



재무연구 제35권 제2호

ISSN : 1229-0351(Print) 2713-6531(Online)

한국기업의 ESG활동과 배당정책

정성창, 김영환

To cite this article : 정성창, 김영환 (2022) 한국기업의 ESG활동과 배당정책, 재무연구, 35:2, 107-145

① earticle에서 제공하는 모든 저작물의 저작권은 원저작자에게 있으며, 학술교육원은 각 저작물의 내용을 보증하거나 책임을 지지 않습니다.

② earticle에서 제공하는 콘텐츠를 무단 복제, 전송, 배포, 기타 저작권법에 위반되는 방법으로 이용할 경우, 관련 법령에 따라 민, 형사상의 책임을 질 수 있습니다.

www.earticle.net

한국기업의 ESG활동과 배당정책

정성창
김영환*

전남대학교 경영학부 교수
전남대학교 강사

요약

본 연구는 기업의 ESG 활동이 기업의 배당수준과 안정배당정책과의 관련성에 대하여 체계적으로 연구하고자 한다. 본 연구의 ESG 활동의 대용치는 한국기업지배구조원의 ESG등급을 활용하였다. 2013년부터 2019년까지의 자료를 토대로 유가증권시장에 상장된 12월 결산 법인 중에서 비금융업을 대상으로 분석하였다. 분석결과는 첫째, 기업의 ESG활동은 기업의 배당수준에 대한 정의에 따라 미치는 영향이 상이함을 알 수 있다. 종속변수가 배당성향인 경우에는 사회등급만이 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 주는 것으로 분석되었다. 반면에, 종속변수가 배당률과 배당수익률인 경우에는 기업의 ESG 통합 등급, 환경등급, 사회등급, 지배구조등급이 유의한 양(+)의 영향을 주는 것으로 나타났다. 둘째, 기업의 ESG 활동이 기업의 배당수준에 긍정적인 영향을 주는 원인을 대리인이론의 결과가설과 수명주기이론으로 설명될 수 있음을 제시한다. 대리인 이론의 관점에서 기업의 ESG 활동이 기업의 배당성향에, 기업의 사회적 책임 활동은 배당률에 영향을 주고 있다. 수명주기이론의 관점에서 기업의 환경적 책임 활동과 사회적 책임 활동이 기업의 배당수익률에 유의한 영향을 주고 있다. 셋째, 기업의 ESG활동은 기업의 안정배당정책에도 유의한 영향을 주는 것으로 분석되었다. ESG활동이 양호한 기업일수록 상대적으로 목표배당수준이 보다 더 높은 것으로 나타났으며, 목표배당수준과 실제배당수준의 차이를 보다 더 빠르게 조정하는 것으로 나타났다.

주요단어

ESG, 배당수준, 안정배당정책, 대리인이론, 수명주기이론

투고일

2021년 11월 13일

수정일

2022년 02월 05일

게재확정일

2022년 04월 05일

* 교신저자: pod092@hanmail.net, 전화: +82-62-530-1439

ESG Activities and Dividend Policy in Korean Firms

Sung-Chang Jung Professor, Chonnam National University
Young-Hwan Kim* Lecturer, Chonnam National University

Received 13 Nov. 2021

Revised 05 Feb. 2022

Accepted 05 Apr. 2022

Abstract

Recently ESG (Environmental, Social, Governance) activities have attracted a lot of theoretical and practical attention. With these changes, there have been an active research on corporate social responsibility activities measured by ESG and major financial strategies of companies. Related with previous research, this study seeks to systematically analyze the association between social responsibility activities and dividend policies of corporations.

Studies such as Rakotomavo (2012) and Benlemlih (2019) suggest that social responsibility activities have a positive impact on dividend policy, while studies such as Pham and Jung (2020) and Ni and Zhang (2019) report that social responsibility activities have a negative effect on dividend policy. In addition, the domestic previous research has analyzed the effect of social responsibility activities on dividends by using a simple OLS regression. These studies have not considered the endogeneity problem of variables and the partial adjustment of dividends with panel data. They did not investigate the relation between corporate social activities and stability of dividends either. Studies on these topics with Korean firms are still lacking.

The dividend theory has been greatly developed with signaling theory, agency theory, and life cycle theory based on the dividend-irrelevance theory of MM (1961). If the signal theory of dividends is true, it can be argued that social responsibility activities will affect dividend payout level positively (Benlemlih, 2019). If the outcome hypothesis of agency theory of dividend is true, social responsibility activities will show a positive relationship between dividend levels (Adjaoud and Ben-Amar, 2010), conversely, if substitute hypothesis of agency theory is true, social

* Corresponding Author: podo92@hanmail.net, Tel: +82-62-530-1439

responsibility activities and dividend levels will show a negative (-) relationship (John and Knyazeva, 2006). According to life cycle theory, corporate social activities have a positive association with dividend payout (Rakotomavo, 2012). In addition, Benlemlih (2019) shows that the companies with excellent levels of social responsibility activities prefer to have more stable dividend policy in order to signal a reduction in agent costs through dividend and a sound management policy. Matos, Barros and Sarmento (2020) also show that the firms with more sustainability have more stable dividend policies by using data from the European securities market. These studies imply that social responsibility activities are expected to have a significant impact on the stability of dividend policies.

This study utilizes the ESG ratings provided by the Korea Corporate Governance Service as the measures of CSR/ESG activities of firms. We collected the data from the non-financial firms listed in Korea security market during the period of 2013 through 2019. The financial data required for analysis used the KIS-VALUE database of Korea Credit Evaluation Information. The information about the major shareholders' equity was collected from the section of ownership status in the annual reports of the firms. The samples used in this study are 4,126 firm-year unbalanced panel data. The empirical analysis was conducted by applying a fixed effect panel analysis and a two-stage fixed effects panel analysis using the industrial average of social responsibility activities as an instrumental variable for social responsibility activities to alleviate the endogenous problem of social responsibility activities. The results of the analysis are as follows:

First, the empirical results show that the ESG activities of the company have different effects on dividend level according to the measures of dividend payout. When dividend payout ratio (dividend/net income) is used for the dependent variable, only the social rating has been analyzed to have a statistically significant and positive effect on dividend. On the other hand, when dividend rate (dividend/total asset) and dividend yield (dividend/stock price) are used as dependent variables, the company's ESG integration rating, environmental rating, social rating, and governance rating have been shown to have a significant and positive impact on dividend. These results shows that the increase in corporate social responsibility activities among corporate ESG activities can improve the dividend propensity of companies. Since the dividend payout ratios of Korea firms remain relatively low, it is suggested that the company's social responsibility activities should be strengthened more in order to increase dividend propensity. In addition, it can be confirmed that the company's ESG activities have a significant and positive impact on the dividend level of the company, so that the company should be more interested in ESG for sustainability. In other words, the more a company have interests in the various stakeholders of the firm, the more profitable it is for shareholders.

Second, this the findings can be explained by the outcome hypothesis of agent theory and the life cycle hypothesis. The cash ratio, which is the proxy variable of the agency issue, has a significant and positive effect on dividend propensity. Cash ratio, majority shareholder equity, foreign equity have a positive association with the

dividend ratios, and the majority shareholder's ownership has a significant and positive impact on dividend yield. In addition, it was also confirmed that the ratios such as operating cash flow/total assets, earned surplus/total assets, and gross operating profit/total assets, which are the proxies of life cycle theory, are significantly and positively associated with the dividend rate. The variables such as market value/book value, earned surplus/total asset, gross operating profit margin have a significant and positive impact on the dividend yield.

Third, the ESG activities were analyzed to have a significant impact on the stability of dividend policy. The better the ESG activity, the higher the target dividend level, and the faster the difference between the target dividend level and the actual dividend level was adjusted. This means that the better the ESG activity, the higher the sustainability, and the higher the dividend level can be maintained. Since the company is more profitable with better ESG activity, it can be adjusted to the target dividend level more quickly.

Keywords

ESG, Dividend policy, Stability of dividend policy, Agency theory, Life cycle theory

I. 서 론

최근 ESG(Environment, Social, Governance) 활동이 이론 및 실무적으로 큰 주목을 받고 있다¹⁾. 이러한 변화와 함께 ESG로 측정된 기업의 사회적 책임 활동과 기업의 주요 재무전략들에 대한 연구가 최근 들어 활발하게 진행되어 오고 있다. 초창기의 연구들은 주로 사회적 책임 활동의 결정요인이 무엇인가, 그리고 사회적 책임 활동이 기업의 가치에 어떤 긍정적 혹은 부정적 영향을 주고 있는지 등을 중심으로 이루어져 왔다. 그러나, 최근에 들어서는, 사회적 책임 활동이 기업의 주요 재무전략, 즉, 투자의사결정, 자본구조전략, 자본비용의 크기, 현금보유수준, 그리고 배당정책에 미치는 영향들에 대한 연구로 더 구체화되고 있다. 본 연구는 사회적 책임 활동과 배당정책의 관련성에 대하여 체계적으로 연구하고자 한다.

사회적 책임 활동과 배당정책에 대한 연구로는 전통적인 배당이론의 체계, 즉, 대리인이론, 신호전달 이론, 생명주기이론들과 연계하여 진행되어 왔다. 대리인이론에 기초하여, Benlemlih(2019)는 배당이 사회적 책임 활동에 대한 과도한 투자를 통제할 수 있는 규율메커니즘으로 작용할 수 있어서 사회적 책임 활동과 배당 수준은 정(+)의 관계를 갖게 된다고 주장하였다. Rakotomavo(2012)는

1) 박경서, 변희섭, 이지혜(2012)는 기업의 환경경영이 기업가치 개선에 긍정적인 영향을 준다고 하였으며, 강원, 정무권(2020)은 ESG 활동이 기업가치에 긍정적인 영향을 주며, 수익성이 양호할수록, 외국인 지분이 많을수록 효과가 더 크다는 것을 보여주고 있다.

생명주기이론에 기초하여 사회적 책임 활동은 배당수준과 정(+)의 관계를 갖고 있다고 보이고 있다. 한편, Cheung, Hu and Schwiebert(2018)는 배당이론을 이용하기 보다는, 수익채널과 자기자본비용채널의 개념을 이용하여 사회적 책임 활동이 배당에 정(+)의 영향을 주고 있음을 보임으로써 수익채널가설을 지지하고 있다. 반면, 베트남 시장을 대상으로 분석한 Pham and Jung(2020)의 연구에서는 사회적 책임 활동과 배당수준이 음(-)의 관계를 보이고 있으며, 중국을 대상으로 한 Ni and Zhang(2019)의 연구에서도 두 변수 간에 음(-)의 관계를 보이고 있다.

또한, 사회적 책임 활동을 포함한 지속가능성이 배당의 안정화에 미치는 분석도관심을 받고 있다. Benlemlih(2019)와 Matos, Barros and Sarmento(2020)는 사회적 책임 활동 혹은 지속가능성이 높은 기업일수록 배당이 더욱 안정적임을 보여주고 있다. 즉, ESG활동이 배당의 안정성에도 영향을 미치고 있다는 주장이다.

국내의 연구로는 이지혜, 변희섭(2014a,b)의 연구에서 사회적 책임 활동과 배당 수준과의 관계를 대리인이론에 기초하여 보완관계와 대체관계로 설명하고, 일반기업들을 대상으로 분석한 결과로 보완관계가 있음을 보고하고 있다. 정성창, 송동엽(2020)의 연구에서는 규제산업으로서 금융기관의 특수성을 고려하여 일반은행을 대상으로 분석한 결과, 은행산업에서는 사회적 책임 활동과 배당수준이 정(+)의 관계가 성립함을 보이고 있다. 최근 바토구와 반혜정(2020)의 연구에서는 Cheung, Hu and Schwiebert(2018)이 제시한 수익채널가설을 이용하여 사회적 책임 활동과 배당수준이 정(+)의 관련성을 갖고 있음을 보이고 있다.

이처럼, 선행연구의 결과들은 사회적 책임 활동과 배당정책에 관하여 일관된 결과를 제시하고 있지 않다. 즉, Rakotomavo(2012), Benlemlih(2019)등의 연구에서는 사회적 책임 활동이 배당정책에 대하여 정(+)의 영향을 미치고 있다고 분석 결과를 제시하는가 하면, 반대로 Pham and Jung(2020)과 Ni and Zhang(2019) 등의 연구들은 사회적 책임 활동이 배당정책에 음(-)의 영향을 미치고 있다고 보고하고 있다. 또한, 국내 선행연구들의 분석 범위가 사회적 책임 활동이 배당에 미치는 영향에 대하여 단편적으로 분석하고 있으며, 배당의 안정성 등에 대하여도 충분하게 분석하지 못하고 있다. 국내 연구들의 분석 방법론도 단순한 OLS 분석 정도에 그침으로써 변수들의 내생성(endogeneity) 문제와 패널데이터를 이용한 배당의 부분조정 현상 등에 대하여 충분하게 분석하지 못하고 있다. 특히, 한국 기업을 대상으로 한 연구들은 아직 미흡한 실정이다. 이러한 선행연구들의 한계점이 본 연구를 실시하게 된 배경이다.

따라서, 본 연구의 목적은 우리나라 기업들의 사회적 책임 활동이 배당정책에 미치는 영향을

보다 체계적으로 분석하고자 함에 있다. 사회적 책임 활동과 배당정책의 관련성 뿐 만아니라 패널리티를 이용하여 배당의 부분조정모형에 기초한 배당의 안정성까지도 검토하고자 한다. 분석 대상 기간도 단기간 보다는 장기간의 자료를 이용하여 보다 체계적인 분석을 실시하고자 한다.

II. 사회적 책임과 배당정책에 대한 선행연구

기업의 배당 이론은 Modigliani and Miller(1961)의 배당무관련설을 기초로 “손안에 든 새(bird-in-the-hand)”이론(Gordon, 1963; Lintner, 1962)등이 제시되었으나, 현대적인 배당이론으로는 신호이론(signaling theory), 대리인이론(agency theory), 생명주기이론(life cycle theory) 들로 크게 발전되어 왔다. 먼저 각 이론의 의미를 간단하게 정리하고, 각 이론의 논리 안에서 사회적 책임 활동과 배당과의 관련성 등을 검토해보고자 한다.

