

석사학위논문

자본시장 변동 시 기업의 ESG 경영 수준이 기업가치에 미치는 영향

-코로나19 팬데믹 기간 동안의 유가증권 상장기업을 중심으로-

2022년

한성대학교 지식서비스&컨설팅대학원

스마트융합컨설팅학과

스마트융합컨설팅전공

양 진 수

석 사 학 위 논 문
지도교수 김태영

자본시장 변동 시 기업의 ESG 경영 수준이 기업가치에 미치는 영향

-코로나19 팬데믹 기간 동안의 유가증권 상장기업을 중심으로-

The Effect of a Company's ESG Management Level
on its Corporate Value when the capital market fluctuates

2021년 12월 일

한성대학교 지식서비스&컨설팅대학원

스마트융합컨설팅학과

스마트융합컨설팅전공

양 진 수

석사학위논문
지도교수 김태영

자본시장 변동 시 기업의 ESG 경영 수준이 기업가치에 미치는 영향

-코로나19 팬데믹 기간 동안의 유가증권 상장기업을 중심으로-

The Effect of a Company's ESG Management Level
on its Corporate Value when the capital market fluctuates

위 논문을 컨설팅학 석사학위 논문으로 제출함

2021년 12월 일

한성대학교 지식서비스&컨설팅대학원

스마트융합컨설팅학과

스마트융합컨설팅전공

양진수

양진수의 컨설팅학 석사학위 논문을 인준함

2021년 12월 일

심사위원장 유 연우 (인)

심 사 위 원 최 승욱 (인)

심 사 위 원 김 태영 (인)

국 문 초 록

자본시장 변동 시 기업의 ESG 경영 수준이 기업가치에 미치는 영향

한성대학교 지식서비스&컨설팅대학원

스 마 트 융 합 컨 설 팅 학 과

스 마 트 융 합 컨 설 팅 전 공

양 진 수

본 연구는 코로나19 대유행 상황에서 자본시장이 급변에 따른 시장위기 및 시장급등 기간에서 기업의 ESG 경영 수준과 기업가치 변동성과의 영향 관계를 확인하기 위해 수행되었다.

본 연구는 기업 ESG 경영 수준의 대용변수로 한국기업지배구조원이 2020년 10월 공표한 ESG 평가등급을 사용하였다. 기업가치 변동성 대용변수는 토빈의 Q 비율(Tobin's Q) 변동률과 주가변동률을 사용하였다. 분석대상 기간은 코스피 지수가 20.16% 급락한 2020년 1분기를 시장위기 기간으로, 23.44% 급등한 2020년 4분기를 시장급등 기간으로 설정하여 각각의 기간에 대해 시장 변동성의 방향성과 크기를 고려해 영향 관계를 확인했다. 또한 본 연구는 ESG 경영 수준과 기업가치 변동성이라는 특성을 고려하여 선행연구에서 주로 이루어졌던 종단적 연구가 아닌 횡단적 연구를 통해 그 관계를 확인하고자 하였다.

시장위기 기간으로 설정한 2020년 1분기에 대해 ESG 통합 경영 수준

을 포함한 하위 부문, 즉 ESG 환경, ESG 사회, ESG 지배구조 경영 수준 모두가 기업가치 변동성인 토빈의 Q 비율 변동률과 주가변동률에 대해 부(-)의 관계에 있음을 확인하였다. 하지만, ESG 환경 경영 수준에 대해서만 통계적 유의성을 확인하였다. 시장급등 기간으로 설정한 2020년 4분기 역시 ESG 통합 경영 수준을 포함한 하위 부문 모두가 기업가치 변동성과 정(+)의 관계에 있음을 확인하였으나 역시 ESG 환경 경영 수준에 대해서만 통계적 유의성을 확인하였다.

본 연구는 기존 선행연구와 달리 시장변동의 방향성과 크기를 고려하여 ESG 경영 수준이 기업가치 변동성에 미치는 영향을 확인하였다. 글로벌 금융 위기 기간 변화를 외생적 변화 및 자연적 실험으로 ESG 경영 수준과 기업가치의 관계에 관해 연구한 선행연구(Lins et al., 2017; Buchanan et al., 2018)을 참고하여 코로나19 대유행 기간의 변화를 외생적 변화 및 자연적 실험으로 하여 ESG 경영 수준과 기업가치 변동성과의 관련성을 확인하고자 하였다. 특히 주요 선행연구들에서 기업가치 및 기업가치 변동성에 대해 부(-) 또는 관계가 없는 것으로 확인되었던 ESG 환경 경영 수준이 코로나19 대유행과 기후변화 대응과 같은 쟁점으로 인해 기업가치 및 그 변동성과 긍정적인 관계가 강화되고 있다는 것을 확인하였다. 비록 통계적 유의성을 확인하지 못하였으나 ESG 통합, ESG 사회, ESG 지배구조 경영 수준 또한 시장의 방향성에 대응하여 기업가치 변동성과 긍정적인 관계가 있음을 확인하였다.

【주제어】 ESG, 비재무적 성과, 경영 수준, 기업가치, 자본시장, 변동성, 토빈의 Q 비율, 주가변동률, 코로나19

목 차

제 1 장 서 론	1
제 1 절 연구의 배경 및 목적	1
제 2 절 연구의 범위 및 방법	4
제 3 절 연구의 구성	8
제 2 장 이론적 배경 및 선행연구	9
제 1 절 코로나19 대유행과 자본시장	9
제 2 절 ESG의 정의	14
1) ESG의 정의	14
2) ESG 경영	16
3) ESG 투자	22
제 3 절 ESG의 국내외 현황	32
1) 해외 현황	32
2) 국내 현황	38
제 4 절 ESG 평가	42
1) MSCI ESG 평가등급	46
2) 랩리스크 ESG 평가등급	47
3) KCGS ESG 평가등급	48
4) 서스틴벤스트 ESG 평가등급	51
5) 경제정의연구소 경제정의지수(KEJI)	53
제 5 절 ESG 경영 수준과 기업가치 관련 선행연구	55
1) 긍정적 선행연구	56
2) 부정적 선행연구	60
3) 중립적 선행연구	61
제 6 절 ESG 경영 수준과 기업가치 변동성 관련 선행연구	62
1) 긍정적 선행연구	62
2) 부정적 선행연구	66

제 7 절	선행연구와의 관련성 및 차별성	67
제 3 장	연구의 가설 및 설계	68
제 1 절	연구모형	68
제 2 절	연구가설	68
제 3 절	연구모형의 설계	71
제 4 절	변수에 대한 정의	73
1)	독립변수	73
2)	종속변수	77
3)	통제변수	78
제 4 장	실증분석	81
제 1 절	표본의 선정	81
제 2 절	실증분석 결과	83
1)	기초통계분석	83
2)	ESG 경영 수준이 기업가치 변동성에 미치는 영향	86
제 5 장	결 론	99
제 1 절	연구결과의 요약	99
제 2 절	시사점 및 연구의 한계점	100
참 고 문 헌		102
ABSTRACT		121

표 목 차

[표 1-1] 분기별 코스피 지수 변동률 분포 (2018년~2020년)	4
[표 2-1] ESG의 개념 정의	15
[표 2-2] ESG 경영의 개념	17
[표 2-3] 코스피 시장 상장기업의 ESG위원회 설치 현황	21
[표 2-4] 유엔 책임투자원칙(UN PRI) 6대 원칙	24
[표 2-5] 글로벌 지속가능 투자자산(지역별)	26
[표 2-6] 글로벌 지속가능 투자자산(규모)	26
[표 2-7] ESG 투자 전략 유형	27
[표 2-8] 국내 ESG 정책 주요 동향	40
[표 2-9] 한국거래소 ESG 정보공개 가이드선의 권고지표	41
[표 2-10] 산업통상자원부 K-ESG 지표 주요 내용	42
[표 2-11] 국내외 주요 ESG 평가기관	45
[표 2-12] MSCI EGS 평가항목	46
[표 2-13] 랩리스크 ESG 평가항목	47
[표 2-14] KCGS ESG 평가항목(2021년 개정 전후 비교)	50
[표 2-15] 서스틴베스트 EGS Value 평가항목	52
[표 2-16] KEJI 지수 평가항목	54
[표 2-17] ESG 경영 수준과 기업가치 관련 긍정적 선행연구	57
[표 2-18] ESG 경영 수준과 기업가치 관련 부정적 선행연구	60
[표 2-19] ESG 경영 수준과 기업가치 관련 중립적 선행연구	61
[표 2-20] ESG 경영 수준과 기업가치 변동성 관련 긍정적 선행연구	62
[표 2-21] ESG 경영 수준과 기업가치 변동성 관련 부정적 선행연구	66
[표 3-1] KCGS ESG 평가등급 체계 및 의미	74
[표 3-2] KCGS ESG 평가등급의 연도별 평균점수 현황	76
[표 3-3] ESG 경영 수준과 기업가치 관련 선행논문의 통제변수 현황	80
[표 4-1] 표본의 구성	82
[표 4-2] 기초통계분석 결과	83
[표 4-3] KCGS ESG 평가등급의 등간척도 변환 규칙	83

[표 4-4] 상관관계 분석(2020년 1분기)	85
[표 4-5] 상관관계 분석(2020년 4분기)	86
[표 4-6] 시장위기 기간에 대한 실증분석 결과(토빈의 Q 비율 변동률) ...	88
[표 4-7] 시장위기 기간에 대한 실증분석 결과(주가변동률)	90
[표 4-8] 시장급등 기간에 대한 실증분석 결과(토빈의 Q 비율 변동률) ...	92
[표 4-9] 시장급등 기간에 대한 실증분석 결과(주가변동률)	94
[표 4-10] 시장위기 기간에 대한 연구가설 검증 결과 (1)	95
[표 4-11] 시장위기 기간에 대한 연구가설 검증 결과 (2)	96
[표 4-12] 시장급등 기간에 대한 연구가설 검증 결과 (1)	97
[표 4-13] 시장급등 기간에 대한 연구가설 검증 결과 (2)	97

그림 목 차

[그림 1-1] 분기별 코스피 지수 변동률(2018년~2020년)	4
[그림 2-1] 미국 주식시장 변동성(1900년~2020년 4월)	10
[그림 2-2] 주요 주식시장 지수 및 코로나19 확진자 수	12
[그림 2-3] 단계별 ESG 경영 전략	18
[그림 2-4] ESG 검색량 지수(2019년~2021년)	38
[그림 2-5] ESG 경영 수준과 기업가치/재무성과 관련 연구동향	55
[그림 3-1] 연구모형	68

제 1 장 서론

제 1 절 연구의 배경 및 목적

2020년 코로나19(COVID-19)의 대유행을 계기로 세계는 기업의 지속가능한 성장을 위해 비재무적 성과인 ESG, 즉 환경·사회·지배구조에 본격적으로 주목하기 시작했다.

코로나19는 2019년 12월 최초 발생 후 중국 후베이성의 지역적 위기에서 세계보건기구(WHO, World Health Organization)의 2020년 1월 31일 국제적 공중보건 비상사태(Public Health Emergency of International Concern) 선언과 연이은 2020년 3월 11일 팬데믹(Pandemic) 선언으로 전 세계 200개 이상의 국가에 영향을 미치는 세계적 대유행으로 확산되어 글로벌 자본시장의 변동성을 급증시켰다.

미국의 경우, 2020년 3월 중순 변동성 수준은 1987년 10월 블랙먼데이와 2008년 12월 미국 서브프라임 모기지 사태, 그리고 그 이전인 1929년 말과 1930년대 초 미국 대공황에서 마지막으로 관찰되었던 변동성 수준 이상을 기록했다. 하지만 미국 주식시장에 끼친 영향을 코로나19 전염병의 심각성, 바이러스 전파 용이성, 감염자에 대한 사망률 등만으로 설명할 수는 없다. 그 단적인 예로 스페인 독감 대유행 당시 미국의 사망률은 코로나-19 대유행보다 14배 높았기 때문이다(Baker et al., 2020). 코로나19 대유행은 전례 없는 충격을 자본시장에 가져다주었다. 그 원인은 코로나19 위기와 그에 따른 경제 봉쇄 정책으로 글로벌 주식시장에 예상치 못한 충격이 발생했고, 이는 경제적 여건이 아니라 공중보건 문제에서 비롯된 외생적 충격이며, 이로 인해 주식시장이 붕괴하였기 때문이다(Albuquerque et al., 2020).

국내 코로나19 대유행은 2020년 1월 20일 중국 우한에서 출국한 중국 여성이 국내 입국 절차에서 코로나19로 확진되면서 시작되었고, 2020년 12월 31일 누적 확진자 60,740명, 사망자 900명을 기록했다. 2021년 10월 31일 현재 누적 확진자 364,700명, 사망자 2,849명을 기록하면서 코로나19 상황이 지속되고 있다. 하지만, 2021년 11월 1일부터 정부는 위드 코로나를 선언하

고 사회적 거리두기를 단계적 일상 회복으로 전환하여 포스트 코로나19를 준비하고 있다(질병관리청, 2021.11.01).

국내 주식시장 역시 코로나19 대유행으로 인해 2020년 1월에서부터 12월까지 급격한 하락과 상승으로 인한 전례가 없는 변동성을 기록했다. 코스피 지수는 종가 기준 2020년 3월 19일 연초 대비 후 33.7% 하락한 1,457.64를 기록하였고, 코스닥 지수 역시 428.35를 기록 연초 대비 36.1% 하락했다. 하지만, 코스피 지수는 2020년 6월 10일 2,195.69로 회복한 데 이어 2020년 12월 30일 사상 최고점인 2,873.47을 기록하며 마감했고, 코스닥 지수는 2020년 5월 7일 668.17로 회복하였고 사상 최고점인 968.42를 기록하며 마감했다. 그 후 2021년의 시작과 함께 코스피 지수와 코스닥 지수는 각각 1월과 4월에 지수 3,000시대와 1,000시대를 열었다.

한편 코로나19와 전 지구적 기후위기 대응을 위해 기업의 비재무적 성과인 ESG, 즉 환경(enviromental), 사회(social), 지배구조(governance)에 대한 논의가 뜨겁게 달아오르고 있다.

글로벌 자산운용사 블랙록의 회장 겸 최고경영자 래리 핑크(Laurence Fink)는 기업 CEO들에게 보내는 2021년 연례서신에서 “지속가능한 성장성을 갖춘 기업에 집중하는 투자자가 증가하고 있고, 이러한 구조적 변화는 한층 가속화될 것”이라며 “적시에 대응하지 못하는 기업은 사업은 물론 기업가치와 관련해 어려움을 겪게 될 것”이라고 강조했다(블랙록 홈페이지).

S&P 글로벌 ESG 사업 개발 아시아태평양 리더인 마이클 살바티코(Michael Salvatico)는 2021년 10월 한국경제신문과의 인터뷰에서 “코로나 19를 계기로 사람들은 기후변화에 면역력을 가진 사람이 없다는 것에 위기감을 느끼기 시작했다.”면서 “올해가 ESG 경영이 얼마나 의미 있는 성과를 내는지를 보여주는 ‘변곡점’이 될 것”이라고 강조했다(한국경제신문, 2021).

국내 ESG에 대한 논의는 2009년 국내 연기금 투자기관 최초로 국민연금이 UN PRI에 가입하면서 태동했다. 2021년 연초부터 국내 대그룹을 필두로 주요 상장기업들의 조직개편에서 ESG가 주요 개념으로 등장했다. ESG 경영은 기업의 지속가능한 성장을 목표로 ESG 요소들을 관리하는 것이다. 즉, 기존의 기업의 사회적 책임 개념이 단순한 사회공헌활동을 넘어서 환경적 책임

경영, 사회적 책임경영, 그리고 지배구조의 투명한 경영을 함께 추구하는 ESG 경영으로 전환되고 있음을 의미한다.

다양한 선행연구들에서 ESG 경영 수준이 기업가치, 장단기 경영성과와 정(+)의 관계에 있다는 것이 검증되었다. 1970년 이후 발표된 2,000건 이상의 ESG 관련 연구 문헌을 분석한 연구에서는 대상 연구의 90%가 기업의 ESG 성과와 재무성과의 관련성이 부정적이지 않으며, 재무성과에 대한 ESG 성과의 긍정적인 효과가 지속적이고 안정적으로 나타나고 있어 ESG 투자 성과 역시 전반적으로 양호하다는 것이 확인되었다(Friede et al., 2015). 또한 200건 이상의 연구 문헌을 분석한 연구에서는 자본비용 관련 연구 90%에서 우수한 ESG 경영성과가 자본비용을 낮춘다는 결과를, 사업 성과 관련 연구 88%에서 강건한 ESG 경영이 사업 성과를 향상한다는 결과를, 주가 관련 연구 80%에서 우수한 ESG 경영 수준이 주가 성과에 긍정적인 영향을 가진다는 결과가 확인되었다(Clark et al., 2015).

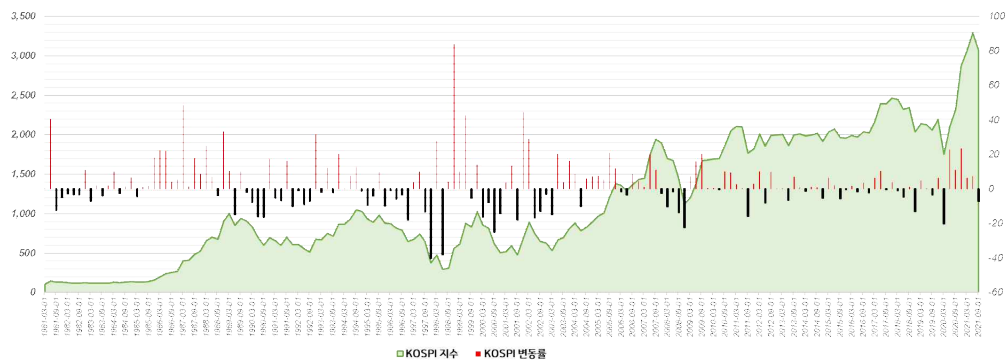
2011년부터 2019년까지 학술지(한국연구재단 한국학술지인용색인 등재) 게재 연구 결과 중 경제정의지수(Korea Economic Justice Index, 이하 KEJI 지수)와 ESG 평가지표를 사용한 25편의 논문을 분석하여 전체의 80%, 즉 20편의 논문에서 ESG 경영활동과 성과가 경영성과, 기업가치, 이익의 질 등 기업경영 전반에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 확인되었다(이정기, 이재혁, 2020). 또한 2000년부터 2019년까지 회계학 분야의 ESG 관련 선행연구를 조사하여 ESG 경영 수준과 기업가치는 유의한 정(+)의 값을 나타내고, ESG 경영 수준이 높을수록 자본비용은 낮고, 투자 효율성은 높은 것으로 보고된 바 있다(배창현, 김태동, 김세찬, 2021).

본 연구에서는 한국기업지배구조원(Korea Corporate Governance Service, 이하 KCGS)의 ESG 평가등급을 기업의 비재무적 성과로써 ESG 경영 수준에 대한 대용 변수로 하여 코로나19 대유행과 같은 외적 충격으로 인해 자본시장이 급변하는 기간에 국내 코스피 시장 상장기업의 ESG 경영 수준이 시장의 변동 방향, 즉 시장위기 및 시장급등 기간에서 기업가치 변동성에 대한 대용 변수인 토빈의 Q 비율 변동률과 주가변동률에 미치는 영향을 확인하고자 한다.

제 2 절 연구의 범위 및 방법

본 연구는 KCGS에서 2020년 10월 공표한 2020년 기업별 ESG 평가등급 데이터와 (주)에프엔가이드의 DataGuide(www.dataguide.co.kr)에서 추출한 기업 일반사항 및 재무정보, 그리고 주식시장 정보를 이용해 분석한다. (주)에프엔가이드의 DataGuide은 국내 250개 이상의 기관, 연구소와 대학교에 제공되고 있는 데이터베이스 프로그램으로 금융, 산업, 경제는 물론 국내외 주식에 대한 다양한 데이터를 제공하고 있다.

분석대상 기간은 코로나19 위기 발생 기간인 2020년으로 하였고, 분석 주기는 회계 감사 결과에 대한 최소 공시 기간인 분기 단위로 하였다. 특히, 코로나19 위기에 따른 자본시장 변동성의 방향을 반영하기 위하여 2020년 1분기와 2020년 4분기를 각각 시장위기 기간과 시장급등 기간으로 설정했다.



[그림 1-1] 분기별 코스피 지수 변동률 (2018년~2020년)

* 출처: DataGuide 데이터를 토대로 연구자 재구성

[표 1-1] 분기별 코스피 지수 변동률 분포 (2018년~2020년)

변동률	-40%	-30%	-20%	-10%	0% 미만	0% 이상	10%	20%	30%	40%
빈도	1	1	3	17	46	51	22	12	2	6
비율	0.6%	0.6%	1.9%	10.6%	28.6%	31.7%	14.3%	7.5%	1.2%	3.1%

* 출처: DataGuide 데이터를 토대로 연구자 재구성

시장위기 기간과 시장급등 기간을 2020년 1분기와 2020년 4분기로 각각 설정한 것은 [그림 1-1]과 [표 1-1]에 제시한 바와 같이 2018년부터 2020년까지 총 160개 분기에 대한 코스피 시장의 분기별 변동성을 분석한 결과, 분기 하락률이 -20% 이하였던 기간은 1997년 4분기(-40.21%), 1998년 2분기(-38.8%), 2008년 4분기(-22.35%), 2020년 1분기(-20.16%) 등 총 5회였다. 반면 분기 상승률이 20% 이상인 기간은 총 19회였으며, 특히 시장 외적 충격 후의 회복 기간을 제외하고 전고점을 돌파하며 분기 20% 이상의 상승률을 기록한 기간은 1981년 2분기(40.41%), 1986년 1분기(22.27%), 2분기(21.83%), 1987년 1분기(48.61%), 1998년 1분기(25.02%), 4분기(33.39%), 2005년 3분기(21.11%), 2007년 2분기(20.17%), 그리고 2020년 4분기(23.44%) 등 총 9회였다.

본 연구의 분석대상 기업은 (1) 한국거래소 코스피 시장 상장기업, (2) KCGS에서 ESG 평가등급을 제공하는 기업, (3) DataGuide에서 재무 데이터를 제공하는 기업, (4) 금융업이 아닌 기업, (5) 관리종목이 아닌 기업 등의 조건을 모두 충족하는 기업을 대상으로 분석하였다.

KCGS은 코스피 시장 상장기업과 같이 코스닥 시장 상장기업에 대해서도 ESG 평가등급을 부여하고 있지만, 전체 기업이 아닌 일부 기업에 대해서만 평가등급을 부여하고 있다. 또한 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 한정했다.

ESG 경영 수준은 비재무적인 요소로서 객관적인 측정이 어렵다는 특성이 있지만, 전문 평가기관들이 자체 개발한 평가방법론에 따라 평가를 진행하고 있다. 국내의 경우, 대표적으로 KCGS, 서스틴베스트 등이 자체 ESG 평가모형을 통해 국내 기업들을 대상으로 ESG 평가등급을 제공하고 있으며, 경제정의실천시민연합의 경제정의연구소는 KEJI 지수를 제공하고 있다.

본 연구는 독립변수인 기업의 ESG 경영 수준의 대용치로 KCGS의 ESG 평가등급을 사용한다. 2011년부터 2019년까지 한국연구재단(NRF)의 한국학술지인용색인(KCI)에 등재된 학술지에 게재된 ESG 평가지표를 활용한 논문

25편을 분석한 결과에 따르면 56%인 14편의 논문이 경제정의실천시민연합의 KEJI 지수를 활용하였고, 36%인 9편의 논문이 KCGS의 ESG 평가등급을 활용하였다고 보고하였다(이정기, 이재혁, 2020). 하지만, KEJI 지수는 다양한 선행연구에서 대용치로 검증되었음에도, 코스피와 코스닥 시장 상장기업 중 상위 200개에 해당하는 기업만을 사회적책임활동 우수기업으로 선정하여 발표하기 때문에 전체 기업을 대상으로 ESG 경영 수준을 모두 고려한 실증분석을 하는데 한계점이 존재한다(임옥빈 2019). 이외 서스틴베스트에서 제공하는 ESG 평가등급은 역시 표본 수가 한정적이어서 2013년 이후 서스틴베스트의 데이터를 사용한 연구는 장승욱·김용현(2013), 박영규(2017) 외에는 거의 존재하지 않는다(임옥빈, 2019).

본 연구에서 KCGS의 ESG 평가등급 정보는 KCGS 홈페이지(www.cgs.kr)에 공개된 자료를 사용했다. KCGS의 ESG 평가등급 정보는 이처럼 웹사이트에 공개되어 있어 연구자는 물론 기관투자자와 개인투자자 모두 접근이 쉽다는 장점이 있다. 하지만, 2019년까지의 자료는 코스피와 코스닥 시장 상장기업 중 B+ 등급 이상을 받은 기업만이 공개되었다. 본 연구에 사용된 2020년 ESG 평가등급 정보는 전체 평가등급이 모두 공개되어 있다. 일부 평가등급이 공개되지 않는 문제를 극복하기 위해 선행연구들은 비공개 등급에 대해 일괄 점수 부여 방식(채건석, 2020; 서위수, 2020), 단일범주 방식(손지연, 2018), 비공개 등급 기준 우수·비우수 기업 그룹 분류 방식(임동환, 2021), 비공개 등급 기업 배제 방식(Lim, J., 2016) 등을 채택해 왔다.

본 연구에서 기업의 경영 수준 기간은 KCGS가 ESG 평가등급을 발표하는 공표연도, 즉 당기(t)로 설정하였다. KCGS는 평가대상 기업의 전기(t-1) 자료와 당기(t) 상반기 자료를 일부 반영해 ESG 등급을 평가하고 이를 매년 10월경 당기(t) ESG 등급으로 발표한다. 예를 들어, KCGS는 2021년 10월 26일 2021년(t) KCGS ESG 평가등급을 발표하였는데, 해당 등급은 2020년(t-1)과 2021년(t) 상반기를 평가대상 기간으로 한다.

선행연구에서는 KCGS의 ESG 평가등급과 기업가치와의 관계를 연구하는데 있어 평가대상 기간인 전기(t-1)의 재무성과와 평가대상 연도(t-1) ESG 평가등급과의 관계를 평가해 왔다(김광민, 2021; 김수연, 2021; 민영기,

2021; 임동환, 2021; 임옥빈 2019). 하지만, 본 연구는 각 기업의 ESG 경영 수준을 연구대상으로 하므로 공표연도(t), 즉 당기(t) ESG 평가등급과 당기(t) 재무성과와의 관계를 분석한다. 최근의 연구에서 전기(t-1)의 ESG 평가등급이 전기(t-1)와 당기(t) 기업가치 모두에 영향을 미친다는 것이 확인된 바 있다(이재목, 김용, 2013; 양형모, 윤태화, 2015; 김령, 양동훈, 홍영도, 최준혁, 2016; 김범석, 민재형, 2016; 여은정, 2017; 임옥빈, 2019).

마지막으로 KCGS의 ESG 평가등급은 7단계로 구분되어 있으므로 7개의 등간척도로 변환하였다. 즉 S, A+, A, B+, B, C, D 각각에 대하여 7, 6, 5, 4, 3, 2, 1의 점수를 부여하여 변수화하였다(손지연, 2018; 오상희, 이승태, 2019; 강원, 2020; 민영기, 2021).

다수의 선행연구들에서 기업가치 대용변수로 토빈의 Q 비율(최운열, 이호선, 홍찬선, 2009; 장지인, 최현섭, 2010; 나영, 임옥빈, 2011; 육근효, 최미화, 2011; 천미림, 김창수, 2011; 김강, 2012; 오근혜, 윤희구, 강승모, 2012; 이재목, 김용, 2013; 이정은, 김진섭, 2013; 이정은, 김진섭, 2013; 민재형, 김범석, 하승인, 2014; 강경이, 조용탁, 이호갑, 2016; 백준성, 윤병섭, 2018; 손지연, 2018; 임옥빈, 정준희, 손여진, 2019; Wong et al., 2020; 강원, 정무권, 2020; 임동환, 2021)와 주가변동률(White et al., 1996; Xueming Luo et al., 2006; Joshua, 2007; Jo, Harjoto, 2012; 이정은, 김진섭, 2013; 손지연, 2018; 도연우, 김성환, 2019; 오상희, 이승태, 2019)을 주로 사용하고 있다. 본 연구는 기업가치 변동성을 종속변수로 사용하기 때문에 당기의 당분기와 당기 전분기의 토빈의 Q 비율과 주가로 분기 변동성을 산출하여 최종 기업가치 변동성 대용치로 사용한다.

통제변수의 경우, 통제변수는 기업규모의 통제를 위해 기업규모(SIZE)와 업력(AGE), 자본조달 수준의 통제를 위해 부채비율(LEV), 기업성과의 통제를 위해 총자산이익률(ROA), 기업 성장성의 통제를 위해 매출증가율(GRW), 기업 혁신 강도의 통제를 위해 연구개발비 비중(RND), 기업 지배구조의 통제를 위해 대주주지분율(OWN)과 외국인지분율(FOR), 기업 고유변동성의 통제를 위해 기업베타(BTA), 기업의 소속 산업 특성의 통제를 위해 업종(IND)을 각각 사용했다(임옥빈, 2019).

분석은 변수 간 상관분석을 실시하고 다중회귀분석으로 ESG 경영 수준과 기업가치 변동성과의 관계를 분석하고자 한다. 본 연구에서 활용하는 다중선행회귀분석은 두 개 이상의 독립변수와 하나의 종속변수의 상호 함수관계에 대한 분석을 의미한다.

제 3 절 연구의 구성

연구의 구성은 다음과 같다. 제1장은 서론으로 본 연구의 배경 및 연구의 목적과 필요성, 그리고 연구의 범위와 방법을 제시하였다. 제2장에서는 ESG 개요, ESG 경영, ESG 투자, ESG 평가 등 ESG에 대한 이론적 배경을 제시하고, ESG 경영 수준과 기업가치의 관계 및 기업가치 변동성과의 관계에 대한 선행연구를 검토한 후 본 연구가 가진 선행연구와의 관련성과 차별성을 제시한다. 제3장에서는 본 연구의 연구모형, 연구가설, 그리고 연구모형의 설계와 변수에 대한 정의를 제시한다. 제4장에서는 실증분석을 통한 연구결과를 제시하고 제5장에서는 본문의 핵심 내용을 요약정리하고 본 연구의 시사점과 한계점을 정리하며 연구를 마무리하고자 한다.

제 2 장 이론적 배경 및 선행연구

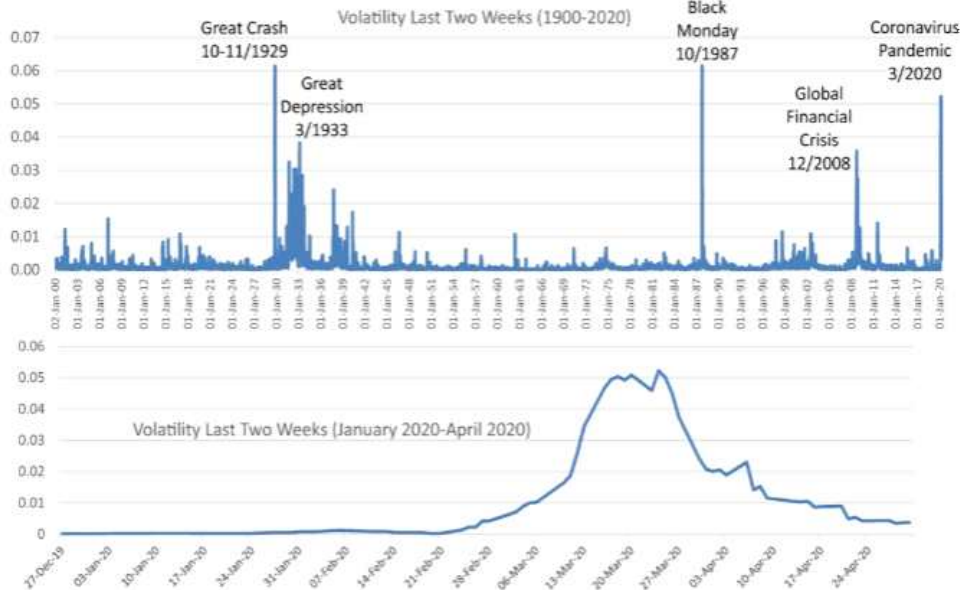
제 1 절 코로나19 대유행과 자본시장

코로나19는 2019년 12월 최초 발생 후 중국 후베이성의 지역적 위기에서 세계보건기구(WHO, World Health Organization)의 2020년 1월 31일 국제적 공중보건 비상사태(Public Health Emergency of International Concern) 선언과 연이은 2020년 3월 11일 팬데믹(Pandemic) 선언으로 전 세계에 확산되어 글로벌 자본시장의 변동성을 급증시켰다.

중국 이외 지역의 첫 사례는 1월 8일에 발생했으며 초기 사상자는 1월 11일에 보고되었다. 그 후 기하급수적으로 확산되어 현재 전 세계 200개 이상의 국가에 영향을 미치고 있다. 미국의 경우, 2020년 3월 중순 변동성 수준은 1987년 10월 블랙먼데이, 2008년 12월 미국 서브프라임 모기지 사태, 그리고 그 이전인 1929년 말과 1930년대 초 발생한 미국 대공황에서 마지막으로 관찰되었던 변동성 수준 그 이상을 기록했다. 하지만 변동성 수준은 2020년 3월 말부터 후퇴하기 시작했고 4월 말까지 급격히 떨어졌고 다른 전염병 수준보다 훨씬 높은 수준을 유지했다. 실제로 S&P500 지수는 2020년 2월 21일부터 3월 23일 저점까지 33% 하락했고, 4월 마지막 거래일까지 저점에서 30% 상승했다. 코로나19 이전에도 스페인 독감(1918~1920), 독감 유행(1957~1958), 독감 유행(1968), 조류독감(1997~1998), 사스(2003), 신종플루(2009), 메르스(2014~2015) 등이 세계적 감염병 유행으로 자본시장에 영향을 주었다. 하지만, 코로나19의 전개와 이에 대한 정책 대응은 미국 주식시장에 역사적 전례가 없는 영향을 가져왔다. 코로나19 사태가 2020년 2월 말부터 미국 주식시장에 미친 영향을 코로나19 전염병의 심각성, 바이러스 전파 용이성, 감염자에 대한 사망률 등만으로 설명할 수 없다. 그 예로 스페인 독감 대유행 당시 미국의 사망률이 코로나19 대유행보다 14배 높기 때문이다. 서비스 지향 경제에서 해외여행 제한, 학교 폐쇄, 자택 대피 명령, 공개 모임 금지, 비필수 사업장 폐쇄, 마스크 착용 및 사회적 거리 유지 명령 등과 같은 개인의 이동성과 상업 활동에 대한 정부의 제한 조치들과 자발적인 사회적

거리두기의 영향으로 미국 주식시장의 변동성이 크게 증가했었다(Baker et al., 2020).

Figure 1. Realized U.S. stock market volatility, January 1900 to April 2020



The sample period runs from January 2, 1900, to April 30, 2020. From December 1925 onward, returns are computed using Yahoo Finance's "adjusted close" series for the S&P 500 (^GSPC). Before that, returns are from the Global Financial Data extension of the Dow Jones index. In both panels, we calculate realized volatility as the sum of squared returns over the past 10 trading days.

[그림 2-1] 미국 주식시장 변동성(1900년~2020년 4월)(Baker et al., 2020)

코로나19 대유행은 글로벌 주식시장에 전례가 없는 충격을 주었다. 그 원인은 첫째 코로나19 위기와 그에 따른 경제 봉쇄는 글로벌 주식시장에 예상치 못한 충격이었고, 둘째, 경제적 여건이 아니라 공중보건 문제에서 비롯된 외생적 충격이었으며, 셋째, 코로나19 대유행이 주식시장을 붕괴시켰기 때문이다. 미국 주식시장은 2월 19일에 고점을 찍었고 불과 한 달 만에 33% 하락했다. 충격이 가진 예상치 못한 외생적 특성과 그 속도로 인해 기업이 위기에 적시에 대응하는 능력이 매우 제한적이었으며, 이로 인해 주식시장은 위기를 견디는 능력에 영향을 미치는 기업의 기존 조건에 주로 반응했다(Albuquerque et al., 2020).

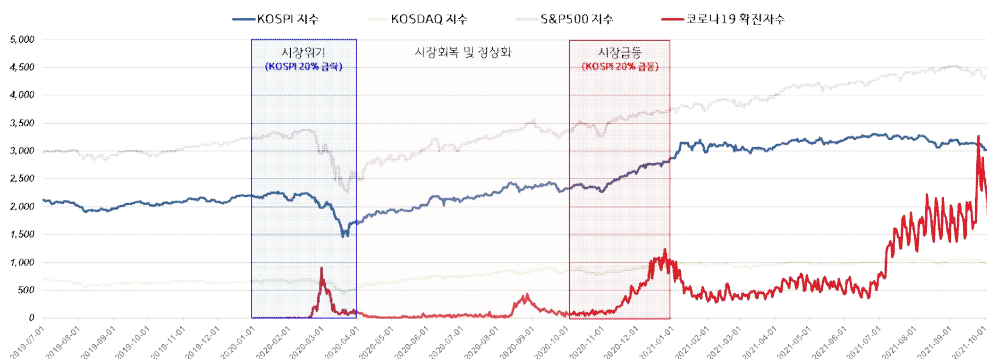
유럽 지역은 2020년 3월 초부터 코로나19 확진자와 사망자가 급증세를 보였고 빠르게 코로나19의 새로운 진원지로 선언되었다. 그 영향은 EU 자본 시장으로 빠르게 확산하여 장중 기준으로 역사적 최저치를 기록했다. 선행연구에서는 유럽 지역의 코로나19 위기의 단계적 영향을 정량화하기 위해 코로나19 대유행의 진화를 3단계로 분류하고 있다. 1단계는 2020년 1월 1일부터 1월 30일까지로 중국 내에서 질병이 대부분 통제된 초기 단계다. 2단계는 코로나19의 글로벌 확산을 반영한 2020년 1월 31일부터 3월 8일까지다. 마지막으로 3단계는 2020년 3월 9일부터 5월 24일까지로 대부분 유럽 전역에서 전염이 기하급수적으로 증가했고, 3월 9일 이탈리아를 시작으로 EU 회원국에 엄격한 봉쇄가 적용된 기간이다. 이러한 봉쇄는 평균 6주 이상 지속되었으며 2020년 5월 중순부터 완화되기 시작했다(Rizvi et al., 2020).

