태될 수 있다는 인식에서 기업들이 적극적인 투

〈표 1〉 기업의 사회적 책임 활동 지수의 시계열 추이

이 표는 사회적 책임 활동 지수(CSRI)에 따라 표본을 10개 그룹으로 나누어 각 그룹에 포함된 기업의 숫자와 사회적 책임 활동 지수의 평균을 제시한다. 사회적 책임 활동 지수는 한국기업지배구조원의 기업별 사회적 책임 활동 평가결과를 1점 만점으로 환산한 값이다.

CSRI		연도			
		2010	2011	2012	2013
Weak (1)	N	128	0	0	0
	MEAN	0.0903	-	-	-
(2)	N	311	161	35	47
	MEAN	0.1435	0.1795	0.1897	0.1845
(3)	N	115	296	292	283
	MEAN	0.2421	0.2468	0.2518	0.2513
(4)	N	50	123	177	162
	MEAN	0.3387	0.3464	0.3452	0.3482
(5)	N	19	48	76	72
	MEAN	0.4386	0.4433	0.4479	0.4469
(6)	N	23	23	33	33
	MEAN	0.5606	0.5481	0.5448	0.5483
(7)	N	15	31	30	32
	MEAN	0.6333	0.6452	0.6527	0.6517
(8)	N	9	17	24	28
	MEAN	0.7493	0.7443	0.7429	0.7481
(9)	N	2	8	23	30
	MEAN	0.8500	0.8329	0.8419	0.8463
Good (10)	N	0	0	1	6
	MEAN	-	-	0.9133	0.9233
Total	N	672	707	691	693
	MEAN	0.2085	0.3080	0.3632	0.3740

자에 나서고 있기 때문임을 의미하며, 본 연구가 주목하는 연구주제에 대한 중요성을 증명시켜준다. 하지만 이러한 변화가 과연 기업에 긍정적 요인으로 작용할지 부정적 요인으로 작용할지에 대한 면밀한 분석이 필요할 것으로 예상된다. 한편, 연구표본인 한국거래소 유가증권시장 상장기업의 사회적 책임

활동 지수는 각 그룹에 적절히 분포되어 있어 동 변수에 차이에 기인한 기업의 위험수준을 실증분석하는데 경제적으로도 의미있는 결과를 제시할 수 있을 것으로 예상된다.

〈표 2〉는 본 연구의 실증분석에 활용된 변수의 기초통계량을 제시한다. 총위험의 대리 지표인 1년간

〈표 2〉 기술통계량

이 표는 실증분석에 사용된 변수의 기술통계량을 제시한다. 각 변수의 정의는 부록 〈표 1〉에 제시된 바와 같다.

변수	N	MEAN	MEDIAN	STD.DEV	MAX	MIN
Volatility	2,684	0.0256	0.0234	0.0105	0.0857	0.0060
Beta	2,684	0.6689	0.6189	0.3761	1.9493	0.0031
Residual_vol	2,684	0.0242	0.0220	0.0102	0.0849	0.0058
IR	2,684	0.0114	0.0124	0.0579	0.2818	-0.1657
Jensen	2,684	0.0003	0.0002	0.0016	0.0093	-0.0078
Sharpe	2,684	0.0088	0.0088	0.0567	0.2808	-0.1647
CSRI	2,762	0.3143	0.2667	0.1734	0.9433	0.0667
CSRI1	2,762	0.3690	0.3286	0.1534	0.9286	0.1143
CSRI2	2,762	0.2497	0.1094	0.2607	1.0000	0.0000
CSRI3	2,762	0.3034	0.2879	0.1961	1.0000	0.0000
CSRI4	2,762	0.2187	0.1667	0.1986	1.0000	0.0000
EMI	2,762	0.3371	0.3633	0.2257	0.9333	0.0000
Donation	2,762	0.0008	0.0001	0.0023	0.0511	0.0000
Size	2,762	20.0590	19.7559	1.6736	26.0398	15.8044
Leverage	2,762	0.4535	0.4476	0.2218	0.9901	0.0005
ROA	2,762	0.0207	0.0257	0.0895	0.9141	-0.7810
Age	2,762	3.4506	3.6889	0.7551	4.7622	0.0000
Risk	2,762	0.0536	0.0308	0.1126	1.5861	0.0008
Growth	2,762	0.0522	0.0304	0.0665	0.9279	0.0000
M/B ratio	2,762	1.1355	0.8251	1.0844	9.7082	0.1029
Block	2,762	43.6236	43.6229	16.7877	90.0000	1.3100
Market	2,762	1.911	1.961	85	1,983	1,765
Chaebol	2,762	0.2603	0.0000	0.4389	1.0000	0.0000
Sales	2,762	19.6171	19.4461	1.7683	25.7882	13.6467

일별주식수익률의 표준편차(Volatility)의 평균은 약 0.0256으로 나타났으며, 체계적 위험의 대리 지표인 CAPM의 베타(Beta)의 평균은 약 0.6689, 비체계적 위험의 대리 지표인 시장모형으로부터 산출된 잔차의 표준편차(Residual-vol)의 평균은 약 0.0242로 확인되었다. 위험조정 투자수익률에 대한 지표로 정보비율(IR)의 평균은 약 0.0114, 쟈센의 알파

(Jensen)의 평균은 약 0.0003, 샤프비율(Sharpe)의 평균은 약 0.0088로 관찰되었다. 사회적 책임 활동 지수(CSRI)의 평균은 약 0.3143이며, 근로자 항목(CSRI1), 경쟁사 및 협력사 항목(CSRI2), 소비자 항목(CSRI3)과 지역사회 항목(CSRI4)의 평균은 각각 약 0.3690, 0.2497, 0.3034, 0.2187로 나타났다. 한편, 기업별 환경경영 지수(EMI)의 평균



은 약 0.3371이며, 기부금지출 수준(Donation)의 평균은 약 0.0008로 비교적 저조한 수준임을 보여 주고 있다. 기업규모의 대리 지표로 총자산에 자연로그를 취한 값(Size)의 평균은 약 20.0590으로 나타났다으며, 부채비율(Leverage)의 평균은 약 0.4535로 관찰되었다. ROA의 표본 평균은 약 0.0207이며, 기업업력에 자연로그를 취한 값(Age)의 평균은 약 3.4506으로 관찰되었다. 과거 5년간 ROA의 표준편차(Risk)의 평균은 약 0.0536, 성장성의 대리 지표인 총자산 대비 자본적 지출(Growth)의 평균은 약 0.0522이다. 자본시장으로부터의 평가 수준

을 의미하는 M/B ratio의 평균은 약 1.1355로 나타났다으며, 최대주주 및 친족 지분율의 평균은 약 43.6236으로 국내 자본시장 내 기업들이 대게 집중된 소유구조를 가지고 있다는 현실을 입증시켜 준다. 시장지수의 일별 평균값(Market)은 약 1,911이며, 표본의 약 26%는 재벌 기업집단 소속기업임을 확인할 수 있다.

한편, <표 3>은 실증분석에 활용될 주요 변수 간 상관관계를 추정한 결과를 제시하고 있다. 본 연구의 주요 관심사인 사회적 책임 활동 지수(CSRI)와 총위험(Volatility) 간에는 유의한 음(-)의 상관관

<표 3> 상관관계

이 표는 실증분석에 사용된 주요 변수 간 상관관계를 제시한다. 각 변수의 정의는 부록 <표 1>에 제시된 바와 같다. 굵은 글씨로 표기된 수치는 5% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미한다.

