

기업의 사회적 책임 활동이 기업의 가치와 자본비용에 미치는 영향*

이용대¹

소상공인시장진흥공단 소상공인정책연구센터, 책임연구원

이치승²

전북대학교 경영학과, 교수

요 약

본 연구는 사회적 책임 활동이 기업가치에 미치는 영향, 자본비용에 미치는 영향에 대해 분석하였다. 분석기간은 2010년부터 2019년도까지이며, 한국기업지배구조원(KCGS)에서 발표하는 ESG 등급을 사회적 책임 활동의 대용변수로 사용하였다. 분석결과 첫째, 기업의 재무적 가치에는 전기의 사회적 책임 활동이 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. ESG 통합 등급 뿐만 아니라 환경 등급과 사회 등급도 마찬가지로였으며, 지배구조 등급의 경우 당기와 전기의 활동 모두 기업 가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 기업의 재무적 가치에 사회적 책임 활동이 비용으로 인식되어 부(-)의 영향을 미치는 것으로 볼 수 있다. 둘째, 주가치에 전기의 사회적 책임 활동(ESG 통합등급 뿐만 아니라 환경등급, 사회등급, 지배구조등급)은 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타나 사회적 책임 활동은 장기적으로 기업의 가치에 긍정적인 요인이라는 것을 확인하였다. 셋째, 사회적 책임 활동이 기업의 자본비용에 미치는 영향에 대한 분석 결과 전기의 사회적 책임 활동은 자기자본비용을 증가시키며 타인자본비용은 감소시키는 것으로 나타났다. 본 연구 결과는 사회적 책임 활동이 비용이 아닌 장기적으로 기업의 가치를 상승시키는 요인이라는 것을 주주에게 설득하여 활발하게 수행해야 한다는 것을 제시한다.

핵심주제어 : 기업 사회적 책임, 재무적 가치, 주식 가치, 자본비용, ESG 등급

논문접수일 2021년 01월 15일

심사완료일 2021년 02월 25일

게재확정일 2021년 03월 02일

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

1. 제1저자, kraz5094@semas.or.kr

2. 교신저자, pine@jbnu.ac.kr

1. 서론

과거에는 기업을 경영함에 있어 기업의 제일 목표는 이윤의 추구였으며 재무적인 목표는 주주 부의 극대화에 맞추어졌다. 그러나 기업을 둘러싼 경영 환경의 급격한 변화와 더불어 지속가능경영(Sustainable Management)이 새로운 경영 패러다임으로 등장하였다. 이에 따른 영향력이 증가하여 세계 국가와 국제기구, NGO 등으로 하여금 다양한 사회문제에 대응하여 글로벌 기준과 가이드라인의 준수를 권고하고 있으며, 학계에서는 지속가능경영에 대한 논의를 확장시키고 있는 추세이다.

우리나라의 기업은 1960년대 이후 경제개발 정책에 따라 국가의 지원을 받으면서 급격한 성장을 이루었다. 국가 주도의 성장 위주 정책을 통해 국민소득이 높아지고 높은 경제적인 성과를 달성하였으나 성장위주의 기업경영 전략은 많은 사회적 문제와 국민의 이익을 희생시키는 이윤 추구로 인해 사회적으로 신뢰받지 못하는 결과를 야기하였다. 또한, IT기술이 발달하면서 과거와 달리 기업의 반사회적인 문제점이 이해관계자 등에게 전달되고 있으며, 기업의 반사회적 정보는 기업에 많은 비판을 불러오고 대외 이미지와 매출에 타격을 주며 자본시장에서 생존위기까지 초래할 수 있는 중대한 사안이 되었다. 이러한 상황에서 기업의 투명성 및 윤리성이 강조되고 주주의 부를 극대화하는 것이 아닌 이해관계자의 가치를 극대화하는 것을 목표로 하게 되었다. 또한, 재무적인 성과뿐만 아니라 기업의 환경적인 요인, 사회적 요인, 지배 구조적 요인 등을 포함한 기업의 사회적 책임에 대한 관심이 증가하고 있다.

우리나라의 경우, 대기업을 중심으로 지속가능경영의 중요성을 인식하고 관련 이슈를 반영한 지속가능보고서를 통해 이를 보고하고 있다. 다우존스지속가능지수(DJSI)와 FTSE 4 Good 지수 평가와 국제표준화기구(ISO)에서 추진한 국제표준 ISO26000 그리고 경제정의지수(KEJI), 기업지배구조원의 ESG 지수 등이 대표적인 지표이다. 한국기업지배구조원(KCGS)에서는 높은 투명성과 전문성을 토대로 2003년부터 기업지배구조(Governance) 평가를 실시해 왔으며, 2011년부터는 사회책임(Social Responsibility)과 환경경영(Environmental Responsibility)이 포함된 ESG 평가를 통해 매년 국내 상장회사의 지속가능경영 수준을 평가하고 있다. ESG 평가는 상장기업의 지속가능경영 수준을 점검하고 개선할 수 있도록 지원하는 것을 목적으로 하고, 이를 위해 ESG 평가 결과를 등급 및 점수로 발표하고 있으며, 상장회사의 ESG 개선 지원 외에도 한국거래소의 지수 구성에 활용하는 등 사회적

임투자자의 투자 의사 결정을 지원하고 있다. 지속가능경영을 위한 일련의 활동으로 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility)이 중요시되고 있으며, 사회적 책임 활동과 기업 가치와의 관계에 대해서는 매년 다양하게 연구가 이루어지고 있지만 분석 기간이 짧거나 통합등급만을 활용한 분석이 주로 이루어지는 한계를 보이고 있다.

지속가능 경영을 위해 기업은 사회적 책임의 관점에서 재무적 정보와 ESG 정보를 포함하는 비재무적인 정보를 보고해야 하는 의무를 지니고 있다. 이에 따라 경영자는 ESG 정보에 대한 국제적 추세를 확인하는 동시에 이해관계자들의 요구에 부응해야 하며, 투자자는 이를 통해 투자를 함으로써 기업들의 ESG 활동에 동기를 부여할 수 있다. 그러나 기업을 운영하는 경영자와 투자자 간에 존재하는 정보비대칭으로 인해 투자자는 기업에 대한 불확실성 또는 위험을 상대적으로 높게 평가하게 되며 외부의 이해관계자가 평가하는 위험의 증가는 자본비용의 상승으로 이어져 기업의 가치를 낮게 평가하게 되는 원인이 된다. 따라서 기업은 기업과 투자자 사이에 존재하는 정보비대칭을 줄이기 위해 기업의 현황과 미래 전망에 대한 정보를 전달(Signaling)하려는 유인을 갖는다. 이러한 신호효과(Signaling Effect) 역선택(Adverse Selection)으로 인한 시장실패(Market Failure)를 방지할 수 있다. 그동안 기업의 내부정보를 자본시장에 전달하는 신호의 주요수단은 대부분 재무적 정보였으나 최근 기업의 비재무적 정보인 ESG와 관련한 정보는 경영자와 이해관계자 사이에 존재하는 정보비대칭을 줄이는 주요 수단으로 역할이 점차 확대되고 있다.

본 연구는 ESG 등급이 기업의 가치와 자본비용에 어떠한 영향을 미치는지 분석하는 것을 목적으로 한다. 기업의 재무적·주식가치에 미치는 영향을 분석하기 위해 패널 회귀 분석을 활용하고, ESG 등급이 기업의 정보비대칭을 해소해 자기 자본비용과 타인자본비용의 변화에 어떠한 영향을 미치는지 분석하고자 한다. 본 연구는 ESG 통합등급과 세부등급(환경, 사회, 지배구조)을 활용하고 개별적으로 연구가 이루어지고 있는 자본비용에 미치는 영향까지 함께 분석하였다는데 의미가 있을 것으로 판단된다.

논문의 구성은 다음과 같다. 2장에서 선행연구를 정리하고, 3장에서는 연구의 모형과 가설을 설계한다. 4장에서는 실증분석 결과를 제시하며 5장에서는 연구결과를 요약하고 한계점을 제시한다.

2. 선행연구의 검토

2.1. 사회적 책임 활동과 기업가치의 관계에 대한 선행연구

지속가능경영은 기업의 경영에 영향을 미치는 요소인 경제와 환경 그리고 사회적인 이슈를 균형 있게 고려하면서 기업과 산업계의 역할을 강조하는 새로운 경영의 패러다임이며, 기업의 지속적인 성장 가능성을 추구하는 경영활동이라고 할 수 있다(김해룡 등, 2005). 즉, 단기적인 재무성과에 중점을 두는 것이 아닌 기업의 투명성과 사회적 책임, 윤리성 그리고 환경문제와 같은 이슈를 인식하는 경영활동이라 할 수 있다. 오늘날의 지속가능경영은 다양하게 정의되고 있다. WBCSD(The World Business Council for Sustainable Development, 2002)는 기업의 사회적 책임(CSR)을 지속가능경영의 개념으로 제시하였으며, 근로자 · 가족 · 지역의 삶의 질 개선과 함께 지속가능한 경제적 발전을 위한 기업의 노력이라고 정의하였다. Crane and Matten (2004)은 경제적, 환경적, 사회적 측면을 고려하여 지속가능경영을 자연환경과 사회시스템을 장기적으로 유지하고 관리하는 것이라고 정의하였다. 지속가능경영은 지속가능성 개념에 기업경영방식을 연결시켜 장기적 성장을 통해 계속기업이 되기 위한 경영 기법으로 발달하여 지속가능발전과 기업의 사회적 책임이 결합한 개념으로 사용되기도 한다(박종철 · 이광현, 2009). 박종철 등 (2010)에 의하면 지속가능경영활동은 선진국과 후진국, 현재의 세대와 미래의 세대, 인간과 환경의 관계를 중심으로 기업 경영의 투명성과 책임감을 통해 경제 · 사회 · 환경 영역에서 높은 성과를 동시에 이룰 수 있는 통합된 경영활동으로 보고 있다. 국제표준화기구(ISO)는 환경경영, 사회공헌, 정도경영을 기준으로 CSR을 표준화하였으며, 기업의 지속가능경영을 위해서는 CSR이 전제되어야 한다는 의견이 제시되기도 하였다(김성윤, 2012). 기업지배구조원에서 발표하는 ESG 등급은 기업의 지배구조, 환경, 사회적인 활동을 평가지표로 하여 등급을 발표하고 있다. 이처럼 기업의 지속가능경영에 대한 다수의 연구가 사회적 책임 측면에서 접근하고 있다는 것은 알 수 있다.

