



저작자표시-비영리-동일조건변경허락 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.
- 이차적 저작물을 작성할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



동일조건변경허락. 귀하가 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공했을 경우에는, 이 저작물과 동일한 이용허락조건하에서만 배포할 수 있습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

교육학석사 학위논문

**사회책임투자 펀드 편입 기업들의
재무적 특성**

2010년 8월

경성대학교 교육대학원

상업정보교육전공

조 민 근

교육학석사 학위논문

**사회책임투자 펀드 편입 기업들의
재무적 특성**

지도교수 김 형 순

이 논문을 교육학석사 학위논문으로 제출함

2010년 6월

경성대학교 교육대학원

상업정보교육전공

조 민 근

조민근의 교육학석사 학위논문을 인준함

위원장 이 명 철 (인)

위 원 김 형 순 (인)

위 원 김 태 훈 (인)

2010년 6월

경성대학교 교육대학원

목 차

I. 서론	1
1.1 연구의 목적	1
1.2 연구의 내용 및 범위	4
II. 이론적 배경 및 선행연구	5
2.1 이론적 배경	5
2.1.1 기업의 사회적 책임(CSR)	5
2.1.2 사회책임투자(SRI)의 역사와 추세	6
2.1.2.1 1960년대 ~1980년대	6
2.1.2.2 1990년대 ~ 현재	7
2.1.3 SRI의 개념	8
2.1.4 SRI의 유형	9
2.1.5 SRI의 규모	10
2.1.5.1 미국의 사회책임투자 규모	10
2.1.5.2 유럽의 사회책임투자 규모	11
2.1.5.3 한국의 사회책임투자 규모	11
2.2 선행연구 분석	13
2.2.1 일반 전통적 펀드의 성과 측정에 관한 연구	13
2.2.2 SRI 펀드 성과에 관한 연구	14
2.2.3 기타 SRI에 관한 선행연구	17
2.2.4 선행연구와의 차별성	17
III. 연구방법	19
3.1 연구표본의 설정 및 범위	19
3.2 연구방법	20

IV. 연구 자료의 분석 및 요약	21
4.1 KOSPI 200지수 기업군과 SRI 펀드 편입 기업군의 산업분포 분석	21
4.2 SRI 펀드 편입 기업군과 비교대상 기업군의 재무적 특성 분석	23
4.2.1 Valuation 지표 분석	23
4.2.1.1 EPS 추세 분석	23
4.2.1.2 PER 분석	25
4.2.1.3 PBR 분석	26
4.2.2 수익성 지표 분석	27
4.2.2.1 ROA 분석	27
4.2.2.2 ROE 분석	28
4.2.3 성장성 지표 분석	29
4.2.3.1 매출액 성장률 분석	29
4.2.4 안전성 지표 분석	30
4.2.4.1 부채비율 분석	31
4.2.4.2 자기자본비율 분석	32
4.2.4.3 유보율 분석	33
4.2.5 활동성 지표 분석	34
4.2.5.1 자기자본회전율 분석	34
4.2.5.2 총자산회전율 분석	34
V. 결 론	36
참고문헌	39
ABSTRACT	43

부록	46
----------	----

표 목 차

<표 1> 미국 사회책임 투자 규모 연도별 변화	11
<표 2> 한국 SRI 규모	13
<표 3> KOSPI 200 기업군 대 사회책임 투자 비교대상 기업군 기업군의 산업별 비중	22
<표 4> Valuation 지표에 대한 평균값 비교	23
<표 5> 수익성 지표에 대한 평균값 비교	27
<표 6> 성장성 지표에 대한 평균값 비교	29
<표 7> 안전성 지표에 대한 평균값 비교	30
<표 8> 활동성 지표에 대한 평균값 비교	33

그 림 목 차

<그림 1> SRI의 개념	8
<그림 2> 세계 SRI 시장의 규모	10

부 록 목 차

<부록 1> 연구에 사용된 SRI 펀드	46
<부록 2> 연구에 사용된 SRI 펀드 편입 기업군	47
<부록 3> 연구에 사용된 비교대상 기업군	48

사회책임투자 펀드 편입 기업들의 재무적 특성

I. 서 론

1.1 연구의 목적

최근 미국의 금융기관들의 도덕적 해이로 인해 불거진 금융위기, 2001년 엔론, 2002년 월드컴과 같은 세계 일류 기업들의 회계 부정사건, 또한 소니의 경우 2001년 말 크리스마스를 겨냥 플레이스테이션을 유럽시장에 내놓으려 했으나 부품 중 전선피복에서 중금속인 카드뮴이 법적 기준치를 초과하여 네덜란드 세관으로부터 수입 불가 판정을 받아 직접적인 피해액만 2000억 원에 달했고, 나이키는 1998년 파키스탄과 캄보디아에서 아동노동 스캔들에 휘말려 영업이익이 37% 급락하고 주가에도 큰 손실을 입었다(임대웅, 노희진, 2006).

위와 같은 사례들은 기업이 사회적 책임을 다하지 않았을 때 기업이나 투자자등 이해관계자들에게 경제적 피해뿐 아니라 사회적 파장이 야기되는 것을 보여줌으로써 기업의 사회적 책임에 대한 관심이 급속히 증가하는 원인이 되었다.

이러한 관심은 사회책임투자(Socially Responsible Investing; SRI)라는 새로운 형태의 투자 움직임으로 나타나고 있다. 간단하게 말해서 사회책임투자란 투자의사 결정시 전통적으로 중요시되던 재무적인 측면뿐만 아니라 지금까지는 고려하지 않았던 비재무적인 측면 즉, 환경(environment), 사회(social), 지배구조(governance) 문제 등 기업의 지속가능성(sustainability)에 영향을 미치는 요소를 동시에 고려하여 장기적인 관점으로 투자하는 진보된 투자방식을 의미한다.¹

20세기 중반부터 종교계와 사회운동단체에서 처음 시작된 사회책임투자는 2008년 3월 말 현재 전 세계의 펀드규모 24조 8000억 달러 중 사회책임투자 펀드(Socially Responsible Investment Fund; SRIF) 규모가 전체의 12.1%에 이르는 3조 달러에 이르고

1 한국 사회책임투자 포럼. www.kosif.org 인용

있을 만큼 중요한 투자기법으로 자리 잡게 되었고 앞으로도 더욱 확대될 것으로 판단된다(한국 사회 책임투자 포럼, 2008).

국내에서는 2009년 4월 30일 현재, SRI 공모펀드의 규모(설정 원본)는 1조 2,980억 원이며 그 비중은 전체 공모펀드 대비 0.48%이며 2007년 2월 1조 4,471억 원에 비해 12.11% 가량이 줄고 그 비중도 0.66%에서 감소하였다. 그러나 2004년 6월 1,400억 원으로 시작된 국민연금의 SRI 방식의 주식투자금은 2009년 4월 현재 9522억 원으로 큰 증가세를 보이고 있다(한국 사회 책임투자 포럼, 2010).

이렇게 기업의 사회적 책임과 사회 책임투자가 크게 주목 받는 이유는 최근 환경문제에 관한 사회적 중요성의 증대, 다양한 이해관계자로 인한 기업의 사회적 책임 요구 확대, 기업의 사회적 책임에 대한 국제적 표준 형성에 따른 기업의 경쟁력 및 가치 평가에서 기업의 사회적 책임의 중요성 증대에 있다. 또한 기업의 사회적 책임을 소홀히 하였을 경우 기업에 직접적 피해가 발생하며, 기업의 장기 존속을 위하여 기업의 사회적 책임과 사회책임투자가 필요하게 되었다(노희진, 2008).

기존에는 SRI가 기업에 대한 투자와 더불어 지역사회에 대한 투자 및 사회 책임에 대한 주주행동주의를 포함하는 개념으로 확산되어 왔으나 최근 들어 UN을 중심으로 SRI를 점차 환경을 제외한 책임투자(Responsible Investing; RI)로 표기하고 있으며 그 개념도 사회에 대한 책임에서 투자자의 책임으로 바뀌어 가고 있다. 책임투자에서는 특히 투자자를 중심으로 환경, 사회, 지배구조를 투자자의 결정과정에 반영하는 “수탁자 책무에 대한 책임”을 강조하고 있다. SRI가 순수한 경제적 목적을 위한 투자기법으로 자리 잡기 시작한 것이다(류승미, 2009).

국내에서 사회책임투자 펀드 편입 기업에 투자하고 있는 펀드들은 다른 펀드와 비차별적인 포트폴리오 구성, 투자성과 평가를 위한 대표 지수의 부재, 기업의 지속가능성 수준이나 성장정도를 파악할 수 있는 정보가 원활히 공개되지 않는 점 등이 문제점으로 지적되어 왔다. 이에 한국증권거래소(Korea Exchange; KRX)에서는 국내에서 처음으로 2009년 9월 사회책임활동 우수기업 70개 종목을 중심으로 SRI 지수를 발표하였으며, 일부 펀드 운용사는 UN에서 제시한 사회책임투자원칙(Principles for Responsible Investment: PRI)²준수를 위해 서명하고 많은 금융기관들이 동참하고 있다. 또한 일부기

2 UN PRI는 6개 원칙, 33개 세부 실천프로그램으로 구성되어 있으며, 투자 의사 결정시 ESG(Environment, Social, Governance)이슈 반영, 투자대상기업의 ESG이슈 정보공개 요구, PRI의 충실한 이행 및 이에 대한 세부 활동과 진행사항 보고, PRI의 이행에 있어서 효과 증진을 위한 상호협력 투자자를 위한 수탁자 책무와 투자를 통한 바람직한 사회발전 추구 등을 주요한 내용으로 삼고 있다.

업들은 UN에서 발표한 국제보고서작성지침(Global Reporting Initiative: GRI) 가이드 라인³에 따라 자발적으로 기업의 지속경영활동에 대해 보고하고 있다(노희진, 2008).

최근까지 국내의 사회책임투자에 관한 선행연구들은 주로 사회책임투자에 관한 개념과 제언(김창호, 2006; 노희진, 2008; 최한수, 2007) 등에 관한 연구들과 사회책임투자 펀드의 성과에 관한 실증적 연구 분석(김민하, 2009; 김희림, 2007; 류현기, 2009; 조강래, 2009)등이 주류를 이루어 왔다.

특히 사회책임투자펀드의 성과에 관한 연구들은 주로 SRI 펀드와 일반펀드와의 성과를 비교하거나, SRI 펀드와 벤치마크지수와의 성과를 비교하였는데 이러한 연구에서 밝히는 바와 같이 국내 SRI 활동의 역사가 짧아 장기적 투자성과를 중시하는 SRI 펀드의 성과를 측정하는데 필요한 누적된 자료가 부족하여 벤치마크 지수와 SRI 펀드 성과 비교 시 여러 가지 문제점이 발생하게 되며, SRI 펀드 편입 종목들과 일반펀드 편입 종목 간의 차별성이 크게 없고 운용사마다 정확한 SRI 펀드 포트폴리오 선정기준이 명확하지 않으며, SRI 펀드 편입기준의 근거가 되는 지속가능 경영보고서를 발간하는 기업의 숫자가 많지 않아서 성과 측정 시 많은 어려움이 발생하였다.

SRI는 시대적 조류로서 그 본연의 목적인 사회적 책임을 다하는 동시에 이익의 극대화를 성취하기 위해서는 기업의 지속적인 노력과 투자자의 선의의 투자에 대한 의지와 투자 분위기 조성이 필요하다.

본 논문의 목적은 아직 국내 도입 역사가 짧은 SRI 펀드의 성과 분석 보다는 SRI에 대한 개념을 재조명하고 국내의 주요 SRI 펀드와 SRI 지수에 중복 편입된 기업들의 재무적 지표를 분석하여 SRI 펀드에 편입된 기업이 편입되지 않은 기업과 비교하여 재무적인 측면에서 어떠한 특성이 있는가를 분석하는데 있다.

궁극적으로는 한국의 SRI 펀드의 역사가 짧고 그 연구의 한계가 있으나 새로운 투자 방식으로 떠오르는 사회책임투자의 중요성을 생각할 때, 본 연구의 결과는 한국의 사회책임투자에 대한 관심을 고취시키는 역할을 할 것으로 기대된다.

3 GRI는 전 세계 기업들을 대상으로 책임감 있는 기업시민활동을 장려하기 위해 UN Global Compact와 전략적 제휴를 체결, 기업들이 UNGC와 GRI 가이드라인을 동시에 충족할 수 있는 보고서를 낼 수 있도록 공동사용안내서를 발표하고 기업들에게 가이드라인 준수를 촉구하고 있는데, GRI의 가이드라인은 모든 유형(기업, 공조직, 비영리조직), 규모(소규모에서 대규모 인원까지), 어떠한 입지의 조직에 의해서 활용될 수 있도록 고안되었다. GRI는 경제적 성과, 환경적 성과, 사회적 성과로 사회적 책임의 큰 틀을 분류하고 다시 세부적인 지표로 구분되어 있다. 2000년과 2002년 발표된 가이드라인을 업그레이드한 G3를 2006년 10월에 발표하였다.

1.2 연구의 내용 및 범위

본 연구를 위하여 사회책임투자와 관련된 선행연구들을 정리하였다. 그리고 사회적 책임을 실천하고 있는 것으로 인정되어 국내의 주요 SRI 펀드에 편입된 종목들과 한국증권거래소에서 2009년 9월 발표한 SRI 지수에 중복 편입된 종목군을 사회책임투자 펀드 편입 기업(사회책임투자 펀드 편입 종목군)으로 지정하였다. 그 후 KOSPI 200 종목 중 사회책임투자 펀드 편입 종목군에 포함되지 않은 기업들을 비교대상 기업군으로 구분한 후 사회책임투자 펀드 편입 종목군과 비교대상 기업군에 포함된 기업들의 재무적 지표를 비교하여 차이가 있는지를 분석하였다.

한편 본 연구는 총 5장으로 구성되어 있다.

I 장 서론에서는 본 연구의 목적과 연구의 내용 및 범위를 밝힌다.

II 장에서는 SRI에 대한 이론적 배경을 설정하기 위하여 사회책임투자의 개념과 역사, 추세를 요약하며 사회책임투자 펀드의 평가에 관한 선행연구를 분석하고 정리하였다.

III 장에서는 본 연구에 포함된 기업의 선정 과정과 연구방법에 관하여 설명하였다.

IV 장에서는 사회책임투자 펀드 편입 종목군과 비교대상 기업군의 재무적 지표를 분석하고 그 결과를 해석하였다.

V 장에서는 본 연구의 결과를 요약한 후 연구의 시사점과 한계점에 대하여 기술하고, 향후 연구 과제에 대해 논의한다.

II. 이론적 배경 및 선행연구 분석

2.1 이론적 배경

2.1.1 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility)

최근 기업의 지속가능성이 자주 거론되고, 기업의 지속가능성을 높이기 위해서는 기업이 적극적으로 사회적 책임을 다해야 한다는 주장이 경영이념으로 자리하고 있다.

