

세무회계저널
제14권 제6호 2013년 12월 pp.203~225
한국세무학회

기업의 사회적 책임활동이 신용등급에 미치는 영향 - 한국기업을 중심으로 -

전홍민* · 차승민**

<요 약>

본 연구는 한국기업을 대상으로 개별기업의 사회적 책임활동이 기업의 신용등급에 미치는 영향에 대하여 분석하였다. 구체적으로 본 연구는 KEII 지수를 기반으로 한 기업의 사회적 책임활동 수준과 신용평가기관이 제공하는 개별 기업의 채권에 대한 평가인 신용등급 간의 상관관계에 대해 실증분석을 하였다. 최근 국내를 포함한 전 세계에서 기업의 사회적 책임활동에 대한 중요성이 부각되고 있으며 논의도 활발히 진행되고 있다. 특히 자본시장에서도 기업의 사회적 책임에 대한 성과가 투자기준의 하나로 평가될 정도로 영향력이 점차 커지면서, 사회적 책임에 대한 기업들의 노력도 크게 증가되고 있는 실정이다. 기업의 사회적 책임활동이 자본시장에 미치는 영향에 대한 선행연구들을 보면 현재 일관된 실증결과가 도출되고 있지 않은데, 이는 기업의 사회적 책임활동이 명성구축을 위한 투자로 인식되어 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 요인과 경영진의 재량에 따른 과잉투자의 가능성 및 사적효용의 증가를 위한 특권적 소비라는 부정적인 요인이 혼재되어 있기 때문인 것으로 판단된다. 이에 본 연구에서는 기업의 사회적 책임활동이 기업의 신용등급에 미치는 영향을 분석하여, 기업의 사회적 책임활동이 자본시장에 미치는 영향을 분석하였다.

2005년부터 2009년까지 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업 중 신용등급과 사회적 책임활동의 점수를 입수할 수 있는 259 기업/연도 관측치를 통해 분석한 결과, 기업의 사회적 책임활동 수준이 높을수록 기업의 신용등급은 유의하게 높은 것으로 나타났다. 이는 신용평가기관이 기업의 사회적 책임활동을 긍정적으로 인식하여, 해당 기업에 대한 신용등급을 결정할 때 프리미엄을 부여하여 반영하는 것으로 해석할 수 있을 것이다.

<주제어> 기업의 사회적 책임 활동, 신용등급

* 충북대학교 경영대학 경영학부 조교수, hmchun@cbnu.ac.kr, 043-261-2349, 제1저자

** 경기대학교 경상대학 회계세무학과 조교수, smcha@kgu.ac.kr, 031-249-9450, 교신저자

논문접수일 2013년 3월 26일

1차수정일 2013년 11월 6일

게재확정일 2013년 12월 18일

I. 서 론

본 연구는 한국기업을 대상으로 개별기업의 사회적 책임활동이 기업의 신용등급에 미치는 영향에 대하여 분석하였다. 구체적으로 본 연구는 KEJI 지수를 기반으로 한 기업의 사회적 책임활동 수준과 신용평가기관이 제공하는 개별 기업의 채권에 대한 평가인 신용등급 간의 상관관계에 대해 실증분석을 하였다.

기업의 사회적 책임활동은 기업이 지속적으로 존속하기 위하여 이윤추구 활동 이외에 법령이나 윤리를 준수하고, 기업의 이해관계자의 요구에 적절히 대응하는 일련의 활동으로 정의할 수 있다. Carroll(1991)은 기업의 사회적 책임을 경제적·법적, 윤리적 그리고 자선적 차원으로 구분하였고 경제적·법적 책임은 사회가 기업에게 요구하는 수준의 준수를, 윤리적 책임은 기업이 사회가 기대하는 수준의 호응을, 자선적 책임은 기업의 소명이나 철학으로서 사회가 기업에게 소망하는 수준에 부응하는 것을 주장하였다.

기업의 사회적 책임활동은 이제 선택 가능한 권장사항이라기 보다는 지속가능 경영의 핵심가치로써 인식되고 있다. 특히 국제표준화기구가 추진하고 있는 기업의 사회적 책임활동의 국제표준인 ‘ISO 26000’의 제정 및 이행을 위한 프로그램 등은 기업의 사회적 책임과 관련된 사회적 요구와 기업환경의 변화추세를 잘 대변하고 있다고 할 수 있다.¹⁾ 또한 최근에 국민은행 등의 금융기관에서는 사회적 책임활동에 적극적인 기업에게 유리한 신용등급을 부여하는 방안을 도입하려는 움직임을 보이고 있다.²⁾ 이는 기업의 사회적 책임활동이 기업에 대한 투자자의사결정에 영향을 미칠 수 있을 만큼 중요도가 높아졌음을 알려주는 최근의 사회적 환경을 잘 보여주고 있는 사례라고 볼 수 있다. 이처럼 국내를 포함한 전 세계에서 기업의 사회적 책임에 대해 그 중요성이 확대되고 있으며, 자본시장에서도 사회적 책임의 성과가 투자기준의 하나로 평가될 정도로 영향력이 커지면서, 사회적 책임에 대한 기업들의 노력도 눈에 띄게 증가하고 있다.

기업의 사회적 책임활동에 대한 증가된 관심과 함께 경영학의 여러 분야에서 동 연구주제에 대해 많은 연구결과가 보고되고 있다. 특히 재무 및 회계학 분야에서는 기업의 사회적 책임활동이 기업의 다양한 이해관계자들에 대한 기업의 책임있는 행동으로 인식하여 기업의 지배구조의 관점에서 분석을 시도하거나(예 : 김덕호 등 2010 외 다수), 기업의 사회적 책임활동이 장기적으로 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는지(예 : Barnea and Rubin 2006 ; 김창수 2009)에 대한

1) 국제표준화기구(ISO)에서는 사회적 책임활동에 관련된 국제표준을 제정하고 있는데 이는 국제표준에서는 환경, 인권, 노동문제, 지배구조, 소비자이슈, 지역사회참여 및 사회발전, 공정한 조직운영 등을 핵심 이슈로 정해서 실행하고 있다.

2) 2010년 6월 8일 조선일보 기사에 따르면, ‘국민은행이 최근 외부감사 대상기업인 중소기업의 신용평가를 실시함에 있어 기업의 사회적 책임경영 실천 정도를 반영하기 시작하였다’고 보도되었다.

연구가 시도되었다. 그러나 이러한 연구들의 결과들을 보면 국외에서는 아직까지 일관된 결과를 도출하고 있지는 못하고 있는 반면, 국내에서는 대체적으로 기업의 사회적 책임활동이 해당기업에 대해 긍정적인 영향을 미치는 것으로 보고되고 있다. 이론적인 관점에서 보면 기업의 사회적 책임활동이 명성구축을 위한 투자로 인식되어 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 요인과, 경영진의 재량에 따른 과잉투자의 가능성과 사적효용의 증가를 위한 특권적 소비라는 부정적인 요인이 혼재되어 있는데, 어떠한 영향이 더 큰가에 따라 연구결과에 차이가 발생하는 것이라고 판단된다.