사회적 책임 활동이 기업가치에 긍정적인 영향을 미친 연구는 다음과 같다. 김강 (2012)은 지속가능경영 도입기업과 도입하지 않은 기업을 대상으로 지속가능경영 도입여부가 단기수익성, 단기성장성, 장기 기업 가치에 어떠한 영향을 미치는지 검정하였다. 분석결과 지속가능경영은 단기수익성과 단기성장성 그리고 장기기업가치 모두에 정(+)의 영향을 주는 것으로 분석되었다. 오근혜 · 강승모

(2014)는 지속가능 경영활동이 재무적 성과와 기업 가치에 미치는 영향에 대해 연구하였다. ERISS지수를 통한 분석결과, 우리나라 기업의 지속가능경영활동은 재무적인 성과에 부분적으로 정(+)의 영향을 주는 것으로 분석되었으며, 기업 가치에도 정(+)의 영향을 미치는 요인임을 확인하였다. 오근혜 · 강승모 (2016)는 지속가능경영활동과 이익지속성간의 관계를 연구하였다. 지속가능사회를 위한 경제연구소(EIRSS)에서 2010년부터 2012년에 발표된 기업을 대상으로 분석하였으며, 분석결과 지속가능경영 활동 수준에 따라 기업의 이익지속성에 차이가 있는 것을 확인하였고, 2010년에는 경제활동과 환경활동이, 2011년에는 사회활동이 그리고 2012년에는 경제활동이 기업 가치에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 안소영 · 한진수 (2017)는 호텔의 지속가능경영 노력이 기업성과에 미치는 영향을 연구하였다. 분석 결과, 경제적 · 환경적 책임이 경제적 성과와 정(+)의 관계가 있고 사회적 책임 · 환경적 책임이 사회적 성과와 정(+)의 관계가 있음을 확인하였다.

김태완 · 김진수 (2018)는 사회적 책임 활동의 등급에 따른 경영성과의 차별적 지속성과 주식가격 결정을 알아보려고 하였다. 사회적 책임 활동은 기업 경영성과의 지속성과 연관 지을 수 있고 자본시장은 경영성과의 지속성을 주식가격결정에 충분히 반영하는지 분석하였다. 분석결과, 사회적 책임 활동은 기업의 경영성과 지속성에 정(+)의 영향을 주는 것으로 나타났으나, 주식가격결정에는 지속성을 과대평가하는 오류가 발생하여 효율적인 반영이 이루어지지 못하는 것으로 분석되었지만, 이 오류는 사회적 책임 활동 수준과 관계없이 일관되게 나타나는 오류라고 제시하였다. 임종옥 (2018)은 ESG 사회평가와 사회공헌활동비와의 관계를 분석했다. 분석을 위해 ESG 사회평가 점수를 이용하여 활용했고, 분석결과 사회공헌활동비가 ESG 사회평가에 정(+)의 영향을 주는 것을 확인하였다. 그 외에도 기부금, 복리후생비, 교육훈련비가 ESG 사회평가에 유의하게 긍정적인 영향을 미친다고 하였다. 배수현 (2020)은 금융기업을 대상으로 사회적 책임 활동이 기업 가치에 미치는 영향을 확인하였다. 재무성과 차이를 반영하였으며, 분석결과 기업의 사회적 책임 활동과 매출액증가율이 기업가치에 정(+)의 영향을 미치는 결과를 제시하였다. 양합 등 (2020)는 사회적 책임 활동이 한국과 중국 기업의 기업 가치와 이익조정에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과 사회적 책임 활동은 기업가치와 정(+)의 관련성을 보였고, 코스피 시장의 기업은 사회적 책임을 수행할수록 기업가치가 증가하지만 코스닥 기업의 경우 기업가치가 감소한다는 결과를 제시하였다.

사회적 책임 활동이 기업 가치에 부정적인 영향을 미친다고 제시한 연구는 다음과 같다. Dahlsrud (2008)는 기존의 CSR의 연구를 통해 CSR의 5가지 차원을 정의하고자 하였다. 연구결과 기업의 사회적 책임 활동에 대한 차원을 이해관계자 차원, 사회적 차원, 경제적 차원, 자발적 차원, 환경적 차원으로 구분하여 제시하였다. Marshall 등 (2009)는 자발적 환경공시의 수준과 기업 가치는 부(-)의 관계를 보이지만, 기업이 속한 산업이 환경과 밀접한 관계에 있는 경우에는 정(+)의 상관관계가 있음을 제시하였다. Bénabou and Tirole (2010)은 기업의 사회적 책임이 오히려 기업 내부의 새로운 대리인 비용을 발생시키며, 사회적이고 환경적인 요구에 대한 투자가 기업의 자원을 소비하고 기업 가치에 부정적 영향을 주는 역할을 한다고 제시하였다. 전정주 (2012)의 연구는 기업의 환경성도가 기업 가치에 미치는 영향에 분석하였다. 한국기업을 대상으로 경제정의실천시민연합에서 발표하는 환경보호 관련 점수를 바탕으로 환경성도가 기업의 가치에 미칠 수 있는 영향에 대해서 분석했고, 환경에 대한 장기적인 투자는 기업 가치를 저하시킬 수 있다는 실증 결과를 제시하였다. Baumann et al. (2013)는 스위스의 다국적 기업 및 중소기업의 사회적 책임에 대해 실증적 연구를 수행하였다. 분석결과, 중소기업의 경우 대기업보다 사회적 책임을 수행하는 것이 덜 필요하다고 하였으며, 중소기업이 대기업에 비해 핵심 비즈니스 기능에서 사회적 책임 업무 구현을 촉진하는 데에는 유리하지만 외부에 대한 의소 소통 및 보고에 있어서는 제한성이 있다고 하였다.

Flammer (2013)의 연구에서는 주주들이 기업의 환경에 미치는 영향에 얼마나 민감한지에 대해 연구하였다. 1980년부터 2009년까지 미국의 상장 기업을 대상으로 환경 관련 발표를 기준으로 사건연구 결과 환경에 대해 책임감 있게 행동할 경우 주가의 상승을 경험하는 반면, 무책임하게 행동하는 기업은 주가의 감소를 경험한다고 하였다. 김규리 · 김원배 (2015)의 연구에서는 국내 지속가능경영활동을 하고 있는 기업의 활동이 경영성과에 어떠한 영향을 미치는지 규명하였다. 분석결과, 지속가능경영활동과 경영성과와의 관계는 R&D 투자와 인적자원 투자규모만이 경영성과에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 조절효과인 전략적 관리시스템 활용도와 경영성과와의 검정결과는 온실가스 절감활동과 에너지효율성제고 활동만이 유의한 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 서승주 · 최진현 (2015)의 연구는 기업의 사회적 책임 활동과 자본비용 그리고 기업가치의 관계를 분석하였다. 실증분석 결과, 사회적 책임 활동은 자본비용과 기업 가치에 부(-)의 영향을 주는 결과가 제시되었다. 건전성, 소비자보호 만족도, 종업원 만족도, 환

경보호 만족도 개별 항목 또한 자본비용과 기업 가치에 부(-)의 영향을 주는 것으로 분석되었다.

Adhikara (2016)의 연구는 사회적 책임에 애널리스트가 미치는 영향의 인과관계에 대해 분석하였다. 인과관계를 확립하기 위해 DID(Difference-In-Difference) 기법을 사용하였으며, 분석결과 애널리스트의 커버리지가 사회적 책임을 수행하는데 있어 부정적인 인과관계를 가지고 있음을 제시하였다. Buchanan and Chen (2018)의 연구에서는 CSR이 2008년 세계 금융위기 이후 기업의 가치에 어떠한 영향을 미치는지 조사하였다. 분석결과 사회적 책임 활동이 기업 가치에 미치는 영향력은 경제적 상황과 소유주의 영향력에 의해 결정된다고 하였다. 또, CSR을 수행하지 않는 기업과 비교하였을 때, 금융위기 전에는 CSR 수행 기업의 가치가 높았으나 위기 시에는 가치가 떨어지는 것으로 조사되었다. 라영수 (2018)는 2011년부터 2016년까지의 상장 기업을 대상으로 사회적 책임 활동 성과가 기업 가치에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과, ROA와 시장조정수익률에는 의미가 없거나 부(-)의 영향을 미치는 것으로 분석되었으며, 사회적 책임 활동 성과가 높은 기업은 ROA와 규모가 크고 성장률이 낮은 기업인 것으로 나타났다.

