보험금융연구 제32권 제4호 (2021. 11) pp. 3-34
DOI : https://doi.org/10.23842/jif.2021.32.4.001

공적연금제도 종류별 형평성 분석과 연금개혁에 대한 정책적 시사점: 국민연금과 공무원연금을 중심으로*

Analysis of Equity by Type of Public Pension Plan and Policy Implications for Pension Reform: Focusing on National Pension and Government Employees Pension

김 대 환** · 최 경 진*** · 손 성 동****
Daehwan Kim·Kyung-jin Choi·Seongdong Son

국민들은 다양한 노후준비 수단 중 공적연금에 대한 의존도가 가장 높다. 하지만 국민연금의 수급액에 비해 공무원연금의 수급액이 많다는 이유로 공적연금 간 형평성에 대한 불만이 점증하고 있다. 이에 동일한 사람이 국민연금과 공무원연금에 가입 시 급여산식에 의해 수령하게 되는 연금액을 비교하는 방법으로 두 연금제도 간 형평성을 분석하였다.

분석 결과, 가입기간이 장기이고 고소득인 일부 경우를 제외하고 국민연금이 유리한 것으로 나타났다. 특히 진행되고 있는 두 연금제도의 개혁이 완료된 이후에도 분석 결과가 크게 다르지 않았다.

"공무원과 일반 국민이 다르지 않아야 한다"는 전제에 기반을 두고 두 연금제도를 통합하는 것은 맞지만 두 연금제도 모두 지속가능성에 문제가 있으므로 어느 한쪽으로 통합을 하기 보다는 통합과 개혁을 동시에 추진해야 할 것이다.

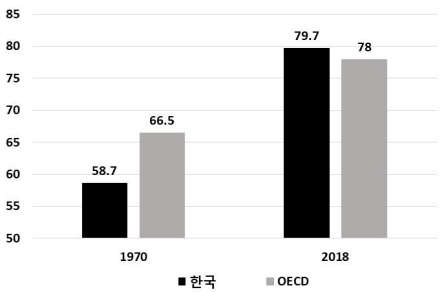
국문 색인어: 국민연금, 공무원연금, 형평성, 개혁, 인구고령화
한국연구재단 분류 연구분야 코드: B030500, B030903

* 본 논문은 대산신용호기념사업회의 연구지원을 받아 수행되었음.
** 동아대학교 경제학과 교수(kimdh@dau.ac.kr), 제1저자
*** 한국주택금융공사 주택금융연구원 연구위원/성균관대학교 수학과 강사(choikj23@naver.com), 교신저자
**** 한국연금연구소 소장(ssdks@naver.com), 공동저자
논문 투고일: 2021. 2. 19, 논문 최종 수정일: 2021. 4. 12, 논문 게재 확정일: 2021. 11. 19

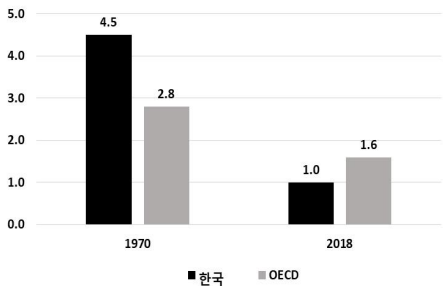
Ⅰ. 연구배경과 목적

한국은 기대수명 증가와 저출산이 맞물려 세계에서 가장 빠른 인구고령화를 경험하고 있다(He et al. 2016). 과거 48년 동안(1970~2018) 한국의 기대수명은 58.7세에서 79.7세로 21.0세 증가해 동기간 OECD의 증가분 11.5세(66.5세에서 78.0세)보다 무려 1.8배 높다. 반면 한국의 합계출산율(이하 '출산율')은 동기간 4.5명에서 1.0명으로 무려 3.5명이 감소하였는데, 이는 OECD 감소분 1.2명(2.8명에서 1.6명)의 2.9배에 달한다(OECD 2021).

〈Figure 1〉 Life Expectancy Changes
(unit: age(years old))



〈Figure 2〉 Fertility Changes
(unit: number of infants)



기대수명이 증가함에 따라 은퇴기간이 장기화되고, 나아가 국민들은 장수리스크(longevity risk)에 직면할 가능성도 증가한다. 장수리스크는 예상보다 오래 생존함에 따라 직면하게 되는 경제적 리스크로 정의될 수 있는데(MacMinn et al. 2006), 장수리스크를 관리할 수 있는 최적의 방법 중 하나로 연금이 있다(김대환 외 2020). 연금은 장수리스크를 관리할 수 있는 동시에 소득이 높은 청장년기의 소득을 노년기의 소비로 이전하여 생애효용을 극대화시키기 위한 도구로 활용될 수 있다(Fisher 1930). 국내에서도 노후를 준비하고 있는 성인 중 63.5%가 연금을 노후준비 방법으로 선택하고 있는데 그 중에서도 특히 공적연금(국민연금 55.2%)이 중심이다(통계청 2019).

한국인의 주요 노후준비 방법이 공적연금이지만 정작 노령연금의 평균 급여액은 52만 7천원(2019년 12월 말 기준)에 불과해(국민연금공단 2020), 국민연금에 대한 불만도 적

지 않다. 하지만 재정의 지속 가능성에 대해서는 의문이 제기되는 상황에서 연금액을 확대하기란 쉽지 않다. 국민연금의 제4차 재정추계에 따르면 현 제도를 유지할 경우 2057년 기금이 소진될 것으로 예측된다(보건복지부 2018).

국민연금액에 대한 불만은 공무원연금과의 비교를 통해 더욱 고조되는 상황이다. 국민연금과 공무원연금의 동기간(2017년) 수급액을 비교할 때 국민연금의 평균 수급액은 37.7만 원이었던 반면 공무원연금의 평균 수급액은 240만 원으로 연금액 차이가 6배가 넘는다.[1] 언론 및 정치인을 통한 두 연금제도의 연금액 비교는 형평성 논란으로 귀결되어져 왔다. 하지만 두 연금제도 간 수급액 차이는 제도의 도입 시기, 가입기간, 소득 수준, 법정수급연령, 그리고 기여율 등에서 현격한 차이가 발생하기 때문에(III장 및 IV장 참고) 수급액 자체를 비교하는 방법으로 두 연금제도 간 형평성을 논의하는 것은 적절하지 않다. 그럼에도 불구하고 다른 조건이 동일할 때 연금제도만으로 발생하는 수급액 차이 및 형평성을 분석한 사례는 찾아보기 어렵다.

이에 본 연구는 두 연금제도 간 형평성을 분석하여 정책적 시사점을 제공하고자 한다. 특히 동일한 사람이 국민연금과 공무원연금에 가입할 때 수급액을 비교하는 방법으로 두 집단 간 차이(소득, 가입 기간 등)를 제거하여 두 연금제도 간 형평성을 분석한다. 즉 본 연구에서의 연금제도 간 형평성 분석은 동일한 보험료를 기여할 때 발생하는 수급액의 차이를 비교하는 것으로 연금액이 산출되는 산식(급여산식)을 비교하는 것에 한정한다. 후술하겠지만 국민연금과 공무원연금 모두 재정문제로 인해 여러 번의 개혁을 시도했고 현재는 과거에 시행한 개혁안이 진행되고 있다. 또한 두 연금제도 모두 지속가능성의 문제가 제기되어 이미 반복적인 개혁을 단행한 상황에서 연구범위를 개혁 이전까지 확장하여 각 시점별 형평성을 논의하는 것은 의미가 크지 않을 것이므로 국민연금과 공무원연금 간 형평성 분석은 현재 시점, 그리고 두 연금제도의 개혁안이 모두 완료되는 미래 시점(2035년)으로 한정한다. 무엇보다 공무원연금은 국민연금에 비해 30년 정도 일찍 도입되었기 때문에 과거 시점에 기준한 형평성 분석은 가능하지 않다.

본 연구는 다음과 같이 구성된다. 제II장에서는 본 연구의 주제와 관련된 선행연구를 고찰한다. 제III장에서는 국민연금과 공무원연금의 개혁 내용을 살펴본다. 이는 두 연금제도

1) https://biz.sbs.co.kr/article/10000918431?division=NAVER

모두 개혁이 진행 중이므로 개혁안이 완료된 상황을 가정하여 형평성을 논의할 필요가 있기 때문이다. 제Ⅳ장에서는 두 연금제도의 형평성을 분석하기 위한 방법론을 기술하고, 제Ⅴ장에서는 분석결과를 제시한다. 그리고 마지막으로 제Ⅵ장은 본 연구의 결론 및 시사점을 제안한다.

Ⅱ. 선행연구

연금제도의 형평성을 직접적으로 다룬 연구는 많지만 국민연금과 공무원연금 간 형평성을 분석한 사례는 많지 않다. 두 연금제도의 형평성을 명시적으로 언급하며 연구한 최초의 연구는 김태일(2004)에 의해 시도되었다. 김태일(2004)은 공무원과 민간기업 종사자의 생애소득을 비교하였는데, 공무원의 재직 중 임금수준은 민간기업 종사자에 비해 적지만 연금수령액이 훨씬 많아서 공무원의 생애소득이 더 높은 것으로 분석되었다. 하지만 김태일(2004)은 두 연금제도 간 형평성을 비교하는 방법으로 공무원과 민간기업 종사자의 실제 근로소득, 연금 가입기간, 연금액, 기여율 등을 그대로 반영하였다. 즉 연구 당시 공무원과 민간기업 종사자의 생애소득을 비교한 것으로 두 연금제도 간 형평성을 분석하였다고 보기 어렵다.

이후에도 두 연금제도 간 형평성을 분석한 연구는 김상호(2008), 김태일·박규성(2014) 등에 의해 다시 시도되었는데, 이 연구들 역시 공무원과 민간기업 종사자 간 생애보수를 비교하는 방법을 활용했다. 김상호(2008)의 경우 비교 대상으로 공무원은 7급 입직자를 기준으로, 민간기업 종사자는 종업원 규모 100인 이상인 기업의 자료를 활용했는데, 어떤 사람이 비교 대상으로 선정되느냐에 따라 두 제도 간 생애효용이 달라지기 때문에 두 연금제도 간 형평성을 논의하기에는 한계가 있다.

김린(2014)은 국민연금과 공무원연금 간 형평성의 문제를 규범적 관점에서 연구하였다. 공무원연금의 수급액이 국민연금의 수급액에 비해 높기 때문에 공무원연금을 개혁해야 한다는 주장에 대해 김린(2014)은 연금수급권의 하향평준화를 초래한다는 점에서 동의하기 어렵다는 의견을 제시하였다. 그러므로 공무원연금 개혁에 앞서 국민연금의 적정성을 담보하는 것이 우선이며, 두 연금제도 간 형평성은 공무원연금에 소득재분배 기능을 도입하

고 국민연금에 국가의 지급보전의무를 명시하는 방법으로 달성되어야 한다고 주장하였다.

김대철·박승준(2016)은 2015년 공무원연금제도의 개혁안에 근거하더라도 국민연금의 수급액보다 공무원연금의 수급액이 높은데, 그 이유로 공무원 전체 재직자의 평균소득(2015년 450만 원)이 국민연금 전체 가입자의 평균소득(2015년 200만 원)에 비해 높기 때문이라고 지적했다.

이처럼 두 연금제도의 형평성을 비교한 접근 이외에 각 연금제도 내에서의 형평성 문제를 다룬 연구도 이루어졌다. 김태일(2015)은 국민연금제도의 형평성을 분석하고 문제를 개선하기 위한 개혁방안을 제안했는데, 형평성을 세대 내 형평성과 세대 간 형평성으로 구분하여 분석하였다. 세대 내 형평성이란 소득계층 간 형평성을, 세대 간 형평성은 현 세대와 미래 세대 간 형평성을 의미하는데, 흥미로운 점은 소득계층 간 형평성 차원에서 기존의 주장과 상반되는 주장이다. 즉, 국민연금제도의 소득재분배 기능으로 인해 그동안 고소득층에 비해 저소득층이 더 많은 혜택을 누린다는 주장과 달리 저소득층은 가입률 자체가 낮고 가입기간도 짧아 오히려 고소득층에 유리한 구조라는 주장이다.

김대철·박승준(2016)은 2015년 공무원연금 개혁안에 대해 평가하고 발전방안을 제시하였는데, 기존 공무원과 신규 공무원과의 형평성 문제가 발생한다고 지적하였다. 당시 기여율을 5년 동안(2016~2020년) 7%에서 9%로 인상했지만 지급률은 20년(2016~2035년)에 걸쳐 1.9%에서 1.7%로 점진적으로 하락시켜 재정 절감 효과뿐만 아니라 공무원 개인별 수급액의 하락 효과가 미미하였다고 평가했다. 즉, 2016년 임용될 공무원의 보험료는 기존 공무원 대비 28% 증가하지만 첫 달 연금액은 9% 감소함에 따라 기존 공무원과 신규 공무원 간 심각한 형평성 문제가 발생한다는 주장을 하였다.

또한 일부 연구는 수익비를 산출하는 방법으로 공적연금의 소득재분배 또는 형평성을 논의하였다. 연금제도의 수익비는 가입기간 보험료 납입액의 현재가치 대비 수급기간 연금급여액의 현재가치의 비율로 정의되어 가입자가 납입한 보험료 대비 얼마나 많은 연금급여를 수급하고 있는지를 측정하는 지표로 활용된다. 즉, 수익비가 높을수록 납입한 보험료(기여금)[2]에 비해 높은 수준의 연금급여를 지급받는 것으로 해석된다. 공적연금의 수익

2) 연금의 비용납부와 관련하여 국민연금에서는 보험료라는 용어를 사용하지만, 공무원연금에서는 공무원 가입자 개인이 납입하는 금액을 기여금, 국가 및 지방자치단체가 납입하는 금액을 부담금이라 한다.

비 산출을 위해서는 명목임금상승률, 소비자물가상승률, 할인율 등의 거시경제변수에 대한 가정이 필요하다. 추가적으로 세제를 고려하여 수익비를 산정하는 경우도 존재한다(이동열 외 2016).

수익비는 연금제도 개혁시점을 기준으로 공적연금의 세대 간 또는 세대 내 소득재분배 효과 또는 형평성에 대한 측정에 활용되어 왔다. 공적연금 제도의 세대 간 또는 세대 내 소득재분배 효과와 관련한 연구로는 정해식·주은선(2015), 최기홍(2016), 최기홍, 한정림(2017) 등이 있다. 이들 연구의 분석결과는 대체로 소득수준이 높고 늦게 가입한 자일수록 수익비는 낮게 나타나고 있다. 이는 국민연금 급여산식의 특성상 소득계층 간 소득재분배 기능이 내재되어 있고 보험료율은 높이는 반면, 지급개시연령은 늦추고 급여지급률은 하향조정하는 공적연금의 모수적 제도개혁의 영향에 기인한다.

연금제도의 형평성 문제를 다룬 선행연구는 많지 않지만, 특히 국민연금과 공무원연금의 형평성을 비교한 연구로 한정하면 관련 선행연구가 매우 부족한 실정이다. 문제는 두 연금제도 간 형평성을 분석한 선행연구들이 공통적으로 가정한 내용에 있다. 즉, 국민연금과 공무원연금의 수급액을 비교하는 방법으로 두 제도 간 형평성을 분석하였는데, 민간기업 근로자의 연금수급액을 산출하기 위해 해당 근로자의 임금수준, 가입기간, 연금 기여율 등을 활용하였고 공무원의 연금수급액을 산출하기 위해 공무원의 임금수준, 가입기간, 연금 기여율 등을 활용하였다.

형평성(equity)이란 동등한 사람을 동등하게 취급하고 동등하지 않은 사람을 동등하지 않게 취급하는 것으로 정의될 수 있다. 두 연금제도 간 형평성을 분석한 선행연구의 경우, 민간기업 근로자와 공무원의 생애소득을 비교하거나 수급액을 비교하는 방법은 동등하지 않은 사람을 동등하다고 가정하는 접근으로 연금제도만의 형평성을 분석했다고 보기 어렵다.

수익비를 활용한 연구에서는 할인율, 임금상승률 등의 거시경제변수들이 산출시점의 가정에 기반을 두기 때문에 산정시점 상황에 따라 가정치가 달라질 수 있다. 또한, 수급개시연령, 보수, 생존확률(기대여명) 등은 각 제도별로 상이할 뿐만 아니라 시간경과에 따라 달라질 수 있으므로 각 공적연금제도별 특성을 고려한 수익비 산정으로는 공적연금제도 간 형평성에 대한 정확한 파악이 어려울 수 있다.

또한 선행연구 모두 최근의 연금제도 개혁안을 반영하지 못하고 있다. 국민연금과 공무

원연금 모두 반복적인 개혁을 단행하였고, 최근의 개혁안들이 지금도 진행 중이라는 공통점이 있다. 비록 두 연금제도 간 형평성 문제가 존재한다고 하더라도 만약 진행 중인 연금개혁안들이 모두 실현된 다음 형평성 문제가 제거된다면 지금 당장 형평성 문제가 있으니 이를 개선해야 한다는 주장은 힘을 받기 어렵다.

이에 본 연구에서는 첫째, 완벽히 동일한 사람이 국민연금과 공무원연금에 가입했을 경우, 연금급여산식의 차이에 따라 수령하게 되는 연금액을 비교하는 방법으로 두 연금제도만의 형평성을 분석하고자 한다. 이를 통해 단순히 공무원연금의 수급액이 국민연금의 수급액보다 많기 때문에 두 제도 간 형평성 문제가 발생한다는 주장에 대해 다른 측면에서 사고하고 평가할 수 있는 기회를 제공하고자 한다. 둘째, 현재도 진행 중인 두 연금제도의 개혁안이 모두 완료된 상황을 가정하여 형평성을 재분석한다.

III. 국민연금과 공무원연금의 개혁

1. 국민연금제도 개혁

산업화 과정에서 개인의 노력만으로 해결하기 어려운 각종 사회적 위험이 부각됨에 따라 모든 국민을 보호하여 빈곤을 해결하고 삶의 질을 제고하기 위해 사회보험을 도입하기 시작하였고, 한국은 1970년대 후반에 의료보험을 도입한 이후 1988년에 국민연금제도를 도입하였다. 국민연금제도를 도입할 당시에는 10인 이상 사업장의 근로자(18세 이상 60세 미만) 및 사업주만을 가입대상으로 한정하였으나 1992년부터 상시근로자 5~9명 사업장으로까지 확대하였다. 이후 1995년 7월 1일부터는 농어촌지역으로, 8월 4일부터는 상시근로자 5명 이상 사업장의 외국인 근로자로까지 확대·적용하였다.

이후 1999년 4월 1일부터 도시지역으로 확대·적용하여 제도 도입 후 10여 년 정도 만에 제도적으로는 전 국민 연금시대를 달성하게 되었으며, 2003년 7월 1일부터 5인 미만의 영세사업장, 근로자 1인 이상 법인, 전문직종 사업장뿐만 아니라 임시직, 일용직, 시간제 근로자도 가입할 수 있게 되면서 노후소득보장기능을 보편화하였다.

국민연금제도에 대한 비판은 주로 광범위한 사각지대와 재정불안정에 집중되며, 미시적인 제도 개선은 사각지대 해소 차원에서 그리고 개혁은 재정불안정을 완화하는 차원에서 이루어져 왔다. 사각지대를 해소하기 위해 가입자를 지속적으로 확대시켜 왔다. 그 예로 2003년 시간제 근로자에 가입자격을 부여 시 '월 80시간 이상 근로'라는 규정을 마련하였는데, 2010년부터는 이를 월 60시간으로 완화하고, 2018년부터는 1개월 이상 근로하면서 월 8일 이상 또는 월 60시간 이상 근로하는 일용직 근로자도 사업장가입자로 인정하였다. 그럼에도 불구하고 국민연금제도의 혜택을 누리지 못하는 사각지대가 방대하게 존재하는데, 특히 지역가입자의 사각지대가 심각하다. 국민연금제도는 보험료 납부가 어려운 경우, 보험료 납부를 유예할 수 있는데 2020년 3월 기준 지역가입자 712만 명 중 약 46%(328만 명)가 보험료를 납부하지 못하고 있다. 2018년 기준 국민연금 가입대상자 2,184만 명 중 납부예외자 370만 명과 장기체납자 98만 명을 포함하여 사각지대에 놓인 대상자가 21.3%를 차지한다(김혜진 외 2020).

국민연금제도의 개혁은 크게 1998년과 2007년 두 번 단행되었다. 두 번의 개혁 모두 재정의 안정화 또는 지속가능성이 목표였는데, 국민연금 도입 시 소득대체율은 70%로 높게 설정한 반면 이를 실현하기 위한 보험료는 3%(점진적으로 9%로 상향)에 불과해 세계적으로 유례없는 '저부담·고급여'라는 태생적 결함을 지녔기 때문이다.

이에 1998년 재정안정화를 위한 국민연금제도의 1차 개혁이 시도되었는데, 당시 국민연금의 역사가 짧고 가입자도 많지 않아 정부 주도로 개혁이 단행되었다. 이때 재정안정화를 위해 40년 가입 시 소득대체율을 70%에서 60%로 낮추고 법정수급연령을 60세에서 65세로 상향조정(2013년부터 매 5년마다 1세씩)하였다. 특히 5년마다 국민연금의 재정수지를 계산하도록 했는데 이는 국민연금에 대한 종합운영계획을 마련하는 토대가 되었다.

1차 개혁을 바탕으로 2003년 1차 재정재계산을 실시한 결과 2047년 기금이 고갈될 것으로 예측되었다. 이에 2007년 2차 개혁이 이루어졌는데, 소득대체율을 크게 인하하는 것이 주요 내용이었다. 40년 가입 시 소득대체율을 60%에서 50%로 10%p 만큼 즉시 인하하고, 매년 0.5%p씩 낮추어 2028년에 40%까지 하향조정하도록 하였다.

〈Table 1〉 Main Contents of the 1st and 2nd Reform of the National Pension

	First reform in 1998	First reform in 2007
Income replacement rate	70%→60%	60%→40% (immediately cut to 50% from 2008, and gradual cut to 40% by 2028)
Legal age of pension receipt	60→65 (born in 1952: 60, born in 1953~56: 61, born in 1957~60: 62, born in 1961~64: 63, born in 1965~68: 64, born after 1969: 65)	-
Etc	financial estimates every 5 years	introduction of basic old-age pension

Source: Ministry of Health and Welfare(2013).

이후 2008년 제2차 재정재계산을 수행하였는데, 2007년 개혁으로 인해 기금소진시기가 2060년으로 개혁 이전에 비해 13년 연장될 것으로 추정되었다(보건복지부 2013). 그리고 2013년의 제3차 재정재계산이, 2018년에 제4차 재정재계산이 시행되었는데, 제4차 재정재계산 결과 기금이 2057년 소진되어 기존의 추계에 비해 고갈시점이 앞당겨질 것이라는 결과가 도출되었다.

〈Table 2〉 Main Contents of Fiscal Estimation

	1st in 2003	2nd in 2008	3rd in 2013	4th in 2018
Deficit	2036	2044	2044	2042
Depletion of fund	2047	2060	2060	2057

Source: Ministry of Health and Welfare(2018).

2. 공무원연금제도 개혁

공무원연금제도는 1960년에 도입되었는데 이는 국내 공적연금 중 최초로 도입된 것이었다. 도입 이후 재정수지 흑자 상태에서 1993년부터 적자로 전환되었다. 이에 1995년도에 제1차 개혁을 단행하였는데 재정불안이 해결되지 못한다는 지적과 1990년도 말 외환위기로 인해 대규모 재정수지 적자가 발생하여 2000년 제2차 개혁을 단행하였다. 이후에도 재정문제는 지속되었으나 이에 더하여 2007년도에 국민연금제도의 개혁이 단행되면서 두 제도 간 형평성 문제를 완화하고자 2009년 제3차 개혁이 시행되었다. 당시 연금수급액을 산정하는 기준을 퇴직 전 3년 평균보수월액 대신 가입기간 평균 기준소득월액으로 전환하고, 기여율은 6.3%에서 7%로 상향조정하고 법정수급연령을 60세에서 65세로 상향조정했다. 당시 소득대체율은 76%에서 62.7%로 하향조정했는데 신규 임용된 공무원에게만 적용하였을 뿐 기존의 공무원에게는 적용하지 않아 공무원 간 형평성 문제뿐만 아니라 직면한 재정문제를 해결하는데 실효성이 크지 않다는 지적이 지속되었다.

공무원연금은 제도 실시 이후 장기간 동안 사회경제적 환경의 변화를 반영하기 위해 1995년, 2000년, 2009년 3번에 걸친 개혁에도 불구하고 부담에 비해 급여가 많아 연금재정이 악화되는 구조적 문제를 해결하지 못한 상태였다. 아래 〈Table 3〉은 공무원연금제도의 1차, 2차, 3차 개혁 중 수급액에 영향을 줄 수 있는 주요 지표인 기여율, 지급률, 법정수급연령을 보여준다.

〈Table 3〉 Main Contents of the 1st, 2nd, and 3rd Reforms of the Government Employees Pension

	1st in 1995	2nd 2000	3rd in 2009
Contribution rate	3.5%→4.2%	4.2%→5.5%	5.5%→7.0%
Payment rate	-	2.1%→1.9%	-
Legal age of pension receipt	60		

특히 공무원 수가 증가하는 동시에 퇴직자 중 연금수령을 선택하는 비중이 급격히 증가(1982년 32.6%, 1990년 49.9%, 2000년 78.2%, 2015년 94%)하고 이에 더하여 그들의 기대수명이 증가한 결과 정부의 보전금도 빠르게 증가해 국민들의 불만도 거세졌다(인사혁신처 2016).

이에 2015년 제4차 개혁이 단행되었는데, 공무원연금제도를 장기적으로 운영하기 위한 지속가능성(sustainability), 세대 내·세대 간 형평성(equity), 연금급여의 적정성(adequacy)을 개혁의 주된 목표로 설정하고 다양한 제도 개선이 이루어졌다. 다양한 제도 개선의 내용은 '부담금을 높이고, 연금액과 수령시기는 낮추는 방식'으로 요약할 수 있다. 아래 〈Table 4〉는 공무원연금의 제4차 개혁안의 내용을 요약한 것인데, 기존에 비해 불리하게만 변경된 것은 아니다. 대표적인 것이 기존에는 연금을 수령하기 위해 20년을 가입했어야 했지만 이후에는 10년만 가입하더라도 연금수령이 가능하도록 제도가 변경되었다.

〈Table 4〉 Contents of the Government Employees Pension Reform in 2015

	Before reform	After reform
Contribution rate	7%	9%(increase by 2020)
Pension payment rate	1.9%	1.7%(decrease by 2035)
Legal age of pension receipt	up to 2009: 60 since 2010: 65	65 for all(gradual increase)
Income redistribution	none	1.0% of the 1.7% payment rate is invested in redistribution
Upper limit of monthly standard income[3)]	1.8 times	1.6 times
Contribution payment period limit	33 years	36 years(phased up from less than 21 years of employment)
Minimum subscription period for pension receipt	20 years	10 years
Reduced payment rate of survivor's pension	up to 2009: 70% since 2010: 60%	60% for all
Pension amount	adjusted by inflaton rate	same amount from 2016 to 2020
Reinforcement of pension suspension system	suspension of pension when re-appointed to civil servants, military personnel or private schools	suspended also for electoral public officials and high-income people who re-employment in government-funded and donated organizations
	pension suspension is determined based on monthly average wages of workers (3.38 million won)	suspension is determined based on the average monthly pension amount for all pensioners(2.24 million won)
	real estate rental income is not subject to suspension	real estate rental income is also included in the income subject to suspension
Introduced the split pension system	none	50% of pension for persons with a marriage period of 5 years or more
Introduced disability pension for non-public service	none	Payment upon retirement due to non-public disability

Source: Ministry of Personal Management (2016).

3) 직급이 높은 공무원의 과도한 수급액을 방지하기 위해 전 공무원을 기준하여 평균 월소득 대비 일정 한도를 마련하는 제도로 일종의 연금액 상한제이다.

아래 〈Table 5〉는 국민연금과 공무원연금의 내용을 요약한 것이다.

〈Table 5〉 Comparison of National Pension and Public Service Pension

	National pension	Government employees pension
Year of introduction	1988	1960
Reform year	1998, 2007	1995, 2000, 2009, 2015
Legal age of pension receipt	gradual increase(60 years old→65 years old)	
Minimum subscription period for pension receipt	10years	
Total contribution rate	9%	18%
Income replacement rate (Based on 30-year subscription)	30%(since 2028)	51%(since 2035)
Components of pension	income redistribution (A) and income proportion (B)	
Basic pension qualification	lower than 70% of income(up to 300,000 won)	none
Pension payment guarantees by the government	no	yes (article 69 of the Government Employee Pension Act)

Ⅳ. 형평성 분석모형

국민연금과 특수직역연금 간 형평성 분석을 위해서는 제도개혁에 의한 보험료율 및 급여산식 변화로 인한 영향은 불가피하지만, 거시경제 및 인구통계적 변수는 선행연구에서도 언급하였듯이 분석시점마다 변동되거나 각 공적연금별 경험통계를 적용하므로 이러한 요인들에 의한 변화는 통제되어야 한다. 그러므로 소득, 연령, 가입기간 등이 동일한 근로자가 다른 공적연금(국민연금, 공무원연금, 사학연금, 군인연금 등)에 가입할 경우 향후 받게 될 연금급여 산식에 의해서만 발생하는 연금급여액의 차이를 산출할 필요가 있다. 즉, 보험료율(기여율), 가입기간, 기준소득월액, 수명 등에 의한 급여액의 차이는 말 그대로 차이라고 간주될 수 있지만 이러한 조건들이 동일한데도 수급액이 다르다면 이는 차별 또는 형평성의 문제라고 할 수 있다.

〈Table 6〉 Approach to Equity Analysis by Public Pension Plan

Factors influencing pension amount	Characteristics of profit ratio	Assuming the same worker	Analysis model
Contribution rate	difference	remove	comparison of pension amount
Subscription period			
Monthly income amount			
Life span			
Pension amount formula (payment rate)	discrimination	equity analysis	

이에, 본 연구에서는 연금급여 산식에 의한 형평성 여부를 판별하기 위해 현재시점 국민연금 전체가입자의 연급수급 전 3년간의 기준소득월액의 평균값(이하 A값)을 토대로 가입기간 중 기준소득월액의 평균액(이하 B값)과 가입기간이 동일한 가입자가 각 공적연금 가입 시 부담하는 보험료 대비 받을 첫 예상연금액의 비율을 측정하는 방식을 이용하고자 한다.

국민연금과 특수직역연금 간 형평성 분석을 위한 분석대상 연금제도는 국민연금과 공무원연금으로 한정한다. 특수직역연금은 유사한 보험료율과 급여체계를 갖추고 있으므로 특수직역연금 중 가입자 수가 많고 역사가 긴 공무원연금제도와 국민연금을 비교하기로 한다.

다음으로 분석대상자 설정과 관련하여 공무원연금의 지급률을 1.7%까지 인하하는 정책이 2035년까지 적용된다는 점, 공무원연금 및 국민연금의 수급개시연령이 2035년에 완료되는 점 등을 감안하여 국민연금과 공무원연금 가입자가 2021년 초에 가입했을 경우와 모든 개혁이 완료된 시점인 2035년 초에 가입한 경우로 구분하여 분석하기로 한다.

분석모델에 해당하는 국민연금과 공무원연금의 보험료율과 급여산식을 살펴볼 필요가 있다. 먼저, 보험료율의 경우 국민연금은 직장가입자 기준으로 기준소득월액의 9%를 사용자와 근로자가 4.5%씩 부담하는 반면, 공무원연금은 기준소득월액의 18%를 국가와 공무원이 9%씩 부담하고 있다.[4] 즉 공무원연금 가입자는 국민연금 가입자에 비해 두 배의 보험료를 납부하고 있다.

4) 정확한 표현은 공무원연금의 경우 본인 기준소득월액의 9%에 해당하는 기여금을 매월 납부하며, 국가 및 지방자치단체는 보수예산의 9%에 해당하는 부담금을 연 4회 납입한다.

〈Table 7〉 Contribution Rate: General Workers vs. Government Employees

(unit: %)

Pension types	Contribution rate by paying entity	
Public pension	general employee	4.5
	employer	4.5
Government employees pension	government employee	9.0
	government	9.0

다음으로 급여산식은 국민연금의 경우 10년 이상 가입자에 대해 '기본연금액 + 부양가족연금액'으로 구성되는데 기본연금액은 A값(소득재분배 기능으로 2020년 기준 월 약 254만 원)과 B값(소득비례 부분으로 2020년 기준 상한액 503만 원) 그리고 가입기간(n: 20년 초과가입 월 수)에 따라 결정된다. 2021년 기준 국민연금 기본연금액 산식은 다음과 같다.[5)]

$$\left[1.305\times P_1+1.29\times P_2+\cdots\cdots+1.2\times P_8\right]\times\frac{(A+B)}{12\times P}\times(1+\frac{0.05\times n}{12})$$

여기서 소득대체율 상수(2021년 현재 1.305)는 2008년 1.5에서 매년 0.015씩 작아져 2028년에는 1.2로 고정된다. 또한, P_1, P_2는 각각, 2021년, 2022년 가입월수, P_8은 2028년부터의 가입월수, P는 가입자의 전체 가입월수를 나타낸다.

반면, 공무원연금의 경우 2015년 연금제도 개혁에 의해 연도별 지급률이 2016년 이후 재직연도별로 1.878~1.7%로 낮아지면서 2035년부터는 1.7%를 적용하게 된다. 따라서 분석대상인 2021년 가입자의 경우 연도별 지급률이 1.78%부터 적용되며 2035년 가입자는 1.7%가 적용된다.[6)]

5) 국민연금공단 홈페이지의 2021년 예상연금월액에 기재된 산식을 참조하기 바란다.
6) 공무원연금공단 홈페이지의 개정연금자료실 내용을 참조하기 바란다.

〈Table 8〉 Payment Rate of Government Employees Pension

(unit: %)

Applicable year	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Payment rate	1.878	1.856	1.834	1.812	1.79	1.78	1.77
Applicable year	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Payment rate	1.76	1.75	1.74	1.736	1.732	1.728	1.724
Applicable year	2030	2031	2032	2033	2034	2035 ~	
Payment rate	1.72	1.716	1.712	1.708	1.704	1.70	

또한, 국민연금과 같이 10년 이상 가입자에 대해 소득재분배 산식(1% 지급률 적용)과 소득비례구간 산식(1% 제외 비율 및 360개월 초과 재직기간)을 도입하였다. 이를 반영한 2016년 이후 기간에 대한 연금산식은 다음과 같다.[7)]

$$\left[\text{소득재분배 적용비율} \times 1\% + \sum(\text{연도별 지급률} - 1\%)\right] \times \left(B\text{값} \times \text{이행률} \times \frac{360\text{개월 이하 가입월수}}{12}\right) + B\text{값} \times \text{이행률} \times \frac{360\text{개월 초과가입월수}}{12} \times 1.7\%$$

상기 산식에서 소득재분배 적용비율은 퇴직 전 3년간 전체공무원 평균 기준소득월액(A값, 2020년 기준 539만 원) 대비 전체 가입기간 평균 기준소득월액(B값)에 대한 적용비율을 의미하는데 A값 대비 B값의 비율에 따른 소득재분배 적용비율은 다음과 같다.[8)]

7) 공무원연금공단의 2020 공무원연금실무 자료(공무원연금공단 2020)를 참조하기 바란다.
8) 공무원연금공단의 2020 공무원연금실무 자료(공무원연금공단 2020)를 참조하기 바란다.

〈Table 9〉 Income Redistribution Application Rate according to B/A Ratio

(unit: %)

B/A	Application Rate
0.2 or more and less than 0.3	300
0.3 or more and less than 0.4	216.67
0.4 or more and less than 0.5	175
0.5 or more and less than 0.6	150
0.6 or more and less than 0.7	133.33
0.7 or more and less than 0.8	121.43
0.8 or more and less than 0.9	112.5
0.9 or more and less than 1.0	105.56
1.0 or more and less than 1.1	100
1.1 or more and less than 1.2	95.45
1.2 or more and less than 1.3	91.67
1.3 or more and less than 1.4	88.46
1.4 or more and less than 1.5	85.71
1.5 or more and less than 1.6	83.33
1.6 or more	81.25

또한, 이행률은 공무원연금법 시행령 부칙 제10조에 의해 2010년 이후 연금액 산정을 위해 2009년 이전 경력과 2010년 이후 재직기간별로 평균기준소득월액에 적용하는 비율을 의미한다. 분석대상인 2021년, 2035년 가입자는 2010년 이후 신규가입자에 해당하므로 신규가입자의 이행률은 77.25~103.44%를 적용하고 있다.

분석대상 가입자의 가입기간에 대한 가정과 관련하여 국민연금과 공무원연금 모두 연금수급을 위한 최소 가입기간이 10년이지만 공무원연금의 경우 2016년 제도개혁으로 최대가입기간이 36년으로 연장된 상황이다. 이를 고려하여 가입기간은 각 연도 가입자별로 10년, 20년 30년 36년을 가정하기로 한다. 마지막으로 연금 수급시점의 A값과 B값에 대한 가정으로는 각 연도 가입자 및 가입기간 별 2020년 기준 국민연금 A값(2,539,734원, 약 254만원)을 기준으로 각 국민연금과 공무원연금 가입자의 B값이 A값의 50%, 100%, 150%인 경우와 2020년 기준 국민연금 B값의 상한인 503만 원인 경우를 분석하기로 한다.