기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility; CSR)에 관한 최초의 학술적 논쟁은 “경영자는 주주에 대해서만 책임을 지닌다.”는 Berle와 “경영자는 보다 넓은 범위의 책임을 지닌다.”는 Dodd에 의하여 이루어졌다(Cochran, 2007).

기업의 사회적 책임을 설명할 때 흔히 Carroll이 제시한 네 가지 책임모형을 언급하고 있다.⁴

Carroll(1991)은 기업의 사회적 책임을 경제적 책임, 법적 책임, 윤리적 책임, 자선적 책임 등으로 구분하고 있다. 기업의 입장에서 경제적 책임과 법적 책임은 당연히 수행해야 할 의무이며 기업들은 국가경제에서 기업이 차지하는 비중과 역할, 그리고 그 영향력이 증대됨에 따라 기존의 경제적 책임과 법적 책임을 넘어서 윤리적 책임과 자선적 책임을 추가로 요구받고 있다고 주장하고 있다.

Mohr et al.(2001)은 기업의 사회적 책임을 사회에서 발생할 수 있는 위험을 사전에 제거하거나 최소화하고, 장기적으로 긍정적 효과를 최대화하기 위한 행동으로 정의하며 사전에 위험을 제거해야 한다는 선 방어적인 주장을 하고 있다.

김창호(2006)는 기업의 사회적 책임에 대한 경영표준화인 ISO 26000⁵ 시행연구에서, 기업의 사회적 책임 경영은 상생관점에서 기업의 사회적 책임 인식과 기업의 경영투명성을 확보하기 위한 윤리 경영시스템 확립, 그리고 미래 세대의 욕구를 충족시킬 수 있

4 한국사회책임투자포럼 홈페이지 www.kosif.org 참조

5 국제표준화기구(ISO: International Standard Organization)에서 글로벌 흐름에 따라 “사회책임(Social Responsibilities; SR)”에 대한 국제적 표준(ISO26000)을 만들 것을 결의하였고, ISO26000은 기업뿐만 아니라 공공기관, 시민단체 등 모든 조직에 적용되는 사회적 책임에 관한 것으로, 기업, 정부, 소비자, 노동, 시민단체, 기타로 구분된 6개 이해관계자 그룹의 균형을 고려하여 조직에 공통적으로 적용할 수 있는 사회적 책임 체계를 수립, 시행하며 이를 유지하고 개선하는데 기여함을 목적으로 한다

는 능력을 훼손하지 않고 현재 세대의 환경, 사회, 경제적 욕구를 충족시키는 지속가능 경영의 도입이라고 정의하고 있다.

노회진(2008)은 기업의 사회적 책임이란 기업 경영에 있어 사회 및 환경 문제를 균형 있게 고려한 기업의 경영상 책무라고 정의하고 있다.

2.1.2 사회책임투자의 역사와 추세

SRI는 종교계를 중심으로 술, 마약, 담배, 무기 등 죄악주식(sin stock)에는 투자하지 말자는 취지로 시작되었다. 감리교 창시자 존 웨슬리 목사(1703~1791)가 열변했던 “이웃을 다치게 함으로써 돈을 벌거나 이익을 취하지 말라”는 내용의 “돈의 사용”이라는 설교는 SRI의 중요한 이슈(불공정거래, 도박, 해로운 용자, 술, 담배, 장시간 노동, 부패, 오염 산업 등)를 모두 담고 있다. 이후 SRI는 베트남전쟁, 남아프리카공화국의 인종차별정책(아파르트헤이트, apartheid) 철폐 등 사회적 이슈는 물론 체르노빌 원전, 엑손 발데즈 원유 유출, 보팔 사고 등 환경적 이슈, 엔론과 월드컴 등의 회계부정 사건 등 지배구조이슈에 사회적 스크리닝(social screening), 주주행동주의(shareholder activism), 지역사회개발투자(community investment)등의 방법으로 민감하게 반응해 왔다(한국메세나협의회, 2008).

박지은(2008)은 사회책임투자펀드의 현황과 활성화 방안에 관한 연구에서 SRI의 연대별 특성을 1960~1980년대, 1990년대~현재로 분류하고 아래와 같이 분류하고 기술하고 있다.

2.1.2.1 1960~1980년대

1960년대는 정치적 상황 즉 시민권과 여성의 권리, 반전과 환경운동에 이르는 일련의 사회·환경운동은 사회적 책임이라는 문제에 대한 인식을 강화시켰고 이러한 관심은 노동 문제, 반핵 정서에까지 확대되었다.

1970년대에 이르러 사회책임투자의 개념은 미국 투자자들의 폭넓은 관심을 끌었다. 베트남 전쟁이후 1971년에 미국 감리교 신자들이 설립한 ‘Pax World Fund’가 최초의 사회책임투자자로 알려졌으며 이 펀드는 군수산업, 담배산업, 도박산업 등 종교적 신념에 반하는 기업에는 투자를 거부하였다. 사회책임투자가 결정적으로 급부상한 것은 남아프리카 공화국의 인종차별정책에 반대하는 펀드가 생기면서부터이며 이때 미국과 유럽의 수많

은 노동조합과 종교계 펀드가 남아공 기업에 투자하기를 거부하였다.

남아공 캠페인을 계기로 사회적 책임투자의 용어와 중요성이 재정립 되는 계기가 되었고 기존의 윤리투자(ethical investment)의 범위가 보다 확대 되어 윤리적 종교적 기준에 근거한 투자뿐만 아니라 환경문제, 노동문제에 대한 기업의 역할도 투자의사 결정기준으로 포함되었다. 이때 윤리투자라는 용어는 곧 사회책임투자라는 용어로 대체되었고 전통적인 부정적 스크리닝(반사회적 기업을 투자대상에서 배제하는 선별투자방식)뿐만 아니라 사회책임측면에서 우수한 성과를 기록한 기업을 투자대상으로 삼는 긍정적 스크리닝 방식도 도입되었다.

1960년대 후반부터 1980년대까지는 주로 미국의 종교단체나 시민단체, 대학 등이 개인적인 가치관, 종교적 신념, 사회적 가치 등에 따라 투자를 행하였다고 볼 수 있다

2.1.2.2 1990년대 ~현재

1990년대에는 전 세계적으로 환경문제가 대두되면서 사회책임투자의 관심은 윤리문제에서 환경 및 사회 문제로 확대되었다. 특히 서구 선진국을 중심으로 기업의 환경보고서 제출 등이 의무화 되어 기업의 환경평가를 포트폴리오 구성의 기준으로 삼는 것이 일반적이 되었고 2001년 엔론사의 회계 부정 사태에 따른 주가 폭락으로 기관투자자들이 사회책임투자를 확대하는 결정적 계기가 되었다. 기업의 재무적 이익뿐만 아니라 환경, 사회적 측면을 고려한 후 투자하는 방법이 일반화 된 시기라고 할 수 있다.

1990년대 이후 사회책임투자는 투자자의 리스크 관리 측면에서 사회책임투자 펀드 편입 기업을 선별하여 투자하는 형태로 이루어지고 있으며 과거의 사회운동 성격에서 벗어나 이익 극대화를 위한 투자기업의 의미를 지니게 되었다. 이에 따라 사회책임투자 기준에 부합되는 기업을 발굴하기 위한 보다 구체적인 평가방법론이 개발되기 시작하였으며 그 평가 기준으로 기업의 지속가능성 개념이 본격적으로 부각되기에 이르렀다.

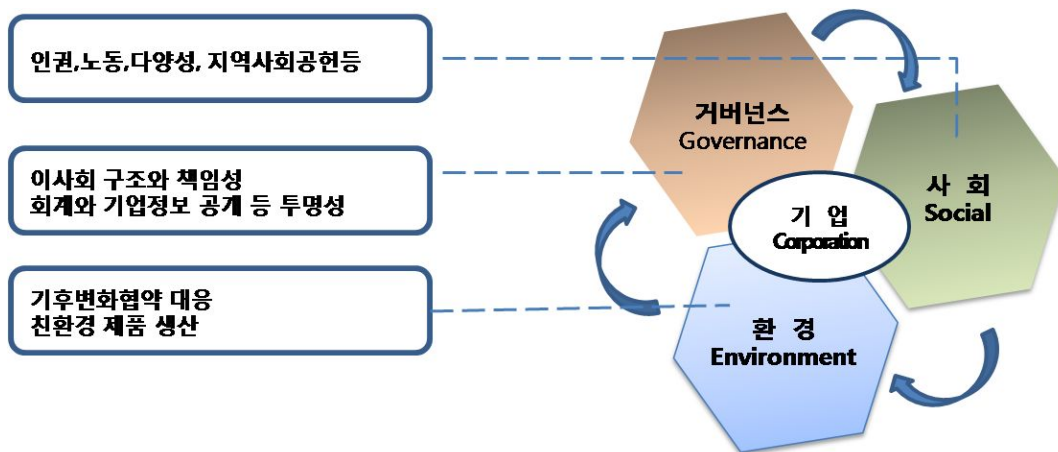
2000년대에는 앞서 서론에서 밝힌 바와 같이 노회진(2008)은 기존의 사회책임투자의 개념이 “사회에 대한 책임”에서 사회적으로 지속가능한 기업에 투자하여 더 많은 수익을 창출하려는 이익극대화를 위한 투자 패러다임 중심의 “투자자에 대한 책임”으로 바뀌고 있다고 주장하고 있다.

2.1.3 SRI의 개념

김형순(2003)은 “종교단체와 사회운동단체에서 처음 시작된 사회책임투자운동은 기업의 사회적 책임 수행을 기업에 의존하지 않고, 이해관계자가 적극적으로 유도하려는 움직임이며 기업의 재무적 성과 이외에 사회적 측면과 환경적 측면을 종합적으로 평가하여 우수한 평가치를 보이는 기업에 직간접적으로 투자하는 것” 이라고 하였다.

오수진(2004)은 “사회책임투자란 개인 또는 종교, 사회기관 투자자들이 그들 고유의 가치와 윤리, 종교적 신념을 적용한 투자원칙을 세워 도덕적인 기업, 투명한 기업, 환경 친화적인 기업에 투자하고 그렇지 않은 기업에는 투자하지 않는 것” 이라고 하였다.

류승미(2009)는 일반적 투자는 기업의 재무적 특성과 위험평가만을 고려하여 투자하여 수익을 올리는 투자 기법인 반면, 사회책임투자는 “기업의 재무적 수익 이외에 ESG 측면, 즉 환경, 사회, 지배구조 측면을 모두 고려하여 투자하여 수익을 올리는 기법이며 이 ESG가 투자 성과에 작 간접적으로 영향을 미치며 기업의 장기존속가능성과 밀접한 관계가 있다”고 주장하였다.



<그림 1> SRI의 개념

출처: 한국사회책임투자 포럼 홈페이지 www.kosif.org

노희진(2008)은 최근 들어 SRI의 개념은 기존 “사회에 대한 책임”에서 사회적으로 지속가능한 기업에 투자하여 더 많은 수익을 창출하려는 이익극대화를 위한 투자 패러다임 중심의 “투자자에 대한 책임”으로 바뀌고 있고, 최근에는 수탁자의 책무를 강조하여 의도적으로 UN을 중심으로 SRI에서 S(Social)를 제외하고 RI(Responsible Investment)

로 표기하고 있다고 하였고, 사회적 책임투자와 기업의 사회적 책임은 동전의 양면과도 같으며 CSR이란 기업 경영에 있어 사회 및 환경 문제를 균형 있게 고려한 기업의 책무이고, SRI는 CSR을 잘 수행하는 기업에 투자하여 투자자를 위한 수탁자의 책무를 다하는 투자라고 종합·정리하고 있다.

2.1.4 SRI의 유형

노회진(2008)에 의하면 SRI의 유형은 크게 사회적 선별투자(screening), 주주행동주의 그리고 저소득 지역이나 지역 개발을 위한 지역공동체투자로 구분된다. 사회적 선별투자는 재무성과 자체만을 평가하는 것이 아니라 기업의 이해관계자인 주주, 소비자, 종업원, 지역사회와 환경 등 관련 사항을 평가하여 투자하는 것을 말하며, 투자방식은 부정적 스크리닝(negative screening)과 긍정적 스크리닝(positive screening)으로 구분된다. 부정적 스크리닝 방식은 무기, 주류, 유해물, 제조 등 사회적 책임을 위반한 기업을 투자대상에서 배제하는 투자방식으로 1970년대 SRI 형성 초기의 윤리적 투자 원칙에 충실한 투자 방식이다. 반면 긍정적 스크리닝 방식은 지속가능경영에 충실한 기업을 선별하여 투자하는 방식으로 최근 들어 강조되고 있다.

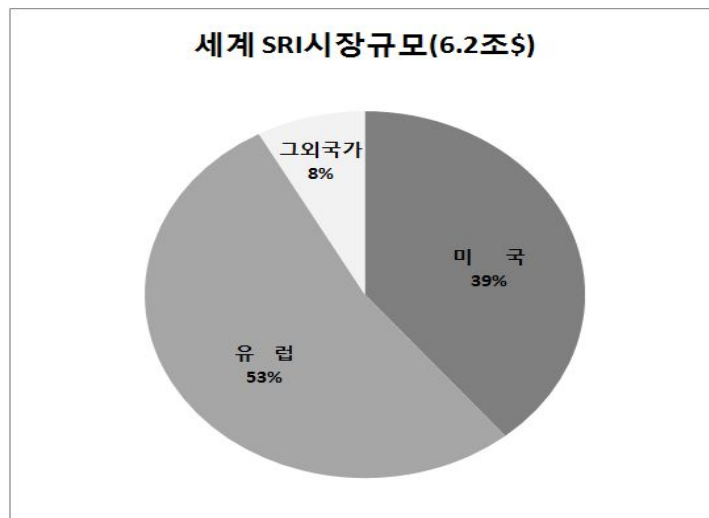
주주행동주의는 기업의 사회적 책임과 환경문제에 대해 주주로서 대화를 요구하거나 의결권과 주주제안권을 행사하는 것으로 지속가능경영을 하는 기업을 선별하여 투자하는 것에 그치지 않고 주주가 기업의 지속가능경영을 유도하는 역할을 수행한다. 주주행동주의는 기업과 직접적인 대화를 통하여 즉각적인 효과를 얻을 수 있는 적극적 투자 방식이다. SRI에 연기금의 투자가 확대되면서 주주행동주의의 중요성이 커지는 추세이다.

지역공동체투자는 소수인종과 저소득층 등 주류 금융의 혜택에서 소외된 사람에게 혜택을 주기 위한 지역사회개발금융기관에 대한 지원과 투자이다.

2.1.5 SRI 의 규모

유럽 사회책임투자포럼(European Social Investment Forum; Eurosif)에 의하면 대략 2008년 현재 세계 전체 펀드규모는 6조 2천억 달러에 이르며 미국이 39%, 유럽이 53% 나머지 국가들이 8%를 차지하고 있다.