1. 신호이론 (Signaling Theory)

배당에 대한 신호이론에 의하면(Ross, 1977; Bhattacharya, 1979; Miller and Rock, 1985), 경영자는 정보비대칭 상황에서 기업의 미래 사업전망에 대하여 배당의 변화를 통해 시장으로 직접적인 신호를 전달한다는 것이다. 즉, 배당의 증가는 기업의 미래 사업 전망(prospects)에 대하여 긍정적인 신호를 시장에 전달하는 것이다. 이러한 논리를 사회적 책임 활동의 측면에서 보면, 배당은 다음 두 가지 사항에 대하여 신호를 전달하고 있다(Benlemlih, 2019). 첫 번째는 사회적 책임 활동을 많이 하는 기업들은 주주 등 재무적 이해관계자들과 비재무적 이해관계자들의 이해를 동일한 방향으로 조율하면서, 윤리적으로 그리고 지속가능한 방법으로 기업의 가치를 창출하도록 노력하게 된다²⁾. 또한, 환경적 책임활동은 상대적으로 비공개된 기업의 내부 정보를 보다 더 많이 포함하고 있기 때문에 기업의 환경적 책임활동이 우수한 기업일수록 정보비대칭을 완화시키기 위하여 신호를 시장에 전달한다(Wei et al., 2017). Royet(2016)에 의하면 기업이 환경정보를 공개할수록 기업의 배당수준이 증가한다는 연구결과를 제시하고 있다. 즉, 이러한 기업들의 고배당 정책은 재무적

2) 에너지데일리(<http://www.energydaily.co.kr>) 2021년 8월 4일자 기사에 의하면, 한국전력의 주요 주주였던 네덜란드 공적연금 운용공사(APG)는 한전에 해외 석탄발전소 투자 철수를 요구해오다 올해 초 한전에 투자한 모든 자금을 회수하며 석탄발전소에 대한 투자 배제 방침을 분명히 하였음.

이해관계자인 주주들을 고려하여 기업의 평판을 강화할 것이고, 또한 동시에, 기업의 부를 창출하는 과정에 기여해 온 비재무적 이해관계자들에게 부의 배분에 대한 공정성과 윤리성을 알리는 수단이 된다. 두 번째는 사회적 책임 활동에 투자하는 자원으로 인해 기업이 단기적으로는 현금을 사용하게 되어 경쟁력을 약화시킬 수 있다는 주장들이 제기되고 있다(Waddock and Graves, 1997). 그러나, 이러한 기업들의 고배당 정책은 사회적 책임활동에 사용하는 자원으로 인해 기업의 현금흐름이 고갈되는 것과는 무관하다는 것을 시장에 신호전달하게 되고, 또한, 기업 자원을 보다 더 효율적으로 배분함으로써 주주들의 만족도가 더 높아질 수 있다는 것이다. 이러한 신호가설이 타당하다면, 사회적 책임 활동과 배당정책은 정(+)의 관계를 보이게 될 것이다.

2. 대리인이론 (Agency Theory)

배당에 대한 대리인이론에 의하면, 배당은 여유현금의 대리인비용을 통제하는 중요한 역할, 즉 대리인문제를 감소하는 수단이 된다는 것이다. 이것은 Jensen(1986)의 여유현금흐름 (free cash flow) 주장에 기초한 것으로서, 많은 여유현금흐름을 보유한 경영자는 최적 수준 이상의 과대투자 (overinvest)를 하거나 혹은 사익 편취를 위하여 사용할 유인을 갖고 있기 때문에, 배당을 증가시키는 것은 경영자의 통제 아래에 있는 현금의 크기를 감소시켜서 여유현금흐름의 과대투자나 전용을 제약하게 된다는 것이다(Kalay, 1980; Lewellen and Emery, 1981).

이러한 주장을 사회적 책임 활동의 측면에서 보면, 경영자들은 사회적 책임 활동을 통해 본인들이 사회적 책임을 갖고 있다고 시장에 인식되게 함으로써 사적 편익을 얻을 수 있다. 사회적 책임 활동을 통해 경영자들의 평판도가 증가하고 이로 인한 사적 편익을 얻을 수 있기 때문에, 경영자들은 주주들의 비용으로 사회적 책임 활동에 과대투자를 할 유인을 갖고 있다는 것이다. 특히, 환경적 책임활동은 친환경 경영을 하고 있지 않으나 친환경 경영을 하고 있는 것처럼 보이게 하는 그린워싱 (greenwashing)이나 경영자의 무능을 감추기 위한 환경관련 시설투자의 과잉투자를 유발하여 경영자의 사적 편익에 악용될 가능성이 높다(Laufer, 2003; Barnea and Rubin, 2010). 이러한 주장은 기업의 여유현금흐름이 많을 경우에 더 타당하다고 할 수 있다. 따라서, 배당이 사회적 책임 활동에 과다한 투자를 막을 수 있는 규율 메커니즘으로 작동하여 사회적 책임 활동을 위한 현금지출의 낭비를 통제할 수 있다면, 사회적 책임 활동과 배당 수준은 정(+)의 관계를 갖게 될 것이다(Benlemlih, 2019).

그런데, 이러한 대리인 이론의 논리를 바탕으로 또 다른 주장도 가능하다. La Porta et al.(2000)는 대리인이론에 기초하여 기업지배구조의 질과 배당정책에 관하여 두 가지의 상반된 가설, 즉, 대체가설(substitute hypothesis)과 결과 가설(outcome hypothesis)을 제시하고 있다. 먼저, 대체가설(substitute hypothesis)에 따르면, 지배구조의 질은 배당 수준과 대체적인 관계, 즉 음(-)의 관계를 보인다는 것으로서, 지배구조의 질이 좋을수록 대리인 비용이 낮아지기 때문에, 주주와 경영자 간의 갈등을 완화시키기 위한 수단으로서 배당을 사용할 가능성이 적어진다는 것이다(John and Knyazeva, 2006). 반대로, 결과 가설(outcome hypothesis)에 따르면, 기업지배구조의 질은 배당 수준과 정(+)의 관계를 보인다는 것으로서, 지배구조의 질이 좋을수록 주주들의 보호권리(protection rights)가 더 강해지기 때문에, 주주들은 경영자들에게 압력을 넣어 잉여 현금을 경영자들의 사적 편익을 위해 사용하기 보다는 배당을 지급하도록 더 지급하도록 한다는 것이다(Adjaoud and Ben-Amar, 2010). 기업의 사회적 책임 활동은 기업지배구조의 질을 포함하고 있기 때문에, La Porta et al.(2000) 연구에서 제시한 두 개의 상반된 가설은 기업의 사회적 책임 활동과 배당정책에도 적용될 수 있다. 즉, 결과 가설(outcome hypothesis)이 타당하다면, 사회적 책임 활동은 배당수준과 정(+)의 관계를 보이게 될 것이며, 반대로 대체가설(substitute hypothesis)이 타당하다면, 사회적 책임 활동과 배당 수준은 음(-)의 관계를 보이게 될 것이다.

이지혜, 변희섭(2014a,b)의 연구들은 대리인이론에 기초하여 사회적 책임 활동과 배당정책의 관계를 대체관계 혹은 보완관계로 설명될 수 있음을 제시한 뒤에, 한국의 증권시장에 상장된 기업들을 바탕으로 실증 분석하였다. 분석 결과, 이 두 변수들 간의 관계는 상호 보완관계가 성립함, 즉, 정(+)의 관계가 있음을 보여주고 있다. 또한, 사회적 책임 활동이 경영자의 대리인문제에 악용될 우려가 있고, 배당이 일종의 보증수단으로 사용되기 때문에, 고배당인 경우에도 사회적 책임 활동이 기업의 가치에 정(+)의 영향을 주고 있다는 것이다. 정성창, 송동엽(2020)의 연구는 우리나라 일반은행의 사회적 책임 활동과 배당정책을 분석한 결과, 일반은행의 사회적 책임 활동의 규모는 배당성향의 크기에 정(+)의 유의한 영향을 주고 있어서 상호 보완적인 관계성을 갖고 있다고 보고하고 있다.

3. 생명주기이론 (Life Cycle Theory)

배당의 생명주기이론에 의하면, 생명주기 초기 단계의 기업들은 성장기회는 많으나 내부에서

자금조달에 필요한 현금 창출이 부족하여 배당을 지급할 자금이 충분하지 않기 때문에, 배당 보다는 매력적인 투자안에 자금을 활용하게 된다. 그러나, 성숙 단계의 기업들은 일반적으로 규모가 크고 수익성이 높으며 내부에서 조달된 현금이 수익성 있게 투자할 수 있는 현금 보다 더 많게 되기 때문에, 이익을 주주들에게 배분하는 것이 최적이 되어 배당을 지급하게 된다(Mueller, 1972; Fama and French, 2001; DeAngelo and DeAngelo, 2006).

배당의 생명주기 이론을 사회적 책임 활동의 측면에서 보면, 기업이 많은 자원과 고도의 경영 역량을 갖고 있는 성숙 단계에 이르게 되면, 초기 단계의 기업들 보다는 사회적 책임 활동에 전략적으로 투자할 가능성이 높아지게 된다. 이는, 기업의 사회적 책임활동은 기업의 성과가 양호하며 여유현금이 풍부할수록 증가하므로(Waddock and Graves, 1997), 기업의 성숙단계에서 기업의 사회적 책임활동이 증가한다(Hasan and Habib, 2017). 즉, 기업이 성숙 단계에 이르면서 보다 더 많은 잉여현금흐름의 크기를 비축하게 되기 때문에, 사회적 책임 활동을 많이 하는 기업들은 고배당 정책을 택할 가능성이 많아진다. Rakotomavo(2012)는 생명주기이론에 기초하여 기업의 배당과 사회적 책임 활동이 상호 보완적인 관계임을 보여주고 있다. 즉, 사회적 책임 활동은 배당예측 오차와 유의한 정(+)의 관계를 갖고 있기 때문에 상호 보완적인 관계라고 주장하고 있다. 또한, Hsu(2018)에 의하면 성숙기 기업에서 사회적 책임활동이 증가할수록 기업의 배당수준이 증가한다고 하였다.

배당에 대한 선행 이론들을 기초로 하고, 베트남에 상장된 기업들을 대상으로 한 Pham and Jung(2020)의 연구가 주목할 만하다. 이들의 분석 결과에 의하면, 사회적 책임 활동은 배당정책에 음(-)의 영향을 주고 있는 것으로 보고 하고 있다. 이러한 결과는 베트남이 시장중심의 사회주의 경제라는 점에서 자본주의 국가들의 분석결과와는 다른 시사점을 보여주고 있다. 중국을 대상으로 분석한 Ni and Zhang(2019)의 연구에서도 사회적 책임 활동과 배당 수준이 음(-)의 관계를 보고 하고 있다.

지금까지 검토한 배당이론과 사회적 책임 활동과의 관련성에 대한 선행연구들을 정리해보면 다음과 같다. 즉, 배당의 신호이론이 타당하다면, 사회적 책임 활동과 배당정책은 정(+)의 관계를 보이게 될 것으로 가정할 수 있을 것이다. 그리고, 배당의 대리인이론에서 결과가설(outcome hypothesis)이 타당하다면, 사회적 책임 활동은 배당수준과 정(+)의 관계를 보이게 될 것이며, 반대로 대체가설(substitute hypothesis)이 타당하다면, 사회적 책임 활동과 배당 수준은 음(-)의 관계를 보이게 될 것이다. 마지막으로 배당의 생명주기이론에 의하면, 사회적 책임 활동은 배당정책과 정(+)의 관계를 보일 것으로 가정할 수 있다.

4. 기타 이론

한편, 기존의 배당에 대한 이론적 연구들과는 달리, 배당할인모형의 시각에서 새롭게 접근하는 연구들이 있다. Cheung, Hu and Schwiebert(2018)의 연구는 기존의 배당에 관한 연구들과는 달리, 배당에 대한 두 가지의 사회적 책임 활동 관점을 제시하고 검증하고 있다. 첫 번째로, 기업은 사회적 책임 활동을 통해 자기자본비용을 낮추기 때문에(자기자본비용 채널), 배당을 지급하기 보다는 현금을 보유하거나 투자하는 유인을 갖고 있어서 배당을 감소시킬 가능성이 크다는 것이다. 두 번째로, 사회적 책임 활동이 수익을 증가시키는 정(+)의 NPV 투자이기 때문에(수익채널), 배당을 증가시킬 가능성이 크다는 것이다. 분석결과, 전반적인 사회적 책임 활동은 배당의 지급 유무에는 영향을 주지 않지만, 배당을 지급하는 경우 배당에는 사회적 책임 활동이 배당의 규모에는 정(+)의 영향을 주고 있어서 수익채널의 가설을 지지하고 있다. 바토구, 반혜정(2020)의 연구에서는 Cheung, Hu and Schwiebert (2018)의 수익채널과 자기자본비용채널의 개념을 바탕으로 실증 분석하였다. 분석 결과, 사회적 책임 활동이 우수한 기업일수록 적극적인 현금배당을 실시하고 있음을 보이고 있다.

5. 배당의 안정성

배당의 안정성은 배당의 결정요인과 함께 배당 정책의 중요한 특성이다(Brav et al., 2005). 배당의 안정성과 사회적 책임 활동에 관한 이론적 논리는 배당이론에 기초하여 추론할 수 있다. 먼저, 배당의 대리인이론에서, 배당정책이 대리인비용을 줄이는 규율 수단으로 활용되기 위한 중요한 조건 중 하나는 배당의 안정성이다(Easterbrook, 1984). 사회적 책임 활동과 배당 정책이 정(+)의 관계를 갖는다는 가설에 의하면, 사회적 책임 활동을 많이 하는 기업일수록 배당은 대리인비용을 통제하는 규율 수단으로서의 역할을 더 하게 될 것이다. 따라서, 사회적 책임을 갖는 기업들은 그렇지 않는 기업들보다 배당을 더 안정적으로 조정할 것이다. 또한, 배당의 신호이론에 따르면, 사회적 책임 활동을 다 하는 기업들은 자원의 효율적 사용과 비용 통제의 효율성에 대하여 평판을 갖고 있기 때문에, 기업의 투명하고 건전한 경영 방침을 신호전달하기 위해서도 더 안정적인 배당정책을 선호할 것이다(Benlemlih, 2019). Matos, Barros and Sarmento (2020)는 유럽 증권시장의 자료를 이용하여 지속가능성이 높은 기업일수록 보다 더 안정적인 배당정책을 택하고 있음을 보여주고 있다.

Ⅲ. 연구방법

1. 자료

본 연구의 주요한 변수인 기업의 사회적 책임 활동에 대한 대응치는 한국기업지배구조원의 ESG등급을 활용하였다. 한국기업지배구조원의 웹사이트에서 우리나라 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 ESG통합, 환경, 사회, 기업지배구조에 대해 S, A+, A, B+, B이하의 5등급으로 공시하고 있다. 임종옥(2018)에 의하면 사회와 환경등급은 2011년부터 자료를 제공하고 있으며, 등급부여방식이 2013년부터 변경되었다. 따라서, 본 연구에서는 2013년부터 2019년까지의 자료를 토대로 유가증권시장에 상장된 12월 결산 법인 중에서 비금융업을 대상으로 분석하였다.

분석에 필요한 재무자료는 한국신용평가정보의 KIS-VALUE 데이터베이스를 사용하였으며, 대주주 지분의 경우에는 사업보고서의 최대주주 및 특수관계인의 주식소유 현황 자료를 사용하였다. 본 연구에서 사용된 표본은 4,126개의 기업-연도별 불균형 패널자료이다.

