

석사학위논문

ESG경영이 기업의 지속가능 경영성과에 미치는 영향

-지속가능경영보고서 발간기업 중심으로-

2024년

한성대학교 지식서비스&컨설팅대학원

스마트융합컨설팅학과

스마트융합컨설팅전공

이 진 선

석사학위논문
지도교수 주형근

ESG경영이 기업의 지속가능 경영성과에 미치는 영향

-지속가능경영보고서 발간기업 중심으로-

The impact of ESG management on the
sustainable management performance of companies

-Focusing on companies publishing
sustainability management reports-

2023년 12월 일

한성대학교 지식서비스&컨설팅대학원

스마트융합컨설팅학과

스마트융합컨설팅전공

이진선

석사학위논문
지도교수 주형근

ESG경영이 기업의 지속가능 경영성과에 미치는 영향

-지속가능경영보고서 발간기업 중심으로-

The impact of ESG management on the
sustainable management performance of companies

-Focusing on companies publishing
sustainability management reports-

위 논문을 컨설팅학 석사학위 논문으로 제출함

2023년 12월 일

한성대학교 지식서비스&컨설팅대학원

스마트융합컨설팅학과

스마트융합컨설팅전공

이진선

이진선의 컨설팅학 석사학위 논문을 인준함

2023년 12월 일

심사위원장 정 진 택 (인)

심 사 위 원 이 형 용 (인)

심 사 위 원 주 형 근 (인)

국 문 초 록

ESG경영이 기업의 지속가능 경영성과에 미치는 영향

- 지속가능경영보고서 발간기업 중심으로 -

한성대학교 지식서비스&컨설팅대학원

스 마 트 융 합 컨 설 팅 학 과

스 마 트 융 합 컨 설 팅 전 공

이 진 선

본 연구는 환경, 사회, 지배구조와 관련된 기업의 사회적 책임을 의미하는 ESG 경영이 기업의 단기적 재무 성과와 장기적 기업 가치에 어떤 영향을 미치는지를 분석한다. ESG 경영은 기업이 환경, 사회, 지배구조와 관련된 사회적 책임을 다하는 것을 말한다. ESG 경영은 기업의 재무적 성과뿐만 아니라 평판, 신뢰, 리스크 대응, 지속가능성 등에도 중요한 역할을 한다. 본 연구에서는 ESG 경영 수준을 나타내는 지표로 ESG 등급을 활용한다. ESG 등급은 기업의 ESG 관련 활동과 성과를 점수화한 평가로, 다양한 기관에서 ESG 평가 서비스를 통해 제공하고 있다. 본 연구에서는 2022년 한국ESG기준원(KCGS)이 평가한 ESG 등급과 지속가능경영보고서를 발간한 기업 171개 기업을 대상으로 한다. 기업의 지속가능경영성과를 측정하기 위한 지표로 단기 재무성과로는 ROA를, 장기기업가치는 Tobin's Q를 사용하였다. 경영성과 측정을 위한 재무지표의 경우 금융감독원 전자공시시스템(Dart)과 데이터 가이드를 활용하여 자료를 추출 하였다.

데이터 분석에는 IBM SPSS 26 통계 소프트웨어를 사용하였다.

회귀분석을 통해 ESG 통합등급과 E,S,G 각 개별등급, ROA, Tobin's Q의 관계를 검증했으며, 부채비율, 기업규모, 기업연령, 외국인 지분을 등을 통제 변수로 사용하였다.

연구 결과, ESG 등급은 총자산순이익률(ROA)과 Tobin's Q에 모두 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉, ESG 경영을 잘하는 기업은 단기 재무 성과와 장기 기업 가치가 더 높다는 것을 의미한다. 이는 ESG 경영이 효율성, 혁신, 경쟁력, 리스크 관리를 개선하여 기업의 성과와 가치를 높인다는 가설을 뒷받침한다. 또한 통제변수를 통제한 후에도 ESG 등급과 ROA 및 Tobin's Q의 관계는 통계적으로 유의미한 것으로 나타났다. 이러한 결과는 ESG 경영이 기업의 재무적 안정성과 성장성을 동시에 제고하고 재무적 성과와 기업 가치에 독립적으로 긍정적인 영향을 미친다는 것을 시사한다. 본 연구는 ESG 경영이 기업의 성과와 가치에 긍정적인 영향을 미친다는 증거를 제시하며, ESG 경영의 중요성과 필요성을 강조한다. 또한 ESG 등급을 ESG 경영의 척도로 사용하는 것이 적절함을 보여준다. 본 연구는 ESG 경영과 기업 성과 및 가치의 관계에 관한 문헌에 이론적, 실증적 기여를 하고 있으며, 향후 연구에 대한 방향성을 제시하고 있다.

【주요어】 ESG경영, 지속가능경영성과, 지속가능경영보고서

목 차

제 1 장 서 론	1
제 1 절 연구 배경	1
제 2 절 연구 목적	2
제 3 절 연구 범위 및 구성	4
제 2 장 이론적 고찰	5
제 1 절 ESG경영	5
1) ESG 개념	5
2) ESG 구성	6
3) ESG 평가	9
제 2 절 지속가능경영보고서	13
1) 지속가능경영보고서	13
2) 지속가능경영보고서 발간 현황	17
3) 지속가능경영보고서 검증	18
4) 지속가능경영보고서 효용성	19
제 3 절 지속가능경영 성과	23
1) 지속가능경영 성과	23
2) 지속가능경영 성과 측정	24
제 4 절 선행연구	27
1) ESG 선행연구	27
2) 지속가능경영성과 선행연구	29
3) 지속가능경영보고서 선행연구	32
제 3 장 연구설계 및 방법	36
제 1 절 연구모형	36
제 2 절 연구가설	36

제 3 절 변수의 조작적 정의	39
제 4 절 자료 수집 및 분석 방법	41
제 4 장 연구결과	44
제 1 절 주요변인 기술통계	44
제 2 절 상관관계 분석	45
제 3 절 신뢰성 분석	46
제 4 절 가설 검증	47
제 5 장 결론	56
제 1 절 연구 결과	56
제 2 절 연구의 한계점 및 제언	57
참 고 문 헌	59
ABSTRACT	64

표 목 차

[표 2-1] ESG 평가 지표 분류	10
[표 2-2] KCGS ESG 평가 일정	12
[표 2-3] KCGS ESG 등급 체계	13
[표 3-1] 변수의 정의 및 측정	40
[표 4-1] 기술 통계량	44
[표 4-2] 상관관계 분석	46
[표 4-3] 신뢰성 분석	47
[표 4-4] 모형 요약	49
[표 4-5] 분산 분석	49
[표 4-6] 회귀 분석	51
[표 4-7] 모형 요약	52
[표 4-8] 분산 분석	53
[표 4-9] 회귀 분석	54

그림 목 차

[그림 3-1] 연구모형	36
---------------------	----

제 1 장 서론

제 1 절 연구 배경

다양한 사회문제에 대한 기업의 환경, 사회, 윤리적 책임의 요구가 점차 확대되며 또한 급격한 경영환경의 변화가 이어짐에따라 CSR 경영의 새롭고 확장된 개념으로 ESG경영이 전개되고 있다. 기업에 대한 사회와 대중의 영향력이 증대되고 투명하고 공정한 지속가능경영 및 이를 바탕으로한 지속가능발전목표의 실현을 위한 실천이 요구되 오고 있다(김동주, 2009; 배진희, 2017). 이러한 지속가능발전목표는 CSR로 발전 되었고 이는 국제표준화기구의 ISO 26000을 통해 정립되었다.(박아진,2020). 최근들어서는 기업의 사회 공헌 활동인 CSR의 개념이 확장되어 기업의 비재무적인 평가와 투자 기준인 환경, 사회, 지배구조의 의미를 내포한 ESG 경영이 주목받고 있다(김재필, 2021; 이지윤, 2022).

ESG경영은 공공기관과 대기업은 물론이고 현재는 중소기업까지도 ESG 공급망 실사를 통해서 ESG경영이 기업의 규모에 관계없이 급속도로 확산되고 있다. 이렇게 ESG가 확장된 배경은 미국 블랙록 등 글로벌 투자기관의 투자원칙에 ESG경영의 반영 선언이 도화선이 되었다. 이러한 ESG경영의 근본적인 목적은 지속가능한 경영을 추구하는 것이고, 경영성과에 영향을 미치는 전략 구축의 일환으로 진행되는 것이다. ESG경영의 성과는 환경, 사회, 지배구조의 비재무적 성과로 귀결 되는데 이러한 ESG경영의 비재무적 성과가 기업의 지속가능한 경영을 위한 재무적 성과로의 연관성을 살펴보고자 한다. ESG의 경영활동은 기업에서 지속가능경영보고서라는 명칭으로 ESG경영의 결과를 내/외부 이해관계자들과 의사소통을 하고 있다.

2025년부터 자산규모 2조원 이상의 상장기업은 지속가능경영보고서의 공시가 의무화 되고 2030년에는 코스피의 모든 상장사로 공시의무는 확대된다.

이에 따라 본 연구에서는 기업의 ESG경영에 대해 내/외부 이해관계자들과 원활하게 의사소통을 수행하고 있는 기업들을 대상으로 과연 그러한 환경, 사회, 지배구조의 비재무적인 활동들이 기업의 지속가능한 경영성과로의 영향을 미치는가에 대한 연구를 수행 하고자 한다.

제 2 절 연구 목적

현재 300여 개가 넘는 평가기관에서 기업의 ESG 경영을 등급이나 점수로 발표하는 ESG 공시가 이루어지고 있다. 그러나 현재 ESG 평가에는 여전히 문제점이 남아 있다. 선행연구에서는 ESG를 평가하는 기관별로 관련 지표 및 평가 모형이 상이하여 상호 비교의 신뢰성이 떨어진다고 주장한다. 또한 ESG 평가 비용의 부담과 ESG 경영 중 발생하는 막대한 비용은 기업 가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 주장들도 존재한다. 기존 연구에서는 기업의 ESG 경영과 기업 성과 간의 관계를 비교하여 다양한 결과들을 제시하였다.

ESG 경영이 기업 활동에 긍정적인 영향을 준다는 연구(김범석과 민재형, 2016; 장승욱과 김용현, 2013; 정무권과 김영린, 2022 등)가 있는 반면, ESG의 비재무적 활동이 오히려 기업 성과에 부정적인 영향을 미친다는 연구(Jensen, 2001)도 존재한다. 또한, 기업성과와 무관하다는 연구(Kim et al, 2021; Lee et al, 2022 등)도 있다. 이처럼 ESG 경영과 기업 성과의 관계에 대한 연구는 다양한 결과를 도출하고 있다. 이는 표본 기간, 표본 대상, 샘플, 방법론 등의 차이에 기인한 것으로 보인다. 아직은 ESG 경영을 운영하는 기업의 역사가 짧고, 모든 기업이 ESG 경영 정보를 공시하고 있지 않으며, 등급 점수를 발표하는 기관마다 서로 다른 평가 모형을 적용하고 있기 때문이다. 구체적으로 살펴보면, 표본 기간이 짧은 연구의 경우, ESG 경영의 장기적인 성과를 반영하지 못할 수 있다.

표본 대상이 특정 산업이나 국가에 편중된 연구의 경우, 일반화하기 어렵다. 샘플의 크기가 작거나 대표성이 없는 연구의 경우, 신뢰성 있는 결과를 도출하기 어렵다. 방법론이 연구자의 주관에 따라 달라지는 경우, 연구 결과에 편

향이 발생할 수 있다. 이러한 요인들은 ESG 경영과 기업 성과의 관계를 정확하게 파악하는 데 어려움을 야기하고 있다. 따라서, ESG 경영과 기업 성과의 관계에 대한 연구를 위해서는 보다 장기적인 관점에서, 다양한 산업과 국가를 대상으로, 충분한 규모의 샘플을 사용하여, 객관적인 방법론을 적용하는 것이 필요하다. 또한, ESG 경영의 구체적인 내용과 범위를 명확히 정의하고, 이를 측정할 수 있는 지표를 개발하는 것도 중요하다. ESG 경영과 기업 성과의 관계에 대한 연구가 더욱 발전함으로써, 기업들이 ESG 경영을 통해 지속가능한 성장을 달성할 수 있는 기반을 마련할 수 있을 것이다.

자본시장 참여자들이 자본시장에서 기업들의 지속가능성을 평가하는 데 가장 핵심적인 정보를 제공하는 수단은 지속가능경영보고서이다. 지속가능경영보고서의 유용성이 높아지고 확산되어야 ESG 경영의 재무성과와 비재무성과가 내·외부 이해관계자들에게 의사소통될 수 있으며, ESG 경영이 보다 내실화될 수 있다. 자본시장 참여자들은 투자 결정을 내릴 때 기업의 재무성과뿐만 아니라 지속가능성도 중요한 요소로 고려한다. 지속가능경영보고서는 기업의 환경, 사회, 지배구조(ESG) 성과를 종합적으로 제공하는 문서로서, 자본시장 참여자들이 기업의 지속가능성을 평가하는 데 필수적인 정보를 제공한다. 지속가능경영보고서의 유용성이 높아지면, 자본시장 참여자들은 기업의 지속가능성을 보다 정확하게 평가할 수 있게 된다. 또한, 지속가능경영보고서가 널리 확산되면, 기업들은 ESG 경영의 이해를 높이고, ESG 활동을 보다 적극적으로 추진할 것이다.

본 연구의 목적은 기업의 ESG 경영과 지속가능한 경영 성과의 관련성을 규명하기 위한 것이다. 이를 위해 ESG 경영에 대해 지속가능경영보고서로 내·외부 이해관계자들과 원활한 의사소통을 수행하는 상장기업들을 대상으로 ESG 평가 결과와 기업의 지속가능성을 설명할 수 있는 성과들을 분석한다. ESG 경영은 환경, 사회, 지배구조의 활동으로 나타나는 비재무적 활동과 성과를 포함한다. 따라서 본 연구에서는 ESG 경영의 비재무적 성과가 기업의 지속가능한 경영을 위한 재무적 성과와 기업가치와의 관계를 연구하고자 한

다. 금번 연구에서는 재무적 성과의 지표로 단기적 성과지표인 ROA(총자산 수익률)를, 장기적 기업가치 지표로는 장기적 성과(Tobin's Q)를 활용한다.

제 3 절 연구 범위 및 구성

본 연구는 한국거래소 유가증권시장에 상장되어 있는 기업 중 지속가능경영보고서 발간기업의 ESG경영이 지속가능한 경영성과와의 연관성을 연구하고자 한다. 표본의 대상은 상장기업 중 지속가능경영보고서 발간 기업으로 하였으며 이중 금융지주사는 자본구조 속성이 일반 기업체와 차이가 있음으로 제외하였다. 표본기준은 2022년 공표되는 지속가능경영보고서 발간과 ESG 평가등급을 기준으로 하였다. 연구대상 기업 수는 171개이며 지속가능경영보고서 발간과 ESG 평가등급의 자료는 한국거래소(KRX)의 ESG포털의 공개된 자료를 활용 하였으며 기업의 재무 데이터는 데이터가이드에서 추출하였다. 이러한 자료의 실증 분석을 위해 통계 패키지인 SPSS 26.0을 활용하였다. 구체적인 연구 방법으로 표본 전체에 대한 기초 통계량을 먼저 살펴 보았으며 다음으로 상관분석과 회귀분석을 실시 하였다.

본 연구는 선행 연구의 방식을 참고하여 전체 5장으로 구성 하였으며 제1장은 서론으로 본 연구 배경과 목적에 대한 기술이고, 연구의 범위와 구성, 연구의 전개 방식에 대해 기술하였다. 제2장 이론적 고찰에서는 ESG, 지속가능경영보고서, 기업의 지속가능성과의 개념과 특성에 대해 고찰 하였다. 제3장 연구설계는 연구모형과 가설, 변수의 정의와 가설설정, 자료수집과 분석방법을 제시하였다. 제4장 실증분석은 통계분석을 통해서 가설을 검증하였으며 제5장 결론에서 ESG 경영활동과 기업의 지속가능경영성과와의 관계에 대한 연구 결과를 도출 하였으며 연구의 한계점을 도출 하였다.

제 2 장 이론적 고찰

제 1 절 ESG경영

1) ESG 개념

2006년에 발표된 유엔 책임투자 원칙(UNPRI)에 따르면 기업은 환경, 사회, 거버넌스를 강조하며 ESG의 개념을 도입 할 것을 요구하였다. 2006년에는 전 세계적으로 88개의 자산운용사로 시작했으며 88개 자산운용사를 시작으로 2021년 10월 현재 4000개 이상의 기관이 참여하겠다고 등록했다(양진수, 2022). 기업의 지속가능성을 예측할 때 일반적으로 경제적 성과, 특히 재무적 성과(매출, 순이익 등)에 초점을 맞추는 경우가 많았으나, 점차 '비재무적 성과'를 반영하는 방향으로 기업의 지속가능성 개념이 변화하고 있다. 기업 활동의 '결과' 못지않게 '과정'도 중요하게 여겨야 한다는 사회적 공감대가 형성되고 있었다. 대표적인 요소로는 환경, 사회, 지배구조가 있으며, 각 요소는 다양한 하위 요소로 구성된다.

