creative commons

COMMONS DEED

저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:

저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.

비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.

변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 이용허락규약(Legal Code)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

Disclaimer

dCollection

공기업정책학 석사학위논문

공기업의 ESG 경영활동과 ESG 채권발행과의 관계

2022년 8월

서울대학교 행정대학원

공기업정책학과

임 채 용

공기업의 ESG 경영활동과 ESG 채권발행과의 관계

지도교수 구 민 교

이 논문을 공기업정책학 석사 학위논문으로
제출함
2022년 3월

서울대학교 대학원
공기업정책학과
임 채 용

임채용의 석사 학위논문을 인준함
2022년 6월

위 원 장 김 윤 지 (인)

부위원장 전 영 한 (인)

위 원 구 민 교 (인)

요약(국문초록)

최근 전세계적으로 ESG 라는 용어가 기업경영을 뛰어넘어 사회 전체적으로 큰 이슈가 되고 있다. ESG는 환경(Environmental), 사회(Social), 지배구조(Governance)의 영문 첫 글자를 조합한 단어로, 기업 경영에서 지속가능성을 달성하기 위한 3가지 핵심 요소들로서, 기업의 지속적인 성장 및 생존과 직결되는 핵심가치이다.

이와 같이 기업의 ESG경영에 대한 중요성이 점점 강조되면서, 각 민간기업들과 공기업 역시 ESG 경영을 표방하며 ESG 경영 선언, ESG 경영위원회 신설, ESG 채권 발행 등 많은 활동들을 수행하고 있다. 학계에서도 ESG 경영 및 성과에 대해 많은 연구들이 이루어지고 있다.

본 연구에서는 공기업의 ESG 경영활동을 ESG 채권발행을 대상으로 하여 분석을 수행하고자 한다. ESG채권은 기업들이 환경·사회·지배구조 개선 등 ESG와 관련된 사업자금 조달을 목적으로 발행하는 채권이다. 그렇기 때문에 ESG 경영을 적극적으로 하는 기업들이 관련 ESG 사업을 적극적으로 추진하기 위해서 ESG 채권도 적극적으로 발행할 것이다 라는 가설이 성립될 수 있을 것이다. 연구에 사용되는 기초데이터는 2018~2021년말 기준 국내 공공기관 중 공기업만을 대상으로 하여 공공기관 경영정보 공개시스템인 알리오에 등록된 공기업 공시자료를 활용하였다.

분석결과 공기업의 ESG 경영활동과 ESG 채권발행 총액과의 관계는 본 연구의 처음 의도와는 다른 결과를 보여주었다. 독립변수인 공기업의 ESG 경영활동들이 종속변수인 ESG 채권발행 총액과는 통계적으로 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 밝혀졌다. 또한 공기업의 ESG 경영활동과 ESG 채권발행유무와의 분석 결과는 동반성장 활동만이 유의한 영향을 미치는 것으로 나타나 가설이 일부분만 채택되었음을 알 수 있다. 또한 에너지 공기업이 다른 유형의 공기업보다 ESG 채권발행 총액에 미치는 영향이 다를 것이다. 라는 가설과 에너지 공기업이 다른 유형의

공기업보다 ESG 채권발행 유무에 미치는 영향이 다를 것이다.는 가설은 채택되었다.

이에 따라 본 연구가 공기업의 ESG 경영과 ESG 채권발행에 주는 함의는 아래와 같다. 먼저 공기업의 ESG 채권발행이 단순 보여주기 위한 경영활동으로 의심될 여지가 있다는 점이다. 아직 공기업의 ESG 경영과 ESG 채권발행이 초기 단계여서 정보공개 측면과 발행기관의 숫자 면에서 시작단계임도 확인할 수 있었다. 그러나 기존 정부에서 지속적으로 관심을 가지고 정책을 집행하고 공공기관들을 대상으로 평가를 실시하고 있던 사회적 책임, 사회적 가치와 관련된 활동은 ESG 채권발행유무와 유의미한 결과를 보여주었다. 이런 현상을 긍정적으로 해석하면 공기업이 이러한 동반성장 등 사회적가치 제고에 적극적으로 활동하고 이런 경영활동이 해당 목적의 자금을 조달하고자 ESG 채권발행에도 적극적이었다고 해석할 수 있다. 그러나 부정적으로 해석하면 종전의 선행연구에서 지적하였듯이 대다수의 공기업이 발행하는 ESG 채권은 기존 고유사업 수행을 목적으로 발행되는 채권에 ESG 채권 인증을 받는 방식으로 발행하기 때문에 발행 규모에 비해 실질적인 사회적 책임투자 효과는 제한적이라고 볼 수 있다.

향후 공기업 ESG 경영활동 및 ESG 채권과 관련된 다양한 연구활동으로 ESG 활동을 펼치는 공기업들의 경영성과에 대한 검증을 통해서 과연 ESG 활동이 공기업의 지속가능경영에 도움이 되는지, 아니면 일시적 시류에 탄 경영활동인지 계속 지켜보아야 할 것이다.

