



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

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

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 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](#)

석사학위논문

기업의 사회적 책임이 신용등급과 자본비용에 미치는 영향

- ESG 평가등급을 중심으로 -

The Effect of Corporate Social Responsibilities on Credit Ratings
and Cost of Capital

- Focusing on the ESG Evaluation Level -

제 출 자 : 문 연

지도교수 : 김 요 환

2016

경영학과

재무회계전공

단국대학교 대학원

기업의 사회적 책임이 신용등급과 자본비용에 미치는 영향

- ESG 평가등급을 중심으로 -

The Effect of Corporate Social Responsibilities on Credit Ratings
and Cost of Capital

- Focusing on the ESG Evaluation Level -

이 논문을 석사학위논문으로 제출함.

2017년 01월

단국대학교 대학원

경영학과

재무회계전공

문 연



(국문초록)

기업의 사회적 책임이 신용등급과 자본비용에 미치는 영향

- ESG 평가등급을 중심으로 -

단국대학교 대학원 경영학과

재무회계전공

문 연

지도교수 : 김 요 환

본 연구는 비재무적 정보인 기업의 사회적 책임활동이 신용등급과 자본비용에 미치는 영향을 분석하였다. 즉, 우수한 기업의 사회적 책임 활동이 신용등급 결정에 중요한 요소로 작용하는가를 검증하였다. 또한 자본시장에서 우수한 기업의 사회적 책임활동이 자본비용을 감소시키는 유인인지를 검증하였다.

이러한 연구목적을 달성하기 위하여 기업의 사회적 책임을 보다 객관적인 측정치인 한국기업지배구조원의 ESG 평가등급으로 분석하였다. 본 연구의 표본은 2011년부터 2013년까지 3년 동안 KOSPI 기업과 KOSDAQ 기업 중 한국기업지배구조원의 ESG 평가 등급이 공시되어 있는 금융업을 제외하는 12월 결산법인을 대상으로 하였다.

연구가설은 다음과 같다.

가설 1: 기업의 사회적 책임 활동 수행 수준이 신용등급에 양(+)의 영향을 미칠 것이다.

가설 2: 기업의 사회적 책임 활동 수행 수준이 자본비용에 음(-)의 영향을 미칠 것이다.

분석 결과는 다음과 같다.

첫 번째는 기업의 사회적 책임활동은 신용등급과 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것을 보였다. 즉, ESG 평가등급이 높을수록 신용등급도 높게 평가되었다. 이러한 결과는 신용평가기관의 신용등급 평가시 우수한 기업의 사회 책임 활동이 중요한 정보로 반영되고 있음을 의미한다.

두 번째는 기업의 사회적 책임활동이 자본비용과 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것을 보였다. 이러한 결과는 기업이 ESG 평가등급을 높을수록 자본시장에서 긍정적으로 평가를 받아 부담하는 자본비용을 절감시키고 있음을 의미한다.

본 연구의 결과는 우수한 기업의 사회적 책임 활동이 자본시장에서 신용등급과 자본비용 전부 긍정적인 영향을 미친다고 하며, 중요한 결정요인으로 반영되고 있음을 보여준다. 따라서 향후 기업들은 ESG 평가등급이 낮을 경우 신용등급의 강등과 자본비용의 증가를 예방하기 위하여 기업의 사회적 책임을 촉진하는 정책적 노력이 필요할 것으로 보인다.

주제어 : 기업의 사회적 책임, ESG 평가등급, 신용등급, 자본비용

감사의 글

짧은 인생을 살아오면서 매우 길게 느껴진 시간이 있는가 하면 언제 지나갔는지도 모를 정도로 빨리 지나간 시간들도 있었습니다. 석사 과정 생활인 2년 6개월은 저의 인생에 작은 부분이겠지만 대학원과의 인연은 어쩌면 그 의미에서는 대학생활보다 그 이상의 것이었다고 할 수 있습니다. 매학기에 발표를 준비하는 것이 매우 고통스럽고 부담스럽다는 느낌이 들었는데 지금 석사과정이 끝나가는 순간을 보면 예쁜 추억만 남았다고 생각합니다.

끝까지 할 수 있을지 자기 스스로도 모르는 저의 부족한 논문이 작성되었을 때 수많은 분들의 도움을 받았습니다. 이 자리를 빌어 제가 감사의 말을 드리고자 합니다. 먼저 석사 과정 2년 반 동안 아낌없는 격려와 지지를 해주신 김요환 교수님께 진심으로 감사드립니다. 그리고 저의 논문 심사위원을 맡아주시고, 소중한 충고와 의견을 해주셨던 송동섭 교수님, 손성진 교수님께 깊은 감사를 드립니다. 연구에 매진할 수 있도록 바쁘신 중에도 논문 지도를 꼼꼼해 주셔서 감사드립니다. 석사 과정에서 공부하는 동안 많이 가르쳐 주신 김상헌 교수님, 문보영 교수님께 깊은 감사를 드립니다.

2년 전에 대학교를 졸업한 후 낯선 한국에서 잘 적응할 수 있도록 도움을 주신 단국대학교 회계학 동문 선배님들에게 감사드립니다. 제가 외국인으로서 한국에 와서 회계를 배우기 어려운데 논문을 썼을 때 도움을 많이 주신 박준령 선배님께 진심으로 감사드립니다. 같은 학기 단국대학교에 입학하며 대학교를 일본에서 졸업했던 나솔지 석사님, 그리고 같이 수업을 듣고 도움을 많이 주신 김보현 박사님께 진심으로 감사드립니다. 그 외 자주 뵙지 못했지만 끌어 올려주신 모든 회계학 전공 석·박사 선배님들 진심으로 감사합니다.

하늘에서 끝까지 저를 응원해주시고 늘 제 곁에서 믿어주신 부모님, 항상 도움을 주지 못해 자책하신 언니께 저의 24년간의 학교생활의 결실인 이 논문을 바칩니다. 이제는 이러한 가족들이 배려에 조금 보답할 수 있도록 노력하겠습니다.

아주 잘하지 못하지만 끊임없이 공부하는 사람이 되고 싶습니다. 마지막으로 서면으로 통하여 그 동안 저를 사랑해주신 모든 분들께 일일이 만나서 감사를 드리지 못하였지만 여기서 다시 한 번 진심으로 감사드립니다.

목 차

| | |
|------------------------------------|-------|
| 국문 초록 | i |
| 감사의 글 | iii |
| 목차 | iv |
| 표목차 | vi |
| 그림목차 | vii |
| I. 서론 | 1 |
| 1. 연구배경 및 목적 | 1 |
| 2. 연구주제 및 결과 | 3 |
| 3. 연구의 범위와 방법 | 3 |
| 4. 연구의 구성 | 4 |
| II. 이론적 고찰 | 6 |
| 1. 기업의 사회적 책임의 개념 | 6 |
| 2. 기업의 사회적 책임에 관한 선행연구 | 8 |
| 3. 기업 사회적 책임과 신용등급에 관한 선행 연구 | 10 |
| 4. 기업 사회적 책임과 자본비용에 관한 선행연구 | 10 |
| 5. 선행연구와의 차이점 | 12 |
| III. 연구방법 | 13 |
| 1. 가설 설정 | 13 |
| 2. 연구모형 | 14 |
| 3. 변수의 측정 | 15 |
| 4. 표본선정 | 23 |
| IV. 실증분석 결과 | 24 |
| 1. 기술통계분석 | 24 |
| 2. 상관관계분석 | 26 |
| 3. 가설에 대한 회귀분석 | 28 |
| V. 결론 | 36 |

| | |
|------------------|----|
| 1. 연구의 결론 | 36 |
| 2. 연구의 공헌점 | 37 |
| 3. 연구의 한계점 | 37 |
| 참고문헌 | 38 |
| 영문요약 | 42 |



표목차

| | |
|---|-----|
| <표 1> 국제기관들의 기업의 사회적 책임에 대한 정의 | 8 |
| <표 2> ESG의 평가 항목 | 11 |
| <표 3> ESG의 평가 등급 | 11 |
| <표 4> 신용평점의 등급 | 11 |
| <표 5> 각 변수의 측정 | 22 |
| <표 6> 표본 기업 수 | 22 |
| <표 7> KOSPI 기업 표본의 기술 통계량 | 41 |
| <표 8> KOSDAQ 기업 표본의 기술 통계량 | 62 |
| <표 9> 기업의 사회적 책임과 신용등급의 상관관계수 결과 | 72 |
| <표 10> 기업의 사회적 책임과 자본비용의 상관관계수 결과 | 82 |
| <표 11> 가설 1에 대한 전체 표본 회귀분석결과 | 92 |
| <표 12> 가설 1에 대한 KOSPI 표본 회귀분석결과 | 103 |
| <표 13> 가설 1에 대한 KOSDAQ 표본 회귀분석결과 | 113 |
| <표 14> 가설 2에 대한 전체 표본 회귀분석결과 | 223 |
| <표 15> 가설 2에 대한 KOSPI 표본 회귀분석결과 | 333 |
| <표 16> 가설 2에 대한 KOSDAQ 표본 회귀분석결과 | 443 |

그림목차

| | |
|-----------------------|---|
| <그림 1> 연구 흐름도 | 5 |
| <그림 2> 전체 연구 가설 | 4 |



I. 서 론

1. 연구배경과 목적

현대 사회에서 기업의 성장과 발전이 국가나 사회의 경제 발전과 경제 사회의 구조에 대하여 결정적인 역할을 할 수 있을 만큼 영향력이 있다고 해도 과언이 아니다. 따라서 기업의 운영은 사회의 발전에 대하여 큰 영향을 미치므로 그로 인하여 기업의 사회적 위치도 높아지고 그만큼 사회가 기업에게 요구하는 책임도 높아지게 되었다. 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility, 'CSR')은 지속적인 성장을 위한 토대로 인식하고 있기 때문에 한국 국내 기업들이 활발히 추진하고자 노력하고 있을 뿐만 아니라, 국제적 차원에서도 UN 지구협약 및 OECD의 다국적 기업이 기업의 사회적 책임에 대한 규범이 활발하게 논의되고 있다. 특히 국제표준화기구가 기업의 사회적 책임활동을 추진하기 위하여 국제표준인 'ISO 26000'을 제정 및 수행하였다. 2010년 11월 1일에 국제표준화기구가 ISO 26000 지침서를 공식 발간함에 따라 기업의 사회적 책임에 대한 관심이 세계 전반적인 추세가 되고 있다(최현정 등, 2012).

또한, 자본시장에서는 사회적 책임의 성과가 투자기준의 하나로 평가될 정도로 영향력이 커져가고 있다. 경영학 여러 분야에서는 CSR 활동에 대한 관심이 증가하고 있기 때문에 많은 연구를 하고 있는 반면에 결과도 많이 보고되고 있다. 특히, 재무 및 회계학 분야에서는 CSR 활동이 기업 가치에 장기적이고 긍정적인 영향을 미치는 연구(김창수, 2009)가 많이 시도되었다. 그러나 아직까지 국외에서는 이러한 연구의 결과들이 일치하게 도출되지 못하는 반면에 한국 국내에서는 CSR 활동이 기업 가치에 대해 대체적으로 긍정적인 영향을 미치는 것으로 보고되고 있다. 이론적인 관점에서 보면 CSR 활동이 명성구축을 위한 투자로 인식되어 기업 가치에 긍정적인 영향을 미치는 요인과, 경영진의 재량에 따른 과잉투자의 가능성과 사적효용의 증가를 위한 특권적 소비라는 부정적인 요인이 혼재되어 있는데, 어떠한 영향이 더 큰가에 따라 연구결과에 차이가 발생하는 것이라고 판단된다(김선화 등, 2013).

이처럼 전 세계에서 기업의 사회적 책임에 대해 관심이 확대되고 있다. 또한, 최근에 세계의 경제가 미국과 그리스의 채무불이행위험(Default risk)으로 인한 경제위기(박준령, 2012)에서 완전히 벗어나지 못하고 있다. 채무불이행이란 채무자가 채무의 내용에 따른 이행을 하지 않는 일이다(박준령, 2012). 채무불이행 상황이 나타나면 신용등급에 대해 영향을 미치게 된다. 2011년 미국 채무불이행에 인한 신용평가 기관인 Standard & Poors(S&P)가 미국 신용등급을 AAA에서 'AA+'로 낮추자 세계 시장이 큰 충격을 받았다. 미국 주가는 순식간에 15% 이상 폭락했고 위기 이전의 수준으로 회복하는 데 약 반년이 걸렸다(연합 뉴스, 2013). 이러

한 영향은 기업에게도 마찬가지로 적용되기 때문에, 신용등급에 높은 관심이 집중되는 것이다(황혜진, 2014). 한국 국내에서도 기업들이 외환위기 이후에 채무불이행위험과 관하여 신용등급 평가의 관심이 증대되고 있다. Pinches and J. Clay(1978)은 기업의 신용등급이 자본 조달비용과 음(-)의 상관관계가 있고 기업 성장, 수익과 이해관계자들과 양(+)의 영향을 미치는 것을 제시했다. 따라서 신용등급이 강등 시, 자본 조달비용이 증가할 것으로 예측하였다. 또한, 신용등급이 단순한 정보제공이 아니고 기업의 의사결정과 자본구조, 그리고 도산 등에 전부 결정적인 영향을 미치는 요인이 된다(Ohlson, 1980; Graham & Harvey, 2001). 기업의 신용등급을 평가할 때 환경, 사회 등 이러한 영향을 미치는 요소가 다 사회적 책임과 연관해져서 고려할 수도 있다. 즉, 기업이 CSR 활동을 잘 수행하면 기업의 재무적 건전성과 정보 비대칭의 완화, 재무적 성과가 좋으므로 이는 신용등급에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다(황혜진, 2014). 신용등급의 변화에 대해 연구 결과에 따라 각 신용등급 간에 존재하는 자본비용이 불연속적으로 변하게 된다는 특성이 있다고 밝혔으며 각 신용등급 간에 이러한 존재하는 자본비용의 불연속 특성이 기업의 자본구조에 대하여 결정적 영향을 미친다는 것이다(Kisgen, 2006). 이러한 맥락에서는 기업들이 신용등급과 자본비용에 대한 인식의 변화가 필요하다.

또한, 기업의 다양한 이해관계자들이 CSR 활동에 대해 어떻게 인식하고 이해하는지를 살펴보는 것은 중요한 연구주제이다. 이와 관련하여 미국기업을 대상으로 CSR 활동에 대해서 실증분석을 실시한 선행연구를 보면, Ghoul 등(2011)은 CSR 활동과 자기자본비용과는 대체적으로 음(-)의 상관관계를 보고하였다. 그 반면에는 Goss and Roberts(2011)은 CSR 활동과 은행의 대출금리 간의 관계는 오히려 증가하는 양(+)의 상관관계를 보고하고 있다. 또한 CSR과 신용위험 간의 관계를 살펴본 연구결과를 보면, Oikonomou 등(2011)은 CSR 활동이 증가할수록 장기차입금에 대한 신용위험이 감소하는 음(-)의 상관관계를 보이고 있다. 이러한 결과들로 판단하여 볼 때 CSR 활동을 채권자들이 인지하고 있는지와 관련하여 아직까지 일관된 실증결과가 보고되지 못하고 있다고 할 수 있다. 그러므로 CSR 활동이 기업의 신용등급에 미치는 영향에 대한 연구는 기존의 혼재된 연구결과들과 비교해 볼 수 있는 의미 있는 실증적 과제라고 판단할 수 있다. 또한 본 연구는 CSR과 자본비용 간의 어떻게 영향하는지를 확인하고 자본시장에 미치는 영향에 대하여 살펴본 기존의 연구결과와 추가하여 의미 있는 실증결과를 제공해 줄 수 있을 것으로 판단된다. 이러한 맥락 하에서 본 연구는 기업의 사회적 책임 활동이 신용등급과 자본비용에 어떠한 영향을 미치는가에 대하여 실증적으로 분석하고자 한다.