기업의 지속가능경영을 위한 3대 요소인 환경, 사회, 지배구조에 대한 개념을 살펴보면, 환경은 기업의 경영활동이 환경에 미치는 영향을 의미하며, 기후변화, 탄소중립, 재생 에너지 사용 등이 주요 고려 사항이다. 사회는 기업이 다양한 이해관계자와의 관계에서 갖는 권리, 의무, 책임을 의미하며, 최근에는 인권, 안전·보건 등이 중요한 이슈로 부각 되고 있다. 지배구조는 기업의 경영진, 이사회, 주주 등 이해관계자 간의 권리와 책임에 관한 영역으로, 이사회 다의성, 윤리경영, 감사기구 등의 중요성이 강조되고 있다.(산업통상자원부, K-ESG가이드라인,2021)

ESG에 대한 관심은 꾸준히 증가하고 있으며, 소비자, 투자자, 정부 등 다양한 이해관계자들이 기업의 생존과 성장의 중요한 요소로 바라보는 인식이 증

가하고 있다. 연구자들은 지속가능경영을 기업이 경제적, 사회적, 환경적 책임을 동시에 충족시키는 경영 활동으로 정의하고, ESG를 지속가능경영의 핵심 요소로 제시한다.(이정기, 이재혁, 2020)

연구자들은 지속가능경영 연구의 현황을 살펴보면, 최근 ESG에 대한 관심이 높아지면서 지속가능경영 연구도 활발하게 진행되고 있음을 확인하였다. 연구자들은 지속가능경영 연구의 발전방향을 제시하면서, ESG 평가지표의 개선, 기업의 지속가능경영 활동에 대한 평가 방법론의 개발, 지속가능경영의 글로벌 표준화 등이 필요하다고 주장하였다. 구체적으로, 연구자들은 ESG 평가지표의 개선을 위해서는 ESG의 개념이 명확히 규정되고, 평가지표의 구성이 타당하고, 평가지표의 적용이 용이하도록 개선될 필요가 있다고 주장하였다. 또한, 기업의 지속가능경영 활동에 대한 평가 방법론의 개발을 위해서는 기업의 지속가능경영 활동을 측정할 수 있는 지표와 방법이 개발될 필요가 있다고 주장하였다. 마지막으로, 지속가능경영의 글로벌 표준화는 지속가능경영의 효과적인 확산을 위해서는 필요하다고 주장하였다.(이정기, 이재혁, 2020)

2) ESG 구성

ESG 경영은 기업의 지속가능경영을 위한 3대 요소인 환경(E), 사회(S), 지배구조(G)를 포괄하는 개념이다. 각각의 의미는 다음과 같다(성자영, 2022)

(1) 환경 (Environmental)

환경 경영은 기업이 환경에 미치는 영향을 최소화하고, 총괄적 생산 프로세스에서 자연 자원 보존과 에너지를 효율적으로 활용하는 것을 목표로 하는 경영 활동이다.(최요한, 2020) 이를 위해, 기업들은 환경 관리·교육 프로그램 운영, 친환경적 활용 시스템 개발·가동, 온실가스 배출 및 폐기물 감축 등 다양한 친환경 활동을 수행한다(Galbreath, 2013). 또한, 기업들의 환경 경영을 촉진하기 위해, 정부는 환경 경영 인증제도를 운영하고 있다. 대표적인 인증

제도로는 ISO 14001이 있다. ISO 14001은 기업의 환경 경영 활동을 국제표준에 따라 평가하고 인증하는 제도이다. 국가적, 사회적 역량을 집중하여 모든 기업의 환경 경영을 확산·성숙시키는 것이 필요하다. .

(2) 사회 (Social)

사회적 책임 경영은 기업이 산업적, 경제적, 법률적 의무만을 준수하는 데 그치지 않고, 보다 근본적, 보편적인 영역의 사회적 책임, 사회 공동 가치, 공공의 선(善) 등을 적극 추구하고 실천하는 윤리적, 당위적, 자선적 경영 활동을 의미한다. 사회적 책임 경영은 기업의 영리 또는 실리 추구 목적을 넘어서서, 사회 구성원이 요구하고 기대하는 공공적 가치를 실현하는 것을 목표로 한다. 이러한 공공적 가치에는 인권, 교육, 노동, 소득, 환경, 주거, 보건·안전 등이 포함된다. 사회적 책임 경영은 기업이 국가적, 사회적 신뢰를 획득하고, 공공의 기대에 완벽하게 부응하기 위해 필수적이다. 기업이 사회적 책임을 다할 때 사회적 신뢰와 이미지 제고, 규제 비용 절감, 경영 효율성 증대와 같은 이점을 얻을 수 있다. 사회적 책임 경영의 구체적인 활동으로는 인권 보호, 교육 지원, 노동 환경 개선, 소득 불평등 완화, 환경 보호, 주거 개선, 보건·안전 증진이 있다. 사회적 책임 경영은 기업의 지속 가능한 발전을 위한 필수적인 요소이다. 기업은 사회적 책임 경영을 통해 국가적, 사회적 신뢰를 획득하고, 공공의 기대에 완벽하게 부응할 수 있다. (McWilliams & Siegel, 2001).

2000년대 이후 소비자들의 사회 정의와 공공 도덕에 대한 인식이 크게 높아졌다. 이에 따라 소비자들은 기업이 생산하는 제품이나 서비스를 구매할 때, 단순히 가격이나 품질뿐만 아니라 기업의 사회적 책임에 대한 태도도 고려하게 되었다. 이러한 현상을 윤리적 소비라고 한다. 윤리적 소비는 기업의 사회적 책임 경영에 대한 중요성을 더욱 부각 시켰다. 사회적 책임 경영을 진정성 있게 수행하는 기업은 윤리적 소비를 하는 소비자들로부터 깊은 신뢰와 공감을 얻을 수 있다. 이는 기업의 브랜드 이미지를 높이고, 매출 증대에도 기여할 수 있다.(김창호, 2006).

현대 사회에서 기업은 단순히 이윤을 추구하는 경제 주체가 아닌, 사회의 구성원으로서 사회적 책임을 다해야 한다는 요구를 받고 있다. 이러한 사회적 책임 경영은 기업의 지속 가능한 성장을 위해 필수적인 요소로 자리잡고 있다(Galbreath, 2013).

사회적 책임 경영을 진정성 있게 수행하는 기업은 자기 주도적이고 임파워먼트된 소비자들로부터 깊은 신뢰와 공감을 얻을 수 있다(김창호, 2006). 소비자들은 기업의 사회적 책임 경영활동을 통해 기업의 가치관과 철학을 확인하고, 기업에 대한 호감과 애정을 키우게 된다. 이는 기업의 브랜드 이미지 제고와 고객 충성도 향상으로 이어진다. 또한, 사회적 책임 경영은 기업의 내부 역량 강화에도 기여한다. 기업의 사회적 책임 경영활동은 직원의 자긍심과 사기를 높이고, 기업의 조직문화를 개선하는 데 도움이 된다. 이는 기업의 생산성 향상과 업무 효율성 증대로 이어질 수 있다. 뿐만 아니라, 사회적 책임 경영은 기업의 환경적 책임을 다하는 데에도 중요한 역할을 한다. 기업의 환경 보호 활동은 지구 환경 보전에 기여하고, 기업의 지속 가능한 성장을 위한 기반을 마련한다.

따라서, 기업은 사회적 책임 경영을 단순한 마케팅 수단으로 여기지 말고, 기업의 지속 가능한 성장을 위한 필수적인 요소로 인식해야 한다. 이를 위해 기업은 기업의 사회적 책임 경영 목표를 명확히 하고, 이를 실천하기 위한 구체적인 계획을 수립해야 한다. 또한, 사회적 책임 경영 활동의 성과를 측정하고 평가하여 지속적으로 개선해 나가야 한다.(김창호, 2006). 사회적 책임 경영은 기업이 사회의 구성원으로서 이윤 추구하고 함께 사회적 가치를 창출하기 위해 노력하는 경영 활동이다. 사회적 책임 경영을 실천하기 위해서는 기업은 다양한 영역에서 노력해야 한다. 봉사과 기부, 클러스터 구축, 공공 가치 사슬, 재무 건전성구축, 글로벌 가치향상 등 다방면에서 윤리 경영과 책임 경영을 실천하기 위해 노력하고 있다. 이러한 사회적 경영 활동은 환경 경영과 함께 ESG 경영 및 지속 가능 성장을 보장하는 핵심 가치가 된다(정상민,2012)

(3) 지배 구조 (Governance)

지배 구조 윤리 경영은 기업의 사회적 책임과 공공성, 공정성을 유지하기 위한 필수 요인이다. 기업의 이해 관계자들은 기업의 지배 구조가 공정하고 투명하게 유지될 때, 기업의 경영에 대한 신뢰를 확보하고, 기업의 지속 가능한 성장에 기여할 수 있다.(박헌준, 김상준, 김해룡, 2003). 이를 위해서는 투명한 기업 공개, 합법적인 예산 운용(Moody's Investors Service, 2021) 준법·윤리 경영, 기업 조직과 이사회와의 분리, 이사회와 이사회 내부의 각종 위원회 독립성 보장, 기업 내부 뇌물 수수 및 부패 예방, 내부고발자 보호(Galbreath, 2013) 등이 두루 보장되어야 한다(Galbreath, 2013). 지배 구조 윤리 책임경영은 기업의 사회적 책임과 공정성과 공공성을 보장하기 위한 필수 요건임에도 ESG 경영의 구성 요인들 중에 가장 실현 정도가 낮은 요인이기도 하다(허가영, 2021).

ESG 경영의 당위성과 필요성을 인정하는 기업들도, 환경 경영이나 사회적 책임 경영에 비해 지배 구조는 윤리,준법 경영을 위한 조직 쇄신이나 구조 조정과 절차개선에는 미온적이거나 소극적인 모습을 보인다. 이러한 실태를 개선하고 진정한 의미의 ESG 경영을 정착시키기 위해서는, 지배 구조 책임 윤리 경영의 실천과 구현 수준을 점진적으로 높이기 위해서는 기업의 각성과 성찰이 필요하며 한편 투명하고 공정한 기업 문화를 감독하고 모니터링할 수 있는 공정한 사회 분위기를 조성하는 것이 필요하다.(허가영,2021).

3) ESG 등급평가

본 연구에서는 금융지주회사를 제외한 한국거래소 상장기업 중 지속가능 경영보고서를 보유한 171개 기업을 대상으로 ESG 경영과 지속가능성과의 관계를 조사하였다. KRX의 ESG포털과 DataGuide에서 수집된 데이터는 SPSS 26.0을 이용하여 기초통계, 상관관계분석 등을 실시하였다.

아래 [표2-1]은 ESG 평가 지표에 대한 분류이다.

[표2-1] ESG 평가 지표 분류

평가 영역	대분류	중분류
환경	리더십과 거버넌스	*거버넌스 *전략 및 목표 *환경경영 내재화
	위험관리	*위험관리
	운영 및 성과	*기후변화 *자원순환 *물/토양/생물다양성 *오염물질/화학물질 *친환경 공급망 *친환경 제품 및 서비스
	이해관계자 소통	*이해관계자 대응 *환경정보 공개
사회	리더십과 거버넌스	*전략과 방침
	노동관행	*공정하고 차별없는 고용 *일과 생활의 균형지원 *건전한 노사관계형성 *근로자 역량개발 및 지원
	직장내 안전보건	*안전보건 거버넌스 *안전보건 위험관리
	인권	*인권경영 거버넌스 *인권 위험 관리
	공정운영 관행	*공정운영 거버넌스 *공정운영 위험관리 *동반성장 기반확립 *공급망 위험관리
	지속가능한 소비	*소비자 권익보호 거버넌스 *소비자 권익침해 위험관리 *소비자와의 소통 *적극적이고 효과적인 피해보상 *지속가능한 소비진작
	정보보호 및 개인정보보호	*정보보호 및 개인정보보호 거버넌스 *정보보호 및 개인정보보호 위험관리 *정보보호 투자 *정보주체 권리보장
	지역사회참여 및 개발	*지역사회 참여 거버넌스

지배 구조		*지역사회 위험관리 *지역사회 참여 성과관리
	이해관계자 소통	*사회책임경영 정보공개
	이사회 리더십	*이사회 독립성 *이사회 다양성 및 전문성 *이사회 운영 *이사회 내 위원회_보상위원회 *이사회 내 위원회 -사외이사후보추천위원회 *이사보수
	주주권 보호	*주주의 권리 *주주환원 *소유구조
	감사	*감사기구 구성 *감사기구 운영 *회계투명성 *내부통제 및 리스크관리
	이해관계자 소통	*정보공개

출처 : (KCGS ESG 평가방법론, 2023)

ESG 분야별 평가항목중 환경경영 평가항목은 4개 대분류(리더십과 거버넌스, 위험관리, 운영 및 성과, 이해관계자 소통)와 12개 중분류로 구성되었으며, 사회책임경영 평가항목은 9개 대분류(리더십과 거버넌스, 노동관행, 직장내안전보건, 인권, 공정운영관행, 지속가능한소비, 정보보호 및 개인정보보호, 지역사회참여 및 개발, 이해관계자소통)와 26개 중분류로 구성되었으며, 거버넌스 경영 평가항목은 4개 대분류(이사회리더십, 주주권보호, 감사, 이해관계자소통)와 14개 중분류로 구성되었다(KCGS ESG평가방법론, 2023).

한국기업지배구조원은 ESG 평가에서 2차 데이터를 수집, 분석하여 정량평가를 실시한후, 정량평가 결과가 일정 수준을 초과한 기업만을 대상으로 인터뷰를 진행한다. 정량평가는 다시 세분화되어 기준 평가 및 심층 평가로 구분되어 평가된다. 기준 평가는 ESG의 영역별 13개의 대분류와 242개의 문항으로 이루어지며, 기업이 ESG의 발생가능한 리스크를 최소화하는 시스템을 갖추고 있는지 판단하는 데 그 목적이 있다. 심층평가는 총 35개 평가에 대해

기업가치가 훼손 가능한 ESG 이슈가 발생했는지를 점검하는 방식으로 평가가 진행 됩니다(Lee et al., 2020). 기준 평가는 각 평가의 항목을 7개의 범위로 분류하고, 이 범위를 따라 점수를 부여합니다. 각 ESG 항목별로 300점씩 전체 900점이 부여되고, 심층 평가는 ESG 관련해서 부정적인 이슈의 발생 여부에 따라 각 분야별로 60점씩 전체적으로 180점을 감점한다.(KCGS, 2021).

KCGS는 구체적 성과와 정책 개발과 법규 준수 여부 등 242개 세부 항목에 대해 평가한다. 그러나 상장기업의 비재무적 성과가 충분히 공개되지 않는 환경에서는 평가항목의 상당수를 측정하는 것이 현실적으로는 불가능하다. 정보가 충분히 공개되지 않은 상황에서 이러한 많은 요소를 측정하고 평가하는 것이 가능한지 여부는 모든 상장기업의 가치를 평가한다고 해도 충분한 정보를 얻을 수 없다는 것을 의미한다. 즉, 모든 상장기업의 가치를 평가하더라도 실제 평가는 소수의 기업에 집중될 수 있다.(이정기 외, 2020).

[표 2-2]에서 보는 바와 같이 ESG의 연간 평가일정은 3월부터 시작되며, 정량평가와 정성평가 및 기업 의견 수렴 등을 거쳐 10월에 최종 등급이 결정되며, 이의 결과를 홈페이지에 공지한다.

[표 2-2] KCGS ESG 평가 일정

평가절차	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월
1. 지배구조,									
- 평가준비									
- 기본 및 심화평가									
- 평가 피드백									
2. 환경/사회									
- 평가준비									
- 기본 및 심화평가									
- 평가 피드백									
3. ESG 공통									
- 등급 부여									
- 우수기업 선정									
- 기본, 요약보고서 발간									

KCGS의 평가체계는 S등급, A+등급, A등급, B+등급, B등급, C등급, D등급 등 7개의 등급으로 각 등급 의미는 [표 2-3]과 같다.

[표 2-3] KCGS ESG 등급체계

등급	설명
S (탁월)	탁월한 지속가능경영 체제를 구축하고 있어 타 기업과 지속가능경영 전반에 모범이 되는 상태
A+ (매우우수)	매우 우수한 지속가능경영 체제를 구축하고 있으며 지속적으로 우수한 성과를 보이고 있는 상태
A (우수)	비교적 우수한 지속가능경영 체제를 구축하고 있으며 체제 고도화를 위한 노력이 필요한 상태
B+ (양호)	양호한 지속가능경영 체제를 구축하고 있으며 체제 개선을 위한 지속적 노력이 필요한 상태
B (보통)	다소 취약한 지속가능경영 체제를 구축하고 있는 상태로 체제 개선을 위한 지속적 노력이 필요한 상태
C (취약)	취약한 지속가능경영 체제를 구축하고 있으며 체제 개선을 위한 상당한 노력이 필요한 상태
D (매우취약)	매우 취약한 지속가능경영 체제를 구축하고 있으며 체제 개선을 위한 상당한 노력이 필요한 상태

출처 : (KCGS ESG 평가등급, 2023) <https://www.cgs.or.kr>

제 2 절 지속가능경영보고서

1) 지속가능경영보고서

지속가능경영보고서는 기업의 지속가능성을 평가하는 핵심적인 지표로, 기업의 사회적 책임과 환경 책임을 평가하는 데 중요한 역할을 한다. 기업은 지속가능경영보고서를 통해 기업의 ESG 경영 성과를 투명하게 공개하고, 이해관계자와의 소통을 강화함으로써 지속가능경영을 위한 노력을 이어갈 수 있다(한국품질재단, 2021). 2021년에는 상장사와 비상장사를 모두 포함해 179개 기업이 지속가능성 보고서 또는 통합 보고서의 형태로 보고서를 발간했다.

데, 이는 3년 전인 2018년의 135개에 비해 크게 증가한 수치이다.