주요어 : 공기업, ESG 경영, ESG 채권
학번 : 2021-21431

목 차

제 1 장 서 론 ····· 1

제 1 절 연구의 배경 및 목적 ····· 1

제 2 절 연구의 범위 및 방법 ····· 4

제 2 장 이론적 배경 및 선행연구 분석 ····· 9

제 1 절 ESG경영 ····· 9

1. ESG 경영 개요와 기업에 미치는 영향 ····· 9

2. 국내 ESG 경영 성과 연구 ····· 13

제 2 절 ESG 채권 ····· 15

1. ESG 채권 개요와 발행요건 ····· 15

2. ESG 채권의 문제점 ····· 19

3. 공기업 ESG 채권과 한계 ····· 21

제 3 절 선행연구와의 차별성 ····· 23

제 3 장 연구 방법 ····· 24

제 1 절 연구의 분석틀 ····· 24

1. 연구 모형 ····· 24

2. 연구문제 및 가설의 설정 ····· 25

제 2 절 변수의 조작적 정의 ····· 26

1. 독립변수 ····· 26

2. 종속변수 ····· 30

3. 통제변수 ····· 30

제 3 절 자료수집 및 분석방법 ····· 33

1. 자료 수집 및 분석방법 ····· 33

제 4 장 연구결과 ····· 34
제 1 절 기술통계분석 ····· 34
1. 독립변수 ····· 34
2. 종속변수 ····· 36
3. 통제변수 ····· 37
제 2 절 상관관계분석 ····· 39
제 3 절 회귀분석 ····· 40
제 4 절 교차분석 ····· 43

제 5 장 결론 ····· 46
제 1 절 분석결과 요약 ····· 46
제 2 절 연구의 시사점 및 정책접 함의 ····· 47
제 3 절 연구의 한계 및 향후 연구과제 ····· 50

참고문헌 ····· 53

표 목차

[표1] 2018~2021년도 공공기관 지정현황 ····· 6
[표2] ESG 요소가 취약한 기업의 사례 ····· 10
[표3] 사회적 책임, 사회적 가치, ESG 유사 개념 비교 ····· 11
[표4] ESG 채권 장단점 ····· 17
[표5] 한국형 녹색채권 안내서 주요 내용 ····· 18
[표6] 연구가설 ····· 25
[표7] 공공기관 동반성장 평가 지표 ····· 30
[표8] 공기업의 주요사업 성격에 따른 분류 ····· 31
[표9] 변수 정의 및 측정방법 ····· 32
[표10] 독립변수의 기술통계수치 1 ····· 34
[표11] 독립변수의 기술통계수치 2 ····· 35
[표12] 종속변수의 기술통계수치 1 ····· 36
[표13] 종속변수의 기술통계수치 2 ····· 36
[표14] 통제변수의 기술통계수치 1 ····· 37
[표15] 통제변수의 기술통계수치 1 ····· 38
[표16] ESG 경영수준과 ESG 채권 발행 상관관계 분석 ····· 39
[표17] ESG 경영수준이 ESG 채권 발행총액에 미치는 영향 ··· 41
[표18] ESG 경영수준이 ESG 채권 발행 유무에 미치는 영향 · 42
[표19] 에너지 공기업 해당여부에 따른 ESG 채권 발행총액 기술통계 ····· 43
[표20] 에너지 공기업 해당여부에 따른 ESG 채권 발행총액 기술통계 2 ····· 44
[표21] 에너지 공기업 해당여부에 따른 ESG 채권 발행 유무 교차분석 ····· 44
[표22] 에너지 공기업 해당여부에 따른 ESG 채권 발행 유무 카이스퀘어검증 ····· 45

그림 목차

[그림1] ESG 채권 발행 내역 ····· 3
[그림2] 공공기관 지정요건 ····· 5
[그림3] 연구모형 ····· 24
[그림4] 온실가스 목표관리제 프로세스 ····· 27
[그림5] '21년 공공기관 청렴도 측정 모형(안) ····· 29

제 1 장 서 론

제 1 절 연구의 배경 및 목적

본 연구는 공기업의 ESG 경영활동과 ESG 채권발행 간의 관계에 대하여 분석하고자 한다.

