

ESG 등급이 배당지급에 미치는 영향 연구

홍종남* · 정강원**

요약

본 연구는 기업지배구조, 사회적 책임, 환경경영으로 구성되는 ESG의 각 부문등급과 이를 통합한 ESG경영 등급이 배당지급에 미치는 영향에 대해 살펴보고 있다.

ESG 각 부문과 통합부문에 대한 성과는 한국기업지배구조원이 발표하는 각각의 해당 등급을 사용하여 측정하였고, 기업규모, 부채비율, 자기자본비율, 매출성장률, 현금흐름비율, 연구개발비, 광고선전비, 투자기회 및 기업가치, 세금 등을 통제변수로 사용하였다. 분석 결과는 다음과 같다.

첫째, 기업지배구조, 사회적 책임, 환경경영이 양호할수록 배당지급이 큰 것으로 나타났고, 전체 ESG경영에 대한 등급이 양호할수록 배당지급이 증가하는 것으로 나타났으며, 이는 대부분의 선행연구와 일치한다.

둘째, 기업지배구조, 사회적 책임, 환경경영, ESG경영이 각각 양호할수록 배당지급이 증가하나, 기업규모와의 상호작용을 통해 배당지급 억제효과가 발견되었다.

셋째, 투자기회 및 기업가치가 높은 기업들은 ESG 경영활동을 활발하게 전개할수록 배당도 증가한다.

넷째, 기업지배구조, 사회적 책임, 환경경영, ESG경영의 모든 영역이 기업규모와 투자기회 및 기업가치 변수와 상호작용을 통해 배당지급에 영향을 미치는 조절효과를 발견하였다.

유가증권시장을 대상으로 한 본 연구에서 ESG 경영활동이 활발한 기업일수록 배당지급은 늘어나는 것으로 나타났다. ESG 경영활동과 배당지급에 대한 조절효과를 분석한 결과 각 등급별로 개별적인 차이는 있으나, 공통적으로 기업규모는 음(-)의 관계를, 투자기회 및 기업가치는 양(+)의 관계를 나타내고 있다. 개별적인 차이가 발생하는 이유는 해당 등급의 평가기준 요인들과 분석대상 기업들의 특성이 반영된 것으로 보인다.

본 연구의 결과를 살펴보면 ESG 경영활동이 활발한 기업일수록 배당지급은 늘어나는 것으로 나타나고 있는데, 이러한 결과는 ESG 경영활동 노력은 기업가치와 주주가치를 높여주고 있으므로, 향후 ESG 경영활동은 지속가능성을 담보하는 경영전략임을 의미하는 것이라고 할 수 있다.

한편 본 연구의 표본은 유가증권시장 기업들만 대상으로 하였으며 산업별 분포가 다양하지 못하다는 점에서 한계를 가지고 있지만 향후 연구의 방향을 제시하고 있다는 점에서 시사하는 바가 크다고 할 수 있다.

주제어 : ESG, 기업지배구조, 사회적 책임, 환경경영, 배당지급

* 공주대학교 대학원 경영학과 박사과정, 제1저자, E-Mail : jjunsmart@naver.com

** 공주대학교 경영학과 교수, 교신저자, E-Mail : winter@kongju.ac.kr

I. 서론

전통적인 기업경영의 목표인 ‘이윤극대화’는 ‘지속가능성’으로 대체된 지 오래다. 기업의 이윤이나 지속가능성을 높이기 위한 기업의 노력은 주로 재무적 관점에서 이루어져 왔다. 그러나 지구온난화로 대변되는 기후변화, 기업의 사회적 책임, 경제민주화 등의 문제를 해결하기 위해 도입된 ESG(Environmental, Social and Governance) 경영전략은 기업경영의 패러다임을 변화시키고 있다. ESG는 1987년 브룬트란트 보고서의 지속가능발전에서 처음 언급되었으며, 2006년 UN의 책임투자원칙(Principles for Responsible)을 통해 구체화되었다. 한국에서도 2025년부터 자산 2조원 이상인 유가증권시장 상장사는 ‘지속가능경영보고서’에 친환경·사회적 책임활동을 의무적으로 공시하여야 하며, 이는 2030년부터는 모든 유가증권시장의 상장사로 확대된다.

한국의 경우 한국기업지배구조원이 ISO26000 등의 국제표준에 따라 ESG 평가모형을 개발하였고 지속가능한 차원에서 ESG 통합부문, 환경부문(Environment), 사회부문(Social), 지배구조부문(Governance)로 구분하여 기업을 평가하고 있다. 환경부문은 환경 모범규준을 통해 환경경영 체계, 성과관리 및 보고, 이해관계자 대응을, 사회부문은 사회책임경영 모범규준으로 근로자, 협력사 및 경쟁사, 소비자, 지역사회를 평가하고 있다. 기업지배구조 부문은 기업지배구조 모범규준으로 주주, 이사회, 시장, 이해관계자, 감사기구를 살펴보고, 각각의 평가 항목을 바탕으로 등급을 나누어 공시하고 있다. 따라서 기업이 지속가능성을 높이고 기업가치를 제고하기 위해서는 ESG 평가 지표 관리가 필수적이며, 다른 한편으로 필연적으로 수반되는 비용도 확대되고 있는 실정이다. 그래서 ESG의 공시가 기업의 비용만 증가시키고 재무성과에는 유의한 영향을 미치지 않는다는 지적도 제기되고 있다(김윤경, 2020).

ESG는 기업에 추가적인 비용을 발생시키게 되며, 이는 주주에게 지급되어야 할 배당의 규모에 영향을 미칠 수도 있고, 배당정책에도 영향을 미친다고 볼 수 있다.¹⁾ 반대로 ESG에 대한 투자활동이 이미 많이 이루어진 기업이라면 잉여현금흐름이 증가하게 되어 배당을 증가시킬 여력을 가질 수 있을 것이다. 이와 같이 기업들이 ESG에 대해 어떻게 접근하여 기업 경영전략을 결정하느냐에 따라 배당정책도 변경될 수 있는 것이다. 배당정책은 기업의 이익을 주주들에게 지급할 배당액과 성장을 위한 재투자액으로 나누는 재무적 의사결정이기 때문이다(정택문·정강원, 2020).

ESG와 배당정책의 관련성에 관한 연구 중에서 가장 많은 분야는 기업지배구조와 배당정책에 관련된 분야이며, 대부분의 연구들은 기업의 지배구조와 배당이 양(+)의 관계를 보이는 것으로 보고하고 있다. 즉, 기업지배구조가 건전하면 기업은 주주들의 권리를 인정하고 기업의 부를 주주들에게 적절하게 배분할 것이기 때문이라는 것이다(박광우·박래수·황이석, 2005). 기업의 사회적 책임 활동과 배당정책에 관한 기존연구에서도 기업의 사회적 책임 이행 수준은 배당지급에 유의적인 양(+)의 영향력을 갖는다고 하였고(이지혜·변희섭, 2014), 금융기업에서도 사회적 책임을 적극적으로 하는 기업일수록 배당지급이 크다고 하였다(배수현, 2019). 기업의 환경경영에 대한 연구들은 주로 기업가치 관련성에 집중되어 있고(Klassen and McLaughlin, 1996; 김창수, 2010; 박경서·변희섭·이지혜, 2012), 일관된 환경투자를 하는 기업의 재무성과가 더 높은 것으로 나타났다(여기에는 경제적 보상이 뒤따른다고 하였다(박헌준 등, 2004)).

