석사학위논문

기업의 ESG등급과 회복탄력성에 관한 연구

2023년

한성대학교 지식서비스&컨설팅대학원

스마트융합컨설팅학과

스마트융합컨설팅전공

고 민 수

석 사 학 위 논 문
지도교수 정진택

기업의 ESG등급과 회복탄력성에 관한 연구

A study on Corporate ESG ratings and Resilience

2022년 12월 일

한성대학교 지식서비스&컨설팅대학원

스마트융합컨설팅학과

스마트융합컨설팅전공

고 민 수

석 사 학 위 논 문
지도교수 정진택

기업의 ESG등급과 회복탄력성에 관한 연구

A study on Corporate ESG ratings and Resilience

위 논문을 컨설팅학 석사학위 논문으로 제출함

2022년 12월 일

한성대학교 지식서비스&컨설팅대학원

스마트융합컨설팅학과

스마트융합컨설팅전공

고 민 수

고민수의 컨설팅학 석사학위 논문을 인준함

2022년 12월 일

심사위원장 주 형 근 (인)

심 사 위 원 서 민 교 (인)

심 사 위 원 정 진 택 (인)

국 문 초 록

기업의 ESG등급과 회복탄력성에 관한 연구

한성대학교 지식서비스&컨설팅대학원
스 마 트 융 합 컨 설 팅 학 과
스 마 트 융 합 컨 설 팅 전 공
고 민 수

지난 3년 동안 코로나19라는 유례 없는 펜데믹을 겪으면서 사람들은 공포에 떨었었고, 예측할 수 없는 일련의 경제 상황으로 시장의 불확실성도 극대화됐었습니다. 또한 코로나19와 같이 예측할 수 없는 사건은 언제든지 발생할 수 있으며, 현대사회에서는 예측할 수 없는 사회적, 환경적 문제가 발생하고 있습니다. 따라서 기업은 예측할 수 없는 사건이 발생하거나 사회적, 경제적 불확실성이 증가하는 경우에도 부정적인 사건의 부정적인 영향을 견디고 기업 가치에 심각한 피해를 입히지 않도록 하는 능력이 필요합니다. 그것을 회복탄력성이라고 합니다.

ESG는 기업 경영의 새로운 패러다임을 바꿀 수 있는 기업의 경영 활동의 일부로 부상하였으며, 일부 학자들은 기업의 단기 성과에 상당한 영향을 미친다고 주장하였습니다. 반면 ESG 관련 활동은 언론에서 언급된 중요성만큼 실질적인 영향을 미치지 못한다는 주장이 꾸준히 제기되어 왔습니다. ESG에 대한 연구를 진전시키기 위해서는 상충되는 두 주장을 자세히 살펴보고 다음과 같은 질문에 답할 수 있어야 합니다. 첫째, 독립변수의 문제로서 ESG 및 관련 활동을 어떻게 측정할 것인지가 중요합니다. 둘째, 종속변수에 대해서는 ESG와 그 활동이 어떤 성과지표에 영향을 미치는지 연구할 필요가 있습니다.

셋째, ESG 활동이 종속변수에 미치는 영향에 대한 인과적 과정을 고려할 필요가 있습니다. 넷째, 마지막으로 ESG가 성과지표에 영향을 미치는 인과적 과정이 통제변수나 맥락과 관련하여 더 잘 발현되는 상황에 대한 다양한 연구를 수행할 필요가 있습니다. 한 연구에 모든 논의를 포함시킬 수는 없지만, 연구를 많이 할수록 ESG의 역할과 효과에 대한 밀도 있는 이해가 가능할 것입니다. 본 연구는 이러한 비판적 마인드로 다음과 같은 질문에 답함으로써 ESG 관련 논의에 기여하고자 합니다. 불확실성이 높은 시기에 기업의 ESG 활동이 기업의 회복탄력성에 결정적인 영향을 미칠 수 있는가? 에 대한 연구를 최근 금리상승기에 있어서 ESG등급이 기업의 회복탄력성에 영향을 미치는지에 대해 알아보았다. 먼저 ESG 등급 각 부문을 독립변수로 설정하여 통합등급(T), E(환경), S(사회), G(지배구조)로 분류하고, 각각 가설을 설정하여 연구를 진행하였습니다.

본 연구에서는 실증분석을 통해 시장의 불확실성이 증가하는 금리상승기에 ESG등급이 기업의 회복탄력성에 유의미한 영향을 미치는지 확인해 보았습니다. 즉 지속가능을 목표로 개발된 ESG등급이 기업의 이해관계자들에게 장기간에 걸쳐 신뢰를 주고, 기업이 위기상황에서도 강건성을 유지하여 매출이 성장하는지를 확인하여 회복탄력성이 있는가 확인하였습니다. ESG 평가등급인 ESG 통합(ESG_T), ESG 환경(ESG_E), ESG 사회(ESG_S), ESG 지배구조(ESG_G) 등 4개 영역이 기업의 회복탄력성에 어떤 영향을 미치는지 실증 분석했습니다. 본 연구의 목적은 ESG 등급이 우수한 기업들이 금융시장에서 상대적으로 안정적인 회복탄력성을 보여줌으로써 투자자들에게 사회적으로뿐만 아니라 경제적으로도 안정감을 주는지를 분석하는 것입니다.

본 연구에 대한 실증분석 결과는 다음과 같다. [가설] ESG 통합경영수준(ESG T), 환경경영수준(ESG_E), 사회경영수준(ESG_S), 지배구조경영수준(ESG_G)이 기업의 회복탄력성에 정(+)의 영향을 미칠 것입니다.“ 에 대한 위계적 회귀분석결과 가설중에서 환경경영수준ESG_E), 사회경영수준(ESG_S)은 유의하였고, 통합경영수준(ESG T), 지배구조경영수준 (ESG_G) 통계적으로 유의하지 않았습니다. 또한 ESG 환경경영수준(ESG_E)은 정(+)의 영향을 미치고, ESG 사회경영수준(ESG_S)는 부(-)의 영향을 미치는 결

과가 나와 ESG 경영활동에 따라 반영된 ESG 등급이 기업의 회복탄력성에 긍정적인 영향을 미쳐 정(+)의 영향을 미칠 것이라고 생각했던 가설의 일부분에서만 일치하는 결과를 얻었습니다. ESG 등급과 기업의 회복탄력성에 미치는 영향은 ESG 부문별로 상이하게 나타난데는 연구기간을 단기적인 금리 상승기를 설정한 데 한계가 있었습니다. 향후에는 경제 상황이 불확실했던 기간에 대해 확대하여 연구가 필요하고, 연구분야를 코스피 제조업종으로 한정했던 부분에 대한 확대 연구가 필요하고, 강건성 지표로 매출성장률 이외의 대용변수를 통해 ESG등급이 기업의 회복탄력성에 미치는 영향에 대한 분석이 필요할 것입니다.

【주요어】 ESG, 회복탄력성, 평가등급, 통합, 환경, 사회, 지배구조, 매출성장률, 강건성

목 차

제 1 장 서론 ····· 1

제 1 절 연구의 배경 및 목적 ····· 1
제 2 절 연구의 방법과 범위 ····· 3

제 2 장 이론적 배경 및 선행연구 고찰 ····· 5

제 1 절 지속가능 경영 ····· 5
제 2 절 ESG등장과 시장의 변화 ····· 9
제 3 절 ESG경영과 ESG투자 ····· 12
제 4 절 ESG현황과 평가 ····· 15
제 5 절 ESG등급과 회복탄력성 대한 선행연구 ····· 26

제 3 장 연구방법론 ····· 32

제 1 절 연구모형 ····· 32
제 2 절 연구가설 ····· 33
제 3 절 변수에 대한 정의 ····· 34
제 4 절 표본의 선정 ····· 36

제 4 장 분석 결과 ····· 38

제 1 절 기술통계량 ····· 38
제 2 절 상관관계 분석 ····· 39
제 3 절 위계적 회귀분석 결과 ····· 40

제5장 결론 및 시사점 ····· 46

제 1 절 연구요약 및 시사점 ····· 46
제 2 절 연구의 한계 및 향후 연구 방향 ····· 47

참 고 문 헌 ····· 49

ABSTRACT ····· 55

표 목 차

[표 2-1] 지속가능경영에 대한 선행연구 ····· 6
[표 2-2] 국내외 학자의 지속가능경영의 정의 ····· 8
[표 2-3] ESG 경영의 정의 정리 ····· 10
[표 2-4] 글로벌 지속가능 투자자산(지역별) ····· 15
[표 2-5] 한국기업지배구조원(KCGS)의 ESG 평가 절차 ····· 19
[표 2-6] 한국기업지배구조원(KCGS)의 ESG 부문별 평가 Ⅰ ····· 20
[표 2-7] 한국기업지배구조원(KCGS)의 ESG 부문별 평가 Ⅱ ····· 21
[표 2-8] ESG 평가 일정 ····· 22
[표 2-9] ESG 등급 명칭 및 의미 ····· 23
[표 2-10] 전년대비 2021년 ESG 통합등급별 부여 현황 ····· 24
[표 2-11] 전년대비 2021년 ESG 등급 부여 현황(유가증권시장) ····· 25
[표 2-12] 회복탄력성 정의 ····· 28
[표 3-1] 연구모형 ····· 32
[표 3-2] KCGS ESG 등급: ESG 관리체계 및 위험의 수준 ····· 34
[표 4-1] 기초통계분석 결과 ····· 38
[표 4-2] 상관관계 분석(2022년 3분기) ····· 40
[표 4-3] 모형요약 ····· 41
[표 4-4] 분산 분석 ····· 42
[표 4-5] 위계적 회귀 분석 ····· 43
[표 4-6] 기업의 ESG등급이 회복탄력성에 미치는 영향 ····· 44

그 림 목 차

[그림 2-1] 회복탄력성과 시간/성과의 관계 ····· 30
[그림 3-1] 한국과 미국의 금리인상 ····· 35

제 1 장 서론

제 1 절 연구의 배경 및 목적

지난 3년 동안 코로나19라는 유례 없는 펜데믹을 겪으면서 사람들은 공포에 떨었었고, 예측할 수 없는 일련의 경제 상황으로 시장의 불확실성도 극대화됐습니다. 금융시장은 급격하게 무너졌고 기업의 기업가치는 순식간에 훼손됐습니다. 또한 코로나19와 같이 예측할 수 없는 사건은 언제든지 발생할 수 있으며, 더욱 예측할 수 없는 사회적, 환경적 문제가 발생하고 있습니다. 따라서 기업은 예측할 수 없는 사건이 발생하거나 사회적, 경제적 불확실성이 증가하는 경우에도 부정적인 사건의 부정적인 영향을 견디고 기업 가치에 심각한 피해를 입히지 않도록 하는 능력이 필요합니다(Coutu, 2002). 그것을 회복탄력성이라고 합니다.

Resilience, 즉 회복탄력성은 옥스퍼드 사전에서 “어려움에서 빠르게 회복할 수 있는 능력, 강인함”으로 정의하고 있으며, WEF 세계경제포럼에서는 회복탄력성을 “발생할 것 같지 않지만 매우 큰 위험에 유연하게 대응하여 비즈니스 기회로 전환하는 능력”으로 정의하고 있습니다. 본 연구에서 회복탄력성은 강한 외부 충격을 상대적으로 견디는 능력으로 정의되며(David C. Broadstock, 2020; Thi Hong Van Hong, 2020; Alex Cheema-Fox, 2020), 이것이 기업의 내부 경영 역량으로, 이해관계자와 이해관계자의 신뢰를 바탕으로 확보된다고 합니다. 따라서 ESG 관리 수준에 따라 리스크를 보다 잘 예측하고 예상치 못한 외부 충격에 보다 잘 대응할 수 있을 것으로 기대됩니다. 본 연구에서는 불확실한 경제상황에서의 기업의 ESG활동이 회복탄력성에 어떤 영향을 미치는지에 대해 확인하였습니다. 21세기에 접어들면서 기업의 경제적, 사회적 중요성이 커지면서 기업의 사회적 책임(CSR)에 대한 대중의 인식과 요구가 높아지고 있습니다(김동주, 2009). 기업의 사회적 책임에 대한 개

념은 1950년대부터 미국을 비롯한 유럽의 선진 국가에서 활발히 논의되고 연구되었으며(Carroll. 1979), 우리나라에서도 기업의 사회적 책임에 대한 관심과 활발한 논의가 1980년대부터 시작되었습니다(한기수, 1987; 정영모, 2007). 기업의 사회적 책임에 대한 구체적 활동은 단순히 기업의 자선 행사, 기업 이미지 제고와 마케팅 수단으로만 치부할 것이 아니라 기업의 전략에 따라 성실히 수행되어야 함을 강조하고 있습니다.

한편, 기업신뢰의 문제에서 지속가능성이 대두되고 있으며, 많은 기업들이 단기적인 이익을 추구하기 위해 환경적, 사회적 책임을 소홀히 하면 결국 기업의 지속가능성을 훼손하고 심각한 피해를 초래한다는 사실을 알게 되었습니다. 대표적으로 1990년대에 아동 노동 문제로 매출 급감과 주가 하락 등 막대한 손실을 입었던 나이키의 경우와 분식회계로 파산한 엔론의 경우, 노무관리 부실, 막대한 재정부담으로 법정관리로 이어진 델파이의 예가 있습니다.

이러한 기업에 대한 신뢰의 위기는 전통적인 투자 관행에 제동을 걸었고, 투자자들은 기존의 재무 성과를 기반으로 평가 되던 기업의 표면적인 단기 성과보다 장기적인 지속 가능성에 더 많은 관심을 갖게 되었으며, 자본 시장의 새로운 위치를 차지하게 되었습니다(고재민, 2004).

기업의 ESG 성과도 투자의 핵심 지표로 널리 활용되고 있습니다. 미국, 유럽, 일본 등 선진 자본시장에서는 이미 윤리적이고 친환경적인 기업에 투자하는 사회책임투자(socially responsible investment)가 크게 활성화되었습니다. SRI는 매출이나 수익성 외에 기업의 지속가능성에 영향을 미치는 비재무적 요소인 ESG에 투자하여 장기적인 투자수익률을 추구합니다. GSIA(Global Sustainable Investment Alliance)에 따르면 2018년 기준 미국(일본)의 경우 전문 운용사가 운용하는 전체 자산 중 지속 가능한 투자 전략으로 운용되는 자산의 비중은 26%(18%)이며, 이는 엄청난 비중입니다. 이러한 세계적인 추세에 발맞추어 최근 국민연금공단 등은 한국의 ESG 관련 사회책임투자 규모를 대폭 확대하기로 했습니다. 친환경 제품 생산 및 설비투자, 사회공헌을 위한 사회공헌활동, 투명한 지배구조를 위한 감사기구 설치 등에는 많은 비용이 소요됩니다. 한편, 환경 활동은 환경문제 발생의 위험을 줄일 수 있고, 사회활동은 기업의 이미지와 명성을 높일 수 있으며, 지배구조 활동은 기업 재무정보

의 투명성을 높일 수 있습니다. 이러한 ESG 투자는 재무제표에 나타나지 않는 기업의 미래 경쟁력과 수익성을 결정하는 중요한 자산으로 장기적인 접근과 성과 평가가 필요합니다(강원,정무권. 2020).

