

스튜어드십 코드 도입 전·후 경영성과 관련성에 관한 연구

A Study on the relevance of corporate performance before and after the introduction of the Stewardship Code

홍수희¹

Suhee Hong¹

요 약

본 연구는 스튜어드십 코드 도입으로 기관투자자들의 주주권 행사 가능성이 높아지게 되면서, 기업들 스스로 비재무적 성과를 높이기 위한 노력이 이루어지고, 이러한 노력이 재무적 성과에도 반영되었는지 살펴보고자 하였다. 스튜어드십 코드 도입 이후 비재무적 성과의 향상이 있었는지, 또 재무적 성과는 스튜어드십 코드 도입 전·후 기간별 차이가 있었는지 실증분석하였다. 연구결과, 스튜어드십 코드 도입이후 한국기업지배구조원의 ESG 통합등급 및 기업지배구조등급(G), 사회책임경영등급(S)은 이전보다 개선되는 효과가 있는 것으로 나타났고, 환경경영등급(E)은 전·후 차이가 없는 것으로 나타났다. 또한, 재무적인 성과측면에서 주가수익률과 토빈큐가 두 기간별로 차이가 있는지 살펴보았는데, 두 기간간의 유의미한 차이가 발견되지는 않았다. 본 연구는 기업의 비재무적 성과와 재무적 성과간의 관련성을 살펴보기보다는, 스튜어드십 코드의 도입이 기업의 경영성과(비재무적, 재무적)에 영향을 미쳤는지를 기간별로 비교하여 분석하였다. 이러한 연구는 기관투자자 및 기업들에게 스튜어드십 코드 도입의 실효성 및 실질적 추진방안에 대한 시사점을 제시할 수 있을 것이다.

핵심어 : 스튜어드십 코드, 기관투자자, 비재무적성과, 재무적 성과, ESG

Abstract

This study considered that the possibility of institutional investors exercising their shareholders rights increased with the introduction of the stewardship code, and accordingly, that corporations made efforts to improve non-financial performance on their own, and whether these efforts were reflected in financial performance. The purpose of this study was to empirically analyze whether there was an improvement in non-financial performance after the introduction of the stewardship code, and whether there was a difference in financial performance by period before and after introduction of the stewardship code. As a result of the study, since the introduction of the stewardship code, the ESG integrated rating, corporate governance rating(G), and social responsibility management rating(S), of the Korea Corporate Governance Service have improved than before, and there is no difference in environment management rating(E). In addition, in terms of financial performance, it was examined whether there was a difference between the stock price return and Tobin's Q for each of the two periods. but no significant difference was found between the two periods. Rather than examining the relationship between non-financial and financial performance, this study

¹ Department of Global Trade Management, Shinhan University [Professor]
e-mail: sue0503@shinhan.ac.kr

* 이 논문은 2022학년도 신한대학교 교수연구년 제도에 의하여 연구된 논문임

Received(September 29, 2022), Review Result(1st: October 17, 2022), Accepted(December 12, 2022), Published(December 31, 2022)



© 2022 The Authors. Published by NCIS.
This is an open access article licensed under the Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License.
To view a copy of this license, visit <http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>.

compared and analyzed whether the introductions of the stewardship code affect the company's performance(non-financial, financial). These studies will be able to suggest implications for the effectiveness of the introduction of the stewardship codes and practical measures to institutional investors and corporations.

Keyword : Stewardship code, institutional investors, non-financial performance, financial performance, ESG

1. 서론

현대 기업의 근간이라고 할 수 있는 주식회사의 책임은 두 가지로 정리해 볼 수 있다. 주주의 부를 극대화 시키는 것이고, 다른 하나는 기업생태계 조성을 위한 사회적 책임이라고 할 수 있다 [1]. 첫 번째 책임에 대한 결과는 재무적 성과를 통해 나타나게 될 것이고, 두 번째 책임에 대한 결과는 비재무적 성과를 통해 나타나게 될 것이다. 기업의 사회적 책임에 관심을 갖는 소비자들이 증가하면서 [2], 시민들의 윤리경영, 친환경 경영 등을 요구하는 목소리가 점점 커지고 있으며 이미 재무적 성과 못지않게 비재무적 성과 역시 중요해지고 있다. 물론 기업의 비재무적인 성과와 재무적 성과 간에 관련성이 있는지에 대한 기존의 연구들은 나름대로의 논리적 입장을 토대로 긍정론, 부정론, 무효과론 등으로 다양하게 주장하고 있으며 [3] 결과들 역시 여전히 혼재되어 있다. 본 연구는 기업의 두 경영성과(재무적, 비재무적)간의 관련성을 살펴보기보다는, 스튜어드십 코드의 도입으로 인한 경영성과의 향상이 있었는지를 살펴보고자 하였다. 기관투자자들의 주주권 행사 가능성이 높아지게 되면, 기업들은 스스로 비재무적 성과를 높이기 위해 노력하고, 기관투자자들 역시 스튜어드십 코드에 따라 지배구조가 완비되지 못한 기업들이나 사회적, 환경적 문제로 지탄을 받는 기업들에 대해 주주권행사의 가능성이 높아질 것으로 보아 [4] 스튜어드십 코드도입 전·후의 두 기간간의 경영성과차이가 있는지를 검토해보고자 하였다.