지속가능성 보고서의 신뢰성을 확보하기 위해 외부 검증을 받은 비율은 2019년 85%에서 2021년 93%로 증가했다(한국공인회계사회 2021). ESG 경영에 대한 이해관계자들의 높은 관심에 따라 기업들은 ESG 위원회를 설립하고 탄소중립을 선언하며 ESG 활동을 확대하고 있다. 또한 기후 리스크 관리와 관련된 ESG 활동 정보를 적극적으로 공개하는 기업들도 늘어나고 있다. 예를 들어, 자발적으로 지속가능성 보고서를 발간하는 기업이 증가하고 있으며, 글로벌 보고 이니셔티브(GRI), 기후변화 재무정보공개 태스크포스(TCFD), 지속가능성 회계기준위원회(SASB) 등 국제 공시 가이드라인을 따르는 보고서도 늘고 있다(남혜정 2022). 하지만 지속가능성 보고를 위한 프레임워크는 GRI, SASB 등 비교적 제한적으로 존재하지만, 소규모 기업 및 조직에서도 검증서를 발행하는 경우가 많다. 가장 대표적인 것은 최근 2021년 개정되어 2020년 기준 국내에서 발간된 지속가능성 검증 보고서의 77% 이상이 사용하고 있는 AA1000AS 검증 표준이다.

새로운 표준은 검증 의견을 발행하는 기관이 프로토콜을 준수하고 누가 검증을 수행했는지, 어떤 기관이 어떤 절차를 따랐는지 공개하도록 요구하며, 검증에 대한 책임 제도인 검증 라이선스를 도입하고 있다. 개정된 검증 기준은 또한 기업이 활동의 영향을 모니터링하고 측정할 수 있어야 한다는 기준의 세 가지 원칙인 완전성, 중요성, 대응성에 영향력을 추가했다. 기업의 ESG 실적을 KLD 스코어로 측정하여, ESG 실적 변동과 애널리스트의 주식 추천 및 주가수익률의 관계를 분석하였다(Luo et al, 2013) 그 결과 ESG 실적은 분석가의 주식종목 추천 및 주가의 수익률과 양(+)의 관계를 보였다. Berthelot et al.(2012)은 캐나다 토론토의 상장기업 ESG 보고서 발행과 기업간에 시장가치 상관관계를 연구하였다. 그 결과, ESG 보고서 발행은 올슨 모형 기업가치와 긍정적 관계로 결과가 나타났다. 국내연구자중 마희영, 김은혜(2020)는 올슨모델로 측정하였는데 지속가능경영 보고서의 발행은 기업 가치관련성의 증가를 가져오고, 지속가능경영 평가도 가치관련성을 증가시키는 공

정적 효과를 가져온다는 사실을 발견했다

김인수, 정범석(2015)은 2004년~2013년까지 지속가능 보고서를 발간한 기업과 발간하지 않은 기업의 수출 실적 관계를 살펴보았다. 그 결과, 지속가능보고서를 발간 기업은 발간하지 않은 기업보다 수출 실적이 더 높았다.

구체적으로, 지속가능경영보고서를 발간한 기업의 수출액은 그렇지 않은 기업보다 약 10% 많게 나타났다. 또한, 지속가능경영보고서를 발간한 기업의 수출액 증가율은 그렇지 않은 기업보다 약 1.5% 높게 나타났다. 이러한 결과에 대해 김인수, 정범석(2015)은 이렇게 설명한다.

첫째, “지속가능성 보고서 발간 기업은 대개 ESG 성과가 우수한 것으로 나타났다. ESG 성과가 우수한 기업은 ESG 경영활동이 우수한 기업으로 인정 받습니다. 이러한 기업은 고객, 투자자, 공급업체 등 이해관계자의 신뢰를 얻을 수 있으며, 이는 수출 실적 향상에 도움이 될 수 있다는 것이 연구 결과로 나타났다.”

둘째, “연구에 따르면 지속가능성 보고서 발간 기업은 ESG 성과를 투명하게 공개함으로써 이해관계자와의 관계를 강화할 수 있다. 이해관계자는 투자, 거래 또는 파트너십을 결정할 때 기업의 ESG 성과를 고려하기 때문에 ESG 성과를 투명하게 공개하는 기업은 이해관계자와의 관계를 강화하여 수출 개선에 도움이 될 수 있다.”

지속가능경영 보고서가 ESG 채택과 관련하여 기업의 단기 및 장기적 성과에 어떤 영향을 미치는지 분석한 김강(2012)의 연구결과에 따르면, 보고서 작성 기업은 자기자본수익률, 총자산수익률, 총자산성장률, TobinQ 등의 지표에서 보고서 미작성 기업보다 우수한 성과를 보였다. 연구자는 이러한 결과를 다음과 같이 해석했다. 지속가능경영 보고서를 도입하면 주주, 고객, 직원, 지역사회 등 이해관계자와의 관계가 개선되어 단기 수익이 향상되고 또한 지속가능경영보고서 발간이 급격한 매출 성장으로 이어지는 않지만 이미지 개선, 협력적 업무 문화, 제품 차별성, 고객 관계유지 등을 통해 장기적인 수익성이 향상되는 것으로 나타났다. 개선된 기업 이미지, 협조적인 기업 문화,

제품 차별성, 운영의 효율성 및 고객 친밀도는 장기적인 수익성에 기여하며 이는 더 많은 투자 기회와 총자산 증가로 이어진다. 마지막으로 지속가능경영은 R&D 증가, 지배구조 개선, 임직원 복지 개선, 공급업체와의 협력관계 개선 등으로 인한 기업 이미지 향상을 통해 무형자산의 가치를 향상 시키고 기업의 시장가치가 자산의 비용보다 높아지고 기업의 장기적 가치 지표인 TobinQ가 상승한다고 결론 내렸다.

기업지배구조 보고서는 가이드라인에 따라 작성되는 반면, 지속가능성 보고서는 각기 다른 가이드라인과 지침에 따라 작성된다. 2019~2021년 국내 기업의 약 96~98%가 GRI 표준에 따라 지속가능성 보고서를 작성했으며, TCFD 및 SASB 표준을 따르는 기업의 비율은 증가하고 있다.(KPMG 보고서 2022). 기업들은 자신에게 유리한 기준을 적용하여 지속가능경영보고서를 작성하고, 확인이 어렵거나 기업이 행하고 있지 않은 성과에 대해서는 보고하지 않는 경우가 많다. 이러한 이유로 기업 간 지속가능경영 등급 비교가 어렵고, 객관적인 비교가 이루어지기 어렵다. 또한, 지속가능경영보고서에는 성과보다 환경경영 리더십과 거버넌스와 같이 기업의 주관적인 작성이 가능한 항목이 많다. 예를 들어, 온실가스 배출을 저감하는 친환경 기술을 개발한다는 목표를 작성하더라도 그 목표가 정말 실행 가능한지 확인하기 어렵다. 이러한 이유로 지속가능경영 보고서의 객관성 및 신뢰성에 의문이 제기되고 있다. 블룸버그는 지속가능성 보고서가 기업의 ESG 성과를 정확하게 반영하는지 확인하기 위해 블룸버그 ESG 등급을 중심으로 조사했다. 그 결과, 지속가능경영 보고서가 기업의 ESG 성과를 과장하거나 왜곡하는 데 악용될 수 있다는 사실을 발견했다(Lueg et.al 2020) 이는 기업이 스캔들이나 논란의 여지가 있는 신기술과 같은 부정적인 상황을 숨기거나 정당화하기 위해 지속가능경영경영 보고서를 이용하려고 할 때 특히 사용되어진다.

기업은 특히 스캔들이나 논란이 되는 신기술과 같은 부정적인 상황에 대응하기 위해 '그린워싱' 또는 '윈도우 드레싱'을 통해 자신의 행동을 정당화하는 경향이 있다. 따라서 앞으로는 지속가능경영 보고서 발간 자체보다는 공시

기준과 비재무 정보의 목적에 중점을 두게 될 것이다. 즉, 지속가능경영 보고서 공시의 적절성, 구체성, 일관성, 검증 가능성, 적시성 등이 중점적으로 평가될 것이다. 지속가능경영 보고서 공개가 의무화됨에 따라 기업들은 보다 객관적인 정보를 공개해야 하며, 호의적인 정보를 포함할 가능성이 줄어들 것이다.

2) 지속가능경영 보고서 발간현황

해외는 1992년부터 지속가능경영보고서가 발간되었고, 국내에서는 2003년 SDI, 현대자동차, 한화, 대한항공이 지속가능경영 보고서를 발간하였다. 이 보고서는 발간 초기에는 사회적 책임 보고서 또는 지속가능경영 보고서로 불렸지만, 최근에는 지속가능경영 보고서로 불려지게 되었다. (윤진수, 2009). 또한 2005년부터 상장기업뿐 아니라 많은 사회적 책임이 요구되는 공기업과 사회복지기관 및 정부기관, 지자체, 공공기관에서도 지속가능경영보고서를 발간하는 사례가 늘고 있다.(안상아 2013). 국내 기업들은 주주, 소비자, 임직원 등 이해관계자들에게 신뢰를 얻고, 사회적 평판 측면에서 경쟁사 대비 불리한 위치에 놓이지 않기 위해, 그리고 국내외 투자자들의 요구사항을 충족시키기 위해 지속가능경영보고서를 발간하고 있다.(윤진수, 2009).

최근 기업 이해관계자들이 재무정보 외에 다양한 비재무정보를 요구하고 있는 기업 환경의 변화로 인해 지속가능경영보고서를 발간하는 국내 기업이 증가하고 있는 것으로 파악되고 있습니다. 지속가능경영보고서가 유용한 정보 도구로 활용되기 위해서는 지속가능경영보고서 작성 및 공시에 대한 체계적이고 구체적인 기준이 조속히 마련되어야 할 것이다.(정도진 외, 2019). 2006년 산업통상자원부(이하 산업부)는 대한상공회의소, 산업정책연구원과 협력하여 대한민국 지속가능경영보고서(이하 BSR)의 세부 지표를 개발하여 공표했다. 당시 개발된 경제, 사회, 환경 영역의 145개 지표로 구성된 한국형 BSR의 세부지표는 글로벌 보고 이니셔티브(GRI) 가이드라인을 기반으로 하고 있으며, 다수의 기업이 채택하고 있지만 국내 기업 대다수가 GRI 자체를 지속

가능 보고서 작성 기준으로 삼고 있다. GRI 가이드라인은 지속가능경영보고서 발간을 위한 국제 표준으로 기업의 환경, 사회, 지배구조에 대한 세부 기준을 제시하고 있으며, 기업은 GRI의 검토를 거쳐 지속가능경영 보고서가 GRI 가이드라인에 따라 작성되었음을 보고서에 명시할 수 있습니다.

3) 국내 지속가능경영보고서 검증

국내에서 발간되는 지속가능경영보고서는 신뢰성 확보를 위해 제3자 검증을 받는 것이 일반적이며 제3자 검증의 역할은 기업의 ESG 관련 약속을 내·외부 이해관계자에게 전달하고, 보고정보의 투명성과 타당성을 확보하여 기업의 신뢰성을 제고하며, 지속가능경영시스템 구축 및 개선의 기회를 제공하는 것이다(전영승 2012), 전 세계적으로 지속가능성 보고서에 대한 검증 서비스를 제공하는 기관은 여러 곳이 있으며, 일반적으로 회계법인 또는 기타 조직으로 분류됩니다. 회계법인이 지속가능경영 보고서에 대한 검증 서비스를 제공하는 경우, 국제감사 및 검증기준위원회(IAASB)는 검증 계약의 계획 및 실행, 검증 보고서의 내용 등을 포함한 국제 표준(ISAE 3000)을 정의하고 이를 국내 및 국제 ESG 보고서의 검증 표준으로 채택하고 있다. ISAE 3000은 회계 감사에 적용되는 표준을 사용하여 비재무 정보에 대한 검증을 제공하기 위해 제정되었다.(전영승 2012). 회계법인이 ISAE 3000에 따라 지속가능 보고서에 대한 검증을 수행할 때는 보고서 공시의 신뢰성을 검증하는 데 중점을 둔다. 감사와 마찬가지로 지속가능 보고서 검증은 중요성 및 검증 리스크를 고려하고 이를 최소화하기 위해 노력한다. 검증 노력은 보고서를 작성할 수 있는 충분한 기술과 지식을 보유하고 있는지, 조직에 품질 관리 절차가 마련되어 있는지, 데이터가 적절하고 적절하게 입증되었는지, 완료된 모든 작업이 문서화되어 있는지 확인하는 데 중점을 둔다.(김성우 2015).

국내 4대 회계법인은 모두 지속가능경영보고서 검증을 수행하고 있으며, 고객도 대기업에 한정되어 있다. 하지만 환경, 사회, 기업 지배구조에 대한 시장의 관심이 높아지면서 회계법인의 비재무감사 업무가 성장하는 분야가 될

가능성이 높다. 삼일회계법인은 지속가능경영과 기후변화 대응 서비스를 분리하여 지속가능경영보고서 작성 및 검증, 기후변화 관련 리스크 대응, 그린 비즈니스 컨설팅, 환경영향 실사 등의 서비스를 제공하고 있다.

안진회계법인은 리스크 자문 사업부 내에 지속가능성 전략팀을 두고 리스크 대응과 지배구조의 개선 및 책임 그리고 윤리와 투명성, 조직문화 개선, CSR의 목표 설정 및 이행 등 통합적인 지속가능성 전략을 지원하고 있다. 또한 ESG 공시와 이해관계자 소통 및 지속가능경영 평가 결과를 제공한다. KPMG는 감사 기능 내에 기후변화 및 지속가능성 서비스 영역을 지정하여 지속가능성 보고를 포함한 비재무 보고에 대한 자문 및 감사 서비스를 제공하고 있다. 삼정회계법인은 별도의 지속가능경영 부서를 운영하고 있지 않지만, 비재무감사 서비스로 지속가능경영 보고서 검증을 제공하고 있다.

비회계법인의 경우, 인증기관은 일반적으로 컨설팅 회사인 AccountAbility의 AA100 원칙 표준을 사용한다. AA1000AS는 주로 비회계법인이 사용하며, 지속가능성 보고서의 내용을 구성하고 결정하는 데 사용되는 프로세스에 대한 검증에 중점을 둔다. 그리고 어떤 이슈가 조직과 이해관계자에게 관련성이 있고 영향을 미치는지 판단하는 프로세스를 검토하고(중요성의 원칙), 이슈 심의 결과에 대한 조직의 견해를 이해관계자에게 전달하는 프로세스를 확인한다.(전영승 2012).

4) 지속가능경영 보고서 효용성

기업이 감사 또는 사업 보고서와 별도로 지속가능성 보고서를 발행하는 데는 비용이 발생하며, 기업이 비용보다 이점이 더 크다는 것을 입증하지 못하면 기업의 지속가능성 성과를 '그린워싱'하는 것으로 오해받을 수 있다.(윤진수 2009). 이와 반대로, 지속가능경영보고서의 효과성을 검증한 다양한 연구도 선행되었다. 지속가능보고서와 기업가치의 연관성에 대한 연구로 Dhaliwal et al.은 31개국의 기업을 대상으로 지속가능 보고서와 애널리스트

예측 오류를 측정한 결과, 독립적인 지속가능보고서를 발간하는 기업의 경우 애널리스트 예측 오류가 더 낮았으며, 이러한 연관성은 이해관계자의 영향력이 큰 국가의 기업에서 더 뚜렷하게 나타났다. 또한 재무 공개가 불투명한 국가의 기업이 지속가능보고서를 발행할 경우 애널리스트의 예측 오류가 줄어드는 것으로 나타나, 지속가능보고서가 회계 정보를 보완하는 역할을 하는 것으로 나타났다(Dhaliwal et al., 2013). Luo et al.은 기업 ESG 성과를 나타내는 지표로 기업의 지속가능보고서 발간 여부, 애널리스트의 종목 추천, 주가 초과수익률 등을 포함하는 KLD 점수를 분석한 결과, ESG 성과 변화는 애널리스트의 종목 추천 및 주가 초과수익률과 긍정적인 상관관계가 있는 것으로 나타났다(Luo et al., 2013). Berthelot et al.은 토론토의 상장 기업을 대상으로 지속가능경영 보고서 발행과 기업 시장 가치의 관계를 연구한 결과, 올슨 모델에서 ESG 보고서 발행은 기업 가치와 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다(Berthelot et al., 2012).