제 2 절 연구의 방법과 범위

ESG는 기업 경영의 새로운 패러다임을 바꿀 수 있는 중요한 운동으로 부상하였으며, 일부 학자들은 기업의 단기 성과에 상당한 영향을 미친다고 주장하였습니다(Albuquerque et al. 2019; Lins et al. 2017). 반면 ESG 관련 활동은 언론에서 언급된 중요성만큼 실질적인 영향을 미치지 못한다는 주장이 꾸준히 제기되어 왔습니다(Demers et al. 2021). ESG에 대한 연구를 진전시키기 위해서는 상충되는 두 주장을 자세히 살펴보고 다음과 같은 질문에 답할 수 있어야 합니다. 첫째, 독립변수의 문제로서 ESG 및 관련 활동을 어떻게 측정할 것인지가 중요합니다. 둘째, 종속변수에 대해서는 ESG와 그 활동이 어떤 성과지표에 영향을 미치는지 연구할 필요가 있습니다. 셋째, ESG 활동이 종속변수에 미치는 영향에 대한 인과적 과정을 고려할 필요가 있습니다. 넷째, 마지막으로 ESG가 성과지표에 영향을 미치는 인과적 과정이 통제변수나 맥락과 관련하여 더 잘 발현되는 상황에 대한 다양한 연구를 수행할 필요가 있습니다. 한 연구에 모든 논의를 포함시킬 수는 없지만, 연구를 많이 할수록 ESG의 역할과 효과에 대한 밀도 있는 이해가 가능할 것입니다.

본 연구는 이러한 비판적 마인드로 다음과 같은 질문에 답함으로써 ESG 관련 논의에 기여하고자 합니다. 불확실성이 높은 시기에 기업의 ESG 활동이 기업의 회복탄력성에 결정적인 영향을 미칠 수 있는가? 이 질문은 위에서 언급한 ESG 연구의 네 가지 발전 방향에 다음과 같은 방식으로 기여합니다. 먼저 ESG 등급을 독립변수로 T(통합), E(환경), S(사회), G(지배구조)로 분류하고, 각각의 가설을 설정합니다. 또한 ESG가 기업의 회복탄력성에 영향을 미치는 과정에 회복탄력성과 관련된 재무성과 지표에 영향을 미칠 수 있습니다는 인과적 설명을 정립하고, 이를 바탕으로 가설을 수립하고 확인해야 할 사

항을 제시합니다. 그리고 마지막으로 통제변수를 도입하여 확인하는 것은 불가능하지만 불확실성이 높은 상황에서 ESG에 대한 설명이 더 잘 표현될 것으로 추정되어, 불확실성이 커진 2022년 3분기를 연구의 배경으로 삼았습니다. 연구기간은 코로나19 발생 이후 글로벌 확장적 재정정책으로 인한 극심한 인플레이션에 대응하기 위해 미국뿐 아니라 우리나라도 금리를 큰 폭으로 인상한 데다 불확실성이 커진 현 시장에서 ESG의 각 분야별 등급이 회복탄력성에 어떤 영향을 미치는지를 연구하여 향후 코로나19와 같이 예측 불가능하거나 예측하기 어려운 사건이 발생 했을 때 기업의 회복탄력성을 갖추도록 ESG 경영의 중요성을 일깨워, 이를 통해 기업의 장기적인 회복탄력성 확보에 기여할 수 있도록 할 것입니다.

제 2 장 이론적 배경 및 선행연구 고찰

제 1 절 지속가능경영

급변하는 사회 환경 속에서 지속가능성이 가장 중요한 가치가 되었고, 기업 전략으로서의 지속가능경영이 대두되었습니다. 기업은 더 이상 단순히 사회와 분리된 독립적이고 자율적인 주체가 아니라 우리 사회 공동체의 구성원으로서 사회 속에서 관계를 형성하고 사회 내 생태계에서 지속적으로 상호작용합니다. 이 과정에서 기업 운영의 전략적 방향이 결정된다고 할 수 있습니다(박춘란, 2007; 정영모, 2007; 박병일 & Cave, 2013). 따라서 이제 기업은 단순한 이윤 추구를 넘어 사회적 유기체로서 사회와 유기적인 관계 속에서 적극적인 활동을 추구하고, 기업의 발전에 발맞춰 사회에 대한 책임을 보다 넓은 의미에서 수행하며, '인간적 가치'를 실현하고 있습니다(정영모, 2007). 지속가능경영은 기업활동에 영향을 미치는 사회적, 환경적, 경제적 문제를 균형 있게 고려하면서 기업의 지속가능성을 추구하는 경영활동입니다. 즉, 지금까지 기업이 추구해온 매출, 이익 등 재무성과뿐만 아니라 환경, 사회, 윤리적 문제 등 비재무적 성과도 중요하게 여기는 경영을 통해 지속적으로 기업가치를 향상시키는 경영기법입니다(박현성, 2010). 따라서 경제적 가치, 환경적 가치, 사회적 가치는 지속가능경영의 트리플 보텀라인(TBL) 역할을 합니다. 지속가능경영은 기존 기업성과 기준인 재무성과 중심의 경영보다 장기성과를 중시하고 잠재고객인 미래고객을 포함, 기업 내부에서 외부로 소통을 확대하고 전략적으로 정보를 공개합니다. 지속가능경영은 윤리경영, 사회적 책임경영, 이해관계자경영 등으로도 불리며(Deanna & Thomas, 1999), 기업의 지속가능성을 판단하는 대표적인 지표가 다우존스 지속가능지수(DJSI)입니다. 지속가능경영은 오늘날 국내외 많은 기업들이 주요 경영전략으로 채택하고 있으며 이를 경영에서 적극적으로 추진하고 있습니다(이주헌, 2017). 지속가능경영은 ESG의 기본 개념으로, 오늘날의 ESG는 사회적 책임과 지속가능경

영이 진화하고 제도화·표준화되는 것으로 이해할 수 있습니다(박옥희 외, 2021). 기업의 경영방식은 대부분 경제적 이익에만 관심이 있지만, 지속가능경영은 경제적 이익과 함께 환경적, 사회적 책임을 추구하려는 경영방식이라고 할 수 있습니다(홍성헌, 2010). 글로벌 기업을 중심으로 인류의 지속가능성에 기여할 수 있는 지속가능경영이 기업의 새로운 경영 패러다임으로 빠르게 확산되고 있어 기업경영 방식의 변화가 필요한 시점입니다. 이러한 변화는 지구의 환경오염, 심각한 빈곤을 비롯한 사회적 갈등, 이해관계자의 인식과 기업 목적의 다양한 변화 등이 기업경영이나 기업경쟁력의 새로운 척도가 등장했기 때문입니다(김정희, 2016).

지속가능성에 대한 정의는 1987년 유엔총회 산하 기구인 세계환경개발위원회(WCED)의 지속가능발전보고서에서 처음 소개되었습니다. 이러한 개념은 현재 세대가 자신의 욕구를 충족시키기 위해 미래세대의 욕구를 충족시킬 수 있는 능력을 훼손하지 않으면서 현재세대의 욕구를 충족시키는 것이라고 합니다(이정애, 2021). 2008년 2월 국내에서 제정된 「지속가능발전기본법」에 따르면, '지속가능성'의 개념은 미래세대가 사용하는 경제적, 사회적, 환경적 자원 등의 자원을 낭비하거나 여건을 저하시키지 않고 서로 조화롭고 균형 잡힌 것으로 현세대의 요구에 부응하는 것을 '지속가능성'의 개념으로 정의됩니다.(지속가능발전포탈, 2008).

[표 2-1] 지속가능경영에 대한 선행연구 - 1

연구자	연구내용
Deanna & Thomas(1999)	지속가능경영은 윤리경영, 사회책임경영, 이해관계자경영 등으로도 칭함
Reed(2001)	지속가능경영은 주식 가치를 높이고 기업의 외부 이해관계자들과 환경적, 사회적 가치를 증대하고자 하는 기업의 자체적 전략
EU(2002)	기업이 경영활동에 관여하는 이해관계자와의 사회적 관심, 환경적 관심을 반영하는 개념으로 지속가능경영을 정의

[표 2-1] 지속가능경영에 대한 선행연구 - 2

연구자	연구내용
박종철 외(2009)	기업의 사회적 책임과 지속가능한 발전이라는 두 가지 요소의 결합이 지속가능경영의 핵심 사항
박현성(2010)	기업들이 중요하게 추구했던 매출과 이익 등 재무적 성과뿐 아니 라 환경문제, 사회문제, 윤리 문제 등 비재무적 성과에 대해서도 함께 고려하는 경영을 통해 지속해서 기업의 가치를 향상하게 시키려는 경영기법
홍성헌(2010)	기업의 경영방식은 대다수 경제적 수익에만 관심이 있는 반면에, 지속가능경영은 환경적 책임과 사회적 책임을 기업의 경제적 수익과 함께 추구하고자 하는 경영방식
김광수 외(2011)	지속가능한 발전을 위하여 환경, 사회, 경제의 통합적 책임을 지 는 것으로 정의
김혜숙(2013)	기업경영에 영향을 미치는 사회적 문제, 환경적 문제, 경제적 문 제를 균형적으로 고려하여 기업이 지속해서 발전하려는 새로운 경영방식
이주헌(2017)	지속가능경영은 오늘날 국내외 수많은 기업이 주요 경영전략으로 채택하고 이를 경영에 적극적으로 추진함
박옥희 외(2021)	지속가능경영은 ESG의 근원적인 개념으로 오늘날의 ESG는 사회적 책임과 지속가능경영이 진화하여 제도화 및 규범화된 것으로 이해함

자료: 선행논문을 토대로 연구자가 정리(양진수, 2021)

[표 2-2] 국내외 학자의 지속가능경영의 정의

연구자	연구내용
Reed(2001)	기업의 지속가능성(Coporate Sustainability)이 주주 가치를 제고시키는 동시에 외부 이해관계자들에 대한 사회 및 환경적 가치를 부가하려는 기업 전략
WBCSD(2002)	근로자와 그들의 가족, 지역사외 및 사회전반의 삶의 질을 개선시키며 이들과 더불어 지속가능한 경제적 발전을 하기 위한 기업들의 노력
Hart & Milstein(2003)	지속가능성의 세 가지 축(Triple Bottom Line:TBL)으로 알려진 경제적, 사회적, 환경적 편익을 동시에 창출하는 것
KBCSD(2004)	환경, 경제, 사회의 지속가능성을 위해 기업이 노력하는 동시에 이에 따른 리스크를 최소화하고 주주 가치를 포함한 기업 가치를 제고 시키려는 경영활동
장윤상(2004)	지속 가능한 시대에 기업을 경영하는 방식이자 새롭게 달라지는 경쟁의 양상, 지속가능한 발전에서 추구하는 주요한 세 가지 축의 경제, 환경, 사회 측면에서 기업이 지속적인 성과를 창출하고 궁극적인 경쟁우위를 확보하여 기업의 가치를 증진시키는 것
Statman(2005)	주주가치를 제고시키는 것과 함께 외부 이해관계자들에 대한 사회, 환경의 가치를 부가하려는 기업전략
남상민(2009)	기업의 모든 경영활동에 대한 과정을 경제적 수익성, 환경적 건전성, 사회적 책임성을 기초로 통합적인 추진을 통해 지속가능한 발전을 추구하는 경영 패러다임
윤대혁(2011)	지속가능한 발전을 위한 기업과 산업계의 역할을 강조하면서 요구되고 있는 새로운 경영패러다임, 환경적 건전성, 사회적 책임성, 경제적 수익성의 측면에서 바람직한 리더십을 발휘하여 책임성과 투명성을 확보하여, 이 세 가지 영역에서 높은 성과를 이룰 수 있는 통합된 경영전략과 활동
민순홍외(2012)	지속가능성 문화를 구제적으로 실천하는 관찰 가능한 기업과 기업 구성원의 구체적인 경영행위

제 2 절 ESG등장과 시장의 변화

세계 경제의 급속한 성장 이면에는 1990년대 이후 지속가능한 성장을 위해 환경과 고용 분야의 문제가 국제기구와 투자자들로부터 주목받고 있습니다. 이러한 논의 과정에서 환경 및 사회적 이슈를 고려한 투자와 금융 활동을 의미하는 지속가능금융이 주목을 받아 왔습니다. IMF(2019)는 지속가능금융에 대해 ESG 원칙을 기업경영에 있어서 의사결정, 경제개발 및 투자전략에 통합하는 것으로 정의하고 있습니다.

일반적으로 ESG 활동이 우리 사회에 이익을 가져다 준다는 의견이 제기되었습니다. Benabou & Tirolle(2010)은 기업들이 사회적 요구에 따라 운영비용과 공시비용이 수반되더라도 다양한 이유로 사회에 이익을 가져다주는 바람직한 사업활동을 한다고 주장합니다. Lins, Serbaes, & Tamayo(2017)는 ESG에 대한 기업 활동이 기업과 이해관계자 간의 신뢰를 강화할 수 있다고 설명합니다. 이러한 활발한 논의의 배경에는 ESG가 가져오는 사회적 이익뿐만 아니라 기업의 장기적인 이익 창출에도 ESG가 매우 중요한 역할을 한다는 인식이 커지고 있기 때문입니다. IMF(2019)는 기업의 ESG 활동이 장기적으로 ESG 관련 리스크를 파악해 사회에 편익을 제공하면서 수익창출에 기여할 수 있다는 점이 입증됐기 때문에 지속가능금융이 성장하는 이유라고 설명하고 있습니다. 다만 투자자 입장에서는 기업이 ESG 원칙을 어떻게 반영하는지에 대한 정보 제공이 현재 미흡하다는 지적이 있습니다.

한편, 지속가능투자(sustainable investment)는 흔히 ESG 투자라고 하며, ESG 투자는 사회적 책임투자, 윤리적 투자, 임팩트 투자 등으로 다양하게 불립니다(금융위원회, 2021). 이러한 사회적 책임투자는 일반적으로 윤리적 또는 종교적 이유로 기업이나 해당 산업을 투자포트폴리오에서 배제하는 네거티브 스크리닝 투자전략으로 시작되었습니다. 최근 상대적으로 규모가 작지만 빠르게 성장하고 있는 임팩트 투자는 사회적, 환경적 이슈에 영향을 미치기 위한 투자라고 할 수 있습니다. 지속가능투자 또는 ESG 투자는 활동 정도에 따라 다양하게 분류할 수 있습니다. 대표적으로 O'connor & Lavowitz(2017)는 지

속가능한 투자를 다음과 같은 세 가지 방법으로 분류합니다.

첫 번째 방법은 부정적인 기업 또는 긍정적인 기업을 선별 방법입니다. 이 분류 방식은 특정 가치를 침해하는 기업을 배제하거나, ESG 가치가 있거나 성과가 좋은 기업을 적극적으로 선정하는 방식입니다.

두 번째 방법은 사회적 또는 환경적 목표를 가진 기업이나 프로젝트에 대해 영향력 있는 투자를 하는 것입니다.

세 번째 접근법은 ESG 원칙을 전통적인 기업 재무 분석 방법에 통합하는 것입니다.

[표 2-3] ESG 경영의 정의 정리-1(양진수, 2021)

순	ESG경영의 정의
1	과거 기업의 경영활동에서 나타난 환경문제, 사회문제 등의 외부효과와 불투명한 지배구조로 인한 대리인 문제를 기업 스스로 내재화한 것으로 기업의 목적을 경제적 가치와 사회적 가치의 공동 제고로 설정하고 이해관계자의 효용 증대를 목표로 인적자원과 물적자원을 효율적으로 배분하는 것으로 정의하고 기업은 이해관계자 효용 제고를 목적함수로 두지 않으면 지속 가능한 성장이 어려울뿐더러 환경·사회· 지배구조 관련 규제 강화에 대응하기 위해서라도 ESG 경영을 추구해야 함(김광민, 2019).
2	ESG 관점에서 기업의 비전과 목표를 설정하고 이러한 목표를 달성할 수 있는 전략과 과제, 실행 체계 등을 구축해 일관되게 추진하는 것(이효정, 김규림, 임두빈 외, 2021).

