

# 주식시장에서 사회적 책임 이행이 배당정책에 미치는 영향에 관한 연구<sup>1)</sup>

박경서 (고려대학교), 변희섭 (예금보험공사)<sup>2)</sup>, 이지혜 (고려대학교)

## 요약

본 연구는 기업의 사회적 책임 이행 수준이 배당의 공시효과에 미치는 영향을 확인한다. 실증분석결과, 사회적 책임 이행 수준이 낮은 기업일수록 배당의 공시효과가 상대적으로 높게 관찰되었으며, 사회적 책임 이행 수준의 또 다른 대용치로 환경경영 수준을 사용한 경우에도 동일한 결과가 관찰되었다. 이러한 결과는 주식시장에서 투자자가 두 가지 재무적 의사결정에 대해 대체성이 존재하는 것으로 판단하고 있음을 시사한다. 특히, 양자 간 관계는 성장성이 낮거나, 정보비대칭이 큰 기업에서 보다 강하게 관찰되었다. 본 연구의 결과는 기업이 사회적 책임 이행과 배당정책 간의 적절한 조합을 통해 재무적 비용을 최소화함으로써 기업가치를 제고할 수 있다는 전략적 시사점을 제공한다.

**핵심 단어:** 사회적 책임, 배당정책, 공시효과, 주가반응, 환경경영

## I. 서론

본 연구는 기존 연구가 단순히 기업의 사회적 책임 이행과 기업가치 또는 경영성과 간의 관계를 파악하고 있는 것에서 한발 더 나아가 기업의 사회적 책임 이행과 여타 재무적 의사결정 간의 관계를 확인한다. 이를 위해 본 연구는 기업의 사회적 책임 이행이 배당의 공시효과에 미치는 영향력을 분석한다.

기업의 중·장기적 투자수단으로써 사회적 책임 강화는 다양한 측면의 편익을 제공하는 데, 대표적으로 기업 이미지 제고와 명성 증대 효과를 들 수 있다(Garbett, 1988, Hart, 2005). 더불어 기업은 사회적 책임 이행을 통해 사업의 지속성을 강화시키고 미래현금흐름의 불확실성을 낮춤으로써 경영위험요인을 완화할 수 있으며, 이는 궁극적으로 자본시장에서 자본조달비용을 감소시키고,<sup>3)</sup> 기업가치 개선에 기여할 수 있다(Diamond and Verrecchia, 1991; Richardson and Welker, 2001; El Ghouli et al., 2011). 투자에 대한 보상 수단으로써 배당정책 역시 기업의 중요한 재무적 의사결정으로써 주주가치와 밀접한 연관성을 갖는다. 기업이 배당을 지급한다는 것은 수익성이 지속적으로 개선될 것을 의미한다. 따라서 경영자는 자본시장에서 배당지급을 통해 외부 투자자에게 기업가치와 관련한 긍정적인 신호를 전달함으로써(Miller and Rock, 1985; Nissim and Ziv, 2001), 정보비대칭으로 인한 불이익을 완화시킬 수 있다. 또한 배당은 경영자가 유용할 수 있는 잉여현금흐름의 양을 감

1) 학술연구 목적을 위해 데이터를 제공해주신 한국기업지배구조원 관계자 여러분께 감사드립니다. 본 연구의 내용은 저자들의 개인 의견이며 예금보험공사의 공식 견해와는 무관합니다. 본 연구의 오류는 전적으로 저자들의 몫입니다.

2) 교신저자, 예금보험공사 리스크관리1부 연구위원, 주소: 100-180, 서울시 중구 청계천로 30 예금보험공사, E-mail: heesbyun@kdic.or.kr, 전화번호: 02-758-0941.

3) 사회적 책임 이행이 상대적으로 취약한 기업은 향후 다양한 이해관계자로부터 소송가능성이 증가하고, 이는 기업의 비용에 직접적으로 연관된다(Waddock and Graves, 1997).

소시킴으로써 잠재적 대리인문제를 사전에 차단하는 장치로도 이해될 수 있다. 따라서 본 연구는 이상 두 가지 재무적 의사결정의 중요성을 고려하여 주식시장에서 양자 간의 관계 파악에 초점을 맞춘다.

사회적 책임 이행과 배당의 공시효과 간의 연관성은 투자자가 자신의 부를 극대화하려는 유인에 기인한다. 일반적으로 투자자는 기업의 투자가치 상승에 따른 자본이득과 배당을 통해 자신의 부를 극대화하길 기대한다. 미래 자본이득과 배당은 기업의 투자의사결정과 밀접한 연관성을 갖는데, 배당은 영업을 통해 창출된 이익을 주주에게 환원함으로써 이들의 이탈을 방지하는 기능을 수행하지만, 상당한 현금흐름의 유출을 수반하기 때문에 기업의 투자여력을 상대적으로 감소시킨다. 따라서 다른 모든 조건이 동일한 경우 투자자는 고배당기업에 대한 미래 자본이득에 대한 기대가 상대적으로 감소할 것으로 예상할 수 있다. 반대로 당기에 투자지출이 높은 기업의 경우 재무적 제약 하에 상대적으로 배당여력이 감소할 것이다. 한편, 사회적 책임 이행은 중·장기적인 투자수단으로써 향후 기업의 지속가능성과 미래현금흐름의 안정성 확보에 기여함으로써 주가상승에 따른 투자자의 자본이득 확보와 연관된다. 이러한 논의 하에서 투자자는 자본이득 창출이 예상되는 사회적 책임 이행과 배당을 통한 현금의 확보를 동시에 고려하여 자신의 부를 극대화할 것으로 받아들일 수 있으며, 이는 기업의 사회적 책임 이행 수준과 배당의 공시효과 간의 관계를 통해 확인이 가능할 것이다.

본 연구가 다양한 투자의사결정 중 특히, 사회적 책임 이행에 초점을 맞추는 이유는 국내 경제에 있어 동 분야에 대한 중요성이 점차 대두되고 있기 때문이다. 관련하여 정책당국은 기업의 사회적 책임 이행을 강화하기 위한 다양한 정책을 입안하여, 국가 경제의 안정적 발전과 지속가능성을 확보하기 위해 노력하고 있다. 관련하여 2010년 12월 동반성장위원회를 설립하여 기업의 사회적 책임 강화의 교두보를 마련하였으며, 자본시장에서 사회적 책임 강화의 중요성을 고려하여 사회책임투자지수(KRX SRI)를 도입하였다. 글로벌화되고 있는 자본시장에서도 기업의 사회적 책임 이행의 중요성은 강조되고 있는데, 각국의 평가기관들은 DJSI(Dow Johns Sustainability Index), FTSE 4GOOD<sup>4)</sup> 지수 등을 발표하여 기업의 사회적 책임 이행 수준을 파악하고, 이는 투자가치판단에 활용하고 있다. 이러한 현상을 고려하면, 경영자는 기업의 중요한 재무적 전략으로써 사회적 책임 이행에 대한 고려를 강화해야 할 것이다. 왜냐하면 기업이 사회적 책임 이행 전략을 적극적으로 수행하지 않는 경우 높은 규제비용을 부담할 뿐만 아니라 자본시장의 투자자로부터 외면 받아 상대적으로 도태될 수밖에 없기 때문이다.<sup>5)</sup> 하지만 사회적 책임의 강화에는 막대한 초기비용과 편익이 동시에 발생하는 것으로 알려져 있다. 이 때문에 기업은 상대적으로 비용대비 편익이 극대화될 수 있는 효과적인 전략을 수립함으로써 안정적 성장과 가치극대화라는 궁극적 목표를 달성할 수 있을 것이다.

본 연구는 기업의 재무적 전략 수립 측면의 시사점을 제공할 것으로 판단된다. 주식시장에서 두 가지 재무적 의사결정이 상호보완성 내지는 대체성을 갖는다면, 현금유출을 수반하는 재무적 전략의 적절한 조합을 바탕으로 비용대비 편익을 극대화할 수 있을 것이기 때

4) 영국의 Financial Times와 런던증권거래소(London Stock Exchange: LSE)가 공동으로 소유하고 있는 FTSE International이 개발한 지수로 각국의 기업을 대상으로 사회적 책임, 환경보호, 인권보장 등의 항목을 조사하여 우수기업을 발표하고 있다.

5) 과거와 달리 기업의 사회적 책임이 자본시장에서 점차 부각되고 있는 이유로 교통, 통신 및 IT기술의 발달로 인한 기업에 대한 정보의 광범위하고 빠른 확산과, 개방화와 세계화로 인한 기업과 연관된 이해관계자의 확장 등을 들 수 있다(안병훈, 장대철, 2008).

문이다. 기업이 사회적 책임 이행과 관련한 투자지출을 높게 가져가는 경우 정보비대칭 하에 외부자금조달비용을 부담하는 기업의 입장에서는 이익을 내부 유보함으로써 안정적인 재무구조를 가져가기를 선호할 것이며, 이에 따라 배당여력은 감소할 것이다. 반면, 기업가치 신호 극대화와 대리인문제의 보증을 위한 보다 효과적인 수단으로써 경영자가 두 가지 재무적 의사결정을 동시에 강화할 가능성도 내재한다. 따라서 이러한 역학관계를 고려한다면, 두 가지 재무적 의사결정의 연관성을 투자자가 어떻게 받아들이는가를 확인하는 것은 사회적 책임 이행과 배당정책의 조합을 어떻게 구성해야 하는가에 대한 기업의 전략 수립에 중요한 시사점을 제공할 수 있을 것으로 예상된다.

보다 중요하게 본 연구는 사회적 책임 강화와 관련한 논쟁의 새로운 판단기준도 제공할 것으로 예상된다. 국민경제에서 사회적 책임 강화는 사회적 대세로써 자리매김하고 있지만, 현실적으로 동 분야에 대한 투자가 실제로 기업가치를 향상시키는데 기여할 것인지에 대해서는 다양한 연구자와 실무자 간의 논쟁이 끊임없이 제기되고 있다. 왜냐하면, 사회적 책임 이행이 기업가치 제고의 수단일 뿐만 아니라 경영자의 사적효용(private benefit of control) 추구 수단으로 악용될 수 있다는 점도 동시에 부각되고 있기 때문이다(Barnea and Rubin, 2010). 이러한 논의 하에서 본 연구는 사회적 책임 이행 수준과 배당공시의 주가반응 간의 관계를 확인함으로써 과연 수요자로서 주식 투자자가 사회적 책임 이행에 대한 어떤 가치판단을 내리는가를 확인이 가능할 것이다. 구체적으로 만일, 투자자가 사회적 책임 이행을 긍정적으로 판단한다면, 재무적 제약 하에 주주 가치와 직접적인 연관성을 갖는 보상수단으로써 배당에 대한 대체제로 받아들일 것이다. 반대로, 부정적인 것으로 판단한다면 사회적 책임 이행이 경영자의 과잉투자에 악용될 것으로 인지함에 따라 미래 자본이득의 감소를 예상하여 당기에 배당으로 보상받기를 선호할 것이다.

본 연구는 기업의 사회적 책임 이행이 강조되고 있는 현실적 상황에서 재무적 의사결정으로써 사회적 책임 이행 수준이 배당의 공시효과에 미치는 영향을 분석한 최초의 연구이다. 기존연구는 기업의 사회적 책임 강화가 기업가치 또는 수익성에 미치는 영향을 분석하거나 자본비용에 미치는 영향을 분석함으로써 동 전략의 편익을 확인하고 있으며, 제한적인 결론만을 도출하고 있다(El Ghouli et al., 2011). 반면, 본 연구는 이러한 기존연구와 달리 사회적 책임 강화가 여타 재무적 의사결정에 미치는 영향을 분석한다는 측면의 학술적 의의를 갖으며, 동 부문 강화의 편익 내지는 비용을 보다 구체적인 논거를 바탕으로 확인한다. 특히, 경영자의 입장에서 사회적 책임 이행과 배당지급이 상호연관성을 갖는다고 가정할 때 이의 선택에 있어 중요한 요소는 과연 투자자가 이들 의사결정의 역학관계를 어떻게 받아들이는 가인데, 본 연구는 배당공시의 주가반응과 연계하여 양자 간 관계를 파악함으로써 기업의 재무적 의사결정에 대한 직접적이며 구체적인 시사점을 제시한다.

