

# ESG 성과와 외국인지분율 간의 관계에 있어서 TCFD 정보 공시 여부의 조절효과<sup>+</sup>

(Moderating Effect of TCFD Disclosure on the Relationship  
between ESG Performance and Foreign Ownership)

박정빈<sup>1)</sup>, 김종대<sup>2)\*</sup>

(JungBin Park and JongDae Kim)

**요약** 본 연구는 지속가능경영보고서를 발간하는 상장기업을 대상으로 ESG 성과가 외국인지분율에 긍정적인 영향을 미치는지 확인하는 것을 목적으로 한다. 나아가, 지속가능경영보고서 내 환경정보를 TCFD 권고안에 맞춰 공시했는지 ESG 성과와 외국인지분율 간의 관계를 조절하는지 검증한다. 실증분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 해당 연도의 ESG 성과 및 다음 연도의 외국인지분율 사이에는 양의 상관관계를 가진다. 즉, 기업의 ESG 성과가 높을수록 외국인지분율도 높아진다. 둘째, TCFD 권고안에 따른 환경정보 공시 여부가 ESG 성과와 외국인지분율 간의 관계를 양의 방향으로 조절한다. 즉, TCFD 권고안에 따른 환경정보 공시는 ESG 성과와 외국인지분율 간의 양의 상관관계를 더 강화한다. 결론적으로 본 연구는 외국인 투자자는 ESG 성과가 좋은 기업에 더 투자하며 특히 TCFD 권고안에 따라 환경정보를 공시하는 기업의 경우 그 효과가 더 크다는 것을 보여준다.

**핵심주제어:** 외국인지분율, ESG 성과, TCFD, 기후변화 관련 재무정보공개 협의체, 신호이론

**Abstract** This study aims to determine whether ESG performance positively affects foreign ownership for listed firms that publish sustainability reports. Furthermore, we test whether the disclosure of environmental information in the sustainability report in accordance with the TCFD recommendations moderates the relationship between ESG performance and foreign ownership. The results of the empirical analysis are as follows. First, there is a positive correlation between ESG performance in a given year and foreign ownership in the following year, i.e., the higher a firm's ESG performance, the higher its foreign ownership. Second, the presence of environmental disclosure in accordance with the TCFD recommendations positively moderates the relationship between ESG performance and foreign ownership, i.e., environmental disclosure in accordance with the TCFD recommendations strengthens the positive relationship between ESG performance and foreign ownership. In conclusion, this study shows that foreign investors invest more in companies with better ESG performance, and the effect is stronger for companies that disclose environmental information in accordance with TCFD recommendations.

**Keywords:** Foreign Ownership, ESG Performance, TCFD, Task Force on Climate-related Financial Disclosure, Signaling Theory

\* Corresponding Author: jdk@inha.ac.kr

+ 본 논문은 환경부와 한국환경산업기술원의 『녹색융합기술 인재양성 특성화대학원 (녹색금융분야)』 3차년도 사업의 지원을 받아 수행된 연구임.

Manuscript received November 09, 2023 / accepted November 28, 2023

1) 인하대학교 대학원 녹색금융전공, 제1저자  
2) 인하대학교 경영학과, 교신저자

## 1. 서론

몇 해 전에는 지속가능경영(Corporate Sustainability Management, CSM), 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility, CSR) 등으로 불려 오던 기업의 지속가능성과 관련된 용어들이 최근 들어 ESG(Environment, Social, Governance)로 통합되어 가고 있으며, 사회책임투자(Socially Responsible Investment, SRI) 또한 ESG 투자로 불리고 있다. 비록, 많은 문헌에서 CSR과 ESG, 사회책임투자와 ESG 투자에는 차이점이 존재한다고 하지만 사실 이 두 용어는 상호 작용하는 관계이며, 근본적으로 추구하는 방향은 같다고 볼 수 있다. 그로 인해, 기업들은 지속가능경영보고서를 발간하지만, 그 안에 담겨있는 내용들은 모두 ESG와 관련되어 있으며, 최근에는 ‘지속가능경영보고서’가 아닌 ‘ESG 보고서’라는 이름으로 발간하는 기업들도 늘어나고 있다.

ESG는 환경(Environment), 사회(Social), 지배구조(Governance)를 지칭하는 약어로서, 환경은 기후변화, 온실가스 배출량, 에너지 사용량, 폐기물 관리, 자원순환, 친환경 제품 및 서비스 등이 포함되며, 사회는 공급망 관리, 안전보건 위험 관리, 공정 운영 거버넌스, 지역사회 참여 성과 관리 등이 포함되어 있다. 마지막으로, 지배구조는 이사회 독립성, 주주의 권리, 이사회 운영, 감사기구 구성 및 운영 등을 포함하고 있다. ESG는 현재 비재무적 성과를 나타내는 대표적인 지표로서 투자자가 기업의 행보와 미래의 재무성과를 평가하는 데 사용하는 기준이자 전략으로 거듭나고 있다 (Rha, 2022; KCGS, 2023). 더불어, 과거 수익 창출만을 목표로 하던 기업의 역할과는 달리, 현재에는 전 지구적으로 강조되고 있는 기후 위기에 적극 대응하고 사회적 책임을 다해야 한다는 목소리가 높아짐에 따라 국내외 대다수의 기업은 현재 ESG 경영에 박차를 가하고 있다.

국내외 학계 연구에 따르면 ESG(환경 · 사회 · 지배구조)는 기업경영 및 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다 (Ionescu et al., 2019; Baik and Choi, 2021; Chen et al., 2022; Yang et al.,

2022). 또한, 외국인 투자자 유치에도 긍정적인 영향을 미친다는 연구 결과가 많다 (Lee et al., 2017; Kwack and Rhee, 2021; Alregab, 2022; Kim, 2022; Yoon and Kim, 2022). 더불어, Ko and Ahn(2017)에 따르면 환경정보공시는 외국인지분율을 상승시키는 중요한 요소 중 하나이다. 이처럼, ESG 경영 및 성과, 즉 기업의 비재무적 성과는 재무적 성과에 매우 긍정적인 영향을 미치는 요소이며, 투자자들을 유치시키는 방법 중 하나로 자리 잡고 있다. EY(한영회계법인)에서 진행한 설문조사에 따르면, 최근 1년간 ESG와 같은 비재무적 성과가 투자 의사 결정에 중대한 영향을 미친다고 답한 응답자가 91%에 달했다고 밝혔다 (Choy, 2021). 이처럼, ESG가 대두되는 가운데, 투자자들에게 더 정확한 비재무적 성과를 제공하기 위해 기업은 매년 지속가능경영보고서를 발간하고 있으며, 한국ESG기준원, 서스틴베스트 등과 같은 각 ESG 평가기관에서는 기업의 ESG 경영에 대한 평가를 매년 진행한다.

지속가능경영보고서 발간 여부는 ESG 평가의 중요한 항목 중 하나이다. 지속가능경영보고서 내에는 환경 관련 지표뿐 아니라, 사회 및 지배구조, 나아가 협력사에 대한 ESG 관련 사항들까지 모두 기재하고 있다. 지속가능경영보고서는 대표적으로 지속가능보고서 작성 기준인 GRI(Global Reporting Initiative) Standards의 핵심적 부합 방법(Core Option)에 따라 작성된다. 하지만, 현재 많은 기업은 GRI뿐 아니라, 유엔지속가능발전목표(UN SDGs, United Nations Sustainable Development Goals)와 기후변화 관련 재무정보공개 협의체(Task Force on Climate-related Financial Disclosure, 이하 ‘TCFD’) 권고안, 지속가능회계기준위원회(SASB, Sustainability Accounting Standards Board) 표준 등 글로벌 지속가능성이니셔티브의 공시 지표를 반영하여 작성한다 (Samsung, 2021; Shinsegae, 2021; GC, 2022).