2.2. 사회적 책임 활동과 자본비용의 관계에 대한 선행연구

기업은 사회적 책임의 관점에서 재무정보와 비재무적 정보를 보고해야하는 의무를 지니고 있다. 이에 따라 경영자는 국제적인 추세와 이해관계자들의 정보요구에 부응해야하며, 투자자는 이를 통해 사회적 책임투자(Socially Responsible Investment)를 하게 되어 기업의 보고활동에 동기를 부여할 수 있다. 기업과 투자자사이에 존재하는 정보비대칭으로 인해 투자자는 불확실성을 갖게 되며, 이는 자본비용의 상승으로 이어져 기업의 가치를 낮추는 원인이 되기도 한다(나영 등, 2011). 기업의 정보가 외부의 이해관계자들에게 공시가 되면 정보비대칭이 감소하게 되고 역 선택의 문제가 해결될 수 있으며, 투자자의 불확실성 또한 해소할 수 있다. 이는 자본조달 비용의 감소로 이어지고 기업의 경제적 성과가 높아지는 결과를 만들어낸다.

기업의 지속가능경영 활동은 제품의 품질이나 가격정책, 마케팅 전략을 통한 수익증대라는 경영의 전통적인 가치 이외에 경영투명성과 윤리경영을 강조하고, 기업의 경영범위를 벗어난다고 여겨졌던 사회발전과 환경보호에 대한 공익적 기여를 중시한다. 이는 단순히 기업이 사회적 책임을 나누는 것에서 더 나아가 경

제·사회·환경적 책임을 통해 다양한 이해관계자의 협력과 합의를 통해 상호 공생하는 길을 모색해야 기업의 생존과 성장도 가능하다는 것이다(유순미·정현아, 2016).

문종열·김문철 (2009)은 회계정보의 질과 지배구조가 자기자본비용에 미치는 영향을 분석하였다. 우수한 회계정보와 건전한 기업지배구조는 주주가 부담하는 정보의 위험과 대리인위험을 완화시켜 자기자본비용을 감소시킬 것이라는 가설을 설정하였고, 2001년부터 2007년까지 606개의 기업을 대상으로 분석하였다. 분석결과, 회계정보의 질과 자기자본비용은 부(-)의 관계에 있었으며, 효율적 이사회의 구축 및 운영은 자기자본비용을 감소시키는 것을 확인하였다. 또, 대주주지분율과 외국인 지분율 그리고 건전한 기업 공시는 자기자본비용과 부(-)의 관계를 제시하였다. 이윤경·고종권 (2013)의 연구에서는 사회적 책임이 내재자본비용과 정보비대칭에 미치는 영향을 분석하였다. 2000년부터 2009년까지를 분석기간으로 하였으며, 분석결과 사회적 책임 활동이 우수한 기업은 그렇지 않은 기업보다 내재자본비용과 비대칭변동성이 낮은 것을 확인하였다. Dhaliwal et al. (2014)의 연구에서는 31 개국을 포괄하는 국제 사회에서 CSR의 공개와 관련된 혜택을 검토했다. 노동 보호의 법적 지위, CSR 공개 요건, CSR 이슈에 대한 대중의 인식 및 태도와 같은 변수를 사용하였으며, CSR 공개와 자기 자본 비용 간에 부정적인 연관성을 발견하였다. 임옥빈 등 (2019)는 사회적 책임 활동이 자기자본비용에 미치는 영향을 분석했다. ESG 평가모형 등급의 합산 전 점수를 사용하였으며 분석결과 ESG 점수는 차기의 자기자본비용과 부(-)의 관계에 있는 결과를 제시했다.

Menz (2010)는 유럽 기업의 CSR 활동과 신용등급의 관계에 대해 실증적으로 분석하였다. 기업의 위험프리미엄의 결정에 있어서 CSR과 기업지배구조가 중요한 요인이라고 하였으며, 지배구조가 우수한 기업의 경우 채권자가 기업의 CSR을 기업 위험을 감소시키는 수단으로 인식하여 부채비용이 낮아질 것이라고 하였다. Weber et al. (2010)의 연구는 독일 저축은행의 담당자를 대상으로 하여 기업의 환경 위험이 대출자의 신용평가를 하는데 있어 어떠한 영향을 미치는지 조사하였다. 분석결과, 기업의 신용위험을 평가할 시 재무적 요소 외에 환경 및 사회적 책임 여부를 평가하여 이자율에 반영하는 것으로 확인되었다. 한정희·남화영 (2013)은 기업의 사회적 책임 활동이 타인자본비용에 미치는 영향을 규명하고자 하였다. 경제정의지수(KEJI)를 사회적 책임 활동에 대한 측정치로 활용하였다. 분석 결과 사회적 책임 활동과 타인자본의존도는 유의한 관계가 없는 것으로 나

타났으며, 기업규모는 사회적 책임과 타인자본비용의 관계에 영향요인이 되지 않는다고 하였다. 또한, 외국인 투자자는 기업가치 제고를 위해 사회적 책임 활동에 적극적인 기업을 선호한다고 제시하였다.

박원·허익구 (2015)는 기업의 책임 활동이 회계투명성과 타인자본비용에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과, 사회적 책임 활동 수준은 회계투명성에 영향을 미쳤으며, 이익투명성에도 정(+)의 영향을 미치는 것을 확인하였다. 김동순 등 (2016)는 한국거래소의 유가증권시장에 상장된 국내기업들이 사회적 책임 활동을 수행하였을 때 회사채의 신용등급과 부채비용에 어떠한 영향을 미치는지 실증 분석하였다. 분석 결과, 기업의 사회적 책임 활동이 적극적일수록 회사채의 평가등급이 높은 것으로 나타났다. 김지희 (2016)의 연구에서는 기업지배구조가 경영자이익예측정보와 정보비대칭의 관계에 미치는 영향에 대해 분석하였다. 2011년부터 2014년까지 256개의 기업을 대상으로 분석한 결과, 사외이사의 비율이 높고 이사회 규모가 클수록 이익예측정보 공시가 정보비대칭에 미치는 부(-)의 효과가 완화되었다. 이는 기업의 지배구조와 경영자이익예측 공시가 정보비대칭성을 감소시키는데 효과적이라는 것을 의미한다고 볼 수 있다.

본 연구는 사회적 책임 활동이 기업 가치에 미치는 영향을 최신의 ESG 등급을 활용하여 분석하였으며, 통합등급뿐만 아니라 세부 등급(환경, 사회, 지배구조)까지 반영하여 분석하였다. 또한, 개별적으로 이루어지던 사회적 책임 활동이 자기자본비용과 타인자본비용에 미치는 영향에 대해 하나로 묶어 분석하였다는데 의미가 있다고 할 수 있다.

3. 연구설계

3.1. 가설설정

본 연구의 목적은 기업의 사회적 책임 활동 정보인 ESG 평가 등급이 기업가치와 자본비용에 미치는 영향을 분석함으로써 ESG 평가 등급의 유의성을 확인하는데 있다.

이전의 연구에서는 대체적으로 사회적 책임 활동이 기업의 재무적 성과에는 비용으로 인식되어 경영성과에 부정적인 영향을 주었지만, 장기적으로는 투자의 개념으로 인식되어 주식 가치에 긍정적인 영향을 주는 것으로 분석되었다. 또, 투

자자는 기업지배구조가 좋은 기업과 그렇지 못한 기업에 대한 정보를 활용해 투자 의사결정에 적용해 합리적으로 가격에 반영하고 있다는 연구결과도 제시되고 있다(정우성, 2010). 사회적 책임 활동에 대해서는 앞에서 제시한 것과 같이 부정적인 견해와 긍정적인 견해가 서로 대립하고 있다. 부정적 의견에 따르면 사회적 책임 활동은 기업의 비용을 발생시키기 때문에 기업가치의 제고에 기여하지 못한다는 것이다. 즉, 사회적 책임 활동은 기업가치의 극대화라는 기업의 목적에 부합하지 않는 활동으로 회피되어야 한다는 의견이 제시되고 있다. 재무적 가치를 기업가치로 활용한 연구에서는 사회적 책임 활동과 부(-)의 관계에 있다고 제시한 연구가 다수 존재한다(김장환 등, 2005; 김강, 2012; 김규리 · 김원배, 2015).

따라서 본 연구에서는 사회적 책임 활동의 변수로 ESG 등급을 이용하고, ESG 종합등급과 세부등급(환경, 사회, 지배구조)으로 구분하여 기업의 재무적 가치에 미치는 영향을 분석하고자 한다. ESG 종합등급과 각 부분의 등급을 활용하여 설명변수로 활용하고, 등급 공시와 주식 수익률 및 재무적 성과의 관계를 분석해보고자 다음과 같이 가설을 설정하였다.

가설 1. 기업의 사회적 책임활동(ESG 통합등급)은 재무적 가치에 부정적인 영향을 줄 것이다.

가설 1-1. 기업의 환경(E) 책임활동은 재무적 가치에 부정적인 영향을 줄 것이다.

가설 1-2. 기업의 사회(S) 책임활동은 재무적 가치에 부정적인 영향을 줄 것이다.

가설 1-3. 기업의 기업지배구조(G) 책임활동은 재무적 가치에 부정적인 영향을 줄 것이다.

부정적인 견해와 달리 긍정적인 의견에 따르면 사회적 책임 활동은 장기적이고 지속적인 것으로 기업경쟁력을 제고하는 원천이 된다는 것이다. 기업은 사회적 책임 활동을 통해 기업의 투명성과 브랜드 이미지를 향상시키고 이해관계자들과의 관계를 개선시켜 기업경영의 기반을 더욱 확고하게 할 수 있다는 의견이다. 확고해진 경영 기반은 경쟁우위를 확보할 수 있고, 이는 매출과 이익을 증대시켜 기업 가치를 제고시킨다는 것이 긍정적 의견을 주장하는 이유로 제시되고 있다. 최근 사회적 책임 활동과 주식 가치는 정(+)의 관계에 있다는 선행연구가 제시되고 있다(오훈석 · 최국현, 2011; 장승욱 · 김용현, 2013; 이호갑 · 이결주, 2017). 최

근에는 사회적책임투자지수(ESG지수)로의 신규 편입에 대한 정보에 대해서는 주가가 긍정적으로 반응한 반면, 편출 된다는 정보에 대해서는 부정적으로 반응해 사회적책임투자라는 요인이 투자자가 국내 시장의 기업을 평가하는데 영향을 미치는 변수로 작용하고 있음을 시사하는 연구가 제시되었다.