추가적으로 본 연구는 기업의 사회적 책임 강화와 배당공시의 주가반응간의 관계가 주로 어떤 기업에서 관찰되는 가도 확인함으로써 관련 전략수립에 보다 구체적인 시사점을 제공한다. 기업의 재무적 의사결정에 대한 투자자의 가치평가는 기업의 내부적 특성에 따라 달라질 수 있다. 주식시장에서 상대적으로 저평가된 기업의 경우 미래현금흐름, 위험 등과 관계되는 다양한 내부정보를 공개함으로써 투자자들로부터 정당한 가치를 인정받을 수 있을 것이다. 특히, 이러한 기업은 성장성이 낮은 기업 내지는 투자기회가 적은 기업으로도 이해될 수 있는데, 성장성이 정체되어 새로운 재무적 전략수립을 통해 기업의 투자가치를 높여야 하는 경영자의 입장에서는 사회적 책임 이행을 보다 중요하게 고려할 것이다. 동시에 이러한 기대는 투자자의 투자가치판단에도 중요한 요인으로 작용할 것으로 판단된다. 한편, 기

업 내부자와 외부 투자자 간 정보비대칭성은 자산가치의 정당한 평가와 효율적인 자금조달에 마찰요인으로 작용할 수 있다. 높은 정보비대칭으로 인해 재무적 의사결정에 대한 판단 기준이 상대적으로 모호하거나 자본조달제약에 노출된 기업에 대해 투자자는 사회적 책임 이행 또는 배당지급 등과 같은 재무적 가치가 상대적으로 높게 평가될 것이다. 따라서 본 연구는 기업의 성장성과 정보비대칭 수준이 양자 간 관계에 어떤 영향을 미치는 가를 확인하여 보다 구체적인 전략수립의 시사점을 제시한다.

본 연구의 결과는 다음과 같다. 기업의 사회적 책임 수준은 배당공시의 누적초과수익률에 통계적으로 유의적인 음(-)의 영향력을 보이는 것으로 나타났다. 이는 사회적 책임 이행에 비교적 적극적이지 않은 기업의 경우 투자자가 배당지급의 가치를 상대적으로 높게 평가하고 있음을 보여주는 결과이다. 따라서 투자자의 사회적 책임 강화에 따른 기업가치 상승의 기대가 당기 배당지급을 대체하는 것으로 인지하기 때문으로 해석이 가능하며, 무엇보다 사회적 책임 강화가 주주가치 제고에 긍정적인 영향이 있는 것으로 투자자가 받아들이고 있음을 의미한다. 사회적 책임의 세부항목을 독립변수로 사용한 경우에도 대부분의 항목이 배당공시의 누적초과수익률에 유의적인 음(-)의 영향력을 보이는 것으로 관찰되었다. 한편, 환경경영 수준을 사회적 책임 이행 수준의 대용변수로 사용한 경우에 동일한 결과가 관찰되어 본 연구결과의 강건성을 확인할 수 있었다. 한편, 기업특성을 고려한 추가적인 분석결과, 성장성이 낮은 기업과 정보비대칭이 큰 기업에서 사회적 책임 이행 수준이 배당공시의 누적초과수익률에 미치는 음(-)의 영향력이 보다 강하게 관찰되어 이러한 특성을 보유한 기업에서 두 가지 재무적 의사결정 간의 연관성을 보다 적극적으로 고려할 필요가 있음을 확인할 수 있었다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 본 연구와 관련한 기존문헌을 제시하고, 실증분석을 위한 연구가설을 도출한다. 3장에서는 데이터와 변수의 측정방법 등을 논의하며, 4장에서는 실증분석모형과 실증분석결과를 제시하고, 5장에서는 이를 바탕으로 본 연구의 결론 및 시사점을 도출한다.

## II. 기존문헌 및 가설도출

### 1. 기존문헌

계약의 집합체인 기업에서 경영자는 사회적 책임을 다함으로써 다양한 이해관계자의 이익과 권리, 그리고 종업원이나 주주들의 자긍심을 높여 생산성을 극대화하고, 기업의 명성을 높일 수 있다(Garbett, 1988, Hart, 2005). 이러한 논의 하에서 Pava and Krausz(1996)과 Preston and O'Bannon(1997)은 실증적으로 사회적 책임 강화가 재무적 성과에 긍정적인 영향력이 있음을 확인하였다. 국내에서도 김창수(2009)는 기업의 사회적 책임 이행이 기업가치에 긍정적인 영향을 미침을 보이며 사회적 책임 강화가 단기적으로는 비용요인이기도 하지만 기업의 명성을 높이고 이로 인해 매출을 증가시키며 비용을 낮추는 긍정적 측면이 있음을 주장하였다. 특히, 현금흐름이 양호한 기업, 부채비율이 낮은 기업, 대기업집단 소속 기업이 사회적 책임을 강화하는 경우 그렇지 않은 기업에 비해 기업가치 증대효과가 상대적으로 더 큰 것으로 보고하고 있다. 동일한 맥락에서 국찬표, 강윤식(2011)은 사회적 책임 강화가 기업가치에 긍정적인 영향을 미쳐 기업이 지속적으로 자발적인 사회적 책임 활동을 수행할 유인이 있음을 보여주며, 이는 사회적 책임 강화를 통해 주주와 이해관계자들의 이익이 동시에 도모될 수 있다는 근거로 볼 수 있음을 주장하였다.

이러한 주장과 달리 Renneboog et al. (2008)은 기업의 사회적 책임 이행 수준이 자본시

장의 기업가치에 적절히 반영되는지 여부는 확신할 수 없다고 주장하였다. 동일한 맥락에서 기업의 사회적 책임 이행을 위한 과도한 비용의 발생은 자연히 수익성 악화로 이어질 수 있으며, 수익성이 높은 사업안을 채택하지 못함으로써 주주가치 제고에 효과적이지 않을 수 있음을 주장하는 연구도 존재한다(Brammer et al., 2006). 더불어 사회적 책임 이행에 따른 편익이 단기적으로 가시화되기 어려우며, 경영진의 사적효용을 극대화하기 위해 악용될 여지가 있는 만큼 이에 대한 적절한 통제수단이 필요하다는 연구도 존재한다(Barnea and Rubin, 2010).

기업의 사회적 책임 강화의 효과에 대한 상반된 견해가 존재하는 가운데, 최근 연구들은 보다 세밀한 분석을 통해 기업의 사회적 책임 이행에 대한 보다 엄밀한 평가를 시도하고 있는데, 대표적으로 Heinkel et al.(2001)와 El Ghoul et al.(2011)의 연구는 기업의 사회적 책임 강화가 이미지 제고를 통해 기업가치를 높이는 한편, 기업을 둘러싼 위험을 감소시킴으로써 자본조달비용을 감소시키고 있음을 확인하고 있다(Richardson and Welker, 2001). 동일한 맥락에서 Fisman et al.(2005)은 정보비대칭이 존재하는 경우 사회적 책임 강화가 사적효용을 추구하는 경영자와 사회에 공헌하려는 경영자를 구분하기 위한 도구적인 수단으로서 활용될 수 있음을 주장하였다. Goyal(2006)은 기업의 높은 사회적 책임 강화가 해외직접투자(foreign direct investment)시 현지 시장에서 긍정적인 신호역할을 한다고 주장하였다.

한편, 배당정책은 기업의 자금조달과 투자의 결과물로서 잔여적 의사결정의 성격을 갖는다는 점에서 기업가치에 직접적으로 영향을 미칠 수 없다(Modigliani and Miller, 1961). 그러나 정보비대칭 하에서 배당지급은 기업의 미래현금흐름에 대한 경영자의 확신을 주식시장에 전달하는 효과를 갖는다. Fazzari and Petersen(1993)은 배당을 적게 하는 기업은 배당을 많이 하는 기업보다 재무적 제약을 받을 가능성이 높으며, 배당을 하지 않는 기업은 재무적 제약이 더 심각하여 신주발행이 어렵다고 주장하였다. 더불어 경영자가 내부 유보된 현금을 유용하여 사적이익을 추구하기 위해 사용하거나 수익성이 없는 사업에 과잉투자하는 등 대리인문제의 발생 가능성이 내재된 경우 배당은 경영자가 유용할 수 있는 현금흐름의 양을 감소시킴으로써 기업가치에 영향을 미칠 수 있는 재무적 의사결정이 된다(Jensen and Meckling, 1976).

배당지급이 주식시장에서 정보효과(information effect)를 가짐을 보여주는 연구도 존재한다. Aharony and Swary(1980)는 배당을 증가시킨 기업에서 이익발표가 배당발표에 선행하는 기업과 이익발표가 배당발표에 후행하는 기업으로 나누어 배당의 정보전달효과를 확인하고 있는데, 모두 양(+)의 초과수익률이 관찰됨을 보고하고 있다. 이는 배당의 정보전달효과가 주식시장에서 실현되고 있음을 의미한다. Asquith and Nullins(1983)은 배당증가, 배당감소 및 배당미변화 기업에서 배당의 정보전달효과를 분석한 결과, 배당증가는 양(+)의 초과수익률을 보인 반면 배당감소는 부(-)의 초과수익률이 관찰됨을 보고하였다. 이들 연구를 종합하면, 배당지급은 자본시장에서 내부정보를 전달하기 위한 효과적인 수단으로 받아들여질 수 있다. 한편, 이미 공시된 기업특성에 관한 정보에 따라 배당지급의 추가반응이 달라지는 것을 분석한 연구도 존재하는데, 대체적으로 국내 주식시장의 투자자는 기업특성에 따라 동일한 배당변화에 대해 상이하게 반응하고 있음을 확인하고 있다(박경서 외, 2003).

본 연구가 가장 밀접한 연관성을 갖는 연구로 기업의 사회적 책임 이행 수준과 배당지급액 간의 관계를 분석한 연구가 존재한다. Rakotomavo(2012)는 미국기업을 대상으로 사회적 책임 지출과 배당지급액 간의 관계를 분석하였다. 분석결과, 양자 간 양(+)의 관계가 성립하며 경영자가 두 가지 재무적 전략을 동시에 수행함으로써 기업가치 제고효과를 극대화

하고 있음을 확인하고 있다. 유사한 국내연구로 이지혜, 변희섭(2013)의 연구는 기업의 사회적 책임 이행 수준과 배당지급액 간의 관계를 파악하고 있다. 이들은 기업의 사회적 책임 이행 수준이 높은 기업이 더 높게 배당을 지급하고 있음을 제시함으로써, 경영자가 사회적 책임 투자지출에 대한 일종의 보증수단(bonding mechanism)으로써 배당을 활용할 수 있음을 제시하였다. 이들 연구는 재무적 의사결정의 주요 주체로 경영자의 인센티브에 초점을 맞추어 공급자 측면의 분석을 수행한데 반해, 본 연구는 기업의 의사결정에 대한 가치를 부여하는 투자자의 인센티브에 초점을 맞추어 수요자 측면의 분석을 수행한다. 즉, 기업경영 의사결정의 가치는 궁극적으로 투자자가 해당 의사결정을 어떻게 판단하는 가인데, 기존 연구는 이에 대한 고려가 이루어지지 않아 경영자가 투자자의 가치판단을 고려하여 향후 어떻게 재무적 전략을 조합해야하는 가를 제시하지는 못하고 있다. 따라서 본 연구는 사회적 이행 수준과 배당지급액 간의 관계 파악에 후속연구로써 주식시장에서 투자자의 가치판단을 바탕으로 보다 근본적인 기업의 재무적 전략 수립에 시사점을 제시한다.