2. 연구주제 및 결과

본 연구는 기업의 사회적 책임 활동이 신용등급과 자본비용 간의 어떠한 관련성을 존재하는가를 연구하고자 한다. 먼저, CSR 활동의 총계적인 측정을 위하여 한국기업지배구조원의 ESG 평가등급을 대용치(proxy)로 측정하여 명확하게 분석하고자 한다. 본 연구의 주제는 다음과 같다.

첫째, 본 연구는 신용등급을 평가할 때 CSR 활동이 유용한 정보로 사용되는가에 대해서 분석하였다. 이는 기업이 CSR 활동을 잘 실행되면 신용등급의 평가를 높이기 위하여 노력을 최선을 다할 수 있는 요인을 제공하는가에 대한 검토를 하는 것이다. 연구결과 ESG 평가등급이 높을수록 신용등급도 높게 평가되었다. 이는 기업이 CSR 활동을 잘 실행된다는 것이 신용등급 평가할 때 유리한 요인으로 반영되고 있음을 의미한다.

둘째, 본 연구는 기업의 사회적 책임 활동이 자본비용에 어떠한 영향을 미치는가를 분석하였다. 기업이 CSR 활동을 실행되면 자본시장에서 자본 조달할 때 기업이 부담되는 자본비용이 절감되는 요인을 제공하는 것에 대한 검토를 하는 것이다. 연구 결과는 ESG 평가등급과 자본비용이 유의한 음(-)의 관계성을 나타냈다. 이는 CSR 활동을 잘 실행하는 기업이 자본시장에서 유리한 정보로 반영되어 이해관계들의 요구수익률을 낮추는 요인으로 작용하여 자본비용을 감소시키는 것을 의미한다.

두 가설에 대한 분석의 결과는 기업의 사회적 책임 활동이 신용등급에 긍정적인 영향을 미친다는 것과 자본비용에 부정적인 영향을 미친다는 것을 제시하였다.

3. 연구의 범위와 방법

본 연구를 통하여 기업의 사회적 책임이 신용등급과 자본비용에 미치는 영향에 대한 실증 분석을 하였다. 본 연구에서는 한국 기업지배구조원에서 제공하는 ESG 평가 등급을 기준으로, 2011년부터 2013년까지 3년 동안 표본 선정 기준에 부합되는 2,220개 분석 자료로 활용하였다. 분석 자료는 실증 분석을 위한 표본 기업의 재무제표 자료는 KIS-VALUE에서 제공하는 것을 주로 입수하였고, 이외 관련된 감사법인과 감사의견에 대한 자료는 금융감독원 전자공시시스템(<http://dart.fss.or.kr>)에서 추출하였고, 기업의 사회적 책임 변수에 대한 자료는 한국기업지배구조원(<http://www.cgs.or.kr>)의 ESG 평가등급을 사용되었고, 또한 증시자금 조달상황에 대한 정보는 한국은행 경제통계시스템(<http://ecos.bok.or.kr>)에서 추출하였다. 이를 통해 기업의 사회적 책임이 신용등급과 자본비용에 미치는 영향을 분석 하는 것을 연구범위로 산정하였다.

이를 위하여 분석 자료의 기술통계량을 제시하고 독립변수 간의 상관관계를 점검한 후, 다변량 회귀분석을 실시하였다. 다변량 회귀분석에서 신용등급과 자본비용을 각각 종속변수로, ESG 평가 등급을 각각 독립변수로, 그리고 기업 규모(SIZE), 부채비율(DEBT), 체계적 위험(BETA), 유형자산 비중(PPE), 총자산이익률(ROA), 영업현금흐름(CFO), 당기순이익(NI), 당기순손실(LOSS), 감사품질(BIG), 감사의견(OPI) 통제변수로 활용하였다.

4. 연구의 구성

본 논문은 총 V장으로 구성되어 있으며, 연구의 흐름도는 다음의 <그림 1>과 같다.

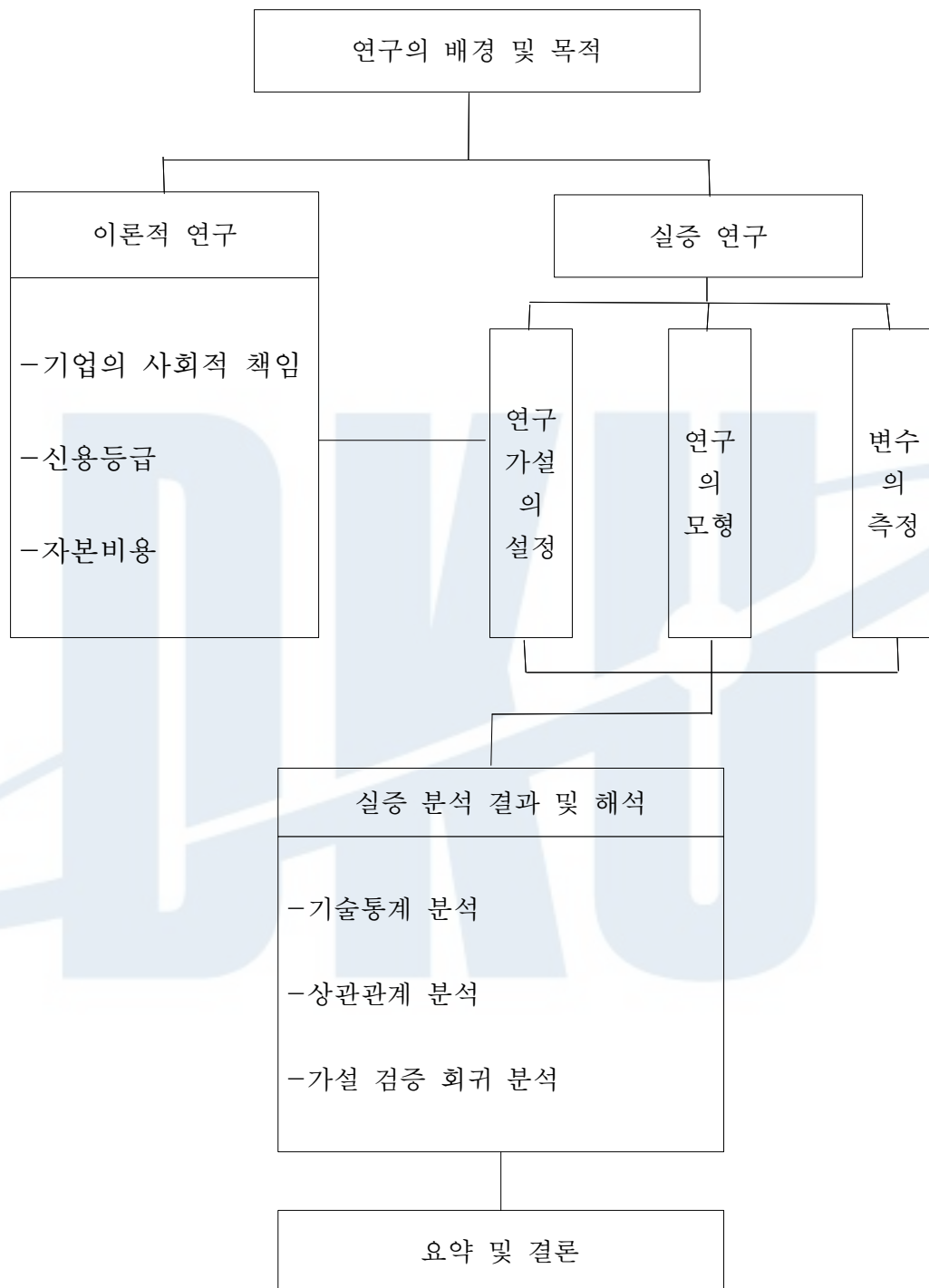
제 I 장에서는 연구의 배경 및 목적에 대해 서술한다. 또한 연구의 결과와 연구의 범위를 설명한다.

제 II 장에서는 본 연구의 이론적 기초가 되는 선행연구와 과거 연구했던 실증결과들을 제시한다. 세부적으로 기업의 사회적 책임의 이론적 내용을 설명하고 신용등급 및 자본비용과의 관련성으로 분류하여 정리하고 선행연구와의 차이점을 설명한다.

제 III 장에서는 연구의 가설과 실증분석을 위한 연구 모형을 설계한다. 선행 연구들과 차이점을 정리한다. 또한, 연구의 독립 변수, 종속변수, 그리고 기타 통제변수들의 측정 방법을 설명한다.

제 IV 장에서는 연구의 설정된 가설을 검정하기 위하여 실증분석을 수행하여 가설검정결과를 분석하고, 분석결과를 해석하여 설명한다.

제 V 장은 논문의 결론을 요약하고 본 연구의 공헌점과 한계점을 설명한다.



<그림 1> 연구 흐름도

II. 이론적 고찰

본 연구의 목적은 기업의 사회적 책임이 신용등급과 자본비용에 어떤 영향을 미치는 것을 검증하는 것이다. 이 목적을 위하여 본 장에서는 본 연구의 이론적 배경이 되는 기업의 사회적 책임의 개념과 선행연구를 정리하고자 하며, 기업의 사회적 책임에 관하여 신용등급과 자본비용의 관계를 검증한 선행연구들을 정리하였다.

1. 기업의 사회적 책임의 개념

기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility, 'CSR')에 대한 관심은 19세기 기업의 재량행위 확산 및 1920년대 중반 복지자본주의 개념의 등장과 함께 시작하였으며, 1930년대부터 1960년대 이전까지의 기간에서는 논의가 시작되었다(박상안 등, 2007). 학자들이 기업의 사회적 책임 활동에 대해 많이 연구해 왔지만, 아직도 정의를 명확하게 내리기는 어렵고 학자들로부터 다르게 해석되어 있다. 다음은 학자들에 의한 기업의 사회적 책임의 정의들을 정리한 것이다.

① Bowen (1953)

Bowen은 CSR에 대해 본격적인 논의가 이루어졌다. 사회가 지향하는 목표와 가치관을 수립하고 이를 바탕으로 의사결정을 하며 행동을 추구하는 것이 기업의 의무라 정의하였다.

② Ells and Walton (1961)

Ells and Walton은 기업이 경영활동을 진행하기 위해 문제를 발생할 때 적극적으로 해결함과 동시에 이해관계자들 사이에서 윤리원칙을 투명하게 준수하는 것이 CSR이라 정의하였다.

③ McGuire (1963)

McGuire는 CSR에 대해 경제적·법적인 의무뿐만 아니라 전체 사회에 대해 책임져야 하며, 기업이 사회에 대한 책임을 지는 형태로서의 기업의 사회봉사를 특히 강조하였다.

④ Friedman (1970)

Friedman은 CSR이란 기업의 주주 및 이해관계자들의 의사를 중요시하고 법과 윤리적 관행을 준수하며 최대의 이익을 창출하는 것으로 좁은 범위로 정의하였다.

⑤ Sethi (1979)

Sethi는 CSR에 대해 기업이 법률적, 경제적 의무를 넘어서 사회적 규범이나 가치, 그리고 사회적 기대와 조화를 이룰 수 있는 기업 행위라고 정의하였다.

⑥ Carroll (1979)

Carroll은 모형을 통하여 기업들이 가지는 사회적 책임을 경제적 책임, 법적 책임, 윤리적 책임, 자선적 책임의 4단계로 구성하였다. 먼저, 경제적 책임은 CSR의 4가지 책임 중 가장 중요한 제1의 기본적인 책임으로 기업은 사회에서 가장 기본이 되는 경제 단위로서 제품과 서비스를 생산, 공급할 책임을 가지고 경제적 성과의 기반 위에서 활동해야 하는 의미한다. 둘째, 법적 책임은 CSR 1단계의 경제적 책임을 수행하는 활동은 반드시 법률적 제도 내에서 행해져야 한다는 것이다. 셋째, 윤리적 책임은 법으로 규정하지는 못하지만 기업에게 사회의 구성원으로서 기대하는 행동과 활동을 의미하는 것으로 기업의 직접적인 경제적 성과와는 관련이 없는 기업의 도덕적 행동을 포함한다. 마지막으로, 자선적 책임은 기업의 경영 활동에 있어 규정화 하여 수행하는 활동이 아닌 기업 자체의 판단과 선택으로 행하는 자발적인 책임을 의미한다.

⑦ Petkus & Woodruff (1992)

Petkus & Woodruff은 CSR은 사회에 대한 최소한 해로움과 최대한 혜택을 창출하는 기업의 의향으로 주장하였다.

⑧ Frooman (1997)

Frooman은 CSR에 대해 이해관계자들의 부에 영향을 미칠 수 있는 기업 행위로 정의하고 있었다.

⑨ 신유근 (2001)

신유근은 CSR은 기업 활동으로 인해 발생하는 사회나 경제적 문제를 해결함으로써 기업의 이해관계자와 사회일반의 요구나 기대를 충족시켜 주어야 하는 기업행동의 규범적 체계이라고 정의하였다.

⑩ 신강균 (2008)

신강균은 CSR은 기업의 이익을 창출함에 동시에 환경을 생각하고 이타적인 사명감을 지녀야 한다고 제시하였다.

⑪ 이은경 (2011)

이은경은 기업이 생산, 판매만 진행할 뿐만 아니라 친환경성을 주목하고 공익에 대한 기부나 지원 등 사회적 책임 활동도 활발하게 한다고 설명하였다.

이와 같이 CSR에 대한 정의는 아직 명확하게 정의되지 못했지만, 박상안 등(2007)은 ISO 26000과 UN 글로벌 컴팩트 등 이러한 조직적으로 CSR을 규명한 기관의 정의를 다음 <표 1>과 같이 정리하였다. 이런 기관들의 정의를 바탕으로 보면, CSR은 종업원, 소비자, 지역사회, 환경 등 기업의 여러 이해관계자에 대한 법적 요구사항 이상의 자발적인 기업 활동으로 받아들여지고 있는 일련의 현상을 의미함을 말한다.

<표 1> 국제기관들의 기업의 사회적 책임에 대한 정의

| 국제기관명 | 기업의 사회적 책임의 정의 |
|----------------|---|
| 국제표준화기구(ISO) | 기업이 경제, 사회, 환경문제 등에 대한 기여를 통해 사람, 사회 전체에 혜택을 가져오는 것 |
| EU의 유럽위원회 | 기업이 경영활동에 있어 자발적으로 사회적, 환경적 관심을 통합시키는 것 |
| 경제협력개발기구(OECD) | 기업이 사회와의 공생관계를 성숙, 발전시키기 위하여 취하는 행동 |
| 국제노동기구(ILO) | 기업이 법적 의무를 넘어서 자발적으로 이해관계자에게 미치는 영향 |

자료 출처: 박상안 등(2007), 기업의 사회적 책임 중시 경영 .p.19에서 인용.

