

# ESG평가등급이 잉여현금흐름에 미치는 영향

## The Effect of ESG Rating on Free Cash Flow

김동영\*

### 초 록

최근 다양한 이해관계자들이 기업경영에 환경경영 및 경영윤리 그리고 지배구조 등 기업의 사회적 책임을 요구하고 있다. 본 연구의 목적은 ESG 평가등급을 1) ESG 통합(ESG Total), 2) 환경(Environment), 3) 사회(Social), 4) 지배구조(Governance) 네 가지 특성으로 나누고 각 특성과 잉여현금흐름간에 관련성이 있는지 확인하고 ESG 평가등급이 잉여현금흐름에 어떠한 영향을 미치는지 검증하였다.

본 연구의 분석대상은 증권거래소에 상장된 기업 중 2014년부터 2018년까지 잉여현금흐름과 ESG 평가정보를 입수할 수 있는 3,177개 기업을 표본으로 선정하고 연구방법은 이론적 문헌연구 및 실증적 분석을 하였다.

본 연구의 분석결과를 종합해보면, 네 가지 특성 중 ESG 평가 통합부문(T), ESG 평가 환경부문(E), ESG 평가 지배구조부문(G) 세 부문은 회귀계수가 잉여현금흐름에 양(+)의 값 1% 수준에서 유의함이 나타났고, ESG 평가 사회부문(S)등급은 회귀계수가 잉여현금흐름에 양(+)의 값 5% 수준에서 유의하게 나타났다. ESG 평가 통합부문(T), 환경부문(E), 지배구조부문(G)에 비해 사회부문(S)의 경우는 약간 미미하지만 잉여현금흐름에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 ESG 평가등급이 높을수록 잉여현금흐름에 유의한 양(+)의 영향을 미친다는 결과를 나타낸 것이다. 즉, ESG 평가등급은 잉여현금흐름에 긍정적인 영향을 미친다는 점이 추론된다.

이러한 연구결과는 다음과 같이 추측된다. 기업들이 환경경영, 사회적 책임, 지배구조 등 ESG 활동 경영을 함으로서 잉여현금흐름이 높아짐을 나타냈다. 잉여현금흐름이 높아진다는 것은 기업가치가 높아지는 것 뿐만 아니라 기업 재무상태가 건전해지고 기업위험이 감소한다는 점을 시사한다. 그리고 한국기업지배구조원이 수정보완하여 새롭게 발표하는 ESG 평가등급은 잉여현금흐름과 관련성 및 인과관계에 긍정적으로 반영된다는 것을 말해준다. 그러나 본 연구의 한계점은 특정기관의 자료만으로 분석하였기 때문에 이 결과를 일반화하기에는 오류를 배제할 수 없다.

**주제어 :** 잉여현금흐름, ESG 통합부문, ESG 환경부문, ESG 사회부문, ESG 지배구조부문

[투고일: 2020. 07. 08, 심사(수정)확정일: 2020. 08.06, 게재확정일: 2020. 08. 17]

\* 주저자, 성결대학교 경영학과 교수, e-mail: capssong76@hanmail.net

www.kci.go.kr

## I. 서 론

최근 글로벌 시대를 맞이하면서 기업의 생존경쟁이 치열해졌다. 다양한 이해관계자들이 환경경영 및 경영윤리 그리고 지배구조 등을 기업경영자들에게 요구함에 따라 기업들은 경쟁력을 높이기 위해 기업의 사회적 책임에 대한 관심을 가지게 되었다. 국제표준화기구(International Organization for Standardization; ISO)는 2010년 11월 1일부터 국제표준인 ISO26000의 제정을 통해 기업들의 사회적 책임을 강조하는 인증제도를 시행하고 있다. 한국기업지배구조원은 우리나라 상장기업의 사회적 책임경영을 제고하고 기업의 이해관계자들에게 사회적 책임활동을 올바르게 판단할 수 있도록 우리나라 실정에 맞추어 독자적인 ESG 평가모형을 개발하였다. 이와 같이 기업은 경쟁력 확보를 위해 ESG 평가정보들을 적극적으로 활용하여 전략적인 경영목표와 사회적 문제를 해결하는 방안으로 모색할 필요성이 있다.

ESG 평가정보(Evaluation Information)는 환경부문(Environment), 사회부문(Social), 지배구조부문(Governance)을 일컫는 말로서 이 세 가지 평가정보는 핵심요소이다. 기업이 사회적책임활동을 ESG 평가에 따라 수행한다면 다양한 이해관계자들과 소비자들간의 갈등을 줄이고 좋은 기업이미지로 개선되어 사회적으로 인식이 긍정적으로 미쳐 매출액이 증가되고 더 많은 이익이 수반되어 기업가치가 증가된다.

한편 금융위기 이후에 기업의 이해관계자들은 재무상태와 경영성과를 나타내는 손익계산서상의 매출이나 당기순이익의 규모보다도 현금흐름표(statement of cash flow)를 통한 잉여현금의 정도에 더욱 더 관심을 갖게 되었다. 그 이유는 잉여현금을 많이 보유할수록 기업의 안전성과 건전성이 있어 기업위험이 낮아져 기업가치가 올라가기 때문이다. 특히 잉여현금흐름은 Tobin'Q와 함께 기업가치평가에 중요한 평가요소중 하나이다.<sup>1)</sup>

현금흐름표는 영업활동관련 현금흐름, 투자활동관련 현금흐름, 재무활동관련 현금흐름의 3가지로 구분한다. 이 중에서 영업활동관련 현금흐름(Cash Flow from Operations ; CFO)이 가장 기본이 되는 것이다. 이것은 기업이 영업활동을 통해 한 회계연도 동안 현금의 유입과 유출을 통한 현금 변동액을 파악할 수 있게 한다. 그러나 기업이 계속적으로 성장하고 유지시키기 위하여 투자한 금액은 고려하지 않았기 때문에 영업활동관련 현금흐름만으로 잉여현금(Free cash)을 파악하기에는 한계가 있다. 그래서 영업활동관련 현금흐름에서 투자액을 차감한 금액이 잉여현금흐름(Free Cash Flow ; FCF)이다.<sup>2)</sup>

1) 기업가치평가요소는 잉여현금흐름(FCF), 현금흐름할인(DCF), 조정현가(APV), 잔여이익모형(RIM), Tobin'Q등의 방법이 활용된다. 신현환(2019). 기업가치평가, 에프엔가이드, p. 260 참고

2) 잉여현금흐름은 기업가치평가에 중요한 지표이다.(백원선 등(2001), 회계학연구 제26권 제2호, p. 73)

잉여현금흐름=영업현금흐름-투자액

잉여현금흐름(FCF)은 영업활동현금흐름에서 투자액을 차감한 금액으로 기업이 자유롭게 활용할 수 있는 현금보유액을 말한다. 특히 잉여현금흐름은 미래의 투자기회 또는 금융위험대비를 위한 자금 확보차원 뿐만 아니라 잉여현금흐름이 높으면 인수합병(M&A)자본시장에서 기업가치가 올라간다(배정란, 2010).

이와 같이 기업가치 평가요소인 잉여현금흐름의 측정값이 높으면 기업가치가 상승한다. 또한 ESG 평가등급이 높으면 기업이미지가 좋아지고 기업경영활동이 양호해져 매출액이 증가하고 재무성과와 함께 기업가치도 상승된다.<sup>3)</sup> 그러므로 ESG 평가등급과 잉여현금흐름은 인과관계와 관련성이 있을 것으로 추정된다.

본 연구의 목적은 ESG 평가등급을 1) ESG 통합부문(ESG Total), 2) 환경부문(Environment), 3) 사회부문(Social), 4) 지배구조부문(Governance) 네 가지 특성을 나누고 각 특성과 잉여현금흐름간에 관련성이 있는지 분석하여 확인해보고자 한다. 그리고 ESG 평가등급과 잉여현금흐름에 어떠한 영향을 미치는 지 검증하고자 한다.

본 연구의 분석대상은 증권거래소에 상장된 기업 중 2014년부터 2018년까지 잉여현금흐름과 ESG 평가정보를 입수할 수 있는 3,177개 기업을 표본으로 선정하여 실증 분석하고자 한다.

