

ESG Performance, Financial Slack, and Financial Constraints: Evidence from Seasoned Equity Offerings of Korean Firms

기업의 여유자원과 ESG 성과에 대한 연구: 유상증자를 중심으로

Soyeon Kim(First Author)

Chosun University
(symik@chosun.ac.kr)

Jiyeon Lee(Corresponding Author)

Yonsei University
(jiyeonlee@yonsei.ac.kr)

Boxian Wang(Co-Author)

Yonsei University
(parkhan1013@yonsei.ac.kr)

.....

This paper examines environmental, social, and governance (ESG) performance around seasoned equity offerings (SEOs). A firm may improve ESG performance prior to SEOs to the extent that it believes that investors will be more favorable to firms with better ESG performance (window-dressing hypothesis). In contrast, SEO may indicate that a firm is short of internal resources and a firm under little financial slack may sacrifice ESG performance (Slack resource hypothesis). Through empirical analyses, we find support for the latter: ESG performance of firms decrease significantly around SEOs, while capital expenditures and R&D do not decrease. However, financially constrained firms do not reduce ESG performance, suggesting that these firms care about investors' perception of them. The results overall are consistent with the proposition that unconstrained firms with little financial slack sacrifice ESG performance but constrained firms cannot as doing so will further aggravate financial constraints. As such, both financial slack and financial constraints are important determinants of ESG performance.

Key Words: Corporate social responsibility, environmental, social, and governance (ESG), seasoned equity offerings (SEOs), financial constraints, financial slack

.....

1. 서론

2000년대 들어서 기업의 사회적 책임에 대한 요구가 거세지고 환경 및 사회 이슈로 인한 평판 하락

과 손해 배상 등으로 기업가치가 손실되는 사례들이 다수 발생하면서 환경(E, environmental)과 사회(S, social) 요소가 지배구조(G, governance)와 함께 기업가치 평가의 중요한 요소로 포함되기 시작하였다. 특히, 2008년 글로벌 금융위기의 원인 중

Submission Date: 02. 23. 2023

Revised Date: (1st: 06. 15. 2023)

Accepted Date: 06. 29. 2023

Copyright 2023 THE KOREAN ACADEMIC SOCIETY OF BUSINESS ADMINISTRATION

This is an open access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0, which permits unrestricted, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

하나가 금융산업 종사자들의 윤리의식 부재였다는 비판이 제기되면서 투자자들의 금융윤리를 요구하는 목소리도 높아졌다. 이에 투자회사 결정 과정에서 재무적 요소뿐만 아니라 환경, 사회, 지배구조와 같은 비재무적 요소를 고려하는 책임 투자(responsible investment)가 지난 10년 동안 급격하게 성장하였으며, 최근 COVID-19 팬데믹을 거치면서 기후변화와 같은 환경문제에 대한 인식이 확산되어 책임투자는 더욱 가속화되었다. 세계 최대 자산운용사 블랙록의 CEO 래리 핑크는 2020년 '기후변화'와 '지속가능성'을 블랙록의 핵심 투자 목표로 삼겠다고 하였으며, 2021년에는 ESG가 취약한 기업에 대해서는 투자금을 회수하겠다고 하였다. 한국의 최대 기관투자자인 국민연금 또한 책임투자에 관한 6가지 주요 원칙을 실행에 옮기기 위해 협력하는 국제 투자자 네트워크인 PRI¹⁾에 가입하였으며, 책임투자 규모를 계속해서 확대하고 있다. 국내 주요 기관투자자들도 기업의 ESG 성과를 투자에 적극 반영하기 시작했다. ESG 이슈가 있는 기업에 대해 적극적으로 관여 활동을 수행하거나, 엄격하게는 투자풀에서 배제하기도 하여 앞으로 ESG가 취약한 기업은 자본 조달에도 어려움을 겪게 될 것이다.

기업이 계속기업으로 존재하기 위해서는 기업가치를 높일 수 있는 투자 기회가 있을 때 자본을 투입하여 성장할 수 있어야 한다. 내부 자본이 부족한 경우, 기업은 채권과 주식을 발행하여 외부로부터 자본을 조달할 수 있다. 본 연구는 ESG²⁾ 투자가 큰 관심을 받기 시작한 기간의 주식시장에서 자본을 조달하는 유상증자 이벤트가 기업의 ESG 활동에 어떤 영향을

미치는가를 살펴보았다.

대부분의 경우 주식 발행은 대규모의 자본을 조달하기 위해 계획되므로 기업은 시장에서의 자본 비용에 민감할 수밖에 없다. 주식 발행 전 주식 가격을 높이기 위해 과대포장(window dressing) 행위를 하기도 한다. Chan et al.(2008)과 DuCharme et al.(2001), Friedlan(1994), Zheng & Stangeland(2007) 등은 기업 공개(IPO)에서, Choi & Paek(1999)과 Cohen & Zarowin(2010), Rangan(1998), Teoh et al.(1998), Yoon & Lee(2001) 등은 유상증자를 앞두고 기업이 이익 조정(earnings management)을 통해 과대포장을 시도하는 것을 보여주었다. 기업의 ESG 활동도 과대포장에 활용될 수 있다. Ho et al.(2010)은 기업이 IPO를 앞두고 핑크빛 전망을 암시하는 뉴스를 언론에 전달하거나 지배구조를 개선하고, 또 사회적으로 책임 있는 정책을 추진하는 윤리적인 기업으로 홍보하는 뉴스 매니지먼트(news management)를 한다고 하였다. 기업의 ESG 활동은 관련 위험을 감소시키고 정보 비대칭을 완화함으로써 자본 비용을 낮출 수 있다. CSR 활동을 활발히 하는 기업은 기업가치에 중대한 영향을 미칠 수 있는 소송, 규제, 불매 운동 등의 대상이 될 우려가 낮으며(Chava, 2014; Hong & Kacperczyk, 2009; Sharfman & Fernando, 2008), 재무 정보에 포함되지 않는 비재무적 정보까지 공시함으로써 정보 비대칭을 감소시키므로(Chon, 2012; El Ghoual et al. 2011; Goss & Roberts, 2011; Lee & Ko, 2013) 자본 비용을 낮출 수 있다. 기업이 유상증자를 앞두고 자본 시장에서의 조달

1) 2021년 기준 PRI에 가입한 서명 기관은 3,800개를 넘어섰으며, 가입한 기관들의 총 AUM은 \$121 trillion에 달한다(2021년 3월 기준).

2) CSR과 ESG가 일치하는 개념은 아니지만, ESG 연구에서 다수의 CSR 선행연구를 참조하고 ESG를 CSR의 확장된 개념으로 받아들이는 경향이 있기 때문에 본 연구에서는 ESG와 CSR을 구분하는 데에 초점을 두지 않고 ESG로 사용하도록 한다. 다만 선행연구를 참조하는 경우, 선행연구에서 사용한 용어를 그대로 사용한다.

비용을 낮추기 위한 과대포장 수단으로 ESG 투자를 확대한다면, 유상증자 기간의 ESG 수준은 다른 기간보다 높게 나타날 것이다.

한편, 기업의 CSR 활동을 설명하는 이론 중의 하나인 여유자원이론(slack resources theory, 'doing good by doing well')에서는 기업의 여유 자원을 CSR/ESG 활동의 중요한 결정요인으로 여긴다. CSR 투자는 단기의 수익보다는 장기 효과를 기대해야 하며 필수적인 활동이 아니기 때문에 재정적 여유가 있을 때(높은 수익성, 여유현금흐름, 초과 현금 보유, 높은 현금회전율 등) CSR 활동을 고려하며, 재정적 여유가 부족할 때(높은 부채비율, 유동성 부족 등)에는 CSR 활동에 대한 투자를 더 신중하게 한다는 것이다(Adams & Hardwick, 1998; Carroll, 1991; Navarro, 1988; Preston & O'Bannon, 1997; Seifert et al., 2004; Waddock & Graves, 1997). 자본구조를 조정하거나 현금을 비축하기 위해 주식을 발행하기도 하지만, DeAngelo et al.(2010)는 기업이 주로 단기 현금 수요를 충족시키기 위해 유상증자를 시행하며³⁾ Yoon(2016)은 2000년대 들어서 국내에서 유상증자를 진행한 기업들의 영업 성과가 상대적으로 저조하고 영업현금흐름도 부족하며 부채비율이 높다고 하였다. Window dressing 가설과 달리, 재정적 여유가 없을 때 유상증자를 진행하기 때문에 기업은 필수적인 사업 활동 외에 투자할 여력이 없어 유상증자 시기에 기업의 ESG 투자가 더 위축될 수 있다.