김강(2012)은 지속가능경영 보고서 발간 여부를 ESG 도입 여부의 대용치로 사용하여, 보고서 발간이 단기수익성 (자기자본이익률과 총자산이익률), 단기성장성(총자산증가율), 장기기업가치 (TobinQ)에 긍정적인 영향이 있다는 것을 발견하였다(김강, 2012). 이 연구는 지속가능경영 보고서를 발행한 기업의 재무성과와 시장가치에 미치는 영향을 분석하였다. 연구결과에 따르면, 지속가능경영 보고서는 이해관계자와의 관계 개선을 통해 단기적으로 수익성을 높이고, 기업의 이미지와 문화를 강화하여 장기적으로 수익성과 자산을 증가시킨다는 것을 알 수 있었다. 또한 지속가능경영 보고서는 연구개발, 지배구조, 복지, 협력사 등의 무형자산을 향상시켜 기업의 시장가치를 높이고, TobinQ를 상승시킨다는 것을 확인하였다. 이러한 결과는 지속가능경영이 기업의 재무적 가치와 시장적 가치에 모두 긍정적인 영향을 미친다는 것을 입증한다. 연구결과에 따르면, 지속가능경영보고서를 제출한 기업은 장기적으로 기업가치가 높고 단기적으로 위험이 낮다는 것을 알 수 있었다. 더불어 지속가능경영보고서는 이익의 질과도 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다(변혜영, 2018). 이윤상(2011)의 연구에 따르면 지속가능경영보고서의 발행 여부

와 이익조정 간의 관계를 검증하기 위해, 표본 기업을 당기순이익이 '0' 이상인 그룹과 0 미만인 그룹으로 구분하였다. 그리고 지속가능경영보고서의 발행 전년도, 발행 연도, 발행 후년도의 이익조정을 비교하였다. 연구결과에 따르면, 당기순이익이 '0' 이상인 기업은 지속가능경영보고서를 처음 발행하면 발행 후년도의 이익조정이 줄어들고, 계속 발행하면 발행 연도와 발행 후년도의 이익조정이 줄어든다는 것을 알 수 있었다. 반면 당기순이익 '0' 미만인 기업은 지속가능경영보고서의 발행 여부와 이익조정과의 관계가 없었다. 지속가능경영보고서의 발행을 중단한 기업은 당기순이익과 관계없이 이익조정과의 관계가 나타나지 않았다(이윤상, 2011).

지상현(2019)는 ESG를 지속가능경영보고서의 대리변수로 사용하여, 2014년부터 2017년까지의 기간 동안 회계 보수주의와 회계이익과 과세소득의 차이의 관계를 분석하였다. 연구결과에 따르면, 지속가능경영보고서를 발행한 기업은 회계보수주의가 높고, 회계이익과 과세소득의 차이가 작으며, 이익 유연화가 낮아 회계이익의 질이 높다는 것을 확인하였다(지상현, 2019).

권한섭 & 박종원(2016)은 지속가능경영보고서의 제출 여부와 기부금의 지출 비율을 사회적 책임활동의 지표로 사용하여, 2005년부터 2015년까지 코스피 시장의 금융기업의 회계정보의 질을 측정하였다. 연구결과에 따르면, 지속가능경영보고서를 제출하고 기부금을 많이 지출하는 기업은 재량적 발생액의 질이 높고, 회계정보의 질이 좋다는 것을 알 수 있었다. 또한 지속가능경영보고서의 제출과 기업가치의 관계에 관한 연구도 많이 이루어졌으나, 연구결과는 일관되지 않았다(권한섭&박종원, 2016).

김은숙 외는 KOSPI 200 기업의 ESG 활동과 평균 주가상승률 간의 관계를 연구하였다. ESG 활동은 지속가능경영보고서의 발행 여부, DJSI 지수의 편입 여부, 지배구조 등으로 측정하였다(김은숙외, 2013). 지속가능경영보고서와 DJSI 지수와의 관계를 분석한 결과, 평균 주가상승률이 KOSPI 200 전체보다 낮은 기업에서만 지속가능경영보고서와 DJSI 지수가 주가상승률과 유의한 관계를 보였다. 또한 지배구조와의 관계를 분석한 결과, 대표이사의 이사

회 의장 겸임은 주가상승률과 양의 관계를 가지고, 지속가능경영 전담 부서의 존재는 주가와 관련이 없었다. 저자는 주가상승률이 높은 기업은 ESG 활동이 주가에 영향을 주지 않지만, 주가상승률이 낮은 기업은 ESG 활동이 주가를 높이는 효과가 있다는 것을 밝혔다(김은숙 외, 2013)

안미강& 고대영(2014)은 지속가능경영보고서를 발행한 기업의 외국인 지분율과 기업성과 및 시장가치 간의 관계를 연구하였다. 기업성과는 당기순이익과 영업현금흐름으로, 시장가치는 장부가치 대비 시장가치로 측정하였다. 연구결과에 따르면, 지속가능경영보고서를 발행한 기업은 외국인 지분율이 높고, 기업성과와 시장가치가 유의하게 양의 관계를 보였다. 저자는 이러한 결과를 해석할 때, 성과가 좋은 기업은 지속가능보고서를 더 적극적으로 공시하고, 지속가능보고서를 공시한 기업은 투자자들의 긍정적인 평가를 받아 주가가 올라간다고 주장하였다(안미강&고대영, 2014).

이정은 (2017)의 연구도 KLD 스코어를 ESG 활동의 지표로 사용하여, 기업의 재무성과와 시장가치를 측정하였다. 재무성과와 시장가치는 TobinQ로 측정하였다. ESG 보고서의 발행 여부를 조절변수로 사용하여 KLD 스코어와 TobinQ와의 관계를 분석하였다. 연구결과에 따르면, KLD 스코어는 TobinQ와 음의 관계를 가지고, ESG 활동 비용이 혜택보다 크다는 것을 보였다. 그러나 ESG 보고서를 발행한 기업은 음의 관계가 약해지고, ESG 보고서가 ESG 활동의 효과를 증대시킨다는 것을 확인하였다(이정은, 2017).

이와 대조적인 연구로서 오원정(2014)은 지속가능경영보고서를 발행한 기업의 애널리스트 예측오류를 측정하였다. 애널리스트 예측오류는 애널리스트가 기업의 이익을 과대 또는 과소 예측하는 정도를 나타낸다. 2007년부터 2012년까지의 기간 동안 지속가능경영보고서를 발행한 기업과 그렇지 않은 기업의 애널리스트 예측오류를 비교하였다. 연구결과에 따르면, 지속가능경영보고서를 발행한 기업은 애널리스트가 이익을 낙관적으로 과대 예측하는 경향이 있어, 예측오류가 더 크게 나타났다. 저자는 이러한 결과를 통해 지속가

능경영보고서는 정보의 유용성을 떨어뜨리고, 애널리스트의 예측을 방해한다고 결론지었다(오원정, 2014)

제 3 절 지속가능경영성과

1) 지속가능경영성과

기업 성과는 기업의 목표를 달성하는 정도를 나타내는 지표이다. 기업 성과는 기업의 재무 성과, 비재무 성과, 지속가능성과 등 다양한 측면으로 측정될 수 있다. 기업 성과에 대한 연구는 기업의 경영 전략, 조직 구조, 인적 자원 관리, 마케팅 등 다양한 경영 활동과 관련이 있다. 따라서 기업 성과에 대한 연구는 기업의 효율성과 경쟁력을 높이는 데 중요한 역할을 한다. 기업 성과 측정은 기업의 경영진이 기업의 상태를 진단하고, 효율적인 의사 결정을 내리기 위해 사용된다. 또한, 기업 성과 측정은 투자자, 고객, 공급업체 등 이해관계자가 기업의 가치를 평가하는 데 사용된다..(Zarhra, 1996). Kotler(1984)는 기업 성과는 기업의 목표를 달성하는 정도를 나타내는 지표라고 설명하면서 기업의 재무 성과, 비재무 성과, 지속가능 성과 등 다양한 측면에서 측정될 수 있다고 하였다. 기업의 목표는 기업의 경영 전략, 조직 구조, 인적 자원 관리, 마케팅 등 다양한 경영 활동과 관련이 있으며 기업의 목표는 기업의 성과를 측정하는 데 중요한 기준이 된다.

Kaplan & Norton(1996)는 기업성과를 기업의 전략적 행위에 대한 완료로 규정하였으며 Price(1997)는 기업 경쟁력은 기업이 급변하는 경쟁 환경에서 지속적으로 성장하고 발전할 수 있는 능력을 의미하며 기업의 재무 성과, 비재무 성과, 지속가능 성과 등 다양한 측면에서 측정될 수 있다고 설명하였다. 기업 경쟁력은 기업의 경영 전략, 조직 구조, 인적 자원 관리, 마케팅 등 다양한 경영 활동과 관련이 있으며. 따라서 기업 경쟁력은 기업의 효율성과 지속 가능성을 높이는 데 중요한 역할을 한다(배창봉, 2020). 기업의 성과를 측정하기 위한 사전 조건은 내부 직원과 조직에서 수립한 목표이며, 주어진

기간 동안 목표 달성여부를 나타낸다(이근화, 2015). 중소기업은 재무 데이터 공개를 꺼려하고 정확도가 낮기 때문에 중소기업의 성과 측정 정확도가 낮다. 그럼에도 불구하고 주관적, 객관적 측정의 상관관계는 매우 높은 것으로 나타나 주관적 측정이 비즈니스 성과를 측정하는 데 널리 사용되고 있다(장희복, 2017).

2) 지속가능경영성과의 측정

기업 성과는 기업의 재무 성과, 비재무 성과, 지속가능 성과 등 다양한 측면에서 측정될 수 있다. 재무적 성과는 기업의 수익성, 성장성, 안정성 등을 나타내는 지표이다. 비재무적 성과는 기업의 사회적 책임, 환경 보호, 고객 만족도 등 계량이 어려운 나타내는 지표이다(Park et al. 2011). 과거에는 재무적 성과가 기업 성과를 측정하는 데 가장 중요한 요소로 여겨졌으나 최근에는 기업의 지속 가능성과 장기적인 가치 창출을 위해 비재무적 성과의 중요성이 증가하고 있습니다(박종열, 2018). 현대적인 접근방법으로 기업성과는 다양한 복수의 지표를 활용하여 측정하여왔고 최근 기업 규모의 확대와 업무 환경이 복잡해짐에 따라 재무적 성과 측면에서만 측정하기에는 한계가 있다. 따라서 기업의 가치와 성과의 비재무적 측정 요인의 연구도 활발히 진행되고 있다(Li & Calantone, 1998). 선행연구를 통해서 기업성과를 조직의 재무적, 비재무적 목표를 위한 기업경영활동의 실제 성과로 정의할 수 있다. 기업성과는 사업성과와 같이 다양하고 지속적인 경영 연구주제이며 조직전략이론, 산업경영이론, 경영전략이론 등 다양한 연구에서 기업 상태를 파악하고 효과적 조직 운영을 위한 척도로 연구되고 오고 있다. 기업경영성과의 개념화 및 측정치는 연구에 따라 다양한 관점과 접근방법으로 연구되고 있다(김범중, 1990; 서민교, 2012; 윤주형, 2018).

가) 재무 성과

재무 성과는 기업에서 가장 먼저 고려해야 하는 성과 측정 지표이다. 이

성과는 기업의 목표를 가장 가시화된 수치로 표현할 수 있다. 재무 성과는 기업의 수익성을 나타내는 재무적 척도로, 기업의 수익성을 평가하는 중요한 기준이자 기업의 성과를 측정하는 가장 효과적인 분석 방법 이다(이문영, 윤희석 재무적 성과의 2009; 2012). 지표로 매출, 투자수익, 예산, 현금유동성, 세전이익과 고정자산이익률등이 있다.

재무성과는 재무제표상 항목들로 비율을 계산하고 기업 재무상태와 결과를 분석하는 것으로 생산성과 수익성, 유동성과 활동성, 안정성 및 매출 성장성, 시장점유율, 수출성과 등을 측정 도구로 사용하고 있다(Sterlacchini, 1999; Schoenecker & Swanson, 2002; Heunks, 1998; Roper, 1997). 또다른 연구에서는 매출액 증가율, 시장점유율, 세전이익 증가율, 신제품 개발, 이전 자산수익률을 증가시켜 재무성과의 복지 및 규모를 구성하여 수행되었다(Gupta & Gonvindara- jan, 1984).

“박무현과 전옥자(2008)는 기업의 재무성과를 측정하기 위한 여러 지표를 활용하였다. 이들은 자본회전율, 매출액 증가율, 시장 점유율, 수익률, 운전자본 비율, 투자수익률 등의 지표를 사용하여 연구를 진행하였다.

김오순(2011)은 시장점유율, 신제품 개발력, 브랜드 인지도를 척도로 구성하였으며 정문종 외(2011)는 고객 만족 기업성과의 관계로 연구하였고 기업의 재무성과를 매출이익, 매출액, 총자산 회전율로 척도를 구성 하였다.

이성호와 박노국(2012)은 재무 성과 지표로 매출액, 영업이익, 당기순이익, ROA, ROE, ROIC, EPS를 연구하였고, 비재무적 성과 지표는 고객 만족도, 종업원 만족도, 사회적 책임, 환경 보호와 지속 가능성을 연구하였다. 김광열과 최우성(2014)은 재무 성과와 비재무적 성과를 함께 고려하는 성과 지표를 개발하였으며 경영진과 직원, 이해관계자 등 다양한 이해관계자의 의견을 수렴하여 성과지표를 설정하고 성과지표를 정기적으로 검토하고 개선해야 한다고 하였다.

정종희와 조지운(2015)은 매출액 증가율과 순이익증가율, 투자수익률로 연구

를 진행하였다. 이용건(2015)은 영업이익률, 매출액, 총자산 수익률의 척도로 연구를 진행하였으며 윤주형(2018)은 매출수익률, 현금흐름, 수익률증가 등으로 연구를 진행하였다.

나) 비재무적 성과

비재무적 성과란 고객의 만족과 충성, 시장에서의 점유율, 직원의 만족과 몰입, 사회에 대한 기여 등과 같은 정성적인 성과 요인으로 설명할 수 있다(박준, 2020). 비재무적 성과는 기업이 내부와 외부에서 수행한 활동의 성과를 평가하기 위해 필요한 것이다. 비재무적 성과지표로 삼는 기업의 무형자산은 정확한 측정이 어려운 단점이 있기 때문에 재무적 성과와 함께 복합적인 지표를 활용하는 것이 기업성과를 적절하게 측정하는 방법이라고 할 수 있다.(서민교, 2012).

비재무적 성과는 재무적 성과의 한계를 극복하고, 기업성과를 종합적으로 측정하기 위한 균형성과 지표로 고객의 만족도, 내부 프로세스의 효율성, 조직의 학습과 성장의 수준 등을 다양한 관점에서 평가한다(용재명, 2013; Kaplan & Norton, 1992). 즉 비재무적 성과는 기업조직과 관련된 다양한 이해관계자의 다른 기준을 반영하여 측정되므로 종합적이고 포괄적인 장기적 성과의 분석에 적합하다고 볼 수 있다(Steers, 1975; 이상호, 2015; 장용운, 2011).

비재무 성과는 기업성과의 객관성을 향상 시키기 위해 객관적 지표와 주관적 지표를 모두 활용해야 한다는 한계점이 있다. 측정의 범위가 너무 광범하면 단기적 기업성과 측정과 객관화에 적합하지 않은 분석이 될 수 있다. 재무 성과가 구체적이지 않은 단계에서 주관적인 성과 지표 역시 중요한 지표로 인식되고 있다(Zahra, 1996).

특히 Covin & Selvin(1988)는 기업의 비재무적인 성과의 데이터는 구하기 어렵으며 비교와 해석이 어렵고 산업효과에 영향을 받기 때문에 재무성과와 같은 객관적 지표보다 비재무 성과와 같은 주관 지표를 기준으로 기업성과를

평가하는 것이 더 적절하다고 주장하였다. 비재무적 성과는 기업경영의 속성 중에서 종합적인 성과이며 포괄적이기에 다양한 요인과 변수가 제시되고 있다.

기업경영에서는 최고경영자의 특성, 사업 및 기술의 창의성, 사업 모델의 유효성 등과 같은 비재무 성과를 활용하여 평가해야 한다고 주장하였다. 비재무적 성과를 시장점유율과 성장률, 다각화 및 제품 혁신 외에도 주관적 기업 성과로서 조직 효과성을 포함해서 연구를 수행하였다(Venkataraman & Ramanujam, 1986). 김정연과 양동우(2009)는 비재무적 성과를 재구매와 타인의 추천, 고객 만족, 고객 충성, 고객유치 등과 같은 타사와 비교할 수 있는 변인을 포함해야 한다고 주장하였다. 강성민(2012)은 신제품 개발 활동과 시장 위치, 원가율 및 시장점유율, 신제품 개발과 성과, 제품가치, 조직원의 생산성 및 태도를 척도로 연구를 수행하였다. 김의근 외(2012)는 경쟁자와 비교해서 사업 만족도를 척도로 하여 연구를 수행하였다. 하종률(2017)은 외식업으로 고객 만족과 메뉴 개발능력, 서비스 개발능력, 직무 만족도를 척도로 연구를 수행 하였다.

제 4 절 선행연구

1) ESG 선행연구

Dhaliwal et al.(2011)은 기업의 사회적 책임과 자본비용의 관계를 분석하였다. 기업의 사회적 책임이 높으면 자본비용이 낮아지는 것으로 나타났다. 이는 기업의 사회적 책임이 기업의 신뢰도 및 평판을 향상시켜서 투자자들의 투자유도와 이는 다시 자본비용의 감소로 연결되기 때문이라고 해석된다. Orlitzky et al(2003) 기업의 사회적 책임과 재무적 성과의 관계를 메타 분석하였다. 기업의 사회적 책임이 높으면 재무적 성과가 향상되는 것으로 나타났다. 이는 기업의 사회적 책임이 기업의 생산성과 고객 만족도 및 직원 만족도를 개선시켜 재무적 성과에 좋은 영향을 주기 때문이라고 해석된다.

반면 Waddock & Graves는 기업의 사회적 책임과 재무적 성과 관계를 연구하였다. 기업의 사회적 책임이 재무적 성과에 좋은 영향을 주는 증거가 많으나, 나쁜 영향을 주는 증거도 있는 것으로 나타났다(Waddock & Graves, 1997). 이는 기업의 사회적 책임과 재무 성과와의 관계가 복잡성이 높고 기업 특성과 산업 환경 등 여러 변수에 의해 변화할 수 있기 때문이라고 해석된다.