	Volatility	Beta	Residual_vol	CSRI	Size	Leverage
Beta	<b>0.3162</b>					
Residual_vol	<b>0.9813</b>	<b>0.1827</b>				
CSRI	<b>-0.2854</b>	<b>0.2059</b>	<b>-0.2973</b>			
Size	<b>-0.3039</b>	<b>0.3294</b>	<b>-0.3735</b>	<b>0.6570</b>		
Leverage	<b>0.1645</b>	<b>0.1600</b>	<b>0.1500</b>	<b>0.1287</b>	<b>0.3079</b>	
ROA	<b>-0.3091</b>	0.0318	<b>-0.3443</b>	<b>0.0835</b>	<b>0.1525</b>	<b>-0.2910</b>
Age	<b>-0.0447</b>	-0.0314	<b>-0.0423</b>	<b>-0.0469</b>	0.0172	0.0341
Risk	<b>0.2142</b>	<b>0.0398</b>	<b>0.2210</b>	<b>-0.0503</b>	<b>-0.1853</b>	-0.0062
Growth	<b>-0.0694</b>	<b>0.0707</b>	<b>-0.0827</b>	<b>0.0943</b>	<b>0.0764</b>	<b>-0.1643</b>
M/B ratio	<b>0.0815</b>	<b>0.1303</b>	<b>0.0649</b>	<b>0.1988</b>	<b>0.0604</b>	<b>0.0665</b>
Block	<b>-0.1291</b>	<b>-0.2085</b>	<b>-0.1033</b>	<b>-0.1378</b>	<b>-0.0870</b>	<b>-0.1036</b>
Market	<b>-0.2327</b>	<b>-0.1629</b>	<b>-0.1326</b>	<b>0.3126</b>	0.0256	0.0161
	ROA	Age	Risk	Growth	M/B ratio	Block
Age	<b>-0.0508</b>					
Risk	<b>-0.2348</b>	-0.0041				
Growth	<b>0.1504</b>	-0.0175	<b>0.0486</b>			
M/B ratio	<b>0.0886</b>	<b>-0.1424</b>	<b>0.1523</b>	<b>0.1199</b>		
Block	<b>0.1352</b>	<b>-0.0597</b>	<b>-0.0819</b>	<b>0.0490</b>	<b>-0.1527</b>	
Market	<b>-0.0879</b>	-0.0063	0.0037	0.0139	-0.0046	0.0170

계가 성립하고 있음을 확인할 수 있다. 이는 적극적인 사회적 책임 활동의 수행이 기업에 내재한 위험을 낮출 수 있음을 의미한다. 사회적 책임 활동 지수와 체계적 위험(Beta) 간에는 양(+ )의 상관관계가 성립하며, 비체계적 위험(Residual-vol) 간에는 음(-)의 상관관계가 성립하는 것으로 나타났다. 총위험, 체계적위험과 비체계적 위험 간에는 양(+ )의 상관관계가 존재하는 것으로 관찰되었다. 한편, 이러한 결과는 기업에 내재한 위험에 영향을 미칠 수 있는 다양한 변수를 통제하지 않은 상태에 도출되어 일반화되기 어려운 측면이 존재한다. 따라서 본 연구는 다양한 통제변수는 물론 여러 가지 통계적 모형을 바탕으로 강건성 있는 분석결과를 제시한다.

#### 4.2 회귀분석

본 연구는 여타 기업특성을 통제한 상태에서 사회적 책임 활동이 기업의 위험 수준에 미치는 효과를 분석하기 위해 회귀분석을 시도한다. 이를 위한 주요 실증분석모형은 아래 식 (7)과 같으며, 각 변수의 정의는 부록 <표 1>에 구체적으로 제시되어 있다.

$$\begin{aligned} \text{Volatility}_{it+1} = & \beta_0 + \beta_1 * \text{CSRI}_{it} + \beta_2 * \text{Size}_{it} \\ & + \beta_3 * \text{Leverage}_{it} + \beta_4 * \text{ROA}_{it} + \beta_5 * \text{Age}_{it} \\ & + \beta_6 * \text{Risk}_{it} + \beta_7 * \text{Growth}_{it} \\ & + \beta_8 * \text{M/B ratio}_{it} + \beta_9 * \text{Block}_{it} \\ & + \beta_{10} * \text{Market}_{it} + \eta_i + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (7)$$

이러한 실증분석모형을 설정함에 있어 설명변수와

독립변수를 동 기간 값으로 설정할 경우 역의 인과 관계에 따른 오류에 노출될 우려가 존재하며, 직관적으로도 적합하지 않다. 다시 말해, 주식이격 변화에 기초한 위험요인을 파악함에 있어 사회적 책임 활동이라는 요인이 사전적으로 충분히 인식이 가능해야 할 것이다. 따라서 종속변수와 독립변수 간 1기의 시차를 둔 분석을 수행한다. 한편, 본 연구 표본이 시계열 자료와 횡단면 자료가 동시에 존재하는 특성을 가지기 때문에 패널데이터 분석방식을 통한 실증분석을 수행한다.<sup>6)</sup> 흔히, 패널데이터 분석방식은 개별기업효과( $\eta$ )를 고려함은 물론 모형의 자유도 (degree of freedom)를 높임으로써 모수 추정에 효율적인 것으로 알려져 있다. 특히, 관찰 불가능한 개별 기업의 특성을 사전에 반영하여 누락변수의 편의에 기인한 오류를 효과적으로 완화시키는 것으로 알려져 있다. 동 분석방식은 개별기업효과를 상수항에 반영시키는 고정효과모형(fixed effect model)과 오차항에 반영하는 확률효과모형(random effect model)로 나뉘는데, 본 연구는 두 가지 분석방식을 모두 사용하였으나 분석결과에 큰 차이를 발견할 수 없었다. 다만, 두 모형 간 선택은 흔히 Hausman test를 통해 구분이 가능한데, 동 통계분석을 통해 고정효과모형의 적합도가 높음을 확인<sup>7)</sup>하여 지면의 제약상 동 분석결과만을 제시한다. 한편, 패널데이터의 특성상 자기상관성과 이분산성으로 인한 오류발생 가능성을 감안하여 Heteroscedasticity-consistent standard error 방식을 통해 추정계수의 유의성을 검증한다.

<표 4>는 다변량 분석을 통해 사회적 책임 활동이

6) 흔히, 기업재무 분야에서는 OLS 방식의 분석도 동시에 시도하고 있는데, 본 연구 동 분석방식을 활용한 결과, 보고된 결과와 유사한 결과를 확인할 수 있었다.

7) 본 연구의 주요 추정모형에서 Hausman 통계량은 147.57로 관찰되었으며, 이는 1% 수준에서 통계적으로 유의적임을 의미한다. 무엇보다 이러한 통계량은 확률효과모형이 적합하다는 귀무가설을 기각할 수 있음을 의미하므로 고정효과모형의 활용이 통계적으로 적절함을 의미한다.

〈표 4〉 사회적 책임 활동이 기업의 위험 수준에 미치는 영향

이 표는 고정효과모형(firm fixed effect model)을 통해 사회적 책임 활동이 기업의 위험 수준에 미치는 영향을 분석한 결과를 제시한다. 각 변수의 정의는 부록 〈표 1〉에 제시된 바와 같다. 대괄호 안의 값은 Heteroscedasticity-consistent standard error 방식을 통해 표준화한 t값을 의미하며, \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미한다.

	모형(1)	모형(2)	모형(3)	모형(4)	모형(5)	모형(6)
	Total sample			Excluding financial firms		
	Volatility	Beta	Residual _vol	Volatility	Beta	Residual _vol
상수항	0.1385*** [5.66]	1.5944* [1.86]	0.1089*** [4.55]	0.1370*** [5.19]	1.6154* [1.69]	0.1128*** [4.39]
CSRI	-0.0120*** [-5.06]	0.0260 [0.31]	-0.0072*** [-3.20]	-0.0128*** [-5.15]	-0.0185 [-0.21]	-0.0079*** [-3.32]
Size	-0.0033*** [-2.58]	0.0350 [0.79]	-0.0030** [-2.42]	-0.0033** [-2.38]	0.0364 [0.73]	-0.0032** [-2.40]
Leverage	0.0198*** [5.66]	0.0016 [0.01]	0.0194*** [5.56]	0.0196*** [5.44]	-0.0024 [-0.02]	0.0189*** [5.27]
ROA	-0.0026 [-0.76]	0.2264* [1.95]	-0.0049 [-1.42]	-0.0029 [-0.83]	0.2095* [1.78]	-0.0051 [-1.47]
Age	-0.0068*** [-3.54]	-0.1058 [-1.47]	-0.0053*** [-2.92]	-0.0069*** [-3.20]	-0.1015 [-1.27]	-0.0056*** [-2.71]
Risk	0.0028 [0.66]	0.2413 [1.50]	0.0023 [0.57]	0.0026 [0.62]	0.2481 [1.53]	0.0020 [0.48]
Growth	-0.0025 [-0.77]	0.2875*** [2.61]	-0.0033 [-1.08]	-0.0025 [-0.78]	0.2872*** [2.60]	-0.0034 [-1.11]
M/B ratio	-0.0001 [-0.24]	0.0379*** [3.18]	-0.0005 [-1.56]	0.0001 [0.20]	0.0408*** [3.24]	-0.0004 [-1.17]
Block	0.0001 [1.63]	-0.0007 [-0.50]	0.0001* [1.78]	0.0001* [1.86]	-0.0006 [-0.38]	0.0001* [1.83]
Market	-0.0000*** [-7.27]	-0.0007*** [-9.50]	-0.0000*** [-3.64]	-0.0000*** [-6.63]	-0.0007*** [-9.41]	-0.0000*** [-3.22]
N	2,684	2,684	2,684	2,492	2,492	2,492
기업수	738	738	738	683	683	683
adj-R <sup>2</sup>	0.160	0.099	0.076	0.159	0.110	0.077

