

지속가능경영을 위한 기업의 환경적, 사회적, 지배구조적 요인이 주가수익률 및 기업 가치에 미치는 영향*

민재형[†] · 김범석 · 하승인
서강대학교 경영전문대학원

The Impact of Firms' Environmental, Social, and Governancial Factors for Sustainability on Their Stock Returns and Values

Jae H. Min · Bumseok Kim · Seungyin Ha
Sogang Business School, Sogang University

■ Abstract ■

This study empirically examines the impact of firms' environmental (E), social (S), and governancial (G) factors on their short-term and long-term values. To measure firms' non-financial performance, we use ESG performance grades published by KCGS (Korea Corporate Governance Service). We employ stock log return as the proxy of each firm's short-term value, and Tobin's Q ratio as that of its long-term value. From a series of regression analyses, we find each of the ESG factors generally has a negative impact on stock return while it has a positive impact on the Tobin's Q ratio. These results imply that firms' effort for enhancing their non-financial performance may adversely affect their financial performance in a short term; but in the long-term point of view, firms' values increase through their good images engraved by their respective social, environmental and governancial efforts.

In addition, we compare the relative strength of impact among E, S, G, the three non-financial factors on the firms' value measured in Tobin's Q ratio, and find that S (social factor) and G (governancial factor) give statistically significant impact on the firms' value respectively. This result tells us it would be advised to strategically embed CSV (creating shared value) pursuing both of profits and social responsibility in the firms' future agenda. While E (environmental factor) is shown to be an insignificant factor for the firms' value, it should be emphasized as a major concern by all the stakeholders in order to form a sound business ecosystem.

Keywords : ESG, Sustainability, CSR, CSV, Stock Log Return, Tobin's Q

논문접수일 : 2014년 08월 28일 논문게재확정일 : 2014년 10월 16일

논문수정일(1차 : 2014년 10월 14일)

* 이 연구는 2008년도 서강대학교 교내연구비 지원에 의한 연구임(200810051.01).

[†] 교신저자 jaemin@sogang.ac.kr

1. 서 론

기업 경영의 목적은 다양하겠지만, 일반적으로 그 일차적인 목표가 이윤의 추구라는 점에 대해서는 이견이 없을 것이다. 기업의 이윤은 기업의 수익에서 비용을 차감하여 계산할 수 있기 때문에, 기업이 이윤 창출이라는 목표를 최대로 달성하기 위해서는 더 적은 비용으로 더욱 많은 수익을 산출해내야 할 것이다. 특히 유사한 제품 및 서비스를 제공하는 수많은 기업들이 생태계를 형성하고 있는 현대 사회에서 효율적인 이윤 창출은 기업 생존에 있어 필수적인 요소이다. 다시 말해 기업은 기업 생태계에서 생존하기 위해 경쟁 기업과 같은 비용으로 더 많은 수익을 산출해내거나, 경쟁 기업과 같은 수익을 창출하기 위해 비용을 절감해야 한다는 것이다.

하지만 이와 같은 기업의 경쟁은 많은 부작용 역시 발생시켰다. 일부 기업들은 일시적인 기업의 성과를 증진시키기 위하여 하청 기업에게 무리한 납품단가 인하 및 납기일정을 요구하거나, 무분별한 생산 증대를 위해 환경문제 등을 야기하였다. 이와 같은 일시적 성과를 위한 기업의 경영 활동은 장기적으로 건전한 기업 생태계를 파괴시킬 것이며, 파괴된 기업 생태계 내에서는 어떠한 기업도 지속되기 어려울 것이다.

이러한 문제의식에서 최근 들어 재무성과 외에도 기업의 환경적 요인, 사회적 요인, 지배구조적 요인 등을 포함한 기업의 사회적 책임에 대한 관심이 증대되고 있다. 즉, 건전한 생태계 유지를 위하여 기업은 이윤의 추구라는 일차적인 목표를 추구함과 동시에 기업 윤리, 경영의 질, 협력기업과의 동반성장, 친환경 제품 및 서비스 등을 함께 고려해야 한다는 공유가치창출(CSV : creating shared value)의 개념이 대두되고 있으며, 공유가치창출 활동을 통해 기업은 장기적인 시각에서 지속가능한 기업으로 성장할 수 있다는 것이다.

실제로 협력기업과의 동반성장 및 사회적 책임에 대한 인식 확산에 따라 불매, 구매운동 등을 통

해 시민의식을 표현하려는 소비자들도 증가하고 있다[6]. 1990년대 중반 하청공장의 어린이 노동착취 문제로 불매운동이 벌어진 나이키의 경우 매출은 물론 주가까지도 40% 가까이 떨어졌고[19], 국내에서도 2013년 남양유업 영업사원이 대리점주에게 폭언을 한 사실과 함께 그동안 관례처럼 행해져 온 밀어내기 등의 횡포가 밝혀지면서 매출과 주가가 급감한 사실은 소비자들이 기업에게 요구하는 사회적 책임의 수준이 높아졌음을 나타낸다.

이처럼 기업의 동반성장, 사회적 책임, 공유가치 창출 등 지속가능경영에 대한 관심이 높아지면서 다양한 기관에서는 지속가능경영과 관련된 비재무적 성과를 측정할 수 있는 다양한 지표를 개발하고 있다. 대표적으로 유엔의 산하기관인 UNEP FI (United Nations Environment Programme Finance Initiative)는 기업에 대한 투자결정 시 이해관계자들이 고려해야 할 성과로 재무성과 이외에 친환경(Environment), 사회적 기여(Social), 그리고 투명한 지배구조(Governance) 등 비재무적 성과를 제안하고 있다[36]. 이러한 세 가지 비재무적 성과 요소는 이후 유엔 사회책임투자원칙(PRI : Principles for Responsible Investment)으로 발전하여 기업의 지속가능경영을 위한 주요 동인으로 인식되고 있다. 국내의 경우, 한국기업지배구조원(KCGS : Korea Corporate Governance Service), 서스틴베스트(Sustaininvest) 등의 기관에서 이러한 세 가지 핵심요소를 기반으로 ESG 평가모형을 개발하여 기업 평가를 실시하고 있다.

학계에서도 지속가능경영에 대한 효과를 검증하기 위한 노력들이 시도되고 있다. 하지만 대부분의 연구들은 기업의 지속가능경영 활동이 거시경제에 미치는 영향을 중심으로 사회책임투자의 필요성을 강조하는데 주안점을 둔 반면, 동반성장, 사회적 책임, 공유가치창출의 주체라 할 수 있는 대기업을 대상으로 한 연구는 부족한 것이 현실이다. 또한 환경, 사회, 지배구조 등의 비재무적 성과는 재무성과의 극대화와는 다소 거리가 있기 때문에 비재무적 성과가 기업의 일차적인 목표인 이윤추구와 지속적

으로 상충된다면 사회적 책임 등 비재무적 성과 향상을 위한 대기업의 동기는 사라질 수밖에 없다. 실제로 기업의 환경, 사회, 지배구조 요인의 효과에 대한 기존의 연구도 성과지표 및 연구표본에 따라 상반된 결과를 보이고 있어 기업의 비재무적 성과 개선을 위한 투자를 망설이게 만들고 있다[11].

본 연구에서는 기업의 환경적(E), 사회적(S), 지배구조적(G) 요인이 기업 생태계 조성의 주체인 대기업의 가치에 미치는 영향을 확인함으로써 그들의 지속가능경영에 대한 동기를 유발시키고자 한다. 구체적으로 한국기업지배구조원에서 발표한 ESG 평가등급을 이용하여 ESG에 대한 기업의 노력이 기업의 주가수익률 및 토빈큐(Tobin's Q)에 미치는 영향을 확인함으로써 ESG와 기업의 장단기적 가치와의 관계를 분석하고자 한다. 또한 ESG 각 요인이 기업 가치에 미치는 영향력을 비교함으로써 국내 기업들의 ESG 요인별 노력 현황을 파악하고, 비재무적인 성과 중 잘 시행되고 있는 부분과 부족한 부분을 판별해내어 지속가능한 기업으로 존속하기 위해 추가적으로 노력을 기울여야 할

부분을 밝히는 등 건전한 기업 생태계 조성을 위한 실증적 근거를 제시하고자 한다.

