CGS Report

제7권 7호 | 2017. 7.

ESG 동향

- 이사보수한도 및 이사보수의 실지급율 분석 2
- 개인정보 자기결정권 보호를 위한 기업의 자발적 노력
  : 투명성 보고서를 중심으로 5
- 의결권 행사 내역 공시 방식 변경에 따른 국내 민간 기관투자자의 반대율 변화 10

Global News

- CalPERS v. IAC, 무의결권 주식에 관한 소송 종결 16
- FSB, 건전한 보상체계 원칙에 대한 보충지침 공개 협의안 발표 17

오피니언

- 기업의 사회적 책임과 주가급락 위험에 관한 연구 18

이사보수한도 및 이사보수의 실지급율 분석

방 문 옥 선임연구원 (moonoki@cgs.or.kr)

▶ 경영자 또는 이사의 보수에 대한 주주의 접근성 확대는 세계적 추세이며, 많은 선진 자본시장에서 Say on Pay 제도를 찾아볼 수 있음

▶ 국내 상법에서는 이사보수에 대해 주주의 승인을 얻도록 하였으나, 실무에서는 이사보수한도를 승인받고 있으며 이 또한 적절한 산정근거에 대한 공시 없이 높게 설정되는 실정임

▶ 주주가 경영자·이사 보수의 성과연동성 및 적정성을 점검하고 감시하도록 하기 위해서는 이사보수한도가 보수기준을 고려하여 설정되고 보수기준이 함께 공시될 필요가 있음

배경

□ 세계적인 영국 출판회사 Pearson은 최근 주주총회에서 최고경영자 John Fallon의 보수인상 등 경영진의 보수내역을 담은 보수보고서 승인 안건을 상정하였으나, 66% 주주의 반대에 직면함

□ Pearson의 사례와 같이, 경영자의 보수 또는 그 정책에 대하여 주주의 승인을 구하는 Say on Pay 제도는 보편적인 제도로 자리매김하고 있음

○ 2003년 영국에서 최초로 도입한 이후, 12개국이 이 제도를 도입함[1)]

○ 미국의 경우, 2011년 도입 이후 6년마다 Say on Pay 안건의 상정 주기를 결정하도록 하였는데[2)], 2011년 첫 주기 결정 시에 매년 상정을 결정한 회사가 70% 정도였던 데 비해, 2017년 5월 15일 기준 주주총회를 개최한 200사 중 187사(93%)가 매년 Say on Pay 안건을 상정하기로 함[3)]

□ 국내 상법은 주주총회의 결의로 이사의 보수를 정하도록 하여 Say on Pay 제도와 언뜻 유사해 보이나 실무에서는 이사보수한도를 승인받는 형태로 진행되어 경영자 보수에 대한 주주

1) 영국, 네덜란드, 호주, 스웨덴, 덴마크, 노르웨이, 포르투갈, 남아프리카공화국, 미국, 이탈리아, 벨기에, 프랑스, 스위스
2) 17 CFR 240.14a-21 (b)
3) Compensation Advisory Partners, Say on Pay Vote Results(S&P 500), 2017.5.15., https://www.capartners.com/wp-content/uploads/2017/05/2017-SoP_Update_5-15-2017.pdf

의 접근성 측면에서 상당한 차이를 보임

○ 이 글에서는 유가증권시장 상장회사의 이사보수한도 및 실지급 보수액 현황을 통해 이사보수한도 승인이 갖는 한계를 살펴보고자 함

- 분석대상은 12월 결산 유가증권시장 상장회사 715사의 2016년 사업보고서 상 보수한도 승인금액 및 실지급액임
- 사내이사와 사외이사를 구분하여 보수한도를 설정한 경우 합산하여 한도로 활용하였고, 실지급액에서 퇴직금은 차감함[4)]

이사보수한도 및 실지급액 현황

□ 유가증권시장 상장회사의 이사보수한도 대비 실지급율은 평균 46%이고 74%의 회사가 보수한도 대비 60%에 못 미치는 실지급율을 보여, 보수한도가 실지급 보수에 비해 과도하게 설정되고 있음을 파악할 수 있음 (〈표 1〉 참조)

○ 이사의 보수는 성과와 연동되어 변화하므로 실지급율이 100%일 순 없겠으나, 대표이사의 보수에서 변동성과급이 차지하는 비중이 21% 수준임을 고려할 때[5)], 46%의 실지급율은 낮은 수치임

〈표 1〉 유가증권시장 상장회사 이사보수액 및 보수한도 현황

(단위: 천원)

구분	실지급 이사보수	이사보수한도	실지급율*
회사 수	715		
최솟값	38,900	109,000	1.8%
최댓값	20,194,000	39,000,000	100%
평균	1,375,380	3,378,287	46.0%
중앙값	914,000	2,000,000	45.1%

* 개별회사 실지급율을 뜻함

□ 보상위원회가 설치된 88사의 이사보수한도 대비 실지급율은 44.4%로, 미설치회사에 비해 소폭 낮게 나타남 (〈표 2〉 참조)

○ 그러나 보상위원회가 전원 사외이사로 구성된 경우(25사) 실지급율은 51.8%로, 그렇지 않은 회사(63사, 41.6%) 및 미설치회사에 비해 상당히 높은 실지급율을 보임

4) 퇴직금을 보수한도에 포함하여야 하는지에 대해서는 의견이 부딪치고 있으며, 퇴직금의 지급으로 승인받은 보수한도를 초과하더라도 주주총회에서 승인받은 퇴직금 지급규정에 따른 것이므로 상법 위반이 아니라는 재계의 입장을 반영함 (http://m.bizwatch.co.kr/?mod=mview_content&uid=6566)

5) 한국기업지배구조원, 국내 상장기업의 대표이사 보수 실태 분석, 2016.2.26

〈표 2〉 보상위원회 설치여부에 따른 실지급율

구분		기업 수	실지급율 평균
보상위원회 미설치회사		627	46.3%
보상위원회 설치회사		88	44.5%
보상위원회 구성	전원 사외이사	25	51.8%
	일부 사외이사	63	41.6%

□ 최대주주 및 특수관계인이 아닌 주요주주(5% 이상 지분 보유자)의 지분율이 높은 경우에 더 높은 실지급율을 보임 (〈표 3〉 참조)

〈표 3〉 주요주주의 지분율에 따른 실지급율

주요주주 지분율	분포	비율
0 ~ 5% 미만	347	43.1%
5 ~ 10% 미만	176	48.9%
10 ~ 15% 미만	88	48.1%
15 ~ 20% 미만	47	47.2%
20% 이상	57	50.7%
계	715	

결론

□ 현황을 살펴본 결과, 독립적인 보상위원회 설치 및 운영, 주요주주의 지분율 등 특성에 따라 소폭 차이는 있으나 전반적으로 이사보수한도 대비 실지급율은 낮은 수준임

□ 이사보수한도는 상법에서 정한 주주총회 결의사항 중 하나로 주주가 이사의 보수와 성과연동성을 점검하고 감시할 수 있는 안건이어야 함

○ 이 취지를 달성하기 위해서는 이사보수한도를 설정할 때, 개별이사가 성과달성에 따라 최대로 받을 수 있는 보수최고액의 합계로 설정해야 함[6)]