국내의 경우, 2020년 1월 20일 중국 우한에서 입국한 중국 여성에 의해 코로나19가 확인되면서 시작되었다. 2020년 12월 31일 누적 확진자 60,740명, 사망자 900명을 기록했고, 4차 대유행을 거치면서 2021년 10월 31일 현재 누적 확진자 364,700명, 사망자 2,849명을 기록하면서 코로나19 상황이 지속되고 있으나 2021년 11월 1일부터 위드코로나를 선언하고 일상으로의 복귀를 점진적으로 진행하고 있다(질병관리청, 2021.11.01).

질병관리청은 국내 코로나19 위기 상황과 관련하여 Rizvi et al.(2020)과 마찬가지로 3단계로 분류하고 있다. 1단계는 2020년 1월 20일부터 2월 17일까지를 초기발생 단계, 2단계는 2020년 2월 18일부터 5월 5일까지로 대규모 집단감염 발생 단계, 3단계는 2020년 5월 6일 이후부터 단계별 사회적 거리두기가 본격적으로 시행되는 생활 방역 전환 단계이다.

코로나19 위기로 인해 미국, EU를 포함하는 글로벌 주식시장과 마찬가지로 국내 주식시장 역시 2020년 1월에서부터 12월까지 급격한 하락과 상승으로 전례가 없는 변동성을 기록했다. [그림 2-2]에 제시한 바와 같이 코스피 지수는 2020년 1월 1일 2197.67로 출발, 2020년 3월 23일 장중 2010년 이후 최저점인 1458.41을 기록하면서 연초 대비 33.6% 하락하였다. 코스닥 지수는 669.83으로 시작하여 2020년 3월 19일 2010년 이후 최저점에 근접한 419.55를 기록하면서 연초 대비 37.4% 하락했다. 하지만, 국내 주식시장 역

시 앞서 설명한 미국, EU 등의 주요 글로벌 주식시장과 마찬가지로 단기간 충격에서 벗어나 코스피 지수는 2020년 6월 10일 2,195.69로 회복한 데 이어 2020년 12월 30일 사상 최고점인 2,873.47을 기록하며 마감했고, 코스닥 지수는 2020년 5월 7일 668.17로 회복하였고 사상 최고점인 968.42를 기록하며 마감했다. 2021년의 시작과 함께 코스피 지수와 코스닥 지수는 각각 1월과 4월에 지수 3,000시대와 1,000시대를 열었다.



[그림 2-2] 주요 주식시장 지수 및 코로나19 확진자 수

출처: 1) S&P500, KOSPI, KOSDAQ 지수: 데이터가이드(<http://www.dataguide.com>),
 2) 코로나19 확진자수: 질병관리청(<http://ncov.mohw.go.kr>)
 3) 1), 2)를 토대로 연구자 재구성

국내 주식시장의 변동성 역시 앞서 Baker et al.(2020)이 설명했던 바와 같이 코로나19 대유행만으로는 설명할 수 없고 2000년 2월 신천지 사태 이후 공적 마스크, 사회적 거리두기 등을 통한 K-방역의 성공으로 코로나19의 추가 감염 방지 등의 영향을 받았다.

2021년 산업연구원 보고서에 따르면 코로나19 대유행으로 국내 2020년 연간 실질 GDP 성장률은 3%포인트 이상, 민간 소비는 7%포인트 이상 하락하였고, 연간 고용을 약 46만 명 감소시키는 충격을 가져온 것으로 추정되고 있다. 하지만, 동 보고서는 국내 전체 경기가 2020년 2분기에 저점을 거친 후 회복되고 있는 것으로 설명하였다. 또한 발병률보다는 사망률의 설명력이 높고, 대면 서비스 비중은 충격을 확대하는 방향으로, IT산업 비중은 충격을 완화하는 방향으로 영향을 준 것으로 보고하고 있다(강두용, 민성환, 박성근, 2021).

코로나19 확산을 억제하기 위한 정부 개입의 주식시장 변동성에 대한 영향을 연구하기 위해 전 세계 67개국의 코로나19에 대한 정책적 대응을 조사하여 정부의 비의료적 개입이 주식시장의 변동성을 대폭 증가시켰다는 것이 확인되었다. 특히 초기 단계에 이루어졌던 정보 캠페인과 공개행사 취소의 2가지 조치가 변동성 확장에 대한 주요한 기여 요인으로 확인되었다(Adam Zaremba et al., 2020).

코로나19 대유행의 재정적 영향에 관한 선구적 연구 중 하나로 평가되고 있는 Arshian Sharif et al.(2020)는 코로나19 대유행이 미국의 지정학적 위험 수준과 경제 불확실성에 장기적으로 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상했었다. 또한 유가 폭락이 코로나19 대유행과 함께 미국 주식시장에 가장 큰 영향을 미쳤으나 여행 제한, 개인 이동성 제한 등과 같은 코로나19 대유행에 대한 대응 조치들이 다시 유가에 영향을 주었음을 확인했다. 다시 말해, 코로나19 대유행은 결과적으로 큰 혼란을 초래했고, 미국 경제 정책의 불확실성을 예외적으로 증가시켜 주식시장에 전례가 없는 변동성을 가져왔다. 또한 유가 변동성 충격은 OPEC 거래에 의한 일시적 위험으로 볼 수도 있지만, 코로나19 위기로 인한 전 세계 여행 제한이 유가에 더 큰 영향을 미쳤다. 코로나19의 급속한 확산으로 인한 투자자들의 위험은 주식시장의 경제 정책 불확실성 지수를 엄청난 수준으로 끌어올리는 체계적 위험으로 간주할 수 있고, 정부는 시장 개방을 촉진하는 일관성 있는 코로나19 경제 전략을 설계해 추가적인 불확실성을 조성하지 않아야 한다고 주장했다. 자산운용의 관점에서 볼 때 코로나19가 주식시장에 미치는 단기적인 영향이 큰 것으로 나타나지만, 투자자들이 정부의 추가 개입으로 주식시장이 장기적으로 회복될 가능성이 있을 것으로 예상했었다. 한편, 코로나19 전염병은 여전히 진행 중이지만 자산관리자와 개인투자자는 코로나19 확산과 관련된 주식시장 변동성 및 체계적인 위험을 처리하는 방법을 알아야 하며, 코로나19 전염병의 급증으로 인해 새롭고 향상된 위험을 해결하기 위해 사용되는 위험관리 구조를 재평가해야 한다고 주장했다(Arshian Sharif et al., 2020).

코로나19 대유행과 같은 외생적 변화를 자연적 실험으로 한 대표적 선행 연구로 2007년에서 2008년까지 진행되었던 세계 금융위기 기간에 대해 기업

의 ESG 경영활동과 기업가치와의 관련성을 검증한 연구들이 있다. 세계 금융 위기가 전반적으로 사회의 신뢰성이 감소한 기간이었기 때문에 ESG 경영 수준이 높은 기업과 낮은 기업을 구분하였을 때 ESG 경영활동이 기업가치 하락을 방지해 주는 역할을 하여 일종의 보험의 역할을 한다고 할 수 있다(Lins et al., 2017). 또한 ESG 경영활동의 양면성을 토대로 과잉 투자 가설(over-investment hypothesis)과 갈등 해결 가설(conflict resolution hypothesis)로 구분하여 기업에 미치는 영향을 검증하여 세계 금융위기 기간에 갈등 해결 가설이 더 유의하였다는 결과가 확인된 바 있다(Buchanan et al., 2018).

본 연구가 대상으로 하는 코로나19 대유행 기간에서도 기업의 ESG 경영활동이 기업가치 하락을 방지해 주는 보험 역할을 하는 동시에 과잉 투자 가설보다는 갈등 해결 가설이 더 유의할 것으로 예상된다.

제 2 절 ESG의 정의

1) ESG의 정의

2020년 촉발된 코로나19 대유행을 계기로 전 세계는 기업의 지속가능성을 위한 비재무적 성과인 ESG에 본격적으로 주목하기 시작했다. ESG는 1970년대 이후 진행되어 온 지속가능 금융(sustainable finance) 개념의 진화 과정에서 주목받았고 2010년부터 기후·환경 변화 대응의 중요성이 강조되고 탄소중립 의제화 등의 영향으로 환경 논의가 강화되면서 ESG 개념이 정립되어 가는 과정에 있다.

ESG 용어가 처음 등장한 것은 2005년 UN 코피 아난(Kofi Annan) 전 사무총장이 ESG를 자본시장에 통합하기 위한 사회책임투자원칙(Principles for Responsible Investment, PRI)의 개발 과정에 세계 주요 투자기관들의 참여를 요청한 서신(Who Cares Wins-Connecting Financial Markets to a Changing World)에서다. 이후 2006년 UN PRI가 사회책임투자원칙을 공개하며 ESG를 고려한 투자를 강조하면서부터 ESG 용어가 보편적으로 사용되

게 되었다(김수정 2021). UN PRI는 UN이 투자자들에게 환경과 사회에 책임 있는 투자를 권고하기 위해 만든 네트워크 기관이다. 현재는 규모가 커져 UN에서 독립하여 PRI라는 이름으로만 운영되고 있다. PRI에서 제시하고 있는 책임 있는 투자원칙이란 ESG(Environmental, Social, Governance)의 요소들을 고려하며 투자하는 것을 의미한다. 하지만, 다수의 선행연구와 보고서에서 정확한 개념 정의 없이 일반적인 용어로 ESG를 사용하고 있으며, ESG 투자, ESG 경영 등의 개념들이 혼재되어 사용되는 경우가 많았다. ESG의 개념은 현재 여전히 정립이 진행되고 있으며, 추상적이고 모호하며 관련한 선행연구가 충분하지 않아 관련 법규 및 제도 정비에 앞서 개념 정립과 범주화 노력이 필요하다(이은선, 최유경, 2021). 본 연구에서는 주요 기관 발표 자료와 선행연구에서 제시된 ESG의 개념을 [표 2-1]로 정리하고, ESG 경영과 ESG 투자에 대해서 살펴보고자 한다.

[표 2-1] ESG의 개념 정의

구분	내용
1	비재무적 요소인 환경(Environment), 사회(Social), 지배구조(Governance)를 통칭하는 것(금융위원회, 2021).
2	기업의 전략을 실행하고 기업의 가치를 높이기 위한 능력에 영향을 미칠 수 있는 환경, 사회 및 지배구조에 관한 요소들을 포괄하는 개념(한국거래소, 2021).
3	기업가치를 평가하는 데 있어 전통적인 재무적 요소와 함께 고려해야 할 ‘비재무적 요소로서 환경, 사회, 지배구조’(이은선, 최유경, 2021).
4	투자 및 경영 전략으로 특히 투자자의 관점에서 재무적 요소 이외에도 고려하여야 할 요소로서의 환경, 사회, 지배구조를 뜻하며, ESG를 강조한다는 것은 ‘지속가능한 투자’, ‘사회적 책임투자’ 등과 혼용되어 사용되는 개념이기도 하며 기업에 대한 투자 기준을 정립하는 방향을 제시하고자 비재무성과에도 기업의 성과와 전략을 두겠다는 의지를 의미함(최유경, 정아름, 2021).
5	환경(Environment), 사회(Social), 지배구조(Governance)의 영문 첫 글자를 조합한 단어로, 기업경영에서 지속가능성(Sustainability) 달성을 위한 3가지 핵심 요소로서 기업의 중장기 기업가치에 직·간접적으로 큰 영향을 미치는 비재무적 성과(이효정, 김규림, 임두빈 외, 2021).
6	기업의 지속가능경영 수준을 평가하는 지표로서 사회책임투자 의사결정을 위한 평가 도구(배창현, 김태동, 신세찬, 2021).

* 선행연구를 토대로 연구자 재구성

[표 2-1]에 제시된 ESG 개념 정의에서 ‘환경, 사회, 지배구조’, ‘비재무적 요소’, ‘기업경영의 지속가능성’을 공통으로 확인할 수 있다. 이에 본 연구에서는 ‘ESG는 기업경영의 지속가능성을 위한 환경, 사회, 지배구조에 관한 요소들을 포괄하는 비재무적 요소’로 정의하고자 한다.

이러한 ESG의 세 가지 하위 요소를 살펴보면, 환경의 핵심 이슈는 기후 변화와 탄소중립경제이다. 전 세계 인류의 생존과 번영을 위해 향후 기업은 탄소배출의 절대적인 감축과 향후 탄소중립을 추구해야 한다. 이와 더불어 환경오염을 최소화하기 위해 자원은 물론 폐기물 관리, 에너지와 자원 소모를 최소화하는 에너지 효율화도 중요하다. 사회 측면의 중요한 이슈는 기업 내 인권 보장과 성별 및 다양성에 대한 배려, 지역사회와의 지속 협력체계 구축, 그리고 데이터 보호 등이다. 마지막으로 지배구조와 관련해서 기업은 환경과 사회적 가치를 실현하기 위한 토대로서 신뢰할 수 있는 투명한 이사회를 구성하고 감사위원회를 독립적으로 운영해야 한다. 또한, 부패, 뇌물수수 행위를 근절하고, 정치 기부금 및 로비 활동에서 기업윤리를 준수하여 지배구조 가치를 향상해 나가야 할 것이다(이효정, 김규림, 임두빈 외, 2021).

2) ESG 경영

ESG 경영은 기업의 지속가능한 성장을 목표로 ESG 요소들을 관리하는 것이다. 즉, 기존의 기업의 사회적 책임 개념이 단순한 사회공헌활동을 넘어서 환경적 책임경영, 사회적 책임경영, 그리고 지배구조의 투명한 경영을 함께 추구하는 ESG 경영으로 전환되고 있다.

2020년 연례서신을 통해 기후변화 위기를 고려한 투자를 하겠다고 공표하면서 본격적인 ESG 경영 시대의 서막을 알렸던 글로벌 자산운용사 블랙록(Black Rock)의 회장 겸 최고경영자 래리 핑크(Laurence Fink)는 2021년 연례서신에서는 “지속가능성 기업에 투자를 집중하는 투자자가 늘어나면서, 현재 나타나고 있는 구조적 변화가 한층 더 가속화될 것이다.”라면서 “대응이 느린 기업은 사업과 기업가치평가에 있어서 난관을 마주할 것이다”라고 강조했다. 특히 2020년 연례서신을 통해 비상장기업을 포함한 모든 기업에 요구

했던 ESG 관련 대표적인 보고서인 TCFD와 SASB의 권고사항에 따른 보고를 다시 한번 강조하고 탄소중립 경제(Net-Zero economy)에 대한 각 기업의 장기 전략과 이사회 검토 현황을 함께 공시할 것을 요구했다(블랙록 홈페이지). 탄소중립 경제는 2°C 미만으로 지구 온난화를 제한해 2050년까지 온실가스 배출량 중립상태, 즉 Net-Zero로 만들기 위한 글로벌 목표이다.

주요 기관 발표 자료와 선행연구에서 제시된 ESG 경영의 개념을 [표 2-2]에 정리하였다.

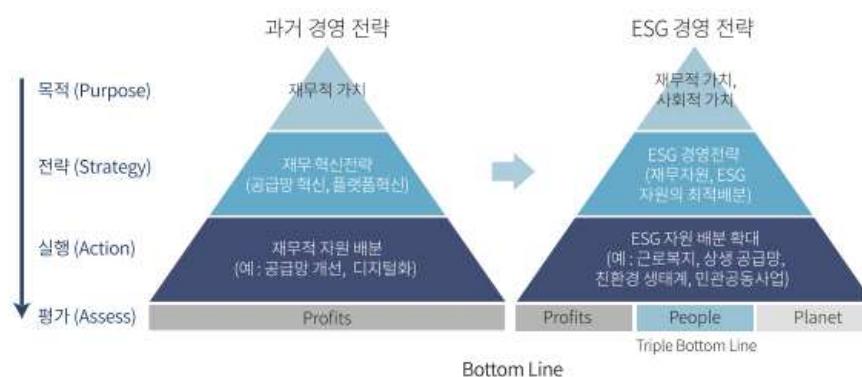
[표 2-2] ESG 경영의 개념

구분	내용
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).
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 높이하고자 하는 경영활동(IBK경제연구소, 2021).

* 선행연구를 토대로 연구자 재구성

본 연구에서는 선행연구와 주요 기관에서 제시한 ESG 경영에 대한 정의를 종합하여 “ESG 경영은 경영 전략으로서 기업이 환경, 사회(Social), 지배구조(Governance) 부분에 의미 있는 자원을 배분하여 환경, 사회 등 외부영향과 주주-이사회 간 대리인 문제를 내재화하여 기업의 재무적, 비재무적 가치를 재고하는 경영활동”으로 정의하고자 한다.

ESG 경영은 기업 측면에서 크게 2가지 주요 경영활동으로 구분된다. 먼저 경영 전략을 ESG 관점에서 수립하여 ESG 경영 전략 체계를 갖추는 것이다. 다음으로 시장에 기업의 ESG 성과를 자발적으로 공시하는 것이다. ESG 정보에 대한 자발적 공시는 투자자에게 있어 ‘지속가능경영보고서’에 기업의 ESG 정보를 효과적으로 반영하여 공시하는 것이다(이효정, 김규림, 임두빈 외, 2021).



[그림 2-3] 단계별 ESG 경영 전략 (박영석, 이효섭, 2021)

기업의 ESG 경영 단계는 목표 및 전략 수립, 자원배분 관리, 성과평가 등으로 구분할 수 있다. 첫째, 기업의 목표에 재무적 가치 제고 이외에도 사회적 가치 제고를 포함하여 ESG 경영을 추구한다. 기업이 지향하는 비전에 맞게 재무적 가치에 더욱 큰 의미를 가질 수도 있다. 사회적 기업 또는 B-Corp과 같이 사회적 가치에 더욱 큰 의미를 가질 수도 있다. 둘째, 사회적 가치와 재무적 가치가 통합된 목적을 달성하기 위해 최적 자원배분 전략 수립 시 사회적 가치와 재무적 가치를 균형 있게 할당해야 한다. 셋째, 세부 ESG 항목별에 대해 ESG 자원배분 전략에 맞게 투자 시계, 기대효과 등을 고려하여 물적자원과 인적자원을 안배해 전

락을 실행해야 한다. 넷째, ESG 자원배분을 통해 실현된 전략의 재무 및 사회적 성과 측정, 해당 성과들이 3가지 기준에 부합하는지를 평가하여 이를 다시 전략과 실행에 반영하는 피드백과 순환 과정이 필요하다(박영석, 이효섭, 2021).

기업의 ESG 경영 추구에 대한 동기가 강화된 이유는 주주 중심 체계에서 기업 영향력이 보다 확대되면서, 기업경영 과정에서 발생하는 사회적, 환경적 문제들의 부정적인 외부효과의 파급효과가 급속히 증가했으며, 정부의 재정 부담이 가중되어 더는 외부효과를 정부 단독으로 책임지는 것이 불가능해졌기 때문이다. 또한 정보통신 기술의 발전으로 기업 경영활동 수행 과정에서 발생하는 취약한 지배구조와 부정적 외부효과와 관련한 문제들이 다수의 소비자에게 SNS 등을 통해 과거와 다르기 급속히 전파됨에 따라 평판위험 관리에 대한 기업들의 필요가 한층 강화되었기 때문이다(박영석, 이효섭, 2021).

한편 시간이 지남에 따라 기업에 있어 ESG 경영의 중요성은 한층 강화될 전망이다. 그 이유는 ESG 규제 강화, 투자자의 ESG 요구 증대, 기업평가 시 ESG 반영 강화, 공급망 관련 ESG 요소의 부각 및 고객 ESG 요구 증대 등이다. 먼저 기업에 대한 ESG 정보공시 의무화가 강화되고 있고, 2050년 탄소중립 달성을 위한 탄소감축 규제 강화와 기업 준수 노력에 대한 요구가 한층 강화되는 등 ESG 규제가 강화되고 있다. 또한 기업지배구조 개선 등을 요구하는 스튜어더십 코드 강화와 함께 연기금과 자산운용사들의 책임투자 및 ESG 투자 전략 활용이 확대되는 등 투자자의 ESG 요구가 증대되고 있다. 글로벌 신용평가사들 역시 기업평가 시 ESG 요소를 적극적으로 반영하고 있다. 마지막으로 공급망 관리와 협력업체 선정에 ESG 요소가 중요해지고 MZ세대 중심으로 고객의 ESG 요구 역시 한층 증대되고 있다(이효정, 김규림, 임두빈 외, 2021).

한편 ESG 경영의 필요성 역시 다음과 같은 이유로 증가하고 있다. 첫째, 근로자, 소비자, 협력회사, 지역사회와 정부 등 이해관계자들의 행태가 변화하여 사회적 가치 향상을 한층 강하게 요구하고 있다. 둘째, 전 지구적으로 기후변화 위기가 심화하고, 세대 간 비용 전가에 대한 문제가 정치 쟁점이 되면서 ESG 관련 규제가 강화되고 있다. 셋째, 기업의 적극적 ESG 경영 추구로 ESG 관련 가치에 더 효과적으로 자원배분을 할 수 있을 뿐만 아니라, 고객과 노동자, 그리고 공급망과 지역사회 모두 재무적 가치의 증가는 물론 사회적

가치의 증가 효과를 함께 누릴 수 있기 때문이다(박영석, 이효섭, 2021).

국내에서는 2009년 국내 연기금 투자기관 최초로 국민연금이 UN PRI에 가입하면서 ESG 경영에 대한 개념이 태동하였다. 2020년 1월 한국거래소가 ESG 전담팀과 ESG위원회를 신설하였고, 3월에는 KB금융지주가 이사회 내에 ESG위원회를 신설했다. 이후 만도, 대한항공, 신한자산운용, 네이버, DGB금융그룹 등이 대열에 합류했지만, 코로나19 위기 상황의 지속으로 업계의 관심도와 반향은 그리 크지 않았다. 하지만, 2020년 말 2개의 사건으로 국내 ESG 경영에 관한 관심이 집중되었다. 첫 번째 사건은 독일 환경·인권 비정부 기구 우르게발트(Urgewald)가 2020년 11월 ‘글로벌 석탄 퇴출 목록(Global Coal Exit List, 이하 GCEL)’에 한국전력공사를 등재했다. 2017년부터 매년 발표되고 있는 GCEL은 전 세계 400여 개 글로벌 금융투자자가 ESG 투자 기준으로 참고하고 있어 GCEL에 등재된 기업들은 글로벌 투자 유치가 어려워진다. 한국전력공사가 등재된 이유는 여러 발전자회사를 통해 석탄화력발전을 운영하고 있기 때문이었다. 두 번째 사건은 2020년 12월 최종현학술원과 일본 도쿄대학교가 지구환경 위기와 글로벌 거버넌스를 주제로 공동 개최한 ‘도쿄포럼 2020’에서 대한상공회의소 회장으로 내정되어 있던 SK그룹 최태원 회장이 “기업들이 친환경 사업, 사회적 가치 창출, 투명한 지배구조 등을 추구하는 ESG 경영을 가속하는 것이 환경 위기와 코로나 팬데믹을 극복하는 해법이 될 것”이라고 발표한 것이다. 이 두 사건 이후 2021년 연초부터 국내 주요 대그룹을 필두로 주요 상장기업들의 조직개편에서 ESG 경영이 주요 개념으로 등장했다. SK를 비롯하여 삼성, 현대, 현대, 포스코 등 대기업 지주사를 중심으로 ESG 경영 또는 추진위원회를 신설을 발표하면서 ESG 경영 비전을 제시하였다. 2021년 연중 대기업 계열사들은 물론 중견기업과 중소기업, 그리고 공공기관과 공기업들도 ESG 경영 대열에 오르고 있다.

삼정KPMG의 2021년 8월 발표에 따르면, 2021년 7월 기준 코스피200 기업 중 ESG위원회를 도입한 기업은 76개로 전체의 38%이며, 이 중 79.2%가 2021년 신설 또는 확대·개편되었다. 코스피200 기업의 ESG위원회 규모는 평균 4.4명, 위원회 구성 시 사외이사 비중은 평균 75.6%이고 위원장이 사외이사인 경우는 80.5%로 조사되었다. ESG위원회의 2021년 중 회의 횟수는 평균 1.4회

로 집계되었고, 주요 안건 중 23.5%가 ESG를 전반적·거시적으로 다루고, 3가지 영역 중에서는 사회 관련 안건의 비중이 상대적으로 높은 것으로 확인되었다.

기업평가사이트 CEO스코어에 따르면, 2021년 10월 13일 기준 KOSPI 전체 상장사 820개 기업 중 이사회 산하에 ESG위원회를 설치한 기업은 123개로 전체의 15% 수준이었다. ESG위원회 구성의 경우, 사외이사만으로 구성된 기업이 16개, 대표이사 포함 기업 71개, 대표이사 대신 사내이사 및 기타비상무이사 포함 기업 36개였다. ESG위원회 위원장으로 사외이사를 선임한 기업은 98개, 대표이사 5개, 사내이사 4개로 집계됐다. 업종별로는 지주 업종 21개, 서비스 업종 11개, 석유화학 업종 10개 순이었다. 특히 자산 2조원 이상 코스피 상장사 169개 기업 중 ESG위원회를 신설·개편한 기업이 93개로 55% 수준으로 조사되었다(CEO스코어, 2021).

[표 2-3] 코스피 시장 상장기업의 ESG위원회 설치 현황

업종	기업 수	설치 유형		설치시기 (2021년 기준)				구성원			위원장			
		신설	개편	Q3	Q2	Q1	이전	전체 사외 이사	대표 이사 포함	그외 포함	대표 이사	사내 이사	사외 이사	확인 불가
지주	21	18	3	2	8	8	3	2	15	4	0	0	20	1
서비스	11	10	1	3	3	4	1	0	7	4	2	1	7	1
석유화학	10	10	0	3	5	1	1	1	8	1	1	0	7	2
IT전기전자	9	7	2	3	5	0	1	1	6	2	0	0	6	3
유통	8	6	2	3	5	0	0	0	1	7	0	0	7	1
조선기계설비	8	7	1	2	6	0	0	1	5	2	0	0	6	2
건설·전자재	7	4	3	0	4	2	1	2	1	4	0	0	6	1
보험	7	5	2	1	1	4	1	0	4	3	1	0	6	0
증권	7	6	1	2	4	1	0	0	6	1	0	1	5	1
식음료	6	5	1	3	2	1	0	1	2	3	0	1	4	1
생활용품	5	5	0	0	3	2	0	0	4	1	1	0	3	1
자동차 부품	5	1	4	1	0	3	1	1	4	0	0	0	5	0
에너지	4	2	2	1	0	0	3	3	1	0	0	0	3	1
운송	3	1	2	0	1	1	1	1	1	1	0	0	3	0
제약	3	3	0	0	2	1	0	1	1	1	0	1	2	0
철강	3	1	2	0	1	1	1	1	2	0	0	0	2	1
통신	3	3	0	0	1	0	2	1	1	1	0	0	3	0
상사	1	1	0	0	0	1	0	0	1	0	0	0	1	0
여신금융	1	1	0	0	1	0	0	0	1	0	0	0	1	0
은행	1	1	0	0	1	0	0	0	0	1	0	0	1	0
총합계	123	97	26	24	53	30	16	16	71	36	5	4	98	16

출처: CEO스코어, http://www.ceoscore.co.kr/bbs/board.php?bo_table=S00L04&wr_id=1555

국내 기업들의 ESG 경영을 위한 ESG위원회 설치 붐에 대해 한편에서는 대기업과 그 계열사 중심으로 진행되고 있어 실행 속도가 늦다는 평가와 실제로는 친환경적이지 않으면서 친환경적인 것처럼 홍보하는 그린워싱(greenwashing)에 견주어 ESG 워싱에 대한 우려까지 나타나고 있다. 하지만, 2021년이 국내 ESG 경영의 원년이자 하나의 전환점이 될 것이라는 데에는 전체적으로 이견이 없는 것으로 보인다.

S&P 글로벌(S&P Global) ESG 사업 개발 아시아태평양 리더인 마이클 살바티코(Michael Salvatico)는 2021년 10월 한국경제신문과의 인터뷰에서 “아직도 ESG 경영을 비용으로 생각하는 기업들이 많지만, 오히려 비용절감 수단으로 활용할 수 있다.”면서 “코로나19를 계기로 사람들이 사람을 최우선 가치로 두기 시작했다. 특히 기후변화에 면역력을 가진 사람이 없다는 것에 위기감을 느끼기 시작했다.”고 말했다. 또한 “올해가 ESG 경영이 얼마나 의미 있는 성과를 내는지를 보여주는 ‘변곡점’이 될 것”이라고 강조하면서, “ESG에 투자하는 기업일수록 장기적으로는 비용을 절감하고, 근로자들의 생산성을 높이며, 잠재된 위험 요소도 줄일 수 있으며 여기에 더해 새로운 이익을 창출할 기회도 얻을 수 있다.”고 설명했다(한국경제신문, 2021).

3) ESG 투자

UN PRI에 따르면, 2021년 3월 기준 ESG 요소를 포함하는 장기적 가치를 반영해 투자자들이 투자하도록 요구하는 정책과 지침이 전세계적으로 750개 이상 발표되었다. 이러한 정책과 지침 중 96%가 2000년 이후 개발되었으며, 2021년 한해동안 159개 이상의 정책들이 새롭게 제정되거나 개정될 것으로 예상된다.

ESG 투자의 핵심 개념은 사회책임투자(SRI, Socially Responsible Investing)로부터 유래했다고 볼 수 있다. 18세기 퀘이커 교인들이 평화와 비폭력 신념에 따라 노예매매 관련 산업에 투자하지 않기 위해 노예 거래상과의 거래관계에서 철수한 것에서부터 시작되었다. 1970년대 미국 감리교 신자들이 설립한 팩스윌드펀드는 종교적 신념에서 벗어난 기업을 투자대상에서

제외했다. 이후 윤리적 투자(ethical Investment)로서 반전운동, 환경운동, 반 인종차별운동 등 사회운동과 함께 공익에 반하는 기업을 투자대상에서 제외하는 펀드들이 생겨났다. ESG 개념이 강조되면서 SRI를 사회적책임투자(Socially Responsible Investing) 대신 지속가능 책임투자(Sustainable and Responsible Investment)로 대체하고 있다. 하지만, ESG 투자는 사회책임투자, 윤리적 투자와의 유사성에도 불구하고 수탁자 의무를 최우선으로 두고 고객과 수익자의 투자수익을 극대화하는 것을 강조한다는 점에서 근본적으로 차별화된다고(김형철, 2005). 1987년 유엔환경계획(United Nations Environment Programme, 이하 UNEP)과 세계환경개발위원회(World Commission on Environment and Development, 이하 WCED)가 공동 채택한 ‘Our Common Future’, 일명 브룬트란트 보고서에서 지속가능한 발전이 제시되면서 ESG 투자에 대한 논의가 본격적으로 시작되었다.

1997년 GRI(Global Reporting Initiative)는 지속가능보고서에 대한 가이드라인 제정을 위해 비영리단체로 미국 보스턴에 설립되었다. GRI는 2000년 첫 번째 가이드라인을 발표한 후 여러 차례의 개정을 거쳐 2016년 GRI 표준(GRI Standards)을 정립하였다. GRI 표준은 기업이나 기관의 지속가능성을 평가해 경제, 환경, 사회 부문으로 구분한 지표를 설정하고 있으며, 현재 전 세계 기업과 기관들이 ESG 보고서 또는 지속가능보고서를 발간할 때 적용하는 기본 프레임워크 중 하나이다.

2006년 4월 UN 사무총장 코피 아난(Kofi Annan)은 뉴욕증권거래소에서 6가지 UN PRI(United Nations Principles for Responsible Investment)를 발표했다. UN PRI의 6대 원칙의 핵심은 기관투자자들이 투자할 때 투자대상 기업의 환경적 요소(Environment), 사회적 요소(Social), 지배구조적 요소(Governance)를 고려해야 한다는 것이다. 이에 앞서 코피 아난 UN 사무총장은 2005년 초 세계 최대 기관투자자들을 초청해 PRI 개발 과정에 참여시킨 바 있다. 2006년 UN PRI 발표 시 세계적인 88개 자산운용기관이 서명하였고 2021년 10월 현재 4,000개 이상의 기관이 참여하고 있다.

국내의 경우, 2009년 국민연금이 국내 연기금 투자기관으로는 최초로 UN PRI에 가입했다. 2021년 현재 국내 UN PRI 서명기관은 서스틴베스트(2007),

국민연금공단(2009), 후즈굿(2015), 안다자산운용(2016), ESG모네타(2017), VI금융투자(2018), 프렉시스캐피탈파트너스(2019), 소시오스(2020), 웰투씨인베스트먼트(2020), 대신경제연구소(2020), 스카이라이프에쿼티파트너스(2021), 패트라자산운용(2021), VIG파트너스(2021), 스틱인베스트먼트(2021), 이앤에프프라이빗에쿼티(2021), 그랜우드프라이빗에쿼티(2021), IMM프라이빗에쿼티(2021) 등 17개 기관이다.

2015년 국민연금은 투자 의사결정 시 기업의 ESG 경영활동 공시를 반영하기 시작했다. 2016년 금융위원회는 한국 스튜어드십 코드(Stewardship Code) 최종안인 『기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙』을 공표하였고, 이 원칙의 핵심도 투자대상 기업 선정에 있어 ESG 요소를 고려하고 적극적인 주주 역할을 통해 기업 지배구조를 긍정적인 방향으로 유도하는 데 있다.

[표 2-4] 유엔 책임투자원칙(UN PRI) 6대 원칙

구분	내용
원칙 1	우리는 투자분석과 의사결정 과정에 ESG 이슈를 통합한다(We will incorporate ESG issues into investment analysis and decision-making processes).
원칙 2	우리는 투자철학 및 운용원칙에 ESG 이슈를 통합하는 적극적인 투자자가 된다(We will be active owners and incorporate ESG issues into our ownership policies and practices).
원칙 3	우리는 우리의 투자대상에게 ESG 이슈들의 정보공개를 요구한다(We will seek appropriate disclosure on ESG issues by the entities in which we invest).
원칙 4	우리는 투자 산업의 PRI 준수와 이행을 위해 노력한다(We will promote acceptance and implementation of the Principles within the investment industry).
원칙 5	우리는 PRI의 이행에 있어서 그 효과를 증대시킬 수 있도록 상호 협력한다(We will work together to enhance our effectiveness in implementing the Principles).
원칙 6	우리는 PRI의 이행에 대한 세부 활동과 진행사항을 보고한다(We will each report on our activities and progress towards implementing the Principles).

출처: UN PRI(<https://www.unpri.org>)

UN PRI는 ESG 요소를 강조하는 지속가능 금융 정책과 규제들은 기후변화 대응과 지속가능발전목표(Sustainable Development Goals, SDGs)에 대한

각 국가의 정책 목표 수립을 지원하고, 금융 시스템과 경제의 회복탄력성과 안정성을 강화하며, 투자자와 기업의 기대를 명확히 일치시켜 시장 효율성을 향상하게 시키며 투자대상으로서 각 국가의 매력도를 증대한다고 보고하고 있다. 이러한 지속가능 금융과 투자 정책이 발전함에 따라 지속가능하고 포괄적인 탄소중립 경제를 향한 투자가 강화되고 있으며, 이에 전 세계 규제 프레임워크의 정렬에 대한 필요성 역시 증대되고 있다.

[표 2-4]에 제시한 바와 같이 UN PRI의 책임투자 원칙은 6개 항목으로 구성되어 있다. 투자분석과 의사결정 과정에 ESG 쟁점을 통합하고, ESG 이슈에 대한 정보 공개를 피투자자에게 요구하며, 금융 및 투자 전 분야에 걸쳐 책임투자 원칙의 수용과 이행을 활성화하는 것 등이다.

글로벌 자산운용사 블랙록은 2018년 7월 발표한 블랙록 ESG 통합 선언서(BlackRock ESG Integration Statement)에서 “ESG 통합, 즉 ESG 투자는 고객의 목표에 일치하는 고객 포트폴리오의 장기적 재무성과를 향상하기 위해 ESG 정보를 투자 의사 결정에 포함하여 실행하는 것”이라고 정의하고 있다(블랙록 홈페이지).

대표적 ESG 평가기관 MSCI는 “ESG 투자는 지속 가능한 투자, 사회적 책임 투자, 미션 관련 투자 또는 스크리닝과 동의어로 자주 사용되는 용어”라고 설명하면서 MSCI는 “ESG 투자를 투자 의사 결정 과정에서 재무적 요소들과 함께 환경, 사회, 지배구조 요소를 고려하는 것”으로 정의하고 있다고 설명하고 있다(MSCI 홈페이지).

ESG 경영에 대한 유인책을 기업에 제공하기 위해서는 금융과 투자 산업의 역할이 중요하다. 관련한 금융과 투자 분야의 역할은 첫째, 탄소배출권, 플라스틱 가치, 스마트 그리드용 전력 거래 등과 같은 ESG 가치의 시장 거래를 활성화하여 기업에 대해 유인부합적 ESG 경영을 유도하는 방안을 확보해야 하고, 둘째, ESG 성과 우수기업에 대한 대출이자 할인, ESG 채권 발행 주선 등을 통해 ESG 성과연계 금융 중개를 활성화하고, 셋째, 기업이 재무적 가치와 비재무적 가치인 ESG에 최적의 자원을 배분하도록 유도하기 위해서는 ESG 가치를 객관적으로 측정, 평가할 수 있는 인프라 구축이 선행되어야 해야 한다(박영석, 이효섭, 2021).

글로벌지속가능투자연합(Global Sustainable Investment Alliance, 이하 GSIA)에 따르면, 세계 지속가능 투자자산은 [표 2-5]와 같이 2018년 31조 달러 대비 2020년 35조 달러로 15% 증가하였고, 2016년부터 2020년까지 4년간 55% 증가했다. 세계 총투자자산 규모는 [표 2-6]과 같이 2020년 98조 달러로 증가했고, 관리되고 있는 지속가능 투자자산은 총투자자산의 35.9%로 2018년 대비 2.5%포인트 증가했다. 지속가능 투자자산은 전 세계적으로 증가하고 있으며, 수치가 다소 감소한 것으로 보이는 것은 법률에 따라 EU 지역의 지속가능 투자의 정의 방식에 중대한 변화가 있었기 때문이다.

[표 2-5] 글로벌 지속가능 투자자산(지역별)

단위: 10억 달러

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

출처 : GSIA, Global Sustainable Investment Review 2020

[표 2-6] 글로벌 지속가능 투자자산(규모)

단위: 10억 달러

지역	2016	2018	2020
총관리자산	81,948	91,828	98,416
지속가능 책임투자 총관리자산	22,872	30,683	35,301
지속가능 책임투자 비중	27.9%	33.4%	35.9%
지속 가능 책임투자 성장률		5.5%	2.5%

출처 : GSIA, Global Sustainable Investment Review 2020

미국과 유럽이 2018년부터 2020년까지 세계 지속가능 투자자산의 80% 이상을 차지하고 있으며, 세계 총투자자산에 대한 지속가능 투자자산의 비율은 캐나다, 미국, 일본에서 지속해서 매우 증가하고 있다.

