

기업의 사회적책임(CSR) 활동이 재무곤경 완화에 미치는 영향 : 기업수명주기를 중심으로

김주원* · 양동훈** · 최준혁***

〈요 약〉

본 연구는 기업의 사회적책임(CSR) 활동이 기업이 재무적 위기에 처할 가능성을 감소시켜주는지에 관해, 기업수명주기가 미치는 영향을 고려하여 살펴 본 연구이다. 2011-2018년 2,696 기업-년의 상장기업 표본을 대상으로, CSR의 대용치는 KEJI 지수로, 재무곤경은 Z-score, K-score, KZ index, WW index, 배당성향, 신용등급을 사용하였다. 기업수명주기는 Anthony and Ramesh (1992)의 국내 변형 버전 두 가지와 Dickinson(2011)의 측정치를 이용하였다.

회귀 분석 결과는 다음과 같다. OLS 분석 결과는 KEJI 지수로 측정한 CSR은 재무곤경의 가능성을 유의하게 감소시킴을 보여주었다. 이는 CSR이 기업의 위험을 감소시키며, 특히 재무곤경 가능성을 줄여준다는 기존 선행연구 흐름과 일치한다. 둘째, CSR이 재무곤경에 미치는 음(-)의 효과는 성숙기를 중심으로 가장 잘 나타났다. 이는 여유자원을 갖추고 경영자의 CSR에 대한 동기 및 시장의 CSR에 대한 기대가 성숙기에 가장 클 것이라는 예측을 확인시켜 준 결과이다.

기후변화대응, 팬데믹 등 현대의 경영 환경에서 CSR의 중요성은 어느 때보다 커져 있으며, 불확실성에 대한 고민의 깊이도 깊어졌다. 따라서 기업의 지속가능성(Sustainability) 측면에서 CSR과 재무곤경에 대한 분석은 연구 의의를 가진다고 보여진다. 선행연구에서 기업수명주기의 조절효과까지 살핀 연구는 드물고, 근본적으로는 재무적 건강도를 측정하는 재무곤경에 대한 관심이 경영성과에 대한 관심보다 적다고 할 수 있는 점에서 본 연구는 선행연구에 추가적인 기여가 있다고 본다.

〈주제어〉 기업의 사회적 책임, CSR, 재무곤경, 기업수명주기

* 성균관대학교 법학전문대학원 객원교수, juwoni9@naver.com, 주저자

** 동국대학교 경영대학 교수, dyang@dongguk.edu, 교신저자

*** 동국대학교 경영대학 연구조교수, fester@dongguk.edu, 공동저자

I. 서 론

유럽연합에서 500명이상의 기업에 대해 비재무정보공시를 의무화하고, 글로벌신용평가사들이 비재무요소를 기업 평가에 고려하기 시작하였으며, 국내에서도 자본시장법등에서 공시 관련 규정의 도입이 추진되고 거래소에서 관련 지수를 개발하여 투자에 활용하도록 하는 등, CSR¹⁾로 대표되는 비재무정보의 중요성이 점차 커지고 있다.

본 연구에서는 CSR이 재무곤경 완화에 미치는 영향에 관해 탐색해 보았다. 이를 위해 Altman (1968)을 비롯한 재무곤경을 예측하는 다수의 통계적 모형과, 이를 보완하는 단독변수들을 이용하여 재무곤경을 측정하고, CSR이 재무곤경의 가능성을 떨어뜨릴 수 있는지, 그리고 기업수명주기와 같은 기업 특성이 CSR과 재무곤경의 관계에 어떤 영향을 미치는지 살펴보았다. CSR과 재무곤경과의 관련성에 대해 국내 연구는 노정희와 최종서(2014)를 제외하면 연구가 부족하며, 특히 기업이 처한 상황에 따라 어떻게 달라지는지에 관한 관심은 드문 편이다.

특히, 수명주기와 같은 기업 특성별로 CSR의 재무곤경 완화에 대한 효과가 달라질 수 있다. 기업은 가진 여력의 정도에 따라 CSR 활동에 투자할 수 있는 정도가 달라질 수 있는데(Zhao and Xiao 2019), 기업수명주기 이론에서는 기업의 발전 단계에 따라 투자에 돌릴 수 있는 여유 자원의 수준이 다르고, 따라서 CSR 활동에 대한 투자도 달라진다고 보고 있다(최준혁 등 2017). 기업이 CSR에 투자할 수 있는 정도가 달라지므로, 충분한 투자가 전제되어야 하는 CSR의 기대 효과, 특히 기업의 재무적 위험을 감소시키는 정도도 수명주기의 영향을 받을 수 있다. 일부 연구들은 주로 성숙기를 중심으로 CSR 활동이 가장 활발하며(Hasan and Habib 2017 ; 최준혁 등 2017), CSR의 재무곤경을 억제하는 효과 역시 성숙기를 중심으로 잘 나타난다고 보고하고 있다(Al-Hadi et al. 2019 ; Zhao and Xiao 2019).

본 연구의 실증 결과는 다음과 같다. 첫째, 투입한 대부분의 재무곤경 측정치에 대해 CSR은 재무곤경을 억제하는 효과를 보였다. 이는 다수 해외 연구들과(Goss 2009 ; Cheng et al. 2014 ; Hsu and Chen 2015 ; Lin and Dong 2018), 국내 연구인 노정희와 최종서(2015)의 실증 결과가 강건하다는 것을 보여준다. 이는 CSR의 보험 기능과 이해관계자 관리 기능은 위험 억제 효과를 줄 수 있다는 것을 확인해준다(Godfrey et al. 2009 ; Cheng et al. 2014). 둘째, 기업수명주기 단계별 분석을 실시한 결과, 대부분 성숙기에 CSR의 효과가 가장 강하게 나타나고, 도입기와 쇠퇴기에는 성숙기보다 그 효과가 떨어지는 것으로 나타났다. 이는 성숙기가 동원할 자원이 가장 풍부하므로 CSR 투자에 집중할 수 있게 되고(Hasan and Habib 2017 ; 최준혁 등 2017), 따라서 CSR의 재무곤경에 대한 영향도 차이가 발생하기 때문이다(Al-Hadi et al. 2019 ; Zhao and Xiao

1) 투자자 집단에서는 ESG라는 용어로 통일되어 가는 경향이이나, 본 연구에서는 기존 연구의 축적이나 용어의 사용 기간 측면에서 학계에서 보편적으로 사용되어 왔던 용어라고 할 수 있는 CSR로 통일해서 사용하였다.

2019).

본 연구의 선행연구 흐름에 대한 추가적 기여는, 본 연구의 관심 주제에 관한 직접적인 선행 연구들이 많지 않다는 점에서 찾을 수 있다. CSR에 수명주기를 고려한 연구들은 국내 연구로도 반혜정과 정인희(2016a, 2016b), 최준혁 등(2017), 서란주와 이원기(2018) 등이 있지만, 재무공경과의 관련성을 논하지는 않았다. CSR이 재무공경에 미치는 영향에 관해서도 노정희와 최종서(2014)의 연구가 유일하며, 수명주기로 인한 영향의 차이까지 고려한 국내 연구는 아직까지 없다. 따라서 본 연구는 국내 CSR 관련 연구에서도 수명주기를 고려할 필요성을 제기한다는 측면에서 연구 의의가 있다.

본 연구는 CSR 투자가 재무공경으로 측정된 기업이 재무적 위험에 빠질 가능성을 억제한다는 점을 확인하고, 나아가 기업수명주기와 같은 기업 특성에 의해 이 효과가 달라짐을 실증하여, 아직 연구자들의 관심이 닿지 못하는 해당 부분에 대한 국내 연구에 기여했다는 의의가 있다. 실무적으로도 투자자 측면에서는 재무정보만을 가지고 판단하는 한계를 극복할 수 있고, 기업경영 측면에서는 리스크 관리 관점에서 어떻게 접근해야 하는가와 관련된 통찰력을 제공할 수 있을 것으로 기대한다. 장기적인 관점에서 기업 앞에는 지속적인 불확실성이 나타난다. 팬데믹과 같은 현실화된 불확실성을 맞아, 기업에 미치는 파장을 최소화하기 위해서는 CSR 관점에서의 위험 관리 정책이 어떤 효과가 있는지를 고려해 보는 것은 의미가 있다고 보여진다.

II. 이론적 배경 및 가설설정

1. CSR의 개념

이 주제에 관해서는 가장 오래 그리고 널리 사용되어 왔던 용어인 CSR 외에도 다양한 용어들이 혼용되어 쓰이는 경향이 있는데, 예를 들어 지속가능성(Sustainability), 지속가능경영(Sustainability Management), 지속가능발전(Sustainability Development) 등의 지속가능성 관련 용어, Porter and Kramer(2011)가 제시한 공유가치창출(Creating Shared Value), 그리고 최근에는 ESG까지, 유사한 용어들이 뚜렷한 관계 정립이 되지 않은 채 혼용되어 사용되어 온 경향이 있다. 예를 들어, 김명서(2011)는 CSR을 지속가능성의 상위 개념으로 본 반면, 안상아(2013a)는 사회적 책임 보고서를 지속가능성보고서 중 하나로써 분류함으로써 CSR을 지속가능성의 하위 표현으로 이해했다. Marrewijk(2003)은 지속가능성을 CSR의 상위개념으로 관계 정립을 하거나 (Panapanaan et al. 2003), 아니면 별개로 발달해 오다가 최근 융합되었다고 보는(Keijzers 2003) 선행연구 하나씩을 소개하고 있다. 안치용(2013)은 CSR과 지속가능경영은 같은 가치를 다른 표현 및 관점으로 보완적으로 그리고 있다고 보며, 지속가능보고서라는 이름이 사회책임보고서,

환경보고서, 사회공헌보고서 등의 표현보다 월등히 많이 사용되어 온 것은 양 개념의 질적 차이의 반영이라기 보다는 단순히 기업들이 지속가능성에 대한 욕망을 반영하면서 동시에 아직 수용하기엔 거북한 사회적 책임 부분은 회피하기 위한 용어선택이라고 주장하기도 한다.

연혁적으로 CSR은 상대적으로 작은 정부를 지향해 온 미국을 중심으로 기업 윤리적 측면에서, 지속가능성과 관련된 개념들은 환경 문제에 대한 대응 측면에서 유럽을 중심으로 대두된 측면이 있다. 기업에게 사회적 문제에 대한 관심과 해결을 요청하는 경향은 50년대 이후부터 이론적으로 정식화되기 시작했고, 이는 CSR 연구 흐름으로 계속 이어져 오고 있다(Carroll 1999 ; Lee 2008). CSR이 사회적 이슈를 특정하지 않고 기업에 대한 일종의 윤리적 요청에 의해 등장한 개념이라면, 지속가능성(Sustainability)은 주로 환경 이슈에 기반을 두고 보다 근래에 발전한 개념이며(정영근과 장민수 2007 ; 정영모 2007 ; 안상아 2013a), 이는 70년대 이후 환경 문제가 전지구적인 화두로 대두된 결과이다. 1987년 브룬트란트 위원회 보고서에서 미래세대의 필요 충족 능력 보존과 현 세대 필요 충족이라는 두 지속가능성의 핵심 요소가 정의되었고, 7~80년대 각종 국제회의에서 지구환경 보존이 선언되어 오다가, 90년대부터는 지속가능발전 개념이 국제기구 명칭으로도 들어가게 되고(정영근과 장민수 2007), 2000년대 이후에는 기업들의 환경에 국한되지 않은 다양한 CSR 활동을 보고하는 보고서 발간이 급증하고 있지만 지속가능보고서라는 이름을 가장 보편적으로 채택해 왔다(Kolk 2004 ; 윤진수 2009 ; 박라인 2010 ; 안상아 2013a, 2013b, 2013c).

그런데, 지속가능보고서의 대표적인 국제표준인 GRI(Global Reporting Initiative)와 CSR의 국제표준인 ISO 26000은 세부 항목에서 공통적인 모습을 보인다. 이는 두 표준 모두 Elkington (1997)의 TBL(Triple bottom line), 즉 경제, 사회, 환경이라는 기본 틀에 기초하기 때문이다(김호균과 정홍진 2008). 즉, 양자는 시기별로 다른 사회적 맥락에서 등장했기 때문에 달라 보일 뿐, 양자의 근본적 지향점과 발전 방향은 기업 이윤과 사회적 책무를 같이 고려하도록 요청하는 측면에서 동일하다. 또한, 지속가능경영(Sustainability Management)은 기존 개념들, 즉 지속가능발전(Sustainable Development), CSR, 이해관계자이론(stakeholder theory), 기업책임이론(corporate accountability theory) 등에서 요소들을 빌려 온 것이다(Wilson 2003). 마지막으로 최근 사용이 증가하기 시작한 ESG는 이들 개념들을 경영자 관점 대신 투자자 관점에서 바라 본 것에 가깝다고 볼 수 있다. 따라서, 넓은 의미에서 CSR 및 지속가능성 계열의 용어들은 동일한 지향점을 가지고 있다고 볼 수 있고, 본 연구에서는 각각의 용어를 구분하지 않고 CSR로 통일해서 사용하기로 한다.

2. CSR의 위험 감소 효과

현금흐름할인모형은 기업 가치를 증가시키는 방법으로 미래현금흐름을 증가시키는 것과 자

본비용을 감소시키는 두 방향을 제시한다. 따라서 선행연구들은 미래현금흐름을 증가시키는 적극적인 방향 외에, 자본비용을 감소시키는 방향 또한 유효하게 논의되어왔다. 다수 연구들은 환경대응 또는 전반적인 CSR 활동, 또는 그 공시의 효과가 기업의 자금조달비용을 낮추는 측면에 대해 주목하였다(Spicer 1978 ; Garber and Hammitt 1998 ; El Ghouli et al. 2011 ; Dhaliwal et al. 2011 ; Ye and Zhang 2011 ; Reverte 2012 ; Attig et al. 2013 ; El Ghouli et al. 2018). 해당 연구들의 대다수는 CSR이 자본비용을 낮추는 효과를 보인다고 보고하였는데, 그 근거로 CSR을 수행하는 기업의 위험 감소, 정보비대칭 감소, 그리고 CSR 기업에 대한 투자자들의 선호 등을 들고 있다.

특히, CSR 활동은 투자자들 사이에서 평가되는 기업의 위험(perceived risk)의 정도를 감소시켜 자본조달비용을 낮출 수 있다. CSR 활동의 결여가 기업의 위험을 증가시키는 구조를 살펴보자. 기업은 명시적 비용인 채권자에 대한 변제비용 외에도 다른 이해관계자들에게 묵시적으로 존재하는, 따라서 절약 가능할 수도 있는 품질관리비용이나 환경비용과 같은 비용을 아끼려 할 수 있다. 그러나 이는 사회적으로 무책임한(socially irresponsible) 행동으로, 명시적 비용의 상승으로 귀결될 수 있다(Waddock and Graves 1997).