따라서 본 연구에서는 사회적 책임 활동의 변수를 ESG 등급을 이용하고, ESG 종합등급과 세부등급(환경, 사회, 지배구조)으로 구분하여 기업의 주식 가치에 미치는 영향을 분석하여 비교하고자 한다. ESG 종합등급과 각 부분의 등급을 활용하여 설명변수로 활용하고, 경영성과를 주식 가치 측면에서 비교해보고자 다음과 같이 가설을 설정하였다.

가설 2. 기업의 사회적 책임활동(ESG 통합등급)은 주식 가치에 긍정적인 영향을 줄 것이다.

가설 2-1. 기업의 환경(E) 책임활동은 주식 가치에 긍정적인 영향을 줄 것이다.

가설 2-2. 기업의 사회(S) 책임활동은 주식 가치에 긍정적인 영향을 줄 것이다.

가설 2-3. 기업의 기업지배구조(G) 책임활동은 주식 가치에 긍정적인 영향을 줄 것이다.

일반적으로 경영자와 투자자 간에 존재하고 있는 정보비대칭에 의해 투자자는 기업에 대해 불확실성 또는 위험을 평가하게 되고 불확실성과 위험의 증가는 자본비용의 상승으로 이어진다. Hughes et al. (2007) and Lambert et al. (2007)의 연구에서는 정확한 공시가 기업 현금흐름의 변동성을 낮추기 때문에 자기자본 비용을 낮춘다고 제시하였다. 기업의 정보가 외부의 이해관계자에게 공시가 되면 정보비대칭이 감소해 역선택 문제가 해소되어 외부자금조달비용이 감소하여 기업의 경제적 성과를 높일 수 있다(Bushman and Smith, 2001; 2003).

고영우 · 이세철 (2012)은 유가증권시장의 기업을 대상으로 정보비대칭이 높은 경우 부채비용이 높아짐을 확인하였다. 또, 이윤경 · 고종권 (2013)은 사회적 책임 활동이 우수한 기업이 그렇지 않은 기업보다 주주들이 기업 위험에 상응해 요구하는 수익률의 내재자본비용이 낮다고 제시했다. 이는 사회적 책임 활동이 우수한 기업은 그렇지 않은 기업과 비교해 위험이 낮다고 할 수 있으며 사회적 책임 성과가 위험의 신호로 작용할 수 있을 것으로 보고 있다(김동순 등, 2016).

즉, 기업의 정보가 외부의 이해관계자들에게 공시가 되면 정보비대칭이 감소하게 되고 역 선택의 문제가 해결될 수 있으며, 투자자의 불확실성 또한 해소할 수

있다. 이는 자본조달 비용의 감소로 이어지고 기업의 경제적 성과가 높아지는 결과를 만들어낸다. 본 연구에서는 사회적 책임 활동의 변수를 ESG 등급으로 하여, ESG 종합등급과 각 부분인 지배구조(G), 사회(S), 환경(E) 등급으로 구분하여, 기업의 자본비용의 변화를 분석하여 비교해 보고자 다음과 같은 가설을 설정하였다.

- 가설 3. ESG 종합평가 등급이 우수한 기업일수록 자본비용이 감소 할 것이다.
 가설 3-1. ESG 환경(E) 등급이 우수한 기업일수록 자본비용이 감소 할 것이다.
 가설 3-2. ESG 사회(S) 등급이 우수한 기업일수록 자본비용이 감소 할 것이다.
 가설 3-3. ESG 지배구조(G) 등급이 우수한 기업일수록 자본비용이 감소 할 것이다.

3.2. 분석모형

3.2.1. 사회적 책임 활동과 기업 가치와의 관계

본 연구는 2011년부터 2019년까지 한국기업지배구조원(KCGS)에서 발표하는 ESG 평가 등급을 받은 기업을 대상으로 ESG 통합등급과 각 항목별 등급이 기업의 재무적 가치와 주식 가치에 어떠한 영향을 미치는지 분석하고자 한다. 기업의 재무적 가치를 대표하는 변수로 자기자본수익률(ROE)과 총자산수익률(ROA)을 종속변수로 활용하고 주식 가치 변수로는 Tobin Q 값을 활용한다(김강, 2012). ESG 통합등급과 환경(E), 사회(S), 지배구조(G) 지수는 점수화하여 설명변수로 투입한다. 기업규모(Size), 부채비율(Debt), R&D 비용, 매출액증가율(Sale)을 통제변수로 활용하고자 한다(오훈석·최국현, 2011; 오근혜 등, 2012; 민재형 등, 2014; 민재형 등, 2015; 오근혜·강승모, 2016; 이호갑·이결주, 2017; 라영수, 2018 등). 본 연구에서는 선행 연구를 바탕으로 시차모형을 이용하고자 한다. 이전의 연구는 당기의 ESG 등급만을 사용하거나, 전기의 등급만을 활용해 기업 성과에 미치는 영향을 분석했으나, 전기의 ESG 등급이 당기에 발표가 되기 때문에 이호갑·이결주(2017)의 연구와 같이 당기와 전기의 ESG 등급을 모두 이용하여 그 지속성에 대해 확인하고자 한다.

아래의 [모형 1]은 기업의 재무적 가치(ROA, ROE)와 주식 가치(Tobin's Q)를

종속변수로 한 패널 분석 모형이다.

[모형 1]

$$ShortTerm_{i,t} = \alpha + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 ESG_{i,t-1} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Debt_{i,t} + \beta_5 FOR_{i,t} + \beta_6 CFO_{i,t} + \sum \beta_7 ENT DUM_t + \sum \beta_8 YEARDUM_t$$

$$LongTerm_{i,t} = \alpha + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 ESG_{i,t-1} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Debt_{i,t} + \beta_5 FOR_{i,t} + \beta_6 CFO_{i,t} + \sum \beta_7 ENT DUM_t + \sum \beta_8 YEARDUM_t$$

ShortTerm : 기업의 재무적 가치

- ROA : 총자산 이익률(당기순이익/총자산)
- ROE : 자기자본 이익률(당기순이익/자기자본)

LongTerm : 기업의 주식 가치

- TBQ : 경영성과 Tobin Q ((기말시가총액+총부채 장부가치)/총자산 장부가치)

ESG : ESG 통합등급

- E : 환경부문 등급
- S : 사회부문 등급
- G : 지배구조부문 등급

SIZE : 기업규모(ln(총자산))

DEBT : 부채비율(총부채/총자본)

FOR : 외국인지분율

CFO : 현금흐름 총자산 비율(영업활동 현금흐름/총자산)

ENTDUM : 산업더미

YEARDUM : 연도더미

ROA와 ROE는 당기순이익을 총자산과 자기자본으로 각각 나눈 값을 활용하였고, 본 연구에서는 사회적 책임 활동의 지속효과에 대한 확인을 위해 당기와 전기의 ESG 등급을 동시에 투입하였다. 주식 가치를 나타내는 변수 Tobin's Q는 기업의 시가총액을 기업의 장부 가치로 나눈 값으로 환산하여 계산하여 활용하였다. 설명변수인 ESG 등급은 더미변수로서 B+ 이상을 기준으로 B+이상은 1, 이하는 0의 값을 부여하여 활용한다. 통제변수로는 기업규모(Size), 부채비율(Debt), 외국인지분율(For), 영업활동 현금흐름(Cfo)을 사용하고 연도별, 산업별 효과를 통제하기 위해 연도더미와 산업더미를 추가하였다.

3.2.2. 사회적 책임 활동과 자본비용과의 관계

기업의 재무적 정보뿐만 아니라 비재무적 정보 역시 기업의 경영자와 투자자

사이에 존재하는 정보비대칭을 감소시키는 수단으로 관심이 증가하고 있다. 비재무적인 정보의 공시가 투자자에게 제공되고 이는 정보비대칭을 감소시켜 역선택의 위험을 감소시키는 역할을 하게 되어 자본비용의 감소로 이루어진다는 연구가 다수 존재한다(나영 등, 2011; 이윤경 · 고종권, 2013; 한정희 · 남화영, 2013). 본 연구에서는 ESG 등급의 정도에 따라 기업의 자본비용에 차이가 존재하는지 비교해 보고자 한다. 사회적 책임 등급과 자본비용 간의 관계를 분석하기 위해 기존의 연구를 준용하여 아래와 같은 모형을 설정하였다. 기업가치에 미치는 영향에 대한 분석과 마찬가지로 전기의 ESG 등급이 당기에 발표가 되기 때문에 당기와 전기의 ESG 등급을 모두 이용하여 그 지속성에 대해 확인하고자 한다.

