

지속가능경영이 기업가치와 신용평가에 미치는 영향에 대한 실증 분석

김수욱

전북대학교, 박사과정, 제1저자

(ricky0705@nate.com)

이치승

전북대학교 경영학부 교수, 공동저자

(pine@jbnu.ac.kr)

본 연구는 지속가능 경영활동이 기업 가치와 신용평가등급에 미치는 영향에 대하여 분석하였다. 지속가능 경영활동의 측정치는 2011년부터 2014년까지 한국기업지배구조원에서 발표한 ESG (환경: Environment, 사회: Social, 지배구조: Governance) 평가등급을 이용하여 사건연구방법으로 공시효과를 검증하였다. 패널회귀분석으로 *Tobin Q* 및 회사채 신용평가 등급을 기업 가치와 신용평가등급의 대용변수로 사용하였다.

실증분석 결과, 첫째, *AAR*과 *CAAR*은 2013년을 제외하고 공시일을 전·후하여 유의적인 양(+)의 값을 나타내어 지속가능경영에 대한 정보 공시효과가 존재하는 것으로 나타났다. 둘째, 패널회귀모형을 이용한 분석결과, 지속가능경영 등급이 높은 기업 일수록 기업가치가 높다는 결과를 도출하였다. 기업별 특성을 파악하기 위한 추가분석결과 기업가치가 높고 설립연도가 낮으며 기업규모가 비교적 작은 중견기업으로 제조업을 영위하는 기업일수록 계속 기업으로서의 가치가 높다는 분석결과가 나타났다. 셋째, 지속가능경영 평가 등급과 신용등급은 유의적인 상관관계가 존재하였다. 직접적인 연관성을 검증하기 위한 추가분석결과 신용등급이 높은 제조기업 집단을 제외한 나머지 집단의 경우 유의적이지 못한 것으로 나타났다. 이는 기업의 장기적인 지속가능성을 측정하는 ESG 평가등급과 단기 부채 상환능력을 측정하는 신용평가 등급과는 상호간의 평가 목적 차이 때문인 것으로 판단된다.

본 연구는 지속가능경영에 대한 기존 연구와는 달리 통합적이고 세부적인 고찰을 한 연구라는 점에서 선행연구와의 차별성을 가지며 계속기업을 위한 내·외부 성과향상을 통한 기업의 장기적인 전략수립에 유용한 자료로 활용될 수 있을 것으로 기대한다.

핵심주제어 : 지속가능경영, ESG, 사건연구, 패널회귀분석, *Tobin Q*, 회사채 신용등급, *CAAR*

I. 서론

지속가능경영은 수익성에만 집중했던 경영방식에서 사회에 공헌하고 환경문제에 기여하는 가치를 창출하여 다양한 이해관계자의 기대에 부응함으로써 기업가치와 기업경쟁력을 높여 지속적인 성장을 꾀하는 경영활동을 의미한다. Chad Holliday¹⁾는 “성공적인 글로벌 기업의 가장 중요한 판단 기준은 지속가능성을 기업 경영에 얼마나 잘 적용했는지 여부임을 알게 될 것이다”라고 강조 하였듯이 21세기 국내외 기업들의 최대 화두는 계속 기업을 위한 ‘지속가능경영(CSM; Corporate Sustainability Management)’일 것이다. 2006년 KPMG 보고서에 따르면 국내 상장기업의 평균수명은 23.9년이며, 세계500대 기업은 40년이라고 발표하였다. 2014년 재벌닷컴 조사결과 2013년 말 기준 자산 100억 원 이상 상장사와 비상장사 3만 827개사를 대상으로 사업보고서와 감사보고서의 창업연도를 조사한 결과 국내에서 창업 100년이 넘는 기업은 7개에 불과하고 창업 50년을 넘긴 기업도 전체의 2%인 658개였으며 전체 기업의 평균 역사는 16.9년에 불과했다. 이는 창업 보다 지속이 더 힘들기 때문이다.

해외 대기업들은 1990년대 중반부터 지속가능경영을 주요 경영정책으로 추진하고 있다. 한국에서도 2002년 3월 ‘지속가능발전 기업협의회(KBCSD)’가 발족한 이래로 기업들이 2003년부터 지속가능경영 보고서를 발간하는 등 지속가능경영에 큰 관심을 보이기 시작했다. 그러나 지속가능경영과 관련된 전반적인 연구는 아직 충분하지 않은 상태이다. 이는 기업의 사회적 책임(CSR: Corporate Social Responsibility)의 세계적인 표준이며 지속가능경영의 측정도구인 ISO 26000이 2010년 11월에 제정·발표 하였으며 국내 기업들의 지속가능경영 지수를 평가하는 대표적 단체인 한국기업지배구조원(KCGS : Korea Corporate Governance Service: 이하 KCGS)²⁾도 지속가능경영 성과등급인 ESG³⁾를 2011년 7월부터 발표하기 시작하였기 때문이다.

본 연구는 지속가능경영에 대한 관심의 증대에 따라 KCGS의 ESG 평가 등급을 사용하여 ESG의 정보공시가 주식시장에 미치는 반응을 분석하여 자본시장에서의 기능을 검증하고

1) Harbard business review(2005). Chhad Holliday는 Dupont과 Bank of America의 회장을 역임하였고 2014년부터 Royal Dutch Shell의 회장직을 수행하고 있다.

2) 한국기업지배구조개선지원센터(2002년 6월 설립)를 확대 개편한 비영리 사단법인으로서 한국거래소, 금융투자협회, 상장회사협의회, 코스닥 협회가 사원기관으로 참여하고 있다. 독자적인 ESG 평가모형을 개발하여 2011년7월21일부터 ESG 통합등급을 공표하고 있다. 동 모형은 ISO 26000등의 국제표준을 따르되 한국기업의 실정을 고려한 한국형 평가모형이다.(<http://www.cgs.or.kr/>)

3) ESG는 환경(Environment), 사회(Social), 지배구조(Governance)를 일컫는 말로 UN PRI(UN 사회책임투자원칙)에서 투자 의사 결정시 고려하도록 하고 있는 핵심 요소로 투명한 지배구조로 기업의 건전성을 높이고 환경 및 사회에 미치는 기업의 영향을 분석하여 기업의 긍정적인 역량을 도출하여 기업이 장기적으로 지속 가능한 성장을 이루도록 기반을 마련하는 일종의 평가지표이다.

지속가능경영활동이 기업에 미치는 영향과 합리적인 기업평가를 위하여 ESG 평가등급이 기업가치 및 신용평가에 미치는 관계를 분석하였다. 그리고 기업집단별로 영향이 상이한지 비교분석하기 위하여 등급별, 연혁별, 산업별·규모별로 세분화하여 추가분석을 하였다.

기업의 외부 투자자들의 주가 반응과 내부적인 재무성과 그리고 전문 신용평가기관의 평가까지 범위를 확장하여 연구한 결과로서 지속가능경영과 관련된 전반적인 관점을 고려한 통합적이고 구체적인 고찰을 한 연구라는 점에서 선행연구와의 차별성을 가진다.

본 연구의 결과는 기업의 장기적인 전략을 수립하는데 있어 도움을 줄 수 있고 기업의 정책 자료로서 이용가치가 있다고 본다. 또한 계속기업을 위한 지속가능 경영에 대한 학술적인 연구 유인을 제공함으로써 학문적 발달에 기여할 것으로 생각된다.