또한, A값은 매년도 말 산출되는데 장래 A값이 300만 원, 400만 원에 대해 B값이 A값

의 50%, 100%, 150%인 경우에 대해서도 각각 분석하기로 한다. 분석결과에서는 상기 언급한 가정 및 각 국민연금과 공무원연금의 연금지급률 등을 각 연금 산식에 반영한 주요결과를 살펴보기로 한다.

V. 분석결과

앞서 언급하였듯이 공무원연금 가입자가 납입하는 보험료는 국민연금 가입자의 두 배 수준이다. 그렇다면 형평성 관점에서 공무원연금 가입자는 국민연금 가입자보다 두 배 정도 보험료를 납입하고 있기 때문에 받을 연금도 두 배가 되어야 형평성에 부합한다고 볼 수 있다. 이러한 관점에서 2021년 가입과 2035년 가입의 경우로 나누어 주요 분석결과를 살펴보고자 한다.

공통적으로 가입시점에 상관없이 공적연금 급여산식의 특성상 국민연금과 공무원연금 모두 가입기간과 소득수준에 비례하여 예상 월 연금액은 높아지는 점을 확인할 수 있다. 예상할 수 있듯이 월 연금액 자체는 공무원연금이 국민연금에 비해 모든 구간에서 높게 나타나고 있다.

급여 형평성 측면에서 2021년 가입의 경우 동일한 소득의 가입자가 동일하게 10년을 공무원연금과 국민연금에 가입했을 경우 최초 국민연금월액 대비 최초 공무원연금월액의 비율인 연금급여비율은 1.19~1.65배로 나타났다. 즉, 공무원연금이 국민연금액에 비해 1.19~1.65배 높은 수준이다. 이러한 연금급여비율은 가입기간 증가에 따라 높아지는데 20년의 경우는 1.35~1.86배로 나타났다. 가입기간이 20년 이하이면서 국민연금의 B값 상한 이하에 속하는 공무원연금 가입자는 국민연금 가입자에 비해 두 배로 많은 보험료를 지불함에도 수령하는 연금급여는 납입한 보험료에 상응한 금액을 받지 못할 것으로 예상되는 구조이다. 반면, 가입기간 30년과 36년의 경우 연금급여비율은 각각 1.46~2.01배, 1.45~2.12배로 나타났는데 가입기간 30년의 경우 B값이 A값의 약 1.95배인 495만 원 이상에서, 36년인 경우는 B값이 A값의 약 1.67배인 424만 원 이상에서 연금급여비율이 2배 이상으로 나타났다. 즉, 가입기간이 30년 이상이면서 B값이 A값보다 클수록 높을수록

국민연금 대비 공무원연금의 연금급여비율은 높아지고 있다.

이러한 결과가 나타난 이유는 국민연금은 가입기간에 관계없이 B값의 증가에 따라 급여증가율이 일정하게 나타나는 데 비해 공무원연금의 경우 B값이 증가하면서 급여증가율이 체증하는 형태로 나타나기 때문이다. 즉, 국민연금의 경우 동일한 가입기간에서 B값과 A값이 동일한 가입자의 연금액은 B값이 0.5A인 가입자대비 1.33배, B값이 1.5A인 가입자 대비 0.8배의 급여수준이 유지되고 있다. 반면, 공무원연금은 소득재분배 산식이 적용되는 30년 이하 가입기간에 대해서는 B값이 A값과 동일한 가입자의 연금액은 B값이 0.5A인 가입자 대비 1.55배, B값이 1.5A인 가입자 대비 0.73배 수준을 나타내고 있다. 가입기간 36년인 경우, 30년 초과 가입기간에 대해서는 소득재분배 산식이 적용되지 않기 때문에 B값이 A값과 동일한 가입자의 연금액은 B값이 0.5A인 가입자 대비 1.61배, B값이 1.5A인 가입자 대비 0.73배 수준을 나타내고 있다.

〈Table 10〉 Expected Monthly Pension Amount according to the Subscription Period and Income Level of Employee in 2021(Using A-value of 2021)

(unit: won, times)

Subscription period	B	Public pension(C)	Government employees pension(D)	Ratio (D/C)
10 years	0.5A	197,147	234,948	1.19
	A	262,862	365,195	1.39
	1.5A	328,578	495,432	1.51
	5.03 million	391,734	645,517	1.65
20 years	0.5A	387,627	522,587	1.35
	A	516,836	810,198	1.57
	1.5A	646,045	1,097,785	1.70
	5.03 million	770,220	1,430,099	1.86
30 years	0.5A	578,107	844,208	1.46
	A	770,809	1,307,455	1.70
	1.5A	963,512	1,770,664	1.84
	5.03 million	1,148,707	2,306,507	2.01
36 years	0.5A	692,395	1,007,230	1.45
	A	923,193	1,620,396	1.76
	1.5A	1,153,992	2,233,522	1.94
	5.03 million	1,375,799	2,916,560	2.12

상기 결과는 현재시점의 A값(254만 원)을 가정한 것이며, 이에 추가적으로 A값을 300만 원, 400만 원으로 설정하여 연금급여비율을 산출하였다. 분석 결과를 살펴보면, 국민연금의 경우 급여산식의 특성상 가입기간이 동일한 상태에서 A값과 B값의 합이 동일할 경우 예상수령액은 동일하게 나타나는 것을 알 수 있다. 또한, 연금급여비율은 A값에 관계없이 모두 2배 이하로 나타났다. 다만, 30년 이상의 가입기간은 A값 수준 자체보다는 A값 대비 B값의 비율이(가입기간 30년은 1.95배, 36년은 1.67배) 일정수준 이상일 경우 연금급여비율이 2배 이상으로 나타났다.

〈Table 11〉 Expected Monthly Pension Amount according to the Subscription Period and Income Level of Employee in 2021 (Using 3 or 4 million won as A-value)

(unit: won, times)

Subscription period	A	B	Public pension(C)	Government employees pension (D)	Ratio (D/C)
10 years	3 million	0.5A	232,875	277,527	1.19
	4 million		310,500	370,036	
	3 million	A	310,500	431,378	1.39
	4 million		414,000	575,171	
	3 million	1.5A	388,125	582,218	1.51
	4 million		517,500	780,290	
20 years	3 million	0.5A	457,875	617,293	1.35
	4 million		610,500	823,058	
	3 million	A	610,500	957,027	1.57
	4 million		814,000	1,276,036	
	3 million	1.5A	763,125	1,296,733	1.70
	4 million		1,017,500	1,728,977	
30 years	3 million	0.5A	682,875	997,220	1.46
	4 million		910,500	1,329,600	
	3 million	A	910,500	1,544,400	1.70
	4 million		1,214,000	2,059,200	
	3 million	1.5A	1,138,125	2,091,555	1.84
	4 million		1,517,500	2,788,740	
36 years	3 million	0.5A	817,875	1,189,767	1.45
	4 million		1,090,500	1,586,356	
	3 million	A	1,090,500	1,914,054	1.76
	4 million		1,454,000	2,552,072	
	3 million	1.5A	1,363,125	2,638,294	1.94
	4 million		1,817,500	3,517,725	

한편, 2021년과 동일한 기준소득월액과 가입기간을 가정한 상태에서 국민연금과 공무원연금의 제도 개혁이 마무리되는 2035년 가입의 경우 국민연금의 소득대체율 상수가 1.2로 고정되고 공무원연금의 급여지급률도 고정된 1.7%를 적용받는 시점이므로 국민연금과 공무원연금의 예상연금월액은 2021년 가입자에 비해 낮은 금액을 보여주고 있다. 그러나 감소금액은 가입기간에 따라 다소 다를 수 있으나 국민연금의 경우 2021년 대비 월 약 6,700~13,000원 감소하며, 공무원연금도 월 약 4,600~25,000원 감소에 그쳐 지급률 조정으로 인한 연금급여 감소효과는 크지 않은 것으로 판단된다.

연금급여비율은 2021년 결과와 거의 유사한 결과를 나타내고 있어 2021년 가입과 마찬가지로 가입기간이 30년 이상이면서 B값이 일정수준 이상이어야 국민연금액 대비 2배 이상의 연금을 수령할 것으로 예상되었다. 예를 들어, 30년 가입의 경우 B값이 492만 원에서, 36년 가입의 경우 423만 원에서 국민연금 급여의 두 배에 도달하게 된다.

〈Table 12〉 Expected Monthly Pension Amount according to the Subscription Period and Income Level of Employee in 2035

(unit: won, times)

Subscription period	B	Public pension(C)	Government employees pension(D)	Ratio (D/C)
10 years	0.5A	190,480	230,341	1.21
	A	253,973	355,982	1.40
	1.5A	317,467	481,612	1.52
	5.03 million	378,487	627,269	1.66
20 years	0.5A	380,960	516,948	1.36
	A	507,947	798,919	1.57
	1.5A	634,934	1,080,867	1.70
	5.03 million	756,973	1,407,761	1.86
30 years	0.5A	571,440	838,112	1.47
	A	761,920	1,295,264	1.70
	1.5A	952,400	1,752,378	1.84
	5.03 million	1,135,460	2,282,363	2.01
36 years	0.5A	685,728	1,000,925	1.46
	A	914,304	1,607,786	1.76
	1.5A	1,142,880	2,214,607	1.94
	5.03 million	1,362,552	2,891,585	2.12

2035년 가입의 경우도 A값을 300만 원, 400만 원으로 설정하여 연금급여비율을 산출하였다. 급여지급률 감소로 인한 연금액 차이가 크지 않은 상황에서 2021년 가입과 마찬가지로 A값에 관계없이 연금급여비율은 모두 2배 이하로 나타났다. 결국, 2021년 가입과 마찬가지로 2035년 가입자도 A값 대비 B값의 비율에 비례하여 연금급여비율이 증가하였다. 또한, 가입기간이 짧을수록 A값과 B값의 차이 또는 A값 대비 B값의 비율이 더 커야 연금급여비율이 2배에 도달하게 된다.

〈Table 13〉 Expected Monthly Pension Amount according to the Subscription Period and Income Level of Employee in 2021 (Using 3 or 4 million won as A-value)

(unit: won, times)

Subscription period	A	B	Public pension(C)	Government employees pension(D)	Ratio (D/C)
10 years	3 million	0.5A	225,000	272,085	1.21
	4 million		300,000	362,780	
	3 million	A	300,000	420,495	1.40
	4 million		400,000	560,660	
	3 million	1.5A	375,000	568,893	1.52
	4 million		500,000	758,524	
20 years	3 million	0.5A	450,000	610,632	1.36
	4 million		600,000	814,176	
	3 million	A	600,000	943,704	1.57
	4 million		800,000	1,258,272	
	3 million	1.5A	750,000	1,276,748	1.70
	4 million		1,000,000	1,702,331	
30 years	3 million	0.5A	675,000	990,000	1.47
	4 million		900,000	1,320,000	
	3 million	A	900,000	1,530,000	1.70
	4 million		1,200,000	2,040,000	
	3 million	1.5A	1,125,000	2,069,955	1.84
	4 million		1,500,000	2,759,940	
36 years	3 million	0.5A	810,000	1,182,319	1.46
	4 million		1,080,000	1,576,426	
	3 million	A	1,080,000	1,899,158	1.76
	4 million		1,440,000	2,532,211	
	3 million	1.5A	1,350,000	2,615,951	1.94
	4 million		1,800,000	3,487,935	

결론적으로 국민연금과 공무원연금의 급여형평성 분석결과는 다음의 3가지로 정리될 수 있다. 먼저, 가입기간이 증가하고 B값이 증가할수록 국민연금 연금액은 일정하게 증가하는 반면, 공무원연금 연금급여의 증가속도가 더 빨리 증가하여 연금급여비율이 증가함을 알 수 있다. 그러나 가입기간 A값과 B값의 차이 또는 A값 대비 B값의 비율이 일정수준을 넘어서야 연금급여비율이 2배에 도달하는 것으로 나타났다. 즉 일반적인 상황에서는 국민연금이 공무원연금에 비해 유리하다고 할 수 있지만 장기근속을 하고 임금수준이 높아질수록 공무원연금이 유리하게 된다. 다음으로, 가입기간이 증가함에 따라 연금급여비율이 2배에 도달하기 위한 A값과 B값의 차이 또는 A값 대비 B값의 비율은 줄어드는 것으로 나타났다. 예를 들어, 가입기간이 30년 이상이면서 B값이 A값 대비 1.95배, 36년의 경우 1.67배에 가까운 금액에 도달할 때, 연금급여비율이 2배를 초과하는 경향을 보여주었다. 마지막으로 동일한 가입기간하에서 국민연금은 공무원연금에 비해 A값 대비 B값이 증가하여도 급여상승효과가 작다는 것은 국민연금이 공무원연금에 비해 세대 내 재분배효과가 크다는 점을 보여준다.

이러한 결과를 통해 일반적인 근로자나 공무원을 가정 시 산식 자체는 공무원연금이 국민연금에 비해 유리한 구조는 아니라는 것을 알 수 있다. 그럼에도 불구하고 공무원연금의 급여액이 일반 근로자의 급여액보다 월등히 많은 이유는 크게 3가지 정도로 요약할 수 있다. 첫째, 공무원이라는 직업 특성 상 안정성(장기근속)이 높고 보수수준도 꾸준히 증가하고 있다는 것이다. 예를 들어, 일반 근로자 대비 공무원의 급여수준은 2012년 83.7%에서 2019년 86.1%로 완만한 증가추세를 보여주고 있다(2019년도 민·관 보수수준 실태조사 결과). 여기에 주거 또는 교육비 마련을 위한 저금리의 대출 또는 복지제도가 뒷받침되고 있어 높은 보험료를 부담할 수 있는 여력이 있는 것으로 판단된다.[9)]

다음으로 소득 재분배기능을 나타내는 A값에 의한 연금수령액 차이를 들 수 있다. 2020년 기준 국민연금의 A값은 2,539,734원인데 비해 공무원연금은 5,390,000원이다. 예를 들어 30년 가입을 기준으로 2021년 현재 국민연금의 생애평균소득(B값) 상한인 5,030,000원인 가입자의 경우를 비교해 보기로 한다. 국민연금의 A값을 적용할 경우 국

9) 공무원연금공단은 연금사업 이외에도 대여학자금, 연금대출, 금융기관 알선대출 등의 융자사업과 임대 주택사업을 영위하고 있다.

민연금 가입자의 예상연금월액은 1,148,707원인데 비해 동일한 조건의 공무원연금액은 2,306,507원으로 급여비율은 약 2배가 된다. 그러나 공무원연금액 A값을 적용하여 산정하면 공무원연금액은 2,673,344원이 되어 국민연금과의 급여비율은 2.33배로 벌어지게 된다. 만약, 국민연금 가입자도 공무원연금의 A값을 적용한다면, 예상연금월액은 1,581,235원이 되어 연금급여비율은 1.69배로 낮아지게 된다. 결국, 국민연금 가입자 집단의 A값이 공무원연금 가입자 집단에 비해 현저히 낮아 이로 인한 소득 재분배 기능에 의해 동일 조건 가입자의 예상연금월액 차이가 발생한다고 볼 수 있다.

마지막으로 국민연금과 공무원연금의 기준소득월액 상한의 차이가 존재하기 때문이며, 이는 다시 국민연금의 A값을 낮추는 원인이 되기도 한다. 국민연금의 경우 2020년 기준 기준소득월액 상한이 503만 원으로 실제소득이 월 503만 원 이상인 가입자도 기준소득월액이 503만 원으로 제한된다. 반면, 공무원연금의 경우는 2020년 기준 기준소득월액 상한이 전체공무원 평균기준소득월액의 1.6배에 해당하는 약 862만 원이다. 기준소득월액은 보험료 납입에도 영향을 미치지만 급여산정 측면에서 국민연금의 상대적으로 낮은 기준소득월액 상한적용은 A값과 B값 산정에도 영향을 미치기 때문에 국민연금액이 현저히 낮을 수밖에 없다. 반면, 공무원연금의 기준소득월액의 상한은 연금수급상한액으로 2016년 연금제도개혁 당시 고액 연금수급 방지를 위해 전체공무원 평균기준소득월액의 1.8배에서 1.6배로 낮추었으나 여전히 국민연금 기준소득월액 상한액에 비해 월등히 높은 수준이다.

VI. 결론 및 시사점

기대수명 증가로 인해 직면하게 되는 장수리스크를 관리하기 위한 최적의 방법 중 하나로 연금이 지목되어 왔다. 공적연금과 함께 퇴직연금 및 개인연금 등과 같은 다층노후소득보장체계가 구축되어 있다고 하더라도 강제인 공적연금의 사회경제적 기능은 매우 중요할 수밖에 없으며, 실제로 국민들이 노후준비를 위해 가장 많이 의존하고 있는 것이 연금이며 그중에서도 공적연금이다(통계청 2019). 그러므로 공적연금에 대한 국민적 관심은 높을 수밖에 없으며, 이는 국민연금과 공무원연금 간 형평성에 대한 지적과 불만으로 이어져 왔

다. 즉 국민연금의 수급액이 공무원연금의 수급액에 비해 턱없이 적다는 불만이다.

하지만 두 연금액 자체를 비교하는 것은 형평성을 논의하기에 합리적이지 못한 접근이다. 예를 들어, 공무원연금은 국민연금에 비해 30년 정도 일찍 도입되었기 때문에 가입기간에서 차이가 발생하므로 공무원 전체 집단의 평균 수급액과 일반 근로자의 평균 수급액을 비교하여 형평성을 논의할 수 없다. 혹여 두 연금제도가 동일한 시점에 도입되었다고 하더라도 직무 특성상 공무원의 가입(근로)기간이 일반 근로자에 비해 장기이기 때문에 역시 공무원 전체 집단의 평균 수급액과 일반 근로자의 평균 수급액을 비교하여 형평성을 논의할 수 없다. 물론 두 집단 간 급여 차이 역시 연금액의 차이를 유발하는 원인이기도 하다.

이에 본 연구에서는 두 연금제도 간 형평성을 논의하기 위해 연금액이 결정되는 급여산식을 비교해 가입기간과 소득이 동일한 사람이 공무원으로 근로할 때 그리고 일반 근로자로 근로할 때를 가정하여 수령하게 되는 연금액을 비교하였다. 분석 결과, 대부분의 근로기간과 소득수준에서 공무원연금 수급액이 국민연금 수급액에 비해 2배가 되지 못했다. 즉 공무원연금의 기여율이 국민연금의 두 배라는 점을 고려할 때, 공무원연금이 국민연금에 비해 유리하다고 볼 수 없다. 이는 동일한 소득과 가입기간을 가정할 때 급여산식 자체는 국민연금이 공무원연금에 비해 유리하게 설계되어 있다는 것을 의미한다.

그렇다고 국민연금이 공무원연금에 비해 무조건 유리하다고 일반화하기는 어렵다. 가입기간이 장기이면서 소득이 높은 공무원은 국민연금보다 2배가 넘은 수급액을 받게 된다. 또한 급여산식에서 국민연금에 비해 공무원연금은 A값이 월등히 높고, 기준월소득액 상한도 매우 높다는 이점이 있다. 또한 공적연금이 '저부담-고급여'체계로 설계된 상황에서 공무원연금의 높은 보험료율(국민연금의 두 배)은 오히려 혜택으로 간주될 수 있다.

그동안 국민연금과 공무원연금 모두 수차례 개혁을 단행해 왔으며, 그때마다 사회적 분쟁과 혼란이 야기되었다. 특히 수차례의 개혁이 연금제도별로 단행되면서 야기되는 사회적 분쟁과 혼란은 가중되었다. 그동안 두 연금제도 간 수급액 자체를 비교하는 방법으로 공무원연금이 국민연금보다 유리하다는 막연한 생각에 공무원연금을 국민연금처럼 개혁해야 한다는 주장, 반대로 일반 국민들도 공무원연금처럼 충분한 연금을 받을 수 있도록 국민연금을 공무원연금처럼 개혁해야 한다는 주장들이 난무했다. 하지만 분석 결과, 일반 국민이 공무원만큼 기여율을 높이고 가입기간을 확대한다면 연금액은 공무원연금보다 더

커지게 된다.

이에 본 연구는 다음과 같은 공적연금 개혁방안을 제안한다. 본 연구의 결과에 기반을 둘 때 공무원연금이 국민연금에 비해 유리하다고 볼 수 없다는 것을 확인했기 때문에 어느 방향으로든 하나로 통합을 이루어야 한다. 하지만 국민연금으로의 통합과 공무원연금으로의 통합 모두 옳지 않다. 공무원연금의 경우 이미 2001년부터 기금고갈로 인해 매년 국민의 세금이 투입되고 있고 국민연금의 경우도 2057년 고갈이 예상되고 있어, 두 연금제도 모두 현 수준을 유지할 수 없다는 것은 명백하기 때문이다. 결과적으로, 두 연금제도 모두 지속가능성을 위한 특단의 개혁이 필요한데, 현재처럼 별도의 제도를 유지하면서 소모적이고 빈번한 개혁이 아닌 두 제도를 통합하는 동시에 개혁하는 접근이 바람직하다.

두 제도의 통합이 성공하기 위해서는 반드시 “공무원과 일반 국민이 다르지 않다”는 전제에 대한 사회적 동의가 이루어져야 한다. 이는 국민연금과 공무원연금의 완전한 통합을 이룬 일본의 사례를 통해 교훈을 얻을 수 있다. 세계에서 인구고령화가 가장 심각한 일본은 현재 한국에서 제기되고 있는 공적연금제도 간 형평성 문제를 이미 고민하였고 개혁을 마무리한 상태다. 일본의 경우, 국민연금에 비해 제도적으로 유리하게 설계되어 있는 공무원연금에 대한 불만이 있었고 결국 2012년 공적연금 간 단일화 방안을 마련하여 2015년 10월 1일부터 두 연금제도를 통합하였다. 두 연금제도 간 보험요율은 한국처럼 큰 차이가 발생하지 않았지만 완전한 통합을 이루기 위해 후생연금(한국의 국민연금)의 보험요율은 인상하고 공제연금(한국의 공무원연금)의 보험요율은 인하하여 2018년 10월부터는 보험요율까지 일치시켰다. 이러한 연금개혁의 성공은 “회사원이든 공무원이든 보수가 동일하고 보험료율이 동일하다면, 동일한 수준의 연금 급여를 수령해야 한다”는 사회적 동의하에 이루어졌으며, 이는 “공무원은 특별한 국민이 아니다”는 기본 전제에 기반을 둔 것이었다(전창환 2016).

본 연구에서는 국민연금과 공무원연금 간 형평성을 비교·분석하기 위해 집단 간 특성이 아닌 연금급여산식만의 차이로 발생하는 급여액을 비교하는 방법을 택하였는데, 이러한 접근 역시 한계가 있을 수 있다. 예를 들어, 민간기업 근로자는 국민연금과 별도로 퇴직연금의 혜택을 볼 수 있다. 물론 공무원도 2017년 10월부터 퇴직연금에 가입할 수 있지만 개인형퇴직연금(IRP)에만 가입할 수 있는 반면 퇴직급여제도(퇴직금제도와 퇴직연금제도)

는 가입이 강제되어 있는 준공적연금제도이며 일반 근로자는 IRP에 추가로 가입할 수 있다. 퇴직연금은 강제가입인지(일반 근로자) 그리고 임의가입인지(일반 근로자 및 공무원)에 따라 세제혜택도 다르며, 공무원은 퇴직수당이라는 제도가 적용되기도 한다. 이러한 모든 상황을 분석에 반영하는 것은 불가능할 뿐만 아니라 두 연금제도 간 형평성이라는 본질을 왜곡시킬 수 있다.

또한 공무원은 구조적으로 일반 근로자에 비해 근속기간이 장기이기 때문에 본 연구의 형평성 분석과 달리 여전히 공무원연금이 유리하다는 주장이 제기될 수 있다. 하지만 두 집단 간 근속기간의 차이로 인한 연금액의 차이를 축소시키기 위해서는 연금급여산식의 개혁이 아닌 일반 근로자의 근속기간을 확대할 수 있는 노동시장의 개혁이 필요한 것이므로 근속기간의 차이로 인한 연금급여의 차이는 여전히 연금제도의 형평성이 아닌 집단 간 차이로 이해할 수 있다.

한국의 인구고령화를 고려할 때 공적연금을 비롯한 노후소득보장체계의 개혁이 불가피하다고 판단된다. 이에 본 연구가 공적연금에 대한 오해를 해소하고 향후 연금제도 개혁방안을 마련 시 참고자료로 활용되길 바란다.

참고문헌

공무원연금공단 (2020), 2020 공무원연금 실무, **Facts Book.**

(Translated In English) Government Employee Pension Service (2020). 2020 The Practice of Government Employee Pension, *Facts Book.*

국민연금공단 (2020), 2019년 국민연금 생생통계, **Facts Book.**

(Translated In English) National Pension Service (2020). National Pension Live Statistics, National Pension Service, *Facts Book.*

김대철·박승준 (2016), "공무원연금 개정이 재정건전성 및 형평성에 미치는 영향 - 2015년 개정법을 중심으로", **제도와 경제**, 제10권 제1호, pp. 103-129.

(Translated In English) Kim, D., and S., Park (2016). "The Effect of the Government Employees Pension Reform in 2015 on Financial Stability and Equity", *Journal of Institution and Economics*, 10(1):103-129.

김대환·안정혁·성미언 (2020), "사적연금 수요자의 행태 분석: 공적연금의 부족분을 사적연금으로 보완하고 있는가?", **보건사회연구**, 제40권 제2호, pp. 556-580.

(Translated In English) Kim, D., J., An and M., Seong (2020). "A Behavioral Analysis of Private Pension Consumers: Do Individuals Supplement Public Pension with Private Pensions?", *Health and Social Welfare Review*, 40(2):556-580.

김상호 (2008), "생애소득 관점에서 국민연금과 특수직역연금 비교", **경제학 연구**, 제56권 제3호, pp. 171-193.

(Translated In English) Kim, S. (2008). "A Comparison Study between the National Pension Scheme and the Special Occupational Pension Schemes from a Lifetime Income Point of View", *The Korean Journal of Economics Studies*, 56(3):171-193.

김태일 (2004), "국민연금과의 비교를 통한 공무원연금의 형평성 분석", **한국행정학보**,

제38권 제6호, pp. 111-129.

(Translated In English) Kim, T. (2004). "Analyzing the Equity of Government Employees Pension through Comparison with National Pension", *Korean Public Administration Review*, 38(6):111-129.

_____ (2015), "국민연금의 세대 내·세대 간 형평성 분석과 개혁 방향", **예산정책연구**, 제4권 제2호, pp. 31-55.

(Translated In English) Kim, T. (2016). "An Analysis of the Within and Between Generation Equities of the National Pension Plan in Korea", *Journal of Budget and Policy*, 4(2):31-55.

김혜진·김헌수·이은실·김아람 (2020), **국민연금 적용 사각지대 해소를 위한 정책과제**, 국민연금연구원.

(Translated In English) Kim, H. et al. (2020). *Policy Tasks for Resolving the Blind Spots of the National Pension Plan*, National Pension Research Institute.

보건복지부 (2013), **제3차 국민연금 재정계산: 장기재정전망 결과**, 설명자료.

(Translated In English) Ministry of Health and Welfare (2013). *Third Fiscal Calculation of the National Pension Plan: Long-Term Fiscal Outlook Results*, Explanatory Material.

이동열·최웅비·김우창 (2016), "국민연금의 세대내 세후 소득재분배 효과 분석", **사회보장연구,** 제32권 제3호, pp. 159-174.

(Translated In English) Lee, D., W., Choi and W., Kim (2016). "An Analysis on the Intra-generational After-tax Income Redistribution Effect of the National Pension Scheme", *Korean Social Security Studies*, 32(3):159-174.

인사혁신처 (2016), **공무원연금개혁 백서**, 11-1760000-000018081(발간등록번호).

(Translated In English) Ministry of Personal Management (2016). *White Paper on Government Employees Pension Reform*, 11-1760000-000018081(Publication

Registration Number).

전창환 (2016), "일본의 연금제도와 공무원 연금제도개혁", **민주사회와 정책연구**, 통권 29호, pp. 76-111.

(Translated In English) Jun, C. (2016). "The Japanese Public Pension System and the Reforms of the Japanese Public Employees' Pension system", *Academy of Democratic Society and Policy*, 29:76-111.

정해식·주은선 (2015), "국민연금과 세대간 계약의 재구성", **The Korean Journal of Applied Statistics,** 제28권 제4호, pp. 807-826.

(Translated In English) Jung, H., and E., Joo (2015). "The National Pension and Restructuring of Intergenerational Contracts", The *Korean Journal of Applied Statistics*, 28(4):807-826.

최기홍 (2016), "세대간 회계에 의한 국민연금의 세대간 형평성과 지속가능성 측정", **경제분석,** 제22권 제2호, pp. 50-89.

(Translated In English) Choi, K. (2016). "Intergenerational Equity and Sustainability of the Korean National Pension: A Generational Accounting", *Economic Analysis*, 22(2):50-89.

최기홍·한정림 (2017), "국민연금 가입자의 소득계층별 수익성 측정", **통계연구,** 제22권 제1호, pp. 44-64.

(Translated In English) Choi, K., and J., Han (2017). "Measurement of the Profitabilities of the National Pension by Income Class", *Journal of The Korean Official Statistics*, 22(1):44-64.

Fisher, I. (1930). The Theory of Interest, The Macmillan Company: New Work.

He, W., D., Goodkind and P., Kowal (2016). *An Aging World: 2015* - International Population Reports, U.S. Government Printing Office: Washington DC.

MacMinn, R., P., Brockett and D., Blake (2006). "Longevity Risk and Capital Markets", *The Journal of Risk and Insurance,* 73(4):551-557.

OECD (2021). Fertility rates (indicator). doi: 10.1787/8272fb01-en (Accessed on 26 January 2021).

_____ (2021). Life expectancy at birth (indicator). doi: 10.1787/27e0fc9d-en (Accessed on 26 January 2021).

Abstract

The people are most dependent on the public pension among the various means of preparing for retirement. However, dissatisfaction with the equity between public pensions is increasing due to the fact that the amount of the government employees pension is larger than that of the national pension. By comparing the amount of pension resulted from the benefit formula under the circumstance that the same person joins the national and government employees pension, we analyzed the equity between the two pension systems.

As results of the analyses, the national pension was found to be advantageous except for some cases with long working period and high income. In particular the results of the analysis were little different even after the ongoing reform of the two pension systems was completed.

It is necessary to integrate the two pension systems based on the premise that "employees in government and private sectors should not be different", but since both pension systems have problems with sustainability, integration and reform should be pursed at the same time rather than integrating into either one.

※ Key words: National Pension Plan, Government Employees Pension Plan, Equity, Reform, Population Aging

보험금융연구 제32권 제4호 (2021. 11) pp. 35-71
DOI : https://doi.org/10.23842/jif.2021.32.4.002

보험계약자 등의 고지의무와 사기죄의 성부 -대법원 2019. 4. 3. 선고 2014도2754 판결-

The Insurance Policy-holder's Duty of Disclosure and Establishment of Criminal Fraud

-Supreme Court Decision 2014 Do2754 Decided April 3, 2019-

이 정 원*
Jung-won Lee

보험계약자 등이 보험계약을 체결함에 있어 고의로 중요한 사항 등을 불고지 내지 부실고지하여 보험계약을 체결하고 보험금을 편취한 경우 형법상 사기죄 내지 보험사기방지법상 보험사기죄로 처벌받을 수 있다. 대법원은 일련의 사건에서, 원칙적으로 보험계약자 등의 고지의무위반으로 인해 보험계약이 체결되더라도 보험계약의 체결을 형법상 사기죄의 실행의 착수가 있다고 볼 수 없다고 판시하였다. 그런데 대법원은 예외적으로 피보험자 등의 고지의무위반이 '보험사고의 우연성'과 같은 보험의 본질을 해할 정도에 이른 경우에는 고지의무위반 시에 보험금 편취를 위한 실행의 착수가 있다고 본다. 그러나 '보험의 본질'과 같은 불명확한 개념을 가벌성의 기준으로 제시하는 것이 형법의 대원칙인 죄형법정주의 내지 형벌의 명확성의 원칙에 부합하는 것인지 의문이 있다. 또한 불명확한 근거를 이유로 고지의무위반을 이유로 한 사기죄의 실행의 착수시기를 고지의무위반 시로 앞당기는 것은 '과잉범죄화(Overcriminalization)'를 초래할 위험이 있다. 한편 사기죄가 기수가 되기 위해서는 보험자의 재산상 손해가 발생하여야 하고, 보험자의 재산상 손해는 피보험자 등의 보험금지급청구에 따라 보험금이 지급되어야 발생한다는 점에서 보험사기의 기수시기는 보험금지급 시라고 보아야 한다.

국문 색인어: 고지의무, 보험사기죄, 보험사기의 실행의 착수, 보험사기의 기수시기, 보험범죄
한국연구재단 분류 연구분야 코드: B130104, B130203, B130320

* 부산대학교 법학전문대학원 교수·변호사(703hee@gmail.com), 제1저자
논문 투고일: 2021. 3. 31, 논문 최종 수정일: 2021. 5. 12, 논문 게재 확정일: 2021. 11. 19

Ⅰ. 서론

보험계약자 또는 피보험자는 보험계약을 체결함에 있어 보험자에 대하여 중요한 사실을 고지하고 부실의 사실을 고지하지 아니할 의무를 부담하는데, 이를 보험계약자 등의 고지의무(Duty of disclosure and representation)라고 한다. 상법 제651조 본문은 「보험계약 당시에 보험계약자 또는 피보험자가 고의 또는 중대한 과실로 인하여 중요한 사항을 고지하지 아니하거나 부실의 고지를 한 때에는 보험자는 그 사실을 안 날로부터 1월 내에, 계약을 체결한 날로부터 3년 내에 한하여 계약을 해지할 수 있다.」라고 규정하여 보험계약자 등의 고지의무위반을 계약해지사유로 규정하고 있다.[1)]

이러한 보험계약자 등의 고지의무는 보험계약의 단체성·보험사고의 우연성 및 선의성에서 유래하는 보험계약의 본질적 특성이라고 할 수 있다.[2)] 즉 고지의무는 보험단체를 도덕적 위험으로부터 보호하는데 그 의의가 있다. 보험계약은 우연한 사고의 발생을 전제로 보험계약자가 그 위험을 보험자에게 전가하고 보험사고 발생 시 보험으로부터 보호를 받기로 하는 일종의 사행계약으로서 어떤 계약보다도 당사자의 '최대선의성(uberrimae fidei)'[3)]이 요구되는 바, 이를 반영한 것이 보험법상 보험계약자 등의 고지의무이다. 보험계약을 체결함에 있어, 보험계약자 등에 의해 지배되고 있는 위험에 관하여 보험자가 정확히 파악하기가 어려우므로, 보험자가 위험을 인수함에 있어 그 위험을 정확하게 평가하기 위해서는 그 위험을 잘 알고 있는 보험계약자의 협조가 필수적이다. 따라서 이를 보장하기 위한 기술적 기초로서 상

1) 영국[Marine Insurance Act 1906, (이하 '영국해상보험법'이라 함) 제18조~제20조], 일본(상법 제644조, 제645조) 등 각국의 보험계약법에서는 모두 고지의무를 보험계약자 등에게 부여하고 있지만, 그 위반의 요건 및 효과를 규정한 방식은 각 상이하다고 한다. 심상무(1992), pp. 560-561 참조.

2) 고지의무의 인정근거에 관해서는 ① 고지의무는 계약법상의 일반원칙을 반영한 것이라는 견해, ② 고지의무는 보험자와 보험계약자 사이의 특별한 관계가 존재하기 때문에 인정된 것이라는 견해, ③ 보험계약자의 다수성과 보험관계에 있어서의 경제적 특수성에서 그 근거를 찾는 견해 등이 있다. 우리나라에서는 대체로 고지의무의 이론적 근거로서 보험계약의 사행성과 기술적 기초에서 찾고 있으나, 계약의 선의성은 모든 계약에 필수적인 것으로서 보험계약에서만 유독 강조될 것이 아니라고 할 것이므로 기술적 기초설이 설득력이 있다고 본다. 일본의 다수설과 판례도 기술적 기초설을 따르고 있다. 박수영·박강익 (2006), p. 195 참조.

3) '*uberrimae fidei*'는 "utmost good faith"를 뜻하는 라틴어로서, 사전적 의미로는 "most abundant faith"를 의미한다. 보험법상 위 문구는 보험계약당사자들이 자신이 알고 있는 보험계약상 중요한 사실들을 스스로 상대방에게 알려주어야 하는 의무를 의미한다. *Black's Law Dictionary Free Online Legal Dictionary* 2nd Ed. 참조.