기업은 위험의 외주화(externalizing)를 통해 비용을 사회에 부담하게 할 수 있는데, 사회는 기업이 그동안 사회에 전가해 온 비용에 대해 패널티를 부과하려 하고, 결국에는 사회와 기업은 그와 같은 비용 전가를 하지 않는 묵시적 계약을 맺게 된다. 이를 거부하는 경영자는 명시적인 위험을 돌려받을 수 있다(Heal 2004). 즉, 이와 같은 행동은 규제기관의 개입 가능성이나 소송가능성 증가 등, 이해관계자들로부터의 클레임을 증가시키므로 미래 현금흐름의 변동성을 증가시켜 기업의 위험을 증가시킬 수 있다. 예를 들어, 기업이 제품 안전에 제대로 투자하지 않았다면 소비자들로부터의 소송 가능성이 증가하고, 그만큼 미래 비용이 증가되어 예측될 것이다(Robinson et al. 2008). 또한 기업의 위험을 감지한 투자자들의 외면으로 투자자들 사이의 위험 분산이 힘들어지는 만큼 주가가 하락하고 따라서 자본비용이 상승하게 된다(Heinkel et al. 2001). 실증 연구들은 CSR에 대한 문제가 있는 기업에서 체계적 위험 또는 비체계적 위험이 상승하는 관계를 확인했다(Lee and Faff 2009 ; Oikonomou et al. 2012 ; Bouslah et al. 2013). 반대로 말한다면, CSR 활동을 적절히 수행한다면 기업은 정부와 사회로부터의 마찰을 최소화하여 소송을 덜 당하게 되며(Barnett et al. 2018), 자신의 주식에 대한 수요 증가로부터 자본비용을 감소시킬 수도 있게 될 것이다(Mackey et al. 2007). Bae et al.(2019)에 의하면 CSR은 레버리지 수준이 높은 기업의 영업적 손실을 감소시켜주었다.

기업은 명성자본의 축적을 통해 그와 같은 위험을 감소시킬 수 있으며, 이것은 일종의 무형자산으로서 기업에 보험으로 작용한다(Fombrun et al. 2000 ; Epstein and Schneitz 2002 ; Bhattacharya and Sen 2004 ; Godfrey 2005 ; Godfrey et al. 2009 ; Barnett et al. 2018). 이와 같은 보험 관점(Insurance Perspective)에서 CSR과 기업 성과 사이의 관계는, CSR이 성과를 창출하는 측면 보다는

기존의 성과를 보존해주는 보험 효과(insurance effect)가 보다 기본적인 수도 있다(Godfrey et al. 2009). 기업이 CSR을 통해서 윤리적 자본(moral capital)을 축적한다면, 기업의 행동이 부정적인 결과를 초래했을 때 실수였다고 받아들이는 등 이해관계자들의 반응이 약해짐으로써 파급효과를 최소화할 수 있다는 것이다.

3. CSR과 재무곤경

일부 선행연구들은 CSR이 기업이 재무적으로 나빠지는 데 어떤 영향을 미치는지를 연구했다. 회사채 신용 스프레드(yield spread)의 대부분은 파산위험(default risk)으로 인한 것이므로(Longstaff et al. 2005), 재무곤경에 미치는 영향을 살피는 것은 투자자들에게 중요한 정보일 수 있다. 기업의 재무곤경(financial distress)은 경영실패(failure), 지급불능(insolvency), 부도(default), 그리고 파산(bankruptcy)의 가능성을 말하며(Altman et al. 2019), 만약 기업이 수익성이 보장되지 않고, 미래의 비용 지출 위험이 커지고, 자본조달비용은 증가하고 있다면 영업상의 지속가능성이 보장되지 않을 가능성이 커진다고 할 수 있을 것이다. 재무제약(capital constraints)이라는 용어도 유사하지만 보다 자금조달 측면에서 정의될 수 있는데, Cheng et al.(2014)에 의하면 재무제약은 특정 기업이 원하는 모든 투자를 위한 자금조달을 막는 시장 마찰(market frictions), 즉 자금 조달이 힘들어지는 것이며, 신용상의 제약(credit constraints), 대출 불능(inability to borrow), 증자 불능(inability to issue equity), 은행 대출에의 의존(dependence of bank loan), 자산 유동성 감소(illiquidity of assets) 등으로부터 나타난다(Lamont et al. 2001). 재무곤경(또는 재무제약) 상태는 자본비용이 높아진 상태일 것이므로, 자본비용과 관련된 논리는 재무곤경과 관련된 논의에서도 수평적으로 적용 가능할 것이다. 또한, 지금까지의 논의를 본다면 CSR은 기업의 경쟁력과 성과를 보장해주거나, 적어도 기업에게 문제가 생겼을 때 타격을 최소화하는 보험 역할을 할 수 있으므로, CSR에 효과적으로 투자한 기업이 재무적 곤란함에 빠져들 가능성은 낮아질 것을 예측할 수 있다.

CSR 활동이 재무곤경과 맺는 관계는 이해관계자이론으로도 설명할 수 있다. 우선 기업이 재무적 문제에 빠진다는 것은 단기적인 경영 성과에 문제가 생겼기 때문일 수 있다. CSR 활동은 성과의 개선으로 나타나므로(Griffin and Mahon 1997 ; Roman et al. 1999 ; Margolis and Walsh 2003 ; Orlitzky et al. 2003 ; Allouche and Laroche 2005 등), 재무곤경의 가능성도 줄어든 것을 예측할 수 있다. 이해관계자이론을 통한 CSR의 재무곤경에의 영향 매커니즘은 좋은 이해관계자 관리를 통한 고객, 거래처, 종업원과의 높은 수준의 관계 형성과 그로 인한 좋은 수익성의 유지로 설명될 수 있다(Cheng et al. 2014). 이해관계자 관리 개선을 통한 장기지속가능성 강화로 인해, 신용평가기관은 파산가능성 감소를 기대하고 CSR 활동을 긍정적으로 평가하게 된다(Attig et al. 2013).

나아가 높은 수준의 CSR 활동은 좋은 경영 및 지배구조를 나타낸다(Goss 2009 ; Attig and Cleary 2015). Altman et al.(2019)은 기업의 재무곤경과 파산위험의 가장 일반적이고 핵심적인 이유는 경영자의 능력이라고 보았다. Goss(2009)는 만약 좋은 CSR 활동이 경영자 능력의 지표가 될 수 있다면, CSR 활동과 재무곤경은 음(-)의 상관관계가 있어야 한다고 보았으며, 실증 결과는 예측을 뒷받침했다. 좋은 품질의 경영은 파산가능성을 낮출 것이므로, CSR 활동을 잘 활용하는 경영자에게서는 재무곤경의 위험이 낮아질 것이다(Al-Hadi et al. 2019).

또한, Cheng et al.(2014)에 의하면 좋은 CSR 활동이 의미하는 더 나은 이해관계자 관리는 경영자-이해관계자 사이 이해의 일치를 의미하므로, 경영자의 기회주의적 행동이 제약되고 있다고 볼 수 있다(Jones 1995 ; Benabou and Tirole 2010 ; Eccles et al. 2014). 따라서 낮아진 대리인 비용은 전반적인 거래 비용을 줄여줄 것이고, 자본조달에 문제가 생길 가능성도 줄어든다는 것이다. Cheng et al.(2014)은 또다른 이유로 좋은 CSR 활동 기업은 자신의 장기지향성과 같은 차별성을 시그널링하기 위해 더 많은 CSR 공시를 할 것이므로(Dhaliwal et al. 2011), 이는 기업의 지배구조와 내부통제를 개선하는 효과를 가져오고 투자자와의 사이에서는 정보비대칭 감소가 나타나게 되며(Botosan 1997 ; Khurana and Raman 2004), 낮아진 정보비대칭은 재무곤경 가능성을 줄여주게 된다(Hubbard 1998).

선행연구들은 CSR이 재무곤경을 감소시켜주는 관계를 보고함으로써 이와 같은 시각을 뒷받침하고 있다(Goss 2009 ; Cheng et al. 2014 ; 노정희와 최종서 2015 ; Hsu and Chen 2015 ; Lin and Dong 2018). Goss(2009)는 미국의 1,295개 비금융업 기업들의 1991-2003 자료를 이용하여 Kinder, Lydenberg and Domini (KLD) 지수로 측정한 CSR 활동이 차기 파산 가능성을 감소시키는 관계를 확인했다. Cheng et al.(2014)의 연구에서는 ASSET4의 ESG 지수로 측정한 CSR 활동이 Kaplan and Zingales(1997)의 KZ index, Hadlock and Pierce(2010)의 SA index의 그리고 Whited and Wu(2006)의 WW index로 측정한 재무곤경과 유의한 음(-)의 관계를 보였다. Hsu and Chen(2015)에서도 KLD 지수로 측정한 CSR 활동 개선은 S&P의 신용평점을 개선시키고 신용 스프레드와 파산가능성을 낮추었다. Lin and Dong(2018)은 대형 기업에서는 KLD 지수 중 지역사회 및 환경과 관련된 도덕적 자본(moral capital) 부분이, 무형자산에 의존하거나 소송가능성이 높은 환경의 기업에서는 종업원, 다양성 및 제품과 관련된 교환자본(exchange capital) 부분이 파산위험을 낮추었다고 보고했다.

CSR과 재무곤경 사이의 관계를 살핀 국내 연구로는 노정희와 최종서(2014)가 있다. 이들은 2009년에서 2011년 사이 경실련 경제정의지수(KEJI)가 보고되고 재무변수가 존재하는 961개 기업-년을 대상으로 CSR 활동이 재무곤경에 미치는 영향을 살폈다. 저자들은 KEJI 자체가 제시한 가중치가 임의성이 있다고 보고, Akpinar et al.(2008)과 Choi et al.(2010)이 제시한 방식인 지수의 세부 7가지 항목의 총점을 균일화 하여 평균한 CSR 활동 변수 및, 산업 연도별 평균값으로 스케일링하여 산업별로 가중치 차이를 조정한 CSR 변수를 투입하여, 다섯 가지 재무곤경 변수

에 대해 모두 음(-)의 관계가 나타나는 것을 확인하였다. 다만, 선행연구들은 대부분 CSR과 재무곤경 사이의 관계를 확인하는 데 그치고, 기업수명주기 등의 기업특성은 고려하지 않았다.

4. CSR과 기업수명주기

기업수명주기이론은 기업의 성장단계를 생명체의 수명주기와 동일한 관점에서 바라보는 이론으로서(Lippitt and Schmidt 1967), 기업이 처한 단계마다 영업, 투자, 재무활동 및, 이용가능한 자원의 정도, 조직의 능력, 위험감수의 정도, 그리고 전략이 달라진다고 보는 이론이다(Helfat and Peteraf 2003). 즉, 기업이라는 조직을 관통하는 어떤 전체적인 특징을 수명주기로 유형화 함으로써, 영향 하에 놓인 기업의 다른 속성들에 대해서 예측하고자 하는 이론이다(Miller and Friesen 1984). 일반적으로 3~5단계 모델을 사용하는데, 주로 도입기-성장기-성숙기-쇠퇴기의 4단계 또는 도입기-성장기-성숙기-쇠퇴기-쇠퇴기의 5단계 모형이 많이 이용되고 있다(Quinn and Cameron 1983 ; Miller and Friesen 1984).

도입기 기업은 이익과 비용의 흐름에 불확실성이 크고(Jovanovic 1982), 투자와 혁신을 위해 위험을 감수해야 하며(Gort and Klepper 1982 ; Miller and Friesen 1984 ; Dickinson 2011), 새로운 시장과 상품으로의 진출을 위한 자원 확보에 신경 쓰기 때문에(Ramaswamy et al. 2008), 이해관계자 관리를 통해 합법성(legitimacy)을 얻기 위한 CSR 투자에는 상대적으로 소홀할 수밖에 없다. 투자자들은 기업의 잠재적 현금 및 이익창출 능력을 통해 재무곤경 가능성을 평가하는데(Black 1998), 자원기반이론은 도입기 기업에서 자원의 부족이 나타난다고 보고 있으며(Spence 1979), 도입기 기업은 미래현금흐름과 이익의 불확실성으로 인해 높은 자본비용과 같이 자본접근성에도 제한을 받게 된다(Jenkins et al. 2004 ; Kim and Suh 2009 ; Hasan et al. 2015).

반면, 성숙기 기업의 경우는 그동안의 성과로 축적된 여유자원이 풍부하다. 잉여현금흐름과 경쟁의 감소, 높은 대리인비용 등의 특징을 가지는 성숙기 기업의 경영자는 CSR 활동을 통해 경쟁우위를 확보하는 채도약을 시도할 수 있다(Jawahar and McLaughlin 2001 ; Elsayed and Paton 2009). 즉 성숙기 기업이 자원에 대한 이용가능성이 높다는 점은 명성 관리에 주력할 여지를 주며(Jovanovic 1982), 투자를 위한 일정한 자금 수준을 확보하고 있어야 하는 필요성이 줄어든 반면, 규제기관을 포함한 이해관계자 관리의 필요성 및 명성관리에는 보다 민감해지므로, CSR 활동에 더 참여하게 될 수 있다(Hassan and Habib 2017).

5. 연구가설 설정

CSR, 지속가능성, 공유가치창출은 각각의 연혁과 정의에는 약간씩의 차이가 존재하지만, 전통적으로 기업이 관심을 가지지 않았던 수익창출 영역 이외의 사회적 이슈 영역에 대해 선제적

대응을 피한다는 점에서 공통적이다. 선제적 대응은 때로는 기업의 장기생존성과 수익성을 돕는다. 공유가치창출(Porter and Kramer 2011)에 대한 논의가 기업 가치 창출을 목표로 잘 설계된 CSR 활동의 가능성을 전면화하기 이전부터, 20여년 이상의 CSR과 관련되었던 기존 실증연구들의 지배적인 컨센서스는 좋은 CSR 활동은 개선된 기업 성과와 연결된다는 것이었다. 그런데 이 성과 개선이라는 동전의 뒷면은 파산 및 차입 능력 약화와 같은 성과 악화 위험의 감소라고 할 수 있다.

CSR이 성과 악화를 방지하는 이유를 다시 요약하면 다음과 같다. CSR의 이해관계자 관리 기능은 이해관계자들로부터의 소송이나 규제와 같은 마찰이 발생할 가능성을 낮추어 미래의 잠재적 비용 상승을 억제하고(Waddock and Graves 1997 ; Robinson et al. 2008 ; Barnett et al. 2018), 낮아진 미래 위험은 자본조달비용 감소로 이어지게 된다(Heinkel et al. 2001 ; Mackey et al. 2007). 설령 미래 위험의 발생을 피할 수 없더라도, 축적된 명성자본은 보험으로 작용한다(Fombrun et al. 2000 ; Epstein and Schneitz 2002 ; Godfrey et al. 2009). 즉 미래에 기업이 어떤 사회적으로 무책임한(socially irresponsible) 행동으로 인한 비난에 처했을 때 비난의 강도를 줄이고, 그로 인해 기업의 성과가 악화되지 않도록 한다.