이러한 사실로 유추해 볼 때 한국의 사회투자규모는 전 세계 SRI 규모에 비해 매우 미미한 수준에 지나지 않지만 선진 외국에서는 이미 투자의 새로운 트렌드로 자리 잡고 있으며 사회책임투자는 규모면에서나 성장성에서 잠재력이 매우 크다고 볼 수 있다.



<그림 2> 세계 SRI 시장 규모

출처: Social Investment Forum, RIAA, SIO, Eurosif, SIF - Japan

2.1.5.1 미국의 사회책임투자 규모

세계의 전체 펀드 자산규모가 1995년 7조 달러에서 25조 달러까지 260% 증가 하는 동안 미국의 Social Investment Forum에 따르면 미국의 SRI 자산 규모는 1995 년의 639 억 달러에서 2007년 2.71조 달러까지 324% 증가 하였고 2005년부터 2007년까지를 살펴보면 세계 펀드자산규모가 3% 증가하는 동안 미국의 SRI 펀드 규모는 18% 증가하였다.⁶

⁶ 2007 Report on Socially Responsible Investing Trends In the United States, Social Investment Forum

<표 1> 미국 사회책임 투자 규모 연도별 변화

단위 : 억	1995	1997	1999	2001	2003	2005	2007
Social Screening	\$162	\$529	\$1497	\$2010	\$2143	\$1685	\$2098
Shareholder Advocacy	\$473	\$736	\$922	\$897	\$448	\$703	\$739
Community Investing	4\$	\$4	\$5	\$8	\$14	\$20	\$26
Total	\$639	\$1,185	\$2,159	\$2,323	\$2,164	\$2,290	\$2,711

자료출처 : 2007 Report on Social Investing Trend in the United States Social Investment Forum foundation

2.1.5.2 유럽의 사회책임투자 규모

유럽사회책임투자포럼에 의하면 2007년 12월 현재 SRI 투자자산은 2.6조 유로에 달하며 2005년 1조 유로에서 2007년 2.6조로 2년간 102% 성장하였고 연평균 복합성장률은 42%에 이른다. 같은 기간 MSCI(Morgan Stanley Capital International) 유럽 인덱스가 16.16%(연평균 복합성장률 7.78%) 성장하였는데 실제 SRI 규모의 성장은 85.5%로써 괄목할 만한 성장이다.⁷

2.1.5.3 한국의 사회책임투자의 역사 및 규모

한국의 SRI 역사는 서구에 비해 기간이 매우 짧다. 한국 최초의 SRI 펀드는 2001년 8월 ESG(환경, 사회, 지배구조)중 환경에 초점을 맞추어 출시된 ‘에코펀드’로 알려져 있다. 그러나 삼성증권이 출시하고 삼성투신운용이 운용한 이 펀드는 빛을 발하지 못하고 시장에서 사라졌다. 이후 2002년 기업책임을 위한 시민 연대(현 기업책임시민센터)에서 한국 천주교 여자수도연합회 소속 15개 수도회와 서울 가톨릭 사회복지회 등의 종교자금 40여억 원을 투자해 제일투자운용 SRI-MMF펀드를 출범시켰으나 불충분한 비재무적인 기업공시정보, 평가 도구의 부재 투자자들의 인식부족 등의 열악한 인프라로 인해 시장에서 자취를 감추었다. 그로부터 3년 후 SH 자산운용(현재는 신한 BNP 파리바자산운용)의 2005년 11월 출시한 ‘TOPS 아름다운 SRI 주식신탁1호’(현재는 신한 BNPP

⁷ European SRI Study 2008, Eurosif

‘TOPS 아름다운 SRI 주식신탁 1호’)를 출시하면서 SRI가 다시 수면위로 떠올랐다. 출시 이후 7개월 만에 설정고 1000억 원을 돌파한 이 공모펀드를 기점으로 한국에서는 다수의 SRI 펀드가 시장에 출시되기 시작했다. 비록 공모펀드는 아니지만 헤지펀드, 머튀라는 세간의 의혹을 받으며 출범한 한국기업지배구조펀드(Korea Corporate Governance Fund; KCGF, 일명 장하성 펀드)는 SRI 펀드를 대중적으로 알리는 역할을 했다. 그러나 금융위기설이 시작된 2008년부터는 SRI 펀드의 새로운 출시가 주춤하면서 5개의 공모펀드와 3개의 사모펀드가 청산되기도 하였다.

2009년 4월 30일 현재 SRI 공모펀드의 규모(설정 원본)는 1조 2,980억 원이며 그 비중은 전체 공모펀드 대비 0.48%이다. 2007년 2월 1조 4,471억 원에 비해 12.11% 가량이 줄고 그 비중도 0.66% 감소하였다. 그러나 2004년 6월 1400억 원으로 시작된 국민연금의 SRI 방식의 주식투자금은 2009년 4월 현재 9,522억 원으로 큰 증가세를 보이고 있다.

이명박 대통령이 2008년 8월 저탄소 녹색성장을 국가 주요 정책으로 공식 발표한 후 관련펀드의 출시가 봇물을 이루고 있다는 점은 한국 SRI의 새로운 흐름이다. 이 같은 환경적 영향으로 한국의 SRI 펀드와 시장규모는 더욱 늘어날 것으로 전망하고 있다. SRI 발전에서 중요한 역할을 하는 연기금이 SRI 방식의 투자에 적극적으로 눈을 돌리기 시작했기 때문이다. 국민연금은 2009년 7월 호주에서 열린 UN PRI총회에서 사회책임투자 원칙에 서명하였고, 그 이후 3~4년 내에 사회책임투자를 주식운용 전체로 확대할 계획이다. 사학연금과 공무원연금 역시 최근 사회책임투자를 시작했다. 이제 보조를 맞추어 2009년에 사회책임투자지수인 DJSIKOREA(10월)와 KRX의 한국형 SRI 지수(9월)가 시장에 선보여 향후 SRI 펀드는 더욱 늘어날 것으로 전망된다.⁸

<표 2>를 보면 2009년 4월 말을 기준으로 펀드 수에 있어서 국내 SRI 펀드는 전체 공모펀드의 0.58% 해외펀드의 2.6%비중을 차지하며, 전체대비 0.97%이다. 규모 설정 원본)에 있어서는 1조 2천 9백억 원 가량으로 전체 공모펀드규모에 있어서 0.48%의 비중을 차지하고 있다. 펀드 당 설정 원본은 280억 원으로 전체 펀드 공모액인 573억 원의 48%수준으로 다른 공모펀드에 비하여 상대적으로 낮은 비율이 나타나고 있다.

8 2010년 사단법인 한국사회책임투자 포럼 2009년 한국사회책임투자 백서

<표 2> 한국 SRI 펀드 규모

투자지역	구 분	SRI 공모펀드	전체 공모펀드	전체펀드 대비 SRI 펀드 비중
국내	펀드 수(건)	22	3,795	0.58%
	설정원본	484,805	201,169,650	0.24%
	펀드당 설정원본	22,037	53,009	
해외	펀드 수(건)	24	923	2.6%
	설정원본	806,061	69,414,253	1.16%
	펀드당 설정원본	33,586	75,205	
합계	펀드 수(건)	46	4,718	0.97%
	설정원본	1,290,866	270,583,903	0.48%
	펀드당설 정원본	28,062	57,351	

출처: 금융투자협회

주)실제운용하는 펀드 기준 (자펀드, 클래스펀드 제외)

2.2 선행연구 분석

2.2.1 일반 전통적 펀드의 성과 측정에 관한 연구

Grinblatt and Titman(1989)의 연구는 1974년부터 1984년의 주식형펀드를 대상으로 5년 단위의 평가 기간을 설정하여 펀드의 운영성과에 대한 분석을 실시하였는데 비용을 제외하지 않은 수익률을 이용하여 분석한 결과 분기별 자료에서는 초과수익률을 올리지 못했으나 연간수익률 자료에서는 초과수익을 올린 것으로 나타났고, 보다 공격적으로 운용된 펀드에서는 연간 평균 2~3% 정도 벤치마크보다 높은 수익률을 달성한다는 분석결과를 발견하였다.

한동, 임경원(2006)은 국내 주식형 펀드의 장기성과 분석 연구에서 3년 이상의 장기수명을 갖는 주식형펀드의 경우 유의한 초과성과가 발생하지 않았고, 과거의 성과가 다음기의 성과에 영향을 미치지 않아 장기펀드의 성과는 시장상황의 흐름에 따라 유사하게 변화하며 펀드 운용자의 능력과 무관하다고 주장 하였다.

Wather(1995)는 1984년부터 1993년의 기간에 대하여 월별로 19개 펀드를 대상으로 하

여 펀드의 현금흐름과 주식시장의 수익률과의 관련에 대한 연구를 실시하였다. AR(Auto Regression)(3)모형을 이용 펀드의 기대 및 비 기대 현금흐름을 추정한 후에 수익률과 회귀분석을 한 결과, 전기의 수익률과 당기의 현금흐름과는 음(-)의 관계로 나타나서 포지티브 피드백(positive feedback trading)⁹은 없는 것으로 나타났다.

Engen and Lehnert(2000)는 1984년에서 2000년까지의 연구기간을 대상으로 VAR(Vector Auto Regression) 분석을 통한 연구결과에서 포지티브 피드백 거래가 나타나지 않았다고 하였으나 Edelen and Warner(2001)는 1998년 2월부터 1999년 6월까지 일별로 주식형 펀드의 기대 및 비 기대 현금흐름과 수익률 간에 회귀분석을 한 결과 현금흐름과 전일 수익률과 포지티브 피드백 거래가 있음을 나타내었다.

Judith, C, and Ellison(1997)은 1982년부터 1992년까지 성장주식형 펀드를 대상으로 펀드의 현금흐름과 시장초과 수익률 간의 관계를 분석한 결과 펀드 연령이 짧은 경우가 긴 경우에 비해 운용성과가 동일하게 상승할 때 상대적으로 더 큰 현금유입이 있었으며 연령이 오래된 펀드는 펀드의 명성에 의해 좌우되며 연령이 짧은 펀드는 최근 운용성과가 좌우한다고 나타났다.

Judith, C, and Ellison(1997)과 Sirri and Tufano(1998)의 연구에서 펀드의 규모가 커질수록 상대적으로 규모가 작은 펀드에 비해 펀드의 현금 흐름 유입에 제약을 받는 것으로 나타났다.

박범진(2007)은 2005년부터 2006년까지 주가 상승 기간 동안 1392개의 표본펀드를 대상으로 연구를 실시한 결과 모든 펀드 유형에서 펀드의 성장성이 증가할수록 펀드의 수익률과 초과수익률이 증가하는 것으로 나타났고 펀드의 전기 현금흐름이 펀드의 당기 수익률에는 영향을 미치지 않았다고 주장하였다.

2.2.2 SRI 펀드 성과에 관한 연구

SRI 펀드에 관한 선행연구들의 대부분이 SRI의 사회적 기능과 금융적 기능 사이의 관계에 초점을 맞추고 있다. 처음의 연구는 주로 한 개 혹은 두 개의 요인 모형을 이용한 시계열 분석이 주류를 이루었는데 펀드의 투자기준을 따르지 않았을 때라던가 선택된 벤치마크와 비교될 때의 비용문제는 간과하였고 대부분의 연구결과 SRI 펀드의 성과는 일반펀드들의 성과와 비슷하다고 결론 내었다. 대부분의 성과 측정방법은 Jensen 의 알파

9 포지티브 피드백 거래는 전기의 수익률이 당기의 매입이나 매도와 양(+)의 관련성이 있는 것을 의미한다.

를 이용하였는데 Luther et al.(1992)은 영국의 종교적 펀드를, Hamilton et al.(1993)은 미국의 SRI 펀드의 성과를 측정하였다.

Luther and Matatko(1994)의 연구는 시장지수와 소형주들의 Index간의 성과를 연구한 최초의 연구였고, 최근의 SRI 성과 연구들은 주로 SRI 펀드와 전통적인 펀드간의 성과 측정연구가 대부분이었다. 보통 이러한 연구들은 펀드의 규모나 펀드의 연령, 투자 환경 등에 초점을 맞추고 있다.

Statman(2000)은 1990년에서 1998년 동안의 뮤추얼 펀드와 SRI 펀드의 성과에 대한 연구에서 SRI 펀드들의 평균 수익률이 일반펀드보다 다소 높은 수익률을 보였으나 확연한 차이는 없었다고 보고하였다. Hamilton et al.(1993) 역시 1981년부터 1990년까지의 자료를 분석한 결과 SRI 펀드와 일반펀드 사이에 확연한 수익률 차이가 없음을 밝히고 있다.

Renneboog et al.(2008)은 영국과 미국의 SRI 펀드가 시장수익률과 비슷하거나 조금 높은 반면 유럽이나 아시아 국가들의 많은 SRI 펀드는 시장대비 수익률을 하회하였다고 주장하였다.

일반적으로 SRI 펀드가 벤치마크 수익률과 비슷하거나 하회한다고 밝힌 연구와는 달리 Statman(2005)은 그의 초기 연구(2000)와는 달리 Domini Social 400(DSI 400)지수는 1990년부터 2004년까지 벤치마크 지수인 S&P 500 지수보다 상회한다고 밝혔고 Derwall et al.(2005)과 Bauer et al.(2003)만이 SRI 스크리닝의 성과가 크게 좋게 나타났다고 주장하였다.

Greezy et al.(2005)은 SRI 펀드는 엄격히 포트폴리오가 구성되므로 그렇지 않은 일반펀드에 비해 저위험·저수익 결과를 초래할 수 있다고 하였고, Girard et al.(2005)은 SRI 투자자의 가격책정 모형이나 펀드매니저의 주식선택 능력에 따라 SRI 펀드의 비용을 초래하게 된다고 하였다.

Guerard(1997)와 Kurts(1997)는 SRI 펀드의 성과는 사회적 선별투자와 연관성이 별로 없고 그 외의 요인들이 영향을 미치는데 사회적 선별투자 보다는 펀드의 크기나 성장성과 관계가 있다고 주장하였다.

국내에서는 최근 들어서 SRI 펀드 성과에 관한 연구들이 발견되는데, 김희람(2007)은 “한국의 사회책임투자펀드: 수익률과 투자결정 요소의 연구”에서 2004~2007년까지 18개 펀드 중 8개 펀드를 선별하여 연구한 결과 2006년을 제외하고는 2004년부터 2007년까지 통계적으로 크게 별다른 성과는 얻지 못했다고 하였고, SRI 펀드 중에는 펀드 평균가를

비교하였을 때 ‘미래에셋 3억 만들기 펀드’가 KOSPI 지수대비 성과가 좋게 나왔고 그 외에 다른 펀드들은 성과가 좋지 못한 펀드도 있었으며, 거의 KPSPI, KOSPI 200, KOGI와 수익률이 큰 차이를 보이지 않았다. 2004년부터 2006년까지의 자료를 이용한 연구 결과를 보면 회사의 규모가 SRI 펀드의 성과를 결정짓는 가장 중요한 요소로 나타나고 있다. 이것은 한국에서 사회 책임 투자를 할 수 있는 여력이 있다고 판단되는 것은 회사의 규모가 그만큼 커야한다는 것을 의미한다고 판단되며 외국인 지분율과 R&D 투자는 SRI 투자요인과 정(+)의 관계를 대주주의 지분율과 배당금 지급, PBR(주가 장부가 비율)은 부(-)의 관계를 보였다고 하였다.