최근 전세계적으로 E·S·G 라는 용어가 기업경영을 뛰어 넘어 사회 전체적으로 큰 이슈가 되고 있다, E·S·G는 환경(Environmental), 사회(Social), 지배구조(Governance)의 영문 첫 글자를 조합한 단어로, 기업경영에서 지속가능성을 달성하기 위한 3가지 핵심 요소로서, 기업의 지속적인 성장 및 생존과 직결되는 핵심가치들이다[1]. 최근 사회 전반적으로 기업들의 ESG경영에 대한 중요성이 점점 강조되면서, 각 민간기업들과 공공기관들 역시 ESG 경영을 표방하며 ESG 경영 선포, ESG 경영위원회 신설, ESG 채권 발행, ESG 전략체계 구축, 탈석탄 금융 선언 등 ESG 와 관련된 많은 경영활동을 실행하고 있다. 또한 학계에서도 ESG 경영 및 그와 관련된 경영성과에 대하여 많은 연구들이 이루어지고 있다. 정부차원에서도 공기업들에 대한 ESG 경영에 대한 권고의 수위를 점점 높여가고 있다. 지난 2021년 3월 기획재정부에서는 공공기관 경영정보 공개시스템(알리오)에 ESG, 사회적 가치 등 민간과 공공의 논의 동향을 고려하여, 공공기관의 사회적 가치와 관련된 공시 항목을 대폭 확대하기로 발표하였다. 그간 일부 사회적 요구를 반영하여, 노동조합('09년), 일가정양립('15년), 안전('19년) 등 사회적 가치 내용을 공시항목에 추가하여 왔으며, 기존의 공시항목 외에 안전 및 환경, 사회공헌 활동, 상생협력, 일가정 양립 등의 항목을 대폭 신설·보완하기로 하였다. 같은해 12월에는 산업통상자원부에서도 K-ESG 가이드라인을 발표하였다. K-ESG 가이드라인은 국내 ESG 활성화 지원을 위한 첫 출발점으로, 국내외 주요 13개 평가기관의 평가지표를 분석하여 공통적인 핵심 요소

1) 한국거래소 ESG 포털 - ESG의 개념(https://esg.krx.co.kr/)

에 전문가 · 기관, 관계부처 등의 의견을 종합하여 기업이 활용할 수 있도록 재구성하여 제시하였다.

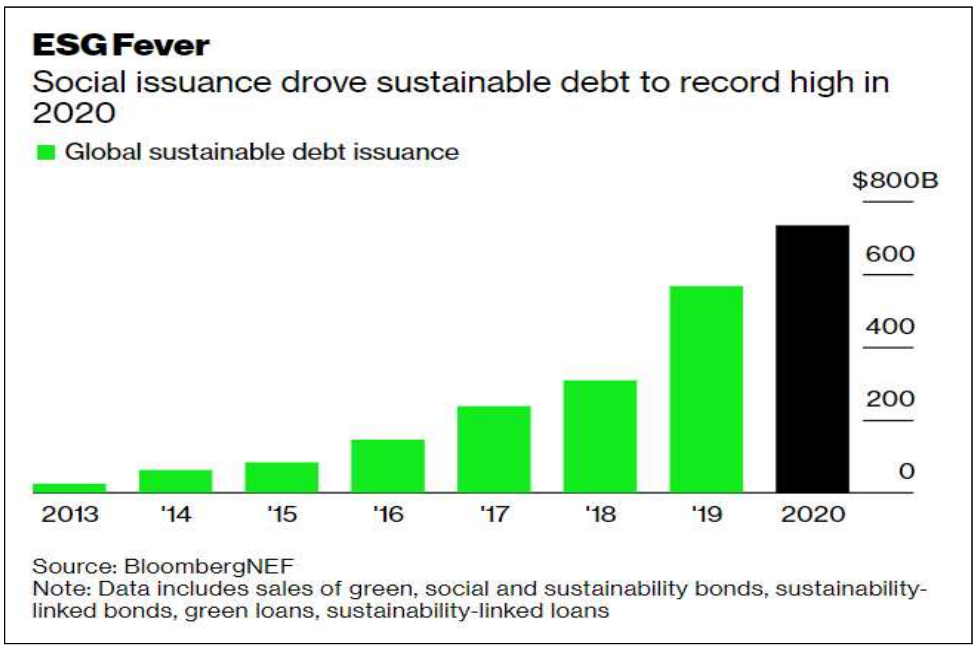
이러한 ESG의 역사는 사회적 책임투자의 성장과 그 궤를 같이 한다. ESG라는 용어는 2004년 유엔 글로벌 콤팩트(UN Global Compact)[2]가 작성한 “Who Cares Wins – 부제 : Connecting Financial Markets to a Changing World”라는 보고서에 처음 등장하였다. 이 보고서는 당시 UN 사무총장인 코피 아난의 주도로 자본시장에 환경·사회·지배구조 문제를 포함시키는 것이 비즈니스에 보다 합리적이고 지속가능한 사회의 나은 결과로 이어진다는 내용을 담고 있었다. 이런 내용들은 2006년 UN 책임투자원칙(UN Principles for Responsible Investment)에서 다시 한번 논의되고, 장려되었다. 그리고 글로벌 금융위기 이후 자본주의 4.0이 등장하였으며, 코로나 19 사태를 겪으면서 기후변화, 공중보건, 환경보호 등 ESG 이슈에 대한 관심이 증가하였다. 이러한 흐름에 따라 장기투자 측면에서 ESG 정보를 적극적으로 활용하는 ESG 투자가 주류로 편입되었다. 2021년 10월 현재 UN 책임투자원칙에 가입한 투자관련기관은 전세계적으로 3,826개 기관에 달하고 있으며, 국내에서도 대표투자기관인 국민연금이 2009년 가입하였다.