[표 2-3] ESG 경영의 정의 정리-2(양진수, 2021)

순	ESG경영의 정의
3	주주자본주의에서 이해관계자 자본주의로의 전환을 목표로 기업이 환경, 사회(Social), 지배구조(Governance) 부분에 의미 있는 자원을 배분하는 경영 전략이며, 경제학적 관점에서 과거 기업의 경영활동 과정에서 나타난 환경문제, 사회문제 등의 외부효과와 주주-이사회 간 대리인 문제를 기업 스스로 내재화한 경영 전략(박영석, 이효섭, 2021).
4	투명한 지배구조를 바탕으로 경영활동에 따른 환경, 지역사회, 고객 등 경제·사회적 영향을 내재화하여 기업의 재무적, 비재무적 가치를 동시에 높이고자 하는 경영활동(IBK경제연구소, 2021).
5	과거 기업의 경영활동에서 나타난 환경문제, 사회문제 등의 외부효과와 불투명한 지배구조로 인한 대리인 문제를 기업 스스로 내재화한 것으로 기업의 목적을 경제적 가치와 사회적 가치의 공동 제고로 설정하고 이해관계자의 효용 증대를 목표로 인적자원과 물적자원을 효율적으로 배분하는 것으로 정의하고 기업은 이해관계자 효용 제고를 목적함수로 두지 않으면 지속 가능한 성장이 어려울뿐더러 환경·사회· 지배구조 관련 규제 강화에 대응하기 위해서라도 ESG 경영을 추구해야 함(김광민, 2019).
6	ESG 관점에서 기업의 비전과 목표를 설정하고 이러한 목표를 달성할 수 있는 전략과 과제, 실행 체계 등을 구축해 일관되게 추진하는 것(이효정, 김규림, 임두빈 외, 2021).

제 3절 ESG경영과 ESG투자

최근에는 국내외적으로 ESG에 대한 논의가 매우 활발합니다. ESG는 기업의 비재무적 요소인 환경(E), 사회(S), 지배구조(G)를 의미하는 개념입니다. 경제발전 과정에서 계층 불평등 확대, 환경오염 등의 문제가 심각해지면서 국제적으로 ESG에 대한 관심이 크게 높아지고 있습니다(박경서, 2021). 현재 글로벌 금융사, 투자은행, 신용평가사 등이 ESG를 상품 개발과 투자 의사결정에 적극 반영하고 있어 ESG 표준 도입 논의가 촉발되고 있습니다. 특히 코로나19 사태 이후 ESG는 탄소배출 감축, 순환 경제, 사회공헌, 투명한 거버넌스를 지향하는 기업들의 새로운 경영 트렌드로 떠오르고 있습니다(삼정KPMG, 2020). 코로나19 이후 기업들이 셧다운, 공급망 혼란, 임직원들의 감염병 발생 등을 겪으면서 수요 부문의 근본적인 변화와 고객 가치의 새로운 정립이 이뤄졌기 때문입니다. 이에 최근 ESG 경영에 대한 패러다임 전환이 빠르게 이루어지고 있으며, 기업의 경영방식을 ESG 경영시스템으로 재정립하려는 노력이 이루어지고 있습니다.

ESG의 실제 적용사례를 살펴보면, 환경분야에서 기업 ESG 경영을 성공적으로 구축한 사례는 친환경 펀드 조성과 저탄소 경영을 추진한 마이크로소프트의 사례(김국현, 2021년 5월 30일 검색)이며, 마이크로소프트는 2020년 1월 기후혁신 펀드(climate innovation fund)를 조성하여 추진하고 있습니다. 10억 달러의 기금을 통해 2030년까지 탄소 제거 기술의 개발하고 데이터 센터와 사무실에 100% 신재생에너지를 사용(2025년까지)하고, 업무용 차량을 전기차로 전환(2030년까지)하는 등 저탄소 관리를 목표로 하고 있습니다. 이와 함께 친환경 데이터센터 구축을 위한 '프로젝트 나틱(Project Natick)' 계획을 발표했으며, 프로젝트 나틱은 친환경 재생에너지를 활용해 데이터센터를 운영하는 계획입니다. 이 프로젝트는 2015년에 시작되었으며 데이터 센터 운영을 위한 미래 청사진을 2020년에 계획하여 발표하고 데이터 센터의 효율성, 실용성 및 친환경 잠재력을 검토해 가고 있습니다.

엑손모빌(ExxonMobil)은 기후변화 대응을 위한 소극적 경영활동으로 기업 실적이 하락한 ESG 경영의 대표적 실패사례입니다(현상철, 2021.6.5). 검색).

엑손모빌은 1970년대 이후 화석연료로 인한 기후변화 위기를 인지하고도 미온적으로 대응해왔습니다. 예컨대 기후변화 대응에 소극적이었던 엑손모빌을 지원한 연구기관에 거액의 자금을 지원하고, 국민들이 지구 온난화에 대한 잘못된 인식을 갖도록 유도했습니다. 이런 부적절한 대응이 누적되자 미국의 환경단체(conservation law foundation)와 뉴욕주 정부는 2016년 기후 위험을 묵인했습니다며 엑손모빌을 고소했습니다. 석유·가스 투자에 비해 신재생에너지 투자에 매우 소극적이었던 엑손모빌은 이런 경영활동이 누적되면서 결국 2020년 큰 실적 부진을 겪었습니다. 2013년에는 시가총액 기준으로 에너지 부문 최대 기업이었으나 2020년 기준으로 신재생에너지 기업인 넥스테라에너지보다 낮은 수준으로 떨어졌습니다.

사회(S) 분야에서 성공적으로 ESG 경영을 구축한 사례는 애플(Apple)의 사례입니다(중소기업연구소, 2021). 애플은 매년 전세계 협력업체들의 근로조건 및 인권문제(근로시간, 안전, 근로환경 등), 훈련사항(건강, 기술 등)에 대한 평가하는 실행계획을 마련했고, 제품 디자인부터 제품 조립 공정, 물류센터, 유통까지 소매점 등 모든 파트너 단계에 적용되고 있습니다.

2019년 기준으로 약 50개국에서 1,100개 이상의 협력사가 평가를 받고 있는 것으로 알려졌습니다. 2021년 1월에는 인종 평등과 정의 이니셔티브(racial equity and justice Initiative)를 발표했습니다. 인종평등과 정의이니셔티브는 1억 달러의 예산과 인종차별 퇴치를 위한 프로젝트로 지역사회 교육 이니셔티브(community education initiative), 형사사법 개혁(equal justice initiative), 경제적 불평등(impact accelerator) 등이 포함 되어 있습니다.

나이키는 해외 공장에서 인권 문제 발생에 대해 미흡한 대응으로 ESG 경영 실패를 경험했습니다(현상철, 2021.6.5. 검색). 1996년 나이키는 해외 공장에서 노동 착취와 학대 등 인권 침해 사건이 발생했습니다. 이 사건은 일부 해외 공장에서는 근무시간에 화장실에 가지 못하게 하는 등 노동자들을 신체적으로 학대하기도 했고, 이밖에 주 근로시간이 60시간을 초과하고, 추가 연장 근로를 요구하는 등의 인권문제가 남아시아 공장의 절반 이상에서 불거졌습니다. 나이키는 본사가 해외 공장의 인권 문제에 대해 책임이 없다고 주장하면서 경쟁사의 노동정책에 문제를 제기하며 문제를 회피했고, 나이키가 국가

와 지역의 일자리 창출과 경제 발전에 기여한다고 계속 주장했습니다. 나이키의 부실 대응이 대규모 불매운동을 촉발하면서 1997년 매출의 37%가 1년 만에 감소했습니다.

지배구조(G) 분야에서 ESG 경영을 성공적으로 구축한 사례로는 블랙록(BlackRock) 자산운용의 사례(중소기업연구소, 2021)가 있습니다. 세계 최대 자산운용사인 블랙록이 ESG 경영활동이 미흡한 투자기업에 적극적으로 주주권을 행사하고 있습니다. 주주권의 행사 비중은 2018년 1,931건에서 2019년 2,935건으로 증가한 것으로 알려졌습니다. 예를 들어 기업의 ESG 관련 공시가 미흡한 경우에는 감시(on-watch) 대상기업으로 분류하고, 해당 기업에게는 약 12~18개월의 ESG 공시에 필요한 보완 기간으로 부여하고, 그 기간 내에 ESG 관련 공시가 이뤄지지 않거나 만족스럽지 못한 경우에는 주주권을 행사합니다. 이렇게 블랙록은 또한 지배구조(G)의 결함에 대한 우려를 표명하는 수단으로 의결권을 사용하고 있습니다. 이러한 주주권은 장기적인 기업가치 극대화를 도모하기 위해 시행되는 것으로 구속력은 없지만 지배구조에 대한 경고 차원에서 투표에 참여합니다. 블랙록은 2020년 주주총회에서 총 53개 투자 기업에서 주주권을 행사한 것으로 알려졌습니다.

카릴리온(Carillion)은 지배구조 리스크로 인한 대표적인 파산사례입니다(현상철, 2021. 6. 5. 검색). 카릴리온은 영국에서 두 번째로 큰 건설 회사이며, 2018년 1월에는 영국 역사상 최대 규모의 기업 파산을 기록했습니다. 카릴리온의 총 임직원은 약 43,000명이었고 매출은 50억 파운드를 넘었었습니다. 국제 컨설팅업체 프라이스워터하우스쿠퍼스(PWC)는 카릴리온의 파산 원인 중 하나를 지배구조의 문제로 평가했습니다. 파산 당시 파릴리온은 326개 계열사의 이사회 구성과 이름조차 몰랐던 것으로 알려졌습니다. 그러나 카릴리온은 기업 실적 악화에도 불구하고 회사 임원들에게 과도한 성과급을 지급하는 등 적절한 지배구조를 갖추지 못했었습니다. 경영진은 기업 구조조정과 사업 구조조정의 필요성을 무시했고, 이사회는 회사를 감독하지 못하고 적절한 대응책을 마련하지 못해 결국 카릴리온을 파산으로 몰고 갔습니다(조대형, 2021). 글로벌 ESG 투자자산 규모는 제시하는 기관마다 차이가 있지만, 그 규모는 지속적으로 증가하는 경향이 있습니다. IMF(2019)에 따르면 JP모건은

ESG 관련 글로벌 자산 규모를 3조 달러로 추정하고 있으며, 글로벌지속가능투자동맹(GSIA)은 31조 달러 안팎으로 추정하고 있습니다. 금융위원회(2021년)에 따르면 2020년 6월 말 현재 ESG 관련 글로벌 투자 규모는 약 40조 5000억 달러로 보고되고 있습니다. 특히 UN PRI(Principle for Responsible Investment) 참여 규모가 지속적으로 확대되고 있으며, 책임투자 대상 자산 수도 꾸준히 증가하고 있습니다. 2020년 3월 기준 유엔 PRI 참여 기관은 3,038개로 전년 동월(2,092개) 대비 29% 증가했습니다. 이에 따라 PRI 참여 기관이 대표하는 총 자산운용 규모도 2020년 3월 기준 103조4000억 달러로 전년 동월(86조3000억 달러) 대비 20% 증가했습니다(이시연, 2021).

[표 2-4] 글로벌 지속가능 투자자산(지역별) 단위:10억달러

지역	2016년	2018년	2020년
유럽	12,040	14,075	12,017
미국	8,723	11,995	17,081
캐나다	1,086	1,699	2,423
호주,아시아	516	734	906
일본	474	2,180	2,874
계	22,839	30,683	35,301

(양진수, 2021)

제 4절 ESG현황과 평가

금융안정위원회(FSB)는 G20의 요청에 따라 기업의 기후변화에 따른 재무적 영향에 대한 공시체계 마련을 위한 태스크포스(TCFD)를 구성하고 2017년 7월 기업 ESG 경영활동 공시와 관련한 가이드라인을 발표했는데, 이후 ESG 경영에 대한 관심이 높아지면서 기업들이 ESG 관련 정보를 공개하기 위한 제도를 도입하는 수가 꾸준히 증가하고 있습니다(금융위원회, 2021). 유럽 국가들은 일반적으로 법률에 근거하여 ESG 정보 공개를 의무화하는 경향

이 있습니다. 기업의 비금융정보 공개를 의무화한 EU Directive에 따라 각국이 입법을 추진하고 있습니다. 미국과 일본은 거래소에 대한 규정이나 특정 이슈에 대한 공시를 통해 관련 정보를 공개합니다(금융위원회, 2021).

영국은 상장사와 연금투자기관의 ESG 관련 정보 공개 투명성을 강화하고 있는 대표적인 국가입니다. 금융감독당국(financial conduct authority)은 2020년 3월 ESG 관련 공시를 의무화하는 기후 관련 공시(proposals to enhance climate-related disclosures) 강화안을 발표했으며, 중대형, 우량기업 위주의 시장인 상장기업인 런던증권거래소 프리미엄 부문이 공시 대상입니다(공경신, 2020). ESG라는 용어는 2005년 국제금융공사(IFC)가 발간한 보고서 '장기가치를 위한 투자'(Investing for Long-Termal Value, 2021)에서 처음 만들어 사용했습니다(사회적가치연구원, 2021).

2006년 유엔(UN)은 ESG와 같은 비금융적 요인을 투자정책 수립과 의사결정에 반영해야 한다는 내용의 책임투자 원칙(principles for responsible investment)을 발표했습니다. 유엔의 책임투자원칙(PRI)은 ESG를 투자분석과 의사결정 과정에 통합하고, 투자기관에 ESG에 대한 정보공개를 의무화하며, 책임투자원칙의 수용과 이행을 촉진해야 한다고 규정하고 있습니다. 이후 UNEP FI(United Nations Environment Program Finance Initiative)를 통해 책임투자가 활발히 추진되고 있습니다. 또한 스튜어드십 코드에 대한 논의를 통해 ESG 관련 책임투자에 대한 논의가 본격적으로 시작되었다고 할 수 있습니다. 스튜어드십 코드는 기관투자가가 고객에게 높은 장기 수익을 달성하기 위해 수탁자책임을 어떻게 이행하는지에 대한 원칙입니다(송홍선, 2018).

이러한 스튜어드십 코드에는 기업의 재무적 요인뿐만 아니라 비즈니스 전략, 거버넌스, 사회, 환경 등 ESG 관점의 문제도 포함됩니다.

실제로 주요국 국부펀드 운용기관들은 ESG 운용활동이 미흡한 기업에 대한 책임투자 활동을 강화하고 있습니다. 일례로 세계 최대 국부펀드인 노르웨이 정부연금펀드 글로벌(government pension fund global)은 ESG 관련 경영활동이 저조한 기업을 연금투자에서 제외했습니다. 책임투자 이행을 위해 ESG 공시기준을 마련하고 ESG 관련 주주권 행사 절차, ESG 평가 결과 투자 대상에서 제외된 기업 등을 분류합니다. 스웨덴 국민연금의 경우 2020년 12월 화

석연료 기업 매각과 투자 중단 등 책임투자 활동도 강화하고 있습니다(조대형, 2021). 현행 ESG 평가제도의 한계로는 ESG 활동과 기업 재무성과 간의 명확한 상관 관계를 파악하기 어렵다는 지적도 나옵니다. OECD(2020)는 현재 ESG 평가는 제한적으로 얻을 수 있는 정량적 정보에만 의존하고 있어 공개가 없거나 내용이 부실할 경우 평가결과에 대한 국민의 신뢰도가 저하되고, 이는 기업의 경영모델을 평가하는 관행이기 때문에 실제로는 환경 친화적이지 않다고 주장하고 있습니다. 기업들 자신들이 환경친화적인 것처럼 포장된 그린워싱(greenwashing)이 등장할 수 있다는 지적입니다. 또한 기업의 토지이용(E), 노동관행(S), 부패관리(G) 등 ESG의 범위가 매우 광범위하기 때문에 평가 대상을 객관화하는 데 문제가 있다는 의견이 제기되었습니다(OECD, 2020). 일관성 없는 ESG 평가지표도 문제로 지적됩니다. 예를 들어 대표적인 ESG 평가기관인 Reuters, MSCI, Bloomberg 등의 평가지표가 달라 서로 비교가 어렵다는 지적이 나온다(조대형, 2021).

