Asia-Pacific Journal of Business & Commerce (2021) 13(3), 94-121
https://doi.org/10.35183/ajbc.2021.11.13.3.94

ESG 등급이 기업가치와 부채비용, 신용등급에 미치는 영향*

김광민[1)]
전북대학교 경영학과, 박사

이헌상[2)]
전북대학교 경영학과, 교수

요약

본 논문은 2013년부터 2020년 한국거래소의 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 한국기업지배구조원 ESG 평가 기업의 기업 가치와 부채비용, 신용등급에 관한 연관성을 실증분석하였다. 연구 결과, 첫째 ESG는 기업의 경영성과와 기업 가치에 차별적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 통합부문 ROE와 ROA는 유의하지 않은 값을 확인하였고 토빈 Q는 환경과 사회부문에서 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 둘째 금융기관으로부터 차입하는 이자율의 결정 요인으로 양호한 ESG 등급은 유의하지 않거나 단기적인 비용의 상승을 유발할 수 있음을 확인하였다. 이는 공적부채와 같이 시장에서의 채권 조달과는 반대로 사적부채의 성격을 지닌 금융기관 등은 해당 기업 대출을 실행함에 있어 비재무적 가치인 ESG를 유의미한 정보로 활용하지는 않는다고 판단할 수 있다. 셋째 비재무적 정보로서 ESG가 회사채 신용등급 평가에 유의미한 양(+)의 관련성을 확인하였다. 신용평가기관은 회계상의 기업 재무 자료뿐만 아니라 비재무적 정보인 ESG의 등급을 신용평가 등급 산정에 반영한다고 볼 수 있다.

핵심주제어 : ESG 등급, 기업가치, 회사채 신용등급, 부채비용, 재무적 건전성

논문접수일 2021년 09월 28일
심사완료일 2021년 11월 08일
게재확정일 2021년 11월 15일

---

*본 논문은 한국연구재단과 아태경상저널에서 정한 윤리규정을 준수함. 본 논문은 제1저자의 박사학위 논문을 일부 발췌한 논문임.

1) 제1저자, kwangmin.kim@daishin.com

2) 교신저자, lhs@jbnu.ac.kr

ⓒ 2021 Research Institute of Industry and Economy

1. 서론

전통적으로 기업은 주주 가치의 극대화(Shareholder Wealth Maximization)라는 목표를 두고 이윤 추구를 통하여 기업 가치를 높이려고 노력해왔다. 영국과 미국을 중심으로 하는 주주자본주의(Shareholder Capitalism)의 관점에서 기업은 주주의 이익을 우선적으로 고려하여야 하며 이는 주가의 단기적 상승이나 이익에 대한 배당의 형태로 주주가치 제고를 실현에 왔다(Theodor and Kenneth 2005). 이렇듯 금융자본이 발달한 영국식 주주자본주의는 산업자본을 근간으로 하는 독일식과는 다른 형태로 발전해왔으며, 이는 소비자, 근로자, 채권자, 지역사회, 정부 및 협력사 같은 기업 경영의 이해관계자의 관계성에 중심을 둔 이해관계자 자본주의(Stakeholder Capitalism)와 함께 기업의 가치 판단의 근거로 인식되어왔다. 이해관계자 자본주의는 회사의 경영활동 전반에 영향을 미치는 모든 이해집단을 존중하고 이들 상호간의 균형을 맞추어 기업이 지속가능한 성장과 안정적인 분배 그리고 고용의 질적 향상을 통해 재무적 가치와 비재무적 가치를 동시에 달성하는 것에 목표를 두고 있다.

최근의 사회적 책임의 개념은 단순히 사회공헌 활동을 넘어선 환경경영, 책임경영, 그리고 투명한 지배구조를 추구하는 것이라 하겠다. 지속 가능한 성장을 위해 ESG 개념이 확고해지고 있으며 기관(연기금, 자산운용사), 국가 등이 주체적으로 비재무적 가치 실현에 최선을 다하고 있다. 최근 기업들 또한 경영성과 및 기업 가치와 같은 재무적 정보뿐만 아니라 ESG와 같은 비재무적 정보의 공시 요구에 부응할 필요성이 대두되었다. 2020년 12월 ‘도쿄포럼 2020‘에서는 SK그룹 최태원 회장이 “기업들이 친환경 사업, 사회적 가치 창출, 투명한 지배구조 등을 추구하는 ESG 경영을 가속화하는 것이 환경 위기와 코로나 팬데믹을 극복하는 해법이 될 것” 이라고 주장하였다. 또한 온라인 쇼핑몰 11번가는 택배 배송 상자에 ‘친환경 택배상자’를 도입하였다. 그로 인해 조립식 방식의 분리 배출 및 100% 재활용이 가능해졌다. 엔씨소프트의 김택진 대표는 지난 2월 게임 업계에서는 최소로 ESG 전담 부서를 신설하여 급변하는 경영 환경에 효과적으로 대처하려는 움직임을 보이고 있다.

이러한 사회변화의 시점에서 오늘날 기업 경영의 주요한 이슈는 사회적 책임을 다하는 기업이 이제 선택의 문제가 아닌 시대가 요구하는 과제가 되어가고 있다는 점이다. 국민연금공단은 2019년 11월「국민연금기금 책임 투자 활성화 방안」을 발표하면서 지배구조(G)중심의 기업과의 대화전략을 환경(E), 사회(S) 영역으

ⓒ 2021 Research Institute of Industry and Economy

로 확대 및 내실화하겠다는 추진 과제를 제시하였으며 2021년까지 환경 · 사회 요소의 중점 관리 사안 가이드라인을 마련 및 추진하겠다고 발표하였다. 또한 최근 정부의 ‘2050년 탄소중립’ 선언 발표(2020.12.07) 등으로 인해 기후 리스크 관리가 중요해지면서 관련 주제에 대한 기업 모니터링이 지속될 예정이다. 예컨대 국민연금공단은 AIGCC(Asia Investor Group on Climate Change, 기후변화 관련 아시아 투자자 그룹) 회원기관으로 가입 (2020.11.30.) 하는 등 2021년부터 수탁자 책임활동에 있어 적극적으로 환경 요소를 고려할 것으로 예상된다. 또한 주주행동주의 관점에서도 국민연금공단의 스튜어드십 코드 도입 결정은 연기금 및 운용사들이 독립적인 주주로서 의결권을 행사하고 이로 인해 대리인 비용의 감소와 회계 투명성의 제고를 통해 기업 가치가 상승할 것으로 기대되며 이는 기업의 신용등급에도 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

ESG 경영이란 과거 기업의 경영활동에서 나타난 환경문제, 사회문제 등의 외부효과와 불투명한 지배구조로 인한 대리인 문제를 기업 스스로 내재화한 것으로 기업의 목적을 경제적 가치와 사회적 가치의 공동 제고로 설정하고 이해관계자의 효용 증대를 목표로 인적, 물적 자원을 효율적으로 배분하는 것이다. 따라서 기업은 이해관계자 효용 제고를 목적함수로 두지 않으면 지속 가능한 성장이 어려울뿐더러 환경 · 사회 · 지배구조 관련 규제 강화에 대응하기 위해서라도 ESG 경영을 추구해야 한다.

이와 같이 비재무적 정보의 가치가 증가하면서 기업 가치 평가 및 타인자본비용을 낮추는 요인으로서 ESG 등급이 유용한 수단이 되는지의 여부를 검증할 필요성이 제기된다. 일반적으로 기업이 자본을 조달하는 방식은 채권을 발행하거나 금융기관으로부터 자금을 차입하는 형태로 이루어진다. 이때 채권자나 신용평가기관은 기업의 재무정보를 바탕으로 부도 위험을 측정하고 기업가치가 우량한 기업일수록 자본조달에 필요한 비용(채권 금리, 이자비용)은 감소할 것이다. 또한 재무적 요소뿐만 아니라 비재무적 요소 즉 ESG 등급이 높은 기업이라면 해당 기업의 경제적 가치를 파악하기 용이해진다. 따라서 자본시장에서 채권자들은 정량적으로 평가 가능한 재무적 정보뿐만 아니라 비재무적 정보가 높은 기업에게 상대적으로 낮은 ESG 위험프리미엄을 반영할 것이므로 기업 입장에서 타인자본비용이 감소될 수 있다.