법에서 보험계약자 등에게 부여하는 의무가 바로 고지의무인 것이다.[4]

한편 보험계약에서의 선의성의 요구는 계약당사자 등에 의한 '사기의 방지'에 근거하고 있으므로,[5] 상법상 고지의무제도는 형법상 사기죄의 성부(成否)와 깊은 관련성이 있다. 최근 보험계약과 관련한 사기의 문제는 다수의 국가에서 사회문제로 부각되고 있고, 우리나라의 경우에도 보험사기 적발금액이 매년 지속적으로 증가하고 있다.[6] 보험사기의 증가는 보험금 누수를 통한 보험사의 경영악화를 넘어 다수의 보험계약자들에 대한 손해발생 및 사회전반의 불신을 조장하고 공동체의 연대성을 훼손하는 부정적 요인이 될 수 있다는 점에서,[7] 보험사기에 대해서는 엄정한 대처가 요구되고 있다.

이에 따라 우리나라는 2016. 3.경 보험사기행위의 조사·방지·처벌에 관한 사항을 정한 「보험사기방지특별법(이하 '보험사기방지법'이라고 함」을 제정하여 같은 해 9.경부터 시행하고 있다. 위 법률은 보험사고의 발생, 원인 또는 내용에 관하여 보험자를 기망하여 보험금을 청구하는 행위를 '보험사기행위'로 규정한 후(제2조 제1호), 보험사기행위로 보험금을 취득하거나 제3자에게 보험금을 취득하게 한 자를 10년 이하의 징역 또는 5천만 원 이하의 벌금에 처하도록 규정하고 있다(제8조, 보험사기죄). 후술하는 바와 같이 보험사기방지법 제8조에서 규정하는 보험사기죄와 형법상 사기죄의 관계에 대해서는 견해가 통일되어 있지는 않지만, 보험계약자 등이 보험자를 악의로 기망하여 보험계약을 체결한 후 보험금을 수령하는 경우를 보험사기의 한 유형으로 볼 수 있다는 점에서,[8] 상법상 고지의무의 위반을 보험사기죄 외에 형법상 사기죄로 처벌할 수 있을 것인지에 대해서는 논란의 여지가 있다. 그런데 상법상 고지의무위반을 이유로 한 사기죄의 성립 여부에 관한 문제는 상사법과 형사법의 법리 전반에 걸쳐 있는 문제이다 보니, 사기죄의 성부에 대한 논의를 위해서는 상법상 고지의무제도에 대한 깊이 있는 이해가 도모되어야 한다.

---

4) 박수영·박강익, 앞의 논문, p. 192.
5) Peter M., P., Simon and F., Patrick (2004). p. 46.
6) 금융감독원 산하 보험사기방지센터의 2016년부터 2018년까지 보험사기 관련 통계에 따르면, 전체 적발인원은 2017년의 83,535명 대비 2018년 79,179명으로 소폭 감소하였으나, 전체 보험사기 적발금액은 매년 증가하여, 2018년 보험사기 적발금액은 7,982억 원으로 전년대비 금액기준 9.3%(680억 원) 증가하였다. 금융감독원 보험사기 방지센터 홈페이지, 보험사기 적발통계 참조, 2020. 11. 5. 최종 방문.
7) 김은경 (2016), pp. 159-160.
8) 김은경, 위의 논문, p. 173; 허일태 (2011), pp. 434-435; 최준혁 (2019), p. 686.

최근 대법원은 보험계약을 체결함에 있어 보험계약자 등이 고지의무위반을 한 사안에서 고지의무위반행위를 사기죄로 볼 수 있는지에 관해 의미 있는 판결을 한 바 있는데, 이 글에서는 위 판결의 평석을 통해 상법상 고지의무제도와 형법상 사기죄의 관계에 관해 살펴보고자 한다.

II. 공소사실의 요지 및 판결요지[9)]

1. 공소사실의 요지

가. 갑*은 일정한 직업이 없는 사람이고, 피고인은 1996. 12. 20.경부터 1997. 6. 30.경까지 공소외 3 주식회사의 보험모집인으로 근무하던 사람으로서 갑의 딸이다.

나. 사실은 갑이 1997.경 ○○○○병원에서 당뇨병과 고혈압 등으로 치료를 받은 것을 시작으로 그 후에도 지속적인 치료를 받아 왔고, 1996. 12. 20.경에는 피고인을 통하여 공소외 2 회사와 여성암보험계약을 체결한 후 1997. 9. 29.부터 1997. 10. 21.까지 23일간 당뇨병 입원 치료를 사유로 위 회사에 보험금 지급청구를 하여 보험금 60만 원을 수령하는 등 1997.경부터 당뇨병과 고혈압이 발병한 상태였다.

다. 피고인과 갑은 공모하여, 갑의 위와 같은 질병 사실을 숨기고 보험계약을 체결하여 보험금을 타내기로 마음먹고, 1999. 12. 3.경 광명시 이하 불상지에서, 공소외 을 생명보험 주식회사(이하 '을 회사'라고 한다)의 보험모집인 공소외 1을 통하여 피고인을 보험계약자로, 갑을 피보험자로 하는 보험(보험 명칭 1 생략)에 가입하면서 개인보험계약 청약서작성 시 회사에 알려야 할 사항란의 '최근 5년 이내에 아래와 같은 병을 앓은 적이 있습니까'라는 질문 중 당뇨병과 고혈압 항목에 대하여 마치 질병이 없는 것처럼 '아니오' 부분에 체크를 한 후 이를 진실로 믿은 피해자인을 을 회사와 보험계약을 체결하고, 같은 날 같은 방법으로 피고인을 보험계약자, 갑을 피보험자로 하는 보험(보험 명칭 2 생략)에 가입하였다.

* 이 사건에서 검찰은 피고인과 갑을 사기죄의 공동정범으로 기소하였고 이 사건 원심법원은 후술하는 바와 같이 피고인과 갑을 사기죄의 공동정범으로 판단하였으나, 갑은 이 사건 원심판결에 대한 상고 후인 2015. 1.경 사망함으로 인해 대법원은 후술하는 바와 같이 갑에 대한 공소를 기각하였다.

9) 이하의 공소사실의 요지 및 판결요지는, 이 사건 대법원 판결과 그 원심인 수원지방법원 2014. 2. 6. 선고 2013노3589 판결에 적시된 검사의 공소사실과 각 판결의 요지를 필자가 재구성하여 옮겨 적은 것이다. 참고로 이 사건의 제1심은 수원지방법원 안산지원 2013. 7. 16. 선고 2013고단489 판결이다.

라. 피고인은 고지의무 위반을 이유로 을 회사로부터 일방적 해약이나 보험금 지급거절을 당할 수 없는 소위 면책기간 2년을 도과한 이후인 2002. 12. 6.경, 피보험자인 갑의 '○○○○병원에서 고혈압, 대동맥해리, 당뇨로 54일 간 입원 치료'를 이유로 을 회사에게 보험금 청구를 하여 보험금 9,610,000원을 수령하는 등 그 무렵부터 2012. 1. 6.경까지 위 2건의 보험과 관련하여 당뇨병과 고혈압 치료비 등의 명목으로 총 14회** 에 걸쳐 을 회사로부터 보험금 118,050,000원을 수령하여 이를 각 편취하였다.

** 이 사건 공소사실에는 피고인들의 범죄에 대한 【범죄일람표】가 별지로 첨부되어 있었으나, 이 글의 논의 전개에 위 문서의 소개가 필수적이라고 생각되지는 않으므로, 위 문서의 소개를 생략한다.

2. 원심 판결이유[10)]

가. 갑*은 일정한 직업이 없는 사람이고, 피고인은 1996. 12. 20.경부터 1997. 6. 30.경까지 공소외 3 주식회사의 보험모집인으로 근무하던 사람으로서 갑의 딸이다.

나. 사실은 갑이 1997.경 ○○○○병원에서 당뇨병과 고혈압 등으로 치료를 받은 것을 시작으로 그 후에도 지속적인 치료를 받아 왔고, 1996. 12. 20.경에는 피고인을 통하여 공소외 2 회사와 여성암보험계약을 체결한 후 1997. 9. 29.부터 1997. 10. 21.까지 23일간 당뇨병 입원 치료를 사유로 위 회사에 보험금 지급청구를 하여 보험금 60만 원을 수령하는 등 1997.경부터 당뇨병과 고혈압이 발병한 상태였다.

다. 피고인과 갑은 공모하여, 갑의 위와 같은 질병 사실을 숨기고 보험계약을 체결하여 보험금을 타내기로 마음먹고, 1999. 12. 3.경 광명시 이하 불상지에서, 공소외 을 생명보험 주식회사(이하 '을 회사'라고 한다)의 보험모집인 공소외 1을 통하여 피고인을 보험계약자로, 갑을 피보험자로 하는 보험(보험 명칭 1 생략)에 가입하면서 개인보험계약 청약서작성 시 회사에 알려야 할 사항란의 '최근 5년 이내에 아래와 같은 병을 앓은 적이 있습니까'라는 질문 중 당뇨병과 고혈압 항목에 대하여 마치 질병이 없는 것처럼 '아니오' 부분에 체크를 한 후 이를 진실로 믿은 피해자인을 을 회사와 보험계약을 체결하고, 같은 날 같은 방법으로 피고인을 보험계약자, 갑을 피보험자로 하는 보험(보험 명칭 2 생략)에 가입하였다.

10) 이 사건 원심판결에는 피고인들의 사기죄의 기수시기에 대한 판단과 함께, 별지로 첨부된 【범죄일람표】상 총14회의 범행을 개별범죄로 봐서 경합범으로 다루어야 하는지 아니면 포괄일죄로 다루어야 하는지에 대한 판시가 있었으나, 형법상 죄수론(罪數論)은 이 글의 논제와 크게 관련이 없다고 생각되므로 논의를 생략한다.

가. 사기죄의 기수시기에 대한 판단

보험계약자가 기왕의 질병을 숨기고 보험자와 보험계약을 체결하였더라도 보험자가 상법 제651조 또는 보험약관에 정한 바에 따라 고지의무위반을 이유로 보험계약을 해지하거나, 민법 제109조 제1항 또는 제110조 제1항에 의하여 사기 또는 착오를 이유로 보험계약을 취소하지 않는 한 당해 보험계약은 여전히 유효한 것인바, 피고인이 1999. 12. 3.경 갑을 피보험자로 하는 이 사건 각 보험계약에 관하여 청약을 하고, 그 무렵 을 회사가 이를 승낙하여 보험계약이 성립되고, 최초의 보험료를 지급함으로써 피고인과 갑의 을 회사에 대한 보험계약자 내지 피보험자로서의 권리가 발생한 이상 피고인과 갑이 보험계약 청약과 동시에 한 기망행위로 말미암아 법률적으로나 경제적으로 보험계약에 따른 재산상의 이익을 취득하였다고 할 것이므로 특별한 사정이 없는 한 피고인과 갑의 사기죄는 기수에 이른 것으로 보아야 한다.

그리고 이 사건 각 보험계약에 적용되는 표준약관에 의하면 보험회사는 보험계약 체결 후 2년이 경과하면 고지의무 위반을 이유로 보험계약을 해지할 수 없는 바, 이처럼 보험계약 체결일로부터 2년이 경과하여 더 이상 을 회사가 고지의무위반을 이유로 이 사건 각 보험계약을 해지할 수 없게 된 2001. 12.경에 이르러서는 위와 같은 피고인과 갑의 보험계약자 내지 피보험자로서의 지위가 더욱 확고해졌다고 할 것이다. 게다가, 고소대리인 공소외 3(현재 을 회사의 보험사기조사팀에서 근무)은 원심 법정에서 "갑이 2002. 12.경 대동맥 박리를 근거로 보험금 지급을 청구한 건과 관련하여 2003. 4.경 피고인과 갑의 고지의무 위반 사실을 알았지만 약관상 해지기간이 도과하여 보험금을 지급하였다. 당시에는 보험사기를 이유로 한 고소가 활성화 되지 않았고, 을 회사에 보험사기조사팀이 발족되지도 않았기 때문에 피고인과 갑을 고소하지 않은 것이다."는 취지로 진술하였는바, 이에 따르면 을 회사는 그 이후인 2003. 5. 9.경에는 피고인과 갑의 고지의무 위반 사실을 명확히 인지한 상태에서 보험금을 지급하거나, 지급된 보험금의 환수조치를 취하지 않았다 할 것이므로, 그 무렵 이 사건 각 보험계약에 관하여 법정추인(민법 제145조)이 이루어졌다고 할 것이다.

이상 살펴본 바를 종합하여 보면, 이 사건 각 보험계약이 체결되고 최초 보험료가 납입된 1999. 12.경이나 을 회사가 이 사건 각 보험계약을 더 이상 해지할 수 없게 된 2001. 12.경, 또는 늦어도 법정추인이 인정되는 2003. 5. 9.경에는 피고인과 갑이 사기죄에서 정하는 재산상의 이익으로서의 보험계약자 내지 피보험자로서의 권리를 취득함으로써 이 사건 사기 범행의 결과가 발생하여 기수에 이르렀다고 할 것이다.

나. 고지의무를 위반하여 보험계약을 체결한 후 보험금 지급청구의 법적 의의

피고인과 같이 개별 보험금 청구 당시 '과거에 질병을 숨기고 보험계약을 체결하였다는 사실을 묵비한 것'을 두고 부작위 또는 묵시에 의한 기망행위라고 볼 여지도 없지 않으나, … (중략) … 피고인들의 각 보험금 지급청구는 사기 범죄로 취득한 재산상의 이익을 구체화 내지 실현한 행위에 불과하다.

다. 사기죄의 공소시효의 완성

형법 제347조 제1항에 의하면 사기죄는 법정형이 10년 이상의 징역 또는 2천만 원 이하의 벌금에 해당하는 범죄로서, 2007. 12. 21. 전에 저지른 죄에 대하여는 7년의 공소시효가, 그 이후에 저지른 죄에 대하여는 10년의 공소시효가 적용된다.

그런데 이상 살펴본 바를 종합하여 보면, 이 사건 공소사실에 따른 사기범행은 1999. 12.경 또는 늦어도 2003. 5. 9.경에는 이미 종료되었다고 할 것이어서 그 공소시효가 7년이라고 할 것인데, 이 사건 공소는 위와 같이 범죄행위가 종료된 때로부터 7년이 경과한 2012. 12. 28.에 제기되었음이 기록상 명백하여 공소시효가 완성되었다.

3. 대법원 판결요지

가. 상법상 고지의무위반과 보험금 편취를 위한 고의의 기망행위를 인정하기 위한 요건 및 이때 사기죄의 기수시기

보험계약자가 고지의무를 위반하여 보험회사와 보험계약을 체결한다 하더라도 그 보험금은 보험계약의 체결만으로 지급되는 것이 아니라 보험계약에서 정한 우연한 사고가 발생하여야만 지급되는 것이다.

상법상 고지의무를 위반하여 보험계약을 체결하였다는 사정만으로 보험계약자에게 미필적으로나마 보험금 편취를 위한 고의의 기망행위가 있었다고 단정하여서는 아니 되고, 더 나아가 보험사고가 이미 발생하였음에도 이를 묵비한 채 보험계약을 체결하거나 보험사고 발생의 개연성이 농후함을 인식하면서도 보험계약을 체결하는 경우 또는 보험사고를 임의로 조작하려는 의도를 갖고 보험계약을 체결하는 경우와 같이 그 행위가 '보험사고의 우연성'과 같은 보험의 본질을 해할 정도에 이르러야 비로소 보험금 편취를 위한 고의의 기망행위를 인정할 수 있다. 피고인이 위와 같은 고의의 기망행위로 보험계약을 체결하고 위 보험사고가 발생하였다는 이유로 보험회사에 보험금을 청구하여 보험금을 지급받았을 때 사기죄는 기수에 이른다.

나. 이 사건 피고인의 사기범행의 기수시기

피고인의 보험계약 체결행위와 보험금 청구행위는 을 회사를 착오에 빠뜨려 처분행위를 하게 만드는 일련의 기망행위에 해당하고 을 회사가 그에 따라 보험금을 지급하였을 때 사기죄는 기수에 이르며, 그 전에 을 회사의 해지권 또는 취소권이 소멸되었더라도 마찬가지이다.

따라서 이 사건 공소사실 전부에 대하여 공소시효가 완성되었다고 보아 면소를 선고한 원심판결에는 보험금 편취를 목적으로 하는 사기죄의 기수시기에 관한 법리를 오해한 위법이 있다.

Ⅲ. 연구 및 평석

1. 사기죄와 보험사기죄의 의의

형법상 사기죄란 사람을 기망하여 재물의 교부를 받거나 재산상의 이익을 취득하거나(제347조 제1항), 위와 같은 방법으로 제3자로 하여금 재물의 교부를 받거나 재산상 이익을 취득하도록 하는 것을 말한다(제2항). 따라서 사기죄가 성립하기 위해서는 ① 행위자의 기망행위가 있어야 하고, ② 이러한 기망행위로 인해 착오에 빠진 상대방이 일정한 재산상 처분행위를 함으로써, ③ 재물의 교부를 받거나 재산상 이익을 취득하여야 한다.

한편 보험사기방지법 제8조는 보험사기행위로 보험금을 취득하거나 제3자에게 보험금을 취득하게 하는 것을 보험사기로 규정하고 있고, 동 법 제3조는 보험사기행위의 조사·방지 및 보험사기행위자의 처벌에 관하여는 다른 법률에 우선하여 동 법을 적용한다고 규정함으로써, 보험영역에서의 사기죄의 처벌에 관해서는 보험사기방지법이 형법의 특별법으로서 우선적용 됨을 명시하고 있다.[11] 보험사기죄와 형법상 사기죄를 비교해 보면, 보험사기죄는 보험사고의 발생, 원인 또는 내용에 관하여 보험자를 기망하여 보험금을 청구하는 행위를 의미하는 보험사기행위를 통해 보험금을 취득하거나 제3자에게 보험금을 취득하도록 하는 것이라는 점에서, 형법상 사기죄의 구성요건에 비해 기망행위의 수단이나 대상 등이 특정되어 있다는 차이가 있다. 그러나 보험사기방지법에서 규정하는 보험사기죄에 해당한다 하더라도, 형법상 사기죄의 구성요건 및 법정형과 비교할 때 후술하는 실행의 착수시기에 관한 규정 및 취득한 보험금의 가액에 따라 가중처벌되는 것을 제외하고는,[12] 특기할 만한 사항을 발견하기 어렵다.[13]

---

11) 최준혁, 앞의 논문, p. 686.

12) 보험사기방지법 제11조는 보험사기로 취득한 이득액에 따라 다음과 같이 가중처벌하고 있다.
제11조(보험사기죄의 가중처벌)
① 제8조 및 제9조의 죄를 범한 사람은 그 범죄행위로 인하여 취득하거나 제3자로 하여금 취득하게 한 보험금의 가액(이하 이 조에서 "보험사기이득액"이라 한다)이 5억 원 이상일 때에는 다음 각 호의 구분에 따라 가중처벌한다.
1. 보험사기이득액이 50억 원 이상일 때: 무기 또는 5년 이상의 징역
2. 보험사기이득액이 5억 원 이상 50억 원 미만일 때: 3년 이상의 유기징역
② 제1항의 경우 보험사기이득액 이하에 상당하는 벌금을 병과할 수 있다.

13) 김은경, 앞의 논문, p. 164; 최준혁, 앞의 논문, p. 687.

또한 보험사기죄는 보험금의 청구를 통해 보험금을 취득하는 행위를 대상으로 하지만 보험사기방지법은 보험사기죄의 예비·음모행위를 처벌하지 않고 있고, 형법도 사기죄의 예비·음모행위에 대한 처벌규정을 두고 있지 않다. 다만 보험사기방지법은 보험사기죄의 미수범을 처벌하고 있으므로(보험사기방지법 제10조), 보험사기의 고의를 가지고 보험계약 체결단계에서 고지의무를 위반하는 행위를 보험사기죄의 실행의 착수로 볼 수 있을 것인지는 의문이다.[14] 특히 사기의 고의를 가지고 상법상 고지의무를 위반하는 것에서부터 시작하여 보험금청구 시까지의 일련의 행위를 규범적으로 사기죄의 실행의 착수로 볼 여지도 있다는 점에서, 보험사기방지법 제10조의 문언적 해석에 의해 상법상 고지의무위반 행위의 사기죄로의 가벌성과 관련한 논의가 완전히 정리되었다고 보기는 어렵다.

2. 상법상 고지의무위반과 사기죄의 구성요건적 고의

상법 제651조는 고지의무위반의 주관적 요건으로서 보험계약자 등의 고의 또는 중대한 과실을 요구하고 있다. 상법상 고지의무위반의 주관적 요건인 '고의'란 중요한 사실의 존재를 인식하면서 이를 고지하지 않는 것과 사실과 다르게 고지하는 것을 말하며, 고지의무자의 기망의 의사나 해의(害意)까지 요구하지는 않는다.[15] 따라서 고의에 의한 고지의무위반이 있기 위해서는 ① 어떤 사실의 존재뿐만 아니라, ② 그 사실의 중요성, ③ 고지하여야 한다는 당위성에 대한 인식이 있어야 한다.[16]

위와 같이 상법상 고지의무위반의 요건으로서의 고의란 단순히 특정한 사실이 고지해야 될 사실이라는 것을 인식하면서 고지하지 않거나(불고지) 또는 고지한 내용이 사실과 다르다는 것을 인식하고 있는 것(부실고지)이라는 점에서, 불법영득의 의사 내지 편취의 범의를 가지고 상대방을 기망할 것을 요구하는 사기죄의 고의와는 구별된다.[17] 사기죄의 구성

14) 이와 관련하여 김은경, 위의 논문, p. 187은 "고지의무위반을 직접적으로 보험사기의 예비행위 … 로 해석하여 보험사기로 확대하려 한다면 고지의무 위반이 보험계약법 뿐만 아니라 형사법적인 측면에서 보험계약자의 지위를 불안정하게 할 여지가 크다."고 주장하는데, 앞서 설명한 바와 같이 형법과 보험사기방지법은 사기죄 등의 예비·음모행위를 벌하지 않고 있다는 점에서 위의 주장은 타당하지 않다.

15) 양승규 (2004), p. 121; 최준선 (2005), p. 88.

16) 대법원 2001. 11. 27. 선고 99다33311 판결.

요건적 고의로서의 편취의 범의는 타인을 기망함으로써 궁극적으로 재산상 이익을 취득하고자 함에 있음에 반해, 상법상 고지의무위반의 요소로서의 고의는 고지의무를 위반함으로써 보험금을 편취하겠다는 것이 아니라 보험계약자 등이 고지하여야 할 사실 그 자체 및 그것의 중요사항 해당성을 단순히 인식하고 있는 것을 의미한다.[18] 따라서 보험계약자 등의 고의에 의한 고지의무위반은 사기죄 성립을 위한 필요조건이지 충분조건은 아니라고 보아야 할 것이고,[19] 상법상 고지의무위반을 이유로 한 사기죄의 성립을 위해서는 단순한 보험계약자 등의 고지의무위반의 고의가 아니라, 고지의무위반을 통한 보험금의 편취 내지 불법영득의 의사가 있어야 한다. 다만 사기죄의 주관적 구성요건인 편취의 범의는 확정적인 고의가 아닌 미필적 고의로도 족하고,[20] 부진정 부작위범의 고의는 반드시 구성요건적 결과발생에 대한 목적이나 계획적인 범행의도가 있어야 하는 것은 아니고 법익침해의 결과발생을 방지할 법적 작위의무를 부담하는 사람이 의무를 이행함으로써 결과발생을 쉽게 방지할 수 있었음을 예견하고도 결과발생을 용인하고 이를 방관한 채 의무를 이행하지 아니한다는 인식을 하면 족하므로,[21] 고지의무위반(특히 불고지)을 이유로 한 사기죄가 성립하기 위해서는 적어도 고지의무위반 당시 보험계약자 등에게 고지의무를 위반함으로써 보험금 편취의 발생 가능성에 대한 인식이 있을 뿐만 아니라 나아가 보험금 편취가 발생할 위험을 용인하는 내심의 의사가 있어야 할 것이다.[22]

한편 상법은 보험계약자 등의 고의뿐만 아니라 중과실에 의한 고지의무위반을 인정하지

17) 대법원 2019. 12. 27. 선고 2015도10570 판결; 대법원 2020. 2. 6. 선고 2015도9130 판결 등.
18) 양승규, 앞의 책, p. 121; 한기정 (2018), p. 223.
19) 장덕조 (2018), p. 287.
20) 대법원 2008. 2. 28. 선고 2007도10416 판결; 대법원 2005. 11. 24. 선고 2005도7481 판결; 대법원 2006. 6. 27. 선고 2006도2864 판결 등.
21) 대법원 2015. 11. 12. 선고 2015도6809 전원합의체 판결.
22) 대법원 2009. 9. 10. 선고 2009도5075 판결; 2004. 5. 14. 선고 2004도74 판결 등. 다만 대법원은 사기죄의 미필적 고의를 인정하기 위해 행위자가 범죄사실이 발생할 가능성을 용인하고 있었는지의 여부는, 행위자의 진술에 의존하지 아니하고 외부에 나타난 행위의 형태와 행위의 상황 등 구체적인 사정을 기초로 하여 일반인이라면 당해 범죄사실이 발생할 가능성을 어떻게 평가할 것인가를 고려하면서 행위자의 입장에서 그 심리상태를 추인하여야 한다고 판시하고 있다. 또한 이때 작위의무자에게 이러한 고의가 있었는지는 작위의무자의 진술에만 의존할 것이 아니라, 작위의무의 발생근거, 법익침해의 태양과 위험성, 작위의무자의 법익침해에 대한 사태지배의 정도, 요구되는 작위의무의 내용과 이행의 용이성, 부작위에 이르게 된 동기와 경위, 부작위의 형태와 결과발생 사이의 상관관계 등을 종합적으로 고려하여 작위의무자의 심리상태를 추인하여야 한다.

만, 형법과 보험사기방지법에는 사기죄와 보험사기죄의 과실범 처벌규정이 없으므로, 중과실에 의해 고지의무를 위반한 경우에도 상법상 고지의무위반의 효과로서 계약해지는 가능하더라도 형사 처벌대상은 아니다.[23]

3. 판례상 기망행위의 요건으로서의 신의성실의 원칙

판례는 사기죄의 구성요건인 기망에 대해, "사기죄의 요건인 기망은 널리 재산상의 거래관계에서 서로 지켜야 할 신의와 성실의 의무를 저버리는 모든 적극적, 소극적 행위를 말한다. 반드시 법률행위의 중요 부분에 관한 허위표시를 해야 하는 것은 아니고, 상대방을 착오에 빠뜨려 행위자가 희망하는 재산적 처분행위를 하도록 하기 위한 판단의 기초가 되는 사실에 관한 것이면 충분하다. 따라서 거래의 상대방이 일정한 사정에 관한 고지를 받았더라면 거래를 하지 않았을 것이라는 관계가 인정되는 경우에는, 그 거래로 재물을 받는 자에게는 신의성실의 원칙상 사전에 상대방에게 그와 같은 사정을 고지할 의무가 있다. 그런데도 이를 고지하지 않은 것은 고지할 사실을 묵비함으로써 상대방을 기망한 것이 되어 사기죄를 구성한다."고 판시하고 있다.*

* 대법원 2018. 8. 1. 선고 2017도20682 판결; 대법원 2004. 4. 9. 선고 2003도7828 판결; 대법원 2014. 10. 15. 선고 2014도9099 판결 등.

판례의 태도에 따르면 사기죄의 구성요건인 기망행위는 재산상 거래관계에서 요구되는 신의성실의무를 저버리는 모든 행위를 의미하는데, 형법의 독자적 개념으로서의 신의성실의무라는 것을 상정할 수 없다는 점에서 아마도 판례가 말하는 신의성실의무라는 것은 민법 제2조가 규정하는 신의성실의 원칙에서 도출할 수 있는 의무라고 볼 것이다. 민법 제2조가 규정하는 신의성실의 원칙이란, 법공동체 구성원으로서 일반적 사회생활상 요구되는 최소한의 도덕이나 윤리적 기준으로서, 법적인 특별한 결합관계가 존재하는 경우에 일반적으로 당사자가 인식하였거나 인식할 수 있었을 상대방의 정당한 믿음을 배반하거나 오용하지 않아야 할 의무 내지 원칙이라고 해석한다.** 그러나 신의칙은 그 내용이 명확하지 않고 유동적이어서, 그 성질상 법적 안정성이라고 하는 법이념에 배치되는 법적용을 가져올 위험성을 내포하고 있다는 점에서 그 적용에 유의하여야 할 뿐 아니라, 신의칙을 법적인 행위의 일반적·보편적 기준으로 설정하기는 어렵다는 비판이 존재한다.***

23) 상법 제651조에 따르면, 보험자는 원칙적으로 고지의무위반의 사실을 안 날로부터 1월 내에, 계약을 체결한 날로부터 3년 내에 한하여 계약을 해지할 수 있다. 그러나 보험자가 계약당시에 그 사실을 알았거나 중대한 과실로 인하여 알지 못한 때에는 계약해지를 하지 못한다.

** 대법원 2018. 8. 1. 선고 2017도20682 판결; 대법원 2004. 4. 9. 선고 2003도7828 판결; 대법원 2014. 10. 15. 선고 2014도9099 판결 등.
*** 곽윤직 대표편집 (1992), pp. 96-100.

특히 사적자치의 원칙상 계약당사자는 필요한 정보를 원칙적으로 자기책임하에 스스로 수집할 의무가 있다는 점을 고려하면, 의사표시의 당사자가 계약체결에 관한 정보를 취득하지 못한 것이 규범적으로 정보취득의 자기책임을 다하지 못한 것으로 평가할 수 있는 경우에는 상대방의 고지의무를 인정할 수 없다고 할 것이다.**** 그런데 판례가 위와 같이 그 내용과 기준이 불명확한 민법상 신의성실의 원칙을 국가형벌권 발동의 직접적 기준으로 파악하는 것은, 자칫 죄형법정주의 원칙에 반하는 결과를 초래할 소지가 있다.***** 따라서 고지의무불이행을 곧 바로 사기죄의 구성요건적 행위인 기망행위로 평가하기는 어렵고, 불고지가 거래계에서 요구하는 신의칙에 위반되는 것이라고 평가될 수 있는 정도에 이르러야 한다.*

**** 김수정 (2018), p. 119.
***** 허일태, 앞의 논문, p. 438; 이근우 (2012), p. 337.
****** 신동운 (2020), pp. 166-167.

4. 상법상 고지의무와 사기죄의 기망의 대상

가. 사기죄의 기망의 대상과 상법상 고지의무의 대상

통설적 견해와 판례는 사기죄의 구성요건으로서의 기망의 대상에 관해, 반드시 법률행위의 중요 부분에 한하지 않고, 상대방을 착오에 빠뜨려 행위자가 희망하는 재산적 처분행위를 하도록 하기 위한 판단의 기초가 되는 사실에 관한 것이면 충분하다고 본다.** '법률행위의 중요 부분'과 '착오'의 의의에 관해서는 의사표시의 하자에 관한 민법의 규정을 참고할 수 있는데, 사기에 의한 의사표시에 관한 민법 제110조는 착오에 의한 의사표시에 관한 민법 제109조와 달리 의사표시의 하자가 법률행위의 중요 부분에 존재할 것을 요구하지 않는다. 민법 제110조의 취지는 사적자치의 원칙의 전제가 되는 "의사결정의 자유"를 보호하고자 함에 있다는 점에서 피기망자의 재산의 보호를 목적으로 하는 형법상 사기죄와 차이가 있지만,*** 후술하는 바와 같이 민법 제110조의 기망의 고의는 피기망자를 착오에 빠지게 하여 일정한 의사표시를 하게 만드는 것이라는 점에서,**** 일정한 행위에 의해 피기망자를 착오에 빠지게 한 후 재산상 손해를 초래할 수 있는 처분행위를 하도록 유도하는 형법상 사기죄와 그 구조가 유사하다.*****

** 이재상·장영민·강동범 (2019), p. 339; 임웅 (2020), p. 409; 정성근·박광민 (2019), p. 336. 대법원 1995. 9. 15. 선고 95도707 판결(사기죄의 실행행위로서의 기망은 반드시 법률행위의 중요 부분에 관한 허위표시임을 요하지 아니하고 상대방을 착오에 빠지게 하여 행위자가 희망하는 재산적 처분행위를 하도록 하기 위한 판단의 기초가 되는 사실에 관한 것이면 충분하므로, 용도를 속이고 돈을 빌린 경우에 만일 진정한 용도를 고지하였더라면 상대방이 빌려 주지 않았을 것이라는 관계에 있는 때에는 사기죄의 실행행위인 기망은 있는 것으로 보아야 한다); 대법원 1996. 2. 27. 선고 95도2828 판결; 대법원 1999. 2. 12. 선고 98도3549 판결; 대법원 2000. 1. 28. 선고 99도2884 판결; 대법원 2004. 5. 27. 선고 2003도4531 판결 등.

*** 곽윤직 대표편집 (1992), p. 532.

**** 곽윤직 대표편집, 위의 책, pp. 548-549.

***** 대법원 1998. 4. 24. 선고 97도3054 판결(사기죄의 성립에 있어서 피해자에게 손해를 가하려는 목적을 필요로 하지는 않지만 적어도 타인의 재물 또는 이익을 침해한다는 의사와 피기망자로 하여금 어떠한 처분을 하게 한다는 의사는 있어야 한다).

그렇다면 사기죄의 구성요건으로서의 기망의 대상은 반드시 법률행위의 중요 부분에 한정할 이유는 없고, 판례의 태도와 같이 상대방을 착오에 빠뜨려 행위자가 희망하는 재산적 처분행위를 하도록 유도하는 판단의 기초가 되는 사실에 관한 것이면 충분하다고 볼 것이다.

한편 상법상 보험계약자 등의 고지대상은 '중요한 사항(material circumstances)'으로서, 보험자가 보험사고의 발생과 그로 인한 책임부담의 개연율을 측정하여 보험계약의 체결 여부 또는 보험료나 특별면책조항의 부가와 같은 보험계약의 내용을 결정함에 있어 표준이 되는 사항으로서, 신중한 합리적 보험자(the prudent insurer)가 그 사실을 알았다면 그 계약을 체결하지 않았거나 최소한 동일한 조건으로는 계약을 체결하지 않았으리라는 사항을 말한다.* 그러나 어떠한 사항이 고지대상에 해당되는가 하는 문제는 보험의 종류에 따라 달라질 수밖에 없으며 이는 사실인정의 문제**로서 보험의 기술성에 비추어 객관적으로 고찰하여야 할 것이다.*** 한편 보험계약의 당사자는 일정한 사항을 중요한 사항으로 약정할 수도 있다.****

* 대법원 1996. 12. 23. 선고 96다27971 판결.

** 그러나 이러한 해석은 보험자의 입장에서 무엇이 중요한 사항인지를 판단하는 모순이 있으며, 또 중요한 사항의 범위가 무한정 확대될 우려가 있다는 비판이 있다. 채이식 (2003), p. 456.

*** 우리나라의 다수의 견해는 보험계약자의 고지의무의 대상인 중요한 사실을 ①절대적 위험사실, ②관계적 위험사실, ③추단적 위험사실로 구분하여 설명하고 있는데, 절대적 위험사실에는 직접 피보험자의 신체 또는 보험목적에 존재하는 위험사항 (유전병, 건강상태, 건물 내의 인화물의 존재 등)이, 관계적 위험사실에는 피보험자 또는 보험의 목적의 환경에 존재하는 위험사항 (직업, 신분, 건물부근 상황 등)이 있으며, 추단적 위험사실에는 그 밖에 이러한 사항의 존재를 추단하게 하는 사항 (다른 보험자에게 청약하여 승낙이 거절된 사실, 질병을 원인으로 입원한 사실 등)을 들고 있다. 절대적 위험사실이란 손해보험의 경우 보험의 목적 또는 생명보험의 경우 피보험자에 존재하는 위험사항으로서 피보험자의 건강상태·기왕증·유전증·건물 내의 인화물질의 장치 등을 들 수 있다. 관계적 위험사실이란 보험의 목적 또는 피보험자의 환경에 존재하여 보험자의 위험측정에 간접적으로 작용하는 위험사항으로서 피보험자의 나이·직업·생활환경·건물 근처의 상황 등을 들 수 있다. 추단적

위험사실이란 위험측정 상 청약자의 불량위험(위험의 존재)을 추단하게 하는 사항으로서 다른 보험자에 의한 청약의 거절·질병으로 장기간 입원한 사실 등을 말한다고 한다. 김정호 (2000), p. 421; 박세민 (2019), pp. 214-219; 정동윤·손주찬 대표편집 (1977), pp. 142-144.