본 연구에서는 유상증자를 시행한 기업을 대상으로 유상증자를 진행하면서 기업의 ESG 활동이 어떻게 변화하였는가를 살펴봄으로써 ESG 활동에 대한 기업의 태도를 확인하고자 하였다. 신주발행을 앞두고 시장에서 주가를 높이기 위해 기업의 장기가치에 대한 긍정적인 신호 수단으로 ESG 활동을 활용했다면(Window Dressing Hypothesis) 유상증자 기간 기업의 ESG 수준은 다른 기간에 비해 높게 나타날 것이다. 반면, 재정적 여유가 없기 때문에 자본을 추가로 조달하는 것이므로⁴⁾ ESG 활동에 투자할 여력이 없으며, 시장에서도 재정적 여유가 없는 상황에서 하는 ESG 투자에 대해 호의적이지 않을 수 있으므로⁵⁾ 유상증자 시기에 ESG 수준이 상승하지 않거나 오히려 하락할 수 있다(Slack Resource Theory). 2013년부터 2017년까지 유상증자를 실시한 기업을 대상으로 분석한 결과, 유상증자 시기의 ESG 수준이 다른 기간보다 낮은 것으로 나타났다. 신주발행 시 과대포장의 수단으로 ESG 활동을 활용하기보다는 재무적 여력이 없는 시기에 기업의 필수 사업에 집중하고 ESG 투자를 축소하는 것으로 해석할 수 있다. 한편, 유상증자 시기에 연구개발투자(R&D)와 자본적 지출은 감소하지 않는 것으로 나타났다.

재정적 여유가 부족하여 유상증자를 시행해도 개별 기업이 직면한 재무 제약의 정도에 따라 ESG 투자를 축소할 수 있는 정도에 차이가 있을 수 있다. 선행연구에 의하면 재무 제약은 기업의 CSR 활동에 부정적인 영향을 미치므로 재무적 제약이 낮은 기업의 CSR

3) Huang and Ritter(2021)도 주로 단기의 현금 부족이 외부 자본조달의 주원인이며, 자본구조 재조정이나 현금비축은 2차 고려사항이라고 하였다.

4) 실무자들의 시각은 매우 부정적이다. 즉, "이미 과도하게 차입하고 현금 창출 능력이 떨어지는 기업이 다른 자금조달 방법을 이용할 수 없어 유상증자를 한다"는 것이다 Yoon(2016, p.380).

5) 기업의 ESG 성과와 기업가치 간의 양(+)의 관계는 기업의 재무성과가 좋은 기업에 한하여 나타나며, 재무성과가 좋지 않은 기업(ROA 하위 사분위)에서는 오히려 음(-)의 관계로 나타난다(Cho et al., 2023). Lee & Lee(2021a)와 Min & Kim(2019)은 재무 상태가 좋은 기업에서 CSR 활동을 수행하였을 때 가치 상승효과가 있다고 하였다.

활동 수준이 높은 것으로 나타났다(Chan et al. 2017; Cheng et al., 2014; Hong et al., 2012; Leong & Yang, 2021). 외부 자본 조달이 상대적으로 용이한 기업은 자본 조달 비용이 낮으므로(추가 자본 조달이 어렵지 않으므로) ESG 투자를 축소하여 자원을 절약할 유인이 적을 수 있다. 반면 재무 제약이 큰 기업은 자본 조달 비용이 높으므로 재정적 여유가 부족한 시기에 ESG 투자를 축소하여 필수 사업에 자원을 집중시키려 할 수 있다. 그러나 분석 결과, 유상증자 시기 재무 제약 기업의 ESG 수준이 오히려 덜 감소하는 것으로 나타났다. 재무 제약 기업은 높은 자본 조달 비용으로 인해 자본 비용 증가에 민감할 수밖에 없으며, 유상증자 이후에도 외부 자본이 빈번히 필요할 수 있다. 기업의 ESG 투자가 재무 제약에 의해 영향을 받기도 하지만, 역으로 ESG 활동이 재무 제약에 영향을 미치기도 한다. 앞서 서술한 바와 같이 CSR 활동이 자본 비용을 낮출 수 있다는 선행 연구가 있으며, Benabou & Tirol(2010)은 CSR 공시 수준이 높을수록 재무 제약이 낮아지며, Cheng et al.(2014)는 CSR 활동으로 인하여 이해관계자와의 관계가 개선되어 대리인 비용이 감소하고 투명성이 높아져 CSR 수준이 높은 기업의 재무 제약이 낮다고 하였다. 즉, ESG 활동이 재무제약을 감소시키는 효과가 있으므로, 재무적 제약이 있는 기업은 오히려 ESG 수준을 관리하여 재무 제약의 정도가 더 악화되지 않도록 할 유인이 있으므로⁶⁾ ESG 투자를 축소시키지 않을 수 있다.

기업의 신주 발행은 자본 비용에 민감한 사건으로 기업의 ESG 성과 변화를 분석함으로써 ESG 활동에 대한 기업의 인식과 전략 등을 확인할 수 있다.

주식시장에서 자본을 조달하는 또 다른 이벤트인 기업 공개(IPO)가 있지만, 본 연구에서 사용한 ESG 자료의 출처인 한국ESG기준원에서는 상장 기업에 한하여 ESG 활동을 평가하기 때문에 상장 이전의 ESG 평가자료가 없어 기업 공개 시기의 ESG 변화를 확인하기 어렵다. 반면, 유상증자는 상장 기업이 실시하므로 추가 주식 발행 이전과 이후의 ESG 활동에 대한 평가정보가 존재한다. 또한, 유상증자 이벤트를 사용하여 기업의 ESG 투자 변화를 검토하는 것은 CSR 관련 연구에서 종종 제기되는 내생성 문제의 우려가 낫다. 특히 ESG 수준이 유상증자 시기에 감소하는 것으로 나타나 기업이 ESG 성과가 좋지 않을 때 유상증자를 실시한다는 역인과관계(reverse causality) 해석은 논리적으로 무리가 있다.

국내에서도 ESG/CSR과 관련하여 다양한 선행연구가 존재하나 유상증자와의 관계에 대해서는 아직 연구가 이루어지지 않았다. 해외에서는 Dutordori et al.(2018)이 기업의 CSR 성과가 유상증자의 부정적인 공시효과를 완화하는 것을 보여주며 CSR 성과가 좋은 기업이 기회주의적으로 신주를 발행할 가능성이 있다고 하였다. Feng et al.(2018)과 Ho et al.(2021)은 CSR 활동이 유상증자 저평가에 미치는 영향을 분석하였다. CSR 성과가 좋은 기업에서 SEO 저평가 수준이 낮은 것으로 나타난 반면(Feng et al. 2018), 유상증자 이전 부정적인 환경 및 사회 이슈가 발생한 기업의 경우 평균 1.3% 정도 더 저평가되는 것으로 밝혀졌다(Ho et al., 2021). 그러나 이러한 연구들은 기업의 ESG/CSR 활동이 유상증자 성과에 미치는 영향을 분석한 것으로, 유상증자 기간의 ESG 성과를 살펴보는 본 연구는 기존 선

6) Cheng et al.(2014)의 subsample 분석에서는 CSR성과와 재무제약과의 음(-)의 상관관계가 재무제약 기업에서 더 강하게 나타났다. 재무제약이 큰 기업의 CSR 성과가 재무제약을 더 효과적으로 완화하는 것이다.

행연구와 차별된다. CSR 성과가 좋은 기업이 신주를 발행하려 하거나(Dutordori et al., 2018) 부정적인 환경·사회 관련 사건 이후 유상증자를 기피한다는(Ho et al., 2021) 연구자들의 주장은 경영자가 시장에서 기업의 CSR 활동에 대한 평가를 주가에 반영하는 것을 인지하고 있음을 의미하며, 이는 본 연구의 window dressing 가설의 근거가 될 수 있다. 그러나 한국은 아직 책임 투자와 ESG경영에 있어 후발주자로, 자본 시장에서 기업의 ESG 활동에 대한 평가가 유럽 또는 북미와 같은 ESG 선진국 수준으로 적극적이지 않을 수 있으며, 따라서 기업의 입장에서는 과대포장 유인이 강하지 않을 수 있다. 유상증자 시기의 ESG 성과를 분석한 것은 본 연구가 처음으로 과대포장 유인과 함께 여유 자원, 자본 제약 등 ESG 활동에 영향을 주는 요인을 다각도로 살펴보았다.