GSIA는 지속 가능 투자를 그 전략에 따라 [표 2-7]과 같이 7가지 유형으로 분류하고 있다.

[표 2-7] ESG 투자 전략 유형

전략	내용
ESG 통합	재무분석 시 ESG 요소를 체계적이고 명시적으로 통합시킨 투자 방법
기업경영 참여 및 주주행동	포괄적인 ESG 가이드라인에 따른 의결권 행사와 더불어 직접적인 기업 경영 참여(기업 경영진과의 소통 포함), 주주제안 등을 통해 기업 활동에 영향을 주는 주주권을 행사하는 방법
규범 기반 스크리닝	OECD, ILO, UN, UNICEF, NGO 등 국제적 규범을 준수하며 비즈니스 관행에 대한 최소 기준의 충족 여부를 고려하여 투자하는 방법
네거티브/배제 스크리닝	산업 또는 기업이 특정 ESG 항목에 근거하여 부정적으로 인식·평가되는 경우, 포트폴리오나 펀드 구성 시 배제하는 방법
포지티브/최우수 스크리닝	동종 업종의 다른 비교 기업군에 비해 우수한 ESG 경영성과를 달성한 기업, 프로젝트, 산업 등에 투자하는 방법
지속 가능 테마 투자	청정 에너지, 녹색 기술 또는 지속가능 농업 등 지속가능성과 관련된 자산 또는 테마에 투자하는 방법
임팩트/지역사회 투자	임팩트 투자 긍정적인 사회적, 환경적 영향을 달성하기 위한 투자 방법. 이를 위해 이러한 영향에 대한 측정과 보고, 투자자와 근본적인 자산/피투자자의 지향성에 대한 검증, 그리고 투자자의 기여에 검증이 필요함 지역사회 투자 자본을 전통적으로 소외된 개인 또는 지역사회에 특이적으로 투자하거나 명확한 사회적 또는 환경적 목적을 가진 사업에 투자하는 방법. 일부 지역사회 투자는 임팩트 투자이지만, 지역사회 투자는 더욱 광범위하며 다른 형태의 투자와 특정 대출 활동을 고려함

출처 : GSIA, Global Sustainable Investment Review 2020

GSIA의 2020년 글로벌 지속가능 투자 보고서에 따르면, 글로벌 지속가능 투자에서 가장 높은 비중을 차지하는 전략은 ESG 통합(ESG integration) 전략

이며, ESG 통합 전략에 따른 투자자산은 25.2조 달러로 대부분 지역에서 가장 일반적인 투자 전략이다. 다음으로 일반적인 지속 가능 투자 전략은 네거티브/배제 스크리닝(Negative-exclusionary screening)으로 15.9조 달러 규모이며, 그다음으로 기업경영 참여/주주 활동(Corporate engagement and shareholder action) 전략이 10.5조 달러를 차지하고 있다. 이 결과는 2018년 네거티브/배제 스크리닝이 가장 높은 비중을 차지했던 것에서 상당한 변화한 것이다. ESG 통합 투자 전략으로의 전환이 가장 두드러지게 나타난 지역은 일본으로 기업경영 참여 및 주주행동의 비중이 높았으나 ESG 통합이 일반화되고 있다. 또한 주목할 것은 투자기관들이 단지 하나의 투자 전략에만 의존하지 않고, 복수의 전략을 조합하여 사용하는 경향이 강화되고 있다. 2016년부터 2020년까지의 지속 가능 투자 전략별 글로벌 성장 규모의 경우, 지속 가능 테마((Sustainability themed investing), ESG 통합 및 기업경영 참여/주주행동, 임팩트/지역사회 투자(Impact-community investing) 등의 투자 전략은 해당 기간 지속적인 성장세를 보였지만, 2016년 이후 규범 기반 스크리닝((Norms-based screening), 포지티브/최우수 스크리닝(Positive-best-in-class screening), 네거티브 스크리닝 등은 한층 높은 변동성을 나타낸 것으로 보고되었다.

ESG 요소를 반영하여 투자 활동을 관리하는 지속가능 책임투자 시장의 성장을 견인하고 있는 요소는 크게 2가지로 우선 기관투자자뿐만 아니라 개인투자자를 중심으로 하는 소매 투자에서도 ESG 요소에 관한 관심이 증가하고 있다는 것이다. 다음으로 글로벌 전문기구들이 성장하면서 관련 규범들 역시 안정적으로 확립되고 있는 것이 또 다른 지속가능 책임투자 시장의 성장을 견인하고 있다.

전문자산운용사들이 관리하는 투자는 소매(retail) 투자와 기관(institutional) 투자로 분류된다. 소매 자산은 은행이나 투자 수준이 상대적으로 낮은 투자 플랫폼을 통해 전문적으로 관리되는 펀드를 통한 개인 투자이며, 기관 자산은 최소 투자 수준이 높은 투자 상품을 통해 연금 펀드, 대학, 재단 및 보험사와 같은 기관 자산 소유자를 대신하여 관리된다. GSIA의 2020년 보고서에 따르면, 기관투자자들이 금융 시장을 지배하는 경향이 있지

만, 지속가능 투자에 대한 소매 투자자의 관심이 2012년부터 지속해서 증가하고 있다. 2012년 지속가능 투자자산의 89%가 기관투자자들이 차지하고 있었고 소매 투자자의 비중은 11%에 불과했었다. 하지만, 2020년 초 소매 부분이 지속가능 투자자산의 25%를 차지하고 있으며, 2018년 이후 안정적으로 유지되고 있다.

한편, 지속가능 투자와 관련한 국제기구와 규범이 지속해서 확대되고 있다. 파리 협정(Paris Agreement), 지속가능 개발 목표(Sustainable Development Goals, 이하 SDGs), 기후 관련 재무 정보공개 태스크포스(Task Force on Climate-related Financial Disclosures, 이하 TCFD), 유엔 환경 프로그램 금융 이니셔티브(United Nations Environment Program Finance Initiative, 이하 UNEP FI)의 지속가능 금융 로드맵 이니셔티브(Sustainable Financial Roadmap Initiative) 등이 지속가능 투자 산업과 금융 서비스 산업에 큰 영향을 미치고 있다.

2016년 발효된 파리 협정은 기후변화에 관한 법적 구속력이 있는 국제 조약이다. 파리 협정은 2015년 12월 12일 프랑스 파리에서 개최된 유엔 기후변화회의(United Nations Climate Change Conference, 이하 UN COP21)에서 체결되었으며, 195개 정당이 서명하고 189개 당사국이 이 협정을 비준했다. 때문에 '제21차 유엔 기후변화협약 당사국총회 협정' 또는 '파리기후변화협정'이라고도 한다. 파리 협정의 목적은 지구 온난화를 산업화 이전 수준 대비 지구온난화를 우선 1.5°C로 제한하고 더 나아가 2°C 이하로 제한하는 것을 목표로 하고 있다. 파리 협정은 각 국가에서 온실가스 배출을 제한하고 배기가스 배출 목표를 규정하는 법안을 수립하는 데 기반이 되었다. 파리 협정은 국가별 협정이지만 해당 국가의 투자자, 자산소유자 및 자산관리자는 역시 파리 협정의 목표에 따라 투자 포트폴리오를 조정하고 온실가스 배출을 모니터링 및 제한하며 각 국가 법률에 따라 변경사항을 준수해야 한다.

SDGs는 2015년 유엔 전체 회원국이 채택했으며, 2030년까지 모든 국가가 보다 향상되고 더욱 지속 가능한 미래를 달성하기 위한 17개의 글로벌 목표를 포함하고 있다. 또한 제시된 총 231개의 지표와 169개의 세부 목표는 기후변화에 대처하고 해양과 숲을 보존하기 위해 노력함과 동시에 건강과 교

육을 개선하고 불평등을 줄이고 경제 성장을 촉진하는 전략을 통해 빈곤과 박탈을 종식하는 것을 강조하고 있다. SDGs는 국가 기반 프레임워크이지만 기업과 투자자들도 SDGs 프레임워크를 채택하도록 권장하고 있다. 한편 유엔 글로벌 콤팩트(UN Global Compact)와 국가별 협의체들이 SDG 실현을 위한 비즈니스 기반 지침 개발을 주도해 오고 있다. UN PRI 역시 SDGs 투자 사례(SDGs Investment Case)에 대해 투자자들에게 지침을 제공하고 있다.

TCFD는 금융안정위원회(Financial Stability Board)가 설립했다. TCFD가 2017년 발표한 권고사항은 전 세계적으로 정책과 규제에 영향을 미쳤으며, 투자자, 자산운용사 및 자산소유자에 대한 요구사항을 크게 변화시켰다. TCFD의 권고사항들은 기업이 기후 관련 위험 및 기회에 대한 정보를 제공하는 방법과 이를 지배구조, 전략, 위험관리 메트릭, 목표 등과 연계하여 공시하는 방법에 대한 정보를 제공하여 기업을 지원할 수 있도록 계획되었다. 2021년, 새로운 자연 관련 재무 공시에 대한 태스크포스(Taskforce on Nature-related Financial Disclosures, TNFD)는 다양한 단체들이 점진적으로 진행되고 있는 자연 관련 위험을 보고하고 조치하는 데 필요한 프레임워크를 제공하기 위해 창설되었다.

이외에도 UNEP FI는 지속 가능 금융 로드맵 이니셔티브를 통해 지속 가능한 금융 시스템으로의 전환을 가속하기 위한 통합된 접근 방식을 제안하고 있다. 이와 같은 다양한 글로벌 기구와 규범의 시행과 더불어 기업의 ESG 경영활동을 활성화하기 위한 금융·투자기관의 역할이 강조되고 있다. 기업이 ESG 경영활동을 기업 전략의 최종 목표로 설정할 수 있도록 금융·투자기관이 적극적으로 그 역할을 해야 한다(Watson and Mann, 2019).

이에 시장 메커니즘에 부합하는 금융기관과 투자기관의 역할을 살펴보면 다음과 같다. 먼저, ESG 경영활동의 성과를 객관적으로 측정 및 평가할 수 있는 인프라를 구축해야 한다. 이사회와 CEO가 적극적으로 ESG 경영활동에 자원을 배분하려면 객관적으로 측정할 수 있는 ESG 지표가 필요하다. 특히 산업 및 국가별 중요도가 상이하므로 국제적 정합성을 갖춘 ESG 요소를 탐색하고 계량화 및 표준화하기 위한 활동을 지속해서 추진해야 한다. 따라서 금융·투자기관은 기업이 ESG 경영 관련 사항을 공시를 독려하고 이해관

제자 간 정보비대칭을 최소화하는 데 적극적인 역할을 해야 한다. 금융·투자 기관은 자체 확보한 조사·연구 역량을 활용하여 ESG 경영정보를 투자자들에게 제공하고 적극적으로 ESG 관련 지수를 개발해야 한다. 연기금과 자산운용사는 ESG 경영 수준이 우수한 기업에 대한 투자를 강화하고 수탁자 책임 강화와 수익률 가치 제고를 위해 힘써야 한다. 신용평가 회사들은 기업의 ESG 경영 전략을 체계적으로 평가하여 신용평가등급 선정 시 적극적으로 반영해야 한다. 둘째, ESG 경영성과와 연계한 금융 중개 및 투자 활동을 활성화해야 한다. 간접 금융의 형태로 금융기관이 기업에 자금을 제공할 때 ESG 경영성과를 평가한 결과가 높을수록 대출이자를 할인해주는 방법이 있다. 또한 ESG 관련 프로젝트를 실행할 때 낮은 금리로 자본을 조달할 수 있는 금융상품들을 제공한다면 기업들이 ESG 경영활동에 더 적극적으로 기업의 자원을 배분하려 할 것이다. ESG 채권 발행을 금융기관이 주관하고 일반채권 발행보다 낮은 금리로 자금을 모집할 수 있도록 한다면 기업의 타인자본조달 비용이 낮출 수 있다. ESG 채권 투자를 통해 투자자들도 ESG 가치 제고에 간접적으로 기여할 수 있으며, 정부 입장에서 ESG 경영활동 관련 프로젝트의 효과가 확인되면 사회적 양극화, 환경문제 등의 부정적인 외부효과가 줄어들어 국가 재정 부담을 축소할 수 있다. 셋째, 국민연금이 ESG 투자 활성화를 구체적으로 실현해야 한다. 국민연금은 기금운용위원회를 통해 2021년부터 국내 채권, 해외 주식·채권까지 단계적으로 ESG 투자를 확대해 나가고 있으며, 2022년 그 규모를 보다 확대하겠다고 발표했다. 이에 투자 방향과 원칙을 한층 체계화하고 대외에 공표해야 한다. 다양한 이해관계자들과 기업 경영철학과 미션, 목표와 범위, 기준과 절차에 대해 의견을 교환하고 교류하며 의견을 수렴해야 한다. 국제회계기준 IFRS를 제정한 국제회계기준위원회 IASB도 2021년 1월 국제지속가능성기준위원회(International Sustainability Standards Board, 이하 ISSB)를 통해 ESG 회계기준을 새롭게 제정하겠다고 발표했다. 현재 국민연금은 자체적으로 ESG 평가를 실시하고 있으므로 새로운 국제질서 형성을 주도해 나가는 개척자로서 역할을 하고 경제 여건, 정책 환경, 지역의 다양성과 특수성을 수용할 수 있는 확장성 있는 ESG 모델을 개발해 책임투자를 적극적으로 수행해야 한다(김광민, 2021).

제 3 절 ESG의 국내외 현황

제2절 ESG의 정의에서 ESG 경영과 ESG 투자에 대해 검토하며 ESG의 국내외 현황에 대해 살펴보았기 때문에 동 절에서는 정책 및 규제, 산업, 시장, 소비자 관련 동향을 중심으로 GSIA의 2020년 보고서에 소개된 내용을 중심으로 유럽과 미국의 ESG 관련 동향을 살펴보고, 국내 ESG 현황에 대해서 살펴보려고 한다.

1) 해외 현황

가) 유럽

EU의 규제 및 정책은 유럽 전역의 지속가능 책임투자 시장에 영향을 미치고 있다.

EU는 2014년 EU 비재무 정보 보고 지침(Non-Financial Reporting Directive, 이하 NFRD)를 제정함으로써 ESG 정보의 의무공시제도를 발전시켜왔다. 2018년에는 근로자 수 500인 이상인 기업에 대해 인권, 노동, 사회, 환경, 반부패에 대한 정보 공시를 의무화했다.

2018년에 발표된 유럽 연합 지속가능 금융 행동 계획(European Union Sustainable Finance Action Plan), 특히 지속가능 금융 공개 규정(Sustainable Finance Disclosure Regulation, 이하 SFDR)은 법률로 명시한 새로운 정의를 통해 ESG와 책임투자 시장에 상당한 영향을 미치고 있다. SFDR은 기관투자자, 자산관리자, 자문기관 등이 하나의 주체로서 지속가능성 위험과 부정적인 영향을 통합하여 보고하고 ESG 제품의 지속가능성 위험과 부정적인 영향을 분류하고 보고하도록 요구하고 있다. EU SFDR은 모든 투자관리자가 투자 시 지속가능성 위험을 통합하도록 강제하고 있으며, 따라서 모든 금융상품에 대해 네거티브/배제 심사, 규범 기반 심사, ESG 통합 등과 같은 GSIA가 정의한 지속 가능 투자 전략을 수립해야 한다.

2014년 제정된 EU 비재무 정보 보고 지침을 개정한 기업 지속가능성 보

고 지침(Corporate Sustainability Reporting Directive)을 통해 대기업들이 자사의 경영활동에 대한 사회적, 환경적 영향에 대한 정기적인 보고서를 공시하도록 요구하고 있다. EU가 제안한 금융상품지침 2(Markets in Financial Instruments Directive 2, 이하 MiFID II) 적합성 규칙은 투자자문 및 포트폴리오 관리 시에 투자자의 ESG 선호도가 고려되도록 보장하고 있다.

2020년 6월에 발효된 EU 분류체계 규정(EU Taxonomy Regulation)은 환경적으로 지속가능하다는 인증을 받기 위해 경제 활동이 충족해야 할 4가지 중요한 조건을 설정하여 EU 분류 프레임워크를 수립했다. EU 분류체계 규정은 ‘EU 그린딜’ 집행에 있어 민간 영역의 자금을 장기적으로 지속가능성이 확인된 분야로 유도하기 위해 수립된 것으로 2년간의 연구가 진행된 후 EU 국가 간 합의가 이루어졌다. 2021년 4월에 발표된 기후변화 대응 및 완화에 대한 기술적 선별 기준을 포함하는 관련 조치에 대해 자세히 규정하고 있다. 환경 분류 적용 이후 사회적 분류와 중대한 피해 분류에 관한 규정이 수립될 예정이다. EU 분류체계 규정이 ESG와 관련하여 주요한 이정표로 평가되고 있는 이유는 이중 물질성 개념(double materiality concept)을 구체적으로 제시했기 때문이다. 이중 물질성 개념은 기업과 투자자가 기업평가 시 재무적으로 물질의 위험과 기회에 대해 보고해야 할 뿐만 아니라 시간의 경과에 따른 환경 및 사회적 목표에 대한 영향 역시 고려하도록 하는 것이다. 환경과 사회적 측면에 미치는 영향은 분류체계에 따라 6가지 환경 목표(기후 완화, 기후 적응, 물, 순환 경제, 오염 및 생물 다양성)에 대한 기여 또는 피해를 평가하는 기준을 제시하고 있다.

한편 유럽위원회의 지속가능 금융 전략은 투자자의 기업경영 참여와 넷제로 협약을 한층 강화할 것으로 예상되며, 이로 인해 투자자와 자산소유자가 투자 결과의 미래에 대한 영향에 한층 더 관심을 가질 것으로 또한 예상된다. 특히 2021년 유럽위원회는 의회에 글로벌 공급망에 대한 ESG 부정 요소 예방과 완화를 의무화하는 지속 가능한 기업지배구조 법안을 제출했다.

유럽의 지속가능 책임투자 관련 협의체와 협력 활동들은 ESG 성과를 향상하는 것을 목표로 3가지 사항에 집중되고 있다. 첫째, 최종 투자자에 대한 펀드의 ESG 인증 여부를 검증하기 위한 수단으로 자발적 지속 가능한 펀드

라벨 제시가 활성화되고 있다. 이미 프랑스, 벨기에, 룩셈부르크, 오스트리아는 국가 차원의 라벨을 시행하고 있으며, 스위스, 독일, 오스트리아 등과 같은 독일어권 지역과 북유럽 지역에는 국경 간 라벨을 시행하고 있다. 2021년 3월 31일 기준 약 1,500개의 투자 펀드가 이러한 유럽 지속가능 금융 레이블 중 최소 1개 이상을 보유하고 있으며, 해당 관리자산의 규모가 8,270억 유로를 육박하고 있다. 둘째, ESG 정보 관련 데이터 흐름을 표준화하고 촉진하기 위한 유럽 금융 서비스 부문의 협업 이니셔티브인 금융 데이터 교환 템플릿(Financial Data Exchange Templates, FinDatEx)는 SFDR, MiFID II/IDD 등과 같은 규제 준수와 고객의 지속가능성 선호도 등을 충족시키기 위해 간소화된 '유럽 ESG 템플릿(European ESG Template, 이하 EET)'을 개발하고 있다. 2022년초 EET 시행을 목표로 공개 협의를 위해 2021년 하반기 실무 초안이 공개될 예정이다. 마지막으로 UN 주도로 결성된 넷제로자산소유자협의회(Net Zero Asset Owner Alliance, NZAOA)에 참여하고 있는 42개 기관투자자 그룹 중 32개 기관이 유럽에 본사를 두고 있으며, 총관리자산 중 6.6조 달러를 1.5°C 시나리오에 맞춰 포트폴리오를 관리하고 있다.

한편 2020년은 유럽 지속 가능 책임투자 분야에서 소매 투자자의 강력한 수요가 확인되었다. 코로나19 대유행으로 자본시장이 붕괴하였음에도 불구하고 2020년 상반기 EU 지역의 ESG 주식형 펀드는 140억 유로가 순유입을 기록했으나 이와는 대조적으로 다른 주식형 펀드는 770억 유로의 순유출을 기록했다. 최근 수년 동안 ESG 지수의 일관된 성과 또한 소매 투자 시장에 대한 ESG 관련 상품의 공급을 증가시키고 있다. 유럽위원회는 MiFID II 개정을 통해 소매 투자자들이 더욱 많은 ESG 관련 금융상품을 선택할 수 있도록 유도할 계획이다. 개정된 MiFID II은 투자자문 기관들이 각 고객의 '지속가능성 선호도'를 확인하여 적절한 상품을 제안하도록 요구하고 있다.

지속가능 책임투자 테마와 투자 상품에 관한 관심을 고려하여 유럽 전역에서 다양한 설문조사가 시행되었다. 2DII는 2019년에 지속가능성 목표에 대한 일련의 설문조사를 실시했으며, 프랑스와 독일 소매 투자자의 3분의 2가 환경적으로 책임 있는 방식으로 투자하기를 원한다는 사실을 보고한 바 있다.

2021년에 발표된 모닝스타 매니저 리서치는 2020년 신규 펀드의 대부분

이 ESG 펀드였지만, 그중에서 환경 중심 펀드가 신규 펀드 상품의 13%를 차지했다고 보고했다. 2020년 기준 유럽 금융투자 시장에는 성별, 스마트 시티, 해양, SDGs 등 다양한 지속가능성 관련 테마와 관련 상품이 운용되고 있다. 또한 주주들의 효과적인 기업경영 참여와 기관들의 스튜어드십 코드 실행을 통해 유럽의 지속가능 책임투자 분야에 긍정적인 결과를 끌어내고 있다. 예를 들어, EU의 투자자 스튜어드십 코드 실행 방침을 제시한 주주권리지침 II(Shareholder Rights Directive II)는 경영참여 활동을 통해 기업의 지속가능성 조치의 채택을 촉진하는 것을 목표로 하고 있다.

나) 미국

미국의 경우, 지속 가능 책임투자를 위한 규제 정책 환경은 이전 도널드 트럼프 행정부와 현 바이든 행정부 사이에 큰 온도 차이가 있다. 트럼프 행정부는 미국 노동부(Department of Labor, DOL)와 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission, SEC)에 대한 조치를 통해 지속 가능 투자를 제한했다. 2019년 7월 SEC에 ESG 공시 규칙 작성 의무를 규정하는 법안이 상정되었으나 최종적으로 부결되었고, 2017년에는 파리 협약에서 탈퇴하였고, 2018년에는 온실가스 배출 규제를 완화하기도 하였다. 바이든 행정부는 출범과 함께 이러한 제한을 완화하거나 철회하려고 조치하고 있다. 지난 몇 년간의 모든 규제 및 정책 변화에도 불구하고 지속 가능 투자에 대한 투자자의 관심은 지속해서 증가하고 있다.

바이든 행정부 출범 이후 주목할 만한 규제 및 정책의 변화는 다음과 같다. 2021년 3월, 미국 노동부는 퇴직연금 옵션의 ESG 요소 고려와 관련된 이전 2가지 행정 규칙을 시행하지 않는다는 성명을 발표하고 ESG 관련 사항에 대한 의결권을 행사하고 있다. 미국 노동부는 민간 부문의 퇴직연금 계획에 대해서도 ESG 기준과 의결권 행사를 고려할 수 있도록 세부 규칙들을 재검토하여 새로운 지침을 발표할 계획이다. 또한 2021년 5월에는 1974년 제정된 근로자퇴직소득보장법(Employee Retirement Income Security Act, 이하 ERISA)에 의해 관리되고 있는 퇴직연금 계획들이 ESG 기준을 고려하도록

하는 법안이 미국 상원에서 발의되었고, 하원에서도 동반 법안이 발의되었다. 이 법안은 미국 노동부의 규정 검토가 완료되면 양원에서 통과될 예정이다. 같은 달 백악관은 ESG 공시 관련 사항들에 대한 논의를 진전시키고 ERISA에 따른 퇴직연금 계획들과 미국 최대 퇴직연금 계획인 FTRP(Federal Thrift Retirement Plan)에 대해 ESG 기준 적용을 가속하려는 조치를 포함하는 기후 관련 금융 위험에 관한 행정 명령을 발표했다. 이보다 앞서 미국 SEC는 2021년 3월 기후위험 및 ESG 정보공시와 관련한 법안인 ESG 공시 및 단순화법을 의회에 상정했고, 이 법안은 2021년 6월 미국 하원을 통과했다. 이로 인해 기후변화와 일련의 광범위한 ESG 관련 사항에 대한 공시를 의무화하는 관련 법안이 상정될 것으로 예상된다. 앞서 언급한 규제 변화 외에도 미국 정부는 현재 노동권, 기후변화 등과 같은 특정 ESG 주제를 해결하는 데 주력하고 있다. 한 예로 백악관은 백악관 노동자 조직 및 역량 강화에 관한 태스크포스팀(White House Task Force on Worker Organizing and Empowerment)을 구성하여 해당 노동자들의 노동권을 강화한 바 있다. 2021년 7월 미국 민주당은 3조 5,000억 달러 상당의 친환경 투자와 함께 탄소세를 부과하는 법안을 상정하는 데 의견을 모았고 2050년까지 탄소중립을 목표로 하고 있다.

트럼프 행정부의 다양한 조치에도 불구하고 2019년부터 미국에서는 ESG 테마와 관련하여 다양한 지속 가능 책임투자 분야에 대한 협력이 활성화되어 왔다. 2020년 미국 인종정의투자연합(Racial Justice Investing, RJI)은 조직적인 인종차별을 해결하기 위한 행동을 촉구하는 투자자 연대 성명을 발표했다. 이 성명서는 120개 이상의 투자자와 기관들이 승인하였다. 성명서는 조직적인 인종차별주의를 해체하고 인종에 대한 공정성과 정의를 증진하기 위해 투자 공동체들의 책임과 행동을 촉구하고 있다. 이 활동은 경찰의 조지 플로이드(George Floyd) 살해 사건, 브레나 테일러(Breonna Taylor) 살해 사건, 아모드 아베리(Ahmaud Arbery) 살해 사건 등과 흑인 사회에 대한 경찰의 지속적 폭력, 흑인과 다른 소수민족에 대한 코로나19 대유행 관련 불공정한 건강 및 경제 지원 등을 계기로 시작되었다.

미국CFA협회(CFA Institute)는 ESG 관련 사항을 갖춘 투자상품에 대한 자발적 공시사항을 수립하기 위한 프로젝트를 진행하고 있다. 2021년 5월

미국CFA협회는 표준들에 대한 공개 초안을 발표하고 업계와 전문가들의 의견을 수렴하고 있다. 미국 내 투자자들의 기업경영 참여 관련 협력 역시 지속 증가하고 있다. US SIF는 2018부터 2020년 사이에 제출된 주주 제안의 ESG 주제를 조사하여 발표한 바에 따르면 기업 정치 활동에 대한 사항이 가장 많았고, 노동 및 고용 기회에 대한 평등 보장, 기후변화/탄소, 임원보상, 이사회 독립성 등이 뒤를 이었다.

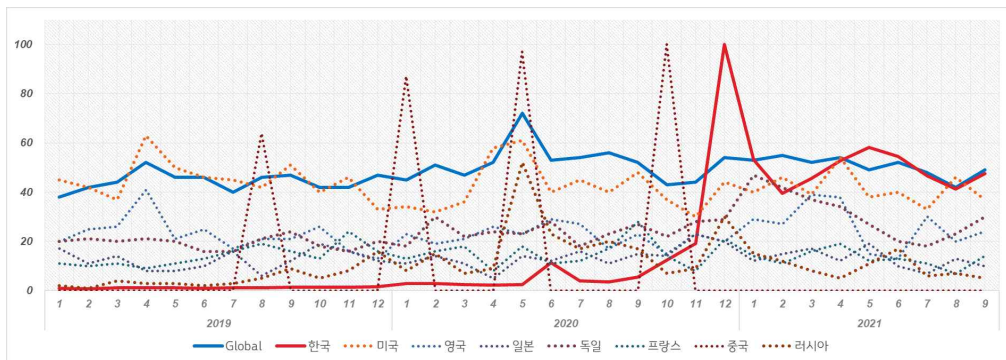
2019년 나티시스 글로벌자산운용(Natixis Global Asset Management)이 퇴직연금출연 계획 참여자를 대상으로 실시한 설문조사에서 응답자의 75%는 부를 성장시키면서 세상을 더 나은 곳으로 만드는 것이 중요하다고 응답했고, 응답자의 61%는 지속 가능 투자 옵션을 포함하면 계획에 이바지할 가능성이 크다고 응답했다.

2020년 US SIF 재단 동향 보고서(2020 US SIF Foundation Trends Report)에 따르면 개인 소매 고객 또는 고액 자산 고객을 위해 관리되고 있는 ESG 자산은 4조 6,000억 달러로 2018년 3조 달러에서 대폭 증가했다. 모건 스탠리(Morgan Stanley)의 2019년 조사 결과에 따르면 조사대상 개인투자자의 85%가 지속 가능 책임투자에 관심이 있고 특히 밀레니얼 세대의 중 95%가 지속 가능 책임투자에 관심이 있었다. 동 연구에 따르면 설문조사 응답자들은 플라스틱 감소(46%), 기후변화(46%), 지역사회 개발(42%), 순환 경제(39%), SDG(36%) 등의 주제에 가장 관심이 있는 것으로 나타났다.

한편 미국은 인종 정의 투자에 새롭게 집중하고 있다. 다수의 자산운용사, 서비스 제공업체 및 비영리단체 등 투자 주체들이 불공정에 대처하고 인종 자본을 발전시킬 수 있는 정책과 프레임워크를 개발했습니다. #MeToo 운동과 코로나19 대유행으로 인해 여성, 특히 유색인종 여성에게 미치는 영향에 비추어 젠더 관점의 투자(Gender Lens Investing)에 관한 관심이 지속해서 증가하고 있다. 또한 많은 금융기관이 저소득층을 포함한 다양한 소외계층을 위한 지역사회개발 금융기관에 대한 투자를 증가시키고 있다. 특히 최근 수년 동안 미국에서는 주주뿐만 아니라 지역사회, 환경, 노동 여건 향상 등에 초점을 맞춘 다중 이해관계자 기업 모델(multi-stakeholder company model)을 추진하기 위한 활동들이 한층 강화되고 있다.

2) 국내 현황

국내 ESG는 2016년 12월 연기금을 중심으로 스튜어드십 코드 논의가 진행되어 제정되면서 시작되었지만, 그 후 수년간 크게 관심을 받지 못했다. 단적으로 [그림 2-4]에 제시한 바와 같이 2019년부터 최근까지 구글 트렌드 ESG 검색량 지수가 급격히 상승하고 바이든 당선 이후 모든 국가에서 2020년 12월부터 2021년 1월 사이에 같은 상승 추세를 나타내었다. 하지만, 한국은 2020년 하반기까지도 ESG에 관한 관심이 낮았으나 2021년부터 관심도가 세계적 추세와 동조화되고 있다.



[그림 2-4] ESG 검색량 지수(2019년~2021년)

- 출처: 1) 한국: 네이버 검색어 트렌드(<https://datalab.naver.com>),
2) 한국 외: 구글트렌드(<https://trends.google.co.kr>)
3) 1)과 2)를 토대로 연구자 재구성

사회의 낮은 관심에도 불구하고 정부는 2020년부터 ESG 관련 정책을 지속해서 발표해 왔다. 우선 환경과 관련해서 가장 중요했던 정책은 2030년 국가 온실가스 감축 목표 개정안과 2050년 장기저탄소 발전전략이다. 2020년 2월 개최된 저탄소사회 비전 포럼을 시작으로 기후위기 대응을 위한 탈탄소사회 이행 기본법안이 발의됐고 12월 환경부는 탄소배출 감축 목표 및 배출권 거래제도와 제3차 계획기간에 대한 세부 내용을 확정했다. 그뿐만 아니라 환경부와 한국거래소는 TCFD 지지 선언을 통해 앞으로 국내 자본시장의 환

경정보공개 확대를 위한 역할과 노력을 지속할 계획임을 밝혔다.

사회와 관련해서는 2018년 12월 충청남도 태안화력발전소 협력업체의 비정규직 노동자 김용균 씨가 운송설비 점검을 하다가 사고로 숨지는 비극 이후 본격적인 논의가 이뤄지면서 산업재해를 줄이는 것을 목표로 산업안전보건법 개정안이 2020년 1월 시행됐다. 2021년 1월 7일에는 사업장에서 안전사고가 발생하면 사업주 등 경영책임자에 대한 형사처벌을 강화하고 기업에 징벌적 손해배상책임을 부과하는 ‘중대재해 처벌 등에 관한 법률(이하 중대재해법)’이 통과됐다. 대기업은 이사회에 산업안전보건법에 따라 매년 안전보건 계획을 수립해 보고해야 하며, 중대재해법은 안전보건관리체계 구축과 이행조치 의무를 경영책임자 등에게 부여하고 있다.

지배구조와 관련된 정책으로는 대표적으로 2020년 12월 국회를 통과한 상법 개정법률안에 포함된 다중대표소송제도와 감사위원회위원 분리선출제도 도입이 있다. 다중대표소송제도는 자회사의 이사가 자회사에 손해를 발생시키면 모회사 주주도 자회사 이사를 상대로 대표소송을 제기할 수 있는 제도이다. 감사위원회위원 분리선출제도는 감사위원 중 1명 이상을 이사 선출단계에서부터 다른 이사와 분리하여 별도로 선출하도록 한 제도로 기존 대주주의 의사에 부합하는 이사만 감사위원 후보자로 선임했던 제도를 개선한 것이다.

2020년 1월 한국거래소가 ESG 전담팀과 ESG위원회를 설치한 데 이어 3월 KB금융지주가 이사회 내에 ESG위원회를 신설하고 업계의 관심을 일으키기 시작했지만, 코로나19 대유행으로 인해 대한항공, 신한자산운용, 네이버, DGB금융그룹, KB증권 등이 ESG위원회를 설치하는 데 그쳤다. 이는 ESG 의무공시와 탄소세도입 등 대외로부터의 ESG 이슈가 급부상하면서 기업 혼란이 가중되었기 때문으로 해석되고 있다(나수미, 2021).

이에 2021년 1월 14일 금융위원회는 기업 부담을 경감시키고, 투자자 보호 강화를 위해 ESG 투자 활성화를 위한 제도적 기반 구축 계획을 포함한 ‘기업공시제도 종합 개선방안’을 발표하면서 국내 ESG 관련 정책은 물론 투자기관과 각 기업의 ESG 활동이 급물살을 타기 시작했다. 특히 2021년 1월 이후 매일 1개 기업 이상이 ESG위원회 신설을 발표하고 있다. 금융위원회가 발표한 개선방안의 주요 내용은 기업지배구조 보고서 의무화 확대, 지속가능

경영보고서 공시 활성화, 스튜어드십 코드 성과평가 및 개정 검토, 의결권자 문사의 신뢰성 제고를 위한 제도 정비 추진 등이다.

[표 2-8] 국내 ESG 정책 주요 동향

날짜	구분	주요 내용
20.01.01	S	산업안전보건법 개정안 시행
20.02.05	E	2050 저탄소 사회 비전 포럼
20.03.01	G	대규모 상장법인의 기업지배구조 보고서 가이드라인 개정
20.05.28	E	환경부, TCFD(기후변화 관련 재무정보공개 전담협의체) 지지선언
20.07.14	E	한국판 뉴딜(그린뉴딜) 발표
20.09.24	E	국회, '기후위기 대응 비상결의안' 의결
20.09.29	E	환경부, 온실가스 배출권거래제제3차 계획기간 국가배출권 할당 계획 수립
20.10.27	E	한국거래소, TCFD 지지선언
20.11.11	E	국회, 기후위기 대응을 위한 탈탄소사회이행 기본법안 발의
20.11.13	E	국회, 기후위기 대응을 위한 녹색금융 촉진 특별법안 발의
20.12.09	G	상법 일부개정법률안 국회 통과 (다중대표소송제도 및 감사위원회위원 분리선출제 도입, 소수주주의 권리 강화)
20.12.15	E	환경부, 2050 장기저탄소발전전략, 2030 국가온실가스감축 목표 확정
21.01.01	S	중대재해기업처벌법 시행
21.01.14	E/S/G	금융위원회, 기업 공시제도 종합 개선방안 발표
21.01.15	E/S/G	한국거래소, ESG 정보공개 가이드스제정
21.04.21	E/S/G	산업자원부, K-ESG 지표 업계간담회 개최 (K-ESG 지표초안 발표)
21.04.26	E/S/G	전국경제인연합회, 「국내외 ESG 평가 동향과 시사점」 보고서 발표
21.07.07	E/S/G	기술보증기금·이노비즈협회, ESG 경영 활성화 위한 업무협약 체결
21.07.08	E/S/G	중소벤처기업부, 중소기업 ESG 간담회 개최
21.08.16	E/S/G	전국경제인연합회, ESG 포털 'ESG 투모로우(www.esgtomorrow.co.kr)' 오픈
21.09.25	E/S/G	중소벤처기업진흥공단, 정책자금 지원기업 ESG성과지표 분석 결과 발표
21.11.01	E	문재인 대통령, 제26차 유엔기후변화협약 당사국총회(COP26) 참석
21.12.14	E/S/G	경영자총협회·상장회사협의회·코스닥협회, ESG 스타트 매뉴얼 발간
21.12.15	E/S/G	대한상공회의소, ESG 경영 정보 플랫폼 '으쓱(esg.korcham.net)' 오픈

출처: 김상호 외. (2021). 2021년 주목할 EGS 이슈, 퀀트/ESG, 『신한생각』, 신한금융투자
2021년 1월 이후 현황은 연구자 재구성

2021년 1월 15일 한국거래소는 ESG 정보공개 가이드스를 제정하여 발표했다. 2021년 4월 2일에는 산업통상자원부가 K-ESG 지표 업계 간담회를 개최하여 ESG 표준화를 위한 지표 초안을 공개했고 같은 달 26일 한국경제인연합회는 ‘국내외 ESG 평가 동향과 시사점’ 보고서를 발표했다. 2021년 6월 중소기업중앙회도 중소기업의 ESG 경영을 지원하기 위한 ESG 전담팀을 신설했다.