2. 이론적 배경

2.1 한국의 ESG 평가모형

기업의 사회적 책임과 지속가능경영의 중요성이 높아짐에 따라 국내에서도 비재무적 성과의 측정에 대한 수요가 발생하였고, 국내 다수 기관에서 비재무적 성과측정 모형의 개발과 객관적인 평가를 위한 노력을 시도하고 있다. 이러한 노력들 중 비재무적 성과의 핵심요소인 환경, 사회, 지배구조 요소의 성과를 평가하는 대표적인 국내 기관으로는 한국기업지배구조원을 들 수 있다. 한국기업지배구조원은 2002년 설립된 비영리 사단법인으로 2003년부터 국내기업의 지배구조를 평가하였고, 2011년 환경 및 사회 요소를 추가한 ESG 평가모형을 개발한 바 있다.

본 연구에서 이용한 한국기업지배구조원의 ESG

〈표 1〉 한국기업지배구조원 ESG 평가모형의 환경 부문 주요 평가항목

대분류	중분류	주요 평가항목
환경전략 및 조직	최고경영자의 의지	최고경영자의 환경경영 실천의지 표명여부 등
	환경전략과 방침	환경전략과 방침의 수립여부, 수립과정 적정성 등
	환경조직 문화	환경인식 향상을 위한 정보제공, 소통 프로그램 보유 등
	환경조직 체계	환경경영 실무추진 조직보유 여부 등
환경경영 - 관리	목표 및 계획수립	단기, 중장기 환경목표의 수립여부, 세부계획의 구체성 등
	환경회계	환경회계 정보 적용수준 및 시스템 구축여부 등
	환경성과 관리	환경성과평가 체계 구축여부 및 이행의 충실성 등
	환경감사	환경감사 수행여부, 환경경영시스템(EMS) 인증 등
환경경영 - 활동	공급망 관리	녹색구매 방침/가이드라인의 수립 및 이행의 충실성 등
	청정생산시스템	용수, 에너지, 원부자재 사용량 관리 및 절감활동 등
	환경위험관리	환경법규, 규제에 대한 대응활동, 온실가스저감 활동 등
환경성과	자원	용수 절감 및 재이용 실적, 폐기물 저감 및 재활용 실적 등
	기후변화	에너지 절감 및 온실가스 감축실적 등
	환경오염 및 규제대응	대기/수질 오염물질 관리실적, 유해화학물질 저감실적 등
이해관계자 대응	친환경제품 및 서비스	친환경 제품/서비스 매출 및 구매실적, 녹색인증 여부 등
	환경보고	환경정보 공개 여부 및 적절성, 외부검증 실시여부 등
	이해관계자 대응 활동	주요 이해관계자들의 의사소통 여부 등

〈표 2〉 한국기업지배구조원 ESG 평가모형의 사회 부문 주요 평가항목

대분류	중분류	주요 평가문항
근로자	고용 및 근로조건	근로자 고용안정 정책 수립 유무, 근로자 복지혜택 수준 등
	노사관계	노사협의회 운영 실적, 근로자들의 평균 이직율 등
	직장 내 안전 및 보건	근로자의 안전보건 정책 수립 유무 등
	인력개발 및 지원	근로자 교육훈련 방침 및 퇴직자 지원제도 유무 등
	직장 내 기본권	강제노동 금지, 아동노동 금지, 차별금지 정책 유무 등
협력사 및 경쟁사	공정거래	협력사에 대한 공정거래 방침 수립 유무 등
	부패방지	부패방지 전담조직 유무, 윤리교육 실시 여부 등
	사회적 책임 촉진	협력사 선정시 협력사 인권이나 윤리경영 수준 평가 등
소비자	소비자와의 공정거래	소비자에 대한 공정거래 원칙 수립 유무 등
	소비자 안전 및 보건	제품 및 서비스 안정성에 대한 국내외 인증취득 등
	소비자 개인정보 보호	소비자 개인정보 관리 정책 수립 유무 등
	소비자와의 소통	소비자 만족도 제고 정책 수립 유무 등
지역사회	지역사회 참여	지역사회 발전을 위한 정책 수립 유무 등
	지역경제 발전	지역 공급자 우선 배려 정책 수립 유무 등
	지역사회와의 소통	지역주민과의 대화채널 도입 등

〈표 3〉 한국기업지배구조원 ESG 평가모형의 지배구조 부문 주요 평가항목

대분류	중분류	주요 평가문항
주주권리 보호	주주권리의 보호 및 행사편의성	기업지배구조현장 및 임직원 윤리규정 도입 등
	소유구조	최대주주 및 특수관계인의 지분을 합계 등
	특수관계인과의 거래	최대주주 및 특수관계인과의 거래실적 등
이사회	이사회의 구성	이사회의 사외이사 구성현황 등
	이사회의 운영, 평가 및 보상	사외이사의 활동내용 및 평가결과 등
공시	공시일반	기업설명회(IR) 실적 및 사전예고 여부 등
	홈페이지 공시	이사회 및 이사회 내 위원회 관련사항 등
감사기구	감사기구 일반	감사기구의 형태, 외부감사인의 비 감사요역 현황 등
경영과실배분	경영과실배분 일반	배당수익률 현황 및 최근 3년간 배당성향 등

평가모형은 국내 상장기업의 사회적 책임을 제고하고 그 활동을 장려하는 한편, 투자자의 책임투자를 활성화시키고 사회적 책임경영의 원칙 및 기준에 대한 정보를 제공하는 것을 목적으로 하고 있다. 이 모형은 ISO26000, GRI 지속가능성 보고서 등 국제적 표준을 바탕으로 한국 기업의 실정을 고려하여 개발한 한국형 지속가능성 평가모형이다. 한국기업지배구조원의 ESG 평가결과는 6개의 등급(A+, A, B+, B, C, D)으로 구분되는데, 이 중 ESG 통합평가 및 부문별 평가결과가 B+ 등급 이상인 기업을 공개한다.

한국기업지배구조원 ESG 평가모형의 환경, 사회, 지배구조 부문의 주요 평가항목은 <표 1>, <표 2>, <표 3>에 각각 정리하였다.

ESG 평가모형은 최고 A+등급부터 최하 D등급까지 6개의 등급으로 평가결과를 구분하고 있는데, 2011년 이후 매년 유가증권시장 상장기업을 대상으로 평가결과가 B+등급 이상인 기업들을 발표하고 있다. 본 연구에서 이용한 상장기업들의 ESG 평가결과는 <표 4>에 정리하였다. 발표되지 않는 B등급 이하의 기업은 <표 4>에서 하나의 범주로 묶었다.

〈표 4〉 유가증권시장 상장기업에 대한 한국지배구조연구원의 ESG 평가결과

평가년도	평가등급	ESG 통합등급 기업 수 (개, %)	ESG 부문별 등급 기업 수(개, %)		
			환경	사회	지배구조
2011 (668개 기업)	A+	4(0.60%)	9(1.35%)	11(1.65%)	14(2.10%)
	A	40(5.99%)	39(5.84%)	40(5.99%)	34(5.09%)
	B+	48(7.19%)	36(5.39%)	59(8.83%)	105(15.72%)
	B 이하	576(86.23%)	584(87.43%)	558(83.53%)	515(77.10%)
2012 (710개 기업)	A+	6(0.85%)	10(1.41%)	15(2.11%)	11(1.55%)
	A	38(5.35%)	29(4.08%)	47(6.62%)	29(4.08%)
	B+	81(11.41%)	134(18.87%)	80(11.27%)	111(15.63%)
	B 이하	585(82.39%)	537(75.63%)	568(80.00%)	559(78.73%)
2013 (693개 기업)	A+	6(0.87%)	6(0.87%)	10(1.44%)	7(1.01%)
	A	34(4.91%)	36(5.19%)	46(6.64%)	31(4.47%)
	B+	91(13.13%)	122(17.60%)	90(12.99%)	113(16.31%)
	B 이하	562(81.10%)	529(76.33%)	547(78.93%)	542(78.21%)

2.2 ESG 평가 관련 선행연구

환경, 사회, 지배구조 부문의 개선을 위한 기업의 노력이 건전한 기업 생태계 조성을 위해 반드시 필요하다라는 점은 기업의 이해관계자뿐만 아니라 모든 사람이 공감하는 규범적 명제이다. 하지만 많은 기업들은 미래의 사안이 중요하다는 것을 알면서도 실제로는 현재의 관심사에 보다 큰 비중을 두고 판단하고 행동하는 제한된 의지력(bounded willpower) 때문에[9] 비재무적 성과보다는 단기적인 재무성과 향상에 더욱 노력을 기울이게 된다. 실제로 비재무적 성과의 핵심 요소인 환경, 사회, 지배구조의 개선 노력은 기업의 재무성과와는 다소 거리가 있을 수 있다. 예를 들어, 환경을 위한 설비 투자, 사회 공헌을 위한 기부활동 등의 비용은 기업의 효율성을 저해하는 요소로 작용할 수 있고, 특수 관계인과의 거래규제와 같은 투명한 지배구조 형성 노력 역시 단기적 재무성과의 극대화와는 거리가 존재한다. 하지만 이러한 사회적 책임의 실현과 지속가능 경영을 위한 기업의 노력은 장기적인 관점에서 협력적 노사문화를 정착시키고 협력사와의 상생, 고객밀착력 향상[3] 등으로 인해 기업의 이미지에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다[11]. 아울러 좋은 이미

지는 고객이 더욱 쉽게 접근할 수 있는 판매력을 제공하여 장기적으로는 경영성과에 긍정적인 영향을 미친다[18, 27, 29, 31].

