기업의 사회적 책임 수준에 따른 보유기간수익률의 차이

정 한 욱 연구원 (jhwook@cgs.or.kr)

▶유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 외부요인에 의한 주가 하락 시 기업의 사회적 책임 수준에 따른 보유기간수익률의 차이를 분석함

▶통합등급 및 지배구조등급이 높은 기업일수록 평균적으로 보유기간수익률이 높았으며, 특히 A등급 이상의 지배구조등급을 부여받은 기업들은 보유기간수익률과 유의한 양의 상관관계를 보여줌

▶상기 분석결과를 통해, 기업의 사회적 책임 활동은 기업가치 뿐만 아니라 보유기간수익률과도 연결시킬 수 있다는 점에서 의미를 가짐

분석 배경

□ Karl V. Lins 외 2인은 2008년 글로벌 금융위기 당시, 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility, 이하 CSR)수준이 높은 기업들은 CSR 수준이 낮은 기업에 비해 주식 보유기간수익률이 높은 것을 확인함[46)]

○ 1,673개의 미국 기업을 대상으로 2008년 8월부터 2009년 3월까지 보유기간수익률과 CSR 수준에 대해 연구한 결과, CSR 수준이 높은 기업들은 그렇지 않은 기업들에 비해 보유기간수익률이 약 4~7%p 더 높게 나타남

- 이러한 현상은 CSR수준이 높은 기업들의 경우, 이해관계자들과의 신뢰가 잘 형성되어 있어 외부충격이 발생하여도 이를 극복할 수 있다는 기대가 반영된 것임

□ Lins et al.(2017)의 연구방법과 결과에 착안하여, 2018년 ESG 평가기업을 대상으로 주식시장에 외부요인에 의해 주가가 하락하였을 때, 기업의 CSR 정도에 따라 주가하락의 차이가 발생하는지 분석하고자 함

○ 2018년 10월은 미국의 금리인상 및 미중 무역분쟁 심화 등 외부요인[47)]으로 인해 2018년 월간 종합주가지수(이하 코스피) 수익률이 가장 낮았음

46) Lins, K. V., Henri, S., and Ane T., 2017, "Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis", 「The Journal of Finance」, 72(4), 1785-1824

47) 해럴드경제, 2018.10.31., "'악몽의 10월' 보낸 코스피 … 단숨에 사라진 시총 263조원"; 동아일보, 2018.10.11., "신흥국 금융위기 도미노 … 코스피 연중최저치 추락"; 세계일보, 2018.10.27., "주식시장에 겨울이 왔다… 두 가지 우려해소 전 반등 어려워"

- 종가 기준으로, 2018년 10월 월간 코스피 수익률은 -13.37 %로 2008년 10월 이후 월간 하락률이 최대치임

○ 국내 상장기업의 CSR 수준은 한국기업지배구조원에서 제공하는 ESG 통합등급(이하 통합등급)과 지배구조 등급을 이용함

- 지배구조 평가의 경우, 2018년부터 별도로 평가한 후 등급을 공표함에 따라, 통합등급과 지배구조 등급을 나누어 분석하고자 함

□ 상기 내역을 바탕으로, 다음의 방법으로 CSR 수준에 따른 주가하락의 차이를 분석하고자 함

○ 통합등급과 지배구조 등급을 바탕으로 등급별 보유주식수익률의 분포를 살펴보고자 함

○ 보유기간수익률에 대한 회귀분석을 실시하여, CSR 수준이 보유기간수익률에 유의미한 영향력을 미치는지 분석하고자 함

분석자료

□ 본 연구는 2018년도 ESG 평가대상기업 중 유가증권시장에 상장된 비 금융업을 영위하는 기업 680개를 대상으로 조사함

○ 금융회사는 적용받는 규제가 비 금융회사와 상이하고, 2018년부터 한국기업지배구조원에서 금융회사는 별도로 평가함에 따라 제외함

○ 평가대상기업에 대한 회계자료는 2017 사업연도를 기준으로 TS2000을 통해 수집하였으며, 기업의 주식수익률 및 시가총액은 DataGuide를 통해 수집함