CSR의 미래위험 감소 효과는 최근 국내에도 영향력이 커지고 있는 사회책임투자(Socially Responsible Investment, SRI), 또는 ESG 투자 관점에서 투자자들의 행동을 강화시킨다. 해당 관점 하의 투자자들은 CSR 활동 수준이 높은 기업에 투자하기를 원하고, 기업이 이에 반응해서 CSR을 개선시킨다면 투자자들의 선호도를 획득하여 더 많은 투자자들을 확보하고, 따라서 자금조달이 원활해지므로 재무곤경에 빠질 가능성도 낮아지게 된다. Hong and Kacperczyk(2009)는 주류, 담배, 도박과 같은 죄악주(sin stocks)들은 연기금과 같은 규범 제약적인 기관투자자들의 외면을 받고, 재무분석가의 수가 적으며, 소송위험이 더 높음을 보여주었다. 윤리적 투자자가 투자를 회피할 경우, Heinkel et al.(2001)에 의하면 환경오염 기업의 주식은 더 적은 숫자의 투자자들에 의해 투자되게 되므로 위험 분산이 되지 않고, 따라서 주가가 하락하며, 그 결과 자본비용이 증가하게 된다. 그리고 자본비용 증가가 환경설비를 설치하는 비용보다 증가하면 해당 기업은 CSR에 투자하는 기업으로 변모하기를 선택한다는 것이다.

근본적으로는, CSR은 기업 성과 개선을 위한 투자이기 때문에 성공적으로 CSR 투자를 관리한 기업은 재무곤경 가능성을 낮출 수 있다. CSR은 이해관계자 관리를 의미하고(Freeman 1984), 좋은 이해관계자 관리란 고객, 거래처, 종업원 등과의 좋은 관계 형성을 의미하므로, 이들 이해관계자들과 형성된 좋은 관계는 수익성 개선의 결과로 나타난다는 논리이다(Cheng et al. 2014). 지배구조 측면에서도 이해관계자 관리에 힘쓰는 경영자는 사적 편의를 취하지 않는, 대리인문제가 해소된 경영자라고 할 수 있다. 경영자가 CSR을 통해 만족시키려는 대상은 자신의 이해관계자가 아니라 기업의 이해관계자이기 때문이다. 낮아진 대리인문제는 정보비대칭 감소를 매개로 재무비용을 낮추며, 이는 낮은 재무곤경 가능성으로 귀결될 것이다(Botosan 1997 ; Khurana and

Raman 2004).

위 내용들을 종합하면, CSR 활동을 효과적으로 수행한다면 기업의 미래 성과가 개선되거나 위험이 감소하고, 따라서 자금조달에 장애가 생길 가능성이 줄어들고, 그 결과 자금조달의 어려움에서 파산가능성까지 포괄하는 의미에서의 재무곤경의 가능성은 감소하게 될 것이다. 가설은 대체가설 형태로 아래와 같이 제시하였다.

가설 1 : CSR은 재무곤경에 음(-)의 영향을 미친다.

한편, CSR이 재무곤경에 미치는 영향을 연구한 대부분의 연구들은 기본적으로 기업들이 동질적이라는 가정에 기반하고 있다. 그러나 Al-Hadi et al.(2019)과 Zhao and Xiao(2019)는 수명주기에 따라 자원에 대한 접근성도 달라지므로, CSR을 추진할 수 있는 능력에도 차이가 난다는 점을 지적한다. 여유자원의 정도는 CSR의 중요한 결정요인이므로(Waddock and Grave 1997), Al-Hadi et al.(2019)과 Zhao and Xiao(2019)은 수명주기에 따라 CSR을 추진할 수 있는 정도에 차이가 나는 만큼 CSR이 재무곤경에 미치는 효과 역시 수명주기에 따라 다르게 나타날 것이라고 보았다. 성장기나 성숙기를 중심으로 여유자원이 가장 풍부해지므로, CSR 활동도 해당 기간을 중심으로 효과적으로 집행할 수 있게 되고, 따라서 재무곤경을 억제하는 효과도 자원을 CSR에 충실히 투자할 수 있는 기간을 중심으로 더 잘 나타날 것이라고 예측할 수 있다.

또한, 그와 같이 여유자원이 충분한 기업에서는 효과적인 CSR 활동에 대한 동기도 증가할 수 있다. 설립 초기 기업의 경우 핵심 경쟁력과 영업 전망 등 보다 당면한 재무적 요소들이 자본접근성을 위해 더 중요한 반면, 반대로 성장기나 성숙기 등 일정 이상 궤도에 오른 기업의 경영자에게는 이해관계자 관리를 통한 명성 축적이 보다 중요한 문제가 될 수 있다(Zhao and Xiao 2019). 성숙기 기업의 경우는 자원 이용 측면에서 경쟁 우위를 가져갈 수 있는데(Gray and Ariss 1985), 성숙기 기업의 풍부한 자원을 이용한 경쟁 우위 확보 시도 중에는 CSR을 통한 규제기관과 소비자를 포함한 여러 이해관계자로부터의 지지 획득 시도가 포함될 수 있다. 이와 같이 분명한 동기와 목표가 존재하는 CSR 활동에서는 활동의 양 뿐 아니라 질에서도 유의미한 차이를 기대할 수 있을 것이다. 요약하자면, CSR 활동과 그 효과는 모두 여유자원이 풍부하고 이해관계자 관리 동기가 증가되는 시기, 즉 성숙기를 주변으로 증가하고, 상대적으로 도입기와 쇠퇴기를 중심으로는 줄어든다는 예측이다.

마지막으로, 이해관계자이론에 의하면 CSR은 이해관계자와 경영자 사이의 이해상충을 해소함으로써 이해관계자들의 신뢰와 협조를 얻게 되는데(Jones 1995), 이해관계자들의 기대는 기업의 단계에 따라 달라질 수 있다(Zhao and Xiao 2019). 예를 들어, 초기 기업에 대해서는 혁신과 성장가능성에 더 관심을 보이며, 규모가 커진 성숙기 단계 기업에 대해서는 사회적 책임을 요구하는 시선이 보다 커질 수 있다. 이해관계자들이 CSR에 더 잘 반응할수록 경영자의 CSR 활동은 더 큰 효과를 나타낼 것이다. 정당성이론(legitimacy theory) 관점에서도 CSR 투자로 인해 사

회로부터 정당성을 획득한 기업의 경우 파산 가능성을 낮출 수 있는데, 성숙기 기업에 다가갈수록 CSR 투자를 집중적이고 꾸준히 누적시킬 시간적, 자원적 가능성이 더 커진다(Al-Hadi et al. 2019).

본 연구와 직접 관련된 실증연구로는 최근에 해외에 연구가 시작되고 있는 정도인데, 아직까지는 많지 않은 편으로 Al-Hadi et al.(2019) 및 Zhao and Xiao(2019) 정도만이 존재한다. 우선 2007년에서 2013년 사이 호주의 651개 상장기업 기업-년을 대상으로 한 Al-Hadi et al.(2019)의 연구는 CSR 활동이 재무곤경에 미치는 영향이 기업수명주기의 어느 단계에서 가장 잘 나타나는지를 살펴 본 첫 연구라고 할 수 있다. 저자들은 자원에 대한 접근 정도와 전략이 기업의 수명주기에 따라 다를 것으로 예측했다. 구체적으로 저자들은 CSR과 재무곤경 사이의 관계는 현금흐름, 이익잉여금, 자산회전율과 부채비율과 같은 기업의 경제적 펀더멘털과, 또한 기업이 가지는 투자기회 등에 따라 달라질 것이라고 예측했다. 그런데 이런 펀더멘털과 기회는 수명주기의 영향을 받게 된다. 실증 결과 선행연구들과 마찬가지로 CSR 활동이 재무곤경과 음(-)의 관계를 보이는 점이 확인되었고, 성숙기의 기업에서 이 관계가 가장 잘 나타났다.

다음으로, 2010년에서 2016년 사이 상해와 선전 시장의 11,865 기업-년을 실증한 Zhao and Xiao(2019)의 논문에서는 기업수명주기 중 성장기, 성숙기, 쇠퇴기에서는 CSR 활동과 재무곤경 사이에 음(-)의 관계가 나타났으나, 도입기의 기업에 대해서는 전혀 효과가 나타나지 않았다. 저자들은 도입기의 기업이 충분한 자금을 가지고 있지 못하며 기업의 생존에 더 집중해야 하므로, 경영자가 CSR 투자에 충분히 주력할 수 없기 때문이라고 설명하였다. 또한 도입기 기업에서 오히려 정보비대칭과 대리인 문제가 약할 수 있으므로(Miller and Friesen 1984), CSR의 정보비대칭 및 대리인비용 감소 효과가 낮은 차입비용으로 이어지는 관계가 나타나지 않을 수도 있다고 주장했다. 마지막으로, 도입기 기업은 은행 차입시 정밀한 실사를 받으므로, 명성 확보에 의한 자금제공 기관과의 관계 개선 효과가 미미하다는 것이다. 저자들의 실증에서 CSR 활동은 성숙기에, 내생성을 고려하여 전기 CSR 활동을 투입할 경우에는 성장기에서 가장 재무곤경 억제 효과가 컸으며, CSR 공시의 경우에는 성장기에 가장 큰 효과가 나타났다.

지금까지의 논의를 정리하면, 자원접근성으로 인해 CSR 활동에 대한 투자의 정도가 수명주기에 따라 달라지고, 경영자의 CSR 투자 동기 및 시장의 기대의 정도 또한 수명주기에 따라 영향 받으므로, CSR의 효과도 수명주기의 영향을 받으리라 예측할 수 있다. 구체적으로는 여유 자원의 정도, 투자 동기, 시장의 기대 모두 성숙기를 중심으로 가장 활발하며, 도입기 또는 쇠퇴기에는 효과가 적을 것으로 예측된다. 관련 기존 선행연구들의 연구 결과도 대체적으로 이에 일치하는 방향이다. 따라서 CSR의 재무곤경에 대한 효과 또한 성숙기에 가장 잘 나타날 것으로 예측할 수 있다. 따라서 가설을 아래와 같이 제시하기로 한다.

가설 2 : CSR이 재무곤경에 미치는 영향은 성숙기에 가장 잘 나타난다.

III. 연구설계

1. 분석모형

본 연구에 사용된 연구모형은 아래와 같다.

$$\begin{aligned} distress = & \alpha + \beta_1 CSR + \beta_2 size + \beta_3 lev + \beta_4 roa + \beta_5 loss + \beta_6 growth \\ & + \beta_7 complex + \beta_8 auditor + \beta_9 opinion + \beta_{10} market + \beta_{11} maj \\ & + \beta_{12} for + \epsilon \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} distress = & \alpha + \beta_1 CSR + \beta_2 lifecycle + \beta_3 CSR \times lifecycle + \beta_4 size + \beta_5 lev \\ & + \beta_6 roa + \beta_7 loss + \beta_8 growth + \beta_9 complex + \beta_{10} auditor \\ & + \beta_{11} opinion + \beta_{12} market + \beta_{13} maj + \beta_{14} for + \epsilon \end{aligned} \quad (2)$$

<종속변수>

distress : Altman(1968), Altman et al.(1995), Kaplan and Zingales(1997), Whited and Wu(2006),
배당성향, 신용등급으로 측정한 재무곤경 ;

<관심변수>

CSR : KEJI 지수의 자연로그 ;

<통제변수>

size : 총자산의 자연로그 ; *lev* : 레버리지, 총부채/총자산 ; *roa* : 총자산수익률, 당기순이익/총자산 ;
loss : 당기순손실 기업이면 1을 부여하고 아니면 0을 부여하는 더미 ; *growth* : 매출액성장률, (당기
매출액-전기매출액)/전기매출액 ; *complex* : (재고자산과 매출채권)/총자산 ; *auditor* : 대형회계법
인의 감사를 받는 기업이면 1, 아니면 0을 부여하는 더미 ; *opinion* : 감사의견이 적정의견이면 1, 아
니면 0을 부여하는 더미 ; *market* : 코스피 기업이면 1, 아니면 0을 부여하는 더미 ; *maj* : 최대주주
지분을×100의 자연로그 ; *for* : 외국인지분을×100의 자연로그 ;

본 연구에서 사용된 기본 모형은 관심변수 CSR이 종속변수 재무곤경에 미치는 영향에 관한 OLS 회귀분석모형이다. 재무곤경에 영향을 미치는 기업 크기, 레버리지, 수익성, 성장성, 복잡성과 같은 기업의 기본적인 재무적 특징들을 통제변수로 추가하였으며, 또한 감사인과 감사의견, 지분을 변수를 추가해 기본적인 외부 통제의 수준 및 지배구조 특성을 반영하였다. 식 (1)은 CSR이 재무곤경에 미치는 영향에 관한 가설 1을 실증하기 위한 연구모형이다. 식 (2)는 기업수명주기의 정도에 따라 CSR의 재무곤경 감소에 대한 영향이 달라진다는 가설 2를 위한 연구모형으로, 기업수명주기를 교차변수 형태로 투입한 모형 형태로 제시하였지만, 실제 회귀분석은 조절변수의 특징에 따라 표본을 나누어 식 1의 회귀식을 투입하여 OLS 분석을 진행하는 형태로 수행되었다.

2. 변수의 측정

가. CSR

기업의 CSR 활동은 다양한 활동의 결합체이므로, 기부금과 같은 단일 활동을 측정치로 쓴다면 이질적인 활동을 단일 측정치로 측정하려는 문제를 일으킨다(Godfrey et al. 2009). 따라서 선행연구들은 지역 산업이나 자선단체에 대한 지원과 같은 지역사회에의 개입, 환경 보호나 자원 재생 프로그램, 기업의 명성이나 브랜드 인지도, 윤리, 소수자 또는 여성의 이사회 내 구성 강화, 품질관리, 고객관리 불법적 로비, 기타 지속가능한 다양한 활동을 모두 고려할 수 있는 기업의 CSR 활동을 종합한 평가측정치들을 이용하고 있다(Margolis and Walsh 2003). 한국의 경우 경제정의실천연합에서 91년부터 자체 개발한 평가모형을 통해 제공되어 온 경제정의지수(KEJI)가 가장 긴 기간 동안 가장 많은 기업을 대상으로 기업들의 사회적 책임 활동에 대한 계량적 평가 자료를 제공하고 있고, 현재까지도 국내 연구에서 가장 널리 활용되어 온 변수라고 할 수 있다. KEJI는 건전성, 공정성, 사회공헌, 소비자보호, 환경경영, 직원만족의 6가지 측면의 평가가 종합된 측정치이므로²⁾, 기부금과 같이 특정 활동에 국한한 단일 측정치에 비해서 기업의 CSR 활동을 보다 종합적으로 측정한다고 볼 수 있다.