ESG 경영활동이 화두가 되면서 국제 친환경 인증도 활발하게 이뤄지고 있습니다. 여기서 가장 주목받는 글로벌 ESG 인증은 RE 100(재생에너지 100%)과 GRP(플라스틱 폐기물 및 지속가능한 해양 및 기후행동 가속화를 위한 가이드라인)입니다(김정훈, 2021.6.5. 검색). 먼저 RE 100은 100% 재생에너지를 의미하는 인증으로 2050년까지 기업이 사용하는 전력의 100%를 태양광 등 신재생에너지로 사용한다는 글로벌 인증입니다. GRP 인증은 유엔 지속가능개발목표(SDG), 해양회의, 기후변화협약(FCCC) 당사국회의(COP21 파리협약), IPCC(기후변화에 관한 정부간 패널) 보고서 등 주요 환경협약 및 정상회의 보고서를 토대로 수립되었습니다(조대형, 2021)

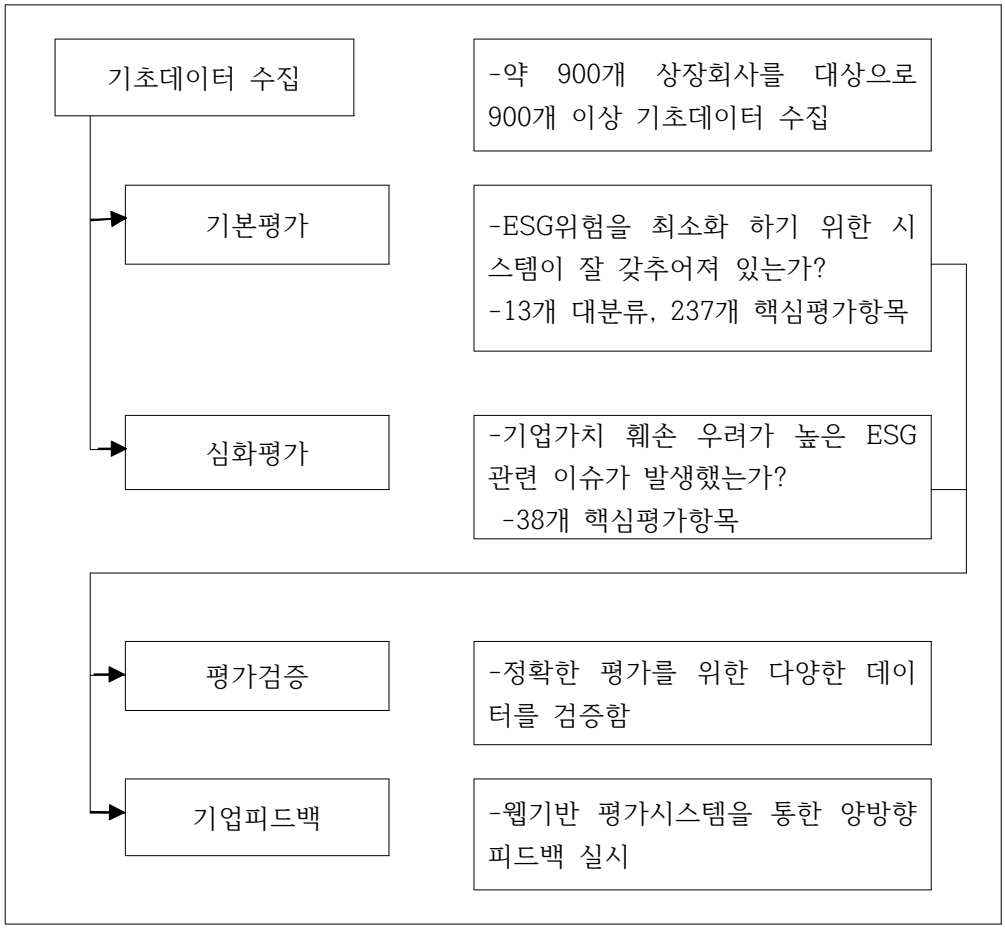
투자 분야에서 ESG 등급은 신용등급 못지않은 역할을 하며, ESG 중심 인덱스펀드 등 설계·구조화된 상품은 ESG 등급을 기반으로 품질관리를 합니다. 또한 ESG 등급이 주식 평가에 미치는 영향도 커지고 있습니다. 비금융적 관점에서 기업을 평가하고 선정하려는 시도는 1980년대 초부터 시작되었으며, 1980년대 초 비금융적 평가는 이익보다 사회적 가치를 우선시하여 평가에 활용할 적절한 자료를 얻기 어려웠습니다. 그러나 오늘날의 ESG 평가기관은 강력하며 연기금, 국부펀드 등 대규모 펀드의 수익성에 영향을 미칠 뿐만 아니

라 ESG 정보공개에 대한 수요가 증가함에 따라 기업의 전략적 의사결정에도 영향을 미칩니다. 기업의 전통적인 재무적 요인 외에도 환경(E), 사회(S), 지배구조(G) 요인 등 비금융적 요인을 반영해 기업의 지속가능성 요인을 평가하고 장기적인 관점에서 투자하는 SRI 전략의 성공 여부는 기업의 ESG 성능 측정의 정확성에 달려 있습니다.

국내 ESG 평가기관인 한국기업지배구조원(KCGS)은 전문성과 높은 투명성을 바탕으로 2003년부터 기업지배구조 평가를 진행하고 있습니다. 2011년부터 사회적 책임, 환경경영 등 ESG 평가를 실시하고 있으며, 매년 국내 상장기업의 지속가능경영 수준을 평가하고 있으며, 기업 ESG 활동 개선을 위한 지원을 제공하고 있습니다. KCGS의 ESG 평가 모델은 ISO 26000, OECD의 기업지배구조 원칙 등 국제표준에 부합하며 국내 기업환경과 법률을 충실히 반영해 개발한 독자적인 평가 모델입니다. 유가증권시장 상장사, 코스닥기업, 기관투자가 평가요청 상장사 평가대상 [표 2-4]에서 보는 바와 같이, KCGS는 매년 기업공개자료(사업보고서, 지속가능경영보고서, 웹사이트 등), 감독기관 및 지방자치단체 등의 기관자료, 약 900개의 상장기업을 대상으로 한 뉴스 등의 매체자료를 수집하고 있습니다. 이를 바탕으로 기초자료 수집, 기초평가, 심화평가, 기업면접 등을 실시하여 등급을 도출하고, 기업 피드백을 통해 최종 등급을 부여합니다(이경수, 2020). [표 2-5]와 [표 2-6]에서 보는 바와 같이 ESG 범주별 기본평가 환경경영 평가 항목은 5개의 주요 범주(환경전략, 경영, 조직, 성과, 이해관계자 대응)와 17개의 중간 범주의 환경관리 항목으로 구성되었습니다. 사회적 책임경영 항목으로 4대 부문(근로자, 협력사 및 경쟁사, 지역사회, 소비자)과 15개 중간 부문으로 구성되었으며, 지배구조 경영 평가 항목은 대분류 4개(이사회, 주주권 보호, 감사조직, 공시)와 11개 중간 부문으로 구성된다. KCGS의 ESG 평가로 2차 데이터를 활용한 정량평가를 실시하고, 점수가 일정 기준을 초과하는 기업을 대상으로 면접을 실시합니다. 정량평가는 기초평가와 고급평가로 더 세분화됩니다. 기본평가는 ESG 분야별로 총 13개의 주요 분류와 242개의 평가 문항으로 구성되며, 기업 ESG 관련 리스크를 최소화할 수 있는 시스템이 구축됐는지를 평가하는 데 초점이 맞춰져 있습니다. 이 평가는 총 35개 평가항목에 대해 기업가치를 훼손할 우려가

있는 ESG 관련 이슈가 발생했는지 확인하는 방식으로 진행됩니다(이정기 외, 2020). 기초평가는 평가항목별로 가(a)~가(g)의 범위를 구분하고, 그 범위에 따라 점수를 부여합니다. ESG 항목별 300점은 총 900점까지 합산되며, 이후 심층평가 시 ESG와 관련된 부정적 이슈가 발생했는지 여부에 따라 각 항목별 60점, 총 180점이 차감됩니다(KCGS, 2021).

[표 2-5] 한국기업지배구조원(KCGS)의 ESG 평가 절차



[표 2-6] 한국기업지배구조원(KCGS)의 ESG 부문별 평가 Ⅰ

부문	대분류	중분류
기업 지배 구조 (G)	Ⅰ. 주주권리 보호	가. 주주권리 보호 및 행사 편의성
		나. 소유구조
		다. 경영과 실배분
		라. 계열회사와의 거래
	Ⅱ. 이사회	가. 이사회의 구성, 운영
		나. 이사회 평가 및 보상
		다. 이사회 내 위원회
	Ⅲ. 감사기구	가. 감사기구 구성
		나. 감사기구 운영
	Ⅳ. 공시	가. 공시(일반)
		나. 공시(홈페이지)
사회 책임 경영 (S)	Ⅰ. 근로자	가. 고용 및 근로 조건
		나. 노사관계
		다. 직장 내에 안전 및 보건
		라. 인력의 개발 및 지원
		마. 직장 내에 기본권
	Ⅱ. 협력사 및 경쟁사	가. 공정거래
		나. 부패방지
		다. 사회적 책임 촉진
	Ⅲ. 소비자	가. 소비자에 대한 공정거래
		나. 소비자의 안전 및 보건
		다. 소비자의 개인정보 보호
		라. 소비자와의 소통

[표 2-7] 한국기업지배구조원(KCGS)의 ESG 부문별 평가 Ⅱ

부문	대분류	중분류
	Ⅳ. 지역사회	가. 지역사회 참여 및 사회공헌
		나. 지역경제 발전
		다. 지역사회와의 소통
환경 경영 (E)	Ⅰ. 환경전략	가. 최고경영자의 의지
		나. 환경전략과 환경방침
	Ⅱ. 환경조직	가. 환경조직 문화
		나. 환경조직 체계
	Ⅲ. 환경경영	가. 환경경영 목표 및 계획수립
		나. 친환경공급망 관리
		다. 청정생산시스템
		라. 환경위험관리
		마. 환경회계
		바. 환경성과관리
		사. 환경감사
	Ⅳ. 환경성과	가. 환경자원
		나. 기후변화
		다. 환경법규 및 환경규제
		라. 친환경제품 및 친환경서비스
	Ⅴ. 이해관계자 대응	가. 사회적 책임 촉진
		나. 소비자와의 소통

KCGS의 ESG 평가는 법령 준수 외에 구체적인 성과와 정책 수립 등 242개

세부 평가 항목으로 평가됩니다. 그러나 상장기업의 비재무성과가 충분히 공개되지 않은 현실에서 많은 평가항목을 측정하고 평가하는 것이 현실적으로 가능한지에 대한 의문이 존재합니다. 이는 상장기업을 모두 평가하더라도 충분한 평가자료를 확보할 수 있는 소수의 대기업을 중심으로 실제 평가가 이루어질 수 있음을 의미합니다(이정기 외, 2020). 따라서 평가대상 기업에 적합한 평가항목의 수준, 평가자료 수집 가능성, 항목별 중요도 등을 고려한 구성이 요구될 것입니다. [표 2-7]에서 보는 바와 같이 KCGS의 연간 ESG 평가일정은 3월부터 작성되었으며, 정량평가, 정성평가, 기업의견 수렴 등을 거쳐 10월경 최종등급이 부여되며, 이를 홈페이지에 공지하고 있습니다. 한국기업지배구조원(KCGS)이 부여하는 ESG 등급은 S, A+, A, B+, B, C, D 등 7개 등급으로 구분되며, 각 등급의 세부적인 의미는 [표 2-8]과 같다. 본 연구에서는 ESG 활동이 우수한 기업을 ESG 통합등급이 A등급 이상인 기업으로 정의하여 등급이 양호함을 의미합니다.

[표 2-8] ESG 평가 일정

항목	지배구조	환경/사회	수행 내역
평가준비	3월	6월	평가기업 확정 및 평가시스템 업데이트
정량평가	~5월	~8월	기업 공시자료, 각종 보도자료를 참고하여 정량평가에 필요한 데이터를 수집하고 다양한 방식의 데이터검증실시
기업피드백	~6월	~9월	기평가를 토대로 해당 기업 담당자와 양방향 피드백실시
정성평가	~7월 초		지배구조 평가결과가 우수한 회사를 대상으로 인터뷰실시
등급부여	10월		평가결과와 함께 상반기 등급조정 이슈검토 후 최종 등급부여

[표 2-9] ESG 등급 명칭 및 의미

등급	의미
S	지배구조, 사회, 환경 모범규준이 제시한 지속가능경영 체계를 매우 충실히 갖추고 있으며, 비재무적 위험으로 인한 주주의 가치 훼손 여지가 매우 적음
A^+	지배구조, 사회, 환경 모범규준이 제시한 지속가능경영 체계를 충실하게 갖추고 있으며, 비재무적 위험으로 인한 주주의 가치 훼손 여지가 상당히 적음
A	지배구조, 사회, 환경 모범규준이 제시한 지속가능경영 체계를 적절하게 갖추고 있으며, 비재무적 위험으로 인한 주주의 가치 훼손 여지가 적음
B^+	지배구조, 사회, 환경 모범규준이 제시한 지속가능경영 체계를 갖추기 위한 노력입니다소 필요하며, 비재무적 위험으로 인한 주주의 가치 훼손 여지가 다소 있음
B	지배구조, 사회, 환경 모범규준이 제시한 지속가능경영 체계를 갖추기 위한 노력이 다소 필요하며, 비재무적 위험으로 인한 주주의 가치 훼손 여지가 있음
C	지배구조, 사회, 환경 모범규준이 제시한 지속가능경영 체계를 갖추기 위한 노력이 절대적으로 필요하며, 비재무적 위험으로 인한 주주의 가치 훼손 여지가 큼
D	지배구조, 사회, 환경 모범규준이 제시한 지속가능경영 체계를 거의 갖추지 못하여 비재무적 위험으로 인한 주주의 가치 훼손이 우려됨

[표 2-10]에서 2020년과 2021년 ESG 통합 등급 현황을 살펴보면, 2021년 ESG 등급은 2020년 대비 소폭 개선되었습니다. ESG 수준이 A등급 이상 우수한 기업은 전년 대비 증가했지만, 평가 대상 기업의 58%는 여전히 B등급 이하의 ESG 수준이 취약한 것으로 나타났다. 이는 대부분의 국내 기업이 ESG 관련 리스크에 취약하다는 것을 보여주는 것으로 국내 기업의 ESG 수준을 높이기 위한 지속적인 교육과 정책적 관심이 절실합니다(진미경, 2021).