## 2. 가설도출

기업의 사회적 책임 이행 수준과 배당의 공시효과와 관련한 두 가지 상반된 가설이 제기될 수 있는데, 먼저, 양자 간 음(-)의 관계가 관찰된다는 가설(substitution hypothesis, 대체가설)을 고려해볼 수 있다. 앞서 논의된 바와 같이 사회적 책임 이행이 투자수단으로써 기업의 중·장기적인 지속가능성과 미래현금흐름 창출과 연관된다. 특히, 사회적 책임 강화가 국민경제에서 강화되는 추세 하에서 사회적 책임 이행이 상대적으로 미흡한 기업의 경우 향후 높은 자본비용과 규제비용을 지불할 가능성이 제기된다. 따라서 투자자는 사회적 책임 이행 수준이 미흡한 기업은 미래 자본이득을 실현하기 어렵다고 판단하기 때문에 배당을 통해서 투자에 대한 보상을 환원받기를 원할 것이다. 따라서 사회적 책임 이행 수준이 낮은 기업에서 배당을 결정하는 경우 투자자는 이에 대한 가치를 상대적으로 높게 판단할 것이다. 따라서 동 가설이 지지되는 경우 사회적 책임 이행 수준이 낮은 기업의 배당공시의 주가반응은 상대적으로 더 높게 관찰될 것이다.

이러한 논의와 반대로 양자 간 양(+)의 관계가 관찰된다는 가설(complement hypothesis, 보완가설)도 동시에 고려해볼 수 있다. 기존 연구에 따르면 사회적 책임 강화는 기업가치 제고에 기여할 수 있지만, 경영자의 사적효용추구에 악용될 가능성도 동시에 제기된다(Barnea and Rubin, 2010). 즉, 경영자노동시장(managerial labor market)에서 자신의 명성을 신호하길 원하는 경영자는 사회적 책임이 강화되는 추세를 고려하여 경영성과 증대에 실익이 없는 과도한 사회적 책임 강화를 악용한 과잉투자를 통해 자신의 사적효용을 증가시킬 수 있다. 이러한 논의를 고려한다면, 사회적 책임 이행 수준이 상대적으로 높은 기업에 대해 투자자는 잠재적 대리인문제의 발생가능성을 고려하여 배당을 지급받기를 더 선호할 가능성이 제기된다. 즉, 배당이 사회적 책임 강화의 정당성을 입증하기 위한 경영자의 보증수단(bonding mechanism)으로써 투자자에게 받아들여질 가능성이 존재한다. 따라서 동 가설이 지지되는 경우 사회적 책임 이행 수준이 높은 기업의 배당공시의 주가반응이 상대적으로 더 높게 관찰될 것이다.

무엇보다 중요한 점은 만일 대체가설이 지지된다면 투자자가 사회적 책임 이행을 긍정적으로 받아들이고 있음을 의미한다. 왜냐하면 근본적으로 동 가설은 사회적 책임 강화에 따른 미래자본이득 실현을 인지하는 투자자의 기대를 반영하기 때문이다. 반대로 보완가설이 지지되는 경우 사회적 책임 강화를 통한 경영자의 잠재적 대리인문제를 투자자가 인지하

는 것으로 받아들일 수 있으므로 사회적 책임 이행을 부정적으로 받아들이고 있는 것으로 판단할 수 있다.

가설 1(대체가설): 사회적 책임 이행 수준이 낮은 기업의 배당의 공시효과는 상대적으로 낮게 관찰될 것이다.

가설 2(보완가설): 사회적 책임 이행 수준이 높은 기업의 배당의 공시효과는 상대적으로 높게 관찰될 것이다.

한편, 본 연구는 기업특성에 따라 사회적 책임 이행 수준과 배당의 공시효과에 대한 추가적인 분석을 실시한다. 기업특성으로 먼저 기업의 성장성을 고려한다. 일반적으로 성장성은 기업가치와 직접적으로 연관되며, 미래자본이득의 실현가능성을 측정하는 지표로도 활용될 수 있다. 따라서 성장성이 낮은 기업의 경영자는 다양한 투자수단을 모색하여 주식시장에서 자신의 가치를 신호할 강력한 유인을 갖는다. 이러한 논의 하에서 상대적으로 성장성이 낮은 기업의 경영자는 사회적 책임 관련 전략을 보다 적극적으로 수행할 유인을 갖는다. 가설 1이 지지된다는 가정 하에서는 저성장기업임에도 불구하고 사회적 대체인 사회적 책임을 강화하지 않는 경우 미래자본이득을 실현 가능성을 낮게 판단할 것이고, 이에 따라 배당에 대한 투자자의 선호도가 더 높아질 것이므로 가설 1이 더 강하게 지지되는 결과를 관찰할 수 있을 것이다. 가설 2가 지지된다는 가정 하에서는 일반적으로 투자자는 저성장기업에 대해 양(+)<sup>1</sup>의 NPV를 갖는 사업안을 보유하지 못한 것으로 판단하게 되는데, 자연히 투자자는 이러한 기업의 투자의사결정을 신뢰하지 못할 가능성이 제기된다. 동시에 경영자는 인위적으로 성장성을 높임으로써 자신의 명성을 확대하기 위해 무분별한 과잉투자를 남발할 가능성도 동시에 제기된다. 이에 대한 수단으로 사회적 책임 강화를 선택하는 경우 투자자는 경영자의 과잉투자 가능성을 고려하여 당기 배당지급을 통해 자신의 부를 환원받기를 더욱 선호할 것으로 예상된다. 따라서 가설 2도 저성장기업에서 더 강하게 지지되는 결과가 관찰될 것이다. 정리하면, 앞서 논의된 가설 1과 2는 성장성이 상대적으로 낮은 기업에 보다 강하게 관찰될 것이며, 본 연구는 이러한 추가적인 분석을 통해 가설 1과 2가 투자자의 어떤 유인에 의해 주로 유도되는 가를 보다 면밀히 확인하고, 전략수립에 보다 구체적인 시사점을 제공한다.

가설 3: 기업의 사회적 책임 이행 수준과 배당의 공시효과는 성장성이 상대적으로 낮은 기업에서 보다 강하게 관찰될 것이다.

본 연구는 기업특성으로 정보비대칭 수준을 추가적으로 고려한다. 정보비대칭과 거래비용이 존재하는 불완전한 주식시장에서 기업의 근본가치에 대한 정보는 주가에 즉각적으로 반영되지 않는다. 정보비대칭의 존재는 투자자들의 역선택을 야기할 수 있으며, 높은 내재가치를 지닌 기업이 시장에서 정당한 평가를 받지 못하는 문제가 나타나기도 한다(Jensen and Meckling, 1976). 일반적으로 기업의 외부자본조달계약은 정보비대칭성과 밀접한 연관성을 갖는데(Myers and Majluf, 1984), 정보비대칭이 큰 기업의 경우 불확실성에 근거한 위험을 투자자가 상대적으로 더 많이 부담해야 하기 때문에 이에 상응하여 요구수익률이 상승하여 높은 자본비용을 지불해야 하므로 외부자본조달계약이 커진다. 그러므로 기업의 정보비대칭 수준은 투자자의 투자의사결정에 중요한 영향력을 갖으며, 자연히 기업경영의사결정의 가치

판단에 대한 중요한 척도로써 작동할 것이다. 가설 1이 지지된다는 가정 하에서 정보비대칭이 높아 투자자의 선호도가 낮은 기업임도 불구하고 국민경제에서 중요성이 대두되고 있는 사회적 책임 이행에 적극적이지 않은 경우 투자자는 이들의 투자가치를 더 낮게 판단하게 되고, 투자의 보상수단으로써 배당을 지급받기를 더 선호할 것이다. 한편, 기업의 정보비대칭 수준이 재무적 제약과 밀접한 연관성을 갖는다는 점을 고려할 경우, 재무적 제약이 큰 기업에 대해 투자자는 자본이득과 연관되는 사회적 책임 이행과 배당지급 간의 관계를 보다 적극적으로 고려할 가능성이 크다. 즉, 재무적 제약으로 인해 모든 재무적 의사결정에 적극적으로 구사하기 힘든 기업(정보비대칭이 큰 기업)에 대해 투자자는 사회적 책임 이행과 배당지급의 대체성을 보다 명확하게 고려할 것이다. 가설 2가 지지된다는 가정 하에서는 정보비대칭이 큰 기업의 경우 정보의 불균형으로 인해 투자자는 내부자인 경영자의 투자사결정을 신뢰하지 못할 가능성이 상대적으로 강하게 제기된다. 따라서 이 경우 투자자는 경영자의 사회적 책임 투자지출에 대한 기대가 상대적으로 감소하게 되고 당기에 배당을 통해 투자에 대한 보상을 환원받기를 더 선호할 것으로 예상할 수 있다. 따라서 가설 2 하에서도 정보비대칭이 큰 기업에서 양자 간 관계를 보다 강하게 관찰 될 것으로 예상할 수 있다. 동 가설 역시 투자자가 어떤 유인을 바탕으로 기업의 사회적 책임 이행과 배당의 공시효과를 판단하는가에 대한 보다 구체적인 논거로 활용될 수 있을 것이다.

가설 4: 기업의 사회적 책임 이행 수준과 배당의 공시효과는 정보비대칭이 상대적으로 큰 기업에서 보다 강하게 관찰될 것이다.

### III. 데이터 및 실증분석방안

#### 1. 데이터

본 연구의 표본은 2010년과 2011년 한국거래소 상장기업을 대상으로 한다. 자본잠식기업을 제외하고, 한국기업지배구조원의 기업의 사회적 책임 지수의 사용이 가능한 기업을 대상으로 한다. 이 중 배당을 지급하였으며, 배당공시일 전후의 주식수익률 데이터가 확보가 가능한 559개 기업을 최종표본으로 선정하였다. 기업의 배당공시일, 배당액 등 배당관련 데이터와 주가수익률, 재무비율, 소유구조, 애널리스트 리포트 숫자 데이터는 FN-Guide에서 추출하였다. 재벌소속기업의 정보를 파악하기 위해서는 공정거래위원회의 기업집단 정보포탈을 활용한다. 공정거래위원회에서는 재벌기업집단의 경제력 집중을 견제할 목적으로 매년 기업집단의 자산규모를 기준으로 대규모기업집단(재벌)을 선정하여 공시하고 있다.

본 연구는 기업의 사회적 책임 이행 수준의 대응치로써 한국기업지배구조원(Korea Corporate Governance Service: KCGS)의 사회적 책임 지수<sup>6)</sup>를 사용한다. 한국기업지배구조원은 사회적 책임에 대한 중요성이 강조되고 있는 자본시장의 조류에 발맞춰 2010년 이후 국내 상장기업을 대상으로 사회적 책임 이행 수준을 최초로 평가하고 있다. 동 지수의 평가 기준은 국제표준인 ISO 26000 등을 반영함과 동시에 국내 실정에 보다 적합한 정보도 포함하고 있다. 동 지수는 상장기업 전체에 대한 평가가 이루어졌다는 측면에서 본 연구의 가설을 보다 객관적으로 평가하는데 유용하다.<sup>7)</sup> 한편, 본 연구는 기업의 정보비대칭 수준의 추

6) 다만, 동 평가는 2010년부터 실시되고 있어 최근 데이터에만 국한된 분석만이 가능하다는 단점이 있다. 하지만 기업의 사회적 책임 전략의 중요성이 최근부터 강화되고 있다는 사실을 고려하면, 실증분석을 수행하는데 있는 큰 무리가 없을 것으로 판단된다.

7) 기존연구는 경제정의실천시민연합 산하 경제정의연구소의 사회적 책임 평가지수(KEJI index)를 사

가적인 대응치로 한국기업지배구조원의 기업별 공시수준 평가결과를 사용한다.<sup>8)</sup> 한국기업지배구조원은 매년 상장기업을 대상으로 공시된 정보를 바탕으로 주주권리보호, 이사회 구성 및 운영, 공시수준, 감사제도, 배당수준을 바탕으로 기업별 지배구조 수준을 종합적으로 평가하고 있다.