II. 선행연구

2.1. 국외 선행연구

국외의 기업의 환경성과와 관련된 연구는 두 가지로 구분할 수 있다. 첫째, White, M. A.(1996a), Christmann, P.(2000)등은 환경경영활동을 통하여 작업환경의 개선과 공정의 효율성을 통하여 공장비용이 절감되어 재무적 성과를 상승시키는 계기가 되어 기업 가치를 향상 시키는 중요한 변수라고 주장한 반면 Chen et al.(1980), Jaggi et al.(1992)등은 환경경영 성과와 재무적 성과 사이에 유의적인 상관관계가 존재하지 않으며 주가수익률 역시 환경오염 예방 성과와 부(-)의 상관관계를 가지고 있어 자본시장에서 환경오염 방지를 위한 투자는 부정적이라고 반박하였다. 둘째, Klassen et al.(1996), Blacconiere et al.(1997)등은 환경경영에 부정적인 요인을 감소시키거나 반대로 환경에 관련된 안전 관리를 발전시키고 강력한 환경경영 관리를 개선하는 등의 환경관련 발전 활동으로 대외 수상을 한 기업의 주가는 유의적으로 상승하였으며, 기름 유출등과 같이 환경에 관련된 위험상황을 초래한 기업들의 주가는 유의적으로 하락하였다고 주장하였다. 반면에 Lorraine et al.(2004)은 기업의 우수한 환경성과에 대한 공시정보와 주가의 상호 관련성을 분석한 결과 기업과 관련하여 상대적으로 중요한 기능(매출액)에 대해서는 주가가 반응하지만, 환경성과와 관련된 뉴스 및 산업 특성과 같은 기타 설명변수에 대하여는 시장에서 반응이 없다고 주장하였다.

기업의 사회적인 성과와 기업가치는 유의적이지 못하며, 기업에 부정적인 영향을 미칠 것이라는 주장을 지지하는 Brammer et al.(2005), Barnea et al.(2005)등은 기업 내부 종업원들과 외부의 투자자들이 기업의 윤리적 의사결정에 대하여 부정적인 시각을 갖고 있고 사회적

책임활동에 집중한 기업은 오히려 기업의 가치가 훼손 될 수 있다고 주장하면서 기업의 사회적 책임활동이란 기업의 사회적 또는 환경적 성과를 제고하기 위하여 부가적으로 지출해야 하는 일종의 비용 같은 성격이며 사회적 책임을 실천하는데 지출되는 비용으로 인해서 재무적인 위기 상황에 처할 수 있다고 주장하였다. 이에 맞서 Miles et al.(2000), Waddock et al.(2000)등은 기업은 단순히 이익만 추구하는 조직이 아니며 기업을 둘러싼 이해관계자들의 만족을 추구해야 하며 기업자신도 사회 속의 구성원으로서 사회적 지지를 얻도록 노력해야 한다. 기업의 강도 높은 윤리적이고 사회적인 책임을 수행하면 조직 구성원들의 사기와 생산성이 증가되어 비용보다 이익이 초과 발생할 수 있고 사회적이고 윤리적인 역할이 우수한 기업일수록 높은 경제적 성과를 올리고 있다고 주장하였다.

Drobetz et al.(2004), Ashbaugh et al.(2004)등은 기업지배구조와 기업 가치가 정(+)의 상관관계에 있고 경영투명성, 주주 권리보호 및 올바른 이사회 운영 관행 등을 정착시키는 작업은 기업의 지배구조를 개선시켜 궁극적으로는 기업의 가치를 향상시킬 수 있다고 하였다. 또한 이사회 규모와 기업가치와의 관련성을 연구한 결과 소규모의 이사회를 가지고 있는 기업들이 그렇지 않은 기업들 보다 더 우수한 재무비율을 가지고 있고 기업의 투명성, 감사기관의 독립성 등 지배구조 요인이 기업의 추가수익률에 긍정적인 영향을 미친다고 주장하였다. 그러나 Core et al.(2006), Larcker et al.(2007)는 지배구조가 우수한 기업이 기업가치와 영업성과가 높고 자기자본조달비용이 낮아지는 관계에 대해서는 방법론적인 문제로 인하여 명확하게 밝힐 수 없다고 주장 하였다.

2.2. 국내의 선행연구

국내의 환경경영관련 연구결과는 크게 두 가지로 구분되며 첫째, 자본시장의 반응이다. 박승준 등(2001), 김종민(2004)등은 공해물질의 누출로 인한 기대청소비용과 발견 당시 누출로 인한 미래 현금유출이 합리적으로 할인되어 증권시장의 반응크기와는 유의적인 상관관계가 있고 부정적인 환경보도는 정보공개 당일에 해당 기업의 주가에 즉각 반영되었으나 긍정적인 환경정보는 정보공개 당일에 해당 기업의 주가에 유의적인 주가 초과수익이 발생하지 않았다고 주장하였다. 그러나 고동원(2003), 박경서 등(2012)은 환경회계정보는 자본시장의 주식수익률을 대변하는 유의적인 변수가 아니며 환경책임 투자지수 최초 공시일 전후로 기업은 환경경영 평가점수와 추가수익률 간에 유의적인 부(-)의 상관관계가 있다고 주장하였다. 둘째, 기업가치와의 관련성으로 노상환(2004), 박헌준 등(2004)은 환경규제가 기술혁신을 유도하여 환경경영성과가 좋은 기업은 추후의 재무성과가 향상되었고 환경경영이 장기적으로는 기업가치와 재무성과를 향상시킨다는 주장을 하였다. 반면에 김종대 등(2006)은 환경경영

활동수준과 체계적 위험이 기업가치와의 관계를 살펴본 결과 체계적 위험과는 유의적 상관관계가 발견되지 않았다고 주장 하였다.

기업의 사회적인 성과에 대한 국내 연구 역시 찬반논쟁이 있지만 궁극적으로는 건전한 기업 이미지는 소비자들에게 신뢰를 발생시켜 고객 만족도에도 긍정적인 역할을 하여 기업의 가치를 상승시키는 작용을 한다는 연구결과들이 주를 이루고 있다. 이재목 등(2013), 민재형 등(2014)은 경영활동을 건전하고 공정하게 운영하는 기업일수록 기업의 재무 건전성이 높아지며 상호간에 정(+)의 상관관계가 있고 기업가치는 윤리경영에 보다 더 큰 영향력이 있다고 보고 하였다. 이는 윤리강령 제정 및 전담부서 설치기업이 그렇지 않은 기업에 비해 매출액 영업이익률이 상대적으로 높게 표시됨으로써 윤리경영활동이 기업의 수익성에 긍정적인 영향을 미친다고 주장 하였다. 하지만곽수근 등(1993)은 기업의 사회 활동의 성과와 재무적 성과간의 연관성을 검증한 결과 기업의 규모가 클수록 기업의 재무적성과는 우수하지만 사회적 성과가 재무적 성과에 긍정적인 영향을 미치는 것은 입증하지는 못하였다.

기업지배구조를 인식하는 선행 연구들은 내부통제 기능이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지를 살펴보았으며 이후 외부 메커니즘에 의한 지배구조의 변화와 기업 가치의 관계를 규명하는 연구들이 발표되었다. 이장우 등(2014)은 기업지배구조가 우수한 기업이 경영 성과와 기업가치가 높고 건전한 기업지배구조는 양호한 기업성과를 이끌어낼 수 있고 회사의 명성이 증가하여 재무적 성과로 나타난다고 주장 하였다. 그리고 김충환 등(2014)은 국내기업에서 지배 대주주들은 신용등급평가에 부정적인 요인이 되나 그 영향은 통계적으로 유의적이지 못하다고 보고 하였다.

III. 자료와 분석방법

본 연구는 2011년부터 2014년까지 4년 동안 KCGS에서 ESG 평가 등급을 공시하고 있는 기업 중 사단법인, 공기업, 금융업등을 제외한 한국신용평가(주)에 의해서 회사채 신용평가를 받는 기업들을 대상으로 하여 지속가능경영활동이 기업의 주가에 미치는 영향과 기업 가치 및 신용평가등급과의 인과관계를 분석하고자 하였다. 분석에 필요한 자료는 한국거래소의 일자별 주가 수익률과 FN Guide에서 추출하였다. 분석에 사용된 변수는 Tobin Q, 회사채 신용등급, ESG 평가등급 그리고 통제변수로서 총자산(Gross Assets), 부채비율(Debt Ratio), 투자자본 순이익률(ROIC)이다. 총자산(GA)은 자연로그(ln)를 사용하였다.