[표 2-10] 전년대비 2021년 ESG 통합등급별 부여 현황

등급	기업 수		비고
	2021	2020	
S	-	-	
A^+	14 (1.8%)	16사 (2.1%)	▽ -0.9%p
A	171 (22.4%)	92사 (12.1%)	▲ 6.7%p
B^+	136 (17.7%)	134사 (17.6%)	▽ -1.5%p
B	211 (27.6%)	260사 (34.2%)	▽ -4.2%p
C	221 (28.9%)	236사 (31.1%)	▲ 0.5%p
D	12 (1.6%)	22사 (2.9%)	▽ -0.7%p
계	765	746	

(2021년 KCGS ESG 평가 및 등급공표, KCSG)

[표 2-11] 2021년 ESG등급변화를 보면 유가증권시장 상장회사 기준으로 환경 사회 및 지배구조 전 부문에서 우수 등급 기업이 증가하였으며, 영역별 등급 변화 요인은 다음과 같습니다. 먼저 환경등급의 상승요인은 사회 전반의 ESG경영 가속화에 따른 환경경영 수준 향상 및 기업의 적극적인 환경경영 평가 참여 증가하였고, 정부의 탄소중립 정책에 적극 동참하기 위해 기업의

탄소중립전략 수립 및 실천과제 도출 등을 통한 적극적인 환경경영체계 강화 노력, 그리고 C-Level 임원에 환경성과를 확대 반영함으로써 전사적 수준의 적극적인 환경성과 개선이 증가했습니다. 사회등급의 상승 요인은 기업의 사회적 책임 이행 확대 및 적극적인 평가 참여, 사회책임경영 정보 공개 증대, 지속가능경영보고서, 홈페이지 등 각종 채널을 통한 사회책임경영 관련 정보 공개 수준이 우수한 기업의 수가 유의미하게 증가하였으며 피드백 절차를 통한 사회 부문 평가에 대한 기업의 적극적인 참여와 대응, 소통이 증가하였습니다. 그리고 지배구조 등급의 상승 요인은 지배구조 관행 개선을 위한 상장기업들의 관심과 노력이 급증함에 따라 주주총회 관련 기업 관행 개선, 감사기구 운영 내실화 강화, 정기주총 소집공고 전 감사보고서 공시 기업 증가, 이사 선임 안건을 후보별로 분리 상정하는 기업 증가하여 주주총회 관행이 개선 되었고, 감사기구에 내부 감사업무부서 책임자 등의 임면동의권을 부여하는 기업 증가 및 감사기구가 내부감사부서 감사계획을 검토, 승인하는 기업 증가하여 감사기구 운영이 개선 되었습니다(2021년 KCGS ESG 평가 및 등급공표, KCSG).

[표 2-11] 전년대비 2021년 ESG 등급 부여 현황(유가증권시장)

등급\구분	환경		사회		지배구조		금융지배구조	
	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020
S	-	-	-	-	-	-	-	-
A+	11	10	136	71	8	9	5	5
A	116	58	111	82	154	94	11	7
B+	114	101	104	176	313	191	16	17
B	160	220	147	249	196	260	9	13
C	164	169	233	179	39	141	5	5
D	200	202	34	3	8	18	1	-
계	765	760	765	760	718	713	47	47

(2021년 KCGS ESG 평가 및 등급공표, KCSG)

5절 ESG등급과 회복탄력성 대한 선행연구

1) ESG에 대한 선행 연구

선행연구에 따르면 사회적·환경적 책임에 더 중점을 두는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 재무적 변동성이 낮고 매출액이 높으며 생존율이 높은 것으로 나타났습니다(권재득·이진춘 2017; Ortiz-de-Mandojana & Bansal 2016). 기업의 ESG 경영 수준이 지속가능성에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다는 기대감이 있습니다. 그동안 다양한 사회·환경 이슈에 능동적이고 민감하게 대응해온 기업들은 기존의 리스크 관리와 예상치 못한 위기에 직면했을 때 내재화된 대응력을 바탕으로 상대적으로 잘 극복할 수 있었습니다(임현일, 최경진 2018). 또한 국내외 투자자들은 ESG 경영수준이 높은 기업에 투자하거나 ESG 경영수준이 높은 기업에 상대적으로 신뢰를 두거나 위기상황에서도 안정적인 투자를 유지하는 경향이 있습니다(김수욱, 이치송 2015; 천미림, 김창수 2011; Coppola & Rinkel 2020). 최근 시장 위기에서 ESG의 역할에 대한 연구가 확인되고 있습니다. 예를 들어 2008~2009년 금융위기 당시 ESG에 적극적으로 참여한 기업은 ESG에 덜 참여한 기업보다 주식 수익률이 훨씬 높았습니다(Lins et al. 2017). COVID-19 사태의 초기 단계는 전 세계가 공통적으로 불확실성을 경험한 시기입니다. 최근 전 세계가 경험한 강력한 사례로서 본 연구가 밝히고자 하는 불확실한 환경에서 ESG와 기업의 회복탄력성의 관계를 확인하는데 매우 적합합니다. 특히 연구자료가 수집된 우리나라의 경우 이 기간 확진자 수가 급증했고, 코로나19로 인한 주가 하락 정도가 상당히 커 매우 이례적인 하락세를 기록했습니다. 해외에서는 기업의 ESG 활동 정도에 따라 투자심리가 다르다는 선행연구(Copola & Linkel 2020; Renneboog et al. 2011)가 있으며, 한국 기업의 경우 ESG가 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 연구도 있습니다(민재형 외, 2014; 오상희, 이승태, 2019; 여영준 외, 2018; 임욱빈. 2019)과 다수의 선행연구들도 ESG 종합등급과 기업가치간의 상관관계를 도출하였다(김영길

2019; 백준성, 윤병섭, 2017; 장승욱, 김용현, 2013). ; Engelhardt et al. 2021). ESG가 기업가치에 미치는 영향을 분석한 연구도 있는데, Holden et al.(2017)은 기업이 경영과정에서 경제적, 사회적, 환경적 측면을 모두 고려하지 않으면 지속가능한 경영을 이룰 수 없다고 주장합니다. (Ben-Amar et al, 2017)은 환경오염방지활동(환경), 근로자와 이해관계자(사회), 이사회 구성 및 의사결정(지배구조)을 기반으로 기업의 지속가능성을 설명하고, 이러한 ESG 원칙을 효과적으로 반영할 때 기업의 지속가능성도 높아질 수 있음을 시사합니다. McKinsey(2019)는 ESG 투자가 기업가치에 다양한 측면에서 영향과 파급효과를 미친다는 분석결과를 발표하였습니다. 이처럼 과거 ESG 투자는 기업 재무성과와의 상관관계가 낮지만 중요한 비재무적 요인으로 주목을 받아왔습니다. 근래에는 ESG가 기업의 장기수익율에 개선하는데 도움이 된다는 인식이 확대되고 있습니다.

2)회복탄력성에 대한 선행연구

회복탄력성은 예측할 수 없는 사건이 발생하거나 사회·경제적 불확실성이 증가하는 경우에도 기업가치가 크게 훼손되지 않도록 하기 때문에 부정적 사건의 부정적 영향을 견딜 수 있는 능력입니다(Coutu, 2002). 이것을 기업의 회복탄력성이라고 합니다. 회복탄력성의 개념은 C.S.Hollings(1973)에 의해 생물학에서 처음 언급되었습니다. 이후 심리학, 건강학 등 다양한 분야에서 활용되고 있습니다. 옥스퍼드 사전은 회복탄력성, 즉 Resilience를 어려움에서 신속하게 회복할 수 있는 능력, 강인함으로 정의하고 있으며, WEF 세계경제포럼은 '발생 가능성은 낮지만 발생 시 파급효과가 매우 큰 위험에 유연하게 대응하고, 위기를 비즈니스 기회로 전환합니다'고 정의하고 있습니다. 기업이 강한 외부 충격을 상대적으로 견딜 수 있는 능력으로 정의되며, Davie C. Broadstock(2020), ThiHong Van Hong(2020), Alex Chema-Fox(2020)는 이를 기업 내부적인 관리 능력으로 정의하고 있으며, 관리 역량과 이해관계자의 신뢰를 바탕으로 확보된다고 판단됩니다. 또한 선제적인 ESG 관리 수준에

따라 위험을 더 잘 예측 하고 코로나19와 같은 예상치 못한 충격에 더 잘 대비할 수 있을 것으로 기대합니다. 이처럼 예측할 수 없는 사회·환경적 이슈가 발생했을 때 기업의 가치가 최소한으로 훼손됐을 때 회복력이 있고 잘 견뎌낼 수 있는 힘이 있다고 할 수 있습니다. 그리고 기업의 회복탄력성은 불확실한 미래 사회에서 기업의 지속가능성을 높이는 새로운 경쟁력이 될 것입니다. (윤조현, 2021)

[표2-12]회복탄력성 정의

저 자	정 의	분 야
Merriam-Webster (2007)	변형후에 그크기와형태를 회복하는역량	엔지니어링
Folkeet al.(2004)	다양성, 완전성 그리고 생태적 프로세스를 유지 하면서혼란에서 반등하는능력	생태학
Gorman et al.(2005)	역경에서회복하는 능력	심리학
Stoltz(2004)	역경에서 회복하고 전보다 더 강하게 전진하는 능력	리더쉽
RiceandCaniato (2003)	예기치 못한 붕괴에 대응하여 정상 운용상태 로회복하는 능력	공급망
Sheffi(2005)	붕괴를방지하고 이로부터회복하는것	공급망
Christopher andPeck (2004)	원상태로 되돌아가거나 혼란이 오기전보다 더 새롭고바람직한 상태로가는시스템 능력	공급망
Fiksel(2006)	복합산업시스템이 격변 상황에 직면하여 생존, 적응그리고 성장하는능력	공급망

(권재득, 2017)

Seville et al. (2008)는 조직의 회복탄력성(organizational resilience)을 위기 상황에서도 생존하고 잠재적으로 성장할 수 있는 조직의 능력으로 정의했

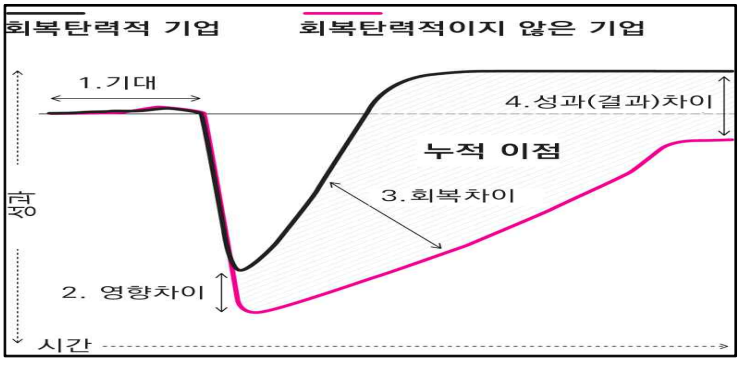
습니다. 조직은 종종 획복탄력성을 공장 및 기계, 위치 또는 건물과 같은 물리적 자원의 중복(redundancy)이라고 합니다. 이러한 물리적 자원은 조직이 위기에 처했을 때 중요하지만, 이러한 유형의 위기는 종종 덜 눈에 띄고 조직 문화에 의해 드러납니다.

조직의 회복탄력성은 '조직의 탄력성'을 의미하며, 최근 기업에서는 리스크 관리 프로세스가 지속가능성과 수익성과 직결되는 매우 중요한 프로세스가 되어 단기적인 문제 해결뿐만 아니라 여러분이 하고 있는 장기적인 성장 상황에도 필요한 프로세스가 되고 있습니다. 조직의 회복탄력성은 급변하는 비즈니스 환경에서 기업이 어떻게 계획을 세워 위험에 대비하고, 가능한 위험을 파악하며, 실제 위험이 발생 했을 때까지 대응하는 방식을 포함하는 개념입니다. 리스크가 지속적으로 증가하고 있는 최근의 글로벌 비즈니스 경영 환경에서 조직의 회복탄력성(resilience) 확보는 점점 더 중요한 전략적 문제이자 경영의 최우선 과제가 되고 있습니다. 회복탄력성이 강한 조직은 사업 운영에서 독특한 특성을 보이며, '빠른 리더십과 강력한 통제력을 통해 높은 적응력'을 가지고 있습니다. 회복탄력성이 향상된 조직이 얻을 수 있는 경영의 기대 효과는 다음과 같습니다. 첫째, 변화하는 경영환경 속에서도 전략적 적응력을 강화해 우수한 경영관리 역량을 확보하고, 이를 통해 경영환경 변화에 적응하면서 핵심사업 전환이 가능해집니다. 둘째, 신속한 리더십과 대응력으로 리스크(risk)를 지속적으로 측정하고 관리함으로써 리스크가 발생했을 때 자신 있게 리스크와 기회(opportunity)에 신속하고 적절하게 대응할 수 있습니다. 셋째, 강력한 거버넌스로서 신뢰와 투명성 그리고 혁신을 바탕으로 조직 전반에 걸쳐 비전과 가치가 실현되는 책임 있는 기업경영이 가능합니다.

코로나19 사태는 공급망, 의료, 공중보건 등 우리 사회의 핵심 시스템이 얼마나 취약한지를 뼈저리게 깨닫게 했습니다. 이런 위기 상황에서 잘 회복할 수 있는 기업으로 거듭나겠다는 재계 인사들이 많지만, 사실 회복탄력성(Resilience)을 키울 줄 아는 사람은 많지 않습니다. 회복탄력성은 경영대학원에서도 가르치지 않는 주제입니다. 학교에서 가르치는 경영이론과 방법이 대부분 재무성과 관리에 치우쳐 있기 때문입니다. 따라서 회복탄력성을 명시적으로 설계, 측정 및 관리할 수 있는 기업은 거의 없다고 해도 과언이 아닙니

다. 회복탄력성은 변화하는 환경에서 스트레스를 흡수하고 중요한 기능을 복원해 조직 성과로 연결하는 기업의 능력을 말합니다. 비즈니스 환경이 점점 더 역동적이고 예측 불가능해짐에 따라 회복탄력성이 점점 더 중요해지고 있습니다. 앞으로 기술 진보 가속화, 세계 경제의 상호 연결, 불평등 심화, 자원 고갈, 기후 변화 등의 위험이 비즈니스시스템을 압박하고 있습니다. 기존 비즈니스 관행을 사용하여 회복탄력성을 측정하거나 달성하기 어려운 몇 가지 이유가 있습니다. 기업들은 주주 가치를 극대화하도록 설계되었습니다. 단순히 몇 가지 중요한 위험을 공개하는 것 이상으로 회복탄력성을 측정하려고 시도하는 기업은 거의 없습니다. 기업과 주주들은 대부분 단기 수익률 극대화에 초점을 맞추고 있습니다. 이에 반해 회복탄력성은 중장기적으로 볼 필요가 있습니다. 미래의 지속 가능한 성과를 달성하기 위해서는 일정 수준의 효율성이나 성과를 포기해야 합니다. 대부분의 기업은 인과관계가 명확하고 예측 가능하며 변화가 적을 때 잘 작동하는 안정적인 계획을 수립하고 실행하는 데 주력해왔습니다. 그러나 회복탄력성은 비즈니스에 심각한 영향을 미칠 수 있는 미지의 것, 변덕스러운 것, 예측 불가능한 것, 실현 불가능한 것을 다룹니다. 현재의 기업 자본주의 모델에서 각 기업은 개별적으로 사업을 최적화하는 경제 단위로 취급됩니다. 이 개념은 경영과 책임을 단순화한다는 장점이 있지만, 서로 다른 이해관계자들의 경제적, 사회적 상호의존성을 고려하지는 못합니다. 그러나 회복탄력성은 근본적으로 체계적인 속성이며, 공급망 기반이나 고객 기반 또는 사회 시스템이 붕괴된 경우 개별 기업의 회복탄력성은 의미가 없습니다.

[그림 2-1] 회복탄력성과 시간/성과의 관계(하버드비즈니스리뷰 2020.07.)