**** 대법원 1996. 4. 12. 선고 96다4893판결.

이상에서 살펴본 바와 같이, 상법상 고지의무의 대상은 신중한 보험자가 보험계약의 체결여부 및 보험료의 결정에 있어 알고자 하는 '중요한 사항'으로서, '법률행위의 중요 부분'과는 개념적으로 엄밀히 구별된다. 일반적으로 법률행위의 중요 부분은 보험계약의 체결에 있어서도 고지의무의 대상인 경우가 많겠지만, 법률행위의 중요 부분이 아니더라도 신중한 보험자의 입장에서 보험계약의 체결에 있어 알고자 하는 사항은 고지의무의 대상이 될 수 있다. 따라서 판례가 사기죄의 구성요건으로서 기망행위의 대상에 대해 반드시 법률행위의 중요 부분에 대한 기망이 있어야 하는 것이 아니라고 전제한 후, 상법상 고지의무와 관련하여 거래의 상대방이 일정한 사정에 관한 고지를 받았더라면 거래를 하지 않았을 것이라는 관계가 인정되는 경우에는(즉, 중요한 사항이라고 볼 경우),***** 그 거래로 재물을 받는 자에게는 사전에 상대방에게 그와 같은 사정을 고지할 의무가 있다고 판시한 것은 일응 정당하다고 볼 수 있다.*

****** 괄호 안의 내용은 필자가 가필한 것이다.

* 다만 형법과 보험사기방지법상 기망행위의 대상을 판례와 같이 해석하는 경우, 형사법상 기망행위의 대상이 상법상 보험계약자 등의 고지의무의 대상보다 확대됨으로 인해 보험계약자 등이 불이익하게 될 수 있다는 비판적 견해가 있다. 김은경, 앞의 논문, pp. 188-189.

나. 상법상 고지대상에 대한 판단권자와 고지의 대상

고지의무의 대상인 중요한 사항을 위와 같이 해석하더라도, 우리 상법은 정작 고지대상인 중요한 사항을 누구의 관점에서 판단할 것인가 하는 점에 관해서는 아무런 규정이 없다. 이에 관한 국내의 통설적 견해는, 중요한 사항인지 여부는 보험의 기술성과 위험측정의 필요상 객관적으로 결정되어야 하는 것이므로, 당사자가 주관적으로 중요한 사항으로 판단하였는지 여부와 상관없이 '신중한 보험자'의 입장에서 판단하여야 한다고 본다.[24] 참고로, 영국의 경우에도 고지의무의 대상인 중요한 사항은 신중한 또는 합리적인 보험자의 입장에서 판단하여야 한다는 것이 판례의 확고한 입장이다.[25]

24) 정동윤·손주찬 대표편집, 앞의 책, p. 142; 양승규, 앞의 책, p. 120.

통설적 견해에 따르면 상법과 영국법상 신중한 보험자란, 보험계약자가 가입한 보험의 종류와 보험목적에 대한 보험계약 체결당시의 일반적 보험자의 관점에서 판단하여야 할 것이지만,[26] 보험계약을 체결함에 있어 동종의 일반적 보험자의 지위에서 요구되는 지식과 자질을 갖춘 자로서 보험자에게 기대되는 주의력과 기술 및 경험을 활용하여야 한다.[27]

그런데 고지의무의 판단주체인 신중한 보험자는 가상의 객관적이고 추상적인 보험자라는 점에서, 신중한 보험자의 관점에서 봤을 때 보험계약을 체결함에 필요한 중요한 사항은 모두 고지대상에 포함된다. 따라서 신중한 보험자가 요구할 것으로 사료되는 정보는 모두 보험계약자에 의해 자발적으로 고지되어야 하고, 이를 고지하지 않은 경우에는 원칙적으로 고지의무위반이 된다. 그러나 우리의 통설적 견해는 신중한 보험자론을 견지하면서도, 보험계약을 체결하는 특정 보험계약자 자신을 기준으로 보험계약자가 알고 있는 사항만을 고지하면 족하고, 객관적으로는 중요한 사항이지만 고지의무자가 그 사항을 알지 못해서 고지하지 않은 경우는 고지의무위반이 아니라고 본다.[28]

전술한 바와 같이 사기죄의 구성요건적 고의는 불법영득의 의사 내지 편취의 의사를 요구하므로, 상법상 고지대상의 판단권자에 대한 논의와 무관하게 보험계약자 등이 고지의무의 대상인 사실 자체를 알지 못해 고지하지 않은 경우에는 사기죄의 성립을 부정하여야 할 것이다.

---

25) Peter M., P., Simon and F., Patrick, *op. cit.*, p. 346.

26) 채이식, 앞의 책, p. 456. *Reynolds v. Phoenix Assurance Co. Ltd.* (1978). pp. 457-458.

27) *Rivaz v. erussi Brothers & Company* (1880); *Tate & Sons v. Hyslop* (1885).

28) 양승규, 앞의 책, p. 122; 박세민, 앞의 책, pp. 229-230; 한기정, 앞의 책, p. 227. 대법원 1996. 12. 23. 선고 96다27971 판결; 대법원 2011. 4. 14. 선고 2009다103349 판결 등은 "중대한 과실이란 고지하여야 할 사실은 알고 있었지만 현저한 부주의로 인하여 그 사실의 중요성의 판단을 잘못하거나 그 사실이 고지하여야 할 중요한 사실이라는 것을 알지 못하는 것을 말한다."고 판시하여 고지대상인 중요한 사실의 존재 자체를 보험계약자 등이 알지 못한 경우에는 고지의무가 성립하지 않는다는 취지로 판시였지만, 대법원 2013. 6. 13. 선고 2011다54631,54648 판결은 "중대한 과실이란 현저한 부주의로 중요한 사항의 존재를 몰랐거나 중요성 판단을 잘못하여 그 사실이 고지하여야 할 중요한 사항임을 알지 못한 것을 의미하고 …"라고 판시하여 고지대상인 중요한 사실의 존재 자체를 보험계약자 등이 알지 못한 경우에도 고지의무위반이 성립하는 것으로 판시한 바 있다.

5. 상법상 고지의무위반과 부작위에 의한 사기죄

가. 부작위범의 동가치성과 보증인적 지위

범죄는 보통 적극적인 행위에 의하여 실행되지만 때로는 결과의 발생을 방지하지 아니한 부작위에 의하여도 실현될 수 있다. 형법 제18조는 "위험의 발생을 방지할 의무가 있거나 자기의 행위로 인하여 위험발생의 원인을 야기한 자가 그 위험발생을 방지하지 아니한 때에는 그 발생된 결과에 의하여 처벌한다."라고 하여 부작위범의 성립요건을 별도로 규정하고 있다. 따라서 사기죄의 실행도 작위뿐만 아니라 부작위에 의해서도 가능하며, 이미 착오에 빠져 있는 상태를 이용하는 것도 기망행위에 해당할 수 있다.[29]

한편 부작위에 의해 사기죄가 성립하기 위해서는 기망행위가 작위에 의한 행위와 동가치성을 가져야 하고,[30] 이러한 부작위범의 동가치성은 그 전제로서 행위자의 결과발생의 방지에 대한 보증인적 지위를 인정할 수 있는 경우로 한정된다.[31] 즉, 형법 제18조에서 말하는 부작위가 형법적으로 의미를 가지기 위해서는, 보호법익의 주체에게 해당 구성요건적 결과발생의 위험이 있는 상황에서 행위자가 구성요건의 실현을 회피하기 위해 요구되는 행위를 현실적·물리적으로 행할 수 있었음에도 하지 아니하였다고 평가될 수 있어야 한다.[32] 나아가 부진정 부작위범의 경우에는 부작위자에게 침해위협으로부터 법익을 보호해 주어야 할 법적 작위의무가 부여되어 있을 뿐 아니라, 부작위자가 그러한 보호적 지위에서 법익침해를 일으키는 사태를 지배하고 있어 작위의무의 이행으로 결과발생을 쉽게 방지할 수 있어야 부작위로 인한 법익침해가 작위에 의한 법익침해와 동등한 형법적 가치가 있는 것으로 평가될 수 있다.[33]

29) 허일태, 앞의 논문, p. 431.
30) 신동운, 앞의 책, pp. 166-167.
31) 신동운, 위의 책, p. 156.
32) 대법원 2015. 11. 12. 선고 2015도6809 전원합의체 판결.
33) 위 대법원 2015도6809 전원합의체 판결.

나. 상법상 보험계약자 등의 고지의무의 법적 성질과 부작위에 의한 기망행위의 동가치성

1) 고지의무위반과 부작위에 의한 기망행위의 동가치성의 의의

판례에 따르면, 사기죄의 요건인 기망에는 재산상의 거래관계에서 지켜야 할 신의성실의 의무를 저버리는 모든 적극적 내지 소극적 행위가 포함되고, 소극적 행위로서의 부작위에 의한 기망은 법률상 고지의무 있는 자가 일정한 사실에 관해 상대방이 착오에 빠져 있음을 알면서도 이를 고지하지 아니하는 것을 말한다.[34] 따라서 거래의 상대방이 일정한 사정에 관한 고지를 받았더라면 거래를 하지 않았을 것이라는 관계가 인정되는 경우에는, 그 거래로 재물을 받는 자에게는 신의성실의 원칙상 사전에 상대방에게 그와 같은 사정을 고지할 의무가 있고, 이를 고지하지 않은 것은 고지할 사실을 묵비함으로써 상대방을 기망한 것이 되어 사기죄를 구성한다고 본다.[35]

판례의 태도를 문맥 그대로 해석할 경우, 고지의무를 부담하는 보험계약자 등이 보험계약상 중요한 사항에 대해 고지를 하지 않았고, 보험자가 중요한 사항에 관해 고지를 받았더라면 보험계약을 체결하지 않았을 것이라는 사정이 있는 경우, 상법상 고지의무위반은 형법상 사기죄의 기망의 구성요건을 충족시킨다고 볼 수 있다.[36]

그런데 기술(旣述)한 바와 같이 부진정 부작위범의 작위범과의 동가치성은 행위자의 결과발생의 방지에 대한 보증인적 지위를 인정할 수 있는 경우라야 할 것인데, 판례는 부진정 부작위법의 작위의무는 법령, 법률행위, 선행행위로 인한 경우는 물론 신의성실의 원칙이나 사회상규 혹은 조리상 작위의무가 기대되는 경우에도 인정된다고 본다.[37] 보험계약자 등의 고지의무의 근거는 보험의 본질이라고 할 수 있는 보험계약의 선의성에서 찾을 수 있지만,[38] 상법은 고지의무에 관해 명시적으로 규정하고 있다는 점에서 상법 제651조가

34) 대법원 2017. 4. 26. 선고 2017도1405 판결; 대법원 1998. 12. 8. 선고 98도3263 판결 등.
35) 대법원 2018. 8. 1. 선고 2017도20682 판결; 대법원 2004. 4. 9. 선고 2003도7828 판결; 대법원 2014. 10. 15. 선고 2014도9099 판결 등.
36) 대법원 2017. 4. 26. 선고 2017도1405 판결; 대법원 2012. 11. 15. 선고 2010도6910 판결.
37) 위 대법원 2015도6809 전원합의체 판결.
38) 박세민, 앞의 책, pp. 204-205 및 한기정, 앞의 책, pp. 199-201에 따르면, 국내의 통설적 견해는 보험의 기술적 성질과 최대선의 계약성에서 고지의무의 근거를 찾고 있다.

보험계약자 등의 보증인적 지위에 대한 근거가 될 수 있는지 의문이다. 그러나 부진정 부작위범의 작위의무의 인정 근거를 판례와 같이 광범위하게 인정하더라도, 부진정 부작위범의 보증인적 지위는 타인에 대한 법익침해의 결과를 방지할 법적 의무를 전제로 한다는 점에서, 과연 상법상 보험계약자 등의 고지의무의 법적 성질이 형법상 부진정 부작위범의 작위의무를 인정할 수 있는 성질의 것인지를 살펴볼 필요가 있다.

2) 고지의무의 법적 성질

고지의무는 보험계약자 등이 보험계약 체결 전에 보험자에게 계약의 중요한 사항에 대하여 알려야 하는 의무(Pre-contractual duty)로서 보험계약의 묵시적 조건이 아니라 계약 밖에서 인정되는 보험법상의 특수한 의무라 할 수 있다.[39] 따라서 고지의무는 보험계약상 위험변경증가의 통지의무(상법 제652조)나 보험사고발생의 통지의무(상법 제657조)와 같은 보험계약의 효과로서 주어진 의무가 아니라, 보험계약이 유효하게 성립하여 보험보호를 받기 위한 전제조건으로서 인정된 특수한 의무라 할 것이다.[40]

한편 고지의무는 보험자가 그 이행을 강제하거나 불이행한 경우에 손해배상을 청구할 수 있는 보험계약의 효과로서 부담하는 의무가 아니고, 단지 보험계약의 전제조건으로서 보험계약자 등이 부담하는 간접의무[41]라고 할 수 있다. 또한 고지의무는 보험법에서 인정하는 법률상의 의무이기는 하나 보험계약자에게 계약체결 과정의 귀책사유를 이유로 손해배상을 청구할 수 있는 진정한 의미의 법적의무가 아니라, 보험계약자 등이 계약해지로 인한 자신의 불이익을 방지하기 위해서 준수하여야 하는 자기의무라고 할 것이다.[42]

---

39) 양승규 (2000), p. 135.
40) 박수영·박강익, 앞의 논문, p. 193.
41) 고지의무의 법적성질과 관련해서는, 법적의무로 보는 견해(법적의무설)과 간접의무로 보는 견해(간접의무설, 책무설, 전제요건설)가 있다. 법적의무설에 의하면 보험법에서 규정하고 있는 모든 행위규범은 순수한 법적의무로서 그의 이행을 소구할 수 있고 그 위반의 경우에 손해배상청구권이 성립한다고 한다. 이에 반해 간접의무설은 다시 고지의무는 단순히 보험계약 상의 청구권을 유지하기 위한 전제가 되는 의무에 불과하고 이를 법적의무라고 볼 수 없으며, 따라서 이러한 의무의 이행은 소구될 수 없고 그 불이행의 경우에도 손해배상청구권이 발생하지 않는다고 하는 전제요건설과 법률상 의무를 그 강제의 정도에 따라 구분하여, 강제요건이 채권자의 이익을 위해서 뿐 아니라 채무자의 이익도 되는 때에는 간접의무라고 하는 법적강제설로 구분된다고 한다. 최기원 (1991), pp. 1-4 참조.
42) 최기원, 위의 논문, p. 3.

3) 사기죄의 부진정 부작위범의 작위의무의 근거와 고지의무

앞서 설명한 바와 같이 판례는 부진정 부작위범의 작위의무의 근거를 법령, 법률행위, 선행행위, 사회상규 등에서 찾고 있지만, 통설적 견해는 작위의무의 근거를 판례와 같이 형식적으로 으로 분석하면서도 구체적으로 부작위범이 법익주체에게 위험발생 방지의무나 위험원 감시의무를 부담하고 있는지 여부를 작위의무 발생의 근거로 찾는다.[43]

상법상 보험계약자 등의 고지의무는 보험계약상 요구되는 의무로서 상법에 명문규정이 있다는 점에서, 이하에서는 부진정 부작위범의 작위의무의 발생근거로서 고지의무의 발생과 관련이 있는 한도에서 간략히 검토해 본다.

가) 상법 제651조와 작위의무

판례는 작위의무는 법령에 의해서도 발생할 수 있다고 보는데, 여기서 법령이란 보증인적 지위를 발생시키는 법규범 전반을 의미한다.[44] 따라서 형태의 여하를 막론하고 모든 법원(法源)이 보증인적 지위의 발생근거가 될 수 있다.[45] 그러나 법령에 의한 보증인적 지위는, 해당 법령이 피해자에 대한 법익침해의 위험발생을 방지할 의무를 부과하거나 법익침해를 야기할 수 있는 위험원의 감시의무를 부과하는 경우에만 인정할 수 있다고 보아야 할 것이다.

사기죄의 보호법익은 재산권이라는 점을 감안하면,[46] 사기죄의 부진정 부작위범의 작위의무의 발생근거로서의 법령은 기망행위에 의한 피해자의 재산권을 보호하기 위한 것에 한정할 필요가 있다. 그러나 보험계약자 등이 직접적으로 보험자의 재산의 유지·형성에 기여할 의무를 부담하고 있다고 볼 수는 없고,[47] 고지의무의 직접적 인정근거는 보험계약당사자 사이의 '정보의 비대칭 현상'을 시정하고자 하는데 있다는 점을 고려하면 상법 제651조를 사기죄의 부진정 부작위범의 작위의무의 직접적 근거로 보기는 어렵다.

43) 신동운, 앞의 책, pp. 158-159; 이재상·장영민·강동범 (2019a), pp. 140-141.
44) 신동운, 위의 책, p. 159.
45) 신동운, 위의 책, pp. 159-160.
46) 대법원 2008. 11. 27. 선고 2008도7303 판결; 대법원 2017. 10. 26. 선고, 2017도10394 판결.
47) 이근우, 앞의 논문, pp. 339-340.

나) 보험계약과 작위의무

타인의 법익에 대한 보호책임을 인수하는 계약을 체결한 경우, 계약의 당사자에게 타인의 법익침해를 방지할 보증인적 지위를 인정할 수 있다.[48] 보증인적 지위의 발생근거가 되는 계약은 반드시 타인의 법익침해를 방지할 보호책임을 명시적으로 인수하거나, 계약의 주된 의무가 보호책임의 인수를 내용으로 할 것을 요구하지는 않지만,[49] 보증인적 지위의 인정을 위해서는 최소한 계약당사자의 의사표시의 합치에 의해 계약이 성립하여야 할 것이다. 따라서 계약에 의한 보증인적 지위의 인정은 의사표시의 시점이 아니라 계약의 성립 이후 계약의 일방 당사자가 실제로 보호의무를 인수한 때에 발생한다.[50] 다만 일단 계약이 성립된 이상, 그 후 계약이 무효가 되거나 취소가 되더라도 일단 발생한 보호의무는 소멸하지 않을 수도 있다.[51]

그런데 고지의무는 보험계약이 유효하게 성립하여 보험보호를 받기 위한 전제조건으로서 인정된 특수한 의무로서, 보험계약이 성립한 후의 위험변경증가의 통지의무나 보험사고발생의 통지의무와 달리 보험계약자 등의 '보험계약 체결 전 의무(Pre-contractual duty)'로서 계약 외에서 인정되는 보험법상의 특수한 의무라는 점은 이미 살펴 본 바와 같다. 또한 고지의무는 보험자가 그 이행을 강제할 수 있는 보험계약의 효과로서 부담하는 의무가 아니라, 보험계약자 등이 계약해지로 인한 자신의 불이익을 방지하기 위해서 준수하여야 하는 자기의무이다.

그렇다면 보험계약의 체결에 있어 보험계약자 등이 부담하는 고지의무는 계약체결 전의 의무라는 점에서 엄밀하게 말하면 '보험계약상 의무'라고 볼 수 없다. 또한 고지의무는 보험계약자 등 보험자의 상대방이 자신의 불이익을 방지하기 위한 자기의무라는 점에서, 고지의무는 보험자의 법익침해를 방지할 의무를 그 내용으로 한다고 보기도 어렵다. 따라서 보험계약을 근거로 보험계약자 등에게 보험자의 법익침해를 방지할 보증인적 지위를 인정하기는 어렵다고 보아야 한다.

48) 신동운, 앞의 책, p. 160.
49) 신동운, 위의 책, pp. 160-161; 이재상·장영민·강동범(2019a), p. 144.
50) 신동운, 위의 책, p. 161.
51) 신동운, 위의 책, p. 161; 이재상·장영민·강동범, 위의 책, p. 144.

다. 고지의무위반과 부작위에 의한 기망행위의 동가치성 및 사기죄의 실행의 착수

보험계약상 고지의무위반을 사기죄의 기망행위로 파악하기 위해서는 고지의무위반을 부작위에 의한 기망과 동가치성을 가진 것으로 볼 수 있어야 한다. 부작위의 작위와의 동가치성이란 부작위에 의한 구성요건적 결과가 구성요건에서 요구하는 수단과 방법에 의해 발생할 것을 요구한다는 의미로서, 구성요건적 결과가 일정한 방법에 의해 발생될 것을 요구하는 범죄에 있어서는 부작위가 구성요건이 요구하는 방법에 해당되어야 한다.[52] 사기죄의 구성요건요소로서의 기망행위란 사람을 착오에 빠지게 하는 행위라는 점에서, 고지의무위반을 이유로 한 부작위에 의한 사기죄의 성립을 위해서는 고지의무위반이 기망의 작위행위와 동일하게 파악할 수 있을 정도의 행위정형의 동등성 또는 상응성을 가져야 한다.

한편 형법은 사기죄의 미수범을 처벌하고 있고, 미수범을 처벌하기 위해서는 범행의 실행의 착수가 인정되어야 한다(형법 제25조). 실행의 착수는 행위자의 범행계획에 비춰 볼 때 구성요건에 해당하는 행위 또는 구성요건의 실현을 위한 직접적 행위가 개시되면 인정된다는 것이 통설적 견해이므로,[53] 부진정 부작위범의 실행의 착수도 작위에 의한 기망과 동가치성을 가진 것으로 볼 수 있을 정도의 행위정형의 동등성 또는 상응성을 갖춘 행위가 개시되어야 한다. 그렇다면 고지의무위반을 이유로 한 사기죄의 실행의 착수를 인정하기 위해서도 고지의무위반을 사기죄의 기망행위의 착수 내지 기망행위의 실현을 위한 직접적 개시행위로 인정할 수 있어야 할 것이다.

그런데 대법원은 일련의 판결에서, 상법상 고지의무위반에 의해서도 부작위에 의한 기망이 인정될 수 있다는 전제하에, 보험사고가 이미 발생하였음에도 이를 묵비한 채 보험계약을 체결하거나 보험사고 발생의 개연성이 농후함을 인식하면서도 보험계약을 체결하는 경우 또는 보험사고를 임의로 조작하려는 의도를 가지고 보험계약을 체결하는 경우와 같이, '보험사고의 우연성'과 같은 보험의 본질을 해친다고 볼 수 있는 일정한 경우에는 고지의무위반을 보험금 편취를 위한 고의의 기망행위로 볼 수 있다고 판시하고 있다.[54] 대법

52) 이재상·장영민·강동범, 위의 책, pp. 146-147.
53) 신동운, 앞의 책, p. 507; 이재상·장영민·강동범, 위의 책, pp. 394-395.
54) 대법원 2017. 4. 26. 선고 2017도1405 판결.

원 판결에 따르면, '보험사고의 우연성'과 같은 보험의 본질을 해치는 일정한 경우에는, 고지의무위반은 부작위에 의한 기망행위에 해당하므로 고지의무위반 시에 사기죄의 실행의 착수가 인정되게 된다.

그러나 대법원 판결은 다음과 같은 이유에서 약간의 문제가 있다.

먼저, 대법원은 보험사고 발생의 개연성이 농후함을 인식하면서도 보험계약을 체결하는 경우를 보험의 본질을 해치는 경우로 예시하고 있지만, 대법원은 "상법 제644조는 보험계약 당시 보험사고가 이미 발생한 때에 그 계약을 무효로 한다고 규정하고 있으므로, 설사 시간의 경과에 따라 보험사고의 발생이 필연적으로 예견된다고 하더라도 보험계약 체결 당시 이미 보험사고가 발생하지 않은 이상 상법 제644조를 적용하여 보험계약을 무효로 할 것은 (아니다)"고 판시하여,[55] 보험계약 체결당시 보험사고가 발생하지 않은 이상 보험사고의 발생이 필연적으로 예견된다 하더라도 보험계약은 유효하고 보험자는 보험금지급책임을 부담한다는 취지로 판시한 바 있다.[56] 대법원에 따르면, 한편으로는 보험계약 당시 보험사고 발생이 필연적으로 예견되더라도 보험사고가 발생하지 않은 이상 보험계약은 유효함에도 불구하고, 다른 한편으로는 이러한 경우는 보험의 본질을 침해하는 경우로서 보험금 편취를 위한 기망행위로 볼 수 있다는 이해하기 어려운 결론에 봉착한다.[57] 물론 상법상 보험계약의 무효 여부와 사기죄의 성부가 필연적 관련성을 가지는 것은 아니지만,[58] 동일한 사실관계에서 민사법의 적용결과와 형사법의 적용결과가 일치하지 않는 것은 국민의 법감정과 사법적 신뢰를 훼손할 소지가 있다.

둘째, 보험사고의 우연성을 해치는 경우를 고지의무위반에 의한 기망행위로 일반화 할

55) 대법원 2010. 12. 9. 선고 2010다66835 판결. 다만 대법원은 이 경우 보험계약자 등의 고지의무위반으로 인한 보험계약 해지 여부 등은 별개의 문제로서 심리되어야 한다는 취지로 판시하였다. 대법원 2012. 8. 17. 선고 2010다93035 판결('우연성'이란 특정인의 의사와 관계없는 사고라는 의미의 우연성을 뜻하는 것이 아닐 뿐만 아니라, 특정인의 어느 시점에서의 의도와 장래의 실현 사이에 필연적·기계적인 인과관계가 인정되는 것도 아니므로, 중개업자가 장래 공제사고를 일으킬 의도를 가지고 공제계약을 체결하고 나아가 실제로 고의로 공제사고를 일으켰다고 하더라도, 그러한 사정만으로는 공제계약 당시 공제사고의 발생 여부가 객관적으로 확정되어 있다고 단정하여 우연성이 결여되었다고 보거나 공제계약을 무효라고 볼 수 없다).

56) 박세민, 앞의 책, pp. 148-149.

57) 같은 취지, 이근우, 앞의 논문, p. 343.

58) 대법원 2001. 10. 23. 선고 2001도2991 판결; 박재윤 대표편집 (2006), p. 157.

수 있을 것인지도 의문이다. 보험사고의 우연성이란 보험사고가 발생한 시점을 기준으로 보험사고가 인위적으로 발생하였는가의 문제로서 주로 보험자의 면책 여부에 관한 논의라고 할 수 있다.[59] 판례도 원칙적으로 고의에 의한 보험사고는 보험계약상 신의칙에 반할 뿐만 아니라, 그러한 경우에도 보험금이 지급된다고 한다면 보험계약이 보험금 취득 등 부당한 목적에 이용될 가능성이 있기 때문에 보험사고가 피보험자 등의 고의에 의해 발생한 때에는 보험자는 면책된다고 본다.[60]

한편 상법상 고지의무제도는 보험계약에서의 도덕적 위험의 발생 방지 및 선의성 유지를 위한 제도적 장치로서,[61] 고지의무제도는 보험사고의 인위적 조작과 같은 보험사고의 우연성을 해치는 행위의 방지와 직·간접적 관련성을 갖는다. 그런데 대법원은 "공제계약의 우연성이란 특정인의 의사와 관계없는 사고라는 의미의 우연성을 뜻하는 것이 아닐 뿐만 아니라, 특정인의 어느 시점에서의 의도와 장래의 실현 사이에 필연적·기계적인 인과관계가 인정되는 것도 아니므로, 중개업자가 장래 공제사고를 일으킬 의도를 가지고 공제계약을 체결하고 나아가 실제로 고의로 공제사고를 일으켰다고 하더라도, 그러한 사정만으로는 공제계약(의) … 우연성이 결여되었다고 보거나 공제계약을 무효라고 볼 수 없다"고 판시한 바 있다.[62] 고지의무제도의 위와 같은 제도적 취지와 판례의 태도를 감안할 때, 설령 피보험자 등이 보험사고의 우연성을 해치는 의도를 가지고 고지의무를 위반하였다 하더라도 이를 사기죄의 기망행위에 해당한다고 볼 것인지는 의문이다.[63]

셋째, 대법원 판례의 태도에 따를 경우 사기죄의 실행의 착수시기가 지나치게 앞당겨진다는 비판이 가능하다. 판례에 따르면 보험의 본질을 해친다고 볼 수 있는 일정한 경우에는 고지의무를 위반한 채 보험계약을 체결한 것만으로 사기죄의 실행의 착수가 있다고 볼 수 있는데, 고지의무위반 및 보험계약의 체결을 기망의 작위행위와 동일하게 파악할 수 있을 정도의 행위정형의 동등성 또는 상응성을 가진다고 볼 수 있을지 의문이다.[64] 원칙적

59) 박세민, 앞의 책, p. 147.
60) 대법원 2006. 3. 10. 선고 2005다49713 판결; 대법원 2011. 4. 28. 선고 2009다97772 판결.
61) 사법연수원 (2011), pp. 16-17.
62) 대법원 2012. 8. 17. 선고 2010다93035 판결.
63) 같은 취지, 장덕조, 앞의 논문, p. 300.
64) 이와 관련해서 일부 유력한 견해는 보험계약 체결 시에 기왕증을 숨기고 보험계약을 체결하였을 때는 보험계약 자체가 기망에 의하여 성립된 것으로, 보험계약 체결시점에 보험사

으로 미수범은 특정한 불법 구성요건의 행위반가치를 완전히 구비하고 있으면서 실행의 착수에 의해 법익에 대한 위험이라는 충분한 결과반가치를 구비하고 있기 때문에 가벌성이 인정된다는 점을 감안하면,[65] 고지의무위반 내지 이에 따른 보험계약의 체결만으로 사기죄의 실행의 착수로 인정할 수 있을 정도의 행위반가치와 결과반가치가 구비되었다고 볼 수 있을 것인지도 의문이다. 고지의무위반 및 이에 따른 보험계약의 체결만으로는 사기죄의 보호법익인 재산권에 대한 주관적인 범의의 객관적인 위험성이 곧 바로 인정된다고 보기는 어렵고, 피보험자 등의 보험금청구 시에 사기죄의 보험법익에 대한 객관적 위험성이 현실화된다고 보아야 할 것이다.[66]

또한 대법원은 원칙적으로 고지의무위반 내지 고지의무를 위반하여 보험계약을 체결한 것만으로는 사기죄의 실행의 착수가 있다고 볼 수 없다고 하면서도,[67] 보험의 본질을 해친다고 볼 수 있는 일정한 경우에는 고지의무를 위반하여 보험계약을 체결한 것만으로도 사기죄의 실행의 착수를 인정할 수 있다고 보는데, '보험의 본질'이라는 개념이 반드시 명확한 것도 아닐뿐더러 판례의 태도에 따를 경우 고지의무를 위반하여 보험계약을 체결한 사안에서 언제 사기죄의 실행의 착수를 인정할 것인지에 관한 예측가능성을 현저히 저하시키게 되는 문제가 발생한다.[68] 나아가 통설적 견해와 판례는 보험사기의 경우 보험계약

기의 실행행위가 있다고 본다(이병희 (1998), p. 233; 김성완 (2015), pp. 34-35).

65) 박재윤 대표편집 (2011), p. 34.

66) 이근우, 앞의 논문, p. 344; 김은경, 앞의 논문, p. 187은 고지의무위반을 직접적인 보험사기의 예비행위나 착수를 위한 의사로 해석하여 보험사기를 확대할 경우, 고지의무위반이 보험계약법 적용의 측면에서 뿐만 아니라 형사법적 측면에서도 보험계약자의 지위를 불안정하게 할 여지가 크므로, 고지의무의 문제로부터 보험계약자를 보호하기 위해서도 고지의무의 수동화가 시급하다고 주장한다.

67) 대법원 2012. 11. 15. 선고 2010도6910 판결; 대법원 2013. 11. 14. 선고 2013도7494 판결; 대법원 2017. 4. 26. 선고 2017도1405 판결; 대법원 2019. 4. 3. 선고 2014도2754 판결(보험계약자가 상법상 고지의무를 위반하여 보험자와 생명보험계약을 체결한다고 하더라도 그 보험금은 보험계약의 체결만으로 지급되는 것이 아니라 우연한 사고가 발생하여야만 지급되는 것이므로, 상법상 고지의무를 위반하여 보험계약을 체결하였다는 사정만으로 보험계약자에게 미필적으로나마 보험금 편취를 위한 고의의 기망행위가 있었다고 단정하여서는 아니 된다).

68) 이에 대해 최병규 (2017), p. 100 이하에서는 단순히 고지의무를 위반한 것만으로 사기죄의 유죄를 인정할 수는 없지만, '고지의무위반의 정도가 심한 경우'에는 고지의무위반을 사기죄의 기망행위로 볼 수 있다고 본다. 그러나 '고지의무위반의 정도'도 정량적 계측이 불가능한 개념이라는 점을 고려할 때 위 견해도 고지의무위반을 이유로 한 사기죄의 실행의 착수에 관한 해결책으로는 동의하기 어렵다.

의 체결만으로는 사기죄의 실행의 착수를 인정할 수 없고 보험금지급청구 시에 실행의 착수를 인정하고 있는데,[69] 일반적인 보험사기의 경우와 고지의무위반을 이유로 한 보험사기의 경우의 실행의 착수시기를 달리할 근거가 무엇인지도 의문이다.

라. 고지의무위반과 사기죄의 기수시기

고지의무위반과 사기죄의 성부와 관련해서는 사기죄의 기수시기에 관해서도 견해가 나뉘고 있다. 전술한 고지의무위반의 사기죄의 실행의 착수시점에 관한 논의에 불구하고, 다수의 견해는 보험금수령 시에 사기죄의 기수가 된다고 보지만,[70] 일부 유력한 견해는 보험증권을 교부 받은 때[71] 또는 보험계약의 성립 시에 사기죄의 기수가 된다고 해석하고 있다.[72]

먼저, 보험계약의 성립과 보험증권의 관계에 관해 살펴보면, 보험증권은 보험자가 보험목적·보험사고·보험금액·보험료 등의 법정기재사항을 기재하고 기명날인 또는 서명한 문서로서(상법 제666조, 제728조 등), 보험자는 보험계약이 성립한 때에는 지체 없이 보험증권을 작성하여 보험계약자에게 교부하여야 한다(상법 제640조 제1항 본문). 보험증권의 교부는 보험계약자의 청구 여부와 무관하지만, 보험자의 보험증권 작성·교부의무는 법정의무로서 보험자는 보험계약의 체결을 승낙하는 의사표시에 갈음하여 보험증권을 교부하는 것이 실무의 일반적 관행이다.[73] 따라서 보험계약의 성립과 보험증권의 교부에 관한 위와 같은 업계의 관행을 고려하면, 고지의무 위반을 이유로 한 사기죄의 기수시기에 관한 보험증권 교부시라는 견해와 보험계약의 성립 시라는 견해의 실천적 차이는 크지 않다고 볼 수 있다.

---

69) 박재윤 대표편집, 앞의 책, p. 141; 이재상·장영민·강동범, 앞의 책, p. 352; 이근우, 앞의 논문, pp. 346-349; 김은경, 앞의 논문, p. 176; 장덕조, 앞의 논문, pp. 307-308; 최준혁, 앞의 논문, pp. 687-688. 대표적인 대법원 판결로는, 대법원 2013. 11. 14. 선고 2013도7494 판결(타인의 사망을 보험사고로 하는 생명보험계약을 체결함에 있어 제3자가 피보험자인 것처럼 가장하여 체결하는 등으로 그 유효요건이 갖추어지지 못한 경우에도, … (중략) … 그와 같이 하자 있는 보험계약을 체결한 행위만으로는 미필적으로라도 보험금을 편취하려는 의사에 의한 기망행위의 실행에 착수한 것으로 볼 것은 아니다. 그러므로 그와 같이 기망행위의 실행의 착수로 인정할 수 없는 경우에 피보험자 본인임을 가장하는 등으로 보험계약을 체결한 행위는 단지 장차의 보험금 편취를 위한 예비행위에 지나지 않는다).

70) 임웅, 앞의 책, p. 430; 이근우, 위의 논문, p. 345.

71) 정성근·박광민, 앞의 책, p. 349.

72) 이병희 (1999), p. 224. 이 견해는 고지의무위반으로 한 보험청약의 경우 사기의 기수시기를, 보험가입자가 최초보험료를 납부하고 보험료영수증을 교부받았을 때라고 본다.

73) 한기정, 앞의 책, pp. 267-268.