또한, 2022년 3월 31일 국제지속가능성기준위원회(ISSB)에서 지속가능성 공시기준인 일반 요구사항(IFRS S1) 및 기후 관련 공시(IFRS S2) 공개 초안을 발표하고, 같은 해 6월 26일 관련 기준서를 공식 발표함에 따라 ESG 관련 공시는

더욱 중요해지고 있다. 나아가, 2025년부터 자산 규모 2조 원 이상인 유가증권 상장기업의 경우 기후 위기와 관련된 지속가능경영보고서를 의무적으로 공시해야 한다. 그로 인해, 한국회계기준원에서는 국내 기업에 맞는 공시기준인 KSSB를 설립하여 국내 맞춤형 공시기준을 만들고 있다 (Moon, 2023).

더불어, TCFD는 ISSB 기준서인 IFRS S1과 IFRS S2가 발표된 이후 기업의 기후 관련 공개 진행 상황에 대한 모니터링을 IFRS 재단으로 이관해달라고 요청하였다. 즉, IFRS S1과 IFRS S2는 TCFD의 권고사항을 완전히 통합하게 되는 것이다 (IFRS, 2023). 이에 따라, 지속가능경영보고서를 발간하는 데 TCFD 권고안은 더욱 중요한 의미를 지니게 된다.

이에 본 연구는 기업의 ESG 성과와 외국인 지분율 간의 상관관계만을 확인하는 것이 아닌, TCFD 권고안에 따른 환경정보 공시 여부가 ESG 성과와 외국인지분율 사이에서 어떤 조절 효과가 있는지도 살펴보았다. 구체적으로 본 연구는 2019년부터 2022년까지 비금융업 유가증권 상장기업 중 지속가능경영보고서를 발간한 기업들을 대상으로 환경정보를 TCFD 권고안에 맞춰 공시하였는지 수집하여 진행되었으며, 이를 조절변수로 활용하여 회귀분석을 실행하였다. 분석 결과, 기업의 ESG 성과가 좋을수록 외국인지분율이 증가하는 것으로 나타났으며, ESG 성과와 외국인지분율 사이에서 TCFD에 따른 환경정보 공시 여부가 긍정적인 조절 효과를 하는 것으로 나타났다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 서론에 이은 제2장에서는 선행 연구를 통해 가설을 설정하고, 제3장에서는 표본 선정 기준과 각 변수에 관해 설명하고 실증분석에 사용할 회귀분석 모델을 제시한다. 제4장에서는 각 변수의 기초통계량과 상관관계를 분석한 후 ESG 성과와 외국인지분율 간의 관계 및 TCFD 권고안에 따른 환경정보 공시 여부에 대한 조절 효과를 회귀분석 결과를 통해 제시한다. 마지막으로, 제5장에서는 본 연구에 대한 결론과 시사점 및 한계점을 제시한다.

## 2. 선행 연구 및 가설 설정

### 2.1 ESG 성과와 외국인지분율에 관한 연구

국내 대기업의 경우 2022년 연말 기준 외국인 보유 비중이 40~50%에 육박할 정도로 국내 기업에게 외국인 투자자는 매우 중요하다. Park and Lee(2006)는 수익성과 성장성이 좋은 기업의 외국인지분율이 증가하고, 투자를 증가시키는 경향이 있으며, 외국인 투자자가 국내 기업의 경영에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 평가했다. 또한, Park(2011)는 외국인 투자자와 국내 기업의 재무성과 및 기업가치에 유의한 양(+)의 관계가 있다고 밝혔으며, 이는 외국인 투자자가 국내 기업에 대해 기업경영 및 감시자 역할을 수행한다고 평가하였다. 이처럼 외국인 투자자의 중요성이 대두되고, ESG가 중요해짐에 따라 국내외에서는 ESG 성과와 외국인지분율의 상관관계에 관한 연구가 끊임없이 진행되고 있으며, 이를 검증한 논문들은 다음과 같다.

Kim(2022)은 ESG 성과와 신용평점이 외국인 지분율에 관련성이 있는지 또는 어떤 영향을 미치는지 실증분석 하였다. 실증분석 결과, ESG 평가 정보(등급, 환경, 사회, 지배구조)와 신용평점 정보 모두 외국인지분율과 양(+)의 관계가 있음을 확인하였다. 그중에서도, ESG 등급과 지배구조의 회귀계수가 1% 수준으로 가장 유의했다. 이는 ESG 등급이 높을수록 외국인지분율이 높아진다는 것을 의미한다.

Yoon and Kim(2022)은 조세 혜택의 조절 효과를 포함하여 기업의 ESG 수준과 외국인지분율의 관계에 대해 실증분석 하였다. 더불어, 해당 연구는 종속변수로서 외국인지분율을 1) 연도 말의 외국인지분율, 2) 1년 평균의 외국인지분율, 3) 2년 평균의 외국인지분율로 나누어 각각 분석하였다. 그 결과, 3개의 종속변수에 대해서 모두 1% 수준에서 유의미한 양(+)의 관계가 있다는 것을 확인하였다. 더불어, 기업의 조세 혜택은 ESG 수준과 외국인지분율 사이에 양(+)의 영향을 미친다는 결과를 도출하였다.

Kwack and Rhee(2021)는 한국 기업의 ESG 수준이 외국인지분율에 미치는 영향이 규제 위

험 노출수준에 따라 조절되는지에 대한 연구를 진행하였다. 분석 결과, 외국인 투자자들이 기업의 ESG 수준에 반응하는 민감도는 규제 위험 노출수준에 비례한다는 결론을 도출하였다. 이는 규제 위험에 대한 경쟁 속에서 높은 ESG 수준을 보유하는 것이 ESG를 중요시하는 투자자들에게 긍정적인 신호를 보낼 가능성이 높다는 것을 의미한다.

Lim(2011)은 1999년부터 2009년까지 한국 증권거래소에 상장된 200개 기업을 대상으로 외국인 투자자와 CSR, 기업가치 간의 상호 상관관계를 회귀분석 하였다. 회귀분석 결과, 외국인지분율이 CSR과 재무성과에 유의미한 양(+의 영향을 미치는 거뿐만 아니라, CSR과 재무성과 또한 외국인지분율에 통계적으로 유의미한 양(+의 영향을 미친다고 밝혔다. 더불어, 1년간 시차(lag)를 주고 세 변수를 분석한 결과, 통계적으로 유의하게 지속적인 상호영향을 주는 것으로 나타났다.

Lee et al.(2017)은 2004년부터 2009년까지 경제정의지수(KEJDI)의 CSR 지수를 통해 한국 기업의 CSR 성과와 외국인 투자자 유치에 대한 상관분석을 진행하였다. 회귀분석 결과, CSR 성과와 외국인지분율은 양(+의 상관관계를 가지고 있으며, 이는 CSR 성과가 높을수록 외국인 투자 유치에 더 유리하다는 것을 의미한다.

Alregab(2022)은 사우디아라비아 기업들을 대상으로 ESG 성과가 외국인 투자자에게 미치는 영향을 실증 분석한 결과 5% 유의수준에서 양(+의 상관관계가 있음을 확인하였으며, ESG 점수뿐만 아니라, 환경, 사회, 지배구조 측면에서도 모두 긍정적인 상관관계가 있음을 증명하였다. 이 또한 외국인 투자자가 투자 여부를 결정하는 데 ESG 성과를 중시한다는 것을 의미하며, 잠재적 투자자를 만족시키기 위해서는 ESG 성과에 더 많은 주의를 기울여야 한다는 것을 뒷받침하였다.