학계에서도 비재무적 성과의 재무성과와의 연관성, 장기적 시각에서의 효과 등을 실증하기 위해 다양한 연구를 진행하였는데, 여기서는 본 연구의 주제인 환경, 사회, 지배구조 요소와 관련된 선행연구에 대해 살펴본다.

2.2.1 기업의 환경적 요인

Lorraine et al.[28]은 기업의 친환경 정보공시가 주가에는 큰 영향을 미치지 못한다는 사실을 실증하였고, 박승준과 석승우[2], 김종민[5] 등은 환경과 관련된 부정적 보도는 기업의 주가수익률과 부(-)의 관계를 보이지만 환경과 관련된 긍정적인 보도는 주가수익률과 유의한 관계가 없음을 실증하였다. 오히려 박경서 외[10]는 환경책임 투자지수와 주가수익률 간에는 부(-)의 관계가 있음을 확인하였다. 반면 Marshall et al.[30]은 자발적 공시수준과 기업 가치는 부(-)의 상관관계를 보이지만 환경과 민감한 산업의 경우, 자발적 공시 수준과 기업 가치는 통계적으로 의미 있는 정(+)의 상관관계에 있음을 실증하였다.

2.2.2 기업의 사회적 요인

Tsoutsoura[35], Scholtens[34] 등은 미국의 리서치 회사인 KLD에서 제공하는 사회적 책임 지표를 활용하여 기업의 사회적 책임이 재무성과에 정(+)의 효과를 미친다는 사실을 실증하였다. 국내에서도 강철희와 정승화[1]는 기부금 지출액을, 박헌준과 이종건[11]은 경제정의연구소(KEJI)에서 개발한 사회적 책임지수를 활용하여, 사회적 요인이 재무성과에 정(+)의 효과가 있음을 확인하였다. 하지만 Preston and O'banon[33]은 재무성과가 좋은 기업은 사회적 책임을 다하기보다는 단기적 성과를 위한 사업에 투자하므로 재무성과와 사회적 책임은 부(-)의 관계에 있다고 주장하였고, 이와 같은 주장은 Brammer and Millington[22] 등에 의해 실증되기도 하였다.

2.2.3 기업의 지배구조적 요인

Drobtz et al.[24]는 독일 기업을 대상으로, Black et al.[21]은 한국 기업을 대상으로 기업지배구조지수를 산출하여 지수와 기업 가치가 정(+)의 상관관계에 있음을 실증하였다. 또 Ashbaugh et al.[20]는 기업의 투명성, 감사기구의 독립성 등 지배구조요인이 기업의 추가수익률에 영향을 미친다는 사실을 확인하였다. 국내에서도 한국기업지배구조원의 기업지배구조지수가 높을수록 재무성과와 기업 가치가 높다는 사실이 윤봉한과 오재영[15], 손평식[12] 등에 의해 실증되었다.

2.2.4 국내 ESG 평가에 대한 실증분석

나영과 임옥빈[7]은 ESG 정보 효과를 실증하기 위해 ESG 관련 정보의 공시여부가 주가의 초과수익률 및 주식거래량, 그리고 토빈큐로 측정된 기업 가치에 미치는 영향을 분석하였다. 분석 결과, 주식거래량, 토빈큐와는 정(+)의 상관관계, 초과수익률과는 부(-)의 상관관계에 있음을 실증하였다. 이러한 결과를 통해 ESG 정보는 투자자들에게 추가적인 정보를 제공하여 단기적으로는 매수거래보다는 매도거래를 유도하지만, 장기적인 관점에서 ESG

요소는 기업 가치의 상승을 유인할 수 있다고 주장하였다.

오근혜 외[14]는 국내 기업의 윤리경영이 기업 가치 및 재무성과에 미치는 영향을 확인하기 위해 경제정의연구소의 사회적 책임지수와 함께 한국기업지배구조원의 2011년, 2012년 ESG 평가결과를 윤리경영의 성과지표로 활용하였다. 분석 결과, 기업 가치는 환경부문 평가등급에서, 재무성과는 ESG 통합 평가등급에서 유의한 등급별 차이가 존재함을 확인하였다.

나영 외[8]는 한국기업지배구조원의 2011년과 2012년 ESG 평가결과를 이용하여 ESG 정보가 기업 가치 저평가 현상 및 자본비용 상승을 방지하는지 분석하였다. 분석 결과, 회사채 평가등급은 대체적으로 ESG 요인과 유의한 정(+)의 상관관계를, 부채이자비용은 대체적으로 ESG 요인과 유의한 부(-)의 상관관계를 보여, 기업의 ESG 요소는 투자자들에게 비재무적인 위험을 줄여주어 회사채 등급을 높이고, 정보의 비대칭 정도를 감소시켜 자본비용 상승을 방지한다는 가설을 지지하였다.

장승욱과 김용현[17]은 리서치 회사인 서스틴베스트의 2008년부터 2011년까지의 ESG 평가정보를 이용하여 ESG 요인과 추가수익률, 영업성과, 그리고 토빈큐와의 관계를 확인하였다.¹⁾ 연구 결과, 서스틴베스트의 최고 등급인 AA등급에 속한 기업은 최하 등급인 E등급에 속한 기업에 비해 추가수익률과 영업성과가 높게 나타났고, 토빈큐와도 통계적으로 유의한 정(+)의 상관관계를 보여, 기업이 ESG 요소를 전략적으로 관리해야 하는 근거를 마련하였다.

3. 실증 분석

3.1 연구모형의 설계

본 연구에서는 기업의 환경, 사회, 지배구조 요인이 기업 가치에 미치는 영향을 확인함으로써 지속가

1) 2006년 설립된 서스틴베스트는 기업의 지속가능성 평가 모형인 ESG Value를 개발하여 평가를 수행하고 있다.

능경영의 주체인 대기업의 비재무적 성과 향상의 동기를 유발하는데 그 목적이 있다. 따라서 기업의 가치를 나타내는 지표를 종속변수로, 기업의 환경, 사회, 지배구조 측면의 노력 정도와 기타 통제변수를 독립변수로 설정한 다중회귀분석을 실시하였다.²⁾

기업의 비재무적 성과를 위한 전반적 노력과 환경, 사회, 지배구조 측면 각각의 노력 수준은 한국 기업지배구조원의 ESG 평가결과를 활용하였다. 한국 기업지배구조원은 총 6개의 등급으로 분류된 ESG 평가등급 중 B+등급 이상인 기업의 명단을 공개하기 때문에, B등급 이하인 기업의 명단은 확인할 수 없다. 또한 <표 4>에서 보듯이 A+등급과 A등급에 속한 기업의 수는 매우 작기 때문에 소수의 표본으로 구성된 등급 구분을 그대로 사용하면 분석결과에 왜곡이 발생할 수 있다.

따라서 본 연구에서는 평가등급을 A+등급 및 A등급을 하나의 범주로 구성하여 “A등급 이상”, “B+등급”, 그리고 평가등급을 확인할 수 없는 “B등급 이하” 3개로 구분하고, B등급 이하인 기업을 참조집단으로 설정하여 모형을 설계하였다. 즉, ESG 통합 평가등급, 환경부문 평가등급, 사회부문 평가등급, 그리고 지배구조부문 평가등급을 이용한 4가지 다중회귀 분석을 실시하였다. 이러한 분석을 통해 비재무적 성과에 대한 노력을 기울이고 있는 기업과 비재무적 성과에 대한 노력이 상대적으로 부족한 기업 사이에 기업 가치의 차이가 존재하는지를 확인할 수 있다.