이를 실증 분석하기 위하여 본 연구에서는 KIS-VALUE에서 공시하는 재무자료 중 현금흐름표의 영업활동 현금흐름으로부터 투자금액을 차감하여 추출된 잉여현금흐름(FCF)을 활용하고 ESG 평가등급은 한국기업지배구조원이 환경부문(Environment), 사회부문(Social), 지배구조부문(Governance)으로 구분하여 발표하는 그 ESG 평가정보를 활용한다.

본 연구의 방법은 ESG 평가등급과 잉여현금흐름에 대한 이론적 문헌연구 및 실증적 연구를 하는 것이다. 문헌연구는 일반적 이론과 선행연구를 국내, 국외연구로 살펴보고, 실증분석연구는 통계처리방법을 활용해 기초통계량, 상관관계분석, 회귀분석을 실시한다. 연구구성은 1장 서론, 2장 일반적 이론과 선행연구, 3장 연구 설계, 4장 실증분석결과, 5장 결론으로 구성되어 있다.

## II. 일반적 이론과 선행연구

=영업현금흐름-(순유형자산증가분-총부채증가분)

=영업현금흐름-순유형자산증가분+총부채증가분

- 3) 기업의 사회적 책임의 영향에 대해서는 기업성과(가치)와 관련하여 상반된 의견이 지속적으로 제기되어 왔다. 불필요한 지출을 유발하는 CSR활동은 기업의 순이익을 줄이고, 주주의 부를 저해하는 것으로 평가된다. 그러나 최근 많은 연구에서는 지속적이고 적극적인 CSR활동이 기업의 재무성과, 더 나아가 기업가치에 긍정적인 영향을 미치기 때문에 경영자가 주주 외 다양한 이해관계자를 함께 고려함으로써 주주의 부가 저해되지 않는다는 주장이 확대되는 추세이다.

## 1. ESG 평가정보와 잉여현금흐름의 일반적 이론

ESG 평가정보(Evaluation Information)는 한국기업지배구조원이 기업의 이해관계자들에게 기업사회적책임(CSR)경영활동에 대한 정보를 제공하기 위해 환경정보(Environment Information), 사회정보(Social Information), 지배구조정보(Governance Information)로 구분하여 기업의 사회적 책임을 평가하여 그 정보를 발표하고 있다.

ESG 평가정보는 한국기업지배구조원이 2013년에 새롭게 수정·보완하여 환경평가부문(E), 사회평가부문(S), 지배구조평가부문(G)을 공시하고 있다. 환경평가부문(E)은 기업의 경영활동에 있어 환경경영과 이해관계자의 참여에 근거해 환경전략 및 조직, 환경경영관리, 환경경영활동, 환경성과, 이해관계자 대응 5가지 항목으로 구성되어 있다. 사회평가부문(S)은 국제 표준인 ISO26000(사회적 책임)을 바탕으로 근로자, 소비자, 협력사 및 경쟁사, 지역사회로 나누어져 4가지 항목으로 구성되어 있다. 지배구조평가부문(G)은 주주 권리보호, 이사회, 공시, 감사기구, 경영과실배분 5가지 항목으로 평가가 실시되고 있다. ESG 평가정보는 이처럼 E(환경), S(사회), G(지배구조) 부문을 각각의 평가 항목을 바탕으로 S, A+, A, B+, B, C, D 이하 7개 등급으로 나누어 공시한다.<sup>4)</sup> ESG 부문별 주요 평가항목은 다음 <표 1>과 같다.

<표 1> 한국기업지배구조원의 ESG 부문별 주요 평가항목

평가모형	구분	대분류
ESG 통합부문	환경평가부문(E)	환경전략 및 조직
		환경경영-관리
		환경경영-활동
		환경성과
		이해관계자 대응
	사회평가부문(S)	근로자
		협력사 및 경쟁사
		소비자
		지역사회
	지배구조평가부문(G)	주주권리보호
		이사회
		공시
		감사기구
		경영과실배분

주: 한국기업지배구조원 홈페이지(www.cgs.or.kr)참조 2019.

4) 한국기업지배구조원 홈페이지에서는 지배구조평가부문(G)에서만 S, A+, A, B+, B, C, D로 구분하여 공시하고 있고, 환경평가부문(E)과 사회평가부문(S)에서는 A+, A, B+, B이하로 구분하여 공시하고 있다. 본 연구에서는 지배구조평가부문도 다른 부문과 마찬가지로 A+, A, B+, B이하로 구분하여 실증분석하였다.

오늘날 회계의 목적은 기업이해관계자들의 합리적인 의사결정에 유용한 재무정보를 제공하는 데 있다. 투자자들은 재무정보에 대한 관심이 회계이익과 현금흐름<sup>5)</sup> 자체 정보보다는 기업 가치를 예측할 수 있는 잉여현금흐름(FCF)에 대한 정보에 더 많은 관심이 있다. 왜냐하면 기업의 잉여현금흐름의 정보는 미래의 투자기회와 금융위기와 같은 위험사항에 대한 대비를 할 뿐만 아니라 기업가치 평가에 중요한 지표를 나타내기 때문이다.

잉여현금흐름<sup>6)</sup>은 기업가치정보 요소 중의 하나로서 기업의 인수합병(mergers & acquisitions; M&A)과 구조조정에 관심의 대상이 되면서 최근 들어 중요한 이슈가 되고 있다. 잉여현금흐름의 정보는 주주, 채권자, 노동자, 경영자 등 인수합병관련자 뿐만 아니라 금융기관도 대출심사시 매우 유익한 자료가 되고 있다.

잉여현금흐름(free cash flow; FCF)은 기업의 현금흐름으로부터 측정하여 산출할 수 있다. 잉여현금은 기업이 영업활동으로 창출한 영업현금흐름(operating cash flow)에서 당해 연도의 새로운 사업에 투자한 현금흐름을 차감한 금액이다.

기업이 자금을 확보하는 차원에서 일반적으로 잉여현금을 보유하는 동기는 1) 거래적 동기, 2) 예비적 수요동기, 3) 세율차이에 의한 동기, 4) 대리인 이론에 의한 동기 4가지로 대분류할 수 있다.<sup>7)</sup>

현행 IFRS기준에서는 현금주의가 아니고 발생주의로 회계처리를 하므로 실제로는 기업에 현금이 유입되고 유출되는 것과 손익계산서상에 나타나는 수익과 비용에 차이가 발생한다. 예를 들면, 비용항목이지만 실제로 현금이 유출되지 않는 항목에는 대손상각비, 감가상각비, 무형자산 상각비 등이 있다.

잉여현금흐름(Free cash flow; 이하 FCF)은 매 회계기간의 현금흐름표에 나타나는 영업활동으로 인한 현금흐름에서 투자액을 차감한 것을 말한다. 즉, 영업현금흐름에서 순고정자산의 증가분을 차감하고 총부채의 증가분을 가산한 금액으로 정의한다 (Palepu et al. 2000, 백원선 등 2001).

## 2. ESG 평가정보와 잉여현금흐름의 선행연구

### 가. 국내연구

ESG 평가등급(기업사회적책임활동)에 관련한 선행연구를 살펴보면 다음과 같다.

5) 현금흐름표는 ①영업활동관련 현금흐름, ②투자활동관련 현금흐름, ③재무활동관련 현금흐름으로 나누어져 있다. 본 연구에서는 잉여현금흐름은 영업현금흐름에서 투자액을 차감한 것을 말한다.

6) 신현한(2019) 기업가치평가, 에프앤가이드, pp. 260-262.

7) 송동섭(2016), “잉여현금흐름과 배당성향이 기업가치에 미치는 영향”, P. 202. 목남희(2015), “기업의 잉여현금흐름과 부채비율과의 관련성”, p. 246.

김창수(2009)는 CSR 활동경영과 기업가치와의 관련성에 관한 연구는 CSR 활동을 수행하는 기업의 가치가 그렇지 않은 기업의 가치보다 높다는 것을 확인하였다. 즉, 기업의 CSR활동이 기업가치에 양(+)의 관련성을 보인다는 연구를 하였다.