한국의 경우 ESG 경영의 도입기간도 짧고, 제도적으로 미비한 초기 단계에 머물러 있어 ESG 도입에 따른 편익보다 비용이 클 것이므로 배당의 감소가 예상됨에도 불구하고 많은 선행연구들은 배당과 ESG사이의 양(+)의 관계를 주장하고 있다. 이에 본 연구에서는 ESG의 구성요소인 기업지배구조 부문과, 사회적 책임부문, 환경경영 부문의 평가지표가 각각 배당에 미치는 영향을 살펴보고, ESG 통합부문, 즉 ESG경영과 배당과의 관

1) ESG 공시의무가 법적으로나 규범적으로 제도화하기 전보다는 추가적인 비용이 소요될 것이며, 배당의 잔여이론의 관점에서 보면 ESG 투자활동이 이루어진 후 배당이 이루어지게 된다는 점에서 배당정책은 ESG에 의해 영향을 받게 될 것이다.

제도 분석해 보고자 한다. 이는 수익을 창출하고자 하는 재무적 의사결정과 ESG를 통한 비재무적 의사 결정에 유용한 정보를 제공할 것으로 기대한다. 특히 ESG 등급과 배당과의 관계에 관한 기존 국내연구가 미비하므로 기존 연구와 다른 차별성을 가질 것으로 생각된다.

II. 선행연구 및 가설설정

1. ESG와 배당정책

기업지배구조는 기업수익의 배분, 경영자원의 조달과 활용 등 효율적인 경영과정이 이뤄지도록 감시하고 통제하는 장치를 의미한다(Jensen and Meckling, 1976). 현대기업은 소유와 경영이 분리되어 있어 주주와 경영자 간에 정보비대칭이 존재하기 때문에 기업지배구조가 중요한 의미를 갖게 되며 이사회, 감사기구 등의 내부 통제장치와 더불어 주주, 시장의 이해관계자 등이 기업지배구조의 중요한 요소이다.

특히 기업의 순이익을 주주에게 지급할 배당액과 미래 영업활동을 위한 유보이익으로 나누는 의사결정인 배당정책은 기업지배구조에서 중요하게 다루고 있는 요인 중 하나이며, 기업지배구조와 배당에 대한 선행연구는 많이 이루어지고 있다. Jensen(1986)은 기업지배구조가 건전하면 기업의 부가 주주들에게 적절하게 분배될 것이라고 하였다. 박광우 등(2005)은 국내 상장기업들 중 기업지배구조가 좋은 기업일수록 높은 배당수익률을 보이며, 성장기회가 많은 기업일수록, 대리인문제가 적은 기업일수록 배당수익률도 증가할 것이라고 하였다. 이장우 · 지성권 · 김용상(2011)은 기업지배구조에서 내부자 소유지분율과 외국인지분율이 높을수록 많은 배당을 지급하고, 비재벌기업이 재벌기업에 비해 배당을 더 많이 지급한다고 하였다. Gugler and Yurtoglu(2003)는 지배구조가 취약한 기업은 더 높은 배당을 지급함으로써 주주이익이 감소되는 것을 완화하면서 기업 자신의 평판을 유지한다고 하였다. 이지혜 · 변희섭(2014)은 취약한 지배구조를 가진 기업의 경영자가 사회적 책임이 강화될수록 배당지급을 늘리고 있다고 하였다. 반혜정(2015)은 지배구조가 열악한 기업일수록 배당약정에 대한 기대효익이 높고, 배당스무딩을 통해 투자자들과의 갈등 및 대리인비용을 완화하여 자본비용을 감소시킬 수 있다고 하였다. 김동욱 · 전영환 · 김병곤(2014)은 지배구조가 배당정책에 영향을 미치고, 지배구조가 양호한 기업일수록 배당을 증가시키며, 한국의 가족기업 특성은 배당성향에 부정적인 영향을 미친다고 하였다.

한편, 사회적 책임(CSR : Corporate Social Responsibility)과 배당정책의 관련성 연구도 지속적으로 수행되고 있다. Benlemlih(2019)는 사회적 책임 활동이 높은 기업일수록 배당을 더 많이 지급한다고 하였으며, 이지혜 · 변희섭(2014)은 기업의 사회적 책임 이행수준은 배당지급에 유의적인 양(+)의 영향력을 갖는다고 하였다. 배수현(2019)은 금융기관의 사회적 책임 활동이 배당에 미치는 영향을 통해 적극적 사회활동을 한 기업이 배당지급이 크다고 하였다. 정성찬(2020)은 우리나라 일반은행의 사회적 책임 활동은 배당성향에 유의한 양(+)의 영향을 미친다고 하였다. 이와 달리 정종범(2004)은 배당성향과 CSR은 음(-)의 상관관계를 나타냈으나 유의하지 않다고 하였다.

기업경영에 환경문제가 중요한 영향을 미치는 요인이 됨에 따라 환경경영이 기업의 경쟁력이 되고 있다. 환경부문에 대한 연구는 환경과 기업가치 또는 환경경영과 재무성과 등을 중심으로 이루어져왔으며, 사회적 책임 부문의 범위 안에서 같이 다루어지기도 하였다. 박준현 등(2004)은 경제정의연구소(KEJI)에서 평가한 환경성과 점수를 바탕으로 재무성과를 분석하였는데 환경성과가 좋은 기업일수록 재무성과가 높아진다고 하였으며, 환경경영이 장기적으로 기업가치와 성과를 향상시키는 중요 전략이 될 것이라고 주장하였다. 강형철 · 변희섭(2019)은 CER (Corporate Environmental Responsibility) 활동은 기업가치에 유의한 영향력을 가지지 않

는다고 하였고, 지배주주의 소유구조에 따라 환경적 책임활동의 편익이 달라진다고 하였다. 즉 지배주주의 직접 지분이 높은 기업에서는 CER 활동과 기업가치가 유의적인 양(+)의 관계를 나타냈으나 낮은 기업에서는 양자 간 유의적인 관계가 나타나지 않는다고 하였다. 박현성(2012)은 사회적 책임 차원에서 윤리경영과 환경경영의 강화를 통해 기업가치를 극대화시킬 수 있다고 하였다. 이지혜 · 변희섭(2014)은 사회적 책임 활동의 구체적인 수단으로 환경경영 강화가 배당정책에 미치는 영향을 살펴보았는데 환경경영이 배당정책에 유의미한 양(+)의 값을 갖는다고 하였다.

2. 가설설정

Jensen(1986)은 기업지배구조가 건전하면 기업의 부를 주주들에게 적절하게 나눠줄 것이기 때문에 기업지배구조와 주주들의 이익배분과는 양(+)의 관계에 있다고 하였고, 박광우 등(2005)은 상장기업들 중 기업지배구조가 양호한 기업일수록 높은 배당수익률을 보이고 있으며, 김동욱 등(2014)은 지배구조가 양호한 기업일수록 배당을 증가시킨다고 하였다. Benlemlih(2014)은 사회적 책임 활동이 많을수록 기업들이 배당을 더 많이 지급한다고 하였고, 이지혜 · 변희섭(2014)도 기업의 사회적 책임 이행 수준은 배당지급에 유의적인 양(+)의 영향을 갖는다고 하였다. 박헌준 등(2004)은 환경성도가 더 좋은 기업들이 재무성도가 더 좋다고 하였고, 이지혜 · 변희섭(2014)의 연구에서도 환경경영 강화가 배당정책에 유의미한 양(+)의 영향을 미친다고 하였다.