이에 본 연구는 한국기업지배구조원의 ESG 평가정보가 경영성과와 기업가치 미치는 영향에 대한 설명력을 파악하고 신용평점과 ESG 등급이 비재무적 정보이지만 서로 유용한 회계정보로서 활용될 수 있을지의 여부를 확인하고자 한다. 그

ⓒ 2021 Research Institute of Industry and Economy

리고 ESG 등급이 기업이 금융기관으로부터 차입의 형태로 자본을 조달할 때 부담하는 부채비용에 어떠한 영향을 미치는지 확인하고자 하였다. 이는 금융기관 등이 기업에 대출 실행 시 ESG와 같은 비재무적 정보를 활용할 것인지의 여부를 파악하는데 도움을 줄 수 있을 것이라 판단된다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 1장은 연구의 배경과 목적을 제시하고 2장에서는 선행연구를 검토하였다. 3장은 가설의 설정과 연구 모형을 제시하였으며, 4장은 실증분석 결과를 제시하였다. 5장은 본 연구의 시사점과 결론을 요약하고 한계점을 제시하였다.

2. 선행연구의 검토

2.1. ESG 평가와 기업가치 관계에 관한 선행연구

기업의 사회적 책임(CSR)를 반영한 ESG 평가정보가 주목받게 되면서 기업가치, 투자 성과와 관련한 연구들이 다양하게 논의되었다. 그러나 그 결과에 관하여 결정적인 합의점을 도출하기보다는 대체로 긍정론과 부정론 그리고 무관련 이론이 다양하게 보고되고 있다. 대표적인 긍정론은 기업의 사회적 책임이 기업 이미지를 제고시키고 평판이 개선되어 가시적인 경영성과로 이어진다는 사회효과설(Social Impact Hypothesis)이 있다(Freeman, 1984). 이 가설은 기업의 사회적 책임이 이해관계자의 문제 해결에 도움이 되면 경영성과에 긍정적인 영향을 미치고 기업이 지속적으로 사회적 영역에 참여함으로써 얻은 좋은 경영 관행이 이해관계자와의 관계를 강화시켜 더 나은 재무성과를 유발하게 된다고 주장하였다. 반대로 전통적인 입장에서 기업의 사회적 활동은 비용으로 인식되며 이는 기업 가치에 부정적인 영향을 미친다는 견해도 존재한다. Friedman은 ‘기업의 사회적 책임은 이익을 창출하는 것’이라고 주장하였다. Friedman은 기업이 수행하는 사회적인 활동은 자율 경쟁을 통해 자원을 효율적으로 이용하고 이익을 올리는 것이며 주주의 이익을 극대화하기 위해 사회활동에 소요되는 비용은 최소화해야 한다고 주장하였다. 사회공헌활동에 기업의 이익을 사용하는 것은 주주에게 귀속될 이익을 다른 곳에 배분하는 것으로 이것은 정부의 역할이라고 보았다. 또한 투자자와 경영자 사이에 이해관계의 상충이 발생할 수 있다고 보는 경영자 기회주의 가설(Managerial Opportunism Theory)은 기업의 사회적 책임과 기업 가치는

ⓒ 2021 Research Institute of Industry and Economy

다른 관련성이 없거나 음(-)의 상관 관계를 갖는다고 주장한다.

Eliwa et al.(2019)은 ESG활동의 대용치로 Thomson Reuters ESG 평가등급과 Bloomberg ESG 공시 등급을 활용하여 타인자본비용과의 관계를 추정하였다. 타인자본비용 중 금융기관으로부터 차입하는 차입금의 회계측정치인 평균부채비용 대비 총이자비용과 회사채 발생 시 타인자본비용의 대용치인 Fitch사의 신용등급과의 연관성을 알아보고자 EU(European Union) 15개 국가들의 기업들을 대상으로 상관관계를 분석하였다. 그 결과 높은 수준의 ESG 등급을 가진 기업들의 타인자본비용이 대체적으로 낮으며, ESG 공시 등급도 타인자본비용에 비슷한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 특히 사회적 공동체 역할이 보다 보편적이고 시장에서 투자자, 주주 등 이해관계자들이 중요시 되는 국가들에서 보다 지배적인 연관성이 있는 것으로 파악되었다.

임욱빈(2019)은 비재무적 정보인 기업의 환경, 사회, 지배구조에 대한 사회적 책임 경영(CSR)이 기업의 재무 성과에 미치는 영향을 분석한 결과, KCGS의 ESG 평가점수 중 환경(E)을 제외하고 사회(S), 지배구조(G) 및 ESG 통합 등급에서 기업의 사회적 책임 활동이 기업가치를 증가시킨다고 보고한다.

그러나 모든 연구가 기업가치에 긍정적인 영향을 준다고 분석하지는 않는다. CSR 활동의 기준과 비용의 범위에 있어 기업 경영자의 주관에 따라 의사 결정은 달라질 것이다. 경영자 자신의 이익을 위해 수행된 CSR은 경영자에게는 이득이 될 수도 있지만, 투자자 및 주주 등 이해관계자들에게는 비용으로 인식될 수 있어 기업 가치에 부정적인 영향을 끼칠 수 있다. 김명서 외 공동연구(2014)는 지속가능책임투자(SRI)활동에 있어 기관 투자자 지분율과 CSR과의 연관성을 2010년부터 2012년 KOSPI200지수에 편입된 상장기업을 대상으로 분석하였다. 그 결과 외국인 투자자와 달리 국내 기관투자자는 투자 결정시 CSR을 고려한 SRI활동을 하고 있지 않는 것으로 파악되었다.

Vance(1975)은 기업의 사회적 성과와 경영성과 간에 음(-)의 관계가 존재한다고 분석하였고, Wright and Ferris(1997)는 기업 가치의 단기성과를 측정한 연구에서 기업의 사회적 책임을 위한 투자는 주주의 부를 극대화하는 것에 역행하는 것으로 인식하여 주식시장에서 상대적으로 낮은 평가를 받을 수밖에 없다고 보고하였다. Brammer and Pavelin(2006)은 기업의 사회적 책임 구성요소와 기업의 성과는 음(-)의 관계가 존재한다고 분석하였다. Shoroder(2007)는 사회적 성과가 높은 기업이 시장 수익률에 비하여 주가 수익률이 저조하다고 하였고 오히려 수익률에서 더 높은 위험을 가진다고 하였다.

ⓒ 2021 Research Institute of Industry and Economy

이런 긍정론과 부정론 사이에 기업의 사회적 책임이 기업 경영성과와 관련이 없다는 연구도 존재한다. Alexander(1978)는 기업의 사회적 책임과 주가 수익률 간에 통계적으로 유의한 상관 관계가 존재하지 않는다고 하였으며 Godfrey and Hatch(2007)는 사회적 책임 활동과 기업의 재무 성과 사이에 일치하지 않은 결과의 원인으로 방법론상의 문제를 제기하였다. 다시 말해 기존 연구는 대규모 복수 산업표본을 사용하여 횡단면 관측치, 서로 다른 CSR 기준(예: 지역사회관계, 자연환경, 근로자 관계 등)을 인식하지 않은 단일 지표 사용의 3가지 문제를 지적하였다. Griffin and Mahon(1997)은 기업의 사회 공헌 활동과 회계적 · 재무적 성과 간에는 명확한 유의성을 찾지 못하였다고 보고하였다. 박정윤과 옥영경(2013)의 연구에서도 환경경영구에서도 환경경영과 기업 가치와 관계는 유의성이 존재하지 않았다.