기업의 가치는 단기적인 가치를 설명하는 주가수익률과 장기적인 가치를 설명하는 토빈큐로 설정하

였다. 효율적 시장가설[26]에 따르면 기업의 모든 새로운 정보는 주가에 반영된다. 따라서 주가수익률은 기업의 특정 정보가 기업 가치에 단기적으로 어떠한 영향을 미치는지 확인할 수 있는 대리치(proxy)로 활용될 수 있다. 종속변수가 주가수익률인 회귀 분석모형의 경우, 통제변수로는 주가의 체계적 위험을 측정하는 베타(β)와 주가의 전반적인 위험을 측정하는 변동성(volatility), 그리고 기업의 주가를 설명하는 시장가치 대 장부가치 비율(Market-to-Book Ratio)로 설정하였다. 또한 업종별, 연도별 특성을 나타내는 더미변수 역시 통제변수로 설정하였다. 기업의 비재무적인 성과와 주가수익률의 관계를 나타내는 다중회귀모형은 식 (1)과 같다.

$$\text{주가수익률} = \beta_0 + \beta_1 ESG_A + \beta_2 ESG_{B+} + \sum_{i=3}^5 \beta_i X_i \quad (1) \\ + \sum_{j=6}^{16} \beta_j \text{업종}_j + \sum_{k=17}^{18} \beta_k \text{년도}_k + \varepsilon$$

여기서 주가수익률 : 연간 로그 수익률($\ln(r_t) - \ln(r_{t-1})$), r_t : 연말 주가, r_{t-1} : 연초 주가)

ESG_A : 부문별 ESG 평가등급이 A등급 이상인 기업의 더미변수(ESG 통합평가, 환경부문 평가, 사회부문 평가, 지배구조부문 평가)
 ESG_{B+} : 부문별 ESG 평가등급이 B+등급 이상인 기업의 더미변수(ESG 통합평가, 환경부문 평가, 사회부문 평가, 지배구조부문 평가)

(부문별 ESG 평가등급이 B등급 이하인 기업은 참조집단)

X_3 : 베타(β)

X_4 : 변동성(volatility)

X_5 : 시장가치 대 장부가치 비율($\frac{\text{주식의 시가총액}}{\text{자본총계}}$)

$X_6 - X_{16}$: 업종세분화에 따른 업종더미(화학 업종은 참조집단)

X_{17}, X_{18} : 2011년, 2012년 연도 더미(2013년은 참조집단)

ε : 오차항

2) 회귀분석은 독립변수(원인)와 종속변수(결과)의 개념적 인과관계를 토대로 그들의 인과관계를 통계적으로 실증하는 것을 목적으로 한다. 즉, 회귀분석은 독립변수와 종속변수 간의 개념적 인과관계를 기반으로 그 인과관계가 통계적으로 의미 있는 것인지를 확인하는 것이지만, 분석을 통해 개념적 인과관계를 보장하는 것은 아니다. 선행연구에서 볼 수 있듯이, 기업의 비재무적 성과와 기업 가치에 대한 일치된 인과관계 및 실증결과는 존재하지 않는다. 따라서 본 연구에서는 ESG 등급에 따른 기업 가치의 통계적 차이를 실증적으로 확인하고, 이러한 차이의 존재가 기업의 비재무적 성과를 위한 노력으로 인해 발생한 효과라는 추론을 수행하였다.

토빈큐는 기업의 시장가치와 실물자본의 대체비용과의 비율을 나타낸 것으로 다수의 연구에서 기업의 설비투자 동향 및 장기적인 관점에서의 기업 가치를 측정하는데 활용되고 있다[7, 12, 16, 17]. 여기서 실물자본의 대체비용이란 기업의 자산을 취득하는데 소요되는 비용으로, 토빈큐가 클수록 적은 비용으로 더 높은 시장가치를 획득할 수 있는 것을 의미하기 때문에 많은 연구에서 장기적인 관점에서의 기업 가치를 측정하는 대리치로 활용하고 있다. 토빈큐는 다양한 방식으로 산출되고 있지만, 본 연구에서는 기업의 시장가치에 레버리지 효과를 포함시킨 Chung and Pruitt[23]의 방법을 이용하여 토빈큐를 산출하였다.

종속변수가 토빈큐인 회귀분석모형의 경우, 우선 기업 규모의 통제를 위해 총자산에 자연로그를 취해준 $\ln(\text{총자산})$ 을 사용하였다. 그리고 기업의 현금흐름을 대표하는 재무비율인 영업활동현금흐름 대 총자산 비율, 장기적 관점에서 기업의 가치에 영향을 미치는 연구개발비 비율을 통제변수로 활용하였다. 또한 업종별, 연도별 특성을 통제하기 위한 더미변수 역시 통제변수로 설정하였다. 기업의 비재무적인 성과와 토빈큐의 관계를 나타내는 다중회귀모형은 식 (2)와 같다.

$$\text{Tobin's } Q = \beta_0 + \beta_1 \text{ESG}_A + \beta_2 \text{ESG}_{B+} + \sum_{i=3}^5 \beta_i X_i \quad (2)$$

$$+ \sum_{j=6}^{16} \beta_j \text{업종}_j + \sum_{k=17}^{18} \beta_k \text{년도}_k + \varepsilon$$

보통주 기말 시가총액+

여기서 $\text{Tobin's } Q = \frac{\text{우선주 기말 시가총액} + \text{부채총계}}{\text{총자산}}$

ESG_A : 부문별 ESG 평가등급이 A등급 이상인 기업의 더미변수(ESG 통합평가, 환경부문 평가, 사회부문 평가, 지배구조부문 평가)

ESG_{B+} : 부문별 ESG 평가등급이 B+등급 이상인 기업의 더미변수(ESG 통합평가, 환경부문 평가, 사회부문 평가, 지배구조부문 평가)

(부문별 ESG 평가 등급이 B등급 이하인 기업은 참조 집단)

X_3 : 규모통제변수($\ln(\text{총자산})$)

X_4 : 영업활동 CF 대 총자산 비율($\frac{\text{영업활동 현금흐름}}{\text{총자산}}$)

X_5 : 연구개발비 비율($\frac{\text{연구개발비지출액}}{\text{총자산}}$)

$X_6 - X_{16}$: 업종세분화에 따른 업종 더미(화학 업종은 참조집단)

X_{17}, X_{18} : 2011년, 2012년 연도 더미(2013년은 참조집단)

ε : 오차항

본 연구에서는 추가적으로 비재무적 성과의 핵심요소인 환경, 사회, 지배구조 각 요소가 토빈큐에 미치는 영향력을 비교하였다. 이를 통해 기업 입장에서는 자신들의 장기적 가치를 높이기 위해 어떠한 비재무적 요소에 더욱 큰 노력을 기울여야 하는지 파악할 수 있고, 기업의 이해관계자 및 정부 입장에서는 영향력이 작은 비재무적 요소를 확인함으로써 정책적으로 강화시켜야 할 요소가 무엇인지 판별할 수 있을 것이다.

구체적으로, 세 가지 비재무적 성과 요소 각각이 토빈큐에 미치는 영향력을 비교하기 위하여 종속변수로는 토빈큐, 독립변수로는 세 가지 성과 요소별 ESG 평가등급 더미변수를 모두 포함시키고 식 (2)의 통제변수를 이용한 다중회귀분석을 실시하였다. ESG 평가등급 더미변수는 모형의 단순화를 위하여 B+등급을 기준으로, B+등급 이상일 경우 1, B등급 이하인 경우 0으로 설정하였다. 기업의 환경, 사회, 지배구조 요소가 기업 가치에 미치는 영향력을 비교하기 위한 다중회귀모형은 식 (3)과 같다.

$$\text{Tobin's } Q = \beta_0 + \beta_1 E_d + \beta_2 S_d + \beta_3 G_d + \sum_{i=4}^6 \beta_i X_i \quad (3)$$

$$+ \sum_{j=7}^{17} \beta_j \text{업종}_j + \sum_{k=18}^{19} \beta_k \text{년도}_k + \varepsilon$$