[모형 2]

$$COC_t = \alpha + \beta_1 ESG_t + \beta_2 ESG_{t-1} + \beta_3 Debt_t + \beta_4 Size_t + \beta_5 CFO_t + \beta_6 ROA_t + \beta_7 FOR_t + \sum \beta_8 ENTDUM_t + \sum \beta_9 YEARDUM_t + \epsilon_{i,t}$$

COC : 자본비용

- COE : 자기자본비용(증권시장선 모형을 통한 기대수익률)
- DebtCost : 타인자본비용(이자비용/총부채)

ESG : ESG 통합등급

- E : 환경부문 등급
- S : 사회부문 등급
- G : 지배구조부문 등급

DEBT : 부채비율(총부채/자기자본)

SIZE : 기업규모(ln(총자산))

CFO : 현금흐름 총자산 비율(영업활동 현금흐름/총자산)

ROA : 총자산 이익률(당기순이익/총자산)

FOR : 외국인 지분율

ENTDUM : 산업더미

YEARDUM : 연도더미

본 분석에서 기업의 자본비용을 나타내는 변수 자기자본비용(Coe)과 타인자본비용(DebtCost)은 FnGuide에서 제공하는 자료를 사용하였고, 자기자본비용은 증권시장선 모형을 통해 계산된 자료를, 타인자본비용은 이자비용을 총부채로 나눈 값을 활용했다(손판도, 2013). 설명변수인 ESG 등급은 B+ 이상을 기준으로 더미 변수로서 B+이상은 1, 이하는 0의 값을 부여하여 활용한다. 통제변수로는 부채비율(Debt), 기업규모(Size), 현금흐름 대 총자산 비율(Cfo), 총자산순이익률(Roa), 외

국인 지분율(For)을 사용하고 연도별, 산업별 효과를 통제하기 위해 연도더미와 산업더미를 추가하였다.

4. 실증분석

본 연구는 한국기업지배구조원에서 실시하는 ESG 평가 기업의 가치 및 자본비용에 미치는 영향을 분석하기 위해 2011년도부터 2019년도까지 발표된 ESG 등급을 사회적 책임 활동의 대용변수로 설정하였다. 각 연도별 등급은 다음해 10월 이후에 발표가 되며, 표본으로 2010년에서 2019년도까지 유가증권시장에 상장되어있는 금융업을 제외한 12월 결산법인을 분석 대상으로 하였다. 아래의 표는 연도별 기업의 분포 현황을 제시하고 있다.

〈표 1〉 연도별 표본 현황

연도	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	합계
N	457	588	610	610	615	628	663	596	737	5,504
통합	457	588	610	610	615	628	663	596	737	5,504
환경	277	588	610	610	615	628	663	596	737	5,324
사회	456	588	610	610	615	628	663	596	737	5,503
지배구조	457	588	610	610	615	628	663	596	737	5,504

4.1. 사회적 책임 활동이 기업의 가치에 미치는 영향

4.1.1. 기술통계 및 상관관계 분석

〈표 2〉 변수의 기술통계량

	N	Min	Max	Mean	STD
ROA	5,374	-0.825	0.8498	0.023	0.078
ROE	5,374	-2.513	1.6159	0.028	0.194
TBQ	5,374	0.0881	26.707	1.107	0.945
SIZE	5,374	15.78	26.550	20.188	1.592
DEBT	5,374	0.085	7.653	1.218	1.101
FOR	5,374	0	89.73	10.355	13.594
CFO	5,374	-0.7527	0.623	0.046	0.074

※ ROA와 ROE는 재무적 가치, TBQ(Tobin's Q)는 주식 가치, SIZE : 기업규모, DEBT : 부채비율, FOR : 외국인지분율, CFO : 영업현금흐름

〈표 2〉는 변수들의 기술통계량을 제시하고 있다. 재무적 가치를 나타내는 ROA와 ROE의 평균은 각각 0.023과 0.028의 값을 보였고, 표준편차는 0.078, 0.194로 나타났다. 주식 가치를 나타내는 TBQ의 평균은 1.107, 표준편차는 0.945로 나타났다. 총자산에 자연로그 값을 취한 규모(SIZE)는 평균 26.55, 표준편차 1.592의 값으로 나타났다. 부채비율(DEBT)의 평균값은 1.218, 표준편차는 1.101로 나타났으며, 외국인지분율인 FOR는 평균 10.355, 표준편차 13.594로 나타났다. 영업현금흐름(CFO)의 평균은 0.046, 표준편차는 0.074였다. 〈표 3〉은 변수들 간의 상관관계 분석하였다. 분석결과 각각의 종속변수와 통제변수 간에 다중공선성의 문제는 없는 것으로 확인되었다.

〈표 3〉 변수의 상관관계

	ROA	ROE	TBQ	SIZE	DEBT	FOR	CFO
ROA	1						
ROE	0.882***	1					
TBQ	0.051***	0.037***	1				
SIZE	0.184***	0.173***	-0.078***	1			
DEBT	-0.275***	-0.323***	-0.091***	0.213***	1		
FOR	0.250***	0.195***	0.144***	0.493***	-0.111***	1	
CFO	0.489***	0.388***	0.070***	0.163***	-0.178***	0.268***	1

※ ***, **, * 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미

4.1.2. 사회적 책임 활동이 재무적 가치에 미치는 영향

〈표 4〉와 〈표 5〉는 사회적 ESG 통합등급 및 부문별 등급이 기업의 재무적 가치에 미치는 영향을 검증하는 분석을 한 것으로 총자산순이익률(ROA)과 자기자본순이익률(ROE)을 활용하여 패널 분석을 실시한 결과이다. 패널 분석 결과 확률 효과 모형과 고정효과 모형 중 하우스만 검정(Hausman Test) 결과 귀무가설이 기각되어 고정효과 모형이 채택되었다. 종속변수를 총자산순이익률(ROA)로 결과인 〈표 9〉를 살펴보면 통합등급의 경우 당기와 전기의 사회적 책임 활동 계수 값은 각각 -0.0059와 -0.004로 기업 가치에 유의한 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 결정계수는 12.41%이었다.

〈표 4〉 ESG 등급이 재무적 가치(ROA)에 미치는 영향

종속변수 : ROA								
Variables	통합등급		환경(E)		사회(S)		지배구조(G)	
	coef.	t	coef.	t	coef.	t	coef.	t
Constant	-.2505***	-3.84	-.2538***	-3.67	-.2699***	-3.90	-.2726***	-3.96
ESG	-.0059*	-1.66	.0022	0.76	-.0032	-1.04	-.0093***	-2.98
ESG(t-1)	-.004***	-3.78	-.0031***	-3.50	-.0038***	-3.77	-.0037***	-3.97
SIZE	.0151***	4.38	.0144***	4.18	.0153***	4.42	.0155***	4.51
DEBT	-.0269***	-17.27	-.0267***	-17.15	-.0268***	-17.21	-.0266***	-17.12
FOR	.0007***	3.54	.0007***	3.67	.0007***	3.68	.0007***	3.75
CFO	.2237***	15.78	.2233***	15.75	.2238***	15.78	.2241***	15.82
ENT	포함							
YEAR	포함							
R2	0.1241		0.1230		0.1237		0.1260	
F-Value	80.05***		79.29***		79.80***		81.48***	
Obs	5,374							

※ ***, **, * 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미

환경(E)을 설명변수 한 결과 전기의 사회적 책임 활동 계수 값이 -0.0031로 1% 수준에서 유의한 부(-)의 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 설명변수를 사회(S)로 분석한 결과 당기의 계수 값은 유의하지 않았고, 전기의 계수 값이 -0.0038로 1% 수준에서 유의하게 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 지배구조(G) 등급을 활용한 분석 결과, 기업 가치에 당기와 전기의 지배구조 활동의 계수 값은 각각 -0.0093, -0.0037로 1% 수준에서 유의하게 부(-)의 영향을 미치는 것으로 분석되었다.

〈표 5〉는 종속변수를 자기자본순이익률(ROE)로 활용하여 분석한 결과로 마찬가지로 고정효과 모형이 채택되었다. 통합등급의 경우전기의 사회적 책임 활동 계수 값은 -0.0128로 기업 가치에 유의한 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 결정계수는 20.39%이었다. 환경(E)을 설명변수 한 결과 전기의 사회적 책임 활동 계수 값이 -0.0098로 1% 수준에서 유의한 부(-)의 영향을 미치는 것으로 분석되었고, 설명변수를 사회(S)로 분석한 결과 당기의 계수 값은 유의하지 않았고, 전기의 계수 값이 -0.0113으로 1% 수준에서 유의하게 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 지배구조(G) 등급을 활용한 분석 결과, 기업 가치에 당기와 전기의 지배구조 활동의 계수 값은 각각 -0.0143, -0.011로 10%와 1% 수준에서 유의하게 부(-)의 영향을 미치는 것으로 분석되었다.

전체적으로 사회적 책임 활동은 기업의 재무적 가치(ROA, ROE)에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 일부 선행연구(서승주·최진현,

2015; 라영수, 2018)를 지지하였지만, 일부 연구(김명서 등, 2010; 천미림, 2011; 김강, 2012)와는 다른 결과를 확인하였다. 이러한 분석 결과는 경영자의 사회적 책임 활동 수행으로 주주와의 갈등이 생기고 대리인비용이 발생하여 가치의 감소를 불러온 것으로 볼 수 있다. 사회적 책임 활동이 재무적 가치에 미치는 영향에 대한 분석결과 부정적인 것으로 나타났으며, 가설 1과 1-1, 1-2, 1-3은 채택이 되었다.