○ 또한, 주주가 설정된 이사보수한도의 근거를 파악할 수 있도록 성과목표 및 성과급의 지급기준에 관한 정보도 함께 제공될 필요가 있음

- 이미 5억 원 이상의 보수를 수령하는 임원의 경우 보수총액 및 기준을 공시하도록 하고 있으므로 이 정보를 이사보수한도 설정에 연계시킬 필요가 있음

□ 이사보수한도가 보수기준과 함께 설정되면 Say on Pay 등 추가적인 제도의 도입 없이도 주주의 경영자·이사 보수에 대한 접근성 확대라는 세계적 추세에 발맞출 수 있음

6) 기업공시서식(2017.6.19. 개정, 별지서식 605p)에서도 이사의 보수한도 승인안건에 대해 보수총액 또는 최고한도액을 기재하도록 하고 있음

개인정보 자기결정권 보호를 위한 기업의 자발적 노력: 투명성 보고서를 중심으로

임 현 경 연구원 (hkim@cgs.or.kr)

▶ 프라이버시 보장에 대한 사회적 요구를 반영하기 위하여 기업은 '투명성 보고서'를 발간하여 이해관계자들과 소통을 시도하고 있음

▶ 하지만 투명성 보고서는 도입 초기로 아직까지는 소수의 기업만이 공개하고 있으며 정형화된 내용 및 형식이 없음

▶ 주요 사례에서 기업은 투명성 보고서를 통해 '정보주체의 동의 없이 정보를 제공할 수 있는' 사항에 대한 현황을 공개하여 정보주체의 개인정보 자기결정권 보호 수준에 대한 알권리를 향상시키기 위해 노력함

개인정보 자기결정권과 투명성 보고서

□ 이 글은 투명성 보고서를 소개 및 비교 분석하여 기업이 이용자의 '개인정보 자기결정권' 보장을 위해 어떠한 노력을 할 수 있을지 논의하고자 함

□ 소비자 프라이버시 보호는 기업의 사회책임경영의 중요한 측면으로 부각되고 있음

○ GRI Standards와 같은 사회책임경영 국제 표준의 개인정보영역(GRI 418)에서 소비자 데이터 유출, 프라이버시 침해 등을 다루고 있음

○ 한국기업지배구조원의 사회모범규준에서도 기업의 소비자 프라이버시 존중을 명시하고 지속가능경영평가(ESG평가)에서 해당 내용을 반영하고 있음

□ 국내 기업은 개인정보보호법 제4조(정보주체의 권리)에 따라 '개인정보 자기결정권'이 보장될 수 있도록 개인정보를 취급해야 함

○ 개인정보 자기결정권은 "자신에 관한 정보가 어떤 목적으로 언제, 어느 범위까지 타인에게 전달되고 이용될 수 있는지 해당 정보주체가 스스로 결정할 수 있는 권리로서, 자신의 개인정보 수집, 출처, 처리 목적에 대해 고지 받을 권리와 개인정보의 정정 및 삭제, 이의 제기 등을 할 수 있는 권리를 포함함"[7)]

○ 한편, 기업이 개인정보를 제공하는 경우 원칙적으로는 정보주체의 동의가 필요하나 개인정보

보호법 15조에 의거하여 다음의 예외적 사항에서는 정보주체의 동의 없이 정보를 제공할 수 있음

- 법률에 특별한 규정이 있거나 법령상 의무를 준수하기 위하여 불가피한 경우
- 공공기관이 법령 등에서 정하는 소관 업무의 수행을 위하여 불가피한 경우
- 정보주체와의 계약의 체결 및 이행을 위하여 불가피하게 필요한 경우 등

○ 이때 공공기관에는 '국회, 법원, 헌법재판소, 중앙행정기관 및 그 소속기관, 지방자치단체' 등이 포함되며, 공공기관의 요청으로 인해 정보주체의 '개인정보 자기결정권'이 보장받지 못할 가능성이 있음

- 공공기관의 요청으로 한 해 10만 건이 넘는 URL이 삭제, 차단되고 있으며 연간 최소 100만 명 이상의 인터넷 이용자의 정보가 정부에 제공되고 있음[8)]

□ 국내외 주요 기업은 투명성 보고서를 발간하여 이용자의 개인정보에 대한 알 권리를 보호하고 이용자 신뢰를 얻기 위해 자발적 노력을 하고 있음

○ 투명성 보고서는 기업이 정부기관 또는 저작권자가 요청한 인터넷 상 기록에 대한 열람, 삭제 요청 내역 등을 이용자에게 투명하게 공개하는 보고서임

○ 2010년 구글이 최초로 발간한 이후, 현재 애플, 페이스북, 드랍박스, 핀터레스트 등을 포함하여 약 43개 기업[9)]이 전 세계적으로 투명성 보고서를 공개하고 있음

- 주로 정보통신기술 기업이 투명성 보고서를 발간하고 있으며 에이티앤티(AT&T), 크레도(CREDO) 모바일 등 이동통신업체도 있음

○ 국내에서는 사기업으로는 다음카카오와 네이버[10)] 두 개 기업이 2015년부터 지속적으로 보고서를 발간하고 있음

- 2014년 정부의 카카오에 대한 사이버 검열 논란 이후 해외 메신저로 사이버 망명자가 대거 발생한 사건이 기업들로 하여금 이용자들에게 자신의 정보가 어떻게 이용되고 있는지를 투명하게 공개해야 할 필요성을 환기시켰다고 할 수 있음

7) 금융위원회·금융감독원·행정자치부, 2016.12, 「금융분야 개인정보보호 가이드라인」
8) 고려대학교 공익법률상담소, 2016.10, 「한국 인터넷 투명성 보고서」
9) ①기업(43개사)-Google, AOL, AT&T, Apple, Cheezburger, Cloudflare, Comcast, Credo Mobile, CyberGhost, Daum Kakao, Deutsche Telekom, Dropbox, Facebook, GitHub, Kickstarter, LeaseWeb, LinkedIn, Lookout, Microsoft, Naver, Nest, Pinterest, Rogers, SaskTel, Snapchat, Sonic.net, SpiderOak, TELUS, TekSavvy, TeliaSonera, Telstra, Time Warner Cable, TradeMe, Tumblr, Twitter, Uber, Verizon, Vodafone, Wickr, Wikimedia Foundation, WordPress, Yahoo!, reddit
②기업 외(4개)-Hong Kong Transparency Report, Korea Internet Transparency Report, University of California(Berkeley), NSA Transparency Report
10) 네이버의 계열회사인 캠프모바일(네이버 밴드 서비스)는 별도로 투명성 보고서 제공

□ 뿐만 아니라, 정부 및 민간 연구소 차원에서도 인터넷 투명성과 관련된 논의 및 실태 조사가 진행되고 있음

○ 미국의 경우, 2013년 미국 국방부 국가안보국(NSA) 직원이었던 스노든이 미국 정부의 사이버 감찰 사실을 폭로한 이후 미국 16개 정보기관을 총괄하는 국가정보국(DNI)이 2014년 정부 차원에서 투명성 보고서를 최초 발간하여 정보 요구 및 제공 건수를 공개함[11)]

