

## ESG 성과와 재무성과와의 관련성에 대한 연구

### A Study on the relevance between ESG Performance and Financial Performance

홍수희<sup>1</sup>

Suhee Hong<sup>1</sup>

요 약

본 연구는 ESG 각 부문의 성과가 다양한 방식으로 계산되어 질 수 있는 기업의 재무적 성과들에 어떠한 영향을 미치는지 실증분석해 보고자 하였다. ESG 성과 중 지배구조(G) 성과는 회계자료를 이용하여 계산되는 자기자본이익률(ROE)과 기업의 영업성으로 사용되는 총자산대비 감가상각 전 영업이익(EBITDA/TA)에 양(+)의 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 주식의 가격에 의해 계산되어지는 주가수익률(Ret)과 토빈큐(TQ)에 양(+)의 영향을 미치는 ESG 성과는 사회책임경영의 등급을 나타내는 S였다. 환경경영등급을 나타내는 E는 주가수익률(Ret)과 토빈큐(TQ)에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또, 자기자본이익률(ROE)과 총자산대비 감가상각 전 영업이익(EBITDA/TA)에 양(+)의 영향을 미치는 기업지배구조(G)점수가 기업의 장기가치에 대한 대용치로 사용되는 토빈큐(TQ)에는 음(-)의 영향을 미쳤다. 본 연구는 기업의 ESG 성과와 다양한 재무적 성과간의 관련성을 살펴보고, 재무적 성과가 무엇이나에 따라 ESG 각 부문의 성과가 다르게 영향을 미치고 있다는 것을 알 수 있었다.

핵심어 : 환경경영, 사회책임경영, 지배구조, 자기자본이익률, 토빈큐

#### Abstract

This study attempted to empirically analyze how the performance of each ESG sector affects the financial performances of companies that can be calculated in various ways. Among ESG performance, Governance(G) rating was found to have a positive (+) effect on Return on equity(ROE) calculated using accounting data and operating profit before depreciation compared to total assets(EBITDA/TA). ESG performance, which had a positive (+) effect on the stock price return (Ret) and Tobin's Q (TQ), was an S grade representing Social Responsibility. E, which represents the Environment Responsibility, was found to have a negative (-) effect on the stock price return (Ret) and Tobin's Q (TQ). In addition, Governance (G) grade, which had a positive (+) effect on return on equity (ROE) and pre-depreciation operating profit compared to total assets(EBITDA/TA), had a negative (-) effect on Tobin's Q (TQ), which is used as a proxy for a company's long-term value. This study examined the relationship between a company's each ESG performance and various financial performances, and it was found that the performance of each ESG sector had a different effect depending on what financial performance was.

Keyword : Environment Responsibility, Social Responsibility, Governance, Return on Equity, Tobin's Q

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

Received(January 17, 2023), Review Result(1st: February 4, 2023), Accepted(April 12, 2023), Published(April 30, 2023)



© 2023 The Authors. Published by NCISS.  
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/>.

## 1. 서론

최근 전 세계적으로 환경경영(Environment Responsibility), 사회책임경영(Social Responsibility), 지배구조(Governance)에 대한 관심이 급증하면서 이에 대한 논의가 활발히 이루어지고 있으며, ESG는 이제 기업 경영전략의 개념을 넘어서 인류 공동체의 지속가능한 번영을 위한 가치체계를 현실 세계에 실천하려는 의지로 이해되고 있다 [1]. 또, 국내 대기업들 역시 협력사에 대한 ESG 평가를 강화하고 있는 것으로 나타났다. 대기업 30개사 중 협력사에 대한 ESG 평가를 실시한 기업비율은 86.7%로 2019년 대비 2021년 약 30% 증가한 것으로 나타나 공급망 ESG에 대한 관심을 점차 강화하고 있는 것으로 보인다 [2]. 이렇듯 기업의 ESG에 대한 학문적 관심은 특히 지난 30여년간 엄청나게 증가하였으며, ESG를 잘 수행하면 재무성과가 좋아지는지 즉, 이 두 변수사이에 확실한 인과관계가 존재하는지에 대한 논쟁은 계속되고 있다 [3]. 지금까지의 연구들은 기업의 이러한 사회적 책임 수행이 기업의 재무성과에 긍정적 영향을 미친다는 결과를 보고한 경우도 있지만 [4-6], 부정적인 영향을 준다는 연구결과 역시 적지 않다 [7-10]. 본 연구는 ESG 기준원에서 산출하고 있는 E, S, G 각 부문별 등급이 기업의 회계적 재무성과 및 주가와 관련된 재무성과에 어떠한 영향을 미치는지 그 관련성을 살펴보고자 하였다. 비재무적 성과인 E, S, G 각 부문의 등급이 높을수록 관련 성과가 높다고 보고, 이러한 성과와 회계 및 주가관련 성과와도 같은 방향으로 움직이는지 혹은 다른 방향으로 움직이는지, 아니면 관련이 없는지 살펴보고자 하였다. 기업의 재무성과는 다양하다. 그것이 발생주의 회계에 의해 작성된 재무제표의 수치를 기반으로 하고 있는 성과인지, 외부시장의 수요와 공급에 의해 움직이는 주가에 의해 계산되어지는 성과에는 어떻게 작용하는지 살펴봄으로써 앞으로 대기업뿐 아니라 중소기업에까지 강화된 ESG 평가에 대해 기업들은 어떻게 대비하고 외부투자자들은 어떻게 평가할 수 있을지에 대한 정책 및 전략을 수립하기위한 시사점을 제공할 수 있을 것이다.