[표 2-9] 한국거래소 ESG 정보공개 가이드스의 권고지표

구분	항목 (갯수)	지표	비고
조직	ESG 대응 (1)	경영진의 역할	ESG 이슈의 파악/관리와 관련한 경영진의 역할
	ESG 평가 (1)	ESG 위험 및 기회	ESG 관련 위험 및 기회에 대한 평가
	이해관계자 (1)	이해관계자 참여	이해관계자의 ESG 프로세스 참여 방식
환경	온실가스배출 (3)	직접 배출량 (Scope 1)	회사가 소유 및 관리하는 물리적 장치나 공장에서 대기중으로 방출하는 온실가스 배출량
		간접 배출량 (Scope 2)	회사 소비용으로 매입 또는 획득한 전기, 냉난방 및 증기배출에 기인한 온실가스 배출량
		배출 집약도	활동, 생산 기타 조직별 미터법의 단위당 배출된 온실가스 배출량
	에너지사용(3)	직접 에너지 사용량	조직이 소유 및 관리하는 주체의 에너지 소비량
		간접 에너지 사용량	판매제품의 사용 및 폐기처리 등 조직 밖에서 소비된 에너지 소비량
		에너지 사용 집약도	활동, 생산 기타 조직별미터법의 단위당 필요한 에너지 소비량
	물사용(1)	물 사용 총량	조직의 물 사용 총량
	폐기물배출 (1)	폐기물 배출 총량	매립, 재활용 등 처리 방법별로 폐기물의 총 중량
	법규위반·사고 (1)	환경 법규 위반·사고	환경법규 위반·환경 관련 사고 건수 및 조치 내용
사회	임직원 현황 (4)	평등 및 다양성	성별·고용형태별 임직원 현황, 차별 관련 제재 건수 및 조치 내용
		신규고용 및 이직	신규 고용 근로자 및 이직 근로자 현황
		청년인턴 채용	청년인턴 채용 현황 및 정규직 전환 비율
		육아휴직	육아휴직 사용 임직원 현황
	안전·보건 (3)	산업재해	업무상 사망, 부상 및 질병 건수 및 조치 내용
		제품안전	제품 리콜(수거, 파기, 회수, 시정조치 등) 건수 및 조치 내용
		표시·광고	표시·광고 규제 위반 건수 및 조치 내용
	정보보안 (1)	개인정보 보호	개인정보 보호 위반 건수 및 조치 내용
	공정경쟁 (1)	공정경쟁·시장지배적 지위 남용	내부거래·하도급거래·가맹사업·대리점거래 관련 법규 위반 건수 및 조치 내용

출처: 한국거래소 2021년 1월 18.일자 보도자료, ‘ESG 정보공개 가이드스 제정 및 교육 동영상 제작’

[표 2-10] 산업통상자원부 K-ESG 지표 주요 내용

분 류		세부 내용
정보공시 (5개 문항)	정보공시	지속가능경영 정보공개 방식, 사업장 범위, 목표
환경 (14개 문항)	환경경영 정책	환경정책 및 조직, 기후변화 대응 등
	환경경영 성과	친환경 비즈니스, 폐기물 배출량·재활용률 등 환경경영 성과, 이해관계자 소통 등
	환경경영 검증	협력업체 환경경영 지원 등
	법규준수	환경 법규위반
사회 (22개 문항)	사회책임경영 정책	사회책임경영 전략 및 목표 등
	임직원	임직원 다양성, 채용 등
	인적자원관리	임직원 교육, 역량 개발 등
	근로환경	사업장 안전 관련 사항 등
	인권	인권정책, 교육 등
	협력사	공급망, 동반성장 관련 성과 등
	지역사회	지역사회 사회공헌 참여 및 활동 등
	정보보호	개인정보보호 현황 등
	법규준수	사회 부문 법규위반
지배구조 (20개 문항)	이사회	이사회 다양성, 활동 등
	주주	주주권리, 배당 등
	소유구조	소유구조 등
	윤리경영 및 반부패	윤리경영 및 반부패, 준법 현황 등
	감사	감사기구 관련 등
	법규준수	지배구조 법규위반

출처: 산업통상자원부 2021년 4월 21일자 보도자료, ‘산업부, 한국식 환경·사회·지배구조(ESG) 지표 정립 본격 착수’

제 4 절 ESG 평가

2008년 금융위기 이후 기업의 2008년 금융위기 이후 기업의 지속가능성에 대한 중요성이 부각되고, ESG 투자가 증가하며 ESG 평가회사들이 본격적으로 등장했다(강봉주, 2020). MSCI, Sustainalytics, Thomson Reuters 등 글로벌 대형 평가기관들은 독립된 ESG 평가기관들과 파트너십을 맺거나 인수를 하면서 통합된 인덱스를 개발하고 있다. 각각의 ESG 평가기관들은 ESG 표준 지표뿐만 아니라 투자자별 맞춤 지표를 설계, 판매하고 있다. ESG 평가

프레임은 비재무, 비정형 데이터에 대한 평가가 상당 비중을 차지하기 때문에 자체적인 비정형 데이터 수집 능력은 물론 평가 기술과 기법이 필요하다.

하나의 기업을 다수의 기관이 평가할 때 기관별로 서로 다른 결과가 제시되면서 국내는 물론 해외 기관별 ESG 평가 결과의 신뢰성에 대한 논쟁이 제기되고 있다. 국민연금공단 김용진 이사장은 전 세계에 ESG를 평가하는 기관이 600개가 넘고 같은 기업도 평가기관에 따라 최대 5단계까지 차이가 난다고 지적한 바 있다. 전국경제인연합회는 2021년 4월 ‘국내외 ESG 평가 동향과 시사점’ 보고서를 통해 국내외 주요 ESG 평가기관 간 평가등급 격차가 총 7단계 중 최대 5단계까지 격차가 나타난다고 지적했다. 이러한 문제는 상장사를 포함한 기업의 비재무적 성과 자료가 충분히 공시되지 않고 있고, 재무분석과 달리 ESG 평가는 현재 표준화된 평가 방법이 수립되지 않았고, 평가특성상 질적 평가, 비수치형 데이터 처리가 요구되어 평가기관마다 자체적으로 평가지표를 수립하고 있는 것이 그 원인이다(이정기, 이재혁, 2020).

현재 제공되고 있는 ESG 등급이 다른 원인을 더욱 상세히 살펴보면 다음이 같다. 첫째 각 기관에 따라 평가방법론, ESG 등급 평가 구조, 자료수집 및 처리 방식 등이 상이하기 때문이다. 국내에서도 점차 ESG에 관한 관심과 각 평가기관의 증가로 인해 ESG 평가등급에 대한 신뢰성 문제가 중요하게 논의되고 있다. 둘째, 각 기관의 ESG 평가방법론에 대한 검증이 필요하다. 평가기관별로 각기 다른 ESG 평가방법론에 대한 이슈와 연결되는 부분인데, 유럽위원회(EC)의 움직임을 참고하여 국내 정부 당국에서도 이에 관한 관심을 가질 필요가 있다. 즉, 해외의 움직임을 참고하여 국내에서도 정책적으로 ESG 평가 및 인증에 대한 요소가 강화되길 기대한다. 셋째, 평가피드백에 관한 내용이다. ESG 평가를 하는 평가기관, 평가를 받는 피평가회사, 그리고 정부 당국에서 이와 관련된 관심이 필요한 시점이다. 특히, ESG 평가과정에 있어서 ESG 평가기관의 오류 가능성이 있는 구조적인 환경 속에서 이러한 오류를 감소시킬 방안으로 ‘평가피드백’이 있다. 따라서 이를 의무화하여 제도화하는 데 대한 논의가 필요하다. 끝으로, 비재무적 정보에 대한 다양한 공시규정과 관련된 내용으로, 현재 다양한 형태를 통해 기업의 비재무적 정보를 공시하고 있으나 기업가는 비교가능성 저해 문제가 나타나고 있다. 따라서 정부 당국에서는 기업의 비재무적 공시에 대한 필수적인 정보 및 공시 채널을

일원화하여 해당 정보에 대한 정보이용자의 접근 가능성을 제고시킬 필요가 있다(배창현, 김태동, 신세찬, 2021).

이러한 논란은 재무분석과 달리 ESG 평가의 짧은 역사에 기인한다고 할 수 있으며, ESG 관련 부문들이 확대·성장하면서 해결될 것으로 예상된다. 특히 최근 ESG 평가와 관련한 기술적 경향으로 인공지능(이하 AI) 활용과 같은 데이터 사이언스 경쟁이 가속화되고 있다. ESG 평가 수준이 상장기업의 자금조달에 영향을 미치면서 그리워싱(greenwashing) 등의 문제로 기업이 보고하는 자료에 문제가 제기되고 있고, 평가기관별 ESG 평가방법론이 상이하 여 그 평가결과 역시 상이하다는 문제가 지속해서 주목받으면서 글로벌 ESG 평가기관을 중심으로 평가 체계의 중심을 애널리스트에서 AI로 전환하고 있다. 대표적으로 글로벌 ESG 평가기관인 MSCI는 기업 보고 자료뿐만 아니라 AI를 통해 활용 가능한 모든 정보를 실시간으로 취합하여 분석하고 있다(나수미, 2021). 최근 국내 선행연구에서도 뉴스, SNS 등 온라인에서 기업 활동과 관련된 텍스트 데이터를 수집·분석하여 측정한 ESG 점수가 기업이 제공한 설문응답 기반의 ESG 점수보다 미래 채권수익률에 대한 예측 가능성이 더 크다는 것을 보고한 바 있다(배경훈, 2020).

한편, 평가기관별 평가등급이 다른 문제에 대해 기업 대응 측면에서 전국 경제인연합회는 ESG를 막연한 CSR·CSV 활동과 구분하여 지속가능 성장, 즉 장기 수익 창출, 기업가치 제고, 사회적 가치 균형을 달성하기 위한 ‘경영 전략’으로 접근해야 하며, 각 기관이 ESG 평가 결과를 제공하는 대상이 서로 다르므로 글로벌 투자유치, 연기금 대응, 국내 투자자 관리, 글로벌 납품기준 충족, 브랜딩, 경영철학 실현 등 개별 기업의 구체적 목표에 맞춰 벤치마크 지표를 선정하고, 글로벌 평가기관의 경우 사전통지 없이 평가가 이뤄지고 공개 정보만을 자료화하므로 IR 차원에서 기업의 ESG 활동을 보다 적극적으로 글로벌 평가기관 등에 제공할 것을 권고하고 있다.

국내외 주요 ESG 평가기관의 개요는 [표 2-11]과 같다. 본 연구에서는 선행연구들에서 가장 널리 인용되고 있는 국내외 평가기관을 살펴보고 해당 기관의 평가방법 및 평가항목에 대해 검토하고자 한다. 해외 평가기관인 모건 스탠리캐피털인터내셔널(MSCI), 랩리스크(Reprisk)를, 국내 평가기관인 KCGS, 서스틴베스트, 경제정의연구소를 검토한다.

[표 2-11] 국내외 주요 ESG 평가기관

구분	기관명	지수 명칭	시작	평가대상	평가 등급	평가방법/ 특이사항
해외	Thomson Reuters	ESG Scores	2009	6,000	0~100% & A+~D	• (1) ESG Score, (2) ESG Controversy Score 로 구성 • 2주 단위 업데이트 • 10개 카테고리, 이슈가 많을수록 가중치 부여
	Dow Jones	DJSI	1999	5,900	0~100 (산업내 비교)	• 특정 영역에 대해 산업별 가중치 부여 / 산업에 따라 산업별 기준 적용. 예) 전력산업의 환경비중(36%)이 금융업(16%) 보다 2배 이상 높게 설정함 • 물 관련 위험(water-related risks)은 전력산업에만 적용 • 산업별 설문 조사 시행(80~120문항) • RobecoSAM과 파트너십
	Morgan Stanley	MSCI ESG Ratings	2003	8,500	AAA~CCC	• 산업군별표준 및 성과와 관련된 37 ESG 항목설정 • 정부 데이터베이스, 기업공개자료, 매크로데이터, NGO 데이터베이스 자료 활용 • 매주마다 새로운 정보가 반영되어 업데이트, 심층기업분석리뷰는 연간 약 1회 제공
	Bloomberg	ESG Data	2009	10,000	0~100	• 120개평가항목설정, 정보 누락 시 감점 적용
	RepRisk	ESG Ratings	1998	84,000	AAA~D	• 일 단위 업데이트 • 80,000 미디어 및 이해관계자 데이터 소스 모니터링 • 28개 ESG 항목, 45개 세부항목(Topic Tags) 운영 • 탄소공개프로젝트(Carbon Disclosure Project), UN PRI 등과 파트너십을 맺고 있음
	Sustainalytics	ESG Ratings	2008	6,500	0~100 (산업내 비교)	• 70개 지표 운영 • 3개 영역 운영 : 예정(preparedness), 공개(disclosure), 성과(performance)
	KCGS	ESG 평가	2011	900	S~D	• 기업공시 자료, 기관 자료, 미디어 자료 활용 • 2017년 지배구조 정성평가 시범도입
국내	서스틴베스트	ESGValue	2006	1000	AA~E	• ESG 각 영역에 대해 평가항목, 평가지표, 세부지표 순의 단계별 하부체계 구분 • 상반기 평가와 하반기 평가로 나누어 진행

출처: 강봉주, 2020. 「Bonjour Quant -ESG 총정리」, MeritzResearch, 메리츠증권증권 등을 토대로 연구자 재구성

1) MSCI ESG 평가등급

MSCI는 2010년부터 ESG 평가를 시작하였으며, 현재 약 8,500개 기업을 대상으로 평가를 시행하고 있다. 심층적인 기업 리뷰는 연 1회 진행하지만, 투자자 정보 제공을 위해 주 단위로 업데이트된 정보를 제공하고 있다.

MSCI ESG 평가의 평가 대상 정보는 기업의 홈페이지와 지속가능성보고서 공시자료, 정부 및 NGO의 데이터베이스, 미디어조사 등을 활용하여 수집된다. 다른 평가기관과 달리 별도 질문지 조사는 진행하지 않고 있다.

평가등급은 신용평가 등급과 유사한 AAA-CCC 7개 등급으로 부여된다. 평가지표는 총 37개 ESG 이슈에 대해 자체 개발한 지표로 평가를 수행하고 있다. 세부 평가항목은 아래 [표 2-12]와 같다.

[표 2-12] MSCI ESG 평가항목

부문	대분류	세부항목
환경	기후변화	① 탄소배출, ② 탄소발자국, ③ 자금조달의 환경영향, ④ 기후변화 취약성
	천연자원	① 물부족, ② 생물다양성 및 토지 사용, ③ 원자재 조달
	오염물질 및 폐기물	① 유독성 물질 배출, ② 패키징 원자재, ③ 전력 낭비
	환경 관련 기회	① 친환경 기술 기회, ② 글린빌딩 기회, ③ 신재생에너지 기회
사회	인적자원	① 노무관리, ② 보건 & 안전, ③ 인적자본 개발, ④ 공급망 근로 기준
	제품책임	① 제품 안전 & 품질, ② 화학제품 안전, ③ 금융소비자 보호, ④ 개인정보 및 데이터 보안, ⑤ 사회책임투자, ⑥ 보건&인구구조 위험
	이해관계상충	① 논쟁의 원천
	사회적 기회	① 의사소통, 재무적 접근성, ② 의료서비스 접근성, ③ 보건 및 건강 기회
지배구조	기업 지배구조	① 이사회 다양성, ② 경영진 임금, ③ 오너십, 회계
	기업 행동	① 기업윤리, ② 비경쟁요소, ③ 세금투명성, ④ 부정부패 불안정성, ⑤ 재무 관리 체계 불안정성

출처: MSCI 홈페이지(<https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings>)를 토대로 연구자 재구성

2) 랩리스크 ESG 평가등급

랩리스크는 가장 오래된 ESG 평가지표 중 하나로 1998년부터 평가를 시작하여 현재 약 8,400개 기업에 대해 평가를 수행하고 있다. 평가대상 정보는 80,000여 개의 미디어 및 이해관계자 데이터소스를 기반으로 자동 모니터링을 수행하고 있으며, 일 단위로 ESG 정보를 업데이트하는 것을 원칙으로 하고 있다. 랩리스크는 CDP(Carbon Disclosure Project)와 UN-PRI와 파트너로 정보를 공유하고 있는 가장 영향력 있는 ESG 평가기관 중 하나이기도 하다.

평가지표는 4개의 대분류와 총 28개의 이슈로 구성되어 있으며, 크로스 이슈(cross-cutting issues) 항목을 통해 ESG 전체 이슈를 총괄 관리하는 규정을 두고 있다. 크로스 이슈는 사회적 논란(제품 또는 서비스), 보건과 환경 이슈(제품), 공급망 관리, 국내법/국제법 위반 등이다. 세부 평가항목은 [표 2-13]과 같다.

[표 2-13] 랩리스크 ESG 평가항목

부분	대분류	세부항목
크로스 이슈 (Cross-cutting issues)		① 사회적 논란(제품 또는 서비스), ② 보건과 환경 이슈(제품), ③ 공급망 관리, ④ 국내법 위반, ⑤ 국제법 위반
환경 (Environmental)		① 기후변화, 온실가스배출량, 글로벌 오염, ② 지역(local) 오염, ③ 환경, 생태계, 생물다양성에 미치는 영향, ④ 자원 오염용, ⑤ 폐기물 문제, ⑥ 동물학대
사회 (Social)	지역사회	① 인권침해와 이와 관련된 기업의 공모, ② 지역사회에 미치는 영향, ③ 지역사회 발전에 대한 참여, ④ 사회적 차별
	임직원	① 강제노동, ② 아동노동, ③ 단체교섭 및 결사의 자유, ④ 노동자 차별, ⑤ 직장내 보건과 안전. ⑥ 열악한 고용 조건
지배구조 (Governance)		① 부패, 뇌물, 착취, 자금세탁, ② 임원 보상 문제, ③ 잘못된 의사소통, ④ 사기, ⑤ 탈세, ⑥ 조세 최적화, ⑦ 반경쟁관행

출처: RepRISK 홈페이지(<https://www.reprisk.com/approach>)를 토대로 연구자 재구성

3) KCGS ESG 평가등급

KCGS의 ESG 평가는 2003년 기업지배구조 부문 평가로 출발하여 2011년 ESG 전 영역으로 평가를 확대하여, 국내 상장기업의 지속가능경영 수준을 점검하고 개선에 활용할 수 있도록 지원하고, 이를 통해 자본시장의 건전한 발전에 기여하는 것을 목적으로 매년 시행되고 있다. 한편, 상장회사가 현재 지속가능경영 수준을 점검하고 개선에 활용할 수 있도록 지원하는 것을 목적으로 하며, OECD 기업지배구조 원칙, ISO26000 등 국제기준과 국내 법제 및 경영환경을 반영하여 자체 개발한 평가모형이다(KCGS 홈페이지).

KCGS ESG 평가는 매년 전년도 코스피 시장 상장기업 전체, 코스닥시장 상장기업 중 일부, 그리고 기관투자자 등 외부에서 평가를 요청한 기업을 대상으로 한다. 그중 기업인수목적회사(SPAC) 등 명목회사, 관리종목 지정회사, 신규상장 등 정보가 부족한 경우에 해당하는 기업은 평가대상에서 제외하고 있다. 따라서 700여 개의 KOSPI 상장기업을 포함하여 매년 900여 개의 한국거래소 상장기업(2019년 개, 2020년 923개, 2021년 944개)을 대상으로 평가하고 있다. 평가 자료는 사업보고서, 지속가능경영보고서, 홈페이지 등 기업공시 자료와 감독기구, 지방자치단체 등 기관자료, 뉴스 등 미디어 자료를 활용하고 있다(KCGS 홈페이지).

KCGS ESG 평가는 2차 자료를 활용하여 정량평가를 실시하고 그 점수가 일정 기준 이상인 기업을 대상으로 인터뷰를 실시한다. 정량평가는 다시 기본평가와 심화 평가로 세분화된다. 기본평가는 ESG 각 부문별 총 18개의 대분류, 281개 평가문항(2021년 개정 전 총 13개의 대분류, 242개 평가문항)으로 구성되어 기업의 ESG 관련 위험을 최소화하기 위한 시스템 구축 여부를 중점적으로 평가하며, 심화평가는 총 58개 항목(개정 전 35개) 평가항목에 대해 기업가치를 훼손할 우려가 있는 ESG 관련 이슈가 발생했는지를 확인하는 방식으로 이루어진다. 기본평가는 각 평가 문항별로 ‘가’~‘마’의 범위를 구분하고, 해당 범위에 따라 0~15점 사이의 점수를 부여한다. ESG 각 부문별 300점씩 총 900점으로 합산되며, 이후 심화평가 시 ESG 관련 부정적 이슈 발생 여부에 따라 부문별 60점, 총 180점의 감점이 이루어진다. KCGS ESG 평가

시기는 지배구조 부문은 매년 4월에서 6월까지, 사회 및 환경 부문은 6월에서 8월까지 평가를 수행하여 10월 말 전후 평가등급을 부여하여 발표하고 있다(KCGS 홈페이지).

KCGS ESG 평가는 평가대상 기업별로 4개의 평가등급(ESG 통합등급과 환경경영 등급, 사회 책임경영 등급, 지배구조 등급)을 부여하며, 각 부문 등급은 'S, A+, A, B+, B, C, D'의 총 7개 세부 등급으로 구분된다. 또한 평가 결과를 활용하여 매년 ESG 우수기업을 선정하여 발표 및 시상하며 특히 각 기업별 평가 결과는 한국거래소(KRX)의 ESG 테마 지수 5종의 종목구성에 활용된다(KCGS 홈페이지).

KCGS은 2021년 8월 5일 ESG 평가항목을 규정하고 있는 KCGS ESG 모범규준을 개정하여 발표했다. 기업지배구조 모범규준은 1999년 제정되어 2003년과 2016년 2차례 개정되었으며, 환경 및 사회 모범규준은 2010년 제정 후 이번에 최초로 개정되었다. 이번 개정은 ESG 및 지속가능 책임투자 활성화라는 시장의 변화와 ESG 관련 국내외 제도·규범 개선 동향을 반영하여 국내 기업의 ESG 관행 개선을 유도하는 것을 목적으로 이루어졌다고 밝히고 있다. 개정된 모범규준은 2022년 ESG 평가부터 반영될 예정이다(KCGS 홈페이지).

이번 KCGS ESG 모범규준 개정 특징으로 글로벌 기준의 지속 발전으로 CDP, TCFD, SASB 등 비재무정보 프레임워크의 활용이 증가함에 따라 이를 반영하였고, 비재무적 요소인 ESG를 기업경영의 주요 위험 요인으로 보는 관점이 확대되고 있어 ESG를 전사적 위험관리 체계에 통합하도록 유도하였으며, 비재무정보의 중요성이 커져 유럽을 중심으로 ESG 정보공개 의무화가 확대되고 있어 선제적인 ESG 정보공개 확대를 제안했다. 또한 최근 국내에서 ESG 경영에 관한 관심과 활동이 확대됨에 따라 이를 지원할 수 있는 기준 체계를 마련하였고 국내 기업의 ESG 경영 관행 개선을 위해 적극적인 리더십을 강조하고, 이사회와 경영진의 ESG에 대한 인식 제고 및 역할을 제시하였으며, 주주의 이익을 넘어 이해관계자 이익도 고려한 지속가능성 지향이 필요하며, 지속가능성에 기반한 전략적 ESG 경영을 유도하고, 기업 관점에서 서술하여 혼동을 줄이고, 국내외 가이드라인 및 사례 등을 수록하여 활용 편의를 높이었다고 KCGS는 밝히고 있다(KCGS 홈페이지).

KCGS ESG 평가에 대한 주요 평가항목을 기존 평가항목과 개정 평가항목을 비교하여 [표 2-14]에 제시하였다.

[표 2-14] KCGS ESG 평가항목(2021년 개정 전후 비교)

구분	개정 전(2021년까지 적용)		개정 후(2022년부터 적용)	
부문	대분류	세부항목	대분류	세부항목
환경	1. 환경경영 계획	① 최고경영자의 실천의지 ② 환경경영 전략과 방침 ③ 환경목표 및 계획수립 ④ 환경친화적 조직문화 ⑤ 환경친화적 조직체계	1. 리더십과 거버넌스	① 환경경영 리더십 ② 환경경영 전략 및 목표 ③ 환경경영 거버넌스
	2. 환경경영 실행	① 환경친화적 생산 ② 기후변화 대응 ③ 환경친화적 공급망 관리 ④ 환경위험 관리	2. 위험 관리	① 환경 위험과 기회의 식별, 평가 및 관리 ② 기후변화 위험 및 기회 ③ 위험관리체계
	3. 환경성과 관리 및 보고	① 환경성과 관리 ② 환경회계 ③ 환경감사 ④ 환경정보 보고	3. 운영 및 성과	① 친환경 제품 및 서비스 (설계) ② 친환경 공급망 (조달/구매/유통) ③ 친환경 사업장(생산) ④ 생태계 보전, ⑤ 성과관리 ⑥ 환경회계
	4. 이해 관계자 대응	① 이해관계자 참여활동 ② 환경보호활동	4. 이해 관계자 소통	① 이해관계자 설정 ② 이해관계자 대응 활동 ③ 환경정보 공개
사회	1. 근로자	① 고용 및 근로조건 ② 노사관계 ③ 직장 내 보건 및 안전 ④ 인력 개발 및 지원 ⑤ 직장 내 기본권	1. 리더십과 거버넌스	① 리더십 ② 전략과 방침, ③ 조직과 의사결정 ④ 기업문화
	2. 협력사 및 경쟁사	① 공정거래 ② 부패방지 ③ 사회적 책임 촉진	2. 비재무 위험관리	① 비재무위험의 통합적 관리 ② 비재무위험과 기회의 인식 ③ 비재무위험의 대응
	3. 소비자	① 소비자의 공정거래 ② 소비자 안전 및 보건 ③ 소비자 개인정보 보호	3. 운영 및 성과	① 인권 ② 노동관행 ③ 공정운영관행, ④ 지속가능한 소비 ⑤ 정보보호, ⑥ 지역사회 참여 및 개발
	4. 지역사회	① 지역사회 참여 및 공헌 ② 지역경제발전 ③ 지역사회와의 소통	4. 이해 관계자 소통	① 이해관계자 참여 ② 정보 공개

구분	개정 전(2021년까지 적용)		개정 후(2022년부터 적용)	
부문	대분류	세부항목	대분류	세부항목
지배 구조	1. 주주	① 주주의 권리 ② 주주의 공평한 대우 ③ 주주의 책임	1. 이사회 리더십	① 이사회의 역할과 책임 ② 이사의 역할과 책임 ③ 이사회 구성 ④ 사외이사 ⑤ 이사회 운영 ⑥ 이사회 내 위원회
	2. 이사회	① 이사회 기능 ② 이사회 구성 및 이사 선임 ③ 사외이사 ④ 이사회 운영 ⑤ 이사회 내 위원회 ⑥ 이사의 의무 ⑦ 이사의 책임 ⑧ 평가 및 보상	2. 주주권 보호	① 주주의 권리 ② 주주총회
	3. 감사기구	① 내부감사기구 ② 외부감사인	3. 감사	① 내부감사 ② 외부감사
	4. 이해관계자	① 이해관계자의 권리보호 ② 이해관계자의 경영감시 참여	4. 이해관계자 소통	① 주주 및 이해관계자와의 직접 소통 ② 정보 공개
	5. 주주 및 이해관계자 와의 소통	① 공시 ② 기업 경영권 시장 ③ 기관투자자		

출처: KCGS 홈페이지(http://www.cgs.or.kr/business/esg_tab01.jsp)를 토대로 연구자 재구성

4) 서스틴벤스트 ESG 평가등급

서스틴벤스트는 국내 평가기관으로 한국적 상황에 맞게 개발한 자체 평가 모델 ESG Value를 통해 국내 기업에 대해 ESG 평가를 시행하고 있으며, UN PRI, UN Global Compact 등에 가입하여 활동하고 있다.

평가대상은 국내 1,000개 이상의 상장사를 대상으로 하며, 평가대상 정보는 기업보고서 및 공시자료, 뉴스, 공공부문 데이터 등에 대한 데이터 수집을 알고리즘을 통해 자동화하였다. 평가는 국내 ESG 관련 정책, 학계 및 산업계 관계자들과의 인터뷰, 증권사 애널리스트와의 설문조사 등을 통해 수행된다. 이해관계자 관점에서 기업의 가치사슬과 ESG 성과 간의 관계를 분석, 기업의

리스크와 기회요인을 평가하고 있다. 서스틴베스트평가 지표는 랩리스크 평가 지표의 크로스이슈와 같이 공급망 관리와 고객관리 부문을 모든 부문에 추가하여 차별화하고 있다. 서스틴베스트의 ESG 평가 항목은 [표 2-15]와 같다.

[표 2-15] 서스틴베스트 EGS Value 평가항목

분류		세부내용
환경	혁신활동	① 친환경 혁신역량, ② 환경성 개선성과, ③ 환경경영시스템 인증
	생산공정	① 환경사고 예방 및 대응, ② 공정관리, ③ 온실가스
	공급망 관리	① 친환경 공급망 관리)
	고객관리	① 그린마케팅
사회	인적자원 관리	① 근로조건, ② 고용 평등 및 다양성, ③ 노사관계 관리, ④ 근로자 보건 및 안전
	공급망 관리	① 공정거래, ② 상생협력, ③ 공급사슬관리
	고객 관리	① 고객정보보호, ② 소비자만족경영, ③ 품질관리
	사회공헌 및 지역사회	① 국제 이니셔티브 가입 및 활동, ② 사회공헌활동, ③ 지역사회 관계
지배 구조	주주의 권리	① 경영권 보호장치, ② 주주총회, ③ 주주가치 환원
	정보의 투명성	① 공정공시, ② 공시위반, ③ 회계 투명성
	이사회의 구성과 활동	① 이사의 선임, ② 이사회의 구성, ③ 이사회의 활동, ④ 감사 및 감사위원회
	이사의 보수	① 이사 보수의 적정성, ② 보상위원회
	관계사 위험	① 관계사 우발 채무, ② 관계사 거래, ③ 내부거래 위반
	지속가능경영 인프라	① 지속가능경영 거버넌스, ② 지속가능경영 보고, ③ 윤리경영

출처: 서스틴베스트 홈페이지(<https://www.sustainvest.com>)를 토대로 연구자 재구성

5) 경제정의연구소 KEJI 지수

KEJI 지수는 1991년 경제정의실천시민연합(이하 경실련) 산하 (사)경제정의연구소가 개발했다. 기업의 사회적 책임을 평가하는 국내 최초의 지수로서 기업이 윤리경영을 바탕으로 사회공동체에 대한 책임의식을 갖고 사회 환원에 앞장서 보다 성숙한 시민기업이 될 수 있는 풍토를 조성하는 것을 목적으로 하고 있다. 1991년에 개발된 이후 매년 시행되고 있으며, 글로벌 금융위기가 발생했던 2008년을 제외한 매년 평가를 시행하여 그 결과를 발표하고 있다(경실련 홈페이지).

매년 전년도 코스피 시장 상장기업을 대상으로 하며, 그 중 ‘3개년 순이익 적자회사, 자본잠식 상태, 이자보상배율 1.0 미만 기업, 합병회사, 결산기 변경사, 신규상장사, 관리대상기업 및 자료 미제출 기업’ 등은 평가대상에서 제외하고 있다. 따라서 매년 300여개 코스피 시장 상장기업을 대상으로 평가가 이루어진다. KEJI는 각 평가항목에 대해 평가대상 기업의 2차 자료를 수집하여 정량적 평가를 시행한다. 2011년까지는 정량평가(75점)와 정성평가(25점)를 혼합하여 평가하였으나 2012년부터 정량평가(100점)만으로 이루어지고 있다(황수현 외, 2019). 정성평가는 KEJI 평가 이후 우수기업 시상 시 활용되고 있다. 정량평가 절차는 평가항목별 실제값을 평점화 작업을 통해 100점 만점의 평점으로 환산하고, 이를 항목별 가중치를 적용해 최종 100점 만점으로 산출한다. 평점화는 두 가지 방식을 통해 이루어진다. 첫째, 표준화 방식으로 각 항목별 전체 평가대상 기업이 가진 실제값의 분포에 따라 각 항목당 최소 25점에서 최대 100점까지 부여하는 방식이 있다. 둘째, 등급화 방식으로 각 항목별 실제값을 ‘A, B, C, D, E’ 총 5개(일부 항목은 3개 또는 4개) 등급으로 구분하고, 항목의 성격에 따라 등급별로 배정된 점수를 부여한다. 이와 같은 방식으로 기업별 평가항목에 대한 점수를 종합하여 총 100점 만점으로 산출한다(경실련 홈페이지).

경실련은 매년 평가대상 기업 중 평가점수 상위 200개 기업에 대한 평가 결과를 총점 및 평가항목별 점수로 공개하고 있다. 또한 KEJI 결과를 활용해 1991년부터 우수기업을 대상으로 ‘경제정의기업상’을 시상하고 있으며, 2012년 ‘좋은기업상’으로 명칭을 변경하여 이어오고 있다(경실련 홈페이지).

[표 2-16] KEJI 지수 평가항목

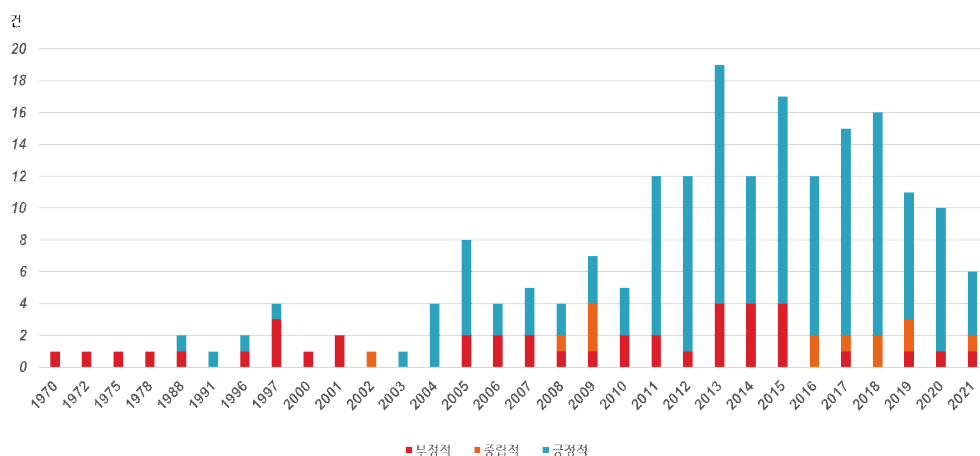
부문	대분류	중분류	세부항목
환경	환경경영	환경개선 노력	① 환경경영보고, ② 에너지효율 ③ 환경투자 (투자실적, 경영방침) ④ 환경보호 프로그램
		환경친화성	① 환경관련 인증 및 수상
		위반 및 오염실적	① 수질, 대기분진, 특정유해물질 오염실태
사회	사회공헌도	고용평등 및 확대	① 장애인 고용 비율, ② 여성 채용 비율, ③ 고용인력증가율, ④ 고용 관련 정부 포상
		사회공헌활동	① 기부금, ② 사회복지지원
		국가재정기여	① 조세납부
	소비자보호	소비자 권리보호	① 고객만족 관련 인증, ② 고객만족 관련 수상 ③ 소비자불만 상담 건수, ④ 금융소비자보호
		소비자관련법 준수	① 불공정약관, ② 전자상거래소비자보호법령 위반, ③ 청약확인 등 통지의무 위반, ④ 구매 등 거부 의사표시에 대한 구매 등 강요행위, ⑤ 방문판매 등에 관한 법령 위반 관련, ⑥ 가맹사업거래의 공정화에 관한 법령 위반 관련, ⑦ 표시광고 공정화에 관한 법률 위반
		소비자 안전	① 품질 및 소비자안전 인증
	직원만족	작업장 보건 및 안전	① 산재다발 및 중대사고 발생, ② 작업장 보건 및 안전 관련 인증 및 수상
		인적자원 개발	① 1인당 교육훈련비, ② 교육훈련비 증가율
		임금 및 복리후생	① 임금보상수준, ② 복리후생, ③ 근속연수 ④ 사내근로복지기금
		노사관계	① 노사분규 발생여부, ② 비정규직 비율, ③ 노사관계 개선 프로그램
지배구조	건전성	지배구조의 건전성	① 내부지분율, ② 전문경영인 정도, ③ 사외이사 활동, ④ 소유지배괴리도
		투자지출의 건전성	① 소비성 지출, ② 연구개발 지출, ③ 설비투자
		자본조달의 건전성	① 위험성, ② 관계사 출자, ③ 관계사 채무보증
	공정성	경제력 집중	① 대규모 기업집단 지정, ② 공정거래법 준수
		협력사 관계	① 불공정 하도급 거래행위, ② 재판매가격 유지행위
		금융관련법규준수	① 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 준수 ② 은행법 준수, ③ 보험업법 준수
		금산분리	① 비금융회사의 금융자회사 보유 ② 금융회사의 비금융자회사 보유
		투명성	① 불성실공시, ② 사업보고서 적정성, ③ 감사위원회 운영, ④ 투표제 실시

출처: 경제정의실천시민연합 홈페이지(<http://ccej.or.kr>)를 토대로 연구자 재구성

제 5 절 ESG 경영 수준과 기업가치 관련 선행연구

본 연구 수행을 위해 1970년부터 2021년 10월까지 국내외에서 발표된 ESG 경영과 기업가치/재무성과 관련 연구에 대한 선행연구 195건을 조사하였다. [그림 2-5]에 제시한 바와 같이 전체 연구 중 74%인 144건의 선행연구에서 ESG 경영과 기업가치/재무성과에 유의한 정(+)의 관계가 있는 것으로 보고하고 있으며, 부(-)의 관계에 있다거나 유의한 관계가 없다고 보고한 선행연구는 전체 중 21%인 40건이었다. 중립적인 의견을 제시한 연구도 7% 수준으로 나타났다. 부정적 연구결과는 1970년부터 2015년까지 주로 제시되었으나 최근 연구에서는 긍정적 연구결과가 보다 증가하고 있음을 확인하였다. 이는 2006년 4월 UN 사무총장 코피 아난(Kofi Annan)이 기관투자자들이 ESG 요소를 고려해야 한다는 UN PRI(United Nations Principles for Responsible Investment) 6대 원칙을 발표한 이후 사회책임투자, 지속가능책임투자 등 ESG 투자와 이에 대응한 ESG 경영 활성화의 영향으로 추론할 수 있다.

[그림 2-5] ESG 경영 수준과 기업가치/재무성과 관련 연구 동향



ESG 경영과 기업가치 및 재무적 성과와 관계에 관한 연구 결과들이 다양하게 제시되는 이유는 다음과 같이 설명될 수 있다. 첫째, 기업가치 및 재

무성과 측정 항목이 매우 다양하고 광범위하므로 일반적인 관계를 파악하기 어렵고, 일반적으로 사용되는 단일 측정 항목만을 적용할 때 잠재적인 ESG 경영과의 영향 관계를 파악하기 어렵다. 둘째, ESG 경영의 개념과 범주가 다양하여 ESG 경영과 기업가치 및 재무성과와의 관계에 대한 결론을 도출하는 것이 복잡하며, ESG 경영은 다차원적 구조이기 때문에 기업에 따라 ESG 경영 전략을 실행하는 동기가 다르고 매우 다양한 자원들을 사용하기 때문에 기업가치와 재무성과에 미치는 영향이 상이하기 때문이다. 셋째, ESG 경영과 기업가치 및 재무가치 사이의 관계가 엄격하게 긍정적이지도 완전히 부정적이지도 않기 때문에 이들 간의 관계를 단순한 선형 관계만으로 결론을 짓는 것이 어려울 수 있으며, 역U자형 관계 등 비선형 관계가 나타날 수도 있기 때문이다(Xie, J., W. Nozawa, M. Yagi, H. Fujii, 2019).