## 2. 실증분석방안

배당공시의 주가반응을 파악하기 위해 본 연구는 기업별 배당공시의 누적초과수익률(Cumulative Abnormal Return: CAR)를 측정하는 사건연구(event study)를 실시한다. 비정상수익률은 Brown and Warner (1985)의 방법론을 이용한 시장모형으로 추정한다.<sup>9)</sup> 배당공시일은 배당확정일인 주주총회일을 사용하였으며(박경서 외, 2003), CAR는 정보누출의 가능성을 고려하기 위해 배당공시일을 기준으로 1일전부터 1일후, 3일전부터 3일후, 5일전부터 5일후, 10일전부터 10일후로 다양하게 설정하여 사용한다. 비정상수익률(abnormal return)을 측정하기 위한 모수추정기간(estimation period)은 공시일 이전 220일에서 21일(-220, -21)까지의 기간으로 설정하였다. 모수( $\alpha$ ,  $\beta$ )를 추정하기 위해 사용된 모형은 아래와 같다.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_i$$

여기서,  $R_{it}$ 는 본 연구의 표본기업  $i$ 의  $t$ 시점에서의 일별주가수익률이며,  $R_{mt}$ 는  $t$ 시점에서의 시장포트폴리오의 일별주가수익률(종합주가지수)이다.  $\epsilon_i$ 은 잔차항이다. 공시일의 비정상수익률은 위 모형으로 계산된 기대수익률과 실제일별수익률간의 차이로 측정된다.

$$AR_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt})$$

여기서,  $AR_{it}$ 는  $t$ 시점에서의 표본기업  $i$ 의 비정상수익률이다. 기업별 CAR은 각 시점별 비정상수익률을 누적하여 계산하였다. 공시일의 정보효과가 있다면 CAR의 기대값은 0과 다를 것이므로, 이를 검증하기 위해 CAR의 횡단면 변동성을 이용하여 t-test를 실시한다.

$$\begin{aligned} CAR_{it} = & \alpha + \beta_1 CSRI_{it-1} + \beta_2 EMI_{it-1} + \beta_3 SIZE_{it-1} + \beta_4 LEVE_{it-1} \\ & + \beta_5 ROA_{it-1} + \beta_6 MBratio_{it-1} + \beta_7 RISK_{it-1} + \beta_8 AGE_{it-1} \\ & + \beta_9 IOWN_{it-1} + \beta_{10} BOWN_{it-1} + \beta_{11} CHAE_{it-1} + \beta_{12} RD_{it-1} \\ & + \beta_{13} CAPEX_{it-1} + \beta_{14} DV_{it} + \beta_{15} DV_{it-1} + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

본 연구의 주된 연구가설인 기업의 사회적 책임 이행 수준과 배당의 공시효과 간의 관계를 파악하기 위해 CAR를 종속변수로 아래와 같은 실증분석모형을 추정한다. 표본이 패널데이터의 형태를 가짐에 따라 발생할 수 있는 이분산성을 완화시키기 위해

---

용하고 있는데, 동 지수는 가설을 검증하기에 제한적인 표본만을 제공하는데, 박헌준 외(2004)는 동 지수를 활용하여 167개 상장기업을 대상으로 분석하고 있다. 반면, 본 연구의 한국기업지배구조원의 사회적 책임 평가결과는 대부분의 상장기업에 대한 자료를 제공한다는 측면의 장점을 갖는다.

8) 관련한 보다 구체적인 정보에 대한 내용은 한국기업지배구조원 홈페이지([www.cgs.or.kr](http://www.cgs.or.kr))를 참조하길 바란다.

9) 연구결과의 강건성을 확인하기 위해 시장조정모형(market adjusted model)을 사용한 경우에도 동일한 결과를 확인할 수 있었다.

Heteroscedasticity-consistent standard error를 통해 추정계수의 유의성을 검증하며, 산업효과를 통제하기 위해 한국표준산업분류 1자리를 기준으로 설정된 산업더미변수를 모형에 포함한다.

본 연구는 주요 독립변수로 기업의 사회적 책임 지수를 사용한다. 본 연구에서 사용하는 한국기업지배구조원의 사회적 책임 지수<sup>10)</sup>는 기업의 정성적 부분과 정량적 부분 지표를 바탕으로 91개 문항, 300점 만점으로 측정된다. 동 지수는 근로자, 협력사 및 경쟁사, 소비자 및 지역사회 측면에서 기업의 사회적 책임 수준을 다각적이며 총체적으로 평가하고 있다. 근로자 항목은 근로자의 복지혜택 수준, 평균 이직률, 사업재해율 등을 바탕으로 측정되며, 협력사 및 경쟁사 항목은 협력사에 대한 공정거래 방침 수립, 부패방지 전담조직 구성 등을 바탕으로 측정된다. 소비자 항목은 소비자에 대한 공정거래 원칙 수립, 개인정보 관리 정책 수립 등을 바탕으로 측정되며, 지역사회 항목은 지역사회 발전을 위한 정책 수립, 지원 프로그램 운영을 바탕으로 측정된다. 본 연구는 이들 지수를 1점 만점으로 환산한 값을 기업의 사회적 책임 수준의 대용치(CSRI)로 사용한다.

한편, 선진국을 중심으로 세계적인 자원고갈과 환경파괴에 따른 기업의 지속적 성장에 대한 의문이 제기되는 가운데 선진금융기관들은 이미 투자대상기업의 환경경영 전략 등 비재무적 위험과 기회를 고려하여 투자여부를 결정하는 투자원칙을 도입하고 있다. 이는 기업의 지속가능성을 위한 환경경영의 개선이 글로벌화된 자본시장에서 점차 그 중요성을 더해가고 있으며, 기업의 핵심적 성장전략으로서의 역할이 증대되고 있음을 의미한다. 따라서 기업의 환경경영 이행 수준은 사회적 책임과 유사한 재무적 전략으로 받아들일 수 있으며, 마찬가지로 배당공시효과와 연관성이 존재할 것으로 판단된다. 따라서 본 연구결과의 강건성을 검증하기 위해 본 연구는 한국기업지배구조원의 환경경영 지수도 독립변수로 고려한다. 환경경영 지수는 91개 문항 300점 만점으로 측정되는데, 기업공시정보를 바탕으로 환경전략, 환경조직, 환경경영, 환경성과 및 이해관계자 대응 측면에서 평가되고 있다. 사회적 책임 지수와 마찬가지로 환경경영 지수 역시 평가점수는 1점 만점으로 환산한 값을 기업의 환경경영 수준의 대용치(EMI)로 사용한다.

본 연구의 사건연구에 있어 공시일을 주주총회일로 사용하고 있으므로, 다양한 정보가 일시에 공시됨에 따라 주가반응에 다양한 요인이 포함될 가능성이 내재한다. 따라서 다양한 통제변수를 실증분석모형에 포함함으로써 기업의 사회적 책임 이행 수준과 배당의 공시효과 간의 관계를 보다 명확하고, 강건성 있게 파악한다. 통제변수로 먼저, 기업규모효과를 통제하기 위해 총자산에 자연로그를 취한 값(SIZE)을 모형에 포함한다. 기업의 높은 부채비율은 이자비용을 상승시킴과 동시에 절세효과를 가져와 기업가치에 상반된 영향을 미친다. 이러한 효과가 배당공시의 주가반응에 미치는 영향을 통제하기 위해 총부채를 총자산으로 나눈 값(LEVE)을 모형에 포함한다. 높은 수익성은 배당을 위한 충분한 자금여력이 있음을 신호하는 한편, 기업이 이를 유지하기 위해 투자를 늘리고 배당을 감소시킬 가능성이 있으므로 이러한 영향력을 통제하기 위해 당기순이익을 총자산으로 나눈 값(ROA)을 모형에 포함하였다. 배당공시의 정보효과는 상대적으로 주식시장에서 저평가된 기업의 경영자에 의해 적극적으로 활용될 가능성이 높으므로, 시장가치대 장부가치 비율(=(보통주주식수\*연말 총가)/(자기자본의 장부가치-우선주자본금))을 모형에 포함한다(MBratio). 기업의 위험수준은 미래현금흐름창출의 가능성과 연관되어 배당의사결정에 영향을 미칠 수 있다(Rozeff, 1982). 따라서 이러한 효

10) 한국기업지배구조원의 사회적 책임 지수와 환경경영 지수와 관련한 보다 구체적인 사항은 부록 <표 1>을 참조하기 바란다.

과가 배당공시의 누적초과수익률에 미치는 영향을 통제하기 위해 당기순이익을 총자산으로 나눈 값의 과거 5년간 표준편차를 기업의 위험수준의 대응치(RISK)로 모형에 포함한다. 설립연수가 낮은 기업은 미래성장가치가 높은 반면, 상대적으로 설립연수가 높은 기업은 높은 수익성을 확보하고 있더라도 미래성장가치는 낮을 수 있다. 따라서 기업설립연수에 자연로그를 취한 값(AGE)을 모형에 포함하여 이러한 영향력을 통제한다.

대리인이론의 측면에서 기관투자자는 전문적인 투자분석능력과 감시유인을 가져 경영자와 주주 간의 이해상충의 문제를 완화시킬 수 있다. 따라서 기관투자자의 지분율이 높아 대리인문제가 발생할 가능성이 낮은 기업에서 주식수익률이 더 높게 관찰될 수 있다. 이에 기관투자자 지분율이 5% 이상인 기업은 동 지분율의 값을 갖으며, 미만인 기업은 0의 값을 갖는 변수<sup>11)</sup>(IOWN)를 모형에 포함한다. 한편, 대주주의 지분율이 증가하는 경우 사적효용추구 유인이 감소하여 대리인문제의 발생 가능성이 감소한다(Jensen and Meckling, 1976). 반면, 대주주가 과도한 지분율을 확보한 경우 향후 기업경영권시장을 통한 기업통제효과가 발생할 가능성이 낮아져 현재 경영 상태에 안주(entrenchment)하여 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 가능성도 존재한다. 이러한 효과를 통제하기 위해 대주주 및 친족지분율(BOWN)을 모형에 포함한다. 국내의 대규모기업집단의 경우 다수의 계열사를 거느린 형태로 운영되고 있어 지배주주가 다양한 형태와 경로의 대리인문제를 발생시키고, 소액주주의 부를 착취하는 것으로 평가되고 있다. 따라서 이러한 대리인문제 발생 가능성이 주식수익률에 미치는 영향력을 통제하기 위해 대규모기업집단(재벌)에 속한 기업은 1, 독립기업은 0의 값을 갖는 더미변수(CHAE)를 모형에 포함한다. 미래의 좋은 투자기회가 존재하는 경우 배당을 줄이는 요인으로 작용할 수 있어 기업의 성장성이 주식수익률에 미치는 영향을 통제할 필요성이 있다. 따라서 연구비 및 개발비를 자기자본으로 나눈 값(RD)과 자본적 지출(capital expenditure)를 자기자본으로 나눈 값(CAPEX)을 모형에 포함한다. 투자자는 과거의 기업 배당수준을 고려하여 배당지급의 효과를 고려할 것이다. 일반적으로 기업이 목표배당수준을 설정하고 이에 대한 조정을 통해 시장에 정보를 전달할 가능성이 있으며, 투자자 역시 이를 인지하고 있을 것으로 예상할 수 있다. 따라서 이러한 효과가 배당공시의 정보효과에 미치는 영향을 고려하기 위해 전 회계연도의 보통주배당액과 우선주배당액을 더한 값을 총자산으로 나눈 값(DV(t-1))과 현 회계연도의 값(DV)을 모형에 포함한다.

### <표 1> 변수의 정의

이 표는 본 연구의 실증분석에 사용된 변수의 정의를 나타낸다.