2. 기업의 사회적 책임에 관한 선행연구

기업의 사회적 책임에 관한 연구가 주로 기업의 재무성과나 기업 가치에 미치는 영향에 대한 주제다. 이에 관한 국외 선행연구들의 결과가 혼재되어 있다. 연구 결과를 대체적으로 보면 주로 세 가지로 나눌 수 있다. 첫 번째는 기업의 사회적 책임이 기업의 재무성과나 기업 가치에 대해 긍정적인 영향을 미친다고 주장하였다. 주장한 학자들이 다음과 같다.

① Posnikoff (1997)

Posnikoff는 CSR에 관련 정책공시와 초과이익률의 관계를 분석한 사건연구를 실시한 결과 CSR과 재무성과 간의 유의한 양(+)의 상관관계를 발견하였다.

② Margolis and Walsh (2003), Cheng et al. (2011), Dhaliwal et al. (2011) 등

CSR 성과가 좋은 기업은 그렇지 않은 기업보다 기업가치가 높다는 결과를 발표하였으며, CSR이 단기적으로 비용요인이지만 장기적으로는 기업의 명성을 높이고 이로 인해 매출을 증가시켜 비용을 낮추는 긍정적인 측면이 있다고 보고하였다.

두 번째는 기업의 사회적 책임이 기업의 재무성과나 기업 가치에 대해 부정적인 영향을 가진다고 주장하였다. 주장한 학자들이 다음과 같다.

① Pava and Krausz (1996)

Pava and Krausz은 CSR 활동과 기업가치의 관계를 검증하였다. 결과는 CSR 활동을 하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 추가적인 비용 발생으로 인해 결과적으로 이익이 감소하게 된다고 주장하였다.

② Barnea and Rubin (2006)

CSR 활동이 경영진이나 해당기업의 대주주의 사적 효익 추구를 위해 악용될 여지가 있는

만큼 이를 적절히 통제하지 않는다면 오히려 장기적인 기업 가치를 저해할 여지가 있다고 보고하고 있다.

세 번째는 기업의 사회적 책임이 기업의 재무성이나 기업 가치에 대해 영향이 없다고 주장하였다.

① McWilliams and Siegel (2001)

CSR 활동을 하는 기업은 원가는 높겠지만 동시에 수익이 증대될 수 있으며, 그렇지 않은 기업은 원가는 낮겠지만 낮은 수익을 실현할 것이므로 CSR 성과와 재무성과간의 관계는 중립적이라는 결과를 발표했다.

그 반대로 한국 국내 선행연구들의 결과가 대체 일치하다. 주로 기업의 사회적 책임이 기업의 재무성이나 기업 가치에 대해 긍정적인 영향을 미친다고 주장하였다.

① 박헌준 등 (2004)

1996년부터 2000년까지 5년간의 KEJI지수를 이용하여 환경보호 만족도 항목과 재무성과 변수간의 상관관계를 분석하였다. 연구 결과는 환경보호 만족도와 재무성과 간에 양(+)의 상관관계를 가진 것으로 보고하고 있다.

② 김창수 (2009)

연구에서는 어떤 특성을 가진 기업이 사회적 책임 활동에 적극적인가, 그리고 기업의 사회적 책임활동이 기업가치 증가에 기여하는가를 분석하였다. 연구 결과는 업력이 길고 사업 분야가 다각화 되어 있으며 코스피 200 지수에 포함되어 있고 수익성과 성장성이 높은 기업들, 그리고 지배구조가 양호한 기업들이 CSR 활동을 할 가능성이 높고 기업가치 증대효과도 더 큰 것으로 나타났다.

③ 황호찬 (2009)

회계가치 모형(Ohlson 1995; Barth et al. 1998)를 이용하여 2001년부터 2005년까지 5년간 경제정의연구소에서 발표하는 KEJI지수를 사용하여 기업의 사회적 책임의 가치를 검증하였다. 결과는 사회적 책임과 주식가치는 양(+)의 상관관계가 있음이 밝혀졌다. 또한 모형에 포함되어 있는 순자산, 순이익 및 매출도 통계적으로 유의하였다.

④ 장지인, 최현섭 (2010)

CSR 성과의 측정치로 한국경제정의연구소(KEJI)의 지수를 이용하여 1998년부터 2005년까지 8년간의 130개 기업을 대상으로 기업의 사회적 책임 활동의 성과가 재무성과와 체계적인 관련성을 가지는가에 대한 실증적인 분석하였다. 연구 결과는 기업의 사회적 책임활동 성과는 회계수익률(ROA)과 기업가치(토빈의 Q)와 양의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 그러나 기업의 사회적 책임 성과와 자본비용의 관계가 가설과는 반대로 양의 관계를 보여 주고 있다.

종합적으로 보면 기업의 사회적 책임에 관련한 국외의 선행연구 결과가 혼재되었지만 국

내 연구들 결과가 대체적으로 일치하다. 기업의 사회적 책임활동이 기업의 재무성과와 기업 가치에 대하여 모두 긍정적인 영향을 미친다는 것을 제시하였다.

3. 기업 사회적 책임과 신용등급에 관한 선행 연구

지금까지 선행연구에서는 기업의 성과나 기업 가치에 미치는 영향에 대해서는 실증연구가 많기는 반면, 기업의 사회적 책임과 신용등급에 관한 연구는 활발하게 진행되고 있지 않은 것이다. 주요 선행연구는 다음과 같다.

① 전홍민, 차승민 (2013)

2005년부터 2009년까지 5년간 코스닥시장과 유가증권시장에 상장기업 중에 사회적 책임 활동과 신용등급의 점수를 다 얻을 수 있는 259 개 기업/연도 관측치를 통해 분석하였다. 연구 결과가 CSR을 하는 수준이 높을수록 기업의 신용등급은 유의하게 높은 것으로 나타났다.

② 김선화, 정용기, 김원신 (2013)

2006년부터 2009년까지 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 실증적으로 분석하였다. 연구결과가 CSR 성과가 좋은 기업의 경우, CSR 성과가 지속적으로 유지된 기업의 경우, CSR 성과가 우수한 기업의 경우, 그리고 환경성과가 좋은 기업의 경우에는 그렇지 않은 기업보다 신용등급을 양호하게 평가받는 것으로 나타났다.

③ 황혜진 (2013)

2005년부터 2009년까지 한국증권거래소에서 상장된 기업 대상으로 CSR과 신용등급에 미치는 영향을 분석하였다. 연구 결과가 CSR 점수가 높을수록 신용등급도 높다고 하였다.

살펴본 바와 같이 기존 있는 기업의 사회적 책임과 신용등급에 관한 선행 연구가 미약하지만 결과가 전부 긍정적인 영향을 미치는 것으로 볼 수 있다. 또한, 기업의 사회적 책임에 관한 선행연구들에서는 기업의 사회적 책임과 재무성과, 기업가치 등 모두 긍정적인 관계가 있기 때문에 사회적 책임과 신용등급 간의 양(+)의 관계가 신용등급 결정에 영향력을 줄 것으로 예상할 수 있다. 따라서 본 연구에서는 기업의 사회적 책임과 신용등급 간의 관계는 양(+)의 상관관계를 예상할 수 있다.

4. 기업 사회적 책임과 자본비용에 관한 선행연구

자본비용(Cost of Capital)은 기업이 새로운 투자나 경영을 위해서 필요한 자금을 주식, 채권 등을 발행하여 조달받은 자본을 사용하는 대가로 자본제공자에게 지급하는 비용을 자본비용이라고 한다. 이러한 자본비용은 투자자들이 제공한 자본에 대하여 요구되는 최소한의 요구수익

률(required rate of return)과 동일한 의미를 갖게 된다(박준령, 2011).

기존의 기업의 사회적 책임과 자본비용에 관한 선행연구는 주로 기업의 사회적 책임활동과 자기자본비용의 관계 및 기업의 사회적 책임활동과 타인자본비용의 관계로 나눈다.

우선 기업의 사회적 책임과 자기자본비용에 관한 선행연구를 보면 다음과 같다.

① Ghoul et al. (2011)

CSR 활동이 내재자본비용에 영향을 미치는가를 분석하였다. CSR의 점수가 높을수록 내재자본비용이 낮다는 결과를 제시하였다.

② 천미림 (2012)

CSR을 하는 기업을 대상으로 CSR과 자기자본비용 간의 관계를 분석했다. 분석 결과에 따르면 CSR을 하는 기업과 그렇지 않은 기업의 자기자본비용에 유의한 차이가 있다. CSR을 하는 기업의 자기자본비용이 더 낮은 것으로 나타났다. 또한 CSR의 수준이 높을수록 자기자본비용은 감소하는 것으로 나타나 사회적 책임정보가 자기자본비용을 감소시키는 것을 확인하였다.

③ 이윤경, 고종권 (2012)

2000년부터 2009년까지 유가증권 상장기업을 대상으로 CSR과 내재자본비용간의 관계를 검증하였다. 분석 결과가 우수한 CSR 활동을 하는 기업은 그렇지 않은 기업보다 내재자본비용이 낮은 것으로 나타났다. 둘째, CSR 활동이 내재자본비용에 미치는 음(-)의 효과는 기업집단에 속하지 않는 기업이 기업집단에 속하는 기업보다 더 큰 것으로 나타났다.

다음에는 기업의 사회적 책임과 타인자본비용에 관한 선행연구를 보겠다.

① 고영우, 이세철 (2012)

2000년부터 2009년까지 유가증권 거래소에 상장된 기업들의 4,148개 표본을 이용하여 자본시장에서 정보비대칭성이 높은 경우 타인자본비용이 높아짐을 확인하였다.

② 한정희, 남화영 (2013)

타인자본 의존도가 높은 기업일수록 사회적 책임활동을 수행하였을 때 타인자본비용을 낮추지 못하고 기업규모가 높은 기업 또한 사회적 책임활동이 타인자본 비용의 감소로 이어지지 못한다고 주장하였다.

③ 나영, 임옥빈, 김명서 (2013)

기업지배구조원에서 매년 발표하는 ESG 평가등급을 이용해 타인자본비용과의 관련성을 살펴보았으며 ESG 평가등급이 높은 기업일수록 타인자본비용이 낮은 것으로 나타났다.

이상의 선행연구에 따르면 자본비용은 기업의 사회적 책임과 매우 높은 관련성이 있음이 보고되었다. 본 논문에서는 기업의 사회적 책임과 자본비용의 관계는 음(-)의 상관관계를 예상할 수 있다.

선행연구들은 사회적 책임활동과 신용등급의 관련성, 사회적 책임활동과 자본비용의 관련

성 등의 개별적 주제도 다루어졌으며, 일관된 결과가 보고되지 않는지라, 본 연구는 이러한 주제를 관련지어 사회적 책임이행수준이 신용등급과 자본비용에 영향을 미치는지 알아보고자 한다.

5. 선행연구와의 차이점

본 연구는 기업의 사회적 책임이 신용등급과 자본비용에 미치는 영향을 분석하기 위하여 실증연구를 실행하는 논문이다. 따라서 기업의 사회적 책임이 정보비대칭과 정보위험을 완화하여 기업의 신용등급에 유리한 신호효과로 작용하는지 여부와 개선된 기업의 사회적 책임이 실제 자본시장에서 자본비용에 영향을 주는 정보로서 가치가 있는가를 살펴보고자 한다. 이전 연구들은 기업의 사회적 책임과 신용등급에 미치는 영향을 조사하거나 기업의 사회적 책임이 자본비용에 미치는 영향을 조사하였다. 선행연구와 본 연구의 차이점은 다음의 세 가지로 요약될 수 있다.

첫째, 본 연구는 기업의 사회적 책임 활동과 신용등급의 관련성을 알아보는데 있다. 선행연구는 기업의 사회적 책임의 대용치(proxy)로 경제정의지수(KEJI)를 이용하여 연구를 수행하였다. 그러나 본 연구는 보다 폭넓은 요인을 반영한 한국기업지배구조원의 ESG 평가등급을 이용하여 기업의 사회적 책임 변수의 측정오차에 발생하는 오류를 최소화하여 분석을 수행하였다.

둘째, 본 연구는 기업의 사회적 책임 활동과 자본비용의 관련성을 알아보는데 있다. 선행연구는 자본비용과 관련하여 주로 타인자본비용과 자기자본비용을 중심으로 논의가 이루어져 왔다. 그러나 기업이 자본시장에서 자본조달시 부담하는 자본비용은 타인자본만을 의미하는 것이 아니라 자기자본비용을 포함한 총자본비용을 의미하므로 본 연구는 가중평균자본비용(WACC : Weighted Average Cost of Capital)을 사용하여 자본비용의 대용치(proxy)로 연구를 수행하고자 한다.

셋째, 선행연구는 기업의 사회적 책임과 신용등급의 관련성, 기업의 사회적 책임과 자본비용의 관련성 혹은 신용등급과 자본비용의 관련성에 대한 분석이 주로 이루어졌다. 본 연구는 기업의 사회적 책임과 신용등급, 그리고 기업의 사회적 책임과 자본비용의 관계성을 분석하는 연구를 수행하고자 한다.

III. 연구방법

1. 가설 설정

선행연구에 따르면 기업의 사회적 책임은 대체적으로 기업의 재무성과와 기업 가치와 긍정적인 영향을 미치는 것을 나타낸다. 최근 기업의 사회적 책임에 대한 기업의 인식변화에 따라 기업이 사회적 책임 활동을 활발히 수행하는 궁극적인 목적은 지속성장성을 이루고자 하고 미래현금흐름의 창출능력을 증가시키는 것이다. 따라서 신용평가기관에서도 기업에 대한 신용평가 시 비재무적 요인으로서 기업의 사회적 책임을 중요시한다.

본 연구의 첫 번째 목적은 기업의 사회적 책임이 신용등급에 미치는 영향을 분석하는 것이다. 선행연구는 CSR 성과가 좋은 기업의 경우, CSR 성과가 지속적으로 유지된 기업의 경우, CSR 성과가 우수한 기업의 경우, 그리고 환경성과가 좋은 기업의 경우에는 그렇지 않은 기업보다 신용등급을 양호하게 평가받는 것으로 나타났다. 따라서 본 연구는 기업의 사회적 책임과 신용등급의 관계가 양(+)의 관련성을 예상되므로, 가설 1을 설정한 것이 다음과 같다.

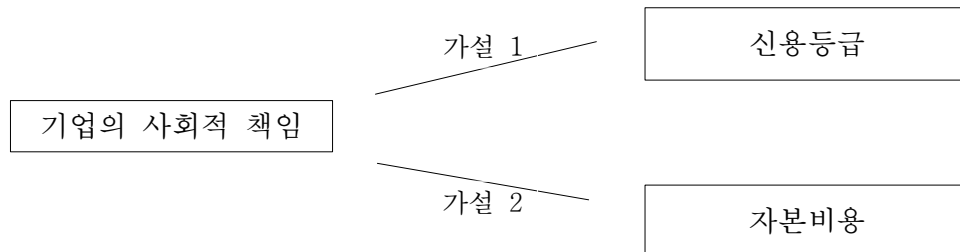
가설 1: 기업의 사회적 책임 활동 실행 수준이 신용등급에 양(+)의 영향을 미칠 것이다.