○ 국내에서는 고려대학교 인터넷 투명성보고팀이 별도로 한국의 인터넷 투명성에 대한 자료를 수집하여 통계를 제공하고 있음[12)]

○ 또한 정부 차원에서는 개인정보 유출 사고 발생 기업을 대상으로 투명성보고서의 제출 의무화에 대한 논의가 진행됨

- 개인정보보호위원회는 2016년 12월 발간한 「제3차 개인정보 보호 기본계획(2018년~2020년)」에서 개인정보 유출 사고 발생 기업의 사후 개인정보 보호 실태 점검 차원에서 투명성 보고서의 제출 의무화를 도입하기 위해 근거를 마련하고 있음을 밝힘

투명성 보고서의 내용 및 의의

□ 투명성 보고서의 내용의 깊이, 범위, 및 형식은 매우 다양함

○ 투명성 보고서에서 기본적으로 공시하는 내용은 정부의 '자료 또는 계정 요청' 건수와 '자료 삭제' 건수임

- 단, 자료 요청에 대한 '문건수'를 표기하는 경우도 있으며 '실제 영향을 받은 컨텐츠의 수 또는 계정의 수'[13)]를 공개하는 경우가 있으므로 해석 시 유의해야 함
- 예를 들어 다음카카오의 '처리 건수'는 처리된 '문서 건수'를 의미하며 실제 영향을 받은 항목의 수(콘텐츠의 수)는 알 수 없음

○ 요청 주체는 주로 정부이나 이용자, 저작권자 등 '정부 외 이용자'의 요청에 대해 공시하는 경우도 있음

- 예를 들어, 구글과 다음카카오는 정부 이외의 요청자의 요청 내역에 대해서도 정보를 공개하고 있지만 야후와 네이버는 정부 이외의 요청자에 대한 정보는 공개하지 않고 있음

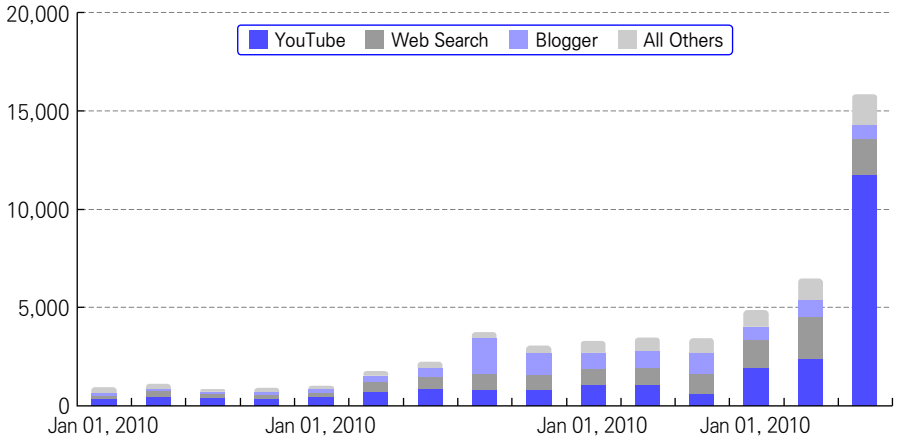
○ 발행되는 투명성 보고서 중 구글의 투명성 보고서가 구체적이며 공개하는 정보의 범위가 넓어 모범사례라고 할 수 있음

- 예를 들어, 구글은 정부 삭제 요청에 대해 이유별(명예훼손, 국가보안 등 6개의 카테고리), 제품별(유튜브, 웹서치, 구글플러스 등 6개의 카테고리), 정부기관별(사법기관, 행정기관)로 전체 통계 및 국가별 통계를 제공하고 있으며[14)]([그림 1] 참고),

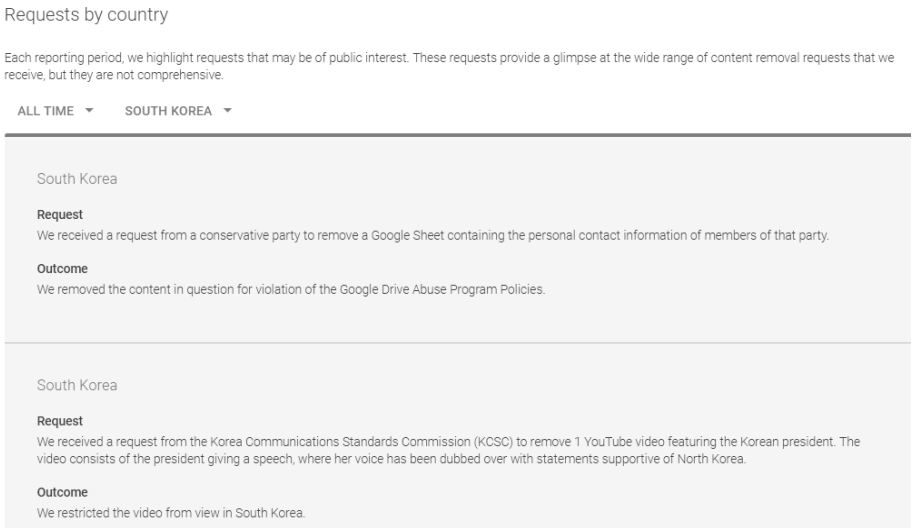
11) DNI, 2014.6.26., 「Statistical Transparency Report Regarding Use of National Security Authorities-Annual Statistics for Calendar Year 2013」
12) http://transparency.or.kr/
13) 하나의 요청 문서에 여러 콘텐츠 또는 계정을 요청할 수 있음

- 이용자들에게 중요 이슈라고 판단되는 경우 개별 사안에 대한 요청 내역 및 구글의 처리 결과까지도 공개하고 있음[15]([그림 2] 참고)

[그림 1] 구글 정부 삭제 요청 통계



[그림 2] 구글의 정부 요청에 대한 사안별 처리내역



- 또한 구글은 투명성보고서에서 구글이 채택하고 있는 정보보안장치, 정부 등의 요청으로 인한 특정 국가에서의 구글 서비스 제한 현황 등도 포함하고 있음

○ 국내 기업인 다음카카오와 네이버의 '정부요청'에 관한 공개 내역은 비교적 유사함

- 네이버와 다음카카오는 '정부의 요청내역 또는 사유'에 대해서는 4가지 카테고리(통신자료[16], 통신사실확인자료[17], 통신제한조치[18], 압수영장[19])로 구분하여 공개함

14) https://transparencyreport.google.com/government-removals/overview
15) https://transparencyreport.google.com/government-removals/by-country/KR

- 참고로 다음카카오는 정부뿐만 아니라 정부 외 '이용자의 요청 내역 또는 사유'에 대해서도 7가지 세부 분류(저작권침해, 외부기관 저작권침해, 상표권침해, 초상권 침해, 개인정보침해, 명예훼손)로 구분하여 공개함

□ GRI Standard 418에서는 입증된 고객 개인정보보호 위반 및 고객 데이터 분실과 관련하여 제기된 불만 건수에 대해 공시하도록 권고하고 있는 한편, 투명성 보고서는 '정보주체의 동의 없이 정보를 제공할 수 있는 사항'에 대해서도 현황을 공시하고 있다는 점에서 개인정보 공시 수준을 한 단계 높임