보통주 기말 시가총액+
여기서 $Tobin's Q = \frac{\text{우선주 기말 시가총액+부채총계}}{\text{총자산}}$

E_d : 환경 부문별 ESG 평가등급이 B+등급 이상인 기업의 더미변수
 S_d : 사회 부문별 ESG 평가등급이 B+등급 이상인 기업의 더미변수
 G_d : 지배구조 부문별 ESG 평가등급이 B+등급 이상인 기업의 더미변수(평가등급이 B+ 이상일 경우 1, B 이하일 경우 0)
 X_4 : 규모통제변수
 X_5 : 영업활동 CF 대 총자산 비율
 X_6 : 연구개발비 비율
 $X_7 - X_{17}$: 업종세분화에 따른 업종 더미(화학 업종은 참조집단)
 X_{18}, X_{19} : 2011년, 2012년 연도 더미(2013년은 참조 집단)
 ε : 오차항

3.2 표본의 선정

본 연구에서는 2011년부터 2013년까지 한국기업

지배구조원에서 발표한 ESG 평가등급을 비재무적 성과의 대리치로 사용하였다. 또한 본 연구의 동기 중 하나는 건전한 기업 생태계 조성의 주체인 대기업으로 하여금 비재무적 성과를 위한 노력을 기울이도록 동기를 유발하는 것이다. 따라서 본 연구의 표본으로는 유가증권시장에 상장되어 한국기업지배구조원의 평가를 받은 2011년 668개 기업, 2012년 710개 기업, 2013년 693개 기업을 우선 선정하였다. 이 중 재무구조가 다른 업종과 크게 달라 본 연구 모형의 적용이 어려운 은행, 보험사 등 금융업종에 속한 기업과 상장폐지 등으로 재무정보를 얻을 수 없는 기업을 제외한 2011년 623개 기업, 2012년 641개 기업, 그리고 2013년 651개 기업을 최종 연구 표본으로 선정하고, 연구 표본의 2011년부터 2013년까지 3개년의 재무정보를 분석에 사용하였다. 연도별 ESG 평가결과에 따른 표본 기업의 수는 <표 5>에 정리하였다.

본 연구의 표본은 모두 유가증권시장에 상장된 기업들이다. 따라서 유가증권시장에서 사용하는 18개의 업종으로 표본을 세분화하여 업종별 요소를 통제하였다. 업종세분화에 따른 표본의 크기 및 표본의 기술통계량은 <표 6>과 <표 7>에 각각 정리하였다.

<표 5> 연도별 ESG 평가결과에 따른 표본의 크기

평가년도	평가 등급	ESG 통합등급 기업 수 (개, %)	ESG 부문별 등급 기업 수(개, %)		
			환경	사회	지배구조
2011 (623개 기업)	A 이상	36(5.46%)	44(6.68%)	43(6.53%)	29(4.40%)
	B+	39(5.92%)	27(4.10%)	45(6.83%)	83(12.59%)
	B 이하	548(83.16%)	552(83.76%)	535(81.18%)	511(77.54%)
2012 (641개 기업)	A 이상	33(4.90%)	36(5.34%)	46(6.82%)	20(2.97%)
	B+	68(10.09%)	119(17.66%)	69(10.24%)	89(13.20%)
	B 이하	540(80.12%)	486(72.11%)	526(78.04%)	532(78.93%)
2013 (651개 기업)	A 이상	34(4.96%)	38(5.55%)	49(7.15%)	20(2.92%)
	B+	74(10.80%)	115(16.79%)	75(10.95%)	91(13.28%)
	B 이하	543(79.27%)	498(72.70%)	527(76.93%)	540(78.83%)

〈표 6〉 업종 세분화와 연도별 표본의 크기

업종	2011년		2012년		2013년	
	빈도	백분율	빈도	백분율	빈도	백분율
건설업	32	5.14%	29	4.52%	29	4.45%
기계	41	6.58%	40	6.24%	42	6.45%
기타제조업	6	0.96%	7	1.09%	6	0.92%
비금속광물	19	3.05%	20	3.12%	20	3.07%
서비스업	92	14.77%	92	14.35%	95	14.59%
섬유/의복	27	4.33%	28	4.37%	29	4.45%
운수장비	44	7.06%	47	7.33%	47	7.22%
운수장고	18	2.89%	21	3.28%	21	3.23%
유통업	51	8.19%	57	8.89%	57	8.76%
음식료업	38	6.10%	41	6.40%	42	6.45%
의료정밀	4	0.64%	4	0.62%	4	0.61%
의약품	37	5.94%	37	5.77%	37	5.68%
전기/전자	53	8.51%	55	8.58%	54	8.29%
전기가스업	11	1.77%	11	1.72%	11	1.69%
종이/목재	23	3.69%	23	3.59%	22	3.38%
철강/금속	42	6.74%	43	6.71%	43	6.61%
통신업	3	0.48%	3	0.47%	3	0.46%
화학	82	13.16%	83	12.95%	89	13.67%
계	623		641		651	

〈표 7〉 표본의 기술통계량

년도	변수명	평균	중앙값	표준편차	변수명	평균	중앙값	표준편차
2011	주가수익률 (로그수익률)	-0.109	-0.125	0.433	토빈큐 (Tobin's Q)	1.033	0.886	0.611
	베타(β)	0.777	0.740	0.370	ln(총자산)	12.982	12.706	1.519
	변동성 (Volatility)	48.703	47.621	16.018	영업활동 CF 대 총자산 비율	3.531	3.257	7.597
	시장가치 대 장부가치 비율	1.063	0.758	1.256	연구개발비 비율	0.004	0.000	0.011
2012	주가수익률 (로그수익률)	0.058	0.037	0.413	토빈큐 (Tobin's Q)	1.073	0.917	0.616
	베타(β)	0.627	0.585	0.402	ln(총자산)	12.992	12.756	1.535
	변동성 (Volatility)	44.327	37.141	41.574	영업활동 CF 대 총자산 비율	4.745	4.508	7.457
	시장가치 대 장부가치 비율	1.114	0.798	1.511	연구개발비 비율	0.004	0.000	0.012
2013	주가수익률 (로그수익률)	0.022	0.053	0.830	토빈큐 (Tobin's Q)	1.114	0.961	0.706
	베타(β)	0.644	0.616	0.358	ln(총자산)	13.004	12.762	1.530
	변동성 (Volatility)	36.709	33.914	14.829	영업활동 CF 대 총자산 비율	4.437	4.073	7.518
	시장가치 대 장부가치 비율	1.214	0.917	1.244	연구개발비 비율	0.004	0.000	0.012

3.3 기존 연구와의 차이점

기업의 환경, 사회, 지배구조에 대한 연구는 지속 가능경영에 대한 관심이 높아지면서 활발히 진행되어 왔다. 하지만 기업의 비재무적인 성과, 특히 환경, 사회, 지배구조 측면의 성과를 객관적이면서도 일관성 있게 측정할 지표의 부재로 인해 그 효과에 대한 연구결과 또한 일치하지 않거나 상반되는[11] 한계를 보여 왔다. 이후 한국기업지배구조원과 서스틴베스트의 ESG 평가모형의 개발은 이 분야 실증연구에 기여를 하였다. 예를 들어, 나영과 임옥빈[7], 오근혜 외[14], 장승욱과 김용현[17] 등은 한국기업지배구조원, 서스틴베스트의 ESG 평가결과를 이용하여 실증연구를 진행하였다. 하지만 표본 크기의 부족은 해당 연구의 한계점으로 지적되고 있다. 본 연구에서는 환경, 사회, 지배구조 부문의 성과 모두를 한국기업지배구조원의 ESG 평가모형에 따라 일관된 기준으로 측정할 지표를 활용하였고, 최근 3년간의 평가결과를 이용하여 총 1,915개 기업의 자료를 표본으로 선정함으로써 비교적 충분한 표본 크기의 연구를 진행하였다.

다음으로 본 연구에서는 모형을 다양하게 세분화하여 연구를 진행하였다. 먼저 기업의 가치를 주가수익률과 토빈큐로 측정하여 단기적 관점 및 장기적 관점에서의 기업 가치에 대한 ESG 성과의 영향을 각각 확인하였다. 또 통합적인 ESG의 효과만을 분석한 기존의 연구[7, 17]에서 나아가 ESG 통합 평가결과뿐만 아니라 부문별 평가결과를 이용하여 비재무적 성과의 세 가지 핵심요소인 환경, 사회, 지배구조 각각이 기업 가치에 미치는 영향을 분석하였다. 아울러 ESG 평가등급을 A등급 이상, B+등급, B이하 등급 등 세 등급으로 나누어 기존의 연구[8, 14, 17]보다 등급별 효과를 구체적으로 확인하였다.