## 2. 이론적 배경

### 2.1 ESG 성과

지속가능경영은 모든 기업이 추구해야할 필수적인 경영방침으로 자리잡고 있으며, 투자자들은 투자대상회사의 지속가능경영성과에 어느 때보다 높은 관심을 보이고 있다. 이러한 비재무적인 요소가 기업의 가치 및 성장에 미치는 영향 또한 꾸준히 증가하고 있고 [11] 앞으로 더욱 중요한 요소가 될 것으로 보인다. 국내에서는 한국 ESG 기준원(구, 기업지배구조원)에서 2003년부터 기업지배구조 평가를 실시해왔고, 2011년부터는 환경경영과 사회책임이 포함되어 국내 상장회사의 ESG

평가를 통해 지속가능경영수준을 평가하고 있다. 또, 경제정의연구소의 경제정의지수 KEJI(KEJI Index)는 매년 국내 상장기업을 대상으로 1991년부터 자체평가모형을 개발하여 회계정보자료를 활용하여 기업의 사회적 책임에 대한 성과를 계량적으로 산출하고 있다. 경제정의지수는 건전성, 공정성, 사회봉사기여도, 소비자보호만족도, 환경보호만족도, 종업원만족도 및 경제발전 기여도라는 7가지의 평가항목과 그에 따른 49개의 평가지표 및 4개의 고려지표로 구성되어있다 [12]. 기업의 지속가능성과 책임이 요구되면서 이러한 비재무적 정보의 중요성은 앞으로 점점 강조될 것이고 환경경영(E), 사회책임경영(S), 기업지배구조(G)를 의미하는 ESG 관련정보를 이러한 비재무적 정보로 인식하고 있다. 최근에는 이러한 ESG 성과뿐 아니라 ESG 정보공시 역시 중요해지고 있고, 이미 한국에서도 이러한 ESG 공시의 의무화는 이미 2016년부터 제기되었고 [13], 2025년부터 단계적 ESG 공시 의무화예정에 있다. 기업가치에서 재무적 자산의 비중은 30% 인데 반해, 비재무적 자산의 비중은 70%를 차지한다고 알려져 있다. 하지만 이러한 무형의 가치는 전통적 회계시스템에서 나타나지 못하고, 정량화가 어렵다는 단점이 있으며, ESG 이슈는 장기적 이슈인데 반해, 경영자들의 투자사결정은 상대적으로 단기적이어서 서로 상충될 수 있다 [14]. 기업의 재무상태가 열악한 상태에서는 이러한 ESG 성과를 높이기 위한 여러 가지 비용들이 기업의 생존을 위협할 수도 있다. 기업이 존립하기 위해서는 일정 수준이상의 재무성과가 보장되어야 할 것이다 [15]. 한국 ESG 기준원은 환경경영(E), 사회책임경영(S), 지배구조(G) 및 ESG 통합부문에 대해 평가를 하여 등급을 부여한다. ESG 통합부문 및 각 부문의 등급은 총 7단계로 S, A+, A, B+, B, C, D 로 이루어져있다. ESG와 관련하여 빼놓을 수 없는 글로벌 기구 2개가 있는데, 바로 UN 글로벌 콤팩트와 UN 책임투자 원칙이다. UN 글로벌 콤팩트는 10대 원칙을 제정하여 ESG의 중요성을 기업이 인식하고 구체적인 행동을 옮길 것을 요구하는 원칙으로 자리매김하게 되고 UN 책임투자원칙은 2006년 세계 주요 금융기관들과 함께 만든 ‘기관투자자의 책임투자원칙’으로 6개 원칙으로 구성되어 투자자가 투자 대상기업의 재무적 측면뿐만 아니라 비재무적 지표인 ESG까지 고려해야 한다는 내용을 담고 있다. ESG는 CSR과 달리 매우 구체적이고, 규범적이며, 투자자가 매개가 되어 기업이 행동할 수 밖에 없게끔 설계되어 있는 개념으로 서로 동전의 양면과 같은 관계이면서도 명확한 차이가 있는 관계에 있다. 한편, UN 은 2015년에 SDGs 즉 지속가능발전목표(Sustainable Development Goals)를 발표하였는데, 이 역시 ESG와 밀접한 관련이 있다. 이러한 개념을 UN이 회원국과 함께 천명하여 기업의 동참을 공식요청하게 됨을 의미한다 [16].