기업의 여러 이해관계자들이 기업의 사회적 책임활동에 대해 어떻게 판단하고 해석하는 지를 살펴보는 것은 중요한 연구주제이다. 이와 관련하여 최근 미국기업을 대상으로 기업의 사회적 책임활동에 대해서 실증분석을 실시한 선행연구를 보면, 기업의 사회적 책임활동과 자기자본비용과는 대체적으로 부(-)의 상관관계를 보고하고 있는 반면(Ghoul et al. 2011), 은행의 대출금리와는 은행의 대출금리가 오히려 증가하는 정(+)의 상관관계(Goss and Roberts 2011)를 보고하고 있다. 또한 기업의 사회적 책임활동과 신용위험과의 관계를 살펴본 연구결과를 보면, 기업의 사회적 책임활동이 증가할수록 장기차입금에 대한 신용위험이 감소하는 부(-)의 상관관계(Oikonomou et al. 2011)를 보고 있다. 이러한 결과들로 판단할 때 기업의 사회적 책임활동을 채권자들이 인지하고 있는지와 관련하여 아직까지 일관된 실증결과가 보고되지 못하고 있다고 할 수 있다. 그러므로 기업의 사회적 책임활동이 기업의 신용등급에 미치는 영향을 통해서 기업의 부채시장에 미치는 영향을 살펴보는 본 연구는 기존의 혼재된 연구결과들과 비교해 볼 수 있는 의미있는 실증적 과제라고 판단된다. 또한 본 연구는 기업가치나 자기자본비용 등을 통해 기업의 사회적 책임활동이 자본시장에 미치는 영향에 대한 살펴본 기존의 연구결과에 추가하여 의미있는 실증결과를 제공해 줄 수 있을 것으로 판단된다. 그리고 한국의 경우 선진국과 달리 아직 기업의 사회적 책임활동에 대한 논의가 본격화되지 않았으며, 기업들도 사회적 책임에 대한 관심과 필요성은 인지하고 있으나 이를 적극적으로 활용하는 기업들은 다소 제한적이라고 볼 수 있기 때문에, 한국기업을 대상으로 기업의 사회적 책임활동에 대한 신용평가기관의 반응을 분석한 본 연구는 시기적으로 적절하며 기업의 사회적 책임활동을 계획 중인 기업이나 관련된 정책을 담당하는 관계당국에도 중요한 시사점을 줄 것으로 본다.

또한 본 연구는 신용평가기관이 제공하고 있는 채권의 신용등급을 통해 기업의 부채시장에 주목하고 있는데, 그 이유는 다음과 같다. 첫째, 한국의 경우 미국 등의 자본시장과 달리 주식을 통한 자본조달 보다는 채권을 통한 자본조달이 보다 활발히 이루어지고 있다. 둘째, 기업의 사회적 책임활동과 부채비용과의 관련성을 분석함으로써 기업과 채권자 사이의 정보환경에 대한 이해를 증진시킬 있다. 셋째, 중립적인 신용평가기관이 제공하는 기업의 신용등급을 이용할 수 있기 때문에 자기자본비용 등의 대용치에 비해 상대적으로 측정오차가 적고 객관적이다(Mansi et al. 2004).

이러한 측면 때문에 개별기업의 사회적 책임이 신용등급에 미치는 영향을 살펴보는 본 연구는 기업의 사회적 책임과 기업가치나 자기자본비용과의 관련성을 살펴본 기존의 연구들과 차별화된다. 따라서 본 연구는 개별기업의 사회적 책임이 신용평가기관의 신용평가에 미치는 영향에 대한 분석을 통해 기업의 이해관계자들이 기업의 사회적 책임활동에의 지출을 어떻게 바라보고 해석하고 있는지에 대한 하나의 중요한 증거를 제공해 줄 것으로 기대된다.

2005년부터 2009년까지 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업 중 신용등급과 사회적 책임활동의 점수를 입수할 수 있는 259 기업/연도 관측치를 통해 분석한 결과, 기업의 사회적 책임활동 수준이 높을수록 기업의 신용등급은 유의하게 높은 것으로 나타났다. 이는 기업의 사회적 책임활동에 대해서 신용평가기관이 이를 긍정적으로 인식하고 있는 것으로 해석할 수 있을 것이다. 이러한 결과로 판단할 때, 신용평가기관은 기업의 사회적 책임활동이 기업가치에 미치는 부정적인 영향보다는 긍정적인 영향을 더 중요하게 인지하여 사회적 책임활동을 활발히 하는 기업에 대해서는 동 기업의 신용등급에 대해 프리미엄을 부여하는 것으로 결론지을 수 있을 것이다.

본 연구는 다음과 같이 구성되어 있다. 제Ⅱ장에서는 선행연구들을 살펴보고 연구가설을 수립하였으며, 제Ⅲ장에서는 연구방법 및 연구자료에 대해서 기술하였다. 그리고 제Ⅳ장에서는 실증결과를 제시하였으며, 제Ⅴ장에서는 연구결과에 대한 결론 및 한계점을 서술하였다.

Ⅱ. 선행연구 및 가설설정

1. 선행연구

기업의 사회적 책임활동이 해당기업의 성과나 기업가치에 미치는 영향에 대해서는 혼재된 실증결과가 지속되어 왔다. 특히 Pava and Krausz(1996)는 기업이 사회적 책임활동에 지나치게 집중하면 기업가치에 오히려 해가 될 수 있다고 언급하면서 기업의 사회적 책임활동이란 해당기업의 사회적 혹은 환경적 성과제고를 위해 추가적으로 지불해야 하는 일종의 비용의 성격을 지니며 이로 인해 주주가치 제고에는 별다른 긍정적인 영향이 없을 것이라고 언급하고 있다. 특히 Knoll(2002)은 해당기업의 사회적 혹은 환경적 성과제고를 위해서 추가적으로 비용을 지불해야 하는 만큼 기업의 사회적 책임활동에의 투자로 인해 수익성 높은 사업안이나 투자전략이 오히려 소외될 수 있다고 주장하였다. 특히 Barnea and Rubin(2006)은 기업의 사회적 책임활동이 경영진이나 해당기업의 대주주의 사적효익 추구를 위해 악용될 여지가 있는 만큼 이를 적절히 통제하지 않는다면 오히려 장기적인 기업가치를 저해할 여지가 있다고 보고하고 있다.

반면 기업의 사회적 책임활동을 옹호하는 입장은 주주부의 극대화를 위해서 다양한 이해관계자들의 이해상충을 완화하지 못하면 기업은 지속가능한 성장을 하기 힘들다고 주장하고 있다.

특히 Guerard(1997)는 기업의 사회적 책임활동이 기업의 명성이나 브랜드 가치에 긍정적인 영향을 미치고 해당기업의 기업가치에 이러한 적극적 투자가 긍정적인 역할을 미치고 있음을 주장하고 있다. 한편 Ullman(1985)은 기업의 사회적 책임활동과 기업성과를 직접적으로 연관시키기는 힘들고 기업의 사회적 책임활동과 기업성과 간에 아무런 상관관계가 없다고 주장하였다. 특히 Richardson and Welker(2001)는 기업의 사회적 책임활동 공시정도와 해당기업의 자기자본비용간의 음(-)의 상관관계를 보고하였다. 이는 기업의 사회적 책임활동 공시자체가 투자자들에게 거래비용의 절감효과를 가져오고 이로 인하여 해당기업 주식에 대한 수요와 시장유동성 제고를 유발하고 궁극적으로 미래수익에 대한 불확실성을 낮추고 있음을 보고하고 있다. 더불어 Ghoul et al.(2011)은 미국기업을 대상으로 기업의 사회적 책임활동이 자기자본비용에 미칠 수 있는 영향에 대해서 실증분석을 실시한 결과 기업의 사회적 책임활동 점수가 높은 기업이 더 낮은 자기자본비용을 나타내는 것으로 보고하였다. 특히 담배나 핵연료산업에 종사하는 기업이 기업의 사회적 책임활동 활동을 할 경우 자기자본비용이 타 산업보다 더욱 크게 감소하는 것으로 나타났다. 더불어 Goss and Roberts(2011)는 미국기업을 대상으로 기업의 사회적 책임활동이 은행의 대출금리에 미치는 영향에 대해서 실증분석을 실시한 결과 재정상황이 좋지 않은 회사가 기업의 사회적 책임활동을 할 경우 해당기업의 대출금리는 오히려 상승하는 것으로 나타나 은행이 재량적인 기업의 사회적 책임활동에 대해서 이를 부정적으로 인식하는 것으로 나타났다. 하지만 기업의 사회적 책임활동과 자본비용관련 연구에서도 타인자본비용과 관련된 연구는 아직 미비한 실정이다.