2. 연구모형

본 연구의 목적은 기업의 사회적 책임 활동이 기업의 배당정책에 미치는 영향을 분석하고자 하였다. 본 연구에 사용된 데이터는 기업연도별 불균형 패널이므로, 패널분석을 실시하였다. 본 연구에서는 Benlemlih(2019)의 사회적 책임활동과 배당과의 선행연구를 확장하여 패널모형으로 분석하였다.

$$DIV_{i,t} = \alpha + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 CF_{i,t} + \beta_3 CASH_{i,t} + \beta_4 DEBT_{i,t} + \beta_5 FOR_{i,t} + \beta_6 MB_{i,t} + \beta_7 OWN_{i,t} + \beta_8 RETA_{i,t} + \beta_9 EBIT_{i,t} + \beta_{10} SIZE_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \epsilon_{i,t}$$

종속변수인 배당수준(*DIV*)은 배당성향(현금배당/당기순이익), 배당률(현금배당/총자산), 배당수익률(현금배당/시가총액)을 사용하였다. 이는, 기업의 사회적 책임활동이 기업의 배당수준에 따라서 미치는 영향이 상이한지를 분석하고자 하였다. 배당성향은 기업이 창출한 수익에서 배당이 차지하는 비중을 나타내며, 배당성향이 높을수록 투자를 위한 내부유보금이 감소한다는 것을 의미하며, 배당률은 총자산에서 배당금이 차지하는 비율로 배당률이 높다는 것은 이익이 증대되어 배당금이

증가한다는 것이며, 배당수익률은 시가기준으로 투자자가 주식을 보유하게 됨으로써 얻게 되는 배당 수익이 증가한다는 것을 의미한다.

설명변수인 기업의 사회적 책임 활동의 대용치로 ESG등급을 이용하였다. ESG등급은 ESG 통합등급과 환경등급, 사회등급, 지배구조등급으로 구분하여 분석하였다. S등급은 7점, A+등급은 6점, A등급은 5점, B+등급은 4점, B이하 등급은 3점을 부여해서 분석하였다. 배당의 신호이론, 수명주기이론, 대리인이론의 결과가설이 타당하다면 기업의 사회적 책임 활동의 대용치인 ESG 활동은 기업의 배당수준에 양(+)의 영향을, 대리인이론의 대체가설에 의하면 ESG 활동은 기업의 배당수준에 음(-)의 영향을 미칠 것으로 기대된다.

배당수준에 대한 통제변수로 현금흐름(*CF*)은 현금흐름표의 영업활동현금흐름을 총자산으로 나누어 계산하였다. 배당의 수명주기이론의 관점에서 현금흐름이 양호할수록 기업의 배당수준에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 기대되어지며, 대리인이론에 의하면 여유현금흐름이 많을수록 대리인문제가 발생하므로 여유현금흐름은 배당수준에 양(+)의 영향을 줄 것이다. 현금비율(*CASH*)은 대리인문제를 추정하는 대용치로³⁾, 대리인 이론의 결과가설(outcome hypothesis)이 타당하다면, 현금보유량은 배당수준과 양(+)의 관계를 보이게 될 것이며, 대체가설(substitute hypothesis)이 타당하다면, 현금보유량과 배당 수준은 음(-)의 관계를 보이게 될 것이다. 부채비율(*DEBT*)은 총부채를 자기자본으로 나누어 계산하였으며, 부채비율이 높을수록 배당을 지급할 여력이 줄어들기 때문에, 부채비율은 배당수준에 음(-)의 영향을 미칠 것으로 기대된다. 외국인 지분(*FOR*)은 보통주보유주식수/발행주식수로 나누어 계산하였다. 외국인 지분은 기업의 배당수준에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 기대된다. 시장가치/장부가치(*MB*)는 성장기회의 대용치로 (시가총액+총부채)/총자산으로 계산하였으며, 신호가설에 의하면 성장기회가 높은 기업일수록 고배당을 실시하기 때문에 시장가치/장부가치는 배당수준에 양(+)의 영향을 줄 것이며, 수명주기가설에 의하면 좋은 투자기회를 갖고 있는 기업들은 내부 유보액을 증가시킬 것이지만, 좋은 투자기회를 갖고 있지 않는 기업들은 많은 현금보유량을 갖고 있으면서 배당을 증가할 것이다. 따라서, 성장기회와 배당수준은 음(-)의 관계를 갖는 것으로 기대된다. 대주주 지분(*OWN*)은 최대주주 및 특수관계인의 보통주 비율을 사용하였으며, 대리인이론의 대체가설에 의하면 대주주 지분이 높을수록 대리인문제가 완화되어 배당이 감소하지만,

3) Farinha(2003)는 현금비율은 대리인비용과 관련이 있다고 하였으며, 현금비율이 배당에 정(+)의 영향을 주고 있어서, 대리인이론을 지지하는 분석결과를 제시하고 있다. 또한, Benlemlih(2019)는 경영자가 자신의 사적이익을 증대시키기 위해서 현금보유를 증대시킬 수 있으며, 여유현금흐름의 대리인 비용을 줄이기 위해서 현금보유를 줄일 수 있어, 현금비율을 대리인 문제의 대용치로 사용하고 있다.

결과가설에 의하면 대주주 지분은 배당수준에 양(+)의 영향을 준다고 하였다. 기업의 생명주기에 대한 대응치로 이익잉여금/총자산(*RETA*)을 사용하였으며, 성숙기업일수록 수익성은 양호하지만, 성장성이 감소하여 이익잉여금의 규모가 많아지게 되며, 배당지급의 규모가 커지므로 배당수준에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 기대된다. 기업의 수익성에 대한 대응치는 총자산영업이익률(*EBIT*)을 사용하였다. 신호이론과 수명주기이론의 관점에서 수익성이 양호할수록 기업의 배당수준에 양(+)의 영향을 줄 것으로 기대된다. 기업규모(*SIZE*)는 $\log(\text{총자산})$ 으로 계산하였다. μ_i 는 관측되지 않은 기업고유효과이며, λ_t 는 시간효과이다. <표 1>은 배당이론에 근거하여 설명변수인 ESG 등급과 통제변수가 배당수준에 미칠 영향을 정리하였다.

〈표 1〉 배당이론에 따른 변수의 기대부호

	신호이론	대리인이론	수명주기이론
ESG 등급	+	+/(−)	+
현금흐름(<i>CF</i>)		+	+
현금비율(<i>CASH</i>)		+/(−)	
부채비율(<i>DEBT</i>)	−	−	−
외국인 지분(<i>FOR</i>)	+	+	+
시장가치/장부가치(<i>MB</i>)	+		−
대주주 지분(<i>OWN</i>)		+/(−)	
이익잉여금/총자산(<i>RETA</i>)			+
총자산영업이익률(<i>EBIT</i>)	+		+
기업규모(<i>SIZE</i>)	−	+	+

기업의 사회적 책임활동의 대응치인 ESG활동과 안정배당정책과의 관계를 분석하기 위하여 Lintner(1956)의 부분조정모형을 활용하여 ESG활동이 양호한 집단과 그렇지 않은 집단으로 구분하여 동태적 패널분석을 실시하였다. 다음과 같은 연구모형을 설정하였다.

$$DPS_{i,t} = (1 - \beta_1)DPS_{i,t-1} + \beta_2 EPS_{i,t} + \eta_i + \lambda_t + \nu_{i,t}$$

종속변수인 주당배당금($DPS_{i,t}$)는 현금배당/발행주식수로 계산하였으며, 종속변수의 시차변수($DPS_{i,t-1}$)를 독립변수로 사용하였다. 주당순이익(EPS)은 당기순이익을 발행주식수로 나누어서 계산하였다. η_i 는 관측되지 않은 기업의 고유특성이며, λ_t 는 시간변동요인이다. 시스템-일반화적률법(system generalized method of moments)은 수준방정식에는 차분변수를 도구변수로 사용하며,

차분방정식에는 시차변수를 도구변수로 사용하여 차분-GMM보다 효율적인 추정량을 얻을 수 있다(Arellano and Bover, 1995). 시스템-GMM에서 1차 자기상관은 존재하며, 2차 자기상관은 존재하지 않아야 한다. 또한, 내생적 설명변수보다 도구변수의 수가 많아지는 과대식별(over-identification)의 문제가 존재하기 때문에, 과대식별의 문제가 없어야 한다. 과대식별 문제 여부는 Hansen 검정을 실시하였다.

IV. 분석결과

1. 기본통계량

본 연구에서 사용된 변수들에 대한 기초통계량을 <표 2>에 제시하였다. 변수의 극단치에 대한 영향을 줄이기 위하여 상하 1% 수준에서 윈저라이징(Winsorization)하였다. 본 연구의 종속변수인 배당성향의 평균값은 19.956%, 배당률(현금배당/총자산)의 평균값은 0.684%, 배당수익률의 평균값은 1.294%를 보이고 있다. 본 연구의 주요한 설명변수인 사회적 책임활동의 대용치인 ESG 통합등급의

<표 2> 기초통계(N=4,126)

	평균	중앙값	표준 편차	최대값	최소값
배당성향(%)	19.956	14.799	21.851	88.666	0.000
배당률(%)	0.684	0.360	0.989	5.753	0.000
배당수익률(%)	1.294	0.950	1.373	6.250	0.000
ESG 통합등급	3.247	3.000	0.563	6.000	3.000
환경등급	3.338	3.000	0.622	6.000	3.000
사회등급	3.373	3.000	0.739	6.000	3.000
지배구조등급	3.266	3.000	0.552	6.000	3.000
영업현금흐름/총자산	0.047	0.045	0.068	0.244	-0.157
현금비율(%)	5.821	3.735	6.268	30.464	0.013
부채비율(%)	101.613	66.907	124.397	814.853	1.836
외국인지분(%)	10.228	4.685	12.980	62.780	0.000
시장가치/장부가치	1.215	0.990	0.750	4.902	0.432
대주주지분(%)	44.370	45.018	16.593	82.138	8.730
이익잉여금/총자산(%)	29.401	35.103	43.661	86.602	-126.435
총자산영업이익률(%)	3.586	3.472	5.745	21.814	-17.214
기업규모	26.866	26.628	1.488	31.164	24.093

평균값은 3.247점이며, 사회등급의 평균이 3.373점으로 가장 높았으며, 환경등급의 평균값은 3.338 점, 지배구조 등급은 3.266점으로 나타났다. 총자산에서 영업활동현금흐름의 평균비중은 0.047이며, 현금비율(현금및현금등가물/총자산)의 평균비중은 5.821%이다. 부채비율(총부채/자기자본)의 평균값은 101.613%이며, 외국인지분의 평균값은 10.228%이며, 시장가치/장부가치의 평균값은 1.215이며, 대주주지분은 44.370%로 나타났다. 이익잉여금/총자산의 평균값은 29.401%이며, 총자산영업이익률(영업이익/총자산)의 평균값은 3.586%, 기업규모(총자산에 로그값)는 26.866의 값을 보이고 있다.

기업의 사회적 책임활동이 양호한 집단과 그렇지 않은 기업의 특성을 비교하기 위하여 ESG 통합등급이 B이하이면 사회적 책임활동이 불량한 기업으로, ESG 통합등급이 B+ 이상이면 사회적 책임활동이 양호한 기업의 두 집단으로 구분하여 차이검정을 실시하였으며, 분석결과는 <표 3>에 제시하였다⁴⁾. 기업의 사회적 책임활동의 대용변수인 ESG 활동이 우량한 기업일수록 그렇지 않은 기업에 비하여 상대적으로 배당수준이 보다 더 유의하게 높은 것으로 나타났다. 즉, 사회적 책임활동이

〈표 3〉 ESG등급별 차이검정

ESG등급 B이하이면 ESG활동이 불량한 집단, ESG등급 B+이상이면 ESG활동이 양호한 집단으로 구분하였다. *, **, ***는 각각, 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타낸다.

	ESG등급 B이하 (N=3,373)		ESG등급 B+이상 (N=753)		T-검정
	평균	표준편차	평균	표준편차	
배당성향(%)	19.000	21.768	24.124	21.740	-5.77***
배당률(%)	0.645	0.928	0.855	1.203	-4.44***
배당수익률(%)	1.251	1.367	1.485	1.382	-4.15***
영업현금흐름/총자산	0.043	0.068	0.068	0.065	-9.34***
현금비율(%)	5.991	6.519	5.079	4.969	4.22***
부채비율(%)	98.391	123.523	115.674	127.273	-3.34***
외국인지분(%)	7.776	10.792	20.928	15.970	-21.26***
시장가치/장부가치	1.188	0.724	1.331	0.846	-4.23***
대주주지분(%)	45.153	16.682	40.956	15.759	6.45***
이익잉여금/총자산(%)	29.559	51.548	36.840	29.428	-5.14***
총자산영업이익률(%)	3.249	5.782	5.054	5.345	-8.13***
기업규모	26.426	1.121	28.791	1.357	-43.97***

4) 박영규(2017)는 ESG 투자전략의 성과분석에서 ESG 등급을 B+이상인 집단과 B이하인 집단으로 구분하고 있다. ESG 등급이 S는 탁월, A+는 매우우수, A는 우수, B+은 양호, B는 보통, C는 취약, D는 매우취약이며, 한국기업지배구조원의 홈페이지에서 제공하는 등급은 S, A+, A, B+, B이하 등급만 제공하였다. 최근에는 B이하 등급도 공개하고 있다.

양호할수록 기업의 배당성향, 배당률, 배당수익률이 통계적으로 유의하게 높은 것으로 분석되었다. 또한, 사회적 책임활동이 양호할 기업일수록 상대적으로 영업현금흐름/총자산, 부채비율, 외국인지분, 시장가치/장부가치, 이익잉여금/총자산, 총자산영업이익률, 기업규모가 큰 것으로 나타났으며, 현금비율과 대주주지분은 상대적으로 낮은 것으로 분석되었다. 따라서, 기업의 사회적 책임활동의 대응변수인 ESG활동이 배당수준에 영향을 주는지 살펴보기 위해서는 기업특성을 통제할 필요성이 있음을 확인할 수 있다.

〈표 4〉은 변수간의 상관관계를 분석한 결과이다. 기업의 사회적 책임활동의 대응치인 ESG등급은 기업의 배당수준(배당성향, 배당률, 배당수익률)과 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계를 가지고 있어, 기업의 사회적 책임활동의 증가는 기업의 배당수준에 긍정적인 영향을 준다는 것을 알 수 있다. ESG등급과 기업규모가 통계적으로 유의한 0.62의 양(+)의 상관관계를 보이고 있어, 다중공선성의 문제가 크지 않음을 알 수 있다.

〈표 4〉 상관분석표

*, **는 각각, 유의수준 5%, 1%에서 유의함을 나타낸다.