본 연구에서 앞서 제시된 선행연구들의 한계를 극복하기 위해 검토한 선행연구는 아래와 같다.

1) 긍정적 선행연구

1970년 이후 발표된 2,000건 이상의 ESG 관련 연구논문을 분석한 연구에서 90%의 연구가 기업의 ESG 성과와 재무성과의 관련성이 부정적이지 않으며, 재무성과에 대한 ESG 성과의 긍정적인 효과가 지속적이고 안정적으로 나타나고 있어 ESG 투자성과 역시 전반적으로 양호하다는 것이 확인되었다(Friede et al., 2015). 또한 200건 이상의 연구문헌을 분석한 연구에서는 자본비용 관련 연구 90%가 우수한 ESG 경영성과가 자본비용을 낮춘다는 결과를, 사업성과 관련 연구의 88%가 강건한 ESG 경영이 사업성과를 향상한다는 결과를, 주가 관련 연구 80%에서 우수한 ESG 경영 수준이 주가 성과에 긍정적인 영향을 가진다는 결과가 확인되었다(Clark, Gordon L. and Feiner, Andreas and Viehs, Michael, 2015).

앞서 제시한 바와 같이 1970년부터 2015년까지 수행된 선행연구에서 ESG 경영 수준과 기업가치와의 관계에 관한 부정적인 연구가 많았다. 1988년 기업의 ESG 경영이 차기의 재무성과, 즉 총자산수익률, 자산증가율, 매출

액증가율, 영업이익증가율에 유의한 정(+)의 영향을 가진다는 연구 결과(McGuire et al, 1988)가 제시된 이후 긍정적 선행연구들이 지속적으로 나타나게 된다.

국내에서는 2004년 환경 경영 성과 점수가 기업가치인 토빈의 Q 비율과 재무성과인 자산총수익률(ROA)에 대해 유의한 정(+)의 관계가 있다는 연구 결과(박헌준 외, 2004)가 보고되었다. 그리고 2005년 ESG 경영활동과 기업 위험 간의 관련성에 관한 대표적 연구로 ESG 경영활동을 통해 형성된 도덕적 자본이 기업에게 불리한 사건에 대한 악영향을 완화하는 보험 역할을 한다는 주장이 제시되었고(Godfrey, 2005), 이후 긍정적 선행연구가 지속 발표되기 시작했다.

[표 2-17]에 2018년부터 2021년까지 최근 4년간 ESG 경영 수준과 기업 가치에 관한 긍정적 선행연구를 요약하여 제시하였다.

[표 2-17] ESG 경영 수준과 기업가치 관련 긍정적 선행연구

년도	주요 연구 내용
2018	글로벌 금융위기 기간 변화를 외생적 변화 및 자연적 실험으로 삼아 ESG 경영활동의 가치 관련성을 검증하여 ESG 경영활동의 양면성을 토대로 과잉투자 가설(overinvestment hypothesis)과 갈등해결 가설(conflict resolution hypothesis)로 구분하여 기업가치에 미치는 영향을 검증하여 위기 기간에 갈등해결 가설이 보다 유의하다는 것을 확인함(Buchanan et al., 2018)
2018	MSCI의 Seretis and Eastman(2018)은 보고서를 통해 ESG 등급이 높은 기업이 낮은 기업 대비 더 높은 투자자본수익률(ROIC)을 실현함을 확인함(Seretis, Eastman, 2018)
2018	ESG 정보와 투자자 투자 기간(Horizons)과의 관련성을 분석해 투자 기간이 기업 ESG 정보에 대한 투자자의 선호도에 중대한 영향을 미친다는 것을 확인(Starks et al, 2018)
2018	47개 선진국 및 신흥 국가 및 지역의 1,996개 대형주를 대상으로 Bloomberg ESG 공개 점수가 기업가치(Tobin's Q)를 강화한다는 것을 확인(Yu et al, 2018)
2018	재벌기업은 공매도와 ESG 지수 사이에 유의한 정(+)의 상관관계가, 비재벌기업은 ESG 지수와 공매도 거래량 사이에 유의한 부(-)의 상관관계가 있음을 확인(강현정, 2018)

년도	주요 연구 내용
2018	대기업과 중소기업에서 ESG 경영활동으로 경영위험에 따른 부채조달비용의 상승이 완화되고, 중소기업에서 상대적으로 그 효과가 크다는 것을 확인함(김선화, 정용기, 2018)
2018	2,419개 기업을 대상으로 분석하여 ESG 경영활동이 기업성과에 긍정적 작용을 하며, 선도형 기업은 성과에 대해 추가적인 정(+)의 영향이 있음을 확인(김유진, 홍지연, 2018)
2018	ESG 경영활동의 수준이 높은 기업의 현금흐름과 발생액이 미래이익성과와 정(+)의 관계를 확인함(김태완, 2018)
2018	ESG 경영성과인 경제정의지수가 기업가치(Tobin's Q)에 유의한 양(+)의 영향을 미치고, 자본비용에 유의한 음(-)의 영향을 가진다는 것을 확인(백준성, 윤병섭, 2018)
2018	지속가능경영보고서 공시여부와 국제인증기관의 표준 사용여부가 기업의 장기적 가치를 높이거나 단기적 위험을 낮추는 데 긍정적인 영향을 가진다는 것을 확인(변혜영, 2018)
2018	ESG 환경 등급을 제외한 모든 ESG 등급이 주식수익률, 총자산수익률(ROA), 자기자본이익률(ROE) 등과 정(+)의 관계에 있음을 확인함(손지연, 2018)
2018	KEJI 지수로 측정한 ESG 경영활동이 총위험(수익률 표준편차)과 체계적 위험(시장 모형 베타) 모두에 유의적 음(-)의 영향을 주는 것을 확인(임현일, 최경진, 2018)
2018	ESG 경영성과가 높은 기업은 R&D 비중이 낮기 때문에 이들 기업의 ESG 경영활동은 과잉투자를 감소시켜 비효율적 투자 역시 감소하는 것을 확인(최미화, 2018)
2018	ESG 경영활동을 이행하는 기업은 비효율적 투자가 감소함을 확인(최미화, 2018)
2019	중국에서 ESG 지수가 기업가치(EPS)에 양(+)의 영향을 가지며 국영기업보다 시장 친화적이고 투자자 기대가 주식시장에 반영될 수 있는 민영기업에서 그 영향이 크다는 것을 확인함(Deng, Cheng, 2019)
2019	2006년에서 2016년까지 S&P기업의 톰슨 로이터 ESG 점수와 기업성과 관계를 연구하여 ESG 점수와 ROA는 유의한 양(+)의 관계를 나타내어 ESG 점수 개선이 회사 영업실적 개선에 긍정적 영향을 준다는 것을 확인(Aybars, Ataünal, Gürbüz, 2019)
2019	Thomson Reuters ESG 평가등급과 Bloomberg ESG 공시 등급을 활용하여 EU(European Union) 15개 국가들의 기업들을 대상으로 ESG 등급과 타인자본비용이 유의한 음(-)의 관계가 있음을 확인(Eliwa et al., 2019)
2019	ESG 평가 공시의 수준을 상·중·하로 구분하여 분석해 중간 수준의 ESG 공시 기업이 기업 효율성에 유의미하게 긍정적인 영향을 가지는 것을 확인하였으며, 특히 지배구조 공시가 가장 강하고 다음으로 사회 관련 공시가 양(+)의 관계가 있음을 확인함(Xie et al., 2019)

년도	주요 연구 내용
2019	ESG 평가등급 중 환경(E)을 제외한 사회(S), 지배구조(G) 및 ESG 통합 등급에서 기업의 사회적 책임 활동이 기업가치(Tobin's Q)를 증가시킨다는 것을 확인(임옥빈, 2019)
2019	ESG 점수는 차기의 자기자본비용과 부(-)의 관련성을 가지며, 기업의 ESG 경영활동에 대한 정보가 반영된 차기 자기자본비용은 감소함을 확인(임옥빈, 정준희, 손여진, 2019)
2020	코로나19 직후 ESG 점수가 우수한 기업들의 수익성은 유의하게 높고 위험(변동성)은 유의하게 낮음을 확인(Albuquerque et al., 2020)
2020	ESG 등급에 기업규모, 산업/국가 효과를 조정한 투자 포트폴리오가 보다 높은 ESG 등급과 향상된 위험조정수익을 특성을 나타낸다는 것을 확인(Kaiser, 2020)
2020	환경, 사회 및 지배구조(ESG) 인증이 말레이시아 기업에 미치는 영향을 조사, ESG 인증이 기업의 자본비용을 낮추고 기업가치(Tobin's Q)를 향상시킨다는 것을 확인(Wong et al., 2020)
2020	ESG 성과가 기업가치(Tobin's Q)에 유의한 양(+)의 영향을 미친다는 것을 확인(강원, 정무권, 2020)
2020	Who's Good의 ESG 정보와 주가에 영향에 대해 분석하여 ESG 정보가 비정상수익률에 영향을 준다는 것을 확인(강원, 정무권, 2020)
2020	경쟁 강도가 높은 산업과 비산업 부문에서 EGS 통합, 지배구조, 사회 등급이 높은 유의성을 나타내었고, 경쟁 강도가 낮은 산업에서는 환경 영역 외 모두 유의성이 높다는 것을 확인(서위수, 2020)
2020	ESG 경영활동 우수기업 중 EGS 경영활동의 진정성이 확인된 기업은 기업가치가 증가하고 기업위험이 감소하여 투자자들의 신뢰도를 높여 이들 기업으로 구성된 포트폴리오의 위험조정 투자성과가 벤치마크 대비 우수하다는 것을 확인(이경수, 2020)
2020	KEJI 지수와 ESG 평가지표를 사용한 25개의 연구를 분석하여 ESG 활동을 성공적으로 수행하는 기업의 지속가능성이 증가한다는 것을 확인(이정기, 이재혁, 2020)
2020	ESG 등급 공시 전후 비정상순매수거래량 및 비정상순매수거래 금액이 유의한 음(-)의 관계가 있음을 확인하여 기관투자자가 자본시장에서 ESG 정보를 고려해 투자사결정을 수행한다는 것을 확인함(채건석, 2020)
2021	재무성과가 우수하며 ESG 활동도 성실하게 수행하는 기업은 추가적인 기업가치의 상승을 기대할 수 있다는 것을 확인(김수연, 2021)
2021	당기와 전기의 ESG 통합등급이 기업가치(Tobin's Q)를 제고시키는 요인임을 확인하였으며, 당기와 전기의 환경 등급이 당기의 기업가치에 정(+)의 영향을 미치는 요인임을 확인함(임동환, 2021)
2021	기업혁신변수가 ESG 통합등급에 양(+)의 영향을 가진다는 것을 확인(최미화, 2021)

* 선행연구를 토대로 연구자 재구성

2) 부정적 선행연구

ESG 경영 수준과 기업가치에 대한 부정적 연구 결과로는 1970년 경영자의 역할이 기본 규칙을 따르면서 기업의 목표인 주주의 부를 극대화하는 것이므로 ESG 경영활동이 기업의 근본적 목표에 일치하지 않는다는 주장(Friedman, 1970)으로부터 시작하여 대리인 이론(Jensen, Meckling, 1976)의 관점에서 ESG 경영활동이 기업자원의 남용 및 비효율적 배분이라는 주장(Bragdon, Marlin, 1972) 이후 부정적 연구결과가 2015년까지 지속적으로 제시되었다.

[표 2-18]에 2017년부터 2021년까지 제시된 ESG 경영 수준과 기업가치 관련 부정적 선행연구를 요약하여 제시하였다.

[표 2-18] ESG 경영 수준과 기업가치 관련 부정적 선행연구

년도	주요 연구 내용
2017	대리인 이론을 바탕으로 제품시장 경쟁과 R&D 투자가 ESG 경영활동에 미치는 영향을 분석하여 국내기업의 ESG 경영활동의 특성을 확인함. 2009년부터 2015년까지 코스피시장 상장기업을 대상으로 실증분석을 수행하여 제품시장경쟁은 가치상승이론을 지지하고 R&D 투자, 레버리지, 잉여현금흐름은 비용이론을 지지하여 국내기업의 ESG 경영활동의 성격은 가치상승과 비용 측면 모두 존재하나 국내기업의 ESG 경영활동은 대리인 문제 발생으로 간주될 가능성이 높아 가치상승보다는 비용 측면이 상대적으로 크게 작용하고 있다고 보고(류두원, 류두진, 황준호, 2017)
2020	Bloomberg ESG Disclosure Score를 활용하여 2011년부터 2017년까지 코스피시장 상장기업을 대상으로 분석, 비재무적 정보 공시가 재무적 성과(ROA)와 기업가치(Tobin's Q)에 유의한 영향을 보이지 못함을 확인함. 자본시장이 비재무적 정보에 반응하지 않으며 투자자에게 유의미한 정보가 아닌 것으로도 해석할 수도 있다고 주장(김윤경, 2020)
2021	ESG 통합과 개별 항목은 기업의 경영성과(ROE, ROA)는 유의한 관계가 확인되지 않았고, 기업가치(Tobin's Q)는 지배구조를 제외하고 통합, 환경, 사회 부문에 대해서 음(-)의 관계를 확인함(김광민, 2021)

* 선행연구를 토대로 연구자 재구성

3) 중립적 선행연구

ESG 경영 수준과 기업가치 관련 중립적 선행연구는 기업의 ESG 경영활동과 기업가치 또는 기업의 재무성과에 대해 유의적인 관계를 일관되게 확인할 수 없다고 주장하는 연구가 다수이고, 그 외 문헌연구를 통해 ESG 경영활동과 관련한 방향성이나 원칙을 제시하는 연구들이다. 대표적으로 2008년 기존 ESG 경영활동 관련 연구를 통해 ESG 경영활동의 5가지 차원, 즉 이해관계자 차원, 사회적 차원, 경제적 차원, 자발적 차원, 환경적 차원으로 구분하여 제시되었다(Dahlsrud, 2008).

[표 2-19]에 2018년부터 2021년까지의 ESG 경영 수준과 기업가치 관련 중립적 선행연구를 요약하여 제시하였다.

[표 2-19] ESG 경영 수준과 기업가치 관련 중립적 선행연구

년도	주요 연구 내용
2018	ESG 경영활동의 등급에 따른 경영성과의 차별적 지속성과 주가가격 결정요인을 분석하여 ESG 경영활동은 기업의 경영성과 지속성에 정(+)의 영향을 주는 것으로 나타났다으나, 주가가격결정에는 지속성을 과대평가하는 오류가 발생하여 효율적으로 반영되지 않는다는 것을 확인함(김태완, 김진우, 2018)
2018	2011년부터 2016년까지 상장기업을 대상으로 ESG 경영활동 성과가 기업가치에 미치는 영향을 분석하여, 총자산수익률(ROA)과 시장조정수익률에는 의미가 없거나 부(-)의 영향력을 가진다는 것을 확인함. ESG 경영성과가 높은 기업은 ROA와 규모가 크고 성장률이 낮은 기업임을 확인함(라영수, 2018))
2019	투자자가 ESG 정보에 과잉반응하여 ESG 모멘텀 효과가 발생하는지를 분석함. 투자자들은 높은 ESG 등급 기업의 좋은 뉴스에는 둔감하고, 낮은 ESG 등급 기업의 나쁜 뉴스에는 민감하게 비관적인 반응을 보인다는 것을 확인함. 즉, 과잉반응 가설(Overreaction)과 일치하는 실증 결과를 확인하여 ESG 등급 수준에 따라 기업가치의 상관성이 상이하다는 것을 확인함(Chen. Yang, 2019)
2021	회계학 분야에서 ESG 지표를 활용한 연구(2000~2019)를 분석하여 ESG 평가 기관별로 상이한 등급체계에 대한 인증 강화의 필요성을 주장함(배창현 외, 2021)

* 선행연구를 토대로 연구자 재구성

제 6 절 ESG 경영 수준과 기업가치 변동성 관련 선행연구

1) 긍정적 선행연구

ESG 경영 수준과 기업가치 변동성과 관련된 긍정적 선행연구는 1991년 이후부터 제시된 것으로 확인되었다. [표 2-20]에 ESG 경영 수준과 기업가치 변동성 관련 긍정적 선행연구를 요약하여 제시하였다.

[표 2-20] ESG 경영 수준과 기업가치 변동성 관련 긍정적 선행연구

년도	주요 연구 내용
1991	환경 경영에 따른 주가 변동성에 관한 연구를 통해 정보공개로 정보비대칭을 완화시켜 투자자들에게 적절한 주가 산정을 지원할 수 있으며, 정보공개를 통해 기업가치에 대한 이질성(heterogeneity) 기대를 감소시켜 주식거래량이 안정되고 주가 변동성이 감소한다고 주장(Diamond, Verrecchia, 1991)
1996	기업의 환경 활동은 기업의 경영성과와 주가변동률에 영향을 주고 이는 기업가치의 향상으로 이어진다는 것을 확인함. 기업이 환경 활동이나 관리에 능동적으로 접근하는 것을 지지하였으며 환경 경영 관리를 개선하는 등의 활동이 기업 주가를 유의적으로 상승시킨다는 것을 확인함. 또한 지속 가능한 사회 달성을 위해 기업의 적극적인 역할을 지지함(White et al., 1996)
2006	기업의 ESG 경영활동이 고객만족(Customer Satisfaction)으로 귀결되어 기업의 장기적 경영성과(Tobin's Q, 주가변동률)에 긍정적인 양(+)의 효과를 가진다는 것을 확인함(Xueming Luo et al., 2006)
2007	기업의 ESG 경영활동이 재무적 성과(ROE, ROA, 주식변동률)에 긍정적 영향이 있음을 확인함(Joshua, 2007)
2012	ESG 경영활동은 내부자와 외부자의 원활한 의사소통을 가능하게 하고 경영자와 다양한 이해관계자 간의 이해상충을 줄일 수 있는 메커니즘으로 사용된다고 주장함. ESG 경영활동이 수익 예측 분산을 낮추고, 자본비용 및 주식수익률의 변동성을 감소시킨다는 것을 확인함(Jo, Harjoto, 2012)

년도	주요 연구 내용
2012	1991년부터 2010년 동안 주류, 담배, 도박과 같은 미국 죄악산업(controversial industry) 소속 기업의 ESG 경영활동과 기업위험 관계를 분석하여 적극적 ESG 경영활동은 기업위험의 대용변수인 초과수익률의 표준편차와 시장베타를 감소시킨다는 것을 확인하였고, 죄악산업 소속 기업에서 비죄악산업 기업들보다 통계적으로 더 강한 위험감소 효과가 나타난다는 것을 확인함(Jo, Na, 2012)
2013	주주가 기업이 환경에 미치는 영향에 얼마나 민감하게 반응하는지를 연구함. 1980년부터 2009년까지 미국 상장기업을 대상으로 환경 관련 발표를 기준으로 사건연구를 진행함. 환경에 대해 책임감 있게 행동 시 주가 상승을 기대할 수 있지만, 무책임하게 행동하는 기업은 주가 하락을 경험한다는 것을 확인함(Flammer, 2013)
2013	서스틴베스트의 2011년 ESG 평가정보를 이용하여 ESG 평가등급이 높은 AA 그룹 25개 기업이 평가등급이 낮은 E 그룹 37개 기업보다 주가변동률, 영업성과, Tobin's Q 등이 상대적으로 높다는 것을 확인함(Jang, Kim, 2013)
2015	기업의 ESG 경영활동이 기업정보의 투명성과 양(+)의 관계에 있다면 주가 급락은 감소해야 하고, ESG 경영활동이 대리인 문제로 투명성과 음(-)의 관계라면 주가 급락 위험은 증가할 것이라는 연구배경 하에 2004년부터 2011년까지 거래소 상장기업을 대상으로 기업의 ESG 경영활동 수준 및 변화가 주가 급락 위험에 미치는 영향을 연구함. ESG 경영활동 수준 및 증가는 주가 급락 위험과 유의한 음(-)의 관계가 있다는 것을 확인함(강상구, 김학순, 임현일, 2015)
2016	2011년~2014년 KCGS의 ESG 평가점수 이용, 기업의 ESG 경영활동이 기업위험(총위험, 체계적 위험, 비체계적 위험)에 미치는 영향을 분석함. ESG 경영활동의 적극적 이행은 기업의 총위험과 비체계적 위험을 유의적으로 감소시키지만 체계적 위험은 통계적으로 유의적이지 않다는 것을 확인함. 적극적 ESG 경영활동이 기업고유 위험(비체계적 위험)을 감소시키나 외생적 충격에 기인한 시장위험(체계적 위험)을 완화하는 수단이 되기는 어렵다고 해석함. ESG 경영활동이 위험조정 투자수익률(정보비율, Jensen's α , Sharp지수)에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 확인하여 ESG 경영활동이 기업에 위험 완화라는 편익을 제공해 원활한 외부자금조달 및 영업활동 지속성 강화에 기여한다고 주장함(이지혜, 변희섭, 2016)

년도	주요 연구 내용
2017	KCGS ESG 평가점수를 이용하여 기업의 ESG 경영활동과 기업위험의 관계를 분석함. ESG 경영활동 수준은 기업의 총위험(수익률의 표준편차)과 체계적 위험(시장모형 베타)에 유의적 음(-)의 영향을 가지기 때문에 ESG 경영활동 수준이 높은 기업일수록 경기변동 관련 위험이 감소한다는 것을 확인함. 또한 ESG 경영활동과 기업의 비체계적 위험(시장모형 잔차의 표준편차) 간에는 유의한 음(-)의 관계가 있다는 것을 확인, 기업이 ESG 경영활동을 통해 소송위험, 명성위험, 파업, 소비자 불매운동 등과 같은 기업의 고유위험을 효율적으로 관리할 수 있음을 확인함(강운식, 위경우, 2017)
2017	기업이 내부정보를 자발적으로 공시함으로써 정보비대칭을 완화시켜 기업의 자본비용을 감소시키며, 기업의 부실 위험을 줄일 수 있다고 주장함. 2011년부터 2014년까지 KCGS에서 제공하는 국내 주요 기업의 ESG 평가 자료를 바탕으로 실증 분석하여 EGS 경영활동을 통해 주가 변동성을 감소시킬 수 있다는 것을 확인함. 동 연구에서는 전기($t-1$)의 개별 ESG 척도를 당기 변동성에 대한 설명변수로 도입하였으며, 매출액 및 매출액성장율, 총자산, 총자산순이익율을 통제변수로 사용하고, 최소자승 일반회귀분석 모형(ordinary least squares, OLS) 모형을 사용함. 패널 데이터의 특성을 고려하여 연도 더미와 사업 더미를 도입함. 10% 유의수준에서 환경과 사회 평가등급이 주가 변동성에 유의한 음(-)의 영향을 가진다는 것을 확인함. 강건성 제고를 위해 고정효과 패널회귀분석 결과를 보완하였으며, 해당 부분에서 5% 수준의 유의성을 보고함(여은정, 2017)
2019	기업의 환경, 사회적 책임 및 지배구조에 대한 평가등급과 정보의 변동이 기업의 주가에 미치는 영향을 확인하기 위해 2011년부터 2018년까지 KOSPI 상장기업을 대상으로 ESG 전체지수와 항목별 지수(E, S, G)와 그 변동, 특히 지수 편입, 유지, 상방향 및 하방향 변동이 주가 변동성(volatility)과 장기 누적초과수익율(CAR)에 미치는 영향을 분석함. 지배구조(G) 지수를 제외한 ESG 통합, 환경(E) 및 사회(S) 지수의 증가는 단기적으로 기업 주가 변동성에 음(-)의 영향을 미친다는 것을 확인함. ESG 통합 지수는 전년 대비 유지될 때 단기적으로 기업 주가의 변동성에 음(-)의 영향을 미치며, ESG 통합 지수가 전년 대비 증가하면 기업 주가 변동성에 양(+)의 영향을 미치는 것을 확인함. 주가 장기 누적초과수익율에 대한 영향은 변동성이 증가하면 수익률이 감소하고, 감소하면 증가함. ESG 통합 지수와 개별 지수는 기업의 장기 누적초과수익율에 긍정적인 영향이 있지만, 변동의 방향에 따라 그 효과가 엇갈리고 있음을 확인함. 기본적으로 평가지수의 유지 효과가 가장 긍정적으로 나타났지만, 평가지수를 높이고자 하는 노력은 역효과가 나타나는 것을 확인함. 환경 경영에서의 높은 평가지수는 주가 변동성을 줄이고 장기 초과수익율을 높여 정보의 비대칭을 줄이는 긍정적인 효과가 있었지만, 편입과 상승을 위한 인위적인 노력은 투자자 반발 등 정보 비대칭 현상에 부정적 신호를 줄 수 있음을 확인함(도연우, 김성환, 2019)

년도	주요 연구 내용
2019	기업성과를 총자산수익률(ROA)과 주가수익률 2가지로 나누어 분석함. 총자산수익률을 종속변수로 한 결과 베타 값이 가장 큰 지배구조 등급이 0.069가 가장 큰 영향력을 가지며, ESG 통합 등급이 0.063이고, 사회 등급이 0.059의 순서로 영향력을 가지는 것으로 확인함. 주가수익률을 종속변수로 한 분석 결과에서는 베타 값의 절대치가 가장 높은 지배구조 등급이 0.078으로 가장 큰 영향력을 가지며, 다음으로 ESG 통합 등급이 0.065로 영향력을 가지는 것을 확인함(오상희, 이승태, 2019)
2019	ESG 경영활동 우수기업 중 ESG 경영활동의 동기요인으로 알려진 기업특성 요인을 반영하여 21개 ESG 포트폴리오를 직접 구성한 후 벤치마크와 투자성과를 비교분석하여 지배구조, 안정성, 수익성, 현금흐름 지표가 우수한 기업들의 포트폴리오 위험조정 투자성과지표가 벤치마크 대비 높게 나타났으며, Fama and French(1993) 3요인 모형의 초과수익률이 유의한 정(+)의 값을 가진다는 것을 확인(이경수, 백재승, 2019)
2020	미국과 유럽의 액티브 투자의 주류 행태인 가치, 성장, 모멘텀 투자전략에 ESG 정보를 통합한 효과에 대해 연구함. ESG 정보의 포함이 필연적으로 투자성과의 저조를 초래하진 않았고, ESG 등급에 기업규모, 산업/국가 효과를 조정한 후에 투자 포트폴리오는 보다 높은 ESG 등급과 향상된 위험조정수익을 특성을 나타낸다는 것을 확인함. 성장과 모멘텀 주식이 평균적으로 낮은 ESG 등급을 보인 반면, 높은 가치 특성의 기업이 평균적으로 더 높은 ESG 등급을 보임. 그리고 유럽에서의 더 높은 ESG 적용이 미국과 유럽 시장의 ESG 결과 차이의 원인이며 미국 가치투자자가 위험감소와 수익률 제고를 위해 ESG 정보를 통합하여 가장 높은 효과를 볼 수 있음을 주장함(Kaiser, 2020)
2021	기업의 고유변동성과 ESG 통합 등급은 부(-)의 유의한 상관관계를 나타내며, ESG 통합 등급의 회귀계수는 부(-)의 값으로 1% 수준에서 유의함을 확인함. 즉 ESG 통합 등급이 높을수록 기업의 고유변동성이 낮아진다는 것을 확인함. ESG 각 부문의 상관관계 분석결과는 고유변동성과 ESG 환경, ESG 사회, ESG 지배구조 등급 모두가 부(-)의 상관관계가 있으나, 회귀분석 결과는 각 부문별로 상이한 것으로 확인됨. ESG 환경은 1% 수준에서 정(+)의 부호로 유의하며, ESG 사회는 5% 수준에서 유의한 회귀 모형을 갖지 못함. 지배구조는 부(-)의 부호로 1% 수준에서 유의한 것으로 분석됨(민영기, 2021)

* 선행연구를 토대로 연구자 재구성

2) 부정적 선행연구

ESG 경영 수준과 기업가치 변동성과 관련된 부정적 선행연구는 1978년 기업의 ESG 경영과 주가변동률 간에 통계적으로 유의한 상관관계가 존재하지 않는다고 주장한 연구(Alexander, 1978)로 시작되었으나 이후 그 관련 연구가 나타나지 않다가 2007년 ESG 경영성치가 높은 기업이 시장수익률 대비 주가수익률이 낮고 수익률에서 더욱 위험이 크다는 연구 결과(Shoroder, 2007)가 제시되었다. [표 2-21]에 ESG 경영 수준과 기업가치 변동성 관련 부정적 선행연구를 요약하여 제시하였다.

[표 2-21] ESG 경영 수준과 기업가치 변동성 관련 부정적 선행연구

년도	주요 연구 내용
2013	ESG 경영활동 수준을 고려해 포트폴리오를 구성해 성과를 분석함. KEJI 지수가 우수한 기업들을 매입하고 미흡한 기업들을 매도한 포트폴리오의 월별 수익률이 Fama and French(1993) 3요인 모형 적용 시 유의한 성과를 보여주지 못함을 확인(박영규, 2013)
2013	2009년부터 2013년까지 KRX SRI 지수를 대상으로 국내 주식시장의 SRI 투자성적을 분석함. KRX SRI 지수변동 추이는 KOSPI 지수와 거의 동일하게 움직이고 보유 기간 수익률도 차이가 없음을 확인함. 또한, KRX SRI에 지속하여 포함된 46개 종목의 투자 성과는 시장대비 저조하며, KRX SRI 편입 종목의 편입 후 1년간 투자성과가 제외종목의 제외 후 1년간 투자성과보다 크게 높지 않음을 확인함(박진우, 2013)
2014	Fama and French(1993) 3요인 모형을 이용하여 KCGS와 서스틴베스트가 평가한 ESG 점수 상위기업을 매수하고 하위기업을 매도한 포트폴리오의 초과수익률이 유의하지 않음을 보고함(손 경우, 주상철, 2014)
2015	부정적 생산 충격이 오면 ESG 경영활동으로 인해 경영자가 이해관계자들의 복지를 감소시키지 못해 위험에 대응하는 유연성이 감소하여 주주의 위험이 증가하고 고유 변동성이 증가한다는 것을 확인함(Becchetti, Ciciretti, Hasan, 2015)
2018	2011년부터 2016년까지 상장기업을 대상으로 ESG 경영활동 성과가 기업가치에 미치는 영향을 분석함. ESG 경영활동 성과가 총자산수익률(ROA)과 시장조정수익률에 의미가 없거나 부(-)의 영향력을 가진다는 것을 확인함. 또한 ESG 경영활동 성과가 높은 기업은 ROA와 규모가 크고 성장률이 낮은 기업임을 확인함(라영수, 2018)

* 선행연구를 토대로 연구자 재구성

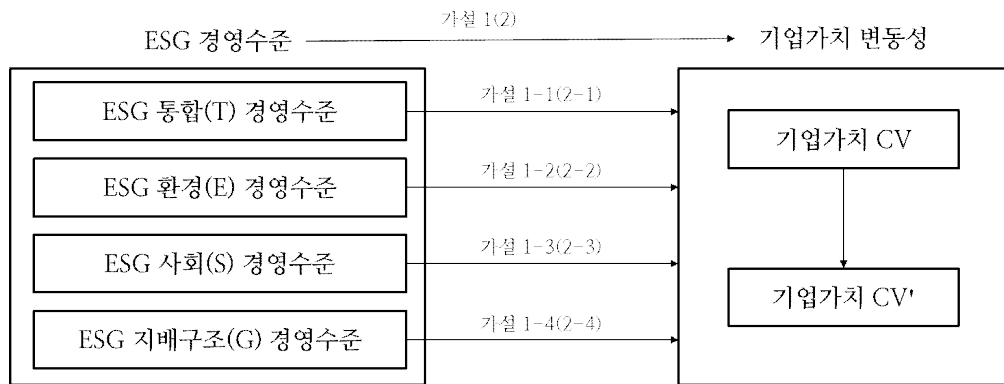
제 7 절 선행연구와의 관련성 및 차별성

본 연구는 선행연구와 다음과 같은 측면에서 관련성과 차별성을 가지고 있다. 먼저, KCGS가 발표하는 ESG 평가등급 중 ESG 통합 평가등급뿐만 아니라 각 부분 평가등급에 대해 점수로 계량화하여 비재무적인 기업성과 요소로서 기업의 ESG 경영 수준을 설정하여 기업가치와의 영향 관계를 종단적으로 분석해왔던 선행연구들의 성과를 바탕으로 코로나19 상황에서 발생한 초기 시장위기 기간과 이후 시장급등 기간에서 각 기업의 ESG 경영 수준과 기업가치 변동성과의 영향 관계를 분석하는 횡단적 분석 연구를 수행한다. 둘째, 해외 선행연구(Buchanan et al.(2018); Linset al.(2018))에서 글로벌 금융위기 기간 변화를 외생적 변화 및 자연적 실험으로 삼아 ESG 경영활동과 기업가치 관련성을 검증한 바 있다. 이에 본 연구에서도 코로나19 팬데믹 기간의 변화를 외생적 변화 및 자연적 실험으로 하여 ESG 경영 수준과 기업가치 관련성을 확인하고자 한다. 셋째, 본 연구에서는 코로나19 대유행 상황에서 급변하는 자본시장의 변동성의 방향을 반영하기 위하여 시장 변동성의 방향성과 크기, 즉 시장위기 및 시장급등 기간을 구분해 ESG 경영 수준과 기업가치 변동성과의 영향 관계를 분석하고자 한다. 넷째, 대다수 선행연구가 ESG 정보를 활용할 수 있는 전체 기간을 분석 기간으로 하는 장기적인 연구를 수행함으로써 평가 기준 및 체계의 진화적 변화에 대한 영향을 제외하고 ESG 평가등급과 기업가치와의 관계를 분석하였으나 본 연구에서는 코로나19 대유행 초기와 이후 기간에 대해 분기별 분석을 시도하여 평가 기준 및 체계 변화의 영향을 최소화하고자 한다. 다섯째, 선행연구들은 토빈의 Q 비율, 시장가치대장부가치비율(M/B ratio), 주가수익률(RET), 자기자본이익률(ROE), 총자산이익률(ROA) 등 대표적 기업가치 중 1~2개를 대용변수로 사용해 영향 관계를 분석하였다.으나이에 본 연구에서도 복수의 기업가치 대용변수를 적용해 그 영향 관계를 확인하고자 한다. 여섯째, 기존 선행연구에서 내생성 문제를 유발하는 것으로 확인된 기업의 재무성과 및 지배구조 요소 등을 통제하기 위해 선행연구를 참고하여 다양한 통제변수를 적용해 해당 문제를 극복하고자 한다.

제 3 장 연구의 가설 및 설계

제 1 절 연구모형

본 연구에서는 코로나19 대유행과 같은 외적 충격으로 인해 자본시장이 급변하는 기간에 기업의 ESG 경영 수준이 기업가치 변동성에 대해 어떠한 영향을 미치는지를 분석하고자 한다. 또한 기업의 ESG 통합 경영 수준(T)뿐만 아니라 ESG 경영 각 부문, 즉 환경(E), 사회(S), 지배구조(G)에 대한 경영 수준에 따른 기업가치 변동성에 대한 영향을 분석하기 위해 하위 가설을 설정하였으며, [그림 3-1]에 연구모형을 도식화하였다.



[그림 3-1] 연구모형

제 2 절 연구가설

ESG 경영은 기업의 지속가능한 성장을 목표로 ESG 요소들을 관리하는 것이다. 즉, 기존의 기업의 사회적 책임 개념이 단순한 사회공헌활동을 넘어서 환경적 책임경영, 사회적 책임경영, 그리고 지배구조의 투명한 경영을 함께 추구하는 ESG 경영으로 전환되고 있음을 의미한다.

본 연구의 목적은 코로나19 대유행과 같은 외적 충격으로 인해 자본시장이 급변하는 기간에 국내 코스피 시장 상장기업의 기업의 비재무적 성과로서 ESG 경영 수준이 시장의 변동 방향에 따라 기업가치 변동성에 대한 대응변수인 토빈의 Q 비율 변동률과 주가변동률에 미치는 영향을 확인하는 것이다. 기후대응 활동을 중심으로 하는 환경 경영, 기업문화를 중심으로 노동자, 고객, 지역사회, 거래처와의 관계 등에 대한 사회적 책임경영, 기업의 투명한 경영을 위한 지배구조는 비재무적 성과로서 미래의 가격경쟁력과 수익성을 결정하는 중요한 자산이며 ESG 경영 수준은 장부가치에 대한 프리미엄으로 기업가치에 반영된다. 일반적으로 ESG 경영은 기업의 단기적 성과보다는 장기적 기업가치와 관련이 깊은 것으로 알려져 있다. 기업의 ESG 경영과 재무적 성과의 관계에 무형자산의 매개효과를 입증하였으며 재무성과의 측정치로 무형자산 투자와 같은 장기적 투자의 가치를 평가하기에 적합한 토빈의 Q 비율의 사용을 권장했다(Hanson, 2013).

ESG 경영은 기업의 위험관리와도 관계가 높은 것으로도 알려져 있다. KCGS는 2021년 8월 개정 ESG 모범규준 공개 시 개정 방향과 관련하여 비재무적인 요소인 ESG를 기업경영의 주요 위험요인으로 보는 관점이 확대되고 있어 ESG 각 요소를 기업의 전사적 위험관리 체계(Enterprise Risk Management System)에 통합하도록 유도할 수 있도록 개정하였다(KCGS 홈페이지). 세계경제포럼(World Economic Forum, WEF)는 2019년 보고서를 통해 기업의 주요 위험요인이 영향력과 발생확률 측면에서 10년 전에는 대부분 재무적 위험이었으나 2019년에는 환경·사회 등 비재무적 위험요인이 대부분을 차지했다고 발표했다. 비재무적 위험요인의 중요성이 증가함에 따라 기업의 전사적 위험관리 차원에서 비재무적 위험요인을 포함하는 것이 바람직하다고 권고했다. 또 다른 연구에서는 ESG 경영 수준이 높은 기업은 기업 전체가 영향을 받는 시장위험, 즉 체계적 위험(Systematic Risk)에 대해 낮은 민감도를 가질 뿐만 아니라 기업 고유위험(Idiosyncratic Risk) 자체도 낮다는 것이 확인되었다. 또한 ESG 경영 수준이 높은 기업은 위험관리 수준뿐만 아니라 법률 및 규제 준수 수준이 높은 성향을 보이고 기업 내에서 부패, 횡령, 배임 등 기업의 고유위험과 관련된 부정적 사건이 발생확률 역시 낮다. 따라

서 ESG 경영 수준이 우수한 기업일수록 체계적 위험에 대한 민감도가 낮다는 것이 확인되었다(Koller et al., 2019).