반면 기업의 사회적 책임활동과 관련된 국내의 연구들은 대체적으로 기업의 사회적 책임활동이 기업성과와 기업가치 제고에 긍정적인 역할을 하고 있는 것으로 보고하고 있다. 박현준 등(2004)는 1996년부터 2000년까지의 기간을 대상으로 KEJ지수의 환경보호 만족도 항목과 재무성과변수간의 상관관계를 분석한 결과 정(+)의 상관관계를 나타내는 것으로 보고하고 있다. 장지인(2007)은 1998년부터 2005년까지 8개년 동안 상위 200대 기업에 5회 이상 포함된 기업들을 대상으로 기업의 사회적 책임활동 성과가 우수한 기업으로 분류하고 해당기업의 재무성과에는 긍정적인 영향을 미치지만 자기자본비용과는 아무런 상관관계도 나타내지 못하였다. 더불어 천미림과 김창수(2011)는 기업의 사회적 책임활동을 지속적으로 하는 기업과 그렇지 않는 기업의 재무성과를 비교한 결과 기업의 사회적 책임활동을 지속적으로 수행한 기업의 경우 기업의 사회적 책임활동이 차기 재무성과와 기업가치에 유의한 정(+)의 영향을 미친다고 보고하고 있다. 반면 국찬표와 강운식(2011)은 기업의 사회적 책임활동이 기업가치에 미치는 영향에 대한 실증분석 결과 지속적으로 기업의 사회적 책임활동을 실시하는 기업이 기업가치가 유의하게 증가하고 기업지배구조가 우수한 기업의 경우 기업의 사회적 책임활동이 기업가치를 증가시키지만 기업지배구조가 취약할 경우 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 보고하고 있다. 즉 국찬표와 강운식(2011)은 기업의 사회적 책임활동이 해당기업의 가치를 유의하게 증가시키기 위해서는 기업

지배구조가 중요한 역할을 하고 있음을 입증하였다. 하지만 최근의 국내 선행연구는 기업의 사회적 책임활동이 기업가치에 미치는 영향에 대해서 살펴본 것에 나아가 기업가치에 미치는 영향 중 분모인 자기자본비용에 미치는 영향만을 분리하여 이를 직접적으로 살펴본 국내의 선행연구가 보고되고 있다. 이윤경과 고종권(2012)의 경우 기업의 사회적 책임활동이 해당 기업의 자기자본비용에 미치는 영향에 대해서 한국기업을 대상으로 실증분석을 실시하였다. 실증분석 결과 우수한 사회적 책임활동을 하는 기업의 경우 그렇지 않은 기업보다 자기자본비용이 유의하게 낮아지는 것으로 보고되어 사회적 책임활동을 적극적으로 하는 기업에 대해서 투자자들은 낮은 위험프리미엄을 요구하는 것으로 나타났다. 더불어 기업의 사회적 책임활동과 자기자본비용의 부(-)의 관계는 기업집단에 소속된 기업의 경우 보다 강하게 나타나고 있음을 보고하고 있다.

2. 가설설정

앞서의 선행연구를 종합해 보면 국내 기업의 사회적 책임활동은 대체적으로 해당 기업가치와 정(+)의 상관관계를 나타내는 것으로 보고되고 있다(예 : 천미림 2013). 더불어 기업의 사회적 책임활동과 자기자본비용의 상관관계에 대한 실증분석을 실시한 결과 기업가치와 더불어서 대체적으로 기업의 사회적 책임활동이 해당 기업의 자기자본비용을 감소시키는 부(-)의 상관관계가 있음을 보고하고 있다(예 : Ghoul et al. 2011 ; 이윤경과 고종권 2012). 하지만 기업의 사회적 책임활동이 해당 기업의 기업가치 그리고 자기자본비용에 미치는 영향에서 나아가 한국기업을 대상으로 신용등급에 미치는 영향에 대해서 직접적으로 살펴본 연구는 제한적이며, 국외의 연구결과는 혼재되어 있는 상황이다. 또한 한국기업의 경우 선진국과 달리 아직 기업의 사회적 책임활동에 대해서 적극적으로 이를 활용하는 기업이 제한적이기 때문에 한국기업을 대상으로 아직 초기단계인 기업의 사회적 책임활동에 대해서 이를 신용평가회사가 긍정적으로 실제로 반영하고 있는지에 대해서 살펴보는 것은 실증적 분석과제라고 판단된다.

한편, 신용평가는 채권을 발행한 기업의 재무적·비재무적 자료와 기업이 소속된 업종 및 산업의 특성 및 영업환경 등을 분석하여 기업의 원리금 상환능력에 대한 종합적인 평가 결과를 등급으로 구분하여 공표하는 제도이다. 신용평가결과에 의해 부여된 독립적이고 객관적인 신용등급은 자본시장에서 정보의 비대칭성 문제를 완화하여 자본시장의 효율성을 향상시킨다(Standard and Poor's, 2001). 즉, 투자자에게 발생 가능한 원리금 상환에 관한 위험 정도를 측정하여 자본시장에 전달하는 것이 신용평가제도의 중요한 목적이라고 할 수 있다. 그러므로 기업의 입장에서 가급적 좋은 신용등급을 부여받아 낮은 자본비용으로 자금을 조달하려고 노력할 것이다. 이러한 관점에서 기업은 사회적 책임활동을 통해 다양한 이해관계자와의 관계를 증진시키면 기업의 영업이익과 주식이익률의 변동성의 감소를 가져올 수 있고, 이는 결국 신용평가기관이 해

당 기업을 평가할 때 기업의 위험을 감소시킬 수 있는 요인으로 평가할 가능성이 높다. 그러므로 이러한 논리에 의한다면 기업의 사회적 책임활동과 기업의 신용등급은 정(+)의 상관관계를 나타낼 것이다. 그러나 신용평가기관이 기업의 사회적 책임활동으로 인한 이상의 긍정적 효과보다는 다음과 같은 부정적 요인에 더 주목할 가능성도 존재한다. 즉, 기업이 사회적 책임활동에 적극적일수록 현재 및 미래에 이로 인한 비용의 증가를 가져올 것이며, 이는 결국 기업의 보유 자산 감소를 가져와 향후 발생할 좋은 투자안에 투자를 못하거나 적어도 투자의 감소를 가져올 것으로 예상할 수 있다. 이러한 관점에서 본다면 기업의 사회적 책임활동의 증가는 기업의 미래 현금흐름의 감소를 가져와 결국 기업가치의 하락을 초래할 가능성이 높은 것으로 신용평가기관이 해석할 가능성도 있다. 이러한 논리에 의하면 기업의 사회적 책임활동과 기업의 신용등급은 부(-)의 상관관계를 나타낼 것이다. 이와 같이 개별기업의 사회적 책임활동이 신용등급에 미칠 수 있는 긍정적 효과와 부정적 효과의 상대적 크기를 사전적으로 예측할 수 없기 때문에 개별기업의 사회적 책임활동이 신용등급에 미치는 평균적인 효과에 대하여 분석하고자 하는 동 연구의 가설을 다음과 같은 귀무가설의 형태로 설정하기로 한다.

<가설> 개별기업의 사회적 책임활동과 신용등급은 상관관계가 없다.

III. 연구 방법론

1. 변수 측정

가. KEJI 지수

본 연구는 독립변수인 기업의 사회적 책임활동을 측정하기 위한 대용치로 경실련 경제정의연구소에서 발표한 경제정의지수(이하 KEJI 지수)를 활용하였다. KEJI지수는 국내기업의 사회적 성과를 종합적으로 평가하기 위한 목적을 가지고 개발된 것으로 1991년에 제 1회 경제정의시상을 제정하면서 처음 발표되었다. KEJI지수는 7대 평가항목, 49개 평가지표 그리고 4개 고려지표로 구성되어 있으며 그 7대 평가항목은 건정성(20점) 공정성(11점) 사회봉사기여도(7점) 소비자보호만족도(7점) 환경보호만족도(10점) 종업원만족도(10점) 그리고 마지막으로 경제발전기여도(10점)로 총 75점을 만점으로 한다. 평가방법을 요약하자면 평가항목의 경우 당년실적을 원칙으로 한다. KEJI지수를 본 연구의 사회적 책임성과의 대용치로 활용한 이유는 KEJI지수가 기업의 윤리경영 및 사회적 책임에 대해서 가장 종합적이고 포괄적으로 나타내고 있으며 10년 이상 지속되면서 어느 정도 평가의 신뢰성과 안정성을 확보하였기 때문이다. KEJI지수의 경우 국제표준인 ISO26000과 가장 유사한 평가기준을 가지고 있을 뿐만 아니라 KEJI지수를 활용하여 기업의 사회적 책임활동과 자본시장 반응을 살펴본 선행연구와의 비교목적을 위해서도 KEJI지수는

의의가 있다고 판단된다(천미림과 김창수 2011 ; 기은선 2012 ; 천미림 2013). 마지막으로 시민 단체가 공정한 입장에서 자료를 수집하였기 때문에 공정성을 확보할 수 있다는 점이다. 본 연구에서는 KEJ지수의 총합을 사회적 기업활동의 대응치로 활용하여 실증연구를 실시하였다.