분석 결과, 자본 조달을 앞두고 주가를 높이기 위한 과대포장 유인이 있음에도 불구하고 다른 기간보다 ESG 성과가 감소한 것으로 나타났다. 기업의 ESG 활동에 대한 사회적 요구가 높아지고 있지만, 기업은 핵심 사업을 우선시하여 재정적 여유가 없을 때는 ESG 투자를 축소하는 것으로 보인다. 또한, 재무 제약이 큰 기업이 재무비제약 기업보다 ESG 투자를 덜 축소하는 것으로 나타났는데, 이는 다수의 선행연구에서 밝혀졌듯이 기업의 ESG 수준이 자본 비용에 영향을 미치므로 자본 비용에 민감한 재무제약 기업에서 ESG 관리 유인이 더 크기 때문으로 해석된다.

본 연구는 다음과 같이 구성된다. II장에서 관련 선행연구를 검토하고, III장에서는 연구에서 사용된 자료와 표본, 모형에 관해 설명한다. IV장에서는 실증분석 결과를 제시하고, V장에서는 본 연구의 결론을 정리하도록 한다.

II. 문헌 연구

II장에서는 유상증자 기간의 ESG/CSR 활동과 관련한 선행연구를 주제별로 검토하였다. 신주발행을 앞두고 주가를 높여 자본 비용(cost of capital)을 낮출 목적이라면 기업의 ESG 활동을 과대포장 수단으로 활용할 수 있을 것이다. 반면, 필요자본이 부족하여 자기자본 발행을 통해 자본을 조달하는 것이므로 비필수 활동인 ESG 활동에 투자할 여유가 없을 수도 있다(slack resource theory). 그리고 이러한 ESG 투자에 대한 의사결정은 개별 기업이 처한 재무 제약의 정도에 따라 달라질 수 있다(financial constraint). 기업의 ESG/CSR 활동과 자본 비용, 여유 자원이론, 재무 제약에 대한 선행연구를 검토한다.

2.1 Cost of Capital(자본 비용)

기업은 ESG 활동을 통해 환경, 사회, 지배구조 요소와 관련한 잠재적 위험을 감소시키고 정보비대칭을 완화함으로써 자본 비용을 낮출 수 있다.

사회가 진보하고 기술이 발전됨에 따라 기업 활동이 영향을 미치는 범위가 크게 확장되고 있다. 이는 기업과 관련한 이해관계자가 다양해지는 것이며 동시에 발생 가능한 위험도 복잡·다양해질 수 있음을 의미한다. CSR 활동은 기업이 직면하는 여러 위험(체계적 위험, 규제위험, 공급망 위험, 평판 위험, 소송 위험 등)에 영향을 미치는 것으로 알려져 있다(Starks, 2009). CSR 활동은 기업의 이미지를 개선하고 투자자의 신뢰를 향상시키는 효과가 있어 투자자가 인식하는 위험 수준을 낮출 수 있다(Feldman et al., 1997). Hong and Kacperczyk(2009)는

죄악주(담배, 주류, 도박 등)와 같이 소송 위험과 규제위험이 높은 기업에서 자본 비용이 높게 나타나는 것을 보여주었으며, 환경 문제와 관련 규제위험 또한 자본 비용에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다(Chava, 2014; Sharfman & Fernando, 2008).

또한, CSR 활동은 기업과 투자자 간의 정보비대칭을 감소시키는 효과도 있다. Bona-Sanchez et al.(2017)은 CSR 활동 공시가 정보비대칭을 감소시켜 이익의 질과 정보유용성을 높인다고 하였으며, Cho et al.(2013)에서는 긍정적인 CSR 활동 정보뿐만 아니라 부정적인 CSR 정보도 정보비대칭을 낮추는 효과가 있는 것으로 나타났다. Dhaliwal et al.(2011)은 CSR 활동을 적극적으로 하는 기업은 긍정적인 이미지를 부각시키기 위해 자발적인 공시를 많이 하므로, 이로 인해 정보비대칭이 완화되고 책임투자자와 애널리스트를 유인하여 자본비용을 낮출 수 있다고 하였다. 이에 다수의 해외 선행연구에서 CSR 활동의 자본 비용⁷⁾ 감소 효과가 실증적으로 증명되었으며(El Ghoual et al., 2011; Goss & Roberts, 2011 등), 국내에서도 CSR 활동이 우수한 기업의 자본비용이 낮은 것으로 나타났다.

2000년대의 표본을 사용한 Chon(2012)과 Lee and Ko(2013)은 기업의 CSR 활동이 정보비대칭을 완화시킴으로써 자본 비용을 감소시키는 효과가 있다고 하였으며, 2010년대 ESG 점수를 사용한 연구에서도 ESG 점수와 차기 자본비용이 음(-)의 관계에 있는 것으로 나타났다(Lim et al., 2019). 하지만 가중평균자본비용(WACC)으로 측정한 자본비용이 CSR활동과 양(+의) 관계에 있거나(Jang

& Choi, 2010), 타인자본비용은 ESG 등급과 음(-)의 관계에 있지만 자기자본비용은 양(+의) 관계에 있다는 실증분석 결과를 제시한 연구(Lee & Lee, 2021b)도 있으므로 한국 기업의 CSR 활동과 자본비용 간의 관계는 아직 결론을 내리기 어렵다.

기업의 ESG 활동이 자본 비용을 낮추는 효과가 있다면, 기업은 자본 비용을 감소시키기 위해 ESG 활동을 확대하여 투자자들에게 신호를 보내는 과대포장 행위⁸⁾를 할 수도 있을 것이다.

2.2 Slack Resources theory (여유자원이론)

기업의 ESG/CSR 활동이 장기가치와 지속가능성에 중대한 영향을 미치는 하나의 경영전략으로 받아들여지고 있지만, 기업은 제한된 자원으로 투자를 수행해야 하므로 핵심 사업에 우선적으로 자원을 할당할 수밖에 없다. 이에 여유자원이론에서는 여유자원을 기업의 CSR 활동에 영향을 미치는 주요 요인으로 본다(Seifert et al., 2004; Surroca et al., 2010⁹⁾; Waddock & Graves, 1997). CSR 투자는 단기 성과를 거두기보다는 시차를 두고 효과가 발생하는 경향이 있다. 또한, Carroll(1991)은 기본적으로 기업은 경제주체이므로 기업의 가장 중요한 사회적 활동은 경제활동(핵심 사업)이며, McGuire et al.(1990)은 CSR 활동이 종종 재정적 지출로 분류된다고 하였다. 따라서 기업은 비필수 활동인 CSR 투자를 재정적 여유가 있을 때(높은 수익성 및 여유 현금흐름, 초과현금 보유, 높은 현금회전을 등) 고려하며, 재정적 여유가 부족할 때(높은 부채비율, 유동성 부족 등)에는 더욱 신중하게 투자한다는 것이다

7) 본 연구에서는 주식시장에서의 자본 조달을 연구하므로 자기자본비용 관련 선행연구를 주로 검토하였다.

8) Ho et al.(2010)은 IPO 이전 기업이 사회적 책임을 수행하며 윤리적인 기업으로 홍보한다고 하였다.

9) 인적 자원, 평판, 혁신 성과와 같은 비재무적 여유 자원 포함한다.

(Adams & Hardwick, 1998; Carroll, 1991; Navarro, 1988; Preston & O'Bannon, 1997; Seifert et al., 2004; Waddock & Graves, 1997). 국내에서도 기업가치가 높거나 재무성적이 좋을수록 당기 또는 차기의 CSR 활동 수준이 높은 것으로 나타났다(Choi et al., 2017; Kim & Wee, 2011; Lee et al., 2017; Na & Hong, 2011). 이러한 실증분석 결과는 성적이 좋은 기업이 여유 자원이 풍부하기 때문에 CSR/ESG 활동을 보다 적극적으로 수행할 수 있다는 여유자원이론을 지지하는 결과로 해석할 수 있다.

2.3 Financial Constraints(재무적 제약)

기업의 ESG 활동이 기업가치에 미치는 영향에 대해 일관적이지는 않지만, 다수의 선행연구에서 기업 가치를 증가시키는 실증분석 결과를 제시하였다. ESG 활동이 기업가치를 증가시킨다면 ESG 활동을 기업 가치를 증가시키는, NPV가 0보다 큰, 투자로 간주할 수 있다. 필요한 자본을 조달할 수 있는 경우(재무 제약이 없는 경우), 기업은 NPV가 0보다 큰 투자를 수행하여 기업가치를 높여야 한다. 하지만 자본 조달에 제약이 있다면 기업이 수행할 수 있는 투자는 제한된다. Campbell(2007)은 기업의 재무 상태가 취약하거나 경제 상황이 열악한 경우 CSR 활동을 수행할 가능성이 낮다고 하였으며, Chan et al. (2017)도 기업의 생존이 CSR 활동에 우선하므로 재무 제약이 큰 상황에서는 CSR 투자를 줄일 유인이 커진다고 하였다. Hong et al.(2012)는 모형을 통해 재무 제약이 CSR 투자에 있어 중요한 결정요인임을 보여주었으며, 이는 CSR 투자의 동기가 이윤 추구가거나 사회적 책임을 수행하기 위함이든 또는 경영자의 대리인 문제에 의한 것이든 관계없다고 하였

다. Chan et al.(2017)과 Hong et al.(2012), Leong & Yang(2021)은 다양한 재무 제약 변수를 사용하여 기업의 재무적 제약이 CSR 활동에 부정적인 영향을 미치는 실증분석 결과를 제시하였다.