## 2.2 기업의 재무성과

기업의 사회적 책임은 앞으로도 점차 강조될 것이고, 그에 따른 지출 역시 증가하게 될 것이다. 기존에 사회적 책임관련 비용들이 기업의 가치에 음(-)의 영향을 미쳤다는 [7-10] 연구도 있었지만, 기업의 성과를 무엇으로 볼 것이냐에 따라 이러한 비용들이 미치는 영향 또한 다를 것이라고 생각

된다. 기업의 성과는 발생주의 하에 회계처리된 재무제표상의 수치로 나타낼 수 있는 자기자본이익률(ROE), 총자산이익률(ROA), 영업성과를 측정하는 변수로 총자산대비 감가상각 전 영업이익(EBITDA/TA) [17]등이 있고 시장에 의해 평가되는 주가수익률(Ret), 토빈큐(TQ) 등 여러 가지로 ESG 등급과 이러한 성과의 관계에 대한 실증연구들이 오랜 기간 이루어져왔다. 이러한 주제에 대한 많은 연구들이 서로 상반된 결과들을 제시하고 있는 경우도 있고, 유의적인 관계를 보이지 않는 경우도 존재하는 등 일반화된 결론에 도달하지는 못한 실정이다.

본 연구에서는 기업의 재무성과를 어떠한 면에서 보느냐에 따라 ESG 성과가 다르게 영향을 미쳤을 수 있을 것이라고 보고, 다양한 재무성과들에 미치는 영향을 살펴보고자 하였다. 자기자본이익률(ROE)은 자기자본의 운영이 얼마나 효율적으로 이루어졌는지를 반영하는 지표로 자기자본에 대한 기간이익의 비율로 나타나며, 주식시장에서 이러한 비율이 주가에 반영되는 경향이 강하여 투자지표로도 이용되는 성과지표이다. 이 비율은 발생주의 하에서 계산된 재무제표상의 수치로 나타나게 계산된다. 기업의 영업성과를 측정하는 적절한 변수로 총자산대비 감가상각 전 영업이익(EBITDA/TA)이 있다. 기업은 공장을 짓거나 기계장치를 구매하는 등등의 설비 투자를 시행하고 이러한 투자는 단기적으로는 많은 자금을 쓰지만, 장기적으로는 시장에서 원하는 수요에 대응해 영업이익을 증가시키고자 한다. 내용연수보다 유형자산을 오래사용하게 되면 감가상각비를 인식하지 않기 때문에 비용은 줄어들게 될 것이다. 따라서 단기간에 비용으로 반영되지만, 장기적 수요에 대비하는 투자에 대한 비용인 감가상각비를 차감하기 전 영업이익을 총자산으로 나눠서 기업의 성과로 적절하다고 볼 수 있다 [17]. 효율적 시장가설에서는 기업에 대한 모든 새로운 정보는 주가에 즉시 반영되기 때문에 이러한 주식수익률(Ret)은 기업의 특정정보가 기업가치에 단기적으로 어떠한 영향을 미치는지에 대한 대리지표로 활용된다. 토빈큐(Tobin's Q)는 시장가치 대비 장부가치의 비율을 활용하여 기업의 장기적 가치에 대한 지표로 활용된다 [12-15].