나. 신용등급

본 연구에서는 신용평가기관이 공시하는 ‘신용등급’을 부채조달비용의 대응치로 사용하는데, 이는 선행연구에서 가장 널리 활용되는 변수이다(Ahmed et al. 2002 ; Francis et al. 2005 ; 이상철 등 2011).³⁾ 신용평가회사는 매년 기업의 결산실적이 발표된 이후 원리금에 대한 상환능력의 차이에 따라 채권에 대한 평가를 실시하여, AAA에서 D까지 21개 등급으로 분류를 하고 있다. AAA에서 BBB까지의 신용등급은 원리금 상환능력이 인정되는 투자등급이며, BB에서 C까지는 환경변화에 따라 크게 영향을 받는 투기등급으로 분류된다. 기업의 신용등급은 기업어음 및 채권의 발행요건으로 활용되며, 은행 및 여신전문기관 등 금융기관의 이자율 산정에 대한 참고자료로 활용되고 있다. 따라서 신용등급은 기업의 주요 부채조달수단의 하나인 회사채 발행금리에 직접적인 영향을 미치는 한편, 금융기관으로부터의 자금차입 등에도 큰 영향을 미치게 된다.

신용평가기관이 제공하는 ‘신용등급’을 부채조달비용으로 활용하는 이유는 다음과 같다. 첫째, 우리나라에서는 회사채, 기업어음, 자산유동화증권의 무보증사채를 발행할 때 신용평가 전문기관의 신용등급 첨부을 의무화하고 있다(신용정보업 감독규정 제8조 1항, 간접투자자산운용업 감독규정 제68조 등). 따라서 신용등급은 법령이나 감독규정의 강행성에 근거하므로 보다 안정적이고 객관적인 평가를 기대할 수 있다. 둘째, 신용평가를 전문적으로 하고 있는 신용평가기관의 평가체계가 정교할 것으로 기대되며 자료에 신뢰성이 높을 것으로 판단된다. 셋째, 신용평가기관은 특정한 항목에 대한 평가보다는 기업 경영전반에 대한 평가를 수행한다.⁴⁾

본 연구에서는 선행연구를 따라 신용등급과 관련하여 최우량 등급인 AAA에 1의 값을 부여하고 상환불능채권인 D에는 21의 값을 부여하였으며, 결론적으로 동 신용등급은 1에서 21까지의

3) 반면 Pittman and Fortin(2004)에 기반하여 계산된 사후적인 타인자본비용을 한국기업에 적용할 경우 다음과 같은 측정오차와 관련된 문제점이 있을 수 있다. 즉 재무제표를 이용하여 계산된 차입이자율은 손익계산서 상의 이자비용을 이용하여 계산되었기 때문에 자본화된 금융비용이 누락되어 사후적인 타인자본비용이 과소계상될 수 있는 문제점이 있을 수 있다. 즉 기업회계 기준서에서 금융비용은 기간비용으로 처리함을 원칙으로 하지만 제조, 매입, 건설 등 1년 이상 소요되는 재고자산, 유형자산, 무형자산의 취득원가를 구성하는 금융비용에 대해서는 이를 객관적으로 측정할 수 있는 경우 취득원가에 산입할 수 있고 결론적으로 자본화되어 취득원가에 산입된 차입금에 대한 이자비용은 손익계산서상의 이자비용에 포함되지 않아 측정오차가 나타날 가능성이 크다(이아영 등 2008).

4) 구체적으로 (주)한국신용평가의 경우 경영관리위험, 산업위험, 사업 및 영업위험, 재무위험, 계열위험 등 5가지 위험을 상호 유기적으로 검토하여, 원리금 지급능력의 정도에 따라 회사채 평가등급을 나누어 종합적인 의견을 표명한다고 공시하고 있다(www.kisrating.com).

순위 값을 갖게 된다(Ahmed et al. 2002 ; 이상철 등 2011). 즉 기업의 신용등급이 좋을수록 낮은 신용평가와 관련된 점수를 가지게 된다.

2. 연구모형

본 연구는 기업의 사회적 책임활동이 해당 기업의 차기의 신용등급에 미칠 수 있는 영향에 대한 가설을 검증하기 위하여 다음과 같이 회귀모형을 설정하였다.

$$CREDIT_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 CSR_{i,t} + \alpha_2 LNSIZE_{i,t} + \alpha_3 LEV_{i,t} + \alpha_4 ROA_{i,t} + \alpha_5 LNMB_{i,t} + \alpha_6 BETA_{i,t} \\ + \alpha_7 Altman\ Z_{i,t} + \alpha_8 INTCOV_{i,t} + \alpha_9 IO_{i,t} + Industry\ Dummies + Year\ Dummies + \varepsilon_{i,t}$$

여기서 i 는 기업, t 는 연도임

$CREDIT_{i,t+1}$	차기의 신용등급으로 “AAA”가 1점 그리고 “D”가 21점인 순위변수
$CSR_{i,t}$	기업의 사회적 책임활동 수준으로 만점인 75점으로 나누어서 계산 된 비율변수
$LNSIZE_{i,t}$	기업의 기초 총자산의 자연대수 값
$LEV_{i,t}$	기업의 기초 부채비율 (=총부채/총자산)
$ROA_{i,t}$	기업의 총자산 수익률(=당기순이익/기초총자산)
$LNMB_{i,t}$	기업의 장부가치 대비 시장가치 비율의 자연대수 값
$BETA_{i,t}$	기업의 체계적 위험을 나타내는 베타
$Altman\ Z_{i,t}$	부도위험을 나타내는 알트만 Z 값
$INTCOV_{i,t}$	기업의 이자보상비율(=영업손익/이자비용)
$IO_{i,t}$	기관투자자 지분율이 5% 가 넘으면 1, 아니면 0인 더미변수
$Industry\ Dummies$	한국표준산업 중분류 기준에 의해 분류된 산업더미
$Year\ Dummies$	기업연도가 해당연도에 해당하면 1, 아니면 0인 더미변수

본 연구에서는 독립변수와 종속변수 사이의 내생성 문제를 감소시키기 위하여, 독립변수인 기업의 사회적 책임활동과 통제변수들을 종속변수인 신용등급보다 1년 이전 값을 사용하였다. 기업의 사회적 책임활동이 신용등급에 긍정적인 역할을 하게 되면 관심변수인 신용등급($CREDIT$)은 부(-)의 부호를, 부정적인 역할을 하게 되면 정(+)의 부호를 보일 것으로 예상된다.