2.2. ESG 평가와 부채비용 관계에 관한 선행연구

부채는 조달의 성격에 따라 사적부채와 공적부채로 구분할 수 있다. 공적부채는 시장이라는 공동의 매개체를 통해서 자본조달이 이루어지며 사적부채는 금융기관을 통해 차입이라는 형태로 자본조달이 이루어지는 부채를 말한다. 이러한 부채는 계약의 형태와 특성이 다르기 때문에 정보의 가치 측면에 차이점을 나타낸다.

Biddle and Hilary(2006)는 기업이 외부에서 자본을 조달할 때 제공되는 회계정보의 질이 높을수록 경영자와 이해관계자의 정보 비대칭이 줄고 투자의 효율성이 증대된다고 하였고, Starks(2009)는 투자자들은 사회적으로 책임을 다하지 못하는 기업에 대해 위험 수준이 높은 것으로 인식하여 그에 대한 보상 프리미엄을 요구할 것이며 이는 자본비용을 높이는 유인이 된다고 판단하였다. Menz(2010)는 유럽 기업의 위험프리미엄 결정에 기업지배구조와 CSR이 중요한 요인이라 분석하였다. 우수한 지배구조를 가진 기업의 경우 채권자들이 기업의 사회적 책임 활동에 대한 투자를 기업의 위험 감소 수단으로 인식하고 그에 따라 부채 비용이 낮아질 것이라 기대하였다.

나영 등(2012)은 사회 · 환경 평가에 지배구조평가를 추가한 ESG 정보와 타인자본비용간의 관계를 살펴보았다. 분석 결과는 비재무적 정보인 ESG 등급 점수가 높을수록 타인자본비용이 낮은 것으로 나타났으며 이러한 결과는 ESG 평가에 관한 인식의 확대가 품질의 증가로 이어지고 경영자와 채권자 사이의 정보 비대칭

ⓒ 2021 Research Institute of Industry and Economy

을 감소시킬 수 있다는 것이다. 즉 낮은 위험프리미엄을 적용 받는 높은 수준의 ESG 기업은 타인자본비용이 감소한다고 해석하였다.

2.3. ESG 평가와 신용등급 관계에 관한 선행연구

기업의 원리금 상환능력은 현재나 과거가 아닌 미래의 특정 시기에 특정 규모의 현금이 창출될 가능성에 의해 좌우되기 때문에 현금흐름에 영향을 주는 모든 요소들을 고려하여 미래의 현금흐름을 정확하게 예측하는 것이 신용평가의 핵심이라 할 수 있다.따라서 신용등급(Credit Rating)은 자본시장에서 기업과 외부 이해관계자 (주주, 투자자, 채권자) 사이에 존재하는 정보의 불균형을 해소하는 매개역할을 하고 있다.

Feldman et al.(1997)은 환경 활동에 대해 능동적인 자세를 취하는 기업은 투자자들에게 인식되는 위험이 유의미하게 감소함을 보고하였다. 우수한 CSR활동을 수행하는 기업은 이해관계자와의 잠재적인 갈등을 감소시켜며 이는 정보 비대칭으로 인한 불필요한 자본 비용을 완화시킨다고 분석하였다. 이렇듯 해당기업의 불확실성이 감소되면 투자자의 위험이 분산되므로 투자자들은 상대적으로 낮은 수익률을 요구할 것이다. 이에 기업들은 CSR활동을 우수하게 수행할 유인이 발생하며 이해관계자와의 갈등으로 발생할 수 있는 위험이 감소할 것이고, 투자자들은 우수한 CSR활동을 하는 기업에 대해 상대적으로 위험이 낮다고 판단할 것이다. 이와 같은 연구의 결과는 일반적으로 CSR활동을 적극적으로 수행하는 기업의 정보비대칭은 완화된다고 보고하였다.

김동영(2020)은 거래소에 상장된 기업을 대상으로 2014년부터 2018년간 KIS 신용 평점과 ESG 평가정보를 활용하여 ESG 평가 정보와 신용 평점 간의 관련성을 연구하였다. 그 결과 ESG 통합 부문과 환경(E), 사회(S), 지배구조(G) 각각의 부문 모두 유의한 양(+)의 상관관계가 나타났다. 회귀분석의 결과 ESG 통합부문, 환경부문, 사회부문, 지배구조부문 모두 회귀계수가 신용 평점에 양(+)의 값을 1% 유의수준에서 나타내었다. 이러한 결과는 ESG평가 정보가 높을수록 KIS 신용 평점에 긍정적으로 영향을 미친다고 추론하였다. 해당 연구는 기업의 사회적 책임 경영이 기업의 재무상태를 건전하게 만들고 기업의 위험을 감소시키며 높은 신용평점은 자본 조달에 드는 비용 감소로 이어질 수 있음을 시사하였다. 또한 한국기업지배구조원이 발표하는 ESG 평가 정보는 KIS 신용 평점과 연관성에 대해 긍정적으로 반영됨을 알 수 있다. 연구의 한계점으로는 특정 기관의 신용 평점만

ⓒ 2021 Research Institute of Industry and Economy

활용함으로서 이 결과를 국내 기업 전체로 확대하여 일반화하기에 오류를 배제할 수 없다는 것이다.

3. 가설 설정 및 연구 모형

3.1. 가설 설정

본 연구에서는 ESG 등급이 기업에 미치는 영향을 확인하고 세부 항목의 특성을 반영하여 기업 가치와 연관성을 파악하고자 한다. 그리고 타인자본비용을 부채비용과 회사채 신용등급으로 나누어 ESG 등급과 관련성을 실증 분석하고자 한다.

3.1.1. ESG와 기업가치 관련 가설

최근 들어 기업의 이해관계자들은 ESG 등급을 기업의 재무적 성과 예측과 전략적 목표 수립에 상당부분 활용하고 있다. 기업의 지속 가능한 성장을 위해 경영자와 주주 및 투자자 사이의 정보 비대칭의 감소는 역선택의 문제, 주식 가치 저평가, 자본비용의 증가 등의 문제를 해결하는데 도움을 줄 수 있다. 따라서 기업의 비재무적 정보인 ESG 등급은 급변하는 기업 환경의 유용한 투자 지표로서 활용될 수 있으며 다양한 이해관계자들에게 의미 있는 의사결정을 하도록 영향을 줄 수 있다.

따라서 본 연구에서는 기업의 경영성과 대용치로 ROE, ROA, 기업가치 대용치로 Tobin Q를 활용하였으며 ESG 등급이 B+ 이상이면 1, B+ 미만이면 0으로 분류하고 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설1 : ESG 등급은 경영성과와 기업가치에 차별적인 관련성이 있을것이다.
가설1-1 : 환경(E)정보는 경영성과와 기업가치에 차별적인 관련성이 있을 것이다.
가설1-2 : 사회(S)정보는 경영성과와 기업가치에 차별적인 관련성이 있을 것이다.
가설1-3 : 지배구조(G)정보는 경영성과와 기업가치에 차별적인 관련성이 있을 것이다.

ⓒ 2021 Research Institute of Industry and Economy

3.1.2. ESG와 부채비용 관련 가설

박종찬(2011)은 부채를 기간에 따라 유동부채와 비유동부채로 분류하고 특성에 따라 금융부채와 영업부채로 분류하여 신용등급에 미치는 영향을 분석하였다. 분석의 결과 유동부채와 비유동부채는 신용등급에 차별적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 그러나 금융부채와 영업부채로 나누어 분석한 결과 금융부채가 영업부채보다 신용등급 결정에 미치는 영향력이 더 높았다. 또한 전통적으로 기업의 부채비율은 다른 성격의 모든 종류의 부채를 포함하고 있기 때문에 재무위험의 과대 계상의 위험이 있고 이를 해결하기 위해 전통적인 부채비율과 함께 금융부채비율, 이자보상비율 등을 같이 고려해야 한다고 주장하였다.