기업의 위험 수준에 미치는 효과를 분석한 결과이다. 모형(1)은 총위험(Volatility)을 종속변수로 추정된 결과인데, 사회적 책임 활동 지수(CSRI)의 추정계수는 1% 수준에서 통계적으로 유의미한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이는 사회적 책임 활동에 비교적 적극적인 기업일수록 주식시장에서 상대적으로 적은 위험을 보유한 것으로 평가되고 있음을 의미하므로 본 연구의 가설 1을 지지하는 결과로 해석이 가능하다. 이는 적극적인 사회적 책임 활동을 통해 현금흐름의 지속 가능성을 강화하고, 기업을 둘러싼 다양한 이해관계자의 요구에 부합하는 경우 기업에 내재한 위험을 감소시킬 수 있음을 의미한다. 무엇보다 사회적 책임 활동의 이행이 일종의 위험관리 전략으로 이해될 수 있다는 기존 연구의 주장이 국내 자본시장에서도 지지되고 있음을 확인할 수 있다. 반면, 사회적 책임 활동이 경영자의 사회적효용확대에 악용됨으로써 주주가치를 악화시킬 우려는 크지 않는 것으로 투자자들이 판단하고 있음을 보여준다.

통제변수로 기업규모(Size)의 추정계수는 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났는데, 비교적 소규모 기업이 높은 위험을 내재하고 있는 것으로 투자자들이 판단하고 있음을 의미한다. 부채비율(Leverage)의 추정계수는 통계적으로 유의미한 양(+ )의 값을 갖는 것으로 관찰되었는데, 타인자본을 통한 자금조달을 통해 파산위험이 가중되고 있기 때문으로 해석이 가능하다. 기업업력(Age)의 추정계수는 통계적으로 유의미한 음(-)의 값을 갖는데, 성장초기 단계에 있는 기업의 경우 안정적인 수익원 확보가 이루어지지 않았기 때문에 투자자들이 비교적 높은 위험을 내재한 것으로 판단하는 것으로 해석이 가능하다. 시장 주가지수(Market)는 통계적으로 유의미한 음(-)의 값을 갖는 것으로 관찰되었다.

모형 (2)는 체계적 위험(Beta)을 종속변수로 활용한 결과인데, 사회적 활동 지수의 추정계수는 통계적 유의성을 보유하지 못하는 것으로 나타났다. 반면, 모형 (3)은 비체계적 위험(Residual-vol)을 종속변수로 추정된 결과인데, 총위험을 활용한 결과와 동일하게 사회적 책임 활동 지수의 추정계수가 1% 수준에서 통계적으로 유의미한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 사회적 책임 활동의 강화가 기업 고유의 위험을 감소시키는 효과를 가지지만, 외생적 충격에 기인한 시장위험을 완화하기 위한 수단으로는 고려되기 힘들음을 의미한다. 따라서 사회적 책임 활동이 시장정보로 예측하기 힘든 기업 고유의 위험을 회피하기 위한 효과적인 수단이 될 수 있음을 의미하며, 이는 위험감소효과의 구체적인 경로로 고려될 수 있음을 시사한다. 모형 (4)-(6)의 결과는 규제의 상이성에 기인하여 금융/보험업을 표본에서 제외한 상태에서 동일한 실증분석모형을 추정된 결과인데, 대체로 전체표본을 활용한 결과와 동일한 결과를 확인할 수 있어 이러한 특성이 본 연구에 미치는 효과가 미미함을 확인시켜준다.

본 연구는 역의 인과관계에 기인한 분석결과와 오류 가능성은 차단하기 위해 실증분석모형 설정에 있어 설명변수와 독립변수 간 1기의 시차를 두었다. 그럼에도 불구하고 기업에 내재한 위험요인이 전반적으로 높은 기업에서 사회적 책임 활동을 강화할 가능성에 기인한 오류 가능성을 감안하여 도구변수를 활용한 2단계 최소자승법(2SLS) 모형을 추정, 강건성 있는 분석결과를 제시한다.

본 연구는 도구변수로 기업의 매출액에 자연로그를 취한 값(Sales)을 활용한다. 동 변수를 기업의 사회적 책임 활동 수준의 도구변수로 선정한 이유는 다음과 같다. 먼저, 국내 자본시장에서 상생협력에 기초하여 경제력 집중을 차단하기 위하여 대기업 중

심으로 사회적 책임 활동에 대한 요구가 이루어지며, 이에 대한 기준이 기업의 매출액이기 때문이다.<sup>8)</sup> 더욱이 정책당국 역시 이러한 요구를 고려하여 이들에 대한 정책을 강화하고 있어 직관적으로 매출액이 기업의 사회적 책임 활동에 중대한 영향을 미칠 것으로 판단할 수 있다. 이와 더불어 통계적으로도 기업의 매출액이 도구변수로서 적정성을 갖는 것으로 나타났다.<sup>9)</sup> 사회적 책임 지수의 예측치(predicted value)를 추정하는 1단계 모형에서 매출액의 추정계수는 1% 수준에서 통계적으로 유의미한 양(+)의 값을 보여 매우 설명력이 높은 것으로 확인되었다(<표 5>의 모형 (4)). 무엇보다 검정통계량인 t값이 10.67로 나타나 도구변수로서 적정성을 가짐을 확인할 수 있다(rule of thumb). 한편, 추가적으로 도구변수의 적정성을 판단하기 위해 1단계 모형에서 추정된 잔차(residual)를 2단계 모형에 변수로 활용하여 추정하는 Durbin-Wu-Hausman test를 실시하였다. 추정결과, 1단계 모형의 잔차가 총위험(Volatility)에 영향을 미치지 않는다는 귀무가설을 기각하지 못하는 결과가 관찰되어 도구변수가 내생성을 적절히 완화하는 효과를 보유함을 확인할 수 있었다.

<표 5>는 2단계 최소자승법 모형의 추정결과를 제시하고 있다. 모형 (1)은 총위험을 종속변수로 추정한 결과인데, 통계적 유의수준은 다소 하락하였지만 사회적 책임 활동 지수(CSRI)의 추정치는 여전히

총위험에 음(-)의 영향력을 갖는 것으로 관찰되었다. 모형 (2)와 (3)은 각각 체계적 위험(Beta)과 비체계적 위험(Residual-vol)을 종속변수로 추정한 결과인데, 앞선 <표 4>의 분석과 동일하게 사회적 책임 활동 지수가 체계적 위험에는 유의미한 영향력을 행사하지 못하는 것으로 나타난 반면, 비체계적 위험에는 통계적으로 유의미한 음(-)의 영향력을 갖는 것으로 관찰되었다. 이상의 결과는 앞선 <표 4>의 결과의 강건성을 확인시켜주는 결과로 해석이 가능하다.

본 연구는 추가적으로 차분변수를 바탕으로 사회적 책임 활동의 변화가 위험 수준의 변화에 미치는 효과도 강건성 검증의 차원에서 추정한다. 이를 통해 특정연도 동안 이루어진 사회적 책임 활동 개선 노력이 기존의 수준(level)에 대비하여 기업의 위험을 완화시키는 효과를 갖는지 확인이 가능할 것이므로 동 활동의 순수한 효과를 보다 엄밀히 검증할 수 있을 것이다. 더불어 동 분석방식을 통해 전반적으로 위험수준이 낮은 기업이 사회적 책임 활동을 강화할 가능성에 기인한 역의 인과관계 역시 완화시킬 수 있을 것으로 판단된다.