최근 기업의 지속가능경영(이재혁, 양지원 2019)과 관련하여 회복탄력성의 중요성에 대한 많은 연구가 진행되고 있습니다. 회복탄력성이란 부정적인 사건(권재득 이진춘 2017; 류종기 2020)에 따른 부정적인 영향을 견딜 수 있는 능력으로 급변하는 기업환경과 불확실성이 높은 환경에서 지속가능성을 유지하거나 강화하기 위해 위기 관리능력을 갖추어야 합니다.(삼정KPMG 2016, 6-11; 이재혁 2020; Seo et al. 2012). 이전 연구에서 기업의 회복탄력성은 외부 충격이 가해졌을 때 신속하게 회복하여 보다 긍정적으로 성장할 수 있는 능력(Cerqueti et al. 2021), 즉 복원성과 부정적인 변화 없이 외부 충격을 견딜 수 있는 능력(Cerqueti et al. 2021), 즉 강건성으로 정의되었습니다(서지영 외 2014; Bruneau et al. 2003; Coutu 2002; Giese et al. 2019). 기업의 ESG 활동은 기업이 위기에 근본적으로 위기에 대응하는 활동으로 볼 수 있습니다(Ortiz-de-Mandojana & Bansal 2016). 투자자들은 이러한 펀더멘털을 중요한 투자 기준으로 보고(Kaizoji 2007), 이해관계자 신뢰가 기업가치의 강건성에 영향을 미치기 때문에(김명서 2010; 김재홍 2017), 높은 수준의 기업 ESG 경영은 이해관계자들에게 긍정적인 신호를 보냅니다(임현일, 최경진 2018). 기업은 자체 리스크 관리 시스템을 보유하고 있다는 신호를 보내고(Connely et al. 2011), 실제로 코로나19 초기에는 ESG 펀드의 가격이 상대적으로 높게 형성되어 ESG 투자자들이 일반투자자들에 비해 장기간 회사에 대한 신뢰와 투자 성향을 보이는 것을 확인할 수 있었습니다(Giese et al. 2019; Tet et al. 2020). 특히 기업정보의 비대칭성이 높은 외국인 투자자들에게 한국 기업의 ESG 정보는 중요한 투자의 유발 신호로 외국인 투자자 비중이 높은 한국 증시(곽배성, 이재혁 2021)에서 더욱 강하게 작용했습니다. 또한 기업 ESG 활동은 소비자와 직원의 신뢰 확보에 기여하고 있으며, Albuquerque et al.(2019)은 ESG 관리 수준이 높은 기업은 소비자 신뢰를 얻고 이에 따른 제품의 가격 탄력성이 낮다는 것을 확인하였습니다. 회사는 더 높은 이익을 누릴 뿐만 아니라, 시장 붕괴 시 위험 요소도 낮습니다. Cheema-Fox et al.(2021)은 사회가 복잡해지고 이해관계가 더욱 깊게 얽혀감에 따라 기업이 사회와 상생관계를 구축하고 내부 이해관계자와 신뢰관계를 구축하여 기업의 지속가능성, 즉 회복탄력성을 높이는 것이 중요하다는 것

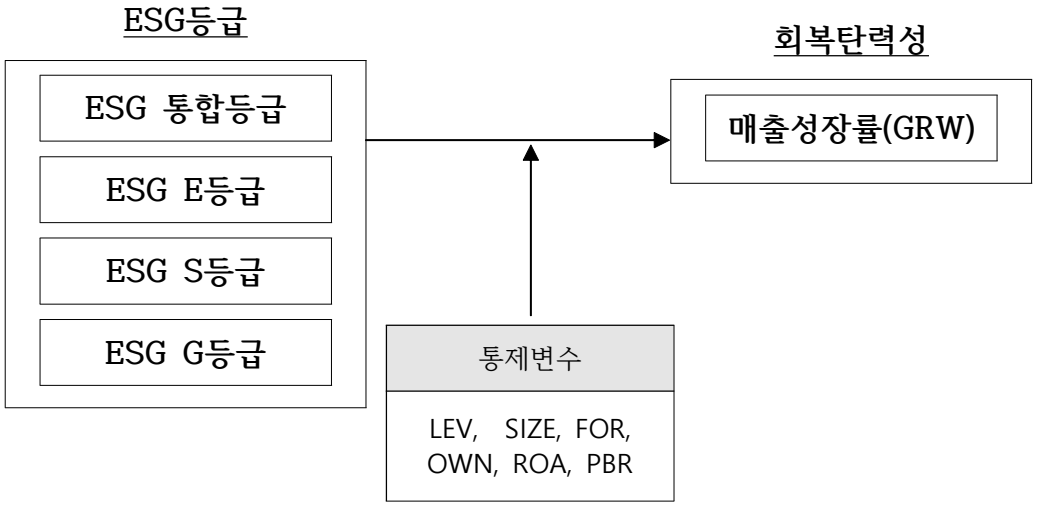
을 발견하였습니다(윤조현, 2021)

제 3 장 연구방법론

제 1 절 연구모형

본 연구는 불확실성이 고조되는 시기에 기업가치의 변화와 기업 ESG의 상관관계를 분석하여 ESG가 기업의 회복탄력성에 미치는 영향을 확인하는 데 목적이 있습니다. 또한 한국기업지배구조원의 ESG 등급체계인 ESG 통합등급, ESG의 E등급, ESG의 S등급, ESG의 G등급이 기업의 회복탄력성에 어떤 영향을 미치는지 알아보기 위해 연구모형을 도식화하였습니다.

[표 3-1] 연구모형



제 2 절 연구가설

한국ESG기준원(KCGS)은 2003년 지배구조 평가를 시작으로 2011년부터 환경·사회 분야를 추가하는 등 증권가 상장사를 대상으로 통합 ESG 평가를 실시하고 발표해 왔습니다. 매년 900여개 상장사를 대상으로 진행되며, ESG 등급을 평가 및 공개함에 따라 증권가 기업들은 ESG 활동이 우수한 기업과 ESG 활동이 저조한 기업으로 나눌 수 있습니다. 본 연구는 ESG 활동이 우수한 기업과 성과가 부진한 기업 간에 회복탄력성의 차이가 있을 수 있으므로 불확실성이 증가하는 시기에 ESG 경영수준이 높은 기업이 높은 회복탄력성을 보일 것임을 확인하고자 합니다.

다음으로 기업의 ESG 경영수준에 대한 대용치를 KCGS의 ESG 평가등급 중 ESG 종합등급(ESG T)과 각 부문 평가등급(환경 ESG의 E, 사회 ESG이 S, 지배구조 ESG의 G)으로 분류하고, 이것이 기업의 회복탄력성에 미치는 영향을 분석합니다. 가치 성장의 대용변수는 기업 가치의 대표적인 지표인 매출 성장률(GRW)을 활용합니다. 이 연구의 가설은 다음과 같다.

ESG 활동이 우수한 기업은 ESG 활동이 저조한 기업에 비해 회복탄력성이 높습니다. ESG 등급이 우수한 기업 내부에서도 ESG 활동에 차이가 존재합니다. 이들 기업은 다른 기업에 비해 상대적으로 ESG 활동을 많이 수행하는 기업이지만 ESG 등급에 따라 ESG 활동 수준의 차이가 구분됩니다. 따라서 ESG 등급이 공개된 ESG 각 분야별로 ESG 활동의 정도에 따라 기업의 회복탄력성에 차이가 존재할 수 있으므로 이러한 기대는 다음과 같은 가설로 검증됩니다.

[가설1] ESG 통합경영수준(ESG_T)은 기업의 회복탄력성에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

[가설2] ESG 환경경영수준(ESG_E)은 기업의 회복탄력성에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

[가설3] ESG 사회경영(ESG_S) 수준은 기업의 회복탄력성에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

[가설4] ESG 지배구조경영수준 (ESG_G)는 기업의 회복탄력성에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

제 3 절 변수에 대한 정의

1) 독립변수

독립변수로는 ESG 활동평가지수는 한국기업지배구조원(KCGS)이 평가하는 ESG 등급으로 활용되는데, ESG 활동이 우수한 기업을 지배구조 A등급 이상 기업으로 정의하였습니다. [표 3-1]과 같이 국내 기업의 ESG 등급은 외국 평가기관 사례를 고려하여 우수 ESG 등급 기준을 A 이상으로 정의하였다. 한국의 대표적인 ESG 평가기관으로는 한국기업지배구조원, 서스틴베스트, 대신경제연구소 등이 있습니다. ESG 경영에 관심을 갖는 기업이 늘면서 ESG 평가기관도 늘고 있습니다. 이 중 많은 선행연구에서 사용된 KCGS의 ESG 평가등급은 ESG 활동에 가장 적합한 평가지표로 판단됩니다.

[표 3-2] KCGS ESG 등급: ESG 관리체계 및 위험의 수준

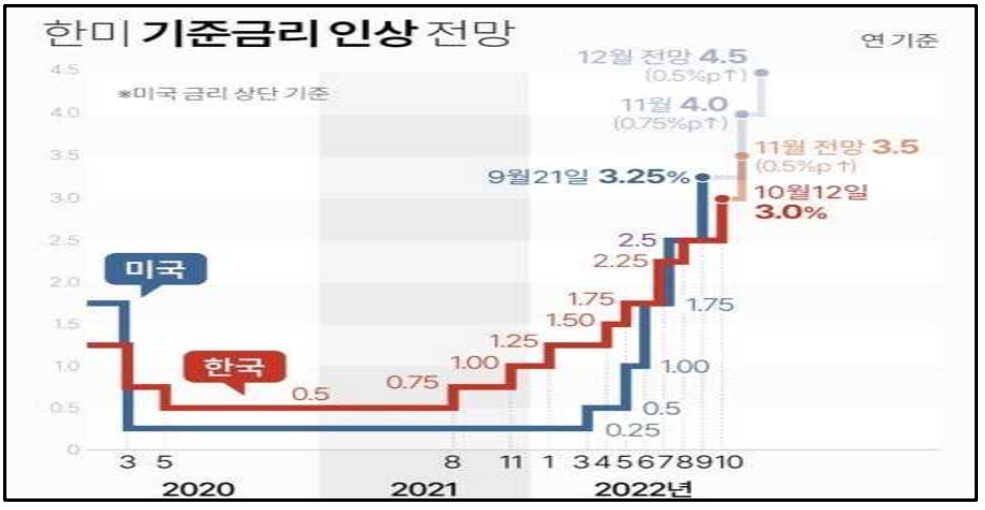
S	A+	A	B+	B	C	D
탁월	매우 우수	우수	양호	보통	취약	매우취약

독립변수인 ESG 경영수준의 대용변수는 KCGS가 정기적으로로 발표하는 ESG 등급 중 ESG 통합(ESG T), ESG 환경(ESG E), ESG 사회(ESG S), ESG 거버넌스(ESG G)를 등간척도로 변환하여 독립변수로 하였습니다.
KCGS는 각 등급을 S, A+, A, B+, B, C, D로 분류해 매년 공시하고 있으며, 본 연구에서는 등급별로 S등급 7점, A+등급 6점, A등급 5점, B+등급 4점, B등급 3점, C등급 2점, D등급 1점을 부여하였습니다. KCGS의 ESG 평가등급은 2003년 기업지배구조 평가를 시작으로 2013년 현행 7등급제(S, A+, A, B+, B, C, D)에 2011년 환경·사회 부문을 추가하여 체계가 완비되었습니다.

2) 종속변수

본 연구에서는 회복탄력성의 강건성 지표인 매출성장률(GRW)을 기업의 회복탄력성을 측정하기 위한 대용변수로 사용하였고, 전년동기 대비 해당기간(금리상승기)의 매출 성장률을 성장률 측정에 사용하였다. 이전 연구에서 사용된 기업탄력성의 복원성 지표를 측정하기 위한 대용 변수에는 수익률과 변동성 비율이 포함되었습니다. 기업의 지속가능한 성장을 위한 기업의 ESG 경영수준은 재무제표에 나타나지 않는 기업의 장기투자의 결과로 볼 수 있습니다(강원, 정무권, 2020). 본 연구에서는 분기별로 분석 대상 기간을 기존 연구보다 단축하고, 매출성장율을 활용하여 계산방법을 단순화하였습니다.

[그림 3-1] 한국과 미국의 금리인상(출처:연합뉴스)



3) 통제변수

통제변수 설정을 위해 기업가치에 직간접적으로 영향을 미칠 가능성이 있는 것으로 알려진 변수를 지난 3년간 선행연구에서 선정하였습니다. 앞에서 검토한 논문에서 사용된 통제변수는 다음과 같습니다. 선행연구 모두 기업규모(SIZE)가 적용됐고 부채비율(LEV) 22회, 자산수익률(ROA) 16회, 외국인

소유비율(FOR) 11회, 영업현금흐름(OCF) 8회, 연구개발비 가중치(RND) 8회, 주요주주지분율(OWN) 6회, 사업이력(AGE), 기업베타(BTA) 4회 순이었습니다. 시장가치장부부가가치비율(MBR) 3회 더미변수로는 표본특성과 연구특성에 따라 산업(IND)과 연도(Year)를 14회, 17회 적용하였다. 또한 주가, 월/일 주식수익률, 운전자본비율, 고정자산비율, 매출회전율, 현금배당률, 유형자산비율, 주식/수익률, ROA증가율, 현금보유율, 잉여현금비중주, 시장수익률, 무위험수익률, 당좌대월자산비율, 자본투자자광고비, 광고비, 기부비 등도 사용했습니다(양진수, 2022).

본 연구에서는 기업의 회복탄력성과 ESG 경영수준의 관계를 최종적으로 통제하기 위해 기업규모(SIZE), 부채비율(LEV), 총자산수익률(ROA), 외국인 지분율(FOR), 대주주비율(OWN), 주가순자산비율(PBR)을 활용하였습니다. SIZE는 총 자산의 로그값을 사용했습니다. 기업의 규모가 커지고 성숙해지면 성장 잠재력과 기업 가치는 일반적으로 하락합니다. LEV는 총부채를 총자산으로 나눈 비율입니다. 재무악화와 세제혜택의 상대적 규모에 따라 기업가치에 대한 플러스(+) 또는 마이너스(+) 관계를 나타낼 수 있습니다.

ROA는 순익을 총자산으로 나눠 얻은 가치인 총자산수익률로 기업가치와 양(+)의 관계가 있습니다. FOR는 외국인 소유 비율로, 외국인 소유 증가는 경영자의 모니터링 기능 개선을 통해 기업가치와 긍정적(+) 관계를 갖습니다. OWN은 대주주 지분율로, 최대주주 1인과 특수관계인의 지분율로 기업가치와 음(-)의 관계를 갖습니다(박상준, 백재승, 2017).

제 4 절 표본의 선정

본 연구는 국내 기업의 ESG 평가를 위해 한국ESG표준원(옛 한국기업지배구조원)이 매년 발표하는 ESG 평가결과 자료를 활용하였으며, 2,401개의 코스피 및 코스닥 상장사(2022년 9월말 기준, 797개, 코스닥 1,604개 중 483개의 코스피 제조기업을 선정하였습니다. 증시에서도 기업 리스크 수준의 차이를 조절하기 위해 코스닥 시장은 IT, BT, CT 분야등의 벤처기업을 위주로 하는 시장이어서 코스닥시장 상장 제조업종은 표본에서 제외했습니다.

본 연구는 2021년도 10월 26일 KCGS가 발표한 ESG 평가등급을 부여받은 상장기업 중 아래의 요건을 충족하는 기업을 표본으로 최종 선정했습니다.