○ 사회책임경영 국제 표준인 GRI Standard 418에서는 기업이 다음의 내용을 공시하도록 권고하고 있음

- 고객개인정보 보호 위반 및 고객정보 분실 사실이 입증된 불만 건수
  i) 외부 당사자가 제기하고 조직 내부에서 입증된 불만사항
  ii) 규제기관으로부터 제기된 불만사항
- 입증된 고객데이터 정보유출, 도난, 손실 건수
- 입증된 불만사례가 없다면, 그 사실을 간단히 언급

○ 즉, GRI Standard 418에서는 실질적 이용자 피해가 발생한 경우에 한해 공시를 권고

○ 한편, 투명성 보고서는 기업이 정보주체의 '동의 없이' 공개 또는 삭제되는 정보 처리 현황에 대한 데이터를 투명하게 공개한다는 점이 기존의 정보보호에 관한 공시와 구분됨

시사점

□ 투명성 보고서는 기업의 개인정보 처리 및 보안 현황에 대한 공시 수준을 높여 주어 기업과 이용자 간의 정보 비대칭으로 발생할 수 있는 불필요한 오해를 감소시키고, 이용자가 '개인정보 자기결정권'이 어느 수준으로 보장되고 있는지 인지하고 견제할 수 있다는 측면에서 중요함

□ 투명성 보고서는 초기 단계로서 기업마다 내용 및 형식이 다양하며, 본 보고서에서 예시로 제시한 모범사례를 참고하여 지속적으로 관심을 가지고 개선해나가야 할 것임

□ 현재 정보통신 기업 위주로 투명성 보고서가 발간되고 있으나, 금융업 등 개인식별정보를 보유하고 있는 그 외 업종에서도 투명성 보고서에 대한 관심과 참여가 장려됨

16) 통신자료: 이용자의 성명, 주민등록번호, 주소, 전화번호, 아이디, 가입 및 해지일자
17) 통신사실확인자료: 상대방 가입자번호, 로그기록, IP주소
18) 통신제한조치: 전기통신의 감청
19) 압수수색영장: 수사기관이 증거물을 찾기 위해 진행하는 강제수사 방식

의결권 행사 내역 공시 방식 변경에 따른 국내 민간 기관투자자의 반대율 변화

임 자 영 연구원 (jylim@cgs.or.kr)

▶ 자본시장법 시행령 개정에 따라 연 1회의 공시를 통해 전체 의결권 행사 내역을 일괄적으로 공시할 수 있게 됨

▶ 공시 방법 변경 이전부터 반대 의결권을 행사한 이력이 있는 기관투자자의 반대율을 확인한 결과, 의결권 행사 내역의 일괄 공시가 전면적으로 도입된 2017년에 반대율이 가장 낮았으며 전년 대비 반대율이 증가한 기관투자자의 비율도 2017년에 가장 낮게 나타남

▶ 일괄공시의 도입에 따라 시장 감시 역할이 축소되고 기관투자자 간 정보 교류가 제한될 수 있기 때문에 기관투자자가 반대 의결권을 행사할 유인이 약화될 수 있다고 판단됨

의결권 행사 내역 일괄 공시 도입

□ 자본시장법 시행령이 의결권 행사 내역 공시에 대한 기관투자자의 부담을 완화하는 방향으로[20] 꾸준하게 개정되어 현재 연 1회 공시로 전체 의결권 행사 내역을 공개할 수 있게 됨 (〈표 1〉 참고)

○ 기존의 자본시장법 시행령은 주주총회 개최 전의 사전공시만 허용하였지만 2012년 개정에서 주주총회 개최일 이후 5일 이내에 공시를 허용함으로써 사후공시가 가능해짐

○ 이후 2015년 시행령 개정에 따라 공시 시점이 연 1회로 고정되면서 주주총회 일자와 상관없이 1년간의 전체 의결권 행사 내역을 일괄적으로 공시할 수 있도록 공시 방식이 변경됨

- 의결권 행사 내역 공시가 주주총회 일정과 무관하게 이루어지게 되었기 때문에 개별 기업 단위로 의결권 행사 내역을 공시할 필요가 없어짐

20) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령 제91조 2항

〈표 1〉 의결권 행사 내역 공시 방식에 대한 자본시장법 시행령 개정 현황

	개정 전	1차 개정 이후	2차 개정 이후
개정일	-	2012.06.29.	2015.10.23
공시 형태	개별공시	개별공시	일괄공시
공시 시점	주주총회 개최 5일 전까지 공시 (사후공시 불가능)	주주총회 개최 이후 5일 이내에 공시 (사후공시 가능)	매년 4월 30일까지 공시 (사후공시 가능)
조문	제91조(의결권 행사의 공시 등) ② 법 제87조 제8항 각 호 외의 부분 후단에 따라 집합투자업자는 주주총회일 5일 전까지 증권시장을 통하여 의결권을 행사하려는 내용을 공시하여야 한다.	제91조(의결권 행사의 공시 등) ② 법 제87조 제8항 각 호 외의 부분 후단에 따라 집합투자업자는 주주총회일부터 5일 이내에 증권시장을 통하여 의결권 행사 내용 등을 공시하여야 한다.	제91조(의결권 행사의 공시 등) ② 법 제87조제8항 각 호 외의 부분 후단에 따라 집합투자업자는 매년 4월 30일까지 직전 연도 4월 1일부터 1년간 행사한 의결권 행사 내용 등을 증권시장을 통하여 공시하여야 한다.

□ 2차 개정에 의해 공시의 형식과 개념이 현저하게 변경된 이후 의결권 행사에 대한 시장의 감시 기능이 축소될 것으로 예상됨

○ 기존의 개별공시에서는 주주총회에 대한 투자자 및 언론 등의 관심도가 가장 높은 시점에 개별 기업에 대한 의결권 행사 내역을 공개하였기 때문에 공개된 내용에 대한 시장의 감시 역할을 기대할 수 있었음

○ 하지만 일괄공시 하에서는 개별 기업의 주주총회 일정과 무관하게 공시 시점을 결정할 수 있어 시장 감시에 대한 부담이 상대적으로 감소할 수 있음

□ 또한 일괄공시 하에서는 모든 기관투자자가 사후적으로 의결권을 행사하기 때문에 의결권 행사 내역에 관한 사전적인 정보 공유의 기회가 제한될 수 있음

○ 개정 이전에는 사전에 공시된 다른 기관투자자의 의결권 행사 내역을 참고하여 의결권 행사 결정을 조정할 수 있었음

- 예를 들어 다른 기관투자자가 반대 의결권을 행사한 안건이 존재한다면 안건 통과에 대한 논란의 여지가 있다는 판단을 할 수 있으므로 최종 결정에 대한 재고가 가능함

□ 이처럼 일괄공시가 허용됨에 따라 시장 감시에 대한 부담이 감소하고 기관투자자 간 정보 교류가 제한될 가능성이 존재하기 때문에 기관투자자가 반대 의결권을 행사할 유인이 약화될 것으로 예상할 수 있음