〈표 5〉 ESG 등급이 재무적 가치(ROE)에 미치는 영향

Variables	종속변수 : ROE							
	통합등급		환경(E)		사회(S)		지배구조(G)	
	coef.	t	coef.	t	coef.	t	coef.	t
Constant	-.8954***	-4.98	-.8629***	-4.79	-.9108***	-5.05	-.8996***	-5.01
ESG	-.0128	-1.38	.0082	1.09	-.0106	-1.32	-.0143*	-1.75
ESG(t-1)	-.0128***	-4.62	-.0098***	-4.26	-.0113***	-4.32	-.011***	-4.52
SIZE	.0519***	5.79	.0500***	5.57	.0526***	5.84	.0521***	5.81
DEBT	-.1239***	-30.52	-.1234***	-30.40	-.1236***	-30.49	-.1233***	-30.42
FOR	.0003	0.57	.0003	0.71	.0003	0.72	.0004	0.74
CFO	.4342***	11.75	.433***	11.72	.4339***	11.74	.4347***	11.77
ENT	포함							
YEAR	포함							
R2	0.2039		0.2030		0.2034		0.2042	
F-Value	144.76***		143.95***		144.37***		145.02***	
Obs	5,374							

※ ***, **, * 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미

4.1.3. 사회적 책임 활동이 주식 가치에 미치는 영향

〈표 6〉은 사회적 책임 활동이 기업의 주식 가치(Tobin's Q)에 미치는 영향을 패널 분석으로 검증한 결과이다. 패널 분석 결과 확률효과 모형과 고정효과 모형 중 하우스만 검정 결과 귀무가설이 기각되어 고정효과 모형이 채택되었다.

설명변수를 통합등급으로 한 결과 당기의 사회적 책임 활동은 유의하지 않았으며, 전기의 계수 값은 0.0720으로 1% 수준에서 유의하게 기업 가치(Tobin's Q)에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 환경(E)을 반영한 결과에서도 당기의 환경 책임 활동은 유의하지 않았으며, 전기의 활동은 0.0627로 1% 수준에서 유의하게 정(+)의 영향을 미치는 것으로 분석되었다.

〈표 6〉 ESG 등급이 주식 가치(Tobin' s Q)에 미치는 영향

Variables	종속변수 : Tobin' s Q							
	통합등급		환경(E)		사회(S)		지배구조(G)	
	coef.	t	coef.	t	coef.	t	coef.	t
Constant	1.530***	2.57	1.582***	2.66	1.704***	2.86	1.475***	2.47
ESG	-.0438	-1.42	.0019	0.08	.0214	0.81	-.0315	-1.16
ESG(t-1)	.0720***	7.86	.0627***	8.28	.0704***	8.15	.0567***	7.01
SIZE	-.0294	-0.99	-.0326	-1.10	-.0387	-1.30	-.0266	-0.90
DEBT	.0030	0.22	.0050	0.36	.0043	0.31	.0033	0.24
ROA	.9688***	7.56	.9702***	7.58	.9784***	7.64	.9667***	7.53
FOR	.0071***	4.47	.0071***	4.46	.0070***	4.41	.0070***	4.42
CFO	.4009***	3.20	.3979***	3.18	.3933***	3.14	.4015***	3.19
ENT	포함							
YEAR	포함							
R2	0.0383		0.0396		0.0397		0.0355	
F-Value	20.01***		20.71***		20.75***		18.49***	
Obs	5,374							

※ ***, **, * 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미

사회(S) 등급을 사용한 경우에도 당기의 활동은 정(+)의 값이 나왔지만 유의하지 않았으며, 전기의 사회 책임 활동의 계수 값은 0.0704로 1% 수준에서 유의하게 기업 가치(Tobin' s Q)에 정(+)의 영향을 미쳤다. 지배구조(G) 등급 분석결과 당기의 활동은 부(-)의 값이었지만 유의하지 않았고, 전기의 지배구조 관련 활동은 정(+)의 값이 나왔으며 계수 값은 0.0567로 1%에서 유의했다.

분석결과, 기업의 사회적 책임 활동은 기업의 주식 가치를 제고시키는 요인으로 기업은 기업 가치의 제고를 위해 적극적으로 사회적 책임 활동을 이행해야 하며, 가설 2, 2-1, 2-2, 2-3은 채택 된 것으로 볼 수 있다. 이러한 연구 결과는 Tobin' s Q를 활용한 이전의 연구결과(오훈석·최국현, 2011; 장승욱·김용현, 2013; 이호갑·이결주, 2017)를 지지하는 것으로 확인되었다.

사회적 책임 활동이 기업의 가치에 미치는 영향에 대한 분석결과 단기적으로는 주주부의 극대화, 이윤극대화 관점에서 볼 때 사회적 책임 활동이 비용으로 인식되어 재무적 가치를 감소시키는 요인이 되지만 장기적으로는 기업이미지 개선, 고객의 충성도 상승, 잠재적인 이해관계자와의 갈등 해결 등을 통해 기업의 주식 가치가 상승할 수 있기 때문에 적극적으로 수행해야 하는 것으로 볼 수 있다.

4.2. 사회적 책임 활동이 기업의 자본비용에 미치는 영향

4.2.1. 기술통계 및 상관관계 분석

<표 7>은 변수의 기술통계량을 제시하고 있다. 자기자본비용을 나타내는 COE의 평균과 표준편차는 각각 7.099와 2.472로 나타났다. 타인자본비용을 나타내는 DEBTCOST의 평균은 0.0195, 표준편차는 0.0168로 나타났다. 부채비율(DEBT)의 평균값은 1.218, 표준편차는 1.101로 나타났으며, 총자산에 자연로그 값을 취한 SIZE(규모)는 평균 20.188, 표준편차 1.592의 값으로 나타났다. 당기순이익을 총자산으로 나눈 값인 총자산순이익률(ROA)의 평균은 0.023, 표준편차는 0.078로 나타났다. 영업현금흐름(CFO)의 평균은 0.046, 표준편차는 0.074였으며, 외국인지분율인 FOR는 평균 10.355, 표준편차 13.594로 나타났다.

<표 7> 변수의 기술통계량

	N	Min	Max	Mean	STD
COE	5,374	1.12	16.77	7.099	2.472
DEBTCOST	5,374	0	0.2317	0.0195	0.0168
DEBT	5,374	0.085	7.653	1.218	1.101
SIZE	5,374	15.78	26.55	20.188	1.592
ROA	5,374	-0.825	0.8498	0.023	0.078
CFO	5,374	-0.7527	0.623	0.046	0.074
FOR	5,374	0	89.73	10.355	13.594

※ COE는 자기자본비용 DEBTCOST는 타인자본비용, DEBT : 부채비율, SIZE : 기업규모, ROA : 총자산순이익률, CFO : 영업현금흐름, FOR : 외국인지분율<표 6> 충격반응분석 결과 (비트코인, 금)

<표 8> 변수의 상관관계

	COE	DEBTCOST	DEBT	SIZE	ROA	CFO	FOR
COE	1						
DEBTCOST	0.1176***	1					
DEBT	0.1654***	0.320***	1				
SIZE	0.183***	-0.125***	0.213***	1			
ROA	-0.053***	-0.439***	-0.275***	0.184***	1		
CFO	-0.035***	-0.237***	-0.178***	0.163***	0.489***	1	
FOR	0.020	-0.222***	-0.111***	0.493***	0.250***	0.268***	1

※ ***, **, * 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미

4.2.2. 사회적 책임 활동이 자본비용에 미치는 영향

<표 9>는 ESG 등급이 기업의 자기자본비용에 미치는 영향에 대한 패널 분석 결과이다. 확률효과 모형 및 고정효과 모형 분석 후 하우스만 검정(Hausman Test) 결과 귀무가설이 기각되어 고정효과 모형이 채택되었다.

<표 9> ESG 등급과 자기자본비용의 관계

Variables	종속변수 : 자기자본							
	통합등급		환경(E)		사회(S)		지배구조(G)	
	coef.	t	coef.	t	coef.	t	coef.	t
Constant	10.617***	4.38	11.305***	4.66	10.271***	4.22	10.113***	4.17
ESG	-.0529	-0.42	.2429**	2.42	-.290***	-2.69	-.1588	-1.44
ESG(t-1)	.0857**	2.30	.1082***	3.51	.0907***	2.58	.0308	0.94
SIZE	-.1757	-1.45	-.2147*	-1.78	-.1562	-1.29	-.1481	-1.22
DEBT	-.0152	-0.27	-.0043	-0.08	-.0180	-0.32	-.0155	-0.28
ROA	1.227**	2.35	1.245**	2.39	1.212**	2.32	1.1557**	2.21
FOR	-.0289***	-4.46	-.0284***	-4.38	-.0286***	-4.42	-.029***	-4.47
CFO	.0303	0.06	-.0086	-0.02	-.0271	0.05	.0826	0.16
ENT	포함							
YEAR	포함							
R2	0.0256		0.0284		0.0272		0.0250	
F-Value	13.19***		14.71***		14.02***		12.88***	
Obs	5,374							

※ ***, **, * 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미

통합등급을 설명변수로 한 분석 결과 당기의 사회적 책임 활동은 유의하지 않았으며, 전기의 사회적 책임 활동은 당기의 자기자본비용을 증가시키는 것으로 분석되었다. 환경(E) 등급을 투입하여 분석한 결과 당기와 전기의 환경 책임 계수는 각각 0.2429, 0.1082로 5%와 1% 수준에서 유의하게 자기자본비용을 증가시키는 것으로 나타났다. 사회(S) 책임 등급을 설명변수로 한 분석결과, 당기의 계수 값은 -0.290으로 1% 수준에서 유의하게 자기자본비용을 감소시키는 것으로 나타났으며, 전기의 계수는 0.0907로 1% 수준에서 유의하게 증가시키는 결과를 확인할 수 있다. 지배구조(G) 등급을 투입한 분석 결과 당기와 전기의 계수 값 모두 유의하지 않은 것으로 분석되었다.