한편, 기업의 ESG 투자가 재무 제약에 의해 영향을 받기도 하지만, 반대로 ESG 활동이 재무 제약에 영향을 미치기도 한다. CSR 활동은 이해관계자의 참여를 장려함으로써 기업의 단기적이고 기회주의적인 행위를 제한하는 효과가 있으며(Benabou & Tirol, 2010; Eccles et al., 2012), 이해관계자와의 관계 개선으로 인한 대리인 비용의 감소와 투명성 향상은 재무 제약 완화 효과를 가져올 수 있다(Cheng et al., 2014). 또한 CSR이 우수한 기업은 책임투자자를 유치할 수 있을 것이다(Kapstein, 2001). Cheng et al.(2014)와 Goss(2009), Hsu & Chen(2015), Lin & Dong(2018) 등은 CSR 활동이 재무 제약을 완화하는 것을 실증적으로 보여주었다. 국내 기업에서도 CSR 활동이 재무제약을 낮추는 효과가 있으며(No & Choi, 2014) 이러한 효과는 성숙기에 가장 뚜렷한 것으로 나타났다(Kim et al., 2022).

본 연구에서는 선행연구에서 검토한 내용을 바탕으로 유상증자 기간 기업의 ESG 활동 변화를 분석하고 그 의미를 해석해보고자 한다.

III. 데이터 및 모형

3.1 데이터 및 표본 구성

본 연구에서는 개별 기업의 ESG 자료와 유상증자 정보, 재무 자료를 사용하여 분석을 수행하였다. 기

업의 ESG 투자 수준을 측정하기 위해 한국ESG기준원에서 제공하는 ESG 평가 데이터¹⁰⁾를 사용한다. 한국ESG기준원은 KOSPI 상장 기업과 일부 KOSDAQ 등록기업을 대상으로 ESG 활동을 매년 평가한다. 환경, 사회, 지배구조 각 분야 성과를 평가하여 부문별 및 종합 점수를 계산하고 S, A+, A, B+, B, C, D의 등급을 산출한다. 본 연구에서는 등급(ESG Rank)과 점수(ESG Score) 자료를 모두 사용한다. 기업의 유상증자 시행 시기를 확인하기 위해 기업공시채널(KIND)에서 2013년부터 2017년까지 상장 기업의 유상증자 자료를 수집한다. 재무 자료는 한국상장기업협회 데이터베이스인 TS-2000과 FnGuide에서 추출한다. 유상증자 시점에서의 변화를 관찰하기 위해 관측 기간을 유상증자를 진행하기 2년 전부터 발행 후 2년까지의 기간으로 한다. 2013년부터 2017년까지 발생한 유상증자 이벤트를 대상으로 하며 2011년부터 2019년까지의 ESG 및 재무 자료를 사용한다. 총 표본 기간은 2011년부터 2019년이 된다.

분석에 사용되는 표본은 다음과 같이 구성된다. 본 연구는 유상증자 시행 기간과 전, 후의 ESG 활동을 비교해야 하므로 2013년부터 2017년까지 5년의 기간 동안 3년 이상 유상증자를 실시하여 전, 후 기간의 구분이 어려운 표본은 제외한다. 또한, 한 해에 두 번 이상 유상증자를 시행한 기업은 한 번으로 간주한다. 2011년부터 2019년까지의 ESG 정보나 재무 자료가 확보되지 않는 기업과 재무비율의 특성이 다른 금융기업은 표본에서 제외한다. 최종적으로 2011년부터 2019년까지 1,219 기업-년도의 자료가 사용된다.

3.2 분석 모형

유상증자 시기 기업의 ESG 투자의 변화를 살펴보기 위해 식(1)을 사용하여 회귀분석을 수행한다.

$$ESG_{i,t} = SEO_{i,t} + Size_{i,t-1} + Tobin's Q_{i,t-1} + Leverage_{i,t-1} + Cash_{i,t-1} + CF_{i,t-1} + FirmFE + YearFE \quad \text{식(1)}$$

ESG 변수는 등급(ESGRank)과 점수(ESGScore) 변수를 사용한다. ESG 등급을 계량화하기 위해 S를 7점 만점으로 1점씩 차감하여 ESGRank 변수를 설정하며, ESGScore는 ESG 총점을 사용한다. 유상증자 실시 여부를 나타내는 SEO 더미는 유상증자를 시행한 연도에 1의 값을, 유상증자가 발생하지 않은 연도에 0의 값을 갖는다. 유상증자를 시행한 해에 기업이 ESG 투자를 감소시켜 ESG 수준이 하락한다면 SEO 더미는 음(-)의 회귀계수를, ESG 투자를 확대시킨다면 SEO 더미는 양(+)의 회귀계수를 가질 것이다.

기업의 ESG 수준을 설명하는 변수들로 기업의 규모(Size)를 측정하기 위해 총자산에 로그를 취한 값을 사용하였으며, 기업가치를 나타내는 Tobin's Q는 시장가치를 자산의 장부가치와 시장가치에 각각 0.9와 0.1의 가중치를 주어 합산한 값으로 나누어 계산하였다. 부채비율(Leverage)은 부채를 총자산으로 나누어 사용하고, Cash는 현금 및 현금성 자산을 전기의 총자산으로 나누어 측정하였다. 현금흐름을 나타내는 CF는 기업의 영업이익에 비현금성 항목인 감가상각비와 무형자산상각비를 더하고 전년도 총자

10) 한국ESG기준원의 ESG 평가는 기업의 사회적 책임에 대한 비금융 정보를 제공함으로써 한국의 자본시장에서 중요한 역할을 하고 있으며, KRX의 ESG 테마 지수인 ESG Leaders 150, Governance Leaders 100, KRX Eco Leaders 100, ESG Social Responsibility Index 등에 사용된다.

산으로 나누어 계산하였다.

ESG 투자 외에 기업의 다른 투자 활동인 연구개발투자와 유형자산에 대한 투자가 유상증자 기간 어떠한 변화가 있는지 알아보기 위해 식(2)를 통하여 회귀분석을 수행한다. 연구개발투자(R&D)는 연구개발비를 매출액으로 나누어 측정하며, 자본적 지출(CAPEX)은 유·무형 자산의 증감에 감가상각비를 더하고 이를 전기 총자산으로 나누어 계산하였다. 투자에 영향을 미치는 설명변수들로 ESG 투자와 동일하게 기업규모, 기업가치, 부채비율, 현금성 자산의 비중, 현금흐름을 사용한다.

연구에서 사용되는 변수들의 정의는 <Table 1>에 정리되어 있다.

$$\begin{aligned}
 & Investment(R\&D\ or\ CAPEX)_{i,t} \\
 & = SEO_{i,t} + Size_{i,t-1} + Tobin's\ Q_{i,t-1} \\
 & \quad + Leverage_{i,t-1} + Cash_{i,t-1} + CF_{i,t-1} \\
 & \quad + FirmFE + YearFE \quad \text{식(2)}
 \end{aligned}$$

IV. 실증분석

4.1 기초통계

본 연구에 사용된 주요 변수들의 기초통계량은 <Table 2>과 같다. 극단치의 영향을 제거하기 위해 ESG와 SEO 변수를 제외한 변수들을 1%와 99%에서 조정하여 사용한다. 표본 중 ESG 평가에서 A+ 등급을 받은 기업이 있으나 평균적으로 B등급 정도를 받는다. ESG 점수의 만점은 900점(E, S, G 항목별로 각 300점 만점)이며 표본 기업의 평균 ESG 점수는 약 238점으로 표본에서 가장 높은 점수를 받은 기업은 약 700점 정도를 받았으며 최저점은 48점이다. 부채비율의 평균은 47.6%(중간값 50%)이며, 현금보유율은 약 11%(중간값 7%)이다. 현금흐름의 평균과 중간값은 약 0.3이며, Tobin's Q의 평균은 1보다 크지만 중간값은 1보다 작은 것으로 나타났다. 연구개발비중의 중간값이 0으로 표본의 반이

<Table 1> 변수의 정의

변수명	구분	변수 정의
ESG Score	종속변수	한국ESG기준원의 ESG 총점(E, S, G 각 카테고리별로 최대 300점 부여, 총점 900점)
ESG Rank	종속변수	S = 7점, A+ = 6점, A0 = 5점, B+ = 4점, B0 = 3점, C = 2점, D = 1점으로 계량화
R&D	종속변수	연구개발비 / 매출액
CAPEX	종속변수	(유·무형 자산의 증감 + 감가상각비) / 전기 총자산
SEO	독립변수	유상증자를 시행하는 해는 1의 값을, 그렇지 않은 경우 0의 값을 가짐
Size	통제변수	총자산의 자연로그 값, Ln(총자산)
Tobin's Q	통제변수	시장가치 / (0.9 × 총자산 + 0.1 × 시장가치)
Leverage	통제변수	총부채 / 총자산
Cash	통제변수	현금 및 현금성 자산 / 전기 총자산
CF	통제변수	(영업이익 + 감가상각비) / 전기 총자산

〈Table 2〉 기초통계량

변수의 정의는 〈Table 1〉에 기술되어 있다.