다른 국내외 논문들도 일관된 상관관계를 도출하고 있다. Jung(2012)은 기업의 사회적 책임 활동 성과와 외국인 투자자 지분율 사이에 양(+의 상관관계가 있음을 밝혔고, Selah et al.(2010)의 연구에서는 기업의 CSR 활동 공시가

많을수록 기관투자자의 주식 수 및 지분율이 높아진다는 사실을 밝혀냈다. Kim et al.(2013) 또한 CSR 활동이 외국인 기관투자자 비율과 긍정적인 상관관계가 있다는 것을 확인하였다.

더불어, Panicker(2017)에 따르면 외국인 투자자는 장기적인 관점에서 투자하는 경우 기업의 지속가능성에 더 많은 관심을 가지며, 다양한 해외 시장에서의 경험으로 인해 환경 및 사회 문제에 대한 인식이 높아 사회 공동체에 대한 책임감이 높다.

이렇듯, CSR 혹은 ESG 성과가 외국인지분율 및 투자 유치와 매우 긍정적인 상관관계가 있음을 확인하였다. 하지만, 대부분의 연구에서는 ESG 통합 점수(0~10점, 소수점 이하 두 자릿수까지 표기)가 아닌 ESG 등급(S~D)을 연속변수로 변환하여 실증분석을 실시하였다. 하지만, 본 연구에서는 기존의 선행 연구와 차이점을 두기 위해서, 그리고 더 정확한 지표를 통해 ESG 성과를 측정하기 위해서 한국ESG기준원(구 KCGS)에서 제공하는 ESG 통합 점수 데이터를 사용하여 외국인지분율과의 직접적인 관계를 더 세밀하게 분석할 것이다.

위의 ESG 성과와 외국인지분율 간의 관계를 통해 다음과 같은 연구가설을 설정한다.

가설 1: ESG 성과와 외국인지분율에는 양(+의 상관관계가 존재할 것이다.

## 2.2 환경정보 자율 공시와 외국인지분율에 관한 연구

최근 많은 기업이 지속가능경영보고서 및 ESG 보고서, CDP 보고서, TCFD 보고서 등의 발간을 통해 기업의 비재무적 성과를 공시하고 있다. Cheung and Ki(2023)에 따르면, 기업은 투자자를 비롯한 다양한 이해관계자들에게 지속가능성 정보 공시에 대한 요구를 계속해서 받고 있다. 더불어, 세계 최대규모의 글로벌 자산운용사인 BlackRock은 ‘기후변화에 대처하지 않는 기업에 대한 투자 활동을 전면 중단할 것’이라고 선언하고, 공식적으로 기후 위기에 대응할 수 있는 포트폴리오를 구축하라고 요구하였다.

이렇게 기업들의 환경 책임에 관한 관심이 높아짐에 따라 관련 정보를 이용하여 투자자들이 투자 결정을 하는 추세다. 그로 인해, 기업은 투자자들에게 환경개선에 대한 요구를 꾸준히 받고 있으며, 적극적으로 대응하는 모습을 보이는 기업일수록 더 긍정적인 평가를 받을 수 있다 (Ko and Ahn, 2017). 기업의 환경정보공시가 늘어남에 따라, 국내외 학계에서는 탄소배출 공시, 탄소 배출량 등과 같은 환경정보 자율공시가 기업가치, 부채 특성, 외국인지분율과 같은 기업의 재무적 성과와 어떤 상관관계가 있는지 많은 연구를 진행하고 있다. 따라서 본 절에서는 이에 관한 선행 연구를 살펴본다.

Borghei et al.(2018)이 호주 사례를 기반으로 진행한 자발적 온실가스 배출량 공개와 회계 성과에 관한 연구에서 둘 사이에 유의한 양(+)의 상관관계가 존재한다는 것을 증명하였다. 이러한 결론은 온실가스 배출량을 공개하지 않는 기업의 공개 결정에 활용될 수 있으며, 온실가스 배출량을 공시함으로써 회계 성과와 환경에 모두 긍정적인 영향을 미친다고 평가하였다. 또한, 공시 기업은 비용 절감 및 혁신적인 제품 및 서비스를 도입할 수 있을 것이며, 이는 탄소 저감에도 도움을 줄 것이라고 밝혔다.

Lee and Jeon(2019)이 진행한 탄소 배출량 공시와 기업가치(Tobin-Q)의 상관관계 실증분석의 결과는 다음과 같다. 자발적으로 공시한 기업들의 기업가치는 하락하지 않았으나 의무적으로 공시한 기업들의 기업가치는 하락하였다. 저자는 이를 의무 공시 기업이 배출량 감소를 위해 시설투자 및 새로운 기술 개발 등에 큰 노력을 가했다는 것을 의미한다고 밝혔다.

Ko and Ahn(2017)은 2010년부터 2014년까지의 탄소공개프로젝트(Carbon Disclosure Project, 이하 'CDP') 자료를 이용하여 자발적인 탄소배출 정보 공시 여부가 외국인지분율에 어떤 영향을 미치는지에 대한 연구를 진행하였다. 연구 결과, 탄소배출 정보 공시는 외국인지분율에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 확인하였다. 이를 통해, 지속가능경영은 주주와 기업의 이익을 동시에 발생시킬 수 있다는 근거를 제시하였다. 나아가, 지속가능경영이 외국인들의 투자를 유

도할 수 있으며, 외국인 투자자가 환경문제 개선에도 많은 관심을 쏟고 있다는 점을 입증하였다.

더불어, 외국인 투자자는 일반적으로 정보 비대칭성에 의한 거래비용 및 불확실성을 회피하려는 경향을 보인다. 정보 비대칭성은 조직 환경에서 경영진과 대리인 간의 잠재적인 갈등을 유발하게 되는데, 두 집단 간의 정보 비대칭 문제를 해결하는 방법으로는 신호이론(Signaling Theory)이 사용된다 (Bae et al., 2018). 신호이론 관점에서 보면 기업은 투자자들을 유치하기 위해 비재무적 현황을 보고함으로써 이해관계자들과의 정보 비대칭을 해소하려 노력한다 (Zhang and Wiersema, 2009; Kwack and Rhee, 2021). 또한, '표준화된 공개 프레임워크를 사용하여 기후 관련 문제를 보고하는 행위는 기업이 외부에 긍정적인 신호를 보내는 것이다.'라는 주장을 설명하기 위해 신호이론을 제시하였다 (Suortti, 2021). 이는 최근 글로벌 투자자들이 비재무 정보의 비대칭성을 해결하기 위해 ESG 정보를 적극 활용하고 있다는 사실을 뒷받침한다 (Doh et al., 2010; Su et al., 2016).

환경정보 공시와 관련된 권고안 및 프레임워크는 CDP, TCFD 등이 있지만, 국내외에서 진행되는 환경정보 공시 관련 연구는 대부분 CDP 데이터를 사용한다. 즉, TCFD 권고안을 환경정보 공시 데이터로 사용하는 논문은 많지 않다.

CDP의 경우, 탄소 배출량과 온실가스 감축에 대한 대응만을 공시하게 되어있지만, TCFD 권고안은 환경 및 기후변화에 특화된 이니셔티브로써, 아래와 같은 다양한 정보들을 공시하게 된다 (SK hynix, 2022; Naver, 2022; Hanjin, 2022).