본 연구에서는 ESG의 각 부문별 평가등급과 배당지급과의 관계를 살펴보고자 한다. 또한 부문별 평가등급이 배당지급에 영향을 미친다면, 각 부문별 평가를 종합한 ESG 통합등급 즉 ESG경영도 배당지급에 영향을 미친다고 볼 수 있어서 다음과 같이 가설을 설정한다.

- H1. 지배구조가 양호한 기업일수록 배당지급이 증가할 것이다.
- H2. 사회적 책임을 위한 활동이 많은 기업일수록 배당지급이 증가할 것이다.
- H3. 환경경영을 하는 기업일수록 배당지급이 증가할 것이다.
- H4. ESG경영을 하는 기업일수록 배당지급이 증가할 것이다.

Ⅲ. 연구설계

1. 표본선정 및 연구모형

1.1. 표본선정

본 연구는 분석대상기간인 2011년~2019년 사이에 한국기업지배구조원에서 발표하는 ESG경영 등급과, 기업지배구조 등급, 사회적 책임 등급, 환경경영 등급이 모두 있는 기업을 대상으로, 2019년 12월 현재 한국거래소 유가증권시장에 상장된 비금융기업만을 표본으로 선정하였다. 각 기업별 재무자료는 KIS-VALUE를 통해 추출하였으며, STATA 16.0을 이용하여 분석하였다. 극단치(Outlier)에 대한 변수 조정 및 정규분포 형성을 위해 윈저(Winsorization)를 사용해 분석하였다. 각 연도 별 표본 수는 <표 1>과 같으며, 2012년 급격하게 증가한 후 매년 비슷한 비율로 증가하고 있다.

〈표 1〉 분석기간별 표본수

year	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18	'19	합계
N	258	562	593	600	609	629	658	654	678	5,241
%	4.92	10.72	11.31	11.45	11.62	12.00	12.55	12.48	12.94	100

1.2. 연구모형 및 변수정의

가설 1부터 가설 4까지를 검증하기 위해 지배구조, 사회적 책임 활동, 환경경영 활동, ESG경영을 각각 한국 기업지배구조원이 발표하는 기업지배구조(GO) 등급, 사회적 책임(SO) 등급, 환경경영(EN) 등급, ESG경영 등급으로 조작적 정의한다. 각 부문별 등급이 배당지급에 미치는 영향을 살펴보기 위하여 다음과 같이 선형회귀 모형을 설정하였다.

$$DV_{i,t} = \alpha + \beta_1 GO_{i,t} + \beta_2 LOGTA_{i,t} + \beta_3 DEB_{i,t} + \beta_4 CCP_{i,t} + \beta_5 GROW_{i,t} + \beta_6 CFO_{i,t} + \beta_7 RND_{i,t} + \beta_8 AD_{i,t} + \beta_9 MB_{i,t} + \beta_{10} TAX_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad \text{모형(1)}$$

$$DV_{i,t} = \alpha + \beta_1 SO_{i,t} + \beta_2 LOGTA_{i,t} + \beta_3 DEB_{i,t} + \beta_4 CCP_{i,t} + \beta_5 GROW_{i,t} + \beta_6 CFO_{i,t} + \beta_7 RND_{i,t} + \beta_8 AD_{i,t} + \beta_9 MB_{i,t} + \beta_{10} TAX_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad \text{모형(2)}$$

$$DV_{i,t} = \alpha + \beta_1 EN_{i,t} + \beta_2 LOGTA_{i,t} + \beta_3 DEB_{i,t} + \beta_4 CCP_{i,t} + \beta_5 GROW_{i,t} + \beta_6 CFO_{i,t} + \beta_7 RND_{i,t} + \beta_8 AD_{i,t} + \beta_9 MB_{i,t} + \beta_{10} TAX_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad \text{모형(3)}$$

$$DV_{i,t} = \alpha + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 LOGTA_{i,t} + \beta_3 DEB_{i,t} + \beta_4 CCP_{i,t} + \beta_5 GROW_{i,t} + \beta_6 CFO_{i,t} + \beta_7 RND_{i,t} + \beta_8 AD_{i,t} + \beta_9 MB_{i,t} + \beta_{10} TAX_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad \text{모형(4)}$$

종속변수로는 배당지급(DV)을 사용하였으며, 보통주와 우선주의 배당금을 합한 총배당금을 총자산으로 나누어 측정하였다.²⁾ 독립변수인 지배구조, 사회활동, 환경경영 및 ESG경영은 한국기업지배구조원에서 발표한 ESG 통합등급과 지배구조 등급, 사회활동 등급, 환경경영 등급을 사용하며, ESG의 각 등급은 총 7단계로 나누어져 있다. 오상희 · 이승태(2019)에 의하면 2011년부터 2018년까지의 연구표본에서 대부분이 B등급에 가깝고, 사회적 책임과 환경경영 부문의 경우 전체 표본에서 하위 등급인(C)과 최하등급(D)이 없는 등 표본의 편중이 심한 것으로 나타나 A+(7), A(6), B+(5), B(4), B이하(3), C(2), D(1)로 계급값을 부여하여 분석하였다. 본 연구에서도 같은 방법을 사용하였다.

기업의 배당지급에 영향을 미칠 것으로 판단되는 통제변수로서, 총자산에 자연로그를 취한 총자산 규모(SIZE), 총부채를 총자산으로 나눈 부채비율(DEB), 자기자본을 총자산으로 나눈 자기자본비율(CCP), 성장성의 대용치로 매출성장률(GROW), 영업활동으로 인한 현금흐름을 매출액으로 나눈 현금흐름비율(CFO), 연구개발비(RND), 광고선전비(AD), 투자기회 및 기업가치(MB), 세금(TAX) 등을 사용하였다.

총자산 규모는 기업규모 효과를 통제하기 위해 총자산에 로그값을 취한 값을 사용하였다(박경서 · 이은정 · 이인무, 2003; 정종범, 2004; 배수현, 2019). Li and Zhao(2008), 이정도 · 공정택(1994) 등은 기업규모는 배당

2) 이지혜 · 변희섭(2014)은 주주의 이익 환원이 아닌 사회적 책임 지출과 배당지급 사이의 의사결정과정에 연구의 초점을 맞추어 배당 수익률보다는 배당지급을 사용했고, ESG 각 부문별(지배구조, 사회, 환경) 지출과 배당지급 사이의 의사결정이므로 배당지급 규모를 종속변수로 하는 모형을 사용하였다.

에 유의한 양(+)의 영향을 미친다고 하였다.

부채비율은 박경서·이은정·이인무(2003), 정종범(2004), 정진호·정종범(2004), 김도성·양준성·황승찬(2010)이 사용하였는데 부채가 많은 기업들은 부채상환, 이자지급 등의 현금지급이 많아 배당에 음(-)의 영향을 미친다고 하였다. Jensen(1986), Stulz(1988)의 연구에선 부채비율이 상승할수록 채권자들의 감시 기능 강화로 대리인 비용이 감소하게 되므로 배당정책을 활용할 동기가 작아져 배당을 줄이게 된다고 하였다. 본 연구에서 부채비율(DEB)은 총부채를 총자산으로 나누어 산정하였다.

자기자본비율(CCP)이 높은 기업은 안정적인 경영으로 미래 현금흐름 창출에 영향을 미칠 것이다(배수현, 2019). 매출성장률(GROW)로 측정된 성장성은 육근호(1989), Jensen et al.(1992), 이정도·공정택(1994), Grullon et al.(2002), 김도성·양준성·황승찬(2010), 정택문·정강원(2020) 등이 사용했는데 성장률이 높은 기업일수록 배당보다는 내부유보를 선호하게 되며, 배당을 적게 지급하게 될 것이다.