변수	정의
CSRI	한국기업지배구조원의 기업별 사회적 책임 평가점수를 1점 만점으로 환산한 지수
CSRI1	기업별 사회적 책임 평가점수중 근로자항목의 점수를 1점 만점으로 환산한 점수
CSRI2	기업별 사회적 책임 평가점수중 협력사 및 경쟁사항목의 점수를 1점 만점으로 환산한 점수
CSRI3	기업별 사회적 책임 평가점수중 소비자항목의 점수를 1점 만점으로 환산한 점수
CSRI4	기업별 사회적 책임 평가점수중 지역사회항목의 점수를 1점 만점으로 환산한 점수
EMI	한국기업지배구조원의 기업별 환경경영 평가점수를 1점 만점으로 환산한 지수

11) 국내에서는 2004년 사업보고서 공시요건의 변경으로 인해 기관투자자 지분율이 보고되고 있지 않고 있다. 다만, 기관투자자가 기업경영에 상당한 영향력을 행사할 수 있다는 측면을 고려하여 이들의 지분율이 5% 이상인 경우에만 보고토록 하고 있다. 동 지분율이 5% 이하인 기업에 대해서는 이들의 감시기능을 정확히 계량화할 수 없다는 한계점이 존재하지만, 사실상 일정 지분율 이상을 확보한 기관투자자가 적극적인 감시유인을 보유한다는 점을 고려한다면 동 변수를 사용하는데 큰 무리가 없을 것으로 판단된다.

SIZE	기업규모 (=자연로그(총자산))
LEVE	부채비율 (=총부채/총자산)
ROA	수익성 (=당기순이익/총자산)
MBratio	성장성 (=주가*보통주 주식수/(총자본-우선주 자본금))
AGE	기업나이 (=자연로그(현재년도-설립년도+1))
RISK	수익성의 변동성 (=과거 5년간 수익성 (ROA)의 표준편차)
RD	R&D 투자지출 (=연구비 및 개발비/총자본)
CAPEX	자본적 지출 (=자본적 지출/총자본)
DV	배당액 (=보통주배당금+우선주배당금)/총자산)
CHAE	채별소속여부 (=공정거래위원회가 공시한 대규모 기업집단 소속기업은 1, 아닌 경우 0의 값을 갖는 더미변수)
IOWN	기관투자자지분율 (=기관투자자지분율이 5%이상인 경우 해당 기업의 기관투자자지분율, 미만인 경우 0)
BOWN	대주주지분율
ANAL	애널리스트 리포트 숫자
DISC	한국기업지배구조원의 기업별 지배구조평가점수중 공시항목의 점수를 1점 만점으로 환산한 값
M/B dummy	MBratio가 전체 표본의 중간 값 미만인 경우 1, 아닌 경우 0의 값을 갖는 더미변수
ANAL dummy	애널리스트 리포트 숫자가 전체 표본의 중간 값 미만인 경우 1, 아닌 경우 0의 값을 갖는 더미변수
DISC dummy	지배구조평가점수중 공시항목의 점수가 전체 표본의 중간 값 미만인 경우 1, 아닌 경우 0의 값을 갖는 더미변수

한편, 본 연구는 기업의 사회적 책임과 배당의 공시효과 간의 관계가 주로 어떤 기업에서 강하게 관찰되는 가를 확인함으로써 연구결과의 시사점을 확대한다. 본 연구가 고려하는 기업특성으로 먼저 기업의 주식시장 내 평가수준을 바탕으로 측정된 성장성을 고려한다. 본 연구는 시장가치대 장부가치 비율(MBratio)를 기업의 성장성의 대용치로 사용하는데, 이 값이 클수록 기업이 보유한 자산의 장부가치보다 시장에서 평가되는 가치가 높아 성장성이 크을 의미한다. 본 연구는 동 변수의 중위수를 기준으로 미만인 경우 1, 이상인 경우 0의 값을 갖는 저(低)성장더미변수(M/B dummy)를 설정한다. 본 연구는 정보비대칭 수준을 대표하는 변수로 해당 회계연도에 해당 기업을 대상으로 공시된 애널리스트 리포트 숫자(ANAL)와 한국기업지배구조원의 기업별 공시수준 평가결과를 1점 만점으로 환산한 지수(DISC)를 사용한다. 앞선 더미변수와 마찬가지로 애널리스트 리포트 숫자와 공시수준 평가결과의 중위수를 기준으로 미만인 경우 정보비대칭이 상대적으로 큰 기업으로 분류하고, 이상인 경우 정보비대칭이 상대적으로 작은 기업으로 분류하여 고(高)정보비대칭더미변수(ANAL dummy, DISC dummy)를 설정한다. 궁극적으로 이상의 더미변수들과 기업의 사회적 책임 지수 간 교차변수를 설정하여 기업의 사회적 책임 이행 수준이 배당공시의 CAR에 미치는 영향을 확인함으로써 어떤 특성을 갖는 기업에서 두 가지 의사결정 간의 연관성이 보다 강하게 관찰되는 가를 확인한다.

#### IV. 실증분석결과

##### 1. 기초통계량

<표 2>는 실증분석모형에 사용될 변수의 기초통계량을 나타낸다. 기업의 사회적 책임 지수(CSRI)의 평균은 0.2756으로 나타났으며, 환경경영 지수(EMI)는 0.2499로 나타났다. 이러한 결과는 아직까지 국내 상장기업의 사회적 책임과 환경경영 전략이 적극적이지 않음을 의미하지만, 반대로 해당 분야에 대한 전략을 적극적으로 구사하는 기업이 주식시장에서 기업가치

제고효과를 상대적으로 높게 얻을 수 있음을 의미하기도 한다. 표본기업의 평균 총자산(SIZE)은 약 3,383억원으로 나타났으며, 부채비율(LEVE)은 약 42%로 나타났다. 수익성을 대용하는 ROA의 평균(ROA)은 약 5.3%로 나타났으며, M/B 비율(MBratio)의 평균은 1.0986으로 나타났다. 기업설립연수(AGE)는 평균 38년으로 나타났으며, 과거 5년간 ROA의 표준편차(RISK)는 0.0373으로 나타났다. 성장성을 의미하는 연구비 및 개발비 지출(RD)과 자본적 지출(CAPEX)의 평균은 각각 0.0093, 0.0754로 나타났으며, 배당지급액(DV) 평균은 0.0116로 나타났다. 본 연구의 표본의 약 28.12%는 재벌소속기업으로 나타났으며, 기관투자자와 대주주의 지분율(IOWN) 평균은 각각 약 5.32%와 44.15%로 나타났다. 표본기업을 대상으로 공시된 애널리스트 리포트 숫자(ANAL)의 평균은 약 124개로 나타났다. 기업별 공시수준 평가점수를 1점 만점으로 환산한 값(DISC)은 평균 0.3135로 나타났다.

### <표 2> 기초통계량

이 표는 본 연구의 실증분석에 사용된 변수의 기초통계량을 나타낸다. 변수의 정의는 <표 1>에서 제시된 바와 같다.

	관측치	평균	중간값	표준편차	최대값	최소값
CSRI	1,003	0.2756	0.2300	0.1658	0.8867	0.0667
CSRI1	1,003	0.3331	0.2929	0.1525	0.8929	0.1214
CSRI2	1,003	0.2286	0.1094	0.2482	0.9844	0.0000
CSRI3	1,003	0.2274	0.2121	0.1916	0.9545	0.0000
CSRI4	1,003	0.2138	0.2000	0.1802	1.0000	0.0000
EMI	1,003	0.2499	0.1667	0.2285	0.8933	0.0000
SIZE (단위: 억원)	1,003	3,383	448	12,117	179,946	14
LEVE	1,003	0.4250	0.4147	0.2065	0.9435	0.0006
ROA	1,003	0.0525	0.0440	0.0532	0.9141	-0.1401
MBratio	1,003	1.0986	0.8103	1.0229	9.7082	0.1525
AGE	1,003	38	39	18	115	1
RISK	1,003	0.0373	0.0280	0.0581	1.5826	0.0012
RD	1,003	0.0093	0.0000	0.0203	0.1852	0.0000
CAPEX	1,003	0.0754	0.0395	0.1216	1.6547	0.0000
DV	1,003	0.0116	0.0080	0.0150	0.2035	0.0000
CHAE	1,003	0.2812	0.0000	0.4498	1.0000	0.0000
IOWN	1,003	0.0532	0.0000	0.0839	0.5606	0.0000
BOWN	1,003	0.4415	0.4466	0.1628	0.8938	0.0502
ANAL	1,003	124	6	229	1,746	0
DISC	1,003	0.3135	0.2667	0.1628	0.9000	0.0667

### <표 3> 상관관계

이 표는 본 연구의 실증분석에 사용된 변수의 상관관계를 나타낸다. 변수의 정의는 <표 1>에서 제시된 바와 같으며, 굵은 글씨로 표시된 수치는 5% 통계적 유의수준에서 유의미함을 의미한다.

	CSRI	EMI	SIZE	LEVE	ROA	MBratio	AGE	RISK
EMI	<b>0.720</b>							
SIZE	<b>0.375</b>	<b>0.230</b>						
LEVE	<b>0.162</b>	<b>0.105</b>	<b>0.218</b>					
ROA	<b>0.066</b>	0.024	-0.034	<b>-0.311</b>				
MBratio	<b>0.320</b>	<b>0.208</b>	0.053	<b>0.084</b>	<b>0.384</b>			
AGE	-0.050	0.003	0.037	0.026	<b>-0.114</b>	<b>-0.185</b>		
RISK	-0.044	0.001	<b>-0.065</b>	<b>-0.090</b>	<b>0.127</b>	<b>0.080</b>	-0.017	
RD	<b>0.179</b>	<b>0.180</b>	<b>0.064</b>	-0.016	<b>0.109</b>	<b>0.243</b>	0.022	-0.000
CAPE	<b>0.075</b>	<b>0.180</b>	-0.011	<b>0.193</b>	0.024	<b>0.141</b>	<b>-0.126</b>	0.042
DV	<b>0.102</b>	0.018	<b>-0.063</b>	<b>-0.258</b>	<b>0.445</b>	<b>0.446</b>	<b>-0.140</b>	<b>0.079</b>

CHAE	<b>0.483</b>	<b>0.347</b>	<b>0.226</b>	<b>0.188</b>	0.059	<b>0.256</b>	-0.028	0.006
IOWN	<b>0.088</b>	<b>0.088</b>	0.022	<b>0.126</b>	-0.014	<b>0.063</b>	0.004	-0.017
BOWN	<b>-0.247</b>	<b>-0.217</b>	<b>-0.118</b>	<b>-0.179</b>	-0.015	<b>-0.129</b>	<b>-0.087</b>	0.038
ANAL	<b>0.634</b>	<b>0.484</b>	<b>0.459</b>	<b>0.092</b>	<b>0.216</b>	<b>0.398</b>	<b>-0.082</b>	-0.026
DISC	<b>0.653</b>	<b>0.457</b>	<b>0.368</b>	<b>0.186</b>	<b>0.067</b>	<b>0.288</b>	<b>-0.072</b>	-0.049
	RD	CAPE	DV	CHAE	IOWN	BOWN	ANAL	
CAPE	<b>0.138</b>							
DV	<b>0.074</b>	-0.019						
CHAE	0.012	0.051	-0.014					
IOWN	-0.030	-0.036	<b>-0.067</b>	<b>0.096</b>				
BOWN	<b>-0.089</b>	-0.023	0.061	<b>-0.101</b>	<b>-0.201</b>			
ANAL	<b>0.242</b>	<b>0.120</b>	0.062	<b>0.466</b>	<b>0.144</b>	<b>-0.358</b>		
DISC	<b>0.163</b>	0.045	0.047	<b>0.409</b>	<b>0.114</b>	<b>-0.293</b>	<b>0.649</b>	

<표 3>은 변수 간 상관관계를 보여주고 있는데, 기업의 사회적 책임 지수(CSRI)와 환경 경영 지수(EMI)간 상관계수는 0.720으로 매우 높게 나타났다. 기업규모(SIZE)와 M/B 비율(MBratio)과 기업의 사회적 책임 지수 간 상관계수는 각각 0.375와 0.320으로 상대적으로 높게 관찰되었으며, 통계적으로 유의적인 것으로 나타났다. 재벌더미변수(CHAE)와 사회적 책임 지수 간 상관계수는 0.483으로 높게 관찰되어 재벌소속기업이 적극적으로 사회적 책임을 강화하고 있음을 의미한다. 한편, 애널리스트 리포트 숫자(ANAL), 기업공시수준 평가결과(DISC)는 모두 기업의 사회적 책임 이행 수준에 상대적으로 강한 양(+)의 상관관계를 가지며 통계적으로도 유의적임을 보여주고 있다.