본 연구에서는 ESG 등급이 금융기관으로부터의 차입금과 관련성이 있는지 살펴보고자 하였다. 양호한 ESG 평가 기업이 낮은 금리로 자금을 조달할 수 있으면 기업은 ESG 가치에 적극적으로 자원을 배분할 것이다. 이는 ESG 경영 촉진을 위해 ESG 성과연계 금융 중개가 활성화되는 유인으로도 작용할 수 있다. 따라서 자본 조달 시장에서 금융기관 등이 기업에게 대출을 실행할 때 비재무적 정보인 ESG를 감안하여 조달 금리를 설정할 것인지 분석하기 위해 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설2 : ESG 등급이 부채비용에 미치는 영향은 부채의 특성에 따라 차별적으로 나타날 것이다.
가설2-1 :환경(E)정보가 부채비용에 미치는 영향은 부채의 특성에 따라 차별적으로 나타날 것이다.
가설2-2 :사회(S)정보가 부채비용에 미치는 영향은 부채의 특성에 따라 차별적으로 나타날 것이다.
가설2-3 :지배구조(G)가 부채비용에 미치는 영향은 부채의 특성에 따라 차별적으로 나타날 것이다.

3.1.3. ESG와 회사채 신용등급 관련 가설

회사채 신용등급이란 전문적인 신용평가기관에서 채권을 발행한 기업의 현재와 미래 지불 능력을 평가하여 이것을 등급화한 것을 말한다. 이 신용등급은 투자자에게 정보 수집의 비용을 낮춰주고 시장에서 검증 가능한 기업의 신용상태를 쉽게 얻을 수 있게 해준다. 나영・진동민(2003)은 1997년 IMF 금융위기 이후 기업

ⓒ 2021 Research Institute of Industry and Economy

어음의 신용정보를 활용하여 신용등급 예측과 회계정보의 유용성을 분석하였다. 그 결과 배당성향과 총자산 등의 재무정보가 신용등급을 예측함에 중요하다고 확인하였으며, 차기연도 신용등급 예측을 위해 당해 연도 재무정보를 활용하여 분석한 결과 90%이상의 예측정확도를 보여 해당 연구의 신뢰성을 향상시켰다. 오희장(2002)은 기업 어음 신용등급의 결정 요인을 추정하기 위해 재무 변수로 현금흐름, 경상이익, 부채비율 등을 활용하여 모형을 설계하고 검증한 결과 75.5%의 예측력을 보여 재무적 변수의 중요성을 강조하였다.

본 연구에서는 비재무적 요소인 ESG 등급이 회사채 신용등급의 예측과 평가에 연관성이 있는지 파악하고자 하였다. 신용평가 기관이 회사채 신용평가 시 우수한 ESG 성과를 유의미한 가치로 활용하는지 여부를 확인하고자 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설3 : ESG 등급이 좋을수록 기업의 신용등급에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.
가설3-1 : 환경(E)등급이 좋을수록 기업의 신용등급에 긍정적인 영향을 미칠것이다.
가설3-2 : 사회(S)등급이 좋을수록 기업의 신용등급에 긍정적인 영향을 미칠것이다.
가설3-3 : 지배구조(G)등급이 좋을수록 기업의 신용등급에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

3.2. 연구 모형

3.2.1. ESG 등급과 기업가치와의 관계

본 연구는 2013년부터 2020년까지 한국기업지배구조원(KCGS)에서 발표하는 ESG 평가 기업을 대상으로 ESG 통합등급과 세부 항목별 등급이 기업가치와 부채비용 그리고 신용등급에 어떠한 영향을 미치는지 분석하고자 한다. 업가치 대용변수로 ROA, ROE, Tobin Q 세 가지를 사용하였다. 기존 연구에서 가장 많이 사용되는 토빈 Q는 일반적으로 기업의 시장 가치를 측정하는 변수로 설명된다. 여기에 기업의 경영 성과를 설명하는 수익성 지표로 ROA와 ROE를 추가하여 분석하였으며 ESG의 평가 발표는 전기의 자료를 가지고 당기에 공지되므로 설명변

ⓒ 2021 Research Institute of Industry and Economy

수 ESG는 t-1기를 적용하였다. 또한 ESG 등급은 B+ 이상 기업은 1, B+ 미만 기업은 0의 더미를 부여하여 사용하였다.

아래 [모형 1]은 기업의 시장가치 (Tobin’s Q)와 기업의 경영성과 (ROA, ROE)를 종속변수로 한 패널 분석 모형이다.

[모형 1]

$$Q_{i,t} = \beta_1 ESG_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 FOR_{i,t} + \beta_5 OWN_{i,t} + \beta_6 DV_{i,t} + \beta_7 CASH_{i,t} + \beta_8 EBITDA_{i,t} + \beta_9 ENTUDUM_{i,t} + \epsilon$$

Qi,t : ROAi,t : t기의 총자산이익률(당기순이익/총자산)
ROEi,t : t기의 자기자본이익률(당기순이익/자기자본)
Tobin Qi,t : t기의 (기말 시가총액+총부채)/총자산 장부가치
ESG-T : t-1기와 t기 ESG 통합 지수 우수하면 1, 아니면 0
-ESG-E : t-1기와 t기 환경 우수하면 1, 아니면 0
-ESG-S : t-1기와 t기 사회 우수하면 1, 아니면 0
-ESG-G : t-1기와 t기 지배구조 우수하면 1, 아니면 0
SIZE : 기업규모(자산총액의 자연로그 값)
LEV : 부채비율(총부채/총자본)
FOR : 외국인 지분율(외국인 지분/총발행주식)
OWN : 최대주주 지분율(최대주주 및 특수 관계인의 보통주 지분율)
DV : 배당(실시 1, 미실시 0)
CASH : 현금성자산 비율(현금성 자산/총자산)
EBITDA : 법인세, 이자, 감가상각비 차감 전 영업이익/총자산
ENTDUM : 산업 더미

3.2.2. ESG 등급과 부채비용과의 관계

일반적으로 유동부채는 1년 이내 원리금 상환의무가 있는 부채를 말하며, 비유동부채는 1년 혹은 1년 이후에 만기가 도래하는 부채를 말한다. 또한 영업부채는 영업활동을 통해서 발생하는 것으로 매입채무, 미지급금, 선수금 등이며 금융부채는 금융기관 등으로부터 차입한 대출금, 금융리스 등을 말한다. 이렇듯 부채의

ⓒ 2021 Research Institute of Industry and Economy

구성요소가 상이하게 구분되기 때문에 ESG가 부채비용에 미치는 영향도 차별적으로 나타날 것이고 이는 기업의 재무위험을 평가하는 척도로써 활용 가치가 있을 수 있다. 본 연구에서는 ESG 등급이 부채의 특성에 따라 부채비용에 차별적인 영향을 미치는지를 알아보고자 한다.

[모형 2]는 부채비용을 측정하는 대용치로 재무제표를 이용하여 측정된 이자에 대한 부담 비용을 산출하였다. 즉, 기업이 부담하고 있는 총이자비용을 평균적으로 발생하는 총부채로 나눈 값을 활용하여 종속변수로 한 패널 분석 모형이다.

[모형 2]

$$COD_{i,t} = \beta_1 ESG_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i.t} + \beta_4 ROE_{i,t} + \beta_5 FOR_{i,t} + \beta_6 OWN_{i,t} + \beta_7 DV_{i,t} + \beta_8 CASH_{i,t} + \beta_9 RND_{i,t} + \beta_{10} ENTDUM_{i,t} + \epsilon$$

CODi,t : 부채비용(총이자비용/총부채-(매입채무+선수금・선수수입))
ESG : ESG 통합 등급 및 스코어
SIZE : 기업규모(자산총액의 자연로그 값)
LEV : 부채비율(총부채/총자본)
ROE : 자기자본 이익률(당기순이익/자기자본)
FOR : 외국인 지분율(외국인 지분/총발행주식)
OWN : 최대주주 지분율(최대주주 및 특수 관계인의 보통주 지분율)
DV : 배당(실시 1, 미실시 0)
CASH : 현금성자산 비율(현금성 자산/총자산)
RND : 연구개발비/총자산
ENTDUM : 산업 더미

3.2.3. ESG 등급과 회사채 신용등급과의 관계

이아영 외(2008)는 불성실 공시가 타인자본비용에 미치는 영향을 연구하였는데 종속변수로 신용등급과 차입이자율을 이용하였다. 연구 결과, 불성실 공시법인 지정으로 인해 신용등급의 하락이 비지정기업보다 유의적으로 낮게 나타났으며 차입이자율 또한 1.4% 포인트 증가하여 불성실공시지정법인의 타인자본비용이 상대적으로 높게 형성되었다. 이는 공시품질 저하가 자본시장에서 부정적인 영향

ⓒ 2021 Research Institute of Industry and Economy

을 미쳐 타인자본비용의 증가를 유발하는 것으로 판단된다.