ESG가 중요시 되면서 환경(E), 사회(S), 지배구조(G)개선과 같은 사회책임투자 자금을 조달할 목적으로 발행되는 ESG 채권도 자본시장에서도 빠르게 성장하고 있다. 미국 시장조사업체 블룸버그 NEF에 따르면 전 세계 ESG 채권 및 대출 시장은 2013년 266억 달러에서 지난 2020년에는 7,321억 달러규모로 성장하였다.

---

2) 기업이 유엔글로벌콤팩트의 핵심 가치인 인권, 노동, 환경, 반부패 분야의 10대 원칙을 기업의 운영과 경영전략에 내재화시켜 지속가능성과 기업시민의식 향상에 동참할 수 있도록 권장하고, 이를 위한 실질적 방안을 제시하는 세계 최대의 자발적 기업시민 이니셔티브(http://unglobalcompact.kr/about-us/intro/)

<그림1> ESG 채권 발행 내역



자료 : 블룸버그 NEF (2021.1.11.)

이렇게 점점 늘어나고 있는 기업들의 ESG 경영에 대한 사후평가는 지금까지는 일반적으로 민간 평가기관들이 발표하는 ESG 평가등급을 바탕으로 이루어지고 있다. 해외에서는 MCSI(Morgan Stanley Capital International)나 Refinitiv(구 톰슨로이터), Sustainalytics, 다우존스 지속가능경영지수(Dow JonesSustainability Indicies, DJSI) 등의 기관들이 평가하고 있다. 국내에서는 한국기업지배구조연구원(KGCGS)과 서스틴베스트사에서 발표하는 ESG 등급이 많이 쓰이고 있으며, 최근 신용평가사들과 회계법인들을 통한 ESG 평가도 이루어지고 있다. 그러나 현재 국내에서 널리 쓰이고 있는 양대 평가기관들의 평가는 일부 상장기업에 한하여 수행되고 있어, 국내 다수의 상장되지 않은 공기업들에 대한 평가는 이루어지지 않고 있다. 특히 현재 국내 주식시장에 상장된 공기업은 한국전력공사, 한국가스공사, 한국지역난방공사 등 일부 기관에 불과하며 이들 기관중에는 양대 평가기관에서 평가하지 않는 기관도 존재한다. 그러므로 국내 공기업의 ESG 경영활동의 평가에 대해서는 일반적인 시중

의 ESG 등급외에 다른 측정방법이 필요하다. 그리고 성과에 관련해서는 민간기업 특히 상장된 기업을 대상으로 한 평가와 연구가 대부분이며 공기업에 대한 연구는 상대적으로 부족한게 현실이다. 따라서 지금까지 공기업들이 수행한 ESG 경영에 대한 사후연구가 필요하다.

그래서 본 연구는 ESG 경영활동의 일환으로 ESG 경영활동을 목적으로 외부로부터 자금 조달을 하는 ESG 채권을 통해서 공기업의 ESG 경영을 살펴보고자 한다. 현재 ESG 채권의 발행유무는 금융시장에서 전적으로 발행기관의 자율적인 선택사항이며, 투자자를 유인하기 위한 강제의무사항은 아니다. 또한 정부차원에서도 공기업들에게 ESG 채권 발행과 관련하여 경영평가에 평가항목 반영 등 강제성을 부여하고 있지 않다. 그러므로 사회적 책임을 다하는 ESG 경영 활동을 하기 위하여 일반적인 자금조달 수단이 아니라, 특정 자금 조달목적을 지니고, 발행 후 목적을 이행하여야 하는 ESG 채권을 발행한다는 것은 ESG 경영활동에 대한 공기업의 기관 및 기관장의 적극적인 경영의지가 드러난 것이라고 추정할 수 있을 것이다. 앞서 ESG의 역사가 사회적 책임투자의 성장과 그 궤를 같이 한다고 하였는데, 공기업 역시 사회적 책임을 다하기 위해 ESG 채권을 발행하고 있으므로 이런 ESG경영과 ESG 채권간의 상호간의 관계를 살펴봄으로써, 지금까지 공기업들의 ESG 경영활동에 대해 살펴보고, 향후 공기업 ESG 경영의 방향성과 과제에 대하여도 여러 시사점들을 제공할 수 있을 것으로 기대한다.