한편 보험증권의 법적 성질에 관해서는, 보험증권은 보험계약의 성립 및 내용을 증명하기 위한 목적에서 보험자가 작성·교부한 증거증권으로서, 원칙적으로 보험증권이 지시식 내지 무기명식으로 발행된 경우에도 유가증권성을 인정하지 않는 것이 통설적 견해이다.[74] 통설적 견해는 인보험증권의 유가증권성을 부정하고, 손해보험증권의 경우에도 원칙적으로 유가증권성을 부정하지만, 예외적으로 신용장거래를 수반한 국제물품매매계약의 경우와 같이 지시식 내지 무기명식으로 발행된 보험증권이 선하증권 등의 선적서류와 함께 유통될 것이 예정된 경우에는 유가증권성을 인정하고 있다.[75] 다만 위와 같이 국제물품매매계약 등에서 사용되는 해상보험증권 등의 경우에도 보험증권이 표창하는 권리는 장차 보험사고가 발생할 경우 보험증권의 정당한 소지인이 갖게 되는 아직 구체화되지 않은 보험금청구권이다.[76] 따라서 위와 같은 보험증권을 정당하게 소지한 자는 장차 보험사고가 발생할 경우 보험금을 지급 받을 수 있는 권리를 가지지만, 보험사고가 발생하지 않는 이상 보험자에 대한 구체적 보험금청구권을 취득하지는 못한다. 이를 달리 해석하면, 보험계약의 체결 및 보험증권이 교부된 경우에도 보험사고가 발생하여 보험증권의 정당한 소지인에 의한 보험금청구가 있기 전에는, 보험자는 불확정적인 보험금지급위험을 부담할 뿐이지 별도의 금전적 손해가 구체화 되었다고 보기는 어렵다.[77]

나아가 보험계약의 체결 및 보험증권의 발행·교부를 고지의무 위반을 통한 사기죄의 기수로 볼 수 있을 것인가 하는 문제는 사기죄의 본질과도 관련이 있다. 대법원은 사기죄의 성립을 위해서는 현실적인 재산상 손해의 발생을 요하지 않는다고 판시하였고,[78] 더 나아가 재산상 손해의 발생이 없다고 해도 사기죄의 성립에는 영향이 없다는 취지로 판시하고 있다.[79] 이에 대해 학술적 견해는, 사기죄는 피해자의 하자있는 의사에 의한 재물 또는 재산의 처분을 요건으로 하는 침해범으로서, 사기죄의 성립을 위해서는 피해자에게 재산상 손해가 발생하여야 한다는 견해[80]와 사기죄의 성립요건으로서 피해자의 손해발생은 필요

74) 한기정, 위의 책, pp. 270, 273; 박세민, 앞의 책, p. 263.
75) 김성태 (2001), pp. 248-249; 한기정, 위의 책, pp. 273-274; 박세민, 위의 책, pp. 263-264.
76) 한기정, 위의 책, p. 274는 이를 '추상적 단계의 보험금청구권'이라고 칭하고 있다.
77) 같은 취지, 이근우, 앞의 논문, p. 345; 최준혁, 앞의 논문, pp. 694-695.
78) 대법원 1985. 11. 26. 선고 85도490 판결; 대법원 1992. 9. 14. 선고 91도2994 판결; 대법원 2004. 4. 9. 선고 2003도7828 판결; 대법원 2014. 10. 15. 선고 2014도 9099 판결 등.
79) 대법원 1995. 3. 24. 선고 95도203 판결; 대법원 2007. 1. 25. 선고 2006도7470 판결.
80) 임웅, 앞의 책, p. 427; 이재상·장영민·강동범, 앞의 책, pp. 327-328.

하지 않다는 견해[81]로 나뉜다. 그러나 사기죄는 재산권을 보호법익으로 하는 범죄로서, 사기죄의 성립에 재산상 손해를 요구하지 않을 경우 사기죄는 재산죄가 아니라 처분의 자유를 보호하는 범죄로 변질될 우려가 있다.[82] 따라서 고지의무를 위반하여 보험계약을 체결한 경우에도 사기죄가 기수가 되기 위해서는 보험자의 재산상 손해가 발생하여야 하고, 보험자의 재산상 손해는 피보험자 등의 보험금지급청구에 따라 보험금이 지급되어야 발생한다는 점에서 보험사기의 기수시기는 보험금지급 시라고 보아야 할 것이다.

이 사건에서 대법원은 원심의 판단과 달리, "보험계약자가 고지의무를 위반하여 보험회사와 보험계약을 체결한다 하더라도 그 보험금은 보험계약의 체결만으로 지급되는 것이 아니라 보험계약에서 정한 우연한 사고가 발생하여야만 지급되는 것이(므로), 피고인이 … 보험회사에 보험금을 청구하여 보험금을 지급받았을 때 사기죄는 기수에 이른다."고 판시하였는데, 대법원의 판시는 보험계약상 고지의무와 사기죄의 기수시기에 관한 법리를 정확히 지적하였다고 평가할 수 있다.

Ⅳ. 결론

보험은 인간의 경제활동을 위협하는 다양한 위험에 대비하기 위해 고안된 제도이지만, 그 사행계약적 성질로 인해 보험계약당사자들의 선의성이 특히 요구되고 있다. 보험자는 보험계약의 체결 여부 등의 판단을 위해 보험계약에 관한 정보를 획득할 필요가 있지만, 현실적으로 보험계약에 관한 중요한 사항은 보험계약자 내지 피보험자의 지배영역에 소재하는 경우가 대부분이다. 보험계약의 경우에도 계약체결에 관한 중요한 사항의 파악은 보험자가 스스로 조사를 할 수도 있지만, 보험계약자 등에 의해 지배되고 있는 위험에 관한 정보를 보험자도 확보할 수 있도록 하기 위해 상법은 보험계약자 등의 고지의무를 규정하고 있다.[83]

상법상 보험계약자 등의 고지의무는 보험계약당사자 사이의 정보의 불균형적 소재를 해소하기 위한 제도로서, 보험계약자 등은 계약체결에 있어 보험자에 대해 중요한 사항을 자

81) 오영근 (2009), pp. 416-417; 정영일 (2008), p. 308.
82) 이재상·장영민·강동범, 위의 책, pp. 327-328.
83) 양승규, 앞의 책, pp. 116-117.

발적으로 고지하여야 하고, 이를 위반한 경우에는 보험계약의 해지로 인한 불이익을 받을 수 있다. 그런데 보험계약 관련 정보의 불균형적 소재는 보험계약자 등으로 하여금 보험계약 체결 시 보험금 수령을 목적으로 고의로 계약 관련 중요한 사항을 불고지 내지 부실고지할 잠재적 위험을 내포하고 있고, 이에 대응하여 고지의무제도의 본질적 취지도 사기의 방지에 있다 함은 앞서 설명한 바와 같다. 따라서 보험계약자 등이 보험계약을 체결함에 있어 고의로 고지의무를 위반하여 보험계약을 체결하고 보험금을 편취한 경우 형법상 사기죄 내지 보험사기방지법상 보험사기죄로 처벌받을 수 있다.

대법원은 이 사건을 포함한 일련의 사건에서, 원칙적으로 상법상 보험계약자 등의 고지의무위반으로 인해 보험계약이 체결되더라도 보험계약의 체결을 형법상 사기죄의 실행의 착수가 있다고 볼 수 없지만, 피보험자 등의 고지의무위반이 '보험사고의 우연성'과 같은 보험의 본질을 해할 정도에 이른 경우에는 예외적으로 고지의무위반 시에 보험금 편취를 위한 실행의 착수가 있다고 보는 것 같다. 다만 대법원은 보험계약자 등의 고지의무위반과 사기죄의 실행의 착수시기에 관해, 원칙론적인 경우와 예외적인 경우로 나눈 근거가 무엇인지에 대해 명확한 근거를 제시하지 않고 있다. 대법원은 예외적으로 보험계약자 등이 보험의 본질을 해할 의도를 가지고 고지의무를 위반 때에는 고지의무위반 시를 사기죄의 실행의 착수시기로 보지만, 대법원이 예시적으로 들고 있는 '보험사고의 우연성'을 제외한 어떤 경우가 보험의 본질에 해당하는지, 그리고 '보험의 본질'과 같은 불명확한 개념을 가벌성의 기준으로 제시하는 것이 형법의 대원칙인 죄형법정주의 내지 형벌의 명확성의 원칙에 부합하는 것인지도 의문이다. 나아가 대법원이 보험의 본질에 반하는 경우로 들고 있는 사유들도, 그것이 반드시 보험의 본질에 반한다고 볼 수 있을 것인지 의문이라는 점도 앞서 설명한 바와 같다.

마지막으로 무엇보다도 위와 같은 불명확한 근거를 이유로 고지의무위반을 이유로 한 사기죄의 실행의 착수시기를 고지의무위반 시로 앞당기는 것은 '과잉범죄화(Overcriminalization)'를 초래할 위험이 있다는 점을 지적하지 않을 수 없다. 상법상 보험계약자 등의 고지의무는 본질적으로 보험계약 체결 전 보험계약청약자와 보험자 사이의 내부적·경제적 문제로서, 보험자는 보험계약 체결 이후에도 고지의무위반을 이유로 계약해지 내지 의사표시의 취소 등을 통해 사후적으로 자신의 경제적 불이익을 최소화할 제도적 장치를 확보하고 있다.[84] 따라서 고지의

무위반으로 인한 보험자의 보호를 위해 형법적 수단까지 동원하는 것은 바람직스럽지 않다. 나아가 다수의 견해에 따르면,[85] 고지의무위반을 이유로 한 사기죄의 실행의 착수시기를 고지의무위반 시로 앞당기는 것이 보험사기를 근절하기 위한 근본적 대안이 될 수는 없다는 점을 주목할 필요가 있다.

84) 대법원 1991. 12. 27. 선고 91다1165 판결(보험계약을 체결함에 있어 중요한 사항에 관하여 보험계약자의 고지의무위반이 사기에 해당하는 경우에는 보험자는 상법의 규정에 의하여 계약을 해지할 수 있음을 물론 민법의 일반원칙에 따라 그 보험계약을 취소할 수 있다.). 대법원 1998. 6. 12. 선고 97다53380 판결; 대법원 2002. 7. 26. 선고 2001다36450 판결 등.

85) 이근우, 앞의 논문, p. 350; 김은경, 앞의 논문, p. 190; 장덕조, 앞의 논문, p. 311; 최병규, 앞의 논문, pp. 102-103 등.

참고문헌

곽윤직 대표편집 (1992), **민법주해(1),** 박영사.

(Translated in English) Kwak, Y., Lead Editor (1992). *Commentaries on Civil Law (1)*, Parkyoungsa.

_____ (1992), **민법주해(2),** 박영사.

(Translated in English) Kwak Y., Lead Editor (1992). *Commentaries on Civil Law (2)*, Parkyoungsa.

김성완 (2015), "고지의무 위반과 사기적 보험계약", **보험금융연구**, 제26권 제1호, 보험연구원, pp. 3-50.

(Translated in English) Kim, S. (2015). "A Study on the Breach of Duty of Disclosure and Fraudulent Insurance Contracts", *Journal of insurance and finance*, 26(1):3-50.

김성태 (2001), **보험법강론,** 법문사.

(Translated in English) Kim, S. (2001). *Lectures on Insurance Law*, Bobmunsa.

김수정 (2018), "고지의무를 중심으로 한 침묵에 의한 사기의 재검토", **법학**, 제59권 제4호, 서울대학교 법학연구소, pp. 117-157.

(Translated in English) Kim, S. (2018). "Duty to Disclose as a Requirement of Fraud by Reticence", *Seoul Law Journal*, 59(4):117-157.

김은경 (2016), "보험사기방지특별법에서 고지의무 위반의 적용", **상사법연구**, 제35권 제2호, 상사법학회, pp. 159-198.

(Translated in English) Kim, E. (2016). "The application of breach of Duty to Disclosure from the Insurance Fraud Prevention Act", *Commercial Law Review*, 35(2):159-198.

김정호 (2000), **상법강의 (하)**, 법문사.

(Translated in English) Kim, J. (2000). Lectures on Commercial Law

(volume 2), Bobmunsa.

박세민 (2019), **보험법**, 제5판, 박영사.

(Translated in English) Park S. (2019). *Insurance Law,* 5th Edition, Parkyoungsa.

박수영·박강익 (2019), "고지의무에 관한 고찰", **법학연구**, 제24집, 한국법학회, pp. 191-218.

(Translated in English) Park, S., and K., Park (2019). "A study on Duty of Disclosure & Representation", *Law Review*, 24:191-218.

박재윤 대표편집 (2006), **주해 형법 각칙 (6),** 제4판, 한국사법행정학회.

(Translated in English) Park, J., Lead Editor (2006). *Commentaries on Individual Provisions of Criminal Law (6)*, 4th Edition, Korean Society of Judicial Administration.

_____ (2011), **주해 형법 총칙 (2),** 제2판, 한국사법행정학회.

(Translated in English) Park, J., Lead Editor (2011). *Commentaries on General Provisions of Criminal Law (2)*, 2nd Edition, Korean Society of Judicial Administration.

사법연수원 (2011), **보험법 연구**, 사법연수원 출판부.

(Translated in English) Judicial Research and Training Institute (2011). *Korea Insurance Law Study*, JRTI Press.

신동운 (2020), **형법총론,** 제12판, 법문사.

(Translated in English) Shin, D. (2020). *General Principles of Criminal Law,* 12th Edition, Bobmunsa.

심상무 (1992), "고지의무의 성질에 관한 연구", **연세법학연구**, 제2집, 연세법학회, pp. 560-577.

(Translated in English) Shim, S. (1992). "A study on Legal nature of Duty of Disclosure", *Yonsei Law Journal*, 2:560-577.

양승규 (2004), **보험법**, 제5판, 삼지원.

(Translated in English) Yang, S. (2004). *Insurance Law,* 5th Edition, Samjiwon.

_____ (2000), "고지의무에 관한 고찰", **보험법의 법리**, 삼지원.

(Translated in English) Yang, S. (2000). "A study on Duty of Disclosure", *Legal Principles of Insurance Law*, Samjiwon.

오영근 (2009), **형법각론**, 제2판, 박영사.

(Translated in English) Oh, Y. (2009). *Particulars of Criminal Law*, 2nd Edition, Parkyoungsa.

이근우 (2012), "보험계약상 고지의무위반의 형법적 의미", **동아법학**, 제54호, 동아대학교 법학연구소, pp. 325-354.

(Translated in English) Lee, K. (2012). "Which is Defrauding in Insurance Fraud?", *DONG-A Law Review*, 54:325-354.

이병희 (1998), "보험사기죄와 고지의무", **법학논집**, 제14권, 청주대학교 법학연구소, pp. 221-236.

(Translated in English) Lee, B. (1998). "Insurance Fraud Crime and Duty of Disclosure", *Cheongju Law Review*, 14:221-236.

_____ (1999), "보험사기죄에서의 실행의 착수와 기수시기", **형사법연구**, 제11호, 형사법학회, pp. 209-226.

(Translated in English) Lee, B. (1999). "A study on time of start of execution and consummation of insurance fraud crime", *Journal of Criminal Law*, 11:209-226.

이재상·장영민·강동범 (2019a), **형법총론**, 제10판, 박영사.

(Translated in English) Lee, J., Y., Jang and D., Kang (2019). *General Principles of Criminal Law,* 10th Edition, Parkyoungsa.

_____ (2019b), **형법각론,** 제11판, 박영사.

(Translated in English) Lee, J., Y., Jang and D., Kang (2019). *Particulars of Criminal Law*, 11th Edition, Parkyoungsa.

임웅 (2020), **형법각론,** 제11정판, 법문사.

(Translated in English) Lim, W. (2020). *Particulars of Criminal Law,* 11th Revised Edition, Bobmunsa.

장덕조 (2018), "고지의무위반과 보험사기", **상사법연구**, 제37권 제1호, 상사법학회, pp. 273-316.

(Translated in English) Jang, D. (2018). "Breach of Disclosure Obligation and Insurance Fraud", *Commercial Law Review*, 37(1):273-316.

정동윤·손주찬 대표편집 (1977), **주석 상법Ⅷ**, 제1판, 한국사법행정학회.

(Translated in English) Jung, D., and J., Son, Lead Editor (1977). *Commentaries on Commercial Law Ⅷ,* 1st Edition, Korean Society of Judicial Administration.

정성근·박광민 (2019), **형법각론**, 전정3판, 성균관대학교 출판부.

(Translated in English) Jung, S. and K., Park (2019). *Particulars of Criminal Law,* 3rd Completely Revised Edition, Sungkyunkwan University Press.

정영일 (2008), **형법각론,** 개정판, 박영사.

(Translated in English) Jung, Y. (2008). *Particulars of Criminal Law,* Revised Edition, Parkyoungsa.

채이식 (2003), **상법강의 (하),** 개정판, 박영사.

(Translated in English) Chae, Y. (2003). *Lectures on Commercial Law (volume 2)*, Revised Edition, Parkyoungsa.

최기원 (1991), "보험계약자의 고지의무에 관한 고찰", **법학**, 제32권 제3·4호, 서울대학교 법학연구소, pp. 1-25.

(Translated in English) Choi, G. (1991). "A Study on the Insured's Duty of Disclosure", *Seoul Law Journal*, 32(3·4):1-25.

최병규 (2017), "고지의무위반과 기망행위 여부", **보험법연구**, 제11권 제2호, 보험법학회, pp. 83-107.

(Translated in English) Choi, B. (2017). "A study on the relation between violation of disclosure duty and fraud", *Korea Insurance Law Journal*, 11(2):83-107.

최준선 (2005), **보험법·해상법,** 삼영사.

(Translated in English) Choi, J. (2005). *Insurance Law · Maritime Law,* Samyoungsa.

최준혁 (2019), "보험사기의 실행의 착수, 기수시기와 죄수", **법조**, 제68권 제3호, 법조협회, pp. 678-702.

(Translated in English) Choi, J. (2019). "Meaning of the Insurance Fraud Crime and the Number of Crime", *Korean Lawyers Association Journal*, 68(3):678-702.

한기정, **보험법,** 제2판, 박영사.

(Translated in English) Han, G. (2018). *Insurance Law,* 2nd Edition, Parkyoungsa.

허일태 (2011), "보험계약상 고지의무와 보험금 사기의 고의", **동아법학**, 제52호, 동아대학교 법학연구소, pp. 417-445.

(Translated in English) Huh, I. (2011). "Duty of Disclosure on Insurance Contracts and Insurance Fraud Intention", *DONG-A Law Review*, 52:417-445.

Peter M., P., Simon and F., Patrick (2004). *Good Faith and Insurance Contracts,* 2nd Ed., LLP, London.

Reynolds v. Phoenix Assurance Co. Ltd. (1978). 2 Lloyd's Rep 440:457-458 (per Forbes, J).

Rivaz v. Gerussi Brothers and Company (1880). 6 QBD 222, 228(per Brett, LJ).

Tate & Sons v. Hyslop (1885). 15 QBD 368, 377(per Brett, MR).

금융감독원 보험사기 방지센터 홈페이지, 보험사기 적발통계
(http://m.fss.or.kr:8000/insucop/board/fieldBoardDetail.do?bbsId=1328754889858&mId=M11060100000000)
Black's Law Dictionary Free Online Legal Dictionary, 2nd Ed.
(http://thelawdictionary.org/uberrimae-fidei)

Abstract

If an assured intentionally enters into an insurance contract without informing the insurer of important matters, he/she can be punished for fraud or fraud under the Insurance Fraud Prevention Act. In a series of cases, the Supreme Court ruled that even if an assured violated the duty to disclose and concluded an insurance contract, in principle, it could not be punished as an attempt of fraud under the criminal law. However, the Supreme Court considers that, in exceptional cases, if the assured's violation of the duty of disclosure has reached the extent of harming the core nature of the insurance, it is deemed that the violation of that duty can be understood as commencement of fraud. However, there is a question of what is the nature of insurance and whether presenting an unclear concept such as “the essence of insurance” as a criterion of punishment is in line with the principle of nulla poena sine lege. Additionally, interpreting the timing of commencement of a fraud as the timing when the duty of disclosure has the risk of 'overcriminalization'. Meanwhile, since the insurer's property damage occurs only after the insurance payment is paid in accordance with the insured's claim for insurance payment, the time to establish an insurance fraud should be regarded as at the time of insurance payment.

※ Key words: Duty of disclosure, Insurance fraud, Commencement of fraud, Attempt of insurance fraud, Completion of insurance fraud, Insurance crime

보험금융연구 제32권 제4호 (2021. 11) pp. 73-113
DOI : https://doi.org/10.23842/jif.2021.32.4.003

Corporate Environmental Responsibility and Credit Ratings

Haksoon Kim*·Hyung Cheol Kang**·Hee Sub Byun***

While prior literature focuses on the shareholder's perspective, this study investigates the benefits of corporate environmental responsibility (CER) activities from the debtholder's perspective. We find a strong positive relationship between CER activities and credit ratings. Specifically, the positive relationship is mainly driven by the strategy and performance factors of CER activities. Also, we find that the positive relationship is more pronounced in firms with higher agency costs. The results indicate that CER activities in emerging countries have the effect of reducing default risk and meet creditors' interests. Additionally, it suggests that CER activities have the effectiveness of the corporate strategic perspective on corporate financing and disclosure.

Key words: Corporate environmental responsibility, Credit rating, Default risk, Risk management, Korea

한국연구재단 분류 연구분야 코드: B050703, B050704

* First author: Associate Professor, Department of Economics and Finance, Sorrell College of Business, Troy University-Montgomery(hkim11@troy.edu)

** Co-author: Professor, College of Business Administration, University of Seoul (hckang@uos.ac.kr)

*** Corresponding Author: Associate Professor, Department of Finance, College of Business, Hallym University(heesbyun@hallym.ac.kr)

논문 투고일: 2021. 1. 29, 논문 최종 수정일: 2021. 4. 30, 논문 게재 확정일: 2021. 11. 19

Ⅰ. Introduction

Global, multifaceted efforts, such as the Rio Summit or the adoption of the Kyoto Protocol, to expand the sustainability of humanity and society through environmental conservation are continuing to expand. The importance of corporate environmental responsibility (CER) activities is on the rise (Cai, Cui, and Jo 2016; El Ghoul, Guedhami, Kim and Park 2018). CER activities are strategic investment decisions that incur a substantial amount of initial outlay. Therefore, firms have incentives to be actively engaged in the activities only if they guarantee sufficient benefits. Prior literature investigates whether the benefits of CER activities increase shareholder wealth under shareholder theory (Friedman 1970; El Ghoul, Guedhami, Kim and Park 2018).[1] However, CER activities are the devices for meeting various stakeholders' interests under the stakeholder theory (Freeman 1984). Therefore, shareholder theory alone cannot fully explain the benefits of CER activities. Specifically, it increases the importance of understanding the stakeholder theory given the conflict of interest between shareholders and other stakeholders (Jensen and Meckling 1976).

This study empirically investigates the relationship between CER activities and credit ratings from the perspective of debtholders, as one of the stakeholders. Credit rating is the key information to determine the interest rate based on the default risk, so it reflects the debtholder's expectation of and analysis of a firm. Credit rating is important in terms of a corporate strategy because a firm facilitates the outside financing and effectively pursue investment opportunity by improving its credit rating through active risk

1) The literature provides empirical evidence that CER activities are positive factors from the shareholder's perspective. Further discussions followed in the literature review and hypothesis sections in this study.

management. Generally, both quantitative (e.g. profitability, growth potential, or efficiency) and qualitative financial information (e.g., corporate structure or strategy) can affect the credit rating (Dillenburg, Greene, and Erekson 2003). Therefore, we can expect CER activities can be a factor in the determination of credit rating.

This study focuses on debtholders because they have a conflict of interest with shareholders in understanding CER activity. As residual claimants, shareholders have an incentive to maximize stock price by bearing the risk of investing in risky projects. On the other hand, as fixed claimants, debtholders have an incentive to avoid excessive risks to decrease the default risk. These differences in the risk-taking incentives between two stakeholders will lead to the difference in evaluating CER activities. Generally, CER activities involve substantial uncertainty as investment means. Shareholders will prefer CER activities with high risks due to this uncertainty. In contrast, debtholders will allow CER activities only if these activities are effective in controlling default risks. Therefore, it is important to analyze the benefits of CER activities from the debtholder's perspective.

Comparing with prior literature, this study is unique because it resolves the academic gap and strengthens practical implications through the independent evaluation of CER activities. In global financial markets, there is an increasing interest in non-financial information, ESG (Environmental, Social, Governance), among market participants. However, it is rare to find a study focusing on the systematic and detailed analysis of CER activities (Montiel and Delgado-Ceballos 2014). Specifically, social debates on CER activities, such as GHG emission control, fossil fuel reduction, and hazardous chemical emission management, are expanding the necessity of independent analysis on CER activities. However, prior literature only considers CER activities as one

category of corporate social responsibility (CSR) activities. While the expected effect of CSR activities is rather vague, CER activities can be used as an important measure for investor evaluation due to their clear objective and effect. For this reason, a recent study focuses on the unique expected effect of CER activities apart from CSR activities (Montiel and Delgado-Ceballos 2014; Cai, Cui and Jo 2016; El Ghoul, Guedhami, Kim and Park 2018).

This study conducts further analysis considering corporate characteristics as constraints to more precisely determine the causes of the effect of CER activities on credit ratings. Based on the theoretical discussion, the benefits of CER activities contribute to risk management, growth opportunities expansion, management efficiency improvement, and resolving agency problems. CER activities have the effect of reducing the potential business risk such as the environmental pollution accident and a lawsuit from various stakeholders (Godfrey, Merrill and Hansen 2009). We can consider CER activities as a growth strategy to preempt the competitive advantage by introducing new technology and product differentiation. Also, these activities can lead to improving management efficiency by reducing production costs through production process efficiency (Nehrt 1996; Miles and Covin 2000). Finally, CER activities mitigate information asymmetry, which is the main cause of agency problems (Cui, Jo and Na 2016). Therefore, we can infer the relationship between CER activity and credit rating based on these associations. By analyzing the relationship, we can evaluate the expected benefits of CER activities from the creditor's perspective.

We perform an empirical study using a sample of Korean listed companies. The reason is as follows. First, CER activities in Korea are more important than those in developed countries such as the United States or the United Kingdom. Due to the rapid economic growth in a short period, the

establishment and implementation of a strategy that minimizes the environmental impact of management activities were insufficient in Korea. Recently, the environmental pollution problem has been an issue in Korea for these reasons. More people are interested in CER activities. Typical examples include measures to reduce fine dust and the introduction of a carbon credits market. Second, the stock market development level is lower than that of developed countries in Korea due to the low level of investor protection. Naturally, there is a high proportion of external financing through debt, such as bank loans and corporate bonds, and the analysis of credit ratings, which are essential for the pricing of such financial instruments, is more actively required. In other words, analyzing the creditor perspective (stakeholder theory) rather than the shareholder perspective (shareholder theory) is expected to provide better information in judging the practical value of CER activities.

There are some implications in this study. First, it can provide evidence for judging the benefits of CER activities in emerging economies. Previous studies conducted empirical analysis on developed countries such as the United States and the United Kingdom. It is difficult to anticipate that these results will still hold in emerging economies because regulatory environments and capital market conditions are different. Second, this study will review the function of CER activities as a strategic means. If the active implementation of CER activities improves credit rating, it suggests that these activities are a tool to mitigate bankruptcy risk. The result implies that CER activities may be an alternative to reducing external financing costs for companies.

The main results of this study are as follows. We perform regression analysis using the fixed effect models in this study. The CER activities (or changes in CER activities) have a significant positive effect on the credit rating. This

result suggests that CER activities can improve debtholders' wealth as stakeholders by reducing the bankruptcy risk. This result is confirmed when we use the 2SLS (two-stage least squares) to control the endogeneity problem based on reverse causality. Also, the strategy and performance factors of CER activities drive the main result. It means that a systematic strategy and performance of CER activities that investors can easily visualize will improve credit ratings. Also, CER activities improve credit ratings more in firms with high agency costs after considering firm characteristics in the analysis. The result suggests that CER activities effectively reduce the possibility of incentives for managers' pursuit of private interests.

The rest of the paper is organized as follows. In section II, we set up a research hypothesis based on theoretical discussions surrounding CER activities. In section III, we explain the sample and variable construction process for empirical analysis. In section IV, we discuss empirical analysis results. In section V, we provide the conclusion of this study.

II. Prior literature and hypothesis development

The academic evaluation of CER activities mainly utilizes stock price-oriented variables based on shareholder theory. In companies with the ultimate goal of profit maximization, there will be incentives to actively implement CER activities only if its benefits exceed the costs (Friedman 1970). As a result, there are two categories in the perception of CER activities. One view is that if companies reject the social trend for CER activities, it will hurt the production and sales of goods and services in the long run. Another view is that the company's profit will deteriorate due to the cost accompanied by CER

activities. Existing studies suggest that CER activities generally have a positive effect on firm value considering two views. There is a study using emerging market data. Jiang, Xue, and Xue (2018) verify the effect of CER activities on corporate performance in China's energy industry. They argue that CER activities improve corporate performance and that this effect is mainly strong in privately-owned companies.

Several studies explain the benefits of CER activities on financial decision-making. Ambec and Lanoie (2008) systematize the economic and financial benefits of CER activities and support them through case studies. Through CER activities, firms in case studies enjoy the benefits of access to specific markets, product differentiation, pollution control technology sales, the stakeholder understanding of risk management, and reduction in production costs (raw materials, energy, capital raising, and labor). They argue that the costs associated with these activities can be sufficiently offset. Schneider (2011) argues that active CER activities can improve the ability to pay creditors by reducing clean-up costs for environmental pollution and compliance costs. Herbohn, Gao, and Clarkson (2019) empirically verify the informational effect of a company's carbon emissions risk on bank loan disclosures. They confirm positive stock returns for companies with high carbon emission risks when renewing loans. Jung, Herbohn, and Clarkson (2018) empirically examine the relationship between carbon-related risks and debt financing costs. They find a positive relationship between carbon-related risk and debt financing costs in companies with low levels of carbon-related risk awareness (not responding to the Carbon Disclosure Project survey).

Recently, the seriousness of the environmental pollution problem has been raised mainly in emerging countries, and the countries actively search for alternatives to solve this problem. In response to this demand, academic

research is also increasing. Li, Cao, Zhang, Chen, Ren, and Zhao (2017) report that a positive relationship exists between CER activities and Return on Assets (ROA) for Chinese companies. However, they find a negative (-) relationship between the two in companies with high organizational slack due to large working capital. The finding raises the possibility that the management will abuse CER activities using the excessive expansion of its discretion. It shows the case of the agency problem. Du, Weng, Zeng, Chang, and Pei (2017) empirically verify the relationship between CER activities and debt raising costs for Chinese companies. They suggest that firms can significantly reduce the interest rate on debt through active CER activities. Kang and Byun (2020) report that CER activities for Korean companies can increase investment inefficiencies. The result implies that firms can exploit CER activities to satisfy managers' incentives for overinvestment. The results of recent studies on emerging countries are mixed. So, it is a meaningful task to verify the benefits of CER activities empirically.

Existing studies attempt only a comprehensive approach based on CSR activities, not an independent analysis of CER activities, to verify the stakeholder theory. Attig, El Ghoul, and Guedhami, and Suh (2013) find that the active implementation of CSR activities leads to higher credit ratings. Also, they argue that these activities can contribute to improving the creditworthiness of the company by stakeholders. However, they only recognize the CER activities as subcategories of CSR activities and do not attempt specific and detailed analysis.

1. Risk mitigation view

In general, bankruptcy risk increases when the repayment possibility of

principal and interest increases due to difficulties in obtaining external financing and poor profitability. CER activities can lead to better access to external financing by mitigating the information asymmetry, which is the main cause of risk premium. CER activities can reduce information asymmetry because the activities force managers to disclose relevant non-financial information to stakeholders and facilitate the dialogue between managers and stakeholders (Cui, Jo and Na 2016). Further, companies can be more aggressive in supplying relevant information on these activities to signal their ethics in capital markets. More directly, CER activities can reduce potential business risk by mitigating the probability and impact of adverse events such as strikes, product recalls, and environmental scandals (El Ghoul, Guedhami, Kim and Park 2018).

On the other hand, CER activities can contribute to increasing companies' profitability. The skills and knowledge acquired through the development of new technologies in CER activities can serve as a source of competitive advantage (Nehrt 1996). Sáez-Martínez, Díaz-García, and González-Moreno (2016) confirm that, for SMEs in 38 European countries, there is a positive relationship between CER activities and financial performance measured by sales growth. Based on this, they argue that CER activities can be a Win-Win strategy that reduces environmental pollution while inducing corporate innovation. Li, Liao and Albitar (2020) suggest that active CER activities for Chinese companies improve Tobin's Q. It also confirms that CER activities promote innovation activities that represent the number of patent applications by companies. So, they argue that innovation activities explain the relationship between CER activities and Tobin's Q.

New technologies related to CER activities can improve corporate profitability by reducing production costs. CER activities can improve

corporate performance by improving corporate reputation (Miles and Covin 2000). In competitive product markets, CER activities could contribute to the construction of mobility barriers. They construct them by satisfying consumer's needs for environmental conservation and thereby increasing sales. Jiang, Xue and Xue (2018) confirm a significantly positive (+) relationship between CER activities and ROA. Also, the relationship between the two is strong in privately-owned companies. These companies have good incentives to respond to the public needs and the government. Thus, it suggests that CER activities can be considered alternatives that meet these incentives.

Meanwhile, Merton (1974) and Vassalou and Xing (2004) show that bankruptcy risk is closely related to the volatility of asset values. An increase in asset value leads to a reduction in bankruptcy risk, and an increase in volatility leads to an increase in bankruptcy risk. Since we estimate the asset value by discounting the value of future cash flow, asset value is directly related to the firm's expected future income and expenses. Naturally, changes in revenues and costs resulting from CER activities can affect the risk of bankruptcy (credit rating). As mentioned above, CER activities contribute to profit expansion by (1) product differentiation through reputation expansion. Pathways contributing to cost reduction are (1) improved productivity through the introduction of new technologies, (2) reduced capital costs through reduced information asymmetry, and (3) avoided potential litigation and regulatory costs. Eventually, the effect of these CER activities reduces bankruptcy risk by raising the asset value or by reducing volatility.

Hypothesis 1: Companies that are active implementation of CER activities have a high credit rating.

2. Overinvestment view

According to the agency theory, managers can create an overinvestment problem by adopting an unprofitable investment. Managers increase reputation and discretion by adopting an unprofitable investment. Also, reputation and discretion increase with the size of a company (Jensen and Meckling 1976; Jensen 1986). This incentive can also be linked to CER activities because they are part of the investment decisions (Barnea and Rubin 2010). Managers are likely to decide excessive investment in CER activities to signal their ethics by exploiting the growing social demand for these activities (Aupperle, Carroll and Hatfield 1985). It is difficult to quantitatively visualize the performance of CER activities in the short term. Thus, incumbent managers are less likely to be responsible for the failure to invest in CER activities, which may increase the likelihood of agency problems exploiting them.

Overinvestment is more likely to undermine the debtholders' wealth than shareholders. Jensen and Meckling (1976) propose a wealth transfer problem from debtholders to shareholders. They argue that there is a possibility of seeking excessive risk by shareholders to increase the value of their ownership, and this behavior can increase bankruptcy risk and undermine the wealth of debtholders, who are guaranteed only fixed returns. In emerging countries, this concern can increase due to controlling shareholders who have considerable control power in the corporate decision-making as owner-manager. Excessive CER activities to meet the incentive to pursue private benefits by an owner-manager are more likely to undermine debtholder's value rather than shareholder's value. If managers invest in CER activities for excessive risk-seeking or incentives for overinvestment, the

debtholder's wealth may decrease. In this case, debtholders will negatively evaluate companies with the active implementation of CER activities and give them a low credit rating.

Hypothesis 2: Companies that are active implementation in CER activities have a low credit rating.

III. Sample and variables

1. Sample

This study conducts the empirical analysis using listed companies on the Korea Exchange. The sample period is from 2010 to 2014.[2] The sample excludes financial and capital encroachment companies to ensure the comparability of financial statements. A final sample contains a total of 773 firm-year observations (240 firms) for empirical analysis. This paper uses the CER activity index from the Korean Corporate Governance Service. This study uses credit rating, stock price, and financial statement data from FN-Guide. Winsorization between top and bottom one percent has been performed for financial ratios to control for outlier effect.

2. Variables

1) CER activity index

CER activities utilize the results of the Korea Corporate Governance

2) The sample period starts from 2010 because CER activity information has been released since 2010.

Service's evaluation of environmental management by the company.[3] There are five categories of listed companies from the evaluation since 2010: environmental strategy, environmental organization, environmental management, environmental performance, and stakeholder response. The total score is 300 points. The environmental strategy (45 points) includes items based on the company's internal environmental strategies and policies establishment and the planning and implementation of environmental investment plans. The environmental organization (30 points) includes items based on the holding company-wide decision-making and working organizations for environmental management and regular environmental education. Environmental management (115 points) includes items based on GHG emission management and green purchasing policies and systems. Environmental performance (85 points) is evaluated based on GHG emissions, energy consumption, water consumption, and stakeholder response (25 points) includes items based on disclosure and external verification of environmental information, support for environmental preservation activities, and cooperation of local communities.[4] This evaluation is objective because it is conducted on the entire listed company by a credible institution. Also, it is relatively free from a sample selection bias that can occur when KCGS establishes the sample within a specific industry or business group. The

3) The CER activity index is the internal data of the KCGS, and the evaluation score is not open outside. KCGS only discloses the list of companies with a B grade or higher, and this is also limited to the evaluation results of the recent business year. The current analysis data are limited to past data at the beginning of the study. We obtained the data with the permission of the KCGS. Since the current analysis period does not include any events (e.g. financial crisis, etc.) that may cause structural changes in CER activities or credit ratings, we believe that there will be no major difficulties in generalizing the analysis results.

4) For more information on the corporate environmental responsibility activities evaluation by the Korean Corporate Governance Service, see 〈Appendix Table 2〉.

evaluation results for the detailed categories will be available in addition to the individual evaluation of CER activities. Thus, we expect the analysis based on detailed categories.

This study uses the CER activity index by converting firms' environmental management evaluation results to one point (CER_{Total}). Finally, the evaluation results of the detailed categories, $CER_{Strategy}$, $CER_{Organization}$, $CER_{Management}$, $CER_{Performance}$, and $CER_{Response}$, are indexed out of one point. The fact that the indexes have high values means that companies are active in CER activities.