본 연구에서는 시장 변동 상황을 코로나19 대유행에 따른 코스피 지수의 비정상적 변동성이 나타났던 기간인 시장위기 및 시장급등 기간으로 설정한다. 다음으로 기업의 ESG 경영 수준에 대한 대용치는 KCGS의 ESG 평가등급 중 ESG 종합등급(ESG T)과 각 부문 평가등급(환경 ESG E, 사회 ESG S, 지배구조 ESG G)으로 구분하여 기업가치 변동성에 미치는 영향을 분석한다. 기업가치 변동성의 대용변수는 기업가치의 대표적인 지표인 토빈의 Q 비율 변동률과 주가변동률을 사용한다. 본 연구의 가설은 다음과 같다.

가설 1: 기업의 ESG 경영 수준은 시장위기 상황에서 기업가치 변동성과 부(-)의 관계를 가질 것이다.

- 가설 1-1: ESG 통합 경영 수준(ESG T)은 시장위기 상황에서 기업가치 변동성과 부(-)의 관계를 가질 것이다.
- 가설 1-2: ESG 환경 경영 수준(ESG E)은 시장위기 상황에서 기업가치 변동성과 부(-)의 관계를 가질 것이다.
- 가설 1-3: ESG 사회 경영 수준(ESG S)은 시장위기 상황에서 기업가치 변동성과 부(-)의 관계를 가질 것이다.
- 가설 1-4: ESG 지배구조 경영 수준(ESG G)은 시장위기 상황에서 기업가치 변동성과 부(-)의 관계를 가질 것이다.

가설 2: 기업의 ESG 경영 수준은 시장급등 상황에서 기업가치 변동성과 정(+)의 관계를 가질 것이다.

- 가설 2-1: ESG 통합 경영 수준(ESG T)은 시장급등 상황에서 기업가치 변동성과 정(+)의 관계를 가질 것이다.
- 가설 2-2: ESG 환경 경영 수준(ESG E)은 시장급등 상황에서 기업가치 변동성과 정(+)의 관계를 가질 것이다.
- 가설 2-3: ESG 사회 경영 수준(ESG S)은 시장급등 상황에서 기업가치 변동성과 정(+)의 관계를 가질 것이다.

- 가설 2-4: ESG 지배구조 경영 수준(ESG G)은 시장급등 상황에서 기업가치 변동성과 정(+)의 관계를 가질 것이다.

제 3 절 연구모형의 설계

본 연구에서는 시장변동 상황, 즉 시장위기와 시장급등 상황에 따른 기업의 ESG 경영 수준과 기업가치 변동성과의 관계에 대한 가설을 증명하기 위해 다음과 같이 연구모형을 설계하였다. 각 연구모형을 사용하여 다중회귀분석을 실시하고 각 독립변수와 종속변수 간의 상대적 영향력을 확인하고자 한다.

[모형 1]은 연구가설 1과 연구가설 2를 실증분석하기 위한 모형으로 ESG 통합 경영 수준과 그 하위 경영 수준의 기업가치 변동성에 대한 상대적 영향력을 살펴본다.

[모형 1]

$$\begin{aligned} \Delta CV_{i,tq} = & \beta_0 + \beta_1 ESG.T_{i,t} + \beta_1 ESG.E_{i,t} + \beta_2 ESG.S_{i,t} + \beta_3 ESG.G_{i,t} + \\ & \beta_4 SIZE_{i,tq} + \beta_5 LEV_{i,tq} + \beta_6 GRW_{i,tq} + \beta_7 RND_{i,tq} + \beta_7 FOR_{i,tq} + \\ & \beta_8 OWN_{i,tq} + \beta_9 AGE_{i,tq} + \beta_{10} BTA_{i,tq} + \beta_{11} \Sigma IND_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned}$$

[모형 2]은 연구가설 1-1과 연구가설 2-1를 실증분석하기 위한 모형으로 ESG 통합 경영 수준(ESG T)의 기업가치 변동성에 대한 영향을 살펴본다.

[모형 2]

$$\begin{aligned} \Delta CV_{i,tq} = & \beta_0 + \beta_1 ESG.T_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,tq} + \beta_3 LEV_{i,tq} + \beta_4 GRW_{i,tq} + \\ & \beta_5 RND_{i,tq} + \beta_6 FOR_{i,tq} + \beta_7 OWN_{i,tq} + \beta_8 AGE_{i,tq} + \\ & \beta_9 BTA_{i,tq} + \beta_{10} \Sigma IND_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned}$$

[모형 3]은 연구가설 1-2과 연구가설 2-2를 실증분석하기 위한 모형으로 ESG 환경 경영 수준(ESG E)의 기업가치 변동성에 대한 영향을 살펴본다.

[모형 3]

$$\begin{aligned} \mathcal{ACV}_{i,tq} = & \beta_0 + \beta_1 ESG.E_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,tq} + \beta_3 LEV_{i,tq} + \beta_4 GRW_{i,tq} + \\ & \beta_5 RND_{i,tq} + \beta_6 FOR_{i,tq} + \beta_7 OWN_{i,tq} + \beta_8 AGE_{i,tq} + \\ & \beta_9 BTA_{i,tq} + \beta_{10} \Sigma IND_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned}$$

[모형 4]는 연구가설 1-3과 연구가설 2-3를 실증분석하기 위한 모형으로 ESG 사회 경영 수준(ESG S)의 기업가치 변동성에 대한 영향을 살펴본다.

[모형 4]

$$\begin{aligned} \mathcal{ACV}_{i,tq} = & \beta_0 + \beta_1 ESG.S_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,tq} + \beta_3 LEV_{i,tq} + \beta_4 GRW_{i,tq} + \\ & \beta_5 RND_{i,tq} + \beta_6 FOR_{i,tq} + \beta_7 OWN_{i,tq} + \beta_8 AGE_{i,tq} + \\ & \beta_9 BTA_{i,tq} + \beta_{10} \Sigma IND_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned}$$

[모형 5]은 연구가설 1-4과 연구가설 2-4를 실증분석하기 위한 모형으로 ESG 지배경영 경영 수준(ESG G)의 기업가치 변동성에 대한 영향을 살펴본다.

[모형 5]

$$\begin{aligned} \mathcal{ACV}_{i,tq} = & \beta_0 + \beta_1 ESG.G_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,tq} + \beta_3 LEV_{i,tq} + \beta_4 GRW_{i,tq} + \\ & \beta_5 RND_{i,tq} + \beta_6 FOR_{i,tq} + \beta_7 OWN_{i,tq} + \beta_8 AGE_{i,tq} + \\ & \beta_9 BTA_{i,tq} + \beta_{10} \Sigma IND_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned}$$

- 기업가치 변동성 $\mathcal{ACV}_{i,tq}$

• $\mathcal{ATQ}_{i,tq}$: i 기업의 t 년도 q 분기의 토빈의 Q 비율의 변동률

$$\mathcal{ATQ}_{i,tq} = (TQ_{i,tq} / TQ_{i,tq-1}) - 1$$

$$TQ_{i,tq} = t\text{년도 } q\text{분기의 [(보통주 주식수} \times \text{보통주 기말종가} + \text{우선주 주식수} \times \text{우선주 기말종가}) + \text{부채의 장부가치}] / \text{자산의 장부가치}$$

$$TQ_{i,tq-1} = t\text{년도 } q-1\text{분기의 [(보통주 주식수} \times \text{보통주 기말종가} + \text{우선주 주식수} \times \text{우선주 기말종가}) + \text{부채의 장부가치}] / \text{자산의 장부가치}$$

• $RET_{i,tq}$: t 년도 q 분기의 주가수익률

$$RET_{i,tq} = (t\text{년도 } q\text{분기의 기말종가} / t\text{년도 } q-1\text{분기의 기말종가}) - 1$$

- ESG 경영 수준

- $ESG.T_{i,t}$: t기의 ESG 통합 등급 (S: 7점, A+: 6점, A: 5점, B+: 4점, B: 3점, C: 2점, D: 1점)
- $ESG.E_{i,t}$: t기의 ESG 환경 등급 (S: 7점, A+: 6점, A: 5점, B+: 4점, B: 3점, C: 2점, D: 1점)
- $ESG.S_{i,t}$: t기의 ESG 사회 등급 (S: 7점, A+: 6점, A: 5점, B+: 4점, B: 3점, C: 2점, D: 1점)
- $ESG.G_{i,t}$: t기의 ESG 지배구조 등급 (S: 7점, A+: 6점, A: 5점, B+: 4점, B: 3점, C: 2점, D: 1점)

- 통제변수

- $SIZE_{itq}$: 기업규모(자산총액의 자연로그 값)
- $LEVI_{itq}$: 부채비율(총부채/총자본)
- $SIZE_{itq}$: 기업규모(자산총액의 자연로그 값)
- $LEVI_{itq}$: 부채비율(총부채/총자본)
- GRW_{itq} : 매출액성장률 [(당기매출액-전기매출액) / 전기매출액]
- RND_{itq} : 연구개발비 비중 [(개발비+경상연구개발비) / 매출액]
- FOR_{itq} : 외국인 지분율(외국인 지분/총발행주식)
- OWN_{itq} : 최대주주 지분율(최대주주 및 특수 관계인의 보통주지분율)
- AGE_{itq} : 업력 (설립년도 - 해당연도)
- BTA_{itq} : 기업베타(월간/5년 베타 계산, 주가수익률의 회귀계수, 고유위험)
- ΣIND_{it} : 산업 더미

제 4 절 변수에 대한 정의

본 연구에 적용된 변수에 대한 정의와 적용 방법은 다음과 같다.

1) 독립변수

독립변수인 ESG 경영 수준의 대용변수는 KCGS이 발표하는 ESG 평가등급 중 ESG 통합(ESG TI), ESG 환경(ESG E), ESG 사회(ESG S), ESG 지배구조(ESG G)를 등간척도로 변환하여 독립변수로 하였다.

KCGS은 각 등급별로 S, A+, A, B+, B, C, D로 구분하여 매년 공시하고 있으며 본 연구에서는 각각의 등급에 대해 7점, 6점, 5점, 4점, 3점, 2점, 1점으로 점수를 부여하였다. KCGS의 ESG 평가등급은 초기 2003년 기업지배구조 평가를 시작으로 2011년 환경 부문과 사회 부문을 추가하여 2013년 지금

과 같은 7등급(S, A+, A, B+, B, C, D) 체계가 완비하였다. KCGS의 ESG 평가등급 체계와 그 의미는 [표 3-1]과 같다.

[표 3-1] KCGS ESG 평가등급 체계 및 의미

등급	의미
S	지배구조, 환경, 사회 모범규준이 제시한 지속가능경영 체계를 매우 충실히 갖추고 있으며, 비재무적 리스크로 인한 주주가치 훼손의 여지가 매우 적음
A+	지배구조, 환경, 사회 모범규준이 제시한 지속가능경영 체계를 충실히 갖추고 있으며, 비재무적 리스크로 인한 주주가치 훼손의 여지가상당히 적음
A	지배구조, 환경, 사회 모범규준이 제시한 지속가능경영 체계를 적절히 갖추고 있으며, 비재무적 리스크로 인한 주주가치 훼손의 여지가 적음
B+	지배구조, 환경, 사회 모범규준이 제시한 지속가능경영 체계를 갖추기 위한 노력이 다소 필요하며, 비재무적 리스크로 인한 주주가치 훼손의 여지가 다소 있음
B	지배구조, 환경, 사회 모범규준이 제시한 지속가능경영 체계를 갖추기 위한 노력이 다소 필요하며, 비재무적 리스크로 인한 주주가치 훼손의 여지가 있음
C	지배구조, 환경, 사회 모범규준이 제시한 지속가능경영 체계를 갖추기 위한 노력이 절대적으로 필요하며, 비재무적 리스크로 인한 주주가치 훼손의 여지가 큼
D	지배구조, 환경, 사회 모범규준이 제시한 지속가능경영 체계를 거의 갖추지 못해 비재무적 리스크로 인한 주주가치 훼손이 우려됨

출처: KCGS 홈페이지 (<http://www.cgs.or.kr>)

KCGS의 각 평가영역별 평가모형 모델에 대해 살펴보자. 먼저 ESG 환경에 대한 평가모형 모델은 경영 프로세스 모델이며, 업종에 따른 환경 위험관

리 및 성과평가를 수행하며, 산업별 환경 민감도를 상·중·하로 구분하여 구성하고, 환경경영 체계 및 성과, 이해관계자 대응 수준을 판단한다. KCSG 모범규준은 리더십과 거버넌스, 위험관리, 운영 및 성과, 이해관계자 소통으로 구성되어 있다. 관련 법률, 제도, 규범으로는 저탄소 녹색성장 기본법, 화학물질의 등록 및 평가 등에 관한 법률, ISO 14001 및 환경표지·환경인증제도, 기후 관련 재무정보공개(TCFD) 등이 있다. 다음으로 ESG 사회에 대한 평가모형 모델은 이해관계자 모델로 기업과 직·간접적 이해관계를 형성한 대상에 중점을 두고 산업 분류 기준인 WICS 중분류로 분리하여 산업별로 이해관계자에 중대한 사회책임경영 이슈들을 고려하여 평가한다. KCSG 모범규준은 리더십과 거버넌스, 비재무 위험관리, 운영 및 성과, 이해관계자 소통으로 구성되어 있다. 관련 법률, 제도, 규범은 독점규제 및 공정거래에 관한 법률, 사회적 책임 세계 표준(ISO 26000), 국제노동기구 핵심 협약, UN 국제 인권 선언 및 OECD 인권 실사 지침 등이 있다. 마지막으로 ESG 지배구조에 대한 평가 모형 모델은 통제 기능 모델이며, 지배구조가 작동하기 위한 주요 장치별 분류를 적용하고 일반 상장사와 금융회사 특화 지배구조 요건을 구분하고, 자산 규모, 이사회 내 주요 위원회 설치 여부, 세부 금융권 특성 등을 고려하여 평가한다. KCSG 모범규준은 이사회 리더십, 주주권 보호, 감사, 주주 및 이해관계자 소통으로 구성되어 있다. 관련 법률, 제도, 규범은 상법 및 금융회사의 지배구조에 관한 법률, OECD 기업지배구조 원칙, 영국 FRC 및 일본 JPX 기업지배구조 코드, ICGN 글로벌 지배구조 원칙, 바젤은행감독위원회 은행 지배구조 원칙 등이 있다(KCSG 홈페이지).

KCSG은 매년 약 900여개의 상장기업을 대상으로 사업보고서, 지속가능성경영보고서, 홈페이지 등의 기업공시자료, 지방자치단체, 정부기관, 비정부단체(NGO, Non Governmental Organization) 등의 기관자료, 뉴스 등 미디어 자료 등으로부터 기초 데이터를 수집한다. 수집된 데이터를 기초로 하여 기본평가, 심화평가, 기업 인터뷰를 수행하여 등급을 산출하고 기업 의견수렴 등을 거쳐 최종 등급을 부여한다.

[표 3-2]에 2013년부터 2021년까지 코스피 시장 상장기업의 KCSG ESG 평가등급 평균 점수를 정리하여 제시하였다.

[표 3-2] KCGS ESG 평가등급의 연도별 평균 점수 현황

구분		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
ESG 통합	A+	6	6	5	3	4	7	5	10	11
		0.9%	0.8%	0.6%	0.3%	0.5%	1.0%	0.7%	1.3%	1.4%
	A	36	39	41	64	58	55	36	58	116
		5.2%	5.5%	4.9%	7.4%	7.8%	7.5%	4.8%	7.6%	15.2%
	B+	123	136	153	146	149	145	91	101	114
		17.6%	19.1%	18.5%	16.8%	20.0%	19.8%	12.1%	13.3%	14.9%
	B	302	319	277	280	219	216	242	221	160
		43.2%	44.8%	33.4%	32.3%	29.4%	29.4%	32.3%	29.0%	20.9%
	C	205	176	157	133	79	110	176	169	164
		29.3%	24.7%	18.9%	15.3%	10.6%	15.0%	23.5%	22.2%	21.4%
	D	27	36	196	242	235	201	199	202	200
		0.039	0.051	23.6%	27.9%	31.6%	27.4%	26.6%	26.5%	26.1%
합계		699	712	829	868	744	734	749	761	765

구분		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
ESG 환경	A+	6	6	5	3	4	7	5	10	11
		0.9%	0.8%	0.6%	0.3%	0.5%	1.0%	0.7%	1.3%	1.4%
	A	36	39	41	64	58	55	36	58	116
		5.2%	5.5%	4.9%	7.4%	7.8%	7.5%	4.8%	7.6%	15.2%
	B+	123	136	153	146	149	145	91	101	114
		17.6%	19.1%	18.5%	16.8%	20.0%	19.8%	12.1%	13.3%	14.9%
	B	302	319	277	280	219	216	242	221	160
		43.2%	44.8%	33.4%	32.3%	29.4%	29.4%	32.3%	29.0%	20.9%
	C	205	176	157	133	79	110	176	169	164
		29.3%	24.7%	18.9%	15.3%	10.6%	15.0%	23.5%	22.2%	21.4%
	D	27	36	196	242	235	201	199	202	200
		0.039	0.051	23.6%	27.9%	31.6%	27.4%	26.6%	26.5%	26.1%
합계		699	712	829	868	744	734	749	761	765

구분		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
ESG 사회	A+	10	4	5	36	28	38	38	71	136
		1.4%	0.6%	0.6%	4.1%	3.8%	5.2%	5.1%	9.3%	17.8%
	A	46	60	40	40	48	52	94	82	111
		6.6%	8.4%	4.8%	4.6%	6.5%	7.1%	12.6%	10.8%	14.5%
	B+	92	82	107	128	109	137	154	176	104
		13.2%	11.5%	12.9%	14.7%	14.7%	18.7%	20.6%	23.1%	13.6%
	B	251	281	290	275	266	242	236	250	147
		35.9%	39.5%	35.0%	31.7%	35.8%	33.0%	31.5%	32.9%	19.2%
	C	300	285	376	363	274	254	211	179	233
		42.9%	40.0%	45.4%	41.8%	36.8%	34.6%	28.2%	23.5%	30.5%
	D	-	-	11	26	19	11	16	39	34
		-	-	1.3%	3.0%	2.6%	1.5%	2.1%	5.1%	4.4%
합계		699	712	829	868	744	734	749	761	765

구분		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
ESG 지배 구조	A+	7	14	13	33	4	9	10	14	14
		1.0%	2.0%	1.6%	3.8%	0.5%	1.2%	1.3%	1.8%	1.8%
	A	32	30	38	32	53	27	46	101	171
		4.6%	4.2%	4.6%	3.7%	7.1%	3.7%	6.1%	13.3%	22.4%
	B+	113	113	107	123	161	145	219	209	136
		16.2%	15.9%	12.9%	14.2%	21.6%	19.8%	29.2%	27.5%	17.8%
	B	302	317	339	384	352	298	281	273	211
		43.2%	44.5%	40.9%	44.2%	47.3%	40.6%	37.5%	35.9%	27.6%
	C	233	229	305	266	158	227	165	146	221
		33.3%	32.2%	36.8%	30.6%	21.2%	30.9%	22.0%	19.2%	28.9%
	D	12	9	27	30	169	28	28	18	12
		1.7%	1.3%	3.3%	3.5%	22.7%	3.8%	3.7%	2.4%	1.6%
합계		699	712	829	868	744	734	749	761	765

출처: 민영기 (2021), KCGS 홈페이지(<http://www.cgs.or.kr>)를 토대로 연구자 재구성

2) 종속변수

본 연구에서는 기업가치를 측정하기 위해 기업가치의 대용변수로 토빈의 Q 비율과 주가를 사용하였고, 기업가치 변동성을 측정하기 위해 분석대상 기간에서의 토빈의 Q 비율의 변동률과 주가변동률을 사용하였다. 선행연구에서 사용돼 온 기업가치 변수로는 토빈의 Q 비율뿐만 아니라 시장가치대장부가치 비율도 있다.

지속가능 성장을 위한 기업의 ESG 경영 수준은 재무제표에 나타나지 않는 기업의 장기적 투자의 결과로 볼 수 있다(강원, 정무권, 2020). 토빈의 Q 비율은 주식시장에서 평가된 기업의 시장가치를 기업 실물자본의 대체비용으로 나눈 것을 의미하며, 기업가치를 측정하는 대용변수로 선행연구에서 사용빈도가 높다. 토빈의 Q 비율은 주주 지분을 반영하고 감가상각 등에 의한 회계적 임의조정이 쉽지 않아 기업 간 비교가 간결하며 미래 수익을 반영할 수 있는 기업가치 평가지표이다. 이러한 특성들 때문에 주식 투자 시 사용하는 주가대체가치배수((price-to-replacement value) 중 주식의 장기적인 투자수익을 예측하는 데 가장 선호되는 평가 척도 중 하나이다. 그러나 자산의 대체원가를 계산한다는 것이 현실적으로 불가능하므로 본 연구에서는 실무적으로 사용되는 총자산 대비 시장가치 비율로 토빈의 Q 비율을 산출하였다(임동환, 2021; 김수연, 2021; 서위수, 2020; 김윤경, 2020; 강원, 정무권, 2020;

Wong et al., 2020; Xie et al., 2019; 임옥빈, 2019; 이경수, 백재승, 2019; 최미화, 2019; 손지연, 2018; 변해영, 2018; 김유진, 홍지영, 2018; 나영, 임옥빈, 2011; 허미옥, 2010; 장석오, 2009).

주가는 단기적 기업가치를 평가할 수 있는 가장 간단한 기업가치 평가지표이며, 본 연구에서 적용한 주가변동률과 관련하여 선행연구에서는 연구 특성에 따라 규모조정수익률(최미화, 2021; 최미화, 2018), 누적초과수익률(도연우, 김성환, 2019), 기업 고유변동성(민영기, 2021), 위험조정수익률(Kaiser, 2020) 등을 적용했다. 예를 들어, 규모조정수익률(size-adjusted abnormal, SAR)은 연간 비정상수익률로 연간 단위로 표본기업들을 시장가치로 포트폴리오를 구성한 후, 해당 포트폴리오의 수익률 중간값을 기대수익률로 이용하여 비정상수익률을 계산한다. 연간 주식수익을 측정 시, 일반적으로 계산 기간은 당해년도 4월에서 차년도 3월까지의 주가의 변동을 일반적으로 사용하는 데 회계연도 이후 3개월 이내에 공시하기 때문이다(최미화, 2021). 하지만, 본 연구에서는 분석대상 기간이 분기 단위로 선행연구 대비 단기간이고, 산출 방식을 단순화하기 위해 주가변동률을 사용한다.

Albuquerque et al.(2020)은 2020년 2월부터 2020년 3월까지의 2개월간을 분석대상 기간으로 하여 글로벌 상장기업 2,171개를 대상으로 톱슨 로이터의 Refinitiv ESG DB의 ESG 등급 중 환경 등급(E)와 사회 등급(S)이 주가변동률과 주가변동률 변동성에 대해 유의한 정(+)의 관계가 있음을 보고하였다. 임현일, 최경진(2018)은 2004년부터 2014년까지 11년간의 분석대상 기간에 대해 KEJI Index 5년 연속 상위 200대 기업을 대상으로 KEJI 정량점수가 주식수익률 변동성과 유의한 정(+)의 관계가 있다고 보고한 바 있다.

3) 통제변수

통제변수 설정을 위해 최근 3년간의 선행연구 23건에서 기업가치에 잠재적으로 영향을 줄 수 있다고 알려진 변수들을 선정하였다. 검토한 선행논문에서 사용된 통제변수는 [표 3-3]과 같다. 기업규모(SIZE)가 전체 선행연구에서 적용되었으며, 다음으로 부채비율(LEV) 22회, 총자산이익률(ROA) 16회, 외

국인지분율(FOR) 11회, 영업현금흐름(OCF) 8회, 연구개발비 비중(RND) 8회, 대주주지분율(OWN) 6회, 업력(AGE), 기업베타(BTA) 4회, 시장가치대장부가치비율(MBR) 3회 순이었다. 업종(IND)과 연도(Year)은 14회 17회로 더미변수로 표본 특성과 연구 특성에 따라 적용되었다. 이외에도 주가, 월별/일별 주가수익률, 운전자본비율, 고정자산비율, 매출회전률, 현금배당률, 유형자산비율, 주가순이익률, 자산증가율, 현금보유율, ROA 증가율, 잉여현금비중, 시장수익률, 무위험수익률, 당좌자산비율, 자본적투자비율, 광고비 비중, 기부금 비중 등도 사용되었다.

본 연구에서는 최종적으로 기업가치 변동성과 ESG 경영 수준의 관계를 통제하기 위해 기업규모, 부채비율, 총자산이익률, 기업베타, 연구개발비 비중, 대주주지분율, 외국인지분율, 업력, 업종을 사용한다.

SIZE는 기업규모의 대리변수로 총자산의 로그값을 사용한다. 기업규모가 커지고 성숙단계가 되면 일반적으로 성장성과 기업가치가 하락한다. LEV는 부채비율로 총부채를 총자산으로 나눈 값으로 재무 상황 악화와 세제 혜택의 상대적 크기에 따라 기업가치에 정(+) 또는 부(-)의 관계를 나타낼 수 있다. ROA는 총자산이익률로 순이익을 총자산으로 나눈 값으로 기업가치와 정(+)의 관계가 있다. GRW는 기업 매출증가율의 대리변수로 전기 대비 당기 매출증가액을 전기 매출액으로 나눈 값이며 기업가치와 정(+)의 관계가 있다. RND는 연구개발비 비중으로 연구개발비와 경상연구비의 합을 매출액으로 나누어 계산하며 기업의 성장성과 혁신성과 관련되어 기업가치와 양(+)의 관계가 있다(서위수, 2020). FOR는 외국인지분 비율이며 외국인의 지분 증가는 경영자에 대한 감시 기능 향상을 통하여 기업가치와 정(+) 관계가 있다. OWN은 대주주 지분 비율이며 최대주주 1인 및 특수관계인의 지분율로서 기업가치와 음(-)의 관계가 있다(박상준, 백재승, 2017). BTA는 기업베타로서 기업의 비체계적 위험, 즉 기업 고유위험의 대용변수로서 1년 이상의 기간에 대한 일, 주, 월 단위 주가변동률의 회귀계수이며, 본 연구에서는 5년간의 월간 주가변동률의 회계계수를 사용한다. IND는 산업별 특성의 대용변수이며, 각 기업의 산업별 특성은 기업가치에 정(+) 또는 부(-)의 관계를 나타내며, 본 연구에서는 한국표준산업분류10차(대분류)에 따른 분류를 더미변수 변환하여 사용하였다.

[표 3-3] ESG 경영 수준과 기업가치 관련 선행논문의 통제변수 현황

년도	연구자	대상기간	표본		독립변수	종속변수	통제변수												
			집단	n수			SIZE	LEV	ROA	OCF	RND	FOR	OWN	GRW	MBR	BTA	AGE	IND	YEAR
2021	최미화	2012~2019	KOSPI	2,402	KCGS	SAR	○	○	○								○		○
	임동환	2011~2020	KOSPI	5,881	KCGS	TBQ	○	○	○		○	○					○	○	○
	민영기	2011~2020	KOSPI	6,482	KCGS	고유변동성	○	○	○									○	○
	김수연	2011~2020	KOSPI	5,878	KCGS	TBQ, ROE	○	○	○	○	○	○						○	○
2020	채건석	2013~2019	KOSPI	4,366	KCGS	주식거래량	○	○	○						○			○	○
	서위수	2011~2018	KOSPI	4,694	KCGS	TBQ	○	○	○	○		○				○		○	○
	김윤경	2011~2017	KOSPI	535	Bloomberg	TBQ, ROA	○	○		○			○			○	○	○	○
	Wong 외	2005~2018	KLCI ¹⁾	62	Bloomberg	TBQ, 자본비용	○	○	○										
	Kaiser	2002~2015	EU, US	2,585	Thomson R.	RET	○	○										○	○
	강원 외	2015~2018	KRX	4,876	WG, KCGS	TBQ	○	○	○		○	○	○			○		○	○
	Albuquerque 외	2020.02~03	Global	2,171	Thomson R.	RET	○												
2019	임옥빈 외	2011~2018	KRX	1,966	KCGS	자본비용	○	○	○	○		○	○	○					○
	임옥빈	2014~2016	KRX	2,507	KCGS	TBQ	○	○	○	○		○	○	○					○
	이경수 외	2011~2018	KOSPI	4,565	KCGS	TBQ	○	○		○								○	○
	오상희 외	2011~2018	KOSPI	1,966	KCGS	ROA, ROE	○	○											○
	도연우 외	2011~2018	KRX	4,712	KCGS	RET	○	○	○			○	○						
	Xie 외	2015	Global	6,631	Bloomberg	TBQ, ROA	○	○			○							○	
2018	최미화 외	2002~2015	KOSPI	4,915	KEJI	TBQ, SAR	○	○	○		○	○	○	○	○		○	○	○
	손지연	2011~2017	KOSPI	4,690	KCGS	TBQ, ROA	○	○	○	○	○								
	변해영	2003~2015	KOSPI	7,721	지속가능경영보고서	TBQ, RET	○	○	○			○		○				○	○
	임현일 외	2004~2014	KOSPI	3,609	KEJI	RET, BTA	○	○	○	○	○			○	○		○		
	백준성 외	2010~2016	KEJI ²⁾	78	KEJI	TBQ, 자본비용	○	○			○	○					○	○	○
	김유진 외	2011~2015	KOSPI	1,233	KEJI	TBQ	○	○	○			○				○		○	○
합계							23	22	16	8	8	11	6	5	3	4	6	14	17

1) 말레이시아 2) KEJI Index 5년 연속 상위 200대 기업

제 4 장 실증분석

제 1 절 표본의 선정

본 연구는 2020년 코로나19 위기 상황에서 자본시장이 급격히 변화하였던 1분기 시장위기 기간과 4분기 시장급등 기간에서 기업의 ESG 경영 수준이 기업가치 변동성에 미치는 영향을 분석하기 위해서 KCGS가 평가하고 발표하는 ESG 평가등급을 기업의 ESG 경영 수준의 변수로 선정하였다.

실증분석을 위한 표본으로 KCGS가 2020년도 10월 14일 발표한 ESG 평가등급을 부여받은 코스피 시장 상장기업을 대상으로 하였다. KCGS의 ESG 평가등급 공표는 전년도에 대한 평가 결과를 당해연도에 발표하기 때문에 시차가 있다. 다시 말해 KCGS가 당해연도에 공표한 ESG 평가등급은 기업들의 전년도($t-1$) 자료 반영 비중이 높고, 추가로 당해연도(t) 상반기 자료를 반영하여 ESG 평가, 분석, 의견수렴 작업을 통해 당해연도(t) 10월 말에 공표한다. 따라서 선행연구들에서는 공표연도(t)가 아닌 전년도($t-1$)의 ESG 경영활동 성과로서 전년도($t-1$) 기업가치와 비교하여 일반적으로 연구를 수행해 왔다. 따라서 ESG 활동과 기업가치 영향 분석에 일정 수준의 시차가 반영된다(이경수, 2020).

하지만, 본 연구는 ESG 경영성도가 아닌 각 기업의 ESG 경영 수준을 변수로 하므로 당해연도 상반기 자료를 반영하고 있는 공표연도(t)의 ESG 평가등급을 적용하는 방법을 채택하고자 한다. 특히, KCGS은 2020년 1분기부터 ESG 평가등급의 적시성을 높이기 위해 ESG 등급 조정 빈도를 반기에서 분기 1회로 확대한 바 있다. 또한 비재무적 정보가 기업성장에 미치는 영향을 분석하는 연구에서 기업가치 당기와 차기의 토빈의 Q 비율을 산출하여 기업의 ESG 평가등급이 기업가치에 미치는 영향을 분석하여 환경 평가등급을 제외한 통합, 사회, 지배구조 등급은 당기(t)와 차기 기업가치($t+1$)에 모두 영향을 준다는 것이 확인되었다(임옥빈, 2019).

본 연구는 2020년도 10월 14일 KCGS가 발표한 ESG 평가등급을 부여받은 상장기업 중 아래의 요건을 충족하는 기업을 표본으로 최종 선정했다.

- (1) KCGS의 ESG 평가등급을 부여받은 기업
- (2) 코스피 시장 상장기업 (코스닥 시장 상장기업 제외)
- (3) 금융업이 아닌 기업
- (4) DataGuide에서 재무데이터를 제공하는 기업
- (5) 관리종목이 아닌 기업

상기 조건을 위해 KCGS에서 ESG 평가등급을 부여하는 기업 중 우선 코스닥 시장 상장기업을 제외하였으며, 다음으로 금융업을 제외하였다. 코스닥 시장은 IT, BT, CT 분야의 벤처기업을 중심으로 하는 시장이기 때문에 일반적으로 안정정보다는 성장성이라는 특징을 갖고 있어 기업의 다양성과 안정성을 갖추고 있는 코스피 시장 상장기업으로 한정했다. 금융업은 재무제표의 특성이 일반 기업과는 상이하어 다른 업종과 비교가 불가능해 제외하였다. 선행연구에서는 연간 단위 연구를 일반적으로 수행하여 표본 동질성을 위해 12월 결산법인만을 대상으로 하였으나 본 연구는 분기 단위 연구를 수행하기 때문에 이를 적용하지 않았다. 또한 DataGuide를 통해 자료 추출이 가능하지 않은 관리종목 지정 기업, 상장폐지 기업 등도 제외하였다. 최종 선정된 표본의 수는 [표 4-1]과 같다.

[표 4-1] 표본의 구성

구분	제외 여부	관측치	
		2020년도	
		1분기	4분기
2020년 KCGS ESG 등급 부여 기업	-	909	909
코스닥 상장기업	제외	148	148
금융업	제외	44	44
코스피 상장기업 (금융업 제외)	-	717	717
재무자료 누락 및 관리종목 지정, 상장폐지 기업 등	제외	111	120
최종 표본 기업		606	597

제 2 절 실증분석 결과

1) 기초통계분석

각 변수의 통계량은 분석대상 기간인 2020년 1분기와 2020년 4분까지 각각 606개와 597개 관찰치로 구성된 전체표본을 대상으로 하여 산출된 값이다. [표 4-2]에 표본의 기초통계분석 결과를 제시하였다.

[표 4-2] 기초통계분석 결과

구분	2020년도 1분기					2020년도 4분기				
	평균	최소값	최대값	표준편차	분산	평균	최소값	최대값	표준편차	분산
ESG 통합(20_T_S)	3.076	1.000	6.000	1.111	1.235	3.076	1.000	6.000	1.111	1.235
ESG 환경(20_E_S)	2.577	1.000	6.000	1.256	1.579	2.577	1.000	6.000	1.256	1.579
ESG 사회(20_S_S)	3.420	1.000	6.000	1.217	1.482	3.420	1.000	6.000	1.217	1.482
ESG 지배구조(20_G_S)	3.324	1.000	6.000	1.049	1.100	3.324	1.000	6.000	1.049	1.100
TBQ_VAL	-0.096	-0.616	2.655	0.165	0.027	0.081	-0.414	2.114	0.169	0.028
RET	-0.244	-0.864	4.353	0.257	0.066	0.176	-0.441	3.794	0.295	0.087
ROA	0.010	-0.448	0.226	0.070	0.005	-0.017	-1.548	1.224	0.167	0.028
SIZE	20.614	16.943	26.602	1.586	2.516	20.423	17.092	26.659	1.593	2.538
LEV	0.418	0.000	0.984	0.254	0.064	0.464	0.024	1.092	0.208	0.043
GRW	0.042	-0.973	9.290	0.563	0.317	0.089	-1.000	42.669	1.711	2.927
RND	0.000	0.000	0.027	0.001	0.000	0.036	-0.043	2.535	0.141	0.020
FOR	0.100	0.000	0.753	0.124	0.015	0.095	0.000	0.744	0.124	0.015
OWN	0.448	0.000	0.900	0.165	0.027	0.446	0.000	0.900	0.164	0.027
AGE	42.280	2.000	124.000	20.427	417.269	42.280	2.000	124.000	20.427	417.269
BTA	1.103	-0.681	2.935	0.526	0.277	1.143	-0.591	2.679	0.482	0.232

먼저 KCGS의 ESG 평가등급은 총 7단계이다. 본 연구에서 각 등급을 등간척도로 변환하기 위해 [표 4-3]과 같이 각 등급에 값을 부여했다.

[표 4-3] KCGS ESG 평가등급의 등간척도 변환 규칙

등급	S	A+	A	B+	B	C	D
등급 값	7	6	5	4	3	2	1

KCGS의 ESG 평가등급은 통합등급(T), 환경(E), 사회(S), 지배구조(G) 4개로 구성되어 있다. 2020년 ESG 통합 평가등급(20_T_S)의 최대값은 6.000, 최소값은 1.000이며, 평균은 3.076, 표준편차 1.111, 분산 1.235이다. 각 부문의 최대값과 최소값은 6.000과 1.000으로 같으며, 환경 평가등급(20_E_S)의 평균은 2.577, 표준편차 1.256, 분산 1.579이며, 사회 평가등급(20_S_S)의 평균은 3.420, 표준편차 1.217, 분산 1.482이며, 마지막으로 지배구조 평가등급(20_G_S)의 평균은 3.324, 표준편차 1.049, 분산 1.100이다. 환경 평가등급을 제외한 통합, 사회, 지배구조 평가등급의 평균은 B 등급에 가깝게 형성되어 있고, 환경 평가등급은 C와 B 사이에 위치함을 알 수 있다.

2020년 1분기 토빈의 Q 비율의 변동성(TBQ_VAL)은 평균 -0.096, 최소값 -0.616, 최대값 2.655이며, 주가변동률(RET)은 평균 -0.244, 최소값 -0.864, 최대값 4.353이다. 재무변수 중 총자산수익률(ROA)은 평균 0.010, 최소값 -0.448, 최대값 0.226이며, 총자산의 자연로그값인 기업규모(SIZE)는 평균 20.614, 최소값 16.943, 최대값 26.602이다. 부채비율(LEV)의 평균은 0.418, 최소값은 0.000, 최대값은 0.984이다. 매출성장률(GRW)은 평균 0.042, 최소값 -0.973, 최대값 9.290이며, 연구개발비 비중(RND)은 평균 0.000, 최소값 0.000, 최대값 0.027이며, 외국인지분 비율(FOR)은 평균 0.100, 최소값 0.000, 최대값 0.753이며, 대주주지분 비율(OWN)은 평균 0.448, 최소값 0.000, 최대값 0.900이다. 기업베타(BTA)의 평균은 1.103, 최소값 -0.681, 최대값 2.935이다. 기업 업력(AGE)의 평균은 42.000, 최소값 2.000, 최대값 124.000으로 나타났다.