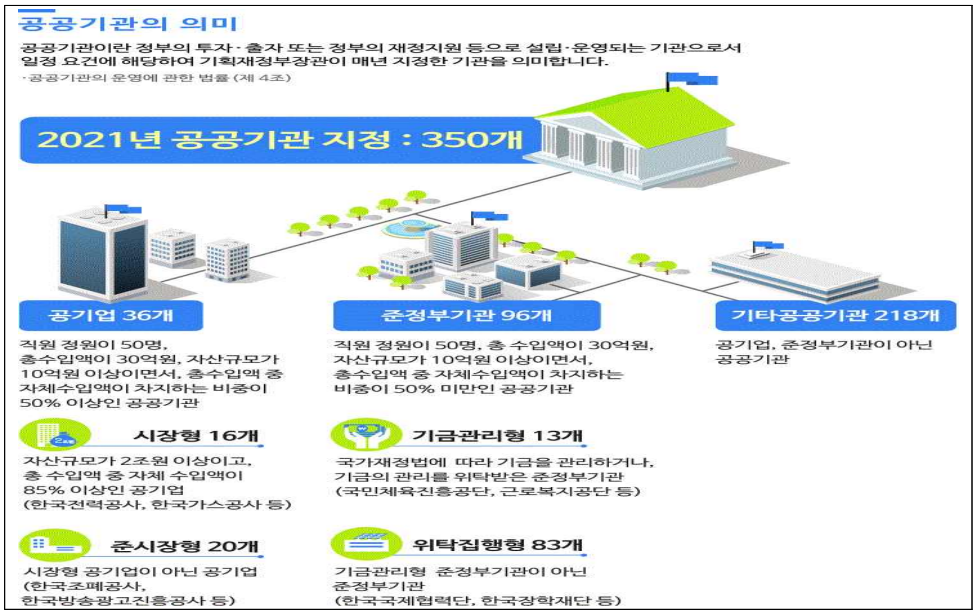
제2절 연구의 범위 및 방법

본 연구는 국내 공공기관 중 공기업유형을 대상으로 한다. 공공기관[3]은 국가・지방자치단체가 아닌 법인・단체 또는 기관으로서 법률상 세부요건에 해당하는 기관을 기획재정부 장관이 지정하는 기관이라고 정의하고 있다. 이중 공기업은 직원 정원이 50명 이상으로 총수입액 중 자체수입액이 차지하는 비중이 100분의 50 이상인 공공기관이다. 준정부기기관

3) 공공기관의 운영에 관한 법률 제4조

은 직원 정원이 50인 이상으로 총 수입액 중 자체 수입액이 차장하는 비중이 100분의 50미만인 공공기관으로 기금관리형과 위탁집행형으로 구분된다. 그리고 공기업과 준정부기관이 아닌 공공기관은 기타공공기관으로 분류한다.

<그림 2> 공공기관 지정요건



자료 : 공공기관 경영정보 공개 시스템(ALIO)

본 연구의 대상은「공공기관의 운영에 관한 법률」제4조 제1항 각호에 따라 기획재정부가 지정한 공공기관 중 공기업 유형의 공공기관을 대상으로 한다. 공기업 유형의 공공기관을 연구대상으로 선정한 사유는 기관의 총 수입액에서 자체수입액이 차지하는 비중이 100분의 50이상으로서 기관의 운영목적에 따라 자체적인 경영활동이 가능하다고 판단하기 때문이다. 정부로부터 기금을 위탁받아 사업을 운영하는 준정부기관과는 기관의 운영형태도 다르며 특히 채권발행 등의 경영상의 차이점을 측정하는데 있어 용이하다고 판단하였기 때문이다.

연구대상인 공기업의 표본이 적어 통계적 경향성의 확보 어려움이

있을 수 있다는 우려에서 연구의 대상 시간적 범위를 공기업 ESG 채권이 본격적으로 발행되기 시작한 2018년부터 2021년까지 4개년으로 설정하고자 하였다. 해당기관의 연도별 공기업 지정현황은 표와 같다.

<표 1> 2018~2021년도 공기업 지정현황

연도	시장형 공기업	준시장형 공기업
2018년 (35개)	(산업부) 한국가스공사, 한국광물자원공사, 한국남동발전㈜, 한국남부발전㈜, 한국동서발전㈜, 한국서부발전㈜, 한국석유공사, 한국수력원자력㈜, 한국전력공사, 한국중부발전㈜, 한국지역난방공사, ㈜강원랜드 (국토부) 인천국제공항공사, 한국공항공사 (해수부) 부산항만공사	(기재부) 한국조폐공사 (문체부) 그랜드코리아레저㈜ (농식품부) 한국마사회 (산업부) ㈜한국가스기술공사, 대한석탄공사, 한국전력기술㈜, 한전KDN㈜, 한전KPS㈜ (국토부) 제주국제자유도시개발센터, 주택도시보증공사, 한국도로공사, 한국감정원, 한국철도공사, 한국토지주택공사, 한국수자원공사 (해수부) 여수광양항만공사, 울산항만공사, 해양환경공단, 인천항만공사 (방통위) 한국방송광고진흥공사
2019년 (36개)	(산업부) 한국가스공사, 한국광물자원공사, 한국남동발전㈜, 한국남부발전㈜, 한국동서발전㈜, 한국서부발전㈜, 한국석유공사, 한국수력원자력㈜, 한국전력공사, 한국중부발전㈜, 한국지역난방공사, ㈜강원랜드 (국토부) 인천국제공항공사, 한국공항공사 (해수부)	(기재부) 한국조폐공사 (문체부) 그랜드코리아레저㈜ (농식품부) 한국마사회 (산업부) ㈜한국가스기술공사, 대한석탄공사, 한국전력기술㈜, 한전KDN㈜, 한전KPS㈜ (국토부) 제주국제자유도시개발센터,