최근에는 KCGS(한국지배구조연구원), KSA(한국표준협회), KPC(한국생산성본부), 서스틴베스트와 ESG모네타등 다수 기관에서 ESG 또는 지속가능성관련 지수를 발표하고, 이를 국민연금 등 각종 투자기관이 적극 활용하고 있다. 본 연구에서는 자료의 접근성 및 표본의 크기, 그리고 선행연구와의 비교가능성 측면에서 CSR의 대용치로 KEJI 지수를 선택하였다.

나. 재무곤경

CSR과 기업의 경영성과나 기업가치와의 관련성을 분석할 때에는 ROA, ROE, 매출액성장율, TobinQ, M/B와 같이 성과를 대표할 수 있는 단일 비율만을 가지고 분석하는 경우가 많다. 반면 재무곤경은 기업의 재무적 건강(Financial health)을 나타내는 지표라고 할 수 있는데, 기업의 종합적 재무상태의 전모는 어느 한 가지 단일 지표만으로는 온전히 반영하지 못할 수도 있다. 따라서 선행연구들은 여러 재무정보를 종합한 판별모형을 구성하여 파산가능성을 측정하는 통계적 모형을 제시하였다(Altman 1968 ; Ohlson 1980 ; Lamont et al. 2001 ; Whited and Wu 2006 ; Hadlock and Pierce 2010 등). 본 연구에서도 선행연구들에서 이용된 통계적 모형들을 활용하여 분석을 하였고, 보조적으로 단일변수 측정치들도 활용하였다. 본 연구에서 투입된 재무곤경 변

2) 경실련의 경제정의지수(KEJI)는 1991년부터 시작되어 국내에서 가장 데이터가 가장 오랜 기간 축적되어 있고, 측정 항목은 비금융업 기준 지배구조, 투자, 자본구조와 관련된 건전성 25점, 규제 준수와 관련된 공정성 20점, 고용평등, 사회공헌, 조세납부와 관련된 사회공헌도 15점, 소비자 보호 및 관련 법 준수와 관련된 소비자보호 15점, 환경위반여부와 개선노력과 관련된 환경경영 10점으로 구성되어 있다.

수들은 아래와 같다.

(1) Altman(1968)의 Z-score

첫 번째로, 본 연구에서는 재무곤경의 대응치로 Altman(1968)의 판별모형에서 처음 제시되었던 Z-score를 이용하였다. Altman(1968)의 Z-score는 시기적으로 앞선 도산예측모형중 하나로써, 가장 많이 알려져 있고 따라서 기존 국내외 연구에서 가장 높은 활용도를 보여 온 측정치이다. 특히, 본 연구와 직접적 관련이 있는 선행연구인 Al-Hadi et al.(2019)에서도 재무곤경 변수로 Z-score를 이용하였기 때문에, 본 연구에서는 비교목적으로 Z-score를 재무곤경의 측정치로 채택하였다.

본 연구에서 이용한 Z-score는 유동성, 수익성, 레버리지, 지급능력, 활동성 등 총 5가지 범주에서 재무변수들을 선별하여 아래 식 (3)과 같이 제시된 모형이다. 최근 국내외 연구들에서도 기본적으로 이용되고 있다(Graham et al. 1998 ; Kim and Choi 2013 ; 이남령 2016 ; Al-Hadi et al. 2019 등). 다만, 일부 연구에서는 X_4 를 제외하는 수정버전을 이용하기도 하는데, 이는 모형상의 문제를 개선하는 차원에서 시작된 것이 아니라, 단순한 해당 연구들의 연구모형상의 문제, 즉 모형 내 다른 특정 변수와의 충돌 우려에서 저자들이 배제한 것이다(MacKie-Mason 1990 ; Graham et al. 1998). 이 Z-score는 높을수록 건전한 기업으로 판별된다. 따라서 지수가 증가할수록 재무곤경의 가능성이 증가하는 변수로 만들기 위해 Z-score에 음수(-1)을 곱하였다.

$$Z-score = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 1.0X_5 \quad (3)$$

X_1 : 운전자본/총자산 ; X_2 : 유보이익/총자산 ; X_3 : EBIT/총자산 ; X_4 : 자기자본/총부채 ;
 X_5 : 매출액/총자산 ;

(2) Altman et al.(1995)의 K-score

1995년 Altman은 한국의 부실기업 표본을 대상으로 기업규모, 총자산회전율, 누적수익성, 재무구조의 네 가지 변수를 이용한 도산예측모형을 도출했다(Altman 1995). 본 연구에서는 Altman(1995)이 제시한 두 가지 모형 중 후속연구에서 더 많이 쓰이고 있는 첫 번째 모형을 선택해서 K-score를 도출하였다. K-score는 Z-score와 마찬가지로 작을수록 재무곤경이 큰 변수이므로, 본 연구의 모형 내에서 해석의 일관성을 위해 음수(-1)를 곱하여 사용하였다(박성원 등 2014).

$$K-score = -17.862 + 1.472X_1 + 3.041X_2 + 14.839X_3 + 1.516X_4 \quad (4)$$

X_1 : 총자산의 자연로그 ; X_2 : 매출액/총자산의 자연로그 ; X_3 : 유보이익/총자산 ;
 X_4 : 자기자본/총부채 ;

(3) Kaplan and Zingales(1997)의 KZ index

Kaplan and Zingales(1997)는 현금 및 현금흐름, 레버리지, 배당, 토빈의 Q와 같은 다섯 가지 기업 특성 변수를 투입한 로짓모형을 이용하여, 재무곤경의 측정 모델을 아래와 같이 제안하였다. KZ index는 이를 이용해 재무곤경이 주식수익률의 설명변수인지를 실증한 Lamont et al.(2001)을 포함하여, 최근 국내외 후속연구에서 활발히 이용되고 있는 재무곤경의 측정치이다 (Baker et al. 2003 ; Cheng et al. 2014 ; 노정희와 최종서 2014 등).

$$KZ-index = -1.002CF - 39.368Div - 1.315C + 3.139Lev + 0.283TQ \quad (5)$$

CF : 영업활동현금흐름/기초총자산 ; Div : 현금배당액/기초총자산 ; C : 현금/기초총자산 ;

Lev : 레버리지 ; TQ : 토빈의 Q, (주식의 시장가치+총부채의 장부가치)/총자산의 장부가치 ;

(4) Whited and Wu(2006)의 WW index

Whited and Wu(2006)는 Kaplan and Zingales(1997)의 모델이 소규모 표본에서 도출되었다는 점과, 모델에 사용된 토빈의 Q가 측정오류에 대한 논란이 있다는 점을 들어, 현금흐름, 배당여부, 레버리지, 기업규모, 산업 및 기업의 성장률로 구성된 아래 식 (6)과 같은 측정모형을 제시했다. WW index도 본 연구 주제와 직결되는 CSR과 재무곤경의 관계를 연구한 선행연구에서 활발히 활용되는 변수에 해당한다(Cheng et al. 2014 ; 이남령 2016 ; Zhao and Xiao 2019 등).

$$WW index = -0.091 \times CF - 0.062 \times Div + 0.021 \times Lev - 0.044 \times Size \\ + 0.102 \times Growth_i - 0.035 \times Growth \quad (6)$$

CF : 영업활동현금흐름/기초총자산 ; Div : 배당을 지급했으면 1을 부여하고, 아니면 0을 부여하는 더미 ; Lev : 레버리지 ; Size : 총자산의 자연로그 ; Growth_i : 산업평균 매출액성장률 ;

Growth : 해당 기업의 매출액성장률 ;

(5) 배당성향

지금까지 이용된 재무곤경 측정치들은 다수의 기업 특성 변수들이 재무곤경과 보이는 상관관계들을 종합적으로 측정하여 모형화한 통계적 모형에 해당하며, 재무곤경 측정 방식의 한 주류에 해당한다(Sun et al. 2014). 그러나 이들 모형들은 일정한 모형상의 한계가 존재할 수 있다. 즉, Whited and Wu(2006)가 지적했듯이 일부 모형들은 소수의 파산기업 표본에 기초하는 등 제한적인 표본에서 모형을 도출해 내기 때문에 일반화에 한계가 있을 수 있으며, 이는 본 연구에서 적용한 Altman(1968), Altman et al.(1995), 그리고 Kaplan and Zingales(1997)에 모두 해당될 수 있는 지적이다. 따라서 통계적 모형 외에도 모형 설정상의 오류와 무관한 독립적인 변수들을 이용하여 보완할 필요가 있다.

그 중 첫 번째로, 본 연구에서는 배당성향을 재무곤경의 측정치로 투입하였다. 재무곤경은 의

부자금조달의 어려움을 의미하므로, 경영자는 내부자금조달에 더 의존하려 할 것이며, 이 경우 배당은 위축될 것으로 예측된다(DeAngelo and DeAngelo 1990 ; 안경희 등 2016). 선행연구는 지배당 기업이 고배당 기업보다 더 큰 재무적 제약에 노출되어 있다고 보고하고 있다(Fazzari et al. 1988). 배당을 어떤 변수로 표준화 하느냐에 따라 값이 달라질 수 있으므로, 본 연구에서는 현금배당을 총자산으로 나눈 변수(payout1)와 자기자본으로 나눈 변수(payout2) 두 가지를 모두 투입하였으며, 증가할수록 재무곤경이 커지는 변수로 만들기 위해 음수(-1)을 곱하여 투입하였다.

(6) 신용등급

마지막으로 본 연구에서 재무곤경의 측정치로 투입한 변수는 신용등급이다. 신용평가기관의 신용등급 평가는 기업의 채무상환능력에 대한 평가로서, 기업의 위험을 다양하게 범주화하여 종합 평가하게 된다(안경희 등 2016). 따라서 낮은 신용등급은 그 자체로 기업의 높은 재무곤경 가능성에 대한 지표가 될 것이다.

본 연구에서는 한국신용평가(KAP), NICE신용평가(NICE), 그리고 한국기업평가(KIS) 3사의 채권신용등급 중 가장 보수적인 등급을 기준으로 기업의 신용평점을 추출하였다. 또한, 최고등급인 AAA에 1을 부여하고 한 단계 낮아질 때 마다 1씩 증가하는 연속변수를 부여하여, 최저등급인 D에는 22점이 부여된 연속변수를 추출하고(Baghai et al. 2014 ; Hsu and Chen 2015 ; 김상현과 김병모 2017 ; 신민식과 이재익 2018), 다시 이에 1을 더해 로그를 취하여 모형에 투입하였다. 따라서 커질수록 재무곤경 가능성이 증가하는 형태로 변수화하여, 해석상의 편의를 취하였다.

다. 기업수명주기

본 연구에 이용된 기업수명주기는 대부분의 국내외 선행연구들이 이용하고 있는 두 가지 측정치, 즉 Anthony and Ramesh(1992)의 변수를 개량한 측정치들과, Dickinson(2011)의 측정치를 이용하여 수명주기를 측정하였다.

(1) Anthony and Ramesh(1992)의 수명주기분류

첫 번째로 본 연구에서는 국내 다수 연구들이 이용하고 있는 Anthony and Ramesh(1992) 기반의 측정치를 이용하여 도입기, 성숙기, 그리고 쇠퇴기를 구분하였다. Anthony and Ramesh(1992)의 방식은 기업의 초기 단계에서 자본투자와 성장률이 높아진다는 점을 이용하여 매출액증가율, 자본지출, 배당성향, 그리고 업력 각각의 상대적 순위를 종합적으로 고려해 수명주기를 판정하였으며, 가장 먼저 제시된 측정 방식이기 때문에 지금까지 다수의 연구들이 이용해 오고 있다. 그런데, 국내 연구들은 여기서 국내 기업들의 실정에 맞지 않거나 변수가 수명주기 측정에 부적합하다는 등의 이유로, 배당성향이나 업력을 제외하거나 종업원 증가율, M/B 또는 이익잉여

금을 추가하는 등 모형을 변형하여 수명주기를 측정하는 경향이 있다. 따라서 본 연구에서도 국내 선행연구들을 참조하여 수정된 측정치를 이용하기로 한다.

본 연구에 이용된 기업수명주기 측정치는 김새로나와 양동훈(2012) 및 고윤성과 김재승(2012)의 측정치이다. 고윤성과 김재승(2012)은 Anthony and Ramesh(1992)의 네 변수에서 배당성향을 제외하고 종업원증가율, M/B, 이익잉여금을 추가하여, 매출액증가율, 자본적지출증가율, 업력, 종업원증가율, M/B, 이익잉여금을 통해 수명주기를 판별하였다.

〈표 1〉 고윤성·김재승(2012)의 기업수명주기 판별 기준

	매출액 증가율	자본적 지출 증가율	M/B	종업원 증가율	이익잉여금 /자본금	업력
1 : 성장기	매우 높음	매우 높음	매우 높음	매우 높음	매우 낮음	매우 낮음
2 : 과도기	약간 높음	약간 높음	약간 높음	약간 높음	약간 낮음	약간 낮음
3 : 성숙기	중간	중간	중간	중간	중간	중간
4 : 과도기	약간 낮음	약간 낮음	약간 낮음	약간 낮음	약간 높음	약간 높음
5 : 쇠퇴기	매우 낮음	매우 낮음	매우 낮음	매우 낮음	매우 높음	매우 높음

다음은 김새로나와 양동훈(2012)의 측정치로서, 고윤성과 김재승(2012)과의 차이점은 업력을 배제했다는 것이다. 기업이 쇠락과 재도약을 오갈 수 있다는 점을 고려한다면 업력의 길이로 수명주기를 측정하는 것은 적합하지 않을 수 있다(권수영과 문보영 2009 ; Dickinson 2011). 따라서 매출액증가율, 자본적지출증가율, 종업원증가율, M/B, 이익잉여금을 이용하여 수명주기를 아래와 같이 판별하게 된다.

〈표 2〉 김새로나·양동훈(2012)의 기업수명주기 판별 기준

	매출액 증가율	자본적 지출 증가율	M/B	종업원 증가율	이익잉여금 /자본금
1 : 성장기	매우 높음	매우 높음	매우 높음	매우 높음	매우 낮음
2 : 과도기	약간 높음	약간 높음	약간 높음	약간 높음	약간 낮음
3 : 성숙기	중간	중간	중간	중간	중간
4 : 과도기	약간 낮음	약간 낮음	약간 낮음	약간 낮음	약간 높음
5 : 쇠퇴기	매우 낮음	매우 낮음	매우 낮음	매우 낮음	매우 높음

그러나 위 두 방식은 모두 각 변수의 상대적인 크기에 따라 기업의 수명주기가 매끄럽게 선형으로 대응되지는 못할 가능성이 상존한다. 즉, 인접한 분류 사이의 기업들 간에는 수명주기에 별

다른 차이가 없을 수도 있다. 따라서 1단계, 3단계, 5단계 기업 사이만 비교함으로써 각 분류간 기업 간에 차이가 충분히 나타나도록 하였다.