통제변수에 해당하는 부채비율, 이자보상비율, 총자산이익률, 기업규모, 베타 그리고 시장가치 대비 장부가치 비율의 자연로그 값은 채무불이행위험을 나타내는 변수로서 선행연구에서 채무불이행위험과 자본비용은 정(+)의 상관관계가 있음을 보고하였다(Francis et al. 2005 ; 이아영 등 2008). 구체적으로 살펴보면, 기업규모는 시장위험과 부(-)의 상관관계를 나타내는 것으로 선행연구에서 보고되고 있으며 기업규모가 커질수록 시장위험이 낮아져서 해당 기업의 신용등급이 상향될 것으로 예상하였다(Segupta 1998). 따라서 본 연구에서는 기업규모와 신용등급이

부(-)의 상관관계를 나타낼 것으로 예상하였다. Modigliani and Miller(1958)는 위험프리미엄은 부채비율의 증가함수라는 점을 제시하여 부채비율이 높아질수록 기업의 채무불이행 가능성은 높아져서 부채비율과 신용등급은 정(+)의 상관관계를 나타낼 것으로 예상하였다. 총자산이익률의 경우 그 값이 클수록 기업의 채무불이행위험이 낮아질 것으로 예상되므로 총자산이익률과 신용등급은 부(-)의 상관관계를 나타낼 것으로 예상하였다. 자본의 시장가치 대비 장부가치비율이 크다는 것은 낮은 성장기회, 낮은 회계보수성 그리고 높은 위험을 반영한다. Gode and Mohanram(2003)은 시장가치 대비 장부가치와 위험프리미엄이 정(+)의 상관관계가 있는 것으로 보고함에 따라 본 연구에서도 시장가치 대비 장부가치의 자연로그 값과 신용등급은 정(+)의 상관관계가 있을 것으로 예상하였다. 베타는 해당 기업의 체계적 위험을 나타내고 체계적 위험이 신용등급에 미칠 수 있는 영향을 통제하기 위하여 포함하였고 베타는 신용등급과 정(+)의 상관관계가 있는 것으로 예상하였다. 선행연구에서는 신용등급의 결정요인을 분석할 때 부도위험을 통제하는 것이 적절할 수 있음을 제시하였다(Bharath et al. 2008 ; Byun 2007). 따라서 본 연구에서는 부도위험이 높아질수록 신용등급이 하향될 것으로 예측하였으며 본 연구에서는 알트만 Z 값을 부도위험의 측정치로 모형에 활용하였으며 알트만 Z 점수가 클수록 부도위험이 낮아지는 것을 의미하기 때문에 신용등급과는 부(-)의 상관관계를 나타낼 것으로 예측하였다. 이 자보상비율이 클수록 이자를 지급할 수 있는 능력이 증가한다는 것을 의미하므로 이자보상비율과 신용등급은 부(-)의 상관관계를 나타낼 것으로 예상하였다(Kaplan and Urwitz 1979 ; Francis et al. 2005). 기관투자자 지분율은 경영자의 기회주의적인 행위에 대해서 효과적으로 견제와 감시활동을 하는 것으로 알려져 있으며 선행연구에 따라 본 연구에서도 기관투자자 지분율이 높은 기업의 경우 해당기업의 주주와 신용평가기관의 정보불균형을 감소시킬 것으로 예상하여 기관투자자 지분율과 신용등급은 부(-)의 상관관계를 예측하였다. 마지막으로 연도별 그리고 산업별 효과가 신용등급에 미칠 수 있는 영향을 통제하기 위하여 연도별 그리고 산업별 더미변수를 회귀모형에 대한 통제변수로 포함하였다.⁵⁾

3. 연구자료

본 연구의 실증분석을 위해 2005년부터 2009년까지 국내의 유가증권시장에 상장된 회사 중 다음의 기준을 적용하여 표본을 선정하였다.

- (1) 해당 기간 중 (사)경실련이 제공하는 사회적 책임 활동에 관한 점수가 있는 기업
- (2) (주)한국신용평가정보의 Kis-Value에서 재무제표 자료를 구할 수 있는 기업

5) <표 5>에 제시한 기업별 클로스터링 회귀분석을 실시하는 경우 산업별 더미변수를 통제할 필요가 없기 때문에 산업별 더미변수를 제외하고 회귀분석을 실시하였다.

(3) 회계연도가 12월로 종료되는 기업

(4) 금융업에 속하지 않는 기업

조건(3)은 표본의 동질성을 확보하기 위해서 적용하였으며, 조건(4)는 금융업에 속하는 기업들의 재무제표 양식, 계정과목 성격 등이 일반기업과 상이하기 때문에 비교가능성을 증진시키기 위하여 도입되었다. 특히 본 연구는 기업의 사회적 책임활동 점수인 KEJI지수와 신용등급이 있는 기업만을 대상으로 실증분석을 실시하여 상기의 조건을 만족시키는 총 259 기업/연도 관측치가 최종 표본으로 선정되었다. 동 연구의 표본을 연도별 그리고 산업별로 구분하여 <표 1>에 제시하였다. <표 1>의 패널 A를 살펴보면 동 연구의 표본이 연도별로 고르게 분포되어 있는 것을 알 수 있으며, 패널 B를 살펴보면 제조업이 전체 표본의 44.4% 정도를 차지하고 있음을 알 수 있다.

<표 1> 연도별 및 산업별 표본수

패널 A : 연도별 표본수

연 도	표본수
2005	43
2006	46
2007	49
2008	57
2009	64
총 합	259

패널 B : 산업별 표본수

산 업	표본수
음식료품	24
목재및종이 제조업	6
화학물질및화학제품 제조업	29
의료정밀 제조업	6
고무및플라스틱 제조업	9
비금속광물제품 제조업	7
제1차금속산업	23
금속가공업	4
전자기계, 컴퓨터, 영상, 음향	12
의료, 정밀, 광학기기 및 시계제조업	2

〈표 1〉 연도별 및 산업별 표본수 (계속)

산 업	표본수
전자부품	7
기타제조업	10
자동차 및 기타운송업	35
건설업	40
도소매업	23
운송업	5
정보처리및컴퓨터 관련 서비스업	9
기타서비스업	8
총 합	259

IV. 실증 결과

1. 기술통계량

<표 2>는 모형에 포함된 변수들에 대한 평균, 중간값 등을 포함한 기술통계를 나타내고 있다. 본 연구에서는 극단치의 영향을 제거하기 위하여 모든 변수들은 1% 및 99% 수준에서 조정(winsorization)되었다. 종속변수인 신용등급(*CREDIT*)의 평균은 4.583이고 표준편차는 1.904인 것으로 나타났다. 즉, 사회적 책임활동을 하고 있는 기업으로 본 연구에 포함된 기업들의 경우 대체적으로 신용등급이 양호한 것으로 보고되고 있다. 그리고 관심변수인 기업의 사회적 책임활동(*CSR*)의 평균(중위수)은 0.645(0.640)이며 표준편차는 0.036 정도인 것으로 나타나, 기업별 편차는 크지 않은 것으로 보고되었다.

본 연구모형에 통제변수로 사용된 변수들을 살펴보면, 기업규모를 나타내는 총자산의 자연대수 값(*LNSIZE*)의 평균은 14.309이었으며, 기업의 위험을 반영하는 부채비율(*LEV*)의 평균은 각각 0.470이며, 기업의 수익성을 나타내는 총자산이익률(*ROA*)의 평균은 0.058인 것으로 나타나, 대체적으로 표본에 포함된 기업들의 위험과 수익성은 양호한 것으로 판단된다. 그리고, 장부가치 대비 시장가치 비율의 자연대수 값(*LNMB*)의 평균은 0.234인 것으로 나타났으며, 기업의 체계적 위험을 나타내는 베타(*BETA*)의 평균은 0.958인 것으로 나타났다. 더불어 부도위험을 나타내는 알트만 Z 값(*Altman Z*)은 평균이 3.346인 것으로 나타났으며, 이자보상비율(*INTCOV*)의 평균은 71.832인 것으로 나타났다. 마지막으로 기관투자자 비율(*IO*)은 0.355로 나타나 본 연구에

포함된 기업의 35% 이상의 기업이 5% 이상의 기관투자자 지분율을 보유하고 있는 것으로 나타났다.