Myers and Majluf(1984), Lang et al.(1991), 박경서·이은정·이인무(2003), 정종범(2004), 이정은·김진섭(2013) 등에 의하면 기업은 적절한 수준의 현금흐름을 유지하려고 하므로 현금흐름이 증가할수록 배당도 증가할 것이다. 현금흐름(CFO)은 영업활동으로 인한 현금흐름을 매출액으로 나누어 계산하였다. 또한 Crutchley and Hansen(1989), 김도성·양준성·황승찬(2010) 등은 광고비와 R&D 투자가 클수록 배당성향이 감소한다고 보고하고 있다.

투자기회가 많고 기업가치(MB)가 큰 기업일수록 많은 배당을 지급할 것이다. 투자기회와 기업가치의 과다를 통제변수의 하나로 선정하고 투자기회 및 기업가치(MB)의 대용치로는 주가 대 장부가치비율(PBR)을 사용하였다. PER은 기업의 수익성에 대한 시장의 평가를 나타내지만 주당순자산에 대한 시장의 평가를 나타내는 PBR이 기업가치의 대용치로 더 적합한 것으로 생각된다. 세금(TAX)은 법인세를 이자 및 법인세차감전 이익을 나눈 실효법인세율로 측정하였는데, 세금은 기업의 구조와 특성에 따른 조세감면과 조세지원 등의 혜택으로 인해 배당에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다(정택문·정강원, 2020).

〈표 2〉는 각 변수에 대한 조작적 정의와 독립변수 및 통제변수가 종속변수인 배당에 미칠 것이라고 예상되는 효과의 방향성을 정리한 것이다.

〈표 2〉 변수의 조작적 정의 및 예상 효과

구분	변수명	조작적 정의	예상되는 부호의 방향
종속변수	배당지급(DV)	(보통주배당금+우선주배당금)/총자산	
독립변수	기업지배구조 평가등급(GO)	한국기업지배구조원이 공시한 평가등급	+
	사회적 책임 경영 평가등급(SO)	한국기업지배구조원이 공시한 평가등급	+
	환경경영 평가등급(EN)	한국기업지배구조원이 공시한 평가등급	+
	ESG경영 평가등급(ESG)	한국기업지배구조원이 공시한 평가등급	+
통제변수	총자산 규모(SIZE)	총자산의 자연로그 값	+
	부채비율(DEB)	총부채/총자산	-
	자기자본비율(CCP)	자기자본/총자산	+
	성장률(GROW)	매출성장률	-
	현금흐름(CFO)	영업활동으로 인한 현금흐름/매출액	+
	연구개발비(RND)	연구개발비(개발비+경상연구비)/매출액	-
	광고선전비(AD)	광고선전비/매출액	-
	투자기회 및 기업가치(MB)	주가 대 주당장부가치비율(PBR)	+
	세금(TAX)	법인세 / 이자 및 법인세 차감전 이익	+

IV. 실증분석

1. 기술통계 및 상관관계

〈표 3〉과 〈표 4〉는 각 변수에 대한 기술통계량과 상관계수를 보여주고 있다. ESG의 각 부문별 평가등급의 평균은 지배구조 3.6, 사회활동 3.6, 환경 3.6, 통합등급 3.4로 전체적으로 B등급과 B이하 등급의 중간쯤에 위치하고 있다.

〈표 3〉 변수의 기술통계량

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
DV(배당지급)	5,241	.734	.779	0	2.7
ESG(통합등급)	5,241	3.431	1.002	2	7
GO(지배구조)	5,241	3.602	1.281	1	7
SO(사회활동)	5,241	3.604	1.166	2	7
EN(환경활동)	5,241	3.578	1.108	2	7
SIZE(기업규모)	5,241	26.932	1,526	22.684	33,020
DEB(부채비율)	5,241	92.358	81.156	7.5	313.7
CCP(자기자본비율)	5,241	59.362	19.993	23.4	92.1
GROW(성장성)	5,241	2.492	15.110	-27.2	36.8
CFO(현금흐름)	5,241	7.737	11.810	-11.4	40.8
RND(연구개발투자)	5,241	.780	1.677	0	6.2
AD(광고선전비)	5,241	.713	1.317	0	4.8
MB(기업가치)	5,241	1.334	1.073	.3	4.5
TAX(세금)	5,241	16.890	17.255	-25.2	50.1

〈표 4〉 상관관계분석

	DV	ESG	GO	SO	EN	SIZE	DEB	CCP	GROW	CFO	RND	AD	MB	TAX
DV	1.000													
ESG	0.104***	1.0000												
GO	0.209***	0.568***	1.0000											
SO	0.121***	0.784***	0.403***	1.0000										
EN	0.039**	0.668***	0.289***	0.550***	1.0000									
SIZE	0.094***	0.625***	0.431***	0.613***	0.581***	1.0000								
DEB	-0.391***	0.085***	-0.015	0.065***	0.136***	0.146***	1.0000							
CCP	0.414***	-0.100***	0.016	-0.082***	-0.159***	-0.159***	-0.910***	1.0000						
GROW	0.090***	-0.000	0.004	0.017	-0.044**	0.015	-0.014	0.001	1.0000					
CFO	0.334***	0.125***	0.162***	0.141***	0.037**	0.206***	-0.289***	0.353***	0.047***	1.0000				

	DV	ESG	GO	SO	EN	SIZE	DEB	CCP	GROW	CFO	RND	AD	MB	TAX
RND	-0.009	0.148***	0.096***	0.131***	0.118***	0.092***	-0.009	-0.013	0.001	-0.019	1.0000			
AD	0.129***	0.096***	0.118***	0.123***	-0.021	0.103***	-0.163***	0.165***	0.045***	0.138**	0.1708*	1.0000		
MB	0.159***	0.070***	0.0086	0.097***	0.006	-0.047***	0.089***	-0.077***	0.150***	0.014	0.2018*	0.1929*	1.0000	
TAX	0.182***	0.099***	0.119***	0.111***	0.063***	0.182***	-0.106***	0.084***	0.045***	0.041**	-0.036*	0.077***	-0.063***	1.0000

* p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01

부채비율(DEB)과 연구개발비(RND)를 제외한 모든 변수가 1% 유의수준에서 배당지급(DV)과 양(+)의 상관관계를 보이고 있으며, 부채비율만이 유의적인 음(-)의 상관관계를 보이고 있다. ESG경영과 지배구조, 사회활동, 환경부분과의 상관관계수는 각각 0.57, 0.78, 0.67로 유의적이고 비교적 높은 상관관계를 보이고 있다. ESG경영과 다른 변수들과의 상관관계수는 성장성(GROW)을 제외하고는 모두 1% 수준에서 유의한 상관관계를 보였다. 기업지배구조(GO)는 부채비율(DEB), 자기자본비율(CCP), 성장성(GROW), 투자기회 및 기업가치(MB)와의 상관관계수가 유의적이지 않으며, 나머지는 모두 1% 수준에서 유의적인 상관관계를 보였다. 사회적 책임(SO)은 성장성(GROW), 환경경영(EN)은 광고선전비(AD)와 투자기회 및 기업가치(MB)를 제외한 모든 변수와의 상관관계가 1% 수준에서 유의적인 것으로 나타나고 있다.