	N	Mean	SD	Min.	Med.	Max
ESG Score	1,219	237.8	123.2	48	219	692.4
ESG Rank	1,219	2.812	0.876	1	3	6
Size	1,219	26.66	1.506	23.89	26.47	31.20
Leverage	1,219	0.476	0.231	0.01	0.50	0.98
Cash	1,219	0.112	0.125	0.00	0.07	0.68
CF	1,219	0.030	0.074	-0.30	0.03	0.33
Tobin's Q	1,219	1.295	1.286	0.11	0.86	9.38
R&D	1,219	0.017	0.040	0.00	0.00	0.33
CAPEX	1,219	0.040	0.061	0.00	0.02	0.55

〈Table 3〉 상관관계 분석

변수의 설명은 〈Table 1〉에 기술되어 있다.

***는 1% 수준에서, **는 5% 수준에서, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

	SEO	ESG Score	ESG Rank	Size	Leverage	Cash	CF	Tobin's Q	R&D
ESG Score	-0.019	1							
ESG Rank	-0.108***	0.71***	1						
Size	-0.060**	0.578***	0.648***	1					
Leverage	0.065**	0.371***	0.232***	0.291***	1				
Cash	0.035	-0.149***	-0.165***	-0.198***	-0.17***	1			
CF	-0.120***	0.077***	0.1***	0.133***	-0.161***	-0.005	1		
Tobin's Q	0.079***	-0.176***	-0.265***	-0.337***	-0.15***	0.286***	-0.166***	1	
R&D	0.059**	-0.021	-0.015	-0.103***	-0.148***	0.051*	-0.092***	0.196***	1
CAPEX	-0.032	0.034	-0.009	-0.011	0	-0.046	0.173***	0.018	0.054*

상의 기업이 연구개발투자를 하지 않는 기업이며, 평균적으로 총자산의 4% 정도를 유형자산에 투자하는 것으로 나타났다.

〈Table 3〉에서는 변수들간의 상관관계를 확인할 수 있다. SEO 더미와 ESG 변수가 음(-)의 상관관계에 있는 것으로 나타났다. ESG Score와의 상관 계수가 통계적으로 유의하지는 않지만, 유상증자 기

간에 기업의 ESG 활동이 축소되는 경향이 있는 것으로 보인다. 반면 R&D 투자와 SEO 더미는 유의한 양(+)의 상관관계에 있으며, 자본적 지출은 SEO 기간에 유의한 변화를 보이지 않는 것으로 나타났다. SEO 더미가 설명변수들과 유의한 상관관계에 있는 경우가 있으나, VIF 테스트 결과 3을 넘지 않으므로 다중공선성의 우려는 크지 않은 것을 확인하였다.

4.2 회귀분석

본 절에서는 유상증자 기간 기업의 ESG 투자 변화를 확인하기 위해 회귀분석을 실시하였다. <Table 4>의 *SEO* 더미는 유상증자가 발생한 연도에 1의 값을 갖고, 유상증자 전과 후에는 0의 값을 갖는다. 만약 기업이 자본 비용을 낮추기 위해 ESG 활동을 과대포장 수단으로 활용한다면 *SEO*의 회귀계수는 모형 (1)과 (2)에서 양(+)의 부호를 가질 것이고, 여유자금이 없는 상황에서 ESG 투자를 축소한다면 음(-)의 부호를 가질 것이다. 분석 결과, *SEO*(유상증자) 더미는 1% 수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 회귀계수를 갖고 있다. 이는 유상증자를 실시한 해의 ESG 점수와 등급이 유상증자 전 또는 후보다 낮

은 수준임을 의미하는 것으로, 신주발행 시 과대포장의 수단으로 ESG 활동을 활용하기보다는 재무적 여력이 없는 시기에 기업의 필수 사업에 집중하고 ESG 투자를 축소하는 것으로 보인다. 기업의 필수 활동인 연구개발투자와 자본적 지출은 유상증자 시기에 감소하지 않는 것으로 나타났다(<Table 4>의 모형 (3)과 (4)).

<Table 5>에서는 유상증자 전년도와 차년도의 투자 변화를 살펴보았다. 현금이 부족한 상황에서 자본을 조달하기 위해 주식을 발행한다면, 유상증자 전부터 투자가 위축될 수 있다. <Table 5>의 Panel A에서 유상증자 전 해의 경우 1의 값을, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는 *SEO*-1 더미를 사용하여 유상증자 전 해의 ESG 투자와 R&D 투자, 자본적 지출

<Table 4> 유상증자 시기의 ESG 투자, R&D 투자, 자본적 지출

변수의 설명은 <Table 1>에 기술되어 있다. ()안의 값은 표준오차를 나타낸다.

***는 1% 수준에서, **는 5% 수준에서, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

	(1) ESG Score	(2) ESG Rank	(3) R&D	(4) CAPEX
SEO	-9.544*** (3.441)	-0.105** (0.046)	0.004** (0.002)	-0.004 (0.004)
Size	22.717*** (7.687)	0.028 (0.09)	0.005 (0.003)	-0.015** (0.006)
Tobin's Q	-4.458 (2.742)	-0.053* (0.031)	0.001 (0.001)	0.001 (0.002)
Leverage	30.688* (18.354)	-0.067 (0.195)	0.01 (0.008)	0.006 (0.016)
Cash	5.629 (18.149)	0.022 (0.184)	-0.002 (0.01)	0.069* (0.036)
CF	-39.565 (30.352)	-0.093 (0.368)	0.003 (0.011)	0.130*** (0.034)
N	1,219	1,219	1,219	1,219
R ²	0.898	0.711	0.828	0.361

〈Table 5〉 유상증자 전과 후의 ESG 투자, R&D 투자, 자본적 지출

변수의 설명은 〈Table 1〉에 기술되어 있다. Panel A의 SEO-1변수는 SEO 시행 전년도에 1의 값을 가지며, 그렇지 않은 경우 0의 값을 갖는다. Panel B의 SEO+1변수는 SEO 시행 차년도에 1의 값을 가지며, 그렇지 않은 경우 0의 값을 갖는다. ()안의 값은 표준오차를 나타낸다. ***는 1% 수준에서, **는 5% 수준에서, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

Panel A

	(1) ESG Score	(2) ESG Rank	(3) R&D	(4) CAPEX
SEO-1	0.215 (3.154)	-0.030 (0.043)	-0.001 (0.001)	-0.005 (0.005)
Size	24.268*** (7.528)	0.044 (0.088)	0.004 (0.003)	-0.015** (0.006)
Tobin's Q	-4.705* (2.797)	-0.055* (0.031)	0.001 (0.001)	0.001 (0.002)
Leverage	26.47 (18.363)	-0.104 (0.194)	0.012 (0.009)	0.006 (0.016)
Cash	4.887 (18.312)	0.009 (0.184)	-0.002 (0.01)	0.068* (0.035)
CF	-34.764 (30.487)	-0.045 (0.370)	0.001 (0.012)	0.132*** (0.034)
N	1,219	1,219	1,219	1,219
R ²	0.898	0.71	0.827	0.361

Panel B

	(1) ESG Score	(2) ESG Rank	(3) R&D	(4) CAPEX
SEO+1	2.287 (3.767)	0.023 (0.048)	-0.001 (0.001)	0.010* (0.005)
Size	24.288*** (7.515)	0.045 (0.088)	0.004 (0.003)	-0.014** (0.006)
Tobin's Q	-4.620* (2.788)	-0.055* (0.031)	0.001 (0.001)	0.001 (0.002)
Leverage	27.549 (18.695)	-0.103 (0.190)	0.011 (0.009)	0.009 (0.015)
Cash	4.608 (18.293)	0.011 (0.184)	-0.002 (0.010)	0.067* (0.035)
CF	-34.177 (30.563)	-0.035 (0.372)	0.001 (0.012)	0.135*** (0.034)
N	1,219	1,219	1,219	1,219
R ²	0.898	0.71	0.827	0.363

에 변화가 있는지를 검증하였다. 분석 결과, ESG 등급의 회귀계수가 음(-)의 부호를 갖기는 하지만, 통계적으로 유의하지는 않은 것으로 나타났다. 유상증자 전년도부터 ESG 투자를 유의하게 축소시키지는 않는 것으로 보이며, 연구 개발과 유형자산 투자도 의미 있는 차이는 없었다. 또한 유상증자 다음 해의 투자를 분석한 Panel B에서는 $SEO+1$ 의 더미를 사용하였다. 유상증자 다음 해의 경우 1, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는다. 유상증자로 자본이 조달되면 ESG 투자를 다시 확대할 수 있을 것이다. 그러나 Panel B에서 ESG 등급과 점수는 유의하게 향상되지 않고, 자본적 지출이 증대된 것으로 나타났다. <Table 5>의 결과에서 기업은 유상증자 이전부터 ESG 투자를 축소하지는 않으며, 유상증자로 조달된 자본은 필수 사업에 먼저 투입되는 것을 추론할 수 있다.