○ 이번 분석에서 의결권 행사 내역에 관한 일괄공시 도입으로 인해 실제로 반대율이 감소하는 경향이 나타나는지를 확인하고자 함

분석 개요

□ 2015년부터 2017년까지 유가증권 시장 기업을 대상으로 의결권을 행사한 이력이 있는 123개의 국내 민간 기관투자자[21] 중 2015, 2016년에 한 번이라도 반대 의결권을 행사한 이력이 있는 27개 기관투자자에 한정하여 반대율의 변동 여부를 확인하고자 함

○ 일괄공시 제도는 개별공시 제도에 비해 기관투자자의 반대 의결권 행사 유인을 감소시킬 가능성이 있음

○ 이를 확인하기 위해 일차적으로 공시 제도 변경이 상대적으로 충실하게 의결권을 행사해오던 기관투자자의 반대율에 미친 영향을 분석하고자 함

- 2015, 2016년 중에 한 번이라도 반대 의결권을 행사한 적이 있는 기관투자자를 상대적으로 충실하게 의결권을 행사한 기관투자자라고 판단함

□ 이번 분석에서 활용하는 반대율[22]은 모든 안건에 대한 반대율이 아닌 정기 주주총회[23]에서 경영진이 제안한 안건에 한정하여 도출된 반대율이고, 그 밖에 반대율 도출 과정에서 해석에 혼란을 주는 일부 요인을 배제함

○ 임시 주주총회는 개최 횟수가 일정하지 않고 상정 안건의 유형이 매우 다양하기 때문에 연도별 반대율을 비교하기에 적합하지 않아 배제함

○ 주주제안 안건에 대한 반대는 경영진 친화적인 의결권 행사로 볼 수 있듯 주주제안 안건에 대한 의결권 행사는 경영진 제안 안건에 대한 의결권 행사와는 정반대의 의미를 나타내므로 경영진 제안 안건에 한정하여 조사함

○ 그 밖에 임원 선임 과정에서 다수의 후보 중 일부 후보를 선임하는 경선 형식의 안건은 찬성하지 않는 후보에 대한 반대 의결권 행사가 이루어지기 때문에 반대율 계산에서 제외함

○ 기타 공시 오류 등의 이유로 의결권 행사 내역이 공시되지 않은 안건이나 의결권 행사가 필요 없는 보고 안건은 전체 안건에서 배제하고 반대율을 계산함

일괄 공시 적용 현황

□ 2015년 10월 자본시장법 시행령 개정에 따라 의결권 행사의 일괄 공시가 가능해졌지만 모든 국내 민간 기관투자자가 일괄공시 방식을 채택한 것은 2017년이 처음임 (<표 2>참고)

○ 시행령 개정 직후인 2016년에는 대다수의 기관투자자가 개별공시와 일괄공시를 병행하여

21) 자산운용사와 보험사를 의미함
22) (기관투자자별 반대 의결권을 행사한 안건 수/기관투자자별 전체 의결권을 행사한 안건 수)*100
단, 여러 안건을 묶어 1개 안건으로 상정한 묶음 안건은 개별 안건을 별도 안건으로 간주함 (자세한 설명은 한국기업지배구조원의 보도자료, 2016.2.19,"2015년 기관투자자 의결권 행사 현황 분석 및 시사점"참고)
23) 2017년 반대율은 산출 기간이 1년 미만이지만 정기 주주총회에 한정한 반대율이기 때문에 대다수의 정기 주주총회를 포함하고 있어 수치상 큰 변동이 없을 것으로 판단됨

의결권 행사 내역을 공시함

〈표 2〉 2016년 의결권 행사 내역 공시 방식 채택 현황

(단위: 개)

	전체 국내 민간 기관투자자		조사 대상 국내 민간 기관투자자	
	수	비율	수	비율
일괄공시 방식	22	26.5%	3	11.1%
개별공시 방식	14	16.9%	0	0%
일괄+개별 공시 방식	47	56.6%	24	88.9%
전체	83	100%	27	100%

*출처: 거래소 기업공시채널 KIND

□ 일괄공시 도입으로 인한 온전한 영향을 파악하기 위해서는 2016년이 아닌 2017년을 기준으로 판단하는 것이 적절함

○ 일괄공시를 통해서만 공개되는 의결권 행사 내역도 존재하기 때문에 일괄공시로 인한 영향이 2016년도의 반대율에도 일부 반영될 수 있음

분석 결과

□ 일괄공시가 처음 도입된 2016년의 반대율 중앙값이 일괄공시 도입 이전인 2015년에 비해 더 낮게 나타나고 모든 기관투자자가 일괄공시 방식을 채택한 2017년에서 가장 낮아짐 (〈표 3〉 참고)

○ 2016년도에서 반대율이 지나치게 높게 나타나는 이상치가 존재하여 전체 평균값의 왜곡이 나타나기 때문에 중앙값을 이용하여 비교함

○ 이러한 이상치를 제외한 후의 평균 반대율을 비교하였을 때에도 동일한 추세가 나타남을 확인할 수 있음

- 이상치를 제외하지 않은 평균 반대율 비교에서도 2017년의 반대율이 가장 낮게 나타남

〈표 3〉 국내 민간 기관투자자의 반대율 변화

	중앙값	평균	
		이상치 제외	이상치 제외 하지 않음 (대상 전체)
2015년	2.53%	3.14%	3.50%
2016년	1.11%	2.77%	4.37%
2017년	0.91%	2.45%	2.93%

*출처: 한국기업지배구조원, 의결권정보광장 (VIP, Voting Information Plaza)

□ 일괄공시를 도입한 이후 전년에 비해 더욱 적극적으로 반대 의결권을 행사하는 기관투자자의 비율이 감소하였고 2017년에 가장 낮은 수치를 기록함(〈표 4〉 참고)

○ 2015년에는 '전년 대비 반대율이 증가한 기관투자자'의 비율이 70% 이상으로 대다수를 차지함

○ 반면 2016년부터 이러한 비율은 점차 감소하여 2017년에는 30% 미만으로 감소함

〈표 4〉 '전년 대비 반대율이 증가한 기관투자자'의 비율

(단위: 개)

	전년 대비 반대율이 증가한 기관투자자 수 (A)	조사 대상 기관투자자 수 (B)	비율 ((A/B)*100)
2015년	19	27	70.37%
2016년	14	27	51.19%
2017년	8	27	29.63%

*출처: 한국기업지배구조원, 의결권정보광장 (VIP, Voting Information Plaza)

□ 이러한 반대율 감소 추세가 2017년에 상정된 안건 자체의 문제에 기인한 것인지를 점검하기 위하여 국민연금공단의 반대율을 확인함(〈표 5〉 참고)

○ 국민연금공단은 자본시장법 개정과 상관없이 홈페이지에 의결권 행사 내역을 공시하고 있음

- 의결권 행사 내역은 주주총회 후 14일 이내에 공시하고, 주식 의결권 행사 전문위원회가 주주가치를 높이기 위해 주주총회 개최 전에 공개를 결정하는 경우 사전 공개가 가능함[24)]

○ 2017년 국민연금공단의 반대율은 16.73%로 다른 년도에 비해 가장 높게 나타나는 점을 미루어 볼 때 2017년에 특별히 반대할 만한 안건이 특별히 적게 상정되었다고 판단하기 어려움

〈표 5〉 국민연금공단 반대율 변화

(단위: 개)