- ① 지배구조(Governance) : 기후변화 대응만을 위한 이사회 설립 및 관리 · 감독 등에 관한 내용
- ② 전략(Strategy) : 기후변화와 관련된 리스크와 기회가 기업의 사업, 전략 및 재무계획 등의 수립에 미치는 영향에 관한 내용
- ③ 위험 관리(Risk Management) : 기후변화 위험과 기회요인을 식별하고 평가하는 방법에 관한 내용

④ 지표 및 감축목표(Metrics & Targets) : 기후변화 위험과 기회를 평가 및 관리하는 데 사용되는 지표와 감축목표에 관한 내용

기후 위기를 적극적으로 대응하기 위해서는 탄소 배출량을 관리하는 것도 중요하지만, 그 외의 기후변화와 관련된 이사회, 전략 및 위험 관리 등을 보고하고 관리하는 것도 매우 중요한 부분으로 언급되고 있다. 이에 따라, 본 연구에서는 환경정보 공시데이터를 CDP가 아닌 TCFD 권고안을 사용한다.

TCFD 권고안에 따라 환경정보를 공시하는 것 자체는 자기자본 비용과 유의미한 상관관계를 보이지 않았다고 보고하였으나 (Suortti, 2021), ESG 성과는 대체로 외국인지분율과 양(+)의 상관관계를 가진다. 또한, CDP를 기반으로 공시한 환경정보는 외국인지분율과 양(+)의 상관관계를 가지므로 TCFD 권고안에 따른 환경정보 공시 여부가 ESG 성과와 외국인지분율 사이에서 긍정적인 조절효과를 가질 것으로 추정하여 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 2 : TCFD 권고안에 따른 환경정보 공시 여부는 ESG 성과와 외국인지분율의 관계를 강화할 것이다.

### 3. 연구 설계

#### 3.1 표본 및 데이터

본 연구는 2019년부터 2022년까지 국내 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 한다. 이를 위하여 Fnguide에서 제공하는 재무 데이터 및 각 기업 홈페이지에 업로드 되어있는 지속가능경영보고서를 참고하여 데이터를 수집하였다. 2019년부터 2022년까지 유가증권시장에 상장된 기업 총 3,225개 중, 중복되는 기업 2,417개, 12월 말 결산법인이 아닌 기업 12개, 금융 및 보험업 53개, 지속가능경영보고서를 발간하지 않는 기업 496개를 제외한 나머지 247개 기업의 데이터를 사용하였다.

Table 1 Company Selection

Classification	Company
KSE Listed Firms (2019~2022)	3,225
Duplicate or Renamed Firms	(2,417)
Fiscal Month not December	(12)
Financial and Insurance Firms	(53)
Do not Publish Sustainability Reports	(496)
Total	247

Table 2 Data Sample Selection

Classification	Sample
Original Sample	741
No Financial Data in Fnguide	(21)
No ESG Score Data	(42)
No Carbon Emission Data	(61)
Final Sample	617

따라서, 상장기업 247개로 3개년 간 총 741개의 패널데이터를 구성하였다. 이 중에서도 Fnguide에서 자료를 추출할 수 없는 데이터 21개, 독립변수인 ESG 총점이 없는 데이터 42개, 통제변수인 온실가스 배출량이 누락된 데이터 61개를 제외하여 최종 617개의 패널데이터로 회귀분석을 진행하였다. 여기서 재무 데이터는 Fnguide에서 제공하는 데이터를 사용하였으며, ESG 성과는 한국ESG기준원(구 KCGS)에서 제공하는 ESG 총점을 사용하였다.

#### 3.2 변수 설명

##### 3.2.1 독립변수

본 연구는 ESG 성과(ESG)로 설정한 독립변수의 대용치(Proxy)로서 한국ESG기준원이 산출한 'ESG 총점'을 사용하였다. 한국ESG기준원은 환경(Environment), 사회(Social), 지배구조(Governance) 총 3가지의 항목을 통해 기업의 ESG를 평가한다. 한국ESG기준원의 ESG 평가 모형은 OECD 기업지배구조 원칙, TCFD, OECD 인권 실사 지침 등 국제 기준에 부합할

뿐만 아니라 국내 법제 및 경영환경을 충실히 반영하여 개발된 독자적인 평가 모형이다. 환경 부문은 국내외 주요 환경 이슈 및 업종에 따른 환경경영 체계 및 위험 관리, 환경성과를 고려하며 TCFD와 같은 기후 관련 재무정보 공개 여부 등을 종합 평가하며, 사회 부문은 기업에 주요한 리스크 및 기회 영향을 미치는 사회책임 경영 이슈와 비재무적 위험 관리, UN 국제 인권 선언 및 OECD 인권 실사 지침 등을 통해 평가를 진행한다. 지배구조 부문은 자산 규모 및 이사회 내 주요 위원회 설치 여부와 OECD 기업지배구조 원칙을 통해 평가한다 (KCGS, 2023). 한국ESG기준원의 등급 체계는 점수제와 등급제로 나누어지며, 점수제는 일반적으로 공개되지 않지만, 등급제는 공개데이터로써, S등급부터 D등급으로 총 7개의 등급으로 분류된다. 국내 대다수의 연구에서는 ESG 성과 및 수준의 대응치로 ESG 등급을 사용하지만, 본 연구에서는 그보다 더 정확한 수치인 ESG 총점을 사용하여 회귀분석을 진행하였다.

### 3.2.2 종속변수

본 연구에서 사용되는 종속변수인 외국인지분율(FOR)은 Fnguide에서 추출한 외국인 주식 보유 비중을 사용하였다. 이는 전체 상장주식 수 대비 외국인이 보유하고 있는 주식의 비중을 뜻하며, 보통주와 우선주를 모두 포함하여 외국인 보유 주식 수에서 상장주식 수를 나눈 값이다. 이는 기업의 연말 시가총액에서 외국인 투자자가 보유 중인 시가총액의 비율로도 해석할 수 있다.

### 3.2.3 조절변수

본 연구는 조절변수인 환경정보 공시 여부(TCFD)를 파악하기 위해 기업이 지속가능경영 보고서를 발간할 때 환경 관련 정보를 TCFD 권고안에 맞춰 공시하였는지를 수집하였다. 대부분의 이전 논문에서는 환경정보 공시 데이터를 지속가능경영보고서 공시 여부 혹은 CDP 자료만으로 판단하였다 (Ahn and Ko, 2014; Ko and Ahn, 2017). 또한, 기본적으로 기업 대부분이 지속가능경영보고서를 발간할 때 지속가능경영

보고 기준인 GRI(Global Reporting Initiative) Standards Comprehensive Option에 따라 작성한다. 하지만, 최근 국내 기업들의 TCFD 지지 선언이 증가함에 따라, 지속가능경영보고서 작성 시 TCFD 권고안을 반영하여 발간하는 기업이 늘어나고 있다. 더불어, TCFD는 대표적인 기후 관련 재무 공시 글로벌 이니셔티브인 만큼 외국인 투자자를 포함한 이해관계자들에게 더욱 자세하고 전문적인 기후 관련 정보를 제공할 수 있다. 이에 따라, 국내 기업은 여러 방식으로 TCFD 권고안에 맞춰 환경정보를 공시하고 있다.