일반적으로 종속변수(y=0, 1)가 순서를 지니지 않는 범주형 이산 확률일 경우 로짓 혹은 프로빗 분석이 적합하다. 회사채 신용등급은 채권 발행 시 신용평가기관으로부터 평가를 받고 그에 맞는 조달 금리 결정의 기준으로 사용된다. 모든 기업이 매년 신용평가를 받지는 않기 때문에 당해 연도의 신용등급을 확보하지 못한 기업은 분석에서 제외하였다. 본 연구의 모형에서 독립변수는 t-1시점 종속변수는 t시점으로 설정하여 각 변수간의 인과관계(Casuality Relation)을 확인하고 동일 시점으로 설정할 경우 발생하는 변수간 내생성(Endogeneity) 문제를 피하고자 하였다. 종속변수 신용등급은 투자적격등급 BBB 등급 이상 1, 투기등급 BBB 등급 미만 0으로 분류하였다. 통제변수로는 기업규모, 부채비율, 외국인지분율, 현금성자산비율, 최대주주지분율, 산업더미를 설정하였다.

[모형 3]는 연구 가설 3를 실증분석하기 위한 패널 로짓 모형으로 ESG 등급이 회사채 신용등급에 미치는 영향을 살펴보고 회사채 신용등급 평가에 ESG 등급이 어느 정도 설명력을 가지는지 확인하고자 하였다.

[모형 3]

$$\ln\left(\frac{P(CR)_{i,t}}{1-P(CR)_{i,t}}\right) = \beta_1 ESG_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 FOR_{i,t} + \beta_5 OWN_{i,t} + \beta_6 CASH_{i,t} + \beta_7 EBITDA_{i,t} + \beta_8 ENTDUM_{i,t} + \epsilon$$

CRi,t : 회사채 신용등급 점수(BBB+ 이상 1, 미만 0)
ESG : ESG 통합 등급 및 스코어
SIZE : 기업규모(자산총액의 자연로그 값)
LEV : 부채비율(총부채/총자본)
FOR : 외국인 지분율(외국인 지분/총발행주식)
OWN : 최대주주 지분율(최대주주 및 특수 관계인의 보통주 지분율)
CASH : 현금성자산 비율(현금성 자산/총자산)
EBITDA : 법인세, 이자, 감가상각비 차감 전 영업이익/총자산
ENTDUM : 산업 더미

ⓒ 2021 Research Institute of Industry and Economy

4. 실증분석

본 연구에서는 한국기업지배구조원에서 실시하는 ESG 평가등급과 우리나라 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 표본을 선정하였다. 분석을 위해 ESG 등급은 2013년에서 2020년 자료를 사용하였고 유가증권 상장기업은 2014년에서 2020년도 자료를 대상으로 선행연구에 기초해 다음과 같은 조건을 충족하는 기업을 표본으로 구성하였다.

1) 금융업, 지주사 제외
2) 12월 결산 법인
3) 자본 잠식 기업 및 감사의견 미적정 기업 제외
4) 회계자료의 연속성이 누락되거나 ESG평가 불연속 기업 제외

본 연구에 사용된 표본은 아래 <표 1>과 같다, 2013년 669개 기업, 2014년 712개 기업, 2015년 829개 기업, 2017년 744개 기업, 2018년 734개 기업, 2019년 749개 기업, 2020년 761개 기업으로 총 4437개 기업이다.

<표 1>

		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ESG	A+	7	14	13	33	4	9	10	14
	A	32	30	38	32	53	27	46	101
	B+	113	113	107	123	161	145	219	209
	B	302	317	339	384	352	298	281	273
	C	233	229	305	266	158	227	165	146
	D	12	9	27	30	169	28	28	18
합계		699	712	829	868	744	734	749	761

4.1 기술통계분석

<표 2>는 본 연구의 전체표본에 대한 기술통계량을 제시하고 있다. 종속변수 ROE는 평균값(중간값)이 4.29(4.87), ROA는 2.50(2.47), 토빈 Q는 0.84(0.85)로 나타났다. 전체 표본 중 ROE값이 ROA 보다 1.79% 높게 나타난 것은 총자산을 활용한 수익보다 자기자본을 활용하여 얻는 수익이 더 높음을 알 수 있으며 1보다 낮은 토빈 Q의 비율은 시장 참가자들이 판단하는 기업가치가 총자산의 실물 가치보다 낮게 평가받고 있다는 의미로 해석할 수 있다.

ⓒ 2021 Research Institute of Industry and Economy

ESG-T은 0.18, ESG-E은 0.29, ESG-S는 0.23, ESG-G는 0.20을 나타냈다. 이는 B+등급 이상의 기업군이 각각 18%, 29%, 23%, 20%이며 상대적으로 ESG 등급이 우수하지 않은 기업군의 비율이 70%에 육박하고 있다는 의미로 해석할 수 있다. SIZE는 평균값(중간값)이 20.25(20.00), LEV는 63.97(48.03)이며 외국인지분율은 10.64(5.05), 대주주지분율은 43.84(43.84)로 각각 평균적으로 10.64%와 43.84%의 지분을 보유하고 있음을 알 수 있다. EBITDA는 5.03(4.45), 연구개발비는 06.5(0.02), 현금성자산비율은 4.85(3.15), 배당은 0.64(1.00)으로 나타났다.

ⓒ 2021 Research Institute of Industry and Economy

<표 2> 기술통계분석

var	n	mean	median	sd	min	max
roe	3268	4.2946	4.8700	8.7989	-13.2800	23.1800
roa	3268	2.5010	2.4700	4.8104	-7.6200	13.1600
tobin_q	3268	0.9409	0.8500	0.4412	0.0400	1.8800
lev	3268	63.9722	48.0350	52.3782	0.0600	186.3400
cod	3268	1.9641	1.8864	1.3623	0.0000	5.6125
CR	1011	0.8803	1.0000	0.3247	0.0000	1.0000
ESG_total	3268	0.1870	0.0000	0.3899	0.0000	1.0000
E	3268	0.2944	0.0000	0.4558	0.0000	1.0000
S	3268	0.2375	0.0000	0.4256	0.0000	1.0000
G	3268	0.2072	0.0000	0.4053	0.0000	1.0000
size	3268	20.2551	20.0000	1.6710	15.7800	26.5900
fore	3268	10.6474	5.0550	13.2889	0.0000	89.7300
own	3268	43.8402	43.8450	16.2598	0.0000	97.2500
DV	3268	0.6499	1.0000	0.4771	0.0000	1.0000
cash	3268	4.8509	3.1500	4.8104	0.0000	16.4800
EBITDA	3268	5.0346	4.4500	5.0763	-7.1400	17.0100
rnd	3268	0.6502	0.0200	1.4679	0.0000	20.2400

4.2. ESG 등급이 기업가치에 미치는 영향

<표 3.1-3.3>은 가설 1을 검증한 결과이다. 본 연구는 비재무적 정보인 ESG가 기업 가치 전반에 어떠한 영향을 미치는가에 대한 ESG 설명력을 확인하고자 하

ⓒ 2021 Research Institute of Industry and Economy

였다. 종속변수로 회계장부상의 경영성과 지표로서 ROE와 ROA를 설정하고 투자자들의 시장가치 성과지표로 토빈 Q를 설정하였다. 실증 분석 결과 ESG 통합과 개별 항목은 기업의 경영성과 및 기업 가치와 유의하지 않거나 음(-)의 관계를 확인하였다. 이는 Wright and Ferris(1997)와 Brammer et al.(2006)의 선행 연구를 지지하는 결과이기도 하다. ROE와 ROA는 지배구조(-0.6782, 유의수준 10%)를 제외하고 통계적으로 유의하지 않은 결과를 보였으며 토빈 Q는 지배구조를 제외하고 통합(-0.0389, 유의수준 5%), 환경(-0.0401, 유의수준 1%), 사회(-0.0336, 유의수준 1%) 부문에서 음(-)의 관계를 확인할 수 있었다. 또한 회계장부상의 경영성과 지표인 ROE와 ROA는 투자자들의 시장가치 성과지표 토빈 Q와 유의성과 방향성에서 반대의 결과를 보여주었다. 이는 시장 참가자들은 기업의 ESG 활동을 비용으로 인식하여 기업 가치에 긍정적이지 않을 것이라는 기존 연구를 지지하는 결과라 할 수 있다.