	반대 의결권 행사 안건 수 (A)	전체 의결권 행사 안건 수 (B)	반대율 ((A/B)*100)
2015년	375	2502	14.99%
2016년	347	2438	14.23%
2017년	431	2576	16.73%

*출처: 한국기업지배구조원, 의결권정보광장 (VIP, Voting Information Plaza)

24) 국민연금공단, 2014.2, 「2014년도 국민연금기금 의결권 행사지침」

결론 및 시사점

□ 일괄공시를 전면적으로 도입한 이후 특별히 반대할 만한 안건이 적게 상정되었다고 판단하기 어려움에도 불구하고 반대 의결권을 행사한 이력이 있는 기관투자자의 반대율이 감소하는 경향이 나타남

○ 일괄공시 제도의 도입이 상대적으로 충실하게 의결권을 행사하던 기관투자자의 반대 의결권 행사 유인을 약화시켰다고 판단할 수 있음

□ 이러한 결과를 통해 공시 방식의 변동이 기관투자자의 충실한 의결권 행사에 유의미한 영향을 미칠 가능성을 확인할 수 있음

○ 추후에 보다 정교한 분석을 통해 일괄공시가 전체 기관투자자의 반대 의결권 행사에 미치는 영향을 보다 명확하게 파악할 필요가 있다고 판단됨

○ 그 밖에도 지속적인 연구를 통해 의결권 행사에 관한 여러 법·제도적 변화가 기관투자자의 충실한 의결권 행사에 미칠 수 있는 영향에 대한 분석이 이루어질 필요가 있다고 사료됨

Global News

1. CalPERS v. IAC, 무의결권 주식에 관한 소송 종결

□ 미국 캘리포니아 공무원연금(CalPERS)은 미디어회사 IAC(InterActiveCorp)와 IAC 이사회 의장을 상대로 무의결권 주식의 발행을 저지하는 소를 제기하였으나 사측이 발행 결정을 취소하면서 소송이 종결됨[25)]

○ 작년 11월, IAC 이사회는 Class C주식(무의결권 주식) 발행을 결정하였고 이에 CalPERS는 이사의 신의성실의무 위반으로 델라웨어 주 법원에 집단소송을 제기함

- IAC는 기존에 Class A주식(1주 1의결권)과 Class B주식(1주 10의결권)을 발행했었고, IAC의 최대주주이자 이사회 의장인 Barry Biller는 전체 발행주식의 8% 미만을 소유하면서도 전체 의결권의 44%를 확보한 상황이었음
- 그러나 경영진 보수로 주식이 지급되고 기업 인수비용을 마련하기 위해 주식을 추가로 발행하면서 의결권 희석이 발생하자, Barry Biller는 회사가 필요로 하는 기업 인수를 막겠다고 이사회를 위협하고 무의결권 주식 발행 안건을 상정시킴

○ 투자자들의 관심이 집중되고 CalPERS가 적극적인 대응에 나서자, IAC는 예정되었던 계획을 취소하였고 이로써 CalPERS는 주주의 고유권에 해당하는 의결권을 지켜냄

- 향후 무의결권 주식을 발행하려고 준비 중인 회사나 지배주주에게 재검토의 여지를 만들어 주었다는 점에서 의미가 있음
- 또한 이해상충이 큰 경영 의사결정에 대하여 주주가 소 제기 등의 방법으로 상당한 영향을 미칠 수 있다는 것을 확인시켜준 사건임

25) https://corpgov.law.harvard.edu/2017/07/18/calpers-v-iac-clear-win-for-investors-protecting-shareholder-voting-rights/ [2017.7.18.]

2. FSB, 건전한 보상체계 원칙에 대한 보충지침 공개 협의안 발표

□ 금융안정위원회(Financial Stability Board, 이하 FSB)는 건전한 보상체계의 원칙 및 이행기준(Principles and Standard on Sound Compensation Practices)에 대한 보충지침 발표에 앞서 보충지침에 대한 공개 협의안(Consultative Document)[26]을 발표함

○ 건전한 보상체계의 원칙은 2008년 G20 정상회담의 금융시장 개혁요구에 대한 결과물로서, 1) 성과보상체계의 지배구조, 2) 리스크와 보상의 연계, 3) 감독강화 및 이해관계자의 모니터링으로 구성되어 있으며, FSB 회원국 중심으로 동 원칙을 수용하고 있음

- 우리나라 역시 2010년 1월 감독당국 및 업계가 공동으로 작성한 업권별 성과보상체계 모범규준을 통해 FSB의 보상체계 원칙을 수용하였음
- 2009년 보상체계의 원칙 및 이행기준 제정 이후, FSB는 정기적으로 각 국의 이행성과 보고서를 발간하고 있으며 최근 이행성과 보고서는 2017.7.4.에 발간됨[27]

○ 보충지침 공개 협의안은 2015년 5월에 발족된 FSB의 Misconduct Workplan의 일환임

- 지배구조 개선을 통해 부정행위의 위험을 줄이고자 하는 Misconduct Workplan은 지배구조 및 보상체계 개선이 부정행위를 줄이는지 여부에 대한 검토, 외환 및 상품시장에서의 글로벌 행위규준 개선, 주요 벤치마크 대상의 지배구조 개선을 다루고 있음
- 보충지침 공개 협의안에 대한 의견개진은 2017년 8월말까지 가능하며, 보충지침이 실질적으로 도움이 되는지에 대한 결정이 2018년 3월에 게시될 예정임

□ 보충지침이 확정될 경우 건전한 보상체계의 원칙 및 이행기준의 구체성 및 실효성이 보강될 것으로 예상되며, 특히 금융기관 임원 보상체계 및 보상과 리스크 연계에 있어 ESG 요소가 직접적으로 고려될 것으로 보임

○ 공개 협의안은 크게 6개의 내용으로 구성되어 있으며, 이 중에는 정량적이고 비재무적인 요소가 보상체계에 직접적으로 반영되어야 한다는 협의가 포함되어 있어, 향후 ESG 요소가 금융기관 임원 보상체계에 고려될 것으로 예상됨

○ 공개 협의안에는 건전한 보상체계의 원칙에서 제시된 기준의 필요성 여부, 기준의 구체성 확정 등 건전한 보상체계의 원칙 및 이행기준을 구체적으로 보완하는 내용이 다수를 구성하고 있음

- 변동보상 축소 또는 환수규정, 연간 변동보상 조정이 건전한 보상체계 확보를 위한 유효적절한 방법인지 여부, 보상 조정이 이뤄져야 하는 최소 요건 제공, 보상과 리스크를 연계함에 있어 요구되는 변동보상의 비중 등 구체적인 내용이 반영되어 있음

---

26) See FSB Press Release, 2017.6.20., "Supplementary Guidance to the FSB Principles and Standards on Sound Compensation Practices – Consultative Document", available at http://www.fsb.org/2017/06/supplementary-guidance-to-the-fsb-principles-and-standards-on-sound-compensation-practices/

27) See FSB Press Release, 2017.7.4., "Implementing the FSB Principles for Sound Compensation Practices and their Implementation Standards: Fifth progress report", available at http://www.fsb.org/2017/07/implementing-the-fsb-principles-for-sound-compensation-practices-and-their-implementation-standards-fifth-progress-report/