김윤경(2013)은 기업의 사회적책임(CSR)과 자본시장의 재무적인 성과의 관계를 주장하였다. 한진환과 연경화(2012)는 윤리경영시스템이 경영성과에 어떻게 영향을 주고 지배구조가 이들 사이에서 어떤 역할을 하는지를 분석하였다. 그 결과 윤리경영은 기업성과에 긍정적인 좋은 영향을 주고 윤리경영을 잘 운영하는 기업들이 더 긍정적인 경제적 성과를 달성한다고 주장하였고, 기업지배구조가 윤리경영과 기업경영성과 사이에서 조절효과를 가진다고 주장하였다. 이는 기업의 지배구조가 좋은 기업이 윤리경영 실천의지가 높아지고 이는 결국 기업성과도 높아진다는 것을 의미한다.

장승욱과 김용현(2013)은 ESG의 높은 등급과 낮은 등급의 기업들을 더미 변수로 하고, 두 그룹 간 초과 주식수익률과 영업수익률 그리고 기업의 장기적가치(Tobin's Q)에서 차이가 존재하는지 실증 분석하였다. 그 결과 높은 ESG 등급의 기업들은 낮은 등급의 기업들보다 주식수익률이 일반적으로 높았고, 영업수익률과 Tobin's Q에서는 훨씬 높은 결과를 보였다.

정강원(2020)은 기업의 사회적책임경영(CSR)과 경영성과의 관계에 정의 관계가 있다고 주장하였고, 조성택(2017)은 환경성과와 경영성과와의 관계에 정의 상관관계가 있다고 주장 하였다. 오상희와이승태(2019)는 ESG 등급뿐만 아니라 지배구조와 사회적책임 및 환경경영 각각 세부 항목들도 기업가치에 양(+)의 영향을 주는 것으로 나타났다. 임옥빈(2019)은 ESG 점수가 높을때 기업가치가 높아진다고 주장하였다.

2) 지속가능경영성과 선행연구

가) 재무성과 선행연구

기업의 지속가능 경영성과의 측정치는 연구마다 다른 측정도구가 사용되었다. 재무비율인 자기자본이익률과 총자산이익률, 총자산영업이익률 및 총자산증가율(김강, 2012)이 일반적으로 지속가능경영성과의 측정치로 사용되었다. 최근 연구에서는 재무적성과를 성장성과 수익성 및 안정성, 활동성 또한 현금흐름과 기타 등 6가지로 나누고 관련한 재무비율을 종합적으로 활용하여 연구한 결과도 있다(여영준 외, 2018). 그 밖에 주당 주가수익률(장승욱·김용혁, 2013, 김영화, 2014)이나 자산수익률(오상희·이승태, 2019) 등을 측정치로 사용하였다.

기업의 지속가능 경영활동이 성과에 어떤 영향을 주는지에 대한 연구 결과는 다양하게 나타나고있다. 즉 기업의 재무성과의 관계에 대한 실증 연구에서 그 결과값이 양(+)의 관계와 음(-)의 관계, 관계없음 등으로 차이가 나타나고 있다. 하지만 최근의 연구결과를 종합해 보면 기업의 지속가능 경영활동이 긍정적인 좋은 영향을 준다는 연구가 많은 지지를 받고 있다(양동훈·고은정, 2015). 오상희·이승태(2019)는 기업성과를 자산수익률, 주가수익률로 구분하여 ESG 평가 요인별 관계를 분석 연구하였다.

ESG 각 부문별 활동이 기업경영성과에 긍정적인 좋은 영향을 주며, 특히 기업지배구조가 가장 크게 영향을 주는 결과를 얻었으며, 기업입장에서 경영성과의 반영을 위해 어느 측면을 집중해야 하는지에 대해 제언 하였다. 기업의 지속가능 경영활동으로 이해관계자들의 우호적 평가를 받는 기업은 이해관계자의 대응 리스크가 감소하고, 이는 결국 경영의 재무성과에 긍정적 좋은 영향을 준다는 설명과 기업은 비용 절감으로 사회에 기여할 수 있으며, 사회적 활동은 운영비용을 증가시키므로 이해관계자들의 이익에는 맞지 않는 설명이 존재한다. 요약하면, ESG 또는 지속가능경영활동이 기업성과와 어

면 관련을 가지는지에 대해서는, 연구자의 관점에 따라 결과가 달라지고 많은 연구가 계속되고 있다. 특히 사회적 책임을 기업규제로 보면 기업성과는 더 부정적으로 나오는 경향이 있었다. 반면, 사회적 책임에 대한 부정적 이론과 긍정적 이론이 공존하는 상황에서 기업 이익의 추구나 사회적 책임경영은 하나의 사안이라는 의견도 있다.

기업은 이해관계자 수요를 만족시키기 위해 사회적 활동에 투자하고, 시장 균형 상태에서는 사회적 지출비용과 재무적인 이익은 서로 보상의 관계를 갖거나 상호 중립적인 작용을 함으로써 사회적 책임과 재무성과는 그 관계가 상당히 복잡하며 U자형 관계가 있을 것이라고 주장도 있다

나) 기업가치 선행연구

기업가치 측정지표로 가장 대표적인것은 Tobin's-Q가 활용되었다(임덕순, 2011, 오상희, 2012, 나영, 2011 외 다수). 기업가치에 영향을 주는 지표와 관련해서는 지속가능 경영활동과 활동의 정도가 높으면 기업가치도 높아진다는 공통적인 결론이 나타났다. 그러나 사회적 경영활동을 항목별로 나누어 기업가치에 영향을 측정한 연구에서는 각 항목별 결과가 다르게 나오는 경우도 있었다. 그렇지만 이 경우에도 기업의 지속가능 경영활동과 기업가치와의 관계에 있어서 양(+)의 관련성을 약화시키지 않는다.

Tobin Q를 사용하여 최근 발표된 연구(백준성·윤병섭, 2021)에서도 기업의 지속가능 경영활동과 기업가치와의 유의한 양(+)의 관계를 확인하면서 특히 지속가능 경영활동과 기업가치 두가지 변수가 서로 좋은 영향을 주는 긍정적 선순환의 과정이 존재한다고 주장하고 있다. 기업가치가 높은 기업이 차기에 기업의 지속가능 경영성과가 더 좋다는 시사점을 제시하고 있다.

기업의 지속가능 경영활동과 기업가치와의 관련성에 대한 연구에서 자기자본 비용에 영향을 분리하며 직접 검토한 연구(이윤경·고종권, 2012)의 경우 지속가능 경영활동을 영위하는 기업은 그렇지 못한 기업보다 자기자본비용이 유

의미하게 낮다고 나타나서 지속가능 경영활동을 적극적으로 수행하는 기업에 대해 투자자들은 낮은을 요구한다고 나타났다. 더불어서 기업의 사회적 책임 활동과 자기자본 비용의 음(-)의 관계는 대기업집단에 속한 기업의 경우 더 강하게 나타난다고 보고하고 있다.

한편 지속가능활동과 타인자본비용의 관련성에 대한 연구도 이루어졌는데 (박원·허익구, 2015), 이 연구에서는 기업의 지속가능경영활동이 타인자본조달 비용에 유의한 음(-)의 관계를 보고하면서 지속가능 경영활동은 회계정보의 신뢰성과 투명성을 개선하고, 결국에는 자금조달과 관련하여서 비용을 줄이는데 중요한 역할을 한다고 해석한다. 지속가능 경영활동과 기업가치와의 관련성을 자본비용에 미치는 영향에 대하여 분석한 연구에 추가하여 전홍민·차승민(2013)은 지속가능 경영활동과 신용등급과의 관련성의 연구를 수행하였다. 이 연구에서 기업은 지속가능 경영활동의 수준이 높을수록 기업 신용등급은 유의하게 정의 관계인 것으로 나타났다. 이는 신용평가기관이 기업에서 수행하는 사회적 책임활동을 긍정적으로 좋게 판단하여, 해당 기업의 신용등급을 결정할때 프리미엄을 반영하는 것으로 해석한다.

김수옥·이치송(2015)의 연구에도 지속가능경영의 평가 등급과 신용등급은 유의한 연관성이 존재함을 증명하였다. 그러나, 직접적인 관련성을 검증하기 위한 추가분석 결과에는 신용등급이 높은 제조기업 집단을 제외한 다른 집단의 경우에는 유의적이지 않은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기업의 장기적인 지속가능성을 평가하는 지속가능 경영활동 평가등급과 단기 부채를 갚을 수 있는 능력을 평가하는 신용평가 등급과 서로 평가 목적이 다르기 때문이다.

또한 신재용·서정우·박종일(2012)은 지속가능 경영활동 중에서 기업지배구조를 따로 구분하여 신용등급과의 관련성에 대한 연구를 하였다. 이 연구에서도 기업지배구조 평가점수가 높은 기업은 신용등급이 유의하게 상승된 결과를 보고하였으며, 이러한 사항은 기업지배구조의 5가지 항목인 주주 권리보

호, 이사회, 공시, 감사기구, 경영과실 배분에 관한 지배구조 점수가 높을수록 신용등급이 유의하게 높게 나타난다. 이는 신용평가기관은 기업지배구조 점수를 고려하여 신용등급을 결정하고 있다는 것으로 해석할 수 있다. 한편 기업의 적극적인 지속가능 경영활동은 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적인 영향을 어느 정도 완화시켜 주거나(임현일·김중혁, 2015) 조세회피수준이 낮다고 확인되었다(기은선, 2012).

3) 지속가능경영보고서 선행연구

기업이 감사보고서 또는 사업보고서와는 다르게 발간하는 지속가능경영 보고서는 발간 비용이 들기 때문에, 비용을 넘는 효과가 입증되지 않으면 오히려 기업의 지속가능경영 성과를 꾸미는 Green Wash 로 인식될 수 있다(윤진수 2009). 이와 달리, 지속가능경영보고서의 유용성을 증명한 여러 연구도 있었다. ESG 보고서와 기업가치 관련성에 대한 연구로서, Dhaliwal et al. (2012)은 ESG 보고서와 애널리스트 예측 오류의 관계를 31개 국가 기업을 대상으로 분석하였다. 그들은 독립 ESG 보고서를 제공하는 기업이 애널리스트 예측 오류가 적고, 이해관계자의 영향력이 높은 국가 기업에서 이 효과가 더 크다는 결과를 발견하였다.. 또한 재무정보공개가 부족한 국가에 있는 기업일수록 독립 ESG 경영보고서 발간이 애널리스트 예측 오류를 줄이는 것으로 보여져, ESG 보고서가 회계정보의 역할을 보완 하는 것으로 판단하였다.

Luo et al.(2013)은 KLD 스코어를 ESG 성과의 지표로 사용하여, 애널리스트의 주식 추천과 주가초과수익률과의 관계를 연구하였다. KLD 스코어는 ESG 경영보고서의 발행 여부를 포함하고 있다. ESG 성과가 변화할 때 애널리스트의 주식 추천과 주가초과수익률이 어떻게 달라지는지 분석하였다. 연구 결과에 따르면, ESG 성과가 증가하면 애널리스트의 주식 추천과 주가초과수익률도 증가하는 유의한 양의 관계를 보였다. 이는 ESG 성과가 투자자들의 기업 평가에 영향을 미치고, 주가에 반영된다는 것을 의미한다(Luo et al, 2013). ESG 경영보고서의 발행 여부를 포함한 KLD 스코어를 ESG 성과의

대리변수로 사용하여, 애널리스트의 주식 추천과 주가초과수익률과의 관계를 연구하였다. Berthelot et al.와 Loh et al. 두 연구 모두 ESG 성과의 변화가 애널리스트의 주식 추천과 주가초과수익률과 유의하게 양의 관계를 가진다는 것을 발견하였다. 이는 ESG 성과가 투자자들의 기업 평가에 긍정적인 영향을 미치고, 주가에 반영된다는 것을 의미한다(Berthelot et al., 2012).

국내 연구에도 지속가능경영보고서의 유용성에 대하여 여러 연구가 이루어졌다. 지속가능경영보고서의 발행과 반복발행이 기업의 가치관련성에 미치는 영향을 분석한 마희영 & 김은혜 (2020)의 연구는 올슨모델을 이용하여 가치관련성을 측정하였다. 그들은 지속가능경영보고서의 발행 및 반복발행이 기업의 가치관련성을 향상시키는 것을 확인하였으며, 지속가능경영의 평가 결과 역시 가치관련성과 긍정적인 관계가 있음을 발견하였다(마희영&김은혜, 2020).

지속가능경영보고서의 발간 여부가 기업의 성과에 미치는 영향을 연구한 김인수 & 정범석(2015)과 김강(2012)의 논문을 요약하면 다음과 같다. 김인수 & 정범석(2015)은 2004~2013년 사이에 지속가능경영보고서를 발행한 기업과 그렇지 않은 기업을 비교하여, 수출비중, ROE, ROA, 기업규모 등의 지표에서 통계적으로 유의한 차이가 있음을 밝혔다. 김강(2012)은 ESG 도입 여부를 지속가능보고서의 발간 여부로 대체하여, 지속가능경영보고서를 발행한 기업이 단기수익성, 단기성장, 장기적성과 등에서 더 높은 수준을 보임을 입증하였다. 연구자는 지속가능경영보고서를 도입한 기업은 장기적으로 수익성이 개선되었다. 기업 이미지가 향상되고, 노사문화가 협력적으로 변화하였다. 또한 제품의 차별화, 운영의 효율화, 고객의 충성도가 증가하였다. 이로 인해 투자 기회가 늘어났고, 총 자산이 증가하였다. 반면에 지속가능경영보고서는 단기적으로 매출을 크게 증가시키지는 못하였다. 하지만 이해관계자와의 관계가 개선되어, 단기수익성도 향상되었다고 볼 수 있다. 마지막으로 지속가능경영보고서는 기업의 무형자산의 가치가 증가하였고, 그 결과 기업의 시장가치는 자산의 대체원가를 초과하였다. 또한 장기 기업가치의 대응치인

TobinQ도 상승하였다는 결론을 내렸다. 이는 지속가능경영보고서가 연구개발 투자, 지배구조와 직원 복지, 협력사 관계 등의 측면에서 기업이미지를 개선하는 효과를 가져왔기 때문이다.

변혜영(2018)의 연구에 따르면, 지속가능경영보고서를 공개하는 기업은 장기 기업가치와 위험에 있어서 유리한 상관관계를 보였다. 또한 지속가능경영 보고서는 이익의 질을 개선하는데 도움이 되었다. 이운상(2011)은 이익조정 연관성을 확인하고자, 당기순이익이 '0' 이상인 기업과 0 미만인 기업을 구분하여 지속가능경영보고서의 발행 전후의 이익조정을 분석하였다. 그 결과, 당기순이익이 '0' 이상인 기업은 지속가능경영 보고서의 발행 여부에 따라 이익조정이 달라졌고, 당기순이익이 '0' 미만인 기업은 발행 여부와 상관없이 이익조정이 변하지 않았다. 또한 지속가능경영 보고서를 발간 중지한 기업은 이익조정과 관련이 없었다(이운상, 2011). 지상현(2019)은 ESG를 지속가능경영보고서의 대용치로 삼아, 회계보수주의와 회계이익과 과세소득의 차이를 측정하였다. 그 결과 지속가능경영보고서를 발간하는 기업은 회계보수주의가 높고, 회계이익과 과세소득의 차이가 작으며, 이익 유연화가 낮아서, 이익의 질이 높다고 판단하였다(지상현, 2019).

권한섭 & 박종원(2016)은 2005 년부터 2015 년까지 코스피 시장의 금융회사의 사회적 책임활동과 회계정보의 질을 분석하였고, 이는 지속가능경영보고서의 발간과 기부금 지출수준이 재량적 발생액의 질과 음(-)의 상관관계를 보여주어 회계정보의 질을 향상시켰다는 것을 의미한다(권한섭 & 박종원, 2016). 지속가능경영 보고서와 기업가치의 관계에 대한 연구는 다양하게 수행되었지만, 일관된 결과를 얻지 못하였다. 김은숙외(2013)는 KOSPI 200에 속한 기업들의 ESG 활동이 주가상승률과 어떤 관계가 있는지 분석한 김은숙 외(2013)의 논문은 ESG 활동을 지속가능경영보고서의 발행 여부, DJSI 지수의 편입 여부, 지배구조의 수준으로 측정하였다. 이들은 ESG 활동이 주가상승률과 긍정적인 상관관계를 가지고 있음을 보여주었다. 그들은 지속가능경영 보고서 발간여부와 DJSI 편입여부가 주가상승률과 관련이 있음을 발견하였고,

이는 평균 주가상승률이 낮은 표본에서 더욱 명확하였다. 또한 대표이사의 의장 겸임은 주가상승률과 긍정적인 연관성을 보였지만, 전담부서 존재 여부는 주가와 관련이 없었다(김은숙외, 2013).