본 연구의 두 번째 목적은 기업의 사회적 책임이 자본비용에 미치는 영향을 분석하는 것이다. 일반적으로 자본시장은 외부이해관계자와 기업 간의 정보비대칭 문제가 존재하는데 기업의 정보가 외부이해관계자들에게 제공되면 정보비대칭이 감소하여 외부자금조달비용이 감소되어 기업의 경제적 성과가 높아질 수 있다(Bushman and Smith, 2001; 2003). Barnea and Rubin은 대리인이론의 관점에서 경영자가 개인적인 명성을 높이거나 사적 효익을 얻게 하기 위해 사회적 책임 지출을 적정 수준 이상으로 과도하게 지출하면, 주주와 경영자 간의 대리인 갈등으로 인하여 대리인 비용이 발생하고 기업가치가 감소한다고 주장하였다(Barnea and Rubin, 2006). 기업의 사회적 책임 활동을 잘 실행하면 투자자의 추가적인 정보탐색 비용이 감소되며 채무자에 대한 대리인비용이 절감되기 때문에 자본비용이 감소할 것이다. 따라서 본 연구는 기업의 사회적 책임과 자본비용 간에 음(-)의 관련성을 예상되므로, 가설 2를 설정한 것이 다음과 같다.

가설 2: 기업의 사회적 책임활동 실행 수준이 자본비용에 음(-)의 영향을 미칠 것이다.

다음의 <그림 2>는 본 연구의 전체 연구 가설인 기업의 사회적 책임 활동이 신용등급과

자본비용에 미치는 영향을 도식화 한 것이다.



<그림 2> 전체 연구 가설

2. 연구모형

본 연구는 기업의 사회적 책임이 신용등급과 자본비용에 미치는 영향을 분석한다. 이와 관련하여 먼저 기업의 사회적 책임이 신용등급에 미치는 영향에 대한 가설 1을 검증하기 위하여 다음의 모형식(1)을 설정하였다.

$$\text{Rank}_{t+1} = \alpha + \text{ESG}_t + \text{NI}_t + \text{SIZE}_t + \text{DEBT}_t + \text{CFO}_t + \text{LOSS}_t + \text{BIG}_t + \text{YD} + \text{ID} \quad (1)$$

여기서,

Rank_{t+1} = t+1년도 신용평점

ESG_t = t년도 기업지배구조, 사회, 환경 통합평가등급

NI_t = t년도 당기순이익/평균 총자산

SIZE_t = t년도 기업규모(총자산의 자연로그 값)

DEBT_t = t년도 부채비율(총부채/총자산)

CFO_t = t년도 영업현금흐름(영업활동으로 인한 현금흐름/총자산)

LOSS_t = t년도 당기순손실을 보고한 경우 1, 아니면 0인 더미변수

BIG_t = t년도 감사품질(감사인 Big 4제휴법인이면 1, 아니면 0)

YD = 연도별 더미변수(특정연도에 속하면 1, 아니면 0)

ID = 산업별 더미변수

식(1)의 종속변수는 차기의 신용평점이며, 독립 변수는 당기의 ESG 평가등급이다. 통제변수로 선정된 변수는 선행연구에 기초하여 신용등급에 영향을 미칠 수 있는 변수들을 모형식에 포함하였다.

다음으로 기업의 사회적 책임이 자본비용에 미치는 영향에 대한 가설2를 검증하기 위하여 다음의 모형식(2)을 설정하였다.

$$\begin{aligned} WACC_{t+1} = & \alpha + ESG_t + SIZE_t + DEBT_t + PPE_t + BETA_t \\ & + ROA_t + OPI_t + YD + ID \end{aligned} \quad (2)$$

여기서,

$WACC_{t+1}$ = t+1년도 가중평균자본비용

ESG_t = t년도 기업지배구조, 사회, 환경 통합평가등급

$SIZE_t$ = t년도 기업규모(총자산의 자연로그 값)

$DEBT_t$ = t년도 부채비율(총부채/총자산)

PPE_t = t년도 유형자산 비중(유형자산/총자산)

$BETA_t$ = t년도 시장모형으로 추정된 체계적 위험

ROA_t = t년도 총자산이익률(당기순이익/총자산)

OPI_t = t년도 감사의견(적정이면 1, 아니면 0)

YD = 연도별 더미변수(특정연도에 속하면 1, 아니면 0)

ID = 산업별 더미변수

식(2)의 종속변수는 차기의 가중평균자본비용(WACC)이며, 독립변수는 ESG 평가등급이다. 통제변수는 선행연구에서 자본비용에 유의한 영향을 미치는 변수들로 선정하였다.

3. 변수의 측정

연구모형식에서 제시한 본 연구의 주요변수는 바로 기업의 사회적 책임, 신용등급, 그리고 자본비용이다. 이상의 주요변수와 기타 통제변수를 측정하는 것은 다음과 같다.

3.1 기업의 사회적 책임의 측정

본 연구에서는 주요한 관심변수인 기업의 사회적 책임은 한국기업지배구조원의 ESG 평가 등급을 이용하여 분석을 수행하였다. 한국기업지배구조원은 한국 상장기업의 사회적 책임을 제고하고 그 활동을 촉진하는 한편, 투자자들의 책임투자를 활성화시키기 위하여 독자적인 ESG 평가모형을 개발하였다. ESG 모형은 기업의 사회적 책임에 대한 국제적인 흐름에 부합하고 근로자, 지역사회, 환경 등 다양한 부문의 이해관계를 반영하고자, 그 동안 실시해 오던 “지배구조(G) 평가”에 “사회(S) 평가”, “환경(E) 평가”를 추가하는 평가 모형이다. 본 모형의 목적은 ISO 26000 등의 국제표준에 따라 한국기업의 특성을 고려한 한국형 평가모형으로서 사회적 책임경영에 대한 원칙 및 기준에 대한 정보를 제공하는 것이다. ESG 평가는 한국 상장기업들의 지속가능한 발전을 도모하고 촉진시키기 위하여 기존의 지배구조평가에 사회, 환경부문의 평가를 보완한 것이다. 본 연구에서는 기업의 사회적 책임 측정과 관련하여 보다 넓은 평가에 따른 한국기업지배구조원의 ESG 평가등급을 사용하여 분석을 수행하고자 한다. 한국기업지배구조원의 ESG 평가등급은 지난 2002년부터 매년 상반기에 전체 상장법인에 대하여 사업보고서 등 각종 공시자료를 바탕으로 지배구조에 대한 평가를 실시하고 있다. 평가는 다음의 <표 2>의 5 가지 부분으로 구성되어 있다.

<표 2> ESG의 평가 항목

| ESG 평가 항목 | 분류 | 중분류 |
|-----------|--------|--|
| 지배구조(G) | 주주권리보호 | 주주권리의 보호 및 행사편의성 소유구조 특수관계인과의 거래 |
| | 이사회 | 이사회의 구성 이사회의 운영, 평가 및 보상 |
| | 공시 | 공시일반 홈페이지 공시 |
| | 감사기구 | 감사기구 일반 |
| | 경영과실배분 | 경영과실배분 일반 |
| 사회(S) | 근로자 | 고용 및 근로조건 노사관계 직장 내 안전 및 지원 인력개발 및 지원 직장 내 기본권 |

| | | |
|-------|-----------|--|
| | 협력사 및 경쟁사 | 공정거래 부패방지 사회적 책임 촉진 |
| | 소비자 | 소비자와의 공정거래 소비자 안전 및 보건 소비자 개인정보 보호 소비자와의 소통 |
| | 지역사회 | 지역사회 참여 지역경제 발전 지역사회와의 소통 |
| 환경(E) | 환경전략 및 조직 | 최고경영자의 의지 환경전략과 방침 환경조직 문화 환경조직 체계 |
| | 환경경영-관리 | 목표 및 계획수립 환경회계 환경성과 관리 환경감사 |
| | 환경경영-활동 | 공급망 관리 청정생산시스템 환경위협관리 |
| | 환경성과 | 자원 기후변화 환경오염 및 규제대응 친환경제품 및 서비스 |
| | 이해관계자 대응 | 환경보고 이해관계자 대응 활동 |

자료출처 : 한국기업지배구조원 홈페이지(www.cgs.or.kr) 수정인용, 2016년.

<표 2>에서는 ESG 평가등급과 등급이 가지는 의미를 제시하였다. 본 연구는 ESG 통합 정량평가 총점과 ESG 부문별 총점을 사용하여 연구하였다.

<표 3> ESG의 평가 등급

| 등급 | 등급의 의미 |
|----|--|
| S | 환경, 사회, 지배구조 모범기준이 제시한 지배구조 체계를 매우 충실히 갖추고 있으며, ESG 리스크로 인한 주주가치 훼손의 여지가 매우 적음 |
| A+ | 환경, 사회, 지배구조 모범기준이 제시한 지배구조 체계를 충실히 갖추고 있으며, ESG 리스크로 인한 주주가치 훼손의 여지가 상당히 적음 |
| A | 환경, 사회, 지배구조 모범기준이 제시한 지배구조 체계를 적절히 갖추고 있으며, ESG 리스크로 인한 주주가치 훼손의 여지가 적음 |
| B+ | 환경, 사회, 지배구조 모범기준이 제시한 지배구조 체계를 갖추기 위한 노력이 다소 필요하며, ESG 리스크로 인한 주주가치 훼손의 여지가 다소 있음 |
| B | 환경, 사회, 지배구조 모범기준이 제시한 지배구조 체계를 갖추기 위한 노력이 다소 필요하며, ESG 리스크로 인한 주주가치 훼손의 여지가 있음 |
| C | 환경, 사회, 지배구조 모범기준이 제시한 지배구조 체계를 갖추기 위한 노력이 절대적으로 필요하며, ESG 리스크로 인한 주주가치 훼손의 여지가 큼 |
| D | 환경, 사회, 지배구조 모범기준이 제시한 지배구조 체계를 거의 갖추지 못하여 ESG 리스크로 인한 주주가치 훼손이 우려됨 |

자료출처 : 한국기업지배구조원 홈페이지(www.cgs.or.kr) 수정인용, 2016년.

3.2 신용등급의 측정

신용등급(Credit Ratings)이란 기업이 회사채나 기업어음(CP)을 발행할 때 발행금리에 영향을 미치는 중요한 요인으로 작용하는데 투자 및 거래에 있어서 중요한 판단기준으로 활용된다. 국제적으로는 미국의 Moody's, S&P, 영국의 Fitch IBCA 등이 공인되는 신용평가기관이 있다. 한국 국내에서도 대표적인 한국기업평가(주), 한국신용평가(주), 그리고 NICE신용평가(주) 3사가 있다.

본 논문에서 신용등급의 측정 변수는 한국 신용평가에서 제공하는 KIS 신용평점을 이용하였다. 아래의 <표 4>은 신용평가모형을 통해 점수화된 항목들에 대한 설명 및 등급을 나타낸 것이다.

<표 4> 신용평점의 등급

| 등급 체계 | | | 등급 정의 | Moody's | S&P |
|-------------|-------------|---|--|--------------|-------------|
| 최 상 급 | 1 등 급 | 97.5 ~ 100 최우수 (extremely strong) | 차입금 상환능력이 최상이다. 최소의 신용위험을 가지며, 최고의 신용 상태이다. 매우 건실한 재무구조를 가지고 있으며, 향후 재무상태가 악화될 전망이 희박하다. | Aaa | AAA |
| | 2 등 급 | 92.5 ~ 97.5 우량 (very strong) | 차입금 상환능력이 매우 우수하다. 매우 낮은 신용위험을 가지며, 매우 높은 신용 상태이다. 건실한 재무구조를 가지고 있으며, 향후 재무상태가 악화될 전망은 거의 없다. | Aa1 Aa2 | AA+ AA |
| | 3 등 급 | 85 ~ 92.5 우수 (strong) | 경제적인 악조건이 지속될 경우 위험에 노출될 수 있으나, 이로 인한 차입금 상환 능력에 커다란 문제는 발생하지 않을 것이다. 낮은 신용위험을 가지며, 우수한 신용상태이다. 현재 재무구조는 건실하지만, 향후 재무상태가 악화될 가능성도 적게나마 존재한다. | Aa3 | AA- |
| 중 급 | 4 등 급 | 75 ~ 85 양호 (good) | 차입금 상환능력은 양호하지만, 장기적인 관점에서는 차입금 상환능력이 다소 저하될 가능성이 있다. 비교적 낮은 신용 위험을 가지며, 양호한 신용 상태이다. 현재 재무구조는 건실하지만, 향후 재무상태가 악화될 가능성도 존재한다. | A1 A2 | A+ A |
| | 5 등 급 | 65 ~ 75 보통 (adequate) | 차입금 상환능력은 보통 수준이며, 장기적인 관점에서 경제 환경 악화 시 차입금 상환능력이 저하될 가능성이 있다. 평균적인 신용 위험을 가지며, 신용상태도 보통 수준이다. 현재 재무구조는 건실한 편이지만, 환경 변화에 따라 재무상태가 악화될 수 있다. | A3 | A- |
| | 6 등 급 | 50 ~ 65 미흡 | 차입금 상환능력은 당장은 문제가 되지 않으나, 장기적인 관점에서 취약해질 가능성이 높은 편 | Baa1 Baa2 | BBB+ BBB |

| | | | | | |
|-----|---------|---|--|----------------|----------------|
| | 급 | (less vulnerable) | 이다. 감수할 수 있는 신용위험을 가지며, 신용상태는 다소 제한적이다. 경제 환경이나 상황의 변동에 따라 재무구조도 다소 가변적이다. | | |
| 하 급 | 7 등급 | 33 ~ 50 요주의 (more vulnerable) | 차입금 상환능력이 가변적일 수 있으며, 미래 차입금 상환능력도 의심스럽다. 비교적 높은 신용위험을 가지며, 신용상태는 매우 제한적이다. 경제 환경이나 상황의 변동에 따라 재무구조도 가변적이다. | Baa3 | BBB- |
| 불량 | 8 등급 | 15 ~ 33 (currently vulnerable) | 차입금 상환능력이 매우 낮은 수준이며, 부실화될 가능성이 높은 편이다. 주의를 요구하는 신용상태이며, 부실징후를 보이고 있다. 잠재적 부실화 요인을 가지고 있으며, 그에 따라 차입금 상환능력이 지속적으로 저하될 가능성이 높다. | Ba B Caa | B CCC CC |
| | 9 등급 | 5 ~ 15 (currently highly vulnerable) | 부실화 요인이 가시화되고 있으며, 최종적으로 부도가 발생할 가능성이 매우 높다. 매우 높은 신용위험을 가지고 있다. 지속적인 부실화 과정을 겪으면서 회사의 자생력이 크게 상실되어 있으며, 자구적 노력뿐만 아니라 채권자 등 외부로부터의 적극적인 도움 없이는 정상업체로 회복될 가능성이 매우 낮다. | Ca | C |
| | 10 등급 | 0 ~ 5 (extremely vulnerable) | 채무상환능력의 상실로 원리금 회수가 거의 불가능하며, 회생 가능성도 전무한 상태이다. 가장 높은 수준의 신용위험을 가지며, 최악의 신용상태이다. | C | D |
| | Default | | 실제 부도 등급 | | |

자료출처: KIS 신용평점, NEW KIS-VALUE, 2014.10.