### 2.3 가설 설정

이론적 배경에서 살펴본 바와 같이, 기업들의 비재무적 성과인 ESG통합등급 및 개별등급은 기업의 재무적 성과에 영향을 미쳤을 것이다. 그러나 각각의 등급과 요소가 다른 재무적 성과에 미치는 영향은 차이가 있을 수 있다. 따라서, 각 비재무적 성과 각 부문과 각기 다른 재무적 성과에 미치는 영향을 살펴보기 위하여 다음과 같이 가설을 수립하였다.

[연구가설 1] 기업의 ESG 성과는 기업의 재무적 성과에 영향을 미쳤을 것이다.

[연구가설 1-1] 기업의 ESG 성과(E, S, G)는 기업의 자기자본이익률(ROE)에 영향을 미쳤을 것이다.

[연구가설 1-2] 기업의 ESG 성과(E, S, G)는 기업의 영업성과(EBITDA/TA)에 영향을 미쳤을 것

이다.

[연구가설 1-3] 기업의 ESG 성과(E, S, G)는 기업의 주식수익률(Ret)에 영향을 미쳤을 것이다.

[연구가설 1-4] 기업의 ESG 성과(E, S, G)는 기업의 토빈큐(TQ)에 영향을 미쳤을 것이다.

### 3. 연구방법 및 실증분석

#### 3.1 표본선정 및 연구방법

본 연구를 위해 다음의 조건을 만족하는 기업을 표본기업으로 선정하였다. ESG 등급을 산출하기 시작한 것은 2011년부터이지만 UN이 지속가능발전목표를 발표하여 회원국 기업들의 동참을 요청하게 된 2015년 이후부터 최근까지인 2015~21년(7개년)의 기업자료들을 토대로 실증분석을 해보고자 (1)~(3)의 순서에 의해 자료를 추출하였다. (1) 한국 ESG 기준원에서 해당기간의 모든 등급이 이용 가능한 유가증권 상장기업 (2) 변수측정에 필요한 정보자료가 입수 가능한 기업 (3) 상·하위 평균±3표준편차를 극단치 기업으로 제거

ESG 등급자료는 한국 ESG 기준원에 서면요청하여 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-기업 3,825개의 데이터로 구성되었다. 종속변수로는 회계적 성과측정치인 자기자본이익률(ROE)과, 총자산대비 감가상각 전 영업이익(EBITDA/TA), 시장성과를 나타내는 주식수익률(Ret)와 토빈큐(TQ)를 사용하였고, 통제변수로는 선행연구들을 참고하여 부채비율(DR)과 외국인지분율(FR), 주가의 전반적 위험도를 보여주는 주가변동성(SV), 연구개발비(RD)를 선정하였다. 기업의 재무자료는 FnGuide 자료를 이용하였고, 자료가 없는 일부 내용은 KIS-Value 로부터 추출하였고, 통계분석을 위해 SPSS for windows v24 프로그램을 이용하여 다변량 회귀분석을 실시하였다.

본 연구의 연구모형과 변수는 다음과 같다.

$$\text{재무적성과}_{it} = \alpha + \beta_1 E_{it} + \beta_2 S_{it} + \beta_3 G_{it} + \beta_4 DR_{it} + \beta_5 FI_{it} + \beta_6 SV_{it} + \beta_7 RD_{it} + \varepsilon$$

여기서, 재무적 성과로 자기자본이익률(ROE), 총자산대비 감가상각 전 영업이익(EBITDA/TA), 주식수익률(Ret)와 토빈큐(TQ)를 각각 사용

E : ESG 기준원 E(환경경영) 등급자료를 S:7, A+:6 A0:5, B+:4, B0:3, C:2, D:1 로 변환

S : ESG 기준원 S(사회책임) 등급자료를 S:7, A+:6 A0:5, B+:4, B0:3, C:2, D:1 로 변환

G : ESG 기준원 G(지배구조) 등급자료를 S:7, A+:6 A0:5, B+:4, B0:3, C:2, D:1 로 변환

DR : 부채비율(총부채/총자산)

FI : 외국인 지분율(외국인 보통주식비율)

SV : 월별주식수익률의 표준편차

RD : 연구개발비 (연구비 + 경상연구개발비 + 경상개발비) / 총자산

### 3.2 기술통계량과 상관관계분석

다음은 본 연구에 사용된 변수들의 기술통계량과 상관관계분석 표이다.