2) Credit rating

The credit rating uses the corporate bond rating. There are three credit rating agencies (Korea Credit Rating, Korea Enterprise Rating, and NICE Credit Rating) in Korea. If there are duplicated credit ratings in the same fiscal year among the credit ratings given by these credit rating agencies, we use the lowest rating. We select the lowest rating to set up the most conservative perspective in evaluating bankruptcy risk to meet the risk management purpose. Credit rating agencies often release ratings from AAA+ to D grades. High-rated companies mean superior debt repayment ability. Low-rated companies are the companies with bankruptcy risk. Generally, firms with BBB or higher ratings mean investment-grade firms, and firms below BBB ratings mean speculative-grade firms. This study assigns a value of 1 to 22 to each grade to facilitate the empirical analysis (Credit rating). The AAA+ rating has a value of 22, and the D rating has a value of 1, and the high credit rating index means that the risk of bankruptcy in a firm is low.

3) Other variables

This study refers to existing studies and includes various controlling variables to control endogenous problems based on the omitted variable bias. (Jiraporn, Jiraporn, Boeprasert and Chang, 2014). To control for the firm size effect, the natural log of the total asset is used (Size) and the total debt to total assets ratio is used (Leverage) to control for the difference of the bankruptcy risk caused by the capital structure or the financing capacity in advance. Firms with high profitability have an internal funding ability to buffer unexpected risk factors. Therefore, Earnings Before Interest and Tax (EBIT) to total assets should be considered in the empirical analysis (EBIT). A high market value relative to the book value of the assets means that firms have a high growth potential in the future. Therefore, the market value to book value ratio is controlled in the empirical analysis. We calculate the market value by multiplying the number of shares outstanding by the end-of-year closing price of the stock (MTB).

High investment spending has a positive impact on debtholders' wealth as it contributes to securing future growth engines. Thus, we include a growth potential, calculated by the sum of capital expenditure and research & development expense divided by total assets (Investment expenditure), in the model. Increasing managerial risk can inevitably increase bankruptcy risk. The debtholder's evaluation of the firm reflects this information. So, the information will have a significant impact on credit ratings. Therefore, we include the standard deviation of ROA (return on assets) for the past five years as a control variable in the model (Business risk). The level of growth of a firm can influence the creditor's valuation. The valuation will reflect the changes in future cash flows. Therefore, we consider the average sales growth over the past five years as a control variable (Sales growth). Increasing the firm's

internal financing capacity can contribute to the crisis management's ability to respond to external shock. Naturally, it can contribute to reducing bankruptcy risk. Under this discussion, we include cash and cash equivalents relative to total assets as a control variable in the model (Cash). Longer firm age means the sustainability of the business activity is relatively high. Thus, we control for the natural log of (current year-establishment year+1) (Age).

The controlling family has a significant stake within Korean firms. So, the controlling family has a significant influence on management decision-making in Korea. This behavior affects the evaluation of the capital market. In general, if the controlling shareholder has a high stake, the alignment of interests with minority shareholders lowers the possibility of agency problems. On the other hand, securing an excessively high stake can lead to managerial slack. We use the sum of ownership of the controlling shareholder and their relatives as a control variable. The purpose is to control the effect of agency problems based on this ownership structure (Ownership).

Meanwhile, this study performs a two-stage least squares approach using an instrumental variable to control for the endogeneity problem based on reverse causality. We use the industry CER activity index as an instrumental variable from the previous study (Jiraporn, Jiraporn, Boeprasert and Chang 2014). Individual companies consider a comparative advantage or reputation over competitors within the same industry in determining CER activity level. However, it is difficult to find the causal relationship between the CER activity of the industry and the value of individual companies. So, it is appropriate to use industry CER as an instrumental variable (Industry CER).

Also, the latter part of the study examines how the CER activity and credit rating differ based on firm characteristics. As a related variable, first, we use sales over total assets as a proxy for management efficiency (Efficiency). This

index means how firms generate high sales based on assets held, so existing studies use it as a proxy for asset efficiency (Ang, Cole and Lin 2000). Managers can discretionally adjust profits to avoid losses from poor performance. This discretion can be a representative agency problem that can arise due to information asymmetry between corporate insiders and external investors. Following Almeida, Park, Subrahmanyam and Wolfenzon (2011), this study uses discretionary accruals as a proxy for agency problems. The discretionary accruals are the absolute value of the difference between operating cash flow over total assets and net income over total assets (Accruals).

IV. Empirical results

1. Descriptive statistics

〈Table 1〉 presents the descriptive statistics of the variables used in the empirical analysis. The average CER activity index ($CER_{Total)}$ was observed at 0.4550. The result suggests that there is still room for improvement in CER activities for firms from emerging economies like Korean-listed companies. But, the standard deviation of CER activities was 0.2434. It means there is a sufficient difference among Korean-listed companies. We can interpret the result as an index for debtholder's evaluation on firms. The average value of CER activity subcategory indices is 0.5548 for $CER_{Strategy}$, 0.5335 for $CER_{Organization}$, 0.5238 for $CER_{Management}$, 0.2101 for $CER_{Performance}$, and 0.4199 for $CER_{Response}$, respectively. In comparison, the ex-post performance on CER activities is still insufficient. The average credit rating (Credit rating) was 14.4114, with a median of 15.000. The similarity between the two figures suggests that credit ratings are unlikely to be skewed over certain intervals.

〈Table 1〉 Summary Statistics

Variables	N	Mean	Median	STD.DEV	Max	Min
CER_{Total}	773	0.4550	0.4650	0.2434	0.9257	0.0000
$CER_{Strategy}$	773	0.5548	0.6154	0.2760	1.0000	0.0000
$CER_{Organization}$	773	0.5335	0.6000	0.3149	1.0000	0.0000
$CER_{Management}$	773	0.5238	0.5818	0.2932	1.0000	0.0000
$CER_{Performance}$	773	0.2101	0.1846	0.1405	0.7615	0.0000
$CER_{Response}$	773	0.4199	0.3200	0.3768	1.0000	0.0000
Credit rating	773	14.4114	15.0000	3.7677	21.0000	1.0000
Size	773	21.2390	21.2188	1.4516	24.0674	17.0070
Leverage	773	0.5380	0.5547	0.1900	0.9210	0.0194
EBIT	773	0.0297	0.0297	0.0581	0.2225	-0.1835
MTB	773	1.2796	0.9517	1.1804	6.7155	0.1930
Investment expenditure	773	0.0465	0.0289	0.0482	0.2332	0.0000
Business risk	732	0.0422	0.0304	0.0455	0.3328	0.0041
Sales growth	739	0.1002	0.0798	0.1639	1.2026	-0.2609
Cash	773	0.0460	0.0320	0.0454	0.2857	0.0001
Age	773	3.4586	3.7136	0.7420	4.4427	1.0986
Ownership	757	0.2326	0.1972	0.2267	0.8465	0.0000
Efficiency	771	0.9151	0.8459	0.5223	3.1289	0.0012
Accruals	773	0.0644	0.0384	0.0916	0.9424	0.0000
Industry CER	773	0.3700	0.4083	0.1652	0.8410	0.0000

Note: This table provides summary statistics for variables used in the empirical analysis. Variable definitions are in 〈Appendix Table 1〉.

There are no noticeable outliers of other control variables. The average ownership of controlling shareholders and relatives (Ownership) is 0.2326. It suggests there is a characteristic of relatively concentrated ownership structures within emerging countries in the analysis sample of this study. We note that the management decision is likely to reflect the opinions of controlling shareholders with high ownership concentration. Conversely, it suggests that the debtholders' concerns about their decrease in wealth are relatively high. That is why this study analyzed the relationship between CER activities and credit rating in emerging countries.

〈Table 2〉 sets up 10 groups by dividing the CER activity index by 0.1 units, and presents the sample size and average credit rating of each group. The second column gives the sample size by the overall CER activity index (CER_{Total}). The sample is distributed relatively evenly over the entire group. This result suggests that the empirical analysis can fully reflect the differences in CER activities. The third column gives the average of each group's credit rating index (Credit rating). Overall, the credit rating index is higher in the group with a higher CER activity index. We observed a difference of about 4 units between the group with the lowest CER activity index and the highest group. This result suggests that companies with active CER activities receive a credit rating of about 4 grades higher than those that are not. The result supports the risk mitigation view (Hypothesis 1) that CER activities can contribute to credit rating improvement by reducing bankruptcy risk. In particular, companies with a CER activity index of more than 0.5 have a positive relationship with the credit rating.

〈Table 3〉 shows the correlation of variables to be used in the empirical analysis. There is a significant positive correlation between CER_{Total} and Credit Rating. These statistics also support the risk mitigation view (Hypothesis 1). We observe a significant positive correlation between the CER activity index and the market value to book value ratio (MTB). The market value to book value ratio measures a firm's market value. The results confirm that CER activity in emerging countries has the same effect of improving shareholder value as in developed countries. There is a significantly high positive correlation between Industry CER and individual firm's CER activity index. On the other hand, there is no statistically significant correlation between industry CER and credit ratings. It means that the industry CER, as suggested in the previous study, is adequate for an instrumental variable in the empirical analysis.

〈Table 2〉 Credit Rating Score by the Level of CER

Level of CER	CER_{Total}		$CER_{Strategy}$		$CER_{Organization}$		$CER_{Management}$		$CER_{Performance}$		$CER_{Response}$	
	N	MEAN	N	MEAN	N	MEAN	N	MEAN	N	MEAN	N	MEAN
0≤ CER≤0.1	75	13.2533	53	13.4151	122	13.8689	95	13.4105	144	13.4028	166	12.6627
0.1< CER ≤0.2	80	14.1375	43	12.9767	46	14.1522	66	14.8788	290	13.4828	137	12.8978
0.2< CER ≤0.3	65	13.7692	97	13.5876	19	15.8947	42	13.9762	169	14.4438	82	14.6707
0.3< CER ≤0.4	68	13.4559	38	14.1316	32	12.9375	50	12.9000	89	16.4944	76	14.6579
0.4< CER ≤0.5	143	12.7622	44	14.1136	102	12.6863	65	14.2000	51	16.9412	24	14.6250
0.5< CER ≤0.6	104	14.1538	94	13.9149	125	13.2160	92	12.8043	19	17.2105	49	15.1224
0.6< CER ≤0.7	93	15.4301	154	13.2208	21	15.4762	117	13.2308	8	18.6250	21	12.7619
0.7< CER ≤0.8	82	16.7683	86	15.0814	118	14.5678	88	15.0000	3	17.0000	30	14.9000
0.8< CER ≤0.9	57	17.4211	90	16.5333	132	15.9848	91	16.8571	-	-	36	15.5556
0.9< CER ≤1.0	6	17.5000	74	17.1081	56	17.5179	67	17.1493	-	-	152	17.0197

Note: This table provides the average credit rating for each of the ten subgroups divided by the level of CER activities. Variable definitions are in 〈Appendix Table 1〉.

〈Table 3〉 Correlation Analysis

Variables	CER_{Total}	Credit rating	Size	Leverage	EBIT	MTB	Investment expenditure	Business risk
Credit rating	0.2967*							
Size	0.5191*	0.6468*						
Leverage	0.0282	-0.4898*	-0.0243					
EBIT	0.0187	0.4384*	0.1572*	-0.3966*				
MTB	0.0972*	0.1225*	0.0025	-0.0486	0.3457*			
Investment expenditure	0.1951*	0.2614*	0.1337*	-0.1267*	0.2473*	0.2614*		
Business risk	-0.0225	-0.2898*	-0.1491*	0.0852*	-0.1645*	0.1247*	-0.0507	
Sales growth	-0.0951*	0.0411	0.0127	0.0181	0.0715	0.1117*	0.0751*	0.0540
Cash	-0.0904*	0.0656	-0.0708*	-0.0465	0.1017*	0.1093*	0.0086	-0.0032
Age	0.0325	-0.0788*	0.0258	0.0022	-0.1243*	-0.1403*	-0.1274*	0.0338
Ownership	-0.1687*	-0.0033	-0.1632*	-0.1345*	0.0676	-0.0685	0.0257	-0.0719
Efficiency	-0.0178	0.0313	-0.0922*	0.1744*	0.1397*	0.1032*	0.0661	-0.0479
Accruals	-0.0697	-0.3512*	-0.1295*	0.2998*	-0.3026*	0.1690*	0.0362	0.1251*
Industry CER	0.6593*	0.0031	0.1617*	0.1374*	-0.1444*	0.0557	0.0474	-0.0097
Variables	Sales growth	Cash	Age	Ownership	Efficiency	Accruals		
Cash	0.0130							
Age	-0.1656*	-0.0496						
Ownership	-0.0326	-0.0735*	-0.1638*					
Efficiency	0.1504*	0.2366*	-0.0668	-0.1018*				
Accruals	-0.0197	0.0061	0.0230	-0.1189*	0.0020			
Industry CER	-0.1236*	-0.0788*	0.0085	-0.1134*	0.0030	0.0299		

Note: This table provides correlation coefficients among variables used in the empirical analysis. Variable definitions are in 〈Appendix Table 1〉.
* means at least five percent significance level.

2. Regression results

1) Main result

This study analyzes whether the hypothesis is supported through multivariate regression analysis by controlling for firm characteristics. We use the fixed-effect model as an analysis considering the panel data sample. In particular, this model has the advantage of pre-controlling unobserved time-varying firm characteristics through firm fixed effects (λ_i), which alleviates endogenous problems based on the convenience of missing variables. As another panel data analysis method, unlike the fixed effect model, the random effect model reflects unobservable firm characteristics in the error term. We perform the Hausman test to choose between the fixed-effect model and the random-effect model. In our model, the statistics for this test was 96.06. We can reject the null hypothesis that there is no correlation between the independent variable and the random effect. It supports the use of the fixed-effect model. Petersen (2009) argued that the fixed effect model could be an alternative to optimizing the sample characteristics in empirical analysis in corporate finance. The paper also argued that the fixed-effect model could proactively control various statistical errors. Also, the analysis results using this model have the advantage of reflecting the dynamic effect by capturing the change in credit rating according to the change in CER activity in a specific company. Further, we added the year fixed-effect (η_t) to the model. The year fixed-effect controls the effects of the changes in the credit rating due to the changes in the economic environment and market conditions. Finally, we use the company-level clustered standard error to verify statistical significance. The purpose is to mitigate potential heteroscedasticity and autocorrelation

problems. The empirical analysis model is in Equation (1) below.

$$\text{Credit rating}_{it}=\beta_0+\beta_1*\text{CER}_{it}(\text{or } \Delta\text{CER}_{it})+\beta_2*\text{Size}_{it}+\beta_3*\text{Leverage}_{it}+\beta_4*\text{EBIT}_{it}$$
$$+\beta_5*\text{MTB}_{it}+\beta_6*\text{Investment expenditure}_{it}+\beta_7*\text{Business risk}_{it}$$
$$+\beta_8*\text{Sales growth}_{it}+\beta_9*\text{Cash}_{it}+\beta_{10}*\text{Age}_{it}+\beta_{11}*\text{Ownership}_{it}$$
$$+\lambda_i+\eta_t+\varepsilon_{it} \qquad \text{Equation (1)}$$

Model (1) of 〈Table 4〉 presents the results from the fixed-effect model. We will verify our main null hypothesis through the results. The coefficient of the CER activity index ($\text{CER}_{\text{Total}}$) is significantly positive within one percent level. These results indicate that the more active companies are in CER activities, the higher the credit rating. The result suggests that CER activities have a significant effect on satisfying debtholders' interests by reducing bankruptcy risk. Also, it means that CER activities can be an effective management strategy. The CER activities not only contribute to the sustainability of management activities but also facilitates external financing. Therefore, the empirical analysis results of this study support hypothesis 1 (risk mitigation view). Furthermore, there is little concern that CER activities may be abused by managers or controlling shareholders for the overinvestment problem. Recent studies have identified the positive effects of CER activity from the shareholders' point of view. So, the empirical analysis results show that the CER activity can be a means of satisfying both debtholder's and shareholder's interests. Also, the theory suggests that CER activities can meet both shareholder and stakeholder theories at the same time by bringing them together. As a control variable, the size of a company (Size) has a positive effect and the leverage (Leverage) has a negative effect. Market recognize large corporations for their sufficient sales competitiveness. Also, we can interpret

the expansion of debt as a result of reducing the default distance and increasing bankruptcy risk.

〈Table 4〉 Impact of CER Activities on Credit Rating

Variables/Models	Model (1)	Model (2)
Constant	-54.2233***	-40.8694*
	[-3.13]	[-1.96]
CER_{Total}	1.1658***	
	[3.02]	
Δ CER_{Total}		1.0859**
		[2.32]
Size	3.3792***	3.0470***
	[4.16]	[3.10]
Leverage	-6.0156***	-5.7557***
	[-4.38]	[-3.65]
EBIT	-0.8261	-0.8344
	[-0.45]	[-0.33]
MTB	0.0965	0.1362
	[0.72]	[0.94]
Investment expenditure	2.0422	0.3867
	[1.60]	[0.36]
Business risk	-2.7297	-0.2360
	[-1.40]	[-0.08]
Sales growth	0.2123	-0.1184
	[0.55]	[-0.29]
Cash	0.7202	0.0219
	[0.62]	[0.02]
Age	0.0130	-1.8399*
	[0.01]	[-1.71]
Ownership	-0.4920	-0.3211
	[-1.02]	[-0.68]
Year fixed effect	Yes	Yes
Firm fixed effect	Yes	Yes
N	716	537
R^2	0.2866	0.3122

Note: The table provides the results of the effect of CER activity on the credit rating from the fixed effect model of panel data analysis. Variable definitions are in 〈Appendix Table 1〉. Z-statistic is in the bracket based on firm-level clustered standard error. ***, **, * represents one, five, and ten percent significance level, respectively.

In addition to the level of CER activity, change of it can also have an impact on credit rating decisions. In particular, the analysis considering changes in

CER activity implies a dynamic effect, as it contains information on whether the determination of credit rating immediately reflects short-term improvements in CER activity. This discussion raises the need to analyze the effects of improved CER activity levels on the credit rating index. Models (2) present the results of this analysis.

The coefficient of change of the CER activity index (ΔCER_{Total}) has a significantly positive effect on the credit rating index. This result suggests that credit rating decisions reflect the dynamic changes in CER activity. Also, it means that CER activity matters both static and dynamic in determining a credit rating.

2) Endogeneity test: 2SLS approach

Concerns about endogeneity issues based on reverse causality may arise between CER activity and the credit ratings. Companies with high credit ratings can afford CER activities costs (Jiraporn, Jiraporn, Boeprasert and Chang 2014; Cai, Cui and Jo 2016). Therefore, the two-stage least squares approach is used as an alternative to alleviate this endogeneity problem. Model (1) of 〈Table 5〉 presents the results of the first stage model. We use the industry average CER activity index as the instrumental variable. The coefficient of the industry average CER activity index (Industry CER) appears to have a significant positive value at the one percent level.[1] This result means that it has sufficient explanatory power as an instrumental variable. The coefficient of the CER activity index (CER_{Total}) of model (2) has a significantly positive value. These results suggest that the main results of this study are not based on the reverse

1) We estimate the F-statistic of the first-stage model in this study to verify the adequacy of the instrumental variable. The F-statistic is 108.89. It is a strong instrumental variable because the statistic was greater than 10 (rule of thumb).

causality, but can be generalized with robustness.

〈Table 5〉 Endogeneity Test: 2SLS

Variables/Models	1 stage	2 stage
	Model (1)	Model (2)
Constant	1.5831*	-57.4030***
	[1.96]	[-7.14]
Industry CER	0.9429***	
	[8.87]	
CER_{Total} (predicted)		2.1287**
		[2.00]
Size	-0.0682*	3.4474***
	[-1.94]	[10.10]
Leverage	0.0608	-6.1043***
	[0.72]	[-7.59]
EBIT	-0.0181	-0.8231
	[-0.16]	[-0.76]
MTB	-0.0098	0.1070
	[-1.19]	[1.36]
Investment expenditure	-0.0640	2.0894
	[-0.44]	[1.50]
Business risk	0.0670	-2.7114*
	[0.40]	[-1.71]
Sales growth	0.0148	0.2017
	[0.29]	[0.42]
Cash	-0.0127	0.8692
	[-0.09]	[0.67]
Age	-0.0133	0.1388
	[-0.12]	[0.13]
Ownership	0.0592	-0.5680
	[1.38]	[-1.37]
Year fixed effect	Yes	Yes
Firm fixed effect	Yes	Yes
N	716	716
R^2	0.7617	0.2779

Note: This table provides 2SLS estimation results of CER activity on credit rating. Industry CER used in the first stage estimation is the instrumental variable of CER_{Total}. Variable definitions are in 〈Appendix Table 1〉. Z-statistic is in the bracket. ***, **, * represents one, five, and ten percent significance level, respectively.

3) Sub-indices of CER activities

We classified the CER activities index into various subindices. This study provides a detailed path of the main results by further analyzing which subindices have a significant impact on credit ratings. 〈Table 6〉 shows the effect of a variable that divides CER activity into five subindices on credit rating. The coefficients of subindices of CER activity in models (1), (2), (3), and (4) have a positive value. Specifically, the coefficients of $CER_{Strategy}$ in model (1) and $CER_{Performance}$ in model (4) have relatively high statistical significance and marginal effects. These findings suggest that debtholders consider the systematic strategy and management's commitment to the effective implementation of CER activities important. Also, it is important to derive performance that debtholders can visualize. These results were attributed to the characteristics of CER activities. Firms should pursue CER activities continuously as the long-term investment means rather than short-term investment means. We cannot recognize the results of these CER activities easily because we do not visualize them as quantitative information in the short term.

〈Table 6〉 Impact of Sub-categories of CER on Credit Rating

Variables/ Models	CER= $CER_{Strategy}$	CER= $CER_{Organization}$	CER= $CER_{Management}$	CER= $CER_{Performance}$	CER= $CER_{Response}$
	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)
Constant	-53.9216***	-53.4227***	-53.0221***	-51.2010***	-52.3731***
	[-3.15]	[-3.02]	[-3.07]	[-3.00]	[-3.08]
CER	0.8596***	0.4036*	0.4745*	1.1725**	0.3131
	[3.12]	[1.66]	[1.71]	[2.39]	[1.51]
Size	3.3573***	3.3608***	3.3356***	3.2935***	3.3245***
	[4.19]	[4.04]	[4.10]	[4.08]	[4.14]
Leverage	-5.9012***	-5.9650***	-5.9525***	-5.9801***	-6.0206***
	[-4.30]	[-4.30]	[-4.29]	[-4.39]	[-4.31]
EBIT	-0.7770	-0.8870	-0.8738	-0.7364	-0.7429
	[-0.43]	[-0.48]	[-0.48]	[-0.40]	[-0.41]
MTB	0.0998	0.0791	0.0914	0.0810	0.0945
	[0.76]	[0.59]	[0.69]	[0.61]	[0.71]
Investment expenditure	2.1486*	1.9366	2.0426	1.8596	1.9867
	[1.66]	[1.54]	[1.60]	[1.52]	[1.57]
Business risk	-2.6219	-2.7012	-2.8229	-2.8211	-2.6035
	[-1.30]	[-1.38]	[-1.44]	[-1.49]	[-1.34]
Sales growth	0.1741	0.2079	0.2374	0.2785	0.1779
	[0.45]	[0.54]	[0.60]	[0.69]	[0.46]
Cash	0.6214	0.6974	0.6293	0.5167	0.6286
	[0.54]	[0.58]	[0.54]	[0.44]	[0.53]
Age	0.0234	-0.0494	-0.0263	-0.2821	-0.1294
	[0.02]	[-0.04]	[-0.02]	[-0.23]	[-0.11]
Ownership	-0.4889	-0.4730	-0.4317	-0.4080	-0.4357
	[-1.03]	[-0.97]	[-0.91]	[-0.82]	[-0.92]
Year fixed effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm fixed effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	716	716	716	716	716
R^2	0.2912	0.2780	0.2772	0.2824	0.2783

Note: The table provides the results of the effect of the sub-categories of CER activity on the credit rating from the fixed effect estimation of panel data analysis. Variable definitions are in 〈Appendix Table 1〉. Z-statistic is in the bracket based on firm-level clustered standard error. ***, **, * represents one, five, and ten percent significance level, respectively.

4) Path of the main result

This study determines whether the relationship between CER activity and the credit rating index is observed mainly in companies with certain firm characteristics, and determines which benefits of this activity lead to a reduction in bankruptcy risk. As mentioned earlier, according to existing studies, CER activities are associated with risk management, growth opportunities, management efficiency, and agency costs. This study separates the sample based on the median values of proxies for risk management (Business risk), growth opportunities (Sales growth), management efficiency (Efficiency), and agency costs (Accruals), and runs separate regressions to investigate the relationship between CER activity and credit rating in each sample. Based on this, we first confirm whether there is a difference in the relationship between the two depending on certain firm characteristics. Next, it will be possible to infer whether CER activity influences to reduce bankruptcy risk in some way based on whether the bilateral relationship is strongly observed in any sample separated according to the median values of Business risk, Sales growth, Efficiency, and Accruals.

Model (1) and (2) of 〈Table 7〉 are the results using the separated sample according to the median value of Business risk. The coefficient of the CER activity index has a significantly positive value in both models, and the difference between the two models is not large. Model (3) and (4) are the results using separated samples based on the median value of Sales growth. Similar to the analysis for Business risk, there is no big difference in the coefficient of the CER activity index. Model (5) and (6) present the results using separated samples based on the median value of Efficiency. This also does not show a large difference in the coefficient of the CER activity index

between the two models. Model (7) and (8) are the result of the analysis using separated samples based on the median value of Accruals. We use Accruals as the proxy for the agency cost. In model (7) using samples with large discretionary accruals, the coefficient of the CER activity index is significantly positive. On the other hand, in the sample with relatively small discretionary accruals (model (8)), the coefficient of the CER activity index does not have a significant effect on the credit rating. Based on these differences, we can infer that agency costs level can be a major factor in inducing the relationship between CER activities and credit ratings. The relationship between the two parties is observed strongly in companies with large information asymmetry. The result suggests that CER activities contribute to the bankruptcy risk reduction of the firms with serious agency problems. Based on this, we can conclude that CER activities are effective investment means to prevent agency problems in advance,[2] and as a result, they are improving credit rating through a reduction in bankruptcy risk.

2) Further, this study conducted the additional analysis using whether or not a firm belonging to a chaebol business group and ownership-control disparity as proxies for the corporate governance structure. We confirm that our results are stronger in chaebol firms or firms with high ownership-control disparity. The results are consistent with our argument.

〈Table 7〉 Path of the Main Result

Variables/ Models	Business risk〉Median	Business risk≤Median	Sales growth 〉Median	Sales growth ≤Median	Efficiency 〉Median	Efficiency ≤Median	Accruals 〉Median	Accruals ≤Median
	Model (1)	Model (2)	Model (3)	Model (4)	Model (5)	Model (6)	Model (7)	Model (8)
Constant	-71.8797**	-48.2104**	-58.5112***	-50.6574*	-50.3736	-55.5243***	-70.7727***	3.4212
	[-2.15]	[-2.20]	[-2.94]	[-1.74]	[-1.59]	[-3.74]	[-2.69]	[0.36]
CER_{Total}	1.1944*	1.0005**	1.1372*	1.3331**	1.3200**	0.9246**	1.5044***	-0.0480
	[1.73]	[2.15]	[1.97]	[2.07]	[2.22]	[2.14]	[2.61]	[-0.11]
Size	3.9070***	3.3789***	3.5820***	3.1030**	3.4300**	3.1558***	4.5729***	0.6283
	[2.67]	[3.10]	[3.71]	[2.41]	[2.24]	[4.74]	[3.62]	[1.46]
Leverage	-7.0415***	-9.3180***	-8.6199***	-4.7401**	-6.4030***	-6.6437***	-6.2980***	-2.7441***
	[-3.60]	[-3.66]	[-3.98]	[-2.38]	[-2.73]	[-3.61]	[-3.35]	[-2.80]
EBIT	-1.7171	-0.4089	-1.9504	4.0513	-0.7917	-0.3472	-1.3275	-5.5838***
	[-0.72]	[-0.12]	[-0.83]	[1.18]	[-0.24]	[-0.16]	[-0.53]	[-2.92]
MTB	0.0411	0.2369	0.0671	0.1515	0.0572	0.2954**	0.2325	0.0978
	[0.20]	[1.42]	[0.47]	[0.74]	[0.34]	[2.23]	[1.22]	[1.07]
Investment expenditure	0.2264	2.3338	1.8390	0.8034	4.7060*	-0.3119	1.5685	2.8208**
	[0.16]	[1.17]	[1.20]	[0.42]	[1.92]	[-0.23]	[0.73]	[2.15]
Business risk	-0.7965	-14.6837*	1.6982	-3.7843	-5.4521	-0.0931	-1.3208	-7.3184*
	[-0.21]	[-1.74]	[0.39]	[-1.52]	[-1.23]	[-0.06]	[-0.57]	[-1.89]
Sales growth	0.0009	1.0946	0.6638	1.6931	-0.3358	0.5666	-0.4982	0.7762*
	[0.00]	[0.97]	[1.59]	[0.85]	[-0.35]	[1.35]	[-0.67]	[1.84]

Cash	3.5571*	-2.3390*	-0.3987	0.0448	-0.1339	3.5363**	-2.0926	0.6294
	[1.79]	[-1.75]	[-0.25]	[0.02]	[-0.09]	[2.22]	[-0.97]	[0.48]
Age	2.0756	-1.3230	0.2694	0.2654	-1.2234	1.2935	-2.4742	-0.0078
	[0.90]	[-1.06]	[0.14]	[0.16]	[-0.50]	[1.13]	[-1.48]	[-0.01]
Ownership	-0.6444	-0.5580	-0.3525	-0.9484	-0.4432	-0.0798	-1.1922	-0.1496
	[-0.68]	[-0.71]	[-0.87]	[-1.31]	[-0.56]	[-0.21]	[-1.38]	[-0.62]
Firm&Year fixed effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	339	377	358	358	367	349	374	342
R^2	0.2864	0.4038	0.3143	0.3323	0.2289	0.3991	0.4130	0.2758

Note: The table provides the results of the effect of CER activity on the credit rating from the fixed effect estimation of panel data analysis by dividing the sample by Business risk, Sales growth, Efficiency, and Accruals. Variable definitions are in 〈Appendix Table 1〉. Z-statistic is in the bracket based on firm-level clustered standard error. ***, **, * represents one, five, and ten percent significance level, respectively.

V. Conclusion

While all-around efforts to expand the sustainability of the nation and society are being implemented through environmental preservation, academic reviews on the benefits of CER activities are insufficient. In particular, since conflicting claims for CER activities are being raised theoretically, we need active empirical review. Also, existing studies focus on the effect of CER activities on shareholders' wealth under shareholder theory, and it is hard to find a review of stakeholders. This study empirically examines the effects of CER activities on firms' credit ratings in Korea. Korea is one of the emerging countries.

From the empirical results, companies that actively implement CER activities receive a good credit rating. In particular, this effect was able to identify the main path that appears to be more prominent in the company's excellent pre-strategy and post-performance for CER activities. The results of this study mean that CER activities have the effect of reducing potential management risks, especially bankruptcy risks. Specifically, it suggests CER activities as a means of risk management to effectively control bankruptcy risk even from debtholder's perspective, who do not hold high-risk incentives like shareholders. Also, the main analysis results largely come from companies with large agency costs. These results suggest that CER activities are meeting the interests of debtholders as a way to reduce the likelihood of potential agency problems.

This study provides policy and practical implications. From a policy point of view, it will contribute to effectively promoting CER activities as an alternative to solving environmental problems. The results of this study imply that investors (especially creditors) consider CER activities when making

investment decisions. In other words, this suggests that CER activities in the capital market are being fully evaluated (or recognized). Therefore, we expect people to use CER activities as basic data to examine the possibility of creating the financial instrument market related to CER activities. The idea has recently received increasing interest in the capital markets of emerging countries. The results of this study also suggest that active implementation of CER activities can reduce the risk premium in financing by reducing bankruptcy risk. Therefore, policymakers will be able to secure the justification for introducing related regulations and systems by presenting the benefits of CER activities to companies, such as reducing financing costs.

From a company's practical point of view, the results of this study imply that we can use CER activities as a means to satisfy the interests of stakeholders. We can also use CER activities as an efficient management strategy. In particular, this suggests that CER activities have the effectiveness of the strategic perspective of corporate financing and disclosure. For example, in the case of companies with large external financing restrictions due to high information asymmetry, CER activities may be expanded as a strategy to resolve these restrictions.

References

Almeida, H., S., Park, M., Subrahmanyam and D., Wolfenzon (2011). "The Structure and Formation of Business Groups: Evidence from Korean Chaebols", *Journal of Financial Economics*, 99:447-475.

Ambec, S., and P., Lanoie (2008). "Does It Pay to Be Green? A Systematic Overview", *Academy of Management Perspectives*, 22:45-62.

Ang, J., R., Cole, and J., Lin (2000). "Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Finance*, 55:81-106.

Attig, N., S., El Ghoul, O., Guedhami, and J., Suh (2013). "Corporate Social Responsibility and Credit Ratings", *Journal of Business Ethics*, 117:679-694.

Aupperle, K., A., Carroll, and J., Hatfield (1985). "An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Profitability", *Academy of Management Journal*, 28:446-463.

Barnea, A., and A., Rubin (2010). "Corporate Social Responsibility as a Conflict between Shareholders", *Journal of Business Ethics*, 97:71-86.

Cai, L., J., Cui, and H., Jo (2016). "Corporate Environmental Responsibility and Firm Risk", *Journal of Business Ethics*, 139:563-594.

Cui, J., H., Jo, and H., Na (2016). "Does Corporate Social Responsibility Affect Information Asymmetry?", *Journal of Business Ethics*, 148:549-572.

Dillenburg, S., T., Greene and H., Erekson (2003). "Approaching Socially Responsible Investment with a Comprehensive Ratings Scheme: Total Social Impact", *Journal of Business Ethics*, 43:167-182.

Du, X., J., Weng, Q., Zeng, Y., Chang and H., Pei (2017). "Do Lenders Applaud Corporate Environmental Performance? Evidence from Chinese Private-Owned Firms", *Journal of Business Ethics*,

143:179-207.

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*, 149:335-361.

Freeman, R. (1984). *Strategic Management: a Stakeholder Approach*, Massachusetts: Pitman Publishing Inc.

Friedman, M. (1970). The Social Responsibility of Business Is to Increase Profit. *New York Times Magazine*, September 13:32-33.

Godfrey, P., C., Merrill, and J., Hansen (2009). "The Relationship between Corporate Social Responsibility and Shareholder Value: An Empirical Test of the Risk Management Hypothesis", *Strategic Management Journal*, 30:425-445.

Herbohn, K., R., Gao and P., Clarkson (2019). "Evidence on Whether Banks Consider Carbon Risk in Their Lending Decisions", *Journal of Business Ethics*, 158:155-175.

Jensen, M. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, 76:323-329.

Jensen, M., and W., Meckling (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3:305-360.

Jiang, Y., X., Xue and W., Xue (2018). "Proactive Corporate Environmental Responsibility and Financial Performance: Evidence from Chinese Energy Enterprises", *Sustainability*, 10:964.

Jiraporn, P., N., Jiraporn, A., Boeprasert and K., Chang (2014). "Does Corporate Social Responsibility (CSR) Improve Credit Ratings? Evidence from Geographic Identification", *Financial Management*, 43:505-531.

Jung, J., K., Herbohn, and P., Clarkson (2018). "Carbon Risk, Carbon Risk Awareness and the Cost of Debt Financing", *Journal of Business Ethics*, 150:1151-1171.

Kang, S., and H., Byun (2020). "Are Corporate Environmental Responsibility Activities an Efficient Investment or an Agency Cost? Evidence from Korea", *Sustainability*, 12:3738.

Li, D., C., Cao, L., Zhang, X., Chen, S., Ren, and Y., Zhao (2017). "Effects of Corporate Environmental Responsibility on Financial Performance: The Moderating Role of Government Regulation and Organizational Slack", *Journal of Cleaner Production*, 166:1323-1334.

Li, Z., G., Liao, and K., Albitar (2020). "Does Corporate Environmental Responsibility Engagement Affect Firm Value? The Mediating Role of Corporate Innovation", *Business Strategy and the Environment*, 29:1045-1055.

Margolis, J., and J., Walsh (2003). "Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business", *Administrative Science Quarterly*, 48:268-305.

Merton, R. (1974). "On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates", *Journal of Finance*, 29:449-470.

Miles, M., and J., Covin (2000). "Environmental Marketing: A Source of Reputational, Competitive, and Financial Advantage", *Journal of Business Ethics*, 23:299-311.

Montiel, I., and J., Delgado-Ceballos (2014). "Defining and Measuring Corporate Sustainability: Are We There Yet?", *Organization and Environment*, 27:113-139.

Nehrt, C. (1996). "Timing and Intensity Effects of Environmental Investments", *Strategic Management Journal*, 17:535-547.

Petersen, M. (2009). "Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches", *Review of Financial Studies*, 22:435-480.

Rahman, N., and C., Post (2012). "Measurement Issues in Environmental Corporate Social Responsibility (ECSR): Toward a Transparent, Reliable, and Construct Valid Instrument", *Journal of Business Ethics*, 105:307-319.

Sáez-Martínez, F., C., Díaz-García and A., González-Moreno (2016). "Factors Promoting Environmental Responsibility in European SMEs: The Effect on Performance", *Sustainability*, 8:898.