2. 배당과 ESG의 회귀분석

2.1 지배구조(GO)와 배당지급

〈표 5〉 배당지급과 지배구조(GO)와의 회귀분석결과

DV	Coef.	S.E.	t	VIF	1/VIF
GO	.653	.146	4.450***	1.25	0.79
SIZE	.123	.019	6.260***	1.42	0.70
DEB	-.000	.000	-0.050	5.97	0.16
CCP	.006	.003	2.080*	6.31	0.15
GROW	-.001	.001	-0.670	1.03	0.96
CFO	.011	.002	4.540***	1.27	0.78
RND	-.033	.017	-1.920	1.09	0.91
AD	-.047	.022	-2.110*	1.13	0.88
MB	-.006	.025	-0.270	1.13	0.88
TAX	.005	.001	3.660***	1.07	0.93
GO×SIZE	-.024	.004	-5.200***		
GO×DEB	-.000	.000	-1.560		
GO×CCP	.001	.000	1.180		
GO×GROW	.000	.000	2.020**		
GO×CFO	-.000	.000	-0.810		

DV	Coef.	S.E.	t	VIF	1/VIF
GO×RND	.002	.004	0.660		
GO×AD	.007	.005	1.290		
GO×MB	.045	.006	6.740***		
GO×TAX	-.000	.000	-0.250		
CONS	-3.418	.596	-5.730***		
Adj. R2	0.3207	N	5,241	Mean VIF	2.17
F(sig.)	131.19***	Prob>F	0.0000		

* p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01

기업지배구조(GO) 등급이 배당지급에 미치는 영향을 확인하고자 <모형 1>을 회귀분석하였으며, 지배구조와 기타 통제변수와의 상호작용을 분석하여 조절효과를 살펴보았다. <표 5>에서 모형의 설명력은 수정 R²=32%로 비교적 높은 편이며, 연구모형도 적합한 것으로 판단되고(F=131.19, P<.01), 다중공선성도 없는 것으로 나타났다.

분석 결과를 보면 기업지배구조(GO), 규모(SIZE), 자기자본비율(CCP), 현금흐름비율(CFO), 세금(TAX)은 배당지급에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났고, 광고선전비(AD)는 배당지급에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 다른 변수들은 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 즉 지배구조가 양호할수록 규모(SIZE)가 클수록, 자기자본비율(CCP), 현금흐름비율(CFO), 세금(TAX)이 높을수록 배당지급이 많아지며, 광고선전비(AD)가 적을수록 배당지급이 증가하는 것으로 분석되었다. 이 결과는 선행연구와 대부분 일치하며, 가설 1은 채택되었다. 그러나 부채비율(DEB), 매출성장률(GROW), 연구개발비(RND), 투자기회 및 기업가치(MB)는 배당지급에 통계적으로 유의적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

한편, 지배구조와 규모와의 상호작용항의 계수는 음(-)의 값으로 나타나, 지배구조가 양호한 기업일수록 배당지급이 증가하지만 규모가 큰 기업일수록 지배구조가 양호하다면 배당지급이 감소한다는 것이다. 기업규모가 지배구조가 배당지급에 미치는 영향을 조절, 특히 억제한다고 볼 수 있을 것이다. 이는 규모가 큰 기업일수록 지배구조가 양호하면 주주들은 배당지급이 적더라도 만족하며, 규모는 크지만 지배구조가 불량하면 배당지급이 커야만 주주들이 만족하는 것으로 해석할 수 있을 것이다. 반면에 매출성장률과, 투자기회 및 기업가치는 지배구조와 상호작용을 통해 배당지급이 증가하는 상승효과를 보이고 있다. 이는 성장성이나 기업가치가 큰 기업들은 지배구조가 양호할수록 더 많은 배당을 지급하는 것이며, 성과의 효율성을 보여주는 것으로 해석된다.

2.2 사회적 책임(SO)과 배당지급

〈표 6〉 배당지급과 사회적 책임활동(SO)과의 회귀분석 결과

DV	Coef.	S.E.	t	VIF	1/VIF
SO	.702	.173	4.040***	1.66	0.60
SIZE	.115	.022	5.070***	1.83	0.54
DEB	.001	.000	1.980*	5.98	0.16
CCP	.018	.003	4.920***	6.30	0.15

GROW	.004	.002	2.260**	1.03	0.96
CFO	.008	.002	2.990***	1.27	0.78
RND	-.021	.017	-1.230	1.09	0.91
AD	.005	.023	0.230	1.13	0.88
MB	-.085	.028	-2.980***	1.15	0.86
TAX	.009	.001	5.430***	1.07	0.93
SO×SIZE	-.019	.005	-3.500***		
SO×DEB	-.000	.000	-3.270***		
SO×CCP	-.002	.001	-2.130**		
SO×GROW	-.000	.000	-1.250		
SO×CFO	.000	.000	0.750		
SO×RND	.000	.004	0.210		
SO×AD	-.004	.005	-0.830		
SO×MB	.063	.007	8.590***		
SO×TAX	-.001	.000	-2.440**		
CONS	-3.952	.702	-5.630***		
Adj. R2	0.3010	N	5,241	Mean VIF	2.25
F(sig.)	119.78***	Prob>F	0.0000		

* p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01

기업의 사회적 책임을 위한 활동이 배당지급에 미치는 영향을 살펴보기 위한 회귀분석 결과는 <표 6>과 같다. 모형의 적합성과 설명력은 양호한 편이며, 다중공선성 문제도 없다. 사회적 책임활동(SO), 규모(SIZE), 부채비율(DEB), 자기자본비율(CCP), 매출성장률(GROW), 현금흐름비율(CFO), 세금(TAX)은 배당지급에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 투자기회 및 기업가치(MB)는 배당지급에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 가설 2는 채택되었으며, 선행연구의 결과와 유사하다. 다만 부채비율(DEB)과 투자기회 및 기업가치(MB)가 배당지급에 미치는 영향은 예상과 반대로 나타났으며, 연구개발비(RND)와 광고선전비(AD)는 통계적으로 유의한 결과를 얻을 수 없었다.

기업규모, 부채비율, 자기자본비율, 세금과 사회적 책임활동과의 상호작용항의 계수는 통계적 유의성의 차이는 있지만 모두 음(-)의 관계를 나타내고 있다. 즉 사회적 책임활동이 양호하면 배당지급은 증가하지만 기업규모, 부채비율, 자기자본비율, 세금과 역의 상호작용효과를 나타내거나 이 변수들이 배당지급에 대한 조절효과를 가지는 것으로 볼 수 있을 것이다. 이 결과는 기업규모, 부채비율, 자기자본비율, 세금 등을 기업의 평판으로 볼 수 있다면 주주들은 평판이 좋은 기업일수록 배당이 적게 지급되더라도 만족하는 것으로 생각할 수 있을 것이다. 반면에 사회적 책임활동과 투자기회 및 기업가치는 상호작용을 통해 배당지급이 증가하는 상승효과를 보이고 있다. 이것은 투자기회 및 기업가치가 큰 기업은 사회적 책임활동이 양호할수록 더 많은 배당지급이 이루어질 수 있는 투자의 효율성을 보여주는 것으로 해석된다.