기업지배구조원(2014)은 2014년 ESG 평가 정보수준과 기업가치 및 경영성과 간의 관계를 살펴본 결과, ESG 평가수준은 기업가치를 나타내는 Tobin'Q와 상관관계가 있고 기업경영 성과를 나타내는 영업이익률은 환경부문을 제외하고 ESG 통합부문과 사회책임 경영부문에서 양호기업과 취약기업에 각각 통계적으로 1%의 유의한 수준차이를 나타내고 있다.

나영·임옥빈(2011)의 연구는 ESG 정보와 기업가치관련성을 분석한 결과 ESG 정보는 기업가치를 나타내는 Tobin'Q에 통계적으로 10%수준으로 유의한 것으로 나타났다. 또한 ESG 정보의 공시유무는 공시한 기업과 그렇지 않은 기업을 비교해보면 공시한 기업이 기업가치를 더 높게 평가받고 있음이 추정됐다. 즉 ESG에 관심을 가지고 경영한 기업은 긍정적인 영향을 주어 기업가치가 높음을 시사한다. 기업가치가 높다는 것은 Tobin'Q 비율 측정치도 높다는 것으로 보고했다.

임옥빈(2019)은 기업의 사회적책임과 기업성과를 분석하기 위해 기업의 사회적책임의 대용치로 ESG 평가모형을 이용하여 기업가치에 미치는 영향을 살펴보았다. 실증분석결과, 환경등급(E)을 제외하고 사회등급(S), 지배구조등급(G)은 기업가치가 높아지는 것으로 나타났다. 최종 ESG 합산점수(T)에서도 기업가치가 증가하는 결과를 보였다. 기업의 사회적 활동이 이해관계자들로 하여금 기업가치를 높이는 유용한 정보임을 시사하였다.

임종욱(2016)은 ESG 평가정보가 기업가치에 미치는 영향에 대해 분석한 결과 ESG 평가정보 중에 ESG 통합부문과 지배구조부문을 제외하고 환경평가부문과 사회평가부문은 기업가치에 양(+)의 영향을 미친다고 나타났다.

장지인(2007)은 기업사회적책임활동이 기업재무성과에 미치는 영향을 실증분석 하였다. 연구 분석결과는 서로 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났고, 기업사회적책임 성과가 높은 집단은 낮은 집단에 비해서 재무성과가 높다는 것으로 추정하였다.

잉여현금흐름과 관련한 선행연구를 살펴보면 다음과 같다.

김병곤·김동욱·진종비(2006)는 기업의 다각화와 잉여현금흐름의 상호관계가 기업가치에 미치는 영향을 실증 분석하였다. 연구방법은 2단계최소자승법(2SLS)을 이용하였다. 분석결과 다각화 수준과 잉여현금흐름을 상호의존적으로 결정되는 것으로 나타났다. 잉여현금흐름의 경우는 부(-)의 영향을 미치고 성장성의 경우는 다각화수준에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

목남희(2016)는 기업의 잉여현금흐름과 투자성향이 기업가치에 미치는 영향을 검증한 결과 잉여현금흐름과 기업가치간에 관련성을 살펴보면 잉여현금흐름변수가 기업가치에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그리고 잉여현금흐름이 증가할수록 기

업가치도 증가하는 것을 의미하다는 결과로 보고하였다.

백원선·이건창·박연희(2001)는 주식수익률과 기업성과 측정치간의 관계를 연구하면서 영업현금흐름, 초과이익, 순이익, 잉여현금흐름 및 경제적부가가치간의 상대적 정보내용을 비교하였다. 분석결과 순이익이 가장 잘 설명되는 것으로 나타났다. 추가 분석으로 잉여현금흐름이 순이익보다 주식수익률을 더 잘 설명하는지에 대해 연구하였다. 연구결과는 순이익이 잉여현금흐름보다 주식수익률과 기업가치를 잘 설명 하는 것으로 나타났다. 그러나 주식시장 참여자들에게는 잉여현금흐름과 순이익은 모두 유용한 정보를 제공한다고 보고하였다.

송동섭(2018)은 잉여현금흐름과 기업특성이 기업가치에 미치는 영향을 살펴본 결과, 잉여현금흐름과 기업가치는 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났고, 기업특성인 경우 부채비율은 기업가치에 음(-)의 영향을, 이익증가율은 증가할수록 기업가치에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다고 보고하였다.

오근혜 등(2012)은 윤리경영이 기업가치, 재무적 성과에 모두 양(+)의 유의적인 상관관계가 있으며, 또한 회귀분석한 결과 기업가치는 윤리경영의 수행정도에 양(+)의 영향을 미치며, 동시에 윤리경영수행정도는 해당 기업의 재무적 성과에 양(+)의 영향으로 나타나 윤리경영이 기업가치, 재무적 성과에 상호간에 긍정적인 영향을 주는 것으로 확인하였다.

## 나. 국외연구

ESG 평가등급(기업사회적책임활동)에 관련한 선행연구를 살펴보면 다음과 같다.

Matten & Crane (2005)은 사회적 책임의 국제표준을 준수해야 하는 회계정보이용자 그룹은 정부, 산업계, 소비자, NGO, 노동계 등 국제 사회의 모든 조직들이 대상이 된다고 하였다. 사회의 모든 조직은 기업사회적책임에 대한 관심이 높아지고 있다. 특히 기업 입장에서 글로벌 차원에서 기업마케팅 및 신용평가를 기업사회적책임활동과 전략으로 연계할 필요가 있다고 했다.

Greenberg et. al(1986)은 기업사회적책임에 미치는 영향을 회귀식으로 순이익과 잉여현금흐름의 예측을 연구하였다. 회귀식의 종속변수는 사회적 책임이고 독립변수는 당기순이익과 잉여현금흐름을 사용하면서 회귀식의  $R^2$ 로서 설명력을 비교했다. 연구결과에 의하면 5연도 예측기간 중에서 4연도 기간에서 당기순이익이 잉여현금흐름보다  $R^2$ 가 높게 나타났다.

Kotler & Nancy(2005)는 기업사회적책임의 활동을 사회공헌활동, 환경보호활동, 소비자보호활동, 기업윤리 활동으로 보고 기업사회적책임활동이 기업재무성과에 미치는 영향을 연구하였다. 연구결과 기업사회적책임활동은 기업재무성과인 회계이익과 잉여현금흐름에 긍정적이었다고 보고했다.

Standard & Poor's(2002)는 기업지배구조와 재무위험관리를 평가하기 위하여 발표한 보고서에 따르면 기업지배구조의 주주권리, 소유구조, 이사회구조, 재무적 투명성의 4가지 특성이 재무위험평가에 중요한 요소임을 제시하였다. 기업지배구조의 4가지 특성은 기업 경영자에게 개인행동을 통제하고 이해관계자들의 정보불균형을 감소시켜 효율적인 의사결정을 가능하게 하는 역할을 한다. 그리고 기업지배구조가 신용등급의 대용치(proxy)로서 적합하다고 주장하였다.

잉여현금흐름과 관련한 선행연구를 살펴보면 다음과 같다.

Arslan et al.(2006)은 현금을 보유하는 수준에 따라 기업의 투자에 비해 현금흐름에 대한 민감도를 연구하였다. 연구결과를 살펴보면, 현금보유가 많은 기업이 적은 기업에 비해서 기업의 투자에 비해 현금흐름의 민감도가 감소하는 것으로 나타났다. 이러한 현상은 잉여현금자금을 많이 보유할수록 기업경영을 안정하게 경영할 수 있다고 보고하였다.

Beltz & Frank(1996)는 기업환경의 불확실성과 기업의 현금보유와의 관련성을 연구하였는데, 연구결과를 살펴보면 경영환경이 불확실해질수록 기업의 현금보유가 증가하는 것으로 나타났다.

Dechow et al.(1998)은 잉여현금흐름(FCF)을 예측함에 있어서 순이익과 현금흐름의 상대적인 우수성을 검증한 결과 잉여현금흐름(FCF)의 예측에는 현금흐름의 예측능력이 높음을 나타내고 있다. 이러한 이유로 현금흐름의 시차와 대응문제를 약화시키는 발생액(accrual)에서 기인한다고 설명하고 있다.