기업가치는 이론적으로 경제적 효용성 개념에 가장 근접한 Tobin Q 비율로 측정하였다. Tobin Q는 발행된 보통주와 우선주의 기말종가의 곱에 총부채의 장부가치를 합하여 총자산

의 장부가치를 나눈 비율이다. 신용평가는 신용평가 기관이 발행한 무보증 회사채 신용등급을 선행연구들의 측정방법을 준용하여 신용등급이 가장 높은 등급에는 20을 가장 낮은 등급에는 1이 되도록 등급을 계량화 하였다⁴⁾. ESG 평가 등급은 2011년~2014년 한국기업지배구조원에서 발표한 결과를 사용하였다. ESG 통합 등급 및 부문별 등급 역시 총량화하여 연구에 사용 하였다.⁵⁾

선행연구들에서 기업에 영향을 미치는 중요한 재무비율로 파악된 변수들을 모형식에 고려하였다. 선정된 통제변수인 총자산(GA)은 기업의 규모를 의미하며, 기업의 규모가 클수록 규모의 경제 등을 바탕으로 수익창출능력이 높을 수 있다. 부채비율(DR)은 자산 중 부채가 차지하는 비율로서 기업의 재무구조, 특히 타인자본 의존도를 나타내는 대표적인 안전성 평가 지표이다. 투하자본 순이익율(ROIC)은 생산 및 영업활동에 투자한 자본으로 어느 정도 이익을 거두었는지를 나타내는 지표로서 재무구조의 건진성과 수익성을 판단할 수 있다.

공시효과 측정을 위해 시장조정모형의 주식 초과수익률을 사용하였다. <식1>과 <식2>는 본 연구에 사용된 평균초과수익률(AAR)과 누적평균초과수익률(CAAR) 모형이다.

$$\text{<식1> } AAR_{it} = \sum_{t=1}^n AR_{it} / n \quad (n : \text{분석대상 기업수})$$

$$\text{<식2> } CAAR_{it} = \sum_{t=1}^n AAR_{it} \quad \text{여기서, } AR_{it} : i \text{ 기업의 } t \text{ 시점의 초과 수익률}$$

본 연구에 사용된 데이터는 시계열 자료에 횡단면 자료가 내포되어 있어 패널회귀방법으로 분석 하였다. 동일한 개체를 시간에 따라 반복적으로 조사하기 때문에 패널데이터 분석은 일반 다중회귀분석이 가지는 한계점인 기간의 특성을 보다 세부적으로 반영하지 못하는, 일정시점이나 전체 기간의 평균값에 의한 횡단면 자료에 의해서만 분석한다는 점을 해결하기 위한 방법론으로 적합하다. <식3>은 Tobin Q를 종속변수로 <식4>는 회사채 신용평가 등급을 사용하여 ESG 평가등급과의 관계를 분석하였다.

$$\text{<식3> } TBQ_t = \beta_0 + \beta_1 \times ESG_T(ESG_E \sim ESG_G)_{t+1} + \beta_2 \times GA_t + \beta_3 \times DR_t + \beta_4 \times ROIC_t + \epsilon$$

4) 측정방법을 구체적으로 설명하면 회사채 신용등급을 이용한 과거 선행연구들과 같이 가장 상위 신용등급 AAA에 대해 20의 값을 부여하고, 그 다음으로 낮은 등급 순위에 따라 1의 값을 차감하여 순차적으로 부여해 나갔다. 즉, AAA 다음의 하위 등급 AA+에 대해서는 19의 값을, AA에 대해서는 18의 값을 그리고 가장 하위 신용등급 D는 1의 값이 할당되도록 하였다.

5) 가장 상위 신용등급 S에 대해 13의 값을 부여하고, 그 다음으로 낮은 등급 순위에 따라 2의 값을 차감하여 순차적으로 부여해 나갔다. 즉, S 다음의 하위 등급 A+에 대해서는 11의 값을, A에 대해서는 9의 값을 그리고 가장 하위 신용등급 D는 1의 값이 할당되도록 하였다.

$$\langle \text{식4} \rangle \quad NGB_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \times ESG_T(ESG_E \sim ESG_G)_{t+1} + \beta_2 \times GA_t + \beta_3 \times DR_t + \epsilon$$

TBQ_t 는 t년도 Tobin Q

NGB_{t+1} 는 t+1년도 무보증 회사채 신용등급

ESG_T_{t+1} 는 t+1년도 ESG 통합 평가 점수

ESG_E_{t+1} 는 t+1년도 ESG 환경 평가 점수

ESG_S_{t+1} 는 t+1년도 ESG 사회 평가 점수

ESG_G_{t+1} 는 t+1년도 ESG 지배구조 평가 점수

GA_t 는 t년도 총자산(기업규모를 나타내며 자연로그를 취하였다)

DR_t 는 t년도 부채비율

$ROIC_t$ 는 t년도 투자자본 순이익율

ϵ 는 잔차항 (편의상 i 기업에 대한 아래첨자는 생략하였다)

신용평가 및 ESG 등급 설정은 전년도 자료를 기준으로 당해 연도에 공시를 하는 관계로 ESG 평가 점수와 신용평가 관련 변수는 $t+1$ 시점으로 측정하고 설명변수는 t 시점으로 측정하였다. 이러한 연구방법은 종속변수와 독립변수 및 통제변수간의 관계에 대한 관련성 연구에서 인과관계가 고려된 검증결과를 제공하며 종속변수와 독립변수 및 통제변수에 대해 t 시점으로 모두 측정하는 방법과 달리 내생성 문제를 회피할 수 있는 장점이 있다.

IV. 실증분석

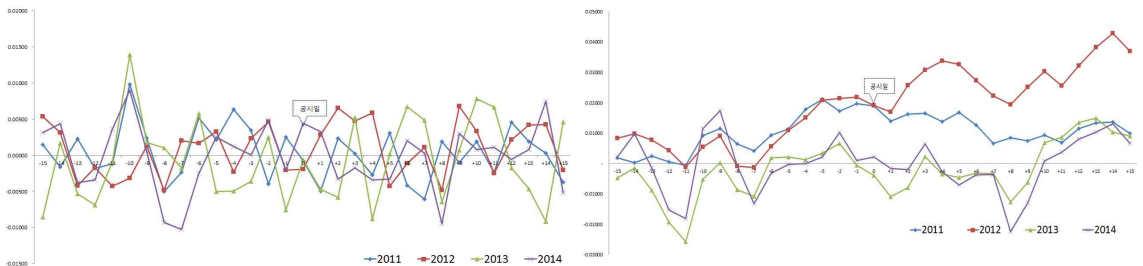
4.1. 공시효과

ESG 정보 공시에 따른 분석기업의 외부 시장효과를 검증하기 위하여 공시일 전 15일(D-15)에서 공시 당일(D=0), 후 15일(D+15)까지 총 31일간의 AAR과 CAAR을 살펴보았다.

<표 4.1.1>은 T-test 결과로 AAR의 2013년을 제외하고 2011년 D-4, 2012년과 2014년 D-2일에 유의적인 양(+)의 결과 값을 나타냈다. 이는 주식시장에 지속가능경영고시에 대한 정보누출 효과가 어느 정도 반영되었음을 나타낸다. CAAR의 경우 역시 2013년을 제외하고 D+4일까지 지속적인 양(+)의 값을 나타내고 있다. 2013년의 경우 분석기간의 국내 시장이 동양증권 사태로 급격한 하락세를 나타냈다. 우수한 지속가능경영고시는 시장에서 단기적인 반응을 나타내지만 시장전체를 끌어 올리는 정도의 파급력은 없는 것으로 판단된다. ESG

정보 공시는 시장 정보 이용자들에게 유용한 지표로 사용되어 시장변화에 유의적인 변화를 주고 있다. 국내시장에서는 아직까지 ESG 공시를 의무화 하고 있지 않은 상태에서 주식 투자자들의 ESG에 대한 정보 부족과 기업들의 적극적인 홍보 부족으로 긍정적인 주가 방향을 보이고 있지 않다는 나영 등(2011)과 기업의 사회적 정보의 공시는 우리나라 자본시장에 영향을 줄 수 있는 변수가 아니라는 고동원(2003)의 연구와 일부 반대되는 결론이다.