2.3 환경경영(EN)과 배당지급

〈표 7〉 배당지급과 환경경영(EN)과의 회귀분석 결과

DV	Coef.	S.E.	t	VIF	1/VIF
EN	.522	.178	2.930***	1.57	0.63
SIZE	.114	.0237	4.810***	1.77	0.56
DEB	.001	.000	1.36	5.98	0.16
CCP	.011	.003	3.00***	6.31	0.15
GROW	-.000	.002	-0.06	1.04	0.96
CFO	.008	.003	2.81***	1.27	0.78
RND	-.025	.018	-1.42	1.09	0.91
AD	-.027	.024	-1.10	1.14	0.87
MB	-.020	.030	-0.66	1.14	0.88
TAX	.010	.001	6.01***	1.07	0.93
EN×SIZE	-.017	.005	-3.040***		
EN×DEB	-.000	.000	-2.550**		
EN×CCP	-.000	.001	-0.150		
EN×GROW	.0006	.000	1.120		
EN×CFO	.0007	.000	0.890		
EN×RND	.0013	.004	0.290		
EN×AD	.0050	.006	0.750		
EN×MB	.0485	.008	5.84***		
EN×TAX	-.001	.000	-3.02***		
CONS	-3.48	.723	-4.82***		
Adj. R2	0.2987	N	5,241	Mean VIF	2.24
F(sig.)	118.45***	Prob>F	0.0000		

* p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01

기업의 환경경영 활동이 배당지급에 미치는 영향을 살펴보기 위한 회귀분석 결과는 〈표 7〉과 같다. 모형의 적합성과 설명력은 양호한 편이며, 다중공선성에도 문제가 없다. 환경경영(EN), 규모(SIZE), 자기자본비율(CCP), 현금흐름비율(CFO), 세금(TAX)은 배당지급에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이에 따라 가설 3은 지지되었으며 선행연구의 결과와 유사하다. 다만 부채비율(DEB)과, 연구개발비(RND), 광고선전비(AD)가 배당지급에 미치는 영향은 통계적으로 유의한 결과를 얻을 수 없었고, 매출성장률(GROW)과 투자기회 및 기업가치(MB) 역시 선행연구에서 양(+)의 영향을 미친다고 하였으나 통계적으로 유의한 결과를 얻을 수 없었다.

기업규모, 부채비율, 세금과 환경경영 활동의 상호작용항의 계수는 통계적 유의성의 차이는 있지만 모두 음(-)의 부호를 나타내고 있다. 환경경영이 양호하면 배당지급은 증가하지만 기업규모와 부채비율, 세금이 역의

상호작용효과를 나타내거나, 이 변수들이 배당지급에 조절효과를 가지는 것으로 볼 수 있을 것이다. 이는 환경경영을 성실하게 수행하는 기업의 주주들은 기업규모, 부채비율, 세율이 높을수록 배당이 적게 지급되더라도 만족하는 것으로 생각할 수 있을 것이다. 환경경영에 대한 활동과 기업가치는 상호작용을 통해 배당지급이 증가하는 상승효과를 보이고 있다. 기업가치가 큰 기업은 환경경영에 대한 활동이 양호할수록 더 많은 배당지급이 이루어진다는 것으로 환경경영에 대한 투자 효과성, 즉 환경경영 활동이 미래 경제적 효익을 약속하고 있다는 것으로 해석될 수 있을 것이다.

2.4 ESG경영이 배당지급에 미치는 영향

〈표 8〉 배당지급과 ESG경영과의 회귀분석 결과

DV	Coef.	S.E.	t	VIF	1/VIF
ESG	.839	.203	4.140***	1.69	0.59
SIZE	.143	.024	5.790***	1.86	0.53
DEB	.000	.000	0.810	5.97	0.16
CCP	.013	.004	3.200***	6.30	0.15
GROW	.001	.002	0.850	1.03	0.96
CFO	.006	.003	1.950	1.27	0.78
RND	-.0177	.018	-0.940	1.09	0.91
AD	-.0097	.026	-0.370	1.13	0.88
MB	-.0525	.032	-1.630	1.15	0.87
TAX	.0096	.001	4.820***	1.07	0.93
ESG × SIZE	-.027	.006	-4.350***		
ESG × DEB	-.000	.000	-1.930*		
ESG × CCP	-.000	.001	-0.610		
ESG × GROW	.000	.000	0.110		
ESG × CFO	.001	.000	1.390		
ESG × RND	-.000	.004	-0.110		
ESG × AD	-.001	.007	-0.240		
ESG × MB	.057	.008	6.470***		
ESG × TAX	-.0011	.000	-2.03**		
CONS	-4.358	.768	-5.67***		
Adj. R2	0.2982	N	5,241	Mean VIF	2.26
F(sig.)	118.18***	Prob>F	0.0000		

* p<0.10, ** p<0.05, *** p<0.01

ESG경영이 배당지급에 미치는 영향을 살펴보기 위한 회귀분석 결과는 〈표 8〉과 같다. ESG경영, 규모(SIZE), 자기자본비율(CCP), 세금(TAX)은 배당지급에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 가설 4는 지지되었다. 기업규모(SIZE)가 클수록 배당지급이 증가하는 것으로 나타나고 있는데 이는 정종범(2004),

배수현(2019), Li and Zhao(2008)의 결과와 동일하다. 즉 기업자산의 규모가 클수록 더 많은 이익을 획득 가능하기 때문에 배당지급이 높아진다고 볼 수 있다. 부채비율(DEB)은 박경서·이은정·이인무(2003), 정종범(2004), 정진호·정종범(2004), 김도성·양준성·황승찬(2010)의 연구에서 부채가 많은 기업들은 부채상환, 이자지급 등이 현금지급이 많이 발생하여 배당에 음(-)의 영향을 미친다고 하였고, Jensen(1986), Stulz(1988))은 부채비율은 채권자들의 감시 기능강화로 인한 대리인 비용을 줄일 수 있어 선행연구에서 음(-)의 영향을 미칠것으로 보았으나, 본 연구에서는 통계적으로 유의한 결과를 얻을 수 없었다. 다만 이것은 비재무적 성과와 재무성과의 상관관계를 분석한 선행연구 결과에서 부채비율은 ESG 통합평가에 아무런 상관관계가 없다고 밝힌 민재형·김범석·하승인(2015)의 연구와 동일하며, 자기자본비율(CCP)이 높을수록 배당지급이 증가하는 것은 배수현(2019)의 연구와 일치한다. 자기자본비율(CCP)이 높은 기업은 안정적인 경영을 통해 미래 현금흐름 창출이 가능하고 이것이 배당지급으로 이어지기 때문이다. Lang et al.(1991), 박경서·이은정·이인무(2003), 정종범(2004), 이정은·김진섭(2013)의 연구에 의하면 현금흐름(CFO)은 당기의 수익과 자금 상황에 영향을 미치게 되어 배당지급에 양(+)의 영향을 미친다고 하였으나, 본 연구에서는 통계적으로 유의한 관계를 발견하지 못하였다.