Denis & Sibilkov(2010)는 재무적 제약하에서 보유현금과 투자와의 관련성을 분석결과를 살펴보면 재무적 제약이 높은 기업은 보유현금(자유현금)과 투자와의 사이에서 양(+)의 유의한 관련성을 나타낸다고 보고했다.

Jensen(1986)는 잉여현금이론을 연구하였으며, 대리인 문제(소유와 경영이 분리)가 발생할 가능성이 큰 기업이라면 기업의 경영자는 파산위험을 줄일 것이고 자신의 재량권을 강화하기 위해서 자신이 지배할 수 있는 현금보유자산을 크게 늘려 경영자의 사적이익을 추구할 유인을 가져올 것이라고 주장하였다.

Nam et al. (2012)은 잉여현금흐름을 1) 당기의 현금흐름, 2) 당기의 발생액과 현금흐름 그리고 3) 당기의 발생액(accrual) 구성요소와 현금흐름에 관해서 각각 회귀분석하고, 그때에 각 모형에 나타나는 잔차를 각 모형의 잉여현금흐름 예측오차로 보고 오차의 크기에 대해 서로 비교하였다. 비교한 결과, 전체적으로 잉여현금흐름 예측오차는 각 모형 사이에 통계적으로 유의한 차이를 발견할 수 없었다.

Waddock & Graves(1997)는 기업의 사회적 책임성과 재무성과간의 관계에서 사회적 책임성과점수가 높으면 양호한 재무적 성과를 가져온다고 주장하였다.

Zhang(2009)는 잉여현금흐름에 따라 경영자의 성과급과 자본구조에 미치는 영향을 연구하였다. 연구결과를 살펴보면, 경영자는 부채가 증가하면 잉여현금흐름을 줄이는



행위를 하고, 성숙하지 못한 기업에서는 부채가 증가하면 잉여현금흐름에 더 크게 민감한 영향을 미친다는 것을 알아냈다. 또한 잉여현금흐름과 레버리지의 관계는 음의 영향을 미치는 것으로 알아냈다.

#### 다. 본 연구와 선행연구와의 차이점

선행연구와 본 연구의 차이점은 선행연구들을 살펴보면 기업사회적 책임과 기업가치, 재무적 성과, 환경윤리경영, 신용평점, 이익관리에 관한 연구들로 대부분 이루어지고 있다. 그러나 본 연구는 기업사회적 책임 대응치인 ESG 평가등급과 잉여현금흐름에 관한 연구라는 점이다. 2008년 금융위기 이후 기업의 현금보유량은 꾸준히 증가하고 있으며 유동성을 확보하려는 노력이 급증하고 있지만 기업이 지속적으로 성장과 유지를 위한 투자액은 고려되지 않기 때문에 기업전체의 유동성을 파악하기는 어렵다. 기업의 경영자는 포괄손익계산서상의 경영성과보다 현금흐름표상의 잉여현금흐름에 대해 관심이 더 많다. 그 이유는 잉여현금흐름을 많이 보유할수록 기업가치가 증가하기 때문이다. 그러므로 ① 본 연구에서는 기업가치 대응치를 Tobin'Q 대신하여 잉여현금흐름을 사용한 점, ② 한국지배구조원이 2013년 이후에 새로 공시하는 자료를 이용한 점, ③ ESG평가정보인 환경(Environment), 사회(Social), 지배구조(Governance)와 잉여현금흐름에 대한 직접적인 관련성을 연구한 점, ④ 특히 본 연구에서는 ESG 통합부문과 ESG 세부부문(환경부문, 사회부문, 지배구조부문)으로 나누어 가설을 설정하였고, ⑤ ESG 평가정보와 잉여현금흐름에 대하여 실증분석한 것이 선행연구와 차이점이 있다.

### III. 연구 설계

#### 1. 연구가설

선행연구들을 종합해보면, ESG 평가정보와 관련한 연구는 최근 한국기업지배구조원의 ESG 평가정보가 수정보완하여 발표되면서 연구가 시작되었다. 이와 관련된 연구를 살펴보면, 아직은 미미하지만 기업가치와 관련 있는 Tobin'Q와 ESG 평가 간에 관련된 연구들이다. 연구결과를 살펴보면, 환경부문(E)을 제외한 사회책임(S) 부문과 지배구조(G)부문은 관련성이 있는 것으로 나타났다. ESG 평가정보가 우수한 기업은 잠재적 위험을 감소시키고 더 많은 수익을 창출함으로써 재무성과인 회계이익과 현금흐름은 높아지고 기업가치를 상승시키는 것으로 나타났다(Kotler & Nancy, 2005; 나

영 등 2011; 오근혜 등 2012; 임종옥, 2016; 임옥빈 2019).

또한 잉여현금흐름에 대한 연구를 살펴보면 금융위기 이후 유동성 확보를 위해 기업의 현금보유량은 꾸준히 증가하고 있으나 기업이 지속적으로 성장과 유지를 위한 투자금액은 고려되지 않기 때문에 기업전체의 유동성을 파악하기는 어렵다. 그래서 기업의 경영자는 영업현금흐름에서 투자액을 제외한 잉여현금흐름에 관심이 많다. 잉여현금흐름과 기업가치에 관한 연구는 잉여현금흐름변수가 기업가치에 양(+)의 영향을 미친 것으로 나타났다. 즉 잉여현금흐름의 측정치가 증가하면 기업가치도 증가하는 것으로 볼 수 있다(목남희 2016; 송동섭 2018).

기업의 가치평가 지표인 잉여현금흐름의 측정값이 높으면 기업가치가 높아진다. 또한 기업의 ESG 평가등급이 우수하면 기업이미지가 좋아지고 기업경영활동이 양호해져 매출액이 증가하고 기업의 재무성과가 높아지면서 기업가치가 상승된다. 그러므로 ESG 평가등급과 잉여현금흐름은 관련성과 인과관계가 있다고 할 수 있다.

따라서 ESG 평가등급은 잉여현금흐름에 양(+)의 유의한 관련성을 나타낼 것으로 예상된다. 그리고 기업가치를 상승시키는 요소인 ESG 평가등급과 기업가치 대용치인 잉여현금흐름은 서로 영향을 미치는 인과관계가 있을 것으로 간주된다.<sup>8)</sup>

그래서 본 연구는 한국기업지배구조원이 2013년에 새롭게 공시되는 ESG 평가정보 자료를 이용하여 ESG 평가등급이 잉여현금흐름에 어떠한 영향을 미치는지 연구 해보고자 한다.

본 연구에서 재무자료는 금융감독원에서 제공하는 전자공시시스템(DART)의 사업보고서와 ESG 평가정보는 한국기업지배구조원에서 발표하는 ESG 평가등급을 이용한다.

본 연구의 목적은 ESG 평가등급을 1) ESG 통합(ESG Total), 2) 환경(Environment), 3) 사회(Social), 4) 지배구조(Governance) 네 가지 특성을 나누고 각 특성과 잉여현금흐름과 관련성이 있는지 분석한다. 그리고 ESG 평가등급과 잉여현금흐름에 어떤 영향을 미치는 지 검증한다.

본 연구는 한국기업지배구조원이 발표하는 ESG 통합부문(T), ESG 환경부문(E), ESG 사회부문(S), ESG 지배구조부문(G) 네 부문의 ESG 평가등급이 잉여현금흐름에 영향을 미칠 것이라고 가정한다. 즉 ESG 평가등급이 잉여현금흐름에 긍정적인 요인으로 작용하면 양(+)의 관계로 나타날 것으로 예상된다. 따라서 본 연구의 목적을 달성하기 위하여 다음과 같은 가설을 설정하였다.

[가설 1] ESG 평가 통합부문(T) 등급은 잉여현금흐름에 양(+)의 영향을 미칠 것이다.

[가설 2] ESG 평가 환경부문(E) 등급은 잉여현금흐름에 양(+)의 영향을 미칠 것이다.