Schneider, T. (2011). "Is Environmental Performance a Determinant of Bond Pricing? Evidence from the US Pulp and Paper and Chemical Industries", *Contemporary Accounting Research*, 28:1537-1561.

Vassalou, M., and Y., Xing (2004). "Default Risk in Equity Returns", *Journal of Finance*, 59:831-868.

Waddock, S., and S., Graves (1997). "The Corporate Social Performance-Financial Performance Link", *Strategic Management Journal*, 18:303-319.

Appendices

〈Appendix Table 1〉 Definition of Variables

Variables	Definition
CER_{Total}	An index that converts the Korea Corporate Governance Service's environmental responsibility activity rating score by the company by one point
Δ CER_{Total}	Changes in CERTotal compared to the previous year
$CER_{Strategy}$	An index that converts the strategy item of the Korea Corporate Governance Service's environmental responsibility activity rating score by the company by one point
$CER_{Organization}$	An index that converts the organization item of the Korea Corporate Governance Service's environmental responsibility activity rating score by the company by one point
$CER_{Management}$	An index that converts the management item of the Korea Corporate Governance Service's environmental responsibility activity rating score by the company by one point
$CER_{Performance}$	An index that converts the performance item of the Korea Corporate Governance Service's environmental responsibility activity rating score by the company by one point
$CER_{Response}$	An index that converts the stakeholder response item of the Korea Corporate Governance Service's environmental responsibility activity rating score by the company by one point
Credit rating	The index set based on the lowest grade of corporate bond credit rating announced by Korea Credit Rating, Korea Enterprise Rating, and NICE Credit Rating (AAA+=22, D=1)
Size	The value of natural log on total assets
Leverage	Total debt divided by total assets
EBIT	Operating income divided by total assets
MTB	The market value of equity divided by the book value of equity
Investment expenditure	R&D expense and capital expenditure divided by total assets
Business risk	The standard deviation of ROA for the past five years
Sales growth	The average sales growth rate for the past five years
Cash	Cash and cash equivalent divided by total assets
Age	The value of natural log on firm age
Ownership	The sum of ownership of controlling shareholders and relatives
Efficiency	Sales divided by total assets
Accruals	The absolute value of the difference between cash flow in business activities compared to total assets and net income compared to total assets
Industry CER	Industry average CERTotal based on the two-digit classification code from Korean Standard Industry Code

〈Appendix Table 2〉 Korea Corporate Governance Service's Environmental Responsibility Activity Rating Index

Classification	Points (%)	Main Content
Environmental Strategy	45(15.0)	- Establishment of environmental strategies and policies - Percentage of environmental investment planning and implementation, etc.
Environmental Organization	30(10.0)	- Review of environmental management activities within the board of directors - Company-wide decision-making and practical organizations for environmental management - Regular practice of environmental education, etc.
Environmental Management	115(38.4)	- Establishment of the environmental performance evaluation system and cooperation with employee compensation - Management of greenhouse gas emission activities - Chemical management - Supplier management (Review of environmental management situation, the establishment of the evaluation management system, and provision of education and support) - Green purchase policy and system - Investment in facilities in the last five years (Greenhouse gases, energy, water, waste), etc.
Environmental Performance	85(28.3)	- Reduction of greenhouse gas emissions, energy usage, water use, waste emissions and hazardous chemical emissions, etc.
Stakeholder Response	25(8.3)	- Communication programs with stakeholders - Disclosure of environmental information and external verification - Support and cooperation in environmental conservation activities of the community - Join a international initiative, etc.
Total	300(100)	-

요 약

본 연구는 기존 연구가 주목하는 주주의 관점이 아닌, 채권자의 관점에서 기업의 환경적 책임 활동의 편익을 파악한다. 이를 위해, 대표적 신흥국가인 한국의 상장기업을 대상으로 환경적 책임 활동이 신용등급에 미치는 효과를 실증적으로 확인한다. 분석결과, 적극적으로 환경적 책임 활동을 이행하는 기업은 높은 신용등급을 부여 받는 것으로 나타났다. 이러한 효과는 환경적 책임 활동을 구성하는 다양한 요인 중 전략과 성과 부문이 개선될 경우 주로 관찰되었다. 한편, 본 연구의 주요 결과는 대리인비용이 높은 기업에서 주로 관찰되었다. 이는 환경적 책임 활동이 사전적으로 경영자의 사적이익 추구 유인의 확대 가능성을 축소시키는 경로로 채권자의 이해를 충족시키고 있음을 시사한다. 이상의 결과들은 신흥국가에서 환경적 책임 활동이 기업의 잠재적 위험을 통제하는 수단으로 간주되어 채권자의 이해에 부합하는 효과를 가짐을 의미한다.

※ **국문 색인어:** 기업의 환경적 책임, 신용등급, 파산위험, 위험관리, 한국

보험금융연구 제32권 제4호 (2021. 11) pp. 115-144
DOI : https://doi.org/10.23842/jif.2021.32.4.004

B2B 산업과 B2C 산업 간 기업의 사회적 책임과 주가급락 위험에 관한 연구*

Corporate Social Responsibility and Stock Price Crash Risk between Business-to-Business Industries and Business-to-Consumer Industries

최 금 화** · 강 상 구***
Jinhua Cui · Sang Koo Kang

본 연구는 정보공급 채널의 다양성에 따라 산업을 소비자 유형, 즉 기업 소비자(B2B), 개인 소비자(B2C)로 구분하여 기업의 사회적 책임(CSR) 활동과 주가급락 위험의 관계를 회귀분석과 고정효과 모형을 이용하여 분석하였다.

2005년~2018년까지 유가증권시장 비금융업 상장회사를 대상으로 다음을 확인하였다. 첫째, B2B 산업의 CSR 활동과 주가급락 위험은 유의한 음(-)의 관계를 가지는 반면, B2C 산업에서는 유의하지 않았다. 둘째, 광고비의 비율이 높은 하위표본에서 B2C, CSR의 교차변수가 유의한 양(+)의 계수값을 가졌다. 이는 B2C 산업의 정보공급 채널이 CSR 활동을 대체함을 의미한다. 셋째, B2B 산업 내에서 최대주주 지분율이 높은 표본, 외국인 지분율이 낮은 표본에서 CSR과 주가급락 위험 간 유의한 음(-)의 관계를 확인하였다. 이는 B2B 산업의 CSR 활동이 대리인 문제에 대한 우려 없이 올바르게 수행되고 있음을 의미한다.

국문 색인어: 기업의 사회적 책임, 주가급락 위험, B2B, B2C, 대리인 문제
한국연구재단 분류 연구분야 코드: B050700

* 본 논문은 동아대학교 교내연구비 지원에 의하여 연구되었습니다.
** 동아대학교 경영학과 조교수(jcui@dau.ac.kr), 제1저자
*** 경기대학교 경영학부 경영학전공 조교수(kang409@kgu.ac.kr), 교신저자
논문 투고일: 2021. 2. 9, 논문 최종 수정일: 2021. 6. 30, 논문 게재 확정일: 2021. 11. 19

I. 서론

그동안 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility; 이하 'CSR'이라 함) 활동에 대하여 많은 연구들이 이루어져 왔다. 일견 CSR 활동은 기업의 영업활동과 밀접한 관계가 없는 것으로 보일 수 있다. 일련의 연구들은 경영자의 좋은 평판을 형성하기 위한 수단으로 CSR 활동이 악용되어 역설적으로 CSR 활동에 적극적인 기업이 투명성이 낮다고 주장한다(Brown et al. 2006; Barnea and Rubin 2010). 반면, 다른 연구들은 기업이 CSR 활동을 통하여 이해당사자들(stakeholder)에게 통용되는 윤리적 자본(moral capital)을 형성하고, 이러한 윤리적 자본은 일종의 보험 역할을 함으로써 기업 가치에 공헌한다고 설명한다. 윤리적 자본은 이해당사자의 구전효과를 통해 형성된 좋은 평판이 상품 및 서비스의 소비, 자본시장에서의 투자를 촉진하여 일종의 무형자본으로써 기능하기 때문이다(Godfrey 2005; Godfrey et al. 2009). 실제 CSR 활동에 적극적인 기업의 가치가 상대적으로 높고(Jo and Harjoto 2011, 2012; Cheng et al. 2014), 기업의 불투명성을 개선하고 고유위험을 감소시킨다고 알려져 있다(Gelb and Strawser 2001; Kim et al. 2012; Oikonomou et al. 2012; Cai et al. 2016).

기업이 CSR 활동을 통해 축적한 윤리적 자본이 이해당사자인 소비자나 투자자의 의사결정에 영향을 주려면 해당 이해당사자가 CSR 활동을 통해 어떠한 이득을 얻을 수 있는지가 중요하다. 한국에서 소비자의 특성에 따라 CSR 활동이 소비의사결정에 미치는 영향은 다르며, CSR 활동이 기업가치에 미치는 영향은 산업에 따라서 상이하다고 알려져 있다(변상민·김재환·남인우 2013). 반면, 자본시장의 경우 투자자의 효용함수는 동질적이라고 흔히 가정한다. 본 연구에서는 CSR 활동의 효과가 산업에 따라 다른 원인을 산업 특성으로 설명할 수 있는지, 구체적으로 각 산업을 소비자가 개인인가(Business-to-Consumer; 이하 'B2C'라 함) 기업인가(Business-to-Business; 이하 'B2B'라 함)의 여부로 구분하여 CSR 활동이 주가급락 위험에 미치는 영향을 검증하였다.

B2C 산업과 B2B 산업은 정보공급 채널의 구조적 차이가 있을 수 있다. 이는 다음 추론에 근거한다. CSR 활동은 기업 평판을 개선시킴으로써 윤리적 자본을 형성하고, 이를 통해 투명성 개선, 위험감소와 같은 자본시장의 투자자에게 유용한 효과가 발생한다. 산업을

B2B, B2C로 구분할 때, 각 산업 간 평판 형성 수단의 다양성 측면에서 구조적 차이가 존재할 수 있다. B2C 기업은 최종 소비자가 개인이므로 영업을 위해 광고, 미디어 노출에 대한 수요가 높은 편이다. 즉, B2C 산업은 다수의 이해당사자를 대상으로 하는 평판 형성 과정에서 CSR 활동을 대체 혹은 보완하는 다양한 채널이 존재한다. 반면, B2B 기업이 기업 소비자 대상 영업을 위하여 광고, 미디어 노출을 선택하는 경우는 드물다. 미디어 커버리지가 공적 정보의 대용 변수로 쓰이는 것을 감안하면, B2B 기업에 대한 정보 공급 채널은 B2C 기업에 비해 적을 수 있다.

평판 형성 수단으로써 CSR 활동 외의 다양한 채널의 존재는 CSR 활동의 효과를 대체 또는 보완할 수 있으므로 각 집단 간의 차이는 실증적인 문제이다. 가령, B2C 산업에서 광고비를 지출하는 한 기업이 경쟁자에 비해 적극적인 CSR 활동을 수행할 때, 광고비와 CSR 활동이 상호 보완을 할 경우 CSR 활동의 효과는 증가할 것이다. 반면, 광고비와 CSR 활동이 상호 대체를 할 경우 CSR 활동의 효과는 감소할 것이다. 즉, 다양한 정보공급 채널의 보유 여부는 CSR 활동과 그 채널의 관계에 따라서 CSR 활동의 효과에 긍정적으로도 부정적으로도 작용할 수 있다.

본 연구는 산업의 B2B, B2C 여부에 따라 CSR 활동의 주가급락 위험 감소효과에 차이가 있는지 살펴보았다. 만일 B2B, B2C 여부가 정보공급 채널의 구조적 차이를 설명할 수 있다면, 주가급락 위험 감소효과는 B2B, B2C 여부에 따라 달라질 것이다. 또한 대리인 문제의 정도에 따라 CSR 활동의 주가급락 위험 감소효과가 달라지는 지 여부를 살펴보았다.

주가급락 위험은 투명성이 높을수록 감소하며(Jin and Myers 2006), CSR 활동은 투명성을 개선하는 효과가 있으므로 주가급락 위험을 감소시킨다(Kim et al. 2014). 정보비대칭하에서 경영자가 기업 내에 부정적 정보를 은폐하면 외부 투자자에 비해 기업이 은폐된 정보로 인한 추가적 위험을 전적으로 부담하게 된다. 이 상황은 지속되기 어려우므로 기업이 버틸 수 있는 임계를 넘어 은폐된 부정적인 정보가 시장에 공개될 때 그 동안 과소평가된 위험으로 인한 버블이 꺼지면서 주가급락이 발생한다.

2005년부터 2018년까지 유가증권(KRX KOSPI) 시장의 12월 결산 상장기업 중 금융업을 제외한 기업을 표본으로 분석한 결과, CSR 활동과 주가급락 위험 간 유의한 음(-)의 관계는 B2B 산업에서만 발생하며 B2C 산업에서는 유의하지 않았다. 이는 CSR 활동의 효

과가 산업에 따라 상이하며, 특히 B2B 산업의 경우 CSR 활동이 부족한 정보 공급 채널과 결부되어 주가급락 위험 감소 효과에 효율적임을 시사한다. 전체 표본을 매출액 대비 광고비 비율에 따라 분할하여 하위표본 분석을 실시한 결과, 광고비 비율이 높은 하위표본에서 B2C 산업과 CSR 활동의 교차변수가 유의한 양(+)의 계수값을 가졌다. 이는 B2C 산업에서 다양한 정보공급 채널이 CSR 활동을 대체할 수 있어 CSR 활동의 투명성 개선 효과가 감소함을 의미한다. 추가로 CSR 활동의 긍정적인 효과가 관측된 B2B 산업에서 대리인 문제의 정도에 따라서 주가급락 위험 감소 효과가 달라지는지 분석을 실시하였다. B2B 산업 내에서 최대주주 지분율이 높은 하위표본, 외국인 지분율이 낮은 하위표본에서 CSR 활동과 주가급락 위험 간 유의한 음(-)의 관계를 확인하였다. 이들 하위표본은 내부 주주의 대리인 문제, 감시(monitoring)의 부족으로 인해 대리인 문제가 높을 수 있음에도 CSR 활동이 올바른 방향으로 기능하고 있음을 의미한다. 동시에 CSR 활동의 긍정적 효과가 발생하려면 최대주주의 적극적인 자세가 필요할 수 있음을 시사한다.

각 산업의 B2B, B2C 여부는 한국능률협회컨설팅의 한국산업의 고객만족도(Korean Customer Satisfaction Index; 이하 'KCSI'라 함)[1] 조사에 포함되는 산업은 B2C, 그 외의 경우 B2B로 구분하였다. 산업구분은 KCSI 포함 산업 내 회사의 한국표준산업분류의 세분류를 이용하여 구분하였다. CSR 활동은 경제정의연구소의 경제정의지수(Korea Economic Justice Institute Index; 이하 'KEJI 지수'라 함)를 요인분석을 통해 재구성하여 이용하였다(강상구·김학순·임현일 2015). 주가급락 위험은 고유 주간수익률의 음(-)의 조건부 왜도, 하락-상승 변동성을 이용하였다(Chen et al. 2001).

본 연구는 최소한 두 가지 측면에서 학술적으로 공헌할 수 있다. 첫째, 본 연구는 B2B, B2C 여부에 따른 CSR과 주가급락 위험의 관계에 대하여 살펴본 최초의 연구이다. Kim, Li and Li (2014)는 CSR 활동과 주가급락 위험의 유의한 음(-)의 관계를 최초로 보이며, 이 효과가 비효율적 지배구조하에서 더 크다는 것을 보였으나, 산업 특성에 대해서는 고려하지 않았다. 강상구·김학순·임현일 (2015)은 국내 CSR 활동과 주가급락 위험 간 유의한 음(-)의 관계에 대해 보였으나, 산업의 특성, CSR 활동과 대리인 문제의 영향에 대해서 분석하지 않았다. 둘째, 본 연구는 선행연구가 부족한 B2B 산업에 대한 실증결과를 제시한

1) https://www.kmac.co.kr/certify/cert_sys03.asp

다. 경영학에서 CSR 활동에 대한 국내 연구는 대체로 B2C 산업에 집중되어 있어 B2B 산업에 대한 분석은 희소하다. 더구나 재무 분야에서 산업 사이클에 대해 고려하기는 하지만 B2B, B2C의 구분을 이용한 연구는 매우 드물다. 나아가 본 연구는 국내 시장에서 B2B, B2C를 구분할 수 있는 기준을 제시한다는 점에서 의미가 있다.

이후 구성은 다음과 같다. Ⅱ장에서 선행연구 및 가설을 제시하고, Ⅲ장에서 데이터와 변수, 연구방법을 설명한다. Ⅳ장에서 분석 결과를 보고하며, Ⅴ장에서 마무리한다.

Ⅱ. 선행연구 및 가설의 설정

1. 선행연구

가. CSR 활동과 주가급락 위험의 관계

CSR 활동에 대한 선행연구는 CSR 활동과 주가급락 위험의 관계에 대하여 일관된 시사점을 제시하고 있지 않다. 일련의 연구들은 CSR 활동이 투명성을 개선함으로써 주가급락 위험을 감소시킨다고 설명한다. Kim et al. (2014)는 CSR 활동이 주가급락 위험을 감소시키며, 특히 기업지배구조가 비효율적이거나 기관투자자 지분율이 낮은 상황에서 효과가 더 크다고 설명한다. 강상구 외 (2015)는 KEJI 지수에서 요인분석을 통해 추출한 공통요인이 주가급락 위험을 감소시키며, 한국에서도 CSR 활동과 주가급락 위험 간 음(-)의 관계가 성립함을 보였다. 이는 CSR 활동이 투명성을 개선하며 기업 고유위험을 감소시킨다는 선행연구와 일치한다(Kim et al. 2012; Cai et al. 2016; 이지혜·변희섭 2016; 최금화·강상구 2018).

반면, 다른 연구들은 CSR 활동과 주가급락 위험 간 정(+)의 관계를 시사한다. CSR 활동이 경영자의 좋은 평판 형성 수단으로써 악용되기 쉬우므로 CSR 활동과 대리인 비용이 정(+)의 관계를 가질 수 있기 때문이다. Brown et al. (2006)은 기업 기부금과 대리인 문제 간의 정(+)의 관계를 보였다. Barnea and Rubin (2010)은 CSR 활동은 대리인 문제와 정(+)의 관계를 가지므로 기업가치를 저해할 수 있음을 보였다. 또한 강상구·변희섭

(2020)은 CER 활동의 구성요소 중 이해관계자 대응항목이 주가급락 위험과 유의한 정(+)의 관계를 가짐을 보였다. 즉, 선행연구의 상반된 결과들은 CSR 활동과 주가급락 위험 간의 관계가 실증적 문제임을 시사한다.

나. CSR 활동의 산업간 공적 정보 공급의 구조적 차이

전통적으로 CSR 활동은 구전효과를 통해 윤리적 자본을 형성함으로써 기업가치에 긍정적이라고 알려져 있다(Landon and Smith 1997; Godfrey 2005; Godfrey et al. 2009). CSR 활동이 기업의 윤리적인 측면을 부각시킨다는 점은 대리인 문제가 CSR 활동에 영향을 줄 수 있음을 시사한다. Malmendier and Tate (2009)는 CEO가 유명해진 이후 언론 노출, 영업 관련성이 낮은 외부 활동에 치중하는 경향이 있으며, 본인의 과거나 다른 경영자에 비해 낮은 성과를 내며 특히 비효율적 지배구조를 갖는 기업에서 성과가 낮다고 주장하였다. 이는 CSR 활동이나 언론 노출이 경영자의 사적 이익을 위한 수단으로 악용될 수 있음을 시사한다. 또한 이러한 현상은 한국의 경우에도 동일하다(강상구·임현일 2015).

CSR 활동이 기업 가치에 영향을 주는 효과는 산업에 따라 달라질 수 있다. 변상민 외(2013)는 CSR 활동의 성과가 의류·음료·화장품에서 높은 반면, 내구재 산업과 도시가스·정유와 같은 에너지 산업에서 성과가 낮음을 보였다. 이는 CSR 활동의 성과가 산업에 따라 상이할 수 있음을 시사한다. 다만, 변상민 외의 연구는 기업-연도 표본이 204개(34개 기업, 6년)에 불과해 추가적인 검증이 필요하다.

산업 구분은 다양한 기준을 적용할 수 있으나, 구전효과를 통한 평판 형성 수단의 다양성을 기준으로 하면 B2B 산업과 B2C 산업으로 구분할 수 있다. 서론에 설명한 것처럼 B2C 산업은 최종 소비자가 개인이므로 영업을 위해 미디어 노출 수요가 높은 반면, B2B 산업은 상대적으로 그 수요가 작은 편이다. 따라서 B2C 산업은 CSR 활동 외에 긍정적인 평판 형성 과정에서 경영자가 기업과 동시에 본인의 긍정적인 평판을 형성함으로써 사적 이익을 만족시킬 수 있는 채널이 상대적으로 많다. 또한 미디어 노출은 공적인 정보공급 경로 중 하나라는 점에서 B2C 산업과 B2B 산업의 구조적인 차이를 유발할 수 있다. 긍정적 정보를 접하는 것은 투자자의 관심(attention)을 유발하여 정보의 모멘텀(information momentum)

을 형성한다(Aggarwal et al. 2002). 즉, B2C 산업은 B2B 산업에 비해서 공적 정보의 공급이 많을 수 있다.

다. 공적 정보 공급의 효과

B2B 및 B2C의 구분은 소비자의 차이에 따른 분류이며 자본시장에서 해당 분류가 유의미한 것인가는 검증이 필요하다. Goss and Roberts (2011)는 은행이 CSR 활동에 적극적인 기업의 대출 금리를 할인해주는 것은 아니며, 성과가 낮으면서 CSR 활동에 적극적이면 오히려 대출 금리를 높이는 것을 보였다. 이는 금융기관이 윤리적 자본에 큰 가치를 두지 않음을 시사한다. 반면, CSR 활동은 자본시장에서 고유위험을 감소시킨다고 알려져 있다(Oikonomou et al. 2012; Cai et al. 2016). 즉, 자본시장에서 투자자가 윤리적 자본의 위험감소 효과를 긍정적으로 평가함을 시사한다.

정보 공급 채널의 다양성은 긍정적으로 작용할 수 있지만, 반대의 경우도 가능하다. CSR 활동 관련 선행연구로부터 다양한 정보 공급 채널은 효과적인 구전효과 형성에 유용할 것으로 추론할 수 있다. 이 경우 CSR 활동의 효과는 B2C 산업에서 더 크게 나타날 수 있다. 반면, 다양한 정보 공급 채널이 무조건 좋은 것은 아니다. Aman (2013)은 과도한 미디어 노출은 뉴스에 대한 주가의 민감도를 높이기 때문에 주가급락 위험을 증가시킴을 보였다. 이 경우 CSR 활동의 효과는 제한된 정보 공급 채널을 가진 B2B 산업이 CSR 활동의 한계효과가 커서 CSR 활동을 통한 주가급락 위험 감소 효과가 클 것으로 추론할 수 있다.

한편, 자본시장의 수요 측면에서 정보 공급 채널의 다양성은 정보 접근성이 낮은 개인투자자에게 유용할 수 있다. 단, 이는 각 정보 공급 채널이 정확한 정보를 제공한다는 전제가 필요하다. 정보 공급 채널의 다양성이 반드시 정확한 정보의 제공을 담보하는 것은 아니며, 오히려 노이즈의 공급을 늘려 주가 효율성을 감소시킴으로써 결국 투자자에게 불리한 영향을 미칠 수 있기 때문이다.[2)]

2) 주가급락 위험에 대한 최근 연구는 주가급락 확률이 높은 기업의 주가가 과대평가되었고, 수익률이 비정상적으로 낮은 것을 보였다. 또한 해당 주식에 대한 기관투자자의 수요는 주가의 과대평가가 최고에 달하기 전까지 증가한다는 결과를 보였다. 이는 기관투자자가 버블이나 주가급락 시기에 대한 예측력이 있고 이를 통해 수익을 실현할 수 있음을 시사한다(Jang 2017; Jang and Kang 2019). 이러한 선행연구에 근거할 때 정보거래자인 기관투

2. 가설의 설정

B2B, B2C 산업 간의 차이는 주가급락 위험에도 영향을 줄 수 있다. 과도한 미디어 노출이 주가급락 위험을 증가시킨다는 선행연구(Aman 2013)를 감안할 때, 제한된 정보공급 채널을 가진 B2B 산업은 CSR 활동의 한계효과가 커서 CSR 활동을 통한 주가급락 위험 감소 효과가 클 것으로 추론할 수 있다. 다만, 이는 CSR 활동과 다른 정보공급 채널이 상호 대체관계에 있을 때에 성립한다. 따라서 상호 보완관계가 있을 경우 위와 반대로 B2C 산업의 CSR 활동이 다양한 채널과 맞물려 효과가 증폭되어 주가급락 위험이 감소할 것으로 예측할 수 있다. 이상에서 다음 가설을 설정한다.

가설 1A : B2B 산업의 CSR 활동은 주가급락 위험을 감소시킨다.
가설 1B : B2C 산업의 CSR 활동은 주가급락 위험을 감소시킨다.

대리인 문제를 고려할 때, CSR 활동이 주가급락 위험에 미치는 영향은 두 방향의 예측이 모두 가능하다. Kim et al. (2014)과 같이 CSR 활동이 비효율적 지배구조에서 보다 유용하여 주가급락 위험 감소효과가 더 클 수 있다. 반면, 비효율적 지배구조로 인해 CSR 활동이 대리인 문제에 악용되어 주가급락 위험 감소효과가 더 작거나 되려 주가급락 위험을 증가시킬 수 있다. 이 역시 정보공급 채널이 CSR 활동과 보완(대체)관계인가에 따라 다를 수 있다.

Ⅲ. 표본 및 변수 설정

1. 표본

본 연구는 2005년부터 2018년까지 한국거래소의 유가증권 시장(KRX KOSPI) 상장기업 중 금융업을 제외한 12월 결산법인을 대상으로 한다. 재무제표의 비교가능성 문제로

자자가 반드시 손해를 본다고 볼 수는 없다. 이에 대해 지적해 주신 익명의 심사자께 감사드린다.

인해 금융업종을 제외하였으며, 또한 결산 재무제표 발행 시점의 차이로 인한 오류를 피하기 위해 12월 결산법인으로 분석대상을 한정하였다. KEJI 지수 및 주가급락 위험 변수와 통제변수를 구할 수 없는 표본을 제외한 후 최종적으로 679개 기업의 3,888개 기업-연도 표본을 이용하였다. 주식수익률을 비롯한 재무 자료는 Fn DataGuide에서 추출하였다.

2. 변수의 설정

가. B2C와 B2B의 구분

산업의 B2B, B2C 구분은 각 산업이 한국능률협회컨설팅의 한국산업의 고객만족도(Korean Customer Satisfaction Index; 이하 'KCSI'라 함)[3] 조사에 포함되는가의 여부를 기준으로 하였다. KCSI는 국내의 대표적인 고객 만족도 지수 중 하나로서 이를 바탕으로 각 산업별 고객만족도 1위 기업을 매년 발표하고 있다. KCSI는 소비재 제조업, 내구재 제조업, 일반 서비스업, 공공 서비스업 등 115개 산업을 포괄하며, 국내 고객만족도 지수 중 가장 많은 산업을 포함한다(조선배·김광용 2008). KCSI는 소비자를 대상으로 일대일 방문 면접을 통해 조사하며 포함되는 산업은 B2C의 성격을 갖는다. 따라서 KCSI에 포함되지 않는 산업은 비록 완벽한 분류는 아닐 수 있으나 B2B라고 간주할 수 있다.

나. CSR: 경제정의지수(KEJI Index)

CSR 활동은 경제정의실천연합 산하 경제정의연구소에서 매년 발표하는 경제정의지수(이하 KEJI 지수)를 이용한다. KEJI 지수는 기업의 건전성(25점), 공정성(20점), 사회공헌(15점), 소비자보호(15점), 환경경영(10점), 직원만족(15점) 등 6개 항목으로 구성되며[4] 각 항목의 세부평가를 통해 총점 100점 만점으로 구성된다.

본 연구는 KEJI 지수의 각 항목별 특성을 체계적으로 선별하기 위해 요인분석(factor

3) https://www.kmac.co.kr/certify/cert_sys03.asp
4) http://ccej.or.kr/special_type/economy-definition-laboratory-reference-room, 보다 자세한 정보는 경제정의실천연합 산하의 (사)경제정의연구소 홈페이지 자료실의 '좋은 기업상 시상식 자료집'을 참고하기 바란다.

analysis)을 실시하였다(Wahab and Holland 2012; 강상구·김학순·임현일 2015). 요인분석을 통해 KEJI 지수의 각 항목들 간에 내재된 함수관계를 통해 공통 요인(factor)을 추출하여 분석에 사용한다. 강상구 외 (2015)는 KEJI 지수를 이용하여 2004년~2011년의 기간에 CSR 활동과 주가급락 위험의 관계를 분석하였다. 그러나 KEJI 지수에서 경제발전 기여도 항목이 삭제되고, 표본기간이 상당히 경과하여 만일 차이가 있다면 이를 비교하는 것도 의미가 있을 것이다.

다. 주가급락 위험(crash risk)

주가급락 위험의 변수로는 고유 주간수익률(firm-specific weekly return)을 이용한 음(-)의 조건부 왜도(negative conditional skewness; NCSKEW), 하락-상승 변동성(down-to-up volatility; DUVOL)을 이용한다(Chen et al. 2001).

각 기업의 고유 주간수익률은 (1)의 회귀식을 기업-연도별로 추정하여 얻은 잔차항(ϵ_{jt})을 이용하여 식 (2)와 같이 구한다. $r_{j,t}$, $r_{m,t}$는 각각 t기의 주식 j의 주간수익률, $r_{m,t}$는 t기의 가치가중 시장수익률이다.

$$r_{j,t} = \alpha_j + \beta_{1j} r_{m,t-2} + \beta_{2j} r_{m,t-1} + \beta_{3j} r_{m,t} + \beta_{4j} r_{m,t+1} + \beta_{5j} r_{m,t+2} + \epsilon_{jt} \quad (1)$$

$$W_{j,t} = \ln(1 + \epsilon_{jt}) \quad (2)$$

식 (3)의 음(-)의 조건부 왜도(NCSKEW)는 고유 주간수익률의 3차 적률을 표준편차로 표준화하여 분산이 다른 개별 기업들의 왜도를 비교가능하게 구성한 변수이다. 해석을 용이하게 하고자 음(-)의 부호를 곱해 NCSKEW가 증가할수록 주가급락 위험이 증가하는 것을 의미한다. n은 j 기업의 t년도의 총 거래주간의 수이다.

$$NCSKEW_{jt} = -[n(n-1)^{3/2} \sum W_{jt}^3] / [(n-1)(n-2)(\sum W_{jt}^2)^{3/2}] \quad (3)$$

식 (4)의 하락-상승 변동성(DUVOL)은 주식 j의 주간수익률을 주식 j의 연평균수익률 대비 하락주간과 상승주간으로 구분한 후, 상승주간의 표준편차 대비 하락주간의 표준편

차의 비율에 로그를 취해 계산한다. 역시 DUVOL이 증가하면 주가급락 위험이 증가하는 것을 의미한다. n_u와 n_d는 각각 상승주간, 하락주간의 수이다.

$$DUVOL_{jt} = \log[((n_u - 1)\sum_{DOWN} W_{jt}^2)/((n_d - 1)\sum_{UP} W_{jt}^2)] \quad (4)$$

라. 통제변수

통제변수는 Chen et al. (2001)을 참고하여 구성하였다. 투자자의 의견불일치는 주가급락 위험을 증가시킬 수 있으므로 추세를 제거한 평균 월간주식회전율(DTURNt-1)을 통제하였다(Chen et al. 2001). 주가급락 위험 변수는 급락 시의 조건부 변동성 성격이므로 기업-연도별 고유 주간수익률의 표준편차를 비조건부 변동성(Sigmat-1)으로 통제하였다. 전기의 수익률의 과대평가로 버블이 형성되면 주가급락 위험이 증가할 수 있으며, 주가급락 기업의 주가는 과대평가된 경향을 보인다는 최근의 연구(Jang 2017; Jang and Kang 2019)를 감안하여 전년도의 평균 고유 주간수익률에 100을 곱한 주식수익률(Returnt-1)을 통제하였다. 과거의 주가급락 위험 수준은 당기의 주가급락 위험에 영향을 줄 수 있으므로 전기의 NCSKEW(NCSKEWt-1)를 통제하였다. 미디어 노출과 같은 공적정보의 공급은 규모에 비례할 수 있으므로 재무상태표의 자산총액에 로그를 취한 기업규모(Sizet-1)를 통제하였다. 정보비대칭의 변수로는 주식 시장가치를 장부가치로 나눈 시장-장부비율(MTBt-1)을 통제하였다. 또한 채권자의 모니터링은 정보비대칭을 감소시키므로 재무상태표의 장기부채를 자산으로 나눈 부채비율(Leveraget-1)을 통제하고 당기순이익을 자산으로 나눈 자산이익률(ROA)을 통제하였다. 또한 한국표준산업분류체계의 세분류를 이용하여 산업더미를 회귀분석에서 통제하였으며, 연도더미를 모든 분석 모형에 포함하여 연도별 측정오차를 통제하였다. 매출액 대비 광고비 비율(ADVRt-1)은 CSR 활동 외의 정보공급 채널에 대한 대용변수로 광고비 지출 금액을 매출액으로 나누어 계산한 값이다.

3. 요인 분석(factor analysis)

〈Table 1〉은 주성분 분석의 결과로 Panel A는 요인분석의 고유치(eigenvalue)에 대한 결과를, Panel B는 Panel A의 요인적재량에 대한 결과이다. 주성분 분석에서 최대로 추출할 수 있는 고유치의 수는 전체 변수의 수와 같다. Panel A에서 요인1(factor1)부터 요인6(factor6)까지 총 6개의 요인이 추출되었다. 강상구 외 (2015)의 경우 경제발전 기여도를 포함한 7개 항목이었으나, KEJI 지수에서 해당 항목이 삭제되었으므로 본 연구의 요인은 총 6개이다. 고유치가 1보다 큰 요인1과 요인2 중에서 고유치가 크고 각 요인에 의해서 설명되는 분산 정도가 가장 큰(proportion=0.3344) 요인1을 이용하여 요인적재량 분석을 실시한 결과가 Panel B이다.

Panel B에서 요인적재량은 변수와 요인 간 상관관계를, 요인적재량의 제곱은 해당변수가 요인을 통해 설명되는 분산의 비율이다. Panel B의 변수는 KEJI 지수의 세부항목으로 순서대로 건전성(Healthiness), 공정성(Fairness), 사회공헌(Society), 소비자보호(Customer), 환경경영(Environment), 직원만족(Employee)이다. 공정성 외의 모든 항목이 유의했다.[5] 소비자보호와 직원만족은 음(-)의 상관관계를 나타냈다.[6] 즉, KEJI 지수는 세부 구성항목 중 건전성, 사회공헌, 환경경영과 유의하게 높은 관계를 갖고 있는 것을 확인할 수 있다.

5) 요인적재치가 ±0.3이상이면(보수적으로는 ±0.4이상) 통상 유의하다고 판단한다.
6) 강상구 외 (2015)의 경우 건전성, 공정성, 사회공헌이 유의하지 않았으나, 본 연구의 경우 공정성을 제외한 다른 항목들이 유의하게 변한 것을 확인할 수 있다. 또한 소비자보호의 부호가 양(+)에서 음(-)으로 변한 것을 확인할 수 있다.

〈Table 1〉 Factor Analysis

Table 1 reports the results from factor analysis on the KEJI index. In the Panel A, an eigenvalue is the variance of the factor. Factor 1 will account for the most variance and Factor 2 will explain the next highest amount of variance, and the like. Difference and Proportion are the difference between eigenvalues and the degree that the variance is explained by each factor. Cumulative is the cumulative values of Proportion. Using Factor 1, factor loadings are examined in Panel B.

Panel A. Eigenvalues

Factor	Eigenvalue	Difference	Proportion	Cumulative
Factor 1	2.0063	0.9858	0.3344	0.3344
Factor 2	1.0205	0.0735	0.1701	0.5045
Factor 3	0.9470	0.1703	0.1578	0.6623
Factor 4	0.7766	0.0259	0.1294	0.7917
Factor 5	0.7507	0.2518	0.1251	0.9168
Factor 6	0.4989	.	0.0832	1.0000

Panel B. Factor loading

variable names	factor
Healthiness	0.4145
Fairness	-0.1519
Society	0.4455
Customer	-0.5449
Environment	0.4324
Employee	-0.3503

4. 기술 통계량

〈Table 2〉의 Panel A는 변수들의 기초통계량이다. NCSKEW, DUVOL의 평균은 각각 -0.2744, -0.1774였다. KEJI 지수의 평균값은 61.7292이고 이로부터 구성한 요인의 평균은 0.0000이었다. DTURN, Sigma, Return의 평균은 각각 0.0001, 0.0479, -0.1358이었다. 기업규모(Size), 시장가치 대 장부가치 비율(MTB), 자산 대 부채 비율(Leverage), 자산수익률(ROA)의 평균은 각각 19.7954, 1.1992, 0.3937, 0.0410이었다. 광고비 비중(ADVR)의 평균은 0.0085였다. 대주주 지분율(Ownership_large)과 외국인 지분율

(Ownership_foreign)의 평균은 각각 0.4357, 0.1130이었다. 또한 전체 3,888개의 기업-연도 표본 중 B2B, B2C는 각각 2,933개, 955개로 B2B의 비중이 높은 편이었다.