(1) KCGS의 ESG 평가등급을 부여받은 기업
(2) 코스피 시장 상장 제조업종 (코스닥 시장 상장 제조 기업 제외)
(3) DataGuide에서 재무데이터를 제공하는 기업
(4) 관리종목이 아닌 기업

상기조건을 위해 KCGS에서 ESG 평가등급을 부여하는 기업 중 우선 코스닥 시장 상장기업을 제외하였으며, 코스닥 시장은 IT, BT, CT 분야의 벤처기업을 중심으로 하는 시장이기 때문에 일반적으로 안정성보다는 성장성이라는 특징을 갖고 있어 기업의 다양성과 안정성을 갖추고 있는 코스피 시장 상장기업으로 한정했습니다. 금융업도 재무제표의 특성이 일반 기업과는 상이하여 다른 업종과 비교가 불가능해 제외하였습니다. 또한 DataGuide를 통해 자료 추출이 가능하지 않은 관리종목 지정 기업, 상장폐지 기업 등도 제외하였습니다. 최종 선정된 표본 의 수는 455개 기업입니다.

제 4 장 분석결과

제 1 절 기술통계량

각 변수의 통계량은 분석대상 기간인 2021년 KCGS에서 발표한 ESG 평가등급과 455개 기업의 2021년 3분기와 2020년 3분기의 재무정보로 구성된 전체표본을 대상으로 하여 산출된 값입니다. [표 4-1]에 표본의 기초통계분석 결과를 제시하였습니다.

[표 4-1] 기초통계분석 결과

변수명	Min	Max	Mean	Std. Dev	Var	Skewness	Kurtosis
ESG_T	1	6	3.20	1.134	1.285	.430	-.971
ESG_E	1	6	2.73	1.336	1.785	.291	-.955
ESG_S	1	6	3.32	1.498	2.245	.554	-.905
ESG_G	1	6	3.71	.858	.736	-.135	-.064
GRW	-38.38	145.03	17.42	22.21	493.29	1.234	4.690
LEV	2.92	995.54	121.20	134.90	18198.66	3.449	15.796
SIZE	17.29	26.78	20.36	1.53	2.35	1.019	1.581
FOR	0.00	79.47	8.69	11.88	141.15	2.640	8.664
OWN	3.36	89.98	44.45	15.72	247.41	-.091	-.290
ROA	-30.65	38.74	4.11	7.28	53.01	-.088	4.846
PBR	.03	16.83	1.16	1.38	1.90	5.420	45.372

※주요변수: GRW(매출성장률), LEV(부채비율), SIZE(기업규모), FOR(외국인지분율), OWN(대주주지분율), ROA(총자본수익률), PBR(주가순자산비율)

KCGS의 ESG 평가등급은 통합등급(T), 환경(E), 사회(S), 지배구조(G) 4개로 구성되어 있습니다. 2021년 ESG 통합 평가등급(21_ESG_T)의 최대값은 6.0, 최소값은 1.0이며, 평균은 3.20, 표준편차 1.134, 분산 1.285입니다. 각 분야의 최대값과 최소값은 6.000과 1.000으로 같으며, 환경 평가등급(21_ESG_E)의 평균은 2.73, 표준편차 1.336, 분산 1.785이며, 사회 평가등급(21_ESG_S)의 평균은 3.32, 표준편차 1.498, 분산 2.245이며, 마지막으로 지배구조 평가등급(21_ESG_G)의 평균은 3.71, 표준편차 .858, 분산 .736입니다. 환경 평가등급을 제외하면 통합, 사회, 지배구조 평가등급의 평균은 B등급에 가깝게 형성되어 있고, 환경 평가등급은 B 와 C 사이에 위치하고 있음을 알 수 있습니다.

2021년 3분기 성장률(GRW)의 평균은 17.42, 최소값 −38.38, 최대값 145.03이며, 표준편차 22.21, 분산 493.29 입니다.

부채비율(LEV)의 평균은 121.20, 표준편차 22.21, 최소값 2.92, 최대값 995.54입니다. 자연로그값인 기업규모(SIZE)는 평균이 20.36, 표준편차 1.53, 최소값 17.29, 최대값 26.78입니다. 외국인지분비율(FOR)은 평균이 8.69, 표준편차 11.88, 최소값 0.0, 최대값 79.47입니다. 대주주지분율(OWN)의 평균이 44.45, 표준편차 15.72, 최소값 3.36, 최대값 89.98입니다. 재무정보중 총자산수익률(ROA)의 평균은 4.11, 표준편차 7.28, 최소값 −30.65, 최대값 38.74 입니다. 주가순자산비율(PBR)은 평균이 1.16, 표준편차 1.38, 최소값 0.03, 최대값 16.83으로 나타났습니다.

제 2 절 상관관계분석

[표 4-2]는 각 변수간의 상대적 영향력을 파악해보기 위해 Pearson 상관관계 분석을 실시하여 각각의 변수들간의 관계를 살펴 보았다. 그 결과 종속변수 매출성장률(GRW)과 ESG_E(환경)은 유의한 정(+)의 상관관계를 나타내었으나 일부 ESG 평가등급 변수와 통제변수에서 명확한 유의성이 확인되지 않았습니다. KCGS의 ESG 평가등급 변수들은 다른 평가등급 변수와 대부

분 유의적인 정(+)의 상관관계를 나타내고 있습니다. 통제변수 중 총자산수익율(ROA), 기업규모(SIZE), 외국인지분율(FOR)과는 유의적인 정(+)의 상관관계를 나타났고, 대주주지분율(OWN), 부채비율(LEV)과는 유의성이 확인되지 않았습니다.

[표 4-2] 상관관계 분석

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1 ESG_T	1										
2 ESG_E	.851**	1									
3 ESG_S	.877**	.732**	1								
4 ESG_G	.741**	.524**	.611**	1							
5 GRW	.064	.124**	.014	.097*	1						
6 LEV	.077	.109*	.037	.052	-.063	1					
7 SIZE	.679**	.648**	.661**	.522**	.130**	.085	1				
8 FOR	.323**	.326**	.327**	.317**	.068	-.147**	.494**	1			
9 OWN	.043	.052	.017	-.001	-.007	-.044	.064	-.098*	1		
10 ROA	.178**	.199**	.179**	.173**	.443**	-.283**	.270**	.252**	.067	1	
11 PBR	.032	.038	.033	.006	-.011	.095*	-.099*	.007	-.165**	-.056	1

※주요변수: GRW(매출성장률), LEV(부채비율), SIZE(기업규모), FOR(외국인지분율), OWN(대주주지분율), ROA(총자본수익률), PBR(주가순자산비율)

1) 유의확률 : * : p<0.05 ,**: p<0.01 ,***:p<0.001

제 3 절 위계적 회귀분석 결과

기업의 ESG 등급과 회복탄력성에 미치는 영향을 알아보기 위해 외생변수를 통제한 후 일반적특성중 LEV, SIZE, FOR, OWN. ROA, PBR을 통제변수로 사용하여 위계적 회귀분석을 실시합니다.

[표 4-3] 모형요약 분석에서 [모형1]은 LEV, SIZE, FOR, OWN. ROA, PBR을 통제변수로 투입하여 기업의 회복탄력성에 미치는 영향을 파악하였고, [모형2]는 독립변수 EST_T, ESG_E, ESG_S, ESG_G를 추가 투입하여 외생변수 통제 후에도 ESG 등급이 기업의 회복탄력성에 영향을 미치는지 알아보았다. [모형1]의 R^2=0.205, [모형2]R^2=0.229으로 R^2 변화량이 0.014증가하였다. R제곱 F변화량[F=3.52]에 따른 유의확률 p=0.008으로 통제변수 투입 후 독립변수가 종속변수를 설명하는데 통계적으로 유의하다고 할 수 있습니다

[표 4-3] 모형요약

모형	R	R제곱	조정된 R제곱	통계변형					Durbin-Watson
				R제곱 변화량	F 변화량	df1	df2	유의수준 F 변화량	
1	.453[a]	.205	.194	.205	19.238	6	448	.000	
2	.479[b]	.229	.212	.024	3.520	4	444	.008	1.918

a. 독립변수: (상수), PBR, FOR, LEV, OWN, ROA, SIZE

b. 독립변수: (상수), PBR, FOR, LEV, OWN, ROA, SIZE, ESG_G, ESG_E, ESG_S, ESG_T

c. 종속변수: GRW

[표 4-4] 분산 분석 결과 [모형1]F=19.238(p<0.001), [모형2]F=13.211(p<0.01)으로 본 회귀모형은 적합하다고 볼 수 있습니다.

[표 4-4] 분산 분석

모형		제곱합	df	평균 제곱	F	유의수준
1	회귀분석	45881.121	6	7646.854	19.238	.000[b]
	잔차	178075.570	448	397.490		
	총계	223956.691	454			
2	회귀분석	51354.968	10	5135.497	13.211	.000[c]
	잔차	172601.722	444	388.743		
	총계	223956.691	454			

a. 종속변수: GRW

b. 독립변수: (상수), PBR, FOR, LEV, OWN, ROA, SIZE

c. 독립변수: (상수), PBR, FOR, LEV, OWN, ROA, SIZE, ESG_G, ESG_E, ESG_S, ESG_T

[표 4-5] 위계적 회귀 분석 [모형1],[모형2] 모두 공차(TOL)는 0.1이상, VIF는 10미만으로 변수들간의 다중공선성 문제가 없음을 확인하였다.

6) [모형2] ESG_E의 회귀계수검정결과 t=2.25, p=0.025로 ESG_E가 회복탄력성에 통계적으로 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. ESG_E Beta=0.196으로 부호가 정(+)이므로 ESG_E가 증가하면 회복탄력성은 증가하였다. ESG_S의 회귀계수검정결과 t=-2.282, p=0.023로 ESG_S가 회복탄력성에 통계적으로 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. ESG_S Beta=-0.206으로 부호가 부(-)이므로 ESG_S가 증가하면 회복탄력성은 감소하였다.

[모형2]의 ESG_T와 ESG_G의 회귀계수 검정결과 p>0.05으로 나타나 외생변후 통제후 ESG_G가 회복탄력성에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

[표 4-5] 위계적 회귀 분석

모형		비표준화 계수		표준화 계수	t	유의수준	공선성 통계	
		B	표준오차	Beta			Tolerance	VIF
1	(상수)	4.095	14.590		.281	.779		
	LEV	.009	.008	.055	1.193	.234	.848	1.179
	SIZE	.491	.744	.034	.659	.510	.671	1.489
	FOR	-.119	.095	-.064	-1.258	.209	.693	1.443
	OWN	-.062	.061	-.044	-1.005	.315	.944	1.059
	ROA	1.431	.141	.469	10.117	.000	.826	1.211
	PBR	.108	.694	.007	.155	.877	.952	1.051
2	(상수)	-9.291	17.453		-.532	.595		
	LEV	.005	.008	.033	.723	.470	.833	1.201
	SIZE	1.096	.963	.076	1.138	.256	.392	2.549
	FOR	-.149	.095	-.080	-1.573	.116	.679	1.473
	OWN	-.069	.061	-.049	-1.132	.258	.940	1.064
	ROA	1.389	.141	.455	9.867	.000	.815	1.227
	PBR	.217	.695	.013	.312	.755	.930	1.076
	ESG_T	-2.099	2.761	-.107	-.760	.448	.087	7.445
	ESG_E	3.254	1.446	.196	2.250	.025	.229	4.360
	ESG_S	-3.059	1.340	-.206	-2.282	.023	.212	4.710
	ESG_G	2.726	1.740	.105	1.567	.118	.384	2.602

a. 독립변수: GRW

※주요변수: GRW(매출성장률), LEV(부채비율), SIZE(기업규모), FOR(외국인지분율), OWN(대주주지분율), ROA(총자본수익률), PBR(주가순자산비율)

[표 4-6] 기업의 ESG등급이 회복탄력성에 미치는 영향

변수	모형1(Model1)				모형2(Model2)			
	B	SE	Beta	t(p)	B	SE	Beta	t(p)
(상수)	4.095	14.590		.281	-9.291	17.453		-.532
LEV	.009	.008	.055	1.193	.005	.008	.033	.723
SIZE	.491	.744	.034	.659	1.096	.963	.076	1.138
FOR	-.119	.095	-.064	-1.258	-.149	.095	-.080	-1.573
OWN	-.062	.061	-.044	-1.005	-.069	.061	-.049	-1.132
ROA	1.431	.141	.469	10.117***	1.389	.141	.455	9.867***
PBR	.108	.694	.007	.155	.217	.695	.013	.312
ESG_T					-2.099	2.761	-.107	-.760
ESG_E					3.254	1.446	.196	2.250*
ESG_S					-3.059	1.340	-.206	-2.282*
ESG_G					2.726	1.740	.105	1.567
F(p)	19.238***				13.211**			
R^2	.205				.229			
adj. R^2	.194				.212			

유의확률 : p*< .05 ,p**< .01 ,p***<.001

a. 독립변수: GRW

외생변수를 통제한 후 ESG등급이 회복탄력성에 미치는지 알아보기 위해 재무정보중 LEV, SIZE, FOR, OWN. ROA, PBR를 통제변수로 사용하여 위계적 회귀분석을 실시하였습니다. [모형1]은 LEV, SIZE, FOR, OWN. ROA,PBR을 통제변수로 투입하여 기업의 회복탄력성에 미치는 영향을 파악하였고, [모형2]는 독립변수 EST_T, ESG_E, ESG_S, ESG_G를 추가 투입하여 외생변수 통제 후에도 ESG 등급이 기업의 회복탄력성에 영향을 미치는지 알아보았습니다. 분석결과 [모형1]F=19.238(p<0.001),[모형2] F=13.211 (p<0.01)으로 본 회귀모형은 적합하다고 볼 수 있습니다. [모형1]의 R^2=0.205,에서 [모형2]의R^2=0.229으로 R^2 변화량이 0.014증가하였습니다.

R제곱 F변화량[F=3.520]에 따른 유의확률 p=0.008으로 통제변수 투입 후 독립변수가 종속변수를 설명하는데 통계적으로 유의하다고 할 수 있습니다. 분산 분석 결과는 [모형1]F=19.238(p<0.001), [모형2]F=13.211 (p<0.010)으로 본 회귀모형은 적합하다고 볼 수 있습니다.

[모형2] ESG_E의 회귀계수검정결과 t=2.25, p=0.025로 ESG_E가 회복탄력성에 통계적으로 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났습니다. ESG_E Beta=0.196으로 부호가 정(+)이므로 ESG_E가 증가하면 회복탄력성은 증가하였습니다. 또한 ESG_S의 회귀계수검정결과 t=-2.282, p=0.023로 ESG_S가 회복탄력성에 통계적으로 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났습니다. ESG_S Beta=-0.206으로 부호가 부(-)이므로 ESG_S가 증가하면 회복탄력성은 감소하였다. 구체적으로 [모형2]에서 각 독립변수의 상대적 영향력을 확인 할 수 있는 표준화 계수인 베타값의 경우, ESG 통합 경영 수준 ESG_T 는 -0.107이었고, ESG 환경 경영 수준ESG_E 는 0.196, ESG 사회 경영 수준 ESG_S는 -0.206, EGS 지배구조 경영 수준 ESG_G 는 0.105로 ESG 환경 경영 수준 ESG_E와 ESG 지배구조 경영수준 ESG_G는 정(+)의 관계, ESG 통합 경영 수준 ESG_T와 EGS 사회 경영 수준 ESG_S는 부(-) 관계에 있음을 확인하였고, ESG 사회 경영 수준 ESG_S의 영향력이 가장 높게 나타났습니다. 그리고 ESG 환경 경영 수준 ESG_E와 ESG 사회 경영수준 ESG_S 에서만 유의성이 확인되었습니다. [모형2]의 EGS_T 와 ESG_G의 회귀계수 검정결과 p>0.05으로 나타나 외생변후 통제후 ESG_T와 ESG_G가 회복탄력성에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났습니다.