<그림 4.1.1> 일별 AAR(좌)과 CAAR(우)의 Graph



<표 4.1.1> 일별 AAR과 CAAR의 T-test 분석 결과

	2011		2012		2013		2014	
	AAR	CAAR	AAR	CAAR	AAR	CAAR	AAR	CAAR
D-15	0.00146	0.00182	0.00535***	0.00649**	-0.00858***	-0.01303***	0.00313*	0.00683**
D-14	-0.00162	0.00020	0.00312	0.00961***	0.00172	0.01131***	0.00439**	0.01122***
D-13	0.00223	0.00243	-0.00424*	0.00537	-0.00533	0.01665***	-0.00378*	0.00744*
D-12	-0.00183	0.00059	-0.00169	0.00368	-0.0069**	0.02356***	-0.00343	0.00400
D-11	-0.00122	-0.00062	-0.00428	-0.0006	-0.00091	0.02447***	0.00359*	0.00760
D-10	0.00978***	0.00915	-0.00315	-0.00376	0.01392***	-0.01054	0.00902***	0.01663***
D-9	0.00236	0.01152	0.00126	-0.00249	0.00178	-0.00876	0.00055	0.01718***
D-8	-0.00506*	0.00646	-0.00484**	-0.00733	0.00099	-0.00776	-0.00931***	0.00786
D-7	-0.00235	0.00410	0.00199	-0.00534	-0.00178	-0.00955	-0.01032***	-0.00246
D-6	0.00518*	0.00928	0.00166	-0.00367	0.00576**	-0.00378	-0.0025	-0.00496
D-5	0.00212	0.01140	0.00324*	-0.00043	-0.00505***	-0.00884	0.00251	-0.00244
D-4	0.00636**	0.01777*	-0.00231	-0.00274	-0.00495	-0.01379	0.00120	-0.00124
D-3	0.00340	0.02117**	0.00235	-0.00039	-0.00362	-0.01742*	0.00003	-0.00121
D-2	-0.00398*	0.01719*	0.00461**	0.00422	0.00253	-0.01488	0.00485**	0.00364
D-1	0.00251	0.0197**	-0.00204	0.00218	-0.00758***	-0.02247**	-0.00203	0.00160
D=0	-0.00076	0.01894*	-0.00194	0.00023	-0.00064	-0.02311**	0.00442*	0.00602
D+1	-0.00499**	0.01394	0.00279	0.00302	-0.00475*	-0.02787***	0.00323	0.00926
D+2	0.00230	0.01625*	0.00651***	0.00954	-0.00583*	-0.0337***	-0.00332*	0.00594
D+3	0.00024	0.0165*	0.00471***	0.01425**	0.00522***	-0.02848**	-0.00174	0.00419
D+4	-0.00274	0.01375	0.00582***	0.02007***	-0.00883***	-0.03731***	-0.00343	0.00076
D+5	0.00304*	0.0168*	-0.00427**	0.01579**	0.00013	-0.03717***	-0.00332	-0.00255
D+6	-0.00418*	0.01261	-0.00113	0.01466*	0.00673***	-0.03044***	0.00198	-0.00057
D+7	-0.00608***	0.00653	0.00109	0.01576*	0.00486*	-0.02557**	0.00028	-0.00029
D+8	0.00189	0.00843	-0.00484***	0.01091	-0.00647**	-0.03204***	-0.00949***	-0.00978
D+9	-0.00100	0.00742	0.0068***	0.01772**	0.00069	-0.03135**	0.00302	-0.00675
D+10	0.00188	0.00931	0.00332	0.02105**	0.00782***	-0.02352*	0.00075	-0.00599
D+11	-0.00235	0.00695	-0.00247	0.01857**	0.00664**	-0.01688	0.00106	-0.00493

지속가능경영이 기업가치와 신용평가에 미치는 영향에 대한 실증 분석

D+12	0.00452**	0.01148	0.00211	0.02068**	-0.00175	-0.01863	-0.00055	-0.00548
D+13	0.00191	0.01340	0.0042**	0.02489***	-0.00469**	-0.02333	0.00079	-0.00468
D+14	0.00026	0.01366	0.00426**	0.02915***	-0.0092***	-0.03253*	0.00744***	0.00276
D+15	-0.00376*	0.00990	-0.00205	0.0271***	0.00463*	-0.0279*	-0.00521**	-0.00245

주) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준에서 통계적 유의수준을 나타냄.

4.2. 기술통계분석

<표 4.2.1>은 변수들에 대한 기술통계분석결과를 요약한 표이다. 분석기업의 Tobin Q 평균값은 1.23으로 장부가치 대비 시장에서 고평가 되어있다. 무보증 회사채 신용등급은 평균 16.4로 A+를 받고 있어 원리금 지급 확실성이 높지만 장래 급격한 환경변화에 따라 다소 영향을 받을 가능성이 있는 비교적 신용도가 높다고 판단할 수 있다. 그리고 ESG 통합 평가등급 및 개별 평가등급은 평균 7.06 이상으로 B+ 등급을 받고 있어 환경·사회·기업 지배구조 모범규준에서 제시한 체계를 매우 충실히 갖추고 있으며 ESG 리스크로 인한 주주가치 훼손여지가 다소 있을 것으로 예상할 수 있다. 총자산(GA)의 평균값은 22.18으로 다소 높았으며, 부채비율(DR)의 평균 역시 1.55로 표준비율 보다 다소 높았다. 이는 분석기업들이 대기업과 중견기업들로 구성되어 있기 때문이다.

<표 4.2.1> 기술통계분석결과

	최소값	최대값	중위수	평균	표준편차
TBQ	0.35	6.05	1.04	1.23	0.65
NGB	1.00	20.00	17.00	16.40	2.97
ESG_T	7.00	11.00	7.00	7.82	1.12
ESG_E	7.00	11.00	7.00	8.04	1.29
ESG_S	7.00	11.00	9.00	8.20	1.28
ESG_G	1.00	11.00	7.00	7.06	1.78
GA	18.32	26.09	22.27	22.18	1.58
DR	0.04	9.52	1.25	1.55	1.34
ROIC	- 0.33	0.37	0.03	0.04	0.07

4.3. 기업가치 패널회귀분석결과

<표 4.3.1>는 ESG 통합 평가 등급 및 개별 평가 등급과 기업가치 패널회귀분석결과이다. 분석결과 통합·환경·사회 ESG에서 계수 추정 값이 각각 0.090, 0.105, 0.110으로 5%와 10% 유의수준에서 양(+)의 관련성을 나타내었다. 이러한 결과는 기업이 지속가능경영 요소를 전

략적으로 추구함으로써 기업 가치를 향상시킬 수 있고 이를 위해 지속적인 정책을 실행하는 것은 기업의 성과향상에 도움이 될 것이다.

주요 통제변수의 분석결과 통합·환경·사회·지배구조 ESG에서 총자산(GA)은 Tobin Q와 유의적인 음의 상관관계를 나타냈으며, 투하자본 순이익율(ROIC)은 양의 상관관계를 나타냈다. 이는 Tobin Q를 산출하는 공식에서 기업의 총자산이 분모로 작용하기 때문에 총자산이 크면 클수록 Tobin Q의 결과 값이 작아지고 총자본은 분자로 작용하기 때문에 총자본과 관련된 값이 크면 클수록 Tobin Q의 결과 값이 커진다는 일반적인 사실과 일치하는 결과를 보였다. 모형의 적합도를 나타내는 P-value 값은 모든 ESG에서 1% 유의수준으로 통계적으로 유의하였다.