- ① TCFD REPORT를 별도로 발간하는 기업
- ② 지속가능경영보고서 내 TCFD REPORT를 별도로 포함하는 기업
- ③ 지속가능경영보고서 내 Appendix에 TCFD 권고사항 표를 삽입하여 해당 내용을 공시하는 기업
- ④ 지속가능경영보고서 내 보고 기준에 GRI뿐 아니라 TCFD 권고안도 따랐음을 밝히는 기업
- ⑤ 위의 4가지 중 2가지를 혼합하여 발간하는 기업

그리하여, 본 연구에서는 위의 5가지 중 하나라도 부합된다면 TCFD 권고안을 따랐음으로 간주하고 TCFD 권고안에 맞춰 공시하였다면 1, 아니면 0을 부여하여 더미변수로 변환하였고, 이를 회귀분석에 사용하였다.

### 3.2.4 통제변수

종속변수인 외국인지분율(FOR)에 영향을 미치는 변수들의 영향을 통제하기 위해서 국내외의 기존 논문들을 참고하여 온실가스 배출량(CARBON), 부채비율(LEV), 기업연령(AGE), 주식가치(MB), 총자산수익률(ROA), 연구개발비율(RDIN), 총자산회전율(TURN)을 사용하였다 (Ko and Ahn 2017; Park and Noh, 2017; Borghei et al., 2018; Yoon and Kim, 2022; Alregab, 2022). 온실가스 배출량(CARBON)은 기업이 지속가능경영보고서에 공개한 Scope1과 Scope2의 배출량 합계를 사용하였다. 부채비율

Table 3 Description of Variables

Classification	Variable Abbreviation	Variable Name	Variable Explanation
Dependent Variable	FOR	Foreign Ownership	Foreign ownership percentage provided by Fnguide (Number of shares held by foreigners / Number of shares listed)
Independent Variable	ESG	ESG Performance	ESG total score from KCGS
Moderating Variable	TCFD	Environmental Disclosure	1 or 0 if the organization disclosed environmental information in accordance with TCFD recommendations in its sustainability report
Control Variables	CARBON	GHG Emissions	GHG emissions disclosed by companies (Scope1+Scope2)
	LEV	Debt-to-equity Ratio	Total Liabilities/Total Assets
	AGE	Age of Company	Year in question - Year of establishment
	MB	Stock Value	log(Market Capitalization/Total Equity)
	ROA	Return on Total Assets	Net Income/Total Assets
	RDIN	R&D Expense Ratio	R&D Expenses/Total Assets
	TURN	Total Asset Turnover	Sales/Total Assets
	IND	Industry Dummy	Classified by the Korean Standard Industrial Classification into 12 industries
	YR	Year Dummy	Year dummy variables using 3 years

(LEV)은 총부채를 총자산으로 나눈 값으로, 부채비율이 낮을수록 외국인 투자자의 비율이 높아질 것으로 기대된다. 기업연령(AGE)은 해당 연도에서 설립 연도를 뺀 값으로, 오래된 기업일수록 공개된 정보가 많아 외국인 투자자들에게 긍정적인 평가를 받을 수 있다. 주식가치(MB)는 시가총액에서 총자본을 나눈 뒤 자연로그를 취한 값으로, 기업의 성장성을 통제할 수 있으며, 총자산수익률(ROA)은 당기순이익에서 총자산을 나눈 값으로, 기업의 영업수익률을 나타내는 지표이다. ROA가 높은 기업일수록 외국인 투자자에게 긍정적인 평가를 받을 것으로 기대된다. 연구개발비비율(RDIN)은 연구개발비에서 총자산을 나눈 값으로, 연구개발비비율이 높

아짐에 따라 기업의 영업수익률이 높아지고, 외국인지분율에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상되어 통제변수에 포함하였다. 매출액에 총자산을 나눈 총자산회전율(TURN) 또한 외국인 지분율에 유의한 영향을 미칠 것으로 판단되어 연구모형에 포함하였다. 마지막으로, 기업의 산업적 영향과 특정 시점의 영향을 통제하기 위해 산업 더미변수(IND)와 연도 더미변수(YR)를 통제변수로 설정하였다. 산업 더미변수(IND)는 Fnguide에서 제공하는 한국산업표준분류10차대분류를 사용하여 총 12개의 산업으로 분류하였다. 연도 더미변수(YR)은 연구 기간인 3개년을 고려하여 설정하였다.

### 3.3 연구모형

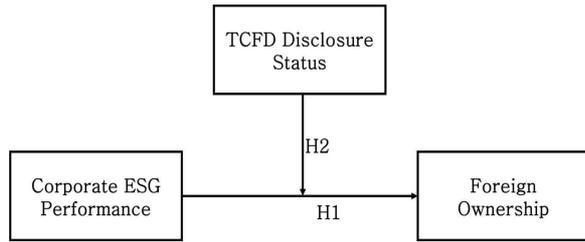


Fig. 1 Conceptual Framework with Moderating Variable

본 연구의 모형은 다음과 같으며, 비재무적 성과인 ESG 성과와 외국인지분율의 관계, 그리고 그 관계에 대한 TCFD 공시 여부의 조절효과를 분석하기 위해 산업과 연도 두 가지 고정효과를 통제한 패널 회귀분석을 수행한다. 더불어, 본 연구는 다음 연도에 대한 외국인지분율을 분석하는 모형으로써 종속변수인 외국인지분율은 t+1 시점을, 그 외의 변수들은 t 시점의 데이터를 활용하여 회귀분석을 실시하였다.

$$\begin{aligned}
 FOR_{i,t+1} = & \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 TCFD_{i,t} \\
 & + \beta_3 ESG_{i,t} * TCFD_{i,t} + \beta_4 CARBON_{i,t} \\
 & + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 AGE_{i,t} + \beta_7 MB_{i,t} \\
 & + \beta_8 ROA_{i,t} + \beta_9 RDIN_{i,t} + \beta_{10} TURN_{i,t} \\
 & + \sum \beta_{11} IND + \sum \beta_{12} YR + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

연구모형에서  $\beta_1$ (ESG 성과)와  $\beta_3$ (ESG 성과와 TCFD 공시 여부의 상호작용)이 유의한 값으로 분석된다면 기업의 ESG 성과와 그 기업에 대한 다음 연도 외국인지분율 간의 관련성이 TCFD 권고안에 따른 환경정보 공시 여부에 따라 차이가 존재한다는 것을 의미하므로 가설을 지지하는 것으로 해석할 수 있다.

## 4. 연구 결과

### 4.1 기초통계량 및 상관관계 분석

본 연구에 사용된 표본은 2019년부터 2022년까지의 유가증권 상장기업 중 표본에 부합하는 기업 247개의 3개년 치 데이터로써, 최종 표본수는 617개이다. 또한, 상·하위 1% 이내에 해당하는 값을 각 변수의 상·하위 1% 값으로 윈저화(Winsorization)하여 극단치가 분석 결과

Table 4 Descriptive Statistics of Variables

Variables	N	Mean	Standard Deviation	Min	Median	Max
FOR	617	0.16	0.13	0.01	0.12	0.58
ESG	617	4.04	1.05	1.25	4.25	5.75
TCFD	617	0.58	0.49	0.00	1.00	1.00
CARBON	617	1781.01	8386.31	0.23	82.66	75484.49
LEV	617	0.51	0.18	0.12	0.52	0.91
AGE	617	38.88	21.11	2.00	43.00	90.85
MB	617	-0.04	0.85	-1.92	-0.13	1.92
ROA	617	0.03	0.05	-0.15	0.03	0.21
RDIN	617	0.01	0.02	0.00	0.00	0.10
TURN	617	0.85	0.45	0.10	0.79	2.56

Note. 'Table 4' shows the basic statistics of the main variables for a total of 617 observations from 2019 to 2022. The mean, standard deviation, minimum, median, and maximum values of each variable are presented in order.