아울러 부문별 평가결과를 하나의 모형으로 구성하여, 환경, 사회, 지배구조 각 요소가 기업 가치에 미치는 영향력을 비교하는 연구를 추가적으로 실시

하였다. 기업의 환경, 사회, 지배구조 요인의 개선을 위한 노력이 기업에서 강조되어야 함은 명백한 사실이다. 하지만 기업의 입장에서는 기업 가치에 영향력이 큰 요소에 더 많은 노력을 기울이고자 할 것이다. 요소별 영향력의 비교는 기업의 입장에서는 어떠한 비재무적 성과 요소가 기업 가치를 높이는지 확인하도록 함으로써 건전한 기업 생태계 조성을 위한 기업의 자발적 투자 분야를 파악하도록 한다. 한편, 기업 가치에 큰 영향을 미치지 않는 요소로 파악되더라도 환경, 사회, 지배구조 요인은 지속가능경영과 건전한 기업 생태계 조성을 위한 규범적 요소이다. 따라서 정부 입장에서는 당장은 기업의 가치 향상에는 도움이 되지 않지만 기업이 추가적으로 노력을 기울여야 할 비재무적 성과 부문을 밝히고, 건전한 기업 생태계 조성을 위해 필요한 부문이 무엇인지에 대한 실증적 근거를 제시할 수 있을 것이다.

4. 분석 결과

4.1 ESG 평가등급과 주가수익률의 관계

기업의 환경(E), 사회(S), 지배구조(G) 측면의 노력이 주가수익률에 미치는 영향을 실증하기 위하여 한국기업지배구조원의 ESG 통합 평가등급 및 ESG 각 부문별 평가등급과 주가수익률 간의 회귀분석을 수행하였고, 그 결과는 <표 8>과 같다.

<표 8>을 보면, ESG 통합 평가등급이 A등급 이상일 경우에는 주가수익률과 통계적으로 의미 있는 관계를 보이지 않고, 오히려 B+등급인 경우에는 1% 유의수준에서 주가수익률과 음의 상관관계를 보임을 알 수 있다. 즉, ESG 통합 평가등급이 A등급 이상인 경우에는 참조집단인 B등급 이하의 기업과 주가로그수익률에 차이를 보이지 않았지만 B+등급인 기업은 B등급 이하인 기업보다 주가로그수익률이 평균적으로 약 22% 낮게 나타났음을 알 수 있다.

〈표 8〉 ESG 통합 평가등급 및 부문별 평가등급과 주가수익률 간의 회귀분석결과

변수	ESG 통합 평가		환경부문 평가		사회부문 평가		지배구조부문 평가	
	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값
Intercept	0.099	1.96**	0.121	2.37**	0.104	2.06**	0.097	1.92*
ESG : A등급 이상	-0.035	-0.56	-0.028	-0.47	-0.047	-0.85	-0.044	-0.58
ESG : B+등급	-0.220	-4.62***	-0.140	-3.36***	-0.176	-3.84***	-0.068	-1.64
베타	-0.197	-4.68***	-0.212	-5.04***	-0.223	-5.39***	-0.224	-5.38***
변동성	0.002	4.41***	0.003	4.72***	0.002	4.54***	0.003	4.74***
시장가치 대 장부가치 비율	0.056	5.45***	0.052	5.04***	0.055	5.31***	0.053	5.16***
산업 더미	포함		포함		포함		포함	
년도 더미	포함		포함		포함		포함	
조정결정계수	0.0834		0.0785		0.0802		0.0744	

- 주) 1. *, **, ***은 유의수준 10%, 5%, 1% 각각에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.
 2. ESG 통합 평가 및 각 부문별 평가에서 B등급 이하의 기업은 참조집단.

ESG 부문별 평가등급과 주가수익률 간의 회귀 분석 결과도 비슷한 행태를 보이고 있다. 환경, 사회, 지배구조 각 부문별 평가등급이 A등급 이상일 경우에는 참조집단인 B등급 이하의 기업과 주가로 그 수익률에 통계적으로 의미 있는 차이를 보이지 않은 반면, 환경 평가등급이 B+등급인 기업은 참조집단에 비해 평균 약 14%, 사회 평가등급이 B+등급인 기업은 참조집단에 비해 평균 약 18% 정도 주가로 수익률이 낮은 것으로 나타났다. 지배구조 부문의 경우에는 등급에 따라 주가로 수익률에 통계적으로 의미 있는 차이를 보이지 않았다.

이러한 결과는 아직 투자자들이 비재무적인 성과보다는 재무성과에 민감하게 반응하여 발생한 현상으로 판단된다. 앞서 언급한 바와 같이 기업의 친환경 노력과 사회적 기여는 기업의 단기적 이윤에는 오히려 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 친환경 설비에 대한 투자, 지역사회 공헌을 위한 인프라 구축 등은 재무성과의 일시적인 감소로 나타나기 때문이다.

ESG 평가등급이 A등급 이상인 경우에는 오랜 기간 투자가 진행되어 재무성과의 일시적 감소가

상대적으로 적거나 재무성과의 감소분을 상쇄할 수 있는 이미지 개선효과가 나타나 참조집단과 주가수익률에 있어 통계적으로 의미 있는 차이를 보이지 않았다. 하지만 B+등급의 경우에는 환경과 사회 측면의 노력이 아직은 단기적이어서 이미지 개선 효과를 보이기에 부족하거나 초기 투자에 따른 재무성과의 큰 감소로 인해 오히려 참조집단에 비해 주가수익률이 저조하게 나타난 것으로 판단된다. 투자에 따른 재무성과의 감소가 비교적 적은 지배구조 부문의 경우, 평가등급에 따라 주가수익률에 의미 있는 차이를 보이지 않는다는 분석결과는 이러한 추론을 지지하는 하나의 근거가 될 수 있다.

4.2 ESG 평가등급과 토빈큐의 관계

기업의 환경(E), 사회(S), 지배구조(G) 측면의 노력이 장기적인 기업 가치에 미치는 영향을 실증하기 위하여 ESG 통합 평가등급 및 각 부문별 평가등급과 토빈큐 간의 회귀분석을 수행하였다. 그 결과는 <표 9>과 같다.

<표 9> ESG 통합 평가등급 및 부문별 평가등급과 토빈큐 간의 회귀분석결과

변수	ESG 통합 평가		환경부문 평가		사회부문 평가		지배구조부문 평가	
	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값
Intercept	1.052	6.49***	0.790	5.03***	1.120	7.17***	0.858	5.47***
ESG : A등급 이상	0.331	4.26***	0.220	2.98***	0.411	6.13***	0.129	1.48
ESG : B+등급	0.220	3.99***	0.006	0.12	0.189	3.68***	0.177	3.66***
ln(총자산)	-0.001	0.01	0.023	1.81*	-0.005	-0.45	0.017	1.39
영업활동CF 대 총자산 비율	0.015	8.08***	0.015	8.02***	0.015	7.74***	0.015	7.91***
연구개발비 비율	2.431	1.84*	2.641	1.99**	2.381	1.82*	2.777	2.1**
산업 더미	포함		포함		포함		포함	
년도 더미	포함		포함		포함		포함	
조정결정계수	0.1226		0.1154		0.1299		0.1171	

주) 1. *, **, ***은 유의수준 10%, 5%, 1% 각각에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.
 2. ESG 통합 평가 및 각 부문별 평가에서 B등급 이하의 기업은 참조집단

장기적 관점에서의 기업 가치를 측정할 때 토빈큐의 경우에는 주가수익률에 대한 분석결과와 상이하게 나타났다. ESG 통합 평가의 경우, A등급 이상과 B+등급 모두 참조집단인 B등급 이하의 기업과는 1% 유의수준에서 토빈큐가 통계적으로 의미 있는 차이를 보이고 있으며, 등급이 좋아짐에 따라 토빈큐 역시 단조증가하는 정(+)의 상관관계를 보임을 알 수 있다.

다음으로 부문별 평가등급과 토빈큐와의 관계를 살펴보면, 환경부문 평가에서 B+등급인 기업은 참조집단인 B등급 이하의 기업과 토빈큐에 있어 통계적으로 의미 있는 차이를 보이지 않았지만, A등급 이상인 기업은 참조집단에 비해 유의수준 1%에서 토빈큐가 더 높음을 알 수 있다. 사회부문 평가에서는 통합 평가등급에 대한 회귀분석 결과와 마찬가지로 A등급 이상과 B+등급 모두 참조집단과 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 토빈큐 차이를 보였으며, 등급이 좋아짐에 따라 토빈큐도 단조증가하는 정(+)의 상관관계를 보임을 알 수 있다.