통제변수를 살펴보면, ROE와 ROA는 기업규모가 클수록 부채비율이 작을수록, 외국인지분율은 높을수록, 배당 실시 기업일수록 재무성과가 높은 것으로 나타났다. 그러나 토빈 Q의 경우 기업규모가 클수록 부채비율이 높을수록 기업 가치가 낮은 것으로 나타났고 외국인지분율이 높고 배당을 실시한 기업일수록 기업 가치에 양(+)의 영향을 미치며 이는 재무성과 결과와 동일하였다.

ESG 경영은 주주 자본주의에서 이해관계자 자본주의로의 전환을 목표로 기업이 환경・사회・지배구조 부분에 효율적으로 자원을 배분하는 경영 전략을 뜻한다. 그러나 다수의 글로벌 기업들은 ESG 경영의 중요성을 인식하였지만 ESG 가치에 의미 있는 인적・물적 자원을 배분하지 않은 듯 보이며, ESG 경영을 정확히 알지 못하거나 규제 준수 의무나 비용으로 인식하는 경향이 많다.

기업은 주주 가치 제고를 뒤로하고 이해관계자 효용만을 추구하면 수익 창출에 어려움을 겪고 기업의 존속 자체가 어려울 수 있다. 즉 이해관계자 자본주의가 지속되려면 재무적 가치와 사회적 가치가 적절한 균형을 유지해야 한다. 예를 들어 근로자의 재산 형성과 지배구조 개선을 위해 무상으로 우리사주를 출연한 경우, 단기적으로 비용이 증가할 수 있으나 근로자로 하여금 근로의욕과 주인의식을 고취시켜 장기적으로 생산성이 증가할 수 있다. 또한 친환경 생태계 조성에 투자 규모를 증가시키면 일시적으로 비용이 발생하나 소비자들에게 친환경 기업이라는 브랜드 가치 제고를 통해 수익성이 증대할 것이다.

ⓒ 2021 Research Institute of Industry and Economy

<표 3.1> ESG 평가가 ROE에 미치는 영향

$$ROE_{i,t} = \beta_1 ESG_S_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 FORE_{i,t} + \beta_5 OWN_{i,t} + \beta_6 DV_{i,t} + \beta_7 CASH_{i,t} + \beta_8 EBITDA_{i,t} + \beta_9 ENTDUM_{i,t}$$

model	통합	환경	사회	지배구조
ESG	-0.3688 (-0.7889)	-0.3831 (-0.8693)	-0.124 (-0.3297)	-0.6782* (-1.8899)
SIZE	1.6682*** (3.5159)	1.6662*** (3.513)	1.6643*** (3.4997)	1.6922*** (3.5681)
LEV	-0.023*** (-4.3539)	-0.0231*** (-4.3804)	-0.0229*** (-4.3455)	-0.023*** (-4.3578)
FORE	0.1057*** (3.9223)	0.1064*** (3.9496)	0.1065*** (3.9542)	0.1048*** (3.8896)
OWN	0.016 (0.7157)	0.0144 (0.6448)	0.0147 (0.6603)	0.0166 (0.7436)
DV	4.6323*** (13.545)	4.618*** (13.4808)	4.6316*** (13.5337)	4.6204*** (13.5149)
CASH	0.0101 (0.2744)	0.0116 (0.3159)	0.0104 (0.2832)	0.0092 (0.2507)
EBITDA	1.2121*** (30.9347)	1.2125*** (30.9367)	1.2112*** (30.9195)	1.2124*** (30.9663)
R^2	0.3958	0.3959	0.3957	0.3965

1) 괄호안의 값은 t 통계량을 의미함
2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함
3) model은 사용된 설명변수를 의미함

ⓒ 2021 Research Institute of Industry and Economy

<표 3.2> ESG 평가가 ROA에 미치는 영향

$$ROA_{i,t} = \beta_1 ESG_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 FORE_{i,t} + \beta_5 OWN_{i,t} + \beta_6 DV_{i,t} + \beta_7 CASH_{i,t} + \beta_8 EBITDA_{i,t} + \beta_9 ENTDUM_{i,t} + \epsilon$$

model	통합	환경	사회	지배구조
ESG	-0.1647 (-0.7272)	-0.088 (-0.412)	-0.1299 (-0.7131)	-0.315* (-1.8114)
SIZE	0.7258*** (3.1567)	0.7218*** (3.1402)	0.7314*** (3.1744)	0.7372*** (3.2078)
LEV	-0.0177*** (-6.918)	-0.0177*** (-6.9248)	-0.0176*** (-6.9056)	-0.0177*** (-6.9232)
FORE	0.0546*** (4.1773)	0.0549*** (4.2027)	0.055*** (4.2134)	0.0541*** (4.1452)
OWN	0.0144 (1.3296)	0.0137 (1.2734)	0.0138 (1.2777)	0.0147 (1.3596)
DV	2.1366*** (12.8937)	2.1341*** (12.8558)	2.1338*** (12.8693)	2.131*** (12.864)
CASH	0.019 (1.0714)	0.0194 (1.0923)	0.0193 (1.0847)	0.0186 (1.0489)
EBITDA	0.666*** (35.0804)	0.6659*** (35.0635)	0.6656*** (35.0691)	0.6662*** (35.1145)
R^2	0.447	0.4469	0.447	0.4476

1) 괄호안의 값은 t 통계량을 의미함
2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함
3) model은 사용된 설명변수를 의미함

ⓒ 2021 Research Institute of Industry and Economy

<표3.3> ESG 평가가 Tobin Q에 미치는 영향

$$Q_{i,t} = \beta_1 ESG_S_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 FORE_{i,t} + \beta_5 OWN_{i,t} + \beta_6 DV_{i,t} + \beta_7 CASH_{i,t} + \beta_8 EBITDA_{i,t} + \beta_9 ENTDUM_{i,t} + \epsilon_i$$

model	통합	환경	사회	지배구조
ESG	-0.0389** (-2.4072)	-0.0401*** (-2.6273)	-0.0336*** (-2.5843)	-0.0166 (-1.3372)
SIZE	-0.2638*** (-16.0623)	-0.264*** (-16.0848)	-0.2622*** (-15.9318)	-0.2645*** (-16.0936)
LEV	0.0014*** (7.812)	0.0014*** (7.7188)	0.0014*** (7.8553)	0.0014*** (7.8143)
FORE	0.0041*** (4.3461)	0.0041*** (4.4262)	0.0042*** (4.4657)	0.0041*** (4.3785)
OWN	-0.0016** (-2.0394)	-0.0017** (-2.2652)	-0.0017** (-2.2282)	-0.0017** (-2.1511)
DV	0.0323*** (2.7253)	0.0308*** (2.5957)	0.0315*** (2.6603)	0.0322*** (2.7217)
CASH	0.0077*** (6.0611)	0.0079*** (6.1834)	0.0078*** (6.1089)	0.0077*** (6.0502)
EBITDA	0.0119*** (8.8091)	0.012*** (8.8385)	0.0118*** (8.7368)	0.0119*** (8.7613)
R^2	0.1713	0.1716	0.1716	0.1701