기관투자자들이 스튜어드십 코드를 도입하기 전·후로 비재무적 성과간에 차이가 존재하는지, 또, 비재무적 성과의 차이가 재무적 성과에도 영향을 미쳤는지 살펴보고자 한다. 만약에 스튜어드십 코드의 도입이 기업의 비재무적 성과에 영향을 미치고, 이러한 비재무적 성과가 재무성과에도 영향을 미친다면, 기관투자자들의 스튜어드십 코드도입은 기업들로 하여금 비재무적 성과향상을 위해 노력하고자 하는 유인이 될 수 있을 것이다. 최근 일반대중의 비재무적 성과에 대한 관심증가는 재무적 성과에도 영향을 미칠 수 있을 것이기 때문에 이러한 사회적 분위기는 기업의 경영에도 영향을 미칠 것임에 분명하다.

이러한 연구를 통해 우리나라의 스튜어드십 코드도입의 실효성을 검토해보고, 기관투자자와 기업경영진의 경영전략수립에 대한 시사점을 제공할 수 있을 것이다. 더 나아가 스튜어드십 코드 본래의 취지의 당위성을 확인하고 실질적인 추진방안을 제공할 수 있을 것이며, 국내자본시장 및 기업문화에 필요한 투자자 관점의 스튜어드십 코드 이행의 정착에 이바지 할 수 있을 것이다. 또한, 이러한 연구결과들은 기관투자자의 투자활동에 재무성과 뿐만 아니라 비재무성과를 고려한 책임투자 전략에 대한 방향성을 결정하는데 기여할 수 있을 것이다.

2. 이론적 배경

2.1 스튜어드십 코드

기관투자자들은 주주와 경영진간의 이해관계를 합리적으로 조정하는 동시에 충실한 자산관리자로서의 역할도 요구되고 있는데, 이러한 수탁자로서의 책임을 충실히 이행하기 위해 만들어진 지침이 스튜어드십 코드이다. 스튜어드십 코드는 ‘Comply or Explain’ 원칙에 따라 자율적으로 가입여부와 적용방식을 선택 할 수 있고, 기관투자자별 상황과 역량에 맞춰 유연하게 적용방식을 채택할 수 있기 때문에 국내기업 및 투자문화에 맞는 책임투자 및 주주권 행사 관행이 형성될 것이다 [5]. 영국에서는 2010년 글로벌 금융위기 직후, 최초로 도입이 되었고, 우리나라에서는 2014년 7월 공론화되어 2016년 도입이 공표되었으며 2018년에 국민연금에서 도입을 결정하였다. 스튜어드십 코드의 필요성 및 중요성은 인지하고 있었으나 그 실효성에 대한 의구심 때문에 국민연금의 스튜어드십 코드 참여 이전에는 국내 기관투자자들에게 그다지 주목을 받지 못하였으나, 2018년 9월 국민연금이 이를 도입한 후, 2020년 9월 기준 연기금 3개, 자산운용사 45개, 보험사 5개, 은행 2개, 증권사 3개, 투자자문사 2개, 서비스기관 4개, PEF 39개, 기타 27개 등 130개의 다양한 기관이 참여하고 있다 [6]. 우리나라의 스튜어드십 코드와 관련된 논문들은 많은 경우 제도적 측면에서 기관투자자들의 의결권행사가 가지는 문제점들을 검토하여왔다 [4]. 미국의 경우, CalPERS는 기업의 좋은 지배구조는 반드시 주주에게 더 높은 투자수익을 돌려줄 수 있다는 확고한 투자철학을 바탕으로 기업지배구조의 개선여지가 많은 기업을 선발하여 적극적 관여로 기업지배구조 개선 작업을 펼쳐 주주가치를 극대화하고자 한다 [7]. 우리나라의 경우는 오히려 자본주의라는 독특한 지배구조를 가지고 있음에도 강제성이 없는 연성규범의 성격을 지닌다 [8]. 그러나, 기업의 사회적 책임에 대한 투자자들의 관심은 해가 갈수록 증가하고 있고, 스튜어드십 코드의 도입은 기관투자자들의 주주권 행사 가능성을 높이게 되므로 대상기업들로 하여금 스스로 지배구조개선 및 사회적 책임에 대한 활동에 더 관심을 두고 힘을 쏟게 할 것이다.