3.3 자본비용의 측정

본 연구에서 사용하는 자본비용은 한국신용정보에서 제공하는 가중평균자본비용(WACC)으

로 측정하는 것이다. 자본시장에서 기업이 자본조달이므로 발생하는 자본비용은 주식발행에서 발생하는 자기자본비용과 채권을 통한 타인자본비용으로 구분되기 때문에 기업의 이해관계자는 투자목적에 따라 채권자나 주주의 형태로 구분된다. 따라서 이들 양자의 이해관계가 자본시장에 반영된 자본비용은 가중평균자본비용으로 측정하는 것이 타당할 것이다(박준령, 2011). 이러한 맥락에서 자본비용의 측정은 보다 많은 정보를 반영할 수 있는 한국신용정보에서 제공하는 자본비용 자료를 사용하는 것이 최선의 측정치로 볼 수 있다.

$$\text{WACC(가중평균자본비용)} = \text{타인자본비용} * \text{타인자본비중} \\ + \text{자기자본비용} * \text{자기자본비중}$$

여기서, 타인자본비용은 총금융비용(이자비용 + 사채이자 + 사채상환손실 - 사채상환이익 + 건설자금이자)을 평균이자발생부채(단기사채 + 단기차입금 + 유동성장기부채 - 기타유동성장기부채 + 장기사채 + 금융리스부채 + 장·단기유동화채무 + 정리 및 화의채무)로 나누어서 산출하며, 자기자본비용은 CAPM(무위험이자율 + 베타 x 시장위험프리미엄)을 사용하여 산출하며 이때 무위험이자율은 3년 만기 국고채 연평균수익률을 사용하고 시장위험프리미엄은 많은 논문에서 인용되는 대로 3.3%를 사용한다. 베타는 기준수익률의 변동에 대비해 특정 기업의 수익률이 어느 정도 변동되는지를 나타내는 것으로 기준수익률은 EWI(단순평균주가지수)수익률을 사용한다. 가중평균시에는 타인자본의 경우 평균이자발생부채의 장부 가치를, 자기자본의 경우 보통주와 우선주의 연평균시가총액을 사용한다(자료출처: 가중평균자본비용, NEW KIS-VALUE, 2014.10).

3.4 기타통제변수의 측정

본 연구에서 통제변수는 기업 규모(SIZE), 부채비율(DEBT), 체계적 위험(BETA), 유형자산 비중(PPE), 총자산이익률(ROA), 영업현금흐름(CFO), 당기순이익(NI), 당기순손실(LOSS), 감사 품질(BIG), 감사의견(OPI)이다.

먼저 기업규모(SIZE)는 총자산액에 자연로그를 취하여 측정하며, 선행연구에 의하면 기업 규모가 큰 기업들이 CSR 활동을 보다 활발히 수행하는 것으로 보고하고 있다(정용기 2012). 그러나 대규모기업의 CSR 활동은 정치·사회적으로 요구되는 기업 환경에 따른 지출로 볼 수 있으며, 이는 결국 기업 내에서는 투자가 아니라 비용으로 간주 될 가능성이 존재한다. 또한 규모가 큰 기업일수록 공시된 정보가 많기 때문에 정보비대칭성으로부터 유발되는 위험이 낮은 것으로 알려져 있다. 따라서 기업규모가 클수록 지속적으로 성장을 하는 기업이며, 기업규모가 작은 기업보다 상대적으로 파산의 위험 즉, 채무불이행정도가 낮을 것으로

판단되어 이는 신용등급(RANK)과 양(+)의 관계를 가질 것으로 예상된다. 그리고 기업규모가 클수록 파산위험이 적고, 자금조달비용에 있어서도 규모의 경제가 작용하므로 자본비용(WACC)과 음(-)의 관계를 가질 것으로 예상된다.

부채비율(DEBT)과 체계적 위험(BETA)은 기업위험에 대한 통제변수로 선행연구(김병호 2011)에 따르면 신용등급(RANK)과 기업위험은 음(-)의 관련성이 예측되며, 자본비용(WACC)과는 양(+)의 관련성이 예상된다(Fernando et al. 2008, Hope et al. 2008).

유형자산 비중(PPE)은 기업의 담보제공가능자산을 의미하며 자본비용(WACC)과는 음(-)의 관련성이 예상된다.

총자산이익률(ROA)은 수익성에 대한 통제변수로 수익성이 높을수록 채무불이행 위험이 감소하여 자본비용(WACC)과는 음(-)의 관련성이 예상된다.

영업현금흐름(CFO)은 기업의 현금흐름을 나타내는 변수로 현금흐름이 높을수록 채무불이행의 위험이 낮아져 신용등급(RANK)과 양(+)의 관련성이 예상된다.

당기순이익(NI)과 당기순손실(LOSS)은 기업 주가평가의 기본적 지표로 당기순이익이 높다는 것은 해당 기업의 경영실적이 양호하며 채무불이행 위험이 감소하여 신용등급(RANK)과 양(+)의 관계가 예상되고 당기순손실이 높으며 채무불이행 위험이 증가하여 신용등급(RANK)과 음(-)의 관계가 예상된다.

감사품질(BIG)과 감사의견(OPI)은 감사특성과 감사품질에 대한 통제변수로 고품질의 감사인은 보다 정교한 감사절차로 피감사기업의 재무제표의 신뢰성을 부여하여(박준령, 2011) 신용등급(RANK)과 관련하여 양(+)의 관계를, 자본비용(WACC)과 음(-)의 관계가 예상된다.

마지막으로 특정연도와 특정산업이 신용등급과 자본비용에 미치는 영향을 통제하기 위하여 연도더미(YD)와 산업더미(ID)를 통제변수에 포함하였다.

이상의 변수의 측정 결과를 정리하고 다음 <표 5>와 같다.

<표 5> 각 변수의 측정

| 모형 1의 변수 | 기대부호 | 모형 2의 변수 | 기대부호 |
|----------|------|----------|------|
| RANK | + | WACC | - |
| ESG | + | ESG | + |
| SIZE | + | SIZE | - |
| NI | + | DEBT | + |
| DEBT | - | PPE | - |
| CFO | + | BETA | + |
| LOSS | - | ROA | - |
| BIG | + | OPI | - |

4. 표본선정

본 연구는 기업의 사회적 책임의 대용치(proxy)로 한국기업지배구조원의 ESG 평가 등급을 독립변수로 설정하여 가설에 대한 실증 분석을 하고자 한다. 가설을 충족시키는 대상을 표본으로 선정하고자 하기 위하여 본 연구에서 사용한 표본은 2011년 ~ 2013년에 KOSPI 상장 기업들과 KOSDAQ 상장 기업들을 대상으로 다음과 같은 조건을 만족시키는 기업을 선정하였다.

<표본 선정 기준>

- (1) 한국기업지배구조원의 ESG 평가등급이 공시된 기업
- (2) 결산일이 12월 31일인 기업
- (3) 금융업에 속하지 않은 기업
- (4) 자본잠식이 없는 기업
- (5) 한국신용평가의 KIS-VALUE에서 재무자료가 이용 가능한 기업
- (6) 금융감독원의 전자공시시스템에서 자료가 이용 가능한 기업

본 연구의 분석기간은 2011년부터 2013년까지의 3년간으로 하였다. 실증 분석을 위한 표본 기업의 재무제표자료와 감사법인과 감사의견에 대한 자료는 각각 한국신용평가의 KIS-VALUE와 금융감독원 전자공시시스템(<http://dart.fss.or.kr>)에서 추출하였고, 기업의 사회적 책임 변수에 대한 자료는 한국기업지배구조원(<http://www.cgs.or.kr>)의 ESG 평가등급을 사용되었고, 또한 증시자금 조달상황에 대한 정보는 한국은행 경제통계시스템(<http://ecos.bok.or.kr>)에서 추출하였다. 이상의 조건을 만족하는 KOSPI 상장 기업들과 KOSDAQ 상장 기업들의 전체 표본은 총 2,220개이다. 구체적인 표본의 구성은 <표 6>에 제시되어 있다.

<표 6> 표본 기업 수

| 산업 | 전체 | | KOSPI | | KOSDAQ | |
|----------|-------|------|-------|------|--------|------|
| | 빈도수 | 백분율 | 빈도수 | 백분율 | 빈도수 | 백분율 |
| 제조업 | 1,328 | 60% | 1,070 | 60% | 258 | 59% |
| 건설업 | 40 | 2% | 36 | 2% | 4 | 1% |
| 도매 및 소매업 | 89 | 4% | 63 | 8% | 26 | 6% |
| 서비스업 | 287 | 13% | 156 | 20% | 131 | 30% |
| 기타 | 476 | 21% | 458 | 10% | 18 | 4% |
| 합계 | 2,220 | 100% | 1,783 | 100% | 437 | 100% |

IV. 실증분석 결과

1. 기술통계분석

<표 7>과 <표 8>은 본 연구의 가설1과 가설 2의 표본에 대한 기술 통계량을 나타낸 것이다. <표 7>은 KOSPI 기업 표본의 기술 통계량으로 나타났다. <표 7>을 보면 KOSPI 기업 표본 총수는 1,783개 있고 t년도의 신용등급과 관련하여 신용평점(RANK)의 평균(중위수) 및 자본비용과 관련하여 가중평균자본비용의 평균(중위수)은 각각 5.2445(5.0000)과 5.5808(5.5445)이며 표준편차는 2.0203, 1.6985로 나타났다. 독립변수인 기업의 사회적 책임과 관련하여 ESG 평가등급의 평균(중위수)은 0.3137(0.3011)이며 표준편차는 0.1352로 나타나 평균과 중위수가 전부 큰 차이가 없었다. 통제변수의 경우, 기업규모(SIZE)의 평균(중위수)은 23.2744(23.0654)이며 표준편차는 1.3313로 나타났다. 부채비율(DEBT)의 평균(중위수)은 0.4388(0.4338)로 나타나고 표준편차는 0.2186이었다. 당기순이익(NI)과 당기순손실(LOSS)의 평균(중위수)은 각각 0.0158(0.0258), 0.2012(0.3166)이며 표준편차는 0.1035, 1.2012로 나타났다. 영업 현금흐름(CFO), 유형자산 비중(PPE)과 총자산이익률(ROA)의 평균(중위수)은 0.0435(0.0398), 0.0954 (0.0344), 0.0158(0.0258)이며 표준편차는 각각 0.0769, 0.1363, 0.1035로 나타났다. 체계적 위험(BETA), 감사품질(BIG)과 감사의견(OPI)의 평균(중위수)은 각각 0.7226(0.6817), 0.7622(1.0000), 0.8741(1.0000)이며 표준편차는 각각 0.4050, 0.4421, 0.6232로 나타났다.

<표 7> KOSPI 기업 표본의 기술 통계량

| 변수 | 표본수 | 평균 | 중위수 | 표준편차 | 최소값 | 최대값 | t-검증 |
|---------------------|-------|---------|---------|--------|---------|---------|-----------|
| RANK _{t+1} | 1,783 | 5.1638 | 5.0000 | 2.0376 | 4.0000 | 7.0000 | -4.212*** |
| RANK _t | 1,783 | 5.2445 | 5.0000 | 2.0203 | 4.0000 | 7.0000 | -3.912*** |
| ESG | 1,783 | 0.3137 | 0.3011 | 0.1352 | 0.2111 | 0.3711 | -8.272*** |
| NI | 1,783 | 0.0158 | 0.0258 | 0.1035 | 0.0009 | 0.0539 | -8.263*** |
| SIZE | 1,783 | 23.2744 | 23.0654 | 1.3313 | 22.3652 | 23.9798 | -6.269*** |
| DEBT | 1,783 | 0.4388 | 0.4338 | 0.2186 | 0.2695 | 0.5847 | -4.403*** |
| CFO | 1,783 | 0.0435 | 0.0398 | 0.0769 | 0.0030 | 0.0803 | -0.939 |
| PPE | 1,783 | 0.0954 | 0.0344 | 0.1363 | 0.0072 | 0.1316 | -4.364*** |
| BETA | 1,783 | 0.7226 | 0.6817 | 0.4050 | 0.4337 | 0.9724 | -1.221 |
| ROA | 1,783 | 0.0158 | 0.0258 | 0.1035 | 0.0009 | 0.0539 | -2.122 |
| WACC _{t+1} | 1,783 | 4.8915 | 4.8855 | 1.7292 | 4.0456 | 5.8121 | -4.298*** |
| WACC _t | 1,783 | 5.5808 | 5.5445 | 1.6985 | 4.7052 | 6.5917 | -2.221*** |
| LOSS | 1,783 | 0.2012 | 0.3166 | 1.2012 | 0.0000 | 0.0000 | -1.021 |

| | | | | | | | |
|-----|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| BIG | 1,783 | 0.7622 | 1.0000 | 0.4421 | 1.0000 | 1.0000 | -1.111 |
| OPI | 1,783 | 0.8741 | 1.0000 | 0.6232 | 1.0000 | 1.0000 | -2.221 |

주 1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검정).

2) 여기서, $Rank_{t+1}$ = t+1년도 신용평점

$Rank_t$ = t년도 신용평점

ESG_t = t년도 기업지배구조, 사회, 환경 통합평가등급

NI_t = t년도 당기순이익/평균 총자산

$SIZE_t$ = t년도 기업규모(총자산의 자연로그 값)

$DEBT_t$ = t년도 부채비율(총부채/총자산)

CFO_t = t년도 영업현금흐름(영업활동으로 인한 현금흐름/총자산)

PPE_t = t년도 유형자산 비중(유형자산/총자산)

$BETA_t$ = t년도 시장모형으로 추정된 체계적 위험

ROA_t = t년도 총자산이익률(당기순이익/총자산)

$WACC_{t+1}$ = t+1년도 가중평균자본비용

$WACC_t$ = t년도 가중평균자본비용

$LOSS_t$ = t년도 당기순손실을 보고한 경우 1, 아니면 0인 더미변수

BIG_t = t년도 감사품질(감사인인 Big 4제휴법인이면 1, 아니면 0)

OPI_t = t년도 감사의견(적정이면 1, 아니면 0)

<표 8>은 KOSDAQ기업 표본의 기술 통계량이고 표본 총수는 437개가 있다. 표본을 보면 KOSDAQ기업 표본에는 t년도의 신용등급과 관련하여 신용평점(RANK)의 평균(중위수)과 자본비용과 관련하여 가중평균자본비용의 평균(중위수)은 각각 4.8764(5.0000)과 6.7282(6.9161)이며 표준편차는 1.9626, 2.0348로 나타났다. 독립변수인 기업의 사회적 책임과 관련하여 ESG 평가등급의 평균(중위수)은 0.2694(0.2578)이며 표준편차는 0.0845로 나타나 평균과 중위수도 전부 큰 차이가 없었다. 통제변수의 경우 기업규모(SIZE)의 평균(중위수)은 22.7521(22.6922)이며 표준편차는 0.6597로 나타났다. 부채비율(DEBT)의 평균(중위수)은 0.3695(0.3533)로 나타나고 표준편차는 0.2110이었다. 당기순이익(NI)과 당기순손실(LOSS)의 평균(중위수)은 각각 0.0208(0.0324), 0.3125(0.3211)이며 표준편차는 0.1887, 0.8912로 나타났다. 영업 현금흐름(CFO), 유형자산 비중(PPE)과 총자산이익률(ROA)의 평균(중위수)은 0.0603(0.0564), 0.0827(0.0351), 0.0208(0.0324)이며 표준편차는 각각 0.0919, 0.1106, 0.1887로 나타났다. 체계적 위험(BETA), 감사품질(BIG)과 감사의견(OPI)의 평균(중위수)은 각각 1.0673(1.0896), 0.7000(1.0000), 0.6900(1.0000)이며 표준편차는 각각 0.4195, 0.4591, 0.6211로 나타났다.