	배당 성향	배당률	배당 수익률	ESG 등급	현금 흐름	현금 비율	부채 비율	외국인 지분	시장가 치/장 부가치	대주주 지분	이익영 여금/ 총자산	총자산 영업이 익률	기업 규모
배당성향	1.00												
배당률	0.45**	1.00											
배당수익률	0.55**	0.65**	1.00										
ESG등급	0.10**	0.09**	0.08**	1.00									
현금흐름	0.16**	0.41**	0.28**	0.14**	1.00								
현금비율	0.01	0.17**	0.06**	-0.06**	0.14**	1.00							
부채비율	-0.26**	-0.25**	-0.25**	0.04**	-0.15**	-0.13**	1.00						
외국인지분	0.18**	0.30**	0.19**	0.41**	0.30**	0.05**	-0.13**	1.00					
시장가치/ 장부가치	0.02	0.26**	-0.16**	0.07**	0.11**	0.15**	-0.04**	0.20**	1.00				
대주주지분	0.17**	0.07**	0.19**	-0.12**	0.09**	-0.14**	-0.10**	-0.17**	-0.16**	1.00			
이익잉여금 /총자산	0.30**	0.31**	0.35**	0.06**	0.35**	0.00	-0.36**	0.24**	-0.15**	0.21**	1.00		
총자산영업 이익률	0.21**	0.50**	0.33**	0.12**	0.63**	0.11**	-0.22**	0.30**	0.20**	0.12**	0.46**	1.00	
기업규모	0.11**	0.05**	0.12**	0.62**	0.21**	-0.15**	0.12**	0.53**	-0.04**	0.00	0.23**	0.21**	1.00

2. 사회적 책임활동과 배당정책

〈표 5〉는 기업의 사회적 책임활동의 대용치인 ESG 활동이 기업의 배당성향에 미치는 영향을 분석하기 위하여 고정효과 패널분석과 2단계 고정효과 패널분석을 실시한 결과이다. 모형 1부터 모형 4는 고정효과 패널분석의 결과이며, 모형 5부터 모형 8은 기업의 ESG활동의 내생성 문제를 고려한 2단계 고정효과 패널분석의 결과이다. 기업의 사회적 책임활동은 기업의 재무적 특성 및 소유구조에 의해서 영향을 받는다. 즉, 기업의 특성이 양호하여 사회적 책임활동이 증가할 수 있으며, 사회적 책임활동이 증가하기 때문에 기업의 특성이 양호할 수 있다는 것이다. 이러한 내생성의 문제를 완화시키기 위하여, 1단계 패널분석에서 기업의 사회적 책임활동의 대용치인 ESG 통합등급(환경, 사회, 지배구조)을 종속변수로 설정하고, ESG 통합등급(환경, 사회, 지배구조)의 한국표준산업분류 중분류 산업평균을 도구변수로 포함하여 고정효과패널분석을 실시하였다⁵⁾. 1단계 패널분석에서 추정된 ESG 통합등급(환경, 사회, 지배구조)의 추정치를 2단계의 독립변수로 사용하여 분석하였다. 모든 모형에서 Beusch-Pagan 검정이 유의한 값을 보이고 있어, 관측되지 않은 기업효과가 존재한다. 또한, 하우스만검정이 통계적으로 유의하여 확률효과 패널분석보다는 고정효과 패널분석이 보다 더 타당함을 제시하고 있다. 고정효과검정이 통계적으로 유의한 값을 제시하고 있어, 고정효과 패널모형의 적합성을 보여주고 있다.

기업의 ESG 통합등급, 환경등급, 지배구조등급은 기업의 배당성향에 통계적으로 유의한 영향을 주지 않지만, 사회등급은 모형 3에서 유의수준 5%에서 배당성향에 유의한 양(+)의 영향을 주며, 사회등급의 내생성을 고려한 모형 7에서는 유의수준 1%에서 배당성향에 통계적으로 유의한 영향을 주는 것으로 분석되었다. 이는, 사회적 책임활동의 대용치인 기업전체의 ESG 활동은 기업의 배당성향에 직접적으로 영향을 주지 못하지만, ESG 영역 중에서 기업의 사회적 책임활동이 양호할수록 기업의 배당성향에 긍정적인 영향을 준다는 것을 확인할 수 있다. 즉, 사회적 책임활동이 우수할수록 기업의 배당성향이 증가한다고 할 수 있다.

통제변수 중에서 부채비율은 배당성향에 기대했던 음(-)의 영향을 주고 있다. 현금비율은 배당성향에 유의한 양(+)의 영향을 주고 있어, 대리인이론의 결과가설을 지지하는 결과라고 할 수 있다. 반면에, 이익잉여금/총자산은 배당성향에 기대했던 양(+)의 영향이 아닌 유의수준 10%에서 통계적으로 유의한 음(-)의 영향을 주고 있는 것으로 나타나고 있어, 배당의 수명주기가설을 지지하지

5) Benlemlih(2019)의 연구에서도 CSR의 도구변수로 산업평균을 사용하고 있으며, 전진규(2021)는 ESG가 신용등급에 미치는 영향을 분석함에 있어 ESG 등급의 도구변수로 ESG 산업평균을 사용하고 있다.

못하는 분석결과를 제시하고 있다. 따라서, 기업의 ESG영역 중에서 기업의 사회적책임 활동의 수행이 기업의 배당성향에 긍정적인 영향을 미치는 것은 대리인이론의 결과가설로 설명할 수 있음을 보여주고 있다. 즉, 기업의 사회적 책임활동이 우수한 기업일수록 대리인문제가 완화되어 저배당 유인이 있지만, 주주권리 보호를 위해 보다 더 높은 배당성향을 보인다고 할 수 있다.

〈표 6〉은 대리인이론의 대응치인 현금비율의 중위수를 기준으로 현금비율이 낮은 집단과 현금비율이 높은 집단으로 구분하여 분석하였다. 분석결과는 기업의 ESG 활동의 내생성 문제를 고려한 2단계 고정효과 패널분석의 결과이다. 대리인문제가 상대적으로 작은 현금비율이 낮은 집단에서는 기업의 ESG 활동이 배당성향에 유의한 영향을 주지 않았지만, 대리인문제가 상대적으로 더 큰 현금비율이 높은 집단에서는 기업전체의 ESG 활동과 환경적 책임활동은 유의수준 10%에서, 사회적 책임활동은 유의수준 1%에서 배당성향에 유의한 양(+)의 영향을 주고 있음을 확인하였다. 즉, 대리인문제가 심각한 기업일수록 ESG 활동과 배당정책 사이의 관계가 보다 더 중요하다는 것을 의미한다. 또한, 현금비율이 상대적으로 높은 집단에서만 현금비율, 대주주지분, 외국인지분이 배당성향에 유의한 양(+)의 영향을 주고 있어, 대리인 이론을 지지하는 분석결과를 제시하고 있다.

〈표 7〉은 수명주기이론의 대응치인 이익잉여금/총자산의 중위수를 기준으로 두 집단으로 구분하여 분석한 결과, 이익잉여금/총자산이 낮은 집단에서 유의수준 10%에서 기업전체의 ESG 활동과 환경적 책임활동이 배당성향에 유의한 양(+)의 영향을 주며, 유의수준 5%에서 사회적 책임활동이 배당성향에 유의한 양(+)의 영향을 주는 것으로 나타났다. 반면에, 이익잉여금/총자산이 높은 집단에서는 ESG 활동이 배당성향에 유의한 영향을 주지 못하고 있다. 또한, 이익잉여금/총자산이 높은 집단에서는 이익잉여금/총자산이 배당성향에 유의한 음(-)의 영향을 주고 있어, 수명주기이론의 관점에서 ESG 활동과 배당과의 관계를 잘 설명하지 못하고 있다.

〈표 5〉, 〈표 6〉과 〈표 7〉의 결과를 종합하면, ESG 활동은 기업의 배당성향에 긍정적인 영향을 주며, 상대적으로 대리인문제가 심각한 기업일수록 ESG 활동이 기업의 배당성향에 미치는 영향력이 보다 더 증대된다는 것을 알 수 있다. 이러한 ESG 활동이 기업의 배당수준에 유의한 영향을 주는 것은 대리인이론의 결과가설을 지지하는 결과라고 할 수 있다.

〈표 5〉 ESG등급이 기업의 배당성향에 미치는 영향

2단계 고정효과패널모형에서 1단계 고정효과패널모형의 종속변수는 ESG등급(환경, 사회, 지배구조)이며, 도구변수로 ESG등급의 한국표준산업분류 중분류산업평균(환경, 사회, 지배구조)을 사용하였다. ()안의 값은 t통계량이며, *, **, ***는 각각, 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타낸다.

	고정효과패널모형				2단계 고정효과패널모형			
	모형1	모형2	모형3	모형4	모형5	모형6	모형7	모형8
상수	-0.051 (-0.047)	-0.093 (-0.087)	0.025 (0.023)	-0.006 (-0.006)	-0.002 (-0.002)	0.002 (0.002)	0.029 (0.027)	-0.002 (-0.002)
ESG등급	0.028 (1.090)				0.030 (1.090)			
환경등급		0.022 (0.887)				0.030 (1.154)		
사회등급			0.045** (2.439)				0.053*** (2.750)	
지배구조등급				0.002 (0.107)				0.009 (0.370)
영업현금흐름/총자산	0.114 (0.773)	0.113 (0.771)	0.104 (0.705)	0.115 (0.783)	0.114 (0.779)	0.115 (0.779)	0.113 (0.768)	0.115 (0.781)
현금비율	0.730*** (3.964)	0.737*** (4.005)	0.735*** (4.000)	0.741*** (4.028)	0.740*** (4.023)	0.738*** (4.014)	0.734*** (3.999)	0.742*** (4.036)
부채비율	-0.028** (-1.985)	-0.029** (-2.031)	-0.028** (-2.031)	-0.028** (-1.975)	-0.028** (-1.996)	-0.028** (-1.995)	-0.028** (-1.988)	-0.028** (-1.982)
외국인지분	0.193 (1.001)	0.180 (0.932)	0.182 (0.949)	0.184 (0.955)	0.186 (0.964)	0.186 (0.967)	0.182 (0.947)	0.184 (0.956)
시장가치/장부가치	0.010 (0.562)	0.011 (0.589)	0.010 (0.547)	0.010 (0.559)	0.009 (0.526)	0.009 (0.520)	0.009 (0.516)	0.010 (0.551)
대주주지분	0.158 (1.172)	0.152 (1.129)	0.154 (1.142)	0.151 (1.122)	0.151 (1.126)	0.152 (1.128)	0.152 (1.128)	0.152 (1.127)
이익잉여금/총자산	-0.061* (-1.871)	-0.062* (-1.881)	-0.060* (-1.832)	-0.061* (-1.860)	-0.061* (-1.867)	-0.061* (-1.865)	-0.060* (-1.834)	-0.061* (-1.857)
총자산영업이익률	-0.269 (-1.180)	-0.274 (-1.200)	-0.250 (-1.097)	-0.276 (-1.209)	-0.271 (-1.187)	-0.270 (-1.183)	-0.265 (-1.162)	-0.276 (-1.207)
기업규모	0.006 (0.161)	0.009 (0.223)	0.001 (0.036)	0.008 (0.203)	0.008 (0.207)	0.008 (0.203)	0.007 (0.178)	0.008 (0.206)
연도더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
R-sq	0.0167	0.0165	0.0184	0.0166	0.0167	0.0167	0.0190	0.0169
Beusch-Pagan 검정	710.6***	707.6***	713.5***	713.5***	707.3***	709.4***	711.1***	713.4***
고정효과검정	3.68***	3.67***	3.69***	3.68***	3.67***	3.68***	3.70***	3.68***
하우스만검정	43.00***	43.56***	44.93***	37.75***	44.86***	43.98***	48.15***	37.49***

〈표 6〉 ESG등급이 기업의 배당성향에 미치는 영향 : 대리인이론(현금비율)

전체표본을 대리인문제의 대응치인 현금비율의 중위수를 기준으로 현금비율이 낮은 집단과 현금비율인 높은 집단으로 구분하여 분석하였다. 2단계 고정효과패널모형에서 1단계 고정효과패널모형의 종속변수는 ESG등급(환경, 사회, 지배구조)이며, 도구변수로 ESG등급의 한국표준산업분류 중분류산업평균(환경, 사회, 지배구조)을 사용하였다. ()안의 값은 t통계량이며, *, **, ***는 각각, 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타낸다.

	현금비율이 낮은 집단(N=2,063)				현금비율이 높은 집단(N=2,063)			
	모형1	모형2	모형3	모형4	모형5	모형6	모형7	모형8
상수	-0.584 (-0.337)	-0.595 (-0.344)	-0.550 (-0.318)	-0.589 (-0.341)	-0.838 (-0.454)	-0.867 (-0.469)	-0.792 (-0.430)	-0.773 (-0.418)
ESG등급	0.002 (0.044)				0.078* (1.717)			
환경등급		-0.004 (-0.094)				0.081* (1.856)		
사회등급			0.030 (1.069)				0.088*** (2.836)	
지배구조등급				-0.004 (-0.124)				0.024 (0.626)
영업현금흐름/총자산	0.015 (0.065)	0.014 (0.061)	0.020 (0.083)	0.015 (0.061)	0.115 (0.522)	0.113 (0.512)	0.114 (0.518)	0.116 (0.527)
현금비율	1.937 (1.568)	1.939 (1.569)	1.910 (1.547)	1.943 (1.572)	0.838*** (3.363)	0.836*** (3.355)	0.833*** (3.353)	0.848*** (3.399)
부채비율	-0.022 (-1.221)	-0.022 (-1.219)	-0.021 (-1.187)	-0.022 (-1.220)	-0.051* (-1.848)	-0.051* (-1.850)	-0.052* (-1.910)	-0.051* (-1.838)
외국인지분	-0.108 (-0.331)	-0.109 (-0.335)	-0.102 (-0.315)	-0.106 (-0.326)	0.556** (2.027)	0.549** (1.998)	0.560** (2.046)	0.566** (2.058)
시장가치/장부가치	0.010 (0.333)	0.010 (0.338)	0.009 (0.295)	0.011 (0.343)	0.000 (0.016)	-0.000 (-0.001)	0.004 (0.130)	0.003 (0.093)
대주주지분	-0.454** (-2.150)	-0.454** (-2.148)	-0.454** (-2.151)	-0.454** (-2.151)	0.799*** (3.617)	0.800*** (3.620)	0.792*** (3.595)	0.783*** (3.542)
이익잉여금/총자산	-0.066 (-0.871)	-0.066 (-0.872)	-0.065 (-0.868)	-0.066 (-0.873)	-0.100** (-2.330)	-0.100** (-2.321)	-0.096** (-2.240)	-0.098** (-2.277)
총자산영업이익률	-0.127 (-0.332)	-0.125 (-0.327)	-0.122 (-0.318)	-0.127 (-0.330)	-0.365 (-1.043)	-0.363 (-1.036)	-0.383 (-1.097)	-0.385 (-1.099)
기업규모	0.041 (0.646)	0.042 (0.652)	0.040 (0.628)	0.042 (0.649)	0.027 (0.397)	0.029 (0.413)	0.026 (0.372)	0.025 (0.362)
연도더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
R-sq	0.0158	0.0158	0.0168	0.0158	0.0379	0.0383	0.0421	0.0405
Beusch-Pagan 검정	422.23***	422.27***	421.36***	424.32***	250.40***	253.19***	255.63***	255.58***
고정효과검정	3.01***	3.01***	3.02***	3.01***	2.50***	2.50***	2.53***	2.49***
하우스만검정	64.24***	63.98***	68.61***	64.60***	37.59***	36.91***	38.67***	30.74***

〈표 7〉 ESG등급이 기업의 배당성향에 미치는 영향 : 수명주기이론(이익잉여금/총자산)

전체표본을 수명주기이론의 대응치인 이익잉여금/총자산의 중위수를 기준으로 이익잉여금/총자산이 낮은 집단과 이익잉여금/총자산이 높은 집단으로 구분하여 분석하였다. 2단계 고정효과패널모형에서 1단계 고정효과패널모형의 종속변수는 ESG등급(환경, 사회, 지배구조)이며, 도구변수로 ESG등급의 한국표준산업분류 중분류산업평균(환경, 사회, 지배구조)을 사용하였다. ()안의 값은 t통계량이며, *, **, ***는 각각, 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타낸다.