기업의 사회적 책임과 주가급락 위험에 관한 연구*

임 현 일 부연구위원 (hilim@cgs.or.kr)

▶본 연구는 기업의 사회적 책임 활동 수준과 기업의 주가급락 위험의 관계를 통해, 현재의 기업의 사회적 책임 활동이 미래의 주가급락 위험에 미치는 영향에 대해 분석함

▶분석 결과 현재(t)의 기업의 사회적 책임 활동 수준과 사회적 책임 활동 증가는 미래의(t+1) 주가급락 위험에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 확인됨

▶따라서 자본시장에 참여하는 투자자자들은 사회적 책임 활동을 활발하게 하는 기업들의 정보 투명성이 보다 좋다는 것을 인지하고, 예측할 수 없는 주가의 급락 위험을 줄여줄 수 있다는 측면에서 긍정적으로 접근할 필요가 있음

전문

최근의 주가급락 위험 관련 연구들은 기업의 대리인 문제(agency problem)에서 주가급락 위험의 원인을 찾는다.[28] 대리인 문제 관점에서 경영자는 보상, 경력, 평판에 대한 고려 등 다양한 이해관계 및 사적이익을 위해 기업 내부의 부정적 정보를 은폐할 인센티브가 있으며[29], 이렇게 은폐된 부정적 정보들이 주가에 반영되지 않고 장기간 축적되면 주가에 버블을 형성하게 되고, 이러한 부정적인 정보의 축적이 임계점을 넘어 시장에 흘러나오게 되는 순간 버블이 꺼짐과 동시에 주가는 급격하게 붕괴(crash)된다.[30]

한편, 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility; 이하 CSR)에 대해 사회적·환경적

* 본 오피니언은 강상구, 김학순, 임현일 (2015)을 요약하여 정리한 것입니다 (강상구, 김학순, 임현일, 2015, "기업의 사회적 책임과 주가급락 위험에 관한 연구", 「보험금융연구」 26(4) (2015년 11월호), pp.113-139). 이 글의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며 한국기업지배구조원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

28) Jin, L. and S. C. Myers, 2006, "R^2 around the world : new theory and new tests", 「Journal of Financial Economics」 79, pp. 257-292; Hutton, A. P., A. J. Marcus, and H. Tehranian, 2009, "Opaque financial reports, R^2, and crash risk", 「Journal of Financial Economics」 94, pp. 67-86; Kim, J. B., Y. Li, and L. Zhang, 2011, "Corporate tax avoidance and stock price crash risk : Firm-level evidence", 「Journal of Financial Economics」 100, pp. 639-662

29) Kothari, S. P., 2009, "The Effect of Disclosures by Management, Analysts, and Business Press on Cost of Capital, Return Volatility, and Analyst Forecasts : A Study Using Content Analysis", 「The Accounting Review」 84, pp. 1639-1670

30) Jin, L. and S. C. Myers (2006), 앞의 논문

요구 및 중요성이 증가함에 따라 이와 관련된 연구 또한 다양한 측면에서 활발하게 진행되고 있으나, 그에 따른 연구 결과는 혼재되어 있는 상황이다. 가령, 기업의 사회적 책임 활동과 투명성(transparency)과의 관계에 대해 일련의 선행연구들은 CSR 활동에 적극적인 기업일수록 공시의 질이 높으며, 이로 인해서 기업정보의 투명성이 높고 부정적인 정보에 대한 은폐가 적다고 주장한다.[31] 반면, 사회적 책임 활동에 활발한 기업일수록 불필요한 대리인 비용이 높기 때문에 기업의 불투명성이 크고 정보에 대한 은폐가 클 수 있다고 주장하는 연구들도 존재한다.[32]

따라서 본 연구는 기업의 사회적 책임 활동과 주가급락 위험의 관계를 살펴보고자 한다. 만일 기업의 사회적 책임 활동이 기업정보의 투명성과 정(+)의 관계에 있다면 기업의 주가급락 위험은 감소 할 것이다. 반면 CSR이 대리인문제로 인해 투명성과 부(-)의 관계에 있다면 주가급락 위험은 증가할 것으로 예상된다.

선행연구

기업의 사회적 책임에 관한 연구들은 활발하게 진행 중이지만 일관된 결론에 도달하지 못한 분야 또한 많은 상황이다. Schwart (1968), Landon and Smith (1997)는 CSR이 기업의 평판 및 이미지를 제고하여 기업가치를 증가시킨다고 주장하였으며, Waddock and Graves (1997), Tsoutsoura (2004)는 기업의 사회적 책임 활동이 기업의 재무적 성과와 유의한 양(+)의 관계를 갖는 것을 보였다.[33] Kim et al. (2012), Gelb and Strawser (2001)는 사회적 책임 활동이 활발할수록 기업의 투명성이 높으며, 공시빈도가 높아 경영자에 의한 부정적인 정보의 은폐가 적다고 주장하였다. CSR의 도덕적 이론(Ethical theory) 측면에서 기업은 옳은 일을 실행하고, 윤리적으로 올바른 의사결정을 함으로써 사회적 유익에 기여할 필요성을 지니기 때문이다.[34]

31) Gelb. D. S. and J. A. Strawser., 2001 "Corporate Social Responsibility and Financial Disclosures : An Alternative Explanation for Increased Disclosure", 「Journal of Business Ethics」 33, pp. 1-13; Kim, Y., M. S. Park, and B. Wier, 2012, "Is earnings quality associated with corporate social responsibility?", 「The Accounting Review」 87, pp. 761-796

32) Brown. W., E. Helland, and J. Smith, 2006, "Corporate Philanthropic Practices", 「Journal of Corporate Finance」 12, pp. 855-877; Barnea. A. and A. Rubin, 2006, "Corporate Social Responsibility as a Conflict between Shareholders", University of Texas at Austin, Working Paper

33) Schwart. R., 1968, "Corporate Philanthropic Contributions", 「Journal of Finance」 51, pp. 1201-1225; Landon, S. and C. E. Smith, 1997, "The Use of Quality and Reputation Indicators by Consumers: The case of Bordeaux Wine", 「Journal of Consumer Policy」 20, pp. 289-323; Waddock, S. A. and S. B. Graves, 1997, "The Corporate Social Performance Financial Performance Link", 「Strategic Management Journal」 18, pp. 303-319; Tsoutsoura, M., 2004, "Corporate Social Responsibility and Financial Performance", UC Berkely, Working Paper

34) Carroll, A., 1979, "A three-dimensional conceptual model of corporate performance", 「The Academy of Management Review」 4, pp. 497-505; Donaldson, T. and L. Preston, 1995, "The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications", 「The Academy of Management Review」 20, pp. 65-91; Phillips, R., E. Freeman, and A. Wicks, 2003, "What stakeholder theory is not", 「Business Ethics Quarterly」 13, pp. 479-502

최근에는 CSR과 기업 위험의 구성요인에 대해 직접적으로 살펴보는 연구도 진행되고 있다. Lee and Faff (2009)는 기업의 사회적 성과(corporate social performance)가 높을수록 낮은 고유위험(idiosyncratic risk)을 보이며, 기업의 사회적 성과가 가격에 반영된다고 주장하였다.[35] 이러한 연구들은 Kim et al. (2014)과 더불어 사회적 책임 활동이 활발한 기업의 주가급락 위험이 낮을 것이라는 추론을 가능하게 한다.[36]