2020년 4분기 토빈의 Q 비율의 변동성(TBQ_VAL)은 평균 0.081, 최소값 -0.414, 최대값 2.414이며, 주가수익률(RET)은 평균 0.176, 최소값 -0.441, 최대값 3.794이다. 총자산수익률(ROA)은 평균 -0.017, 최소값 -1.548, 최대값 1.224이며, 기업규모(SIZE)는 평균 20.423, 최소값 17.092, 최대값 26.659이다. 부채비율(LEV)의 평균은 0.464, 최소값은 0.024, 최대값은 1.092이며, 매출성장률(GRW)은 평균 0.089, 최소값 -1.000, 최대값 42.669이다. 연구개발비 비중(RND)은 평균 0.036, 최소값 -0.043, 최대값 2.535이며, 외국인지분 비율(FOR)은 평균 0.095, 최소값 0.000, 최대값 0.744이며, 대주주지분 비율(OWN)은 평균 0.446, 최소값 0.000, 최대값 0.900이다. 기업베타(BTA)의 평균은 1.143, 최소값 -0.591, 최대값 2.679이다. 기업 업력

(AGE)의 경우, 평균은 42년이었고, 최소값은 2년, 최대값은 124년이었다.

[표 4-4]와 [표 4-5]는 각 변수 간 상관관계 분석 결과이다. 종속변수 토빈의 Q 비율 변동률(TBQ_VAL)과 주가수익률(RET)은 유의한 정(+)의 상관관계를 나타내었으나 일부 ESG 평가등급 변수와 통제변수에서 명확한 유의성이 확인되지 않았다. KCGS의 ESG 평가등급 변수들은 다른 평가등급 변수와 대부분 유의적인 정(+)의 상관관계를 나타내고 있다. 통제변수 중 매출성장률(GRW), 연구개발비 비중(RND)을 제외한 자산총수익률(ROA), 기업규모(SIZE), 부채비율(LEV), 외국인지분 비율(FOR), 대주주지분 비율(OWN), 기업의 업력(AGE), 기업베타(BTA) 등도 대부분 다른 변수와 유의적인 정(+)의 상관관계를 나타내었다.

[표 4-4] 상관관계 분석(2020년 1분기)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
TBQ_VAL	1														
RET	.822**	1													
20_T_S	-.009	-.067	1												
20_E_S	-.063	-.124*	.730**	1											
20_S_S	-.042	-.102*	.819**	.612**	1										
20_G_S	.017	-.026	.838**	.446**	.633**	1									
ROA	-.126*	.006	.114**	.098**	.094*	.114**	1								
SIZE	.033	-.105*	.653**	.550**	.674**	.548**	.098*	1							
LEV	.166**	-.118*	.250**	.201**	.248**	.190**	-.184*	.202**	1						
GRW	-.014	.039	-.014	-.032	-.018	-.005	.139**	-.029	-.003	1					
RND	.128**	.140**	.092*	.038	.065	.060	.046	.059	-.023	.100*	1				
FOR	-.070	-.019	.403**	.335**	.421**	.363**	.140**	.488**	.003	-.038	.035	1			
OWN	-.073	-.131*	-.052	-.085*	-.020	-.068	.069	.044	-.110*	-.046	-.088*	-.181*	1		
AGE	.078	.055	-.166*	-.038	-.147*	-.196*	.011	-.019	-.027	.043	-.024	-.054	-.102*	1	
BTA	-.252*	-.396*	-.014	.069	-.004	-.053	-.115*	-.028	.180**	-.063	-.040	-.118*	-.075*	-.011	1

1) 각각 ***, **, *는 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임

[표 4-5] 상관관계 분석(2020년 4분기)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
TBQ_VAL	1														
RET	.758**	1													
20_T_S	-.041	.042	1												
20_E_S	.053	.138**	.730**	1											
20_S_S	-.019	.052	.819**	.612**	1										
20_G_S	-.091*	-.005	.838**	.446**	.633**	1									
ROA	-.350**	-.075*	.127**	.136**	.094*	.136**	1								
SIZE	-.076	.061	.650**	.544**	.678**	.540**	.193**	1							
LEV	-.020	.124**	.185**	.152**	.166**	.138**	-.247**	.216**	1						
GRW	-.020	-.030	-.019	-.033	.001	-.025	.025	.008	-.039	1					
RND	.060	.021	.058	-.004	.053	.041	-.014	.025	-.044	-.008	1				
FOR	.053	-.004	.386**	.320**	.391**	.347**	.127**	.457**	-.118**	.021	.027	1			
OWN	-.046	-.014	-.044	-.082*	-.014	-.062	.168**	.037	-.084*	-.003	-.075	-.182**	1		
AGE	-.019	.004	-.166**	-.038	-.147**	-.196**	.019	-.033	-.046	.024	.002	-.059	-.090*	1	
BTA	.201**	.209**	.005	.094*	.026	-.046	-.083*	-.005	.316**	-.004	-.060	-.135**	-.009	-.023	1

1) 각각 ***, **, *는 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임

2) ESG 경영 수준이 기업가치 변동성에 미치는 영향

가) 실증분석 결과

[표 4-6]은 코로나19 대유행으로 코스피 지수가 -20.16% 급락했던 시장위기 기간에서 ESG 경영 수준과 기업가치 변수인 토빈의 Q 비율의 변동성(TBQ_VAL)의 관계에 대한 실증분석 결과이다. 모형 1(연구가설 1), 모형 2(연구가설 1-1), 모형 3(연구가설 1-2), 모형 4(연구가설 1-3), 모형 5(연구가설 1-4)에서 종속변수에 대한 독립변수의 설명력을 나타내는 R값은 각

각 0.444, 0.434, 0.440, 0.437, 0.432이다.

분산 분석의 모형의 F값은 모형 1(연구가설 1) 4.877, 모형 2(연구가설 1-1) 5.158, 모형 3(연구가설 1-2) 5.343, 모형 4(연구가설 1-3) 5.252, 모형 5(연구가설 1-4) 5.106으로 각각의 유의확률은 모두 0.000으로 각 모형은 모두 유의적인 모델이다.

구체적으로 모형 1(연구가설 1)에서 각 독립변수의 상대적 영향력을 확인할 수 있는 표준화 계수인 베타값의 경우, ESG 통합 경영 수준(20_T_S)는 .164이었고, ESG 환경 경영 수준(20_E_S)는 -.149, ESG 사회 경영 수준(20_S_S)는 -.122, ESG 지배구조 경영 수준(20_G_S)은 -.630으로 ESG 통합 경영 수준((20_T_S))을 제외한 모든 변수가 부(-)의 관계에 있음을 확인하였고 ESG 환경 경영 수준(20_E_S)의 영향력이 가장 높게 나타났다. 하지만, ESG 환경 경영 수준(20_E_S)에서만 유의성이 확인되었다.

ESG 통합 경영 수준(20_T_S)의 기업가치에 대한 독립적 영향력을 확인하는 모형 2(연구가설 1-1)에서 ESG 통합 경영 수준(20_T_S)의 베타값은 -.063이었다. ESG 환경 경영 수준(20_E_S)의 기업가치에 대한 독립적 영향력을 확인하는 모형 3(연구가설 1-2)에서 ESG 환경 경영 수준(20_E_S)의 베타값은 -.122이었다. ESG 사회 경영 수준(20_S_S)의 기업가치에 대한 독립적 영향력을 확인하는 모형 4(연구가설 1-3)에서 ESG 사회 경영 수준(20_S_S)의 베타값은 -.990이었다. ESG 지배구조 경영 수준(20_G_S)의 기업가치에 대한 독립적 영향력을 확인하는 모형 5(연구가설 1-4)에서 ESG 지배경영 경영 수준(20_G_S)의 베타값은 -.270이었다.

요약하면, 독립적 영향력을 확인하는 모형 2, 모형 3, 모형 4, 모형 5에서는 각 독립변수가 모두 종속변수인 토빈의 Q 비율 변동비율과 부(-)의 관계에 있음을 확인하였다. 하지만, 모형 3의 ESG 환경 경영 수준(20_E_S)만 유의성이 확인되었다.

[표 4-6] 시장위기 기간에 대한 실증분석 결과(토빈의 Q 비율 변동률)

Variables	시장위기 기간(2020년도 1분기, 코스피 변동률 -20.16%)				
	토빈의 Q 비율 변동률(TBQ_VAL)				
	연구가설 1 (모형 1)	연구가설 1-1 (모형 2)	연구가설 1-2 (모형 3)	연구가설 1-3 (모형 4)	연구가설 1-4 (모형 5)
	Coefficient (T - Stat)	Coefficient (T - Stat)	Coefficient (T - Stat)	Coefficient (T - Stat)	Coefficient (T - Stat)
(상수)	- (-1.277)	- (-.626)	- (-1.026)	- (-.9460)	- (-.348)
20_T_S	.164 (1.265)	-.063 (-1.192)			
20_E_S	-.149* (-2.115)		-.112* (-2.309)		
20_S_S	-.112 (-1.516)			-.099 (-1.844)	
20_G_S	-.063 (-.766)				-.027 (-.560)
ROA	-.118** (-2.786)	-.119** (-2.818)	-.117** (-2.775)	-.120* (-2.848)	-.123** (-2.901)
SIZE	.108 (1.767)	.059 (1.030)	.085 (1.531)	.083 (1.421)	.035 (.657)
LEV	.214*** (4.637)	.217*** (4.691)	.215*** (4.698)	.218*** (4.736)	.212*** (4.610)
GRW	-.041 (-1.079)	-.040 (-1.033)	-.042 (-1.081)	-.039 (-1.023)	-.040 (-1.029)
RND	.123** (3.195)	.133** (3.463)	.128** (3.357)	.131*** (3.441)	.130*** (3.406)
FOR	-.073 (-1.491)	-.078 (-1.589)	-.077 (-1.588)	-.074 (-1.520)	-.080 (-1.639)
OWN	-.084* (-2.053)	-.075 (-1.853)	-.081* (-1.995)	-.075 (-1.847)	-.074 (-1.816)
AGE	.048 (1.189)	.047 (1.169)	.051 (1.310)	.044 (1.104)	.051 (1.263)
BTA	-.344*** (-8.354)	-.355*** (-8.674)	-.346*** (-8.458)	-.352*** (-8.618)	-.357*** (-8.670)
ΣIND	포함	포함	포함	포함	포함
R	.444	.434	.440	.437	.432
adj. R ²	.157	.152	.157	.154	.150
F	4.877***	5.158***	5.343***	5.252***	5.106***
obs.	606	606	606	606	606

1) 각각 ***, **, *는 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임

[표 4-7]은 [표 4-6]과 같이 2020년 1분기 시장위기 기간에서 ESG 경영 수준과 기업가치 변수인 주가변동률(RET)과의 관계에 대한 실증분석 결과이다. 모형 1(연구가설 1), 모형 2(연구가설 1-1), 모형 3(연구가설 1-2), 모형 4(연구가설 1-3), 모형 5(연구가설 1-4)에서 종속변수에 대한 독립변수의 설명력을 나타내는 R값은 각각 0.482, 0.472, 0.478, 0.473, 0.472이다. 또한 분산 분석의 모형의 F값은 모형 1(연구가설 1) 6.007, 모형2(연구가설 1-1) 6.396, 모형 3(연구가설 1-2) 6.583, 모형 4(연구가설 1-3) 6.424, 모형 5(연구가설 1-4) 6.393으로 각각의 유의확률은 모두 0.000으로 각 모형은 모두 유의적인 모델이다.

구체적으로 모형 1(연구가설 1)에서 각 독립변수의 상대적 영향력을 확인할 수 있는 표준화 계수인 베타값의 경우, ESG 통합 경영 수준(ESG T)는 .207이었고, ESG 환경 경영 수준(ESG E)는 -.170, ESG 사회 경영 수준(ESG S)는 -.071, ESG 지배구조 경영 수준은 -0.071로 ESG 통합 경영 수준(ESG T)을 제외한 모든 변수가 부(-)의 관계에 있음을 확인하였고, ESG 환경 경영 수준(ESG E)의 영향력이 가장 높게 나타났다. 하지만, ESG 환경 경영 수준(20_E_S)에서만 유의성이 확인되었다.

ESG 통합 경영 수준(ESG T)의 기업가치에 대한 독립적 영향력을 확인하는 모형 2(연구가설 1-1)에서 ESG 통합 경영 수준(ESG T)의 베타값은 -.013이었다. ESG 환경 경영 수준(ESG E)의 기업가치에 대한 독립적 영향력을 확인하는 모형 3(연구가설 1-2)에서 ESG 환경 경영 수준(ESG E)의 베타값은 -.094이었다. ESG 사회 경영 수준(ESG S)의 기업가치에 대한 독립적 영향력을 확인하는 모형 4(연구가설 1-3)에서 ESG 사회 경영 수준(ESG S)의 베타값은 -0.042이었다. ESG 지배구조 경영 수준(ESG G)의 기업가치에 대한 독립적 영향력을 확인하는 모형 5(연구가설 1-4)에서 ESG 지배경영 경영 수준(ESG G)의 베타값은 0.004이었다.

요약하면, 독립적 영향력을 확인하는 모형 2, 모형 3, 모형 4에서는 각 독립변수가 모두 종속변수인 주가변동률과 부(-)의 관계에 있음을 확인했으나 ESG 지배구조 경영 수준(ESG G)에 대한 모형 5는 정(+)의 관계가 확인되었다. 모형 3의 ESG 환경 경영 수준(20_E_S)만 유의성이 확인되었다.

[표 4-7] 시장위기 기간에 대한 실증분석 결과(주가변동률)

Variables	시장위기 기간(2020년도 1분기, 코스피 변동률 -20.16%)				
	주가변동률(RET)				
	연구가설 1 (모형 1)	연구가설 1-1 (모형 2)	연구가설 1-2 (모형 3)	연구가설 1-3 (모형 4)	연구가설 1-4 (모형 5)
	Coefficient (T - Stat)	Coefficient (T - Stat)	Coefficient (T - Stat)	Coefficient (T - Stat)	Coefficient (T - Stat)
(상수)	- (1.073)	- (1.741)	- (1.149)	- (1.474)	- (1.915)
20_T_S	.207 (1.629)	-.013 (-.260)			
20_E_S	-.170** (-2.459)		-.094** (-1.965)		
20_S_S	-.071 (-.979)			-.042 (-.793)	
20_G_S	-.071 (-.880)				.004 (0.087)
ROA	-.034 (-.816)	-.036 (-.868)	-.030 (-.734)	-.035 (-.849)	-.038 (-.909)
SIZE	-.023 (-.393)	-.065 (-1.162)	-.021 (-.393)	-.048 (-.828)	-.075 (-1.434)
LEV	-.031 (-.691)	-.027 (-.604)	-.025 (-.551)	-.025 (-.567)	-.029 (-.645)
GRW	-.012 (-.322)	-.010 (-.264)	-.011 (-.306)	-.010 (-.260)	-.010 (-.263)
RND	.116** (3.080)	.126*** (3.367)	.124*** (3.323)	.126*** (3.374)	.126*** (3.355)
FOR	-.052 (-1.080)	-.055 (-1.154)	-.052 (-1.084)	-.053 (-1.101)	-.057 (-1.185)
OWN	-.158*** (-3.938)	-.148*** (-3.708)	-.155*** (-3.892)	-.148*** (-3.733)	-.146*** (-3.662)
AGE	.011 (.283)	.008 (0.211)	.006 (.159)	.005 (0.130)	.011 (0.281)
BTA	-.418 (-10.361)	-.428*** (-10.697)	-.421*** (-10.519)	-.427*** (-10.671)	-.428*** (-10.645)
ΣIND	포함	포함	포함	포함	포함
R	.482	.472	.478	.473	.472
adj. R ²	.194	.188	.194	.189	.188
F	6.007***	6.396***	6.583***	6.424***	6.393***
obs.	605	605	605	605	605

1) 각각 ***, **, *는 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임

[표 4-8]은 2020년 2분기 단계별 사회적 거리두기 시행 후 회복된 코스피 지수가 3분기 11.20% 상승 후 풍부해진 시장 유동성에 힘입어 23.44% 급등한 4분기 시장급등 기간에서 ESG 경영 수준과 기업가치 변수인 토빈의 Q 비율의 변동성(TBQ_VAL)의 관계에 대한 실증분석 결과이다.

모형 1(연구가설 2), 모형 2(연구가설 2-1), 모형 3(연구가설 2-2), 모형 4(연구가설 2-3), 모형 5(연구가설 2-4)에서 종속변수에 대한 독립변수의 설명력을 나타내는 R값은 각각 0.436, 0.398, 0.409, 0.399, 0.397이다. 모형의 F값은 모형 1(연구가설 2) 4.589, 모형 2(연구가설 2-1) 4.175, 모형 3(연구가설 2-2) 4.458, 모형 4(연구가설 2-3) 4.209, 모형 5(연구가설 2-4) 4.160으로 각각의 유의확률은 모두 0.000으로 각 모형은 유의적인 모델이다.

구체적으로 모형 2(연구가설 2)에서 각 독립변수의 상대적 영향력을 확인할 수 있는 표준화 계수인 베타값의 경우, ESG 통합 경영 수준(20_T_S)는 -.115이었고, ESG 환경 경영 수준(20_E_S)는 .197, ESG 사회 경영 수준(20_S_S)은 -.026, ESG 지배구조 경영 수준(20_G_S)은 .017로 ESG 통합 경영 수준(20_T_S)과 ESG 사회 경영 수준(20_S_S)을 제외한 모든 변수가 정(+)의 관계에 있음을 확인했고, ESG 환경 경영 수준(20_E_S)의 영향력이 가장 높게 나타났다. 하지만, ESG 환경 경영 수준(20_E_S)에서만 유의성이 확인되었다.

ESG 통합 경영 수준(20_T_S)의 기업가치에 대한 독립적 영향력을 확인하는 모형 2(연구가설 2-1)에서 ESG 통합 경영 수준(20_T_S)의 베타값은 .032이었다. ESG 환경 경영 수준(20_E_S)의 기업가치에 대한 독립적 영향력을 확인하는 모형 3(연구가설 2-2)에서 ESG 환경 경영 수준(20_E_S)의 베타값은 .136이었다. ESG 사회 경영 수준(20_S_S)의 기업가치에 대한 독립적 영향력을 확인하는 모형 4(연구가설 2-3)에서 ESG 사회 경영 수준(20_S_S)의 베타값은 .057이었다. ESG 지배구조 경영 수준(20_G_S)의 기업가치에 대한 독립적 영향력을 확인하는 모형 5(연구가설 2-4)에서 ESG 지배경영 수준(20_G_S)의 베타값은 .006이었다. 요약하면, 독립적 영향력을 확인하는 모형 2, 모형 3, 모형 4, 모형 5 모두에서 각 독립변수가 모두 종속변수인 토빈의 Q 비율 변동률과 정(+)의 관계에 있음을 확인하였다. 하지만, 모형 3의 ESG 환경 경영 수준(20_E_S)만 유의성이 확인되었다.

[표 4-8] 시장급등 기간에 대한 실증분석 결과(토빈의 Q 비율 변동률)

Variables	시장급등 기간(2020년도 4분기, 코스피 변동률 23.44%)				
	토빈의 Q 비율 변동률(TBQ_VAL)				
	연구가설 2 (모형 1)	연구가설 2-1 (모형 2)	연구가설 2-2 (모형 3)	연구가설 2-3 (모형 4)	연구가설 2-4 (모형 5)
	Coefficient (T - Stat)	Coefficient (T - Stat)	Coefficient (T - Stat)	Coefficient (T - Stat)	Coefficient (T - Stat)
(상수)	- (.5390)	- (.096)	- (.987)	- (.299)	- (-.089)
20_T_S	-.115 (-.8820)	.032 (.579)			
20_E_S	.197** (2.746)		.136* (2.554)		
20_S_S	-.026 (-.356)			.057 (1.038)	
20_G_S	.017 (.207)				.006 (.118)
ROA	-.309*** (-7.356)	-.296*** (-6.947)	-.299*** (-7.087)	-.295*** (-6.960)	-.294*** (-6.893)
SIZE	-.043 (-.711)	-.027 (-.459)	-.093 (-1.588)	-.045 (-.742)	-.010 (-.186)
LEV	-.175*** (-3.764)	-.170*** (-3.644)	-.176*** (-3.791)	-.171*** (-3.659)	-.169*** (-3.614)
GRW	-.005 (-.137)	-.009 (-.238)	-.008 (-.203)	-.009 (-.244)	-.010 (-.246)
RND	.074 (1.913)	.064 (1.642)	.073 (1.889)	.063 (1.628)	.064 (1.647)
FOR	.160*** (3.3520)	.144** (3.025)	.137** (2.889)	.146** (3.063)	.145** (3.029)
OWN	.043 (1.045)	.051 (1.233)	.051 (1.249)	.054 (1.307)	.051 (1.226)
AGE	-.026 (-.629)	-.011 (-.262)	-.002 (-.056)	-.006 (-.146)	-.014 (-.352)
BTA	.207*** (4.902)	.217*** (5.191)	.215*** (5.149)	.217*** (5.185)	.217*** (5.182)
ΣIND	포함	포함	포함	포함	포함
R	.436	.398	.409	.399	.397
adj. R ²	.149	.120	.130	.122	.120
F	4.589***	4.175***	4.458***	4.209***	4.160***
obs.	604	604	604	604	604

1) 각각 ***, **, *는 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임

[표 4-9]는 [표 4-8]과 같이 2020년 2분기 단계별 사회적거리두기 시행 이후 회복된 코스피 지수가 3분기 11.20% 상승 후 풍부해진 시장 유동성에 힘입어 23.44% 급등한 4분기 시장급등 기간에서 ESG 경영 수준과 기업가치 변수인 추가수익률(RET)의 관계에 대한 실증분석 결과이다.

모형 1(연구가설 2), 모형 2(연구가설 2-1), 모형 3(연구가설 2-2), 모형 4(연구가설 2-3), 모형 5(연구가설 2-4)에서 종속변수에 대한 독립변수의 설명력을 나타내는 R값은 각각 .361, .349, .358, .349, .349이다. 또한 모형의 F값은 모형 1(연구가설 2) 2.938, 모형 2(연구가설 2-1) 3.045, 모형 3(연구가설 2-2) 3.232, 모형 4(연구가설 2-3) 3.042, 모형 5(연구가설 2-4) 3.043으로 각각의 유의확률은 모두 0.000으로 각 모형은 유의적인 모델이다.

구체적으로 모형 2(연구가설 2)에서 각 독립변수의 상대적 영향력을 확인할 수 있는 표준화 계수인 베타값의 경우, ESG 통합 경영 수준(20_T_S)는 -.082이었고, ESG 환경 경영 수준(20_E_S)는 .156, ESG 사회 경영 수준(20_S_S)는 -.001, ESG 지배구조 경영 수준(20_G_S)은 -.001로 ESG 환경 경영 수준(20_E_S)만 정(+)의 관계에 있음을 확인하였고, 유의성 역시 ESG 환경 경영 수준(20_E_S)에서만 확인되었다.

ESG 통합 경영 수준(20_T_S)의 기업가치에 대한 독립적 영향력을 확인하는 모형 2(연구가설 2-1)에서 ESG 통합 경영 수준(20_T_S)의 베타값은 .024이었다. ESG 환경 경영 수준(20_E_S)의 기업가치에 대한 독립적 영향력을 확인하는 모형 3(연구가설 2-2)에서 ESG 환경 경영 수준(20_E_S)의 베타값은 .107이었다. ESG 사회 경영 수준(20_S_S)의 기업가치에 대한 독립적 영향력을 확인하는 모형 4(연구가설 2-3)에서 ESG 사회 경영 수준(20_S_S)의 베타값은 .018이었다. ESG 지배구조 경영 수준(20_G_S)의 기업가치에 대한 독립적 영향력을 확인하는 모형 5(연구가설 2-4)에서 ESG 지배경영 경영 수준(20_G_S)의 베타값은 -.019이었다.

요약하면, 독립적 영향력을 확인하는 모형 2, 모형 3, 모형 4, 모형 5에서는 모형 5를 제외한 모든 모형에서 각 독립변수가 모두 종속변수인 추가수익률과 정(+)의 관계에 있음을 확인하였다. 하지만, 모형 3의 ESG 환경 경영 수준(20_E_S)에서만 유의성이 확인되었다.

[표 4-9] 시장급등 기간에 대한 실증분석 결과(주가변동률)

Variables	시장급등 기간(2020년도 4분기, 코스피 변동률 23.44%)				
	주가변동률(RET)				
	연구가설 2 (모형 1)	연구가설 2-1 (모형 2)	연구가설 2-2 (모형 3)	연구가설 2-3 (모형 4)	연구가설 2-4 (모형 5)
	Coefficient (T - Stat)	Coefficient (T - Stat)	Coefficient (T - Stat)	Coefficient (T - Stat)	Coefficient (T - Stat)
(상수)	- (-1.510)	-* (-1.985)	- (-1.411)	- (-1.935)	-* (-2.276)
20_T_S	-.082 (-.606)	.024 (.439)			
20_E_S	.156* (2.110)		.107* (2.109)		
20_S_S	-.001 (-.019)			.018 (.322)	
20_G_S	-.001 (-.011)				-.019 (-.383)
ROA	-.050 (-1.138)	-.048 (-1.111)	-.051 (-1.166)	-.047 (-1.090)	-.047 (-1.083)
SIZE	.090 (1.436)	.113 (1.922)	.068 (1.208)	.115 (1.906)	.135* (2.485)
LEV	-.009 (-.181)	-.014 (-.290)	-.015 (-.309)	-.013 (-.265)	-.010 (-.211)
GRW	-.008 (-.192)	-.008 (-.213)	-.007 (-.172)	-.009 (-.227)	-.010 (-.242)
RND	.034 (.852)	.024 (.610)	.029 (.728)	.025 (.621)	.026 (.650)
FOR	.036 (.729)	.034 (.696)	.030 (.614)	.035 (.717)	.039 (.797)
OWN	.015 (.352)	.009 (.206)	.016 (.380)	.008 (.184)	.005 (.125)
AGE	.028 (.658)	.037 (.890)	.038 (.923)	.036 (.864)	.030 (.718)
BTA	.249*** (5.684)	.262*** (6.047)	.253*** (5.822)	.262*** (6.024)	.261*** (6.008)
ΣIND	포함	포함	포함	포함	포함
R	.361	.349	.358	.349	.349
adj. R ²	.086	.082	.089	.082	.082
F	2.938***	3.045***	3.232***	3.042***	3.043***
obs.	598	598	598	598	598

1) 각각 ***, **, *는 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임

나) 가설 검증 결과

[표 4-10]과 [표 4-11]은 시장위기 기간에서 ESG 경영 수준과 기업가치 변동성과의 관계에 대해 설정한 연구가설 1과 1-1, 1-2, 1-3, 1-4를 검증한 결과이다. 검증 결과에 따르면 시장위기 기간에서 ESG 통합 경영 수준, ESG 사회 경영 수준, ESG 지배구조 경영 수준은 기업가치 변동성(토빈의 Q 비율 변동율, 주가수익률)과 부(-)의 관계가 있음을 확인하였으나 통계적으로 유의미한 차이점을 보이지 않고 있어 해당 귀무가설 1-1, 1-3, 1-4는 기각되었다. 그러나 ESG 환경 경영 수준은 부(-)의 관계에 대해 통계적 유의성이 검증되어 귀무가설 1-2는 채택되었다. 연구가설 1은 각 하위가설을 검증하기 위해 모형 1을 적용하여 실증분석하였고, 하위가설과 같이 ESG 환경 경영 수준에 대해서만 기업가치 변동성과의 부(-)의 관계가 있음이 통계적으로 유의미한 차이가 있는 것으로 확인하여 부분채택하였다.

[표 4-10] 시장위기 기간에 대한 연구가설 검증 결과 (1)

구분	내용	채택 여부
연구가설 1	기업의 ESG 경영 수준은 시장위기 상황에서 기업가치 변동성과 부(-)의 관계를 가질 것이다.	부분 채택
연구가설 1-1	ESG 통합 경영 수준(ESG T)은 시장위기 상황에서 기업가치 변동성과 부(-)의 관계를 가질 것이다.	기각
연구가설 1-2	ESG 환경 경영 수준(ESG E)은 시장위기 상황에서 기업가치 변동성과 부(-)의 관계를 가질 것이다.	채택
연구가설 1-3	ESG 사회 경영 수준(ESG S)은 시장위기 상황에서 기업가치 변동성과 부(-)의 관계를 가질 것이다.	기각
연구가설 1-4	ESG 지배구조 경영 수준(ESG G)은 시장위기 상황에서 기업가치 변동성과 부(-)의 관계를 가질 것이다.	기각

[표 4-11] 시장위기 기간에 대한 연구가설 검증 결과 (2)

연구 가설	기업가치 변동성	ESG 경영 수준	관계 (beta)	유의성 (p value)	채택 여부
1-1	토빈의 Q 변동률 (TBQ_VAL)	ESG 통합 경영 수준 (ESG_T)	부 (-.063)	- (.234)	기각
1-2		ESG 환경 경영 수준 (ESG_E)	부 (-.112)	* (.021)	채택
1-3		ESG 사회 경영 수준 (ESG_S)	부 (-.099)	- (.066)	기각
1-4		ESG 지배구조 경영 수준 (ESG_G)	부 (-.027)	- (.576)	기각
1-1	추가변동률 (RET)	ESG 통합 경영 수준 (ESG_T)	부 (-.013)	- (.795)	기각
1-2		ESG 환경 경영 수준 (ESG_E)	부 (-.094)	* (.050)	채택
1-3		ESG 사회 경영 수준 (ESG_S)	부 (-.042)	- (.428)	기각
1-4		ESG 지배구조 경영 수준 (ESG_G)	정 (.004)	- (.931)	기각

[표 4-12]와 [표 4-13]은 시장급등 기간에서 ESG 경영 수준과 기업가치 변동성과의 관계에 대해 설정한 연구가설 2와 2-1, 2-2, 2-3, 2-4를 검증한 결과이다. 검증 결과에 따르면 시장급등 상황에서 ESG 통합 경영 수준, ESG 사회 경영 수준, ESG 지배구조 경영 수준과 정(+)의 관계를 확인하였으나 통계적으로 유의미한 차이점을 보이지 않아 해당 귀무가설 2-1, 2-3, 2-4는 기각되었다. 그러나 ESG 환경 경영 수준은 정(+)의 관계에 대해 통계적 유의성이 검증되어 귀무가설 2-2는 채택되었다. 연구가설 2 역시 연구가설 1과 같이 각 하위가설을 검증하기 위해 모형 1을 적용하여 실증분석하였고, 하위가설과 같이 ESG 환경경영 수준에 대해서만 기업가치 변동성(토빈의 Q 비율 변동률, 추가수익률)과 정(+)의 관계가 있음이 통계적으로 유의미한 차이가 있는 것으로 확인하여 부분채택하였다.

[표 4-12] 시장급등 기간에 대한 연구가설 검증 결과 (1)

구분	내용	채택 여부
연구가설 2	기업의 ESG 경영 수준은 시장급등 상황에서 기업가치 변동성과 정(+)의 관계를 가질 것이다.	부분 채택
연구가설 2-1	ESG 통합 경영 수준(ESG T)은 시장급등 상황에서 기업가치 변동성과 정(+)의 관계를 가질 것이다.	기각
연구가설 2-2	ESG 환경 경영 수준(ESG E)은 시장급등 상황에서 기업가치 변동성과 정(+)의 관계를 가질 것이다.	채택
연구가설 2-3	ESG 사회 경영 수준(ESG S)은 시장급등 상황에서 기업가치 변동성과 정(+)의 관계를 가질 것이다.	기각
연구가설 2-4	ESG 지배구조 경영 수준(ESG G)은 시장급등 상황에서 기업가치 변동성과 정(+)의 관계를 가질 것이다.	기각

[표 4-13] 시장급등 기간에 대한 연구가설 검증 결과 (2)

연구 가설	기업가치 변동성	ESG 경영 수준	관계 (beta)	유의성 (p value)	채택 여부
2-1	토빈의 Q 변동률 (TBQ_VAL)	ESG 통합 경영 수준 (ESG_T)	정 (.032)	- (.563)	기각
2-2		ESG 환경 경영 수준 (ESG_E)	정 (.136)	* (.011)	채택
2-3		ESG 사회 경영 수준 (ESG_S)	정 (.057)	- (.300)	기각
2-4		ESG 지배구조 경영 수준 (ESG_G)	정 (.006)	- (.906)	기각
2-1	주가변동률 (RET)	ESG 통합 경영 수준 (ESG_T)	정 (.024)	- (.661)	기각
2-2		ESG 환경 경영 수준 (ESG_E)	정 (.107)	* (.035)	채택
2-3		ESG 사회 경영 수준 (ESG_S)	정 (.018)	- (.748)	기각
2-4		ESG 지배구조 경영 수준 (ESG_G)	부 (-.019)	- (.702)	기각

본 연구에서 설정한 전체 연구가설에 대해서 채택률이 낮은 각 독립변수와 종속변수의 관계에 대한 정(+), 부(-)의 방향성에 대한 측면이 아닌 통계적 유의성 측면 때문이라는 점에 유의할 필요가 있다. 특히 시장위기와 시장 급등 기간에서 ESG 경영 수준과 기업가치 변동성이 기업가치에 긍정적인 영향을 가질 수 있다는 가능성을 확인하였다는 측면에서 의의가 있다.

최근의 선행연구들에서도 분석대상 기간에 따라 ESG 경영 수준 각 영역별로 종속변수에 대한 영향력이나 관계가 상이하게 나타날 수 있음을 확인할 수 있다. 2011년부터 2018년까지 한국증권거래소 상장기업을 대상으로 ESG 평가등급과 기업의 총자산수익률(ROA)과 주식수익률과의 관계를 분석하여 총자산수익률에 대해서는 ESG 지배구조 평가등급이 가장 많은 영향을 미치고, 다음으로 ESG 통합 평가등급과 ESG 사회 평가등급 순으로 영향을 미치는 것을 확인하였고 ESG 환경 평가등급은 유의성이 확인되지 않았다. 또 주가수익률 역시 ESG 지배구조 평가등급이 가장 많은 영향을 미치고 다음으로 ESG 통합 평가등급이 영향을 미치는 것으로 확인되었고, ESG 사회 평가등급과 ESG 환경 평가등급에서는 유의성이 확인되지 않았다(오상희, 이상태, 2019). 2014년부터 2016년까지 코스피 시장과 코스닥 시장 상장기업을 대상으로 KCGS의 ESG 평가등급을 비재무적 성과로 하여 기업가치 토빈의 Q 비율과의 관계를 확인한 연구에서는 ESG 환경 경영활동을 제외한 ESG 통합 경영활동, ESG 사회 경영활동, ESG 지배구조 경영활동이 당기와 차기의 기업가치를 증가시키는 것으로 확인되었다(임옥빈, 2019). 2011년부터 2020년까지 코스피 시장 상장기업을 대상으로 KCGS의 ESG 평가등급과 기업가치 토빈의 Q 비율의 관계를 분석하여 당기와 전기의 ESG 통합, 환경, 사회 평가등급은 당기의 기업가치에 정(+)의 영향을 미치지만, ESG 지배구조 평가등급은 전기의 평가등급만이 기업가치에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 확인되었다(임동환, 2021).

제 5 장 결론

제 1 절 연구결과의 요약

본 연구에서는 KCGS의 ESG 평가등급을 기업의 비재무적 성과로서 ESG 경영 수준에 대한 대용변수로 하여 코로나19 대유행과 같은 외적 충격으로 인해 자본시장이 급변하는 기간에 코스피 시장 상장기업의 ESG 경영 수준이 시장 변동의 방향성과 크기, 즉 시장위기와 시장급등 기간에 기업가치 변동성에 대한 대용변수인 토빈의 Q 비율 변동률과 주가변동률에 미치는 영향을 확인하였다.

본 연구의 전체 연구가설에 있어서 대부분의 연구가설이 통계적 유의성을 확보하지 못했다. 하지만, 시장위기 기간에서 ESG 통합경영 수준(ESG T)은 물론 ESG 경영 수준 각 부문, ESG 환경 경영 수준(ESG E), ESG 사회 경영 수준(ESG S), ESG 지배구조 경영 수준(ESG E)가 기업가치 변동성과 부(-)의 관계를 가지고 있다는 것을 확인할 수 있었다. 다만, ESG 환경 경영 수준(ESG E)만 통계적 유의성을 확인하였다. 시장급등 기간에서도 ESG 통합경영 수준(ESG T)은 물론 ESG 경영 수준 각 부문, ESG 환경 경영 수준(ESG E), ESG 사회 경영 수준(ESG S), ESG 지배구조 경영 수준(ESG E)가 정(+)의 관계를 가지고 있다는 것을 확인할 수 있었다. 물론 ESG 환경 경영 수준(ESG E)만 역시 통계적 유의성을 확인하였다.

이러한 연구 결과는 기업의 ESG 경영 도입과 투자기관의 ESG 투자 관행이 2020년 말과 2021년 초부터 본격화되었다는 점에서 이해될 수 있으며, 향후 기업의 ESG 경영과 투자기관의 ESG 투자가 본궤도 오르게 된다면 ESG 모든 부문에서 유의미한 결과를 달성할 수 있을 것으로 기대한다. 특히 시장위기 기간과 시장급등 기간 모두에서 ESG 환경 경영 수준이 기업가치에 대한 영향력이 높고 유의성을 달성한 것은 국내 ESG 경영과 ESG 투자가 환경영역에 집중되고 있다는 것을 방증한다. 2021년 11월 18일 신영증권과 에프엔가이드에 따르면, 2021년 11월 12일 기준 국내 ESG 펀드의 자산 규모가

1조 7,036억 원이고, 2021년 한 해 동안 총 32개의 ESG 펀드가 출시되었다. 또한 국내뿐만 아니라 유럽을 비롯한 미국, 중국 등 각국 정부가 친환경 정책을 강하게 펼치고 코로나19로 글로벌 자산 가격이 급락하는 과정에서 EGS 관련 펀드가 피난처로서 역할을 일부 담당하게 되었다. 특히 2021년 10월 31일부터 11월 13일까지 개최되었던 제26차 유엔기후변화협약 당사국총회(COP26)의 영향으로 각국의 친환경 정책이 한층 강화되어 ESG 펀드와 녹색 펀드로의 자금 유입이 지속 확대될 것으로 전망되고 있다(머니투데이 2011).