8) 기업가치평가 대용치를 선행연구(임종옥 2016, 임옥빈 2019)에서는 Tobin'Q를 사용하지만 본 연구는 잉여현금흐름 측정치를 대용치로 사용한다.

[가설 3] ESG 평가 사회부문(S) 등급은 잉여현금흐름에 양(+)의 영향을 미칠 것이다.

[가설 4] ESG 평가 지배구조부문(G) 등급은 잉여현금흐름에 양(+)의 영향을 미칠 것이다.

## 2. 연구모형

ESG 평가등급이 잉여현금흐름에 미치는 영향에 관한 가설1, 가설2, 가설3, 가설4를 검증하기 위하여 아래 연구모형(1), 연구모형(2), 연구모형(3), 연구모형(4)을 설계하였다. 모형(1),(2),(3),(4)은 ESG 평가등급이 잉여현금흐름에 양(+)의 영향을 미치고 있다면 ESG 변수의 회귀계수 추정치는 양(+)의 값을 가질 것이고, 반대의 경우에는 음(-)의 값을 가질 것이 예상된다. 본 연구모형은 다음과 같다.

$$FCF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{1-4} + \beta_2 ASSET_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 CUR_{i,t} + \beta_5 INV_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \Sigma ID + \Sigma YR + e_{i,t} \quad (1)(2)(3)(4)$$

$FCF$  : 잉여현금흐름 측정치(영업활동 현금흐름-당기순이익)/기초총자산)

$ESG_1$  : ESG 평가점수 통합등급

$ESG_2$  : ESG 평가점수 환경등급

$ESG_3$  : ESG 평가점수 사회등급

$ESG_4$  : ESG 평가점수 지배구조등급

$ASSET$  : log총자산

$LEV$  : 부채비율(부채/자본)

$CUR$  : 유동비율(유동자산/유동부채)

$INV$  : 재고자산(재고자산/총자산)

$ROA$  : 총자산이익률

$\Sigma ID$  : 산업별 더미

$\Sigma YR$  : 연도별 더미

$e_{i,t}$  : 잔차항

## 3. 변수에 대한 정의

### 가. 종속변수

종속변수는 선행연구인 백원선 등(2001), Nam et al.(2012), 목남희(2015), 송동섭(2016)의 연구를 바탕으로 하였고, 각 연도별 표본기업이 잉여현금흐름의 측정치를 구

하기 위한 식으로 나타내면 다음과 같다.

$$FCF = \text{영업현금흐름} - (\text{순유형자산증가분} - \text{총부채의 증가분})$$

$$FCF = (\text{영업활동 현금흐름} - \text{당기순이익}) / \text{기초총자산}$$

#### 나. 독립변수

독립변수는 1) ESG 통합평가부문(T), 2) 환경평가부문(E), 3) 사회평가부문(S), 4) 지배구조평가부문(G)을 독립변수로 한다. 한국기업지배구조원은 상장기업의 사회적 책임을 제고하고 그 활동을 장려하면서 투자자들의 투자를 활성화시키기 위하여 독자적 ESG 평가정보모형을 개발하였다. 동 모형은 ISO 26000(사회적 책임)등의 국제표준을 따르면서 우리나라 기업의 실정을 고려하여 한국형 평가모형으로서 사회적 책임 경영에 대해 원칙 및 기준에 대한 정보를 제공하고 있다. 한국기업지배구조원의 ESG 평가정보항목으로 환경(E), 사회(S), 지배구조(G)로 나누어 평가하고 그 결과를 한시적으로 문서상으로만 볼 수 있었으나 2013년부터는 홈페이지를 통해 공시하고 있다.

한국기업지배구조원 홈페이지에서는 지배구조평가부문(G)에서만 S, A+, A, B+, B, C, D로 구분하여 공시하고 있고, 환경평가부문(E)와 사회평가부문(S)에서는 A+, A, B+, B이하로 구분하여 공시하고 있다. 본 연구에서는 지배구조평가부문도 다른 부문과 마찬가지로 A+, A, B, B이하로 구분하였고, 임종옥(2016)연구를 바탕으로 한국기업지배구조원이 제공하는 ESG 평가정보 중 등급이 높은 등급 순위대로 4종류를 A+: 3점, A: 2점, B+: 1점, B이하: 0점을 부여하여 점수화 하였다.<sup>9)</sup>

#### 다. 통제변수

통제변수는 독립변수에서 사용한 ESG 통합부문(T), 환경부문(E), 사회부문(S), 지배구조부문(G)이외의 잉여현금흐름에 대한 영향요인을 나타내므로 연구모형에 추가하였다. 종속변수인 잉여현금흐름(*FCF*)에 영향을 미치는 통제변수로 기업규모(*ASSET*), 부채비율(*LEV*), 유동비율(*CUR*), 재고자산(*INV*), 총자산이익율(*ROA*), 산업더미, 연도더미를 보았다.

기업규모(*ASSET*)는 총자산의 자연로그값(log총자산)으로 측정하였으며 기업규모가 크면 잉여현금흐름이 증가하여 기업가치가 양의 영향을 미칠 것이다(목남희, 2015).

유동비율(*CUR*)은 재무구조에 의한 영향을 통제하기 위해 사용하였고, 부채비율(*LEV*)은 체계적 위험이 기업위험에 대한 통제변수이다(김병호, 2011). 재고자산(*INV*)

9) 한국기업지배구조원 홈페이지([www.cgs.or.kr](http://www.cgs.or.kr))참조

은 기업의 영업활동의 복잡성을 나타내는 통제변수로 영업활동의 복잡성이 커지게 되면 투자정보가 증가함을 보여준다(최관·백원선, 1998). 총자산이익율(*ROA*)은 수익성을 나타내는 변수로 수익성이 높으면 높을수록 채무불이행 위험에 대한 통제변수이다. 부채비율과 총자산이익률은 재무상태의 건전성을 측정하기 위한 변수인데 부채비율이 높고, 총자산이익률이 낮으면 재무상태의 건전성이 낮아진다고 볼 수 있다.

#### 4. 표본선정

본 연구에서는 증권거래소에 상장된 기업 중 2014~2018년 5년간 잉여현금흐름과 ESG 평가정보를 입수할 수 있는 기업을 표본기업으로 포함하였다.

- 1) 12월말 결산기업
- 2) 금융업종 제외
- 3) 2018년 말 현재 상장되어 있는 기업
- 4) 자본잠식이 없는 기업
- 5) 한국상장회사협의회 TS2000에서 재무자료를 입수할 수 있는 기업
- 6) 한국기업지배구조원의 ESG 평가정보가 존재하는 기업

표본기업은 증권거래소에서 매년 공시하는 기업을 대상으로 2014년부터 2018년까지 재무자료를 선정하여 3,633개 기업 중 3,177개를 최종 표본으로 선정하였다. <표 2> <표 3>은 최종 선정된 표본기업을 대상으로 한국기업지배구조원의 ESG 평가등급을 2015년부터 2019년까지 공시된 자료를 이용하였다.

<표 2> 표본선정과정

구분	표본 수
2014년~2018년 재무자료 공시기업	3,633 개
ESG 평가정보 및 재무자료 없는 기업	( 391 개)
표본수	3,242 개
극단치(상,하위 각각 1% 제거)	( 65 개)
최종표본수	3,177 개

<표 3> 산업별 표본기업 현황

산업별	2014	2015	2016	2017	2018	계
식약·섬유·종이업	147	132	156	152	149	736
금속·비금속·화학업	149	143	168	142	139	741
전기·전자·기계업	175	186	197	189	185	932
비제조·서비스업	153	151	155	153	156	768
전체산업	624	612	676	636	629	3,177

## IV. 실증분석 결과

### 1. 기술통계량

<표 4>은 본 연구에서 사용한 변수들의 기술통계량을 나타내고 있다. 잉여현금흐름(*FCF*)의 평균과 표준편차는 각각 0.046와 0.226으로 나타났다. 주요관심변수는 ESG 통합부문( $ESG_1$ ), ESG 환경부문( $ESG_2$ ), ESG 사회부문( $ESG_3$ ), ESG 지배구조부문( $ESG_4$ )로 모두 최소값은 0, 최대값은 3이다. ESG 통합부문( $ESG_1$ )의 평균은 0.259, 표준편차 0.587, ESG 환경부문( $ESG_2$ )의 평균은 0.364, 표준편차 0.638, ESG 사회부문( $ESG_3$ )의 평균은 0.452, 표준편차는 0.811, ESG 지배구조부문( $ESG_4$ )의 평균은 0.261, 표준편차는 0.549로 나타났다. 통제변수들의 평균은 총자산(*ASSET*)은 19.132, 부채비율(*LEV*)은 3.816, 유동비율(*CUR*)은 4.086, 재고자산(*INV*)은 0.239, 총자산이익율(*ROA*)은 0.338로 나타났다.