	이익잉여금/총자산 낮은 집단(N=2,063)				이익잉여금/총자산 높은 집단(N=2,063)			
	모형1	모형2	모형3	모형4	모형5	모형6	모형7	모형8
상수	1.498 (1.192)	1.506 (1.199)	1.589 (1.266)	1.566 (1.245)	-3.645* (-1.708)	-3.624* (-1.699)	-3.533* (-1.658)	-3.640* (-1.704)
ESG등급	0.062* (1.757)				-0.008 (-0.191)			
환경등급		0.060* (1.750)				-0.000 (-0.002)		
사회등급			0.055** (2.051)				0.037 (1.314)	
지배구조등급				0.011 (0.332)				-0.003 (-0.105)
영업현금흐름/총자산	0.132 (0.776)	0.132 (0.778)	0.133 (0.784)	0.129 (0.755)	0.398 (1.499)	0.397 (1.496)	0.388 (1.462)	0.398 (1.499)
현금비율	0.294 (1.265)	0.288 (1.238)	0.294 (1.267)	0.291 (1.251)	0.979*** (3.313)	0.978*** (3.309)	0.966*** (3.271)	0.977*** (3.302)
부채비율	-0.022 (-1.641)	-0.021 (-1.636)	-0.021 (-1.596)	-0.021 (-1.594)	-0.106 (-1.624)	-0.105 (-1.615)	-0.103 (-1.586)	-0.106 (-1.619)
외국인지분	0.688*** (2.776)	0.692*** (2.795)	0.677*** (2.734)	0.678*** (2.734)	-0.378 (-1.223)	-0.377 (-1.221)	-0.371 (-1.204)	-0.378 (-1.223)
시장가치/장부가치	-0.007 (-0.283)	-0.007 (-0.284)	-0.006 (-0.268)	-0.006 (-0.280)	0.037 (1.224)	0.037 (1.215)	0.036 (1.181)	0.037 (1.219)
대주주지분	-0.025 (-0.170)	-0.025 (-0.172)	-0.016 (-0.111)	-0.021 (-0.145)	0.327 (1.084)	0.329 (1.091)	0.324 (1.078)	0.328 (1.091)
이익잉여금/총자산	0.021 (0.537)	0.022 (0.546)	0.020 (0.506)	0.022 (0.554)	-0.182*** (-3.266)	-0.182*** (-3.268)	-0.179*** (-3.223)	-0.182*** (-3.270)
총자산영업이익률	-0.016 (-0.063)	-0.016 (-0.060)	-0.009 (-0.035)	-0.028 (-0.108)	-1.135** (-2.558)	-1.134** (-2.556)	-1.130** (-2.550)	-1.134** (-2.557)
기업규모	-0.050 (-1.058)	-0.050 (-1.064)	-0.053 (-1.134)	-0.052 (-1.112)	0.150* (1.909)	0.149* (1.898)	0.146* (1.859)	0.150* (1.904)
연도더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
R-sq	0.0216	0.0216	0.0225	0.0192	0.0401	0.0400	0.0413	0.0400
Beusch-Pagan 검정	395.83***	396.63***	398.47***	406.29***	236.94***	237.35***	238.32***	237.17***
고정효과검정	4.20***	4.21***	4.22***	4.21***	2.83***	2.83***	2.84***	2.83***
하우스만검정	34.06***	32.83***	30.68***	32.83***	48.51***	46.58***	43.89***	42.97***

〈표 8〉은 기업의 ESG 활동이 기업의 배당률(현금배당/총자산)에 미치는 영향을 분석하기 위하여 고정효과 패널분석과 2단계 고정효과 패널분석을 실시한 결과이다. 모형 1부터 모형 4는 고정효과 패널분석의 결과이며, 모형 5부터 모형 8은 기업의 ESG활동의 내생성 문제를 고려한 2단계 고정효과 패널분석의 결과이다. 2단계 모형에서 1단계 모형의 종속변수는 ESG 통합등급(환경, 사회, 지배구조)이며, 도구변수로 ESG 통합등급(환경, 사회, 지배구조)의 한국표준산업분류 중분류산업평균을 사용하였다. 모든 모형에서 Beusch-Pagan 검정이 유의한 값을 보이고 있어, 관측되지 않은 기업효과가 존재한다. 또한, 하우스만검정이 통계적으로 유의하여 확률효과 패널분석보다는 고정효과 패널분석이 보다 더 타당함을 제시하고 있다. 고정효과검정이 통계적으로 유의한 값을 제시하고 있어, 고정효과 패널모형의 적합성을 보여주고 있다.

기업의 사회적 책임활동의 대용치인 ESG 통합등급은 유의수준 10%에서 배당률에 유의한 양(+)의 영향을 주고 있다. 환경등급은 내생성을 고려한 모형 6에서 유의수준 5%에서 배당률에 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 사회등급은 모형 1에서 유의수준 5%에서, 모형 6에서는 유의수준 1%에서 배당률에 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 주는 것으로 나타났다. 지배구조등급은 모형 4와 모형 8에서 유의수준 5%에서 배당률에 유의한 양(+)의 영향을 주고 있다. 이는, 기업의 사회적책임 활동이 양호할수록 기업의 배당률이 증가한다는 것을 제시하고 있다. 또한, 기업의 ESG 영역 중에서 기업의 사회적 책임활동이 기업의 배당률에 보다 더 긍정적인 영향을 준다는 것을 확인할 수 있다. 즉, 기업의 배당률 향상을 위해서는 기업들이 보다 더 ESG활동에 관심을 가져야 하며, ESG 영역 중에서 기업의 사회적 책임활동을 보다 더 잘 수행할 때 기업의 배당률이 증가한다는 것을 알 수 있다.

통제변수 중에서 영업현금흐름/총자산, 이익잉여금/총자산, 총자산영업이익률이 배당률에 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 주고 있어, 배당의 수명주기이론을 지지하는 분석결과를 제시하고 있다. 또한, 현금비율, 외국인 지분, 대주주 지분이 배당률에 유의한 양(+)의 영향을 미치고 있어, 배당의 대리인이론을 지지하는 결과를 제시하고 있다. 즉, 기업의 사회적 책임활동은 배당률과 양(+)의 관계를 보이고 있으며, 성숙된 기업에서 기업의 사회적 책임활동과 배당과의 관계는 양(+)의 관계가 성립된다는 수명주기이론을 지지하는 분석결과를 제시하고 있다. 또한, 대리인이론의 결과 가설(outcome hypothesis)을 지지한다고 할 수 있다.

〈표 9〉는 대리인이론의 대용치인 현금비율의 중위수를 기준으로 현금비율이 낮은 집단과 현금비율이 높은 집단으로 구분하여 분석하였다. 대리인문제가 상대적으로 작은 현금비율이 낮은 집단에서는

ESG 활동이 기업의 배당률에 유의한 영향을 주지 않지만, 대리인문제가 상대적으로 더 큰 현금비율이 높은 집단에서는 사회적 책임활동 만이 유의수준 10%에서 배당률에 양(+)의 영향을 주는 것으로 분석되었다. 즉, ESG 활동과 배당률과의 관계를 대리인이론으로 어느 정도 설명될 수 있음을 확인하였다. <표 3>에서 기업의 ESG 활동은 자산규모가 클수록 양호하며, <표 9>의 대리인문제가 낮은 집단에서는 기업규모가 작을수록 배당률이 증가하고 있지만, 대리인문제가 높은 집단에서는 기업규모와 배당률과 통계적으로 유의하지 않은 결과를 보이고 있어, 사회적 책임활동을 제외한 ESG 등급과 배당률과의 관계가 성립하지 않은 것으로 보인다. 또한, 현금비율이 모든 모형에서 배당률에 통계적으로 유의한 영향을 주지 않아 대리인 이론을 지지하지 못하지만, 현금비율이 높은 집단에서 현금흐름과 외국인 지분이 배당률에 유의한 양(+)의 영향을 주고 있다.

<표 10>은 수명주기이론의 대응치인 이익잉여금/총자산의 중위수를 기준으로 두 집단으로 구분하여 분석한 결과, 이익잉여금/총자산이 낮은 집단에서 유의수준 1%에서 기업전체의 ESG 활동과 환경적 책임활동, 사회적 책임활동이 배당률에 유의한 양(+)의 영향을 주는 것으로 나타났으며, 이익잉여금/총자산이 높은 집단에서는 ESG 활동이 배당률에 유의한 영향을 주지 못하고 있다. 이는, 기업의 ESG 활동과 배당률과의 관계를 수명주기이론으로는 잘 설명되지 않는다고 할 수 있다. 다만, 이익잉여금/총자산이 높은 집단에서는 이익잉여금/총자산이 배당률에 유의한 양(+)의 영향을 주고 있어, 수명주기이론의 관점에서 기업의 수명주기와 배당과의 관계를 설명하고 있다.

<표 8>, <표 9>과 <표 10>의 결과를 종합하면, ESG 활동은 기업의 배당률에 긍정적인 영향을 주며, 상대적으로 대리인문제가 심각한 기업일수록 사회적 책임활동이 기업의 배당률에 미치는 영향력이 보다 더 증대된다는 것을 알 수 있다. 이는 기업의 ESG 활동이 기업의 배당수준에 유의한 영향을 주는 것은 대리인이론의 결과가설로 설명될 수 있음을 제시하고 있다.

〈표 8〉 ESG등급이 기업의 배당률(현금배당/총자산)에 미치는 영향

2단계 고정효과패널모형에서 1단계 고정효과패널모형의 종속변수는 ESG등급(환경, 사회, 지배구조)이며, 도구변수로 ESG등급의 한국표준산업종류 산업평균(환경, 사회, 지배구조)을 사용하였다. ()안의 값은 t통계량이며, *, **, ***는 각각, 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타낸다.

	고정효과패널모형				2단계 고정효과패널모형			
	모형1	모형2	모형3	모형4	모형5	모형6	모형7	모형8
상수	0.011 (0.987)	0.012 (1.077)	0.012 (1.050)	0.011 (1.010)	0.012 (1.072)	0.012 (1.072)	0.012 (1.073)	0.012 (1.072)
ESG등급	0.001* (1.897)				0.001* (1.916)			
환경등급		-0.00004 (-0.165)				0.001** (2.015)		
사회등급			0.000** (2.490)				0.001*** (2.879)	
지배구조등급				0.001** (2.158)				0.001** (2.079)
영업현금흐름/총자산	0.005*** (3.152)	0.005*** (3.163)	0.005*** (3.109)	0.005*** (3.146)	0.005*** (3.163)	0.005*** (3.163)	0.005*** (3.165)	0.005*** (3.163)
현금비율	0.005** (2.398)	0.005** (2.474)	0.005** (2.493)	0.005** (2.424)	0.005** (2.472)	0.005** (2.472)	0.005** (2.474)	0.005** (2.472)
부채비율	-0.000** (-2.011)	-0.000** (-2.016)	-0.000** (-2.068)	-0.000* (-1.936)	-0.000** (-2.025)	-0.000** (-2.025)	-0.000** (-2.026)	-0.000** (-2.025)
외국인지분	0.005*** (2.588)	0.005** (2.529)	0.005** (2.528)	0.005** (2.550)	0.005** (2.529)	0.005** (2.529)	0.005** (2.530)	0.005** (2.529)
시장가치/장부가치	0.000 (1.573)	0.000 (1.499)	0.000 (1.546)	0.000 (1.581)	0.000 (1.506)	0.000 (1.506)	0.000 (1.507)	0.000 (1.506)
대주주지분	0.009*** (6.646)	0.009*** (6.559)	0.009*** (6.584)	0.009*** (6.545)	0.009*** (6.572)	0.009*** (6.572)	0.009*** (6.576)	0.009*** (6.572)
이익잉여금/총자산	0.001* (1.943)	0.001* (1.952)	0.001* (1.944)	0.001* (1.956)	0.001* (1.953)	0.001* (1.953)	0.001* (1.954)	0.001* (1.953)
총자산영업이익률	0.017*** (6.551)	0.017*** (6.536)	0.017*** (6.610)	0.017*** (6.523)	0.017*** (6.542)	0.017*** (6.543)	0.017*** (6.547)	0.017*** (6.543)
기업규모	-0.000 (-1.107)	-0.000 (-1.021)	-0.000 (-1.163)	-0.000 (-1.121)	-0.000 (-1.029)	-0.000 (-1.029)	-0.000 (-1.029)	-0.000 (-1.029)
연도더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
R-sq	0.2944	0.2825	0.2955	0.2967	0.2872	0.2938	0.2866	0.2904
Beusch-Pagan 검정	4292.0***	4272.6***	4314.8***	4252.6***	4303.4***	4305.3***	4305.3***	4307.1***
고정효과검정	13.25***	13.25***	13.28***	13.17***	13.33***	13.28***	13.35***	13.30***
하우스만검정	275.92***	287.34***	271.64***	279.58***	281.69***	275.14***	285.38***	276.78***

〈표 9〉 ESG등급이 기업의 배당률(현금배당/총자산)에 미치는 영향 : 대리인이론(현금비율)

전체표본을 대리인문제의 대응치인 현금비율의 중위수를 기준으로 현금비율이 낮은 집단과 현금비율인 높은 집단으로 구분하여 분석하였다. 2단계 고정효과패널모형에서 1단계 고정효과패널모형의 종속변수는 ESG등급(환경, 사회, 지배구조)이며, 도구변수로 ESG등급의 한국표준산업분류 중분류산업평균(환경, 사회, 지배구조)을 사용하였다. ()안의 값은 t통계량이며, *, **, ***는 각각, 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타낸다.