에 미치는 영향을 배제하였다. ‘Table 4’는 본 연구에서 가설검증을 위해 회귀모형에 사용된 변수들의 기초통계량을 나타내고 있다.

모형의 종속변수인 외국인지분율(FOR)의 평균은 0.16이며, 최솟값은 0.01, 최댓값은 0.58로 표본 중 외국인 투자자를 가장 많이 보유하고 있는 기업의 외국인지분율은 전체 지분의 약 58%를 차지하고 있었다. ESG 성과(ESG)의 평균은 4.04이고, 최솟값은 1.25이며, 최댓값은 5.75로 ESG 성과가 가장 좋은 기업과 가장 나쁜 기업의 점수 차이가 비교적 크다는 것을 알 수 있다. 조절변수인 환경정보 공시 여부(TCFD)의 경우, 평균이 0.58로 전체 표본에서 약 58%가 TCFD 권고안에 맞춰 환경정보를 공시한 걸로 나타났다. 통제변수로 사용된 온실가스 배출량(CARBON)의 최솟값은 0.23, 최댓값은 75484.49로 표본 중 가장 많은 탄소를 배출한 기업은 75484.49킬로톤CO2eq를 배출하였으며, 가장 적게 배출한 기업과 매우 큰 차이를 보인다.

또 다른 통제변수인 부채비율(LEV)과 총자산 수익률(ROA)의 평균은 각각 0.51과 0.03으로 기존의 연구와 비슷한 값을 가졌으며, 총자산회전율(TURN)의 평균은 0.85회이며, 최댓값은 2.56회이다.

‘Table 5’는 종속변수인 외국인지분율과 주요 관심 변수 간의 Pearson 상관관계 분석 결과를

나타내고 있다. 다중공선성 확인 결과, VIF 값이 모두 2 이하로 다중공선성 문제는 없는 것으로 파악되었다. ESG는 FOR과 1% 수준에서 양(+)의 유의성을 보여주고 있다. 이는 ESG 성과가 좋은 기업은 외국인지분율이 증가한다는 것을 보여준다. TCFD 또한 FOR과 1% 수준에서 양(+)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다. 그 외의 CARBON, MB, ROA, RDIN의 상관계수는 각각 0.276, 0.166, 0.217, 0.257, 0.157로 1% 수준에서 모두 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고 있으며, LEV의 경우 1% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계를 보여주고 있다.

#### 4.2 회귀분석 결과

‘Table 6’은 종속변수인 외국인지분율과 그에 영향을 미칠 수 있는 각 변수 간의 회귀분석을 실시한 결과이다. 회귀분석 결과에 따르면, ESG는 양(+)의 값을 보이며, 1% 수준에서 유의했다. 이는 ESG 점수가 높을수록 즉, ESG 성과가 좋을수록 외국인 투자자가 기업에 대해 긍정적인 평가를 하고, 나아가 외국인 투자자의 지분율이 올라가는 것으로 해석된다.

TCFD는 이전 선행 연구 (Suortti, 2021)와 비슷하게 FOR과 음(-)의 관계를 보였으나 유의하지 않음을 확인하였다. 하지만, ESG와 TCFD

Table 5 Pearson Correlation Coefficients between Variables

	FOR	ESG	TCFD	CARBON	LEV	AGE	MB	ROA	RDIN	TURN
FOR	1									
ESG	.331**	1								
TCFD	.276**	.343**	1							
CARBON	.166**	.087**	.129**	1						
LEV	-.221**	.076*	.062	.033	1					
AGE	-.028	-.135**	-.116**	.104**	-.072*	1				
MB	.217**	-.008	.007	-.149**	-.100**	-.218**	1			
ROA	.257**	.051	-.012	-.035	-.467**	.025	.200**	1		
RDIN	.157**	-.019	-.017	-.047	-.208**	-.052	.338**	.171**	1	
TURN	-.012	.079**	-.018	-.128**	.052	-.054	.079**	.204**	.008	1

Note. \*\*, \* represents significance at the 1% and 5% levels (two-tailed test).

Table 6 Regression Analysis Result

Dependent Variable : FOR		
Variable	Coefficient	t value
Intercept	0.353	4.864 ***
ESG	0.027	4.190 ***
TCFD	-0.048	-1.325
ESG*TCFD	0.023	2.587 ***
CARBON	0.001	5.331 ***
LEV	-0.105	-3.491 ***
AGE	0.001	1.736 *
MB	0.020	3.352 ***
ROA	0.424	3.994 ***
RDIN	0.546	2.221 **
TURN	-0.021	-1.968 **
YR	Included	
IND	Included	
F-value	17.12	***
Adj. R <sup>2</sup>	0.3761	

Note. \*\*\*, \*\*, \* represents significance at the 1%, 5%, 10% levels.

의 상호작용 항의 회귀계수는 양(+)의 값이었으며 1% 수준에서 유의하다. 이는 TCFD 권고안에 따른 환경정보 공시 여부에 따라 기업의 ESG 성과가 외국인지분율에 긍정적인 영향을 미칠 것이라는 가설과 일치하고 있다.

그 외의 통제변수들과 외국인지분율 간의 관계를 살펴보면, CARBON, AGE, MB, ROA, RDIN의 회귀계수는 각각 0.023, 0.001, 0.020, 0.424, 0.546이며, 모두 1%, 10%, 1%, 1%, 5% 수준으로 유의한 양(+)의 값이 도출되었다. CARBON이 외국인지분율과 양(+)의 관계를 보였다는 것은 온실가스 배출량이 많을수록 외국인지분율이 높아진다는 것을 의미하는데, Park and Noh(2017)가 증명한 온실가스 배출량과 기업가치 간의 유의한 음(-)의 관계와는 상반된 결과라고 볼 수 있다. 하지만, 온실가스 배출량이 많다는 것은 기업의 수익성이 높다는 것을 의미하고, 이에 외국인 투자자는 수익성이 높은 기업에 적극적으로 투자한다는 Park and Lee (2006)의 연구 결과에 따라 충분히 이해할 수 있는 연구 결과이다. 외국인지분율과 양(+)의 관계를 보인 AGE는 오래된 기업일수록 외국인

투자자의 비중이 많아진다는 것을 의미한다. 이는 예측한 대로, 오래된 기업일수록 정보 비대칭성의 문제가 적기 때문에 이러한 결과를 보인 것으로 해석된다. MB는 주식 가치이므로 주식 가치가 높을수록 외국인 투자자가 많아진다는 것을 의미한다. 양(+)의 결과를 보인 ROA는 총자산수익률이 높을수록 외국인지분율이 높아진다는 것을 의미하며, RDIN 또한 양(+)의 관계를 보였으므로 개발에 많이 투자하는 기업일수록 외국인 투자자가 긍정적인 평가한다는 것을 의미한다.

부채비율(LEV)의 회귀계수는 -0.105이며 1% 수준에서 유의미한 음(-)의 관계를 갖는다. 이는 부채비율이 적은 기업일수록 외국인지분율이 높아진다는 것을 의미한다. 총자산회전율(TURN)의 회귀계수는 -0.021로 5% 수준에서 유의한 음(-)의 관계를 갖는다.

회귀분석 결과에 따라서, ESG 성과가 외국인지분율에 긍정적인 영향을 미칠 것이라는 [가설 1]과, TCFD 권고안에 따른 환경정보 공시 여부는 ESG 성과와 외국인지분율의 관계를 강화할 것이라는 [가설 2]를 모두 채택하였다.