<표 8> KOSDAQ 기업 표본의 기술 통계량

| 변수 | 표본수 | 평균 | 중위수 | 표준편차 | 최소값 | 최대값 | t-검증 |
|---------------------|-----|---------|---------|--------|---------|---------|-----------|
| RANK _{t+1} | 437 | 4.9176 | 5.0000 | 2.0268 | 3.0000 | 6.0000 | -4.212*** |
| RANK _t | 437 | 4.8764 | 5.0000 | 1.9626 | 3.0000 | 6.0000 | -3.912*** |
| ESG | 437 | 0.2694 | 0.2578 | 0.0845 | 0.1967 | 0.3374 | -8.272*** |
| NI | 437 | 0.0208 | 0.0324 | 0.1887 | 0.0013 | 0.0828 | -8.263*** |
| SIZE | 437 | 22.7521 | 22.6922 | 0.6597 | 22.2908 | 23.2083 | -6.269*** |
| DEBT | 437 | 0.3695 | 0.3533 | 0.2110 | 0.1941 | 0.5326 | -4.403*** |
| CFO | 437 | 0.0603 | 0.0564 | 0.0919 | 0.0066 | 0.1119 | -0.939 |
| PPE | 437 | 0.0827 | 0.0351 | 0.1106 | 0.0114 | 0.1175 | -4.364*** |
| BETA | 437 | 1.0673 | 1.0896 | 0.4195 | 0.8094 | 1.3629 | -1.221 |
| ROA | 437 | 0.0208 | 0.0324 | 0.1887 | 0.0013 | 0.0828 | -2.122 |
| WACC _{t+1} | 437 | 6.0120 | 6.1479 | 1.9787 | 5.0779 | 7.1605 | -2.221*** |
| WACC _t | 437 | 6.7282 | 6.9161 | 2.0348 | 5.7634 | 7.9971 | -4.298*** |
| LOSS | 437 | 0.3125 | 0.3211 | 0.8912 | 0.0000 | 0.0000 | -1.021 |
| BIG | 437 | 0.7000 | 1.0000 | 0.4591 | 0.0000 | 1.0000 | -1.111 |
| OPI | 437 | 0.6900 | 1.0000 | 0.6211 | 0.0000 | 1.0000 | -2.221 |

주 1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검정).

2) 변수의 정의는 <표 7>참고.

2. 상관관계분석

다음의 <표 9>과 <표 10>은 본 연구의 모형식 1과 모형식 2에 포함된 변수들 간의 피어슨 상관관계 결과를 나타내고 있다. 표를 보면 모형 1의 변수들 간의 상관관계를 다음 <표 9>과 같다.

먼저, <표 9>의 경우, 가로는 KOSPI 표본의 상관관계로 나타나고, 세로는 KOSDAQ 표본의 상관관계로 나타났다. KOSPI 표본의 경우, 종속변수인 신용등급(RANK)은 독립변수인 기업의 사회적 책임의 대용치(proxy)로 ESG 평가등급과 t년도와 t+1 년도 전부 유의하지 않은 상관관계를 보이고 있다. 통제변수 간의 관계를 살펴보면 신용등급(RANK)은 당기순이익(NI), 영업현금흐름(CFO), 당기순손실(LOSS), 검사품질(BIG)과는 1% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계를 보였다. 부채비율(DEBT)과는 1% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 보였다. 기업 규모(SIZE)과는 유의하지 않은 상관관계를 보였다. KOSDAQ 표본의 경우, 신용등급(RANK)은 ESG 평가등급과 t년도와 t+1년도 전부 유의하지 않은 상관관계를 보이고 있다. 통제변수 간의 관계를 살펴보면 신용등급(RANK)은 당기순이익(NI), 영업현금흐름(CFO), 당기순손실(LOSS), 검사품질(BIG)과는 1% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계를 보였다. 부채비율(DEBT), 기업 규모(SIZE)과는 1%수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 보였다.

<표 9> 기업의 사회적 책임과 신용등급의 상관관계수 결과

| | RANK _{t+1} | RANK _t | ESG | NI | SIZE | DEBT | CFO | LOSS | BIG |
|---------------------|---------------------|-------------------|--------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|
| RANK _{t+1} | 1 | .885** | -.027 | -.482** | .032 | .738** | -.436** | -.373** | -.393** |
| RANK _t | .857** | 1 | -.029 | -.545** | .017 | .782** | -.420** | -.414** | -.436** |
| ESG | .036 | .021 | 1 | .080** | .665** | .130** | .165** | .175** | .180** |
| NI | -.384** | -.475** | .005 | 1 | .129** | -.408** | .428** | .825** | .862** |
| SIZE | .124** | .172** | .263** | .074 | 1 | .182** | .131** | .140** | .160** |
| DEBT | .733** | .801** | .076 | -.425** | .316** | 1 | -.160** | -.346** | -.351** |
| CFO | -.499** | -.510** | .118* | .347** | .039 | -.280** | 1 | .327** | .366** |
| LOSS | -.375** | -.461** | .138** | .891** | .081 | -.407** | .357** | 1 | .946** |
| BIG | -.314** | -.402** | .063 | .974** | .079 | -.393** | .300** | .900** | 1 |

주 1) **, *는 상관계수는 각각 1%, 5% 수준에서 유의함을 나타냄.

2) 여기서, Rank_{t+1} = t+1년도 신용평점

Rank_t = t년도 신용평점

ESG_t = t년도 기업지배구조, 사회, 환경 통합평가등급

NI_t = t년도 당기순이익/평균 총자산

SIZE_t = t년도 기업규모(총자산의 자연로그 값)

DEBT_t = t년도 부채비율(총부채/총자산)

CFO_t = t년도 영업현금흐름(영업활동으로 인한 현금흐름/총자산)

LOSS_t = t년도 당기순손실을 보고한 경우 1, 아니면 0인 더미변수

BIG_t = t년도 감사품질(감사인인 Big 4제휴법인이면 1, 아니면 0)

<표 10>의 경우, 표를 보면 모형 2의 변수들 간의 상관관계를 다음 <표 10>과 같다.

먼저, 가로는 KOSPI 표본의 상관관계로 나타나고, 세로 KOSDAQ 표본의 상관관계로 나타났다. KOSPI 표본의 경우, 종속변수인 자본비용(WACC)은 독립변수인 기업의 사회적 책임의 대용치(proxy)로 ESG 평가등급과 t년도 1% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계를 보이고 t+1년도 유지하지 않은 상관관계를 보이고 있다. 통제변수 간의 관계를 살펴보면 자본비용(WACC)은 기업 규모(SIZE), 총자산이익률(ROA), 감사의견(OPI)과는 5% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계를 보였다. 부채비율(DEBT), 유형자산 비중(PPE)과는 유의하지 않은 상관관계를 보였다. 체계적 위험(BETA)과는 1% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 보였다. KOSDAQ 표본의 경우, 자본비용(WACC)은 ESG 평가등급과 t년도와 t+1년도 전부 유의한 음(-)의 상관관계를 보이고 있다. 통제변수 간의 관계를 살펴보면 자본비용(WACC)은 기업 규모(SIZE), 부채비율(DEBT), 유형자산 비중(PPE), 체계적 위험(BETA)과는 1% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 보였다. 총자산이익률(ROA)과는 1%수준에서 유의한 음(-)의 상관관계

를 보였다. 감사의견(OPI)과는 5% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계를 보였다.

<표 10> 기업의 사회적 책임과 자본비용의 상관관계수 결과

| | WACC _{t+1} | WACC _t | ESG | SIZE | DEBT | PPE | BETA | ROA | OPI |
|---------------------|---------------------|-------------------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|
| WACC _{t+1} | 1 | .378** | -.264** | -.115* | .016 | -.069 | .366** | -.115* | -.053* |
| WACC _t | .498** | 1 | -.300** | -.154** | .024 | -.118* | .594** | -.294** | -.098** |
| ESG | -.035 | -.083** | 1 | .665** | .130** | .375** | .178** | .080** | .116** |
| SIZE | .118** | .051* | .263** | 1 | .182** | .474** | .267** | .129** | .146** |
| DEBT | .105** | .071** | .076 | .316** | 1 | -.166** | .184** | -.408** | -.403** |
| PPE | .067** | .009 | .115* | .234** | -.159** | 1 | .023 | .238** | .280** |
| BETA | .382** | .588** | -.164** | -.097* | -.034 | -.119* | 1 | -.042 | -.041 |
| ROA | -.076** | -.120** | .005 | .074 | -.425** | .212** | .026 | 1 | .961** |
| OPI | -.112* | -.279** | .030 | .087 | -.439** | .271** | .008 | .985** | 1 |

주 1) **, *는 상관관계수는 각각 1%, 5% 수준에서 유의함을 나타냄.

2) 여기서, WACC_{t+1} = t+1년도 가중평균자본비용

WACC_t = t년도 가중평균자본비용

ESG_t = t년도 기업지배구조, 사회, 환경 통합평가등급

SIZE_t = t년도 기업규모(총자산의 자연로그 값)

DEBT_t = t년도 부채비율(총부채/총자산)

PPE_t = t년도 유형자산 비중(유형자산/총자산)

BETA_t = t년도 시장모형으로 추정된 체계적 위험

ROA_t = t년도 총자산이익률(당기순이익/총자산)

OPI_t = t년도 감사의견(적정이면 1, 아니면 0)

3. 가설에 대한 회귀분석

3.1 기업의 사회적 책임과 신용등급: 가설 1

가설 1의 기업의 사회적 책임과 신용등급에 대한 회귀분석결과는 <표 11>, <표 12>과 <표 13>에 제시되어 있다. 먼저, 모형 식(1)의 종속변수는 신용등급(RANK)은 t+1시점으로 측정된 경우이고 분석 결과는 다음과 같다.

<표 11>의 전체 표본 분석결과를 보면 가설 1의 추정모형의 설명력(adj.R²)은 t년도와 t+1년도 각각 72.2%, 64.7%로 높게 나타났기 때문에 본 연구의 모형식이 적합성이 있음을 나타

났다. 또한 Durbin-Watson 값이 보통 2에 가까울수록 잔차의 독립성 가정을 만족한다고 하기 때문에 분석결과는 t년도와 t+1 년도 각각 1.909, 1.847로 나타나 잔차의 자기상관이 없다고 볼 수 있었다. 전체 표본에서는 독립변수인 ESG 평가 등급은 통제변수들을 통제한 후에 신용등급(RANK)과 t년도와 t+1 년도 전부 유의한 양(+)의 계수값을 보였다. 즉, 기업의 사회적 책임 활동을 잘 수행하면 신용등급에 긍정적인 양(+)의 영향을 미칠 것이라는 가설 1을 채택하는 결과라고 할 수 있다. 기업의 사회적 책임 활동의 수행 수준이 높은 기업은 그렇지 않은 기업보다 신용평가기관에서 높은 신용등급을 평가받았음을 의미한다.

기타 통제변수는 기업 규모(SIZE)와 비채비율(DEBT)을 제외하고 상관관계분석결과와 대체적으로 일치하는 결과를 보였으며 선행연구와도 대부분 일치하였다.

<표 11> 가설 1에 대한 전체 표본 회귀분석결과

| | RANK _t | | RANK _{t+1} | |
|--------------------|-------------------|------------|---------------------|------------|
| | 모형1(ESG) | | 모형1(ESG) | |
| | B | t | B | t |
| 절편 | 4.4081 | 8.6024*** | 4.2578 | 7.2838*** |
| ESG | 0.6545 | 2.8275*** | 0.6161 | 2.3335** |
| NI | 1.9430 | 9.1290*** | 0.8044 | 3.3129*** |
| SIZE | 0.1268 | 2.6114*** | -0.1084 | -1.9579* |
| DEBT | -6.4835 | -5.5420*** | 6.2625 | 47.0296*** |
| CFO | 6.2243 | 20.1958*** | 7.4154 | 2.0921*** |
| LOSS | -0.2123 | -2.1232 | -0.2922 | -1.5421 |
| BIG | 0.1078 | 1.2321 | 0.3422 | 1.910 |
| ID | 포함 | | 포함 | |
| YD | 포함 | | 포함 | |
| Durbin-Watson | 1.909 | | 1.847 | |
| adj.R ² | 0.722 | | 0.647 | |
| N | 2,220 | | 2,220 | |

주 1) ***,**,*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검정).

2) 여기서, Rank_{t+1} = t+1년도 신용평점

Rank_t = t년도 신용평점

ESG_t = t년도 기업지배구조, 사회, 환경 통합평가등급

NI_t = t년도 당기순이익/평균 총자산

SIZE_t = t년도 기업규모(총자산의 자연로그 값)

DEBT_t = t년도 부채비율(총부채/총자산)

CFO_t = t년도 영업현금흐름(영업활동으로 인한 현금흐름/총자산)

LOSS_t = t년도 당기순손실을 보고한 경우 1, 아니면 0인 더미변수

BIG_t = t년도 감사품질(감사인인 Big 4제휴법인이면 1, 아니면 0)

YD = 연도별 더미변수(특정연도에 속하면 1, 아니면 0)

ID = 산업별 더미변수

<표 12>의 KOSPI 표본 분석결과를 보면 가설 1의 추정모형의 설명력($adj.R^2$)은 t년도와 t+1 년도 각각 72.4%, 65.7%로 높게 나타났기 때문에 본 연구의 모형식이 적합성이 있음을 나타냈다. 또한 Durbin-Watson 값이 보통 2에 가까울수록 잔차의 독립성 가정을 만족한다고 하기 때문에 분석결과는 t년도와 t+1 년도 각각 1.901, 1.826로 나타나 잔차의 자기상관이 없다고 볼 수 있었다. KOSPI 표본에서는 독립변수인 ESG 평가 등급은 통제변수들을 통제 한 후에 신용등급(RANK)과 t년도와 t+1 년도 전부 유의한 음(-)의 계수값을 보였다. 즉, 기업의 사회적 책임 활동을 잘 수행하면 신용등급에 부정적인 음(-)의 영향을 미칠 것이라는 가설 1을 상반한 결과를 나타냈다.