(2) Dickinson(2011)의 현금흐름패턴

다음으로, 본 연구에서는 재무상태표 변수를 위주로 기업을 분류하는 것이 아니라 현금흐름표 변수를 이용해 기업의 수명주기를 분류하는 Dickinson(2011)의 분류법을 이용하였다. Dickinson(2011)은 영업활동, 투자활동, 재무활동 현금흐름 세 가지의 유입과 유출의 패턴에 따라 기업의 단계를 다음과 같이 분류하였다.

〈표 3〉 Dickinson(2011)의 기업수명주기 판별 기준

	OCF	ICF	FCF
1 : 도입기(introduction)	(-)	(-)	(+)
2 : 성장기(growth)	(+)	(-)	(+)
3 : 성숙기(mature)	(+)	(-)	(-)
4 : 쇠퇴기(shakeout)	나머지	나머지	나머지
5 : 쇠퇴기(decline)	(-)	(+)	(+)(-)

위 표에서 기업의 초기에는 외부자금유입을 이용해 자본투자가 진행되고 충분한 수익성을 얻지는 못하는 단계이므로, 양(+)의 재무활동현금흐름(FCF), 음(-)의 투자활동현금흐름(ICF), 그리고 음(-)의 영업활동현금흐름(OCF)이 관찰되게 된다. 기업이 생존하는데 성공한다면 곧 수익성이 개선되며(양(+))의 영업활동현금흐름, 지속적인 성장을 위해 투자는 지속될 것이다(음(-)의 투자활동현금흐름). 기업이 안정적인 단계에 진입하면 외부자금을 상환하는 흐름이 나타나며(음(-)의 재무활동현금흐름), 쇠퇴기에 접어든 기업은 수익성 악화(음(-)의 영업활동현금흐름), 투자 감소 및 자산의 처분(양(+))의 투자활동현금흐름과 같은 패턴이 나타나게 된다. Dickinson(2011)은 쇠퇴기는 다양한 시도가 이루어지는 과도기이기 때문에 특별한 한 가지 조합을 할당하지 않았으며, 다른 네 가지 현금흐름의 조합의 여집합으로 정의했다.

라. 통제변수

선행 연구에서 재무곤경의 결정요인으로 제시되는 주요 변수들은 유동성, 수익성, 안정성을 포함한다(Altman 1968 ; Ohlson 1980). 즉 유동성이 떨어지고, 수익성이 낮고, 부채레버리지가 높은 기업일수록 현금 활용에 제약이 발생하고, 현금흐름에 부정적인 영향을 미치는 외부 충격에 약하게 된다. 따라서 본 연구에서는 부채레버리지, 총자산수익률, 당기순손실더미, 매출액성장률과 같이 기업의 수익성과 성장성을 중심으로 통제변수를 구성하였다. 또한 총자산과 매출채

권 및 재고자산의 비중 등 기업 특성변수들과 함께, 지배구조 및 시장 관련 변수들을 통제변수로 추가하여, 기본적인 기업 특성들을 통제하도록 하였다.

IV. 실증분석

1. 표본

본 연구를 위한 표본은 2011-2018년 사이의 2,696개 코스피와 코스닥 상장 기업-년이다. KEJI가 매년 약 400개 미만의 기업을 측정하므로, 결측치를 제거하고 난 본 연구의 표본은 매년 평균 300개 중반에 한정되어, 표본은 2,696개 기업-년으로 축소되었다. 다시 일부 종속변수나 통제변수에 대해서 추가적인 결측치가 발생하는 경우에 맞추어 전체 표본의 크기를 조정하지는 않았으며, 각각의 모델에서 달라지는 표본 숫자를 각기 보고하기로 하였다. 예를 들어, 신용평점 모형의 경우 표본이 크게 축소되어, 655개 기업-년에서 수행되었다.

2. 기술통계량 및 상관관계분석

주요 변수들의 기술통계는 아래 <표 4>에 제시되어 있다. KEJI는 51~72 사이에서 평균 61.876의 값을 가지는 평가점수이며(*csr_raw*), 로그화하여 모형의 대칭성과 정규성을 개선시켰다(*csr*). *z-score*보다 *k-score*가 더 큰 값을 보여주며, 모두 음수(-1)을 곱하여 최댓값도 낮은 숫자를 보이고 있다. 이는 *payout*도 마찬가지이다. 신용평점은 로그화한 변수로서, 표에서 보고되지 않은 원변수의 표본 내 최소값은 1, 최댓값은 18로서, 이는 표본 내에는 CCC- 등급 이하가 없다는 의미이다.

조절변수로 사용된 수명주기들은 더미변수인데, 김새로나와 양동훈(2012)의 경우 도입기가 8.4%, 성숙기가 24.5%, 쇠퇴기가 31.2%로 분류되었고, 고윤성과 김재승(2012)의 버전에서는 도입기에서 7.9%, 성숙기는 21%, 쇠퇴기가 33.7%로, 상당수 기업들이 쇠퇴기로 분류되어 있다. Dickinson(2011)의 수명주기분류는 도입기 기업을 8.4%, 성숙기 기업에 47.2%, 쇠퇴기 기업에는 4.1%만을 분류하고 있다. Anthony and Ramesh(1992) 방식의 두 버전에서 쇠퇴기에 많이 분류되어 있는 부분은 회귀분석 효과도 성숙기와 쇠퇴기가 유사하게 나타날 가능성을 생각해 보게 하며, 반면 Dickinson(2011)의 측정치에서는 보다 성숙기에 효과가 집중될 가능성을 예측해 볼 수 있다.

통제변수에서 *size*, *maj*, *for*는 로그화한 변수이며, *lev*, *roa*, *complex*는 총자산으로 표준화, 그리고 *loss*, *auditor*, *opinion*, *market*은 더미변수이다. 지분율 변수의 경우 원 비율에 100을 곱하고 다시 최소값에 0이 존재하는 외국인지분율의 경우 1을 더해 로그화했다.

〈표 4〉 기술통계량

변수	평균	중위수	최소값	최대값	표준편차
<i>csr_raw</i>	61.876	61.840	51.630	72.260	3.022
<i>csr</i>	4.124	4.125	3.944	4.280	0.049
<i>z-score</i>	-4.882	-4.077	-18.850	1.493	3.901
<i>k-score</i>	-17.632	-17.782	-26.873	-5.218	4.089
<i>kz</i>	1.027	1.067	-2.102	3.294	1.004
<i>ww</i>	-0.903	-0.905	-1.120	-0.660	0.079
<i>payout1</i>	-0.009	-0.006	-0.062	0.000	0.010
<i>payout2</i>	-0.014	-0.011	-0.086	0.000	0.015
<i>credit</i>	1.838	1.792	0.693	2.944	0.401
<i>kim1</i>	0.084	0.000	0.000	1.000	0.278
<i>kim3</i>	0.245	0.000	0.000	1.000	0.430
<i>kim5</i>	0.312	0.000	0.000	1.000	0.464
<i>ko1</i>	0.079	0.000	0.000	1.000	0.269
<i>ko3</i>	0.210	0.000	0.000	1.000	0.407
<i>ko5</i>	0.337	0.000	0.000	1.000	0.473
<i>dickinson1</i>	0.084	0.000	0.000	1.000	0.277
<i>dickinson3</i>	0.472	0.000	0.000	1.000	0.499
<i>dickinson5</i>	0.041	0.000	0.000	1.000	0.198
<i>size</i>	20.010	19.805	16.468	26.213	1.390
<i>lev</i>	0.463	0.447	0.030	5.437	0.256
<i>roa</i>	0.043	0.037	-0.340	4.076	0.098
<i>loss_d</i>	0.104	0.000	0.000	1.000	0.305
<i>growth</i>	0.089	0.038	-0.999	15.556	0.547
<i>complex</i>	0.292	0.290	0.001	0.903	0.136
<i>auditor</i>	0.666	1.000	0.000	1.000	0.472
<i>opinion</i>	0.001	0.000	0.000	1.000	0.033
<i>market</i>	0.001	0.000	0.000	1.000	0.027
<i>maj</i>	3.760	3.840	1.918	4.493	0.400
<i>for</i>	1.814	1.751	0.000	4.358	1.112

1) 변수 설명은 각 연구모형 하단에 기술. 연구모형에 설명이 나타나지 않은 일부 변수에 대한 설명은 다음과 같다. *csr_raw* : KEJI 지수의 원변수 ; *kim1*, *kim3*, *kim5* : 김새로나와 양동훈(2012)의 수명주기에서 도입기, 성숙기, 쇠퇴기 더미 ; *ko1*, *ko3*, *ko5* : 고윤성과 김재승(2012)의 수명주기에서 도입기, 성숙기, 쇠퇴기 더미 ; *dickinson1*, *dickinson3*, *dickinson5* : Dickinson(2011)의 수명주기에서 도입기, 성숙기, 쇠퇴기 더미 ;

<표 5>는 주요 관심변수와 종속변수 그리고 조절변수 사이의 상관관계결과를 보여주고 있다. CSR은 모든 재무곤경 변수에 대해 1% 수준에서 유의한 음(-)의 관계를 보여주어, 가설 1을 지지해 주고 있다. 또한 CSR은 성숙기 더미들과도 1% 또는 5% 수준에서 유의한 양(+)의 관계를 보여주어, 성숙기가 활발한 CSR 수행과 관련된다는 선행연구를 확인해주고 있다.

<표 5> 주요변수의 상관관계분석

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
(1) <i>csr</i>	1.000										
(2) <i>z_score</i>	-0.144 <.0001	1.000									
(3) <i>k_score</i>	-0.195 <.0001	0.522 <.0001	1.000								
(4) <i>kz</i>	-0.160 <.0001	0.811 <.0001	0.486 <.0001	1.000							
(5) <i>ww</i>	-0.137 <.0001	-0.116 <.0001	0.459 <.0001	-0.107 <.0001	1.000						
(6) <i>payout1</i>	-0.135 <.0001	0.401 <.0001	0.337 <.0001	0.725 <.0001	0.024 0.217	1.000					
(7) <i>payout2</i>	-0.115 <.0001	0.214 <.0001	0.268 <.0001	0.544 <.0001	0.091 <.0001	0.939 <.0001	1.000				
(8) <i>credit</i>	-0.192 <.0001	0.377 <.0001	0.735 <.0001	0.351 <.0001	0.617 <.0001	0.268 <.0001	0.224 <.0001	1.000			
(9) <i>kim3</i>	0.065 0.001	0.050 0.012	0.011 0.582	0.010 0.601	-0.077 <.0001	-0.039 0.047	-0.051 0.010	-0.092 0.021	1.000		
(10) <i>ko3</i>	0.079 <.0001	0.041 0.037	-0.005 0.789	0.011 0.589	-0.046 0.021	-0.041 0.040	-0.048 0.016	0.019 0.628	0.373 <.0001	1.000	
(11) <i>dickinson3</i>	0.049 0.011	-0.232 <.0001	-0.212 <.0001	-0.316 <.0001	-0.057 0.003	-0.186 <.0001	-0.132 <.0001	-0.033 0.398	0.030 0.126	0.036 0.066	1.000

1) 숫자는 피어슨 상관계수와 p값을 나타냄. 변수 설명은 연구모형(1) 하단 변수 설명 및 <표 4> 참조

재무곤경 변수들 사이에는 대부분 1% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계가 나타나고 있어서, 전반적으로 대부분의 재무곤경 변수들이 동일한 방향으로 기업의 특징을 반영하고 있음을 알 수 있다. 재무곤경 변수들이 성숙기 변수들과 맺는 유의한 상관관계는 대부분 음(-)의 관계가 많으며 Dickinson(2011)의 성숙기 변수에서 가장 일관적인데, 이는 기업의 시장점유가 안정

적이고 여유자원이 풍부한 성숙기는 재무곤경에 처할 가능성이 상대적으로 낮기 때문이라고 보여진다. 성숙기 변수들 사이에는 양(+)의 관계가 나타나 기본적으로 유사한 성격을 공유하고 있음을 알 수 있지만, Anthony and Ramesh(1992) 기반의 성숙기 변수들과 Dickinson(2011) 기반의 성숙기 변수 사이에는 상관계수의 값이 그다지 크지 않아, 두 서로 다른 기준 하의 변수들 사이에는 동일한 결과가 나타나지 않을 가능성이 제시될 수 있다. 다만, 지금까지 살펴본 상관분석 결과들은 다른 변수들의 영향이 통제되지 않았고 인과관계를 밝힐 수 없으므로, 가설을 검증하기 위해서는 회귀분석을 통해 다시 살펴볼 필요가 있다.

3. 회귀분석결과

가. CSR의 재무곤경에 대한 영향

<표 6>에서는 CSR이 재무곤경에 미치는 영향에 대한 실증 결과를 제시했다. <표 6>의 실증 결과는 Al-Hadi et al.(2019) 및 노정희와 최종서(2014)의 연구와 일관되게 CSR과 재무곤경 사이에는 음(-)의 효과가 나타났으며, 이 효과는 본 연구가 이용한 6종 7개 모델 모두에서 모두 유의하게 관찰되었다. 특히 *k-score*는 효과 측면에서 타 모형 대비 두드러진 계수값의 크기를 보여주는데, 이는 *k-score*가 한국의 표본을 대상으로 도출된 측정치라는 점(Altman et al. 1995)이 이유일 수 있다. 물론 *k-score* 역시 판별모형 도출 시점상의 한계(90년대 초 기업을 대상으로 함)와 모형 도출에 이용했던 표본 크기상의 한계(34개 재무곤경 기업에 표본이 한정됨) 등 일정한 한계를 안고 있지만, 그럼에도 불구하고 한국의 기업 데이터를 기초로 산출된 지수라는 측면이 장점으로 작용할 수 있을 것이다. 결론적으로, CSR과 재무곤경 사이에 음(-)의 관계를 예측한 본 연구의 가설 1은 실증으로 뒷받침되었다고 볼 수 있으며, 기업의 CSR 투자는 기업이 재무적 위험에 빠질 가능성을 낮추는 역할을 한다고 볼 수 있다.