<표 6>은 이러한 분석에 대한 추정결과를 제시하고 있다. 모형 (1)은 총위험(Volatility)의 전기 대비 변화분을 종속변수로 추정한 결과인데, 사회적 책임 활동 지수(CSRI)의 전기 대비 변화분의 추정계수는 1% 수준에서 통계적으로 유의미한 음(-)의

8) 최근 강화되고 있는 사회적 책임 활동 이행과 관련된 전반적인 규제는 흔히 일감몰아주기, 성과공유제 등 주로 대기업에게 적용되고 있다. 대기업에 대한 판단기준은 일반적으로 매출액을 기준으로 통용되기 때문에 이를 사회적 책임 활동의 도구변수로서 활용이 가능할 것이다.

9) 사회적 책임 활동의 효과를 분석한 기존 연구는 산업-연도별 사회적 책임 활동 지수의 평균 값(해당 기업의 수치는 제외)을 도구변수로 활용하고 있다(Beiting, Ioannou, and Serafeim, 2016; 노정희·최중서, 2014; 강윤식·국찬표, 2011). 이러한 논의는 기업이 사회적 책임 활동에 대한 투자지출을 고려함에 있어 동종 산업 내 여타 기업들의 행태를 감안하지만, 이러한 행태가 개별 기업의 위험수준에는 미치는 효과가 미미할 것이라는 예상에 기초한다. 따라서 본 연구 역시 이러한 특성을 도구변수로 활용하여 2단계 최소자승법 모형을 추정한 결과, 대체로 주요 분석결과와 유사한 결과를 확인할 수 있었다. 이는 도구변수의 선택에 따른 본 연구의 분석 결과의 차이가 크지 않음을 시사하므로 강건성을 제차 확인시켜준다.

〈표 5〉 사회적 책임 활동이 기업의 위험 수준에 미치는 영향: 2단계 최소자승법(2SLS)

이 표는 2단계 최소자승법(2SLS) 모형을 통해 사회적 책임 활동이 기업의 위험 수준에 미치는 영향을 분석한 결과를 제시한다. 1단계 모형을 추정하기 위한 도구변수(instrument variable)로 매출액에 자연로그 취한 값(Sales)이 활용되었다. 각 변수의 정의는 부록 〈표 1〉에 제시된 바와 같다. 대괄호 안의 값은 Heteroscedasticity-consistent standard error 방식을 통해 표준화한 t값을 의미하며, \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미한다.

	모형(1)	모형(2)	모형(3)	모형(4)
		2stage		1stage
	Volatility	Beta	Residual_vol	CSRI
상수항	0.0936*** [5.56]	1.6409** [2.53]	0.0716*** [4.37]	-2.2640*** [-39.95]
CSRI(predicted)	-0.0136* [-1.84]	0.3468 [1.21]	-0.0151** [-2.10]	
Size	-0.0011** [-2.01]	0.0436** [2.11]	-0.0013*** [-2.58]	0.0492*** [20.25]
Leverage	0.0082*** [7.63]	0.1372*** [3.31]	0.0079*** [7.52]	-0.1255*** [-10.61]
ROA	-0.0256*** [-11.56]	0.0615 [0.72]	-0.0272*** [-12.67]	-0.1188*** [-4.20]
Age	-0.0009*** [-3.65]	-0.0180** [-1.96]	-0.0008*** [-3.47]	-0.0093*** [-3.24]
Risk	0.0117*** [6.65]	0.2284*** [3.37]	0.0110*** [6.43]	0.0860*** [4.21]
Growth	0.0013 [0.50]	0.3128*** [3.07]	0.0002 [0.07]	0.0331 [0.99]
M/B ratio	0.0011*** [4.51]	0.0115 [1.22]	0.0011*** [4.56]	0.0207*** [9.80]
Block	-0.0001*** [-5.96]	-0.0035*** [-7.54]	-0.0001*** [-5.06]	-0.0006*** [-4.46]
Market	-0.0000*** [-4.37]	-0.0010*** [-5.11]	-0.0000* [-1.65]	0.0006*** [23.80]
Sales				0.0267*** [10.67]
N	2,684	2,684	2,684	2,762
adj-R <sup>2</sup>	0.286	0.178	0.293	0.577
Durbin(p-value)	0.2036	0.3029	0.0926	-
Wu-Hausman (p-value)	0.2046	0.3040	0.0933	-

〈표 6〉 사회적 책임 활동의 변화가 기업의 위험 수준의 변화에 미치는 영향: 차분변수

이 표는 고정효과모형(firm fixed effect model)을 통해 사회적 책임 활동의 변화가 기업의 위험 수준의 변화에 미치는 영향을 분석한 결과를 제시한다. 차분변수들( $\Delta$ CSRI,  $\Delta$ Volatility,  $\Delta$ Beta,  $\Delta$ Residual\_vol)은 기준년도의 값에서 전년도의 값을 차감하여 산출되었다. 각 변수의 정의는 부록 〈표 1〉에 제시된 바와 같다. 대괄호 안의 값은 Heteroscedasticity-consistent standard error 방식을 통해 표준화한 t값을 의미하며, \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미한다.

	모형(1)	모형(2)	모형(3)
	$\Delta$ Volatility	$\Delta$ Beta	$\Delta$ Residual_vol
상수항	-0.2679*** [-3.89]	5.6348** [2.39]	-0.2895*** [-4.30]
$\Delta$ CSR	-0.0150*** [-4.14]	-0.0493 [-0.35]	-0.0123*** [-3.48]
Size	0.0053* [1.72]	0.0266 [0.27]	0.0043 [1.44]
Leverage	0.0213** [2.19]	0.0790 [0.28]	0.0229** [2.41]
ROA	-0.0070 [-1.05]	0.0520 [0.22]	-0.0060 [-0.92]
Age	0.0266*** [5.29]	-0.2727* [-1.65]	0.0216*** [4.38]
Risk	0.0052 [0.97]	0.2575 [1.20]	0.0043 [0.80]
Growth	-0.0008 [-0.15]	0.0893 [0.49]	0.0012 [0.23]
M/B ratio	-0.0044*** [-4.58]	0.0501*** [2.18]	-0.0045*** [-4.72]
Block	0.0002** [2.39]	0.0004 [0.13]	0.0002** [2.26]
Market	0.0000** [2.01]	-0.0028*** [-6.35]	0.0001*** [4.22]
N	1,918	1,918	1,918
기업수	705	705	705
adj-R <sup>2</sup>	0.0827	0.0401	0.0812

값을 갖는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 사회적 책임 활동의 개선이 위험 수준을 감소시킨다는 본 연구 가설 1을 보다 강하게 지지하는 결과로 해석이 가능하다. 즉, 전반적인 사회적 책임 활동의 수준과 관계없이 전기 대비 적극적인 노력을 통해 동 활동을 강화시키는 경우 해당 기업의 위험 수준이 낮아지는 효과가 비교적 빠른 시일 내에 관찰될 수 있음을 의미한다. 모형 (2)와 (3)은 체계적 위험(Beta)의 전기 대비 변화분과 비체계적 위험(Residual-vol)의 전기 대비 변화분을 종속변수로 추정한 결과인데, 후자의 추정계수만이 통계적으로 유의미한 음(-)의 값을 갖는 것으로 관찰되었다. 이러한 결과는 앞선 <표 4>의 결과와 일맥상통하며, 이러한 결과들을 종합하면, 사회적 책임 활동이 위험을 감소시키는 효과는 주로 비체계적 위험을 감소를 통해 관찰되고 있음을 시사한다.