Jensen et al.(1992), 이정도·공정택(1994), 김도성·양준성·황승찬(2010) 등에 의하면 성장률이(GROW) 높은 기업은 성장을 위한 자금 확보를 위해 낮은 배당을 한다고 하였고, Grullon et al.(2002)는 기업이 성장기회가 줄어들면 배당을 늘린다고 하였다. 본 연구에서는 성장기회와 배당지급간의 유의적인 관련성을 찾지 못하였다. 이것은 유가증권시장에 상장되어 있고 ESG 각 부문에 대한 등급이 모두 있는 기업을 대상으로 한 표본의 편중 때문에 생긴 것으로 보인다. ESG의 전 분야를 관리하는 기업들은 대기업들이거나 업력이 오래된 기업들이므로, 성장기회가 줄어들면서 배당을 늘릴 수 있으나, 환경과 지속가능경영을 대비하기 위한 투자 등으로 배당여력이 줄어들었기 때문으로 해석된다. 정택문·정강원(2020)에 의하면 주가대 장부가치비율(PBR)이 높을수록 배당성향이 높은 것으로 나타나 기업가치와 배당지급은 양의 관계를 보이지만, 본 연구에서는 통계적으로 유의한 관련성을 발견하지 못하였다. Crutchley and Hansen(1989), 김도성·양준성·황승찬(2010)에 따르면 연구개발비(RND)와 광고선전비(AD)는 배당가능액의 감소를 가져오므로 배당지급과 음(-)의 관계를 가진다고 주장하였으나 본 연구에서는 유의적인 관련성을 찾을 수 없었다. 세금(TAX)은 배당지급에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 정택문·정강원(2020)의 연구와 일치하며, ESG 기업들의 기업구조와 특성에 따라 조세지원과 감면의 혜택 등에 따라 배당이 영향을 받을 수 있음을 보여주고 있다.

기업규모와 부채비율, 세금과 ESG경영의 상호작용항의 계수는 통계적 유의성의 차이는 있지만 모두 음(-)의 관계를 나타내고 있다. 즉 전체적으로 ESG경영이 양호한 기업일수록 배당지급은 증가하지만 기업규모가 큰 기업일수록 또는 부채비율이 높고, 세금이 많은 기업일수록 ESG경영이 양호하다면 배당지급이 감소한다는 것이다. 기업규모와 부채비율, 세금이 배당지급에 미치는 영향을 조절, 특히 억제한다고 볼 수 있을 것이다. 이는 규모가 큰 기업일수록 ESG경영이 양호하면 주주들은 배당지급이 적더라도 만족하며, 기업규모는 크지만 ESG경영이 낮다면 배당지급이 커야만 주주들이 만족하는 것으로 해석할 수 있을 것이다. 부채비율이 높을수록 ESG경영이 양호하면 주주들은 배당지급이 적더라도 만족할 것이며, 부채비율이 높지만 ESG경영이 낮다면 배당지급이 커야 주주들이 만족하는 것으로 해석할 수 있을 것이다. 세금도 많고 ESG경영이 양호하면 주주들은 배당지급이 적더라도 만족할 것이며, 세금이 많고 ESG경영이 낮다면 배당지급이 커야만 주주들이 만족하는 것으로 해석할 수 있을 것이다.

반면에 기업가치와 ESG경영은 상호작용을 통해 배당지급이 증가하는 상승효과를 보이고 있다. 투자기회와 기업가치가 큰 기업들은 ESG경영이 높을수록 더 많은 배당지급이 이루어진다는 것이다. ESG경영의 상호작용효과는 기업지배구조(GO), 사회적 책임(SO), 환경경영(EN) 등 각 부문별 등급의 분석 결과와 동일하게 배

당지급에 대해 규모(SIZE)는 음(-)의 조절효과를, 투자기회 및 기업가치(MB)는 양(+)의 조절효과를 보이고 있다. ESG경영은 각 부문 중 어느 한 분야에 국한되어 이루어지는 것이 아니며, 기업들의 ESG경영 노력은 기업 가치와 주주가치를 높여주게 되므로 지속적으로 수행되어야 함을 보여주고 있다.

IV. 결론

본 연구는 ESG 경영의 중요성이 대두되고 있는 시점에서 ESG 경영활동이 배당지급에 미치는 영향을 살펴 보고자 하였다. 특히 기업지배구조, 사회적 책임, 환경경영인 ESG 각 부문별 등급과 ESG 통합등급인 ESG경영이 배당지급에 미치는 영향을 통제변수와 상호작용을 포함시켜 분석하였다. 그 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 기업지배구조, 사회적 책임활동, 환경경영이 양호할수록 배당지급이 증가하는 것으로 나타났고, ESG 경영 등급이 높을수록, 즉 ESG경영이 활발할수록 배당지급도 증가하는 것으로 나타나 대부분의 선행연구와 일치된 결과를 얻었다. 이는 ESG 각 부문의 등급을 제고하기 위한 기업의 노력과 행동들은 단순히 비용이 아니라 주주에게 환원되어 주주가치를 높이는 데 기여할 수 있다는 것이며, 기업의 지속적인 발전의 원동력이 될 수 있음을 의미한다.

둘째, 기업지배구조, 사회적 책임활동, 환경경영, 각 부문별 성과의 합계인 ESG경영 등급이 높을수록 배당지급이 증가하지만 기업규모와의 상호작용을 통해 배당지급 억제효과가 발견되었다. 이는 대기업일수록 ESG 경영활동을 활발하게 전개하면 배당지급을 적게 하더라도 주주들이 동의한다는 것으로 해석할 수 있어 주주들이 ESG 경영활동이 미래가치에 대해 긍정적인 평가를 하는 것으로 이해할 수 있다.

셋째, 기업지배구조, 사회적 책임, 환경경영, ESG경영과 기업가치(MB)와의 상호작용을 보면 기업가치가 높은 기업이 ESG 경영활동을 활발히 전개할수록 배당도 증가한다는 사실이다. 즉 소비자들은 ESG 등급이 높은 기업에 더 관심을 가지고 해당 기업의 제품과 서비스 등을 구입하여 기업의 수익률이 높아지며, 이는 다시 배당지급으로 선순환되고 있음을 나타내고 있다. 기업이 이해관계자들의 사이에서 역할을 충실히 할 때 시장에서 좋은 선택을 받고 이는 다시 배당으로 이어지고 있다는 것으로 볼 수 있다.

넷째, 기업지배구조, 사회적 책임, 환경경영, ESG경영의 모든 영역이 기업규모와 투자기회 및 기업가치 변수와 상호작용을 통해 배당지급에 영향을 미치는 조절효과를 발견하였다. ESG 경영활동과 배당지급에 대한 조절효과 분석을 통해 ESG 각 부문별로 차이는 있으나 공통적으로 배당지급과 기업규모는 음(-)의 관계를, 투자기회 및 기업가치와는 양(+)의 관계를 나타내고 있다. 조절효과에서 개별적인 차이가 발생하는 것은 해당 등급의 평가기준 요인들과 ESG 기업들의 특성이 반영된 것으로 해석된다. 결론적으로 ESG 경영활동 노력은 기업가치와 주주가치를 높여주고 있으므로, 지속가능성을 담보하는 경영전략임을 의미하는 것이라고 할 수 있다.

한편 본 연구의 표본은 유가증권시장 기업들만 대상으로 하였으며, 산업별 분포가 다양하지 못하다는 점에서 한계를 가지고 있지만 향후 연구의 방향을 제시하고 있다는 점에서 시사하는 바가 크다고 할 수 있다.