외국인 지분율이 높은 기업과 당기순이익, 영업현금흐름, 장부가치 대비 시장가치가 높은 기업은 지속가능경영보고서를 발간하였고, 이는 양(+)의 상관관계를 보였다(권한섭 & 박종원, 2016). 이러한 결과는 성과가 우수한 기업이 지속가능보고서 공시를 적극적으로 하고, 이로 인해 투자자 등 외부 이해관계자들에게 호의적 평가를 받아 주가가 상승한다는 해석을 가능하게 한다. 이정은(2017)은 KLD 스코어를 ESG 활동의 대용치로 사용하여, TobinQ와의 관계를 분석하면서 ESG 보고서 발간 여부를 조절변수로 사용하였다. 그들은 KLD 스코어가 TobinQ와 (-)의 상관관계를 보이지만, ESG 보고서를 발간하면 이 관계가 완화되어, 보고서가 ESG 활동의 효과를 증대시킨다고 결론 내렸다(이정은, 2017)

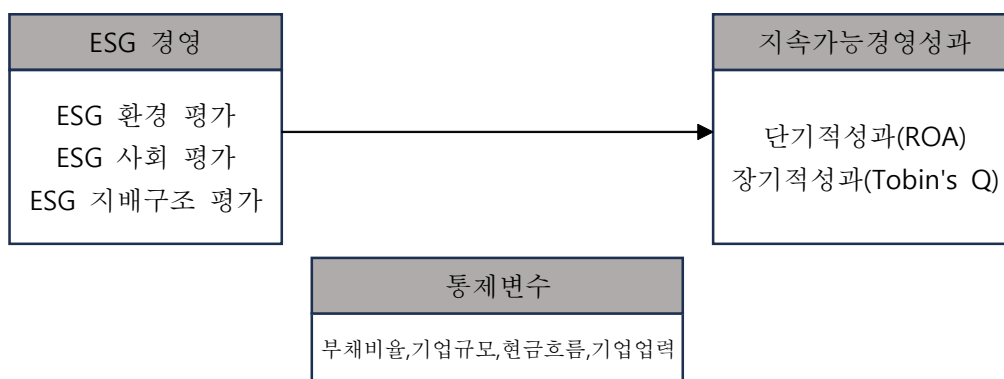
이와는 대조적으로 지속가능경영보고서의 정보 유용성에 대한 비판적인 연구들이 있다. 오원정(2014)은 지속가능경영보고서 발간 여부에 따른 애널리스트 예측 오류를 분석하였고, 애널리스트가 발간 기업의 이익을 과대평가하는 경향이 있어, 이익 예측이 부정확하고 지속가능경영보고서의 정보 유용성이 낮다는 결론을 내렸다(오원정, 2014). 최준혁 외(2017)은 지속가능경영보고서 발간과 회계감사의 관계를 연구하였다. 회계감사인인 기업 크기와 우량성에 따라 지속가능경영보고서를 다르게 참고하였다는 것을 발견하였다(최준혁, 2017).

제 3 장 연구설계 및 방법

제 1 절 연구모형

본 연구는 선행연구 고찰과 이론적 배경 검토 등을 근거로 ESG 경영이 기업의 지속가능 경영성과에 영향을 미치는지에 대하여 알아보고자 한다. 연구를 위하여 ESG 경영의 각 분야별 평가등급을 독립변수로 설정하고 지속가능 경영성과로 장기적성과는 Tobin's Q, 단기성과로는 ROA를 종속변수로 설정하여 다중 회귀분석을 실시하고자 연구모형을 아래 그림과 같이 제시 하였다.

[그림3-1] 연구모형



제 2 절 연구가설

이 모형에 대한 연구가설은 다음과 같다

첫째, ESG경영은 기업의 단기적 성과(ROA)에 유의한 영향을 미칠 것이다.

1-1 ESG 경영의 종합등급은 기업의 단기적 성과(총자산이익율,ROA)에 유의한 영향을 미칠 것이다.

1-2 ESG 경영의 환경등급은 기업의 단기적 성과(총자산이익율,ROA)에 유의

한 영향을 미칠 것이다.

1-3 ESG 경영의 사회등급은 기업의 단기적 성과(총자산이익율,ROA)에 유의한 영향을 미칠 것이다.

1-4 ESG 경영의 지배구조등급은 기업의 단기적 성과(총자산이익율,ROA)에 유의한 영향을 미칠 것이다.

둘째, ESG경영은 기업의 장기적 성과(Tobin Q)에 유의한 영향을 미칠 것이다.

2-1 ESG 경영의 종합등급은 기업의 장기적 성과(Tobin's Q)에 유의한 영향을 미칠 것이다

2-2 ESG 경영의 환경등급은 기업의 장기적 성과(Tobin's Q)에 유의한 영향을 미칠 것이다.

2-3 ESG 경영의 사회등급은 기업의 장기적 성과(Tobin's Q)에 유의한 영향을 미칠 것이다.

2-4 ESG 경영의 지배구조등급은 기업의 장기적 성과(Tobin's Q)에 유의한 영향을 미칠 것이다.

제 3 절 변수의 조작적 정의

가. 독립변수

본 연구에서는 ESG 통합 등급과 환경, 사회, 지배구조 등급을 독립변수로 사용하였다. 이들은 한국 ESG 기준원에서 제공하는 ESG 통합 등급과 개별 환경등급, 사회적 책임등급, 지배구조 등급을 비율화하여 사용하였다. 환경 총점은 환경 전략과 환경 조직, 환경 경영 및 환경 성과, 이해관계자, 감점요소로 구성되어 있다. 사회적 책임 총점은 근로자와 협력사 및 경쟁자 그리고 소비자와 지역사회, 감점요소로 이루어져 있다. 지배구조 총점은 주주권리보호, 이사회, 공시, 감사기구, 감점의 합계이다.

한국 ESG 기준원에서 명확한 등급 산출 방법을 제공하지 않기 때문에, ESG

통합 점수는 환경, 사회적 책임, 지배구조 요소에 가중치를 둔 값으로 추정할 수 있다. ESG 통합등급과 개별의 등급은 선행연구들(참고문헌)을 참고하여 S/A+/A/B+/B/C/D의 7단계로 점수화하였고 이러한 독립변수들은 ESG 활동의 수준과 질을 나타내는 지표로 사용되었으며, 이들과 종속변수인 기업의 재무성과와 기업가치와의 관계를 분석하였다.

본 연구에서는 S는 7, A+는 6, A는 5, B+는 4, B는 3, C는 2, D는 1점의 점수로 하였다. KCGS의 ESG 평가등급은 2003년부터 기업지배구조 평가를 시작하였고, 2011년에 환경·사회 부문을 추가하여 2013년부터 현행 7단계로 평가하고 있다. ESG 통합점수는 환경, 사회, 지배구조 요소에 가중치를 둔 값으로 산출되었다. 이러한 독립변수들은 ESG 활동의 수준과 질을 나타내는 지표로 사용되었으며, 이들과 종속변수인 기업의 재무성과와 기업가치와의 관계를 분석하였다.

나. 종속변수

선행연구에서 다수의 연구가들이 기업가치를 측정하는 데에 장기적성과(Tobin's Q)와 ROA(총자산수익률)를 사용한 선행연구들을 소개하고 있다. 장기적성과(Tobin's Q)는 기업의 시장가치와 내재가치의 비율로, 기업 시장가치를 자산 대체 비용으로 나눈 값이다. ROA(총자산수익률)는 회사가 자원을 효율적으로 사용하여 이익을 얼마나 창출하는지를 나타내는 지표이다. 시장가치는 투자자가 기업의 자산에 대해 지불하고자 하는 금액이고, 장부 가치는 기업의 자산의 기록된 가치이다.

Tobin's Q 방정식은 기업의 자산 가치를 평가하고, 자산 매각 또는 인수 여부를 결정하는 데에도 사용할 수 있다. 또한 기업의 자산 가치와 시장 성과 간의 관계를 분석하는 데에도 사용할 수 있다. 본 연구에서는 종속변수로 장기적기업가치(Tobin's Q)와 단기적 기업성으로 ROA(총자산수익률)를 사용하였다. 이들은 기업의 장기적 경영성과 및 시장가치를 측정하는 지표로, 선행

연구들에서 널리 사용되었다(Giannopoulos et al., 2022; Dowell & Yeung, 2000 ; Velte, 2017; Naeem et al.,2022; Saygili et al., 2021; 오상희 & 이승태,2019). 이 연구는 ESG 통합 등급과 환경, 사회, 지배구조 등급을 독립변수로 사용하여, 이들과 종속변수인 기업의 재무성과와 기업가치와의 관계를 분석하였다. 또한 ESG 활동이 기업의 재무성과와 기업가치에 어떤 영향을 미치는지를 측정하고자 하는 목적을 가지고 있다.

Tobin's Q는 기업 자산의 시장가치와 교체 비용의 비율로, 기업이 주주에게 얼마나 가치를 창출하거나 파괴하고 있는지를 나타내는 지표이다. Tobin's Q가 1보다 크면 시장 가치가 교체 비용보다 크다는 것으로, 기업이 투자를 확대하면 주주의 가치가 증가할 것이라는 기대를 반영한다. 반대로 Tobin's Q가 1보다 작으면 시장 가치가 교체 비용보다 작다는 것으로, 기업이 투자를 축소하면 주주의 가치가 증가할 것이라는 기대를 반영한다. Tobin's Q의 기본 가정은 기업 규모가 클수록 수치가 낮다는 것이다. 즉, 시가총액이 많아도 순자산이 많은 것으로, 대기업일수록 요구 수익률이 적은 것이다.

Tobin's Q가 1보다 크면 투자비중을 늘리고, 작으면 줄이는 것이 일반적이다. 그러나 Tobin's Q가 낮다고 해서 모두 과소평가된 기업이라고 볼 수는 없다. 대기업일지라도 경쟁이 치열하거나, 그 기업이 성장단계에 들어섰을 가능성이 있다. 따라서 Tobin's Q가 1보다 작을 때에는 주가 상승의 여지가 있다고 볼 수 있다. 투자 측면에서는 시장에서 과소평가되어 있다는 것은 성장가능성이 높다는 의미로, Tobin's Q가 낮으면 투자가치가 있는 것으로 판단할 수 있다. Tobin's Q가 높다고 해서 과대평가된 기업이라고 볼 수도 없다. 이미 시장 가치대로 평가를 받고 있는 것으로, 안정적이지만 수익은 높을 수 없다는 것을 의미한다. 따라서 기업규모가 클수록 ESG 등급도 높다.

다. 통제변수

통제변수로 부채비율, 기업규모, 기업업력, 외국인지분율을 선택하였다. 기

업의 규모는 대기업이 중소기업보다 효율성과 성과가 뛰어날 가능성이 높다는 연구결과(Gelles & Mitchell, 1996)에 근거하여 통제변수로 사용하였다. 기업규모가 커질수록 자본금이 많아지고 경영자의 지분이 줄어들어 대리인 비용이 증가하므로 기업규모와 기업가치는 음의 상관관계가 있을 수 있다. 부채비율은 세금 혜택으로 인해 높은 기업이 장기적 성과(Tobin's Q)가 좋을 것이라는 주장(McConnell & Servaes, 1990)에 따라 통제변수로 사용하였다. 그러나 부채비율이 높은 기업은 재무위기에 빠질 위험이 있다. 기업 업력은 정보 비대칭 문제가 적고 기업가치가 높은 오래된 기업과 성장 가능성이 제한되고 기업가치가 낮은 성숙한 기업의 차이를 반영하기 위해 통제변수로 사용하였다. 외국인 지분 비율은 외국인 투자자의 정보 우위로 인해 기업가치와 양의 상관관계가 있을 것이라고 가정하고 통제변수로 설정하였다. 이들 변수는 기업의 성과와 가치에 영향을 미치는 요인으로 여러 연구에서 입증되었다. [표 3-1]에서는 각 변수의 개념과 정의 측정방법과 출처를 표기 하였다.

[표3-1] 변수의 정의 및 측정

변수(Variables)		측정 (Measurement)	출처(Source)
독립 변수	ESG 통합등급 (ESG_T)	ESG 통합점수	KCGS/KRX ESG portal
	ESG 환경등급 (ESG_E)	ESG 환경점수	
	ESG 사회등급 (ESG_S)	ESG 사회점수	
	ESG 지배구조등급 (ESG_G)	ESG 지배구조점수	
종속 변수	총자산이익율(ROA)	영업이익/총자산	Data Guide/DART
	기업 시장 장부가치 (Tobin's Q)	(시가총액+총부채장부 가치)/총부채장부가치	
통제변 수	부채비율	총부채/총자산	
	기업규모	총자산의 자연로그	
	기업업력	기준연도-설립연도	
	외국인지분율	외국인지분 보유비율	

제 4 절 자료수집 및 분석방법

본 연구에서는 기업의 ESG경영과 지속가능경영보고서의 발간여부를 확인하기 위해 한국ESG기준원(이하KCGS)에서 매년 발표하는 기업별 ESG 평가 등급 자료를 사용하였다. 분석을 위해 ESG 평가 등급은 2022년의 한국거래소에 상장된 기업이면서 지속가능경영보고서를 발간한 기업을 대상으로 표본을 선정하였다. 더불어 기업의 일반사항 및 재무 자료는 금융감독원의 전자공시시스템 dart와 Data guide의 자료를 이용하여 수집하였다. 구체적으로는 다음과 같은 조건을 충족하는 기업을 표본으로 구성하여 분석을 진행하였다.

- (1) KCGS에서 2022년 ESG 평가 자료가 공개된 기업
- (2) 2022년 지속가능경영보고서 발간 기업
- (3) 금융업과 보험업을 제외한 기업
- (4) 회계결산일이 12월인 기업
- (5) 금융감독원의 전자공시시스템과 data guide의 재무자료 공시기업

첫째, KCGS에서 2022년의 ESG 평가 자료가 공개된 기업들중 지속가능경영보고서를 발간한 기업을 연구 대상에 포함시켰다. 국내 ESG 평가기관은 해외 평가기관보다 국내 상황에 더 밝기 때문에 해외평가 기관보다 더 풍부한 비재무 정보를 기초로하여 ESG 등급평가가 가능하다. 또한 국내 기업의 상황을 반영한 지표를 반영하기 때문에 우리 기업을 평가할 때 더 적합하다(박지원, 이예림, 2022). 한국기업지배구조원의 ESG 평가체계는 OECD의 기업지배구조 원칙과 ISO 26000을 포함한 글로벌 스탠다드에 부합하며 국내 법제 및 환경을 반영한 ESG 평가 모형을 개발하여 평가를 수행하고 있다.

KCGS 평가 등급은 평가대상연도 다음해의 6~9월에 공개된 자료를 기반으로 1차 평가를 실시하며, 이를 토대로 양방향 피드백을 실시하여 추가적인 평가 데이터를 수집한다. 따라서, 최종 평가 등급은 평가대상연도 다음 해 10월 이후에 발표가 된다(박소현□최다혜, 2022). 따라서, 본 연구의 표본은 KCGS에서 발표한 2022년까지의 데이터이므로 ESG 평가대상연도는 2021년이다.

둘째, 금융업보험업을 제외한 기업을 표본으로 사용하였다. KCGS는 2018년부터 비상장회사를 포함한 금융회사에 특화된 기업지배구조의 평가모형을 확립하고, 이를 적용한 평가를 실시하며 금융회사 지배구조 등급을 부여하고 있다. 또한, 금융□보험업은 재무제표의 구조가 다른 산업군과 차이가 있으므로 비교가능성의 문제로 표본에서 제외하였다.

셋째, 12월 결산법인을 표본으로 사용하였다. 대부분의 국내 기업의 회계결산일이 12월로 채택하고 있으며, 결산이 상이함에 따른 기간 비용의 회계처리 등에 문제를 통제하기 위해 표본을 제한하였다.

마지막으로, 금융감독원의 전자공시시스템 DART와 Data guide를 통해 분석에 필요한 기업의 일반사항 및 재무 자료를 입수할 수 있는 데이터를 표본으로 사용하였다. 기업의 특성과 관련된 데이터는 Dart를 통해 수집하였으며, 재무 정보의 경우 결측치가 상대적으로 적은 것을 보완하기 위해 Data guide의 데이터를 사용하였다. 총부채, 총자산, 당기순이익, 기말시가총액, 기부금, 부채비율, 외국인지분율 등의 재무 정보는 Data guide를 사용하였다.

본 연구에서는 IBM SPSS 26 통계소프트웨어를 이용하여, 수집된 데이터를 분석하였다. 회귀 분석을 위한 첫 단계는 종속 변수와 독립 변수의 데이터를 수집하는 것이다. 데이터가 수집되면 통계 알고리즘을 적용하여 회귀선을 추정한다. 선형 회귀에서 자주 사용되는 알고리즘은 최소 제곱방법으로, 회귀선과 관찰된 데이터 포인트와 예측 값 사이의 차이 제곱의 합을 최소화한다. 회귀선이 추정되면 통계 테스트를 통해 피팅 품질을 평가한다. 흔히 사용되는 테스트는 독립 변수(들)로 인해 설명되는 종속 변수의 변동 비율을 나타내는 R-제곱 값이다. R-제곱 값이 높으면 종속 변수와 독립변수 사이에 강한 관계가 있고, R-제곱 값이 낮으면 약한 관계가 있다고 볼 수 있다.

회귀 분석을 통해 종속 변수의 예측을 하는 것도 가능하다. 이는 새로운

관찰의 독립 변수 값을 회귀 방정식에 대입하고 종속 변수의 예측 값을 구하는 방식으로 수행된다. 본 연구에서 회귀 분석은 회사의 ESG 등급과 재무 성과 간에 통계적으로 의미 있는 관계가 존재하는지를 파악하는 데 활용된다. 분석에는 ESG 등급 변수를 재무 성과 변수에 회귀시키고 R-제곱 값 등의 통계 테스트를 통해 적합성을 평가하는 과정이 포함된다. 이를 통해 본 연구의 목적인 회사의 ESG 등급이 단기적 재무 성과인 ROA와 장기적 기업 가치인 Tobin's Q에 어떤 영향을 미치는지를 연구하고자 한다.

제 4 장 연구 결과

제 1 절 주요변인 기술통계

본 연구 연구대상의 주요 변수에 대한 특징을 파악하고 자료에 대한 정규성 여부를 판단하고자 기술통계 분석을 실시 하였다. 아래 표에서 표본들의 기술통계량을 제시하였으며 자세한 내용은 다음과 같다.