## 2. 차이값 검증

<표 4>는 기업의 사회적 책임 이행 수준에 따른 배당공시의 CAR의 차이값을 보여주고 있다. 분석에 들어가기에 앞서 배당공시의 CAR가 0과 다를 것을 검증한 결과, CAR 추정기간을 다양하게 설정한 모든 경우에서 1% 수준에서 통계적으로 유의미한 값을 가짐을 확인할 수 있었다. 한편, 배당공시효과는 음(-)의 값을 갖는 것으로 확인할 수 있는데, 과거와 달리 배당공시효과가 유의한 음(-)의 값을 갖는 이유는 다양한 기업특성에 따라 배당지급의 영향력이 달라질 수 있음을 반증한다.<sup>12)</sup> 즉, 배당뿐만 아니라 다양한 수단을 통해 내부정보를 전달할 수 있는 기업은 보유한 특성에 따라 배당지급의 공시효과가 달라질 수 있으며, 본 연구가 초점을 맞추고 있는 기업의 사회적 책임 이행 수준과 배당공시의 주가반응 간의 관계도 이러한 맥락에서 설명이 가능하다.

본 연구의 주된 가설인 기업의 사회적 책임 이행 수준에 따라 배당공시의 CAR의 차이가 발생할 수 있는 가설을 검증하기 위해 전체표본을 사회적 책임이 가장 취약한 기업(사회적 책임 지수가 0.0-0.1의 값을 갖는 기업)과 가장 적극적인 기업(사회적 책임 지수가 0.5-1.0의 값을 갖는 기업)으로 구분한다. 사회적 책임이 가장 취약한 기업의 배당공시일 1일 전후의 CAR는 약 0.18%로 나타난 반면, 가장 적극적인 기업은 약 -0.73%로 나타났으며, 양자 간 차이는 5% 통계적 유의수준에서 유의미한 값을 갖는 것으로 관찰되었다. 두 그룹 간 차이는 CAR의 추정기간을 다양하게 설정한 경우에도 대체적으로 유사하게 관찰되어 강건성을 확인할 수 있었다. 이러한 결과를 종합하면 배당지급이 갖는 효과를 사회적 책임 이행 수준이 대

12) 한편, 기업의 배당지급액과 과거 배당지급액의 차이를 바탕으로 배당증가기업과 배당감소기업으로 표본을 분리하여 양자 간 배당공시의 CAR의 차이값을 검증한 결과, 통계적 유의성이 없는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 배당의 증감 자체가 갖는 공시효과보다는 여타 기업특성에 따라 배당에 대한 투자자의 가치판단에 달라질 가능성이 있음을 의미한다.

체하고 있음을 의미한다. 즉, 사회적 책임 이행이 취약한 기업의 경우 미래자본이득에 대한 기대 감소로 투자자의 배당지급의 선호도가 상대적으로 증가하기 때문으로 해석이 가능하다. 따라서 가설 1(대체가설)을 지지하는 결과로 해석이 가능하다. 하지만 본 연구가 설정하고 있는 배당공시일이 배당확정일인 주주총회일이기 때문에 다양한 정보가 동시에 공개되어 배당공시의 정보전달효과가 희석되거나 잘못 받아들여질 수 있는 여지가 존재하므로 본 연구는 다양한 기업특성을 통제변수로 포함한 분석을 수행함으로써 보다 엄밀한 결과를 도출한다.

#### <표 4> 차이값 검증

이 표는 배당공시일의 CAR와 기업특성(사회적 책임 지수)에 따른 배당공시의 CAR에 차이 값을 검증한 결과를 보여준다. CSRI는 한국기업지배구조원의 기업별 사회적 책임 평가점수를 1점 만점으로 환산한 지수를 의미하며, 동 지수를 바탕으로 4개 그룹으로 분류하여 평균 CAR의 차이 값을 검증한다. 동 지수를 바탕으로 4개 그룹으로 분류하여 평균 CAR의 차이 값을 검증한다. CAR는 시장모형(market model)을 통해 추정하였으며, 모수추정기간은 공시일 이전 220일부터 21일(-220, -21)이다. 괄호 안의 값은 t-statistic을 통해 계산한 p-value이며, \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 통계적 유의수준을 의미한다.

	CAR(-1,1)	CAR(-3,3)	CAR(-5,5)	CAR(-10,10)
Total [N=1,003]	-0.0072*** (-6.33)	-0.0148*** (-9.03)	-0.0164*** (-7.56)	-0.0245*** (-7.86)
(A) 0.0-0.1 [N=81]	0.0018	-0.0014	-0.0047	0.0041
0.1-0.3 [N=613]	-0.0077	-0.0156	-0.0175	-0.0272
0.3-0.5 [N=194]	-0.0096	-0.0148	-0.0159	-0.0271
(B) 0.5-1.0 [N=115]	-0.0073	-0.0201	-0.0193	-0.0258
차이 값	0.0090**	0.0187***	0.0147	0.0299**
((A)-(B))	(2.06)	(2.86)	(1.64)	(2.40)

### 3. 회귀분석결과<sup>13)</sup>

<표 5>는 여타 통제변수를 모두 실증분석모형에 포함하고 배당공시의 CAR을 종속변수로 기업의 사회적 책임 이행 수준의 영향력을 회귀분석한 결과이다. Model (1)은 배당공시일 전후 1일간 CAR를 종속변수로 사용한 결과인데, 기업의 사회적 책임 지수의 추정계수(CSRI)는 -0.0204로 5% 통계적 유의수준에서 유의미한 값을 갖는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 사회적 책임 수준이 낮은 기업일수록 배당공시의 추가반응이 더 높게 관찰됨을 의미한다. 이는 사회적 책임 이행에 따른 자본이득 상승의 가치를 높게 평가하고 있음을 의미하며, 궁극적으로 사회적 책임 이행이 경영자의 대리인문제에 악용되기 보다는 기업가치 제고에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 투자자가 판단하고 있음을 동시에 의미한다. 즉, 투자자는 사회적 책임 이행에 적극적이지 않은 기업에 대해 미래 자본이득의 상대적 감소를 인지하여 당기 배당을 지급받기를 선호함을 의미하며, 가설 1을 지지하는 결과이다. 따라서 기업은 재무적 제약 하에 비용 대비 편익을 극대화하기 위해서 두 가지 재무적 의사결정을 선택적으로 활용할 필요성이 있음을 시사한다. 한편, 배당지급의 정보누출을 고려하여 CAR의 추정기간을 확대하여 사용한 분석에서도 사회적 책임 지수는 모두 1% 통계적 유의수준에서 유의미한 값을 갖

13) 추가적으로 본 연구는 실증분석에 있어 잠재적으로 발생 가능한 내생성 문제(endogeneity problem)으로 인해 연구결과의 오류가 발생할 가능성을 고려하여 기업수준의 고정효과모형(fixed effect model)과 확률효과모형(random effect model)을 추정한 결과, 보고된 결과와 동일한 결과를 확인할 수 있었다.

는 것으로 나타나, 정보누출의 문제가 본 연구결과에 미치는 영향력이 크지 않음을 확인할 수 있었다.

여타 통제변수로 기업규모(SIZE)는 대체로 배당공시의 CAR에 유의한 양(+)의 영향력을 갖는 것으로 나타났는데, 기업규모가 큰 기업일수록 긍정적인 추가반응을 얻고 있음을 의미한다. 이를 제외한 여타 통제변수는 통계적 유의성이 모형별로 상이하거나 없는 것으로 나타났다.

**<표 5> 사회적 책임 지수가 배당공시의 CAR에 미치는 영향**

이 표는 기업의 사회적 책임 지수가 배당공시의 CAR에 미치는 영향을 회귀분석한 결과이다. 변수의 정의는 <표 1>에서 제시된 바와 같다. 괄호 안의 값은 Heteroscedasticity-consistent standard error를 통해 이분산을 조정한 t 값이며, \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 의미한다.

	Model(1)	Model(2)	Model(3)	Model(4)
	CAR(-1,1)	CAR(-3,3)	CAR(-5,5)	CAR(-10,10)
Intercept	-0.0376 [-0.99]	-0.2130*** [-4.07]	-0.2061*** [-2.93]	-0.3036*** [-3.04]
CSRI	-0.0204** [-1.98]	-0.0684*** [-4.87]	-0.0541*** [-3.00]	-0.1005*** [-3.86]
SIZE	0.0016 [1.20]	0.0071*** [3.97]	0.0057** [2.35]	0.0093*** [2.71]
LEVE	-0.0024 [-0.31]	-0.0166 [-1.47]	-0.0129 [-0.85]	-0.0461** [-2.27]
ROA	0.0241 [0.75]	0.0607 [0.86]	0.1412 [1.42]	0.1535 [1.36]
MBratio	0.0007 [0.42]	0.0007 [0.29]	0.0029 [0.85]	0.0008 [0.17]
RISK	-0.0076 [-0.50]	-0.0301 [-1.10]	-0.0628*** [-2.76]	-0.1071 [-1.48]
AGE	-0.0002 [-0.10]	0.0013 [0.55]	0.0062** [2.13]	0.0030 [0.72]
IOWN	0.0057 [0.41]	0.0082 [0.46]	-0.0117 [-0.46]	-0.0468 [-1.43]
BOWN	0.0016 [0.21]	-0.0025 [-0.23]	0.0127 [0.87]	0.0186 [0.92]
CHAE	0.0007 [0.20]	0.0001 [0.01]	0.0053 [0.86]	0.0116 [1.37]
RD	0.0175 [0.31]	0.0364 [0.41]	-0.0195 [-0.15]	0.0356 [0.21]
CAPEX	-0.0031 [-0.30]	-0.0093 [-0.75]	-0.0218 [-1.20]	-0.0179 [-0.55]
DV(t-1)	0.2321 [1.38]	0.0038 [0.02]	-0.0192 [-0.08]	0.0530 [0.16]
DV	-0.2647 [-1.40]	-0.0753 [-0.33]	-0.3200 [-1.01]	0.0067 [0.02]
Industry effect	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1,003	1,003	1,003	1,003
R <sup>2</sup>	0.023	0.048	0.047	0.050

본 연구는 기업의 사회적 책임 이행 수준이 배당공시의 CAR에 미치는 영향력을 보다 구체적으로 파악하기 위해 사회적 책임 지수를 구성하는 세부항목을 주요 독립변수로 동일한 모형을 추정하였다. 이러한 분석을 통해 사회적 책임의 어떤 부문이 투자자에게 기업의 중요한 정보로 받아들여지며, 배당지급을 대체할 수 있는가를 파악함으로써 양자 간 경로를 구체

적으로 확인한다.

**<표 6> 사회적 책임 지수의 세부항목이 배당공시의 CAR에 미치는 영향**

이 표는 사회적 책임 지수의 세부항목이 배당공시의 CAR에 미치는 영향을 회귀분석한 결과이다. 변수의 정의는 <표 1>에서 제시된 바와 같다. 괄호 안의 값은 Heteroscedasticity-consistent standard error를 통해 이분산을 조정 한 t값이며, \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 의미한다.