<표 4.3.1> ESG 등급과 기업가치의 패널회귀분석결과

Variables	통합 ESG		환경 ESG		사회 ESG		지배구조 ESG	
	Coefficient	T-value	Coefficient	T-value	Coefficient	T-value	Coefficient	T-value
Constant	2.606	4.02***	2.630	4.05***	2.672	3.81***	2.711	4.24***
ESG	0.090	1.70*	0.105	2.27**	0.110	2.09**	0.015	0.52
GA	-0.113	-3.30***	-0.121	-3.48***	-0.123	-3.26***	-0.092	-2.88***
DR	0.001	1.61	0.001	1.49	0.001	1.54	0.001	1.65*
ROIC	0.063	5.59***	0.062	5.24***	0.053	4.53***	0.064	5.98***
R ²	0.423		0.391		0.417		0.372	
P-value	0.000		0.000		0.000		0.000	

4.3.1. 추가분석결과

<표 4.3.2>는 분석기업들의 기업가치 등급별 특성을 파악하기 위한 추가패널회귀분석결과이다. 하위(30%), 중위(40%), 상위(30%) 집단으로 세분화하였다. 분석결과 Tobin Q 상위 집단의 사회 ESG에서 계수 추정 값이 0.201로 10% 유의수준에서 양(+)의 관련성을 나타냈다. 지속가능경영 요소를 전략적으로 추구함으로써 기업 가치를 향상시킬 수 있고 이를 위하여 지속적인 경영정책을 실행하는 것은 기업의 성과향상에 도움이 될 것이다. 즉, 지속가능경영 활동이 활발할수록 기업가치도 증가한다고 말할 수 있다. ESG평가지수가 높은 기업 일수록 기업가치(Tobin Q)가 높다는 박헌준 등(2004)과 강도 높은 지속경영활동은 기업의 이익을 증가시킨다는 Miles et al.(2000)의 주장과 일치하는 결과이다.

<표 4.3.2> 기업가치 등급별 추가패널회귀분석결과

	Variables	통합 ESG		환경 ESG		사회 ESG		지배구조 ESG	
		Coefficient	T-value	Coefficient	T-value	Coefficient	T-value	Coefficient	T-value
Tobin Q 하위	Constant	0.299	1.14	0.156	0.6	0.204	0.66	0.521	2.02*
	ESG	-0.016	-0.62	-0.021	-0.82	0.015	0.51	0.003	0.27

지속가능경영이 기업가치와 신용평가에 미치는 영향에 대한 실증 분석

집단	GA	0.018	1.15	0.026	1.57	0.011	0.60	0.001	0.27
	DR	0.001	3.64***	0.001	3.89***	0.001	3.40***	0.001	3.75***
	ROIC	0.019	2.39**	0.023	2.87***	0.018	2.03*	0.026	3.22***
	R ²	0.391		0.431		0.323		0.314	
	P-value	0.001		0.000		0.002		0.001	
Tobin Q 중위 집단	Constant	0.832	2.02**	0.613	1.45	0.509	1.22	0.731	1.77*
	ESG	0.031	0.86	0.028	0.94	-0.025	-0.83	0.007	0.33
	GA	-0.004	-0.18	0.007	0.32	0.030	1.39	0.009	0.46
	DR	0.000	0.37	0.000	0.22	2.186	0.02	0.000	0.53
	ROIC	0.017	2.02**	0.012	2.04**	0.019	3.39***	0.015	1.77*
	R ²	0.280		0.181		0.270		0.258	
P-value	0.038		0.160		0.000		0.000		
Tobin Q 상위 집단	Constant	6.988	4.28***	6.195	3.93***	6.431	3.91***	6.740	4.45***
	ESG	0.123	1.15	0.138	1.53	0.201	1.81*	0.089	1.43
	GA	-0.309	-3.86***	-0.282	-3.57***	-0.311	-3.44***	-0.283	-3.96***
	DR	0.001	0.45	0.001	0.49	0.001	0.39	0.001	0.45
	ROIC	0.062	3.51***	0.062	3.70***	0.051	2.90***	0.066	4.03***
	R ²	0.381		0.334		0.389		0.362	
P-value	0.000		0.000		0.000		0.000		

<표 4.3.3>는 분석기업들을 연혁별로 상·중·하 집단으로 분석결과 하위 집단의 환경 ESG에서 계수 추정 값이 0.292로 1% 유의수준에서 양(+)의 관련성을 보였다. 통제변수인 총자산과 투자자본 순이익율(ROIC)이 1%와 5%의 높은 상관관계를 나타냈다. 이러한 결과로 볼 때 기업 연혁이 낮은 집단 일수록 지속가능경영을 위한 적극적인 자구노력을 기울인다고 추측할 수 있다.

<표 4.3.3> 기업가치에 대한 기업 연혁별 추가패널회귀분석결과

Variables	통합 ESG		환경 ESG		사회 ESG		지배구조 ESG		
	Coefficient	T-value	Coefficient	T-value	Coefficient	T-value	Coefficient	T-value	
기업 연혁 하위 집단	Constant	5.888	3.46***	6.413	3.84***	4.451	2.31**	5.157	2.86***
	ESG	0.206	1.51	0.292	2.51***	0.176	1.46	0.009	0.14
	GA	-0.311	-3.31***	-0.364	-3.86***	-0.229	-2.26**	-0.205	-2.24**
	DR	0.001	1.24	0.000	0.40	0.001	0.68	0.001	1.12
	ROIC	0.108	5.02***	0.111	3.84***	0.092	3.52**	0.094	4.26***
	R ²	0.410		0.391		0.359		0.323	
P-value	0.000		0.000		0.001		0.000		
기업 연혁 중위 집단	Constant	1.242	1.47	1.315	1.73*	0.951	1.21	1.295	1.56
	ESG	0.053	0.77	0.048	0.83	0.078	1.18	0.000	0.00
	GA	-0.392	-0.85	-0.042	-0.99	-0.038	-0.91	-0.024	-0.56
	DR	0.001	1.26	0.001	1.53	0.001	1.82*	0.001	1.48
	ROIC	0.051	5.24***	0.054	5.48***	0.055	5.69***	0.057	5.93***
	R ²	0.338		0.297		0.361		0.335	
P-value	0.001		0.000		0.000		0.000		
기업 연혁 상위 집단	Constant	2.259	3.00***	2.228	2.73***	2.986	3.43***	2.716	3.38***
	ESG	-0.019	-0.31	-0.033	-0.49	-0.018	-0.24	-0.018	-0.38
	GA	-0.064	-1.77	-0.057	-1.41	-0.094	-1.97*	-0.087	-2.39**
	DR	0.000	1.47	0.001	1.37	0.001	1.51	0.001	1.76*
	ROIC	0.067	8.29***	0.067	7.78***	0.064	6.86***	0.076	8.84***

R ²	0.651	0.620	0.628	0.602
P-value	0.000	0.000	0.000	0.000

<표 4.3.4>는 산업별·규모별로 구분하여 분석한 결과, 제조기업 집단의 경우 모든 ESG에서 계수 추정 값이 각각 0.155, 0.126, 0.117, 0.077로 5%와 10% 유의수준에서 양(+)의 관련성을 나타내었고 중견기업 집단의 경우 환경 ESG에서 계수 추정 값이 0.129로 5% 유의수준에서 양(+)의 관련성을 나타내었다. 대기업과 비교하여 상대적으로 작은 사업과 조직 구조를 가지고 있는 중견기업의 경우 시장의 변화에 사업전략을 용이하게 변화 할 수 있고 유연한 조직 체계는 고객의 대응에 즉각 반응할 수 있다. 그리고 제조업의 경우 비제조업에 비해 작업장 환경개선 등으로 근로자들의 생산성을 향상시키는 경영정책 등으로 지속가능경영지수와 높은 관련성을 나타낸다고 말할 수 있다. 작업환경의 개선과 공정의 효율성을 통하여 공장비용이 절감되어 재무적 성과를 상승시켜 기업 가치를 향상 시킨다는 Christmann, P.(2000)의 주장과 나영 등(2013)의 선행연구에서 기업규모에 따라 기업가치에 미치는 영향은 동일하지 않다는 주장과 일부 일치하는 결과이다.