2.2 기업의 경영성과

기업의 경영성과는 앞서 언급한 것과 같이 비재무적 성과와 재무적 성과로 나누어 볼 수 있다. 이미 많은 나라들이 수탁자의 투자결정시 비재무적 성과요인인 ESG 요소를 고려하는 지침을 도입하였고, 한국의 스튜어드십 코드 역시 ESG 문제를 Stewardship Responsibility 이행에 중요한 사안으로 강조하고 [9] 기업의 비재무적 성과에 대한 대응치로 한국기업지배구조원의 ESG 평가등급을 많이 활용하는데, ESG 평가결과는 2011년과 2012년에는 5개등급(A+, A, B+, B, C)으로 구분되었고

2013년부터는 C등급 아래 D 등급을 A+ 등급 위에 S 등급으로 구분하였다 [10]. 스튜어드십 코드는 '장기적 성과와 광범위한 이익'을 강조하고 있으며, 이러한 목표는 기업의 사회적 책임투자의 목적과 같은 맥락이다 [11]. 단, 스튜어드십 코드는 주주활동의 일환으로 지배구조를 포함한 환경이나 사회적 이슈를 다룬다는 측면에서 ESG 투자의 경우, 특히 지배구조개선을 위한 투자와 사회적 책임 투자의 경우 기업가치 증대로 이어진다는 실증결과 [12-16]를 근거로 스튜어드십 코드도입이 기업성과를 개선시킬 것으로 추론할 수 있을 것이다.

2.3 선행연구 검토

국내·외 선행연구에서 기업의 재무적 성과와 비재무적 성과의 관계에 대한 연구들을 살펴보면, 환경적인 성과 면에서 기업의 친환경 공시가 주가 수익률에 큰 영향을 미치지 못하거나, 환경과 주가수익률 간에 부(-)의 관계가 존재한다는 결론을 도출한 연구도 있고 [17-20], 환경관련공시가 기업가치에 정(+)의 영향을 미친다는 연구결과도 있었다 [21][22]. 경제정의 연구소(KEJI)에서 개발한 사회적 책임지표와 재무성과 간에 정(+)의 관계가 있음을 밝혀내기도 하였고 [23], 지배구조측면을 살펴본 경우에는, 기업의 투명성 및 감사기구의 독립성 등이 주가수익률에 정(+)의 영향을 미친다고 하였고 [24], 지배구조수준이 높을수록 기업가치가 높다는 사실을 실증한 연구들도 있다 [25-27]. 또, 전반적인 비재무적 성과가 궁극적으로는 기업의 수익성을 향상시키기는 하나, 재무적 성과로 이어지기까지는 시간지연효과를 가지고 이어질 가능성이 높다고 본 연구도 있다 [1].

한국기업지배구조원의 ESG 평가결과를 이용한 선행연구들을 살펴보면, 환경부문 평가등급과 기업가치, 그리고 통합평가등급과 재무성과 간에 유의한 정(+)의 관계가 있음을 실증분석하거나 [28] 대체적으로 ESG 평가등급과 회사채 평가등급이 정(+)의 상관관계에 있음을 [29] 주장하였다. ESG 평가등급이 대체적으로 주가수익률과는 부(-)의 상관관계를 보이지만 토빈큐와는 정(+)의 상관관계에 있다는 결론을 도출하거나 [30], 기업가치에 미치는 비재무적 성과의 영향력이 사회, 지배구조, 환경순임을 보인 연구도 있다 [10][30]. 그러나, 우리나라에서 스튜어드십 코드의 도입이 국내 기업의 ESG 등급에 어떠한 변화를 가져오게 되었는지, 이로 인해 경영성과에도 영향을 미치게 되었는지에 대한 실증연구는 부족한 실정이다. 이에 본 연구에서는 2018년 9월 국민연금을 시작으로 기관투자자들이 스튜어드십 코드를 도입한 2019년 이후(2019, 2020, 2021)와 도입을 시작한 2018년을 제외한 그 이전의 기간(2017, 2016, 2015)으로 구분하여 스튜어드십 도입 전·후로 비재무적 성과의 개선이 있었는지, 또 재무적 성과에 어떠한 차이가 있는지 살펴보려고 한다.