1) 괄호안의 값은 t 통계량을 의미함
2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함
3) model은 사용된 설명변수를 의미함

4.3 ESG 등급이 부채비용에 미치는 영향

<표 4>는 가설 2을 검증한 결과이다. 비재무적 정보인 ESG 등급이 타인자본비용과 관련하여 ESG의 설명력을 확인하고자 실증분석을 실시하였다. 금융기관으

로부터 차입한 부채비용의 분석 결과 환경조직 0.0137(유의수준 10%), 환경경영 0.0055(유의수준 1%), 환경성과 0.0107(유의수준 1%)로 양(+)의 관련성을 확인하였다. 이는 환경정보 수준과 기업가치의 관련성에서 자발적인 환경 활동이 자본비용의 증가와 미래예상현금흐름에 감소의 관계를 확인한 Marlene et al.,(2007)의 연구를 지지하는 결과이다. 일반적으로 환경에 대한 투자는 기업 규모가 큰 기업들에서 활발히 수행하는 것으로 보고되고 있다. 대기업일수록 자발적이거나 자의적인 환경 활동보다는 정치・사회적 요구에 따라 법적・제도적 규제하에 비자발적 환경 투자가 이루어지고 이는 타인자본비용을 낮추는 유인이 없거나 기업 입장에서 투자가 아닌 비용으로 인식될 가능성이 높다.

ⓒ 2021 Research Institute of Industry and Economy

<표 4> ESG 평가가 부채비용에 미치는 영향

$$COD_{i,t} = \beta_1 ESG_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 ROE_{i,t} + \beta_4 FORE_{i,t} + \beta_5 OWN_{i,t} + \beta_6 DV_{i,t} + \beta_7 CASH_{i,t} + \beta_8 RND_{i,t} + \beta_9 ENTDUM_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

model	통합	환경	사회	지배구조
ESG	-0.0705 (-0.5037)	-0.0195 (-0.1478)	-0.0247 (-0.2193)	-0.0282 (-0.2624)
SIZE	-0.2155 (-1.5204)	-0.2177 (-1.5359)	-0.2158 (-1.5189)	-0.2168 (-1.5292)
ROE	-0.0114** (-2.3097)	-0.0114** (-2.3086)	-0.0114** (-2.3119)	-0.0114** (-2.3156)
FORE	-0.0169** (-2.0909)	-0.0168** (-2.0762)	-0.0168** (-2.0734)	-0.0168** (-2.0832)
OWN	0.0352*** (5.2602)	0.035*** (5.2337)	0.035*** (5.2362)	0.035*** (5.2441)
DV	-0.0964 (-0.9197)	-0.0969 (-0.9235)	-0.097 (-0.925)	-0.0965 (-0.92)
CASH	-0.0002 (-0.0187)	-0.0001 (-0.01)	-0.0002 (-0.0139)	-0.0002 (-0.0201)
RND	0.394*** (5.8464)	0.3945*** (5.8506)	0.3946*** (5.8527)	0.3941*** (5.8472)
R^2	0.0310	0.0309	0.0309	0.0309

1) 괄호안의 값은 t 통계량을 의미함

2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함

3) model은 사용된 설명변수를 의미함

4.4 ESG 등급이 회사채 신용등급에 미치는 영향

<표 5>는 가설 3를 검증한 결과이다. 분석 결과 ESG 통합과 환경부문은 유의하지 않은 결과를 나타냈으나 사회와 지배구조부문은 유의적인 양(+)의 관계를

ⓒ 2021 Research Institute of Industry and Economy

확인하였다. 또한 환경부문의 세부항목 중 환경전략은 0.0614(유의수준 5%)로 신용등급과 양(+)의 관련성을 보여주었다. 이는 KIS 신용평점과 ESG 통합 및 개별 부문의 관련성을 분석한 김동영(2020)의 결과를 일부 지지한다고 볼 수 있다.

<표 5> ESG 평가가 신용등급에 미치는 영향

$$\ln\left(\frac{P(CR_{i,t})}{1-P(CR_{i,t})}\right) = \beta_1 ESG_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 FORE_{i,t} + \beta_5 OWN_{i,t} + \beta_6 CASH_{i,t} + \beta_7 EBITDA_{i,t} + \beta_8 ENTDUN_{i_t} + \epsilon_{i,t}$$

model	통합	환경	사회	지배구조
ESG	0.7112	0.3231	0.7074*	1.0466**
	(1.5014)	(0.9201)	(1.7101)	(2.0853)
SIZE	1.4076***	1.45***	1.3803***	1.401***
	(8.0003)	(8.2927)	(7.7904)	(8.2884)
LEV	-0.0168***	-0.0167***	-0.017***	-0.0168***
	(-5.7364)	(-5.712)	(-5.7738)	(-5.7172)
FORE	-0.0076	-0.008	-0.0075	-0.0069
	(-0.537)	(-0.5646)	(-0.528)	(-0.4853)
OWN	0.025**	0.0259**	0.0254**	0.0247**
	(2.4068)	(2.4345)	(2.4605)	(2.4033)
CASH	0.0113	0.018	0.01	0.0072
	(0.2976)	(0.4711)	(0.2659)	(0.1884)
EBITDA	0.2757***	0.2758***	0.2768***	0.2796***
	(6.335)	(6.3694)	(6.3909)	(6.3812)
log-L	-154.39	-155.19	-154.06	-153.13

1) 괄호안의 값은 t 통계량을 의미함
2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함
3) model은 사용된 설명변수를 의미함

5. 시사점과 결론

전 세계적인 기후변화 위기와 코로나 팬데믹을 거치면서 기업의 이해관계자인 투자자, 고객, 사회, 정부 등은 기업에게 수준 높은 ESG 경영체계를 갖추도록 요구하고 있다. 과거 기업의 경영 행태는 수익은 독점해왔으며 비윤리적 고용, 부(-)의 외부경제효과와 같은 비용은 사회화하였다. 그리하여 기후변화 위험, 소득

ⓒ 2021 Research Institute of Industry and Economy

불평등 심화 등 기업 활동 과정에서 발생하는 부정적 외부효과를 더이상 간과할 수 없다는 인식이 늘어났고 이에 사회 구성원들은 환경 문제나 근로자 및 소비자 그리고 지배구조의 투명성 등 기업에 관련된 이해 관계자 중심의 자본주의 가치 측정에 관심을 기울이게 되었다. 그 결과 기업의 주주가치 극대화 경영이 지속가능한 동반 성장을 보장해주지 못할 수 있으며 예기치 못한 경제적·사회적 위기를 대처하기에 역부족일 수 있다는 공감대가 형성되었다.

본 논문은 2013년부터 2020년 한국거래소의 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 한국기업지배구조원 ESG 평가 기업의 기업 가치와 부채비용, 신용등급에 관한 연관성을 실증 분석하였다. 이를 위해 가설을 설정하고 패널 회귀 분석과 패널 로짓 분석을 사용하였다. ESG 등급을 양호한 기업과 그렇지 않은 기업으로 분류하였으며 통합등급과 세부 항목으로 구분하여 보다 깊이 있는 분석을 실시하였다.

첫째, ESG는 기업의 경영성과와 기업 가치에 차별적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 Wright and Ferris(1997)와 Brammer et al.(2006)의 연구를 지지하는 결과이다. 통합부문 ROE와 ROA는 유의하지 않은 값을 확인하였고 토빈 Q는 환경과 사회부문에서 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 기업 입장에서 ESG의 활동이 단기적으로는 비용으로 인식하여 기업 가치에 부정적일 수 있음을 확인하였다.