기업이 유상증자를 계획한다는 것은 재무적 여유가 부족하다는 의미이므로 유상증자 시기에 비필수 사업인 ESG 투자를 축소하는 것을 확인하였다(<Table 4>). 재정적 여유가 부족하여 유상증자를 시행해도 개별 기업이 직면한 재무 제약의 정도에 따라 ESG 투자 축소의 필요성에 차이가 있을 수 있다. 추가 자본 조달이 용이하고 조달 규모에 제약이 없는 기업은 재원을 비축하기 위해 ESG 투자를 축소할 유인이 상대적으로 적을 것인 반면, 재무 제약 상태에 있는 기업은 재원을 절약하기 위해 필수 사업 외에는 투자를 감소시키려 할 수 있다. <Table 6>에서는 재무제약의 정도를 Kaplan-Zingales Index(KZ Index)¹¹⁾, Whited Wu Index(WW Index)¹²⁾, 배당금 지급

여부(Payout)를 사용하여 측정하고 재무제약 기업과 재무제약이 없는 기업의 ESG 투자 변화를 확인하였다. 매해 전체 표본에서 KZ Index 값이 큰 상위 30% 기업의 경우 KZ 더미가 1의 값을 가지며 재무제약 기업을 의미한다. 매해 KZ Index 값이 작은 하위 30% 기업은 KZ 더미가 0의 값을 가지며 재무제약이 거의 없는 기업을 나타낸다. 유사하게 WW Index 값이 큰 상위 30% 기업의 WW 더미는 1의 값을 가지며(재무 제약기업), 하위 30% 기업은 WW 더미가 0의 값을 갖는다(재무 비제약기업). No-dividend 더미는 전년도에 주주들에게 현금배당을 지급하지 않았으면 1, 지급했으면 0의 값을 갖는다. 만약 재무제약 기업에서 재원을 비축할 유인이 크기 때문에 유상증자 시기에 ESG 투자를 더 축소시킨다면, SEO 더미와 KZ 더미, WW 더미 또는 No-dividend 더미와의 교차항이 음(-)의 회귀계수를 가질 것이다. 그러나 분석 결과, 교차항의 회귀계수가 양(+)의 값을 갖고 있어, 재무 제약이 있는 기업에서 오히려 ESG 투자 축소가 덜하고, 재무 비제약 기업에서 상대적으로 ESG 투자 축소가 큰 것으로 나타났다. <Table 6>의 결과는 재무 비제약 기업에서 재원을 아끼기 위해 ESG 투자를 더 축소했다기보다는, 재무 제약 기업에서 재무적 여유가 없는 상황임에도 불구하고 ESG 투자를 쉽게 포기할 수 없어 나타난 것으로 보인다. 재무 비제약 기업에서는 ESG 투자를 상대적으로 탄력적으로 수행하지만 재무 제약 기업에서는 ESG를 더욱 관리해야 할 수 있다. 표본 기간 재무 제약 기업과 재무 비제약 기업의 ESG 투자의 변동성을 측정

11) Almeida et al.(2004)를 따라 다음과 같이 KZ Index를 구성하였다.

$$KZ = -1.002 * CF + 0.283 * \text{Tobin's } Q + 3.139 * \text{Leverage} - 39.368 * \text{Dividends} - 1.315 * \text{Cash}$$

12) Whited and Wu(2006)를 따라 다음과 같이 WW 인덱스를 구성하였다. TLTD는 장기부채 대비 총자산의 값으로 나타내며, DIVPOS는 기업이 현금 배당을 지급하는 경우 1의 값을, 그렇지 않은 경우 0의 값을 갖는다. SG는 기업의 매출액 성장률을 나타내고, LNTA는 자산의 자연로그를 취한 값이며, ISG는 소속 산업의 매출 성장률을 나타낸다.

$$WW = -0.091 * CF - 0.062 * \text{DIVPOS} + 0.021 * \text{TLTD} - 0.044 * \text{LNTA} + 0.102 * \text{ISG} - 0.035 * \text{SG}$$

〈Table 6〉 재무제약에 따른 유상증자 시기의 ESG 투자

변수의 설명은 〈Table 1〉에 기술되어 있다. KZ 변수는 매해 KZ index가 표본에서 상위 30%인 경우 1의 값을 가지며, 하위 30%인 경우 0의 값을 갖는다. WW 변수는 매해 WW index가 표본에서 상위 30%인 경우 1의 값을 가지며, 하위 30%인 경우 0의 값을 갖는다. No-dividend 변수는 현금배당을 지급하지 않았으면 1, 지급했으면 0의 값을 갖는다. ()안의 값은 표준오차를 나타낸다. ***는 1% 수준에서, **는 5% 수준에서, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	ESG Score	ESG Rank	ESG Score	ESG Rank	ESG Score	ESG Rank
SEO	-11.785*	-0.168**	-19.626***	-0.256***	-17.166***	-0.185**
	(6.565)	(0.083)	(6.541)	(0.094)	(5.201)	(0.085)
KZ	16.237	0.028				
	(9.939)	(0.138)				
SEO × KZ	14.975*	0.137				
	(8.399)	(0.116)				
WW			-4.341	-0.155		
			(9.212)	(0.127)		
SEO × WW			15.596*	0.237**		
			(8.555)	(0.120)		
No-dividend					-12.747**	-0.265***
					(6.301)	(0.064)
SEO × No-dividend					11.685*	0.126
					(6.943)	(0.104)
Size	16.327*	0.048	31.46***	0.086	21.424***	0.003
	(9.224)	(0.105)	(8.946)	(0.088)	(7.548)	(0.087)
Tobin's Q	-5.894*	-0.049	-5.894*	-0.054	-4.85*	-0.063**
	(3.364)	(0.039)	(3.053)	(0.033)	(2.647)	(0.030)
Leverage	15.353	-0.21	13.552	-0.121	34.587*	0.010
	(22.346)	(0.262)	(21.931)	(0.224)	(18.165)	(0.201)
Cash	35.165*	0.266	-22.814	-0.225	5.049	-0.004
	(20.769)	(0.237)	(22.980)	(0.229)	(17.877)	(0.174)
CF	-4.144	0.315	-53.59	-0.251	-53.399*	-0.418
	(29.962)	(0.418)	(35.767)	(0.433)	(29.283)	(0.372)
N	802	802	795	795	1219	1219
R ²	0.908	0.736	0.914	0.773	0.899	0.717

〈Table 7〉 재무 제약 기업과 재무 비제약 기업의 ESG 투자 변동성

변수의 설명은 〈Table 1〉에 기술되어 있다. KZ 변수와 WW변수, No-dividend 변수가 1인 경우 Constrained 표본에 해당하며, 0인 경우 Unconstrained 표본에 해당한다. ESG 투자 변동성은 2011년부터 2019년까지 ESG Score의 표준편차로 측정하였다. ***는 1% 수준에서, **는 5% 수준에서, *는 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

Measure	Constrained	Unconstrained	diff	t-value
KZ	74.70	79.56	-4.86	2.34
WW	65.07	92.75	-27.68	14.85
No-dividend	73.56	83.51	-9.95	5.96

한 결과, 재무 비제약 기업의 ESG 투자 변동성이 더 높은 것으로 나타났다(〈Table 7〉).