〈표 6〉 CSR이 재무곤경에 미치는 영향

	(1) <i>z-score</i>	(2) <i>k-score</i>	(3) <i>kz</i>	(4) <i>ww</i>	(5) <i>payout1</i>	(6) <i>payout2</i>	(7) <i>credit</i>
<i>csr</i>	-2.019* (-1.825)	-5.051*** (-4.243)	-0.907*** (-3.803)	-0.053*** (-5.073)	-0.012*** (-2.997)	-0.017*** (-2.831)	-0.857*** (-4.770)
<i>size</i>	0.427*** (8.937)	-1.459*** (-28.392)	0.127*** (12.385)	-0.045*** (-30.45)	0.001*** (6.343)	0.001*** (3.680)	-0.145*** (-17.659)
<i>lev</i>	8.668*** (39.774)	7.558*** (32.237)	2.527*** (53.819)	0.014*** (6.963)	0.007*** (9.384)	0.001 (1.174)	0.283*** (6.839)
<i>roa</i>	-4.676*** (-9.184)	-5.024*** (-9.171)	-0.760*** (-6.929)	-0.026*** (-5.369)	-0.012*** (-6.581)	-0.017*** (-6.214)	-0.479* (-1.917)
<i>loss</i>	1.360*** (8.292)	1.587*** (8.990)	0.322*** (9.120)	0.016*** (10.574)	0.003*** (5.562)	0.005*** (5.933)	0.097*** (3.027)
<i>growth</i>	-0.201** (-2.243)	-0.024 (-0.250)	0.006 (0.313)	-0.027*** (-31.961)	0.000 (1.137)	0.001* (1.814)	-0.029 (-0.632)
<i>complex</i>	3.056*** (7.101)	-4.235*** (-9.145)	0.782*** (8.436)	-0.011*** (-2.670)	-0.001 (-0.364)	-0.007*** (-3.053)	-0.136 (-1.583)
<i>auditor</i>	0.140 (1.222)	-0.568*** (-4.604)	-0.029 (-1.192)	-0.003*** (-3.039)	-0.001 (-1.548)	-0.001* (-1.778)	-0.139*** (-4.712)
<i>opinion</i>	-6.289*** (-4.477)	-2.474 (-1.637)	-0.346 (-1.144)	-0.005 (-0.387)	-0.004 (-0.761)	-0.004 (-0.516)	omitted (1.929)
<i>market</i>	3.576 (1.474)	6.337** (2.427)	0.658 (1.259)	-0.009 (-0.409)	0.002 (0.190)	-0.003 (-0.246)	omitted (-0.452)
<i>maj</i>	-0.011*** (-3.109)	-0.020*** (-5.468)	-0.004*** (-5.256)	-0.000*** (-7.861)	-0.000*** (-4.885)	-0.000*** (-4.916)	-0.002*** (-2.704)
<i>for</i>	-0.059*** (-12.369)	-0.046*** (-9.038)	-0.014*** (-13.458)	-0.000*** (-4.368)	-0.000*** (-9.851)	-0.000*** (-8.548)	-0.007*** (-7.132)
Constant	-9.667** (-2.098)	30.914*** (6.236)	1.347 (1.357)	0.215*** (4.974)	0.022 (1.340)	0.048* (1.934)	8.478*** (10.997)
Ind.&Yr	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
Obs.	2,696	2,696	2,696	2,696	2,696	2,696	655
R-sq.	0.629	0.608	0.740	0.920	0.353	0.292	0.765
F	64.53	59.14	108.0	435.3	20.74	15.73	34.03

1) t-statistics in parentheses, *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

나. CSR과 재무곤경에 대한 수명주기의 조절효과

<표 7>은 김새로나와 양동훈(2012)의 수명주기 분류에서 각각 성숙기, 도입기, 쇠퇴기로 분류된 집단에 대해 CSR이 재무곤경에 미치는 영향을 수행한 결과를 보여주고 있다.

<표 7> 김새로나·양동훈(2012)의 성숙기, 도입기, 쇠퇴기에서 CSR이 재무곤경에 미치는 영향

Panel A 성숙기	(1) <i>z-score</i>	(2) <i>k-score</i>	(3) <i>kz</i>	(4) <i>ww</i>	(5) <i>payout1</i>	(6) <i>payout2</i>	(7) <i>credit</i>
<i>csr</i>	-7.648*** (-3.779)	-11.893*** (-4.701)	-1.647*** (-3.456)	-0.093*** (-4.458)	-0.020*** (-2.704)	-0.030** (-2.565)	-1.070*** (-3.016)
Constant	20.355** (2.407)	70.103*** (6.632)	5.907*** (2.967)	0.463*** (5.289)	0.081*** (2.634)	0.139*** (2.816)	9.869*** (6.579)
control var.	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
ind.&yr.	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
Obs.	762	762	762	762	762	762	205
R-sq.	0.646	0.703	0.758	0.936	0.485	0.401	0.822
F	20.53	26.63	35.35	165.3	10.60	7.539	14.57
Panel B 도입기	(1) <i>z-score</i>	(2) <i>k-score</i>	(3) <i>kz</i>	(4) <i>ww</i>	(5) <i>payout1</i>	(6) <i>payout2</i>	(7) <i>credit</i>
<i>csr</i>	1.651 (0.553)	-8.512** (-1.996)	-0.848 (-1.491)	-0.134*** (-3.878)	-0.008 (-0.798)	-0.009 (-0.469)	-0.913* (-1.678)
Constant	-21.734* (-1.749)	53.180*** (2.999)	2.415 (1.021)	0.550*** (3.814)	0.039 (0.985)	0.086 (1.040)	7.271*** (3.111)
control var.	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
ind.&yr.	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
Obs.	345	345	345	345	345	345	103
R-sq.	0.688	0.737	0.847	0.940	0.454	0.444	0.865
F	10.88	13.84	27.29	77.79	4.099	3.933	7.782
Panel C 쇠퇴기	(1) <i>z-score</i>	(2) <i>k-score</i>	(3) <i>kz</i>	(4) <i>ww</i>	(5) <i>payout1</i>	(6) <i>payout2</i>	(7) <i>credit</i>
<i>csr</i>	-4.481* (-1.779)	-5.223** (-2.013)	-1.278*** (-2.733)	-0.081*** (-4.010)	-0.016** (-2.324)	-0.027*** (-2.649)	-1.363*** (-3.117)
Constant	-2.405 (-0.229)	37.147*** (3.432)	2.922 (1.498)	0.330*** (3.916)	0.044 (1.515)	0.093** (2.197)	10.511*** (5.741)
control var.	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
ind.&yr.	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
Obs.	935	935	935	935	935	935	164
R-sq.	0.648	0.629	0.733	0.914	0.394	0.329	0.825
F	25.91	23.80	38.57	150.1	9.130	6.889	12.71

1) t-statistics in parentheses, *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

지면 제약상 <표 7>에서부터는 통제변수 표기를 생략했다. <표 7>의 실증결과는 본 연구의 예측과 일관되게 성숙기 표본에서 계수값의 유의도나 크기가 가장 강하며, 다수 모형에서 도입기나 쇠퇴기의 효과는 성숙기보다 떨어진다는 것으로 나타나고 있다. 예를 들어, Panel A에서 성숙기 표본의 *z-score*는 1% 수준에서 유의하며 계수값은 -7.648을 각각 보여준다. 그러나 Panel B에서 도입기 표본의 *Z-score*는 유의하지 않은 1.651의 계수값을, Panel C의 쇠퇴기 표본에서 *z-score*는 10% 수준에서 유의한 -4.481의 계수값을 보여주고 있다. *k-score*의 경우에도 성숙기는 1% 수준에서 -11.893, 도입기는 5% 수준에서 -8.512, 쇠퇴기 역시 5% 수준에서 -5.223의 계수값을 나타냈다. *kz*도 성숙기는 1% 수준에서 -1.647, 도입기는 유의하지 않은 -0.848의 값을, 그리고 쇠퇴기는 1% 수준에서 -1.278을 보여주었다. 배당성향의 경우에도 성숙기가 가장 계수값이 크다. 다만 두 변수에서만 조금 다른 결과가 나왔는데, *ww*의 경우 도입기에서 가장 큰 효과가, 신용평점의 경우 쇠퇴기에서 가장 큰 효과가 나타났다. 어떤 측정치가 재무곤경에 대한 최적의 판별모형인지 판가름할 수 없다면 우리는 전체적인 경향성을 판단할 수 밖에 없으며, 따라서 성숙기에 CSR의 재무곤경에 대한 효과가 가장 강하게 발견되는 경향이 나타난다고 결론내릴 수 있다.

특정 수명주기 분류가 가장 정확하다는 컨센서스가 없다면, 여러 수명주기 분류를 이용하는 것이 강건성을 높일 수 있다. 따라서 <표 8>에서는 고윤성과 김재승(2012)의 수명주기 분류에 따른 결과를 보고하였다. <표 8>의 첫 두 칼럼에서는 <표 7>의 실증과 마찬가지로 성숙기에서 가장 강한 효과가 발견되고 있다. *z-score*에 대해서는 성숙기, 도입기, 쇠퇴기 각각 1% 수준에서 유의한 -5.452의 계수값, 유의하지 않은 2.368의 계수값, 그리고 유의하지 않은 -3.322의 계수값이 관찰되었다. *k-score*는 각각 1% 수준에서 유의한 -12.316, 유의하지 않은 -5.708, 그리고 5% 수준에서 유의한 -5.707의 계수값이 얻어졌다.

<표 8> 고윤성·김재승(2012)의 성숙기, 도입기, 쇠퇴기에서 CSR이 재무곤경에 미치는 영향

Panel A	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
성숙기	<i>z-score</i>	<i>k-score</i>	<i>kz</i>	<i>ww</i>	<i>payout1</i>	<i>payout2</i>	<i>credit</i>
<i>csr</i>	-5.452*** (-2.939)	-12.316*** (-4.759)	-1.015** (-2.475)	-0.097*** (-4.277)	-0.017** (-2.139)	-0.027** (-2.085)	-0.223 (-0.689)
Constant	13.127* (1.689)	74.315*** (6.855)	3.844** (2.237)	0.481*** (5.060)	0.075** (2.253)	0.128** (2.386)	6.058*** (4.458)
control var.	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
ind.&yr.	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
Obs.	672	672	672	672	672	672	176
R-sq.	0.740	0.738	0.846	0.937	0.487	0.389	0.877
F	27.96	27.71	54.10	147.0	9.322	6.245	17.88

〈표 8〉 고윤성·김재승(2012)의 성숙기, 도입기, 쇠퇴기에서 CSR이 재무환경에 미치는 영향 (계속)

Panel B 도입기	(1) <i>z-score</i>	(2) <i>k-score</i>	(3) <i>kz</i>	(4) <i>ww</i>	(5) <i>payout1</i>	(6) <i>payout2</i>	(7) <i>credit</i>
<i>csr</i>	2.368 (0.775)	-5.708 (-1.349)	-1.032* (-1.825)	-0.118*** (-3.416)	-0.014 (-1.548)	-0.020 (-1.048)	-2.115*** (-3.823)
Constant	-24.429* (-1.940)	42.301** (2.424)	3.785 (1.623)	0.517*** (3.633)	0.078** (2.063)	0.145* (1.805)	13.052*** (5.403)
control var.	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
ind.&yr.	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
Obs.	331	331	331	331	331	331	108
R-sq.	0.696	0.760	0.856	0.948	0.532	0.501	0.874
F	11.43	15.87	29.82	91.05	5.674	5.016	10.32
Panel C 쇠퇴기	(1) <i>z-score</i>	(2) <i>k-score</i>	(3) <i>kz</i>	(4) <i>ww</i>	(5) <i>payout1</i>	(6) <i>payout2</i>	(7) <i>credit</i>
<i>csr</i>	-3.322 (-1.426)	-5.707** (-2.422)	-1.338*** (-2.960)	-0.073*** (-3.788)	-0.017** (-2.453)	-0.026*** (-2.638)	-0.857** (-2.098)
Constant	-6.522 (-0.673)	38.459*** (3.926)	2.780 (1.480)	0.290*** (3.630)	0.042 (1.452)	0.083** (2.017)	8.285*** (4.803)
control var.	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
ind.&yr.	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
Obs.	999	999	999	999	999	999	176
R-sq.	0.660	0.651	0.734	0.908	0.409	0.349	0.838
F	29.75	28.66	42.38	151.8	10.61	8.237	14.55

1) t-statistics in parentheses, *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

그런데 *ww*와 신용평점의 경우 도입기에서 효과가 가장 강하고, *kz*는 쇠퇴기에서 가장 강한 효과가 나타났으며, 배당성향은 성숙기와 쇠퇴기의 차이가 별로 없는 등, 이후 모형들은 일관된 모습을 보이지 않고 있다. 따라서 전반적으로 고윤성과 김재승(2012)의 수명주기 분류에 의한 실증 결과는 성숙기에서의 강한 효과가 반드시 지배적이라는 결론을 주지는 못한다. 결론적으로 <표 8>의 결과는 가설 2를 확인하기가 어렵고, 다른 측정치를 통한 결과를 통해 가설을 확인해 보기로 한다.

<표 9>에서는 Dickinson(2011)의 현금흐름표 방식을 이용한 수명주기 분류를 이용한 결과를 제시하였다. <표 9>는 각각 성숙기, 도입기, 쇠퇴기 표본에 대한 실증 결과를 보여주는데, 성숙기에서는 대부분의 모델에서 유의한 음(-)의 결과가 나타났지만, 도입기나 쇠퇴기에서는 대부

분 유의한 결과가 나타나지 않았으며, 절반 이상의 모형에서 성숙기에서 계수값이 가장 컸다. 각 모형별로 비교하면, *z-score*와 *k-score*에서는 도입기 또는 쇠퇴기에서 가장 계수값이 크고, *kz*는 어떤 모형도 유의하지 않는 등, 일관되지 않는 모습을 보여준다. 그러나 나머지 모형 4에서 7까지는 모두 성숙기만 유의한 결과를 보여주고 있다. 따라서, <표 9>의 결과는 <표 7>의 결과와 전반적으로 일관된 결과라고 볼 수 있으며, 가설 2를 뒷받침하는 결과라고 할 수 있다.

다만, Panel B의 (7)번 칼럼의 경우는 표본이 62개에 불과해서 해석에 주의가 요망되며, Panel C의 (7)번 칼럼의 경우 해당 그룹 내 표본이 19개에 불과해서 회귀분석이 수행되지 못했다.