〈표 2〉 주요 변수의 기술통계량

다음은 주요 변수에 대한 기술통계량을 나타낸다. *CREDIT*은 차기의 신용등급으로써 “AAA”가 1점 그리고 “D”가 21점인 순위변수를 나타낸다. 본 연구의 표본에는 “AAA” 1점부터 “A-” 7점까지의 신용등급 자료가 활용되었다. *CSR*은 기업의 사회적 책임활동에 대한 값으로 건정성(20점), 공정성(11점), 사회봉사기여도(7점), 소비자보호만족도(7점), 환경보호만족도(10점), 종업원만족도(10점) 그리고 경제발전기여도(10점)의 합을 만점인 75점으로 나눈 값이다. *LNSIZE*는 해당기업의 시가총액의 자연로그 값이다. *LEV*는 총부채를 총자산으로 나누어서 계산한 부채비율이다. *ROA*는 당기순이익을 총자산으로 나누어서 계산한 총자산이익률이다. *LNMB*는 시가총액을 장부가치로 나눈 값에 대한 자연로그 값이다. *BETA*는 해당기업의 지난 1년간의 해당 시장수익률에 회귀분석을 실시하여 도출한 체계적 위험을 나타내는 베타이다. *Altman Z*는 알트만 Z 값을 의미하며 부도위험을 나타낸다. 알트만 Z 값은 클수록 부도위험이 낮아짐을 의미한다. *INTCOV*는 이자보상비율을 나타낸다. *IO*는 기관투자자 지분율로써 5% 이상이면 1, 5% 미만이면 0인 더미변수이다.

Variables	N. of Obs.	MEAN	MEDIAN	STD	MIN	MAX
<i>CREDIT</i>	259	4.583	5	1.904	1	7
<i>CSR</i>	259	0.645	0.640	0.036	0.585	0.743
<i>LNSIZE</i>	259	14.309	14.433	1.656	10.908	18.433
<i>LEV</i>	259	0.470	0.477	0.159	0.141	0.855
<i>ROA</i>	259	0.058	0.053	0.042	-0.051	0.165
<i>LNMB</i>	259	0.234	0.196	0.650	-1.210	1.854
<i>BETA</i>	259	0.958	0.936	0.390	0.188	2.079
<i>Altman Z</i>	259	3.346	3.052	1.448	1.027	8.428
<i>INTCOV</i>	259	71.832	7.298	354.944	-0.014	2896
<i>IO</i>	259	0.355	0	0.48	0	1

2. 상관관계 분석

본 연구모형에 포함된 변수들의 피어슨 상관계수를 <표 3>에 제시하였다.

〈표 3〉 주요 변수의 피어슨 상관관계분석

다음은 본 연구에서 활용된 주요 변수에 대한 피어슨 상관관계 분석이다.

	CREDIT	CSR	LNSIZE	LEV	ROA	LNMB	BETA	Altman Z	INTCOV
CSR	-0.445								
LNSIZE	-0.692	0.446							
LEV	0.186	-0.192	0.028						
ROA	-0.224	0.234	0.287	-0.423					
LNMB	-0.230	0.294	0.575	0.106	0.406				
BETA	0.383	-0.107	0.028	0.336	-0.153	0.000			
Altman Z	-0.243	0.285	0.199	-0.633	0.627	0.431	-0.303		
INTCOV	-0.100	0.005	0.011	-0.183	0.086	0.041	-0.106	0.128	
IO	0.112	-0.006	-0.073	0.037	-0.091	0.048	0.006	-0.011	-0.115
N. of Obs.	259	259	259	259	259	259	259	259	259

(주1) 변수설명은 <표 2>를 참고한다.

(주2) 상관관계 분석표에서 **진한부분**은 5% 수준 그리고 그 이하에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

<표 3>을 살펴보면 종속변수인 신용등급은 본 연구의 독립변수인 기업의 사회적 책임활동과 부(-)의 유의한 상관관계를 나타내고 있다. 즉 일변량 상관관계 분석에 의하면 기업의 사회적 책임활동수준이 높은 기업일수록 높은 신용등급을 부여받는 것으로 나타났다. 그리고 신용등급은 부채비율(*LEV*)과 기업의 체계적 위험(*BETA*)과 정(+)의 유의한 상관관계를 나타냄과 동시에 기업규모(*LNSIZE*), 총자산이익률(*ROA*), 장부가치 대비 시장가치 비율의 자연대수 값(*LNMB*), 그리고 알트만 Z 값(*Altman Z*)과는 부(-)의 유의한 상관관계를 나타내고 있다. 한편, 기업의 사회적 책임활동(*CSR*)도 기업규모(*LNSIZE*), 총자산이익률(*ROA*), 장부가치 대비 시장가치 비율의 자연대수 값(*LNMB*), 그리고 알트만 Z 값(*Altman Z*)과 정(+)의 유의한 상관관계를 나타냄과 동시에 부채비율(*LEV*)과는 부(-)의 유의한 상관관계를 나타내고 있다. 즉, 기업의 사회적 책임활동을 활발히 실시하고 있는 기업의 경우 기업규모가 크고 수익성이 양호하며 장부가치 대비 시장가치 비율이 높고 부도위험이 낮음과 동시에 부채비율이 낮은 것으로 추정할 수 있다. 하지만 <표 3>에 나타난 바와 같이 기업의 사회적 책임활동이 통제변수와 유의한 상관관계를 가짐과 더불어 신용등급도 통제변수와 유의한 상관관계를 나타내고 있기 때문에 일변량 상관관계 분석의 결과에만 의존하여서는 안되며 신용등급에 영향을 미칠 수 있는 다양한 변수들을 통제한 후 신용등급과 사회적 책임활동과의 관련성을 분석하여야 할 것이다. 이를 위해 다음 절에서는 신용등급에 영향을 줄 수 있는 여러 변수들을 통제하고 기업의 사회적 책임활동과 신용등급과의 다중회귀분석결과를 보고하기로 한다.

3. 다중회귀분석 결과

본 연구의 가설을 검증하기 위한 회귀분석 결과는 다음의 <표 4>와 같다.

본 연구에서는 실증결과의 신뢰성 확보를 위해 OLS 다중회귀분석과 Ordered logit 분석⁶⁾을 동시에 실시하였다. 실증분석결과, OLS 다중회귀분석에서는 회귀계수가 -0.105이고 1% 수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다.

6) 본 연구에서의 종속변수로 신용등급을 활용할 경우 종속변수가 연속형 변수가 아니라 이산형 변수의 형태를 취하는 경우 선형회귀모형에서 가정하는 확률분포와 정확히 일치하지 않는 문제점이 발생할 수 있다. 따라서 이산형자료에 대해 선형회귀모형을 사용하는 경우 나타날 수 있는 계수추정치의 편의문제와 잘못된 추론의 가능성을 고려하여 본 연구에서는 Ordered logit 회귀모형을 이용한 분석을 추가적으로 수행하였다(Rock et al. 2001 ; 이아영 등 2008).

〈표 4〉 기업의 사회적 책임활동과 신용등급의 관련성에 관한 다중회귀분석

다음은 기업의 사회적 책임활동과 차기의 신용등급에 대한 Pooled OLS 회귀분석과 Ordered logit 회귀분석에 대한 실증결과를 나타낸다. 본 회귀분석에 활용된 회귀식은 아래와 같다.

$$CREDIT_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 CSR + \beta_2 LNSIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 ROA + \beta_5 LNMB + \beta_6 BETA \\ + \beta_7 Altman\ Z + \beta_8 INTCOV + \beta_9 IO + Industry\ Dummies + Year\ dummies + \varepsilon$$

VARIABLES	CREDIT	
	OLS	Ordered Logit
CSR	-0.105*** [-3.688]	-0.227*** [-3.421]
LNSIZE	-0.913*** [-14.252]	-2.420*** [-10.997]
LEV	0.389 [0.511]	0.055 [0.034]
ROA	0.924 [0.421]	2.742 [0.621]
LNMB	0.800*** [4.239]	2.210*** [4.985]
BETA	1.518*** [7.178]	4.610*** [7.688]
Altman Z	-0.116 [-1.364]	-0.289 [-1.591]
INTCOV	0.000 [-1.335]	0.000 [-0.816]
IO	0.174 [1.249]	0.216 [0.716]
Constant	20.850*** [11.785]	-31.849 [-0.027]
Industry Dummies	포 함	
Year Dummies		
N. of Obs.	259	259
N. of Years.	5	
Adj. R ²	0.779	0.425

(주1) 변수설명은 <표 2>의 설명을 참조한다.