재무 제약 기업은 자본 비용이 이미 높은 수준으로 추가적인 자본 비용의 증가에 민감할 수밖에 없고, 향후 추가 자본 조달의 가능성이 높다. 기업의 ESG 투자가 재무 제약에 의해 영향을 받기도 하지만, 역으로 ESG 활동이 재무 제약에 영향을 미치기도 한다. 다수의 선행연구(Chava, 2014; Chon, 2012; Dhaliwal et al., 2011; El Ghouli et al., 2011; Goss & Roberts, 2011; Lee & Ko, 2013; Sharfman & Fernando, 2008)에 의하면 ESG 활동이 자본 비용을 낮출 수 있다. Benabou & Tirol (2010)은 CSR 공시 수준이 높을수록 재무 제약이 낮아지며, Cheng et al.(2014)은 CSR 활동으로 인하여 이해관계자와의 관계가 개선되어 대리인 비용이 감소하고 투명성이 향상되기 때문에 CSR 수준이 높은 기업의 재무 제약이 낮다고 하였다. 이와 같이 ESG 활동이 재무 제약을 감소시키는 효과가 있으므로 재무 제약 기업은 오히려 ESG 수준을 관리하여 재무 제약의 정도가 더 악화되지 않도록 할 유인이 있어 ESG 투자를 축소시키지 않는 것으로 보인다.

V. 결론

본 연구는 유상증자 이벤트를 통해 기업의 ESG 투자 변화를 살펴봄으로써, 기업이 ESG 활동에 대해 어떠한 태도를 갖고 있는지 확인할 수 있었다. 유상증자는 기업이 주로 외부로부터 대규모의 자본을 조달할 목적으로 시행하기 때문에 자본 비용에 민감해지게 된다. 기업의 ESG 활동이 자본 비용을 낮추는 효과가 있다는 선행연구에 따라, 기업이 ESG 활동을 과대포장 수단으로 활용한다면 유상증자 기간에 ESG 투자를 증가시킬 것이다(window dressing hypothesis). 반면, 외부 자본이 필요하다는 것은 기업 내 여유 자원이 부족하다는 것이므로 기업은 한정된 재원을 필수 사업에 집중시키기 위해 비필수 사업인 ESG 투자를 감소시킬 수 있다(slack resource theory). 유상증자 기간의 ESG 수준을 확인한 결과, 다른 기간보다 유의하게 하락하여 여유 자원 부족에 의해 ESG 투자를 축소한 것으로 보인다. 그러나 이 결과가 기업에서 ESG 활동을 통한 과대포장 행위를 하지 않음을 의미하지는 않는다. 다만 기업의 재원이 부족한 상황에서는 ESG 활동에 투자하여 얻게 되는 효익(자본 비용 감소)보다 필수 사업에 투자를

못하게 되는 기회비용이 더 크기 때문일 것이다. 자원의 부족이 ESG 투자에 영향을 미친다면, 개별 기업의 재무 제약 정도에 따라 ESG 투자 축소의 필요성에 차이가 있을 수 있다. 자본 조달이 어려운 재무 제약 기업이 ESG 투자를 더 축소할 것으로 예상했으나, 재무 비제약 기업에서 ESG 수준 하락이 더 크게 나타났다. ESG/CSR 활동이 기업의 재무 제약을 완화할 수 있다는 선행연구에 의하면 ESG 수준을 관리하여 재무 제약을 완화하고자 하는 동기가 재무 제약 기업에서 더욱 강할 것이다. 재무 비제약 기업의 ESG 수준의 변동성이 재무 제약 기업보다 높은 것으로 나타나 재무 비제약 기업은 ESG 투자를 더 탄력적으로 수행하고 있는 것으로 보인다.

기업의 ESG 활동에 대한 사회적 요구가 높아지고 자본 시장에서의 평가도 활발히 이루어지고 있지만, 아직 ESG 투자가 기업의 필수 사업은 아닌 것으로 보인다. 자원이 부족한 시기에는 다른 필수 투자를 수행하기 위해 ESG 투자를 포기하게 되는 것이다. 그러나 재무 제약 기업에서는 자원이 부족할 때에도 ESG 활동을 유의하게 줄이지 못하는 것으로 나타났다. 이는 ESG 활동에 대한 평가가 자본시장에서 유효하기 때문에, 자본 비용이 높고 향후 추가 자본 조달 가능성이 높은 재무 제약 기업이 ESG 투자를 크게 축소시키지 못하기 때문으로 보인다.

본 연구는 2013년부터 2017년, COVID-19가 시작되기 전 유상증자를 실시한 기업을 대상으로 분석을 수행하였다. COVID-19 기간에 특히 ESG 투자와 경영이 주목받았다는 것을 고려할 때, COVID-19 기간 이후에는 본 연구와 다른 결과가 나타날 수도 있다. 투자자들이 기업 가치 평가에 있어 ESG 위험을 보다 중요하게 여기고, 이에 ESG 활동의 자본 비용 감소 효과가 COVID-19 이전 기간보다 높아진다면, 기업은 ESG 활동을 통한 과대포장 유인이 증

가하여 유상증자 기간에 ESG 투자를 확대할 수 있다. COVID-19 이후의 표본 기간이 확보되면 향후 연구과제로 수행하여 본 연구의 결과와 비교할 만한 가치가 있을 것이다.

본 연구의 결과는 기업의 ESG 활동을 평가할 때, 과대포장 유인이나 여유자원, 재무 제약과 같은 복합적인 요인들을 고려할 필요가 있음을 시사한다. 기업의 ESG 활동에 대한 적절한 평가는 기업의 ESG 활동의 지속성과 수준 향상에 중요한 역할을 할 것이다. 기업의 특성에 따라 ESG 활동의 필요성과 고용자원이 상이함을 확인한 바, ESG 성과를 평가함에 있어 기업의 이질적인 특성을 고려하는 연구가 이어지기를 바란다.

참고문헌

- Adams, M. and Hardwick, P.(1998), "An analysis of corporate donations: United Kingdom evidence," *Journal of Management Studies*, 35(5), pp.641-654.
- Almeida, H., Campello, M. and Weisbach, M. S. (2004), "The cash flow sensitivity of cash," *Journal of Finance*, 59(4), pp.1777-1804.
- Benabou, R. and Tirole, J.(2010), "Individual and corporate social responsibility," *Economica*, 77(305), pp.1-19.
- Bona-Sánchez, C., Perez-Aleman, J., and Santana-Martin, D. J.(2017), "Sustainability Disclosure, Dominant Owners and Earnings Informativeness," *Research in International Business and Finance*, 39(A), pp.625-639.
- Campbell, J. L.(2007), "Why would corporations behave in socially responsible ways? An

- institutional theory of corporate social responsibility," *Academy of Management Review*, 32(3), pp.946-967.
- Carroll A. B.(1991), "The pyramid of corporate social responsibility: toward the moral management of organizational stakeholders," *Business Horizons*, 34(4), pp.39-48.
- Chan, C. Y., Chou, D. W., and Lo, H. C.(2017), "Do financial constraints matter when firms engage in CSR?," *North American Journal of Economics and Finance*, 39, pp.241-259.
- Chan, C., Cooney, J. W., Kim, J. and Singh, A. K. (2008), "The IPO derby: are there consistent losers and winners on this track?," *Financial Management*, 37(1), pp.45-79.
- Chava, S.(2014) "Environmental externalities and cost of capital," *Management Science*, 60 (9), pp.2223-2247.
- Cheng, B., Ioannou, I. and Serafeim, G.(2014), "Corporate social responsibility and access to finance," *Strategic Management Journal*, 35(1), pp.1-23.
- Cho, S. Y., Lee, C., and Pfeiffer Jr, R. J.(2013), "Corporate social responsibility performance and information asymmetry," *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(1), pp.71-83.
- Cho, W., Lee, J., and Park, J.(2023), "Higher highs and lower lows: investor valuation of ESG and financial performance," *Applied Economics Letters*, pp.1-6.
- Choi, J. H., Yang, D. H., and Bae, H. G.(2017), "Is corporate slack resource the cause of CSR? A life-cycle based analysis," *Accounting Information Review*, 35(3), pp.333-364.
- Choi, K., and Paek, W.(1999), "Earnings management of firms conducting seasoned equity offerings," *Korean Accounting Review*, 24(4), pp.1-28.
- Chon, M. L.(2012), "Corporate social responsibility and the cost of equity capital," *Accounting Information Review*, 30(4), pp.289-312.
- Cohen, D. A., and Zarowin, P.(2010), "Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings," *Journal of Accounting and Economics*, 50(1), pp. 2-19.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. and Stulz, R.(2010), "Seasoned equity offerings, market timing, and the corporate life cycle," *Journal of Financial Economics*, 95(3), pp.275-295.
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., and Yang, Y. G.(2011), "Voluntary non-financial disclosure and the cost of equity capital: the case of corporate social responsibility reporting," *Accounting Review*, 86(1), pp.59-100.
- DuCharme, L. L., Malatesta, P. H., and Sefcik, S. E.(2001), "Earnings management: IPO valuation and subsequent performance," *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 16(4), pp.369-396.
- Dutordoir, M., Strong, N. C., and Sun, P. (2018), "Corporate social responsibility and seasoned equity offerings," *Journal of Corporate Finance*, 50, pp.158-179.
- Eccles, R. G., Ioannou, I., and Serafeim, G. (2012), "The impact of a corporate culture of sustainability on corporate behavior and performance" Cambridge, MA, USA: National Bureau of Economic Research, 17950.
- El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C. C., and Mishra, D. R.(2011), "Does corporate social responsibility affect the cost of capital?," *Journal of Banking & Finance*, 35(9), pp. 2388-2406.