종속변수: CAR(-3,3)	Model(1)	Model(2)	Model(3)	Model(4)
Intercept	-0.1862*** [-3.66]	-0.1707*** [-3.26]	-0.1839*** [-3.77]	-0.1876*** [-3.59]
CSRI1	-0.0596*** [-4.14]			
CSRI2		-0.0266*** [-2.69]		
CSRI3			-0.0542*** [-5.40]	
CSRI4				-0.0442*** [-3.44]
SIZE	0.0061*** [3.54]	0.0049*** [2.83]	0.0058*** [3.63]	0.0058*** [3.32]
LEVE	-0.0154 [-1.36]	-0.0137 [-1.20]	-0.0167 [-1.47]	-0.0149 [-1.32]
ROA	0.0618 [0.86]	0.0767 [1.05]	0.0538 [0.77]	0.0760 [1.03]
MBratio	0.0004 [0.19]	0.0002 [0.09]	0.0007 [0.33]	-0.0001 [-0.05]
RISK	-0.0269 [-1.01]	-0.0302 [-1.15]	-0.0363 [-1.31]	-0.0275 [-1.06]
AGE	0.0014 [0.60]	0.0017 [0.73]	0.0013 [0.59]	0.0012 [0.54]
IOWN	0.0105 [0.58]	0.0113 [0.64]	0.0084 [0.47]	0.0106 [0.58]
BOWN	-0.0025 [-0.23]	0.0010 [0.09]	0.0008 [0.08]	0.0005 [0.04]
CHAE	-0.0016 [-0.35]	0.0004 [0.09]	-0.0018 [-0.41]	-0.0017 [-0.38]
RD	0.0266 [0.30]	0.0013 [0.02]	-0.0006 [-0.01]	0.0236 [0.26]
CAPEX	-0.0110 [-0.90]	-0.0097 [-0.79]	-0.0059 [-0.49]	-0.0125 [-1.04]
DV(t-1)	0.0074 [0.04]	0.0087 [0.05]	0.0055 [0.03]	-0.0027 [-0.02]
DV	-0.0809 [-0.35]	-0.1585 [-0.67]	-0.0998 [-0.43]	-0.1183 [-0.50]
Industry effect	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1,003	1,003	1,003	1,003
R <sup>2</sup>	0.042	0.033	0.054	0.038

<표 6>은 사회적 책임 지수의 세부항목이 배당공시의 CAR에 미치는 영향력을 확인한 결과이다. 사회적 책임 지수는 근로자(CSRI1), 협력사 및 경쟁사(CSRI2), 소비자(CSRI3) 및 지역사회(CSRI4) 측면에서 평가되므로, 각 개별항목을 독립변수로 사용한다. 추정결과, 모든 세부항목이 배당공시의 CAR에 통계적으로 유의미한 음(-)의 영향력을 갖는 것으로 나타났다.

이는 본 연구의 주요 결과가 특정 항목에 의존하여 결정되기 보다는 모든 항목이 영향력

을 행사하고 있음을 의미한다. 추정계수의 크기를 비교하면 근로자 측면 항목의 지수(CSRI1)가 가장 큰 값을 갖는 것으로 나타났는데, 투자자는 해당 항목의 사회적 책임 강화에 대해 상대적으로 더 높은 가치를 부여함에 따라 배당공시의 주가반응이 더 민감하게 변화하고 있음을 확인할 수 있다. 이러한 결과는 기업이 재무적 제약 하에 사회적 책임 강화와 배당지급이라는 두 가지 재무적 의사결정을 내리는 경우 구체적으로 어떤 항목을 초점을 맞춤으로써 양자 간 대체성을 고려한 효율적인 전략을 수립할 수 있을 것인가에 대한 시사점을 제공한다.

### <표 7> 환경경영 지수가 배당공시의 CAR에 미치는 영향

이 표는 기업의 사회적 책임 지수가 배당공시의 CAR에 미치는 영향을 회귀분석한 결과이다. 변수의 정의는 <표 1>에서 제시된 바와 같다. 괄호 안의 값은 Heteroscedasticity-consistent standard error를 통해 이분산을 조정한 t 값이며, \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 의미한다.

	Model(1)	Model(2)	Model(3)	Model(4)
	CAR(-1,1)	CAR(-3,3)	CAR(-5,5)	CAR(-10,10)
Intercept	-0.0455 [-1.22]	-0.2343*** [-4.57]	-0.2589*** [-3.72]	-0.3840*** [-3.92]
EMI	-0.0188*** [-2.85]	-0.0605*** [-6.52]	-0.0664*** [-5.48]	-0.1141*** [-6.59]
SIZE	0.0018 [1.46]	0.0076*** [4.50]	0.0077*** [3.25]	0.0122*** [3.71]
LEVE	-0.0022 [-0.29]	-0.0157 [-1.44]	-0.0134 [-0.92]	-0.0464** [-2.37]
ROA	0.0220 [0.72]	0.0548 [0.84]	0.1290 [1.40]	0.1345 [1.32]
MBratio	0.0006 [0.38]	0.0004 [0.17]	0.0028 [0.84]	0.0007 [0.14]
RISK	-0.0048 [-0.34]	-0.0210 [-0.89]	-0.0530** [-2.47]	-0.0901 [-1.38]
AGE	-0.0002 [-0.10]	0.0013 [0.59]	0.0061** [2.12]	0.0028 [0.71]
IOWN	0.0080 [0.58]	0.0159 [0.92]	-0.0052 [-0.20]	-0.0349 [-1.07]
BOWN	0.0010 [0.14]	-0.0041 [-0.39]	0.0090 [0.63]	0.0129 [0.65]
CHAE	0.0004 [0.13]	-0.0009 [-0.20]	0.0051 [0.84]	0.0110 [1.33]
RD	0.0108 [0.19]	0.0120 [0.13]	-0.0245 [-0.19]	0.0194 [0.11]
CAPEX	-0.0008 [-0.07]	-0.0019 [-0.15]	-0.0133 [-0.71]	-0.0035 [-0.10]
DV(t-1)	0.2533 [1.50]	0.0724 [0.42]	0.0536 [0.23]	0.1792 [0.54]
DV	-0.2918 [-1.55]	-0.1677 [-0.74]	-0.3847 [-1.26]	-0.1175 [-0.30]
Industry effect	No	Yes	Yes	Yes
N	1,003	1,003	1,003	1,003
R <sup>2</sup>	0.028	0.068	0.068	0.078

본 연구는 분석결과의 강건성을 확인하기 위해 사회적 책임의 또 다른 대응치로 환경경영 지수를 활용한다. <표 7>은 환경경영 지수가 배당공시의 CAR에 미치는 영향을 회귀분석한 결과이다. 앞서 사회적 책임 지수와 마찬가지로 환경경영 지수의 추정계수(EMI)는 CAR에

통계적으로 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 사회적 책임 강화와 마찬가지로 환경경영의 강화가 배당지급의 효과를 대체할 수 있음을 의미하며, 무엇보다 본 연구결과의 강건성의 존재함을 보여준다.

한편, 기업의 사회적 책임 이행 수준이 배당공시의 CAR에 미치는 영향은 기업특성에 따라 달라질 수 있다. 본 연구는 기업의 성장성과 정보비대칭 수준을 고려한다. <표 8>의 Model (1)은 기업의 성장성에 대한 대응치로 M/B 비율(MBratio)의 중위수를 기준으로 더미 변수를 설정하여, 동 더미변수(M/B dummy)와 사회적 책임 지수(CSRI) 간 교차변수가 배당공시의 CAR에 미치는 영향을 분석한 결과이다. Model (1)의 교차변수의 경우 통계적으로 유의한 음(-)의 영향력을 갖는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기업의 사회적 책임 강화와 배당지급의 대체성은 성장성이 낮은 기업에서 강하게 나타남을 의미하므로, 이러한 기업의 입장에서는 두 가지 재무적 의사결정의 주식시장에서의 효과를 보다 적극적으로 고려할 필요가 있음을 의미한다. 한편, Model (2)은 환경경영 지수(EMI)와 동 더미변수와의 교차변수를 모형에 추가한 결과인데, 대체로 유사한 결과를 보여주고 있다. 이상의 결과들은 본 연구의 가설 3을 지지하는 결과이며, 무엇보다 앞서 <표 5>에서 가설 1이 지지된다는 점을 고려할 때, 투자자는 저성장기업임에도 불구하고 사회적 대신 사회적 책임을 강화하지 않는 경우 미래 자본이득을 실현 가능성을 낮게 판단함을 의미한다.

#### <표 8> 기업특성의 영향력1: 성장성 수준

이 표는 기업의 성장성(MBratio) 수준에 따라 사회적 책임 지수가 배당공시의 CAR에 미치는 영향을 회귀분석한 결과이다. 변수의 정의는 <표 1>에서 제시된 바와 같다. 괄호 안의 값은 Heteroscedasticity-consistent standard error를 통해 이분산을 조정된 t값이며, \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 의미한다.

종속변수: CAR(-3,3)	Model (1)	Model (2)
Intercept	-0.2085*** [-3.95]	-0.2271*** [-4.41]
CSRI	-0.0542*** [-3.52]	
EMI		-0.0520*** [-4.69]
CSRI*M/B dummy	-0.0510** [-2.22]	
EMI*M/B dummy		-0.0206 [-1.35]
M/B dummy	0.0106 [1.46]	0.0022 [0.41]
Control variables	Yes	Yes
Industry effect	Yes	Yes
N	1,003	1,003
R <sup>2</sup>	0.053	0.070

한편, 정보비대칭이 상대적으로 큰 기업에 대해 정보공개에 따른 투자자의 주가반응의 한계효과가 더 클 것으로 예상된다. <표 9>의 Model (1)은 기업의 정보비대칭의 대응치로써 애널리스트 리포트 숫자를 기준으로 설정된 더미변수(ANAL dummy)를 바탕으로 사회적 책임 이행 수준과 배당공시의 CAR 간의 관계를 확인한 결과이다. 사회적 책임 지수(CSRI) 뿐만 아니라 사회적 책임 지수와 동 더미변수 간 교차변수의 추정계수도 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이는 예상과 일치하게 애널리스트 리포트 숫자가 상대적으로 적어 정보비대칭 수준이 높은 기업의 경우 사회적 책임 강화와 배당지급의 대체성이 보다

강하게 관찰됨을 의미한다. 추가적으로 Model (2)는 환경경영 지수(EMI)와 동 더미변수의 교차변수의 영향력도 확인하고 있는데, 동일한 결과를 관찰할 수 있어 연구결과의 강건성을 확인할 수 있었다. Model (3)은 기업의 정보비대칭 수준의 추가적인 대응치로 한국기업지배구조원의 공시수준 평가점수를 활용하여 더미변수(DISC dummy)를 설정해 분석한 결과이다. 사회적 책임 지수(CSRI)와 사회적 책임 지수와 동 더미변수 간 교차변수의 추정계수는 모두 통계적으로 유의미한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 한편, 환경경영 지수(EMI)를 주요 독립변수로 추정한 Model (3)에서도 사회적 책임 지수를 사용한 경우와 동일한 결과가 관찰되어 본 연구결과의 강건성을 확인할 수 있었다. 이상의 결과들은 본 연구의 가설 4를 지지하는 결과이다. 앞서 <표 5>에서 가설 1이 지지된다는 점을 고려할 때, 이러한 결과는 정보비대칭이 높아 투자자의 선호도가 낮은 기업임도 불구하고 국민경제에서 중요성이 대두되고 있는 사회적 책임 이행에 적극적이지 않은 경우 투자자는 이들의 투자가치를 더 낮게 판단하게 되고, 투자의 보상수단으로써 배당을 지급받기를 더 선호함을 의미한다. 더불어 정보비대칭 수준이 높아 외부자본조달계약이 클 것으로 판단되는 기업에 대해서는 투자자가 사회적 책임 이행과 배당지급 간의 대체성을 보다 적극적으로 고려하고 있는 것으로도 해석이 가능하다.