	현금비율이 낮은 집단(N=2,063)				현금비율이 높은 집단(N=2,063)			
	모형1	모형2	모형3	모형4	모형5	모형6	모형7	모형8
상수	0.087*** (2.714)	0.087*** (2.710)	0.089*** (2.765)	0.087*** (2.702)	-0.001 (-0.037)	-0.001 (-0.061)	-0.002 (-0.093)	-0.000 (-0.019)
ESG등급	0.001 (1.155)				0.000 (0.916)			
환경등급		0.001 (1.004)				0.001 (1.185)		
사회등급			0.001 (1.239)				0.001* (1.808)	
지배구조등급				0.001 (1.509)				0.000 (0.684)
영업현금흐름/총자산	0.005 (1.047)	0.005 (1.047)	0.005 (1.066)	0.005 (1.050)	0.005* (1.782)	0.005* (1.780)	0.005* (1.783)	0.005* (1.796)
현금비율	-0.007 (-0.298)	-0.007 (-0.291)	-0.008 (-0.325)	-0.009 (-0.365)	0.004 (1.395)	0.004 (1.397)	0.004 (1.410)	0.004 (1.404)
부채비율	-0.000 (-0.848)	-0.000 (-0.848)	-0.000 (-0.795)	-0.000 (-0.840)	-0.001*** (-2.614)	-0.001*** (-2.616)	-0.001*** (-2.652)	-0.001*** (-2.618)
외국인지분	-0.002 (-0.346)	-0.002 (-0.333)	-0.002 (-0.365)	-0.003 (-0.430)	0.014*** (4.680)	0.014*** (4.662)	0.014*** (4.716)	0.014*** (4.710)
시장가치/장부가치	-0.003*** (-5.140)	-0.003*** (-5.132)	-0.003*** (-5.187)	-0.003*** (-5.182)	-0.000 (-0.142)	-0.000 (-0.147)	-0.000 (-0.089)	-0.000 (-0.134)
대주주지분	0.008** (2.073)	0.008** (2.085)	0.008** (2.085)	0.008** (2.072)	0.011*** (4.586)	0.011*** (4.591)	0.011*** (4.579)	0.011*** (4.564)
이익잉여금/총자산	0.004*** (4.463)	0.004*** (4.455)	0.004*** (4.424)	0.004*** (4.449)	0.001 (1.414)	0.001 (1.413)	0.001 (1.432)	0.001 (1.426)
총자산영업이익률	0.030*** (4.089)	0.030*** (4.091)	0.030*** (4.129)	0.030*** (4.123)	0.013*** (3.406)	0.013*** (3.409)	0.013*** (3.362)	0.013*** (3.397)
기업규모	-0.003** (-2.320)	-0.003** (-2.318)	-0.003** (-2.371)	-0.003** (-2.304)	0.000 (0.058)	0.000 (0.083)	0.000 (0.114)	0.000 (0.040)
연도더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
R-sq	0.2531	0.2549	0.2489	0.2497	0.2199	0.2206	0.2180	0.2251
Beusch-Pagan 검정	923.09***	921.83***	927.34***	922.69***	2000.6***	2020.9***	2010.2***	2023.0***
고정효과검정	7.62***	7.61***	7.64***	7.63***	10.58***	10.55***	10.61***	10.53***
하우스만검정	101.27***	101.88***	99.62***	57.96***	1236.7***	491.78***	444.66***	452.85***

〈표 10〉 ESG등급이 기업의 배당률(배당금/총자산)에 미치는 영향: 수명주기이론(이익잉여금/총자산)

전체표본을 수명주기이론의 대응치인 이익잉여금/총자산의 중위수를 기준으로 이익잉여금/총자산이 낮은 집단과 이익잉여금/총자산이 높은 집단으로 구분하여 분석하였다. 2단계 고정효과패널모형에서 1단계 고정효과패널모형의 종속변수는 ESG등급(환경, 사회, 지배구조)이며, 도구변수로 ESG등급의 한국표준산업분류 중분류산업평균(환경, 사회, 지배구조)을 사용하였다. ()안의 값은 t통계량이며, *, **, ***는 각각, 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타낸다.

	이익잉여금/총자산 낮은 집단(N=2,063)				이익잉여금/총자산 높은 집단(N=2,063)			
	모형1	모형2	모형3	모형4	모형5	모형6	모형7	모형8
상수	1.498 (1.192)	1.506 (1.199)	1.589 (1.266)	1.566 (1.245)	-3.645* (-1.708)	-3.624* (-1.699)	-3.533* (-1.658)	-3.640* (-1.704)
ESG등급	0.062* (1.757)				-0.008 (-0.191)			
환경등급		0.060* (1.750)				-0.000 (-0.002)		
사회등급			0.055** (2.051)				0.037 (1.314)	
지배구조등급				0.011 (0.332)				-0.003 (-0.105)
영업현금흐름/총자산	0.132 (0.776)	0.132 (0.778)	0.133 (0.784)	0.129 (0.755)	0.398 (1.499)	0.397 (1.496)	0.388 (1.462)	0.398 (1.499)
현금비율	0.294 (1.265)	0.288 (1.238)	0.294 (1.267)	0.291 (1.251)	0.979*** (3.313)	0.978*** (3.309)	0.966*** (3.271)	0.977*** (3.302)
부채비율	-0.022 (-1.641)	-0.021 (-1.636)	-0.021 (-1.596)	-0.021 (-1.594)	-0.106 (-1.624)	-0.105 (-1.615)	-0.103 (-1.586)	-0.106 (-1.619)
외국인지분	0.688*** (2.776)	0.692*** (2.795)	0.677*** (2.734)	0.678*** (2.734)	-0.378 (-1.223)	-0.377 (-1.221)	-0.371 (-1.204)	-0.378 (-1.223)
시장가치/장부가치	-0.007 (-0.283)	-0.007 (-0.284)	-0.006 (-0.268)	-0.006 (-0.280)	0.037 (1.224)	0.037 (1.215)	0.036 (1.181)	0.037 (1.219)
대주주지분	-0.025 (-0.170)	-0.025 (-0.172)	-0.016 (-0.111)	-0.021 (-0.145)	0.327 (1.084)	0.329 (1.091)	0.324 (1.078)	0.328 (1.091)
이익잉여금/총자산	0.021 (0.537)	0.022 (0.546)	0.020 (0.506)	0.022 (0.554)	-0.182*** (-3.266)	-0.182*** (-3.268)	-0.179*** (-3.223)	-0.182*** (-3.270)
총자산영업이익률	-0.016 (-0.063)	-0.016 (-0.060)	-0.009 (-0.035)	-0.028 (-0.108)	-1.135** (-2.558)	-1.134** (-2.556)	-1.130** (-2.550)	-1.134** (-2.557)
기업규모	-0.050 (-1.058)	-0.050 (-1.064)	-0.053 (-1.134)	-0.052 (-1.112)	0.150* (1.909)	0.149* (1.898)	0.146* (1.859)	0.150* (1.904)
연도더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
R-sq	0.0216	0.0216	0.0225	0.0192	0.0401	0.0400	0.0413	0.0400
Beusch-Pagan 검정	395.83***	396.63***	398.47***	406.29***	236.94***	237.35***	238.32***	237.17***
고정효과검정	4.20***	4.21***	4.22***	4.21***	2.83***	2.83***	2.84***	2.83***
하우스만검정	34.06***	32.83***	30.68***	32.83***	48.51***	46.58***	43.89***	42.97***

〈표 11〉은 기업의 사회적 책임활동의 대용치인 ESG 활동이 기업의 배당수익률(현금배당/시가총액)에 미치는 영향을 분석하기 위하여 고정효과 패널분석과 2단계 고정효과 패널분석을 실시한 결과이다. 모형 1부터 모형 4는 고정효과 패널분석의 결과이며, 모형 5부터 모형 8은 기업의 ESG활동의 내생성 문제를 고려한 2단계 고정효과 패널분석의 결과이다. 2단계 모형에서 1단계 모형의 종속변수는 ESG 통합등급(환경, 사회, 지배구조)이며, 도구변수로 ESG 통합등급(환경, 사회, 지배구조)의 한국표준산업분류 중분류산업평균을 사용하였다. 모든 모형에서 Beusch-Pagan 검정이 유의한 값을 보이고 있어, 관측되지 않은 기업효과가 존재한다. 또한, 하우스만검정이 통계적으로 유의하여 확률효과 패널분석보다는 고정효과 패널분석이 보다 더 타당함을 제시하고 있다. 고정효과검정이 통계적으로 유의한 값을 제시하고 있어, 고정효과 패널모형의 적합성을 보여주고 있다.

기업의 사회적 책임활동의 대용치인 ESG 통합등급은 모형 1에서는 유의수준 10%에서, 모형 5에서는 유의수준 5%에서 배당수익률에 유의한 양(+)의 영향을 주고 있다. 환경등급은 내생성을 고려한 모형 6에서 유의수준 5%에서 배당수익률에 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 또한, 사회등급은 유의수준 1%에서 배당수익률에 유의한 양(+)의 영향을 주며, 지배구조등급은 배당수익률에 유의수준 1%에서 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 주는 것으로 나타났다. 이는, 기업의 사회적 책임활동의 대용치인 ESG 활동이 양호할수록 기업의 배당수익률이 증가한다는 것을 제시하고 있다. 또한, 기업의 ESG 영역 중에서 환경경영보다는 기업의 사회적 책임활동과 양호한 기업지배구조가 기업의 배당수익률에 보다 더 긍정적인 영향을 준다는 것을 확인할 수 있다. 또한, 통제변수 중에서 부채비율은 배당수익률에 유의수준 1%에서 유의한 음(-)의 영향을 주는 것으로 나타났다. 시장가치/장부가치는 배당수익률에 유의수준 1%에서 유의한 음(-)의 영향을 주고 있으며, 이익잉여금/총자산과 총자산영업이익률은 배당수익률에 유의수준 1%에서 유의한 양(+)의 영향을 주고 있다. 이는, 성장기회가 적고, 성숙된 기업일수록, 수익성이 양호할수록 배당수준이 증가한다는 수명주기이론을 지지하는 분석결과를 제시하고 있다. 대주주 지분은 배당수익률에 유의한 양(+)의 영향을 주고 있어 대리인 이론을 설명하고 있으나, 외국인 지분은 배당수익률에 유의한 영향을 주지 못하고 있다. 따라서, 기업의 사회적 책임활동과 배당수익률과의 관계를 수명주기 이론의 관점에서 설명될 수 있음을 보여주고 있다.

〈표 12〉는 대리인이론의 대용치인 현금비율의 중위수를 기준으로 현금비율이 낮은 집단과 현금비율이 높은 집단으로 구분하여 분석하였다. 대리인문제가 상대적으로 작은 현금비율이 낮은 집단에서는 기업의 ESG 활동이 배당수익률에 유의한 영향을 주지 않고 있으며, 대리인문제가 상대적으로

더 큰 현금비율이 높은 집단에서는 기업의 사회적 책임활동은 유의수준 5%에서 배당수익률에 유의한 양(+)의 영향을 주는 것으로 나타났으며, 기업지배구조는 유의수준 10%에서 배당수익률에 유의한 영향을 주는 것으로 나타났다. 즉, 대리인문제가 심각한 기업일수록 사회적 책임활동, 기업지배구조는 배당정책 사이의 관계에서 보다 더 중요하다는 것을 의미한다. 반면에, 현금비율은 모든 모형에서 배당수익률에 유의한 영향을 주지 않고 있다.

〈표 13〉은 수명주기이론의 대용치인 이익잉여금/총자산의 중위수를 기준으로 두 집단으로 구분하여 분석한 결과, 이익잉여금/총자산이 낮은 집단에서 유의수준 10%에서 환경적 책임활동과 사회적 책임활동이 배당수익률에 유의한 음(-)의 영향을 주고 있으며, 기업전체의 ESG 활동과 환경적 책임활동이 배당성향에 유의한 양(+)의 영향을 주며, 유의수준 5%에서 사회적 책임활동이 배당성향에 유의한 양(+)의 영향을 주는 것으로 나타났다. 반면에, 이익잉여금/총자산이 높은 집단에서는 환경적 책임활동은 유의수준 10%에서, 사회적 책임활동은 유의수준 5%에서 배당수익률에 유의한 양(+)의 영향을 주고 있다. 또한, 이익잉여금/총자산 비율이 높은 집단에서 이익잉여금/총자산 비율이 배당수익률에 유의한 양(+)의 영향을 주고 있는 것으로 나타났다. 즉, 수명주기이론의 관점에서 ESG 활동과 배당수익률의 관계를 설명할 수 있다.

〈표 11〉, 〈표 12〉, 〈표 13〉의 결과를 종합하면, ESG 활동은 기업의 배당수익률에 긍정적인 영향을 주며, 상대적으로 성숙기에 있는 기업일수록 ESG 활동이 기업의 배당수익률에 미치는 영향력이 보다 더 증대된다는 것을 알 수 있다. 즉, 수명주기이론의 관점에서 ESG 활동이 기업의 배당수준에 유의한 양(+)의 영향을 준다고 할 수 있다.

〈표 11〉 ESG등급이 기업의 배당수익률에 미치는 영향

2단계 고정효과패널모형에서 1단계 고정효과패널모형의 종속변수는 ESG등급(환경, 사회, 지배구조)이며, 도구변수로 ESG등급의 한국표준산업종류 산업평균(환경, 사회, 지배구조)을 사용하였다. ()안의 값은 t통계량이며, *, **, ***는 각각, 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타낸다.

	고정효과패널모형				2단계 고정효과패널모형			
	모형1	모형2	모형3	모형4	모형5	모형6	모형7	모형8
상수	0.039** (2.088)	0.041** (2.188)	0.040** (2.139)	0.039** (2.091)	0.041** (2.169)	0.041** (2.169)	0.041** (2.172)	0.041** (2.170)
ESG등급	0.001* (1.783)				0.001** (2.016)			
환경등급		-0.0002 (-0.539)				0.001** (2.034)		
사회등급			0.001*** (3.669)				0.001*** (3.840)	
지배구조등급				0.001*** (2.739)				0.001*** (2.577)
영업현금흐름/총자산	0.004 (1.449)	0.004 (1.464)	0.004 (1.380)	0.004 (1.438)	0.004 (1.459)	0.004 (1.459)	0.004 (1.461)	0.004 (1.460)
현금비율	0.000 (0.066)	0.000 (0.145)	0.001 (0.164)	0.000 (0.074)	0.000 (0.134)	0.000 (0.134)	0.000 (0.135)	0.000 (0.134)
부채비율	-0.001*** (-3.165)	-0.001*** (-3.154)	-0.001*** (-3.246)	-0.001*** (-3.067)	-0.001*** (-3.179)	-0.001*** (-3.179)	-0.001*** (-3.184)	-0.001*** (-3.181)
외국인지분	0.006 (1.633)	0.006 (1.584)	0.006 (1.577)	0.006 (1.605)	0.006 (1.578)	0.006 (1.578)	0.006 (1.580)	0.006 (1.578)
시장가치/장부가치	-0.002*** (-6.949)	-0.002*** (-7.028)	-0.002*** (-6.969)	-0.002*** (-6.921)	-0.002*** (-7.018)	-0.002*** (-7.018)	-0.002*** (-7.029)	-0.002*** (-7.021)
대주주지분	0.011*** (4.679)	0.011*** (4.586)	0.011*** (4.629)	0.011*** (4.576)	0.011*** (4.609)	0.011*** (4.609)	0.011*** (4.616)	0.011*** (4.610)
이익잉여금/총자산	0.002*** (3.964)	0.002*** (3.971)	0.002*** (3.965)	0.002*** (3.979)	0.002*** (3.974)	0.002*** (3.974)	0.002*** (3.980)	0.002*** (3.975)
총자산영업이익률	0.022*** (5.192)	0.022*** (5.174)	0.023*** (5.290)	0.022*** (5.161)	0.022*** (5.185)	0.022*** (5.185)	0.022*** (5.193)	0.022*** (5.187)
기업규모	-0.001 (-1.611)	-0.001 (-1.516)	-0.001* (-1.738)	-0.001* (-1.656)	-0.001 (-1.538)	-0.001 (-1.538)	-0.001 (-1.541)	-0.001 (-1.539)
연도더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
R-sq	0.2332	0.2120	0.2383	0.2369	0.2284	0.2338	0.2276	0.2294
Beusch-Pagan 검정	3878.1***	3873.6***	3894.1***	3809.4***	3876.7***	3883.1***	3882.8***	3869.8***
고정효과검정	9.81***	9.82***	9.86***	9.71***	9.84***	9.83***	9.89***	9.80***
하우스만검정	64.28***	63.88***	61.17***	77.17***	63.38***	63.49***	66.23***	64.46***

〈표 12〉 ESG등급이 기업의 배당수익률에 미치는 영향 : 대리인이론(현금비율)

전체표본을 대리인문제의 대응치인 현금비율의 중위수를 기준으로 현금비율이 낮은 집단과 현금비율인 높은 집단으로 구분하여 분석하였다. 2단계 고정효과패널모형에서 1단계 고정효과패널모형의 종속변수는 ESG등급(환경, 사회, 지배구조)이며, 도구변수로 ESG등급의 한국표준산업분류 중분류산업평균(환경, 사회, 지배구조)을 사용하였다. ()안의 값은 t통계량이며, *, **, ***는 각각, 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타낸다.