본 연구는 위험조정 투자수익률을 추가적인 종속변수로 활용하여 기업가치 관련성에 초점을 맞춘 기존 연구와의 연계성을 강화한다. 앞서 언급한 바와 같이 사회적 책임 활동 지수(CSRI)가 위험조정 투자수익률에 유의적인 양(+)의 영향력을 보이는 경우 앞선 사회적 책임 활동이 기업의 위험 수준을 감소시키는 효과가 궁극적으로 기업가치 개선으로 이어질 수 있음을 유추할 수 있을 것이다. <표 7>은 이러한 분석을 실시한 결과로, 모형 (1)은 정보비율(IR)을 종속변수로 추정한 결과이다. 사회적 책임 활동 지수의 추정계수는 1% 수준에서 통계적으로 유의미한 양(+)의 값을 갖는 것으로 관찰되었다. 이는 사회적 책임 활동에 적극적인 기업일수록 위험 대비 높은 주식수익률을 주주들에게 제공하고 있음을 의미한다. 무엇보다 앞서 관찰되었던 위험감소효과가 주주가치 개선으로 이어질 수 있음을 의미하는 결과이기도 하다. 모형 (2)는 젠센의 알파(Jensen)

를 종속변수로 활용한 결과인데, 사회적 책임 활동 지수의 추정계수는 통계적으로 유의미한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 모형 (3)은 샤프비율(Sharpe)를 종속변수로 활용한 결과인데, 사회적 책임 활동 지수의 추정계수는 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났지만 통계적 유의성은 사라졌다. 이상의 결과는 기존 연구가 제시한 사회적 책임 활동이 기업가치 제고에 긍정적인 영향력이 있다는 주장이 위험감소효과를 통해서도 연관될 수 있음을 의미한다. 따라서 본 연구의 결과가 기존 연구에서 제기된 주장의 일종의 경로로써 작용될 수 있음을 시사한다.

한편, 본 연구는 사회적 책임 활동의 다양성을 감안하여, 과연 어떤 부분의 강화가 위험감소효과로 이어질 수 있는지에 대해 분석한다. 이를 위해 사회적 책임 활동 지수의 하위항목 지수를 바탕으로 한 분석을 추가적으로 실시함으로써 구체적인 경로를 탐색한다. <표 8>은 이러한 분석결과를 제시하는데, 모형 (1), (2)와 (3)의 근로자 항목(CSRI1), 협력사 및 경쟁사 항목(CSRI2), 소비자 항목(CSRI3)의 추정계수는 <표 4>의 전체 평가지수와 동일하게 통계적으로 유의미한 음(-)의 값을 갖는 것으로 관찰되었다. 이러한 결과는 동 항목에 대한 활동의 강화가 위험관리 전략으로서 투자자들에게 효과적으로 인지되고 있음을 의미하며, 기업들이 이러한 결과를 활용한 경영전략을 수립해야 보다 효율적인 성과를 거둘 수 있음을 의미한다. 반면, 지역사회 항목(CSRI4)의 추정계수는 통계적 유의성이 없는 것으로 관찰되었는데, 이는 아직까지 국내 경제에서 지역사회에 관련한 사회적 책임 활동의 편익이 명확히 제시되어 있지 않아 모호한 측면이 존재하기 때문으로 해석된다. 예를 들어, 지역 공급자 우선 배려 정책이 어떻게 현금흐름의 지속성 확보에 연관되며, 모든 기업의 주식을 투자기회집합으로 고려하는 투



〈표 7〉 기업의 사회적 책임 활동이 위험조정 투자수익률에 미치는 영향

이 표는 고정효과모형(firm fixed effect model)을 통해 사회적 책임 활동이 기업의 위험조정 투자수익률(위험프리미엄)에 미치는 영향을 분석한 결과를 제시한다. 각 변수의 정의는 부록 〈표 1〉에 제시된 바와 같다. 대괄호 안의 값은 Heteroscedasticity-consistent standard error 방식을 통해 표준화한 t값을 의미하며, \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미한다.

	모형(1) IR	모형(2) Jensen	모형(3) Sharpe
상수항	1.0391*** [5.34]	0.0390*** [6.64]	1.0084*** [5.22]
CSRI	0.0722*** [3.86]	0.0011** [2.31]	0.0189 [1.04]
Size	-0.0617*** [-6.35]	-0.0022*** [-7.45]	-0.0663*** [-6.85]
Leverage	0.1385*** [5.43]	0.0053*** [6.61]	0.1492*** [6.09]
ROA	-0.0089 [-0.44]	0.0000 [0.00]	0.0048 [0.23]
Age	0.0426*** [2.86]	0.0007* [1.80]	0.0010 [0.07]
Risk	-0.0372* [-1.81]	-0.0017* [-1.96]	-0.0369* [-1.72]
Growth	-0.0775*** [-3.37]	-0.0022*** [-4.06]	-0.0667*** [-3.27]
M/B ratio	-0.0269*** [-8.40]	-0.0009*** [-8.78]	-0.0272*** [-8.90]
Block	0.0012*** [3.48]	0.0000*** [4.08]	0.0010*** [3.14]
Market	-0.0000 [-1.16]	0.0000 [0.80]	0.0001*** [8.33]
N	2,684	2,684	2,684
기업수	738	738	738
adj-R <sup>2</sup>	0.104	0.142	0.140

자자들에게 긍정적인 신호가 될지, 부정적인 신호가 될지에 대한 판단이 쉽지 않은 측면이 존재하기 때문이다.

한편, 본 연구는 사회적 책임 활동에 대한 대안적 지표로서 환경경영 지수(EMI)와 기부금지출(Donation) 수준을 활용하여 실증분석의 범위를 확대하고, 강건

〈표 8〉 사회적 책임 활동 하부지수가 기업의 위험 수준에 미치는 영향

이 표는 고정효과모형(firm fixed effect model)을 통해 사회적 책임 활동 하부지수(sub-indices)가 기업의 위험 수준에 미치는 영향을 분석한 결과를 제시한다. 각 변수의 정의는 부록 〈표 1〉에 제시된 바와 같다. 대괄호 안의 값은 Heteroscedasticity-consistent standard error 방식을 통해 표준화한 t값을 의미하며, \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미한다.

	모형(1)	모형(2)	모형(3)	모형(4)
상수항	0.1454*** [6.16]	0.1603*** [6.63]	0.1416*** [5.71]	0.1712*** [7.17]
CSRI1	-0.0119*** [-5.63]			
CSRI2		-0.0040*** [-2.71]		
CSRI3			-0.0069*** [-4.42]	
CSRI4				0.0003 [0.25]
Size	-0.0034*** [-2.69]	-0.0038*** [-2.99]	-0.0035*** [-2.71]	-0.0041*** [-3.19]
Leverage	0.0196*** [5.60]	0.0206*** [5.92]	0.0203*** [5.79]	0.0208*** [6.02]
ROA	-0.0027 [-0.79]	-0.0014 [-0.42]	-0.0021 [-0.62]	-0.0010 [-0.30]
Age	-0.0071*** [-3.68]	-0.0087*** [-4.57]	-0.0074*** [-3.89]	-0.0096*** [-5.02]
Risk	0.0028 [0.68]	0.0019 [0.45]	0.0025 [0.57]	0.0016 [0.38]
Growth	-0.0023 [-0.73]	-0.0026 [-0.79]	-0.0027 [-0.82]	-0.0025 [-0.76]
M/B ratio	-0.0001 [-0.23]	-0.0000 [-0.12]	-0.0001 [-0.18]	-0.0000 [-0.07]
Block	0.0001 [1.58]	0.0001 [1.64]	0.0001 [1.63]	0.0001 [1.62]
Market	-0.0000*** [-8.85]	-0.0000*** [-9.97]	-0.0000*** [-6.42]	-0.0000*** [-11.51]
N	2,684	2,684	2,684	2,684
기업수	738	738	738	738
adj-R <sup>2</sup>	0.162	0.152	0.158	0.149

성 있는 결과를 제시한다. 모형 (1)에서 환경경영 지수의 추정계수는 1% 수준에서 통계적으로 유의미한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 환경보존 및 환경변화에 대응하기 위한 적극적인 전략 수립이 미래 발생 가능한 위험요인을 완화시키는 효과를 가짐에 따라 영업활동에 내재한 위험 수준을 낮추는 효과를 가짐을 의미한다. 이는 앞서 가설 1의 결과와 일맥상통하며, 본 연구가설의 강건성을 재차 확인시켜준다. 이러한 결과를 바탕으로 기업들은 사회적 책임 활동뿐만 아니라 환경경영에 적극적으로 나섬으로써 자본시장에서 의미있는 편익을 누릴 수 있을 것이다. 모형 (2)는 기존 연구에서 흔히 활용된 바 있는 기부금지출액을 주요 독립변수로 추정한 결과인데, 동 변수의 추정계수는 음(-)의 값을 갖는 것으로 관찰되었지만 통계적 유의성을 보유했지 않는 것으로 나타났다. 하지만 기부금지출액은 복잡/다양한 사회적 책임 활동을 대리하는데 한계가 있기 때문에 제한적인 경영행태만을 반영하는 결과로 일반화하기 어려운 측면이 존재한다. 이는 비단 기부금지출액을 증가시키는 단편적인 사회적 책임 활동 강화 전략으로는 충분한 편익을 누리기 힘들음을 시사하므로 기업경영 전반에 걸친 분야에 대한 포괄적인 관심이 필요함을 의미한다.