종속변수 중 단기적 재무성으로 ROA는 평균값이 0.02로 나타났다. ROA의 왜도가 1.286, 첨도는 5.755 로서 정규성을 확보 하였다고 가정하였다.

독립변수인 ESG 통합등급과 E,S,G 각 개별등급은 모두 171개 표본이며 ESG 통합등급의 평균은 3.28으로 나타났다. ESG의 개별등급중 환경(Environmental)등급의 평균값은 2.35, 사회(Social) 등급의 평균값은 3.68이었으며 지배구조(Governance)등급의 평균값은 3.09로 나타나서 ESG 각 개별등급중 사회(Social)의 평균값이 가장 높게 나타났다.

통제변수중 기업규모와 기업 업력은 평균값이 높게 나타나며 왜도와 첨도가 높게 나타나 로그변환을 실시하였다. 부채비율(LEV)의 평균은 2.21, 표준편차 1.88, 최소값 0, 최대값 4.17이었으며 외국인지분비율(FOR)은 평균이 12.08, 표준편차 12.16, 최소값 0.0, 최대값 79.47로 나타났다.

[표4-1] 기술통계량

	N	최소값	최대값	평균	표준편차	왜도	첨도
ESG_T	171	1	6	3.28	1.220	-1.374	2.094
ESG_E	171	1	6	2.35	1.109	-1.386	2.184
ESG_S	171	1	6	3.68	1.140	-1.775	3.793
ESG_G	171	1	6	3.09	1.277	-1.007	1.684

LEV(부채비율)	171	0.00	4.17	2.21	1.88	1.406	3.028
SIZE(기업규모)	171	11.66	47.80	31.64	1.52	0.785	0.616
FOR(외국인비율)	171	0.00	79.47	12.08	12.16	1.921	5.402
AGE(기업업력)	171	2.00	128	48.96	22.06	0.208	-0.280
ROA	171	-2.02	1.62	0.02	0.21	1.286	5.755
Tobin's Q	171	0.24	7.89	0.92	1.01	1.558	2.479
유효 N(목록별)	171						

제 2 절 상관관계 분석

변수간 선형관계를 파악하기 위해 상관관계 분석을 실시 하였다. 통제변수 중 기업규모와 기업 업력은 평균값이 높게 나타나며 왜도와 첨도가 높게 나타나 로그변환을 실시하였다. 부채비율(LEV)의 평균은 2.21, 표준편차 1.88, 최소값 0, 최대값 4.17이었으며 외국인지분비율(FOR)은 평균이 12.08, 표준편차 12.16, 최소값 0.0, 최대값 79.47로 나타났다. 이어서 통제변수와의 관련성을 살펴보면, 부채비율(LEV), 외국인지분율(FOR)은 양(+)의 상관관계를 나타냈고, 이외에 기업규모(SIZE), 총자산이익률(ROA), 업력(AGE)은 음(-)의 상관관계를 보였지만 유의한 수준은 아니었다. ROA에 미치는 영향을 살펴보면 모두 음(-)의 상관관계를 나타냈고 모두 유의한 수준이 아니었다. 이어서 통제변수와의 관련성을 살펴보면 TQ와 영향을 주는 방향은 동일했다. 부채비율(LEV), 외국인지분율(FOR)은 양(+)의 상관관계를 나타냈고, 이외에 기업규모(SIZE), 총자산이익률(ROA), 업력(AGE)은 음(-)의 상관관계를 보였다. 지표들 중 기업규모(SIZE)는 1% 수준에서 유의하였고, 부채비율과 총자산이익률은 5% 수준에서 유의한 값을 확인할 수 있었다.

[표4-2] 상관관계

	ESG_T	ESG_E	ESG_S	ESG_G	LEV	SIZE	FOR	AGE	ROA	Tobin's Q
ESG_T	1									
ESG_E	.691***	1								
ESG_S	.734***	.599***	1							
ESG_G	.656***	.475**	.556**	1						
LEV (부채비율)	.006	.055**	.099*	.004*	1					
SIZE (기업규모)	.504***	.614***	.613***	.505***	.061**	1				
FOR (외국인 비율)	.382***	.261***	.323***	.290***	-.0080	.404**	1			
AGE (기업연령)	0.101**	.050	0.093**	0.129**	-0.006	.033	.092**	1		
ROA	.118***	.123***	.112***	.132***	.243***	.238***	.178***	-0.013	1	
Tobin's Q	0.032	0.10***	-0.028	.019	-0.018	0.138**	.185***	0.162*	-0.161	1

제 3 절 신뢰성 분석

ESG경영(환경, 사회영, 지배구조)과 기업의 지속가능경영성과의 내적 일관성의 검증을 위해 신뢰성을 검증 분석 하였다. 크론바흐 알파(Cronbach's alpha)계수를 산출하여 신뢰성을 판단하였는데, 일반적으로 크론바흐 알파의 계수는 0.6~0.7 미만의 경우는 수용이 가능한 수준이며 0.7이상~0.8 미만의 경우는 양호한 수준이며, 0.8이상~0.9미만의 경우 우수한 수준으로 판단한다.

연구에서 수용이 가능한 수준이 0.6이나 0.7을 기준으로 측정 도구의 신뢰성을 판단한다. ESG경영 및 기업의 지속가능경영성과와 통제변수의 요인에 대해 각각 크론바흐 알파 계수값을 산출한 결과는 [표 4-3]와 같이 독립변수중 ESG 통합 0.834, 환경 0.858, 사회 0.914, 지배구조 0.881로 나타났으며 종속변수인 ROA 0.891, Tobin's Q 0.911 이였으며 통제변수는 부채비율 0.794, 기업규모 0.928, 외국인비율 0.904, 기업업력 0.811의 수준으로 이었다. 따라서 신뢰성을 저해하는 문제는 없는 것으로 검토 되었고, 별도의 문항 제거 없이 분석을 진행하였다.

[표4-3] 신뢰성 분석

	항목이 삭제된 경우 Cronbach 알파	Cronbach 알파
ESG_T	0.834	0.872
ESG_E	0.858	
ESG_S	0.914	
ESG_G	0.881	
LEV	0.794	0.859
SIZE	0.928	
FOR	0.904	
AGE	0.811	
ROA	0.891	0.901
Tobin's Q	0.911	

제 4 절 가설검정

회귀분석은 사회과학분야에서 종속변수에 영향을 주는 독립변수들을 파악하기 위해 널리 사용되는 분석 방법이다. 이 방법은 두 변수 사이의 인과관계

를 살펴보는 것이다. 독립변수와 종속변수가 각각 하나씩인 경우에는 단순회귀분석을, 독립변수가 두 개 이상이고 종속변수가 하나인 경우에는 다중회귀분석을 사용한다(송지준, 2015).

다중회귀분석을 할 때는 독립변수들 사이에 다중공선성이 없어야 한다. 다중공선성이란 독립변수들이 서로 상관성을 가지는 것을 말하며, 이 경우에는 하나의 독립변수가 다른 독립변수들에 의해 설명될 수 있다는 의미이다(이훈영, 2013). 다중공선성의 정도를 측정하는 방법으로는 분산 팽창요인 VIF(Variance Inflation Factor)를 사용한다. VIF 값이 10 이상이면 다중공선성이 심각하다고 판단한다(이일현, 2014).

본 연구는 ESG 경영활동과 기업의 지속가능경영의 성과의 관계를 실증규명 하기 위해 가설을 설정 하였고 이들을 검증 하기 위해 다중 회귀분석을 이용 하였다. 이하는 설정한 가설을 검증 하기위한 분석 결과들이다.

(1) ESG 경영과 기업의 단기적 성과(ROA)와의 가설검증

가설1. ESG 경영은 기업의 단기적 성과(ROA)에 유의한 정(+)의 영향을 미칠 것이다
--

1-1 ESG 경영의 종합등급은 기업의 단기적 성과(총자산이익율,ROA)에 유의한 영향을 미칠 것이다.

1-2 ESG 경영의 환경등급은 기업의 단기적 성과(총자산이익율,ROA)에 유의한 영향을 미칠 것이다.

1-3 ESG 경영의 사회등급은 기업의 단기적 성과(총자산이익율,ROA)에 유의한 영향을 미칠 것이다.

1-4 ESG 경영의 지배구조등급은 기업의 단기적 성과(총자산이익율,ROA)에 유의한 영향을 미칠 것이다.

기업의 총자산이익율(ROA)가 ESG 경영활동으로부터 받는 영향을 확인하기 위해 ESG 경영활동인 환경, 사회, 지배구조를 독립변수로, ROA를 종속변수로 정하여 다중회귀분석을 실시하였다. 그 결과는 아래와 같다. [모형1]은

LEV, SIZE, FOR, SIZE를 통제변수로 투입하여 종속변수에 영향을 미치는 정도를 파악하였고, [모형2]는 독립변수 EST_T ESG_E와 ESG_S ESG_G를 추가 투입하여 외생변수 통제 후에도 ESG 등급이 ROA에 영향을 미치는지 알아 보았다. [모형1]의 $R^2=0.206$, [모형2]의 $R^2=0.228$ 로 R^2 변화량이 0.022증가 하였다. R제곱 F변화량[F=2.515]에 따른 유의확률 $p=0.008$ 으로 외생변수 투입 후 종속변수의 영향도는 통계적으로 유의하다고 할 수 있다.

[표4-4] 모형요약표

모형	R	R2	수정된 R2	추정값의 표준오차	통계량 변화량					Dur bin Wats on
					R2 변화량	F 변화량	df1	df2	유의확률	
1	.454 _a	.206	.194	0.55	.206	18.3 ₃₇	5	427	.000	
2	.478 _b	.228	.212	0.56	.022	2.51 ₅	4	435	.008	1.98 ₈

a 독립변수: (상수), AGE, SIZE, LEV, FOR

b 독립변수: (상수), AGE, SIZE, LEV, FOR, ESG_T, ESG_S, ESG_G, ESG_E

c 종속변수: ROA

[표 4-4] 분산분석 결과 [모형1]F=27.83($p<0.001$), [모형2]F=19.36 ($p<0.001$)으로 본 회귀모형은 적합하다고 볼 수 있다.

[표4-5] 분산분석

모형		제곱합	자유도	평균제곱	F	유의확률
1	회귀	838.92	5	209.73	27.83	.000b
	잔차	7111.22	227	42.83		
	전체	7950.14	232			

2	회귀	900.27	8	112.53	19,36	.000c
	잔차	7049.87	235	43.51		
	전체	7950.14	243			

a 종속변수: ROA

b 독립변수: (상수), AGE, SIZE, LEV, FOR

c 독립변수: (상수), AGE, SIZE, LEV, FOR, ESG_T/ESG_S/ESG_G/ESG_E

다음으로 ESG 경영활동이 총자산이익율(ROA)에 미치는 영향을 확인하기 위한 분석을 실행 하였다. 모형1은 부채비율, 기업규모, 외국인지분율, 기업업력의 통제변수를 투입하여 총자산이익율(ROA)에 미치는 영향을 파악하였고 모형2는 독립변수인 ESG 통합등급과 E,S,G 각 개별등급을 투입하여 통제변수를 통제한 후에도 ROA에 영향을 미치는지 알아보았다. 먼저 ESG 통합등급이 ROA에 미치는 영향에 대해 분석 하였다.

회귀분석 결과를 살펴보면 통제변수를 통제하고 분석한 모형2의 결과 22%의 설명력 증가를 보였으며($\Delta R^2 = .022$, $p < .001$), 유의한 것으로 나타났다.($F = 19.36$, $p < .001$). 다음으로 회귀분석의 기본가정을 살펴보면, 앞에서 살펴본바와 같이 D-W값은 1.988로 2에 가까운 값으로서 오차는 독립적으로 분포한다는 회귀분석을 위한 기본 가정은 충족하고 있으며 공차 한계는 0.34~0.99로 .1보다 크고 분산팽창지수(VIF)는 1.008~2.066으로 10보다 작아 다중공선성 위험은 없는 것으로 판단되었다.

ESG등급이 총자산이익율(ROA)에 미치는 영향은 다음과 같다. ESG종합등급($\beta = 0.119$, $p < 0.05$), 사회($\beta = 0.028$, $p < 0.05$), 지배구조($\beta = 0.248$, $p < 0.05$)에서 ROA에 유의한 정(+)의 관계에 있는 것으로 분석 되었으며 ESG종합등급, 사회, 지배구조의 등급이 높을수록 ROA가 높은 것으로 나타났다. 환경경영($\beta = 0.13$, $p = 0.698$)은 유의한 결과값을 도출하지 못하였다. 표준화 계수의

크기를 비교하면, 지배구조($\beta=0.248$, $p<0.05$), ESG종합등급($\beta=0.119$, $p<0.05$), 사회($\beta=0.028$, $p<0.05$) 순으로 ROA에 영향을 미치는 것으로 검증되었다.

[표 4-6] ESG 경영과 ROA 연관성에 대한 회귀분석

구분		비표준화 계수		표준화 계수	t	유의확률	공선성 통계	
		B	표준 오차	베타			공차	VIF
1	(상수)	35.478	8.591		4.130	0.000		
	LEV	-0.003	0.015	-0.013	-0.173	0.863	0.992	1.008
	SIZE	1.384	0.427	0.308	3.242	0.001	0.595	1.680
	FOR	0.195	0.058	0.346	3.356	0.001	0.506	1.978
	AGE	0.027	0.034	0.065	0.786	0.433	0.790	1.266
2	(상수)	34.027	9.244		3.681	0.000		
	LEV	-0.002	0.015	-0.011	-0.148	0.882	0.980	1.020
	SIZE	1.406	0.433	0.314	3.250	0.001	0.588	1.701
	FOR	0.197	0.059	0.351	3.351	0.001	0.499	2.006
	AGE	0.028	0.035	0.068	0.812	0.418	0.772	1.295
	ESG_T	0.528	0.713	0.119	0.740	0.020	0.484	2.066
	ESG_E	0.246	0.633	0.040	0.389	0.698	0.520	1.922
	ESG_S	0.166	0.594	0.028	0.279	0.024	0.558	1.793
	ESG_G	0.339	0.647	0.248	0.524	0.013	0.641	1.561

(2) ESG 경영과 기업의 장기적 성과(Tobin's Q)와의 가설검증

가설2. ESG 경영은 기업의 장기적 성과(Tobin's Q)에 유의한 정(+)의 영향을 미칠 것이다

2-1 ESG 경영의 종합등급은 기업의 장기적 성과(Tobin's Q)에 유의한 영향을 미칠 것이다.

2-2 ESG 경영의 환경등급은 기업의 장기적 성과(Tobin's Q)에 유의한 영향을 미칠 것이다.

2-3 ESG 경영의 사회등급은 기업의 장기적 성과(Tobin's Q)에 유의한 영향을 미칠 것이다.

2-4 ESG 경영의 지배구조등급은 기업의 장기적 성과(Tobin's Q)에 유의한 영향을 미칠 것이다.

기업의 장기적 성과(Tobin's Q)가 ESG 경영활동으로부터 받는 영향을 확인하기 위해 ESG 경영활동인 환경, 사회, 지배구조를 독립변수로, Tobin's Q를 종속변수로 정하여 다중회귀분석을 실시하였다.

그 결과는 아래와 같다. [모형1]은 부채비율(LEV), 기업규모(SIZE), 외국인지분비율(FOR), 기업업력(AGE)를 통제변수로 투입하여 종속변수에 미치는 영향을 파악하였고, [모형2]는 독립변수 EST_T/ESG_E/ESG_S/ESG_G를 추가 투입하여 외생변수 통제 후에도 ESG 등급이 Tobin's Q에 영향을 미치는지 알아 보았다. [모형1]의 $R^2=0.428$, [모형2]의 $R^2=0.460$ 로 R^2 변화량이 0.032증가 하였다. R제곱 F변화량[F=4.618]에 따른 유의확률 $p=0.01$ 로 외생변수 투입 후 종속변수를 설명하는데는 통계적으로 유의하다고 할 수 있다.

[표4-7] 모형요약

모형	R	R 제곱	수정된 R 제곱	추정의 표준 오차	통계량 변화량					Durbin-Watson
					R 제곱 변화량	F 변화량	df 1	df 2	유의확률	
1	.654a	.428	.401	0.41	.428	16.207	6	328	.000	
2	.678b	.460	.412	0.56	.032	4.618	4	401	.010	2.018

a 독립변수: (상수), AGE, SIZE, LEV, FOR

b 독립변수: (상수), AGE, SIZE, LEV, FOR, ESG_T, ESG_S, ESG_G, ESG_E

c 종속변수: Tobin's Q

[표 4-8] 분산분석 결과 [모형1]F=32.27($p<0.001$), [모형2]F=28.77 ($p<0.01$)으로 본 회귀모형은 적합하다고 볼 수 있습니다.

[표4-8] 분산분석

모형		제곱합	자유도	평균제곱	F	유의확률
1	회귀	681.88	5	122.31	32.27	.000b
	잔차	1201.12	427	28.65		
	전체	1883.00	432			
2	회귀	902.71	8	89.85	28.77	.000c
	잔차	980.29	435	21.11		
	전체	1883.00	443			

a 종속변수: Tobin's Q

b 독립변수: (상수), AGE, SIZE, LEV, FOR

c 독립변수: (상수), AGE, SIZE, LEV, FOR, ESG_T/ESG_S/ESG_G/ESG_E

다음으로 ESG 경영활동이 Tobin's Q에 미치는 영향을 확인하기 위하여 분석을 실행 하였다. 모형1은 부채비율, 기업규모, 외국인지분율, 기업업력을 통제변수로 투입하여 Tobin's Q에 미치는 영향을 파악 하였고 모형2는 독립 변수인 ESG통합등급과 E,S,G 각 개별 등급을 투입하여 통제변수를 통제한 후에도 Tobin's Q에 영향을 미치는지 알아보았다.