Panel B는 B2B 산업, B2C 산업에서 주요 변수의 평균차이 검정 결과이다. 주가급락위험 변수의 평균은 산업 간 유의한 차이가 없었다. CSR의 평균은 B2C 산업이 B2B 산업에 비해 유의하게 컸다. 그러나 KEJI 지수의 원점수의 차이가 큰 차이를 보이지는 않았다. ADVR의 평균은 B2C 산업이 B2B 산업에 비해 유의하게 커서 B2C 산업의 광고비 비율이 높고 따라서 다양한 정보공급 채널을 이용한다는 논거를 지지한다. B2B, B2C 산업간 평균 대주주 지분율의 차이는 유의하지 않았다. 반면, 외국인 지분율의 평균은 B2C 산업이 높고 그 차이도 유의했다.

〈Table 2〉 Descriptive Statistics

Panel A presents descriptive statistics of variables used in the analysis. Panel B shows the results from difference-in-mean tests for major variables between B2B industries and B2C industries. NCSKEW and DUVOL are negative conditional skewness and down-to-up volatility, respectively. CSR is the Factor obtained from factor analysis in the Table 1(Factor 1) on the KEJI index. KEJI is the aggregate points from the KEJI index. DTURN is detrended turnover. Sigma and Return are volatility and annual average return(%) obtained from firm-specific return, respectively. Size, MTB, Leverage, and ROA are the natural logarithm of assets, market-to-book ratio, debt-to-asset ratio, and return on assets, respectively. ADVR is the ratio of advertising expenditure over sales. Ownership_large and Ownership_foreign are largest shareholders ownership and foreign investors' ownership, respectively.

Panel A. Descriptive Statistics

Variables	Obs.	Mean	Std. Dev	Min	Max
$NCSKEW_t$	3,888	-0.2744	0.7156	-2.5156	1.7908
$DUVOL_t$	3,888	-0.1774	0.3365	-0.9993	0.6700
CSR_{t-1}	3,888	0.0000	1.4164	-3.1830	4.2115
KEJI	3,888	61.7292	4.0475	48.0816	78.9013
$DTURN_{t-1}$	3,888	0.0001	1.6623	-0.0497	0.0593
$Sigma_{t-1}$	3,888	0.0479	0.0121	0.0158	0.1267
$Return_{t-1}$	3,888	-0.1358	0.0207	-0.8191	-0.0122

$Size_{t-1}$	3,888	19.7954	0.1342	17.3617	23.9156
MTB_{t-1}	3,888	1.1992	1.3609	0.2290	5.9885
$Leverage_{t-1}$	3,888	0.3937	1.0060	0.0336	0.8140
ROA_{t-1}	3,888	0.0410	0.1853	-0.1418	0.1871
ADVR	3,883	0.0085	0.0181	0.0000	0.0997
Ownership_large	3,888	0.4357	0.1558	0.0981	0.7901
Ownership_foreign	3,888	0.1130	0.1432	0.0000	0.6487

Panel B. Test of difference-in-mean for major variables between B2B and B2C ind.

	B2B		B2C		Difference
variable	N	Mean(1)	N	Mean(2)	(1)-(2)
$NCSKEW_t$	2,933	-0.2838	955	-0.2458	-0.0380
$DUVOL_t$	2,933	-0.1814	955	-0.1650	-0.0164
CSR_{t-1}	2,933	-0.0351	955	0.1078	-0.1429**
KEJI	2,933	61.5922	955	62.1498	-0.5576***
ADVR	2,933	0.0061	955	0.0160	-0.0099***
Ownership_large	2,933	0.4333	955	0.4429	-0.0096
Ownership_foreign	2,933	0.1041	955	0.1401	-0.0360***

Ⅳ. 실증 분석

1. B2B, B2C 구분에 따라 CSR 활동이 주가급락 위험에 미치는 영향

〈Table 3〉은 CSR 활동과 주가급락 위험의 변수인 NCSKEW, DUVOL의 관계가 B2B, B2C 구분에 따라 달라지는지 회귀분석을 이용하여 살펴보았다.[7] 앞서 설명한 것처럼 B2B 산업은 B2C 산업에 비해 제한된 정보공급 채널을 가지므로 정보공급 채널이 CSR

7) 강상구·김학순·임현일 (2015)은 CSR 활동과 주가급락 위험 간 유의한 음(-)의 관계를 확인한 바 있다. 강상구 외의 경우 표본기간이 2004년-2011년으로 본 연구의 표본과 상당기간 차이가 있고, KEJI 지수에서 경제발전 기여도 항목 삭제와 같은 구성 항목의 변화도 있었다. 논리 전개상 강상구 외의 결과가 여전히 유효한지 확인할 필요가 있고, 검증결과 본 연구의 표본에서도 KEJI 지수를 요인분석을 통해 구한 요인과 주가급락 위험 간 유의한 음(-)의 관계가 5% 신뢰수준에서 성립함을 확인하였다. 단, 이 결과는 강상구 외의 연구와 동일한 결과의 반복이므로 한정된 지면의 효율적인 활용을 위해 본문에는 포함하지 않았다.

활동을 대체(보완)한다면 B2B 산업에서 CSR 활동의 효과가 클(작을) 것이다. 즉, B2B, B2C의 하위표본의 CSR이 주요 변수이며, CSR은 〈Table 1〉의 요인분석을 통하여 구한 요인(factor1)을 이용하였다. 독립변수들은 전년도의 값을 이용하므로 내생성은 자연스럽게 통제된 상태이다. 〈Table 3〉을 포함한 이후의 모든 분석에서 이분산성을 조정하기 위해 Huber-White 표준오차를 이용한 t값을 보고한다.

CSR의 계수값은 모형 (1), (2)의 B2B 하위표본에서 유의한 음(-)의 계수값을 갖는 반면, 모형 (3), (4)의 B2C 하위표본에서 음(-)의 계수값을 갖지만 유의하지 않았다. 이는 산업의 구조적 차이에 따라 CSR 활동의 효과가 상이하며 특히 제한된 정보공급 채널을 갖는 B2B 산업에서 그 효과가 크다는 가설 1A를 지지한다. 또한 이 결과는 강상구 외 (2015)의 결과가 B2B 산업에 기인함을 시사한다.

통제변수들 중 Size와 MTB는 모든 모형에서 유의한 양(+)의 계수값을 가졌으며, Leverage는 유의한 음(-)의 계수값을 가졌다. Leverage가 클 경우 높은 부채비율로 인해 주가급락 위험이 크다고 해석할 수도 있다. 그러나 부채의 감시기능을 감안하면, Leverage가 클수록 채권자의 감시 수준이 높을 것이므로 주가급락 위험이 감소하는 것으로 해석할 수 있다. MTB가 클수록 정보비대칭이 높으므로 주가급락 위험이 증가한 것으로 해석할 수 있다. Size를 공적 정보의 공급량으로 해석할 경우, 정보비대칭하에서 공적정보가 은폐된 부정적 정보를 탐색하는 과정에서 효과적이지 않았던 것으로 해석할 수 있다.

〈Table 3〉 The Effect of CSR on the Stock Price Crash Risk Depending on Industry Classifications(B2B or B2C): OLS Regression

Dependent variables are NCSKEW and DUVOL. NCSKEW and DUVOL are negative conditional skewness and down-to-up volatility, respectively. CSR is the Factor obtained in the Table 1(Factor 1). DTURN is detrended turnover. Sigma and Return are volatility and annual average return(%) obtained from firm-specific return, respectively. Size, MTB, Leverage, and ROA are the natural logarithm of assets, market-to-book ratio, debt-to-asset ratio, and return on assets, respectively. In all models, year dummies and industry dummies following KSIC code in three digits are controlled. The numbers in the brackets are t-values using Huber-White robust standard errors. ***,**, and * denote the statistical significance at 1%, 5%, and 10%, respectively.

Industry	B2B		B2C	
Model	(1)	(2)	(3)	(4)
Dependent variable	$NCSKEW_t$	$DUVOL_t$	$NCSKEW_t$	$DUVOL_t$
CSR_{t-1}	-0.044**	-0.019**	-0.022	-0.005
	[-2.20]	[-2.07]	[-0.61]	[-0.29]
$DTURN_{t-1}$	1.703	0.625	-4.148*	-1.598
	[1.20]	[1.03]	[-1.67]	[-1.49]
$NCSKEW_{t-1}$	0.022	0.010	0.012	-0.004
	[0.97]	[0.97]	[0.28]	[-0.23]
$Sigma_{t-1}$	3.086	0.477	-7.074	-3.916*
	[1.03]	[0.37]	[-1.38]	[-1.77]
$Return_{t-1}$	0.574	0.176	-1.016	-0.508
	[1.24]	[0.88]	[-1.24]	[-1.53]
$Size_{t-1}$	0.104***	0.049***	0.126***	0.049***
	[7.27]	[7.48]	[4.32]	[3.52]
MTB_{t-1}	0.107***	0.051***	0.088***	0.048***
	[5.68]	[6.06]	[3.75]	[4.48]
$Leverage_{t-1}$	-0.398***	-0.228***	-0.418**	-0.241***
	[-3.94]	[-5.06]	[-2.15]	[-2.85]
ROA_{t-1}	-0.323	-0.243	-0.297	-0.174
	[-0.76]	[-1.39]	[-0.51]	[-0.67]
Intercept	-2.351***	-1.093***	-2.665***	-0.993***
	[-7.39]	[-7.61]	[-3.73]	[-2.90]
Year dummies	YES	YES	YES	YES
Industry dummies	YES	YES	YES	YES
No. of Observations	2,933	2,933	955	955
Adjusted R^2	0.050	0.060	0.086	0.085

〈Table 3〉의 회귀분석은 기업-연도 패널 형태인 표본의 시계열적 특성이나 기업 고유의 특성에 기인한 잠재적 편의를 통제하지 못할 수 있다. 따라서 〈Table 4〉에서 고정효과 분석을 실시하였다. 하우스만 검정 결과 모든 모형에서 확률효과 모형 대신 고정효과 모형을 사용하는 것이 타당하였다.

B2B, B2C 구분에 따른 CSR 활동과 주가급락 위험의 관계는 회귀분석의 결론과 같았다. CSR의 계수값은 모형 (1), (2)의 B2B 하위표본에서 각각 5%, 10% 수준에서 유의한

음(-)의 계수값을 가졌으며, 모형 (3), (4)의 B2C 하위표본에서 유의하지 않은 음(-)의 계수값을 가졌다. 비록 모형 (2)에서 유의성이 10%로 다소 낮아졌으나, B2B 산업에서 CSR 활동의 주가급락 위험 감소효과가 크다는 가설 1A를 일관되게 지지한다. 이는 〈Table 2〉의 결과가 강건함을 보인다.

통제변수들 중 Size, MTB, Leverage는 유의성의 변화는 있었으나 〈Table 2〉와 같이 모든 모형에서 유의한 계수값을 가지며 부호 또한 동일하였다. 또한 모든 모형에서 전년도의 NCSKEW가 유의한 음(-)의 계수값을, Sigma가 유의한 양(+)의 계수값을 가졌다. 전년의 주가급락 위험이 크면 그간 은폐된 정보들 중 일부가 알려졌을 수 있기 때문에 다음 해의 주가급락 위험이 감소한 것으로 해석된다. 또한 변동성이 높으면 그만큼 위험 수준이 높음을 의미하므로 양(+)의 계수값은 타당한 결과이다.

〈Table 4〉 The Effect of CSR on the Stock Price Crash Risk Depending on Industry Classifications (B2B or B2C): Firm Fixed-effect Panel Regression

NCSKEW and DUVOL are negative conditional skewness and down-to-up volatility, respectively. CSR is the Factor1 in the Table 1. DTURN is detrended turnover. Sigma and Return are volatility and average return(%) obtained annually using firm-specific return, respectively. Size, MTB, Leverage, and ROA are the natural logarithm of assets, market-to-book ratio, debt-to-asset ratio, and return on assets, respectively. In all models, firm fixed-effects and year dummies are included. The numbers in the brackets are t-values computed with Huber-White robust standard errors. ***,**, and * denote the statistical significance at 1%, 5%, and 10%, respectively.

Industry	B2B		B2C	
Model	(1)	(2)	(3)	(4)
Dependent variable	$NCSKEW_t$	$DUVOL_t$	$NCSKEW_t$	$DUVOL_t$
CSR_{t-1}	-0.049**	-0.020*	-0.044	-0.016
	[-2.02]	[-1.81]	[-1.12]	[-0.93]
$DTURN_{t-1}$	1.072	0.242	-4.495	-1.855
	[0.73]	[0.38]	[-1.61]	[-1.51]
$NCSKEW_{t-1}$	-0.101***	-0.040***	-0.104**	-0.065***
	[-4.24]	[-3.74]	[-2.35]	[-3.46]
$Sigma_{t-1}$	7.660**	2.895**	-9.672	-5.091*
	[2.53]	[2.17]	[-1.54]	[-1.79]

$Return_{t-1}$	1.147**	0.453**	-1.390	-0.698
	[2.43]	[2.21]	[-1.37]	[-1.60]
$Size_{t-1}$	0.156*	0.066*	0.278**	0.130**
	[1.96]	[1.80]	[2.03]	[2.03]
MTB_{t-1}	0.093***	0.052***	0.104**	0.055***
	[3.14]	[4.04]	[2.48]	[2.82]
$Leverage_{t-1}$	-0.511**	-0.221**	-0.832**	-0.525***
	[-2.35]	[-2.23]	[-2.06]	[-2.77]
ROA_{t-1}	-1.050**	-0.530**	-0.576	-0.280
	[-2.10]	[-2.44]	[-0.71]	[-0.78]
Intercept	-3.410**	-1.492**	-5.598**	-2.614**
	[-2.18]	[-2.07]	[-2.04]	[-2.02]
Year dummies	YES	YES	YES	YES
Firm fixed-effects	YES	YES	YES	YES
No. of Observations	2,933	2,933	955	955
Adjusted R^2	0.033	0.038	0.036	0.057

2. 광고비 지출 금액에 따른 CSR 활동이 주가급락 위험에 미치는 영향

〈Table 3〉, 〈Table 4〉에서 B2C 산업의 CSR 활동은 주가급락 위험을 유의하게 감소시키지 않았다. 이는 다양한 정보공급 채널의 존재가 CSR 활동을 대체하면 B2C 산업에서 CSR 활동의 효과가 작을 것이라는 이전의 설명과 부합한다. 〈Table 5〉는 정보공급 채널의 대용변수로 매출액 대비 광고비의 비율로 전체 표본을 분할 한 후, CSR과 B2C 산업 더미변수의 교차항의 부호를 이용하여 설명의 타당성을 검증한다. 광고비 지출이 높은 하위표본에서 교차항의 부호가 유의한 양(+)의 값이라면 다양한 정보공급 채널이 CSR 활동의 투명성 개선 효과를 대체함으로써 주가급락 위험 감소효과를 감소시켰다고 해석할 수 있다. 하위표본은 각 연도별 광고비 지출의 중간값을 기준으로 분할하였다.

CSR과 B2C 산업 더미변수의 교차항의 계수값은 광고비 지출 금액이 하위표본의 모형 (1), (3)에서 유의한 양(+)의 계수값을 갖는 반면, 광고비 지출금액이 낮은 모형 (2), (4)에서는 유의하지 않았다. CSR 활동이 주가급락 위험을 유의하게 감소시키는 효과가 있으나 교차항의 계수값이 더 커서 오히려 주가급락 위험이 증가하는 효과가 발생하고 있다. 이는

B2C 산업에서 다양한 정보공급 채널이 CSR 활동의 불투명성을 개선하는 역할을 대체하여 CSR 활동의 한계효과가 효과적이지 않고, 경우에 따라서 CSR 활동이 불필요한 지출일 수도 있음을 의미한다(Pava and Krausz 1996).

〈Table 5〉 The Effect of CSR on the Stock Price Crash Risk Depending on Advertising Expenditure: OLS Regression

When a firm's annual advertising expenditure over sales is greater or equal to (smaller than) the median, the observation is classified as High (Low). B2C is dummy variables that takes the value of one when the firm belongs to B2C industries and takes zero otherwise. NCSKEW and DUVOL are negative conditional skewness and down-to-up volatility, respectively. CSR is the Factor1 in the Table 1. DTURN is detrended turnover. Sigma and Return are volatility and average return(%) computed annually using firm-specific return, respectively. Size, MTB, Leverage, and ROA are the natural logarithm of assets, market-to-book ratio, debt-to-asset ratio, and return on assets, respectively. In all models, industry dummies following KSIC code in three digits and year dummies are controlled. The numbers in the brackets are t-values calculated by using Huber-White robust standard errors. ***,**, and * denote the statistical significance at 1%, 5%, and 10%, respectively.

	Advertising Expenditure			
	High	Low	High	Low
Model	(1)	(2)	(3)	(4)
Dependent variable	$NCSKEW_t$		$DUVOL_t$	
CSR_{t-1}	-0.054**	-0.037	-0.022*	-0.016
	[-2.13]	[-1.46]	[-1.92]	[-1.40]
B2C	-0.138	-0.012	-0.057	-0.045
	[-1.44]	[-0.07]	[-1.32]	[-0.62]
$CSR_{t-1} \times B2C$	0.061**	-0.017	0.028**	-0.011
	[2.25]	[-0.41]	[2.31]	[-0.57]
$DTURN_{t-1}$	-0.099	0.959	-0.183	0.403
	[-0.06]	[0.62]	[-0.24]	[0.57]
$NCSKEW_{t-1}$	0.014	0.001	-0.009	0.011
	[0.55]	[0.04]	[-0.73]	[0.92]
$Sigma_{t-1}$	0.894	0.925	-0.579	-0.350
	[0.26]	[0.27]	[-0.37]	[-0.23]
$Return_{t-1}$	0.106	0.340	-0.039	0.080
	[0.21]	[0.64]	[-0.17]	[0.33]
$Size_{t-1}$	0.097***	0.121***	0.048***	0.051***
	[5.28]	[5.95]	[5.87]	[5.54]

MTB_{t-1}	0.097***	0.115***	0.049***	0.054***
	[4.99]	[4.43]	[5.66]	[4.61]
$Leverage_{t-1}$	-0.463***	-0.385***	-0.260***	-0.225***
	[-3.47]	[-3.17]	[-4.33]	[-4.07]
ROA_{t-1}	-0.097	-0.475	-0.162	-0.232
	[-0.23]	[-1.13]	[-0.84]	[-1.22]
Intercept	-2.199***	-2.676***	-1.093***	-1.123***
	[-5.37]	[-6.26]	[-5.93]	[-5.78]
Year dummies,	YES	YES	YES	YES
Industry dummies	YES	YES	YES	YES
No. of Observations	1,947	1,941	1,947	1,941
Adjusted R^2	0.059	0.055	0.075	0.057

3. B2B 산업 내에서 대리인 문제에 따른 CSR 활동과 주가급락 위험의 관계

앞선 결과에서 B2B 산업에서 CSR 활동은 주가급락 위험을 유의하게 감소시켰다. CSR 활동의 유용성에 대해 비효율적 지배구조하에서 보다 유용하다는 연구도 있고(Kim et al, 2014), 경영자나 최대주주가 평판 관리를 위해 CSR 활동을 악용하므로 CSR 활동이 비효율적인 지배구조 하에서 특히 유용하지 않다는 연구도 있다(Brown et al. 2006; Malmendier and Tate 2009; Barnea and Rubin 2010). 이를 위해 대리인 문제의 정도에 따라 분할한 B2B 하위표본에서 고정효과 분석을 실시하였다.[8] 대리인 문제의 변수로 최대주주 지분율, 외국인 지분율을 이용하였다.

〈Table 6〉은 B2B 산업을 대상으로 최대주주 지분율의 크기에 따라 하위표본으로 분할하여 CSR 활동이 주가급락 위험에 미치는 영향에 대한 고정효과 분석이다. 하위표본은 각 회사의 최대주주 지분율이 최대주주 지분율의 각 연도별 중간값 이상, 미만인 경우로 구분하였다. 최대주주 지분율이 클수록 CSR 활동이 본인의 평판 관리 수단으로 악용하기 용이할 것이다.

분석 결과 최대주주 지분율이 큰 하위표본인 모형 (1), (3)에서 CSR은 통계적으로 유의한 음(-)의 계수값을 가졌다. 반면, 최대주주 지분율이 낮은 하위표본인 모형 (2), (4)에서 CSR의 계수값은 유의하지 않았다. 이는 우려와 달리 B2B 기업의 최대주주가 대리인 문제

8) B2C 하위표본에 대해서 〈Table 6〉, 〈Table 7〉과 동일한 분석을 실시하였으나, 거의 모든 모형에서 CSR의 계수값이 유의하지 않아 보고의 실익이 없어 포함하지 않았다.

로 인해 CSR 활동을 부정적 목적으로 악용하지 않으며 올바른 방향으로 수행하고 있음을 시사한다. 또한 모형 (2), (4)의 결과는 CSR 활동의 긍정적 효과를 위해서는 최대주주가 CSR 활동에 적극적일 경우 효과가 커질 수 있음을 시사한다. 다만, 이 해석은 최대주주 지분율이 높을수록 최대주주가 CSR 활동을 본인의 이익을 위해 악용하기 용이하다는 가정에 근거하며, 최대주주가 내부주주일 경우에 적합하다. 최대주주가 외부주주이면 최대주주 지분율이 높을수록 경영자의 대리인 문제가 낮기 때문에 최대주주가 경영자를 잘 감시하여 올바른 방향으로 CSR 활동을 통제한다고 해석할 수 있다. 통제변수 중 전기의 NCSKEW, MTB가 모든 모형에서 유의하였고 부호는 앞의 분석과 같았다.

〈Table 6〉 The Effect of CSR on the Stock Price Crash Risk Depending on the Largest Shareholder's Ownership within B2B Industry: Fixed-effect Regression

When a firm's annual largest shareholders' ownership is greater or equal to (smaller than) the median, the observation is classified as High (Low). NCSKEW and DUVOL are negative conditional skewness and down-to-up volatility, respectively. CSR is the Factor1 in the Table 1. DTURN is detrended turnover. Sigma and Return are volatility and average return(%) obtained annually from firm-specific returns, respectively. Size, MTB, Leverage, and ROA are the natural logarithm of assets, market-to-book ratio, debt-to-asset ratio, and return on assets, respectively. In all models, firm fixed-effects and year dummies are included. The numbers in the brackets are t-values using Huber-White robust standard errors. ***,**, and * denote the statistical significance at 1%, 5%, and 10%, respectively.

	Largest Shareholders' Ownership			
	High	Low	High	Low
Model	(1)	(2)	(3)	(4)
Dependent variable	$NCSKEW_t$		$DUVOL_t$	
CSR_{t-1}	-0.113***	0.009	-0.045***	0.003
	[-3.06]	[0.29]	[-2.84]	[0.17]
$DTURN_{t-1}$	-3.229	2.460	-1.597	0.651
	[-1.26]	[1.40]	[-1.41]	[0.84]
$NCSKEW_{t-1}$	-0.130***	-0.101***	-0.048***	-0.044***
	[-3.60]	[-3.00]	[-3.13]	[-2.72]
$Sigma_{t-1}$	10.262**	2.521	4.804**	0.215
	[2.31]	[0.55]	[2.34]	[0.11]
$Return_{t-1}$	1.529**	0.348	0.755**	-0.002
	[2.12]	[0.51]	[2.25]	[-0.01]

Sizet-1	0.185	-0.013	0.055	0.009
	[1.48]	[-0.13]	[0.91]	[0.19]
MTBt-1	0.149**	0.066*	0.062**	0.047***
	[2.45]	[1.80]	[2.45]	[3.02]
Leveraget-1	-0.901**	-0.105	-0.292*	-0.142
	[-2.54]	[-0.32]	[-1.88]	[-0.93]
ROAt-1	-1.941**	0.011	-0.820**	-0.146
	[-2.26]	[0.02]	[-2.29]	[-0.54]
Intercept	-4.195*	-0.234	-1.422	-0.421
	[-1.71]	[-0.12]	[-1.19]	[-0.45]
Year dummies	YES	YES	YES	YES
Firm fixed-effects	YES	YES	YES	YES
No. of Observations	1,467	1,466	1,467	1,466
Adjusted R2	0.056	0.029	0.056	0.031

〈Table 7〉은 B2B 산업을 대상으로 외국인 지분율의 크기에 따라서 하위표본으로 분할한 후, CSR 활동이 주가급락 위험에 미치는 영향을 고정효과 모형으로 분석하였다. 하위표본의 분할은 외국인 지분율의 연도별 중간값 이상, 미만 여부로 수행하였다. 외국인 지분율이 클수록 적극적인 모니터링을 통해 대리인 문제를 줄여줄 수 있다.

〈Table 7〉에서 외국인 지분율이 낮은 하위표본인 모형 (2), (4)에서 CSR은 통계적으로 10% 수준에서 유의한 음(-)의 계수값을 가졌다. 반면, 외국인의 지분율이 높은 하위표본인 모형 (1), (3)에서 CSR의 계수값은 유의하지 않았다. 외국인 투자자는 자신이 모니터링을 할 능력이 있으므로 CSR 활동을 매개로 하는 투명성 개선의 한계효과가 외국인 투자자 본인에게 제한적이기 때문으로 해석할 수 있다. 그 외에 금융기관이 CSR 활동을 긍정적으로 평가하지 않는다는 선행연구를 이용하여 해석할 수 있다(Goss and Roberts 2011). 외국인 투자자는 대부분 외국의 기관투자자라는 점에서 CSR 활동에 큰 가치를 두지 않고, 실적이 나쁠 경우 CSR 활동을 부정적으로 평가할 수 있기 때문이다. CSR의 유의한 음(-)의 계수가 외국인 투자자 지분율이 낮은 하위표본에서 두드러지는 것은 CSR 활동을 통한 한계이익이 높고 CSR 활동에 부정적인 투자자의 비중이 낮기 때문으로 해석할 수 있다.

〈Table 7〉 The Effect of CSR on the Stock Price Crash Risk Depending on Foreign Investors' Ownership within B2B Industry: Fixed-effect Regression

When a firm's annual foreign investors' ownership is greater or equal to (smaller than) the median, the observation is classified as High (Low). NCSKEW and DUVOL are negative conditional skewness and down-to-up volatility, respectively. CSR is the Factor obtained from the factor analysis in the Table 1(Factor 1). DTURN is detrended turnover. Sigma and Return are volatility and average return(%) obtained annually from firm-specific return, respectively. Size, MTB, Leverage, and ROA are the natural logarithm of assets, market-to-book ratio, debt-to-asset ratio, and return on assets, respectively. In all models, firm fixed-effects and year dummies are included. The numbers in the brackets are t-values using Huber-White robust standard errors. ***, **, and * denote the statistical significance at 1%, 5%, and 10%, respectively.

	Foreign Investors' Ownership			
	High	Low	High	Low
Model	(1)	(2)	(3)	(4)
Dependent variable	$NCSKEW_t$		$DUVOL_t$	
CSR_{t-1}	-0.034	-0.078*	-0.020	-0.029*
	[-1.02]	[-1.96]	[-1.19]	[-1.68]
$DTURN_{t-1}$	4.189	0.965	1.171	0.317
	[1.30]	[0.57]	[0.76]	[0.44]
$NCSKEW_{t-1}$	-0.149***	-0.095***	-0.072***	-0.028*
	[-3.95]	[-2.76]	[-4.46]	[-1.80]
$Sigma_{t-1}$	8.780**	7.882*	3.288*	2.859
	[1.99]	[1.81]	[1.73]	[1.48]
$Return_{t-1}$	1.337	1.130*	0.453	0.455
	[1.64]	[1.77]	[1.34]	[1.62]
$Size_{t-1}$	0.031	0.163	0.041	0.051
	[0.31]	[1.17]	[0.91]	[0.77]
MTB_{t-1}	0.062**	0.068	0.037**	0.044*
	[1.97]	[1.11]	[2.45]	[1.76]
$Leverage_{t-1}$	-0.093	-0.946***	-0.125	-0.334**
	[-0.32]	[-2.61]	[-0.86]	[-2.13]
ROA_{t-1}	0.298	-2.339***	-0.094	-0.930**
	[0.55]	[-2.62]	[-0.36]	[-2.55]
Intercept	-1.259	-3.647	-1.163	-1.270
	[-0.62]	[-1.36]	[-1.26]	[-0.99]
Year dummies	YES	YES	YES	YES
Firm fixed-effects	YES	YES	YES	YES
No. of Observations	1,467	1,466	1,467	1,466
Adjusted R^2	0.0425	0.0369	0.0483	0.0374

V. 결론

본 연구는 B2B, B2C 산업에 따라서 CSR 활동이 주가급락 위험에 미치는 영향이 달라지는지 분석하였다. CSR 활동과 주가급락 위험 간 유의한 음(-)의 관계는 B2B 산업에서만 발생하며 B2C 산업에서는 유의하지 않았다. 상대적으로 제한된 정보공급 채널을 갖는 B2B 산업에서 CSR 활동이 주가급락 위험 감소에 효율적임을 의미한다. 반면, 다양한 정보공급 채널을 갖는 B2C 산업은 정보공급 채널과 CSR 활동의 대체관계로 인해 CSR 활동이 주가급락 위험 감소에 유의하지 않은 것으로 보인다. B2B 산업 내에서 대리인 문제의 수준에 따라 하위표본 분석을 수행한 결과, 최대주주의 지분율이 높은 하위표본, 외국인 지분율이 낮은 하위표본에서 CSR 활동과 주가급락 위험 간 유의한 음(-)의 관계를 확인하였다. 이는 CSR 활동이 대리인 문제에 기인한 것이 아니라 올바른 방향으로 수행되고 있음을 의미한다.

산업의 차이에 따른 CSR 활동의 효과에 대한 연구가 희소한 상황에서 본 연구는 B2B, B2C의 차이가 정보공급의 구조적 차이를 설명할 수 있고, 대리인 문제에 대한 설명 또한 제공할 수 있음을 보였다는 점에서 의미가 있다.

참고문헌

강상구·김학순·임현일 (2015), "기업의 사회적 책임과 주가급락 위험에 관한 연구", **보험금융연구**, 제26권 제4호, pp. 113-139.

(Translated in English) Kang, S., H., Kim and H., Lim (2015). "Corporate Social Responsibility and Stock Price Crash Risk: Evidence from Korea", *Journal of Insurance and Finance*, 26(4):113-139.

강상구·변희섭 (2020), "기업의 환경적 책임 활동과 주가급락 위험", **Journal of the Korean Data Analysis Society**, 제22권 제1호, pp. 265-277.

(Translated in English) Kang, S., and H., Byun (2020). "Corporate Environmental Responsibility Activities and Stock Price Crash Risk", *Journal of The Korean Data Analysis Society*, 22(1):73-108.

강상구·임현일 (2015), "CEO의 평판 관리에 대한 인센티브와 기업의 사회적 책임에 대한 연구", **보험금융연구**, 제26권 제1호, pp. 73-108.

(Translated in English) Kang, S., and H., Lim (2015). "CEO's Incentive to manage reputation and corporate social responsibility(CSR): Evidence from Korea", *Journal of Insurance and Finance*, 26(1): 73-108.

변상민·김재환·남인우 (2013), "기업별 마케팅 활동과 산업별 특성을 고려한 기업의 사회적 책임활동이 기업가치에 미치는 장기적 영향에 관한 연구", **경영학연구**, 제42권 5호, pp. 1289-1313.

(Translated in English) Byun, S., J., Kim and In., Nam (2013). "Long Term Effect of Corporate Social Responsibility Activities on Firm Value Accounting for Marketing and Industry Factors", *Korean management review*, 42(5):1289-1313.

이지혜·변희섭 (2016), "사회적 책임 활동은 기업의 위험을 완화시키는가?", **경영학연구**, 제45권 제5호, pp. 1551-1586.

(Translated in English) Lee, J., and H., Byun (2016). "Does Corporate Social Responsibility Activities Reduce the Risk of Firms?: Evidence from Korea", *korean management review*, 45(5):1551-1586.

조선배·김광용 (2008), "KS-SQI, NCSI, KCSI의 비교연구", **호텔경영학연구**, 제17권 3호, pp. 213-227.

(Translated in English) Cho, S., and K., Kim (2008). "A Comparative Study on the KS-SQI, NCSI, and KCSI", *Korean Journal of Hotel Administration*, 17(3):213-227.

최금화·강상구 (2018), "사회적 책임 활동이 기업 위험에 미치는 영향에 대한 연구: 종업원 만족도를 중심으로", **재무관리연구**, 제35권 제4호, pp. 413-441.

(Translated in English) Cui, J., and S., Kang (2018). "Corporate Social Responsibility and Firm Risk in Korea: Focusing on Employee Satisfaction", *The Korean Journal of Financial Management,* 35(4):413-441.

Aggarwal, Rajesh, K., Laurie and W., Kent (2002). "Strategic IPO underpricing, information momentum, and lockup expiration selling", *Journal of Financial Economics*, 66:105-137.

Aman, H. (2013). "An analysis of the impact of media coverage on stock price crashes and jumps: evidence from Japan", *Pacific-Basin Finance Journal*, 24:22–38.

Barnea, A., and A., Rubin (2010). "Corporate social responsibility as a conflict between shareholders", *Journal of Business Ethics*, 97:71-86.

Brown, W., E., Helland and J., Smith (2006). "Corporate Philanthropic Practices", *Journal of Corporate Finance*, 12: 855-877.

Cai, L., J., Cui and H., Jo (2016). "Corporate environmental responsibility and firm risk", *Journal of Business Ethics*, 139:563-594.

Chen, J., H., Hong and J., Stein (2001). "Forecasting crashes: trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices", *Journal of Financial Economics*, 61:345-381.

Cheng, B., I., Ioannou and G., Serafeim (2014). "Corporate social responsibility and access to finance", *Strategic Management Journal*, 35:1-23.

Gelb. D., and J., Strawser (2001). "Corporate Social Responsibility and Financial Disclosures: An Alternative Explanation for Increased Disclosure", *Journal of Business Ethics*, 33:1-13.

Godfrey, P. (2005). "The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: A risk management perspective", *Academy of Management Review*, 30:777-798.

Godfrey, P., C., Merrill and J., Hansen (2009). "The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothes", *Strategic Management Journal*, 30:425-445.

Goss, A., and G., Roberts (2011). "The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans", *Journal of Banking and Finance*, 35:1794-1810.

Jang, J. (2017). "Stock return anomalies and individual investors in the Korean stock market", *Pacific-Basin Finance Journal*, 46:141-157.

Jang, J., and J., Kang (2019). "Probability of price crashes, rational speculative bubbles, and the cross-section of stock returns", *Journal of Financial Economics*, 132:222-247.

Jin, L., and S., Myers (2006). "R^2 around the world: new theory and new tests", *Journal of Financial Economics*, 79:257-292.

Jo, H., and M., Harjoto (2011). "Corporate governance and firm value: The

impact of corporate social responsibility", *Journal of Business Ethics*, 103:351-383.

_____ (2012). "The causal effect of corporate governance on corporate social responsibility," *Journal of Business Ethics*, 106:53-72.

Kim, Y., H., Li and S., Li (2014). "Corporate social responsibility and stock price crash risk", *Journal of Banking and Finance*, 43:1-13.

Kim, Y., M., Park and B., Wier (2012). "Is earnings quality associated with corporate social responsibility?", *The Accounting Review*, 87:761-796.

Landon, S., and C., Smith (1997). "The Use of Quality and Reputation Indicators by Consumers: The case of Bordeaux Wine", *Journal of Consumer Policy*, 20:289-323.

Malmendier, Ulrike and T., Geoffrey (2009). "Superstar CEOs", *Quarterly Journal of Economics*, 124:1593-1638.

Oikonomou, I., C., Brooks, S., Pavelin (2012). "The impact of corporate social performance on financial risk and utility: A longitudinal analysis", *Financial Management*, 41:483-515.

Pava, M., and J., Krausz (1996). "The Association Between Corporate Social Responsibility and Financial Performance: The Paradox of Social Cost", *Journal of Business Ethics*, 15:321-357.

Abstract

We examine whether the effect of corporate social responsibility (CSR) on the stock price crash risk is different between business-to-business (B2B) industries and business-to-consumer (B2C) industries. Using Korean firms listed in the KOSPI from 2005 to 2018, we find a significantly negative relation between CSR and stock price crash risk only in the B2B industries. We find a significantly positive coefficient for the product of B2C dummies and CSR in the high advertisement expenditure subsample. The results indicate that other reputation earing channels could substitute the effect of CSR. Within the B2B industry subsample, we find a significantly negative relation between CSR and stock price crash risk in weak governance subsample. The results implies that CSR is well managed despite the concerns of agency problem.

※ Key words: Corporate Social Responsibility, Stock Price Crash Risk, B2B, B2C, Agency Problem