이러한 결과는 이전의 자기자본을 감소시킨다는 이전의 연구 결과와는 상반된 결과로 사회적 책임 활동이 주주에게는 부정적으로 받아들여지고, 대리인 비용에 대한 보상으로 자본비용이 상승하는 것으로 볼 수 있다. 통제변수의 경우 규모

(SIZE)는 환경변수가 투입되었을 때 10% 수준에서 유의하게 자기자본비용을 감소시키는 것으로 나타났으며, 총자산순이익률(ROA)은 모든 분석 결과에서 유의하게 자기자본비용을 증가시키는 것으로 나타났다. 외국인 지분율(FOR)도 모든 분석결과에서 유의하게 부(-)의 값이 도출되었으며, 부채비율(DEBT)과 영업활동현금흐름(CFO)은 유의하지 않았다.

<표 10>은 ESG 등급이 기업의 타인자본비용에 미치는 영향에 대한 패널 분석 결과이다. 확률효과 모형 및 고정효과 모형 분석 후 하우스만 검정 결과 고정효과 모형이 채택되었다. 통합등급을 설명변수로 한 분석 결과 당기의 계수 값은 유의하지 않았으며, 전기의 계수 값은 -0.0013으로 1% 수준에서 유의하게 타인자본비용을 감소시키는 것으로 나타났다. 환경(E) 등급을 투입하여 분석한 결과에서도 당기의 계수 값은 유의하지 않았으며, 전기의 계수 값은 -0.0013으로 유의하게 타인자본비용의 감소를 가져오는 것을 확인할 수 있다.

사회(S) 책임 등급을 설명변수로 한 분석결과, 당기의 계수 값은 유의하지 않았으며, 전기의 계수 값은 -0.0013으로 유의하게 타인자본비용의 감소를 가져오는 것을 확인할 수 있다. 지배구조(G) 등급을 투입한 분석 결과 전기의 계수 값이 -0.0013으로 1% 수준에서 유의하게 타인자본비용을 감소시키는 것을 확인할 수 있었으며, 당기의 계수 값은 유의하지 않았다.

〈표 10〉 ESG 등급과 타인자본비용의 관계

종속변수 : 타인자본								
Variables	통합등급		환경(E)		사회(S)		지배구조(G)	
	coef.	t	coef.	t	coef.	t	coef.	t
Constant	.1435***	11.89	.1433***	11.87	.1400***	11.58	.1423***	11.80
ESG	.0002	0.36	-.0002	-0.40	-.0007	-1.39	-.0006	-1.16
ESG(t-1)	-.0013***	-7.12	-.0011***	-7.05	-.0013***	-7.42	-.0012***	-7.24
SIZE	-.0061***	-10.11	-.0061***	-10.08	-.0059***	-9.79	-.0060***	-10.00
DEBT	.0013***	4.56	.0013***	4.48	.0013***	4.52	.0013***	4.60
ROA	-.0245***	-9.41	-.0243***	-9.38	-.0246***	-9.48	-.0248***	-9.54
FOR	-.0002***	-4.84	-.0002***	-4.80	-.0002***	-4.75	-.0002***	-4.73
CFO	.0065**	2.56	.0065**	2.54	.0066***	2.62	.0067***	2.64
ENT	포함							
YEAR	포함							
R2	0.0749		0.0748		0.0767		0.0761	
F-Value	40.66***		40.59***		41.72***		41.38***	
Obs	5,374							

※ ***, **, * 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미

이러한 결과는 이전의 연구결과(나영 등, 2011; 박원 · 허익구, 2015; 서승주 · 최진현, 2015)를 지지하는 것으로 사회적 책임 활동이 정보비대칭 문제를 해결하여 타인자본비용의 감소로 이어지는 것으로 생각할 수 있다. 통제변수의 경우 부채비율과 영업활동현금흐름은 모든 분석 결과에서 유의하게 타인자본비용을 증가시키는 것으로 나타났으며, 규모와 총자산순이익률과 외국인 지분율은 모든 분석 결과에서 유의하게 타인자본비용을 감소시키는 것으로 나타났지만, 영업활동현금흐름은 유의하지 않았다.

분석결과 사회적 책임 활동의 ESG 통합등급, 환경 책임 활동은 자기자본비용을 증가시키는 것으로 분석되었다. 지배구조 활동의 경우 자기자본비용에 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 분석되었고, 이러한 결과는 사회적 책임 활동은 경영자와 주주간의 갈등으로 연결돼 대리인 비용이 상승하고 자기자본비용도 상승하게 되는 것으로 볼 수 있다.

타인자본비용의 경우 전기의 ESG 통합등급, 환경 책임 활동, 지배구조 활동은 타인자본비용을 감소시키는 것으로 나타났으며, 사회 책임 활동의 경우 당기와 전기 모두 타인자본비용을 감소시키는 것으로 나타났다. 이는 기업의 사회적 책임 활동을 통해 기업의 정보비대칭의 및 정보위험의 감소로 자본조달 비용이 감소하는 것이라고 볼 수 있으며, 가설 3, 3-1, 3-2, 3-3은 부분적으로 채택되었다.

5. 결론

세계적으로 ESG 투자흐름이 확대되는 가운데 기업은 경영환경의 변화와 사회에서의 역할이 확대됨에 따라 사회적 책임 활동에 대한 지속적인 요구를 받고 있으며, 기업 전략으로서 활용되고 있다. 본 연구는 기업 가치와 사회적 책임 활동의 관계에 대해 분석하고자 하였다. 기업의 사회적 책임 활동에 대한 변수를 ESG 등급으로 하였으며, 사회적 책임 활동이 기업의 가치와 자본비용에 미치는 영향을 분석하였다.

분석 결과를 요약정리하면 다음과 같다. 첫째, 분석 결과 총자산순이익률(ROA), 자기자본이익률(ROE)에는 전기의 사회적 책임 활동이 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. ESG 통합등급뿐만 아니라 환경 등급과 사회 등급도 지배구조 등급의 경우도 마찬가지였으며, 통합등급과 지배구조의 경우 당기의 당기 활동도 기업 가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 기업의 사회적 책임

활동에 대한 총자산순이익률이나 자기자본순이익률과 같은 재무적 가치에는 사회적 책임 활동이 비용으로 인식되어 부(-)의 영향을 미치는 것으로 볼 수 있다. 둘째, 사회적 책임 활동이 기업의 주식 가치에 미치는 영향에 대한 분석 결과 주식 가치 변수인 Tobin's Q에 전기의 사회적 책임 활동은 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. ESG 통합등급 뿐만 아니라 환경등급, 사회등급, 지배구조등급 모두 동일하게 나타나 기업의 사회적 책임 활동은 단기적으로는 비용으로 인식되어 재무적 가치를 감소시키지만 장기적으로는 기업의 투명성과 브랜드 이미지를 향상시키고 이해관계자들과의 관계를 개선시켜 주식 가치에 긍정적인 요인이 되는 것을 확인하였다. 셋째, 사회적 책임 활동이 기업의 자본비용에 미치는 영향에 대한 분석 결과 전기의 지배구조등급을 제외한 사회적 책임 활동은 자기자본비용을 증가시켰다. 반면, 전기의 사회적 책임 활동은 타인자본비용을 감소시키는 것으로 나타났다. 통합등급과 환경등급, 지배구조 등급 모두 같은 결과였으며 사회등급의 경우 당기의 활동과 전기의 활동 모두 타인자본을 감소시키는 것을 확인하였다. 이는 사회적 책임 활동이 정보비대칭을 완화시켜 타인자본을 감소시키지만, 주주와의 갈등으로 이어져 대리인비용이 증가하고 그에 대한 보상으로 자기자본비용이 증가하는 것으로 볼 수 있다. 타인자본의 경우 이전의 연구와 같은 결과를 보였지만 자기자본비용의 경우 이전의 연구와는 상이하게 나타났다. 이는 종속변수 및 독립변수의 설정이 이전의 연구와는 상이하여 나타난 결과로 생각할 수 있으며 결과의 강건성을 위해 추가적 연구가 필요할 것으로 사료된다.

본 연구는 사회적 책임과 기업 가치의 관계에 대해 연구한 이전의 연구를 종합적으로 살펴보았으나 다음과 같은 한계점이 존재한다. 첫째, KOSPI 기업만을 대상으로 하였기 때문에 모든 기업에 대한 일반화에는 한계가 존재한다. 둘째, 표본의 수집 기간이 2011년부터 2019년까지로 이전의 연구에 비해 증가하였지만 충분하다고 보기에는 부족할 것이다. 셋째, 자본비용에 대해 정교한 측정방법을 연구하여 활용할 필요가 있다.