	부산항만공사,	주택도시보증공사, 한국도로공사, 한국감정원, 한국철도공사, 한국토지주택공사, 주식회사 에스알 (해수부) 여수광양항만공사, 울산항만공사, 해양환경공단 (방통위) 한국방송광고진흥공사 (환경부) 한국수자원공사
2020년 (36개)	(산업부) 한국가스공사, 한국광물자원공사, 한국남동발전㈜, 한국남부발전㈜, 한국동서발전㈜, 한국서부발전㈜, 한국석유공사, 한국수력원자력㈜, 한국전력공사, 한국중부발전㈜, 한국지역난방공사, ㈜강원랜드 (국토부) 인천국제공항공사, 한국공항공사 (해수부) 부산항만공사, 인천항만공사	(기재부) 한국조폐공사 (문체부) 그랜드코리아레저㈜ (농식품부) 한국마사회 (산업부) ㈜한국가스기술공사, 대한석탄공사, 한국전력기술㈜, 한전KDN㈜, 한전KPS㈜ (국토부) 제주국제자유도시개발센터, 주택도시보증공사, 한국도로공사, 한국감정원, 한국철도공사, 한국토지주택공사, 주식회사 에스알 (해수부) 여수광양항만공사, 울산항만공사, 해양환경공단 (방통위) 한국방송광고진흥공사 (환경부) 한국수자원공사
2021년 (36개)	(산업부) 한국가스공사, 한국광물자원공사, 한국남동발전㈜, 한국남부발전㈜, 한국동서발전㈜, 한국서부발전㈜, 한국석유공사, 한국수력원자력㈜, 한국전력공사, 한국중부발전㈜, 한국지역난방공사, ㈜강원랜드 (국토부) 인천국제공항공사, 한국공항	(기재부) 한국조폐공사 (문체부) 그랜드코리아레저㈜ (농식품부) 한국마사회 (산업부) ㈜한국가스기술공사, 대한석탄공사, 한국전력기술㈜, 한전KDN㈜, 한전KPS㈜

	공사 (해수부) 부산항만공사, 인천항만공사	(국토부) 제주국제자유도시개발센터, 주택도시보증공사, 한국도로공사, 한국부동산원, 한국철도공사, 한국토지주택공사, 주식회사 에스알 (해수부) 여수광양항만공사, 울산항만공사, 해양환경공단 (방통위) 한국방송광고진흥공사 (환경부) 한국수자원공사

자료 : 공공기관 알리오 시스템 공공기관 지정현황

연구범위의 초년도인 2018년도에 공기업은 35개 기관이었으며, 2019년에 신규로 주식회사 에스알이 신규로 편입되어 36개 기관으로 확대되는 등의 변동이 있었다. 연구대상 기관에 대한 자료는 기획재정부가 구축 및 운영중인 공공기관 통합 경영정보 공개시스템인 알리오시스템과 기획재정부에서 발간되는 공공기관 현황편람 등을 활용하였으며, 기타 자료는 각 기관 홈페이지, 공공기관의 정보공개시스템을 통해 확보하고자 한다.

제 2 장 이론적 배경 및 선행연구 분석

제 1 절 ESG 경영

1. ESG 경영개요와 기업에 미치는 영향

ESG[4)]는 기업의 지속적인 성장 및 생존과 직결되는 핵심가치들로, 과거에는 기업을 평가함에 있어서 '얼마를 투자해서, 얼마를 벌었는가?' 중심으로 '재무적'인 정량 지표가 기준이었다. 그러나 기후변화 등 최근 기업이 사회에 미치는 영향력이 증가하며 '비재무적'인 지표가 기업의 실질적인 가치 평가 있어서 더 중요할 수 있다는 인식이 증가하고 있다. 기업의 사회적 책임에 대한 담론이 형성되며, 투자자와 소비자들도 기업을 평가함에 있어 재무적 가치가 아닌 비재무적 가치를 중시하고 있다. ESG 정의는 기관별 설립 목적 및 사업의 특성, 이해관계자의 차이에 따라 상이하게 제시되고 있다. 이들을 종합할 경우 투자 의사결정 · 장기적인 수익 · 재무적인 가치 · 경영 리스크 · 사회책임 · 지속가능성 등이 공통적으로 제시되는 키워드로, 자본시장에서 집중해야 할 ESG 개념은 '투자의사결정 및 장기적인 재무적 가치에 영향을 미칠 수 있는 중요한 비재무적 요인' 이다.

장승욱,김용현(2013)에 따르면 기업 가치에서 재무적 자산의 비중은 30%인데 반해, 비재무적 자산의 비중은 70%를 차지한다고 하고 있다. 그러나 비재무적 무형의 가치는 전통적인 회계 시스템에서 나타나지 못하고 있고, 정량화가 어렵다는 단점이 있다고 하였다.. 또한 ESG 이슈는 장기적 이슈인데 반해, 경영자들의 투자의사결정은 상대적으로 단기적이므로 서로 상충될 수 있다.고 하였다. 또한 기업이 ESG 요소를 무시하면 어떻게 될까? ESG 요소가 취약한 기업들은 엄청난 금전적 손실과 함께 기업평판이 하락하고 파산한 기업도 많다고 하였다.