정효진(2008)은 2007년 8개의 SRI 펀드와 270개의 일반 주식형 펀드의 수익률을 t검증과 회귀분석 모형을 이용하여 비교하였다. SRI 펀드의 수익률에 영향을 줄 수 있는 펀드의 연령, 펀드의 설정규모, 펀드의 위험, 펀드의 판매회사 수와 같은 변수들을 제외하더라도 SRI 펀드가 일반펀드에 비해 수익률이 높게 나왔다고 주장하였는데 연구기간이 1년 미만인 점을 한계점으로 지적하고 있다.

조강래(2009)는 2005년부터 설정되어 판매되어진 사회책임투자펀드의 투자수익을 Sharpe모형, Treynor모형, Jensen모형을 이용하여 K자산운용회사의 사회책임투자펀드와 배당형 펀드, 그리고 성장형 펀드를 활용하여 실증 분석한 결과 사회책임투자 펀드는 시장수익률 지표인 종합주가지수와 비교하여 분석기간 5년 2개월 동안 누적 초과수익률이 24.3%로 분석되었고 베타계수는 0.99로 나타났다. 이러한 결과가 의미하는 바는 사회책임투자 펀드가 종합주가지수 보다 상대적으로 변동성이 작았다는 것이다. 또한 전통적 펀드(배당형 펀드, 성장형 펀드)와 성과를 비교한 경우에도 사회책임투자펀드의 성과가 우수한 것으로 나타났다. 그러나 이 연구 역시 연구 대상표본이 한정적이라는 문제점을 한계점으로 밝히고 있다.

김민하(2009)는 2007년 4월부터 2008년 5월까지 SRI 펀드 19개와 18개의 뮤추얼 펀드의 수익률 평균 차를 분석하고 Sharpe, Treynor모형, Jensen모형을 이용하여 분석한 결과, 두 펀드 집단 간의 성과에서는 별다른 차이가 없거나 SRI 펀드 성과가 약간 하회하였고 운용사간 비교 평가에서는 운용사별로 성과차이가 나는 것을 확인 할 수 있었다. 또한 SRI 펀드 편입 종목이 대형주 위주로 선택되어 있어 일반 KOSPI 200을 지향하는 인덱스 펀드와의 편입 종목이 비슷한 점이 문제점으로 지적되고 있다.

류현기(2009)는 6개의 SRI 펀드를 2005년부터 3년간의 데이터를 CAPM모형과 Jensen의 알파 모형을 통하여 SRI 펀드와 KOSPI 지수와의 수익률을 비교하였으나 커다란 차

이점을 발견하지 못하였다고 보고 하였으며, 지수 추적 검사 시 여러 가지 문제가 발생하는데 생존편차의 문제를 들었다. 대부분의 현대 주식시장 지수는 시가총액에 근거해 일정 규모 이상의 모든 기업을 포함하고자 하는데 성공적인 회사는 빠르게 성장하고 표준 지수에 들어가나 실패한 회사는 지수에서 제외되는데 만약 역대 성과를 추적 검사하기 위해 현재 KOSPI 지수에 포함된 기업만을 포함한다면 그 지수의 수익은 실제 자기 자신의 수익을 초과 달성한다는 모순이 발생한다고 지적하였다.

2.2.3 기타 SRI에 관한 선행연구

류승미(2009)는 SRI 펀드가 투자종목을 선정하는데 있어 중요한 판단자료 중 하나가 지속가능보고서라고 주장하였다. 그러나 우리나라의 경우 지속가능보고서를 발간한 기업의 숫자는 2003년 3개 기업에서 2007년 52개 기업으로 증가하였지만, 이는 선진국에 비하면 매우 저조한 수준이라고 하였고 SRI 펀드가 일반주식펀드와의 가장 큰 차이점은 종목 선정에 있는데 선별투자 방식으로 ESG를 종합적으로 밝힌 협의의 SRI 펀드는 보유종목 측면에서 일반 주식형 펀드와 차별성을 찾아보기 힘들다고 하였다. 대신증권에 의하면 2006년 이후 SRI 펀드 포트폴리오의 평균 대형주 편입 비중이 77.34%로 높다고 밝히고 있다.¹⁰

최한수(2007)는 한국의 SRI 펀드들의 투자기준의 불명확함과 포트폴리오의 무차별성을 지적하고 있고, 펀드의 투자와 운용에 대한 정보 공개의 미흡함을 지적하고 있다.

2.2.4 선행연구와의 차별성

국내 SRI는 역사가 짧고 연구 표본의 숫자가 적어 많은 문제점이 야기 되어 왔다. 최근까지의 국내의 SRI 연구들은 선행연구 분석에서 밝힌 바와 같이 SRI 펀드의 수익률이 일반펀드보다 수익률이 높았다는 연구(정효진, 2008; 조강래, 2009)와 별다른 차이가 없었고 오히려 낮게 나왔다는 연구들(김민하, 2009; 류현기, 2009)이 있어서 일관성이 있는 결론을 도출할 수 없다. SRI의 특성상 장기적인 투자 성과가 목표인데 아직 역사가 짧은 국내 SRI의 성과를 측정한다는 것은 무리가 있다고 판단된다.

또한 SRI 펀드의 성과와 KOSPI 200, KOGI와 같은 INDEX와의 상대비교를 한 연구(김희림, 2007)는 펀드의 경우 현금의 유출입이 있지만 INDEX의 경우 현금의 유출입이

¹⁰김순영 외(2009), Daeshin Research Fund strategy

없으므로 상호 비교 하는 것도 문제시된다.

일반펀드의 포트폴리오와 무차별성(류승미, 2009; 최한수, 2007)을 지적한 연구에서 거의 모든 SRI 펀드가 대형주 위주의 포트폴리오로 구성되어 있다고 지적하고 있어 그 차별성 또한 모호하다. 또한 펀드의 성장성에 따른 펀드의 성과와 현금흐름과 관계된 펀드의 성과연구(박범진, 2007)에서 펀드크기나 성장에 따라 그 성과에 영향을 미칠 수 있다고 지적하고 있다.

SRI 기준의 불명확함과 펀드 선정 기준에 있어 제일 중요한 지속가능보고서 발행 회사의 숫자가 극히 적은데, SRI의 투자 성과를 측정 하는 것 또한 문제가 있다고 지적되고 있다(류승미, 2007). SRI 펀드의 성과 측정 시 Greezy et al.(2005)은 펀드매니저의 능력에 따라 펀드의 성과가 달리 나올 수 있다고 하였는데 특정 펀드의 규모가 큰 경우와 소규모 펀드의 경우 배정되는 펀드매니저의 능력이 다를 수 있어 그 성과 역시 차이가 날수 있다. 예를 들면 규모가 큰 펀드에는 운용사에서 그만큼 능력이 있는 펀드매니저를 배정할 확률이 높고 그렇지 못한 펀드는 능력이 상대적으로 낮은 펀드매니저가 배정될 확률이 높기 때문이다.

Guerard(1997)와 Kurts(1997)에 의하면 SRI의 성과는 사회책임투자의 선별투자방식보다는 펀드의 크기나 성장성과 관계가 있다고 주장하였다. 따라서 현재 국내 SRI 역사가 짧고 위에서 언급한 여러 가지 문제점이 지적되는 바 SRI의 성과 측정에 관한 연구보다는 본질적으로 돌아가 사회적 책임을 이행하고 있는 것으로 판단되어 사회책임 투자 펀드에 편입된 기업군의 재무적 특성을 비교 대상그룹인 사회책임투자 펀드에 편입되지 않은 기업들과 비교 분석하였다.

Ⅲ. 연구방법

3.1 연구 표본의 설정 및 범위

본 연구의 표본은 SRI 펀드 편입 기업군과 그렇지 않은 기업군의 비교를 위해, 우선 2004년부터 2007년까지 SRI 펀드들에 포함되어 있는 기업들과 2009년 9월 한국증권거래소(KRX)에서 공표한 SRI 지수에 동시에 포함되어 있는 종목들을 SRI 펀드 편입 기업군(사회책임투자 펀드 편입 기업군)으로 추출하였고 앞으로 본 연구에서 지속적으로 SRI 펀드 편입 기업군이라고 기술하고 있다. 한번이라도 SRI 펀드에 포함되었다면 펀드매니저나 그 펀드의 자문사가 사회책임투자 펀드 편입 기업으로 평가하였기 때문이고 공정성을 높이기 위해 한국증권거래소에서 2009년 9월 공표한 SRI 지수에도 포함되기 때문에 SRI 펀드 편입 기업군(사회책임투자 펀드 편입 기업군)으로 선정하기에 큰 무리가 없다고 판단하였다.

비교대상 기업군(SRI 펀드에 편입되지 않은 기업군)으로는 KOSPI 200종목군에서 SRI 펀드 편입 기업군을 제외한 나머지 종목군을 선정하게 되었다. 단, 결산일이 12월말이 아닌 기업은 재무자료 비교 시 결산시점이 상이한 문제점이 있어서 표본에서 제외하였으며, 금융 산업에 속하는 기업들은 기타 일반 산업 군과의 상호 재무상태 비교 시 문제가 있어 표본에서 제외 하였다.

SRI 펀드에 포함되어 있는 종목군은 김희림(2007)의 자료에 있는 Appendix D(SRI 펀드에 포함된 종목들)를 참조하였는데 2004년부터 시작된 미래에셋 3억 만들기 좋은 기업 주식투자신탁 K-1호를 포함하여 8가지 펀드에 속해 있는 종목들을 살펴 본 결과 총 155개의 SRI 펀드 편입 종목 중에 한국증권거래소 SRI 지수와 중복되는 종목이 62개였으나 금융 산업군과 3월 결산법인을 제거한 후에 표본의 숫자의 51개로 감소하게 되었다. 비교 대상 기업군은 KOSPI 200 기업군에서 SRI 펀드 편입 기업군에 속하는 51개 기업을 제외하였다. 비교 대상 기업의 경우에도 금융 산업에 속하는 기업(14개)과 3월 결산법인(3개)을 제거하고 나니 비교대상 기업군은 132개로 나타났다.

본 연구의 연구기간은 SRI가 한국에 본격적으로 도입되기 시작한 2006년부터 최근의 재무자료가 나온 2009년까지의 자료를 이용하였다. <부록 1>, <부록 2>, <부록 3>은

각각 연구에 활용된 SRI 펀드의 종류, 연구에 포함된 SRI 펀드 편입 기업군, 그리고 비교대상 기업군의 세부 자료를 보여주고 있다.

3.2 연구방법

우선 SRI 펀드에 편입된 기업들과 한국증권거래소의 SRI 지수에 중복 포함된 기업들 즉, SRI 펀드 편입 기업군의 산업별 분포와 KOSPI 200종목들의 산업별 분포를 살펴봄으로써 SRI 펀드 편입 기업들이 특정 산업군에 편중되어 있는지를 분석하였다. 다음에 아래와 같이 재무적 지표를 비교하여 SRI 펀드 편입 기업군과 비교대상 기업군(SRI 펀드에 편입되지 않은 기업군) 사이에 재무적 특성이 특별한 차이를 보이는가를 분석하고자 한다.

첫째, SRI 펀드 편입 기업군과 비교대상 기업군간의 벨류에이션(valuation) 지표(PER, PBR, EPS)를 활용하여 비교분석한다.

둘째, SRI 펀드 편입 기업군과 비교대상 기업군간의 수익성 지표(ROE, ROA)를 통하여 비교분석한다.

셋째, SRI 펀드 편입 기업군과 비교대상 기업군간의 성장성 지표를 매출액 증가율을 통해 비교분석한다.

넷째, SRI 펀드 편입 기업군과 비교대상 기업군간의 안정성 지표를 부채비율, 유보율, 자기자본비율을 통해 비교분석한다.

다섯째, SRI 펀드 편입 기업군과 비교대상 기업군간의 활동성 지표를 총자산회전율과 자기자본회전율을 통하여 비교분석한다.

IV. 연구 자료의 분석 및 요약

4.1 KOSPI 200지수 기업군과 SRI 펀드 편입 기업군의 산업분포 분석

<표 3> KOSPI 200 기업군과 SRI 펀드 편입 기업군의 산업분포분석은 KOSPI 200 기업군에 비해 SRI 펀드 편입 기업군이 어느 특정 산업에 편중되어 있는지를 판단하고 SRI 펀드의 포트폴리오 편입 시 어떠한 특정 요건이 요구되는지 유추해 보기 위해 실시되었다. 음식료업종과 의약품 업종이 상대적으로 KOSPI 대비 비중이 낮는데 이는 음식료 업종과 의약품 업종에 상대적으로 자본금이 작은 소규모 기업이 다수 있어 SRI 펀드 편입 기업군에서는 제외된 것으로 판단되며, 김희림(2007)의 연구에서도 SRI 성과 요인 중 기업규모가 가장 유의한 결과를 미치고 있다고 보고한 것처럼 SRI 펀드 편입 시 기업의 규모가 평가의 중요한 기준이 될 수 있음을 유추해 볼 수 있다. 왜냐하면 기업규모가 커야 사회적 책임을 다 할 수 있는 여력이 있다고 판단하고 있기 때문일 것이다.

SRI 펀드 편입 비중이 높은 산업은 서비스업과 운수창고, 의료정밀, 전기가스, 통신업종 이었는데, 서비스업의 경우는 지주회사가 3개 기업이 포함되어 있었는데 지주회사의 경우 상당수의 자회사를 거느리고 있으므로 이는 SRI 펀드 포트폴리오 편입 시 기업의 사업의 다각화 여부도 고려되고 있다고 판단된다. 김형순(2010)은 소규모 기업의 성과가 좋지 못했던 이유가 소규모 기업의 경우 사업이 다각화 되어 있지 않아 경기 하강 시 소규모 기업이 대규모 기업 보다 손실을 보고할 위험이 높다고 하였는데, 지주회사가 SRI 펀드에 많이 포함된 것은 이익의 안정성이 높기 때문인 것으로 추측할 수 있다. 또한 전기 가스나 통신업종(통신사업자)의 분포가 높은 것은 이 두 업종 모두 보편적으로 장기적으로 안정적인 기업이익을 내는 업종으로서 기업 이익의 안정성이 사회적 책임 투자 펀드의 편입 종목 결정에 중요한 요인으로 작용되었다고 판단 할 수 있다.