□ 보유기간수익률 산정을 위한 주식 보유기간은 2018년 10월 1일부터 2018년 10월 31일까지로 정함

○ 10월 한 달 간 주식 거래일수는 21일임에 따라, 21일 동안의 보유기간수익률을 이용하였으며, 코스피 수익률 대비 초과 수익률을 분석하기 위해 보유기간 초과수익률을 이용함

- 기업 별 보유기간수익률과 보유기간 초과수익률은 아래와 같이 산정함

$$HPR_{i,t} = (1+Return_{i,1})(1+Return_{i,2})\cdots(1+Return_{i,t})-1 \quad (1)$$

$HPR_{i,t}$: 기업 i의 t시점까지 보유기간수익률

$Return_{i,t}$: 기업 i의 t시점의 주식수익률

$$AHPR_i = (1+AReturn_{i,1})(1+AReturn_{i,2})\cdots(1+AReturn_{i,t})-1 \quad (2)$$

$$AReturn_{i,t} = Return_{i,t} - KOSPI_t$$

$AHPR_{i,t}$: 기업 i의 t시점까지 보유기간 초과수익률

$AReturn_{i,t}$: 기업 i의 t시점의 초과수익률

$KOSPI_t$: t시점의 코스피 수익률

통합등급과 지배구조등급 별 보유기간수익률

□ 상기 산식으로 추정한 보유기간수익률과 보유기간 초과수익률에 대해 통합등급 및 지배구조 등급별로 분류한 수익률 분포는 아래와 같음

〈표 1〉 통합등급에 따른 평균 보유기간수익률 분포

통합등급	평가 기업 수	보유기간수익률 평균값	보유기간초과수익률 평균값	코스피 수익률
A+	8	-11.69%	1.89%	-13.37%
A	38	-15.87%	-2.79%	
B+	86	-17.03%	-4.13%	
B	245	-17.74%	-4.94%	
C	268	-18.37%	-5.62%	
D	35	-21.22%	-8.88%	

〈표 2〉 지배구조 등급에 따른 평균 보유기간수익률 분포

지배구조등급	평가 기업 수	보유기간수익률 평균값	보유기간 초과수익률 평균값	코스피 수익률
A+	6	-9.30%	4.63%	-13.37%
A	19	-14.13%	-0.81%	
B+	124	-15.25%	-2.10%	
B	287	-18.65%	-5.97%	
C	219	-19.03%	-6.37%	
D	25	-17.55%	-4.68%	

□ 전반적으로 통합등급과 지배구조 등급이 높을수록 보유기간수익률과 보유기간 초과수익률의 평균값이 높은 것으로 나타남

○ 통합등급이 높을수록 기업들의 보유기간수익률의 평균값이 높으며, 특히 통합등급이 'A+'인 기업들은 코스피 수익률을 상회함에 따라, 보유기간 초과수익률이 양의 값이 나타남

○ 지배구조 C등급을 받은 기업들을 제외하면 전반적으로 지배구조 등급이 높을수록 보유기간 수익률의 평균값이 높으며, 지배구조등급이 'A+'인 기업들은 코스피 수익률을 상회함

□ 통합등급 및 지배구조등급 별 평균 보유기간수익률을 분석한 결과, CSR 수준이 높은 기업일수록 10월 한 달 간 주가하락율이 낮은 것으로 관찰됨

회귀분석 결과

□ 보유기간수익률에 대한 회귀분석을 실시하여 기업의 CSR 수준이 주가하락에 있어 어떤 유의미한 영향력을 미치는지 평가함

○ 종속변수로는 보유기간수익률을 이용하고, 설명변수로는 통합등급 및 지배구조 등급이 A등급 이상인 기업인 경우에 1, 아닌 기업은 0인 더미변수를 이용함

- 통합등급을 A등급 이상 부여받은 기업은 지배구조, 환경, 사회 모범규준에서 제시한 지속가능경영 체계를 충실히 갖추고 있으며 비재무적 리스크로 인한 주주가치 훼손의 여지가 낮음[48)]
- 지배구조등급을 A등급 이상 부여받은 기업은 지배구조 모범규준이 제시한 지배구조 체계를 충실히 갖추고 있으며, 지배구조 리스크로 인한 주주가치 훼손의 여지가 적음[49)]