참 고 문 헌

- 고영우, & 이세철. (2012). 정보비대칭과 타인자본비용의 관계 연구. *국제회계연구*, 43, 41-64.
- 김강 (2012). 지속가능경영이 장단기 경영성과에 미치는 영향. *회계와정책연구*, 17(4), 95-118.
- 김규리, & 김원배. (2015). 기업의 지속가능경영활동이 경영성과에 미치는 영향: 전략적관리시스템 활용도를 중심으로. *상업교육연구*, 29(5), 155-181.
- 김동순, 국양호, 정태규. (2016). 한국기업의 사회적 책임 활동이 부채비용에 미치는 영향. *대한경영학회지*, 29(7), 1193-1214.
- 김명서, 김요환, & 김민철. (2010). 환경경영 활동에 대한 환경투자 및 비용이 기업가치에 미치는 영향. *회계와정책연구*, 15(2), 119-141.
- 김성운. (2012). 지속가능한 경영을 위한 글로벌 화장품 기업의 CSR (Corporate Social Responsibility) 사례연구. *지속가능연구*, 3(3), 73-89.
- 김장환, 장지인, & 이운상. (2005). 환경경영시스템 인증획득이 기업의 재무성과에 미치는 영향에 대한 연구-ISO 14001 도입을 중심으로. *회계정보연구*, 23(4), 1-24.
- 김지희, 신호영, & 오현민. (2016). IFRS 도입이후 기업지배구조가 경영자이익예측정보와 정보비대칭의 관계에 미치는 영향. *상업교육연구*, 30(2), 141-163.
- 김태완, & 김진우. (2018). 기업의 사회적 책임활동에 따른 경영성과의 차별적 자본시장반응. *세무회계연구*, 55, 95-114.
- 김해룡, 김나민, 유광희, & 이문규. (2005). 기업의 사회적 책임에 대한 척도 개발. *마케팅연구*, 20(2), 67-87.
- 나영, & 임옥빈. (2011). ESG 정보의 가치관련성에 관한 실증연구. *경영교육연구*, 20(4), 439-467.
- 라영수. (2018). 기업의 사회적책임활동성과가 기업 가치에 미치는 영향. *경영컨설팅연구*, 18(2), 93-106.
- 문종열, & 김문철. (2009). 회계정보의 질과 지배구조가 자기자본비용에 미치는 영향. *세무와 회계저널*, 10(3), 33-72.
- 민재형, 김범석, & 하승인. (2014). 지속가능경영을 위한 기업의 환경적, 사회적, 지배구조적 요인이 추가수익률 및 기업 가치에 미치는 영향. *한국경영과학회지*, 39(4), 33-49.
- 민재형, 김범석, & 하승인. (2015). 기업의 환경, 사회, 지배구조 요인과 재무성과의

- 관계: 공유가치창출의 경험적 근거. *경영과학*, 32(1), 113-131.
- 박원, & 허익구. (2015). 기업의 사회적 책임활동, 회계투명성, 타인자본비용간의 관련성. *국제회계연구*, 61, 51-78.
- 박종철, & 이광현. (2009). 기업의 지속가능경영 노력이 기업신뢰 및 고객만족도에 미치는 영향. *Asia-Pacific Journal of Business & Commerce*, 1(2), 1-22.
- 박종철, 김경진, & 이한준. (2010). 한국형 기업의 사회적 책임활동 측정을 위한 척도 개발 연구: 소비자 인식을 중심으로. *ASIA MARKETING JOURNAL*, 12(2), 27-52.
- 배수현. (2020). 금융기업의 사회적 책임활동이 기업가치에 미치는 영향. *전산회계연구*, 18(1), 113-129.
- 서승주, & 최진현. (2015). 기업의 사회적 책임활동과 자본비용 및 기업가치의 관계: KEJI 지수개별항목을 중심으로. *국제회계연구*, 64, 1-26.
- 손판도. (2013). 노동조합교섭력이 영업유연성 및 자본비용에 어떻게 영향을 미치는가?. 한국산업경제학회 정기학술발표대회 초록집, 2013, 323-340.
- 안소영, & 한진수. (2017). 호텔의 지속가능경영 노력이 기업성과에 미치는 영향 연구. *관광연구저널*, 31(3), 135-149.
- 양합, 김요환, & 박준령. (2020). 기업의 사회적 책임활동이 이익조정과 기업가치에 미치는 영향에 관한 실증적 연구-한국과 중국상장 기업을 중심으로. *산업경제연구*, 33(2), 571-594.
- 오근혜, & 강승모. (2014). 지속가능경영활동이 재무적 성과 및 기업 가치에 미치는 영향에 관한 연구. *세무회계연구*, 40(단일호), 81-108.
- 오근혜, & 강승모. (2016). 지속가능경영활동과 이익지속성간의 관계에 관한 연구. *세무회계연구*, 50, 1-18.
- 오근혜, 윤평구, & 강승모. (2012). 우리나라기업의 윤리경영이 기업 가치 및 재무적 성과에 미치는 영향. *금융지식연구*, 10(3), 3-27.
- 오훈석, & 최국현. (2011). 기업지배구조가 재무적 경영성과와 기업가치에 미치는 영향-한국기업지배구조원 (CGS) 지배구조등급의 분석을 통한 실증검증. *기업경영연구 (구 동림경영연구)*, 38(2), 41-65.
- 유순미, & 정현아. (2016). 지속가능경영정보가 자기자본비용에 미치는 영향. *인터넷전자상거래연구*, 10(6), 37-57.
- 이결주, 이호갑, & 오덕교. (2017). 기업가치가 사회적 책임 (CSR) 활동에 미치는 영향. *회계와정책연구*, 22(6), 53-76.
- 이윤경, & 고종권. (2013). 기업의 사회적 책임이 내재자본비용과 정보비대칭에 미치

- 는 영향. *회계저널*, 22(5), 159-193.
- 임옥빈, 정준희, & 손여진. (2019). 경영자의 ESG 활동이 자기자본비용에 미치는 영향. *전문경영인연구*, 22(2), 23-53.
- 임종옥. (2018). ESG 사회평가와 사회공헌활동비와의 관계. *산업경제연구*, 31(6), 2017-2034.
- 장승욱, & 김용현. (2013). 기업의 ESG와 재무성과. *재무관리연구*, 30(1), 131-152.
- 전정주. (2012). 기업의 환경성결과 기업 가치에 미치는 영향. *대한경영학회지*, 25(7), 3041-3056.
- 정우성. (2010). 기업지배구조에 따른 이익의 정보효과. *재무와회계정보저널*, 10(1), 51-79.
- 천미림, & 김창수. (2011). CSR 의 지속성이 CSR 과 재무성과의 관계에 미치는 영향. *회계정보연구*, 29(3), 351-374.
- 한정희, & 남화영. (2013). 기업의 사회적책임 (CSR) 활동이 타인자본비용에 미치는 영향. *대한경영학회지*, 26(9), 2253-2274.
- Adhikari, B. K. (2016). Causal effect of analyst following on corporate social responsibility. *Journal of Corporate Finance*, 41, 201-216.
- Baumann-Pauly, D., Wickert, C., Spence, L. J., & Scherer, A. G. (2013). Organizing corporate social responsibility in small and large firms: Size matters. *Journal of Business Ethics*, 115(4), 693-705.
- Benabou, R., & Tirole, J. (2010). Individual and corporate social responsibility. *Economica*, 77(305), 1-19.
- Buchanan, B., Cao, C. X., & Chen, C. (2018). Corporate social responsibility, firm value, and influential institutional ownership. *Journal of Corporate Finance*, 52, 73-95.
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of accounting and Economics*, 32(1-3), 237-333.
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2003). Transparency, financial accounting information, and corporate governance. Financial Accounting Information, and Corporate Governance. *Economic Policy Review*, 9(1).
- Crane, A., & Matten, D. (2004). Questioning the domain of the business ethics curriculum. *Journal of Business Ethics*, 54(4), 357-369.
- Dahlsrud, A. (2008). How corporate social responsibility is defined: an analysis of 37

- definitions. *Corporate social responsibility and environmental management*, 15(1), 1-13.
- Dhaliwal, D., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2014). Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(4), 328-355.
- Flammer, C. (2013). Corporate social responsibility and shareholder reaction: The environmental awareness of investors. *Academy of Management Journal*, 56(3), 758-781.
- Hughes, J. S., Liu, J., & Liu, J. (2007). Information asymmetry, diversification, and cost of capital. *The Accounting Review*, 82(3), 705-729.
- Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of accounting research*, 45(2), 385-420.
- Marshall, S., Brown, D., & Plumlee, M. (2009, August). THE IMPACT OF VOLUNTARY ENVIRONMENTAL DISCLOSURE QUALITY ON FIRM VALUE. *In Academy of Management Proceedings* (Vol. 2009, No. 1, pp. 1-6). Briarcliff Manor, NY 10510: Academy of Management.
- 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.
- WBCSD(World Business Council for Sustainable Development). (2002). Sustainable Development Reporting : Striking the balance.
- Weber, O., Scholz, R. W., & Michalik, G. (2010). Incorporating sustainability criteria into credit risk management. *Business strategy and the environment*, 19(1), 39-50.

The Effect of Corporate Social Responsibility on Corporate Performance and Capital Costs*

Lee, Yongdae¹

Chief Researcher, Small Enterprise and Market Service, Small Enterprise Policy Research Center

Lee, Chisongon²

Professor, Department of Business, Jeonbuk National University

Abstract

This study analyzed the effect of CSR(Corporate Social Responsibility) activity on corporate value and cost of capital. The period of analysis is from 2010 to 2019, and ESG ratings announced by the Korea Corporate Governance Service(KCGS) were used as substitutes for CSR activities. The analysis showed that, first, the CSR activities in the prior period had a negative effect on the financial valuation of corporate. The results showed that the environmental and social grades as well as ESG integrated rates had also the same results, and governance ratings show had negative effect on corporate valuation in the current and prior activities. This can be considered that it had negative(-) effect on financial valuation of corporate because CSR activities are recognized as expenses. Second, it was verified that CSR activity is a positive factor in corporate valuation in the long term since the activities for the prior period showed a positive effect on stock value. Third, as a result of the analysis of the effect of CSR activities on capital costs of corporate, the activities in the prior term showed to increase the cost of equity capital and to reduce the cost of debt capital. The results of this study suggests that CRS activity should be carried out actively by persuading shareholders that the activity is a factor to increase corporate value in the long run, not a cost.

Keywords : Corporate Social Responsibility, Financial Value, Stock Value, Capital Costs, ESG Ratings

Received January 15, 2021

Revised February 25, 2021

Accepted March 02, 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, kraz5094@semas.or.kr

2. Corresponding Author, pine@jbnu.ac.kr