2.4 가설 설정

이론적 배경에서 살펴본 바와 같이, 스튜어드십 코드의 도입은 기업들의 비재무적 성과인 ESG

통합등급 및 개별등급에 영향을 미쳤을 것이다. 특히 기업지배구조등급인 G와 사회책임경영등급인 S의 등급은 향상되었을 것이라고 간주하였다. 환경경영등급인 E의 경우는 관련비용에 대한 인식의 차이에 따라 향상되었을 수도 혹은 아닐 수도 있다고 생각되어 연구가설에서는 방향성 없이 두 기간간에 차이가 존재한다고 가설을 수립하고자 한다.

[연구가설 1] 스튜어드십 코드 도입 전·후 기업의 비재무적성과(ESG통합)는 향상되었을 것이다.

[연구가설 1-1] 스튜어드십 코드 도입 전·후 기업의 지배구조등급(G)은 향상되었을 것이다.

[연구가설 1-2] 스튜어드십 코드 도입 전·후 기업의 사회책임등급(S)은 향상되었을 것이다.

[연구가설 2] 스튜어드십 코드 도입 전·후 기업의 환경경영등급(E)은 차이가 있을 것이다.

기업의 비재무적 성과가 기업의 재무적성과에 영향을 미치는지에 대하여는 여러 결론이 혼재되어 있다. 비재무적 성과가 향상되어 기업의 재무적 성과에도 영향을 미친다는 긍정론적 관점에 초점을 두고 기업의 재무적 성과에 있어서도, 스튜어드십 코드도입 전·후로 차이가 있었는지 살펴보고자 아래의 연구가설을 설정하였다. 기업의 단기적 가치로 주가수익률을 기업의 장기적 가치로는 토빈큐를 사용하는 선행연구들 [13][30-32]에 근거하여 다음과 같이 세부가설을 설정하였다.

[연구가설 3] 스튜어드십 코드 도입 전·후 기업의 재무적성과는 차이가 있을 것이다.

[연구가설 3-1] 스튜어드십 코드 도입 전·후 기업의 주가수익률은 차이가 있을 것이다.

[연구가설 3-2] 스튜어드십 코드 도입 전·후 기업의 토빈큐는 차이가 있을 것이다.

3. 연구방법 및 실증분석

3.1 표본선정 및 연구방법

본 연구를 위해 다음의 조건을 만족하는 기업을 표본기업으로 선정하였다. 2018년 중반의 국민연금의 스튜어드코드 도입 전·후의 3개년씩의 기간을 살펴보기 위해 2015~17년(3개년), 2019~21년(3개년)의 기업자료들을 토대로 실증분석을 해보고자 (1)~(3)의 순서에 의해 자료를 추출하였다. (1) 기업지배구조위원회에서 2015~2021 까지 모든 등급이 이용 가능한 유가증권 상장기업 (2) 금융업이 아닌 기업 (3) 변수측정에 필요한 정보자료가 입수 가능한 기업

기업지배구조 등급자료는 한국기업지배구조원으로부터 구하였고, 7등급의 자료를 S:7, A+:6 A0:5, B+:4, B0:3, C:2, D:1 로 각각 점수로 변환하여 사용하였다. 이렇게 선정된 연도-기업이 전·후 기간1944개의 데이터로 구성되었다. 기업의 재무자료는 FnGuide 자료를 이용하였고, 자료가 없는

일부 내용은 KIS-Value 로부터 추출하였고, 통계분석을 위해 SPSS for windows v24 프로그램을 이용하였다. 두 기간별 차이를 비교분석하기 위해 독립표본 t-검정을 실시하였다.

3.2 기술통계량과 상관관계분석

본 연구는 우리나라에서 수탁자 책임에 관한 원칙 및 주주권행사 근거를 마련한 2018년 7월을 기준으로 해당연도를 기관투자자들의 스튜어드십 도입의 주요 연도로 보고, 그 전 기간인 2015~17년을 스튜어드십 코드 도입 전기간으로, 그 이후인 2019~21년을 도입후 기간으로 구분하여 한국지배구조원의 평가등급을 S:7부터 D:1 까지 1의 간격으로 수치로 환산하여 사용하였다. 재무성과는 여러 논문에서 사용한 주가수익률과 토빈큐를 사용하여 [13][30-32] 두 기간별 차이를 살펴보고자 하였다.