[표 1] 기술통계량

[Table 1] Descriptive Statistics

구분	N	최소값	최대값	평균	표준편차
ROE	3825	-37.097	44.219	4.837	8.764
EBITDA/TA	3825	-0.183	0.255	0.039	0.054
Ret	3825	-78.280	177.24	8.109	37.050
TQ	3825	0.244	3.748	1.033	0.503
E	3825	1	6	2.84	1.065
S	3825	1	6	2.96	1.103
G	3825	1	6	3.21	1.294
DR	3825	2.51	455.15	106.656	85.945
FI	3825	0.00	76.68	10.576	12.973
SV	3825	0.139	120.204	17.646	10.977
RD	3825	0.000	0.650	0.025	0.043

주) ROE(자기자본이익률), EBITDA/TA(총자산대비 감가상각 전 영업이익), Ret(주식수익률), TQ(토빈큐), E(환경경영), S(사회책임), G(기업지배구조), DR(부채비율), FI(외국인 지분율), SV(주가변동성), RD(연구개발비)

[표 1]은 종속변수로 사용된 ROE, EBITDA/TA, Ret, TQ와 독립변수로 사용된 수치로 변환한 E, S, G 등급, 통제변수로 사용한 부채비율(DR), 외국인지분율(FR), 주가변동성(SV), 연구개발비(RD)에 대한 기술통계량이다. 표본기업들의 E 등급평균은 2.84, S등급평균은 2.96, G 등급평균은 3.21이고 각 부문별 최대값이 6인 것은 S 등급을 받은 기업이 없는 것을 보여주고 있다.

[표 2]는 각 변수들 간의 상관관계를 살펴본 도표이다. 재무적 성과와 ESG 성과는 회계적 수치와 관련있는 ROE와 EBITDA/TA의 경우는 1%수준에서 유의적인 양(+)의 상관관계가 있으나 주식수익률인 Ret는 유의적인 상관관계를 보이는 ESG 성과가 없었고, 토빈큐(TQ)의 경우는 사회책임경영등급을 의미하는 S 만이 5%수준에서 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 통제변수로 활용한 주식변동성(SV)는 토빈큐를 제외한 재무적 성과들과 음(-)의 유의적인 상관관계를 보였고, 토빈큐와는 1% 수준에서 유의적인 양(+)의 상관관계를 보였다. 외국인지분율(FR)과 연구개발비(RD)는 모든 재무적 성과와 1% 수준에서 유의적인 양(+)의 상관관계를 보였고, 부채비율(DR)은 회계적 수치로 계산된 재무성과인 ROE와 EBITDA/TA와는 유의적인 음(-)의 상관관계를 나타냈다. 변수들 간의 상관관계들이 높아서 다중공선성의 문제가 없는지 VIF 지수를 살펴보았는데, 다중공선성의

문제는 없는 것으로 나타났다.

[표 2] 상관관계분석

[Table 2] Correlation analysis

도입전	ROE	EBITDA /TA	Ret	TQ	E	S	G	DR	FI	SV	RD
ROE	1										
EBITDA /TA	0.875**	1									
Ret	0.058**	0.069**	1								
TQ	0.108**	0.145**	0.071**	1							
E	0.070**	0.053**	-0.024	-0.002	1						
S	0.095**	0.079**	0.023	0.032*	0.491**	1					
G	0.151**	0.121**	0.000	-0.010	0.374**	0.520**	1				
DR	-0.141**	-0.295**	-0.022	0.025	0.121*	0.128**	0.145**	1			
FI	0.204**	0.262**	0.262**	0.059**	0.319**	0.340**	0.344**	-0.114**	1		
SV	-0.114**	-0.162**	-0.162**	0.259**	-0.117**	-0.124**	-0.123**	0.143**	-0.187**	1	
RD	0.045**	0.082**	0.082**	0.264**	0.103**	0.128**	0.108**	-0.064**	0.137**	0.011	1

주) ROE(자기자본이익률), EBITDA/TA(총자산대비 감가상각 전 영업이익), Ret(주식수익률), TobinQ(토빈큐), E(환경경영), S(사회책임), G(기업지배구조), DR(부채비율), FI(외국인 지분율), SV(주식변동성), RD(연구개발비)