<표 3>KOSPI 200 기업군 대 SRI 펀드 편입 기업군 산업별비중

산업명	KOSPI 200	SRI 펀드 편입 기업군	KOSPI 200 대비(%)
건설	6	2	33.3
기계	11	2	18.2
비금속광물	9	1	11.1
서비스	21	10	47.6
섬유의복	5	1	20.0
운수장비	13	5	38.5
운수창고	4	2	50.0
유통	8	3	37.5
음식료	14	0	0.0
의료정밀	1	1	100.0
의약품	13	1	7.7
전기가스	2	2	100.0
종이목재	5	1	20.0
전기전자	18	6	33.3
철강금속	13	2	15.4
통신	2	2	100.0
화학	33	9	27.3
미분류	2	0	0.0
인터넷		1	0.0
합계	180	51	

자료출처 : KRX홈페이지 www.krx.or.kr 및 김희림(2007) Apendix D 참조
KOSPI 200의 합계가 180인 것은 금융산업과 3월 결산법인을 제외한 수치임

4.2 SRI 펀드 편입 기업군과 비교대상 기업군의 재무적 특성 분석

4.2.1 Valuation 지표 분석

<표 4> Valuation 지표에 대한 평균값 비교

항목	기간	기업 수		평균		t값	유의확률
		Group A	Group B	Group A	Group B		
EPS 성장률	전체	141	357	25.65	-9.65	2.022	0.044
	2007	51	125	28.83	35.94	-0.259	0.796
	2008	45	116	-27.42	2.88	-1.272	0.205
	2009	45	116	75.10	-71.30	3.555	0.000
PER	전체	184	444	24.67	37.42	-1.080	0.281
	2006	49	111	22.89	66.78	-0.654	0.514
	2007	49	119	33.63	29.94	0.426	0.670
	2008	44	105	24.72	33.03	-0.563	0.574
	2009	42	109	16.24	19.90	-0.783	0.435
PBR	전체	204	517	2.07	1.57	3.791	0.000
	2006	51	125	2.20	1.70	1.597	0.112
	2007	51	129	2.74	2.14	1.841	0.067
	2008	51	132	1.43	1.08	2.162	0.032
	2009	51	131	1.92	1.37	2.764	0.006

Group A : SRI 펀드 편입 기업군

Group B : 비교대상 기업군(SRI 펀드에 편입되지 않은 기업군)

4.2.1.1 EPS(주당순이익) 성장률 분석

주당순이익(Earnings Per Share; EPS)은 보통주 1주에 해당되는 당기순이익을 나타내는 기업의 성과에 관한 지표로서 실무에서 기업의 성과를 평가하는데 가장 보편적으로 이용하고 있는 지표이다. 이 지표의 분자는 당기순이익에서 우선주 배당금을 제외한 금

액이고, 분모는 보통주의 연중 평균 유통주식수 이다.

$$\text{주당순이익 (EPS)} = \frac{\text{당기순이익} - \text{우선주 배당금}}{\text{평균유통주식수}}$$

본 연구에서는 EPS는 기업의 크기나 특정 산업의 경기순환 사이클 특성에 따라 단순 비교하는데 어려움이 있었다. 따라서 SRI 펀드 편입 기업군과 비교대상 기업군의 단순비교가 목적이므로 각 산업별로 종목의 단순 가중 평균 EPS를 구하여 수치를 분석하였다.

단순히 기업별 EPS 수치만 보면 SRI 펀드 편입 기업군의 규모가 비교대상 기업군에 비해 비교적 커 EPS의 수치가 높게 나왔다. 그래서 EPS 성장률 분석을 실시하였는데, 2007년 EPS 성장률에서는 비교대상 기업군이 35.94% SRI 펀드 편입 기업군이 28.83% 성장하여 비교대상 기업군이 다소 높은 성장률을 보였다. 통계청에 의하면 광공업생산지수, 서비스업생산지수, 소매판매액지수, 설비투자지수, 건설기성액, 수출액, 수입액, 기업경기실사지수, 취업자 수, 소비자기대지수를 종합 고려하여 경기 순환의 주기를 판단하는데 2006년은 경기회복기, 2007년은 경기 확장기, 2008년은 하강기 2009년은 회복기로 설명하고 있다.¹¹

금융위기가 발생한 2008년도에는 EPS 감소율이 SRI 펀드 편입 기업군이 높았고 위기 이후 회복기인 2009년에는 SRI 펀드 편입 기업군이 75.1% 비교대상 기업군이 -71.30%의 수치를 보여 위기이후에는 SRI 기업군의 EPS 개선 폭이 높았고 전체 기간의 평균 성장률은 SRI 펀드 편입 기업군이 25.65%, 비교대상 기업군이 -9.65%로 나타났는데, 이로 인해 유추해 볼 수 있는 결과는 경기 순환 사이클 과정 중 SRI 펀드 편입 기업군이 대기업 위주의 규모가 큰 기업으로 구성되어 있어 이익의 안정성 측면에서 비교대상 기업군에 비해 우월하고, SRI 펀드 편입 기업군이 위기 이후 회복 속도가 비교대상 기업군에 비해 빠르다는 것이다.

연구기간 전체에 대한 평균값의 t검증에서 EPS 성장률의 경우 양쪽 유의확률 0.044(t값 = 2.022)로서 유의한 결과를 나타냈다. 이러한 결과는 연구기간 동안에 SRI 펀드 편입 기업의 EPS 성장률이 비교대상 기업군의 EPS 성장률 보다 유의하게 높다는 것을 의미한다. EPS 성장률에 대한 연도별 분석결과를 보면 2007년과 2008년은 t값이 음의 값을 보였으나 유의하지는 않은 것으로 나타났으며, 2009년의 경우에만 유독 강력한 양의 유의확률(0.000) t값(3.555)을 보이고 있다. 이러한 결과는 경기회복기에 SRI 펀드 편입

11 통계청 홈페이지 <http://kosis.kr/bcc/>의 경기순환시계 참조

기업들의 주당순이익 성장률이 크게 증가하였다는 것을 의미하는 것이다. 그러나 평균값이 SRI 펀드 편입 기업과 비교대상 기업의 경우에 각각 75.10 과 -71.30 으로 나타난 것은 자료의 분석 시 극단치를 제거하였음에도 불구하고 극단치의 영향력이 완전히 제거되지 않은 결과일 가능성도 배제할 수 없다.

4.2.1.2 PER(주가-수익비율) 분석

주가-수익비율(Price-Earnings Ratio; PER)은 보통주 1주당 시가 대 주당순이익의 비율이다. 기업의 이익과 그 기업 주식의 시장가격 사이에는 밀접한 관계가 있다는 것은 투자 이론과 실무에서 그 근거를 찾을 수 있다. 즉, 자산의 가치는 그 자산에 의하여 창출되는 미래 순이익의 현재가치에 의하여 결정된다는 전통적인 자산 가치 결정이론에 의거한다. 이에 따르면 주식의 가격은 기업의 미래 수익력에 대한 기댓값과 연관되어 있고, 이 기댓값이 변화할 때 주식의 가격도 변하게 된다. PER은 주식의 액면금액이나 유통주식수의 차이에 따라 달라지는 것이 아니기 때문에 기업 간의 비교 가능성이 매우 높아 일반적으로 이용되고 있는 재무 비율이다. 주가-수익비율은 과거의 수익률과 현재의 시장가격을 대응시킨 것이다. 현재의 시장가격이 기업의 미래이익에 대한 투자자의 기대를 반영한 것이라면 높은 이익성장률이 기대되는 기업의 주가-수익비율은 낮은 성장률이 예상되는 기업에 비해 높을 것이다. 실제로 한 기업의 주가-수익비율이 기간별로 차이가 있을 뿐만 아니라 특히 기업 간의 주가-수익비율에는 상당한 차이가 존재하는데 이는 미래 수익의 성장률에 대한 투자자의 기대가 상이하다는 것을 나타낸다.

$$\text{주가수익비율}(PER) = \frac{\text{주 가}}{\text{주당순이익}(EPS)}$$

본 연구에서는 SRI 펀드 편입 기업군과 비교대상 기업군의 연평균 PER을 추세 분석하였는데 연구기간 전체에 대한 평균값의 차이에 대한 t값(-1.080)은 유의하지 않은 것으로 나타났다. 2006년부터 2009년까지 비교대상 기업군과 SRI 펀드 편입 기업군의 연도별 비교에서도 2006, 2008, 2009년에는 비교대상 기업군의 PER이 SRI 펀드 편입 기업군의 PER보다 높게 나왔고 2007년에는 SRI 펀드 편입 기업군의 PER이 높게 나왔으나 통계적으로 유의하지는 않은 것으로 나타났다. 2007년은 경기 확장기로서 경기 확장기에는 SRI 펀드 편입 기업군의 성장성이 높게 평가된 것으로 보인다. 경기 하강 시나 회복기에

는 비교대상 기업군의 PER 수치가 높게 나왔는데 이는 경기 하강 시 비교대상 기업군의 기업 실적이 급격히 하락했다거나 실적 회복이 더딘 경우 나타날 수 있는 현상으로 판단해 볼 수 있다.

4.2.1.3 PBR(주가순자산비율) 분석

PBR(Price on Book value Ratio; PBR)이란 주가를 1주당 순자산으로 나눈 값을 말한다. 여기서 순자산이란 기업이 청산할 때 주주에게 분배되는 금액으로 대차대조표상 부채를 차감한 후의 자산을 말한다. 즉, 주가가 주당 순자산의 몇 배에 거래되고 있는가를 알아보는 지표로 자산 가치에 대한 주가의 상대적인 수준을 알 수 있다. 이 수치가 낮으면 주가가 자산가치보다 저평가돼 있다고 판단한다. 주가순자산비율이 회사의 정태적(Stock)인 면을 측정하고 주가-수익 비율이 회사의 동태적(Flow)인 면을 측정하므로 두 가지 지표가 서로 보완관계에 있다.

$$PBR(\text{주가순자산비율}) = \frac{\text{주 가}}{1\text{주당 순자산}(\text{총자산} - \text{부채})}$$

본 연구에서는 SRI 펀드 편입 기업군과 비교대상 기업군의 조사기간 동안의 PBR을 단순 평균하여 비교 분석하였다. <표 4>에 의하면 연구기간 전체에 대한 PBR의 평균값과 연도별 평균값 모두 SRI 펀드 편입 기업군이 비교대상 기업군보다 높게 나왔다. 이것은 자본시장에서 SRI 펀드 편입 기업군이 비교대상 기업군에 비하여 보유자산의 가치를 높게 평가 받고 있는 것으로 판단할 수 있다. PBR이 낮으면 자산 가치대비 저평가 되어 있다고 설명할 수도 있겠지만 미래 성장성이 높게 평가 받을 수 있다면 PBR이 높게 나타날 수 있다. 따라서 PBR의 경우 비교대상 기업군이 SRI 펀드 편입 기업군보다 저평가 되어 있다기보다는 SRI 펀드 편입 기업군의 미래 성장성이나 계속 사업 가능성에 근거한 시장의 적절한 가치를 평가받고 있다고 판단 할 수 있다.

전체기간에 대한 PBR의 t값은 3.791로 0.000의 수준에서 유의한 것으로 나타났다. 또한 연도별 비교에서는 2006년을 제외한 모든 기간에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났는데 경기 상승기인 2007년(t값 = 1.841, 유의수준 = 0.067) 보다 경기 회복기인 2008년(t값 = 2.162, 유의수준 = 0.032)과 2009년(t값 = 2.764, 유의수준 = 0.006)에서 더 큰 차이를 보이고 있다. 이러한 결과로 볼 때 PBR은 경기 상승기 보다 경기 회복기에 규모가

큰 기업이 더 크게 나타나는 것으로 보이며, 사회책임투자 펀드 편입 기업들이 대체적으로 규모가 큰 기업이 많기 때문에 본 연구에서도 이러한 결과가 나온 것으로 판단된다.

4.2.2 수익성 지표 분석

수익성지표 분석을 위해 연평균 ROA와 연평균 ROE를 사용하여 두 비교 대상 그룹을 평가해 보았다.

<표 5> 수익성지표에 대한 평균값 비교

항 목	기 간	기 업 수		평 균		t 값	유의확률
		Group A	Group B	Group A	Group B		
ROA	전체	203	517	6.21	5.28	1.469	0.142
	2006	51	127	6.47	5.34	1.086	0.279
	2007	51	130	7.62	6.15	1.418	0.158
	2008	51	132	4.87	4.61	0.185	0.853
	2009	50	128	5.85	5.03	0.551	0.583
ROE	전체	203	517	10.54	8.86	1.248	0.212
	2006	51	128	12.11	9.62	1.162	0.247
	2007	51	130	14.20	11.04	1.609	0.109
	2008	51	132	7.84	6.51	0.346	0.730
	2009	50	127	7.96	8.03	-0.25	0.980

Group A : SRI 펀드 편입 기업군

Group B : 비교대상 기업군(SRI 펀드에 편입되지 않은 기업군)

4.2.2.1 ROA(총자산이익률) 분석

총자산이익률(Return On Assets; ROA)은 총자본이익률이라고도 하는데, 경영자가 수익을 창출하기 위하여 조달한 총자본을 얼마나 효율적으로 이용하고 있는지를 나타내는 재무비율이다. 분모의 총자산은 주주뿐 아니라 채권자로부터 조달된 자금의 합계를 의미

하므로 분자의 이익도 채권자에게 귀속되는 이자비용을 차감하기 전의 영업이익을 이용한다. 재무비용이 이 비율의 산정에서 제외됨으로써 자본구조(타인자본의존도)의 차이에 상관없이 기업 간의 비교가 가능해진다. 이 비율의 분자는 한 기간의 흐름(flow)을 나타내고 있으나, 분모는 특정시점에 있어서의 자산의 스톡(stock)을 나타내고 있으므로 분모인 총자산도 검증하고자 하는 기간의 평균치로 측정 하는 것이 적절하다.

$$ROA(\text{총자산이익률}) = \frac{\text{영업이익}}{(\text{기초총자산} + \text{기말총자산})/2}$$

ROA는 총자산 즉 자기자본 뿐만 아니라 타인의 자본을 얼마나 효율적으로 사용하였나를 나타내는 지표라고 할 수 있다.

본 연구에서는 2006년부터 2009년까지의 SRI 펀드 편입 기업군과 비교대상 기업군의 ROA 수치를 연도별 단순 평균하여 비교 분석하였다.

ROA가 조사기간 동안 지속적으로 SRI 펀드 편입 기업군이 높게 나왔는데 이로 인해 SRI 펀드 편입 기업군이 비교대상 기업군보다 총자본의 활용도가 높다는 것을 유추해 볼 수 있었으나, t-검증의 결과는 전체 조사기간 동안 양쪽유의확률이 0.142로 통계적으로 유의한 결과를 나타내지 못했고, 연도별 분석에서도 유의한 결과를 가지지 못하였다. ROA는 자기자본이익률(Return on Equity; ROE)의 보조지표로 활용되기도 하는데 ROE에 관한 설명 및 분석은 아래에서 기술하고 있다.