<표 4.3.4> 기업가치에 대한 산업·규모별 추가패널회귀분석결과

	Variables	통합 ESG		환경 ESG		사회 ESG		지배구조 ESG	
		Coefficient	T-value	Coefficient	T-value	Coefficient	T-value	Coefficient	T-value
제조 기업 집단	Constant	2.848	3.83***	2.955	3.91***	3.256	3.88***	3.325	4.48***
	ESG	0.155	2.35**	0.126	2.11**	0.117	1.71*	0.077	1.77*
	GA	-0.149	-3.59***	-0.144	-3.49***	-0.152	-3.13***	-0.140	-3.63***
	DR	0.001	1.85*	0.001	1.51	0.001	1.30	0.001	2.09**
	ROIC	0.071	7.45***	0.073	7.55***	0.067	6.30***	0.072	7.92***
	R ²	0.392		0.375		0.402		0.359	
	P-value	0.000		0.000		0.001		0.000	
비제조 기업 집단	Constant	3.023	2.17**	2.531	1.72*	1.617	1.15	2.029	1.67
	ESG	-0.047	-0.50	0.059	0.71	0.096	1.07	-0.059	-1.47
	GA	-0.082	-1.23	-0.098	-1.29	-0.072	-1.18	-0.037	-0.66
	DR	0.000	0.48	0.000	0.85	0.001	1.12	0.000	0.85
	ROIC	0.066	5.00***	0.064	4.16***	0.066	4.54***	0.068	5.09***
	R ²	0.439		0.35		0.393		0.418	
	P-value	0.000		0.000		0.000		0.000	
대기업 집단	Constant	2.534	2.89***	2.426	2.47**	2.522	2.64**	2.893	3.08***
	ESG	0.025	0.48	0.021	0.41	0.011	0.18	0.007	0.22
	GA	-0.087	-2.11**	-0.079	-1.71	-0.111	-2.69**	-0.095	-2.23**
	DR	0.000	0.85	0.000	0.41	0.000	0.57	0.000	1.05
	ROIC	0.071	5.70***	0.067	5.13***	0.053	4.00***	0.066	5.32***
	R ²	0.552		0.548		0.564		0.508	
	P-value	0.000		0.000		0.000		0.000	
중견 기업 집단	Constant	2.648	3.12***	2.854	3.40***	2.831	3.03***	2.834	3.44***
	ESG	0.112	1.53	0.129	2.09**	0.106	1.55	0.008	0.19
	GA	-0.124	-2.73***	-0.141	-3.02***	-0.130	-2.46**	-0.096	-2.33**
	DR	0.001	1.71*	0.001	1.75*	0.001	1.49	0.001	1.80*
	ROIC	0.070	7.85***	0.071	7.72***	0.067	6.82***	0.072	8.32***

R ²	0.368	0.344	0.364	0.329
P-value	0.000	0.000	0.000	0.000

4.4. 신용평가 패널회귀분석결과

<표 4.4.1>는 ESG 통합 평가 등급 및 개별 평가 등급과 신용평가등급의 패널회귀분석결과이다. 분석결과 종합·환경 ESG평가등급의 계수 추정 값이 각각 0.176, 0.189로 1% 유의수준에서 양(+의) 관련성을 나타내었다. ESG 평가등급이 높은 기업 일수록 회사채 신용 평가 등급이 높다는 결과를 도출하였다. 주요 통제변수의 분석결과 모든 ESG에서 총자산(GA)은 Tobin Q와 유의적인 양의 상관관계를 나타냈으며, 부채비율(DR)은 음의 상관관계를 나타냈다. 이는 자산 규모가 클수록 신용평가 등급에 긍정적인 영향을 미치며 부채비율이 클수록 반대의 현상이 작용하는 보편적인 사실과 일치하는 결과이다. 모든 ESG에서 통계적으로 유의적인 모형의 적합도를 나타내었다.

<표 4.4.1> ESG 등급과 신용등급의 패널회귀분석결과

Variables	통합 ESG		환경 ESG		사회 ESG		지배구조 ESG	
	Coefficient	T-value	Coefficient	T-value	Coefficient	T-value	Coefficient	T-value
Constant	-5.919	-3.33***	-11.239	-5.12***	-2.995	-1.75*	-6.957	-3.82***
ESG	0.176	1.65*	0.189	1.67*	0.142	1.51	0.107	1.49
GA	1.010	11.46***	1.225	11.47***	0.893	10.64***	1.081	12.46***
DR	-0.009	-10.96***	-0.009	-9.66***	-0.08	-11.39***	-0.09	-10.56***
R ²	0.472		0.454		0.472		0.459	
P-value	0.000		0.000		0.000		0.000	

4.4.1. 추가분석결과

<표 4.4.2>는 신용등급별 특성을 파악하기 위한 추가패널회귀분석결과이다. 분석결과 신용등급 상위 집단의 사회·지배구조 ESG에서 계수 추정 값이 0.298, 0.328로 1%와 5% 유의수준에서 양(+의) 관련성을 나타냈다. ESG 평가등급이 높은 기업은 투자자들의 기업가치에 대한 예측능력이 높아져 회사채평가등급에 내재된 부채조달비용의 역 선택 요소를 줄이고 추가적인 정보탐색비용과 감시비용이 절감되어 회사채 신용등급이 높게 산정될 것으로 예상된다. 이는 지속가능경영이 우수한 기업은 회사채 신용등급을 높게 평가 받는다고 보고한 김선화 등(2013)의 주장과 일치하는 결과이다.

<표 4.4.2> 신용등급별 추가패널회귀분석결과

Variables	통합 ESG		환경 ESG		사회 ESG		지배구조 ESG		
	Coefficient	T-value	Coefficient	T-value	Coefficient	T-value	Coefficient	T-value	
신용 등급 하위 집단	Constant	-13.896	-2.89***	-21.023	-3.68***	-9.182	-1.99**	-12.732	-2.92***
	ESG	0.357	0.91	-0.021	-0.82	0.263	.078	0.173	0.98
	GA	1.277	4.89***	0.026	1.57	1.111	4.71***	1.294	6.28***
	DR	-0.008	-3.04***	0.001	3.89***	-0.008	-3.42***	-0.009	-3.65***
	R ²	0.389		0.395		0.353		0.377	
	P-value	0.000		0.000		0.000		0.000	
신용 등급 중위 집단	Constant	-3.210	-1.75*	-4.763	-2.55***	-1.400	-0.80	-2.056	-1.16
	ESG	-0.017	-0.19	0.058	0.66	-0.105	-1.19	-0.035	-0.56
	GA	0.947	11.00***	0.980	10.91***	0.904	10.67***	0.906	10.85***
	DR	-0.008	-12.19***	-0.008	-12.23***	-0.008	-12.93***	-0.008	-11.92***
	R ²	0.651		0.693		0.663		0.625	
	P-value	0.000		0.000		0.000		0.000	
신용 등급 상위 집단	Constant	-0.778	-0.31	-6.449	-1.97*	2.453	1.25	-4.279	-1.35
	ESG	0.223	1.50	0.029	0.20	0.298	3.15***	0.328	2.39**
	GA	0.799	6.37***	1.126	7.37***	0.605	6.34***	0.914	6.05***
	DR	-0.013	-6.40***	-0.017	-6.01***	-0.009	-7.24***	-0.012	-5.59***
	R ²	0.551		0.539		0.644		0.546	
	P-value	0.000		0.000		0.000		0.000	

<표 4.4.3>는 분석기업들을 연혁별로 분석결과이다. 분석결과 신용등급 상·중·하 집단에서 유의적인 계수 추정 값이 도출되지 않았다. 신용등급은 장기적 접근방식의 ESG 요소와 상충될 수 있다는 장승옥 등(2013)의 주장과 일부 부합하는 결과이다.