<표 9> Dickinson(2011)의 성숙기, 도입기, 쇠퇴기에서 CSR이 재무곤경에 미치는 영향

Panel A 성숙기	(1) <i>z-score</i>	(2) <i>k-score</i>	(3) <i>kz</i>	(4) <i>ww</i>	(5) <i>payout1</i>	(6) <i>payout2</i>	(7) <i>credit</i>
<i>csr</i>	1.619 (1.174)	-3.385** (-2.012)	-0.479 (-1.599)	-0.075*** (-5.236)	-0.012* (-1.810)	-0.023** (-2.482)	-0.466* (-1.721)
Constant	-24.267*** (-4.244)	23.283*** (3.337)	-0.263 (-0.212)	0.299*** (5.009)	0.011 (0.414)	0.058 (1.498)	6.773*** (5.773)
control var.	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
ind.&yr.	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
Obs.	1,273	1,273	1,273	1,273	1,273	1,273	287
R-sq.	0.778	0.632	0.803	0.927	0.435	0.377	0.789
F	65.09	31.82	75.82	235.4	14.30	11.23	16.87
Panel B 도입기	(1) <i>z-score</i>	(2) <i>k-score</i>	(3) <i>kz</i>	(4) <i>ww</i>	(5) <i>payout1</i>	(6) <i>payout2</i>	(7) <i>credit</i>
<i>csr</i>	-5.320** (-2.220)	-2.982 (-0.653)	-0.576 (-1.169)	0.016 (0.352)	-0.008 (-1.046)	-0.010 (-0.663)	-0.689 (-0.949)
					0.000	-0.000	-0.156***
Constant	11.954 (1.188)	30.075 (1.568)	2.214 (1.070)	0.035 (0.184)	0.027 (0.899)	0.063 (0.980)	7.712** (2.612)
control var.	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
ind.&yr.	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled
Obs.	225	225	225	225	225	225	62
R-sq.	0.759	0.692	0.908	0.922	0.429	0.396	0.946
F	10.67	7.636	33.49	39.87	2.552	2.220	10.51

〈표 9〉 Dickinson(2011)의 성숙기, 도입기, 쇠퇴기에서 CSR이 재무곤경에 미치는 영향 (계속)

Panel C 쇠퇴기	(1) <i>z-score</i>	(2) <i>k-score</i>	(3) <i>kz</i>	(4) <i>ww</i>	(5) <i>payout1</i>	(6) <i>payout2</i>	(7) <i>credit</i>
<i>csr</i>	-0.806 (-0.063)	-15.591* (-1.804)	-2.270 (-0.879)	-0.046 (-0.422)	-0.053 (-1.518)	-0.076 (-1.416)	
Constant	-14.237 (-0.257)	92.214** (2.476)	7.892 (0.709)	0.139 (0.294)	0.216 (1.442)	0.324 (1.395)	
control var.	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	
ind.&yr.	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	controlled	
Obs.	110	110	110	110	110	110	19
R-sq.	0.707	0.854	0.783	0.936	0.613	0.555	
F	2.738	6.649	4.099	16.62	1.801	1.421	

1) t-statistics in parentheses, *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

〈표 7〉에서 〈표 9〉 사이의 회귀분석 결과를 종합하면, 세 가지 수명주기 변수 중에서 두 가지 변수에서 성숙기에 효과가 가장 강한 경향성이 나타났으며, 나머지 수명주기 변수는 뚜렷한 경향성을 발견할 수 없었다. 어떤 특정 재무곤경 및 수명주기 측정 방식이 가장 정확하고 다른 어떤 특정 방식에는 측정과 분류에 문제가 있는지에 대한 컨센서스가 없는 상황에서, 본 연구는 가장 많이 발견되는 경향성을 통해 가설 2가 지지되는 결과가 발견되었다고 결론내리기로 한다.

V. 결 론

기업의 CSR 투자가 기업 성과 개선으로 이어진다는 선행연구들의 흐름과 일관되게, CSR이 재무곤경의 가능성도 억제한다는 선행연구들이 존재한다. 본 연구에서는 현 시점 한국의 데이터로 CSR이 재무곤경을 억제하는가를 재확인하고, 기업수명주기와 같은 기업 특성이 이에 어떤 영향을 미치는지를 확인해 보았다. 기업수명주기는 기업을 둘러싼 환경을 주로 성장과 쇠퇴의 관점에서 유형화 한 이론으로써(Kazanjian 1988), 선행연구들은 각 단계에 속한 기업들이 처한 다른 환경은 CSR에 대해서도 차이점을 만든다고 보고 있다. 따라서 본 연구는 CSR이 재무곤경을 억제하는 효과도 수명주기에 따라 차이가 나타나는지를 확인하였다. 6종 7버전의 재무곤경 변수를 투입한 연구 결과는 선행연구 및 기대와 일치하게 CSR이 재무곤경을 억제하는 효과를 확인하였으며, 나아가 일부 해외 선행연구의 결과와 일관되게 기업수명주기의 조절효과를 확인할 수 있었다.

코로나 사태를 맞아 실물 경제에 불확실성이 커진 경영환경 하에서, 기업의 성과와 성장가능성 만큼 기업이 재무적 위협에 빠질 가능성은 중요한 화두가 되었다. 코로나와 같은 불확실성 환경은 과거에도 반복되었는데, 2008년 후반 서브프라임으로 인한 금융위기, 2001년 911 테러로 인한 경기침체, 2000년 닷컴버블 붕괴, 97년 동아시아 외환위기, 90년대 초반 미국의 저축대부조합위기, 80년대 중반의 일본의 버블붕괴 등, 몇 년 단위로 반복되고 있으며, 따라서 불확실성을 극복할 지속가능성을 확보하는 것은 고성장만큼 중요한 화두라고 할 수 있다.

또한, 현재의 기후변화대응, 즉 탄소배출권, 탄소세, 또는 내연차 퇴출이나 수소경제 등과 같은 국내외 환경 변화는 도래가 분명한 미래이자 현재 이미 영향을 미치고 있는 피할 수 없는 규제 환경이며, 사회적 책임투자(SRI) 또는 ESG 기반 투자의 규모도 점점 커지고 있다. 다시 말해, 사회적 이슈를 반영하는 기업 경영은 이제 더 이상 도덕적 결단이 아니라 그 자체로 기업의 지속가능한 성과 창출을 위해 적응이 요구되는 외부 환경이라고 할 수 있다.

보수적인 관점에서는 기업 수익성을 방해하는 당기 비용이며 잘해야 마케팅 비용으로만 이해되기도 한 CSR이, 테일러와 포드식 대량생산 제조업 경제에서 다품종 소량생산과 언택트 환경으로 변화하고 있는 현대의 산업 및 소비자 환경에서는 그 중요도가 달라져 있으며, 중요도 변화가 정책에 영향을 미친 결과 현재의 글로벌 규제 환경의 변화는 CSR에 대한 고려가 기업 생존에 필수적인 요소로 자리매김 하도록 하고 있다. 따라서 CSR의 기업에 대한 영향, 구체적으로 재무곤경에 대한 영향을 살핀 본 연구는 현 시점 기업의 경영 전략 수립 관점에서 시의성과 시사점을 가진 연구라고 할 수 있다.

나아가, 본 연구는 상대적으로 관심이 적은 재무곤경에 대한 연구라는 점, 구체적으로 CSR의 재무곤경에 대한 영향을 살피는 연구들이 국내외로 많지는 않다는 점, 나아가 기업수명주기, 효율성, 지배구조를 고려한 연구는 드물다는 점에서 연구 의의가 있다고 할 수 있다. 특히 본 연구는 기업의 위험을 관리하기 위해 CSR을 활용하는 전략적 의사결정시 수명주기라는 기업의 성장 단계를 고려해야 한다는 경영적 시사점을 줄 수 있다.

현실의 기업들을 둘러싼 이해관계자들은 이미 어느 정도 그렇게 하고 있을 수 있다. 예를 들어, 투자자들은 성장성이 높은 기업들은 성장성에 더 중점을 두고 기업 가치를 판단하고 있으며, 반면 성장이 한계에 부딪힌 기업들에 대해서는 CSR 및 환경과 관련된 위험을 잘 관리하고 있는가가 보다 중요한 고려 사항일 수 있다. 그렇다면 향후 연구자들이 CSR을 접근할 때에도 수명주기를 고려하는 것은 중요할 수 있으며, 본 연구는 그와 같은 연구적 시사점을 줄 수 있다고 본다.

다만 본 연구는 연구 주제의 폭넓음으로 인해 충분한 강건성 검증이 뒷받침 되지 못했는데, 이 점을 포함한 해당 주제에 관한 후속 연구의 필요성이 제기된다. 특히, 본 연구의 연구주제의 경우, 측정 변수가 체계적으로 소규모 기업들을 배제하고 전체 기업들의 일부만 취사선택하는 표본 선택의 문제, 그리고 기업 재무 연구에서 근본적으로 동반되는 내생성 문제 등 일정한 한계점이 존재하며, 결과 해석시 주의가 요망된다.

참고문헌

- 권수영 · 문보영. 2009. 기업수명주기 하에서 자기자본이익률의 구성요소와 미래수익성 및 가치 관련성. 경영학연구 제38권 제5호 : 1213-1249.
- 고윤성 · 김재승. 2012. 기업수명주기에 따른 경영자의 이익조정행위에 관한 연구. 회계정보연구 제30권 제1호 : 163-187.
- 김명서. 2011. CSR 모형의 비교. 기업지배구조리뷰 56 : 63-77.
- 김상현 · 김병모. 2017. 회사채 신용등급 괴리와 기업의 재무 의사결정. 한국증권학회지 제46권 제5호 : 1089-1119.
- 김새로나 · 양동훈. 2012. 기업수명주기, 원가의 비대칭성 및 보수주의. 관리회계연구 제12권 제2호 : 53-86.
- 김호균 · 정홍진. 2008. 지속가능경영 추진을 위한 GRI와 ISO26000 비교연구. 대한산업공학회 추계 학술발표대회.
- 노정희 · 최종서. 2014. CSR활동이 재무적 제약에 미치는 영향. 대한경영학회지 제27권 제9호 : 1329-1349.
- 박라인. 2010. CSR(기업의 사회적 책임) 세계표준의 채택과 결정요인에 관한 연구. 한국사회학회 2010 후기 사회학대회 논문집 : 1347-1365.
- 박성원 · 고종권 · 김영철. 2014. 재무적 제약과 조세회피. 회계저널 제23권 제4호 : 339-382.
- 반혜정 · 정인희. 2016a. 기업의 수명주기에 따른 사회적 책임활동과 이익조정. 회계연구 제21권 제4호 : 1-29.
- 반혜정 · 정인희. 2016b. 산업 내 경쟁정도와 혁신활동에 따른 기업수명주기와 사회적 책임. 관리회계연구 제16권 제3호 : 225-250.
- 서란주 · 이원기. 2018. 기업수명주기에 따른 사회공헌활동이 기업가치에 미치는 영향. 경영연구 제33권 제2호 : 195-213.
- 신민식 · 이재익. 2018. 기업의 신용등급 변화가 투자 효율성에 미치는 영향. 연세경영연구 제55권 제1호 : 37-72.
- 안경희 · 박래수 · 백재승 · 홍창수. 2016. 재무적 제약과 신용등급. 한국증권학회지 제45권 제3호 : 631-670.
- 안상아. 2013a. 국내 상장기업의 지속가능성보고서 발간 현황 및 분석. 기업지배구조리뷰 68 : 88-111.
- 안상아. 2013b. 국내 비상장기업의 지속가능성 관련 보고서 발간 현황 분석. 기업지배구조리뷰 70 : 80-89.
- 안상아. 2013c. 국내 상장기업의 지속가능성보고서 발간 현황. CGS 리포트 제3권 제8호 : 10-14.
- 안치용. 2013. 기업의 사회적 책임(CSR)과 지속가능경영은 같은가, 다른가 : 개념사를 중심으로

- 한 두 용어의 변별적 이해. 창조와 혁신 제6권 제3호 : 139-165.
- 윤진수. 2009. 국내 지속가능경영 보고서 발간현황과 시사점. 기업지배구조리뷰 46 : 70-86.
- 이남령. 2016. 재무적 곤경이 (다국적)기업의 조세회피행위에 미치는 영향. 대한경영학회지 제29권 제5호 : 829-852.
- 정영근 · 장민수. 2007. 지속가능발전의 개념과 논의전개. 한국동서경제연구 제1권 : 143-164.
- 정영모. 2007. 한국 기업의 지속가능경영에 관한 탐색적 연구. 경상논집 제21권 제1호 : 73-94.
- 최준혁 · 양동훈 · 배홍기. 2017. CSR은 기업의 여유자원의 결과인가? -기업수명주기를 통한 분석. 회계정보연구 제35권 제3호 : 333-364.
- Akpınar, A., Y. Jiang, L. R. Gómez-Mejía, P. Berrone, and J. L. Walls. 2008. Strategic use of CSR as a signal for good management. Working Paper.
- Al-Hadi, A., B. Chatterjee, A. Yafian, G. Taylor, and M. Monzur Hasan. 2019. Corporate social responsibility performance, financial distress and firm life cycle : evidence from Australia. *Accounting & Finance* 59 (2) : 961-989.
- Allouche, J., and P. Laroche. 2005. A meta-analytical investigation of the relationship between corporate social and financial performance. *Revue de gestion des ressources humaines* (57) : 8-41.
- Altman, E. I. 1968. Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance* 23 (4) : 589-609.
- Altman, E. I., Y. H. Eom, and D. W. Kim. 1995. Failure Prediction : Evidence from Korea. *Journal of International Financial Management & Accounting* 6 (3) : 230-249.
- Altman, E. I., E. Hotchkiss, and W. Wang. 2019. *Corporate Financial Distress, Restructuring, and Bankruptcy : Analyze Leveraged Finance, Distressed Debt, and Bankruptcy*. Fourth Edition. New Jersey : John Wiley & Sons, Inc.
- Anthony, J. H., and K. Ramesh. 1992. Association between accounting performance measures and stock prices : A test of the life cycle hypothesis. *Journal of Accounting and Economics* 15 (2-3) : 203-227.
- Attig, N., and S. Cleary. 2015. Managerial Practices and Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics* 131 (1) : 121-136.
- Attig, N., S. El Ghoul, O. Guedhami, and J. Suh. 2013. Corporate Social Responsibility and Credit Ratings. *Journal of Business Ethics* 117 (4) : 679-694.
- Bae, K.-H., S. El Ghoul, O. Guedhami, C. C. Y. Kwok, and Y. Zheng. 2019. Does corporate social responsibility reduce the costs of high leverage? Evidence from capital structure and product market interactions. *Journal of Banking & Finance* 100 : 135-150.
- Baghai, R. P., H. Servaes, and A. Tamayo, 2014, Have Rating Agencies Become More Conservative? Implications for Capital Structure and Debt Pricing, *The Journal of*

- Finance* 69 (5) : 1961–2005.
- Baker, M., J. C. Stein, and J. Wurgler. 2003. When does the market matter? Stock prices and the investment of equity dependent firms. *Quarterly Journal of Economics* 118 : 969–1005.
- Barnett, M. L., J. Hartmann, and R. M. Salomon. 2018. Have You Been Served? Extending the Relationship between Corporate Social Responsibility and Lawsuits. *Academy of Management Discoveries* 4 (2) : 109–126.
- Benabou R. and J. Tirole. 2010. Individual and corporate social responsibility. *Economica* 77(305) : 1–19.
- Bhattacharya, C., and S. Sen. 2004. Doing Better at Doing Good : When, Why, and How Consumers Respond to Corporate Social Initiatives. *California Management Review* 47 : 9–24.
- Black, E. L. 1998. Life–cycle impacts on the incremental value–relevance of earnings and cash flow measures. *Journal of Financial Statement Analysis* 4 (1) : 40.
- Botosan C. 1997. Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review* 72 : 323–349.
- Bouslah, K., L. Kryzanowski, and B. M’Zali. 2013. The impact of the dimensions of social performance on firm risk. *Journal of Banking & Finance* 37 (4) : 1258–1273.
- Carroll, A. B. 1999. Corporate social responsibility : evolution of a definitional construct. *Business & Society* 38 (3) : 268–295.
- Cheng, B., I. Ioannou, and G. Serafeim. 2014. Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal* 35 (1) : 1–23.
- Choi, J. S., Y. M. Kwak and C. Choe. 2010. Corporate social responsibility and corporate financial performance : Evidence from Korea. *Australian Journal of Management* 35 (3) : 291–311.
- DeAngelo, H., and L. DeAngelo. 1990. Dividend Policy and Financial Distress : An Empirical Investigation of Troubled NYSE Firms. *The Journal of Finance* 45 (5) : 1415–1431.
- Dhaliwal, D. S., O. Z. Li, A. Tsang, and Y. G. Yang. 2011. Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital : The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting. *The Accounting Review* 86 (1) : 59–100.
- Dickinson, V. 2011. Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle. *The Accounting Review* 86 (6) : 1964–1994.
- Eccles, R. G., I. Ioannou, and G. Serafeim. 2014. The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. *Management Science* 60 (11) : 2835–2857.