둘째, 금융기관으로부터 차입하는 이자율의 결정 요인으로 양호한 ESG 등급은 유의하지 않거나 단기적인 비용의 상승을 유발할 수 있음을 확인하였다. 이는 공적부채와 같이 시장에서의 채권 조달과는 반대로 사적부채의 성격을 지닌 금융기관 등은 해당 기업 대출을 실행함에 있어 비재무적 가치인 ESG를 유의미한 정보로 활용하지는 않는다고 판단할 수 있다.

셋째, 비재무적 정보로서 ESG가 회사채 신용등급 평가에 유의미한 양(+)의 관련성을 확인하였다. 양호한 ESG 등급이 환경부문에서 환경전략과 사회 및 지배구조 부문 전반에 긍정적인 역할을 하며 이는 박준령(2011)의 연구 결과를 지지한다고 할 수 있다. 즉, 신용평가기관은 회계상의 기업 재무 자료뿐만 아니라 비재무적 정보인 ESG의 등급을 신용평가 등급 산정에 반영한다고 볼 수 있으며 특히 사회 부분와 지배구조 부분을 환경 부분보다 더 유의미하게 반영한다고 추론할 수 있다.

마지막으로 기업의 특성에 맞는 ESG 전략을 수립하고 지속가능경영을 위한 비전을 명확하게 제시하는 것이 중요할 것이다. 유행과 시류에 편승하여 우수한

ⓒ 2021 Research Institute of Industry and Economy

ESG 사례를 비판 없이 벤치마킹하기보다는 부문별 및 전략별로 유사업종 및 동종기업을 참고하여 회사의 이해관계자들과 지속적으로 소통하는 진정성 있는 ESG가 필요하다고 생각된다. 최근 이해관계자들의 행태는 예전과 많이 달라져서 기업의 재무적 가치 향상보다 사회적 가치 제고에 보다 많은 니즈를 가지고 있다. 소비자의 행태도 과거와 달리, 사회적 책임을 소홀히 한 회사의 제품을 불매하는 경향이 두드러지며 근로자 또한 사회적 소임을 충실히 이행하는 기업에서 일하는 것을 선호하고 있다. 즉, 기업이 진정성 있는 ESG 경영 철학을 추진하면 이해관계자 전체의 효용이 증대되고 ESG 관련 가치에 보다 효율적으로 자원을 배분할 수 있어 기업뿐만 아니라 사회 구성원 모두 윈-윈 효과를 누릴 수 있을 것이다.

본 연구의 한계점을 살펴보면 다음과 같다.

첫째, ESG가 기업 가치에 미치는 영향을 확인하고 관계성을 분석하였으나 그 원인을 파악하고 방향성을 제시하는 것에 한계가 있었다. ESG를 기업들이 어떻게 이해하고 접근할 것인가 또는 기업의 특성에 맞는 ESG 활동이 무엇인가 등의 질적인 분석과 그 시사점을 제시하지 못하였다.

둘째, ESG 평가는 다양한 기관이 수행하고 있기에 복수의 평가 기관 데이터를 수집하고 공통 표본을 필터링한 후 분석을 실시했다면 좀 더 정교하고 신뢰도 높은 결과가 도출됐을 수 있다. 이는 본 논문의 한계이기도 하지만 ESG가 지니고 있는 과제이기도 할 것이다.

셋째, 한국기업지배구조원의 ESG 평가는 유가증권시장과 코스닥 시장 기업 대상으로 실시되고 있다. 본 연구는 유가증권시장의 상장 기업만을 대상으로 분석을 진행하였다. 코스닥 시장의 상장 기업을 대상으로 연구할 필요가 있으며, 추후 연구에서는 이를 보완하여 분석할 필요가 있다.

ⓒ 2021 Research Institute of Industry and Economy

참고문헌

김동영. (2020). 건전한 기업의 ESG 평가정보와 KIS 신용평점간의 관련성에 관한 연구. *글로벌경영학회지, 17*(3), 131-155.

나영, 김명서, & 임욱빈. (2012). ESG 정보와 타인자본비용의 관련성에 대한 연구: 한국기업지배구조원의 ESG 평가 등급 (점수) 을 중심으로. *한국경영교육학회 학술발표대회논문집*, 478-503.

박종찬. (2011). 전통적 부채비율의 한계점과 위험회피회계기준 개정의 영향. *회계저널, 20*, 427-442.

이아영, 전성빈, & 박상수. (2008). 불성실공시가 타인자본비용에 미치는 영향. *회계학연구, 33*(1), 127-158.

임욱빈. (2019). 비재무적 정보가 기업성과에 미치는 영향: ESG 점수를 중심으로. *국제회계연구, 86*, 119-144.

Alexander, G. J., & Buchholz, R. A. (1978). Corporate social responsibility and stock market performance. *Academy of Management journal, 21*(3), 479-486.

Biddle, G. C., & Hilary, G. (2006). Accounting Quality and Firm-level Capital Investment. *The Accounting Review, 81*(5), 963-982.

Feldman, S. J., Soyka, P. A., & Ameer, P. G. (1997). Does improving a firm's environmental management system and environmental performance result in a higher stock price?. *The Journal of Investing, 6*(4), 87-97.

Godfrey, P. C., & Hatch, N. W. (2007). Researching corporate social responsibility: An agenda for the 21st century. *Journal of business ethics, 70*(1), 87-98.

Griffin, J, J. and J. F. Mahon.(1997). The Corporate Social Performance Debate: Twenty-Five Years of Incomparable Research, *Business and Society*, 35.

Marlene, P., & Darrell, B. R. Scott Marshall (2007), "*The Impact of Voluntary Environmental Disclosure Quality on Firm Value*," . Working Paper Series, 1-49.

ⓒ 2021 Research Institute of Industry and Economy

Menz, K. M. (2010). Corporate social responsibility: Is it rewarded by the corporate bond market? A critical note. *Journal of Business Ethics, 96*(1), 117-134.

Schröder, M. (2007). Is there a difference? The performance characteristics of SRI equity indices. *Journal of Business Finance & Accounting, 34*(1-2), 331-348.

Vance, S. C. (1975). Are socially responsible corporations good investment risks. *Management review, 64*(8), 19-24.

Wright, P., & Ferris, S. P. (1997). Agency conflict and corporate strategy: The effect of divestment on corporate value. *Strategic management journal, 18*(1), 77-83.

ⓒ 2021 Research Institute of Industry and Economy

The Effect of ESG rates on Corporate Value and Cost of Debt, Credit rating*

Kim, Kwangmin[1)]
Rh.D, Department of Business, Jeonbuk National University

Lee, Hoensang[2)]
Professor, Department of Business, Jeonbuk National University

Abstract

This paper empirically analyzed the correlation between corporate value, debt cost, and credit rating of ESG-rated companies by the Korea Corporate Governance Service for companies listed on the Korea Exchange from 2013 to 2020. As a result of the study, first, ESG was found to have a differential effect on business performance and corporate value. ROE and ROA in the integrated sector were found to have insignificant values, and Tobin Q was found to have a negative (-) effect in the environmental and social sectors. Second, it was confirmed that a good ESG rating as a determinant of the interest rate borrowed from financial institutions may cause insignificant or short-term cost increases. It can be concluded that financial institutions with the characteristics of private debt do not use ESG, which is a non-financial value, as meaningful information when issuing corporate loans, as opposed to public debt. Third, as non-financial information, ESG confirmed a significant positive (+) relation to corporate bond credit rating evaluation. It can be said that credit rating agencies reflect ESG ratings, which are non-financial information, as well as corporate financial data in accounting in calculating credit ratings.

Keywords : ESG Rates, Financial Value, Stock Value, Capital Costs, Credit Ratings

Received September 28, 2021
Revised November 08, 2021
Accepted November 15, 2021

---

* This paper complies with the ethical codes set by NRA and AJBC. This paper is an excerpt from the first author's doctoral dissertation.

1) First Author, kwangmin.kim@daishin.co.kr

2) Corresponding Author, lhs@jbnu.ac.k

ⓒ 2021 Research Institute of Industry and Economy