<표 12> 가설 1에 대한 KOSPI 표본 회귀분석결과

| | $RANK_t$ | | $RANK_{t+1}$ | |
|---------------|----------|-------------|--------------|-------------|
| | 모형1(ESG) | | 모형1(ESG) | |
| | B | t | B | t |
| 절편 | 3.8203 | 6.9902*** | 3.1402 | 5.1133*** |
| ESG | -0.7831 | -3.1217*** | -0.8860 | -3.1429*** |
| NI | -3.0506 | -10.3096*** | -1.6438 | -4.9439*** |
| SIZE | -0.0709 | -1.3686 | -0.0063 | -0.1088 |
| DEBT | 6.3980 | 49.0286*** | 6.2179 | 42.4034*** |
| CFO | -6.0713 | -16.5936*** | -7.5172 | -18.2841*** |
| LOSS | -0.2123 | -2.1232 | -0.2922 | -1.5421 |
| BIG | 0.1078 | 1.2321 | 0.3422 | 1.910 |
| ID | 포함 | | 포함 | |
| YD | 포함 | | 포함 | |
| Durbin-Watson | 1.901 | | 1.826 | |
| $adj.R^2$ | 0.724 | | 0.657 | |
| N | 1,783 | | 1,783 | |

주 1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검정).

2) 변수의 정의는 <표 11>참고.

<표 13>의 KOSDAQ 표본 분석결과를 보면 가설 1의 추정모형의 설명력($adj.R^2$)은 t년도와 t+1 년도 각각 73.4%, 63.4%로 높게 나타났기 때문에 본 연구의 모형식이 적합성이 있음을 나타냈다. 또한 Durbin-Watson 값이 보통 2에 가까울수록 잔차의 독립성 가정을 만족한

다고 하기 때문에 분석결과는 t년도와 t+1 년도 각각 2.018, 1.997로 나타나 잔차의 자기상관이 없다고 볼 수 있었다. KOSDAQ 표본에서는 독립변수인 ESG 평가 등급은 통제변수들을 통제한 후에 신용등급(RANK)과 t년도와 t+1 년도 전부 유의한 양(+)의 계수값을 보였다. 즉, 기업의 사회적 책임 활동을 잘 수행하면 신용등급에 긍정적인 양(+)의 영향을 미칠 것이라는 가설 1을 채택하는 결과라고 할 수 있다.

기타 통제변수는 기업 규모(SIZE)와 당기순이익(NI)을 제외하고 상관관계분석결과와 대체적으로 일치하는 결과를 보였으며 선행연구와도 대부분 일치하였다.

<표 13> 가설 1에 대한 KOSDAQ 표본 회귀분석결과

| | RANK _t | | RANK _{t+1} | |
|--------------------|-------------------|-------------|---------------------|-------------|
| | 모형1(ESG) | | 모형1(ESG) | |
| | B | t | B | t |
| 절편 | 5.1622 | 2.8547*** | 9.0189 | 4.1173*** |
| ESG | 0.2492 | 0.4154* | 1.1067 | 1.5228* |
| NI | -0.7859 | -2.6028*** | 0.2270 | 0.6207 |
| SIZE | -0.2082 | -1.2593 | -0.5613 | -2.8034*** |
| DEBT | 6.4998 | 23.2445*** | 6.5087 | 19.2151*** |
| CFO | -6.1350 | -10.6512*** | -7.0215 | -10.0634*** |
| LOSS | -0.1123 | -1.1232 | -0.2922 | -1.6421 |
| BIG | 0.1275 | 1.6323 | 0.5522 | 1.942 |
| ID | 포함 | | 포함 | |
| YD | 포함 | | 포함 | |
| Durbin-Watson | 2.018 | | 1.997 | |
| adj.R ² | 0.734 | | 0.634 | |
| N | 437 | | 437 | |

주 1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검정).

2) 변수의 정의는 <표 11>참고.

분석결과를 보면 전체 표본, KOSDAQ 표본에서는 독립변수인 ESG 평가 등급은 통제변수들을 통제한 후에 신용등급(RANK)과 유의한 양(+)의 계수값을 보였다. KOSPI 표본에서는 유의한 음(-)의 계수값을 보였다. 전체 표본의 분석 결과를 보면 기업의 사회적 책임 활동을 잘 실행하면 신용등급에 긍정적인 양(+)의 영향을 미칠 것이라는 가설 1을 채택하는 결과라고 할 수 있다. 즉, 기업의 사회적 책임 활동의 실행 수준이 높은 기업은 그렇지 않은 기업보다 신용평가기관에서 높은 신용등급을 평가받았음을 의미한다.

이상의 분석결과는 기업의 사회적 책임 활동이 잘 실행된 기업의 신용등급이 높게 평가되는 것을 의미한다. 즉, ESG 평가등급이 높은 기업일수록 자본시장에서 신용등급이 높게 평

가받고 있음을 의미한다.

3.2 기업의 사회적 책임과 자본비용: 가설 2

<표 14>, <표 15>과 <표 16>은 가설 2의 기업의 사회적 책임과 자본비용에 대한 회귀분석 결과를 나타낸 것이다. 모형 식(2)의 종속변수는 자본비용(WACC)은 $t+1$ 시점으로 측정된 경우이고 분석 결과는 다음과 같다.

<표 14>의 전체 표본 분석결과를 보면 가설 2의 추정모형의 설명력(adj.R^2)은 t 년도와 $t+1$ 년도 각각 45.2%, 21.4%로 나타났기 때문에 본 연구의 모형식이 적합성이 있음을 나타냈다. 또한 Durbin-Watson 값이 보통 2에 가까울수록 잔차의 독립성 가정을 만족한다고 하기 때문에 분석결과는 t 년도와 $t+1$ 년도 각각 1.669, 1.695로 나타나 잔차의 자기상관이 없다고 볼 수 있었다. 전체 표본에서는 독립변수인 ESG 평가 등급은 통제변수들을 통제한 후에 자본비용(WACC)과 t 년도와 $t+1$ 년도 전부 유의한 음(-)의 계수값을 보였다. 전체 표본의 분석결과를 보면 기업의 사회적 책임 활동을 잘 수행하면 자본비용에 부정적인 음(-)의 영향을 미칠 것이라는 가설 2를 채택하는 결과라고 할 수 있다.

기타 통제변수는 상관관계분석결과와 대체적으로 일치하는 결과를 보였으며 선행연구와도 대부분 일치하였다.

<표 14> 가설 2에 대한 전체 표본 회귀분석결과

| | WACC _t | | WACC _{t+1} | |
|--------------------|-------------------|-------------|---------------------|------------|
| | 모형1(ESG) | | 모형1(ESG) | |
| | B | t | B | t |
| 절편 | 4.1663 | 5.9891*** | 1.8391 | 2.1975** |
| ESG | -3.0177 | -10.2556*** | -3.0064 | -8.4927*** |
| SIZE | 0.0532 | 0.7992 | 0.2267 | 2.8283*** |
| DEBT | -0.5947 | -3.8955*** | 0.0406 | 0.2211 |
| PPE | 1.1045 | 4.2940*** | 1.3176 | 4.2580*** |
| BETA | 2.7096 | 39.9152*** | 1.8297 | 22.4046*** |
| ROA | -2.8386 | -11.0690*** | -1.3135 | -4.2575*** |
| OPI | 0.0344 | 1.2312 | 0.0891 | 1.2132 |
| ID | 포함 | | 포함 | |
| YD | 포함 | | 포함 | |
| Durbin-Watson | 1.669 | | 1.695 | |
| adj.R ² | 0.452 | | 0.214 | |
| N | 2,220 | | 2,220 | |

주 1) ***,**,*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검정).

2) 여기서, $WACC_{t+1}$ = t+1년도 가중평균자본비용

$WACC_t$ = t년도 가중평균자본비용

ESG_t = t년도 기업지배구조, 사회, 환경 통합평가등급

$SIZE_t$ = t년도 기업규모(총자산의 자연로그 값)

$DEBT_t$ = t년도 부채비율(총부채/총자산)

PPE_t = t년도 유형자산 비중(유형자산/총자산)

$BETA_t$ = t년도 시장모형으로 추정된 체계적 위험

ROA_t = t년도 총자산이익률(당기순이익/총자산)

OPI_t = t년도 감사의견(적정이면 1, 아니면 0)

YD = 연도별 더미변수(특정연도에 속하면 1, 아니면 0)

ID = 산업별 더미변수

<표 15>의 KOSPI 표본 분석결과를 보면 가설 2의 추정모형의 설명력(adj.R²)은 t년도와 t+1년도 각각 49.0%, 18.2%로 나타났기 때문에 본 연구의 모형식이 적합성이 있음을 나타냈다. 또한 Durbin-Watson 값이 보통 2에 가까울수록 잔차의 독립성 가정을 만족한다고 하기 때문에 분석결과는 t년도와 t+1 년도 각각 1.627, 1.932로 나타나 잔차의 자기상관이 없다고 볼 수 있었다. KOSPI 표본에서는 독립변수인 ESG 평가 등급은 통제변수들을 통제한 후에 자본비용(WACC)과 t년도와 t+1 년도 전부 유의한 음(-)의 계수값을 보였다. 기업의 사회적 책임 활동을 잘 수행하면 자본비용에 부정적인 음(-)의 영향을 미칠 것이라는 가설 2를 채택하는 결과라고 할 수 있다.

기타 통제변수는 기업 규모(SIZE)를 제외하고 상관관계분석결과와 대체적으로 일치하는 결과를 보였으며 선행연구와도 대부분 일치하였다.

<표 15> 가설 2에 대한 KOSPI 표본 회귀분석결과

| | $WACC_t$ | | $WACC_{t+1}$ | |
|------|----------|------------|--------------|------------|
| | 모형1(ESG) | | 모형1(ESG) | |
| | B | t | B | t |
| 절편 | 5.4346 | 2.0208** | 7.3637 | 2.2232** |
| ESG | -4.8735 | -5.6399*** | -4.7854 | -4.4965*** |
| SIZE | -0.0019 | -0.0078 | -0.1564 | -0.5181 |
| DEBT | -0.8152 | -2.0288** | 0.0229 | 0.0463 |
| PPE | 0.6351 | 0.9381 | 0.4892 | 0.5867 |
| BETA | 2.7696 | 16.3452*** | 1.5887 | 7.6127*** |

| | | | | |
|--------------------|---------|------------|---------|-----------|
| ROA | -3.7824 | -8.9465*** | -1.3177 | -2.5307** |
| OPI | 0.1244 | 1.2212 | 0.0821 | 1.1142 |
| ID | 포함 | | 포함 | |
| YD | 포함 | | 포함 | |
| Durbin-Watson | 1.627 | | 1.932 | |
| adj.R ² | 0.490 | | 0.182 | |
| N | 437 | | 437 | |

주 1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검정).

2) 변수의 정의는 <표 14>참고.

<표 16>의 KOSDAQ 표본 분석결과를 보면 가설 2의 추정모형의 설명력(adj.R²)은 t년도와 t+1 년도 각각 39.6%, 17.8%로 나타났기 때문에 본 연구의 모형식이 적합성이 있음을 나타냈다. 또한 Durbin-Watson 값이 보통 2에 가까울수록 잔차의 독립성 가정을 만족한다고 하기 때문에 분석결과는 t년도와 t+1 년도 각각 1.685, 1.646로 나타나 잔차의 자기상관이 없다고 볼 수 있었다. KOSDAQ 표본에서는 독립변수인 ESG 평가 등급은 통제변수들을 통제 한 후에 자본비용(WACC)과 t년도와 t+1 년도 전부 유의한 음(-)의 계수값을 보였다. 기업의 사회적 책임 활동을 잘 수행하면 자본비용에 부정적인 음(-)의 영향을 미칠 것이라는 가설 2를 채택하는 결과라고 할 수 있다.

기타 통제변수는 상관관계분석결과와 대체적으로 일치하는 결과를 보였으며 선행연구와도 대부분 일치하였다.

<표 16> 가설 2에 대한 KOSDAQ 표본 회귀분석결과

| | WACC _t | | WACC _{t+1} | |
|--------------------|-------------------|------------|---------------------|------------|
| | 모형1(ESG) | | 모형1(ESG) | |
| | B | t | B | t |
| 절편 | 4.3257 | 5.9120*** | 0.9634 | 1.1087 |
| ESG | -2.7573 | -8.8644*** | -2.7693 | -7.4964*** |
| SIZE | 0.0275 | 0.3919 | 0.2925 | 3.5065*** |
| DEBT | -0.3999 | -2.3874** | 0.2583 | 1.2986 |
| PPE | 1.1357 | 4.1206*** | 1.3658 | 4.1725*** |
| BETA | 2.6266 | 32.3328*** | 1.6166 | 16.7558*** |
| ROA | -1.9718 | -5.7835*** | -1.1612 | -2.8678*** |
| OPI | 0.1240 | 1.1310 | 0.1891 | 1.1156 |
| ID | 포함 | | 포함 | |
| YD | 포함 | | 포함 | |
| Durbin-Watson | 1.685 | | 1.646 | |
| adj.R ² | 0.396 | | 0.178 | |

| | | |
|---|-------|-------|
| N | 1,783 | 1,783 |
|---|-------|-------|

주 1) ***,**,*,는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검정).

2) 변수의 정의는 <표 14>참고.

분석결과를 보면 전체 표본, KOSPI 표본, KOSDAQ 표본에서는 독립변수인 ESG 평가 등급은 통제변수들을 통제한 후에도 자본비용(WACC)과 전부 유의한 음(-)의 계수값을 보였다. 전체 표본의 분석 결과를 보면 기업의 사회적 책임 활동을 잘 실행하면 자본비용에 부정적인 음(-)의 영향을 미칠 것이라는 가설 2를 채택하는 결과라고 할 수 있다. 즉, 기업의 사회적 책임 활동의 실행 수준이 높은 기업은 그렇지 않은 기업보다 자본비용이 감소하는 것이다. ESG 평가등급이 높은 기업이 자본시장에 긍정적인 신호로 작용하여 자본조달시 부담하는 자본비용이 절감되는 것을 의미한다.

기타 통제변수는 KOSPI 표본 경우에는 기업 규모(SIZE)을 제외하고 상관관계분석결과와 대체적으로 일치하는 결과를 보였으며 선행연구와도 대부분 일치하였다. KOSDAQ 표본 경우에는 기타 통제변수와 상관관계분석결과는 대체적으로 일치하는 결과를 보였으며, 선행연구와도 일치하였다.

이상의 분석결과는 기업의 사회적 책임 활동이 잘 실행된 기업의 자본비용이 감소하는 것을 의미한다. 즉, ESG 평가등급이 높은 기업일수록 자본시장에서 자본비용이 절감되는 것을 의미한다.

V. 결 론

1. 연구의 결론

본 연구는 기업의 사회적 책임이 기업의 신용등급과 자본비용에 어떤 영향을 미치는지를 검증하였다. 특히, 본 연구는 기업의 사회적 책임의 대용치(proxy)로 보다 종합적인 측정치인 한국지배구조원의 ESG 평가 등급으로 사용하여 연구를 수행하였다. 또한 기존 연구들이 자본비용의 대용치(proxy)로 자기자본비용과 타인자본비용을 선택적으로 사용하여 분석한 반면 본 연구는 이런 한계점을 보완하기 위하여 자본조달 원천인 주주와 채권자를 모두 고려하여 가중평균자본비용(WACC)을 자본비용의 대용치(proxy)로 사용하여 연구를 수행하였다.