<표 4> 변수에 대한 기술통계량

	최소값	최대값	평균	표준편차	N
<i>FCF</i>	-1.504	0.526	0.046	0.226	3,177
$ESG_1$	0	3	0.259	0.587	3,177
$ESG_2$	0	3	0.364	0.638	3,177
$ESG_3$	0	3	0.452	0.811	3,177
$ESG_4$	0	3	0.261	0.549	3,177
<i>ASSET</i>	16.573	22.167	19.132	0.651	3,177
<i>LEV</i>	0.103	6.989	0.971	2.142	3,177
<i>CUR</i>	0.288	7.883	4.086	1.790	3,177
<i>INV</i>	0.012	0.465	0.087	0.081	3,177
<i>ROA</i>	-0.748	1.424	0.035	0.241	3,177

주: *FCF* : 잉여현금흐름 측정치(영업활동 현금흐름-당기순이익)/기초총자산

$ESG_1$  : ESG 평가점수 통합부문

$ESG_2$  : ESG 평가점수 환경부문

$ESG_3$  : ESG 평가점수 사회부문

$ESG_4$  : ESG 평가점수 지배구조부문

*ASSET* : log총자산

*LEV* : 부채비율(부채/자본)

*CUR* : 유동비율(유동자산/유동부채)

*INV* : 재고자산(재고자산/총자산)

*ROA* : 총자산이익률

## 2. 상관관계 분석결과

<표 5>는 종속변수인 잉여현금흐름과 독립변수, 통제변수를 사용한 변수간 Pearson의 상관관계를 나타내고 있다. 관심변수인 ESG 통합부문( $ESG_1$ )은 잉여현금흐름( $FCF$ )과 1%수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를, ESG 세부부문인 ESG 환경부문( $ESG_2$ ), ESG 사회부문( $ESG_3$ ), ESG 지배구조부문( $ESG_4$ )은 잉여현금흐름( $FCF$ )과 1%수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 나타내고 있다. 즉, 종속변수인 잉여현금흐름과 관심변수인  $ESG_1$ ,  $ESG_2$ ,  $ESG_3$ ,  $ESG_4$ 는 유의한 양(+)의 상관관계를 나타내고 있다. 이러한 결과는 ESG 통합부문, ESG 환경부문, ESG 사회부문, ESG 지배구조부문이 모두 잉여현금흐름에 대해 양(+)의 상관관계를 나타내는 것이다. 즉 ESG 평가등급이 높으면 잉여현금흐름이 높아진다는 상관관계를 나타내고 있다.

<표 5> 상관관계 분석결과

	$FCF$	$ESG_1$	$ESG_2$	$ESG_3$	$ESG_4$	$ASSET$	$LEV$	$CUR$	$INV$	$ROA$
$FCF$	1									
$ESG_1$	.153 ***	1								
$ESG_2$	.138 ***	.583 ***	1							
$ESG_3$	.801 ***	.153 ***	.069 ***	1						
$ESG_4$	.279 ***	.509 ***	.247 ***	.081 **	1					
$ASSET$	.162 ***	.248 ***	.250 ***	.027	.115 ***	1				
$LEV$	.145 ***	.175 ***	.296 ***	.012	.042	.111 ***	1			
$CUR$	-.009	-.028	-.054	-.043	-.012	-.028	.060	1		
$INV$	-.052	-.037	-.046	-.142 ***	-.107 ***	-.196 ***	.052	-.102 ***	1	
$ROA$	.178 ***	.090 **	.050	.814 ***	.210 ***	.099 **	-.047	.008	-.064	1

주: (\*\*\*), (\*\*), (\*) 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함(단측검정)

## 3. 회귀분석결과

## 가. ESG 평가 통합부문

<표 6>은 [가설1] ESG 평가 통합부문( $ESG_1$ )등급은 잉여현금흐름( $FCF$ )에 양(+)의 영향을 미칠 것이라는 회귀분석결과이다. 통합부문(T)연구 <모형1>을 살펴보면, 수정  $R^2$  값은 0.119이며, F값은 15.804이며 추정된 회귀분석 모형의 p-value는  $p < 0.01$ 로 나타나 연구모형이 적합하게 나타났다. 본 연구의 주요 관심변수인 ESG 통합부문( $ESG_1$ )등급의 회귀계수는 양(+)의 값 1% 수준에서 통계적으로 유의함이 나타났다. 이는 ESG 통합부문( $ESG_1$ )등급의 점수가 높을수록 잉여현금흐름이 높아지는 영향을 미친다는 결과이다. 이러한 결과는 선행연구 Kotler & Nancy(2005), 임종옥(2016), 임옥빈(2019)연구와 비교하면 회귀계수는 같은 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

&lt;표 6&gt; ESG 평가 통합부문이 잉여현금흐름에 미치는 영향

$$FCF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_1 + \beta_2 ASSET_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 CUR_{i,t} + \beta_5 INV_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \Sigma ID + \Sigma YR + e_{i,t} \quad (1)$$

변수	모형1		
	B	t 값	vif
INTERCEPT	-.142	-4.983***	
$ESG_1$	.643	3.805***	1.126
$ASSET$	.195	4.869***	1.136
$LEV$	.150	4.039***	1.025
$CUR$	-.013	-.075	1.015
$INV$	-.007	-.198	1.059
$ROA$	.513	3.895***	1.059
$ID$	Include		
$YR$	Include		
F값	15.804***		
Adj $R^2$	.119		
N	3,177		

주: (\*\*\*), (\*\*), (\*) 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.

## 나. ESG 평가 세부부문(환경부문, 사회부문, 지배구조부문)

<표 7>은 [가설2], [가설3], [가설4] ESG평가 세부부문[환경부문(E), 사회부문(S), 지배구조부문(G)]등급은 잉여현금흐름( $FCF$ )에 양(+)의 영향을 미칠 것이라는 회귀분석결과이다.

ESG평가 세부부문인 (가설2) 환경부문(E)연구 <모형2>을 살펴보면, 수정  $R^2$  값이 0.224, F



값이 32.530이다. 추정된 회귀분석 모형의 p-value는  $p < 0.01$ 이므로 연구모형이 적합하게 나타났다. 본 연구의 주요 관심변수인 ESG평가 환경부문( $ESG_2$ )등급의 회귀계수는 양(+)의 값 1% 수준에서 통계적으로 유의함이 나타났다. 이는 ESG평가 환경부문( $ESG_2$ )등급의 점수가 높을수록 잉여현금흐름이 높아지는 영향을 미친다는 결과이다. ESG평가 세부부문인 (가설3) 사회부문(S)연구 <모형3>을 살펴보면, 수정  $R^2$  값이 0.213, F값이 29.101이다. 추정된 회귀분석 모형의 p-value는  $p < 0.01$ 이므로 연구모형이 적합하다고 할 수 있다. 본 연구의 주요 관심변수인 ESG평가 사회부문( $ESG_3$ )등급의 회귀계수는 양(+)의 값 5% 수준에서 통계적으로 유의함이 나타났다. 이는 ESG평가 사회부문( $ESG_3$ )등급의 점수가 높을수록 잉여현금흐름이 높아지는 영향을 미친다는 결과이다. ESG평가 세부부문인 (가설4) 지배구조부문(G)연구 <모형4>을 살펴보면, 수정  $R^2$  값이 0.115, F값이 15.243이므로 추정된 회귀분석 모형의 p-value는  $p < 0.01$ 로 나타나 연구모형이 적합하다고 할 수 있다. 본 연구의 주요 관심변수인 ESG평가 지배구조부문( $ESG_4$ )등급의 회귀계수는 양(+)의 값 1% 수준에서 통계적으로 유의함이 나타났다. 이는 ESG평가 지배구조부문( $ESG_4$ )등급의 점수가 높을수록 잉여현금흐름이 높아지는 영향을 미친다는 결과이다.