## 5. 결론

### 5.1 연구 결과의 요약

최근 적극적인 기후 위기 대응에 맞춰, 우리나라 또한 2025년부터 자산 규모 2조 원 이상의 유가증권 상장기업들은 지속가능경영보고서를 의무적으로 발간해야 한다. 또한, 국외 기업들의 경우 국내의 협력사들에게 지속가능경영보고서를 요구하고 있다. 이런 상황들을 종합적으로 고려하여, 본 연구에서는 기업의 ESG 성과가 외국인지분율에 미치는 영향뿐 아니라, TCFD 권고안에 따른 환경정보 공시 여부가 ESG 성과와 외국인지분율 사이에서 조절효과가 존재하는지 검증하기 위해 실증분석을 진행하였다.

Pearson의 상관관계 분석 결과, 주 관심 변수인 ESG 성과(ESG)와 환경정보 공시 여부(TCFD) 두 가지 요소 모두 외국인지분율과 양

(+)의 유의한 상관관계를 보였다. 이는 종속변수인 외국인지분율과 관심 변수인 ESG 성과 및 환경정보 공시 여부 두 가지 변수가 모두 양(+)의 방향으로 상관관계를 나타내고 있다는 것을 의미한다.

더불어, 본 연구는 두 가지의 가설을 설정 후 회귀분석을 진행하였으며, 연구 결과는 다음과 같다.

첫째, 독립변수인 ESG 성과(ESG)와 종속변수인 외국인지분율(FOR) 사이에는 1% 수준으로 유의한 양(+)의 관계가 있음을 확인하였다. 이는 ESG 성과가 좋을수록 외국인지분율이 높아진다는 것을 의미한다. 이러한 결과는 [가설 1]을 적극 지지하고 있다.

둘째, 비록 상관관계 분석에서 TCFD 권고안에 맞춰 환경정보를 공시하는 것이 외국인지분율에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났지만, 회귀분석 결과에서는 둘 관계의 유의미성을 도출해 내지 못하였다. 하지만, ESG 성과와 외국인지분율 사이에서 TCFD 권고안에 따른 환경정보 공시 여부가 조절효과를 미치는지 실증 분석한 결과, 1% 수준에서 유의미한 양(+)의 영향을 미친다는 사실을 밝혀냈다. 비록 다른 변수들과 함께 고려하였을 때 TCFD는 유의미하지 않지만, ESG 성과가 양호하고 TCFD 권고안에 맞춰 환경정보를 공시할수록 외국인 투자자를 적극적으로 유치할 수 있다는 사실은 확인할 수 있었다. 즉, 이러한 결과는 [가설 2]를 적극적으로 지지하고 있다는 것을 의미한다.

본 연구는 ESG 성과가 외국인지분율에 미치는 영향을 분석하는 데 그치지 않고, 기업의 환경정보 자율 공시, 특히 TCFD 정보 공시 여부에 따른 영향의 차이를 살펴보고 시사점을 제시한다는 점에서 의의를 지니고 있다. 특히, ESG 관련 공시가 의무화되고, 국제지속가능성기준위원회인 ISSB에서 IFRS 일반 요구사항(IFRS S1)과 기후 관련 공시(IFRS S2)를 발표한 이 시점에서 환경 관련 공시는 매우 중요한 부분으로 자리매김하고 있다. 더불어, 정보 비대칭성을 회피하려는 경향이 강한 외국인 투자자들에게는 기업의 재무적·비재무적 공시 모두 중요하므로 ESG 공시는 앞으로 국내 기업이 반드시 풀

어나가야 할 숙제이다. 더불어, TCFD 모니터링 업무가 2024년부터 IFRS로 이관되므로 TCFD 권고안에 맞춰 환경정보를 공시하는 것은 더 중요해질 전망이다.

## 5.2 연구의 시사점과 한계점

이러한 연구 결과는 다음과 같은 시사점을 제시한다. 1) ESG 성과가 높을수록 외국인지분율에 긍정적인 영향을 미치고, 2) ESG 성과가 좋으면서 TCFD 권고안에 맞춰 환경정보를 공시하는 기업이 외국인지분율에 더 긍정적인 영향을 미친다는 것이다. 이러한 결과는 기업이 외국인 투자자를 적극적으로 유치하기 위해 ESG 경영에 더 집중해야 하며, 환경정보 자율 공시 또한 적극적으로 공시해야 한다는 점을 시사한다.

본 연구의 한계점으로는 1) 짧은 연구 대상 기간, 2) 아직은 부진한 국내 기업의 지속가능경영보고서 발간과 3) 유가증권 상장기업만을 대상으로 했다는 점을 꼽을 수 있다. 해당 연구는 2019년부터 2022년까지 총 4년간의 표본을 통해 연구를 진행하였다. 이는 정확한 연구 결과를 도출해 내기에는 비교적 짧은 기간이며, 연구 대상 기간이 정확히 전 세계적으로 유행한 COVID-19와 겹치는 기간이었기에 기업의 재무 성과 및 회계 성과가 일정하지 않다는 한계점이 있다. 또한, TCFD 권고안에 따라 환경정보를 공시하기 위해서는 지속가능경영보고서를 반드시 발간하거나, TCFD REPORT를 별도로 발간하여야 하는데, 아직 국내 대다수의 기업은 지속가능경영보고서를 발간하지 않으므로 TCFD 권고안에 따른 보고서 또한 발간하지 않는 것이 실정이다. 그로 인해, 유가증권 상장기업 수에 비해 표본에 포함된 기업의 수가 현저히 많이 줄어들었다. 마지막으로, 유가증권 상장기업만을 대상으로 진행된 연구로써, KOSPI 시장 외에 다른 시장에 대한 효과를 확인하지 못하였다는 것이 본 논문의 한계점이다.

하지만, 본 연구는 국내 기업의 ESG 성과와 외국인지분율 사이에 TCFD 공시 여부의 조절 효과를 고려한 첫 번째 연구로써 의의가 있으

며, 향후 이를 반영하여 한계점을 보완 후 더 다양한 연구가 진행될 수 있을 것으로 기대한다.