#### <표 9> 기업특성의 영향력2: 정보비대칭 수준

이 표는 기업의 정보비대칭 수준(ANAL, DISC)에 따라 사회적 책임 지수가 배당공시의 CAR에 미치는 영향을 회귀분석한 결과이다. 변수의 정의는 <표 1>에서 제시된 바와 같다. 괄호 안의 값은 Heteroscedasticity-consistent standard error를 통해 이분산을 조정한 t값이며, \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 의미한다.

종속변수: CAR(-3,3)	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)
Intercept	-0.1975*** [-3.44]	-0.2169*** [-3.88]	-0.1767*** [-3.30]	-0.1885*** [-3.58]
CSRI	-0.0532*** [-3.55]		-0.0556*** [-3.77]	
EMI		-0.0470*** [-4.57]		-0.0417*** [-4.02]
CSRI*ANAL dummy	-0.0672** [-2.36]			
EMI*ANAL dummy		-0.0353** [-2.15]		
ANAL dummy	0.0129* [1.71]	0.0057 [1.08]		
CSRI*DISC dummy			-0.0794*** [-2.98]	
EMI*DISC dummy				-0.0509*** [-3.03]
DISC dummy			0.0086 [1.20]	0.0016 [0.34]
Control variables	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry effect	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1,003	1,003	1,003	1,003
R <sup>2</sup>	0.054	0.072	0.062	0.082

## V. 결론 및 시사점

본 연구는 기업의 사회적 책임의 중요성이 주식시장에서 점차 고조되고 있는 현실을 고려하여 사회적 책임 강화와 배당지급의 공시효과 관계를 파악한다. 사회적 책임 이행은 주식

시장에서 기업성과의 지속성 강화와 연관되어 미래자본이득 확보와 밀접한 연관성을 갖는다. 더불어 기업은 배당지급을 통해 투자자의 유출을 방지할 수 있으며, 경영자의 대리인문제를 차단하기 위한 수단으로 활용할 수도 있다. 이러한 요인을 고려한다면, 투자자는 미래자본이득과 연관되는 사회적 책임 강화와 당기의 배당지급을 선택적으로 고려하여 기업에 대한 투자자의 선호도를 결정할 것으로 판단할 수 있으며, 이는 사회적 책임 이행 수준과 배당지급의 공시효과 간의 관계를 확인함으로써 파악이 가능할 것이다.

실증분석결과, 기업의 사회적 책임 이행 수준은 배당공시의 누적초과수익률에 유의한 음(-)에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 사회적 책임 활동이 적극적이지 않은 기업의 경우 배당지급으로 인한 효과가 상대적으로 높게 관찰됨을 의미한다. 따라서 투자자는 서로 다른 두 가지 재무적 의사결정을 대체적으로 판단하고 있는 것으로 해석이 가능하며, 무엇보다 투자자가 사회적 책임 강화를 대리인문제의 수단으로 고려하기 보다는 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단하고 있음을 의미한다. 기업의 사회적 책임과 더불어 환경경영이 강화되고 있는 현실을 고려하여 환경경영을 바탕으로 분석을 수행한 경우에도 동일한 결과를 관찰할 수 있었다. 추가적으로 기업의 사회적 책임 이행 수준이 배당공시의 누적초과수익률에 미치는 음(-)의 영향력은 기업특성에 달라질 수 있는 것으로 관찰되었는데, 성장성이 낮은 기업과 정보비대칭이 큰 기업에서 양자 간 관계가 보다 강하게 나타났다.

본 연구의 결과는 무엇보다 기업의 전략수립측면의 시사점을 제공할 것으로 판단된다. 기업은 다양한 수단을 통해 내부정보를 주식시장에 전달할 유인을 갖는데, 이러한 전략에는 비용을 수반하므로 이를 고려한 편익이 극대화되도록 효과적인 전략을 수립하는 것이 무엇보다 중요하다. 따라서 재무적 제약 하에 경영자는 사회적 책임 강화와 배당지급의 대체성을 기반으로 한 투자자의 가치판단을 고려하여 효과적인 전략을 수립해야 할 것이다. 더불어 양자 간 관계가 보다 강하게 관찰되는 특성을 가진 기업은 본 연구의 결과를 보다 적극적으로 고려할 필요성이 있을 것으로 판단된다.

## 참고문헌

- 국찬표, 강윤식, "기업의 사회적 책임, 지배구조 및 기업가치", *한국증권학회지*, 제40권 제5호 (2011), pp.713-748.
- 김창수, "기업의 사회적 책임 활동과 기업가치", *한국증권학회지*, 제38권 제4호(2009), pp.507-545.
- 박경서, 이은정, 이인무, "국내기업의 배당행태와 투자자의 반응에 관한 연구", *재무연구*, 제16권 제2호(2003), pp.195-229.
- 박헌준, 권인수, 신현한, 정지웅, "기업의 환경성과와 재무성과의 관계", *경영학연구*, 제33권 제5호(2004), pp.1461-1487.
- 안병훈, 장대철, "기업의 사회책임경영(CSR)의 정의와 역할", *상장협연구*, 제57권(2008), pp.21-45.
- 이지혜, 변희섭, "기업의 사회적 책임 활동과 배당행태", Working paper(2013).
- Aharony, J. and I. Swary, "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis", *Journal of Finance*, Vol.35 No.1(March 1980), pp.1-12.
- Asquith, P. and D. Mullins, "The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth", *Journal of Business*, Vol.56 No.1(January 1983), pp.77-96.

- Barnea, A. and A. Rubin, "Corporate Social Responsibility as a Conflict between Shareholders", *Journal of Business Ethics*, Vol.97 No.1(November 2010), pp.71-86.
- Brammer S., C. Brooks, and S. Pavelin, "Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures", *Financial Management*, Vol.35 No.3(Autumn 2006), pp.97-116.
- Brown, S. and J. Warner, "Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies", *Journal of Financial Economics*, Vol.15 No.1(March 1985), pp.3-31.
- Diamond, D. and R. Verrecchia. "Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital", *Journal of Finance*, Vol.46 No.4(September 1991), pp.1325-1359.
- El Ghouli, S., O. Guedhami, C. Kwok, and D. Mishra, "Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital?", *Journal of Banking & Finance*, Vol.35 No.9(September 2011), pp.2388-2406.
- Fazzari, S. and B. Petersen, "Working Capital and Fixed Investment: New Evidence on Financing Constraints", *RAND Journal of Economics*, Vol.24 No.3(Autumn 1993), pp.328-342.
- Fisman, R., G. Heal, and V. Nair, "A Model of Corporate Philanthropy", *Working Paper*. Columbia University(2005).
- Garbett, T., *How to Build a Corporation's Identity and Project its Image*, Lexington Books, Lexington, 1988.
- Goyal, A., "Corporate Social Responsibility as a Signaling Device for FDI", *International Journal of the Economics of Business*, Vol.13 No.1(January 2006), pp.145-163.
- Hart. S., *Capitalism at the Crossroads: The Unlimited Business Opportunities in Solving the World's Most Difficult Problems*, Wharton School Publishing, Upper Saddle River, 2005.
- Heinkel, R., A. Kraus, and J. Zechner, "The Effect of Green Investment on Corporate Behavior", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 36 No.4(December 2001), pp.431-449.
- Jensen, M. and W. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol.3 No.4(October 1976), pp.305-360.
- Miller, M. and K. Rock, "Dividend Policy under Asymmetric Information", *Journal of Finance*, Vol.40 No.4(September 1985), pp.1031-1051.
- Modigliani, F. and M. Miller, "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", *Journal of Business*, Vol.34 No.4(October 1961), pp.411-433.
- Myers, S. and N. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, Vol.13 No.2(June 1984), pp.187-221.
- Nissim, D. and A. Ziv. "Dividend Changes and Future Profitability", *Journal of Finance*, Vol.56 No.6(December 2001), pp.2111 - 2133.
- Pava, M. and J. Krausz, "The Association between Corporate Social-Responsibility and Financial Performance: The Paradox of Social Cost", *Journal of Business Ethics*, Vol.15 No.3(March 1996), pp.321-357.

- Preston, L. and D. O'Bannon, "The Corporate Social-Financial Performance Relationship", *Business and Society*, Vol.36 No.4(December 1997), pp.419-429.
- Rakotomavo, M., "Corporate Investment in Social Responsibility versus Dividends?", *Social Responsibility Journal*, Vol.8 No.2(June 2012), pp.199-207.
- Renneboog, L., J. Horst, and C. Zhang, "Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance, and Investor Behavior", *Journal of Banking & Finance*, Vol.32 No.9(September 2008), pp.1723-1742.
- Richardson. A. and M. Welker, "Social Disclosure, Financial Disclosure and the Cost of Equity Capital", *Accounting Organization and Society*, Vol.26 No. 7-8(October-November 2001), pp.597-616.
- Rozeff, M., "Growth, Beta, and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios", *Journal of Financial Research*, Vol.5 No.3(Fall 1982), pp.249-259.
- Waddock, S. and S. Graves, "The Corporate Social Performance-Financial performance Link", *Strategic Management Journal*, Vol.18 No.4(April 1997), pp.303-319.

**<부록 1> 한국기업지배구조원의 사회적 책임 지수와 환경경영 지수**

이 표는 한국기업지배구조원의 사회적 책임 지수(Panel A)와 환경경영 지수(Panel B)의 세부항목별 평가문항 수, 해당 점수가 전체에서 차지하는 비중, 평가문항을 나타낸다.

Panel A: 사회적 책임 지수			
항목	문항	비중	평가문항
근로자	27	47%	- 근로자 복지혜택 수준 - 노사협의회 운영실적 - 근로자의 안전보건 정책 수립 유무 - 평균 사업재해율 공시여부 - 근로자 교육훈련 방침 및 퇴직자 지원제도 유무 - 강제노동 금지, 아동노동 금지, 차별금지 정책 유무 - 여성근로자 고용비율, 장애인 고용비율 - 협력사에 대한 공정거래 방침 수립 유무 - 경쟁사에 대한 공정거래 활성화 정책 수립 유무
협력사 및 경쟁사	17	21%	- 협력사와의 거래에서 발생 가능한 부패방지 내부원칙 수립 유무 - 부패방지 전담조직 유무 - 협력사 선정시 협력사 인권이나 윤리경영 수준 평가 - 소비자에 대한 공정거래 원칙 수립 유무
소비자	14	22%	- 불공정계약 관행(약관)으로 인한 제재 여부 - 제품 및 서비스 안정성에 대한 국내외 인증 취득 - 소비자 개인정보 관리 정책 수립 유무 - 소비자 만족도 제고 정책 수립 유무
지역사회	8	10%	- 지역사회 발전을 위한 정책 수립 유무 - 지역사회 지원 프로그램(보건, 교육 등) 운영 - 지역 공급자 우선 배려 정책 수립 유무

Panel B: 환경경영 지수			
항목	문항	비중	평가문항
환경전략	7	23%	- 최고경영자의 환경경영 실천의지 표명여부 - 환경전략과 방침의 수립여부
환경조직	7	12%	- 환경경영 실무추진 조직보유 여부 - 환경경영에 대한 의사결정 조직보유 여부 - 단기, 중장기 환경목표의 수립여부
환경경영	43	35%	- 환경회계 정보 적용수준 및 시스템 구축여부 - 환경성과평가 체계 구축여부 및 이행의 충실성 - 환경감사 실시, 환경경영시스템 인증 여부 - 폐기물 관리 및 저감활동, 친환경 제품/서비스 설계활동 - 유해화학물질 관리활동, 온실가스 절감활동 - 용수 절감 및 재이용 실적
환경성과	28	22%	- 에너지 절감 및 온실가스 감축 실적 - 주요 대기/수질 오염물질, 유해화학물질 관리실적 - 친환경 제품 및 서비스 매출 및 구매실적 - 녹색인증 여부
이해관계자 대응	6	8%	- 환경정보 공개 여부 및 적정성 - 지역사회의 환경보전을 위한 활동