참고문헌

- 강원 · 정무권(2020), ESG 활동의 효과와 기업의 재무적 특성, 한국증권학회, 49(5), 681-707.
- 강인철 · 정종범(2004), 외환위기 전 · 후 배당성향의 결정요인에 관한 연구, 산업경제연구, 17(2), 525-542.
- 김도성 · 양준선 · 황승찬(2010), 기업의 배당정책과 지배 및 소유구조에 관한 연구, 회계와정책연구, 15(3), 1-3.
- 김동욱 · 전영환 · 김병곤(2014), 한국 가족기업의 지배구조와 투자기회가 배당정책에 미치는 영향에 관한 연구, 재무관리연구 31(2), 107-140.
- 김윤경(2020), 기업 비재무정보(ESG) 공시가 재무성과와 기업가치에 미치는 영향. 규제연구, 29(1), 35-59.
- 김진우 · 김태완(2018), 기업 환경책임경영 수준에 따른 주가가격결정 오류. 전산회계연구, 16(2), 195-220.
- 김창수(2010), 환경경영과 기업가치, 재무연구, 23(2), 121-158.
- 민재형 · 김범석 · 하승인(2014), 지속가능경영을 위한 기업의 환경적, 사회적, 지배구조적 요인이 주가수익률 및 기업 가치에 미치는 영향, 한국경영과학회지, 39(4), 33-49.
- 민재형 · 김범석 · 하승인(2015), 기업의 환경, 사회, 지배구조 요인과 재무성과의 관계 : 공유가치창출의 경험적 근거, 경영과학회지, 32(1), 113-131.
- 민재형 · 김범석(2019), 기업의 ESG 노력은 지속가능경영의 당위적 명제인가? 기업의 재무상태에 따른 비재무적 책임 향상 노력의 차별적 효과, 경영과학, 36(1), 17-35.
- 반혜정(2015), 기업지배구조가 배당스무딩에 미치는 영향, 국제회계연구, 64, 275-296.
- 박광우 · 박래수 · 황이석(2005), 기업지배구조와 주주부의 배분에 관한 연구, 한국증권학회지, 34(4), 149-188.
- 박경서 · 변희섭 · 이지혜(2012), 내생성(Endogeneity) 문제를 통제한 환경경영과 기업가치 간의 관계에 관한 연구, 한국재무학회지, 재무연구, 25(2), 293-324.
- 박경서 · 이은정 · 이인무(2003), 국내기업의 배당행태와 투자자의 반응에 관한연구, 한국재무학회, 재무연구, 16(2), 195-229.
- 박영석 · 정현재(2017), 은행의 배당결정요인과 배당이 경영성과와 위험에 미치는 영향, 한국재무학회 학술대회, 140-142.
- 박헌준 · 권인수 · 신현한 · 정지웅(2004), 기업의 환경성과와 재무성과의 관계, 경영학연구, 33(5), 1461-1487.
- 배수현(2019), 금융기관의 사회적 책임활동이 배당에 미치는 영향. 전산회계연구, 17(2), 133-153.
- 오상희 · 이승태(2019), ESG 평가요소와 기업가치의 관계에 관한 연구, 전산회계연구, 17(2), 205-223.
- 육근효(1989), 주주-경영자간의 대리문제에 관한 실증분석: 배당정책을 중심으로, 증권학회지, 11, 54-164.
- 이정도 · 공정택(1994), 기업의 재무적 요인과 현금배당을 수준의 관련성에 관한 연구, 증권학회지, 16, 437-465.
- 이정은 · 김진섭(2013), 기업지배구조, 사회 및 환경평가지수와 기업가치의 관련성 분석, 회계와정책연구, 18(4), 81-99.
- 이지혜 · 변희섭(2014), 기업의 사회적 책임 활동과 배당행태. 경영학연구, 43(2), 353-385.
- 정강원(2020), 기업의 사회적 책임과 재무적 성과와의 관계에 관한 연구, 기업경영리뷰, 11(1), 15-33.
- 정규형(2019), Stata로 끝내는 논문, 한빛아카데미.
- 정성창 · 전선애(2017), 우리나라 일반은행의 배당정책 및 소유구조, 재무관리연구, 34(4), 85-110.

- 정종범(2004), 소유구조와 배당정책이 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구, 경남대학교 대학원 박사학위논문.
- 정진호 · 정종범(2004), 배당의 대리인비용가설에 관한 연구:2SLS 방식을 이용하여, 산업경제연구, 17(6), 2,525-2,545.
- 정택문 · 정강원(2020), 배당성향 결정요인에 관한 연구, 기업경영리뷰, 11(3), 87-102.
- Baker, H. (1989), Why Companies Pay No Dividend, Akron Business and Economic Review, 20, 48-61.
- Crtchley, C, E. and Hansen, R. S(1989), A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends, Financial Management, 8(4), 36-46.
- Grullon, G., Michaely, R. and Swaminathan, B.(2002), Are dividend changes a sign of firm maturity?, The Journal of Business, 75(3), 387-424.
- Jensen, M. C.(1986), Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, American Economic Review, 76(2), 323-329.
- K Gugler, BB Yurtoglu(2003), Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany, European Economic Review, 47(4), 731-758.
- Larry H.P. Lang, RenéM. Stulz, Ralph A. Walkling(1991), A test of the free cash flow hypothesis: The case of bidder returns, Journal of Financial Economics, 29(2) , 315-335.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny (2000), Investor Protection and Corporate Governance, Journal of Financial Economics, 58(1-2), 3-27.
- Li, Kai and X. Zhao(2008), Asymmetric Information and Dividend Policy, Journal of Financial Management, 37(4), 673-694.
- Miller, M. and F. Modigliani(1961), Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, Journal of Business, 34(4), 411-433.
- Mohammed Benlemlih(2019), Corporate social responsibility and dividend policy, Research in International Business and Finance, 47, 114-138.
- Stewart C. Myers, Nicholas S. Majluf(1984), Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, Journal of Financial Economics 13(2), 187-222.
- Stulz, R. M(1988), Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control, Journal of Financial Economics, 20(1-2), 25-54.

A Study on the Effect of ESG Ratings on Dividend Payment

JongNam, Hong* · KangOne, Jeong**

Abstract

This study examines the effects of ESG's each sector grade, consisting of corporate governance, social responsibility, and environmental management, and ESG's management grade, which integrates it, on dividend payments.

The performance of each ESG sector and the integrated sector was measured using each corresponding grade announced by the Korea Corporate Governance Service.

Firm size, debt ratio, equity capital ratio, sales growth rate, cash flow ratio, research and development, advertising propaganda cost, investment opportunity and market-to-book, tax were used as control variables.

The analysis results are as follows. First, the better corporate governance, social responsibility, and environmental management, the greater the dividend payment, and the better the rating for overall ESG management, the higher the dividend payment, which is consistent with most previous studies.

Second, the better corporate governance, social responsibility, environmental management, and ESG management, the higher the dividend payment, but the effect of suppressing dividend payment was found through interaction with the firm size.

Third, companies with high investment opportunities and corporate value also increase dividends as they actively develop ESG management activities.

Fourth, all areas of corporate governance, social responsibility, environmental management, and ESG management were found to have moderating effects on dividend payments through interaction with firm size, investment opportunities, and corporate value variables.

This study was conducted on kospi market, and it was found that dividend payments increased as companies with active ESG management activities. As a result of analyzing the moderating effect on ESG management activities and dividend payments, there are individual differences for each grade. In common, the company size shows a negative (−) relationship, and the investment opportunity and corporate value show a positive (+) relationship. The reason for individual differences seems to reflect the evaluation criteria factors of the grade and the characteristics of the companies to be analyzed.

Looking at the results of this study, it is found that dividend payments increase as companies with active ESG management activities are active. These results can be said to mean that ESG management activities in the future are management strategies that guarantee sustainability, as ESG activities increase corporate value and shareholder value. The sample of this study was only targeted at KOSPI market companies and has limitations in that the distribution by industry is not diverse, but it can be said to have great implications in that it presents the direction of future research.

Key words: ESG, corporate governance, social responsibility management, environmental management, dividend payment

* Ph. D. Student, Graduate School, Kongju National University, First Author, E-Mail : jjunsmart@naver.com

** Professor, Department of Business Administration, Kongju National University, Corresponding Author, E-Mail : winter@kongju.ac.kr