- Feldman, S. J., Soyka, P. A., and Ameer, P. G. (1997), "Does improving a firm's environmental management system and environmental performance result in a higher stock price?," *Journal of Investing*, 6(4), pp.87-97.
- Feng, Z. Y., Chen, C. R., & Tseng, Y. J. (2018), "Do capital markets value corporate social responsibility? Evidence from seasoned equity offerings," *Journal of Banking & Finance*, 94, pp.54-74.
- Friedlan J. M. (1994), "Accounting Choices by Issuers of Initial Public Offerings," *Contemporary Accounting Research*, 11(1), pp.1-33.
- Goss, A. (2009), "Corporate social responsibility and financial distress," *Proceedings of the Administrative Sciences Association of Canada*, 29(1), pp.1-18.
- Goss, A., and Roberts, G. S. (2011), "The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans," *Journal of Banking and Finance*, 35(7), pp.1794-1810.
- Ho, C. C., Wu, E., and Yu, J. (2021), "The price of corporate social irresponsibility at seasoned equity offerings: International evidence," Available at SSRN 3868790.
- Ho, C. C., Huang, C. L., Lin, C. T., and Lin, G. Y. (2010), "Managing news coverage around initial public offerings," *Financial Management*, 39, pp.187-225.
- Hong, H. and Kacperczyk, M. (2009), "The price of sin: The effects of social norms on markets," *Journal of Financial Economics*, 93(1), pp. 15-36.
- Hong, H., Kubik, J. D., and Scheinkman, J. A. (2012), "Financial constraints on corporate goodness," *National Bureau of Economic Research*, w18476.
- Hsu, F. J., and Chen, Y. C. (2015), "Is a firm's financial risk associated with corporate social responsibility?," *Management Decision*, 53 (9), pp.2175-2199.
- Huang, R., and Ritter, J. R. (2021), "Corporate cash shortfalls and financing decisions," *Review of Financial Studies*, 34(4), pp.1789-1833.
- Jang, J. I., and Choi, H. S. (2010), "The Relation between Corporate Social Responsibility and Financial Performance," *Korean Journal of Business Administration*, 23(2), pp.633-648.
- Kapstein, E. B. (2001), "The corporate ethics crusade," *Foreign Affairs*, 80(5), pp.105-119.
- Kim, J. W., Yang, D. H., and Choi, J. H. (2022), "CSR, financial distress, and firm life cycle," *Journal of Taxation and Accounting*, 23(4), pp.189-226.
- Kim, Y. S., J. B. Wee (2011), "Comprehensive Analysis of Corporate Social Responsibility and Financial Performance," *Korean Journal of Business Administration*, 24(5), pp.2913-2950.
- Lee, G. J., Lee, H. G., and Oh, D. K. (2017), "A study on the effect of firm value on corporate social responsibility activity," *Review of Accounting and Policy Studies*, 22(6), pp. 53-76
- Lee, Y. D., and Lee, C. S. (2021a), "A study on the impact of corporate social responsibility activities and financial soundness on corporate value," *Korean Journal of Financial Management*, 39(3), pp.81-100.
- Lee, Y. D., and Lee, C. S. (2021b), "The Effect of Corporate Social Responsibility on Corporate Performance and Capital Costs," *Asia-pacific Journal of Business & Commerce*, 13(1) pp.74-102.

- Lee, Y. K. and Ko, J. K.(2013), "The effect of corporate social responsibility on the cost of equity capital and information asymmetry," *Korean Accounting Journal*, 22(5), pp.159-193.
- Lim, W. B., Jung, J. H., and Son, Y. J.(2019), "The Effect of ESG on Cost of Capital," *Journal of CEO and Management Studies* 22(2), pp.23-53.
- Leong, C. K., and Yang, Y. C.(2021), "Constraints on "doing good": Financial constraints and corporate social responsibility," *Finance Research Letters*, 40, 101694.
- Lin, K. C., and Dong, X.(2018), "Corporate social responsibility engagement of financially distressed firms and their bankruptcy likelihood," *Advances in Accounting*, 43, pp.32-45.
- McGuire, J. B., Schneeweis, T. and Branch, B.(1990), "Perceptions of firm quality: a cause or result of firm performance," *Journal of Management*, 16(1), pp.167-180.
- Min, J. H., and Kim, B. S.(2019), "Is ESG effort a normative proposition for sustainability? An analysis of different effects of firms ESG efforts by their respective financial status," *Korean Management Science Review*, 36(1), pp.17-35.
- Na, Y., and Hong, S. K.(2011), "An Empirical Analysis on Value Relevance of Corporate Social Responsibility Activities by Firm Size," *Korean Accounting Journal*, 20(5), pp.125-160.
- Navarro, P.(1988), "Why do corporations give to charity?" *Journal of Business*, 61(1), pp. 65-93.
- No. J. H., and Choi, J. S.(2014), "The Relationship between CSR and Financial Constraints," *Korean Journal of Business Administration*, 27(9), pp.1329-1349.
- Preston, L. E., and O'bannon, D. P.(1997), "The corporate social financial performance relationship," *Business and Society*, 36(4), pp. 419-429.
- Rangan, S.(1998), "Earnings management and the performance of seasoned equity offerings," *Journal of Financial Economics*, 50(1), pp. 101-122.
- Seifert, B., Morris, S.A. and Bartkus, B.R.(2004), "Having, giving, and getting: slack resources, corporate philanthropy, and firm financial performance," *Business and Society*, 43(2), pp.135-161.
- Sharfman, M. P., and Fernando, C. S.(2008), "Environmental risk management and the cost of capital," *Strategic Management Journal*, 29(6), pp.569-592.
- Starks, L. T.(2009), "Corporate governance and corporate social responsibility: what do investors care about? what should investors care about?," *Financial Review*, 44(4), pp. 461-468.
- Surroca, J., Sandra Tribó, J .A. and Waddock, S. (2010), "Corporate responsibility and financial performance: the role of intangible resources," *Strategic Management Journal*, 31(5), pp. 463-490.
- Teoh, S. H., Welch, I., and Wong, T. J.(1998), "Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings," *Journal of Financial Economics*, 50(1), pp.63-100.
- Waddock, S. A. and Graves, S. B.(1997), "The corporate social performance- financial performance link," *Strategic Management Journal*, 18(4),

- pp.303-319.
- Whited, T. M., and Wu, G. (2006), "Financial constraints risk," *Review of Financial Studies*, 19(2), pp.531-559.
- Yoon, P. S.(2016), "The announcement effect of seasoned equity offerings: A re-examination," *Korean Journal of Financial Studies*, 45(2), pp.379-415.
- Yoon, S. S., and Lee, G. Y.(2001), "Earnings management of seasoned equity offerings," *Korean Accounting Review*, 26(4), pp.1-26.
- Zheng, S. X., and Stangeland, D. A.(2007), "IPO underpricing, firm quality, and analyst forecasts," *Financial Management*, 36(2), pp.45-64.

-
- The author Soyeon Kim is an Assistant Professor in Finance at the College of Business, Chosun University. Professor Kim received her bachelor's degree in computer science as well as MS and Ph.D. in Finance from Yonsei University. Previously, she served as a full-time lecturer at Yonsei School of Business and worked at Daishin Economic Research Institute. Her main research interests include corporate governance, supply chain management, and ESG.
 - The author Jiyeon Lee is an Associate Professor at the School of Business, Yonsei University. Professor Lee received her MS in Finance from Yonsei University, and PhD in Finance from University of Illinois, Urbana Champaign. Her research interests include empirical corporate finance, corporate social responsibility, corporate governance, and R&D.
 - The author Boxian Wang completed her Bachelor's degree in Business Administration at Sungkyunkwan University and worked in a Chinese investment company in Beijing for two years, focusing on merger and acquisition practices. Currently, she is enrolled in the integrated master's and doctoral program in Finance at Yonsei University. Her research interests include corporate finance and related fields such as ESG and corporate environmental management.