본 연구는 사회적 책임 활동과 위험 수준 간의 관계가 과연 기업특성에 따라 어떻게 달라질 수 있는지에 대한 추가적인 분석을 통해 보다 구체적인 실무적, 정책적 시사점을 제시한다.<sup>10)</sup> <표 10>은 기업 규모(Size)에 따라 전체 표본을 5개로 구분하여 각 그룹에서 사회적 책임 활동이 기업에 내재한 위험에 미치는 효과를 분석한 결과이다. 모형 (1)은 기업규모가 가장 작은 그룹을 분석한 결과로, 사회적 책임 활동 지수(CSRI)의 추정계수는 1% 수준에서 통계적으로 유의미한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이러한 효과는 기업규모가 하위 20%-40%에 해당하는 표본을 대상으로 한 모형 (2)에서도 유사하게 관찰되었다. 반면, 이들보다 비교적 규모가 큰 기업으로 구성된 표본을 대상으로 분석한 모형 (3)-(5)에서는 사회적 책임 활동 지수의 추정계수가 음(-)의 값을 갖지만 통계적 유의성은 사라지는 것으로 나타났다.<sup>11)</sup> 종합하면 사회적 책임 활동의 적극적인 이행으로 인해 얻을 수 있는 편익으로서 위험 감소효과는 주로 규모가 작은 기업에서 강하게 관찰되었다.<sup>12)</sup> 이러한 결과는 전체 표본을 통해 관찰된 사회적 책임 활동의 편익으로서 미래 현금흐름의 안정성 확보, 영업활동의 지속 가능성 확대 등은 규모가 작아 높은 파산위험에 직면하는 기업들에서 강하

10) 본 연구는 사회적 책임 활동 지수(CSRI)와 기업규모(Size) 간 높은 상관성(correlation coefficient=0.6570)이 존재하며, 고정효과모형의 특성상 시계열적으로 변화하지 않는 더미변수를 분석에 포함할 수 없는 문제로 인해 분리된 표본에 기초한 접근을 시도하였다. 다만, 강건성 검증 차원에서 확률효과모형 하에서 소규모 기업 더미변수(소규모 기업 더미변수(기업규모 변수(Size)가 하위 20%에 해당하는 경우 1, 아닌 경우 0) 또는 독립기업 더미변수(대규모 기업집단(재벌) 미소속 기업의 경우 1, 아닌 경우 0)와 사회적 책임 활동 지수(CSRI) 간 교차변수를 설정하여 분석을 수행한 경우에도 대체로 유사한 결과가 관찰되어 강건성을 확인할 수 있었다. 이러한 접근방식을 제시해주신 심사자께 감사한다.

11) 앞선 <표 6>과 유사하게 차분변수를 활용한 분석에서도 유사한 결과를 확인할 수 있었다.

12) 서두에서도 밝힌 바와 같이, 사회적 책임 활동에 대해 긍정적인 시각과 부정적인 시각이 공존하여 그 결과에 대한 불확실성이 존재한다. 따라서 비교적 높은 재무적 제약과 파산위험을 부담해야 하는 소규모 기업의 경우 이를 감내할 여력이 낮아 사회적 책임 활동에 적극적이지 않을 수 있다. 더불어 현실적으로 국내 자본시장에서 사회적 책임 활동이 대두된 또 다른 배경이 대규모 기업들의 약탈적 영업행태, 골목상권 장악 등에 있으므로 대규모 기업들이 이러한 사회적 관심에 대응함으로써 부정적 인식을 해소하는 차원에서 동 활동에 더욱 적극적일 수 있을 것으로도 이해할 수 있다. 다만, 이러한 논의를 고려하고도 사회적 책임 활동의 위험감소효과는 소규모 기업에서 두드러지게 관찰되었다. 이는 소규모 기업이 사회적 책임 활동에 투입된 비용 대비 더 높은 편익을 누릴 수 있음을 의미하며, 위험관리 수단으로서 동 활동이 더욱 장려되어야 함을 시사한다.

게 나타남을 의미하며, 본 연구의 가설 3-1을 지지하는 결과로 해석이 가능하다. 무엇보다 이러한 결과는 일종의 위험관리 전략으로써 사회적 책임 활동의 실효성을 보다 명확히 제시해주는 결과이다. 한편, 추가적인 기업특성으로 본 연구는 대규모 기업집단 소속여부를 활용한다. <표 11>은 전체표

<표 9> 사회적 책임 활동의 대안적 대응처: 환경경영 활동과 기부금 지출

이 표는 고정효과모형(firm fixed effect model)을 통해 환경경영 활동과 기부금 지출이 기업의 위험 수준에 미치는 영향을 분석한 결과를 제시한다. 각 변수의 정의는 부록 <표 1>에 제시된 바와 같다. 대괄호 안의 값은 Heteroscedasticity-consistent standard error 방식을 통해 표준화한 t값을 의미하며, \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미한다.

	모형(1)	모형(2)
상수항	0.1218*** [4.96]	0.1706*** [7.27]
EMI	-0.0118*** [-7.43]	
Donation		-0.0406 [-0.54]
Size	-0.0033*** [-2.65]	-0.0041*** [-3.20]
Leverage	0.0194*** [5.64]	0.0209*** [6.01]
ROA	-0.0036 [-1.07]	-0.0009 [-0.26]
Age	-0.0056*** [-2.88]	-0.0095*** [-5.03]
Risk	0.0025 [0.53]	0.0017 [0.39]
Growth	-0.0033 [-1.05]	-0.0024 [-0.74]
M/B ratio	0.0000 [0.07]	-0.0000 [-0.08]
Block	0.0001 [1.28]	0.0001 [1.62]
Market	-0.0000*** [-3.51]	-0.0000*** [-11.59]
N	2,684	2,684
기업수	738	738
adj-R <sup>2</sup>	0.171	0.149

〈표 10〉 기업규모에 따른 표본 분류

이 표는 전체 표본을 기업규모에 따라 5개로 나누어 각 그룹에서 고정효과모형(firm fixed effect model)을 통해 사회적 책임 활동이 기업의 위험 수준에 미치는 영향을 분석한 결과를 제시한다. 전체 표본은 총자산 규모의 5분위 수에 따라 나뉘어졌으며, 기업규모가 가장 작은 기업군(Small)과 가장 큰 기업군(Big) 간 비교를 실시한다. 각 변수의 정의는 부록 〈표 1〉에 제시된 바와 같다. 대괄호 안의 값은 Heteroscedasticity-consistent standard error 방식을 통해 표준화한 t값을 의미하며, \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미한다.

	모형(1)	모형(2)	모형(3)	모형(4)	모형(5)
	Small (1)	(2)	(3)	(4)	Big (5)
상수항	0.0616 [0.83]	0.3022*** [3.10]	0.0207 [0.28]	0.1531*** [3.09]	0.1397*** [3.24]
CSRI	-0.0631*** [-3.66]	-0.0213** [-2.13]	-0.0095 [-1.19]	-0.0014 [-0.33]	-0.0023 [-1.07]
Size	-0.0018 [-0.48]	-0.0125** [-2.34]	0.0028 [0.71]	-0.0052** [-2.04]	-0.0020 [-1.01]
Leverage	0.0245*** [3.46]	0.0127 [1.55]	-0.0100 [-1.12]	0.0190** [2.53]	0.0307*** [4.79]
ROA	-0.0069 [-0.90]	0.0001 [0.02]	-0.0197** [-2.05]	0.0083 [1.44]	0.0035 [0.96]
Age	-0.0152*** [-2.67]	-0.0106** [-2.05]	-0.0026 [-0.42]	0.0015 [0.46]	-0.0080*** [-3.04]
Risk	0.0178 [1.24]	-0.0375* [-1.73]	0.0599** [2.23]	0.0331 [1.41]	0.0004 [0.15]
Growth	-0.0238* [-1.90]	-0.0061 [-0.67]	0.0068 [1.03]	0.0010 [0.23]	0.0084 [0.76]
M/B ratio	-0.0007 [-1.04]	-0.0015** [-2.23]	0.0011 [1.02]	0.0002 [0.28]	0.0008 [1.08]
Block	0.0001 [0.40]	0.0002** [2.35]	0.0000 [0.27]	0.0002 [1.42]	-0.0000 [-0.61]
Market	0.0000*** [2.84]	-0.0000 [-0.73]	-0.0000*** [-4.20]	-0.0000*** [-6.72]	-0.0000*** [-12.16]
N	523	534	541	542	544
기업수	166	187	191	187	159
adj-R <sup>2</sup>	0.174	0.164	0.144	0.201	0.417