본 연구는 기업의 사회적 책임과 신용등급, 자본비용의 관계를 검증하기 위하여 2011년부터 2013년까지 3년간 KOSPI와 KOSDAQ 상장되어 있는 12월 결산법인 중 금융업을 제외한 표본 중 한국기업지배구조원의 ESG 평가등급 자료를 획득할 수 있는 기업을 대상 표본으로 설정하여 총 2,220개(기업/연) 자료가 분석에 사용되었다.

연구 결과는 연구가설 모형의 설명력(adj.R²)과 Durbin-Watson 값이 모두 높게 나타나 가설 1과 가설 2의 모형이 적합함을 보였다. 본 연구의 실증결과는 다음과 같이 요약될 수 있다. 첫 번째는 기업의 사회적 책임의 수행 수준은 신용등급에 유의한 양(+)의 관련성을 가진다. 기업의 사회적 책임과 신용등급의 상관관계 및 회귀계수에서 KOSPI 표본을 제외하고 모두 유의한 양(+)의 값을 나타냈다. 이러한 결과는 기업의 사회적 책임의 수행 수준이 높을수록 신용등급도 높게 평가 될 것이라는 가설 1을 채택되었다. 즉, 기업의 사회적 책임이 신용등급 결정에 긍정적인 요인으로써 작용하는 것으로 나타났다. 이는 향후 낮은 신용등급의 기업이 신용등급 회복을 위해 직·간접적으로 기업의 사회적 책임 활동을 추진해야 할 필요성을 시사한다.

두 번째는 기업의 사회적 책임의 수행 수준은 자본비용에 유의한 음(-)의 관련성이 관찰되었다. 기업의 사회적 책임과 자본비용의 상관관계 및 회귀계수에서 모두 유의한 음(-)의 값을 나타냈다. 즉, 기업의 사회적 책임의 수행 수준이 높을수록 자본비용이 감소할 것이라는 가설 2를 채택되었다. 이러한 결과는 기업의 사회적 책임의 수행 수준이 높으면 자본시장에서 정보비대칭을 완화하여 정보위험을 줄이는 요인으로 작용하여 자본조달시 기업이 부담하는 자본비용을 감소시키는 요인이 되는 것을 의미한다.

2. 연구의 공헌점

본 연구에서는 기업의 사회적 책임이 신용등급과 자본비용에 미치는 영향에 대한 분석결과를 정리하여 이를 통하여 본 연구의 공헌점이 다음과 같다.

첫 번째는 기업의 사회적 책임과 관련된 선행연구는 경제정의연구소에서 매년 발표하는 경제정의지수(KEJI)를 이용하여 기업의 사회적 책임의 대용치(proxy)로 연구를 진행하였다. 본 연구에서는 기업의 사회적 책임을 보다 총체적인 대용치(proxy)인 한국기업지배구조원의 ESG 평가등급을 활용하여 기업의 사회적 책임의 효과성 여부를 검증하였다. 즉, 기업의 사회적 책임에 대한 총체적인 대용치를 통해 우수한 기업의 사회적 책임 정보가 자본시장에 반영되는 정보효과를 분석하여 기존 선행연구를 확장시켰다.

두 번째는 본 연구는 기업의 사회적 책임이 자본시장에서 신용등급과 자본비용에 어떤 영향을 미치는지를 확인하여 연구를 수행해 주고 있다. 연구 결과는 우수한 기업의 사회적 책임 활동이 안정적인 자본조달을 위해 신용등급을 높이고 자본비용을 줄이는 중요한 유인임을 제시하고 있다. 이는 기업의 사회적 책임 활동의 촉진이 신용등급의 긍정적인 평가와 자본비용을 감소시키는 정책적인 대안임을 시사해 준다.

따라서 자본시장에서 자본조달시 유리한 장보효과를 위하여 기업의 사회적 책임 활동을 촉진시키는 정책적인 노력이 필요할 것으로 판단된다.

3. 연구의 한계점

본 연구는 기업의 사회적 책임이 신용등급과 자본비용에 미치는 영향을 보다 정성적인 변수를 사용하여 측정하고, 각 변수간의 관계에 대해 정보의 반영시점을 고려한 정당한 모형설계를 통해 연구를 수행하였다.

이상의 유익한 시사점에도 불구하고 본 연구는 다음과 같은 한계점을 가지고 있다.

첫 번째는 본 연구를 수행하기 위한 연구 모형 식에서 고려되지 못한 생략된 변수가 여전히 존재한다는 것이다. 따라서 결과 해석상에 고려를 해야 할 필요성이 있으며 이는 추후 보완적인 연구의 지속으로 명확한 변수 측정을 해야 할 것이다.

두 번째는 본 연구는 기업의 사회적 책임을 측정함에 있어 한국기업지배구조원의 ESG 평가 등급을 사용하기 위해 대상표본을 ESG 평가 등급이 공시된 기업으로 한정하여 분석하였다. 따라서 전체적인 상장기업을 연구 대상으로 이용하여 연구를 수행하지 못한 한계점이 있다. 그러므로 향후 연구에서는 그 외의 기업에 대하여 측정할 수 있는 체계적인 측정 방법으로 이용하여 연구를 실행해야 할 것이다.

참고문헌

- 고영우, 이세철(2012) “정보비대칭과 타인자본비용의 관계 연구”. 국제회계연구, 43, pp. 41-64.
- 국양호(2015) 기업의 사회적 책임활동(CSR)투자가 타인자본비용에 미치는 영향: 기업지배구조를 중심으로. 석사학위논문, 중앙대학교, 서울, 대한민국.
- 김덕호, 석지연, 김중화(2010) “지배구조 특성에 따른 기업의 사회적 책임 활동 수행에 대한 실증연구”. 국제지역연구, 13(4), pp. 41-68.
- 김병호(2011) “우리나라 기업의 지배구조가 기업채권의 신용등급에 미치는 영향에 대한 실증적 분석: Standard & Poor's(2002)의 측정방법을 사용하여”. 회계정보연구, 29(1), pp. 261-288.
- 김선화, 정용기, 김원신(2013) “기업의 사회적 책임활동이 신용등급에 미치는 영향”. 한국회계학회 기타자료집, 2013(1), pp. 21-47.
- 김창수(2009) “기업의 사회적 책임활동과 기업가치”. 한국 증권 학회지, 38(4), pp. 507-545.
- 나영, 임옥빈, 김명서(2013) “ESG 정보와 타인자본비용의 관련성에 대한 실증연구”. 회계 정보연구, 31(1), pp. 453-487.
- 박상안, 김현, 임효창, 홍길표(2007) 기업의 사회적 책임 중시 경영. KSI한국확술 정보, 서울, 대한민국.
- 박준령(2011) 기업지배구조가 신용등급과 자본비용에 미치는 영향에 관한 실증적 연구. 박사학위논문, 단국대학교, 용인, 대한민국.
- 박헌준, 권인수, 신현한, 정지웅(2004) “기업의 환경성과와 재무성과의 관계”. 경영학연구, 33, pp. 1461-1487.
- 서승주(2016) CSR 활동이 재무성과와 자본비용에 미치는 영향 : KEJI Index 세부 항목을 중심으로. 박사학위논문, 경남대학교, 창원, 대한민국.
- 신강균(2009) “기업의 사회적 책임활동(Corporate Social Responsibility: CSR)의 효과에 관한 종합적 연구”. 중앙대학교 광고홍보연구, 17, pp. 1-14.
- 신유근(2001) 사회중시 경영. 경문사, 서울, 대한민국.
- 이윤경, 고종권(2012) “기업의 사회적 책임이 내재자본비용과 정보비대칭에 미치는 영향”. 회계저널, 22(5), pp. 159-193.
- 이지윤, 전홍민(2016) “인도네시아의 기업의 사회적 책임활동에 대한 연구: 인도네시아 진출 한국기업들을 중심으로”. 글로벌경영학회지, 13(1), pp. 311-335.
- 이하나(2013) 기업지배구조와 기업의 사회적 책임(CSR)의 관계에 관한 연구. 석사학위논문, 고려대학교, 서울, 대한민국.

- 이현주(2011) 기업의 사회적 책임과 사회 공헌활동에 관한 연구. 석사학위논문, 경남대학교, 창원, 대한민국.
- 장지인, 최현섭(2010) “기업의 사회적 책임과 재무성과와의 관계”. *대한경영학회지*, 23(2), pp. 633-648.
- 전홍민, 차승민(2013) “기업의 사회적 책임활동이 신용등급에 미치는 영향”. *세무와 회계저널*, 14(6), pp. 203-225.
- 정용기(2012) “기업의 사회적 책임활동(CSR) 성과요인과 지속성장성 예측”. *대한경영학회지*, 25(4), pp. 2065-2089.
- 천미림(2013) “기업의 사회적 책임활동이 자기자본비용에 미치는 영향”. *회계정보연구*, 30(4), pp. 289-312.
- 천미림, 김창수(2010) “지속적인 기업의 사회적 책임이 재무성과에 미치는 영향”. *한국경영학회 통합학술대회*, 2010(1), pp. 1-18.
- _____ (2011) “SR의 지속성이 CSR과 재무성과의 관계에 미치는 영향”. *회계정보연구*, 29(3), pp. 351-374.
- 최관봉(2016) 의료기관의 사회적 책임이 조직성과와 경영성과에 미치는 영향. 박사학위논문, 부산대학교, 부산, 대한민국.
- 최현정, 문두철(2013) “기업의 사회적 책임활동과 회계투명성간의 관계”. *한국회계학회 회계학연구*, 38(1), pp. 135-171.
- 쿠인뚜(2009) 한국 기업의 사회적 책임에 대한 연구 : 신한은행의 사례를 중심으로. 석사학위논문, 서울대학교, 서울, 대한민국.
- 한정희, 남화영(2013) “기업의 사회적 책임 활동이 타인자본비용에 미치는 영향”. *대한경영학회지*, 26(9), pp. 2253-2274.
- 황혜진(2013) 기업지배구조와 사회적 책임이 신용등급에 미치는 영향. 석사 학위논문, 단국대학교, 용인, 대한민국.
- 황호찬(2009) “기업의 비재무적 정보가 기업 가치에 미치는 영향”. *회계정보연구*, 27, pp. 215-236.
- 전자공시시스템. <http://dart.fss.or.kr>.
- 한국기업지배구조원. <http://www.cgs.or.kr>.
- 한국은행 경제통계시스템. <http://ecos.bok.or.kr>.
- 한국신용평가(주). www.kisrating.com.
- Barnea A., and A. Rubin. (2006) "Corporate Social Responsibility as a Conflict between Shareholders". *Journal of Business Ethics*, vol. 97(1), pp. 71-86.
- Brown, W. O., Helland, E. and Smith, J. K.(2006) "Corporate Philanthropic Practices". *Journal of Corporate Finance*, 12, pp. 855-877.
- Carroll, A.(1991) "The Pyramid of Corporate Social Responsibility : Toward the Moral

- Management of Organizational Stakeholders". *Business Horizons*, 34, pp. 39–48.
- Cheng, B., Ioannou, I., and Serafeim, G.(2011) "Corporate Social Responsibility and Access to Finance". *Strategic Management Journal*, vol. 35(1), pp. 1-23.
- Dhaliwal, D. S., O. Z. Li, and A. T. Yang.(2011) "Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting". *The Accounting Review*, 86, pp. 59-100.
- Ells, R & C Walton(1961) "Conceptual Foundations of Business : An Outline of the Major Ideas Sustaining Business Enterprise in the Western World". *The Journal of Business*, vol. 35(3), pp. 319-319.
- Friedman, M.(1970) "The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits". *Journal of Business Ethics*, Vol. 5(4), pp. 265-269.
- Ghoul, S., O, Guedhami, C. Kwok, and D, Mishra.(2011) "Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital?". *Journal of Banking and Finance*, 35, pp. 2388–2406.
- Gode, D. and P. Mohanram.(2003) "Inferring the cost of capital using the Ohlson-Juettner Model". *Review of Accounting Studies*, 8, pp. 399-431.
- Goss, A., and G. Roberts.(2011) "The Impact of Social Responsibility on the Cost of Bank Loans". *Journal of Banking and Finance*, 35, pp. 1794–1810.
- Kisgen, D. J. (2006) "Credit Ratings and Capital Structure". *Journal on Finance*, vol. 61, pp. 1035-1072.
- Margolis, J. D. and J. P. Walsh.(2003) "Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business". *Administrative Science Quarterly*, 48, pp. 268-305.
- McGuire, J. W.(1993) *Business and Society*, McGraw-Hill, New York, USA.
- McWilliams, A., and D. Siegel.(2001) "Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance: Correlation or Misspecification". *Strategic Management Journal*, 21, pp. 603-609.
- McWilliams, A., Ban Fleet, D. D. and Cory, K.(2002) "Raising Rivals Costs through Political Strategy: An Extension of the Resource-based Theory". *Journal of Management Studies*, 39, pp. 707-723.
- Oikonomou, L., C. Brooks, and P. Stephen.(2011) "The Effects of Corporate Social Performance on the Cost of Corporate Debt and Credit Rating". *Financial Review*, vol. 49(1), pp. 49-75.
- Pava. M., and J. Krausz.(1996) "The Association between Corporate Social Responsibility and Financial Performance : The Paradox of Coaxial Cost".

- Journal of Business Ethics*, 15, pp. 321–357.
- Pinches George E. and J. Clay Singleton.(1978) "The adjustment of stock prices to bond rating changes". *The Journal of Finance*, pp. 29-44.
- Richardson, J., and M. Welker.(2001) "Social Disclosure, Financial Disclosure and the Cost of Equity Capital". *Accounting, Organizations and Society*, 26, pp. 597–616.
- Sethi, S. P.(1979) "A Conceptual Framework for Environmental Analysis: Social Issue and Evaluation of Business Response Patterns". *Academy of Management Review*, 4(1), pp. 63-73.

(Abstract)

The Effect of Corporate Social Responsibilities on Credit Ratings and Cost of Capital

Wen, Yan

Department of Accounting

Graduate School of

Dankook University

Advisor : Professor Kim, Yeo Hwan

This study examines the effects of Corporate Social Responsibilities on Credit Ratings and Cost of capital. In other words, we used the ESG Score as a proxy for the Corporate Social Responsibilities to examine the effects of Corporate Social Responsibilities on Credit Ratings and Cost of capital.

This research set and validated the following hypotheses assuming that the firms with better Corporate Social Responsibilities show lower risk of default.

[hypothesis 1] Corporate Social Responsibilities has a positive(+) effect on Credit Ratings.

[hypothesis 2] Corporate Social Responsibilities has a negative(-) effect on Cost of capital.

The results are as follows.

First, Corporate Social Responsibilities and Credit Ratings showed the positive(+) relationship. The firms with higher ESG scores have higher the credit rating scores. This indicates that good Corporate Social Responsibility scores

positively affect the credit quality of firms by enhancing the transparency of firms.

Second, Corporate Social Responsibilities and Cost of capital showed the negative(-) relationship. The firms with higher ESG scores have lower the cost of capital. This indicates that good Corporate Social Responsibility scores are reducing information risk for users of financial statements so that reduce firm's cost of capital in the market.

This study contributes to suggest an empirical model to analyze the Corporate Social Responsibilities with Credit ratings and Cost of capital. In sum, the results show that good Corporate Social Responsibility has positive effect on the Credit Ratings but negative effect on the Cost of Capital.

Key words: Corporate Social Responsibility, Credit ratings, Cost of capital