	현금비율이 낮은 집단(N=2,063)				현금비율이 높은 집단(N=2,063)			
	모형1	모형2	모형3	모형4	모형5	모형6	모형7	모형8
상수	0.087*** (2.714)	0.087*** (2.710)	0.089*** (2.765)	0.087*** (2.702)	0.028 (0.946)	0.028 (0.933)	0.026 (0.863)	0.028 (0.931)
ESG등급	0.001 (1.155)				0.001 (1.103)			
환경등급		0.001 (1.004)				0.001 (1.109)		
사회등급			0.001 (1.239)				0.001** (2.476)	
지배구조등급				0.001 (1.509)				0.001* (1.960)
영업현금흐름/총자산	0.005 (1.047)	0.005 (1.047)	0.005 (1.066)	0.005 (1.050)	0.004 (1.082)	0.004 (1.080)	0.004 (1.083)	0.005 (1.125)
현금비율	-0.007 (-0.298)	-0.007 (-0.291)	-0.008 (-0.325)	-0.009 (-0.365)	-0.002 (-0.380)	-0.002 (-0.379)	-0.002 (-0.361)	-0.002 (-0.353)
부채비율	-0.000 (-0.848)	-0.000 (-0.848)	-0.000 (-0.795)	-0.000 (-0.840)	-0.002*** (-4.427)	-0.002*** (-4.427)	-0.002*** (-4.485)	-0.002*** (-4.458)
외국인지분	-0.002 (-0.346)	-0.002 (-0.333)	-0.002 (-0.365)	-0.003 (-0.430)	0.013*** (2.878)	0.013*** (2.866)	0.013*** (2.924)	0.014*** (2.940)
시장가치/장부가치	-0.003*** (-5.140)	-0.003*** (-5.132)	-0.003*** (-5.187)	-0.003*** (-5.182)	-0.002*** (-4.779)	-0.002*** (-4.782)	-0.002*** (-4.713)	-0.002*** (-4.767)
대주주지분	0.008** (2.073)	0.008** (2.085)	0.008** (2.085)	0.008** (2.072)	0.013*** (3.438)	0.013*** (3.435)	0.013*** (3.431)	0.013*** (3.411)
이익잉여금/총자산	0.004*** (4.463)	0.004*** (4.455)	0.004*** (4.424)	0.004*** (4.449)	0.001* (1.803)	0.001* (1.804)	0.001* (1.827)	0.001* (1.824)
총자산영업이익률	0.030*** (4.089)	0.030*** (4.091)	0.030*** (4.129)	0.030*** (4.123)	0.018*** (2.848)	0.018*** (2.847)	0.017*** (2.792)	0.018*** (2.846)
기업규모	-0.003** (-2.320)	-0.003** (-2.318)	-0.003** (-2.371)	-0.003** (-2.304)	-0.001 (-0.541)	-0.001 (-0.528)	-0.001 (-0.459)	-0.001 (-0.527)
연도더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
R-sq	0.0950	0.0954	0.0934	0.0921	0.2164	0.2193	0.2120	0.2209
Beusch-Pagan 검정	1241.3***	1241.5***	1252.6***	1221.2***	1481.8***	1518.7***	1500.8***	1521.4***
고정효과검정	6.34***	6.33***	6.38***	6.33***	7.22***	7.25***	7.28***	7.25***
하우스만검정	43.43***	43.83***	43.37***	43.46***	80.44***	73.28***	88.26***	72.64***

〈표 13〉 ESG등급이 기업의 배당수익률에 미치는 영향 : 수명주기이론(이익잉여금/총자산)

전체표본을 수명주기이론의 대응치인 이익잉여금/총자산의 중위수를 기준으로 이익잉여금/총자산이 낮은 집단과 이익잉여금/총자산이 높은 집단으로 구분하여 분석하였다. 2단계 고정효과패널모형에서 1단계 고정효과패널모형의 종속변수는 ESG등급(환경, 사회, 지배구조)이며, 도구변수로 ESG등급의 한국표준산업분류 중분류산업평균(환경, 사회, 지배구조)을 사용하였다. ()안의 값은 t통계량이며, *, **, ***는 각각, 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타낸다.

	이익잉여금/총자산 낮은 집단(N=2,063)				이익잉여금/총자산 높은 집단(N=2,063)			
	모형1	모형2	모형3	모형4	모형5	모형6	모형7	모형8
상수	0.038 [*] (1.649)	0.042 [*] (1.820)	0.037 (1.621)	0.034 (1.462)	0.007 (0.202)	0.016 (0.434)	0.005 (0.137)	0.008 (0.226)
ESG등급	-0.001 (-0.294)				-0.000 (-0.005)			
환경등급		-0.003 [*] (-1.771)				0.004 [*] (1.916)		
사회등급			-0.002 [*] (-1.675)				0.003 ^{**} (1.986)	
지배구조등급				0.003 (1.517)				-0.001 (-0.321)
영업현금흐름/총자산	0.006 (1.586)	0.006 [*] (1.663)	0.006 [*] (1.699)	0.005 (1.548)	0.001 (0.226)	0.001 (0.274)	0.001 (0.106)	0.001 (0.235)
현금비율	0.002 (0.481)	0.003 (0.568)	0.002 (0.466)	0.001 (0.305)	-0.001 (-0.107)	0.000 (0.003)	0.000 (0.011)	-0.000 (-0.094)
부채비율	-0.001 ^{***} (-3.611)	-0.001 ^{***} (-3.283)	-0.001 ^{***} (-3.481)	-0.001 ^{***} (-3.284)	-0.000 (-0.047)	0.000 (0.103)	-0.000 (-0.033)	-0.000 (-0.053)
외국인지분	0.010 ^{**} (2.122)	0.011 ^{**} (2.182)	0.010 ^{**} (2.109)	0.011 ^{**} (2.247)	-0.001 (-0.156)	-0.000 (-0.019)	-0.001 (-0.210)	-0.001 (-0.157)
시장가치/장부가치	-0.001 ^{***} (-2.830)	-0.001 ^{***} (-2.899)	-0.001 ^{***} (-2.848)	-0.001 ^{***} (-2.660)	-0.003 ^{***} (-5.971)	-0.004 ^{***} (-6.238)	-0.003 ^{***} (-5.935)	-0.003 ^{***} (-6.013)
대주주지분	0.009 ^{***} (3.110)	0.008 ^{***} (2.994)	0.009 ^{***} (3.130)	0.008 ^{***} (3.076)	0.022 ^{***} (4.212)	0.021 ^{***} (4.042)	0.022 ^{***} (4.268)	0.022 ^{***} (4.248)
이익잉여금/총자산	0.001 (1.177)	0.001 (1.223)	0.001 (1.183)	0.001 (1.145)	0.004 ^{***} (4.209)	0.004 ^{***} (4.129)	0.004 ^{***} (4.212)	0.004 ^{***} (4.205)
총자산영업이익률	0.016 ^{***} (3.046)	0.015 ^{***} (2.940)	0.015 ^{***} (2.936)	0.016 ^{***} (3.030)	0.038 ^{***} (4.724)	0.038 ^{***} (4.722)	0.039 ^{***} (4.833)	0.038 ^{***} (4.736)
기업규모	-0.001 (-1.262)	-0.001 (-1.045)	-0.001 (-0.938)	-0.001 (-1.518)	0.0001 (0.083)	0.0003 (0.196)	-0.0002 (-0.127)	0.0002 (0.113)
연도더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
R-sq	0.0995	0.0995	0.1005	0.0997	0.1869	0.1907	0.1690	0.1909
Beusch-Pagan 검정	1916.5 ^{***}	1900.7 ^{***}	1917.9 ^{***}	1900.7 ^{***}	1399.5 ^{***}	1401.1 ^{***}	1395.4 ^{***}	1407.2 ^{***}
고정효과검정	10.33 ^{***}	10.30 ^{***}	10.35 ^{***}	10.28 ^{***}	6.92 ^{***}	6.91 ^{***}	6.93 ^{***}	6.86 ^{***}
하우스만검정	37.16 ^{***}	38.16 ^{***}	38.53 ^{***}	38.16 ^{***}	49.45 ^{***}	51.23 ^{***}	54.56 ^{***}	71.78 ^{***}

3. 사회적 책임활동과 배당의 안정성

〈표 14〉은 기업의 ESG 활동이 기업의 안정배당정책에 미치는 영향을 분석하기 위하여 Lintner(1956)의 배당조정모형을 활용하여 동태적 패널분석을 실시한 결과이다. 박영규(2017)는 ESG 등급이 B+이상이면 ESG 활동이 우수한 집단으로, ESG 등급이 B이하이면 ESG 활동이 양호하지 않은 집단으로 구분하고 있다. 본 연구에서도 ESG 등급 및 세부 영역의 등급을 동일한 기준으로 두 집단으로 구분하였다.

모든 모형에서 전기주당배당금(β_1)과 주당순이익(β_2)이 배당수준에 유의한 양(+)의 영향을 주고 있다. 또한, 전기주당배당금의 기울기가 주당순이익의 기울기보다 더 큰 것으로 나타났다. 이는, 기업의 당기배당수준에 당기의 순이익보다 전기의 배당수준이 보다 더 큰 영향을 준다는 것을 보여주고 있다. 즉, 기업이 과거의 배당수준을 유지하려는 안정적인 배당정책을 선호한다는 안정배당 정책을 지지하는 분석결과라 할 수 있다.

ESG 통합등급이 낮은 집단의 조정속도는 0.214이며, 목표배당성향은 0.147로, 목표 배당성향(14.7%)과 실제배당성향의 차이를 매년 21.4% 조정하여 목표배당성향에 도달하는데 약 4.67년이 소요된다. 반면에, 기업의 ESG 활동이 우수한 ESG 통합등급이 높은 집단의 조정속도는 0.425이며, 목표배당성향은 0.157로 목표 배당성향(15.7%)과 실제배당성향의 차이를 매년 42.5% 조정하여 목표배당성향에 도달하는데 약 2.35년이 소요된다. 즉, 기업의 ESG 활동이 양호할수록 그렇지 않은 기업에 비하여 보다 높은 배당수준을 유지하며, 배당조정속도가 보다 더 빠르다는 것을 보여주고 있다. 또한, 기업의 ESG 활동이 양호한 집단의 주당순이익 계수값은 0.067이며, 기업의 ESG 활동이 양호하지 않은 집단의 주당순이익 계수값은 0.031이다. 따라서, 기업의 ESG 활동이 우수할수록 기업의 경영성과가 향상되면, 향상된 경영성과에 대한 성과배분이 보다 더 커지게 되며, 안정적으로 이루어진다는 것을 확인할 수 있다.

사회등급이 낮은 집단의 조정속도는 0.249이며, 목표배당성향은 0.073로, 목표 배당성향(7.3%)과 실제배당성향의 차이를 매년 24.9% 조정하여 목표배당성향에 도달하는데 약 4.02년이 소요된다. 반면에, 기업의 사회적 책임 활동이 우수한 사회등급이 높은 집단의 조정속도는 0.394이며, 목표배당성향은 0.171로 목표 배당성향(17.1%)과 실제배당성향의 차이를 매년 39.4% 조정하여 목표배당성향에 도달하는데 약 2.54년이 소요된다. 즉, 기업의 사회적 책임 활동이 양호할수록 그렇지 않은 기업에 비하여 보다 높은 배당수준을 유지하며, 배당조정속도가 보다 더 빠르다는 것을 보여주고

있다. 또한, 기업의 사회적 책임 활동이 양호한 집단의 주당순이익 계수값은 0.067이며, 기업의 사회적 활동이 양호하지 않은 집단의 주당순이익 계수값은 0.018이다. 따라서, 기업의 사회적 책임 활동이 우수할수록 기업의 경영성과가 향상되면, 향상된 경영성과에 대한 성과배분이 보다 더 많아지게 되며, 안정적으로 이루어진다고 할 수 있다. 기업의 환경적 책임 활동이 양호한 집단과 기업의 지배구조가 우수한 집단의 동태적 패널분석의 분석결과를 비교 설명하지 않는다. 동태적 패널분석의 기본 가정인 AR(1)의 자기상관성이 존재하지 않아 동태적 패널분석이 타당하지 않는다.

기업의 ESG 활동이 우수한 기업은 그렇지 않은 기업에 비하여 목표배당성향이 높으며, 실제배당과 목표배당과의 차이를 보다 더 빠르게 조정하고 있으며, 기업의 사회적 책임활동이 양호한 기업은 그렇지 않은 기업에 비하여 목표배당성향이 높으며, 조정속도도 더 빠르다는 것을 알 수 있다. 따라서, 기업의 ESG 활동은 기업의 안정배당정책에도 유의한 영향을 준다는 것을 확인할 수 있다.

〈표 14〉 Lintner(1956)의 배당조정모형을 이용한 동태적 패널분석

종속변수는 주당배당금이며, 동태적 패널분석은 시스템-GMM 모형으로 추정하였다. 오차항의 1차자기상관(AR1)은 유의하며, 2차자기상관(AR2)은 유의하지 않아야 한다. Wald검정은 설명변수에 대한 검정통계량이다. 과도식별문제는 Hansen검정을 실시하였으며, 통계적으로 유의하지 않아야 한다. ()안의 값은 표준오차이다. *, **, ***는 각각, 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타낸다.