(주2) ***, **, *는 양측검정으로 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

Ordered logit 분석 또한 OLS 다중회귀분석과 일관된 부호의 계수와 유의도를 보여주었다.⁷⁾ 즉, 두 모형 모두 일관되게 기업의 사회적 책임활동은 신용등급과 부(-)의 유의한 관련성을 보이는 것으로 나타났다. 따라서 본 실증분석 결과는 개별기업의 사회적 책임 활동의 수준이 높을수록 해당 기업은 더 높은 신용등급을 받고 있는 것으로 해석가능하다.⁸⁾

통제변수를 살펴보면, 시장가치 대비 장부가치의 자연로그 값(LNMB), 기업의 체계적 위험(BETA)은 신용등급(CR)과 정(+)의 유의한 상관관계를 나타내는 반면, 기업규모(LNSIZE)는 부(-)의 유의한 상관관계를 나타내고 있다. 그러나 부채비율(LEV), 총자산이익률(ROA), 알트만 Z 값(Altman Z), 이자보상비율(INTCOV) 그리고 기관투자자 비율(IO)은 유의한 상관관계를 나타내지 못하였다. 마지막으로 본 회귀분석의 설명력은 약 77.9%로 나타났다.

본 연구에서는 실증분석의 신뢰성 및 강건성을 확인하기 위하여 기업별 클러스터링에 의한 다중회귀분석을 실시하였다. 동 분석방법은 패널데이터로부터 한 기업이 여러 기간에 포함됨에 따라 발생할 수 있는 t값의 과대평가 현상을 감소시키기 위하여 실시된다(Peterson 2009).⁹⁾ 동 연구결과는 <표 5>에 제시하였다.

기업별 클러스터링 다중회귀분석 결과, 앞서의 OLS 다중회귀분석결과와 일관되게 기업의 사회적 책임활동과 신용등급은 부(-)의 유의한 회귀계수를 보고하고 있다. 즉 신용등급에 영향을 미칠 수 있는 다양한 통제변수를 포함하고도 기업의 사회적 책임활동이 신용등급에 1% 수준에서 유의한 영향(t값=-2.612)을 미치는 것으로 나타나, Pooled OLS 다중회귀분석의 결과가 기업별 클러스터링 다중회귀분석에서도 여전히 지지되고 있는 것으로 확인되고 있다.

따라서 이상의 실증결과를 종합해 보면 신용평가기관은 해당 기업의 신용등급을 평가할 때 기업의 사회적 책임활동 수준이 높은 기업을 그렇지 않은 기업에 비해 긍정적으로 평가하고 있다고 유추할 수 있다. 즉, 신용평가기관은 기업의 사회적 지출을 경영진의 재량에 따른 과잉투자나 사적효용의 증가를 위한 특권적 소비라는 부정적 요인보다는 기업의 명성구축을 가능하게 하는 긍정적 요인으로 평가하여 해당 기업의 신용등급에 프리미엄을 부여하고 있는 것으로 판단된다.

7) 본 연구에서는 기업의 사회적 책임활동에 대해서 CSR점수를 만점인 75점으로 나눈 변수를 활용하고 있는데 선행연구에서 활용하고 있는 CSR 원점수를 활용한 추가분석결과 일관된 실증결과를 보고하고 있다. 더불어 기관투자자 지분율의 경우 2004년 이후 5% 미만에 대해서 공시를 하고 있지 않기 때문에 5% 이상이면 1, 5% 미만이면 0인 더미변수를 활용하였다.

8) 이자보상비율인 INTCOV를 제외하고 추가실증분석을 실시하여도 일관된 실증결과를 보고하였다.

9) 클러스터링 회귀분석의 경우 OLS회귀분석과 달리 샘플의 동질성, 유사성 등의 개념을 바탕으로 집단을 구분하여 분석하는 기법으로써, 샘플이 가지는 횡단면 및 시계열 상관문제를 감안한 표준편차를 계산하여 결과를 도출하는 방법이다. 특히 클러스터링 회귀분석의 경우 OLS회귀분석보다 t값의 과대계상문제를 감소시킬 수 있다는 장점이 있다.

〈표 5〉 기업의 사회적 책임활동과 신용등급의 관련성에 관한 기업별 클러스터링 회귀분석
 다음은 기업의 사회적 책임활동과 차기의 신용등급의 관련성에 관한 기업별 클러스터링 회귀
 분석결과이다. 본 회귀분석에 활용된 회귀식은 아래와 같다.

$$CREDIT_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 CSR + \beta_2 LNSIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 ROA + \beta_5 LNMB + \beta_6 BETA \\ + \beta_7 Altman\ Z + \beta_8 INTCOV + \beta_9 IO + Year\ dummies + \varepsilon$$

VARIABLES	<i>CREDIT</i> Firm Level Clustering
<i>CSR</i>	-0.083** [-2.612]
<i>LNSIZE</i>	-0.904*** [-12.533]
<i>LEV</i>	-0.083 [-0.084]
<i>ROA</i>	-0.714 [-0.300]
<i>LNMB</i>	0.761*** [3.538]
<i>BETA</i>	1.880*** [5.865]
<i>Altman Z</i>	-0.061 [-0.714]
<i>INTCOV</i>	-0.000 [-1.138]
<i>IO</i>	0.214 [1.210]
Constant	20.169*** [11.706]
Year Dummies	포 함
N. of Obs.	259
N. of Years.	5
Adj. R ²	0.724

(주1) 변수설명은 <표 2>의 설명을 참조한다.

(주2) ***, **, *는 양측검정으로 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

이러한 결과는 국내의 채권시장에서 해당 기업의 사회적 책임활동이 이해관계자들에게 긍정적으로 평가되고 있는 하나의 증거를 제시하고 있는 것으로, 미국기업을 대상으로 실증분석을 실시하여 기업의 사회적 책임활동과 신용위험감소에 대해 기업의 사회적 책임활동이 장기적으로 신용위험 감소로 보고되는 실증결과를 나타낸 Oikonomou et al.(2011)과 일관된 실증결과이다. 또한 본 연구의 실증결과는 기업의 사회적 책임활동에 대해서 긍정적인 경제적 효과를 보고 하였던 국내의 선행연구(천미림과 김창수 2011 ; 이윤경과 고종권 2011 ; 천미림 2013)와도 일관된다고 할 수 있다.

V. 결론 및 한계점

본 연구는 개별기업의 사회적 책임활동이 신용평가기관의 신용등급에 미칠 수 있는 영향에 대하여 한국기업을 대상으로 실증분석을 실시하였다. 본 연구는 기업의 사회적 책임활동이 개별기업의 기업가치 혹은 자기자본비용에 미치는 영향 등을 분석한 기존 연구들에서 나아가 신용등급에 미칠 수 있는 영향에 대해서 실증분석을 실시하였다는 점에서 의미가 있다. 특히 최근 국내에서 기업의 사회적 책임활동에 대한 논의가 활발하기 때문에 기업의 사회적 책임활동이 채권시장에 미칠 수 있는 영향을 보다 직접적으로 살펴본 본 연구는 기업의 이해관계자들에게 중요한 시사점을 줄 것으로 판단된다.

본 연구의 실증결과는 다음과 같다. 먼저 기업의 사회적 책임활동 수준이 높은 기업일수록 신용등급은 유의하게 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기업의 사회적 책임활동에 대해서 신용평가기관이 이를 긍정적으로 인식하고 있는 것으로 해석할 수 있다. 즉, 신용평가기관은 개별기업의 사회적 책임활동이 부정적 영향보다는 긍정적 영향을 더 많이 주는 것으로 해석하여 해당 기업에 대한 신용평가를 할 때 해당 기업의 신용등급에 프리미엄을 부여하는 것으로 판단된다.