제 5 장 결론 및 시사점

제 1 절 연구요약 및 시사점

본 연구에서는 실증분석을 통해 시장의 불확실성이 증가하는 금리상승기에 ESG등급이 기업의 회복탄력성에 유의미한 영향을 미치는지 확인해 보았습니다. 즉 지속가능을 목표로 개발된 ESG등급이 기업의 이해관계자들에게 장기간에 걸쳐 신뢰를 주고, 기업이 위기상황에서도 강건성을 유지하여 매출이 성장하는지를 확인하여 회복탄력성이 있는가 확인하였습니다. ESG 평가등급인 ESG 통합(ESG_T), ESG 환경(ESG_E), ESG 사회(ESG_S), ESG 지배구조(ESG_G) 등 4개 영역이 기업의 회복탄력성에 어떤 영향을 미치는지 실증 분석했습니다. 본 연구의 목적은 ESG 등급이 우수한 기업들이 금융시장에서 상대적으로 안정적인 회복탄력성을 보여줌으로써 투자자들에게 사회적으로뿐만 아니라 경제적으로도 안정감을 주는지를 분석하는 것입니다. 또한 한국ESG기준원(KCGS)이 발표한 ESG 등급은 3개 부문이 통합된 통합 ESG_T 부문의 경우와 세부 ESG 부문인 환경부문, 사회부문, 지배구조 부문으로 구분하여 분석하였습니다. 본 연구가설의 실증분석 결과는 다음과 같습니다.

첫째, “[가설1] ESG 통합경영수준(ESG T)은 기업의 회복탄력성에 정(+)의 영향을 미칠 것입니다.“는 ESG 통합경영의 경우는 회귀분석 결과는 유의하지 않아 기각되었습니다.

둘째, “[가설2] ESG 환경경영수준(ESG_E)은 기업의 회복탄력성에 정(+)의 영향을 미칠 것입니다.”는 정(+)의 상관관계를 나타냈고, 회귀분석 결과 t=2.25로 5% 수준에서 유의한 것으로 나타나 채택되었습니다.

셋째, “[가설3] ESG 사회경영(ESG_S) 수준은 기업의 회복탄력성에 정(+)의 영향을 미칠 것입니다.”는 상관분석결과는 유의하지 않았으나, 회귀분석결과 t=−2.282로 5% 수준에서 유의한 것으로 나타나 채택되었습니다.

넷째, “[가설4] ESG 지배구조경영수준 (ESG_G)는 기업의 회복탄력성에 정

(+)의 영향을 미칠 것입니다.“는 회귀분석 결과 유의하지 않아 기각되었습니다.

본 연구의 이론적 시사점은 다음과 같다. ESG 경영활동을 강조하며 높은 ESG 등급을 인증 받은 기업이 기업의 회복탄력성의 강건성 지표인 성장률에 ESG 환경경영수준(ESG_E)은 정(+)의 영향을 미치고, ESG 사회경영수준(ESG_S)는 부(-)의 영향을 미치는 결과가 나와 ESG 경영활동에 따라 반영된 ESG 등급이 기업의 회복탄력성에 긍정적인 영향을 미쳐 정(+)의 영향을 미칠 것이라고 생각했던 가설의 일부분에서만 일치하는 결과를 얻었습니다.

본 연구의 실무적 시사점은 다음과 같다. 최근 빠른 속도로 유행하는 기업의 ESG 경영활동이 비용 등 경제적 부담이 커지고 정보 공시 의무화 등 업무적 부담이 커지고 있지만 지속적인 ESG 경영활동의 결과로 ESG환경경영(ESG_E)의 등급이 높으면 회복탄력성에 높일 수 있어 기업들에게 ESG경영이 불확실한 경제상황에서 기업이 성장에 도움이 될 것이라는 점입니다.

제 2 절 연구의 한계 및 향후 연구 방향

급격한 기후 변화로 인한 환경 문제가 심각해지면서 환경(E)·사회(S)·지배구조(G)를 중요시하는 ESG에 대한 사회의 요구가 높아지고 있습니다. 이에 기업의 경영목표와 의사결정, 투자전략 등에 ESG 원칙을 적용한 경영활동에 대한 관심이 높아지고 있습니다.

본 연구의 결과는 다음과 같이 요약할 수 있습니다.

첫째, ESG가 기업에 미치는 영향을 분석한 선행연구들을 살펴본 결과, ESG는 우리 사회에 지속가능한 성장을 가져오고, ESG는 기업의 장기적 이익 창출에 매우 중요한 역할을 하고 있음을 확인할 수 있었습니다. 다만 ESG 평가지표의 불균형으로 ESG 평가제도의 한계를 지적하는 의견도 있었습니다. 향후 ESG 활동과 기업 재무성과 간에 명확한 상관관계를 갖기 위해서는 ESG 평가요소에 대한 명확한 기준을 마련하는 것도 중요하다고 판단됩니다.

둘째, ESG 등급과 기업의 회복탄력성에 미치는 영향은 ESG 부문별로 상이하게 나타난데는 연구기간을 단기적인 금리상승기를 설정하는 데 한계가 있었습니다. 향후에는 경제 상황이 불확실했던 기간에 대해 확대하여 연구가 필요

하고, 강건성 지표로 매출성장률 이외의 대용변수를 통해 ESG등급이 기업의 회복탄력성에 미치는영향에 대한 분석이 필요할 것입니다. 또한 코스피 상장 제조업만을 대상으로 실증분석한 한계도 향후 연구 분야에 대한 확대도 필요할 것입니다.

참 고 문 헌

1. 국내문헌

강원, 정무권(2020). ESG활동의 효과와 기업의 재무적 특성. 한국증권학회지, 49(5), 681-707.

고재민(2004). 주류산업의 새로운 생존전략, 지속가능경영. LG경제연구원

공경신(2020), “영국의 기후관련 정보 공시 규정 강호 및 이슈”, 자본시장포커스 , 서울: 자본시장연구원.

곽배성,이재혁. (2021) 기업의 ESG 수준과 외국인투자자 비중과의 관계: 규제위험 노출수준에 따른 투자자 민감도. 한국전략경영학회. 전략경영연구 Vol.24 No.1 35-66

권재득, 이진춘. (2017). 기업의 회복탄력성 결정요인에 관한 연구. 한국경영학회. Vol.2017 No.08734-758

김광민. (2021). ESG 경영이 기업가치와 타인자본비용에 미치는 영향에 관한 연구. 전북대학교대학원, 박사학위논문

김동주(2009). 이해관계자 관점에서 본 기업의 외부적 CSR 활동과 종업원 및 주주의 이익. 인적자원관리연구, 16, 29-47.

김수욱, 이치송. (2015). 지속가능경영이 기업가치와 신용평가에 미치는 영향에 대한 실증 분석. 한국산업경제학회. 정기학술발표대회. Vol.2015 No.05 531-549.

김정희. (2016). “지속가능한 경영성과의 결정요인과 지속가능성 수준의 역할에 관한 연구”. 금오공과대학교 대학원, 박사학위논문.

민영기.(2022). ESG등급이 기업의 고유변동성에 미치는 영향. 중앙대학교, 산업·창업경영대학원 석사학위논문

민재형, 김범석. (2015). 기업의 ESG노력과 재무성과의 선후행 관계. 대한산업공학회 춘계학술대회논문집. Vol.2015 No.4 2707-2719.

박경서(2021), “지속가능한 ESG 경영과 책임투자”, 한국기업거버넌스포럼 1

월 세미나 자료집 , 서울: 한국기업거버넌스포럼
박상준, 백재승. (2017) 사회적 책임활동과 기업가치의 연관성: KEJI와 KSI 통합 분석. 한국기업경영학회. 『기업경영연구』Vol.24 No.2 213-236
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』 브래인플랫폼.
박춘란(2007). 비영리조직에 대한 지속적 기부행동에 영향을 미치는 요인에 관한 연구, 경영과 정보연구, 20. 33-60.
박현성. (2010). “기업의 환경경영이 기업가치에 미치는 영향 분석”. 중앙대학교 대학원, 박사학위논문.
백준성·윤병섭. (2018). 유가증권 상장기업의 사회적 책임수행이 기업가치에 미치는 영향. 대한경영학회지, 제31권 제5호, 907-937.
송홍선(2018), 스튜어드십코드와 기관투자자의 주주권 행사 , 서울: 자본시장연구원.
양진수.(2022). 자본시장 변동 시 기업의 ESG경영 수준이 기업가치에 미치는 영향. 한성대학교 지식컨설팅대학원 석사학위논문
오상희, 이승태(2019). ESG 평가요소와 기업가치의 관계에 관한 연구, 한국전산회계학회논문. 2019.12, 205-223
윤조현(2021). ESG 등급이 기업의 내부 이해관계자 관련 성과에 미치는 영향. 이화여자대학교 대학원 석사학위 청구논문
윤지현, 이경미, 김지현, 양재석.(2022). 초불확실성 시장에서 ESG가 기업의 회복탄력성에 미치는 영향. 동서연구. 제34권 3호, 103_135.
이경수. (2020). “ESG요인 자산운용 전략제언 : 기업특성을 고려한 ESG 포트폴리오 구성 전략별 위험조정 투자성과실증분석”. 한국외국어대학교 대학원, 박사학위논문
이시연(2021), 국내외 ESG 투자 현황 및 건전한 투자 생태계 조성을 위한 시사점 ,서울: 한국금융연구원

이은정, 이유경. (2021). ESG와 기업의 대응. 『한국지배구조원』, 100(3), 47-69.

이재혁,양지원. (2019). 지속가능성;국내외 연구현황 및 향후 발전방향. 한국전략경영학회. 전략경영연구. Vol.22 No.1 49-75

이정기, 이재혁. (2020). 지속가능경영 연구의 현황 및 발전방향 : ESG 평가지표를 중심으로 전략경영연구. 『한국전략경영학회』, 23(20),65~92.

이정애.(2021). 지속가능 위험관리가 경영성과에 미치는 영향 연구 : 시장 격변성 조절효과. 대전대학교 박사학위논문

이주헌. (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

이효정, 김규림, 임두빈, 박도휘, 전창의, 장지혜. 2021. ESG의 부상, 기업은 무엇을 준비해야 하는가?. 서울: 삼정KPMG경제연구원

정영모(2007). 한국 기업의 지속가능경영에 관한 탐색적 연구. 경상논집, 73-94.

조대형. (2021). ESG 글로벌 추진 현황과 사례 분석. 인문사회21, 제12권3호. 2651-2662

진미경.(2021). 기업의 ESG 활동이 기업위험에 미치는 영향에 관한 연구. 한성대학교대학원 박사학위 논문

천미림, 김창수. (2011). CSR의 지속성이 CSR과 재무성과의 관계에 미치는 영향. 한국회계정보학회, 회계정보연구. Vol.29 No3 351-374.

홍성헌. (2010). 지속가능경영을 위한 글로벌 CSR전략 및 실천방안. 『한국경영자총협회』, 18(3), 45-60.

삼정KPMG(2020), ESG 경영시대, 전략패러다임 대전환 , 서울:삼정KPMG.

사회적가치연구원(2021), ESG Handbook , 서울: 사회적가치연구원.

한기수(1987). 기업의 사회적 책임에 관한 실증적 연구, 회계학연구. 7, 187-212

IBK경제연구소. 2021. ‘ESG의 부상, 기업은 무엇을 준비해야 하는가?’ 서울:

IBK기업은행

〈인터넷 사이트〉
http://www.cgs.or.kr/main/main.jsp 한국기업지배구조원

2. 국외문헌

Albuquerque, R., Koskinen, Y., Yang, S. Zhang, C., (2020). Res iliency of environmental and social stocks: An analysis of the exogenous COVID-19 market crash, *The Review of Corpor ate 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

Bénabou, R.& J Tirole(2010), "Individual and Corporate Social Responsibility", Economica, 77(305):1-19

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

C.S.Hollings,(1973), Resilience and Stability of Ecological system, Annual Review of Ecology and Systematics, Vol.4:1-23

David C. Broadstock, (2020), The role of ESG performace during times of 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 the Business Enterprise. Environmental Quality Management, 8(3),11-21.

Lins, K. V., Servaes, H., & A. Tamayo(2017), Social Capital, Trust, and

Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis. The Journal of Finance, 72(4):1785-1824

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

A study on Corporate ESG ratings and Resilience

Koh, Min-Soo

Major in Smart Convergence Consulting

Dept. of Smart Convergence Consulting

Graduate School of Knowledge Service&consulting

Hansung University

Over the past three years, people have been terrified by the unprecedented pandemic of COVID-19, and a series of unpredictable economic conditions have maximized market uncertainty. In addition, unpredictable events such as COVID-19 can occur at any time, and unpredictable social and environmental problems are occurring in modern society. Therefore, companies need the ability to withstand the negative effects of negative events and avoid serious damage to their value, even when unpredictable events occur or social and economic uncertainties increase. It's called resilience.

ESG has emerged as part of a company's management activities that could change the new paradigm of corporate management, and some scholars have argued that it has a significant impact on the company's short-term performance. On the other hand, it has been consistently argued that ESG-related activities have no real impact as much as the

importance mentioned in the media. To advance your research on ESG, you must be able to examine the two conflicting claims in detail and answer the following questions: First, it is important to measure ESG and related activities as a matter of independent variables. Second, for dependent variables, it is necessary to study which performance indicators ESG and its activities affect. Third, it is necessary to consider the causal process of the effect of ESG activity on the dependent variable. Fourth, finally, it is necessary to conduct various studies on situations in which ESG's causal process affecting performance indicators is better expressed in relation to control variables or contexts. You can't include all the discussions in one study, but the more research you do, the more dense you will be able to understand the role and effectiveness of ESG. This study aims to contribute to ESG-related discussions by answering the following questions with this critical mind. Can a company's ESG activities have a decisive impact on the company's resilience at a time of high uncertainty? A study on was conducted to find out whether the ESG rating affects the resilience of companies in the recent interest rate rise. First, each sector of ESG grade was classified into an integrated grade (T), E (environment), S (society), and G (governance structure) by setting up a hypothesis and conducting a study.

In this study, through empirical analysis, we checked whether the ESG rating has a significant effect on the resilience of a company during a period of rising interest rates when market uncertainty increases. In other words, ESG ratings developed for sustainability gave trust to corporate stakeholders over a long period of time, and checked whether sales grow by maintaining robustness even in times of crisis. We empirically analyzed how four areas, ESG integration (ESG_T), ESG environment (ESG_E), ESG society (ESG_S), and ESG governance (ESG_G), affect corporate resilience. The purpose of this study is to analyze whether companies with excellent ESG ratings give investors a sense of social and economic stability by showing relatively stable resilience in the financial market.

The results of the empirical analysis for this study are as follows.

[Hypothesis] ESG Integrated Management Level (ESGT), Environmental Management Level (ESG_E), Social Management Level (ESG_S), and Governance Management Level (ESG_G) will have a positive (+) effect on corporate resilience." As a result of the hierarchical regression analysis, the environmental management level ESG_E and social management level (ESG_S) were significant, and the integrated management level (ESGT) and governance management level (ESG_G) were not statistically significant. In addition, ESG environmental management level (ESG_E) had a positive (+) effect, ESG social management level (ESG_S) had a negative (−) effect, and ESG ratings reflected in ESG management activities had a positive effect on corporate resilience. The impact on ESG ratings and corporate resilience differed by ESG sector, but there was a limit to setting a short-term interest rate rise period during the research period. In the future, it will be necessary to expand research on the period when the economic situation was uncertain, expand research on the KOSPI manufacturing sector, and analyze the impact of ESG ratings on corporate resilience through proxy variables other than sales growth as a robust indicator.

【Keywords】ESG, resilience, rating, integration, environment, society, governance, sales growth rate, robustness