- El Ghoul, S., O. Guedhami, C. C. Y. Kwok, and D. R. Mishra. 2011. Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking & Finance* 35 (9) : 2388–2406.
- El Ghoul, S., O. Guedhami, H. Kim, and K. Park. 2018. Corporate Environmental Responsibility and the Cost of Capital : International Evidence. *Journal of Business Ethics* 149 (2) : 335–361.
- Elkington, J. 1997. *Cannibals with forks : Triple bottom line of 21st century business*. Capstone, Oxford : New Society Publishers.
- Elsayed, K., and D. Paton. 2009. The Impact of Financial Performance on Environmental Policy : Does Firm Life Cycle Matter? *Business Strategy and the Environment* 18 (6) : 397–413.
- Epstein, M. J., and K. E. Schnietz. 2002. Measuring the Cost of Environmental and Labor Protests to Globalization : An Event Study of the Failed 1999 Seattle WTO Talks. *The International Trade Journal* 16 (2) : 129–160.
- Fazzari, S. M., R. G. Hubbard, B. C. Petersen, A. S. Blinder, and J. M. Poterba. 1988. Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity* 1988 (1) : 141–206.
- Fombrun, C. J., N. A. Gardberg, and M. L. Barnett. 2000. Opportunity Platforms and Safety Nets : Corporate Citizenship and Reputational Risk. *Business and Society Review* 105 (1) : 85–106.
- Freeman, R. E. 1984. *Strategic Management : A Stakeholder Approach*. MA : Pitman Publishing.
- Garber, S., and J. K. Hammitt. 1998. Risk Premiums for Environmental Liability : Does Superfund Increase the Cost of Capital? *Journal of Environmental Economics and Management* 36 (3) : 267–294.
- Godfrey, P. C. 2005. The Relationship between Corporate Philanthropy and Shareholder Wealth : A Risk Management Perspective. *The Academy of Management Review* 30 (4) : 777–798.
- Godfrey, P. C., C. B. Merrill, and J. M. Hansen. 2009. The relationship between corporate social responsibility and shareholder value : an empirical test of the risk management hypothesis. *Strategic Management Journal* 30 (4) : 425–445.
- Gort, M., and S. Klepper. 1982. Time Paths in the Diffusion of Product Innovations. *The Economic Journal* 92 (367) : 630–653.
- Goss, A. 2009. Corporate social responsibility and financial distress. Working Paper.
- Graham, J. R., M. L. Lemmon, and J. S. Schallheim. 1998. Debt, Leases, Taxes, and the

- Endogeneity of Corporate Tax Status. *The Journal of Finance* 53 (1) : 131–162.
- Gray, B., and S. S. Ariss. 1985. Politics and Strategic Change across Organizational Life Cycles. *The Academy of Management Review* 10 (4) : 707–723.
- Griffin, J. J., and J. F. Mahon. 1997. The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate : Twenty–Five Years of Incomparable Research. *Business & Society* 36 (1) : 5–31.
- Hadlock, C. J., and J. R. Pierce. 2010. New Evidence on Measuring Financial Constraints : Moving Beyond the KZ Index. *The Review of Financial Studies* 23 (5) : 1909–1940.
- Hasan, M. M., and A. Habib. 2017. Corporate life cycle, organizational financial resources and corporate social responsibility. *Journal of Contemporary Accounting & Economics* 13 (1) : 20–36.
- Hasan, M. M., M. Hossain, A. Cheung, and A. Habib. 2015. Corporate Life Cycle and Cost of Equity Capital. *Journal of Contemporary Accounting & Economics* 11 (1) : 46–60.
- Heal, G. 2004. Corporate social responsibility : An economic and financial framework. Working Paper, Columbia Business School.
- Heinkel, R., A. Kraus, and J. Zechner. 2001. The Effect of Green Investment on Corporate Behavior. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 36 (4) : 431–449.
- Helfat, C. E., and M. A. Peteraf. 2003. The Dynamic Resource–Based View : Capability Lifecycles. *Strategic Management Journal* 24 (10) : 997–1010.
- Hong, H., and M. Kacperczyk. 2009. The price of sin : The effects of social norms on markets. *Journal of Financial Economics* 93 (1) : 15–36.
- Hsu, F. J., and Y.–C. Chen. 2015. Is a firm’s financial risk associated with corporate social responsibility? *Management Decision* 53 (9) : 2175–2199.
- Hubbard, R. G. 1998. Capital–market imperfections and investment. *Journal of Economic Literature* 36 : 193–225.
- Jawahar, I. M., and G. L. McLaughlin. 2001. Toward a Descriptive Stakeholder Theory : An Organizational Life Cycle Approach. *The Academy of Management Review* 26 (3) : 397–414.
- Jenkins, D. S., G. D. Kane, and U. Velury. 2004. The Impact of the Corporate Life–Cycle on the Value–Relevance of Disaggregated Earnings Components. *Review of Accounting and Finance* 3 (4) : 5–20.
- Jones, T. M. 1995. Instrumental stakeholder theory : a synthesis of ethics and economics. *Academy of Management Review* 20 : 404–437.
- Jovanovic, B. 1982. Selection and the Evolution of Industry. *Econometrica* 50 (3) : 649–670.

- Kaplan, S. N., and L. Zingales. 1997. Do Investment–Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?. *The Quarterly Journal of Economics* 112 (1) : 169–215.
- Kazanjian, R. K. 1988. Relation of Dominant Problems to Stages of Growth in Technology–Based New Ventures. *The Academy of Management Journal* 31 (2) : 257–279.
- Keijzers, G. 2003. Creating Sustainable Directions : Evolving Stakeholder Approach in Seven Multinationals. *The Journal of Corporate Citizenship* (10) : 79–88.
- Kim, B., and J. Suh. 2009. Financial Life Cycle and Capital Structure. Working Paper.
- Kim, Y. H., and I. S. Choi. 2013. The Usefulness of Z–Score Model on Bankruptcy Forecast. *Korean International Accounting Review* 52 : 465–478.
- Kolk, A. 2004. A decade of sustainability reporting : developments and significance. *International Journal of Environment and Sustainable Development* 3 (1) : 51–64.
- Khurana I. K. and K. K. Raman. 2004. Litigation risk and the financial reporting credibility of Big 4 versus non–Big 4 audits : evidence from Anglo–American countries. *The Accounting Review* 79 : 473–495.
- Lamont, O., C. Polk, and J. Saaá–Requejo. 2001. Financial Constraints and Stock Returns. *The Review of Financial Studies* 14 (2) : 529–554.
- Lee, D. D., and R. W. Faff. 2009. Corporate Sustainability Performance and Idiosyncratic Risk : A Global Perspective. *Financial Review* 44 (2) : 213–237.
- Lee, M. P. 2008. A review of the theories of corporate social responsibility : Its evolutionary path and the road ahead. *International Journal of Management Reviews* 10 (1) : 53–73.
- Lin, K. C., and X. Dong. 2018. Corporate social responsibility engagement of financially distressed firms and their bankruptcy likelihood. *Advances in Accounting* 43 : 32–45.
- Lippitt, G. L., and W. H. Schmidt. 1967. Crises in a Developing Organization. *Harvard Business Review* 45 : 102–112.
- Longstaff, F. A., S. Mithal, and E. Neis. 2005. Corporate Yield Spreads : Default Risk or Liquidity? New Evidence from the Credit Default Swap Market. *The Journal of Finance* 60 (5) : 2213–2253.
- Mackey, A., T. B. Mackey, and J. B. Barney. 2007. Corporate Social Responsibility and Firm Performance : Investor Preferences and Corporate Strategies. *The Academy of Management Review* 32 (3) : 817–835.
- MacKie–Mason, J. K. 1990. Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions? *The Journal of Finance* 45 (5) : 1471–1493.
- Margolis, J. D., and J. P. Walsh. 2003. Misery Loves Companies : Rethinking Social Initiatives

- by Business. *Administrative Science Quarterly* 48 (2) : 268–305.
- Marrewijk, M. 2003. Concepts and Definitions of CSR and Corporate Sustainability : Between Agency and Communion. *Journal of Business Ethics* 44 (2–3) : 95–105.
- Miller, D., and P. H. Friesen. 1984. A Longitudinal Study of the Corporate Life Cycle. *Management Science* 30 (10) : 1161–1183.
- Ohlson, J. A. 1980. Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy. *Journal of Accounting Research* 18 (1) : 109–131.
- Oikonomou, I., C. Brooks, and S. Pavelin. 2012. The Impact of Corporate Social Performance on Financial Risk and Utility : A Longitudinal Analysis. *Financial Management* 41 (2) : 483–515.
- Orlitzky, M., F. L. Schmidt, and S. L. Rynes. 2003. Corporate Social and Financial Performance : A Meta-Analysis. *Organization Studies* 24 (3) : 403–441.
- Panapanaan, V. M., L. Linnanen, M.-M. Karvonen, and V. T. Phan. 2003. Roadmapping Corporate Social Responsibility in Finnish Companies. *Journal of Business Ethics* 44 (2) : 133–148.
- Porter, M., and M. R. Kramer. 2011. Creating shared value. *Harvard business review* 89 (1/2) : 62–77.
- Ramaswamy, V., C. J. Ueng, and L. Carl. 2008. Corporate governance characteristics of growth companies : an empirical study. *Academy of Strategic Management Journal* 7 (1) : 21–33.
- Quinn, R. E., and K. Cameron. 1983. Organizational Life Cycles and Shifting Criteria of Effectiveness : Some Preliminary Evidence. *Management Science* 29 (1) : 33–51.
- Reverte, C. 2012. The Impact of Better Corporate Social Responsibility Disclosure on the Cost of Equity Capital. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 19 (5) : 253–272.
- Robinson, M. J., A. Kleffner, and S. Bertels. 2008. The Value of a Reputation for Corporate Social Responsibility : Empirical Evidence. Working Paper. University of Michigan.
- Roman, R. M., S. Hayibor, and B. R. Agle. 1999. The Relationship between Social and Financial Performance : Repainting a Portrait. *Business & Society* 38 (1) : 109–125.
- Spence, A. M. 1979. Investment Strategy and Growth in a New Market. *The Bell Journal of Economics* 10 (1) : 1–19.
- Spicer, B. H. 1978. Investors, Corporate Social Performance and Information Disclosure : An Empirical Study. *The Accounting Review* 53 (1) : 94–111.
- Sun, J., H. Li, Q.-H. Huang, and K.-Y. He. 2014. Predicting financial distress and corporate

- failure : A review from the state-of-the-art definitions, modeling, sampling, and featuring approaches. *Knowledge-Based Systems* 57 : 41–56.
- Waddock, S. A., and S. B. Graves. 1997. The Corporate Social Performance–Financial Performance Link. *Strategic Management Journal* 18 (4) : 303–319.
- Whited, T. M., and G. Wu. 2006. Financial Constraints Risk. *The Review of Financial Studies* 19 (2) : 531–559.
- Wilson, M. 2003. Corporate sustainability : what is it and where does it come from? *Ivey Business Journal* March/April : 1–6.
- Ye, K., and R. Zhang. 2011. Do Lenders Value Corporate Social Responsibility? Evidence from China. *Journal of Business Ethics* 104 (2) : 197.
- Zhao, T., and X. Xiao. 2019. The impact of corporate social responsibility on financial constraints : Does the life cycle stage of a firm matter? *International Review of Economics & Finance* 63 : 76–93.

CSR, Financial Distress, and Firm Life Cycle

Kim, Joo Won* · Yang, Dong-Hoon** · Choi, Jun-hyeok***

〈Abstract〉

We examined the impact of corporate social responsibility (CSR) activities on the corporate financial crisis, considering the moderating effect of the corporate life cycle. This study was conducted on a sample of 2,696 company-years from 2011 to 2018, with the KEJI index as a proxy for CSR, and Z-score, K-score, KZ index, WW index, dividend payout ratio, and credit ratings for financial difficulties. We used two variants of Anthony and Ramesh (1992) and Dickinson (2011)'s life cycle variables for the corporate life cycle.

The OLS regression tests showed that CSR measured by the KEJI index significantly reduced the likelihood of financial distress. This is consistent with the empirical results of previous studies that CSR reduces corporate risk and, in particular, reduces the possibility of financial hardship. Second, the reducing effect of CSR on financial distress was generally most evident in the maturity period. This confirmed our prediction that the managers' motivation for CSR and the market's expectations for CSR would be most significant in the maturity period.

The importance of CSR is greater than ever in the modern business environment due to the effects of climate change, pandemics, and uncertainty. We believe that analysis of CSR and financial difficulties has practical utility in this respect. In addition, we believe that this study contributes to the literature in that interest in financial hardship is not as active as interest in financial performance, and few prior studies looked at the moderating effect of a company's life cycle.

〈Key words〉 Corporate Social Responsibility, CSR, Financial Distress, Firm Life Cycle

* Visiting Professor, Sungkyunkwan University Law School, juwoni9@naver.com, First Author

** Professor, Department of Accounting, Dongguk University-Seoul, dyang@dongguk.edu, Corresponding Author

*** Assistant Research Professor, Department of Accounting, Dongguk University-Seoul, fester@dongguk.edu, Co-author