지배구조부문 평가에서는 B+등급인 기업이 참조집단인 B등급 이하 기업에 비해 토빈큐가 유의수

준 1%에서 더 높은 것으로 나타났지만, A등급 이상인 기업들은 참조집단과 통계적으로 유의한 차이를 보이지 않았다. 즉, 지배구조부문에서 가장 좋은 평가를 받은 기업들은 오히려 B+등급 기업보다 기업 가치가 낮음을 의미한다. 선행연구에 따르면 전반적으로 지배구조 지수가 높을수록 기업 가치는 증가하지만[12, 15, 20, 21, 24], 이사회 의 규모가 작을수록 더 높은 기업 가치를 보인다는 연구결과[25, 37] 역시 존재한다. 일반적으로 이사회 의 규모가 크고 감사기능이 강할 경우 기업의 지배구조는 높게 평가되지만, 이사회 의 규모가 클 경우 의사결정의 비효율성도 초래하여 이러한 결과가 도출되었다고 판단할 수 있다.

4.3 기업 가치에 대한 ESG 요소별 영향력 분석

기업의 환경(E), 사회(S), 지배구조(G) 측면의 노력이 토빈큐로 측정된 기업 가치에 미치는 영향력을 비교하기 위하여 ESG 부문별 평가등급과 토빈큐와의 회귀분석을 수행하였고, 그 결과는 <표 10>과 같다.

〈표 10〉 ESG 부문별 평가등급과 토빈큐와의 회귀분석 결과

변수	회귀계수	표준오차	t값
Intercept	1.083	0.168	6.44***
환경부문 평가등급 더미	-0.060	0.048	-1.23
사회부문 평가등급 더미	0.251	0.051	4.94***
지배구조부문 평가등급 더미	0.111	0.049	2.26**
ln(총자산)	-0.001	0.013	-0.09
영업활동CF 대 총자산 비율	0.014	0.002	7.54***
연구개발비 비율	2.344	1.316	1.78*
산업 더미	포함(18개 업종, 화학업종은 참조집단)		
년도 더미	포함(2011년~2013년, 2013년은 참조집단)		
조정결정계수	0.1279		

주) 1. *, **, ***은 유의수준 10%, 5%, 1% 각각에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

2. 부문별 평가등급 더미변수의 값은 B+등급 이상이면 1, B등급 이하(참조집단)이면 0으로 설정하였다.

<표 10>에서 환경, 사회, 지배구조 부문이 기업 가치에 미치는 영향력을 비교해보면, 영향력 크기는 사회, 지배구조 순이었고, 환경의 경우에는 기업 가치에 통계적으로 의미 있는 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다.

과거 기업의 사회 부문에 대한 실천모형으로 가장 많이 활용된 것은 기업자선활동(CP : Corporate Philanthropy)으로, 기업의 수익 일부를 기업의 영업활동과 상관없는 장학, 빈민구제 등 자선활동에 기부하는 것이었다[13]. 하지만 최근 들어 기업 본연의 영리활동과 거리가 있는 CP 모형의 단점을 극복하고자 Porter and Kramer[32]은 기업 본연의 영업활동과 관계있는 가치사슬의 혁신 및 산업클러스터의 형성 등을 통해 기업의 사회적 책임은 물론 기업의 경제적 이익까지 실현하려는 공유가치창출(CSV) 모형을 제안하였다[4].

본 연구에서 사회 부문의 노력이 기업 가치에 가장 긍정적인 영향을 미친다는 사실은 기업의 사회적 기여와 함께 재무성과를 동시에 추구할 수 있는 CSV 모형의 성공 가능성과 전략적 활용 가능성을 보여준다.

한편, <표 10>을 보면 환경 부문에 대한 기업의 노력은 기업 가치에 미미한 영향을 미치는 것으로 나타났는데, 이러한 결과는 기업으로 하여금 친환경

경을 위한 노력을 소홀히 하게 만들 위험이 있다. 하지만 건전한 기업 생태계를 조성하고 지속가능한 경영을 위해서 기업의 친환경 노력은 필수적이다. 따라서 환경 부문에 대한 적절한 정부의 지도와 개입이 필요할 것으로 보인다. 아울러 기업의 이해관계자들도 장기적이고 거시적인 관점에서 환경의 중요성을 인지하는 의식의 개선도 필요할 것이다.

5. 결 론

기업이 지속가능하기 위해서는 건전한 기업 생태계가 조성되어야 하고, 건전한 기업 생태계의 조성을 위해서는 단기적인 이윤 창출 외에도 기업의 환경 및 사회 부문에 대한 책임의식이 필요하다. 건전한 기업 생태계 조성을 위한 기업의 이러한 노력은 비재무적 성과로 표현되며, 비재무적 성과의 핵심 요소는 환경(E), 사회(S), 지배구조(G)로 요약될 수 있다.

본 연구에서는 한국기업지배구조원의 ESG 평가 결과를 이용하여 기업의 환경, 사회, 지배구조 요인이 기업의 장단기적 가치에 미치는 영향을 확인하고, 각 요인의 영향력을 비교하였다. 구체적으로, ESG 통합 평가등급 및 ESG 각 부문별 평가등급을 3개 범주(A등급 이상, B+등급, B등급 이하)로

나눈 더미변수와 여러 가지 통제변수를 독립변수로 설정하고, 기업의 주가수익률과 토빈큐 각각을 종속변수로 설정한 다중회귀분석을 실시하였다. 여기서 주가수익률은 단기적 기업 가치의 대리치로, 토빈큐는 장기적 기업 가치의 대리치로 활용하였다. 아울러 환경, 사회, 지배구조 각 요인이 기업 가치에 미치는 영향력을 비교하기 위하여 환경, 사회, 지배구조 각 부문별 평가결과를 2개 범주(B+등급 이상, B등급 이하)로 나눈 3개의 더미변수(환경, 사회, 지배구조)와 여러 통제변수를 독립변수로 설정하고 토빈큐를 종속변수로 설정한 다중회귀분석을 수행하였다.

분석 결과 주가수익률의 경우, ESG 평가등급이 A등급 이상인 기업과 참조집단인 B등급 이하의 기업은 통계적으로 의미 있는 차이를 보이지 않았고, B+등급인 기업은 참조집단에 비해 오히려 그 수익률이 낮은 것으로 나타났다. 기업의 비재무적인 성과는 단기적으로 기업의 일차적 목적인 이윤 극대화에는 부정적인 영향을 미칠 수 있고, 특히 친환경과 사회적 기여를 위해서는 초기 투자비용이 크게 발생할 수 있다. 일반 투자자들은 아직 기업의 비재무적 성과보다는 재무성과에 민감하기 때문에 단기적으로 이와 같은 결과가 발생한 것으로 판단된다.

반면 토빈큐의 경우에는 대체적으로 ESG 평가등급이 높을수록 단조증가하는 정(+)의 상관관계를 보이고 있다. 이러한 결과를 통해 비재무적인 성과를 위한 기업의 노력은 일시적으로 재무성과에 부정적 영향을 미쳐 단기적으로는 기업 가치를 하락시킬 수 있지만 장기적인 관점에서는 기업 이미지 개선 효과 등을 통해 기업의 가치를 높임을 알 수 있다.

다음으로 환경, 사회, 지배구조 각 요인이 토빈큐로 측정된 기업 가치에 미치는 영향력을 비교한 결과, 사회적 요인의 영향력이 가장 크고, 지배구조 요인이 그 다음 순으로 나타났다. 과거 기업의 사회적 책임 실천모형이 단순 기부와 같은 비영리적 모형이었다면, 근래 들어 사회적 책임의 수행과 함

께 이윤도 추구하는 공유가치창출의 중요성이 부각되고 있다. 기업의 사회적 요인이 기업 가치에 가장 큰 영향을 미친다는 본 연구의 결과는 사회 부문의 성과 향상을 위한 기업의 자발적 노력의 동인이 될 수 있으며, 기업에서 공유가치창출 모형의 전략적 활용을 지지하는 근거로 작용할 수 있다.