[표 1]은 수치로 환산한 ESG 등급과 주가수익률, 토빈큐의 기술통계량이다. 비재무적 성과등급의 기간별 평균수치를 살펴보면 ESG 통합등급은 스튜어드십 코드도입 전에 2.78에서 도입후 2.90으로 E, S와 G 등급은 각각 2.84에서 2.87, 2.89에서 3.08, 3.03에서 3.26으로 상승하였는데, S와 G의 평균향상정도가 E에 비해 큰 것을 볼 수 있다. 재무성과 및 토빈큐는 평균수치가 오히려 스튜어드십 코드 도입 전에 비해 약간 감소한 것으로 나타났다.

[표 1] 기술통계량(스튜어드십 코드 도입 전·후)

[Table 1] Descriptive Statistics(Before vs after the introduction of stewardship code)

구분	분류	N	최소값	최대값	평균	표준편차
ESG	도입전	1944	1	6	2.78	1.002
	도입후	1944	1	6	2.90	1.139
E	도입전	1944	1	6	2.84	1.139
	도입후	1944	1	7	2.87	1.116
S	도입전	1944	0	6	2.89	1.123
	도입후	1944	0	6	3.08	1.203
G	도입전	1944	0	6	3.03	1.318
	도입후	1944	0	6	3.26	1.479
Ret	도입전	1944	-23.43	29.88	0.47	2.527
	도입후	1944	-11.32	29.77	0.33	2.121
TbQ	도입전	1944	0.29	8.33	1.17	0.802
	도입후	1944	0.24	15.05	1.12	0.894

주) ESG: 한국기업지배구조원의 ESG 통합등급, E(환경경영등급), S(사회책임경영등급), G(기업지배구조등급), Ret(주가수익률), TbQ(토빈큐)

[표 2]는 각 변수들 간의 상관관계를 스튜어드십 코드 도입전과 후로 나누어서 살펴본 도표이다. 도입 전에 비재무적 성과인 ESG와 S는 주가수익률과 1% 내에서 유의적인 음의 상관관계가 있는

것으로 나타났고, s등급은 토빈큐와 유의적인 양의 상관관계가 있었다. 도입 후 상관관계를 살펴보면 ESG 통합등급이 토빈큐에 유의적인 음의 상관관계가 s 등급은 주가수익률에 유의적인 양의 상관관계가 기업지배구조는 주가수익률에만 유의적인 음의 상관관계가 있는 것으로 나타나 스튜어드십 코드 도입 전·후 비재무적 성과와 재무적성과의 상관관계에서 현저한 차이는 없는 것으로 보여진다.

[표 2] 상관관계분석(스튜어드십 코드 도입 전·후)

[Table 2] Correlation analysis(Before vs after the introduction of stewardship code)

도입전	ESG	E	S	G	Ret	TbQ
ESG	1					
E	0.515**	1				
S	0.493**	0.376**	1			
G	0.397**	0.343**	0.352**	1		
Ret	-0.048**	0.004	-0.074**	0.025	1	
TbQ	-0.036	-0.041	0.070**	0.032	0.065**	1
도입후	ESG	E	S	G	Ret	TbQ
ESG	1					
E	0.542**	1				
S	0.513**	0.458**	1			
G	0.356**	0.339**	0.343**	1		
Ret	-0.006	0.018	0.067**	-0.067**	1	
TbQ	-0.078**	-0.043	-0.012	-0.012	-0.011	1

주) ESG: 한국기업지배구조원의 ESG 통합등급, E(환경경영등급), S(사회책임경영등급), G(기업지배구조등급), Ret(주가수익률), TbQ(토빈큐)

주) * 5%, ** 1% 유의수준

[표 3] 비재무적 성과 차이에 대한 검정(스튜어드십 코드 도입 전·후)

[Table 3] Hypothesis Testing for non-financial performance difference(Before vs after the introduction of stewardship code)

비재무적 성과	Levene의 등분산 검정		평균의 동일성에 대한 t-검정		
	F	유의확률	t값	유의확률(양쪽)	평균차
ESG					
등분산이 가정됨	11.430	0.001	-3.229	0.001	-0.111
등분산이 가정되지 않음			-3.229	0.001	-0.111
E					
등분산이 가정됨	0.542	0.462	-0.854	0.393	-0.102
등분산이 가정되지 않음			-0.854	0.393	-0.102
S					
등분산이 가정됨	9.007	0.003	-8.308	0.000	-0.257
등분산이 가정되지 않음			-8.271	0.000	-0.257
G					
등분산이 가정됨	76.570	0.000	-5.119	0.000	-0.318
등분산이 가정되지 않음			-5.119	0.000	-0.318