## References

- Ahn, M. G. and Ko, D. Y. (2014). The Effect of Foreign Investor and Performance on Corporate Sustainability Management Disclosure and Firm Value, *Korea International Accounting Review*, 53, 230-251.
- Al-Gamrh, B., Al-Dhamari, R., Jalan, A. and Jahanshahi, A. A. (2020). The impact of board independence and foreign ownership on financial and social performance of firms: Evidence from the UAE, *Journal of Applied Accounting Research*, 21(2), 201-229 <https://doi.org/10.1108/IAAR-09-2018-0147>.
- Alregab, H. (2022). The Role of Environmental, Social, and Governance Performance on Attracting Foreign Ownership: Evidence from Saudi Arabia, *Sustainability* 2022, 14 (23), 15626. <https://doi.org/10.3390/su142315626>.
- Bae, S. M., Masud, M. A. K. and Kim, J. D. (2018). A Cross-County Investigation of Corporate Governance and Corporate Sustainability Disclosure: A Signaling Theory Perspective, *Sustainability* 2018, 10(8), 2611. <https://doi.org/10.3390/su10082611>.
- Baik, S. M. and Choi, J. M. (2021). The effect of environmental, social and governance (ESG) activities on financial performance, and market reaction for food and beverage manufacturing companies, *Journal of Hospitality and Tourism Studies*, 23(4), 202-215.
- Borghesi, Z., Leung, P. and Guthrie, J. (2018). Voluntary greenhouse gas emission disclosure impacts on accounting-based performance: Australian evidence, *Australasian Journal of Environment Management*, 25(3), 321-338. <https://doi.org/10.1080/14486563.2018.1466204>.
- Chen, H. M., Kuo, T. C. and Chen, J. L. (2022). Impacts on the ESG and financial performances of companies in the manufacturing industry based on the climate change related risks, *Journal of Cleaner Production*, 380(1), 134951. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2022.134951>
- Cheung, J. H. and Ki, D. H. (2023). A Study on IFRS S1 and S2 Acceptance Levels of Sustainability Reports in Korea, *Review of Accounting and Policy Studies*, 28(2), 287-321.
- Choy, J. H. (2021). A Study on ESG Performance and Firm Value: Focusing on Moderating Effects of Ownership Structure, *The Journal of Women and Economics*, 18(2), 91-115.
- Doh, J. P., Howton, S. D., Howton, S. W. and Siegel, D. S. (2010). Does the market respond to an endorsement of social responsibility? The role of institutions, information, and legitimacy, *Journal of Management*, 36(6), 1461-1485. <https://doi.org/10.1177/0149206309337896>
- EY Climate Change and Sustainability Services. (2020). *How will ESG Performance Shape Your Future?*.
- Fuadah, L. L., Mukhtaruddin, M., Andriana, I. and Arisman, A. (2022). The Ownership Structure, and the Environmental, Social, and Governance (ESG) Disclosure, Firm Value and Firm Performance: The Audit Committee as Moderating Variable, *Economies* 2022, 10(12), 314. <https://doi.org/10.3390/economies10120314>.
- GC Corp. (2022). *2022 GC Sustainability Report*.
- Hanjin. (2022). *Hanjin 2022 ESG Report (KOR)*.
- IFRS. (2023). *IFRS Foundation welcomes culmination of TCFD work and transfer of TCFD monitoring responsibilities to ISSB from 2024*, <https://www.ifrs.org/news-and-events/news/2023/07/foundation-welcomes-tcfd-responsibilities-from-2024> (Accessed on Oct. 26th, 2023)
- Ionescu, G. H., Firoiu, D., Pirvu, R. and Vilag,

- R. D. (2019). The Impact of ESG factors on market value of companies from travel and tourism industry, *Technological and Economic Development of Economy*, 25(5), 820–849. <https://doi.org/10.3846/tede.2019.10294>.
- Jung, Y. K. (2012). The Performance Factors of CSR(Corporate Social Responsibility) and the Sustainable Growth Forecast, *Korean Journal of Business Administration*, 25(4), 2065–2089.
- KCGS. (2023). *KCGS ESG Assessment Methodology*.
- Kim, D. Y. (2022). A Study on the Effects of ESG Evaluation Information and Credit Scores on Foreign Ownership, *Productivity Research: An International Interdisciplinary Journal*, 36(3), 131–158.
- Kim, S. W., Lee, K. H. and Lee, M. Y. (2013). The Effects of CSR to Foreign Institutional Investors' Ownership and Firm Value, *Productivity Research: An International Interdisciplinary Journal*, 27(3), 429–456.
- Ko, D. Y. and Ahn, M. G. (2017). The Effect of Environmental Information Disclosure on Foreign Ownership, *Journal of Industrial Economics and Business*, 30(4), 1275–1296.
- Kwack, B. S. and Rhee, J. H. (2021). The Relationship between ESG Level and Foreign Ownership: The Investors' Sensitivity to the Regulation Risk Exposure, *Journal of Strategic Management*, 24(1), 35–66.
- Lee, J. I., Kim, S. J. and Kwon, I. S. (2017). Corporate Social Responsibility as a Strategic Means to Attract Foreign Investment: Evidence from Korea, *Sustainability* 2017, 9(11), 2121. <https://doi.org/10.3390/su9112121>.
- Lee, K. S. and Jeon, S. I. (2019). The Effects of Carbon Emission Information on Firm Value, *Journal of Environmental Policy and Administration*, 27(2), 69–98.
- Lim, D. S. (2011). Corporate Social Responsibility, Foreign Holding Rate, Financial Performance : Evidence from Korea, *The Review of Business History*, 26(4), 313–331.
- Moon, S. I. (2023). Current Status and Improvement Measures of Domestic Listed Companies' ESG Disclosure System, *Korea Economic Law Association*, 22(2), 67–98.
- Naver. (2022). *TCFD Report: Towards 2040 Carbon Negative*.
- Panicker, V. S. (2017). Ownership and corporate social responsibility in Indian firms, *Social Responsibility Journal*, 13(4), 714–727. <https://doi.org/10.1108/SRJ-02-2017-0030>.
- Park, J. H. and Noh, J. H. (2017). The Effect of GHG Emission on the Firm Value : Using the Carbon Disclosure Project Data, *Journal of Industrial Economics and Business*, 30(5), 1643–1663.
- Park, J. W. (2011). The Impact of Foreign Investor on Korea Firm's Performance and Value, *Korean Corporation Management Review*, 18(2), 203–215.
- Park, K. S. and Lee, E. J. (2006). The role of foreign investors on the management and corporate governance of Korean companies, *Review of Financial Economics*, 20(2), 73–113.
- Rha, J. S. (2022). Review of ESG Challenges in Supply Chain Management Using Text Analysis, *Journal of the Korea Society of Industrial Information Systems*, 27(5), 145–156.
- Saleh, M., Zulkifli, N. and Muhamad, R. (2010). Corporate Social Responsibility Disclosure and Its Relation on Institutional Ownership: Evidence from Public Listed Companies in Malaysia, *Managerial Auditing Journal*, 25(6), 591–613. <https://doi.org/10.1108/02686901011054881>.
- Samsung. (2021). *Samsung Sustainability Report 2021*.
- Shinsegae. (2021). *2021 Shinsegae ESG Report*.
- SK hynix. (2022). *SK hynix TCFD Report 2022*.

Su, W., Peng, M. W., Tan, W. and Cheung, Y. L. (2016). The signaling effect of corporate social re-sponsibility in emerging economies, *Journal of Business Ethics*, 134(3), 479-491. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2404-4>.

Suortti, J. (2021). *TCFD-framework disclosure and its effect on cost of equity capital*, Master Thesis, Alto University School of Business, Espoo, Finland.

Yang, I. J., Park, J. H. and Kim, Y. S. (2022). Recommendations for Carbon Neutrality and ESG Management in Mining Industry, *Journal of the Korean Society of Mineral and Energy Resources Engineers*, 59(5), 474-488.

Yoon, M. O. and Kim, S. H. (2022). Effect of a Company's ESG Level on Foreign Investment: Focusing on the Moderating Effect of Tax Benefits, *Korean Accounting Journal*, 31(5), 111-133.

Zhang, Y. and Wiersema, M. F. (2009). Stock market reaction to CEO certification: The

signaling role of CEO background, *Strategic Management Journal*, 30(7), 693-710. <https://doi.org/10.1002/smj.772>.



**박 정 빈 (JungBin Park)**

- 학생회원
- 인하대학교 중국학과 문학학사
- (현재) 인하대학교 대학원 녹색 금융 전공 석사과정
- 관심분야: 경영학, 지속가능경영, 녹색금융, ESG



**김 종 대 (JongDae Kim)**

- 서울대학교 경제학과 학사
- 서울대학교 대학원 경영학과 석사
- George Washington Univ. 경영학 박사
- (현재) 인하대학교 경영대학 경영학과 교수
- 관심분야 : 경영학, 회계학, 지속가능경영, 녹색 금융, ESG, 생물다양성