주) \* 5%, \*\* 1% 유의수준

[표 3] 가설검정

[Table 3] Hypothesis Testing

구분	ROE		EBITDA/TA		Ret		TQ	
	계수	t값	계수	t값	계수	t값	계수	t값
상수	-	6.625**	-	14.025**	-	3.276**	-	24.226**
E	-0.010	-0.541	-0.020	-1.157	-0.042	-2.210*	-0.029	-1.651+
S	0.001	0.035	-0.001	-0.055	0.052	2.497*	0.039	2.037*
G	0.119	6.236**	0.091	5.029**	-0.005	-0.250	-0.048	-2.604**
DR	-0.133	-8.111**	-0.271	-17.343**	-0.023	-1.381	0.019	1.180
FI	0.139	7.877**	0.187	11.077**	-0.014	-0.753	0.089	5.228**
SV	-0.055	-3.416**	-0.080	-5.171**	0.009	0.517	0.266	17.169**
RD	0.006	0.397	0.033	2.154*	0.029	1.788+	0.253	16.613**
Adj R-Sq	0.069		0.153		0.002		0.142	
F-Value	41.656**		99.691**		2.072*		91.327**	
Durbin-Watson	1.948		1.976		1.852		1.902	

주) ROE(자기자본이익률), EBITDA/TA(총자산대비 감가상각 전 영업이익), Ret(주식수익률), TobinQ(토빈큐), E(환경경영), S(사회책임), G(기업지배구조), DR(부채비율), FI(외국인 지분율), SV(주식변동성), RD(연구개발비)

주) +10%, \* 5%, \*\* 1% 유의수준

[표 3]은 가설검정에 대한 결과를 나타낸 표이다. 가설검정결과, 회계적 수치를 이용하여 계산된

자기자본이익률(ROE)와 총자산대비 감가상각전 영업이익(EBITDA/TA)에 유의적인 영향을 미친 ESG 성과는 지배구조영역의 등급점수인 것으로 나타났다. 기업지배구조(G) 점수가 높은 경우에 해당 재무성과들도 높게 나타나는 양(+)의 관련성이 있는 것으로 나타났다. 통제변수중 주가변동성(SV)과 부채비율(DR)은 해당 재무성과에 음(-) 영향을 미치는 것으로 나타났고, 외국인지분율(FI)는 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 주식수익률(Ret)에 영향을 미치는 ESG 성과는 사회책임경영을 나타내는 S 등급점수로 5%내에서 유의적인 양의 영향을 미쳤으나, 환경경영점수를 나타내는 E 등급점수는 5%내에서 유의적인 음(-)의 영향을 미치는 것으로 단기적으로는 환경경영에의 투자가 주식수익률에 비용적인 측면으로 고려될 수 있다고 해석된다. 연구개발비의 경우는 10%수준에서 주식수익률에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 기업의 장기적 가치를 나타내는 토빈큐(TQ)에 영향을 미치는 ESG 성과는 사회책임경영등급을 나타내는 S의 경우 5%내에서 유의적인 양(+)의 관련성이 있는 것으로 나타났으며, 환경경영등급을 나타내는 E의 경우는 10%내에서 음(-)의 영향을 미치는 것으로, 기업지배구조등급을 나타내는 G의 경우는 토빈큐(TQ)에 1%내에서 유의적인 양(+)영향을 미치는 것으로 나타나 회계적 수치로 계산된 재무성과들과 반대되는 결과로 나타났다. 외국인지분율(FI), 주가변동성(SV), 연구개발비(RD)의 경우는 토빈큐(TQ)에 1% 수준에서 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