주) ESG: 한국기업지배구조원의 ESG 통합등급, E(환경경영등급), S(사회책임경영등급), G(기업지배구조등급)

[표 3]은 비재무적 성과의 기간별 차이에 대한 검정표이다. ESG와 S, G 등급은 연구가설에서 추측하였던 것처럼 스튜어드십 코드 도입후 유의적인 개선이 있었음을 확인할 수 있었고, 스튜어드십 코드 도입으로 영향이 상대적으로 적을 것으로 예상했던 E 등급은 차이가 없는 것으로 나타나 [연구가설 1]은 채택되었고, [연구가설 2]는 기각 되었다.

[표 4]는 재무적 성과인 주가수익률과 토빈큐의 기간별 차이를 분석한 표이다. 상관관계분석에서도 나타났던 것처럼 두 기간별 현저한 차이는 나타나지 않아 [연구가설 3] 역시 기각되었다. 이는 스튜어드십 코드의 도입이 기업의 비재무적 성과에는 이미 영향을 미쳤으나, 재무적 성과까지 영향을 미치기에는 아직 기간이 짧았을 수도 있고, 주가수익률 및 토빈큐라는 기업의 재무적 성과에 영향을 미치는 다른 여러 요인들로 인해 직접적 효과는 나타나지 않았을 수 있다고 해석해볼 수 있다.

[표 4] 재무적 성과 차이에 대한 검정(스튜어드십 코드 도입 전·후)

[Table 4] Hypothesis Testing for financial performance difference(Before vs after the introduction of stewardship code)

재무성과	Levene의 등분산 검정		평균의 동일성에 대한 t-검정		
	F	유의확률	t값	유의확률(양쪽)	평균차
Ret					
등분산이 가정됨	10.018	0.002	1.867	0.062	-0.007
등분산이 가정되지 않음			1.867		-0.007
TbQ					
등분산이 가정됨	0.160	0.680	1.751	0.080	-0.006
등분산이 가정되지 않음			1.751		-0.006

주) Ret(주가수익률), TbQ(토빈큐)

4. 결론

본 연구는 기업의 두 종류의 경영성과인 비재무적 성과와 재무적 성과가 기관투자자들의 스튜어드십 도입을 계기로 변화가 있었는지를 검토해보고자 하였다. 스튜어드십 코드의 도입은 기업들로 하여금 비재무적 성과를 향상시키고자 하는 유인이 될 수 있을 것이며, 최근 처럼 일반대중들이 기업 윤리성, 환경에 대한 생각에 관심을 가지면서 특히나 기업의 지배구조적인 측면이나 사회적 책임과 관련된 성과부분에 있어서 개선하고자 하는 동기가 되었을 것이라고 생각되었다. 환경과 관련된 측면은 아직까지는 비용적인 측면으로 바라보는 부분도 없지 않기 때문에 기업지배구조나 사회책임경영부분에 비해 큰 변화는 없었을지라도 통합적인 측면에서는 분명 영향이 있었을 것이다. 또한, 전통적인 투자방식이 아니라 사회책임투자는 기업의 재무적인 요소뿐만 아니라 비재무적인 요소를 핵심가치로 인식하여 지속가능한 책임투자가 주요 요소로 인식되고 있다. 이러한 비재무적인 요소가 반영이 되어 재무적 성과에도 영향을 미치게 되기까지는 아직 시간이 필요할 수도 있긴 하지만 재무적 성과측면의 기업가치에도 변화가 있었는지 살펴보고자 하였다. 실증분석