한편, 사회 및 지배구조 요인과는 달리 환경 요인은 기업 가치에 통계적으로 의미 있는 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났는데, 이러한 결과는 기업으로 하여금 친환경을 위한 노력을 소홀하게 만들 위험성도 내포한다. 하지만 기업의 친환경 노력은 건전한 기업 생태계의 조성뿐만 아니라 해당 기업의 지속가능한 경영을 위해서도 꼭 필요한 요소임은 분명하다. 따라서 정부는 친환경 정책의 입안 등을 통해 기업이 이에 대한 노력을 기울여 주지 않도록 적절한 개입도 필요할 것으로 판단된다. 뿐만 아니라 기업의 이해관계자들도 미래의 가치보다 지나치게 근시안적인 이득을 중시하는 인지편향에서 벗어나 좀 더 장기적이고 거시적인 관점에서 환경의 중요성을 인식하고 이에 대한 관심과 개선 노력을 기울여야 할 것이다.

본 연구에서는 기업의 환경, 사회, 지배구조 측면의 성과를 개선하기 위한 동기를 부여하고, 향후 건전한 기업 생태계 조성을 위해 기업과 정부가 나아가야 할 방향에 대한 실증적 근거를 제시하였다는 점에서 의의가 있다. 하지만 연구에 활용된 비재무적 성과 자료의 크기가 아직 충분히 확보되지 않아 중단면적 분석에 한계가 존재한다. 향후 충분한 시계열 자료가 확보된 시점에서 기업의 지속가능경영을 위한 보다 발전된 연구가 있기를 기대하며, 본 연구가 그 시발점이 될 수 있기를 바란다.

참 고 문 헌

- [1] 강철희, 정승화, “기업사회공헌과 기업의 재무적 성과의 관계에 관한 연구 : 고정효과회귀방식에 의한 분석”, 『사회보장연구』, 제23권, 제4호 (2007), pp.29-56.

- [2] 광승준, 석승우, “정보와 환경규제 : 환경정보 보도와 주가반응”, 『경제학연구』, 제49권, 제3호(2001), pp.145-164.
- [3] 김 강, “지속가능경영이 장단기 경영성과에 미치는 영향”, 『회계연구』, 제17권, 제4호(2012), pp.95-118.
- [4] 김세중, 박의범, Tsog Khulan, “한국기업 CSR 활동의 공유가치창출에 관한 실증연구”, 로고스 경영연구, 제10권, 제4호(2012), pp.1-28.
- [5] 김종민, “환경회계정보공시에 대한 자본시장의 정보효과”, 『전산회계연구』, 제3권, 제1호(2004), pp.5-25.
- [6] 김해룡, 김나민, 유광희, 이문규, “기업의 사회적 책임에 대한 척도 개발”, 『마케팅 연구』, 제20권, 제2호(2005), pp.67-87.
- [7] 나 영, 임옥빈, “ESG 정보의 가치관련성에 관한 실증연구”, 『경영교육연구』, 제26권, 제4호(2011), pp.439-467.
- [8] 나 영, 임옥빈, 김명서, “ESG 정보와 타인자본 비용의 관련성에 대한 실증연구”, 『회계정보연구』, 제31권, 제1호(2013), pp.453-487.
- [9] 민재형, “의사결정의 함정 : 몇 가지 제한성”, 『서강경영논총』, 제20권, 제2호(2009), pp.67-85.
- [10] 박경서, 변희섭, 이지혜, “내생성 문제를 통제한 환경경영과 기업 가치 간의 관계에 관한 연구”, 『재무연구』, 제25권, 제2호(2012), pp.293-324.
- [11] 박현준, 이종건, “기부와 환경보호 : 기업의 사회 공헌활동과 재무적 성과간의 관계에 관한 실증적 연구”, 『인사조직연구』, 제10권, 제1호(2002), pp.95-133.
- [12] 손평식, “기업지배구조와 기업 가치와의 관계분석 : 기업지배구조지수를 이용”, 『산업경제연구』, 제23권, 제3호(2010), pp.1443-1465.
- [13] 신동엽, “수익성만으로 생존하기 힘든 시대 기업의 핵심사업에서 정당성 확보하라”, 『Dong-A Business Review』, 제122호(2013), pp.76-81.
- [14] 오근혜, 윤희구, 강승모, “우리나라기업의 윤리 경영이 기업 가치 및 재무적 성과에 미치는 영향”, 『금융지식연구』, 제10권, 제3호(2012), pp.3-27.
- [15] 윤봉환, 오재영, “기업지배구조와 기업성과 및 기업 가치 : 한국상장기업에 대한 실증연구”, 『Asia-Pacific Journal of Financial Studies』, 제34권, 제1호(2005), pp.227-263.
- [16] 이상철, 김중화, 박애영, “대리인문제와 기업 가치”, 『관리회계연구』, 제5권, 제1호(2005), pp.33-55.
- [17] 장승욱, 김용현, “기업의 ESG와 재무성과”, 『재무관리연구』, 제30권, 제1호(2013), pp.131-152.
- [18] 천미림, 김창수, “CSR의 지속성이 CSR과 재무성과의 관계에 미치는 영향”, 『회계정보연구』, 제29권, 제3호(2011), pp.351-374.
- [19] 황은애, 송순영, “사업자의 소비자관련 사회적 책임활동 현황분석 : 국내 지속가능성보고서 내용검토를 중심으로”, 『소비자학연구』, 제19권, 제4호(2008), pp.109-133.
- [20] Ashbaugh, H., D.W. Collins, and R. LaFond, “Corporate Governance and the Cost of Equity Capital,” *Working Paper, University of Wisconsin, and University of Iowa*, 2004.
- [21] Black, B.S., H. Jang, and W. Kim, “Does Corporate Governance Predict Firms’ Market Values? Evidence from Korea,” *Journal of Law, Economics, and Organization*, Vol. 22, No.2(2006), pp.366-413.
- [22] Brammer, S. and A. Millington, “Corporate Reputation and Philanthropy : An Empirical Analysis,” *Journal of Business Ethics*, Vol. 61, No.1(2005), pp.29-44.
- [23] Chung, K. and S. Pruitt, “A Simple Approximation of Tobin’s q,” *Financial Management*, Vol.23(1994), pp.70-74.
- [24] Drobetz, W., A. Schillhofer, and H. Zimmermann, “Corporate Governance and Expected Stock Returns : Evidence from Germany,” *European Financial Management*, Vol.10, No.2

- (2004), pp.267-293.
- [25] Einsenberg, T., S. Sundgren, and T. Wells, "Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms," *Journal of Financial Economics*, Vol.48, No.1(1998), pp.35-54.
- [26] Fama, E.F., "Efficient Capital Market : A Review of Theory and Empirical Work," *The Journal of Finance*, Vol.25, No.2(1969), pp. 383-417.
- [27] Jaffe, A.B., S.R. Peterson, P.R. Portney, and R.N. Stavins, "Environmental Regulation and the Competitiveness of US Manufacturing : What does the Evidence Tell Us," *Journal of Economic Literature*, Vol.33, No.1(1995), pp.132-163.
- [28] Lorraine, N.H.J., D.J. Collison, and D.M. Power, "An Analysis of the Stock Market Impact of Environmental Performance Information," *Accounting Forum*, Vol.28, No.1(2004), pp. 7-26.
- [29] Margolis, J.D., H.A. Elfenbein, and J.P. Walsh, "Does it pay to be Good? A Meta-analysis and Redirection of Research on the Relationship between Corporate Social and Financial Performance," *HBS Working Paper*, (2007).
- [30] Marshall, R.S., B. Darrell, and M. Plumlee, "The Impact of Voluntary Environmental Disclosure Quality on Firm Value," *Academy of Management Proceedings*, No.1(2009), pp.1-6.
- [31] Porter, M.E. and C. Linde, "Green and Competitive : Ending the Stalemate," *Harvard Business Review*, Vol.73, No.5(1995), pp.120-134.
- [32] Porter, M.E. and M.R. Kramer, "Strategy and Society : The Link between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility," *Harvard Business Review*, Vol.84, No.12(2006), pp.78-92.
- [33] Preston, L.E and D.P. O'banon, "The Corporate Social-Financial Performance Relationship," *Business and Society*, Vol.36, No.4(1997), pp.419-429.
- [34] Scholtens, B., "A Note on the Interaction between Corporate Social Responsibility and Financial Performance," *Ecological Economics*, Vol.68, No.1(2008), pp.46-55.
- [35] Tsoutsoura, M., "Corporate Social Responsibility and Financial Performance," *Working paper, Haas School of Business, University of California, Berkeley*, 2004.
- [36] UNEP Finance Initiative, *A Legal Framework for the Integration of Environmental, Social and Governance Issues into Institutional Investment*, 2005.
- [37] Yermack, D., "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors," *Journal of Financial Economics*, Vol.40, No.2(1996), pp.185-211.