4.2.2.2 ROE(자기자본이익률) 지표 분석

가치투자자들이 가장 눈여겨보는 지표 중에 하나가 바로 자기자본이익률이다. 자기자본이익률은 기업이 자기자본을 이용하여 어느 정도의 이익을 올렸는지를 나타낸다. 이 지표가 중요한 이유는 투자를 할 때 가장 중요한 개념인 복리의 개념이 지표자체에 내재되어 있기 때문이다. 기업의 가치는 수익가치와 자산 가치로 나눌 수 있는데, ROE가 높다는 것은 수익가치가 높아 결국 자산가치도 높아질 것임을 암시해 준다. 주가가 기업의 가치에 수렴한다는 점을 고려해 본다면 결국 ROE가 높으면 주가도 복리 효과를 받아 지속적으로 상승할 수 있다. 복리효과가 들쭉날쭉 한 것보다 꾸준히 지속적으로 적용되어야 효과가 있듯 ROE 역시 꾸준히 높게 형성된다면 기업 가치를 계산하는 것도 수월하며 그 기업이 하고 있는 비즈니스 자체가 훌륭하고 안정적인임을 알 수 있다. 안정적

이라는 것은 큰 경제위기나 각종 돌발 상황에도 견고하게 버텨 낼 수 있음을 뜻한다.

$$\begin{aligned}
 ROE(\text{자기자본이익률}) &= \frac{\text{순이익}}{\text{자기자본}} \\
 &= \frac{\text{순이익}}{\text{매출액}} \times \frac{\text{매출액}}{\text{총자산}} \times \frac{\text{총자산}}{\text{자기자본}} \\
 &= \text{매출액순이익률} \times \text{총자산회전률} \times \text{레버리지}
 \end{aligned}$$

본 연구에서 2006년부터 2009년까지 SRI 펀드 편입 기업군과 비교대상 기업군의 단순 평균 ROE 분석을 실시한 결과 2009년을 제외한 조사 기간 동안 SRI 펀드 편입 기업군의 ROE가 높게 나왔다. 그러나 ROA와 마찬가지로 전체기간의 t-검증의 결과는 t값 1.248, 유의확률 0.212로 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났으며, 연도별 분석에서도 통계적으로 유의한 결과를 찾아내지 못하였다.

4.2.3 성장성 지표 분석

본 연구에서는 두 비교 대상 그룹 간 성장성 비교를 위해 매출액 성장률 지표를 이용하였다.

<표 6> 성장성지표에 대한 평균값 비교

항목	기간	기 업 수		평 균		t값	유의확률
		Group A	Group B	Group A	Group B		
	전체	141	369	5.45	9.62	-2.512	0.012
매출액 성장률	2007	48	122	12.42	9.22	1.052	0.294
	2008	47	120	0.17	18.22	-5.350	0.000
	2009	46	127	3.55	1.89	0.452	0.652

Group A : SRI 펀드 편입 기업군

Group B : 비교대상 기업군(SRI 펀드에 편입되지 않은 기업군)

4.2.3.1 매출액 성장률 분석

매출액 성장률은 조사 대상기간동안의 두 조사대상 기업군간의 평균 매출액 성장률을 이용하여 분석하였는데, 2007년과 2009년에는 SRI 펀드 편입 기업군이 매출액 성장률이 높았고 2008년에는 비교적 큰 차이로 비교대상 기업군의 성장률이 높았다.

t-검증의 결과는 전체기간에서는 유의확률 0.012로 5% 이내 유의수준의 유의미한 결과

를 나타냈고, 특히 2008년의 양쪽유의확률이 0.000으로 매우 유의한 결과가 나왔다. 2007년에서 2008년 사이는 경기 확장기로 경기 확장기에서는 SRI 펀드 편입 기업군의 외적 성장률이 더뎠다 내지는 비교대상 기업군의 매출액 성장률이 SRI 펀드 편입 기업군보다 뛰어난 것으로 판단할 수 있다.

$$\text{매출액성장률} = \frac{\text{당기매출액} - \text{직전년도 매출액}}{\text{당기매출액}} \times 100$$

4.2.4 안전성 지표 분석

<표 7> 안전성지표에 대한 평균값 비교

항목	기간	기업 수		평균		t값	유의 확률
		Group A	Group B	Group A	Group B		
부채비율	전체	202	509	109.53	98.25	1.460	0.131
	2006	51	125	105.86	97.25	0.665	0.507
	2007	51	127	102.34	99.17	0.222	0.824
	2008	50	130	121.46	107.86	0.687	0.493
	2009	50	129	108.69	107.54	0.460	0.963
자기자본 비율	전체	204	521	54.47	57.10	-0.715	0.108
	2006	51	128	53.91	56.82	-0.931	0.353
	2007	51	130	55.35	57.62	-0.718	0.473
	2008	51	132	53.44	56.26	-0.829	0.408
	2009	51	131	55.16	57.69	-0.741	0.459
유보율	전체	200	504	1495.51	1255.13	-1.080	0.069
	2006	50	124	1154.19	1023.04	0.619	0.536
	2007	50	126	1424.35	1165.95	1.032	0.304
	2008	50	127	1556.48	1287.22	-0.829	0.408
	2009	50	126	1847.04	1437.72	1.405	0.162

Group A : SRI 펀드 편입 기업군

Group B : 비교대상 기업군(SRI 펀드에 편입되지 않은 기업군)

4.2.4.1 부채비율 분석

부채비율은 부채, 즉 타인자본의 의존도를 표시하며, 경영분석에서 기업의 건전성의 정도를 나타내는 지표로 쓰인다. 기업의 부채액은 적어도 자기자본액 이하인 것이 바람직하므로 부채비율은 100% 이하가 이상적이다. 이 비율이 높을수록 재무구조가 불건전하므로 지불능력이 문제가 된다.

$$\text{부채비율} = \frac{\text{총 부채}}{\text{자기자본}}$$

본 연구에서는 2006년부터 2009년까지 SRI 펀드 편입 기업군과 비교대상 기업군의 부채비율을 분석하였는데, 부채비율은 4년 모두 SRI 펀드 편입 기업군이 비교대상 기업군에 비해 높은 수치가 나왔다. 그러나 전체기간에 대한 비교값과 연도별 비교에 모두에서 SRI 펀드 편입 기업군과 비교대상 기업군의 부채비율은 100% 수준에서 크게 차이가 나지 않았으며 통계적으로도 유의하지 않은 것으로 나타났다(전체기간에 대한 t 값 = 1.460, 유의수준 = 0.131). 이러한 결과로 미루어 SRI 펀드 편입 기업과 비교대상 기업 모두가 KOSPI에서도 상대적으로 규모가 크고 안정된 기업이어서 지불능력에 큰 문제점은 없는 것으로 추측할 수 있다.

ROA와 부채비율을 연관 지어 설명하면 SRI 펀드 편입 기업군이 수익성을 내는데 있어 타인자본의 활용도가 높다는 것이 간접적으로 나타난다.

ROE와 연관 지어 설명하면 ROE가 높고 부채비율이 낮으면 더 좋겠지만 경기순환 상승기에는 레버리지 효과에 의해 상대 비교 시 부채비율이 약간 높은 기업군들이 유리할 수도 있다.

종합해 보면 SRI 펀드 편입 기업군들의 안정성은 비교대상 기업군에 비해 근소한 차이로 다소 떨어졌지만 이는 막연하게 부채비율로만 비교할 것이 아니고 수익성 지표라던가 시장 금리 수준 등을 감안하여 레버리지 효과도 감안해야 할 것으로 판단된다. SRI 펀드 편입 기업군은 2008년 금융위기 시, 일시적으로 부채비율이 120% 대까지 올라가긴 했으나 부채비율 100% 전반의 양호한 지불 능력을 가지고 있다.

4.2.4.2 자기자본비율

자기자본비율은 총자산 중에서 자기자본이 차지하는 비중을 나타내는 지표로서 기업의 재무구조의 건전성을 나타내는 가장 대표적 지표이다. 자기자본은 직접적인 금융비용을 부담하지 않고 기업이 장기적으로 운용할 수 있는 안정된 자본이므로 이 비율이 높을수록 기업의 재무구조 건전하다고 할 수 있으며 일반적인 표준비율은 50% 이상으로 보고 있다.

$$\text{자기자본비율} = \frac{\text{자기자본}}{\text{총자산}} \times 100$$

주로 금융산업 간 비교 시 이용되는 지표이나 본 연구에서 안정성 검증을 위해 2006년부터 2009년까지 각 비교 대상 그룹 간 단순 가중평균을 통해 분석해 보았다.

조사기간 모두 비교대상 기업군의 자기자본비율이 높게 나왔는데, 위에서 언급한 바와 같이 SRI 펀드 편입 기업군이 비교대상 기업군에 비해 타인자본의 의존도가 높다고 유추해 볼 수 있다. 조사대상 표본 모두 50% 대의 일반적인 표준비율에 가까운 수치를 보였으므로 안전성에 있어서는 두 비교그룹 모두 양호한 편으로 판단된다.

평균값의 t-검증의 결과는 전체기간에 대한 t값은 -0.715로 나타났으며 유의확률 0.108로서 통계적으로 유의한 결과를 나타내지 못하였으며, 연도별 t-검증의 결과도 유의한 결과를 보이지 않았다.

4.2.4.3 유보율(Reserve Ratio) 분석

유보율이란 잉여금 (자본잉여금+이익잉여금) 을 합한 금액을 납입자본금으로 나눈 비율로서, 기업의 설비확장 또는 재무구조의 안정성을 위해 어느 정도의 사내유보가 되어 있는가를 나타내는 지표이다. 이 비율이 높을수록 불황에 대한 기업의 적응력이 높다고 볼 수 있고, 또한 무상증자의 가능성을 측정하는 유용한 지표로도 이용된다. 유보율은 사회책임투자 펀드 편입 기업의 요건인 계속 사업 가능 여부를 판단 할 수 있는 유용한 지표로 활용 될 수 있다고 판단된다.

$$\text{유보율} = \frac{\text{자본잉여금} + \text{이익잉여금}}{\text{납입자본금}} \times 100$$

분자인 자본잉여금은 비 영업활동에서 생긴 이익이며 이익잉여금의 경우 영업활동에서 생긴 이익을 말한다. 따라서 이 지표가 높은 기업일수록 안정성이 높아서 기업의 계속 사업 가능성이 높아진다고 할 수 있겠다.

본 연구에서 조사 기간 동안 SRI 펀드 편입 기업군과 비교대상 기업군의 단순 가중 평균 유보율을 살펴본 결과 SRI 펀드 편입 기업군이 4년 모두 유보율이 비 SRI 기업군보다 높았다.

전제조사기간의 평균 t-test의 결과는 양쪽 유의확률 0.069로서 유의수준 10%내에서 유의한 결과를 보였으나 연도별 t-test에서는 통계적으로 유의한 차이를 보이지 못하였다.

이로 인해 SRI 펀드 포트폴리오 편입 시 기업의 계속 사업 가능 여부도 어느 정도 중요한 결정 요인으로 작용된다고 판단 할 수 있겠다.

4.2.5 활동성지표 분석

<표 8> 활동성지표에 대한 평균값 비교

항 목	기 간	기업 수		평균		t 값	유의 확률
		Group A	Group B	Group A	Group B		
자기자본 회전율	전체	203	517	2.03	2.17	-0.935	0.350
	2006	51	128	2.08	2.18	-0.318	0.751
	2007	51	130	2.03	2.17	-0.529	0.597
	2008	51	132	2.13	2.27	-0.460	0.646
	2009	50	128	1.88	2.05	0.551	0.582
총자산 회전율	전체	202	518	0.94	1.01	-1.852	0.065
	2006	51	128	0.97	1.02	-0.581	0.562
	2007	51	130	0.96	1.04	-0.773	0.440
	2008	51	132	0.95	1.07	-1.000	0.318
	2009	50	127	0.87	0.93	-0.652	0.515

Group A : SRI 펀드 편입 기업군

Group B : 비교대상 기업군(SRI 펀드에 편입되지 않은 기업군)

4.2.5.1 자기자본회전율

자기자본회전율이란 자기자본과 순매출액과의 관계를 표시하는 비율로, 자기자본의 회전속도를 표시한다. 이 비율에 의해 자기자본의 활용도를 측정·검토하여 그 활동성의 양호 여부를 판단하게 된다. 이 비율이 높을수록 자기자본의 이용도, 즉 자기자본의 활동성이 양호하다는 것을 나타낸다. 일반적인 판단기준으로서의 일정한 표준비율이 없으므로, 당해 기업의 과거기간의 평균비율 또는 동종 동규모 기업의 실제평균비율과 비교하여 측정된다. 또한 자기자본회전율이 높다는 것은 수익성 증대의 가능성이 높다는 것을 의미하기도 한다. 그러나 이 비율이 현저하게 높을 경우에는 외상매출의 과대현상 또는 자기자본의 과소현상이라는 재무 위험도 내포하고 있다.

$$\text{자기자본회전율} = \frac{\text{매출액}}{\text{자기자본}}$$

본 연구에서 조사대상 기간 동안 4년 모두 자기자본회전율이 비교대상 기업군이 SRI 펀드 편입 기업군보다 높게 나왔는데 수치상으로 매우 근소한 차이였고 큰 차별성을 갖지 못하였다.

독립평균 t-검증의 결과를 보면 전체기간의 경우 0.350으로 유의미한 결과를 갖지 않았고, 연도별 결과에서도 유의미한 결과를 가지지 못하였다.

4.2.5.2 총자산회전율 분석

총자산회전율은 매출액을 평균총자산으로 나누어 측정하며, 평균 총자산은 기초와 기말의 총자산을 평균한 것이다. 이 비율은 기업이 보유하고 있는 총자산이 수익을 창출하는데 얼마나 효율적으로 이용되고 있는지를 나타내며, 기업이 사용한 총 자산의 활용도를 종합적으로 나타내는 것이다. 총자산회전율이 높으면 자산이 효율적으로 이용되고 있는 것을 의미하며, 낮으면 과대 투자나 비효율적 투자를 하고 있다는 것을 나타낸다.

$$\text{총자산회전율} = \frac{\text{매출액}}{\text{평균총자산}}(\text{회})$$

조사대상 기간 동안의 두 비교 대상 그룹 간 총 자산회전율을 살펴보면 4년 모두 비

교대상 기업군이 근소한 차이로 높은 결과를 나타냈는데 두 비교 대상 그룹 간 큰 차이가 나지 않아 큰 차별성을 찾기는 어렵다고 판단된다. t-검증의 결과를 보면 전체기간의 경우 0.065 으로 10% 수준에서 미약하게 유의한 차이를 보였을 뿐 연도별 분석에서는 통계적으로 유의한 차이를 찾을 수 없었다.