---

4) 한국거래소 ESG 포털 - ESG의 개념(https://esg.krx.co.kr/)

<표2> ESG 요소가 취약한 기업의 사례

기업	내용
유니언 카바이드 (Union Carbide)	1984년 12월 인도 보팔(Bhopal)에서 영업하던 미국 다국적기업인 유니언 카바이드사에서 가스가 유출되면서 지역주민 수천 명이 사망하고 20여만명이 큰 피해를 입은 사고 → 손해배상액과 주가하락으로 투자자에게 손실
엑슨-모빌 (Exxon-Mobil)	1989년 3월 엑슨모빌회사의 유조선인 발데즈호가 알래스카에서 침몰되면서 막대한 양의 원유유출 → 손해배상액과 주가하락 및 기업평판 하락
나이키 (Nike)	1990년대 중반 동남아 하청공장에서 일하는 노동자들이 하루 2달러 이하의 저임금을 받는 미성년자들이고 신체적 학대 및 유해물질에 노출 → 시민단체와 소비자들의 불매운동 결과 기업 이미지 실추, 주가 약 40% 폭락
소니 (SONY)	2001년 플레이스테이션(Playstation)2를 유럽에 수출하려던 제품에 중금속인 카드뮴이 있다는 이유로 네덜란드 세관이 통관불가 판정 → 직접 피해액만 2,000억 원
엔론 (Enron)과 월드컴 (Worldcom)	미국의 7대 기업이었던 에너지관련 회사인 엔론은 분식회계와 투명하지 못한 경영으로 2001년 파산했는데, 미국 역사상 최대 파산 규모라는 점에서 큰 충격. 통신제국이라고 불렸던 월드컴 역시 분식회계로 인해 2002년 파산 → 종업원, 고객, 영업파트너, 금융기관 등 이해관계자에게 엄청난 손실
비피 (BP)	BP는 예전에 영국 석유 회사(British Petroleum)라고도 불렸던 영국 최대의 기업이며, 미국 엑슨-모빌에 이어 세계 2위의 석유회사. 2010년 미국 멕시코만 원유 유출 사고로 인한 비용을 마련하기 위해 자산매각 등을 포함한 구조조정과 함께 세계적인 비난을 받음. → 결국 2012년 11월, 45억 달러를 물기로 미국정부와 합의하였는데, 합의한 벌금액수는 사상 최대규모

* 자료 : 장승욱, 김용현(2013)

* 이 표에서는 ESG 요소가 취약한 기업들의 금전적 손실과 기업평판 하락 및 파산한 대표적 사례를 요약하여 제시하고 있다.

한동숙(2021)은 ESG는 한동안 민간뿐 아니라 공공부문에서도 관심이 집중되었던 사회적 책임 (Corporate Social Responsibility: CSR)과 사회적 가치(Social Value: SV)와도 유사한 개념을 포함하고 있다 이러한 사회적 책임과 사회적 가치는 ESG와 상호배타적이기보다는 일정 부분 유사하기 때문에 몇몇 요소들이 혼재되어 사용되고 있다. 예를 들어, 사회적 책임은 기본적으로 기업이 사회적으로부터 요구받는 의무를 충족시키기 위한 개념이고 기업의 경영활동에 이를 반영한다는 측면에서 ESG와 동일한 성격으로 볼 수 있다. 그러나 사회적 책임은 기업 입장에서는 하면 좋은 활동으로 생각되지만, ESG는 투자자 관점에서 사회적 책임을 다 하는 기관에 투자를 하는 행태를 반영 한 것으로, 기업의 입장에서 더욱 더 필수적인 개념이라는 차이가 있다. 기존 논의에 비하여 ESG는 자본시장 중심의 시각이나 투자자의 관점으로 분류할 수 있는 개념으로, 투자 자체를 사회적 가치 실현의 방향으로 하도록 전환시키려는 것이라 할 수 있다.

<표3> 사회적 책임, 사회적 가치, ESG 유사 개념 비교

구분	사회적 책임	사회적 가치	ESG
개념	기업의 사회적 책임	공공의 이익과 공동체의 발전에 기여하는 가치	환경, 사회 및 지배구조에 관한 비재무적 요소
목적	기업의 책임이 주주에 한정되는것이 아니라 기업활동에 관계된 이해관계자까지 있음을 인식하고 이에 부합하는 자발적인 기업의 부가 활동	공공의 이익과 공동체의 지속가능한 발전을 추구	장기적 관점에서 기업이 안정적으로 수익 창출을 하기 위해 환경, 사회, 지배구조의 비재무적 요소를 관리하는 기업의 장기 투자 리스크 관리 전략
관점	기업의 이해관계자	투자자, 일반 국민	투자자
동향	▪ 해외: CSR의 개념이 다층적 차원에서 논의되나, 현실적으로 사회공헌 활동이 다수	▪ 해외: 공공 및 사회서비스 분야에 대한 법령을 제정 하고 측정 방안이 발달	▪ 해외: 2006년부터 단계적으로 확산되어 큰 이슈가 아니며 관련 연구도 풍부함