한편, Friedman (1970)은 경쟁 하에서 기업의 사회적 책임은 기업가치 및 이익을 극대화 하는 것이라고 주장한다.[37] CSR은 어디까지나 이윤추구를 전제로 수행되어야 하며, 이를 무시하는 CSR 투자는 기업가치를 감소시킬 것이라고 주장하였다. Pava and Krausz (1996)는 기업의 CSR 투자는 경쟁기업은 지출하지 않는 불필요한 비용이며, 이에 따라 기업가치에 부정적인 영향을 준다고 주장하였다.[38] 이러한 주장은 대리인 문제를 고려하게 되면 더 큰 문제를 야기할 수 있다. Goss and Roberts (2011)는 기업이 사회적 책임 활동에 적극적이라고 해서 은행이 조달비용을 할인해 주지는 않으며, 성과가 좋지 않은 기업이 CSR에 적극적인 경우 대리인 비용이 높다고 간주하고 오히려 기업에 불리한 조건을 제시하는 경향이 있음을 확인하였다.[39]

마지막으로 주가급락 위험과 관련하여 Jin and Myers (2006)는 경영자에 의해 은폐된 기업의 부정적 정보가 주가에 반영되지 않고 장기간 축적되면 주가에 버블이 형성되고, 이 정보가 임계점을 넘어 시장에 급속히 전파되어 버블이 해소될 때에 주가급락이 발생한다고 설명한다. Hutton et al. (2009)은 이익조작(earnings management)을 많이 하는 기업들의 정보 불투명성이 높고 그에 따라 주가급락 위험이 높다는 것을 확인하였으며, Kim et al. (2011)은 조세회피(tax avoidance) 수준이 높은 기업의 주가급락 위험이 유의하게 증가하고 있음을 관찰하였다. 즉, 대리인 문제로 인하여 기업 내부의 부정적인 정보들이 축적될 가능성이 높은 상황에서 예상치 못한 주가급락의 위험이 증가하고 있음을 선행 연구들을 통해 확인할 수 있었다.

기업의 사회적 활동이 주가급락 위험에 미치는 영향

〈표 1〉은 2004년부터 2011년까지 유가증권(KOSPI) 시장에 상장된 제조업을 대상으로 사회적 책임 활동의 수준(level) 및 변화(change)가 주가급락 발생여부에 미치는 영향에 대한 실증분석 결과를 나타낸다. 분석에서 사용된 CSR 변수는 경제정의실천연합에서 매년 제공하는 경제정의지수

35) Lee, D. D. and R. W. Faff, 2009 "Corporate sustainability performance and idiosyncratic risk : a global perspective", 「Financial Review」 44, pp. 213-237
36) Kim, Y., H. Li, and S. Li, 2014, "Corporate social responsibility and stock price crash risk", 「Journal of Banking and Finance」 43, pp. 1-13
37) Friedman. M., 1970, "The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits", 「New York Times」 September 13, pp. 122-126
38) Pava, M. and J. Krausz, 1996, "The Association Between Corporate Social Responsibility and Financial Performance: The Paradox of Social Cost", 「Journal of Business Ethics」 15, pp. 321-357
39) Goss, A. and G. R. Roberts, 2011, "The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans", 「Journal of Banking and Finance」 35, pp. 1794-1810

(Korea Economic Justice Institute Index)를 재구성하여 이용하였으며, 주가급락 위험과 관련한 변수들은 ⅰ)주가급락 발생여부에 따라 1, 0으로 구성한 이항변수, ⅱ)주가급락 발생 회수에 따른 연속변수로 정의하였다.[40] 아울러 표본의 특성 또는 기업의 특성에서 기인할 수 있는 잠재적 문제점들을 통제하기 위하여 본 연구에서는 기업고정효과(firm-fixed effect) 분석을 이용하였다.

〈표 1〉 기업의 사회적 활동과 주가급락 위험에 관한 분석

〈표 1〉은 기업의 사회적 활동 수준 및 변화가 기업의 주가급락 위험에 미치는 영향에 대해 기업속성을 통제하기 위하여 고정효과분석을 실시한 결과이다. CRASH는 표준화된 주간 수익률을 이용한 더미변수이며, NCRASH는 연간 주가급락 발생빈도를 의미한다. [ ]안의 숫자들은 이분산(heteroskedasticity)이 조정된 표준오차(standard errors)로 계산된 t-value를 의미한다. ***,** 는 각각 1%, 5% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

	주가급락위험(CRASH)	주가급락빈도(NCRASH)
CSR 활동 증가(CH_CSR)	-0.959***	-0.666**
	[-2.997]	[-2.377]
CSR 활동 수준(CSR_{t-1})	-1.246**	-1.020**
	[-2.432]	[-2.249]
통제변수	Yes	Yes
기업/년도/산업고정	Yes	Yes
표본 수	235	251
(Pseudo)R-Squared	0.142	0.121

기업의 사회적 책임 활동의 수준 및 변화는 각각의 모형에서 모두 유의한 음(-)의 계수값을 나타내고 있으며, 이러한 결과는 기업의 사회적 책임 활동의 수준 및 사회적 책임 활동의 증가가 기업의 주가급락 위험을 감소시키고 있음을 의미한다. 즉 사회적 책임 활동이 활발할수록 기업 정보의 투명성이 높고, 경영자에 의한 부정적인 정보의 은폐가 적다고 주장한 Kim et al. (2012), Gelb and Strawser (2011)의 주장을 지지하는 결과이다.

결론 및 시사점

본 연구는 기업의 사회적 활동 수준(level)이 기업의 예측할 수 없는 주가급락 위험에 유의한 음(-)의 영향을 미치고 있음을 확인하였다. 또한 사회적 활동 수준을 통제한 후, CSR 활동의 증가(change) 역시 주가급락 위험과 유의한 음(-)의 관계를 가졌다. 이는 기업의 활발한 사회적 책임 활동이 주가급락 위험을 감소시키는 효과가 있음을 보여준다. 기존의 국내 CSR 관련 연구들은 기업가치 및 현금흐름에 관한 부분에 대해 집중하였으며, 위험과 관련해서도 자본비용에 대한 연구를 중심으로만 제한적으로 이루어졌다. 본 연구는 이에 추가적으로 기업의 사회적 활동을 기업가치 뿐만 아니라, 불확실한 미래의 주가 위험과 연결시킬 수 있다는 점에서 의미를 지닌다.

40) 변수 정의에 대한 자세한 내용은 「보험금융연구」 2015년 11월에 게재된 원 논문을 참고하기 바람

최근 사회책임투자(SRI) 및 ESG에 대한 시장의 관심이 뜨겁다. 본 연구 결과를 통해 국내 주식 시장에 참여하는 투자자들은 사회적 책임 활동에 활발한 기업들의 정보 투명성이 보다 좋다는 것을 인지하고, 예측할 수 없는 주가의 급락 위험을 줄여줄 수 있다는 점에 대해 긍정적으로 평가할 필요가 있을 것이다.