그러나, 본 연구 결과를 통해 국내 ESG 경영과 ESG 투자가 기후위기 대응과 탄소중립을 위한 전 세계적인 논의 때문에 환경 부문에만 집중되고 있는 것은 아닌지 반문해 볼 필요성을 제기한다. ESG 경영과 ESG 투자는 어느 한 부문만이 아닌 환경, 사회, 지배구조 3개의 기둥 모두가 기업에 내재화되었을 때 그 목적을 달성할 수 있다는 점을 되새길 필요가 있으며, 언론과 지식사회에서 이에 대한 고찰에 대한 목소리가 나오고 있다는 점에서 국내 ESG 환경이 지속 발전할 것이라 기대한다.

제 2 절 시사점 및 연구의 한계점

본 연구의 시사점은 다음과 같다. 첫째 선행연구와 달리 시장변동의 방향과 시장 변동성의 크기를 고려하여 ESG 경영 수준이 기업가치 변동성에 대한 영향을 확인하였다. 둘째, 코로나19 대유행 기간의 변화를 외생적 변화 및 자연적 실험으로 하여 ESG 경영 수준과 기업가치 변동성과의 관련성을 확인하였다는 점에서 기존 대다수 선행연구가 수행했던 특정 기간의 기업가치 성과의 결과로서 연구한 종단적 분석이 아닌 횡단적 분석 연구를 시도하였다. 셋째, 본 연구에서 선행연구에서 검증되었던 다양한 기업가치 대응변수를 적용하여 ESG 경영 수준에 대한 기업가치와의 관련성을 확인하였다. 넷째, KCGS의 ESG 평가등급은 평가대상 기간, 평가 수행 기간, 평가 결과 공표 시기 간의 시간 격차로 인해 다년간의 분석 기간을 대상으로 하는 선행연구들에서 ESG 경영성과를 평가 대상 기간의 성과로 사용하였으나 본 연구에서는 분석 기간을 회계 보고 기간의 최소 단위인 분기를 적용하면서 ESG 평가

대상 기간이 아닌 ESG 공표연도와 일치시켜 관계성을 검증하였다.

본 연구의 한계점은 다음과 같다. 첫째, ESG 경영 수준은 장기적인 기업 가치와의 관계가 있는 것으로 밝혀져 있으나 코로나19 대유행이라는 단일 이벤트에 따른 시장위기와 시장급등이라는 2가지 상황만을 분석하여 일관된 규칙성을 발견하는 데에는 한계가 있었다. 둘째, 분석 기간에서 개별 기업의 신규 편입, 등급의 상향 및 하향 조정 등 ESG 경영 수준 변동에 대해 충분히 고려하여 연구에 반영하지 못하였다는 한계가 있다. 셋째로 ESG 경영 수준 외에 기업가치에 영향을 미칠 수 있는 비재무적 요소들에 대해 충분히 통제하지 못하였다. 넷째, 다양한 ESG 평가기관의 평가등급 데이터를 활용하여 평가기관에 따른 평가등급 차이에 대한 사항을 고려하지 못하였다. 마지막으로 컨설팅학 분야서 ESG 경영과 ESG 투자에 대해 학문적으로 가져야 할 접근법에 관한 연구와 고민이 부족했다.

끝으로 KCGS는 2020년부터 평가대상 전체 기업에 모든 ESG 평가등급을 공표하고 있다. 그 이전에는 하위 평가등급인 C와 D에 대해서는 등급을 공개하지 않아 대부분의 선행연구에서 해당 등급에 대해 균등한 점수를 배정하거나 우수/열위 그룹 또는 상, 중, 하로 분류하여 연구를 수행하여 연구의 정확도를 높이는 데 한계가 있었다. 향후 지속적인 데이터 축적을 통해 ESG 경영과 기업가치에 관한 연구가 보다 활성화될 수 있기를 바란다. 또한 KCGS는 2020년 ESG 평가등급 공표와 함께 이전 ESG 등급 데이터를 확인할 수 없도록 홈페이지에서 삭제하였다. ESG 평가등급 정보에 대한 투자자는 물론 일반인의 정보 접근성과 이해도를 향상하고, 학술적 연구에 대한 지원 차원에서 전체 ESG 평가등급 데이터를 KCGS뿐만 아니라 국내 주요 ESG 평가기관 모두 상시 공개하기를 기대한다.

참 고 문 헌

1. 국내문헌

- 강경이, 조용탁, 이호갑. (2016). 기업의 연속적인 사회적 책임활동이 경영성과 및 기업가치에 미치는 영향. 회계와정책연구 21(6), 87-109.
- 강두용, 민성환, 박성근. 2021. 코로나 팬데믹 이후 1년의 한국경제 : 경제적 영향의 중간평가. 『i-KIET 산업경제이슈』. 제109호. 세종: 산업연구원.
- 강상구, 김학순, 임현일. (2015). 기업의 사회적 책임과 주가급락 위험에 관한 연구. 보험금융연구, 제26권 제4호, 113-139.
- 강상구, 임현일. (2015). CEO의 평판관리에 대한 인센티브와 기업의 사회적 책임에 대한 연구. 보험금융연구, 제26권 제1호, 73-108.
- 강원, 정무권. (2020). ESG 활동의 효과와 기업의 재무적 특성. 한국증권학회지, 49(5), 681-707.
- 강원, 정무권. (2020). 비재무지표와 기업의 시장성과 간의 관계에 대한 연구: ESG지표 개발에 사용되는 사건의 시장반응 분석. 연세경영연구, 57(2), 1-22.
- 강운식, 위경우. (2017). 기업의 사회적 책임 활동이 기업의 위험에 미치는 영향. 무역연구, 제13권 제1호, 605-627.
- 강현정, 김보영, 유순미. (2018). ESG정보와 공매도의 관련성에 대한 실증 연구. 예술인문사회융합멀티미디어논문지, 8(4): 197-205.
- 고성천, 박래수. (2011). 기업의 사회적 책임활동(CSR) 결정요인과 기업가치. 세무와회계저널 12(2), 105-134.
- 고세라, 전용수. (2013). 기업의 사회적 성과가 장·단기 재무적 성과에 미치는 영향에 관한 실증연구. 회계와정책연구, 18(2): 279-302.
- 국찬표·강운식. (2011). “기업의 사회적 책임, 지배구조 및 기업가치”, 한국중

- 권학회지, 제40권 제5호, 713-748.
- 금융위원회. 2021. 『ESG 국제 동향 및 국내 시사점』. 1면.
- 김 령, 양동훈, 홍영도, 최준혁. (2016). 사회적 책임 활동과 기업가치 간의 관계에 대한 국제비교. 회계저널, 25(5), 67-112.
- 김강. (2009). 환경경영이 경영성과에 미치는 영향. 회계연구, 14권 2호, 227-252.
- 김강. (2012). 지속가능경영이 장단기 경영성과에 미치는 영향. 회계연구, 17권 4호, 95-118.
- 김광민. (2021). ESG 경영이 기업가치와 타인자본비용에 미치는 영향에 관한 연구. 전북대학교대학원, 박사학위논문.
- 김선화, 정용기. (2018). CSR활동이 경영위험과 정보비대칭에 미치는 영향과 채권자의 차별적 인지: 대기업과 중소기업의 비교. 회계세무와감사연구 60(3): 237-274.
- 김선화. (2015). 기업규모와 자산효율성에 따른 CSR활동과 타인자본비용과의 관련성. 세무회계저널 16(2), 9-43.
- 김수연 (2021). 기업의 ESG와 재무성과의 선행관계에 대한 연구. 전북대학교 경영대학원, 석사학위논문.
- 김수욱, 이치송. (2015). 지속가능경영이 기업가치와 신용평가에 미치는 영향에 대한 실증분석. 한국산업경제학회 정기학술발표대회 논문집, 531-549.
- 김영화. (2014). 기업의 사회적 책임활동이 이익조정 및 기업가치에 미치는 영향. 세무회계연구 40, 147-163.
- 김요환, 박준령. (2011). 기업지배구조와 감사품질, 경영성과의 관련성에 대한 실증연구. 국제회계연구, 37권 3호, 95-120.
- 김유진, 홍지연. (2018). 경영전략이 기업의 사회적 책임 활동과 기업성과 간의 관계에 미치는 영향. 회계저널 27(3), 127-161.
- 김윤경 (2020). 기업 비재무정보(ESG) 공시가 재무성과와 기업가치에 미치는

- 영향. 규제연구, 29(1), 35-59.
- 김정교, 김태곤, 신찬휴. (2016). 기업의 사회적 책임활동(CSR)이 기업위험에 미치는 영향. 국제회계연구, 제70집, 93-128.
- 김정옥, 신유진. (2015). 토빈의 Q로 측정한 사회적 책임활동의 장기효과 및 사외이사제도의 역할. 회계저널 24(6), 277-311.
- 김창수. (2009). 기업의 사회적 책임 활동과 기업가치. 한국증권학회지, 38(4), 507-545.
- 김태완, 김진우. (2018). 기업의 사회적 책임활동에 따른 경영성과의 차별적 자본시장반응. 세무회계연구 55, 95-114.
- 김태완. (2018). 사회적 책임활동 수준에 따른 발생액과 현금흐름의 지속성과 가치평가의 효율성. 세무회계연구 58, 25-55.
- 김형구, 최종윤. (2011). 기업의 사회공헌활동과 재무성과의 관계에 대한연구. 회계정보연구, 29(2), 83-102.
- 나 영, 홍석훈. (2011). 기업규모에 따른 CSR활동과 기업가치에 대한 실증분석. 회계저널 20(5), 125-160.
- 나영, 임옥빈, 김명서. (2013). ESG 정보와 타인자본비용의 관련성에 대한 실증연구. 회계정보연구, 제31권 제1호, 453-487.
- 나영, 임옥빈 (2011). ESG 정보의 가치관련성에 관한 실증연구. 경영교육연구, 26, 439-467.
- 도연우, 김성환. (2019). ESG 평가등급 변동이 기업의 주가 변동성과 초과수익율에 미치는 영향 : 세부평가요소별 비대칭적 신호효과를 중심으로. 한국재무학회 학술대회. 821-850.
- 류두원, 류두진, 황준호. (2017). 국내기업의 CSR활동은 투자인가 비용인가?. 한국경영학회, 46(4), 1127-1155.
- 문상혁, 이화진, 지현미. (2006). “기업지배구조가 보고이익의 질, 경영성과 및 기업가치에 미치는 영향,” 회계세무와감사연구, 44호, 257-288.

- 민영기. (2021). ESG등급이 기업의 고유변동성에 미치는 영향. 중앙대학교 산업·창업경영대학원, 석사학위논문.
- 민재형, 김범석, 하승인. (2014). 지속가능경영을 위한 기업의 환경적, 사회적, 지배구조적 요인이 주가수익률 및 기업가치에 미치는 영향. 한국경영과학회지, 39권 4호, 33-49.
- 민재형, 김범석, 하승인. (2015). 기업의 환경, 사회, 지배구조 요인과 재무성과의 관계 : 공유가치창출의 경험적 근거. 한국경영과학회지, 제32권 제1호, 113-131.
- 박상준·백재승. (2017). 사회적 책임활동과 기업가치의 연관성 ; KEJI와 KSI 통합분석. 기업경영연구, 제72권 제2호, 213-236.
- 박선희, 박현재. (2014). 기업의 사회적 책임과 신용평점 및 재무평점과의 관련성. 회계정보연구 32 (4): 195-227.
- 박선희·박현재. (2014). 기업의 사회적 책임과 신용평점 및 재무평점과의 관련성. 회계정보연구, 제32권 제4호, 195-227.
- 박영규. (2017). ESG 투자전략의 성과분석, Journal of The Korean Data Analysis Society, 제19권 제4호, 1951-1961.
- 박영석, 이효섭. 2021. 기업의 ESG 경영 촉진을 위한 금융의 역할. 『이슈보고서』. 21-10호. 자본시장연구원.
- 박정윤, 옥영경. (2013). 기업의 KRX SRI Eco지수 편입이 기업가치에 미치는 영향. 로고 스경영연구, 11(2), 17-36.
- 박현일, 김민정, 강호영, 이원기. (2013). 기업의 사회적 책임수준에 따른 기업가치와 기업명성 차이. 재무와회계정보저널 13(1): 201-219.
- 박헌준, 이종건. (2002). 기부와 환경보호: 기업의 사회공헌활동과 재무적 성과간의 관계에 관한 실증적 연구. 인사조직연구, 10(1), 95-133.
- 박헌준, 권인수, 신현한, 정지웅 (2004). 기업의 환경성과와 재무성과의 관계. 경영학연구, 33(5), 1461-1487.

- 반혜정. (2013). 기업의 사회적 책임과 재무적 성과간 비선형관련성에 관한 연구. 회계와정책연구, 18(2), 183-209.
- 배경훈, 장가영. (2020), 빅데이터 기반 ESG지수를 활용한 중소기업들의 신용 등급 평가, 사회적가치연구원.
- 배창현, 김태동, 신세찬. (2021). 비재무적 측정지표를 활용한 연구동향 및 Esg 이슈. 회계저널, 30(2), 235.
- 백준성·윤병섭. (2018). 유가증권 상장기업의 사회적 책임수행이 기업가치에 미치는 영향. 대한경영학회지, 제31권 제5호, 907-937.
- 변혜영. (2018). 비재무적 공시의 가치 관련성 연구: 지속가능경영보고서 공시를 중심으로. 윤리경영연구, 18(1), 175-204.
- 삼성KPMG ACI. (2021). 국내 주요 상장법인 ESG위원회 현황. 『삼성KPMG 감사위원회 저널』. 제1호. 서울: 삼성KPMG.
- 서 위, 박미영. (2015). 중국 상장기업의 사회적 책임 활동이 기업가치에 미치는 영향. 재무와회계정보저널 15(3), 102-125.
- 서위수. (2020). 산업 특성에 따른 ESG와 기업가치, 경상대학교 경영대학원, 석사학위논문.
- 손성진. (2016). 한국의 사회적 책임기업의 재무적 특성과 경제적 성과와의 관계 - 상황 요인관점에서 비교 분석. 관리회계연구, 16(2): 201-240.
- 손지연. (2018). ESG 등급이 기업의 장,단기 경영성과에 미치는 영향. 세명대학교 석사학위논문.
- 손평식. (2008). 기업지배구조와 경영성과 간의 관계에 대한 실증연구. 산업경제연구, 21권 3호, 1061-1083.
- 손호철, 박성규. (2015). 환경·사회책임·가버넌스 통합지수(ESG)가 재무성과에 미치는 영향. 경영경제, 48권 2호, pp. 123-146.
- 신민식. (2011). 기업의 소유구조와 기업가치간의 관계. 대한경영학회, 425-448.
- 양형모, 윤태화. (2013). 외국인투자자가 기업의 사회공헌활동에 미치는 영향.

- 세무와회계저널, 14(4): 155-173.
- 여영준, 최순재, 권오진. (2015). 산업 내 경쟁에 따른 경쟁전략으로써의 CSR 활동의 선택과 기업의 재무성과간의 관련성 연구: 시장유형별 분석을 중심으로. 회계학연구 40(4), 1-37.
- 여은정. (2017). 기업의 사회적 책임활동이 주가변동성에 미치는 영향. 금융연구, 제31권 제4호, 77-101.
- 오근혜, 강승모. (2014). 지속가능경영활동이 재무적 성과 및 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구. 세무회계연구 40, 81-108.
- 오근혜, 강승모. (2016). 지속가능경영활동과 이익지속성간의 관계에 관한 연구. 세무회계연구 50, 1-18.
- 오근혜, 윤희구, 강승모(2012), 우리나라기업의 윤리경영이 기업가치 및 재무적 성과에 미치는 영향. 금융지식연구, 10권 3호, 3-25.
- 오상희, 이승태. (2019). ESG 평가요소와 기업가치의 관계에 관한 연구. 전산회계연구, 17(2), 205-223
- 오훈석, 최국현. (2011). “기업 지배구조가 재무적 경영성과와 기업가치에 미치는 영향”, 기업경영연구, 제18권 제2호, 41-65.
- 육근효. (2018). CEO의 사회적 책임 메시지와 지속가능성 성과의 관계. 회계저널 27(1): 253-279.
- 이결주, 이호갑, 오덕교. (2017). 기업가치가 사회적 책임(CSR)활동에 미치는 영향. 회계와정책연구, 22(6), 53-76.
- 이경수. (2020). ESG 요인 자산운용 전략 제언 : 기업특성을 고려한 ESG 포트폴리오 구성 전략별 위험조정 투자성과 실증분석. 한국외국어대학교 대학원 박사학위논문
- 이경수, 백재승. (2019). 기업특성을 고려한 ESG 포트폴리오 구성 전략별 투자성과 실증분석. 금융지식연구, 제17권 제3호, pp.83-125.
- 이광윤, 김진배, 양대천. (2012). 내생성과 다기간 문제를 고려한 기업의 사회적

- 책임의 세부활동과 기업가치와의 관계. 회계정보연구, 30(4), 115-145.
- 이상원. (2011). 사회책임투자지수의 성과분석. 금융공학연구, 10(4), 123-140.
- 이수정. (2014). “국내 SRI 펀드 운용현황”, ERRI 경제개혁연구소.
- 이운경, 고종권. (2013). 기업의 사회적 책임이 내재자본비용과 정보비대칭에 미치는 영향. 회계저널 22(5), 159-193.
- 이운상. (2004). “환경경영시스템이 기업의 재무성과에 미치는 영향에 관한 실증연구-(ISO14001 도입을 중심으로),” 한국회계학회 학술발표논문집, 177-208.
- 이장우, 노희진. (2014). “기업 지배구조 및 투자유형이 기업의 시장가치에 미치는 영향에 관한 연구,” KIF working paper, 2014권 11호, 1-53.
- 이재목, 김 용. (2013). 기업의 사회적 책임 활동과 기업가치 관련성에 관한 연구. 세무회계연구, 35, 27-55.
- 이정기, 이재혁. (2020). “지속가능경영” 연구의 현황 및 발전방향: ESG 평가 지표를 중심으로. 전략경영연구, 23(2), 65-92.
- 이정은, 김진섭. (2013). 기업지배구조, 사회 및 환경평가지수와 기업가치의 관련성 분석. 회계와정책연구 18(4), 81-99.
- 이지현, 홍진아. (2015). SRI(사회책임투자) 2.0, 이제 수익률로 말한다. 서스틴베스트 ESG Issue Report.
- 이지혜, 변희섭. (2016). “회적 책임활동은 기업의 위험을 완화시키는가?. 경영학연구, 제45권 제5호, 1551-1586.
- 이은선, 최유경. 2021. 『ESG 관련 개념의 정리와 이해』. 세종: 한국법제연구원.
- 이호갑, 손영건. (2009). 기업지배구조가 재무적 성과와 기업가치에 미치는 영향. 회계연구, 14권 2호, 317-339.
- 이호갑, 이걸주. (2017). 기업의 사회적 책임활동이 기업가치에 미치는 영향. 회계와 정책연구, 제22권 제1호, 45-74.
- 이효정, 김규림, 임두빈, 박도휘, 전창의, 장지혜. 2021. 『ESG의 부상, 기업은

- 무엇을 준비해야 하는가?』 서울: 삼정KPMG경제연구원
- 임동환. (2021). ESG 등급이 기업 가치에 미치는 영향에 관한 연구. 중앙대학교 경영대학원, 석사학위논문
- 임옥빈. (2019). 비재무적 정보가 기업성과에 미치는 영향 : ESG 점수를 중심으로. 국제회계연구, 86, 119-144.
- 임옥빈, 정준희, 손여진. (2019). 경영자의 ESG 활동이 자기자본비용에 미치는 영향. 전문경영인연구, 22:2, 23-53
- 임현일, 최경진. (2018). 기업의 사회적 책임과 기업 위험에 대한 실증연구. 산업경제연구, 제31권 제3호, 791-815.
- 장지인, 최현섭. (2010). 기업의 사회적 책임(CSR)과 재무성과와의 관계. 대한경영학회지, 제23권 제2호, pp.633-648.
- 전웅수, 이정일, 고세라, 손성진. (2013). 기업의 사회적 책임활동과 CSR통제 시스템이 사회적 책임성과와 재무성과에 미치는 영향. 회계와정책연구, 18(1), 127-149.
- 채건석. (2020). 환경·사회·지배구조 평가결과인 ESG등급이 기관투자자의 거래형태에 미치는 영향. 가톨릭대학교대학원, 박사학위논문
- 천미림, 김창수. (2010). 지속적인 기업의 사회적 책임(CSR)이 재무성과에 미치는 영향. 한국경영학회 통합학술발표논문집 2010.08, 1-17.
- 천미림, 김창수. (2011). CSR의 지속성이 CSR과 재무성과의 관계에 미치는 영향. 회계정보연구, 29(3): 351-374.
- 천미림, 유재미. (2013). 기업의 사회적 책임활동이 기업 재무성과에 미치는 영향. 경영학연구, 42(5), 1159-1185
- 천미림. (2012). 기업의 사회적 책임활동이 자기자본비용에 미치는 영향. 회계정보연구 30(4), 289-312.
- 최미화. (2021). 기업혁신, 지속가능경영 및 기업가치. 세무회계연구, 67, 55.
- 최미화, 김확열, 서정구. (2017). 기업의 사회적 책임투자가 세무보고공격성에

- 미치는 영향. 회계와정책연구 22(3), 47-69.
- 최미화, 조용언. (2017). CSR과 위험선호성향 및 기업가치-지배구조를 중심으로. 회계와정책연구, 22(1): 75-100.
- 최미화. (2015). 기업의 사회적 책임활동이행수준과 조세회피 및 자본비용 관련성. 회계정보연구, 33(2): 161-193.
- 최미화. (2018). 기업의 CSR성과요인, 투자효율성 및 기업가치. 재무와회계정보저널, 18(2), 45-66.
- 최미화. (2018). 기업의 사회적 책임활동과 투자의사결정 : 최고경영자파워를 중심으로. 재무와회계정보저널, 18(4), 87-109.
- 최승빈, (2017). 기업의 사회적 책임과 재무적 성과 관련성에 관한 연구. 기업경영리뷰, 제8권 제1호, 149-174.
- 최운열, 이호선, 홍찬선. (2009), 기업의 사회공헌활동이 기업가치에 미치는 영향: 기부금지출을 중심으로. 경영학연구, 38권 2호, 407-432.
- 최유경, 정아름. 2021. 사회적 가치 창출을 위한 E.S.G 활용방안(I) : 국내외 E.S.G. 공시 동향과 법제화 전망. 세종: 한국법제연구원.
- 황호찬. (2009). 기업의 비재무적 정보가 기업 가치에 미치는 영향 - 회계가치 모형을 이용한 기업의 사회적책임을 중심으로 -. 회계정보연구 27 (3), 215-236.
- 한국거래소. 2021. 『ESG 정보 공개 가이드스』. 2면
- IBK경제연구소. 2021. ‘ESG의 부상, 기업은 무엇을 준비해야 하는가?’ 서울: IBK기업은행
- CEO스코어: http://www.ceoscore.co.kr/bbs/board.php?bo_table=S00L04&wr_id=1555
- 한국경제신문: <https://www.hankyung.com/finance/article/2021103160181>
- 머니투데이: <https://news.mt.co.kr/mtview.php?no=2021111811025462219>

2. 국외문헌

- Abdullah M. Al-Awadhi, Khaled Alsaifi, Ahmad Al-Awadhi, Salah Alhammadi, (2020). Death and contagious infectious diseases: Impact of the COVID-19 virus on stock market returns, *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, Volume 27, 100326.
- Abdul Qoyum, Muhammad Rizky Prima Sakti, Hassanudin Mohd Thas Thaker, Rizqi Umar AlHashfi, (2021). *Does the islamic label indicate good environmental, social, and governance (ESG) performance? Evidence from sharia-compliant firms in Indonesia and Malaysia*, Borsa Istanbul Review.
- Adam Zaremba, Renatas Kizys, David Y. Aharon, Ender Demir, (2020). Infected Markets: Novel Coronavirus, Government Interventions, and Stock Return Volatility around the Globe, *Finance Research Letters*, Volume 35, 101597.
- Afees A. Salisu, Xuan Vinh Vo, (2020). Predicting stock returns in the presence of COVID-19 pandemic: The role of health news, *International Review of Financial Analysis*, Volume 71, 101546.
- 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.
- Alexandre Sanches Garcia, Wesley Mendes-Da-Silva, Renato J. Orsato, (2017). Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets, *Journal of Cleaner Production*, Volume 150, 135-147.
- Arshian Sharif, Chaker Aloui, Larisa Yarovaya, (2020). COVID-19 pandemic, oil prices, stock market, geopolitical risk and policy uncertainty nexus in the US economy: Fresh evidence from the wavelet-based

- approach, *International Review of Financial Analysis*, Volume 70, 101496.
- Aybars, A., Ataünal, L. and Gürbüz, A. O., (2019). *ESG and Financial Performance: Impact of Environmental, Social, and Governance Issues on Corporate Performance*, Handbook of Research on Managerial Thinking in Global Business Economics, Chapter 29.
- Badar Nadeem Ashraf, (2020). Economic impact of government interventions during the COVID-19 pandemic: International evidence from financial markets, *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, Volume 27, 100371.
- Baker, S. R., Bloom, N., Davis, S. J., Kost, K. J., Sammon, M. C., & Viratyosin, T. (2020). *The unprecedented stock market impact of COVID-19* (No. w26945). National Bureau of Economic Research.
- Barnea, A. and A. Rubin. (2005). *Corporate Social Responsibility as a Conflict Between Owners, Social Performance Metrics Conference*, Haas Center for Responsible Business.
- Barnea, A., & Rubin, A. (2010). Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. *Journal of Business Ethics*, 97(1), 71-86.
- Becchetti, L., Ciciretti, R., & Hasan, I. (2015). Corporate social responsibility, stakeholder risk, and idiosyncratic volatility. *Journal of Corporate Finance*, 35, 297-309.
- Black, B. S., Kim, W., Jang, H., & Park, K. S. (2010), *How corporate governance affects firm value: Evidence on channels from Korea*, ECGI Finance Working Paper.
- Bragdon, J. H., & Marlin, J. (1972). Is pollution profitable. *Risk Management*, 19(4), 9-18.
- Brown, W., Helland, E. and Smith, J. Corporate Philanthropic Practices, *Journal of Corporate Finance*, 12(5), 2006, pp.855-877.

- Buchanan, B., Cao, C. X., & Chen, C. (2018). Corporate social responsibility, firm value, and influential institutional ownership. *Journal of Corporate Finance*, 52, 73–95.
- Clark, Gordon L. and Feiner, Andreas and Viehs, Michael. (2015). *From the Stockholder to the Stakeholder: How Sustainability Can Drive Financial Outperformance*.
- David Iheke Okorie, Boqiang Lin, (2021). Stock markets and the COVID-19 fractal contagion effects, *Finance Research Letters*, Volume 38, 101640.
- Deng, X., and X. Cheng. (2019), Can ESG Indices Improve the Enterprises' Stock Market Performance? An Empirical Study from China, *Sustainability*, Vol. 11 (17), pp. 1–13.
- Derwall, J. (2007). *The economic virtues of SRI and CSR*, Doctoral dissertation, Erasmus Research Institute of Management.
- Diamond, D. W. and R. E. Verrecchia (1991), Disclosure, liquidity, and the cost of capital, *The Journal of Finance*, 46(4), 1325–1359.
- Elena Escrig-Olmedo, Juana María Rivera-Lirio, María Jesús Muñoz-Torres, María Ángeles Fernández-Izquierdo, (2017). Integrating multiple ESG investors' preferences into sustainable investment: A fuzzy multicriteria methodological approach, *Journal of Cleaner Production*, Volume 162, 1334–1345, ISSN 0959-6526
- Eliwa, Y., A. Aboud and A. Saleg. (2019), *ESG Practices and the Cost of Debt: Evidence from EU Countries*, Critical Perspectives on Accounting.
- Flammer, C. (2013). Corporate social responsibility and shareholder reaction: The environmental awareness of investors. *Academy of Management Journal*, 56(3), 758–781.
- Friede, G., Busch, T., Bassen, A., (2015), ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies,

- Journal of Sustainable Finance and Investment*, 5(4), 210–233.
- Friedman, M., (1970), *The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits*, The New York Times Magazine.
- Godfrey, P. C., (2005), The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth : a risk management perspective, *Academy of Management Review*, 30(4), 2005, pp.777–798.
- Godfrey, P., and N. W. Hatch, (2007), Research Corporate Social Responsibility: An Agenda for the 21st Century, *Journal of Business Ethics*, 70, 87–98
- Griffin, J. J. and J. F. Mahon, (1997), The Corporate Social Performance Debate: Twenty-Five Years of Incomparable Research, *Business and Society*, 35.
- Han, J., J. Hyun, and J. Yu, (2016), Empirical Study on Relationship between Corporate Social Responsibility and Financial Performance in Korea, *Asian Journal of Sustainability and Social Responsibility*, Vol. 1, pp. 61–76.
- Harjoto, M. A., & Jo, H. (2015). Legal vs. normative CSR: Differential impact on analyst dispersion, stock return volatility, cost of capital, and firm value. *Journal of Business Ethics*, 128(1), 1–20.
- Hatem Rjiba, Abderrahman Jahmane, Ilyes Abid, (2020). Corporate social responsibility and firm value: Guiding through economic policy uncertainty, *Finance Research Letters*, Volume 35, 101553.
- Jensen, M., (2001), Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function”, *Business Ethics Quarterly*, 12(2), 2001, pp.235–256.
- Jo, H. and Na, H., (2012), Does CSR reduce firm risk? Evidence from controversial industry sector, *Journal of Business Ethics*, 110, 2012, pp.441–456.
- John W. Goodell, (2020). COVID-19 and finance: Agendas for future

- research, *Finance Research Letters*, Volume 35, 101512.
- Kaiser, L. (2020). ESG Intergration: Value, Growth and Momentum. *Journal of Asset Management*, 21, 32-51.
- Kiyamaz, H., (2019), Factors influencing SRI fund performance, *Journal of Capital Markets Studies*, 3(1), pp.68-81.
- Libo Xu, (2021). Stock Return and the COVID-19 pandemic: Evidence from Canada and the US, *Finance Research Letters*, Volume 38, 101872.
- Lim, J., (2016), Effects of Business Value of ESG Evaluation Information and Earnings Management, *Korean Business Education Review*, Vol. 31 (1), pp. 111-139.
- McGuire, J. B., Sundgren, A., & Schneeweis, T. (1988), Corporate social responsibility and firm financial performance, *Academy of management Journal*, Vol. 31, No. 4, 854-872.
- McWilliams, A. and D. Siegel, (2000), corporate social responsibility : a theory of the firm perspective, *Academy of Management Review* 26, 117-127.
- Mert Topcu, Omer Serkan Gulal, (2020). The impact of COVID-19 on emerging stock markets, *Finance Research Letters*, Volume 36, 101691.
- Mervelskemper, L., and D. Streit, (2017), Enhancing Market Valuation of ESG Performance: Is Integrated Reporting Keeping its Promise?, *Business Strategy and Environment*, 26(4), 536-549.
- M. Kabir Hassan, Laura Chiamonte, Alberto Dreassi, Andrea Paltrinieri, Stefano Piserà, (2021). The crossroads of ESG and religious screening on firm risk, *Research in International Business and Finance*, 58, 101500.
- Murray, K. B., & Vogel, C. M. (1997). Using a hierarchy-of-effects approach to gauge the effectiveness of corporate social responsibility to generate goodwill toward the firm: Financial

- versus nonfinancial impacts. *Journal of Business Research*, 38(2), 141-159
- Navarro, P. (1988). Why do corporations give to charity? *Journal of Business*, 61(1), 65
- Nelling, E., & Webb, E. (2009). Corporate social responsibility and financial performance: The “virtuous circle” revisited. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 32(2), 197-209.
- Oikonomou, I., C. Brooks and S. Pavelin, The impact of corporate social performance on financial risk and utility : A Longitudinal Analysis, *Financial Management*, 41, 2012, 483-515.
- Orlitzky, M. (2013). Corporate social responsibility, noise, and stock market volatility. *Academy of Management Perspectives*, 27(3), 238-254.
- Paresh Kumar Narayan, Dinh Hoang Bach Phan, Guangqiang Liu, (2021). COVID-19 lockdowns, stimulus packages, travel bans, and stock returns, *Finance Research Letters*, Volume 38, 101732.
- Pava, M. J. Krausz. (1996). The Association Between Corporate Social Responsibility and Financial Performance : The Paradox of Social Cost. *Journal of Busssiness Ehtics*, 15(3), 321-357.
- Rizvi, S.K., Mirza, N., Naqvi, B., & Rahat, B. (2020). Covid-19 and asset management in EU: a preliminary assessment of performance and investment styles. *Journal of Asset Management*, 1 – 11.
- Raza, A., Ilyas, M., Rauf, R. and Qamar, R., (2012). Relationship between corporate social responsibility (CSR) and corporate financial performance (CFP)”, *Elixir Finance Management*, 46, 8404-8409.
- Renneboog, L., Ter Horst,J., & Zhang, C. (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1723-1742.
- Rizvi, S.K., Mirza, N., Naqvi, B., & Rahat, B. (2020). Covid-19 and asset

- management in EU: a preliminary assessment of performance and investment styles. *Journal of Asset Management*, 1 – 11.
- Scott R Baker, Nicholas Bloom, Steven J Davis, Kyle Kost, Marco Sammon, Tasaneeya Viratyosin, (2020). The Unprecedented Stock Market Reaction to COVID-19, *The Review of Asset Pricing Studies*, 10(4), 742–758.
- Seungho Baek, Sunil K. Mohanty, Mina Glambosky, (2020). COVID-19 and stock market volatility: An industry level analysis, *Finance Research Letters*, Volume 37, 101748.
- Stephanus Remond Waworuntu, Michelle Dewi Wantah, Toto Rusmanto, (2014). *CSR and Financial Performance Analysis: Evidence from Top ASEAN Listed Companies*, *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, 164, 493–500, ISSN 1877-0428
- Surroca, J., Tribó, J. A., & Waddock, S. (2010). Corporate responsibility and financial performance: The role of intangible resources. *Strategic Management Journal*, 31(5), 463–490
- Vance, S., (1975). Are Socially Responsible Firms Good Investment Risks?, *Management Review*, 64.
- Velte, P., (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany, *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169–178.
- Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The corporate social performance–financial performance link, *Strategic management journal*, 18(4), 303–319.
- Weber, O. (2014). Environmental, Social and Governance Reporting in China, *Business Strategy and the Environment*, 23(5), 303–317.
- White, M.A., (1996). *Investor Response to the Exxon Valdez Oil Spill*, University of Virginia Working Paper, McIntire School of Commerce Charlottesville VA.

- Woei Chyuan Wong, Jonathan A. Batten, Abd Halim Ahmad, Shamsul Bahrain Mohamed-Arshad, Sabariah Nordin, Azira Abdul Adzis, (2021). Does ESG certification add firm value?, *Finance Research Letters*, 39.
- Wright, P. and Ferris, S., (1997). Agency conflict and corporate strategy : The effect of divestment on corporate value, *Strategic Management Journal*, 18, 77-83.
- Xie, J., W. Nozawa, M. Yagi, and H. Fujii. (2019). Do Environmental, Social, and Governance Activities Improve Corporate Financial Performance?, *Business Strategy and the Environment*. 28, 286-300.
- Yu, Ellen Pei-yi and Guo, Qian and Luu, B.V. (2018). Environmental, social and governance transparency and firm value. *Business Strategy and the Environment*, 27 (7), pp. 987-1004
- Zaghum Umar, Mariya Gubareva, Dang Khoa Tran, Tamara Teplova, (2021). Impact of the Covid-19 induced panic on the Environmental, Social and Governance leaders equity volatility: A time-frequency analysis, *Research in International Business and Finance*, 58, 101493.
- Zhihong Wang, Joseph Sarkis, (2017). Corporate social responsibility governance, outcomes, and financial performance, *Journal of Cleaner Production*, 162, 1607-1616, ISSN 0959-6526

블랙록 홈페이지:

<https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-esg-investment-statement-web.pdf>

<https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>

MSCI 홈페이지: <https://www.msci.com/esg-101-what-is-esg>

ABSTRACT

The Effect of a Company's ESG Management Level
on its Corporate Value when the capital market fluctuates

Yang, Jin-Soo

Major in Smart Convergence Consulting

Dept. of Smart Convergence Consulting

Graduate School of Knowledge Service
Consulting

Hansung University

This study explores the impact of the corporate ESG management level on the corporate value volatility, during the market crisis and the market surge periods due to rapid changes in capital markets during the covid-19 pandemic.

ESG management is the management of ESG elements with the goal of sustainable growth of the company. Growth companies with both higher ESG management level and corporate transparency have higher financial performance, such as return on equity, and shareholders and companies can win-win through sustainable growth (Weber, O., 2014).

This study used the ESG evaluation ratings announced by the Korea Corporate Governance Service in October 2020 as a substitute variable for corporate ESG management level. Tobin's Q volatility and stock price

volatility were used as the substitute variables for the corporate value volatility. For the analysis period, the first quarter of 2020, when the KOSPI index plummeted by 20.16%, was set as the market crisis period, and the fourth quarter of 2020, when the KOSPI index plummeted by 23.44%, was set as the market surge period. This study confirmed the relationship between the corporate ESG management level and the corporate value, considering the market direction for each period. Considering the characteristics of ESG management level and corporate value volatility, the study sought to confirm the relationship through cross-sectional studies rather than longitudinal studies that were primarily conducted in prior research.

In the first quarter of 2020, which was set as the market crisis period, the study confirmed that the ESG integrated management level including its all sub-elements, namely the ESG environment, ESG social and ESG governance management levels had the negative (–) relationship with the corporate value volatility, Tobin's Q volatility and the stock price volatility. But the statistical significance was confirmed only for the ESG environment management level. In the fourth quarter of 2020, which was set as the market surge period, the study confirmed that the ESG integrated management level including its sub-elements had the positive (+) relationship with the corporate value volatility, Tobin's Q volatility and the stock price volatility. But the statistical significance was also confirmed only for the ESG environment management level.

This study identified the impact of ESG management levels on corporate value volatility, considering the direction and the magnitude of the market volatility, unlike previous prior studies. The study referenced prior research on the relationship between ESG management level and corporate value considering the changes of the global financial crisis as the external changes and natural experiments (Lins et al., 2017;

Buchanan et al., 2018). The study sought to confirm the relationship between ESG management levels and the corporate value volatility considering the changes the COVID-19 pandemic as the external changes and natural experiments. The study confirmed that the ESG environmental management level, which has been found to be negative or irrelevant to corporate value and corporate value volatility on major prior research, is strengthening the positive relationship with corporate value and corporate value volatility due to issues such as the COVID-19 pandemic and climate change response. Although statistical significance has not been confirmed, ESG integration, ESG social, and ESG governance management levels have also been identified as positively linked to corporate value volatility in response to market direction.

【Keywords】 Environment, Social, Governance (ESG), non-financial performance, management level, corporate value, capital market, volatility, Tobin's Q, stock price volatility, COVID-19