결과 스튜어드십 코드 도입 후 비재무적인 성과중 기업지배구조등급과 사회책임경영등급은 1%내에서 유의적으로 향상된 것으로 나타났고, 비재무적성과의 통합등급(ESG)도 1%내에서 유의적으로 향상되었다. 단, 환경경영등급은 스튜어드십 코드 도입 전·후에 차이가 나타나지 않았다. 기업의 재무적 성과로 살펴본 주가수익률 및 토빈큐의 경우에도 현저한 차이가 나타나지는 않는 것으로 나타났다. 본 연구는 스튜어드십 코드의 도입이 우리나라의 기업의 성과에 어떠한 차이를 가져오게 되었는지 기간별 차이를 분석하여 살펴보았는데, 스튜어드십 코드의 도입으로 인하여 비재무적 성과의 향상적인 측면이 보여지면서 어느 정도 실효성을 파악해 볼 수 있었다는 것에 시사점을 찾아볼 수 있다. 더 나아가 환경경영이 유의한 차이가 없었던 이유들을 살펴보기 위해 환경시설투자비용을 이용하거나, 환경비용 등을 검토해 볼 수 있을 것이다. 또한 기업의 윤리적 경영측면에서도 확장하여 살펴볼 수 있을 것이며, 기업의 제조 및 생산운영 등 여러 내·외부적인 요인들을 고려한다면 다양한 학문영역과 연계한 융합연구가 가능할 것이라고 생각한다.

References

- [1] J. H. Min, B. S. Kim, S. Y. Ha, "The Relationship between Firms' Environmental, Social, Governance Factors and Their Financial Performance : An Empirical Rationale for Creating Shared Value", *Korean Management Science Review*, vol. 32, no. 1, March 2015, pp. 113-131, doi: 10.7737/KMSR.2015.32.1.113.
- [2] H. R. Kim, N. M. Kim, K. H. Yoo, M. K. Lee, "Developing a Scale for Evaluating Corporate Social Responsibility", *Korea Marketing Research*, vol. 20, no. 2, June 2005, pp. 67-87.
- [3] Y. M. Kim, J. H. Park, "ESG-CSR and Corporate Financial Performance : What Have We Learned, and Where Do We Go from Here?", *Journal of Strategic Management*, vol. 24, no. 2, August 2021, pp. 75-114, doi: 10.17786/jsm.2021.24.2.075.
- [4] J. W. Kwon, "Improvements of ESG Grade after Adoption of the Korea Stewardship Code", Master's thesis, The Graduate School of Business Administration, Korea University, Republic of Korea, 2019.
- [5] J. H. Won, "Korea's Stewardship Code Introduction Status and Improvement Tasks", National Assembly Research Service, Seoul, Korea, December 2017, [Online]. Available: <https://www.nars.go.kr/report>.
- [6] S. M. Kim, "Korea Stewardship Code Participation Status(20200929)_for distribution", Korea Institute of Corporate Governance and Sustainability, September 2020, [Online]. Available: http://sc.cgs.or.kr/resources/trends_list.jsp?pg=3&pp=6.
- [7] D. W. Park, "Constitutional Obligations of the National Pension for Economic Democratization : Social Responsibilities through stewardship code and engagement", Master's thesis, Department of Law, Graduate School, Korea National Open University, Republic of Korea, 2017.
- [8] Y. M. Chung, "Institutional Investor Responsibilities and Introduction of Stewardship Code", Korea Capital Market Institute, Research Report 16-03, April 2016. [Online]. Available: <http://www.kcmi.re.kr/report>.
- [9] I. H. Hwang, "Essence and Issues of Stewardship Code on Institutional Investor Responsibilities", Policy