세부부문을 분석한 결과를 살펴보면, 관심변수인 환경부문(E), 사회부문(S), 지배구조부문(G) 세 가지 부문은 모두 회귀계수가 양(+)의 값으로 유의한 영향을 미쳤으므로, 세부부문 세 가지 ESG 평가등급 점수가 높을수록 잉여현금흐름이 높아지는 것으로 나타났다. 그러나 구체적으로 설명하면, 환경부문(E)과 지배구조부문의 경우는 1% 수준에서 유의하고, 사회부문(S)의 경우는 5%수준에서 유의하게 나타나고 있으므로 사회부문(S)의 경우는 환경부문(E)과 지배구조부문(G)에 비해 잉여현금흐름에 미치는 영향이 베타계수와 유의수준이 약간 낮아 미미한 것으로 나타났다. 이러한 결과는 선행연구 Kotler & Nancy(2005), 임종옥(2016), 임옥빈(2019)과 비교해보면 회귀계수는 같은 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

<표 7> ESG 평가 세부부문이 잉여현금흐름에 미치는 영향

$$FCF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{2-4} + \beta_2 ASSET_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 CUR_{i,t} + \beta_5 INV_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \Sigma ID + \Sigma YR + e_{i,t} \quad (2)(3)(4)$$

변수	모형 2		모형 3		모형 4	
	B	t 값	B	t 값	B	t 값
INTERCEPT	-.127	-4.082***	-.634	-4.136***	-.091	-1.969**
$ESG_2$	.891	8.859***				
$ESG_3$			.176	2.214**		
$ESG_4$					.877	6.675***
$ASSET$	.147	3.899***	.103	4.332***	.073	1.868**
$LEV$	.279	8.027***	.038	1.696*	.025	.676

<i>CUR</i>	-.006	-.167	-.001	-.053	-.001	-.017
<i>INV</i>	-.003	-.103	-.010	-.458	-.005	-.128
<i>ROA</i>	.837	8.107***	.657	6.211***	.624	4.725***
<i>ID</i>	include		include		include	
<i>YR</i>	include		include		include	
F 値	32.530***		29.101***		15.243***	
Adj <i>R</i> <sup>2</sup>	.224		.213		.115	
N	3,177					

주: (\*\*\*), (\*\*), (\*) 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함.

## V. 결 론

본 연구의 목적은 ESG 평가등급을 1) ESG 통합(ESG Total), 2) 환경(Environment), 3) 사회(Social), 4) 지배구조(Governance) 네 가지 부문으로 나누고 각 특성과 잉여현금흐름과 관련성이 있는지 확인하고, ESG 평가등급과 잉여현금흐름에 어떠한 영향을 미치는 지 실증분석 하였다.

본 연구가설은 한국기업지배구조원에서 발표한 ESG 평가등급을 4개 부문을 ESG 통합부문의 경우와 ESG 세부부문(환경부문, 사회부문, 지배구조부문)의 경우로 분류하여 분석하였다. 본 연구가설을 실증분석한 결과를 살펴보면 다음과 같다.

첫째, ESG 통합부문의 경우, 상관계분석결과는 잉여현금흐름과 관심변수인 1) ESG 평가 통합부문(T)등급은 양(+)의 유의한 상관계수를 나타냈다. 그리고 회귀분석 연구결과, 주요 관심변수인 1) ESG 평가 통합부문(T)등급의 회귀계수는 양(+)의 값 1% 수준에서 통계적으로 유의하게 나타났다. 이는 ESG평가 통합부문의 등급이 높을수록 잉여현금흐름이 높아지는 영향을 미친다는 결과이다.

둘째, ESG 세부부문의 경우, 상관계분석결과는 잉여현금흐름과 관심변수인 2) ESG 평가 환경부문, 3) ESG 평가 사회부문, 4) ESG 평가 지배구조부문등급은 모두 양(+)의 상관계수가 있다고 나타났다. 그리고 회귀분석 연구결과는 3) ESG 평가 사회부문(S)은 회귀계수가 양(+)의 값 5%수준에서 유의하게 나타났고, 2) ESG 평가 환경부문(E)과 4) ESG 평가 지배구조부문(G)은 회귀계수가 잉여현금흐름에 양(+)의 값 1% 수준에서 유의함을 나타냈다. 즉, 사회부문(S)의 경우는 환경부문(E), 지배구조부문(G)에 비해 약간 미미하지만 잉여현금흐름에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 세부부문의 ESG 평가 환경부문(E), 사회부문(S), 지배구조부문(G)이 모두 회귀계수가 양(+)의 값이 나타난 것은 ESG 세부부문 평가등급이 모두가 잉여현금흐름에 긍정적인 영향을 미친다는 것이다.

본 연구결과를 종합분석해보면, 상관관계분석의 경우는 1) ESG 평가 통합부문, 2) ESG 평가 환경부문, 3) ESG 평가 사회부문, 4) ESG 평가 지배구조부문정보와 잉여현금흐름은 양(+)의 상관관계가 있다는 결과가 나타났다. 그리고 회귀분석의 경우는 1) ESG 평가 통합부문(T), 2) ESG 평가 환경부문(E), 4) ESG 평가 지배구조부문(G) 세 부문은 회귀계수가 잉여현금흐름에 양(+)의 값 1% 수준에서 유의함이 나타났고, 3) ESG 평가 사회부문(S)등급은 회귀계수가 잉여현금흐름에 양(+)의 값 5% 수준에서 유의하게 나타났다. ESG 평가 통합부문(T), 환경부문(E), 지배구조부문(G)에 비해 사회부문(S)의 경우는 약간 미미하지만 잉여현금흐름에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 ESG 평가등급이 높을수록 잉여현금흐름에 유의한 양(+)의 영향을 미친다는 결과를 나타낸 것이다. 즉, ESG 평가등급은 잉여현금흐름에 긍정적인 영향을 미친다는 점이 추론된다.

이러한 연구결과는 다음과 같이 추측된다. 기업들이 환경경영, 사회적 책임, 지배구조 등 ESG 활동 경영을 함으로서 잉여현금흐름이 높아짐을 나타냈다. 잉여현금이 높아진다는 것은 기업 재무상태가 건전해지고 기업위험이 감소하는 영향을 미쳐 기업가치가 높아진다는 점을 시사한다. 즉 한국기업지배구조원이 새로 수정보완하여 발표하는 ESG 평가정보는 잉여현금흐름과 관련성에 대하여 긍정적으로 반영된다는 것을 말해준다. 그러나 본 연구의 한계점은 특정기관의 한국지배구조평가원 자료만으로 분석하였기 때문에 이 결과를 일반화하기에는 오류를 배제할 수 없는 점이다. 본 연구의 공헌점은 ESG 평가등급정보가 비재무정보이지만 기업의 이해관계자들에게 유용한 회계정보로서의 역할을 할 수 있다는 점이다.