○ 기업의 보유기간수익률에 영향을 미치는 요소들을 통제하기 위한 변수(control variables)로는 Lins et al.(2017)에서 사용한 '시가총액', '장기부채', '단기부채', '현금및현금성자산', '영업이익률', '모멘텀', '자본 장부가액 대비 시장 자본가액'을 사용함

○ 또한, 기업이 소속된 산업에 따라 평가문항 대상이 상이함에 따라, 산업효과를 제어하기 위해 산업고정변수(Industry dummy)를 적용함

- 산업고정변수는 상장기업에 대한 ESG평가에 적용하는 산업분류코드를 적용함

□ 보유기간수익률에 대한 회귀분석 결과는 아래와 같음

〈표 3〉 지배구조 등급에 따른 평균 보유기간수익률 분포

	보유기간수익률			
통합등급 A등급 이상	0.0170 (1.09)		-0.0045 (-0.27)	
지배구조등급 A등급 이상		0.0407** (2.36)		0.0311* (1.74)
통제변수	No	No	Yes	Yes
산업고정	Yes	Yes	Yes	Yes
표본 수	680			

주1 : 괄호안의 수치는 더미변수의 이분산성이 조정된 표준오차로 계산된 t-value값임
주2 : *, **는 각각 10%, 5% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄

48) 한국기업지배구조원 보도자료, 2018.11.1., "2018년 ESG 등급 부여 및 공표"
49) 한국기업지배구조원 보도자료, 2018.07.23., "2018년 지배구조 등급 부여 및 2017년 ESG 등급 수시 조정"

□ 회귀분석 결과, 통합등급 A등급 이상인 기업과 그렇지 않은 기업 간 차이가 발생하지 않음

○ 통합등급이 A등급 이상인 기업의 경우, 평균적으로 1.7%p 더 높은 보유기간수익률이 나타났으나 통계적으로 유의하지 않으며, 통제변수를 적용한 경우에도 보유기간수익률 차이가 유의하게 나타나지 않음

□ 반면, 지배구조등급이 A등급 이상인 기업의 경우, 그렇지 않은 기업 간 차이가 발생함

○ 지배구조등급이 A등급 이상인 기업들은 그렇지 않은 기업에 비해 평균적으로 4.07%p 더 높은 보유기간수익률이 나타났으며, 통제변수를 적용한 후에는 보유기간수익률이 평균적으로 3.11%p 더 높은 것으로 나타남

○ 이는, 지배구조 수준이 높은 기업들은 2018년 10월에 보유기간수익률이 더 높은 것으로 해석됨

결론 및 시사점

□ 2018년 10월 한 달 간 보유기간수익률을 통합등급과 지배구조등급별로 분류한 결과, 통합등급과 지배구조등급이 높은 기업들은 그렇지 않은 기업들에 비해 보유기간수익률이 높음

○ 특히, 통합등급과 지배구조 등급이 모두 'A+'인 기업들은 평균적으로 코스피의 보유기간수익률을 상회함

□ 보유기간수익률에 대한 회귀분석을 실시한 결과, A등급 이상의 지배구조 등급을 부여받은 기업들은 그렇지 않은 기업들에 비해 유의미한 차이가 발생함

○ A등급 이상의 지배구조 등급을 부여받은 기업들은 그렇지 않은 기업들에 비해 10월 한 달 간 보유기간수익률이 약 3~4%p 유의하게 높은 것으로 나타남

□ 상기 분석결과가 주는 시사점은 다음과 같음

○ 우수한 지배구조를 갖춘 기업이 예기치 못한 외부충격에 의한 주가하락 정도가 낮음을 2018년 10월 한 달 간 보유기간수익률 분석을 통해 실증적으로 보여줌

○ 국내 상장기업을 대상으로 적극적으로 CSR 활동을 하는 기업은 장기적인 보유기간수익률에도 긍정적인 영향을 미치는지에 대한 연구도 추후에 가능할 것으로 보임