본을 위 기준에 따라 분류하여 사회적 책임 활동이 위험 수준에 미치는 효과를 추정한 결과이다. 모형 (1)은 개별 기업집단 소속 기업을 표본으로 분석한

결과인데, 사회적 책임 활동 지수(CSRI)의 추정계수는 음(-)의 값을 갖지만 통계적 유의성을 보유하지 않는 것으로 관찰되었다. 반면, 독립기업을 대상

으로 한 모형 (2)에서는 사회적 책임 활동 지수의 추정계수가 1% 수준에서 통계적으로 유의미한 음(-)의 값을 갖는 것으로 관찰되었다. 따라서 사회적 책임 활동이 기업에 내재한 위험을 낮추는 효과는

재벌 기업집단에 소속되지 않은 독립기업에서 주로 관찰되고 있음을 확인할 수 있으며, 이는 가설 4-3을 지지하는 결과이다. 이러한 결과는 계열사 상호 간 지원이 가능한 재벌 기업집단과 달리 높은 재무

〈표 11〉 재벌 소속기업 vs. 독립기업

이 표는 전체 표본을 재벌 기업집단 소속기업(Chaebol)과 독립기업(Stand-alone)으로 나누어 각 그룹에서 고정효과모형(firm fixed effect model)을 통해 사회적 책임 활동이 기업의 위험 수준에 미치는 영향을 분석한 결과를 제시한다. 각 변수의 정의는 부록 〈표 1〉에 제시된 바와 같다. 대괄호 안의 값은 Heteroscedasticity-consistent standard error 방식을 통해 표준화한 t값을 의미하며, \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미한다.

	모형(1)	모형(2)
	Chaebol	Stand-alone
상수항	0.0960** [2.43]	0.1268*** [4.03]
CSRI	-0.0010 [-0.43]	-0.0260*** [-5.81]
Size	-0.0002 [-0.12]	-0.0036** [-2.22]
Leverage	0.0161** [2.34]	0.0207*** [5.05]
ROA	0.0054 [1.05]	-0.0053 [-1.40]
Age	-0.0065 [-1.32]	-0.0060*** [-2.75]
Risk	0.0163 [0.99]	0.0033 [0.78]
Growth	0.0015 [0.37]	-0.0053 [-1.22]
M/B ratio	0.0006 [1.06]	-0.0003 [-0.63]
Block	0.0002** [2.55]	0.0000 [0.75]
Market	-0.0000*** [-11.41]	-0.0000* [-1.94]
N	710	1,974
기업수	190	548
adj-R <sup>2</sup>	0.293	0.148

적 제약과 치열한 경쟁 환경에 노출된 독립기업이 사회적 책임 활동을 통해 영업활동의 지속 가능성을 확대하는 경우 위험의 감소라는 편익을 충분히 누릴 수 있음을 의미한다. 반면, 재벌 기업집단 소속기업의 경우 지배주주의 사적효용추구 유인을 확대하기 위해 사회적 책임 활동이 악용될 우려로 인해 동 활동에 적극적이라든가 의미있는 위험감소효과를 기대할 수 없기 때문에 해석이 가능하다.

## V. 결론 및 시사점

본 연구는 국내 자본시장에서 사회적 책임 활동에 대해 상반된 시각이 제기되고 있는 가운데, 기업에 내재한 위험과의 연관성을 바탕으로 한 동 활동의 편익과 비용을 역학관계를 최초로 파악한다. 특히, 기존 연구에서 제기된 사회적 책임 활동과 기업가치 내지는 경영성과 간의 연관성을 구체적인 경로를 파악하는 측면에서 학술적 시사점을 가질 것으로 예상된다.

실증분석결과, 사회적 책임 활동의 적극적인 이행은 기업에 내재한 위험수준을 감소시키는 효과를 갖는 것으로 나타났다. 이는 현금흐름의 불확실성 완화, 영업활동의 지속 가능성 확대라는 편익이 기대되는 사회적 책임 활동을 투자자들이 긍정적으로 인식하고 있음을 의미한다. 이러한 효과는 주로 기업 고유의 영업활동에 내재한 비체계적 위험에서 주로 나타났다. 강건성 검증을 위해 도구변수를 활용한 2단계 최소자승법 모형을 실시한 경우, 차분변수를 활용한 분석을 수행한 경우에도 동일한 결과가 확인되어 강건성을 확인할 수 있었다. 위험감소효과는 사회적 책임 활동을 구성하는 다양한 항목 중 근로

자, 협력사 및 경쟁사, 소비자 항목에서 주로 관찰되었으며, 동 활동의 대안적 대응치로 환경경영 지수를 활용한 경우에도 동일한 결과를 확인할 수 있었다. 추가적으로 사회적 책임 활동은 기업의 위험 조정 투자수익률을 개선시키는 효과를 갖는 것으로 나타났는데, 기존 연구에서 제기된 기업가치 관련성의 경로가 본 연구가 주목하는 위험감소효과와 연관될 수 있음을 의미한다. 한편, 기업특성을 고려한 분석에서는 규모가 비교적 작은 기업과 대규모 기업집단에 소속되지 않은 독립기업에서 사회적 책임 활동이 내재한 위험수준을 낮추는 효과가 주로 관찰되었다. 이들 기업은 비교적 높은 파산위험을 내재하고 있으므로 사회적 책임 활동이 위험관리 전략으로서 실효성을 가짐을 보여주는 명료한 결과로 해석이 가능하다.

일반적으로 기업의 재무적 의사결정이 위험과 수익의 상충관계에 근거하여 수립되며, 투자자 역시 해당 기업의 위험수준을 투자의사결정에 적극적으로 반영한다는 측면을 고려할 때, 본 연구의 결과는 기업의 측면에서 사회적 책임 활동을 강화하기 위해 적극적인 전략수립에 기여할 수 있으며, 투자자의 측면에서 동 활동이 위험수준 완화에 기여함을 고려하여 추후 요구수익률 설정 등에 활용함으로써 시장 규율을 강화시킬 것으로 예상된다. 무엇보다 정책적 측면에서 사회적 책임 활동을 장려함에 있어 본 연구의 결과가 이를 정당화하기 위한 구체적인 논거로서 활용될 것으로 기대된다.