<표 4.4.3> 신용등급에 대한 기업 연혁별 추가패널회귀분석결과

Variables	통합 ESG		환경 ESG		사회 ESG		지배구조 ESG		
	Coefficient	T-value	Coefficient	T-value	Coefficient	T-value	Coefficient	T-value	
기업 연혁 하위 집단	Constant	-6.531	-2.14**	-12.864	-3.32***	-0.768	-0.38	-9.267	-2.61**
	ESG	0.239	1.22	0.093	0.42	0.059	0.58	0.128	1.08
	GA	1.045	6.60***	1.381	7.03***	0.853	8.26***	1.216	6.95***
	DR	-0.012	-8.25***	-0.013	-7.32***	-0.011	-11.04***	-0.013	-6.84***
	R ²	0.583		0.558		0.682		0.519	
	P-value	0.000		0.000		0.001		0.000	
기업 연혁 중위 집단	Constant	-4.606	-2.24**	-9.112	-3.35***	-2.842	-1.34	-4.338	-1.75*
	ESG	0.132	1.08	0.174	1.33	0.175	1.52	0.169	1.67
	GA	0.977	9.66***	1.144	8.94***	0.881	8.76***	0.954	8.03***
	DR	-0.009	-8.37***	-0.009	-6.98***	-0.009	-9.29***	-0.010	-7.92***
	R ²	0.621		0.585		0.631		0.570	
	P-value	0.001		0.000		0.000		0.000	
기업 연혁 상위 집단	Constant	-10.257	-2.01**	-14.993	-2.58***	-10.404	-1.97*	-9.109	-2.15**
	ESG	0.051	0.19	0.176	0.60	0.123	0.47	-0.023	-0.13
	GA	1.211	5.03***	1.359	4.88***	1.186	4.73***	1.189	6.24***
	DR	-0.008	-4.13***	-0.007	-3.69***	-0.007	-3.68***	-0.008	-4.60***
	R ²	0.270		0.267		0.279		0.304	
	P-value	0.000		0.000		0.000		0.000	

<표 4.4.4>는 산업별·규모별 분석결과이다. 제조기업 집단의 경우 통합, 사회 ESG에서 계수 추정 값이 각각 0.285, 0.227으로 5% 유의수준에서 양(+)의 관련성을 나타내었다. 비제조업, 대기업과 중견기업은 통계적으로 유의적이지 않은 것으로 나타났다. 기업의 장기적 지속가능성을 측정하는 ESG 평가와 단기 부채 상환능력을 측정하는 회사채 신용평가는 상호간의 평가 목적 차이로 인해 영향이 미비하지만 제조기업의 경우 통계적으로 유의적인 결과를 도출하였다. 신용평가와 기업규모와는 유의적이지 않다는 김진휘(2006)의 보고와도 일부 일치하는 결과이다.

<표 4.4.4> 신용등급에 대한 산업·규모별 추가패널회귀분석결과

	Variables	통합 ESG		환경 ESG		사회 ESG		지배구조 ESG	
		Coefficient	T-value	Coefficient	T-value	Coefficient	T-value	Coefficient	T-value
제조 기업 집단	Constant	-7.657	-3.32***	-12.437	-4.57***	-3.847	-1.60	-8.915	-3.66***
	ESG	0.285	1.97**	0.227	1.58	0.276	2.00**	0.186	1.63
	GA	1.044	9.01***	1.266	9.57***	0.874	7.04***	1.139	9.44***
	DR	-0.009	-7.28***	-0.010	-7.03***	-0.008	-6.50***	-0.009	-7.28***
	R ²	0.424		0.401		0.385		0.424	
	P-value	0.000		0.000		0.001		0.000	
비제조 기업 집단	Constant	0.160	0.07	-5.338	-1.71*	1.495	0.72	-0.182	-0.08
	ESG	-0.053	-0.43	0.043	0.32	-0.146	-1.41	-0.007	-0.11
	GA	0.841	7.33***	1.032	6.91***	0.814	8.93***	0.834	8.64***
	DR	-0.010	-11.79***	-0.009	-10.59***	-0.010	-13.57***	-0.010	-11.40***
	R ²	0.677		0.737		0.709		0.659	
	P-value	0.000		0.000		0.000		0.000	
대기업 집단	Constant	0.678	0.22	-6.171	-1.45	0.559	0.16	-1.773	-0.48
	ESG	0.167	1.10	0.155	0.86	0.208	1.36	0.238	2.23
	GA	0.743	5.22***	1.027	5.37***	0.737	4.94***	0.811	4.94***
	DR	-0.008	-7.43***	-0.009	-6.59***	-0.009	-7.25***	-0.007	-5.05***
	R ²	0.543		0.478		0.539		0.449	
	P-value	0.000		0.000		0.000		0.000	
중견 기업 집단	Constant	-6.176	-2.60***	-11.850	-4.12	-1.840	-0.84	-7.651	-3.21***
	ESG	0.215	1.54	0.218	1.50	0.135	1.15	0.033	0.33
	GA	1.007	8.44***	1.242	8.61***	0.837	7.42***	1.136	9.90***
	DR	-0.010	-8.66***	-0.009	-7.36***	-0.009	-9.08***	-0.010	-8.73***
	R ²	0.409		0.410		0.404		0.416	
	P-value	0.000		0.000		0.000		0.000	

V. 결론

지속가능경영에 성찰은 외부적으로는 투자자 및 이해관계자들에게 중요한 기업정보를 전달하는 기능을 하며 내부적으로는 경영목표, 전략과 조직, 실행과제 등의 뚜렷한 방향성을 제시 할 수 있기 때문에 이에 대한 효과를 분석하는 작업은 매우 가치 있는 연구 과제라고

할 수 있다. 본 연구를 통하여 다음과 같은 세 가지 결론을 도출 할 수 있었다.

첫째, *AAR*과 *CAAR*은 2013년을 제외하고 공시일을 전후하여 유의적인 양(+)의 값을 나타내어 지속가능경영에 대한 정보 공시효과가 존재하는 것으로 나타났다. 그러나 우수한 지속가능경영고시는 시장에서 단기적인 반응을 나타내지만 시장전체를 끌어 올리는 정도의 파급력은 없는 것으로 판단된다. 둘째, Tobin Q를 대용변수로 지속가능경영과 기업가치와의 관련성 검정 결과 ESG 평가등급이 높은 기업 일수록 기업가치가 높다는 결과를 도출하였으며 추가분석 결과 Tobin Q 값이 높고 설립연도가 낮으며 규모가 비교적 작은 중견기업으로 제조업을 영위하는 기업일수록 계속 기업으로서의 가치가 높다는 결론이 도출 되었다. 셋째, 회사채 신용평가 등급을 대용변수로 지속가능경영과 신용등급과의 관련성을 실증 분석한 결과 ESG 평가 등급과 신용등급과는 유의적인 상관관계는 존재하였으며 추가분석 결과 신용등급이 높은 제조기업 집단을 제외한 나머지 집단의 경우 유의적이지 못한 것으로 나타났다. 이는 기업의 장기적인 지속가능성을 측정하는 ESG 평가등급과 단기 부채 상환능력을 측정하는 신용평가 등급과는 상호간의 평가 목적 차이 때문인 것으로 판단된다.