V. 결 론

2006년부터 2009년까지 SRI 펀드 편입 기업군과 비교대상 기업군과의 재무적 특성을 요약하면 KOSPI 200의 산업분포와 SRI 펀드 편입 기업군과의 비교 시 상대적으로 SRI 펀드 편입 기업군이 음식료업종과 의약품 업종이 상대적으로 KOSPI 대비 비중이 낮은 데 이는 음식료 업종과 의약품 업종에 상대적으로 자본금이 작은 소규모 기업이 다수 포함되어 있어 SRI 펀드 편입 기업군에서는 제외된 것으로 판단되며 사회 책임투자 펀드의 기업 선정 요건 중 기업규모가 사회책임투자 펀드 기업 선정 시 중요한 평가기준이 될 수 있음을 유추해 볼 수 있었다. 반면 비중이 높은 산업은 서비스업과 운수창고, 의료정밀, 전기가스, 통신업종 이었는데, 서비스업의 경우는 지주회사가 상당수 포함되어 있었다. 지주회사의 경우 상당수의 자회사를 거느리고 있으므로 이는 SRI 펀드 포트폴리오 편입 시 경기 하강기를 대비하여 기업의 사업의 다각화 여부도 고려되고 있다고 판단된다. 또한, 전기 가스나 통신업종(통신사업자)의 분포가 높은 것은 이 두 업종 모두 보편적으로 장기적으로 안정적인 기업이익을 창출할 수 있는 업종으로서 기업 수익의 안정성이 SRI 선정요건으로 작용되었다고 판단 할 수 있다.

두 비교대상 그룹 즉, SRI 펀드 편입 기업군과 비교대상 기업군과의 Valuation 지표의 비교에서는 EPS 성장률, PER, PBR을 분석하였다. EPS 성장률 비교의 결과 2007년 EPS성장률에서는 비교대상 기업군이 SRI 펀드 편입 기업군이 비교대상 기업군 보다 다소 높은 성장률을 보였다. 그러나 금융위기가 발생된 2008년도에는 EPS 감소율은 SRI 펀드 편입 기업군이 높았고 2008년 세계적 금융위기 이후 회복기 2009년에는 SRI 펀드 편입 기업군의 주당순이익 개선속도가 비교대상 기업군보다 빨랐다. 이로 인해 유추해 볼 수 있는 결과는 SRI 펀드 편입 기업군이 대기업 위주의 규모가 큰 기업으로 구성되어 있어 이익의 안정성 측면에서 비교대상 기업군에 비해 우월하고, SRI 펀드 편입 기업군이 위기 이후 이익의 회복 속도가 비교대상 기업군에 비해 빠르다는 것이다. 전체기간의 EPS 성장률 평균값의 t-검증의 결과에서 유의수준 5% 이내의 유의성을 나타냈고 특히 2009년의 평균 EPS 성장률이 양쪽 유의확률이 0.000으로 매우 유의미한 결과를 나타냈다. 따라서 사회적 책임투자 종목 선정 시 EPS성장률이 중요한 요인으로 고려된 것으로 판단할 수 있다.

PER 지표 비교에서는 PER의 연도별 추이를 살펴보니 2006, 2008, 2009년에는 비교대상 기업군의 PER이 SRI 펀드 편입 기업군의 PER 보다 높게 나왔고 2007년에는 SRI 펀드 편입 기업군의 PER이 높게 나왔다. 연평균 PER 값의 t-검증 결과에서는 전체기간 뿐만이 아니라 연도별 비교에서도 유의미한 결과를 가지지 못하였다. 그런데, PBR 지표 분석에서는 4년 모두 SRI 펀드 편입 기업군이 PBR 수치가 비교대상 기업군보다 높게 나왔다. 이는 주식시장에서 SRI 펀드 편입 기업군이 자산 가치 대비 높게 평가된다는 의미로 해석되며 SRI 펀드 편입 기업군이 비교대상 기업군보다 높은 평가를 받고 있다는 것으로 판단해 볼 수 있다. PBR 지표의 평균값의 전체기간의 t-검증의 결과는 양쪽 유의확률이 0.000으로 재무적 지표 중 가장 유의미한 결과를 나타내었고 연도별 비교에서도 2006년을 제외하고 유의수준 5% 이내의 수치를 보여 사회적 책임투자 기업 선정 시 고려되어야 할 중요한 지표 중 하나라고 판단된다.

수익성 지표 분석에서는 ROA 지표와 ROE 지표가 이용되었는데 두 지표 모두 SRI 펀드 편입 기업군이 조사대상 기간 동안 비 SRI 기업군보다 높은 수치가 나오긴 했으나 t-검증에서는 유의미한 결과가 나오지 못하였다.

안전성 지표 분석에서는 부채비율, 자기자본비율, 유보율이 사용되었다. 조사대상 분석 기간 동안 부채비율은 4년 모두 SRI 펀드 편입 기업군이 비교대상 기업군에 비해 높은 수치가 나왔는데 전반적으로 비교 대상 그룹 모두 큰 차이는 없었고, 100% 전후였으므로 지불능력에 있어 두 기업군 모두 큰 문제점은 없는 것으로 판단되었다. 부채비율의 경우 평균값의 t-검증의 결과 전체기간 수치뿐만 아니라 연도별 수치에서 유의미한 결과를 찾지 못하였다. 자기자본비율 역시 큰 차이를 찾지는 못했으나 비교대상 기업군이 4년 모두 근소한 차이의 높은 수치가 나왔다. 자기자본비율 역시 t-검증의 결과 전체 기간뿐만 아니라 연도별 수치에서 유의미한 결과는 찾지 못하였다.

불황기에도 견뎌 낼 수 있는 능력을 보여주는 유보율에 있어서는 SRI 펀드 편입 기업군이 반대로 비교대상 기업군 보다 높게 나왔으며 t-검증의 결과 연도별 수치에서는 유의미한 결과를 찾지 못하였고 전체기간의 수치에서는 유의수준 10% 내의 미약하게 유의한 결과가 도출되었다. 사회적 책임투자 펀드 편입 기업의 특성 중 하나인 기업의 지속 사업 가능성이 높은 기업들의 선택 시 고려되어야 될 지표로 판단된다.

마지막으로 기업의 활동성 분석에 있어서는 자기자본 회전율과 총자산회전율이 사용되었는데 두 지표 모두 조사대상 기간 동안 비교대상 기업군이 다소 근소한 차이로 높기는 했으나 t-검증의 결과 유의미한 결과를 찾아내기는 어려웠다.

요약하면, 펀드 운용회사에서 사회책임투자 펀드에 편입할 종목을 선정할 시에 재무적 요인을 고려할 경우에는 Valuation 지표에서는 EPS 성장률과 PBR 지표가, 성장성 지표에서는 매출액 성장률이 매우 유용한 역할을 하는 것으로 판단되며 안전성 지표에 있어서는 유보율이 다소 중요한 지표로 사용되었고 그 외의 지표들은 크게 영향을 미치지 못한 것으로 추측된다.

본 연구의 한계점은 사회적 책임투자의 본질인 비재무적 유소를 비중 있게 다루어야 하지만, 결국 다른 한국의 사회적 책임투자에 관한 연구에서 언급하고 있듯이 사회책임투자의 역사가 짧고 정보공개의 미흡함으로 인해 기본적으로 사회책임투자 펀드 편입 기업들(SRI 펀드 편입종목군)의 재무적 특성을 다루었고 향후 많은 연구들이 비재무적 요소가 사회책임투자 펀드 편입 기업들의 성과에 얼마나 영향을 미치는지 연계하여 연구주제를 다룸으로서, 비재무적 요소 역시 기업들의 성과에 얼마나 밀접한 연관관계가 있는가를 밝혀내야 할 것이다.

비록 한국의 사회책임투자의 역사가 짧고 산적한 많은 문제점이 있지만 선진국과 세계 사회책임투자 시장의 규모로 판단 할 때, 아직 아시아 및 한국의 사회책임투자의 성장가능성은 크게 열려있고 향후 제반 제도의 정착과 건전한 사회책임투자 풍토가 한국에도 정착될 수 있도록 최근 수탁자의 책무가 중요시되듯 많은 기관투자자들도 사회책임투자 방식에 동참하여야 한다.

참 고 문 헌

- 김민하(2009), “국내 주식형 SRI 펀드의 현황과 성과평가 실증분석” 인하대학교 석사학위논문, pp. 37-61.
- 김순영, 구현정(2009), Daeshin Research Fund strategy, pp. 2-12.
- 김창호(2006), “ISO26000시행에 대한 기업의 사회적 책임경영 구축방안,” 인적자원관리연구, 제13권, 제2호, pp. 678-682.
- 김형순(2003), “사회책임투자(SRI)와 회계의 역할,” 상경연구, 특별1호, pp. 27-28.
- 김형순(2010), “기업 손실 분석,” 재무와 회계정보저널, 제10권 제2호, pp. 93-111.
- 김희림(2007), “한국의 사회책임투자펀드: 수익률과 투자결정요소,” 서울대학교 석사학위논문, pp. 24-85.
- 노희진(2008), “기업의 사회적 책임(CSR)과 사회책임투자(SRI),” 상장협연구, 제57호, pp. 93-121.
- 류승미(2009), “SRI 펀드 과연 차별성 있나?,” www.funddoctor.co.kr(검색일: 2010.03.15)
- 류현기(2009), “한국 사회 책임 투자의 성과 분석,” 서울대학교 경영학과 석사학위논문, pp. 39-70.
- 박범진(2007), “한국주식시장에서 주식형 펀드의 성과결정요인에 관한 연구,” 한국금융저널, pp. 85-105.
- 박지은(2008), “사회책임투자펀드의 현황과 활성화 방안에 관한 연구,” 목포대학교 석사학위논문, pp. 9-11
- 오수진(2004), “기업의 사회적 책임을 촉구하는 사회책임투자 NGO들의 활동연구,” 성공회대학교 NGO대학원, 석사학위논문, pp.13.
- 임대웅, 노희진(2006), “사회책임투자의 이해(연구회 내부 검토용 자료),” 한국증권 연구원 , pp. 6.
- 정효진(2008), “SRI 펀드와 일반 주식형펀드의 투자성과 비교,” 영남대학교 대학원석사논문, pp. 14-27.
- 조강래(2009), “사회책임투자펀드의 투자성과에 관한연구,” 가톨릭대학교 박사학위논문, pp. 32-74.
- 최한수(2007), “한국의 SRI 펀드: 현황, 평가, 제안,” 내실 있는 사회적 책임투자를 위한 과제,

- 2007년 봄 호, 주제논단.
- 한국메세나협회의 사보, “ISO26000 시대를 앞둔 기업의 새로운 가치 중심투자와 전망,” 2008년 여름호 (www.mecenat.or.kr).
- 한국사회책임투자포럼(2008), 2007년 한국사회책임투자백서- 사회책임투자 지속가능한 미래를 열다, 서울, 21세기 북스.
- 한국사회책임투자포럼(2010), “2009년 한국사회책임투자백서,” www.kosif.org.
- 한동, 임경원(2006), 직접-역회귀분석을 이용한 국내 주식형 펀드의 장기 성과분석, 대한경영학회지, 제19권, 제6호, pp. 2185-2213.
- 한국사회책임투자포럼, “SRI 정의,” www.kosif.org(검색일: 2010.03.23)
- 통계청, “경기순환시계,” <http://kosis.kr/bcc>(검색일: 2010.05.20)
- Social Investment Forum Foundation, “2007 Report on Socially Responsible Investing Trends In the United states,” www.socialinvest.org(accessed by 2010.02.08)
- Bauer, R., N. Gunter, and R., Otten(2003), “Empirical Evidence on Corporate Governace in Europe: The Effect on Stock Returns, Firm Valuation and Performance,” *Journal of Asset Management*, Vol. 3, No. 4, pp. 296-314.
- Carroll, A. B.(1991), “The pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders,” *Business Horizons*, Vol. 34, No. 4, pp. 39-48
- Cochran, P. L.(2007), “The Evolution of Corporate Social Responsibility” *Business Horizons*, Vol. 50, No. 6, pp. 37-43
- Derwall, J., N. Guenster, R. Bauer and K. Koedijk(2005), “The Eco-Efficiency Premium Puzzle,” *Financial Analysts Journal* Vol. 61, No. 2, pp. 51-63.
- Edelen R. M. and J. B., Warner(2001) “Aggregate Price Effects of Institutional Trading : A Study of Mutual Fund Flow and Market Returns”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 59, pp.195-220.
- Eric M. E and L., Andreas(2000), “Mutual Funds and the U.S. Equity Market”, *Federal Reserve Bulletin* , pp. 797-812.
- EuroSIF(European Social Investment Forum)(2009), European SRI Study 2008[online] Available : <http://www.eurosif.org>
- Girard, E., H. Rahman, and. B., Stone (2005), “Socially Responsible Investments:

- Goody-two-Shoes or Bad to the Bone," January 2005.
- Geczy, C. C., R. F., Stambaugh, and D., Levin(2005), "Investing is Socially Responsible Mutual Funds," Working Paper, The Wharton School, University of Pennsylvania. March 2003 revised October 2005.
- Grinblatt, M. and S., Titman(1989), "Mutual fund performance," *Journal of Business*, Vol. 62, NO. 3, pp. 393-416.
- Guerard, J.B.(1997) "Is There a Cost to Being Socially Responsible In Investing?," *The Journal of Investing*, Vol. 6, No. 2, pp. 11-18
- Hamilton, S., H., Jo, and M., Statman(1993), "Doing Well While Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds," *Finance Analyst Journal* Vol. 49, No. 6, pp. 62-66.
- Judith, C. and E. Glenn(1997), "Risk Taking by Mutual Funds as a Response to Incentives", *Journal of Political Economy* , Vol. 105, pp. 1167-1200.
- Kurtz, L. (1997), "No Effects, or no Net Effects? Studies on Socially Responsible Investing," *Journal of Investing*(Winter 1997), Vol. 6, No. 4, pp. 37-49.
- Luther, R. and J. Matatko(1994), "The Performance of Ethical Unit Trusts: Choosing an Appropriate Benchmark," *British Accounting Review* Vol. 26, No. 5, pp. 77-89.
- Luther, R., J., Matatko, and D., Corner(1992), "The Investment Performance of UK Ethical Unit Trusts," *Accounting and Accountability Journal*, Vol. 5, pp. 57-70.
- Mohr, L. A., D. H., Webb, and K. E., Harris(2001), "Do Consumers Expect Companies to be Socially Responsible? The Impact of Corporate Social Responsibility on Buying Behavior," *The Journal of Consumer Affairs* , Vol. 35, No.1, pp. 45-72.
- Renneboog, L., J., Horst, and C., Zhang(2008), "The Price of Ethics and Stakeholder Governance: the performance of socially responsible mutual funds," *Journal of Corporate Finance* , Vol. 14, pp. 303-322.
- Sirri, E. R. and P., Tufano(1998), "Costly Search and Mutual Fund Flows," *Journal of Finance* , Vol. 53, No.5, pp. 1589-1622.
- Statman, M.(2000), "Socially Responsible Mutual Funds," *Financial Analysts Journal*, May/June, pp. 30-39.