## 참고문헌

- 강상구 · 김학순 · 임현일(2015), "기업의 사회적 책임과 주가급락 위험에 관한 연구," *보험금융연구*, 26, 113-139.
- 강윤식 · 국찬표(2011), "기업의 사회적 책임, 지배구조 및 기업가치," *한국증권학회지*, 40, 713-748.
- 김창수(2009), "기업의 사회적 책임 활동과 기업가치," *한국증권학회지*, 38, 507-545.
- 노정희 · 최종서(2014), "CSR활동이 재무적 제약에 미치는 영향," *대한경영학회지*, 27, 1329-1349.
- 박경서 · 변희섭 · 이지혜(2012), "내생성(endogeneity) 문제를 통제된 환경경영과 기업가치 간의 관계에 관한 연구," *재무연구*, 25, 293-324.
- Ang, J., J. Chua, and J. McConnell(1982), "The Administrative Costs of Corporate Bankruptcy : A note," *Journal of Finance* 37, 219-226.
- Baek, J., J. Kang, and K. Park(2004), "Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis," *Journal of Financial Economics* 71, 265-313.
- Barnea, A. and A. Rubin(2010), "Corporate Social Responsibility as a Conflict between Shareholders," *Journal of Business Ethics* 97, 71-86.
- Beiting, C., I. Ioannou, and G. Serafeim(2016), "Corporate Social Responsibility and Access to Finance," *Strategic Management Journal*, Forthcoming.
- Brammer, S., C. Brooks, and S. Pavelin(2006), "Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures," *Financial Management* 35, 97-116.
- Byun, H., J. Lee., and K. Park(2015), "Impact of Controlling Shareholders on Corporate Social Responsibility under External Financial Constraints," *Seoul Journal of Business* 21, 1-44.
- Carroll, A.(1999), "Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct," *Business and Society* 38, 268-295.
- Cui, J., H. Jo, and H. Na(2016), "Does Corporate Social Responsibility Affect Information Asymmetry?," *Journal of Business Ethics*, Forthcoming.
- El Ghouli, S., O. Guedhami, C. Kwok, and D. Mishra (2011), "Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital?," *Journal of Banking & Finance* 35, 2388-2406.
- Froot, K., D. Scharfstein, and J. Stein(1993), "Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies," *Journal of Finance* 48, 1629-1658.
- Garbett, T.(1988), *How to Build a Corporation's Identity and Project Its Image*, Lexington Books.
- Harjoto, M. and H. Jo(2011), "Corporate Governance and CSR Nexus," *Journal of Business Ethics* 100, 45-67.
- Husted, B.(2005), "The Relationship between Corporate Social Responsibility and Shareholder Value: An Empirical Test of the Risk Management Hypothesis," *Journal of Business Ethics* 60, 175-183.
- Jensen, M.(1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review* 76, 323-329.
- Jo, H. and H. Na(2012), "Does CSR Reduce Firm Risk?: Evidence from Controversial Industry Sectors," *Journal of Business Ethics* 110, 441-456.
- Jo, H., and M. Harjoto(2011), "Corporate Governance



- and Firm Value: The Impact of Corporate Social Responsibility," *Journal of Business Ethics* 103, 351 - 383.
- Kim, Y., H. Li, and S. Li(2014), "Corporate Social Responsibility and Stock Price Crash Risk," *Journal of Banking & Finance* 43, 1-13.
- Margolis, J., and J. Walsh(2003), "Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business." *Administrative Science Quarterly* 48, 268-305.
- Porter, M.(1980), *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, Free Press.
- Schwartz. R.(1968), "Corporate Philanthropic Contributions," *Journal of Finance* 22, 479-497.
- Shin, H., and R. Stulz(1998), "Are Internal Capital Markets Efficient?," *Quarterly Journal of Economics* 113, 531-552.
- Sprinkle, G. and L. Maines(2010), "The Benefits and Costs of Corporate Social Responsibility," *Business Horizon* 53, 445-453.
- Stein, J.(1997), "Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources," *Journal of Finance* 52, 111-134.

### # 부록 <표 1> 변수의 정의

변수	정의
Volatility	1년 간 일별수익률의 표준편차
Beta	CAPM(Capital Asset Pricing Model)의 베타(시장위험에 대한 민감도)
Residual-vol	시장모형(market model)을 통해 산출된 잔차의 표준편차
IR	일별 시장 초과 수익률(주식수익률-시장수익률)의 평균을 표준편차로 나눈 값
Jensen	일별 주식수익률의 평균-무위험수익률-시장베타*(시장수익률-무위험수익률)
Sharpe	일별 초과수익률(주식수익률-무위험수익률)의 평균을 표준편차로 나눈 값
CSRI	한국기업지배구조원의 기업별 사회적 책임 평가결과 점수를 1점 만점으로 환산한 지수
CSRI1	한국기업지배구조원의 기업별 사회적 책임 평가결과의 근로자 항목 점수를 1점 만점으로 환산한 지수
CSRI2	한국기업지배구조원의 기업별 사회적 책임 평가결과의 협력사 및 경쟁사 항목 점수를 1점 만점으로 환산한 지수
CSRI3	한국기업지배구조원의 기업별 사회적 책임 평가결과의 소비자 항목 점수를 1점 만점으로 환산한 지수
CSRI4	한국기업지배구조원의 기업별 사회적 책임 평가결과의 지역사회 항목 점수를 1점 만점으로 환산한 지수
EMI	한국기업지배구조원의 기업별 환경경영 평가결과 점수를 1점 만점으로 환산한 지수
Donation	기부금지출액/총자산
Size	자연로그(총자산)
Leverage	총부채/총자산
ROA	당기순이익/총자산
Age	자연로그(현재연도-설립연도+1)
Risk	과거 5년간 ROA의 표준편차
Growth	자본적 지출/총자산
M/B ratio	자기자본의 시장가치(보통주주식수*연말종가)/자기자본의 장부가치(우선주자본금 차감)
Block	최대주주 및 특수관계인 지분율
Market	해당연도 KOSPI 지수의 일별 평균값
Chaebol	공정거래위원회가 발표한 대규모 기업집단(재벌) 소속기업의 경우 1, 아닌 경우 0의 값을 갖는 더미변수
Sales	자연로그(매출액)

## Does Corporate Social Responsibility Activities Reduce the Risk of Firms?: Evidence from Korea

Ji Hye Lee\* · Hee Sub Byun\*\*

### Abstract

As the corporate social responsibility (CSR) is an issue of growing importance in the recent Korean capital market, this paper investigates the effect of it on the inherent uncertainty of firms' management. Understanding of firms' intrinsic risk is very crucial, as firms make various financial decisions, such as investment and raising capital, based on the risk-return trade-off. For instance, investors demand high required rate of return from firms with high risk, and those firms could raise capital in smooth water when they realize the risk. In addition, firms with high business risk also have high bankruptcy risk, so shareholders and creditors of those firms should grasp such risk in advance.

By focusing on the relation between CSR and risk of the firm, we strengthen the understanding of financial benefit and cost from the CSR activities. Between the two competing perspectives of the CSR, we examine which one is empirically supported. One part of the existing studies has positive view on the CSR: it could be a strategy that satisfies various stakeholders (strategic choice hypothesis), and signals high value of the firm to the capital market (product signaling hypothesis). According to them, CSR will help firms with reducing risks and obtaining stable future cash flow. On the contrary, the other part hypothesizes that CSR brings much cost and does not increase the firm value (irrelevance hypothesis). Moreover, as its result is hard to be attained in a short term, managers could over-investment in it to enhance their reputation (overinvestment hypothesis). These hypotheses assume the CSR activities will increase the risk of the firm.

---

\* Research Fellow, Construction & Economy Research Institute of Korea, First Author

\*\* Assistant Professor, Department of Finance, College of Business, Hallym University, Corresponding Author

Empirically, we confirm that the CSR activities have a significant negative effect on the total risk of the firm, especially the unsystematic risk (firm-specific risk). Moreover, we find that the CSR activities have a significant positive effect on risk-adjusted stock return. This result implies that the risk reduction effect could be considered as the main path of the increase of firm value suggested in previous literatures. In sum, firms with brisk CSR activities are benefited with timely financing and the improvement of business sustainability due to the risk reduction. In the meantime, the risk reduction effect is strongly observed in firms with low asset scale and stand-alone firms. As there are two conflicting views about the CSR activities, we provide firms with strategic implications by presenting empirical findings of benefits from the activities. Additionally, our findings could support the making of policies and the introduction of regulations that encourage the activities.

Key words: Corporate social responsibility activities, Uncertainty, Risk of firms, Firm-specific risk, Asset scale

- 
- 저자 이지혜는 현재 한국건설산업연구원 연구위원으로 재직중이다. 고려대학교 경영대학에서 재무론 전공으로 박사학위를 취득하였으며, 박사 학위 후에는 서울시립대학교 경영대학 강사, 고려대학교 부설 기업지배구조연구소 연구원, 고려대학교 경영대학 연구교수로 재직하였다. 주요 연구 분야는 대리인이론, 외부 경영통제장치(상품시장에서의 경쟁, 기업경영권시장 등)의 효율성 등이다.
  - 저자 변희섭은 현재 한림대학교 경영대학 재무금융학과 조교수로 재직중이다. 고려대학교 경영대학에서 재무론 전공으로 박사학위를 취득하였으며, 박사 학위 후에는 이화여자대학교 경영대학 강사, 예금보험공사 연구위원으로 재직하였다. 주요 연구 분야는 기업지배구조이론 및 실증, 기업의 사회적 책임 활동 전략, 금융기관의 경영전략 등이다.