본 연구는 지속가능경영을 위한 초석인 ESG 평가등급과 관련하여 기업의 통합적인 고찰을 한 연구라는 점에서 선행연구와의 차별성을 가진다. 글로벌 금융위기 이후 지속적인 저성장과 경기 불황으로 인하여 지속가능경영에 대한 관심이 높아지고 있는 시점에서 기업의 내부적인 재무적 성과 향상과 외부적인 자본시장에서의 기업 주가와의 연관성 그리고 외부 이해관계자인 신용평가기관의 평가까지 범위를 확장하여 연구한 결과로서 기업의 장기적인 전략을 수립하는데 있어 도움을 줄 수 있고, 학술적으로 지속적인 연구 유인을 제공함으로써 학문적 발달에 기여할 것으로 사료된다. 하지만 본 연구의 한계점으로 첫째, ESG 전체 등급 공시기간이 2011년부터 2014년으로 4개년밖에 되지 않아 지속가능경영이 기업의 가치와 경영능력을 향상 시켰다는 충분한 자료 수집이 부족한 상태이다. 추후 연구유인을 위하여 장기적인 관점에서 지속가능경영 도입 기업들의 흥망과 공시효과를 연구하는 것도 기업의 장기적인 전략의 관점에서 필요하다고 사료된다. 둘째, KCGS의 ESG 평가등급의 공시 범위가 지배구조 부문을 제외하고 나머지 부문들이 B+ 까지만 제공 되어진 관계로 그 이하 등급을 획득한 기업들의 분석이 용이하지 못하였다는 것이다. 추후 지속가능경영을 통한 기업가치 상승과 경쟁력 향상을 위한 연구 토대로서 전 부분의 자료 제공이 필요하며 이를 토대로 등급 상위 그룹과 하위 그룹간의 상호 비교를 통한 지속가능경영 결과의 추가적인 검토가 필요하다.

참 고 문 헌

- 곽수근·김평기(1993), “한국기업의 사회적 평가,” 서울대학교 경영논집, 서울대학교, 62-93.
- 곽승준·석승우(2001), “정보와 환경규제 : 환경정보 보도와 주가반응”, 한국경제학회, 경제학연구, 49권 3호, 145-164.
- 고동원(2003), “환경회계정보 공시에 대한 자본시장 반응에 관한 연구”, 한국전통상학연구, 제17집 제2호 통권23책, 207-224.
- 김.선.화·정용기·김원신(2013), “기업의 사회적책임 활동이 신용등급에 미치는 영향” 한국회계학회 회계학연구회 발표 논문집
- 김중대·조문기(2006), “기업의 환경경영활동에 대한 주식시장의 평가”, 대한경영학회지, 제19권 제6호, 2485-2512.
- 김중민(2004), “환경회계정보공시에 대한 자본시장의 정보효과”, 전산회계연구, 3권 1호, 5-25.
- 김충환·공재식(2014), “한국기업에서 지배대주주와 외국인주주가 신용등급에 미치는 영향”, 한국산학기술학회논문지, 제15권 제1호, 129-136.
- 김진휘(2006), “중소기업의 신용평가와 기업규모에 관한 연구”, 세무회계학회, 18호, 145-167.
- 나영·임옥빈·김명서(2013), “ESG 정보와 타인자본비용의 관련성에 대한 실증연구”, 회계정보연구, 제31권 제1호, 453-487.
- 노상환(2004), “환경친화지정기업의 경영성과에 관한 연구”, 자원·환경경제연구, 제13권 제3호, 499-518.
- 민재형·김범석·하승인(2014), “지속가능경영을 위한 기업의 환경적, 사회적, 지배구조적 요인이 주가수익률 및 기업가치에 미치는 영향”, 한국경영학회지, 제39권 제4호, 33-49.
- 박경서·변희섭·이지혜(2012), “내생성(Endogeneity) 문제를 통제한 환경경영과 기업가치 간의 관계에 관한 연구”, 재무연구, 제25권 제2호, 293-324.
- 박헌준·권인수·신현한·정지웅(2004), “기업의 환경성과와 기업성과의 관계”, 경영학연구, 33(5), 1461-1487.
- 신재용·서정우·박종일(2012), “기업지배구조가 이익과 신용등급간의 관련성에 미치는 효과”, 경영학연구, 41권 제6호, 1309-1345.
- 이장우·노희진(2014), “기업 지배구조 및 투자유형이 기업의 시장가치에 미치는 영향에 관한 연구”, 금융연구, 11호, 1-53.
- 이호갑·손영건(2009), “기업지배구조가 재무적 성과와 기업가치에 미치는 영향”, 대한회계학회 춘계학술발표대회 논문집, 470-489.
- 장승욱·김용현(2013), “기업의 ESG와 재무성과”, 재무관리연구, 제30권 제1호, 161-152.
- Ashbaugh, H., D.W. Collins, and R. LaFond.,(2004), Corporate Governance and Cost of Equity

- Capital, SSRN Working Paper.
- Brammer, S.C. Brooks and S. Pavelin.,(2005), Corporate Social Performance and Stock Returns : UK Evidence from Disaggregate Measures, Working Paper.
- Barnea, A. and A. Rubin.,(2005), Corporate Social Responsibility as a Conflict Between Owners, Social Performance Metrics Conference, Haas Center for Responsible Business.
- Blacconiere, W.G. and Northcut, W.D.,(1997), Environmental information and market reactions to environmental legislation, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 12, 149-178.
- Chen, K.H. and Metcalf, R.W.,(1980), The relationship between pollution control records and financial indicators revisited, *The Accounting Review*, Vol.55 No.1, 168-177.
- Christmann, P.,(2000), Effects of 'Best Practices' of Environmental Management on Cost Advantage : The Role of Complementary Assets, *Academy of Management Journal*, Vol.43, 663-680.
- Core, J.E., W.R. Guay, and T.O. Rusticus.,(2006), Does Weak Governance cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations, *Journal of Finance*, 61(2), 655-687.
- Drobetz, W, Schillhofer, A, and Zimmermann, H.,(2004), Corporate Governance and Expected Stock Return: Evidence from Germany, *European Financial Mgt*, Vol.10, 267-293.
- Jaggi, B. and M. Freedman.,(1992), An Examination of the Impact of Pollution Performance on Economic and Market Performance : Pulp and Paper Firms, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.19 No.5, 697-713.
- Klassen, R. and McLaughlin, C.,(1996), The Impact of Environmental Management on Firm Performance, *Management Science*, Vol.42 No.8, 1199-1214.
- Larcker D.F., S.A. Richardson, I. Tuna.,(2007), Corporate Governance, Accounting Outcomes and Organizational Performance, *The Accounting Review*, 82(4), 963-1008.
- Lorraine, N.H.J, Collison, D.J. and Power, D.M.,(2004), An Analysis of the Stock Market Impact of Environmental Performance Information, *Accounting Forum*, 7-26.
- Miles, M.P. and J.G. Covin.,(2000), Environment Marketing : A Source of Reputational, Competitive, and Financial Advantage, *Journal of Business Ethics*, 23(3), 299-311.
- Waddock. S. and N. Smith.,(2000,) Corporate Responsibility Audits : Doing Well by Doing Good, *Sloan Management Review*, 41(2), 75-83.
- White, M.A.,(1996a), Investor Response to the Exxon Valdez Oil Spill, University of Virginia Working Paper, McIntire School of Commerce Charlottesville VA.

An Empirical Study on Company Value and Credit Ratings Effectiveness of the Corporate Substantiality Management*

Soo-Ook Kim*

Chi-Song Lee**

Abstract

The purpose of this study is to clarify the true meaning of disclosure impact, company value and credit ratings effectiveness of the Corporate Sustainability Management using ESG of KCGS.

The implications through empirical study has three steps as follows:

1st. ESG ratings disclosure results change company stock price and it was effected positive action on the market. We find that firms with superior ESG performance have higher stock returns.

2nd. Excellent ESG ratings were derived for the more higher corporate value results. We find that corporate enhance company value develops through CSM.

3rd. Superior ESG ratings have a positive impact on the corporate credit ratings. but we have not found a strong correlation between credit ratings and ESG performance excepting manufacturing company.

Through this study, we provide one implication. High value, low history, relatively small-scale, manufacturing company is more suitable to perform Corporate Sustainability Management activities.

Keywords : ESG, KCGS, Corporate Sustainability Management

* Doctoral Student, Graduate School of Business administration, Chonbuk National University

** Professor Department of Business administration, Chonbuk National University