#### 4. 결론

본 연구는 UN이 회원국들에 지속가능발전 목표에 동참할 것을 요청한 2015년 이후의 ESG 성과 자료들을 토대로 ESG 각 부문의 성과가 기업의 다양한 재무적 성과들에 어떠한 영향을 미치게 되는지 실증분석하였다. 기업의 재무적 성과로 살펴보는 수치들은 여러 가지가 있는데, 본 연구에서는 ESG의 각 부문 성과가 회계적 수치에 근거하여 계산되는 자기자본이익률(ROE)와 총자산대비 감가상각전 영업이익(EBITDA/TA)과 시장의 주가자료를 이용하여 계산되는 주가수익률(Ret), 토빈큐(TQ)등에 다르게 영향을 미칠 수 있다고 생각하여 ESG 성과와 다른 방식으로 계산되는 각 재무적 성과들 간의 관계를 살펴보고자 하였다. 실증분석결과, 회계적 수치에 의해 산출된 재무적 성과인 자기자본이익률(ROE)와 총자산대비 감가상각전 영업이익(EBITDA/TA)에 영향을 미치는 ESG 성과는 기업지배구조등급을 나타내는 G 만이 1%수준에서 해당 재무성과에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 시장의 평가와 관련이 있는 주식수익률(Ret)과 토빈큐(TQ)에 공통적으로 영향을 미치는 ESG 성과는 사회책임경영등급을 나타내는 S 등급이었다. 환경경영등급을 나타내는 E의 경우는 주식수익률(Ret)과 토빈큐(TQ)에 음(-)의 영향을 미쳐 아직까지 환경관련성과가 시장에 긍정적인 영향으로 반영되지는 않은 것으로 해석해 볼 수 있었다. 기업지배구조등급을 나타내는 G의 경우 기업의 장기가치를 나타내는 토빈큐(TQ)에 오히려 음(-)의 영향을 미쳤다는 것이



의외의 결과이기도 한데, 본 연구에서는 ESG와 재무적 성과의 관련성을 보기위해서 유가증권시장 기업들에 대해 산업구분 없이 살펴보았다. 추후, 산업별 특성 및 분석기간에 변화를 주었을 경우에는 다른 결과가 도출될 수도 있을 것이다. ESG 성과에 대한 내용은 다양한 학문영역과 연계하여 융합적인 연구가 이루어질 수 있을 것이라고 생각된다.

## References

- [1] S. B. Hahn, S. H. Kwon, S. G. Yim, "Global ESG Trends and the Strategic Role of the Korean Government", KIEP(Korea Institute for International Economic Policy), Sejong-si, Korea, ODA Study Series 21-01, December 2021, [https://www.kiep.go.kr/gallery.es?mid=a10101060000&bid=0001&cg\\_code=C01](https://www.kiep.go.kr/gallery.es?mid=a10101060000&bid=0001&cg_code=C01).
- [2] S. H. Hong, "Major Big Companies Strengthen ESG Ratings with Partners", todayenergy.kr, <http://www.todayenergy.kr/news/articleView.html?idxno=256548>, (accessed January 10, 2023).
- [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] 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.
- [5] 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, August 2012, pp. 3-27.
- [6] 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.
- [7] 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.
- [8] 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.
- [9] J. M. Kim, "A Study on the Capital market reaction to media disclosure of Environmental accounting information", *Electric Accounting Review*, vol. 3, no. 1, August 2004, pp. 5-25.
- [10] 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.
- [11] KCGS, "ESG Rating", cgs.or.kr, [http://www.cgs.or.kr/business/esg\\_tab01.jsp](http://www.cgs.or.kr/business/esg_tab01.jsp), (accessed January 16, 2023).
- [12] M. S. Lee, Y. Kim, "An Empirical Study on the Effect of Corporate Social Responsibility Activity on Firm Value : Comparative Analysis on Integrated Index(ESG and KEJI)", *The Journal of Business Education*, vol. 29, no. 6, November 2015, pp. 345-374, doi: 10.34274/krabe.2015.29.6.015.

- [13] Y. K. Kim, "Impact of Corporate Non-Financial Information(ESG) Disclosure on Financial Performance and Corporate Value", KERI(Korea Economic Research Institute), Seoul, Korea, KERI Insight 19-19, February 2020, [Online]. Available: [http://www.keri.org/web/www/research\\_0201](http://www.keri.org/web/www/research_0201).
- [14] S. W. Jang, Y. H. Kim, "Corporate ESG and Long-Run Financial Performance", *The Journal of Financial Management*, vol. 30, no. 1, March 2013, pp. 131-152.
- [15] 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.
- [16] G. S. Lee, "ESG, New Paradigm of Corporate Management", Samsung SDS, Seoul, Korea Insight Report, May 2021, [Online] Available: [https://www.samsungsds.com/kr/insights/esg\\_paradigm.html](https://www.samsungsds.com/kr/insights/esg_paradigm.html).
- [17] B. Barber, J. Lyon, "Detecting Long-run Abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistic", *Journal of Financial Economics*, vol. 43, March 1997, pp 341-372, doi: 10.1016/S0304-405X(96)00890-2.