	ESG등급		환경등급		사회등급		지배구조등급	
	낮은집단 (N=2,596)	높은집단 (N=459)	낮은집단 (N=2,289)	높은집단 (N=747)	낮은집단 (N=2,334)	높은집단 (N=589)	낮은집단 (N=2,396)	높은집단 (N=462)
전기 주당배당금 (β_1)	0.786*** (0.033)	0.575*** (0.049)	0.746*** (0.028)	0.719*** (0.057)	0.751*** (0.020)	0.606*** (0.055)	0.711*** (0.060)	0.819*** (0.025)
주당순이익 (β_2)	0.031*** (0.007)	0.067*** (0.009)	0.028*** (0.007)	0.036*** (0.008)	0.018** (0.008)	0.067*** (0.012)	0.036*** (0.010)	0.022*** (0.005)
연도더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
Wald 검정	1551.4***	3684.0***	2113.1***	2158.8***	3675.7***	4053.3***	1147.1***	4676.7***
AR(1)	-3.15***	-2.34**	-3.02***	-1.35	-2.70***	-2.31**	-3.28***	-0.77
AR(2)	0.46	-1.10	0.35	-1.18	0.46	-0.80	0.51	-1.23
Hansen검정	24.96	22.16	23.26	27.67*	25.85	25.79	22.95	18.53
조정속도 ($1-\beta_1$)	0.214	0.425	0.254	0.281	0.249	0.394	0.289	0.181
목표배당성향 $\frac{\beta_2}{(1-\beta_1)}$	0.147	0.157	0.111	0.127	0.073	0.171	0.123	0.122

V. 결론

본 연구는 ESG 활동으로 측정한 기업의 사회적 책임 활동이 기업의 배당수준에 미치는 영향을 분석함에 있어서 다양한 배당이론의 관점에서 살펴보기 위하여 고정효과패널모형으로 분석하였다. 또한, 기업의 ESG 활동이 기업의 안정배당정책에 미치는 영향을 분석하기 위하여 시스템-GMM으로 추정하였다. 본 연구에서는 기업의 ESG 활동을 한국기업지배구조원의 ESG 통합등급, 환경등급, 사회등급, 지배구조등급으로 구분하여 분석하였다. 또한, 배당수준을 배당성향, 배당률, 배당수익률을 사용하였다. 2013년부터 2019년까지 유가증권에 상장된 기업 중에서 비금융업 12월 결산법인을 대상으로 분석하였다. 분석결과는 다음과 같다.

첫째, 기업의 ESG활동은 기업의 배당수준에 대한 정의에 따라 미치는 영향이 상이함을 알 수 있다. 종속변수가 배당성향인 경우에는 사회등급만이 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 주는 것으로 분석되었다. 반면에, 종속변수가 배당률과 배당수익률인 경우에는 기업의 ESG통합 등급, 환경등급, 사회등급, 지배구조등급이 유의한 양(+)의 영향을 주는 것으로 나타났다. 이는, 기업의 ESG활동 중에서 기업의 사회적 책임활동의 증가가 기업의 배당성향을 향상시킬 수 있다는 것을 보여주고 있다. 우리나라의 배당성향이 상대적으로 낮은 수준을 유지하고 있어서, 배당성향을 높이기 위해서는 기업의 사회적 책임활동 역량을 보다 더 강화시켜야 한다는 것을 제시하고 있다. 또한, 기업의 ESG 활동이 기업의 배당수준에 유의한 양(+)의 영향을 준다는 것을 확인할 수 있어, 기업이 지속가능경영을 위한 ESG에 보다 더 관심을 많이 가져야 한다. 즉, 기업이 다양한 이해관계자의 이해를 고려한 경영을 할수록 주주에게 손해가 아닌 이익이 된다는 것을 알 수 있다.

둘째, 기업의 ESG 활동이 기업의 배당수준에 긍정적인 영향을 주는 원인을 대리인이론의 결과가설과 수명주기이론으로 설명될 수 있음을 제시하고 있다. 대리인문제의 대응치인 현금비율은 기업의 당기순이익에서 배당금이 차지하는 비중인 배당성향에 유의한 양(+)의 영향을 주고 있으며, 현금비율, 대주주 지분, 외국인 지분은 총자산 대비 배당금 수준인 배당률에 유의한 양(+)의 영향을, 대주주 지분은 투자자의 배당수익인 배당수익률에 유의한 양(+)의 영향을 주고 있다. 또한, 기업의 수명주기 이론의 관점에서의 대응치인 영업현금흐름/총자산, 이익잉여금/총자산, 총자산영업이익률이 기업의 배당률에 유의한 양(+)의 영향을, 시장가치/장부가치, 이익잉여금/총자산, 총자산영업이익률이 기업의 배당수익률에 유의한 영향을 주고 있음을 확인하였다. 또한, 대리인이론의 대응치인 현금비율과 수명주기이론의 대응치인 이익잉여금/총자산의 중앙값을 기준으로 두 집단으로 분석한 결과,

대리인 이론의 관점에서 기업의 ESG 활동이 기업의 배당성향에, 기업의 사회적 책임 활동은 배당률에 영향을 주는 것을 확인하였다. 즉, 기업의 ESG 활동이 양호할수록 기업의 대리인 문제를 완화시키기 위하여 당기순이익을 내부유보하기 보다는 보다 더 적극적으로 배당으로 지급하게 되며, 사회적 책임 활동으로 향상된 경영성과로 인하여 자산 대비 배당금이 보다 더 증가하게 된다고 할 수 있다. 또한, 수명주기이론의 관점에서 기업의 환경적 책임 활동과 사회적 책임 활동이 기업의 배당수익률에 미치는 영향을 설명하고 있다. 성숙기에 있는 기업일수록 보다 더 환경적 책임 활동과 사회적 책임 활동이 증가하게 되며, 환경적 책임 활동과 사회적 책임활동의 증가로 인한 성과배분이 보다 더 증가한다는 것을 알 수 있다.

셋째, 기업의 ESG 활동은 기업의 안정배당정책에도 유의한 영향을 주는 것으로 분석되었다. ESG 활동이 양호한 기업일수록 상대적으로 목표배당수준이 보다 더 높은 것으로 나타났으며, 목표배당수준과 실제배당수준의 차이를 보다 더 빠르게 조정하는 것으로 나타났다. 또한, 사회적 책임활동이 양호한 기업이 그렇지 않은 기업에 비하여 상대적으로 목표배당수준이 높으며, 조정속도가 보다 더 빠른 것으로 나타났다. 이는, 기업의 ESG 활동이 우수할수록 상대적으로 기업의 지속가능성이 높아지기 때문에 보다 더 높은 배당수준을 유지할 수 있으며, 기업의 수익성이 상대적으로 양호하기 때문에 보다 더 빠르게 목표배당수준으로 조정된다고 할 수 있다.

본 연구에서는 한국기업지배구조원의 ESG 등급이 배당에 영향을 주는지를 분석하고 있다. 한국기업지배구조원의 기업지배구조등급(G)의 핵심 세부지표에는 배당이 포함되어 있다. 즉, ESG 등급과 기업지배구조등급(G)을 사용하기 보다는 ESG 총점, 기업지배구조 총점에서 배당점수를 제외한 강건성 분석이 필요하다. 따라서, 본 연구의 한계점은 자료수집의 현실적 어려움으로 인하여 강건성 분석을 하지 못하고 있으며, 추후에는 이러한 한계점을 보완한 연구가 필요하다고 판단된다.

References

강원, 정무권, “ESG 활동의 효과와 기업의 재무적 특성,” 한국증권학회지, 제49권 제5호 (2020), pp. 681-707.

(Translated in English) Kang, W., and M. Jung, “Effect of ESG Activities and Firm’s Financial Characteristics,” *Korean Journal of Financial Studies*, Vol. 49, No. 5 (2020), pp. 681-707.

- 망갈바자르바토구, 반혜정, “기업의 사회적 책임과 배당정책 및 퇴직급여제도,” 회계정보연구, 제38권 제3호 (2020), pp. 401-423.
- (Translated in English) Battogoo, M., and H. J. Ban, “Corporate Social Responsibilities, Dividend Policy, and Post-employment Benefits,” *Accounting Information Review*, Vol. 38, No. 3 (2020), pp. 401-423.
- 박경서, 변희섭, 이지혜, “내생성(Endogeneity) 문제를 통제한 환경경영과 기업가치 간의 관계에 관한 연구,” 재무연구, 제25권 제2호 (2012), pp. 293-324.
- (Translated in English) Park, K. S., H. S. Byun, and J. H. Lee, “Would Environmental Management Have Positive Effects on Firm Value after Controlling for the Endogeneity Problem?,” *Asian Review of Financial Research*, Vol. 25, No. 2 (2012), pp. 293-324.
- 박영규, “ESG 투자전략의 성과분석,” *Journal of the Korean Data Analysis Society*, 제19권 제4호 (2017), pp. 1951-1961.
- (Translated in English) Park, Y., “The Profitability of ESG Investing,” *Journal of the Korean Data Analysis Society*, Vol. 19, No. 4 (2017), pp. 1951-1961.
- 이지혜, 변희섭, “기업의 사회적 책임 활동과 배당행태,” 경영학연구, 제43권 제2호 (2014), pp. 353-385.
- (Translated in English) Lee, J. H., and H. S. Byun, “Corporate Social Responsibility and Dividend Policy,” *Korean Management Review*, Vol. 43, No. 2 (2014), pp. 353-385.
- 이지혜, 변희섭, “사회적 책임 활동, 배당정책과 기업가치,” 보험금융연구, 제25권 제4호 (2014), pp. 99-141.
- (Translated in English) Lee, J. H., and H. S. Byun, “Corporate Social Responsibility Activities, Dividend Policy, and Firm Value,” *Journal of Insurance and Finance*, Vol. 25, No. 4 (2014), pp. 99-141.
- 임종욱, “ESG 사회평가와 사회공헌활동비와의 관계,” 산업경제연구, 제31권 제6호 (2018), pp. 2017-2034.
- (Translated in English) Lim, J. O., “The Relationship between ESG Social Evaluation and Social Contribution Activity Cost,” *Journal of Industrial Economics and Business*, Vol. 31, No. 6 (2018), pp. 2017-2034.
- 전진규, “ESG Factors as a Determinant on Credit Ratings,” 재무연구, 제34권 제2호 (2021), pp. 31-65.

(Translated in English) Jeon, J. Q., "ESG Factors as a Determinant on Credit Ratings," *Asian Review of Financial Research*, Vol. 34, No. 2 (2021), pp. 31-65.

정성창, 송동엽, "우리나라 일반은행의 사회적 책임 활동과 배당정책," *산업경제연구*, 제33권 제4호 (2020), pp. 945-965.

(Translated in English) Jung, S., and D. Y. Song, "The Corporate Social Responsibility and Dividend Policy in Korean Banking Industry," *Journal of Industrial Economics and Business*, Vol. 33, No. 4 (2020), pp. 945-965.

Adjaoud, F., and W. Ben-Amar, "Corporate Governance and Dividend Policy: Shareholders' Protection or Expropriation?," *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 37, No. 5 (2010), pp. 648-667.

Barnea, A., and A. Rubin, "Corporate Social Responsibility as a Conflict Between Shareholders," *Journal of Business Ethics*, Vol. 97, No. 1 (2010), pp. 71-86.

Benlemlih, M., "Corporate Social Responsibility and Dividend Policy," *Research in International Business and Finance*, Vol. 47 (2019), pp. 114-138.

Bhattacharya, S., "Imperfect Information, Dividend Policy, and the "Bird in the Hand" Fallacy," *Bell Journal of Economics*, Vol. 10, No. 1 (1979), pp. 259-270.

Brav, A., J. Graham, C. Harvey, and R. Michaely, "Payout Policy in the 21 Century," *Journal of Financial Economics*, Vol. 77 (2005), pp. 483-527.

Cheung, A., M. Hu, and J. Schwiebert, "Corporate Social Responsibility and Dividend Policy," *Accounting & Finance*, Vol. 58, No. 3 (2018), pp. 787-816.

DeAngelo, H., and L. DeAngelo, "The Irrelevance of the MM Dividend Irrelevance Theorem," *Journal of Financial Economics*, Vol. 79, No. 2 (2006), pp. 293-315.

Easterbrook, F., "Two Agency Cost Explanations of Dividends," *American Economic Review*, Vol. 74 (1984), pp. 650-659.

Fama, E. F., and K. R. French, "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?," *Journal of Financial Economics*, Vol. 60 (2001), pp. 3-43.

Farinha, J., "Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis," *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 30 (2003), pp. 1173-1210.

- Gordon, M. J., "Optimal Investment and Financing Policy," *The Journal of Finance*, Vol. 18 (1963), pp. 264-272.
- Hasan, M. M., and A. Habib, "Corporate Life Cycle, Organizational Financial Resources and Corporate Social Responsibility," *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, Vol. 13, No. 1, 2017, pp. 20-36.
- Hsu, F. J., "Does Corporate Social Responsibility Extend Firm Life-cycles?," *Management Decision*, Vol. 56, No. 11 (2018), pp. 2408-2436.
- Jensen, M., "Agency Costs of Free-cash Flow, Corporate Finance and the Market for Takeovers," *American Economic Review*, Vol. 76 (1986), pp. 323-329.
- John, K., and A. Knyazeva, "Payout Policy, Agency Conflicts, and Corporate Governance," *Working Paper*, New York University, New York (2006).
- Kalay, A., "Signaling Information Content, and the Reluctance to Cut Dividends," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 15 (1980), pp. 855-869.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny, "Agency Problems and Dividend Policies Around the World," *Journal of Finance*, Vol. 55, No. 1 (2000), 1-33.
- Laufer, W., "Social Accountability and Corporate Greenwashing," *Journal of Business Ethics*, Vol. 43, No. 3 (2003), pp. 253-261.
- Lewellen, W. G., and D. R. Emery, "On the Matter of Parity Among Financial Obligations," *Journal of Finance*, Vol. 36 (1981), 97-111.
- Lintner, J., "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes," *American Economic Review*, Vol. 46, No. 2 (1956), pp. 97-113.
- Lintner, J., "Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and Supply of Capital to Corporations," *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 64 (1962), pp. 243-269.
- Matos, V., P. Matos, V. Barros, and J. M. Sarmiento, "Does ESG Affect the Stability of Dividend Policies in Europe?," *Sustainability*, Vol. 12, No. 21 (2020), pp. 8804.
- Miller, M. H., and K. Rock, "Dividend Policy Under Asymmetric Information," *Journal of Finance*, Vol. 40 (1985), pp. 1031-1051.
- Mueller, D. C., "A Life Cycle Theory of the Firm," *Journal of Industrial Economics*, Vol. 20, No.

3 (1972), pp. 199-2019.

Ni, X., and H. Zhang, "Mandatory Corporate Social Responsibility Disclosure and Dividend Payouts: Evidence from a Quasi Natural Experiment," *Accounting & Finance*, Vol. 58, No. 5 (2019), pp. 1581-1612.

Rakotomavo, M., "Corporate Investment in Social Responsibility versus Dividends?," *Social Responsibility Journal*, Vol. 8, No. 2 (2012), pp. 199-207.

Ross, S., "The Determination of Financial Structure: the Incentive Signalling Approach," *Bell Journal of Economics*, Vol. 8 (1977), pp. 23-40.

Royet, L., "Effect of Environmental Disclosures on Dividend Payout of Listed Manufacturing Firms in France," *European Journal of Business and Management*, Vol. 2, No. 4 (2016), pp. 14-22.

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

Wei, Z., H. Shen, K. Zhou, and J. Li, "How Does Environmental Corporate Social Responsibility Matter in a Dysfunctional Institutional Environment? Evidence from China," *Journal of Business Ethics*, Vol. 140, No. 2 (2017), pp. 209-223.