- Research 16-19, September 2016. [Online]. Available: <http://www.keri.org>.
- [10] B. S. Kim, J. H. Min, "An Exploratory Study on the Lead-lag Relationship between Firms' ESG Efforts and their Financial Performance", *Journal of Korean Production and Operation Management Society*, vol. 27, no. 4, November 2016, pp. 513-538, doi: 10.21131/kopoms.27.4.201611.513.
- [11] H. S. Song, "The Stewardship Code and institutional investor exercise of shareholder rights", *Korea Capital Market Institute, Research Report 18-03*, February 2018. [Online]. Available: <http://www.kcmi.re.kr/report>.
- [12] C. J. Fombrun, "A World of Reputation Research, Analysis and Thinking - Building Corporate Reputation Through CSR Initiatives: Evolving Standards", *Corporate Reputation Review*, vol. 8, no. 1, April 2005, pp. 7-12, doi: 10.1057/palgrave.crr.1540235.
- [13] J. H. Min, S. I. Ha, B. S. Kim, "The Impact of Firms' Sustainability Management Activities on their Short-term and Long-term Values", *Korean Management Review*, vol. 44, no. 3, June 2015, pp. 713-735, doi: 10.17287/kmr.2015.44.3.713.
- [14] K. Kim, "Effects of Corporate Sustainability Management on Short and Long-term performance", *Review of Accounting and Policy Studies*, vol. 17, no. 4, December 2012, pp. 95-118.
- [15] M. L. Chun, C. S. Kim, "The Effect of Sustaining Corporate Social Responsibility on Relationship between CSR and Financial Performance", *Accounting Information Review*, vol. 29, no. 3, September 2011, pp. 351-374.
- [16] M. E. Porter, M. R. Kramer, "Strategy and Society : The Link between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility", *Harvard Business Review*, vol. 84, no. 12, December 2006, pp. 78-92, doi: 10.1108/sd.2007/05623ead.006.
- [17] N. H. J. Lorraine, D. J. Collison, D. M. Power, "An analysis of the Stock Market Impact of Environmental Performance Information.", *Accounting Forum*, vol. 28, no. 1, March 2004, pp. 7-26, doi: 10.1016/j.accfor.2004.04.002.
- [18] S. J. Kwak, S. W. Seok, "Information as a policy tool in environmental regulation-stock market response on environmental information", *Journal of Economics*, vol. 49 no. 3, September 2001, pp. 145-164.
- [19] J. M. Kim, "A Study on the Capital market reaction to media disclosure of Environmental accounting information", *Korean Computers and Accounting Review*, vol. 3, no. 1, August 2004, pp. 5-25.
- [20] K. S. Park, H. S. Byun, J. H. Lee, "World Environmental Management Have Positive effects on firm value after controlling for the endogeneity problem?", *Asian Review of Financial research*, vol. 25. no. 2. May 2012, pp. 293-324.
- [21] J. I. Jang, S. T. Bea, H. S. Choi, "An Empirical Study on the Relations Among Corporate Environmental Disclosure, Environmental Performance, and Financial Performance", *The Korean Academic Association of Business Administration*, vol. 22, no. 1, February 2009, pp. 433-454.
- [22] S. Marshall, D. Brown, M. Plumlee, "The Impact of voluntary Environmental disclosure quality on firm value," *Academy of Management Annual Meeting Proceedings*, vol. 2009, no. 1, May 2008, pp. 1-6, doi: 10.5465/ambpp.2009.44264648.
- [23] H. J. Park, J. K. Lee, "Corporate Giving and Environmental Protection : An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Social Contribution and Financial Performance of Korean Firms," *Korean Journal of Management*, vol. 10, no. 1, February 2002, pp. 95-133.

- [24] H. A. Skaife, D. W. Collins, R. LaFond, "Corporate Governance and the Cost of Equity capital", working paper, University of Wisconsin and University of Iowa, February 2005, pp. 1-52, doi: 10.2139/ssrn.639681.
- [25] P. S. Sohn, "A study of Relationship between Corporate Governance and Firm Value - Using Corporate Governance Index", *Journal of Industrial Economics and Business*, vol. 23, no. 3, June 2010, pp. 1443-1465.
- [26] K. S. Chung, "The Effect of Corporate Governance and Foreign ownership on Firm value", *Journal of Global Management*, vol. 14, no. 2, April 2017, pp. 31-61.
- [27] B. H. Yoon, J. Y. Oh, "Korean Case Studies on Corporate Governance and Firm's Performance, Value and Market Returns", *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, vol. 34, no. 1, March 2005, pp. 227-263.
- [28] G. H. Oh, P. K. Yun, S. M. Kang, "The Effects of Ethical Management to Firm Value and Financial Performance in Korea", *Journal of Knowledge Studies*, vol. 10, no. 3, December 2012, pp. 3-27.
- [29] Y. Na, W. B. Leem, M. S. Kim, "An Empirical Analysis on ESG Performance Information and Cost of Debt Capital", *Accounting Information Review*, vol. 31, no. 1, March 2013, pp. 453-487.
- [30] J. H. Min, B. S. Kim, S. I. Ha, "The Impact of Firms' Environmental, Social and Governance Factors for Sustainability on their stock returns and value", *Journal of Korean Management Science*, vol. 39, no. 4, November 2014, pp. 33-49, doi: 10.7737/JKORMS.2014.39.4.033.
- [31] J. H. Min, B. S. Kim, "Is ESG Effort a Normative Proposition for Sustainability? An Analysis of Different Effects of Firms' ESG efforts by Their Respective Financial Status", *Korean Management Science Review*, vol. 36, no. 1, March 2019, pp. 17-35, doi: 10.7737/KMSR.2019.36.1.017.
- [32] W. B. Lim, "Effect of Non-Financial Information on Firm Performance : Focusing on ESG Score", *Korean International Accounting Review*, no. 86, August 2019, pp. 119-144, doi: 10.21073/kiar.2019.86.006.