## 참 고 문 헌

- 김병곤·김동욱·진종빈, “기업다각화와 잉여현금흐름이 기업가치에 미치는 영향”, 「금융공학연구」, 제5권 2호, 2006, pp.159-183.
- 김병호, “우리나라 기업의 지배구조가 기업채권의 신용등급에 미치는 영향에 대한 실증적 분석 : Standard & Poor's(2002)의 측정방법을 사용하여”, 「회계정보연구」, 제29권 1호, 2011, pp.261-288.
- 김창수, “기업의 사회적 책임활동과 기업가치”, 「한국증권학회지」, 제38권 4호, 2009, pp.507-545.
- 나영·임옥빈, “ESG 정보의 가치관련성에 관한 실증연구”, 「한국경영교육연구」 제26권 4호, 2011, pp.439-467.
- 목남희, “기업의 잉여현금흐름과 부채비용과의 관련성”, 「상업교육연구」, 제30권 4호, 2015, pp.131-153.
- 배정란, “기업의 특성이 잉여현금흐름에 미치는 영향”, 서울시립대학교 석사학위논문, 2010.
- 백원선·이건창·박연희, “주식수익률과 기업성과측정치간의 관계 : 영업현금흐름, 당기순이익, 초과이익, 잉여현금흐름 및 경제적 부가가치간의 상대적 정보내용 비교”, 「회계학 연구」, 제26권 2호, 2001, pp.67-87.
- 송동섭, “잉여현금흐름과 배당성향이 기업가치에 미치는 영향”, 「상업교육연구」, 제30권 6호, 2016, pp.199-217.
- 송동섭, “잉여현금흐름과 기업특성이 기업가치에 미치는 영향”, 「국제회계연구」, 77호, 2018, pp.181-198.
- 오근혜·윤평구·강승모, “우리나라 기업의 윤리경영이 기업가치 및 재무적 성과에 미치는 영향”, 「금융지식연구」, 제10권 3호, 2012, pp.3-27.
- 위평량·김운호, “윤리경영과 기업가치간의 관계에 관한 실증분석”, 「국제지역연구」, 제10권 1호, 2006, pp.450-475.
- 임옥빈, “비재무적 정보가 기업성과에 미치는 영향”, 「국제회계연구」, 86호, 2019, pp. 119-144.
- 임종욱, “ESG 평가정보 및 이익관리가 기업가치에 미치는 영향”, 「한국경영교육연구」, 제31권 1호, 2016, pp.111-139.
- 장지인, “기업의 사회적 책임과 기업가치: CSR이 기업가치를 높이는가”, 대한상공회의소 지속가능 경영원, 2007.
- 조현우·유경연, “내부회계관리제도와 회계정보의 신뢰성”, 「회계와 감사연구」, 제49권, 2006, pp.119-145.
- 최관·백원선, “감사인의 유형과 감사품질 : 감사보수와 감사시간을 중심으로”, 「회계학연구」, 제23권 2호, 1998, pp.49-75.
- 한국기업지배구조원, (www.cgs.or.kr)참조 2019.
- Aderson R., S. Mansi & D. Reeb, “Board Characteristics, Accounting, Report Integrity and the Cost of Debt”, Journal of Accounting and Economics, Vol. 37, 2004, pp.315-342.
- Arslan, O., C. Florackis & A. Ozkan, “The role of cash holdings in reducing investment-cash flow sensitivity : evidence from a financial crisis period in an emerging market”, Emerging Markets

- Review, Vol 7 : 2006, pp.320-338.
- Ashbaugh-Skaife, H., D. W. Collins, & R. LaFond, "The effects of corporate governance of firms' credit ratings.", Journal of Accounting and Economics, Vol. 42, 2006, pp.203-243.
- Beaver, W. H., C. Shakespeare, & M. T. Soliman, "Differential properties in the ratings of certified versus non-certified bond-rating agencies", Journal of Accounting and Economics, Vol. 42(3), 2006, pp.303-334.
- Beltz, Jess & Murray Frank, "Risk and corporate holdings of highly liquid assets", Working Paper, University of British Columbia, 1996.
- Bhojraj, S. & P. Sengupta., "Effect of Corporate Governance on Bond Rating and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors". Journal of Business, Vol 76(3), 2003, pp.455-475.
- Dechow, P. M. & I. D. Dichev, "The Quality of Accruals and Earning: The Role of Accrual Estimation Errors", The Accounting Review, Vol 77, 2002, pp.35-70.
- Dillenburg, S., T. Greene & H. Erikson, "Approaching socially responsible Investment with a comprehensive ratings scheme: Total social impact". Journal of Business Ethics, Vol. 43(3), 2003, pp.167-182.
- Denis, David, Valeriy, & Sibilkov., "Financial constraints, investment, and the value of cash holdings", Review of Financial Studies, Vol. 23, 2005, pp. 247-269.
- Greenberg, J. R. Johnson, & K. Ramesh., "Earnings versus Cash Flows as a Predictor of Future Cash Flow Measures", Journal of Accounting, Auditing & Finance Vol 2, 1986, pp.266-277.
- Jensen, M, "Agency Costs of Free cash Flow, Corporate Finance, and Takeover", American Economic Review, Vol. 74, 1986, pp.323-329.
- Kotler p. & L. Nancy, "Corporate Social Responsibility : Doing the Most Good for Your company and Your Cause, Nj" : John wiley & Sons. 2005.
- Matten D. & Crain, "Corporate Citizenship: Toward an Extended Theoretical Conceptualization,", Academic of management Review, Vol 30(1), 2005, pp.166-179.
- Moody's., "Moody's Findings on Corporate Governance in the Uited States and Canada: August 2003-Septem " Moody's Investors Service. 2004.
- Nam, S. F. Brochet, & J. Ronen., "The Predictive Value of Accruals and Consequences for market Anomalies. Journal of Accounting, Auditing & Finance, Vol. 27(2). 2012, pp.151-176.
- Palepu, K. G., P. M. Healy & V. L. Bernard. Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements. Second ed. South-Western: Cincinnati, ohio. 2000.
- Standard & Poor's, "Standard & Poor's Corporate Governance Scores: Criteria, Methodology and Definitions". McGraw-Hill Companies, Inc. 45. 2002.
- Watts, R. L. & J. Zimmerman, "Agency problems, auditing, and the theory of the firm : some evidence", Journal of Law and Economics, 1993, pp.613-633.

- Waddock, S. A. & S. B. Graves, "The Corporate Social Performance Financial Performance Link", Strategic Management Journal, 18(4), 1997, pp.303-319.
- Zhang Y., J. Zhou, & N. Zhou., "Audit committee quality, auditor independence and internal control weaknesses.", Journal of Accounting and Public Policy, Vol. 26(2), 2007, pp.300-327.
- Zhang, Y., "Are Debt and Incentive Compensation Substitutes in Controlling the Free Cash Flow Agency Problem?", Financial Management, Vol. 38(3), 2009, pp.507-541.

## Abstract

### The Effect of ESG Rating on Free Cash Flow

Kim, Dong-Young

Recently, various stakeholders are demanding corporate social responsibilities such as environmental management, business ethics and corporate governance. The purpose of this study is to divide the ESG rating into four characteristics: 1) ESG Total, 2) Environment, 3) Social, and 4) Governance, and each characteristic and Free cash flow. It was verified that there was a relationship between the liver and the effect of ESG evaluation on Free cash flow.

The analysis target of this study was a sample of 3,177 companies that can obtain Free cash flow and ESG evaluation information from 2014 to 2018 among the companies listed on the stock exchange.

In summary, the analysis results of this study showed that the three categories of ESG evaluation integrated sector (T), ESG evaluation environment sector (E), and ESG evaluation governance sector (G) had positive regression coefficients in excess cash flow (+) Was significant at the 1% level, and the ESG rating social sector (S) rating was significant at the 5% level of the positive (+) value in the Free cash flow. Compared to the ESG evaluation integrated sector (T), environmental sector (E), and governance sector (G), the social sector (S) was slightly insignificant, but appeared to affect Free cash flows. These results indicate that the higher the ESG rating, the more positive (+) the effect on Free cash flow. In other words, it is inferred that ESG ratings have a positive effect on Free cash flows.

The results of these studies are estimated as follows. It shows that the Free cash flow is high as companies manage ESG activities such as environmental management, social responsibility and governance. The increase in Free cash flows not only increases the value of the company, but also suggests that the financial position of the company is sound and the risk of the company is reduced. In addition, the ESG evaluation grade newly announced by the Korean Corporate Governance Service is completely reflected in the Free cash flow, relevance, and causality. However, because the limitations of this study were analyzed only

[Received July 08, 2020, Revised August 06, 2020, Accepted August 17, 2020]

\* Associate Professor Department of Business Administration, Sung-kyul University.

www.kci.go.kr

with data from specific institutions, errors cannot be ruled out to generalize these results.

**Keywords :** Free cash flow, ESG Total Sector, ESG Environmental Sector, ESG Social Sector, ESG Governance Sector