마지막으로 본 연구의 한계점은 다음과 같다. 첫째, 신용등급이 좋은 기업이 사회적 책임활동을 활발히 하고 있는 내생성이 존재할 가능성을 완전히 배제할 수 없다.¹⁰⁾ 둘째, 국내에서는 기업의 사회적 책임활동에 대한 논의가 시작단계이기 때문에 기업의 사회적 책임활동을 계량화할 수 있는 방법이 제한적이다. 셋째, 본 연구의 표본이 회사채를 발행하여 신용등급이 있는 기업으로 한정되어 있어, 본 연구의 실증결과가 신용등급을 발행하지 않는 다른 회사에 대해서도 동일하게 적용된다고 단정 지을 수 없다.

10) 본 연구는 이에 대한 가능성을 감소시키기 위하여 기업의 사회적 책임활동과 신용등급과의 시간차이에 대해서 1기간을 두고 회귀분석을 실시하였다.

참고문헌

- 기은선. 2012. “기업의 사회적 책임활동이 조세회피 및 조세회피에 대한 시장반응에 미치는 영향”. 세무학연구 제29권 제2호 : 107-136.
- 김덕호 · 석지연 · 김중화. 2010. “지배구조 특성에 따른 기업의 사회적 책임활동 수행에 대한 실증연구”. 국제지역연구 제13권 제4호 : 41-68.
- 김창수. 2009. “기업의 사회적 책임활동과 기업가치”. 한국증권학회지 제38권 제4호 : 507-545.
- 국찬표 · 강운식. 2011. “기업의 사회적 책임, 지배구조 및 기업가치”. 한국증권학회지 제40권 제5호 : 713-748.
- 박헌준 · 권인수 · 신현한 · 정지웅. 2004. “기업의 환경성과와 재무성과의 관계”. 경영학연구 제33권. 1461-1487.
- 이상철. 2011. “공시품질과 타인자본비용의 관련성에 관한 연구”. 회계저널 제20권 제4호 : 1-34.
- 이아영 · 전성빈 · 박상수. 2008. “불성실공시가 타인자본비용에 미치는 영향”. 회계학연구 제33권 제1호 : 127-159.
- 이윤경 · 고종권. 2012. “기업의 사회적 책임이 내재자본비용에 미치는 영향”. working paper. 한국회계학회.
- 장지인. 2007. “기업의 사회적 책임과 기업가치 : 기업의 사회적 책임활동이 기업가치를 높이는가?” 대한상공회의소 지속가능경영원.
- 천미림. 2013. “기업의 사회적 책임활동이 자기자본비용에 미치는 영향”. 회계정보연구 제30권 제4호 : 289-312.
- 천미림 · 김창수. 2011. “CSR의 지속성이 CSR과 재무성과의 관계에 미치는 영향”. 회계정보연구 제29권 제3호 : 351-374.
- Ahmed, A., B. Billings, M. Harris, and R. Morton. 2002. The Role of Accounting Conservatism in Mitigating Bondholder-Shareholder Conflicts over Dividend Policy and in Reducing Debt Costs. *The Accounting Review* 77 : 867-890.
- Barnea A., and A. Rubin. 2006. Corporate Social Responsibility as a Conflict between Shareholders. *Working paper*. University of Texas at Austin.
- Bharath S., J, Sunder, and S, Sunder. 2008. Accounting Quality and Debt Contracting. *The Accounting Review* 83 : 1-28.
- Byun, H. 2007. The Cost of Debt and Corporate Governance Practices. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* 36 : 765-806.

- Carroll, A. 1991. The Pyramid of Corporate Social Responsibility : Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders. *Business Horizons* 34 : 39–48.
- Francis, J., R. LaFond, P., Olsson, and K. Schipper. 2005. The Market Pricing of Accruals Quality. *Journal of Accounting and Economics* 39 : 295–327.
- Ghoul, S., O. Guedhami, C. Kwok, and D. Mishra. 2011. Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital? *Journal of Banking and Finance* 35 : 2388–2406.
- Gode, D., and P. Mohanram. 2003. Inferring the Cost of Capital Using the Ohlson–Juettner Model. *Review of Accounting Studies* 8 : 399–431.
- Goss, A., and G. Roberts. 2011. The Impact of Social Responsibility on the Cost of Bank Loans. *Journal of Banking and Finance* 35 : 1794–1810.
- Guerard, J. 1997. Is there a Cost to Being Socially Responsible in Investing? *Journal of Forecasting* 16 : 475–490.
- Kaplan, S., and G. Urwitz. 1979. Statistical Model of Bond Ratings : A Methodological Inquiry. *Journal of Business* 52 : 231–262.
- Knoll, M. 2002. Ethical Screening in Modern Financial Markets : The Conflicting Claims Underlying Socially Responsible Investment. *The Business Lawyer* 57 : 681–726.
- Mansi, A., W. Maxwell, and D. Miller. 2004. Does Auditor Quality and Tenure Matter to Investor? Evidence from the Bond Market. *Journal of Accounting Research* 42 : 755–793.
- Modigliani, F., and M. Miller. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and Theory of Investment. *The American Economic Review* VIII : 261–297.
- Oikonomou, L., C. Brooks, and P. Stephen. 2011. The Effects of Corporate Social Performance on the Cost of Corporate Debt and Credit Rating. *Working Paper*. University of Reading.
- Pava. M., and J. Krausz. 1996. The Association between Corporate Social Responsibility and Financial Performance : The Paradox of Coaxial Cost. *Journal of Business Ethics* 15 : 321–357.
- Petersen, M. 2009. Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets : Comparing Approaches. *The Review of Financial Studies* 22 : 435–480.
- Pittman, J., and S. Fortin. 2004. Auditor Choice and the Cost of Debt Capital for Newly Public Firms. *Journal of Accounting and Economics* 37 : 113–136.
- Richardson, J., and M. Welker. 2001. Social Disclosure, Financial Disclosure and the Cost of Equity Capital. *Accounting, Organizations and Society* 26 : 597–616.

- Rock, S., S. Sedo, and M. Willenborg. 2001. Analyst Following and Count—data Econometrics. *Journal of Accounting and Economics* 30 : 351—373.
- Sengupta, P. 1998. Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt. *The Accounting Review* 73 : 459—474.
- Standard & Poor's. 2001. Standard & Poor's corporate rating criteria. available at <http://www.corporatecriteria.standardandpoors.com>
- Ullman, A. 1985. Data in Search of a Theory : A Critical Examination of the Relationships among Social Performance, Social Disclosure and Economic Performance of U.S. Firms. *The Academy of Management Review* 10 : 540—557.

Corporate Social Responsibility and Credit Rating

- Evidence from Korean Firms -

Hong-Min Chun* · Seung-Min Cha**

〈Abstract〉

This paper examines the associations between corporate social responsibility(Hereafter CSR) and credit rating in Korea. CSR is essential activity for the firm's sustainable growth then CSR activity has much attention from academy as well as industry.

Prior literatures suggest that CSR is positive association with firm value in Korea. However Goss and Roberts(2011) suggest that CSR is negative(-) association with bank loan which is due to manager's private uses for CSR investment money into their private benefit and over optimal use of CSR investment can be value destructive for the firm. So it can be an open empirical question on these issues. Also there is limited research has been done with CSR and credit rating using Korean firm-year observations.

The empirical results is as follows. Using 259 observations Korean data from 2005 to 2009, overall CSR is positively associated with credit rating which represent that credit rating agency recognize CSR as a positive perspective which can higher the firm value. This empirical result holds in firm level clustering analysis and ordered logit analysis.

This paper has several contribution as follows. Prior literatures suggest that CSR is positively associated with firm value or lower the cost of equity capital, this is the first empirical paper with CSR and credit rating using Korean data then CSR can higher the credit rating. Also credit rating is essential indicator which is closely related to cost of debt capital then CSR activity can be an one of important determinant for the credit rating.

〈Key words〉 Corporate Social Responsibility, Credit Rating

* Assistant Professor, Chungbuk National University School of Business, hmchun@cbnu.ac.kr, 043-261-2349, First Author

** Assistant Professor, College of Economics and Business Administration, Kyonggi University, smcha@kgu.ac.kr, 031-249-9450, Corresponding Author