- Statman, M.(2005), "Socially Responsible Indexes: Composition, Performance and Tracking Errors," Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=705344>, pp. 1-19..
- Warther, V.(1995), "Aggregate Mutual Fund flow and security returns," *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, pp. 209-235.

Master's Thesis

Financial Characteristics of Enterprises Admitted to Socially Responsible Investing Funds

Cho, Min Geun

*Major in Commercial Informational Education
Graduate School of Education
Kyungsung University*

Advisor Kim, Hyung Soon

Abstract

Entering the 1970s, the expectations of social responsibilities of enterprises greatly increased; however, the cases of enterprises that don't fulfil their social responsibilities have continued to be reported and due to such enterprises, many group of stakeholders including investors came to be victimized greatly. With this, socially responsible investment activity, an active movement which invests to enterprises that perform their social responsibilities rather than a passive movement which expects that enterprises fulfil their social responsibilities emerged.

As of 2008, the size of socially responsible investment fund promoted worldwide amounts to \$ 6.2 trillion, of which the U.S. accounts for 39%, Europe for 53%, and other countries for 8%. Inferring from this fact, the size of social investment in Korea is nothing but at a very insignificant level compared to the world's SRI size. However, in advanced financial market, it has already become a new trend of investment and socially responsible investment has a very great potential in terms of size and growth.

As the importance of socially responsible investment activities are brought into relief, studies on socially responsible investment greatly increased worldwide. However, in Korea, as the history of socially responsible investment is short yet, under the situation in which it is difficult to find any guidelines etc. for selecting stocks admitted to socially responsible investment fund, it may be too early to analyze the profitability of fund.

Thus, this study tries to trace inversely what characteristics the enterprises admitted to the current socially domestic responsible investment funds have, by analyzing the socially responsible investment fund of major domestic fund management firms and the financial characteristics of enterprises overlapped admitted to the socially responsible investment index announced by the Korea Stock Exchange, instead of analyzing the performance of socially responsible investment.

This study, after dividing KOSPI 200 index into a group of enterprises admitted to socially responsible investment fund and that of those not, compared the financial characteristics of the two groups using data from 2006 to 2009. To compare the financial characteristics, valuation indicators, profitability indicators, growth indicators, stability indicators and activity indicators were used and the average of the two groups were compared using a t-test

According to the result of the basic statistical analysis of this study, it turned out that large-sized enterprises were mostly admitted to socially responsible investment fund of the KOSPI 200 index. In addition, in the comparison of the averages, valuation indicators, growth indicators and stability indicators turned out to have significant difference.

Of the valuation indicators, the EPS growth rate and PBR of enterprises admitted to socially responsible investment fund appeared to be statistically significantly high, which means the growth of profits(EPS growth rate) of enterprises admitted to socially responsible investment fund is high and stock prices of the enterprises are highly valued. In addition, to measure growth indicators, the growth rate of sales was used, and the average values of enterprises admitted to socially responsible investment fund showed significantly lower values statistically. Of stability indicators, the reserve ratio of enterprises admitted to socially responsible investment fund turned out to be significantly high at the level of 0.1%.

What can be inferred from the above results is that the enterprises admitted to Korean socially responsible investment funds are large-sized ones that have secured profitability. On

this, the position of fund management firms have to secure stability to a certain level and profitability of investment in Korea with a short history of socially responsible investment was reflected but, if the original purpose of socially responsible investment is not accomplished properly should be looked back on. Therefore, this study analyzes the financial characteristics of enterprises admitted to socially responsible investment fund and those that are not; however, in the future, reflecting on non-financial elements of enterprises, the essence of socially responsible investment, studies that analyze the characteristics of the enterprises admitted to socially responsible investment fund would be necessary.

<부록 1> 연구에 활용된 SRI 펀드

펀드명	설정일	벤치마크	투자자문/전략
미래에셋 3억만들기 좋은기업 주식투자신탁K-1	2004.01.02	KOGI	N/A
신한BNP TOPS아름다운SRI 투자신탁 1	2005.11.15	KOSPI 95% +CP rate 5%	에코프런티어와 인터널리셔널리서치사의 동시스크리닝
TOPS 아름다운 SRI 투자신탁 1-A	2005.11.16		
TOPS 아름다운 SRI 투자신탁 1-B	2005.12.28		
농협CA 뉴아너스 SR투자신탁 1	2006.08.01	N/A	SRI 분야의 에코프런티어자문
뉴아너스 SRI 투자신탁 1-A	2006.08.01		
뉴아너스 SRI 투자신탁 1-B	2006.08.01		
알리안츠/기업가치향상장기증권투자신탁 G-1	2006.06.18	N/A	N/A
기업가치향상장기증권투자신탁 G-1(C/A)	2006.06.18		
기업가치향상장기증권투자신탁 G-1(C/C)	2006.06.18		
기업가치향상장기증권투자신탁 G-1(C/D)	2006.06.18		
대신/ 행복나눔SRI투자신탁 H 1	2006.10.23	N/A	CAMS시스템, 대신SRI점수,분기점수, 기업지배구조협의회
행복나눔 SRI투자신탁 H1-A	2006.10.23		
행복나눔 SRI투자신탁 H1-C	2006.10.23		
산은SRI좋은세상만들기증권투자신탁 1	2006.10.24	KOSPI 200	IPSSRI의비재무적 평가+산은AM 의 재무적평가
산은SRI좋은세상만들기증권투자신탁 1 - A	2006.10.24		
산은SRI좋은세상만들기증권투자신탁 1 - C1	2006.10.24		
산은SRI좋은세상만들기증권투자신탁 1 - C2	2006.10.24		
산은SRI좋은세상만들기증권투자신탁 1 - C3	2006.11.15		
IBK SG 좋은기업바른기업증권	2006.11.15	N/A	에코프런티어 (스크리닝, 지속가능평가)
좋은기업바른기업증권 A	2006.11.15		
좋은기업바른기업증권 C	2006.11.15		
우리 CS/프런티어지속가능기업SRI주식 1	2006.11.24	N/A	에코프런티어 CGCG*,CSAM
우리 CS/프런티어지속가능기업SRI주식 1-A1	2007.1.28		
우리 CS/프런티어지속가능기업SRI주식 1-C1	2006.11.24		
우리 CS/프런티어지속가능기업SRI주식 1-Ce	2007.1.25		

*The Center for Good Corporate Governance

자료:김희림(2007.8)table8 Sri Funds for the study표인용

<부록 2> 연구에 사용된 SRI 펀드 편입 기업군

기업명	산업명	KOSPI 200여부	시장	결산월
금호석유화학	화학	KOSPI200	거래소	12
기아차	운수장비	KOSPI200	거래소	12
다음	인터넷	코스닥	코스닥	12
대교	서비스	KOSPI200	거래소	12
대림산업	건설	KOSPI200	거래소	12
대우조선해양	운수장비	KOSPI200	거래소	12
대한항공	운수창고	KOSPI200	거래소	12
두산인프라코어	기계	KOSPI200	거래소	12
두산중공업	기계	KOSPI200	거래소	12
롯데쇼핑	유통	KOSPI200	거래소	12
삼성SDI	전기전자	KOSPI200	거래소	12
삼성물산	유통	KOSPI200	거래소	12
삼성전기	전기전자	KOSPI200	거래소	12
삼성전자	전기전자	KOSPI200	거래소	12
삼성테크윈	의료정밀	KOSPI200	거래소	12
신세계	유통	KOSPI200	거래소	12
아모레퍼시픽	화학	KOSPI200	거래소	12
아시아나항공	운수창고	코스닥	코스닥	12
웅진코웨이	서비스	KOSPI200	거래소	12
유한양행	제약	KOSPI200	거래소	12
제일기획	서비스	KOSPI200	거래소	12
제일모직	화학	KOSPI200	거래소	12
폴무원홀딩스	서비스		거래소	12
하이닉스	전기전자	KOSPI200	거래소	12
한국가스공사	전력가스	KOSPI200	거래소	12
한국전력	전력가스	KOSPI200	거래소	12
한솔제지	종이목재	KOSPI200	거래소	12
한일시멘트	비금속광물	KOSPI200	거래소	12
한진해운	운수창고	KOSPI200	거래소	12
한화석유화학	화학	KOSPI200	거래소	12
현대모비스	운수장비	KOSPI200	거래소	12

현대제철	철강금속	KOSPI200	거래소	12
현대중공업	운수장비	KOSPI200	거래소	12
현대차	운수장비	KOSPI200	거래소	12
효성	화학	KOSPI200	거래소	12
GS	서비스	KOSPI200	거래소	12
GS건설	건설	KOSPI200	거래소	12
KCC	화학	KOSPI200	거래소	12
KT	통신	KOSPI200	거래소	12
LG	서비스	KOSPI200	거래소	12
LG디스플레이	전기전자	KOSPI200	거래소	12
LG생활건강	화학	KOSPI200	거래소	12
LG전자	전기전자	KOSPI200	거래소	12
LG패션	섬유의류	KOSPI200	거래소	12
LG화학	화학	KOSPI200	거래소	12
NHN	서비스	KOSPI200	거래소	12
POSCO	금속	KOSPI200	거래소	12
SBS	엔터테인먼트 및 미디어	KOSPI200	거래소	12
SK	서비스	KOSPI200	거래소	12
SK텔레콤	통신	KOSPI200	거래소	12
S-OIL	화학	KOSPI200	거래소	12

<부록 3> 연구에 사용된 비교대상 기업군

기업명	산업명	시장	결산월
CJ	서비스	거래소	12
CJ제일제당	음식료	거래소	12
KC그린홀딩스	서비스	거래소	12
KISCO홀딩스	서비스	거래소	12
KPX케미칼	화학	거래소	12
KPX화인케미칼	화학	거래소	12
KT&G	미분류	거래소	12

LG상사	유통	거래소	12
LG생명과학	의약품	거래소	12
LS	서비스	거래소	12
LS 산전	전기전자	거래소	12
OCI	화학	거래소	12
S&TC	기계	거래소	12
S&T대우	운수장비	거래소	12
S&T중공업	운수장비	거래소	12
SKC	화학	거래소	12
SK네트웍스	유통	거래소	12
SK에너지	화학	거래소	12
SK케미칼	화학	거래소	12
STX	유통	거래소	12
STX 엔진	기계	거래소	12
STX 조선해양	운수장비	거래소	12
STX 팬오션	운수창고	거래소	12
강원랜드	서비스	거래소	12
경방	섬유의복	거래소	12
고려아연	철강금속	거래소	12
고려제강	철강금속	거래소	12
광동제약	의약품	거래소	12
금호산업	건설	거래소	12
금호전기	전기전자	거래소	12
남양유업	음식료	거래소	12
남해화학	화학	거래소	12
넥센타이어	화학	거래소	12
녹십자	의약품	거래소	12
농심	음식료	거래소	12
대경기계	기계	거래소	12
대덕GDS	전기전자	거래소	12
대덕전자	전기전자	거래소	12
대상	음식료	거래소	12
대우건설	건설	거래소	12

대우인터내셔널	유통	거래소	12
대한유화	화학	거래소	12
대한전선	전기전자	거래소	12
대한제강	철강금속	거래소	12
대한제당	음식료	거래소	12
대한제분	음식료	거래소	12
대한통운	운수창고	거래소	12
동국제강	철강금속	거래소	12
동부제철	철강금속	거래소	12
동부하이텍	화학	거래소	12
동아제약	의약품	거래소	12
동아타이어	화학	거래소	12
동양기전	운수장비	거래소	12
동양메이저	비금속광물	거래소	12
동원시스템즈	전기전자	거래소	12
동일산업	철강금속	거래소	12
동화약품	의약품	거래소	12
두산	서비스	거래소	12
롯데삼강	음식료	거래소	12
롯데제과	음식료	거래소	12
롯데칠성	음식료	거래소	12
모토닉	운수장비	거래소	12
무림P&P	종이목재	거래소	12
무림페이퍼	종이목재	거래소	12
빙그레	음식료	거래소	12
삼광유리	비금속광물	거래소	12
삼성엔지니어링	서비스	거래소	12
삼성정밀화학	화학	거래소	12
삼성중공업	운수장비	거래소	12
삼양사	음식료	거래소	12
삼양제백스	음식료	거래소	12
삼영전자	전기전자	거래소	12

삼진제약	의약품	거래소	12
성진지오텍	기계	거래소	12
세방전지	전기전자	거래소	12
세아베스틸	철강금속	거래소	12
세아제강	철강금속	거래소	12
세원셀론텍	기계	거래소	12
세하	종이목재	거래소	12
신도리코	전기전자	거래소	12
신성홀딩스	전기전자	거래소	12
쌍용양회	비금속광물	거래소	12
아세아시멘트	비금속광물	거래소	12
아이에스동서	비금속광물	거래소	12
애경유화	화학	거래소	12
에스원	서비스	거래소	12
엔씨소프트	서비스	거래소	12
엔케이	기계	거래소	12
영진약품	의약품	거래소	12
영풍	철강금속	거래소	12
오뚜기	음식료	거래소	12
오리온	음식료	거래소	12
웅진케미칼	섬유의복	거래소	12
유니드	화학	거래소	12
유니온스틸	철강금속	거래소	12
울촌화학	화학	거래소	12
인디에프	섬유의복	거래소	12
일성신약	의약품	거래소	12
전기초자	비금속광물	거래소	12
조선내화	비금속광물	거래소	12
종근당	의약품	거래소	12
중외제약	의약품	거래소	12
카프로	화학	거래소	12
케이피케미칼	화학	거래소	12
코오롱	화학	거래소	12

태광산업	화학	거래소	12
태평양	서비스	거래소	12
퍼시스		거래소	12
하이트홀딩스	서비스	거래소	12
한국단자	전기전자	거래소	12
한국제지	종이목재	거래소	12
한국카본	기계	거래소	12
한국타이어	화학	거래소	12
한독약품	의약품	거래소	12
한라공조	기계	거래소	12
한미약품	의약품	거래소	12
한섬	섬유의복	거래소	12
한솔LCD	전기전자	거래소	12
한진중공업	운수장비	거래소	12
한진중공업홀딩스	서비스	거래소	12
한화	화학	거래소	12
현대건설	건설	거래소	12
현대미포조선	운수장비	거래소	12
현대백화점	유통	거래소	12
현대산업	건설	거래소	12
현대상선	운수장고	거래소	12
현대시멘트	비금속광물	거래소	12
현대엘리베이	기계	거래소	12
현대하이스코	철강금속	거래소	12
호남석유	화학	거래소	12
후성	화학	거래소	12
휴켄스	화학	거래소	12