먼저 ESG 통합등급이 Tobin's Q에 미치는 영향에 대해 분석 하였다.

회귀분석 결과를 살펴보면 통제변수를 통제하고 분석한 모형2의 결과 32%의 설명력 증가를 보였으며($\Delta R^2 = .032$, $p<.001$), 유의한 것으로 나타났다.(F = 28.77, $p<.001$). 다음으로 회귀분석의 기본가정을 살펴보았다. 앞에서 살펴본 바와 같이 D-W값은 2.018로 2에 가까운 값으로서 오차는 독립적으로 분포 한다는 회귀분석을 위한 기본 가정은 충족하고 있으며 공차 한계는

0.506~0.980로 0.1보다 크고 분산팽창지수(VIF)는 1.02~2.0으로 10보다 작아 다중공선성의 위험은 없는 것으로 판단되었다.

ESG 등급이 Tobin's Q에 미치는 영향은 다음과 같다.

ESG 통합등급에서는 ($\beta=0.021$, $p<0.01$) Tobin's Q에 유의한 정(+)의 영향을 미치는 것으로 분석되었다.

ESG 개별등급으로는 사회경영($\beta=0.055$, $p<0.01$)과 지배구조($\beta=0.32$, $p<0.05$)는 Tobin's Q에 유의한 정(+)의 영향을 미치는 것으로 분석되었으며, 사회와 지배구조의 등급이 높을수록 Tobin's Q가 높은 것으로 나타났다. 환경경영($\beta=0.166$, $p=0.214$)은 유의한 결과값을 도출하지 못하였다. 표준화 계수의 크기를 비교하면, 사회경영($\beta=0.055$), 지배구조($\beta=0.032$), ESG통합($\beta=0.021$) 순으로 Tobin's Q에 영향을 미치는 것으로 검증되었다.

[표 4-9] ESG 경영과 Tobin's Q 연관성에 대한 회귀분석

모형 (Tobin's Q)		비표준화 계수		표준화 계수	t	유의확률	공선성 통계량	
		B	표준화 오류	베타			공차	VIF
1	(상수)	1.040	0.396		2.624	0.010		
	LEV	0.000	0.001	-0.037	-0.480	0.632	0.992	1.008
	SIZE	-0.026	0.020	-0.134	-1.345	0.031	0.595	1.680
	FOR	0.001	0.003	0.032	0.298	0.026	0.506	1.978
	AGE	-0.001	0.002	-0.069	-0.797	0.027	0.790	1.266
2	(상수)	0.639	0.416		1.536	0.126		
	LEV	0.000	0.001	-0.035	-0.452	0.652	0.980	1.020

	SIZE	-0.024	0.019	-0.123	-1.248	0.014	0.588	1.701
	FOR	0.001	0.003	0.023	0.214	0.026	0.499	2.006
	AGE	-0.001	0.002	-0.050	-0.581	0.022	0.772	1.295
	ESG_T	0.006	0.032	0.021	0.197	0.004	0.484	1.066
	ESG_E	0.045	0.028	0.166	1.589	0.214	0.520	1.922
	ESG_S	0.014	0.027	0.055	0.539	0.000	0.558	1.793
	ESG_G	0.010	0.029	0.032	0.336	0.037	0.641	1.561

제 5 장 결론

제 1 절 연구결과 요약

본 연구는 기업의 지속가능한 경영 요소중 비재무적 성과를 측정하는 지표로서 대표적이고 현재 많은 기업들의 관심을 받고있는 ESG 등급이 기업의 단기적, 장기적 성과에 어떤 영향을 미치는지를 실증연구로 확인하였다.

선행연구를 토대로 단기적인 성과지표로서 ROA를, 장기적인 성과지표로서 Tobin's Q를 선정한 후 이들 두 지표에 대해 ESG 각 등급이 미치는 영향도를 살펴보았다. 대상 기업은 2022년 ESG 평가를 받은 기업 중 지속가능경영보고서 발간기업을 대상으로 하였다. 지속가능경영보고서 발간기업을 대상으로 한 이유는 기업의 비재무적 성과인 ESG 경영에 대해서 외부 이해관계자에게 적극적으로 의사소통을 수행하는 기업들의 장,단기 재무성과와의 연계성을 살펴보기 위해서이다. 본 연구의 주요 연구결과는 다음과 같다.

첫째, ESG 경영이 기업의 단기적인 성과인 총자산이익율(ROA)에 미치는 영향은 ESG종합등급, 사회, 지배구조가 유의미한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이를 통해 ESG 경영이 단기적 성과에 종합적으로는 긍정적 영향을 미친다고 볼 수 있다. ESG 개별활동으로 본다면 사회(Social)와 지배구조(Governance)가 긍정적 영향을 미친다고 볼 수 있다. 이러한 결과는 선행연구(김선엽, 2022)를 일부 지지하는 결과이다. 본 연구중 환경분야에서는 유의미한 결과가 나타나지 않았다.

둘째, ESG 경영이 기업의 장기적인 성과(Tobin's Q)에 미치는 영향은 ESG 통합등급과 사회, 지배구조에서는 유의미한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이를 통해 ESG 통합활동과 사회와 지배구조의 등급이 높을수록 장기적 기업가치가 높은 것으로 나타났다. 환경분야는 Tobin's Q에 유의미한 결과값을 나타내지 못했다.

본 연구의 결과를 종합해 보면 통합적인 ESG의 경영활동은 기업의 단기 적성과와 장기적 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났으며 ESG의 각 세부 활동별로는 환경분야를 제외 하고는 사회와 지배구조 모두 긍정적 영향을 미치는 것이 확인 되었다.

제 2 절 연구의 한계점 및 제언

본 연구를 통해 비재무적 활동인 ESG 경영이 기업의 지속가능한 경영성과와의 연관성을 분석하려 하였으나 다음과같은 한계점이 존재한다.

첫째, ESG 등급이 다양한 기업활동중 비재무적 지표의 객관성을 가지고 있는지에 대한 의문은 존재 한다. 다른 기관의 평가 결과를 활용 했다면 또 다른 결과가 나올 수 도 있을 것이다. 따라서 향후 연구시에는 ESG를 평가하는 여러 기관의 등급 점수를 합산하여 객관성을 확보하는 연구가 필요하다.

둘째, 기업의 지속가능한 경영성과를 대표할 수 있는 지표로 본 연구에서는 단기적 성과로 ROA를, 장기적 기업가치로 Tobin's Q를 활용 하였으나 기업의 지속가능경영성과를 나타낼 수 있는 다양한 지표를 활용할 필요성이 있다.

셋째, 본 연구에서는 통제변수로 기업규모, 기업업력, 외국인지분비율, 부채비율을 활용 하였으나 기업의 지속가능한 경영성과에 영향을 미치는 통제변수로 보다 더 다양한 지표를 활용 한다면 보다 객관적이고 신뢰도 높은 연구 결과를 도출 할 수 있을 것이다.

넷째, 본 연구의 표본은 각 기업들의 산업별 특성이 반영되지는 못하였다. 산업별 특성을 반영한 연구를 진행 한다면 보다 더 의미있는 결과가 도출 될 수 있을 것이다.

이상과 같은 연구의 한계를 극복하기 위해서는

- (1) 기업의 산업별 특성을 반영하며
- (2) 복수의 ESG 평가기관의 평가 결과를 반영하고
- (3) 기업의 지속가능경영성과의 지표로서 보다 세분화된 지표를 활용하며
- (4) 지속가능경영성과에 영향을 미치는 통제변수를 확장하여 반영 한다면
보다 효용성 있는 연구가 될것으로 기대 된다.

참 고 문 헌

1. 국내문헌

- 강원, 정무권 (2020). ESG 활동의 효과와 기업의 재무적 특성. 한국증권학회지, 49(5).
- 김광일 (2023). 강화되는 글로벌 ESG 공시규정...우리 기업의 능동적 대응 지원한다. KDI 경제정보센터, 2023(4).
- 김남균(2021). 기업의 ESG 중 환경적 요인이 단기 성과와 중장기 기업가치에 미치는 영향, 서울대학교 석사학위논문.
- 김동영 (2020). ESG평가등급이 잉여현금흐름에 미치는 영향. 상업교육연구, 24(4).
- 김리아, 김태민, 허종호 (2022). ESG경영과 직무만족, 재무성과 간 구조적관계 분석. 윤리경영연구, 22(2).
- 김민영, 이효주, 박성민 (2016). AMO에 기반한 고성과작업시스템이 조직효과성에 미치는 영향 연구. 한국인사행정학회보, 15(3), 269-303.
- 김세희, 선우희연, 이우종, 정아름 (2022), ESG 활동과 기업가치의 상관관계와 인과관계, 회계저널, 31(3), 31-60.
- 김수옥, 이치송. (2015). 지속가능경영이 기업가치와 신용평가에 미치는 영향에 대한 실증 분석. 한국산업경제학회. 정기학술발표대회. Vol.2015No.05 531-549.
- 김정희. (2016). “지속가능한 경영성과의 결정요인과 지속가능성 수준의 역할에 관한 연구”. 금오공과대학교 대학원, 박사학위논문
- 김수정(2021). K-ESG 발전 방안에 관한 연구. ESG 관련 국제표준 분석결과를 토대로. 중앙대학교. 석사학위논문.
- 김영환, 정성창 (2022). 한국기업의 ESG활동과 배당정책. 재무연구, 35(2), 108-147.
- 김한열, 2017, “기업의 ESG 성과가 재무성과 및 기업가치에 미치는 영향에 대한 인과성 연구”, 한국외국어대학교 석사학위논문

- 민미연, 2021, “기업의 지배구조 특성과 기후변화대응 전략이 기업성과에 미치는 영향에 관한 연구”, 인하대학교 박사학위논문
- 민재형, 김범석. (2019). 기업의 ESG 노력은 지속가능경영의 당위적 명제인가? 기업의재무상태에 따른 비재무적 책임 향상 노력의 차별적 효과. 경영과학, 36(1).
- 박연우, 2003, “공급사슬관리(Supply Chain Management) 성과측정과 성공요인에 관한 연구”, 중앙대학교 박사논문
- 박영석, 이효섭. 2021. 기업의 ESG 경영 촉진을 위한 금융의 역할. 『이슈보고서』 . 21-10호. 자본시장연구원.
- 박옥희, 김영기, 홍승렬, 최효근, 이승관, 김세진, 전수진, 이장우, 조재익, 박상문, 이성몽, 장승 외 5명 (2021). 『ESG 경영』 브레인플랫폼
- 삼정KPMG(2020), ESG 경영시대, 전략패러다임 대전환 , 서울:삼정KPMG.
- 사회적가치연구원(2021), ESG Handbook , 서울: 사회적가치연구원.
- 손지연, 2018, “ESG등급이 기업의 장,단기 경영성과에 미치는 영향”, 세명대학교 석사학위논문
- 양진수.(2022). 자본시장 변동 시 기업의 ESG경영 수준이 기업가치에 미치는 영향. 한성대학교 지식컨설팅대학원 석사학위논문
- 오상희, 이승태(2019). ESG 평가요소와 기업가치의 관계에 관한 연구. 전산회계연구
- 이은정, 이유경, (2021), ESG 경영이 주가수익률에 미치는 영향:COVID-19 확산에 따른 위기기간을 중심으로, 금융연구 제35권.
- 이정기, 이재혁, (2020), “지속가능경영” 연구의 현황 및 발전방향 : ESG 평가지표를 중심으로, 전략경영연구 제23권 제2호
- 이주현. (2017). 지속가능경영과 국내외 사례, 『융합경영연구』 , 32(3), 117-154.
- 임현일, 최경진. (2018). 기업의 사회적 책임과 기업 위험에 대한 실증연구. 한국산업경제학회, 산업경제연구 Vol.31 No.3 791-815
- 윤조현(2022). ESG 등급이 기업의 내부 이해관계자 관련 성과에 미치는 영향. 이화여자대학교 대학원 석사학위논문.

조정국(2022), 중소기업의 기업가정신에 따른 지속가능경영과 기업성과 간의
관계 안동대학교 대학원 박사학위논문.

한기수(1987). 기업의 사회적 책임에 관한 실증적 연구, 회계학연구.

IBK경제연구소. 2021. 'ESG의 부상, 기업은 무엇을 준비해야 하는가?'

2. 국외문헌

- Albuquerque, R., Koskinen, Y., Yang, S. Zhang, C., (2020). Resiliency of environmental and social stocks: An analysis of the exogenous COVID-19 market crash, *The Review of Corporate Finance Studies* 9(3), 593-621.
- Alex Cheema-Fox, Bridget R. LaPerla, George Serafeim and Hui (Stacie) Wang(2020, Corporate Resilience and Response During COVIE-19, Harvard report
- Akin, M. (2011). Predicting consumers' behavioral intentions with perceptions of brand personality: A study in cell phone markets. *International Journal of Business and Management*, 6(6), 193.
- Bénabou, R.& J Tirole(2010), “Individual and Corporate Social Responsibility”, *Economica*, 77(305):1-19
- Biggadike, R. (1989). The risky business of diversification. *Readings in strategic management*, 177-190.
- Carroll, A. (1979). A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance., *The Academy of Management*. 4(4), 497-505.
- Coppola & Rinkel 2020. Financing a sustainable transition. *Deloitte Insight*
- Coutu, D.L.,2002. How resilience work. *Harvard Business Review*, 80(5), pp.46-56
- Chung, S., Park, J. W., & Lee, S. (2022). The Influence of CSR on Airline Loyalty through the Mediations of Passenger Satisfaction, Airline Brand, and Airline Trust: Korean Market Focused. *Sustainability*, 14(8), 4548
- Calveras, A., & Ganuza, J. J. (2018). Corporate social responsibility and product quality. *Journal of Economics & Management Strategy*,

27(4), 804–829.

- C.S.Hollings,(1973), Resilience and Stability of Ecological system, AnnualReview of Ecology and Systematics, Vol.4:1–23
- David C. Broadstock, (2020), The role of ESG performace during timesof financial crisis:Evidence from COVID–19 in China
- Demers et al. (2021). ESG did not immunize stocks during the COVID–19 crisis, but investments in intangible assets did
- Deanna, J. R. & Thomas, N. G. (1999). Sustainability Metrics for theBusiness Enterprise. Environmental Quality Management, 8(3).
- Dash, G., Kiefer, K., & Paul, J. (2021). Marketing-to-Millennials: Marketing 4.0, customer satisfaction and purchase intention. Journal of business research, 122, 608–620.
- O’connor, C. & S. Lavowitz(2017), 「Putting the “S” in ESG: Measuring human Rights Performance for Investors」 , New York: NYU
- OECD(2020), ESG Investing: Practices, Progress and Challenges , Paris: OECD
- Ortiz-de-Mandojana & Bansal (2016). The long-term benefits of organizational resilience through sustainable business practices
- Seville et al. (2008) Organisational resilience: Researching the reality of New Zealand organisations
- Thi Hong Van Hoang, (2020). Does ESG disclosure transparency help mitigate the COVID–19 pandemic shock? An empirical analysis of listed firms in the UK.

ABSTRACT

“The impact of ESG management on the sustainable management performance of companies”

–Focusing on companies publishing sustainability management reports–

Lee, Jinsun

Major in Smart Convergence Consulting

Dept. of Smart Convergence Consulting

Graduate School of Knowledge Service
&Consulting

Hansung University

This study analyzes how ESG management, which refers to corporate social responsibility related to environmental, social, and governance (ESG), affects a company's short-term financial performance and long-term firm value. ESG management is when a company fulfills its social responsibilities related to the environment, society, and governance. ESG management plays an important role not only in a company's financial performance, but also in its reputation, trust, risk response, and sustainability. This study utilizes ESG ratings as an indicator of the level of ESG management. ESG ratings are scored

evaluations of a company's ESG-related activities and performance and are provided by various organizations through ESG evaluation services. In this study, we used ROA as an indicator of short-term financial performance and Tobin's Q as an indicator of long-term corporate value for companies that published ESG ratings and sustainability reports evaluated by the Korea ESG Standards Institute (KCGS) in 2022. For financial indicators, we utilized the Financial Supervisory Service Electronic Disclosure System (Dart) and Data guide.

IBM SPSS 26 statistical software was used to analyze the data. Regression analysis was used to test the relationship between ESG ratings, ROA, and Tobin's Q. As control variables, we used debt-to-equity ratio, firm size, firm age, and foreign ownership.

The results show that ESG ratings have a positive impact on both ROA and Tobin's Q. This means that companies with good ESG management have higher short-term financial performance and long-term firm value. This supports the hypothesis that ESG management increases firm performance and value by improving efficiency, innovation, competitiveness, and risk management. We also find that the relationship between ESG ratings and ROA and Tobin's Q is statistically significant even after controlling for control variables. These results suggest that ESG management simultaneously enhances a firm's financial stability and growth and has an independent positive impact on financial performance and firm value. This study provides evidence that ESG management has a positive impact on firm performance and value, emphasizing the importance and necessity of ESG management. It also demonstrates the appropriateness of using ESG ratings as a measure of ESG management. This study makes theoretical and empirical contributions to the literature on the relationship between ESG management and firm performance and

value, and provides directions for future research.

【Key words】 ESG management, Sustainable management performance, Sustainability management reports