	▪ 국내: CSR을 기업의 고유목적사업과 별도의 사회공헌 활동으로 인식	▪ 국내: 공공부문을 중심으로 재무성과와 비재무성과를 통합하여 관리하려고 함	▪ 국내: ESG가 새로운 개념으로 인식되고 있으며, 2025년부터 상장사의 ESG공시 의무화
특징	▪ 실제 구현은 기업의 수익추구활동과 무관한 경우가 많음 ▪ 보고양식: GRI ▪ 실행지침: ISO26000	▪ 사회적 가치의 측정에 관한 논의가 활발하며 제도에 반영하고자 함 ▪ 공공기관 대상으로 경영평가의 지표로 운영	▪ ESG 지표를 수립, 평가, 데이터를 제공하는 글로벌 평가기관이 존재 ▪ 지속가능경영 차원에서 논의

* 자료 : 한동숙(2021) 재인용, 이은선·최유경(2021); 김재필(2021); 김보미(2019); 나석권(2021)의 내용을 재구성

기업의 ESG 활동이 기업에 미치는 영향에 대한 주장은 두가지 흐름이 있다.

첫 번째 관점은 경영자의 개인적인 목적 또는 다른 목적을 위하여 기업의 자원을 남용한 결과에 기인한 일종의 대리인비용으로 설명하고 있다. 이러한 대리인 비용관점에 따르면 기업의 주주가치 극대화가 목표인 기업 입장에서는 바람직하지 못한 경영자들의 행동이며 궁극적으로 주주가치의 희생을 가져온다는 부정적인 관점이다(Pava & Krausz, 1996).(장지인, 최헌섭, 2010 재인용)

두 번째 관점은 이해관계자(예를 들면 종업원, 고객, 공급자와 지역공동체)와 갈등관계를 가지는 기업은 추가적인 비용과 증가된 위험으로 인해 문제가 될 수 있기 때문에 이해관계자의 부를 극대화하기 위해 노력해야 한다는 전제에 기초하고 있다. 그러므로 CSR은 기업과 이해관계자 간의 갈등을 감소시킴으로써 궁극적으로는 기업가치를 증가시킬 수 있을 것이라고 주장한다(Swanson, 1999; Paine, 2002)(장지인, 최헌섭, 2010 재인용)

2. 국내 ESG 경영 성과 연구

한국 기업을 표본으로 한 국내연구들을 살펴보면,

장지인과 최현섭(2010)은 기업의 Coporate Social Responsibility 활동의 성과가 CSR성과는 회계수익률(ROA)과 기업가치(토빈의 Q)와 양의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 그러나 CSR성과와 자본비용의 관계가 가설과는 반대로 양의 관계를 보여 주고 있다.

장승욱, 김용현(2013)은 국내 ESG 전문평가기관인 서스틴베스트(2011)의 등급정보를 사용하여 실증결과 ESG 등급이 높은 AA 기업군은 등급이 낮은 E 기업군에 비하여 주식수익률이 대체로 우수하였고, 영업성과와 토빈큐는 매우 우수한 것을 발견하였다. 이는 ESG 등급이 좋은 기업이 재무성과가 우수하다는 것으로, 기업은 ESG 요소를 전략적으로 관리해야 한다는 증거를 보여준다고 하겠다.

김범석, 민재형(2016)은 한국지배구조연구의 ESG 평가결과를 바탕으로개별 부문의 평가등급과 재무성과의 상관관계를 보면, 환경부문에서 평가등급이 높은 기업은 친환경 제품 개발을 위해 연구개발비에 많은 투자를 한 기업이고, 사회부문의 경우에는 협력사와의 상생을 위해 영업활동에많은 노력을 기울인 기업이 평가등급이 높았다. 지배구조부문의 경우에는 재무구조가 건전하고, 광고 및 프로모션 등을 통해 인지도 및 이미지 제고에 노력을 기울인 기업이 평가등급이 높음을 알 수 있었다.

최용환(2018)은 ESG 등급이 높은 상위그룹이 하위그룹에 비해 장기적인 재무성과가 우수한 것으로로 나타냈다. ESG 등급은 기업의 수익성 지표인 총자산이익률(ROA)와 유의미한 상관관계가 없는 것으로 나타났고, 자본조달 지표인 가중평균자본비용(WACC) 과는 유의미한 정(+)의 상관관계를 가졌으며, 기업의 장기적 가치 지표인 토빈큐와 유의미한 정(+)의 상관관계를 가지는 것으로 나났다. 또한 ESG성과가 재무성과에 반영되기 위해서는 1~2년의 시차(time lag)가 필요하다는 결과도 얻을 수 있었다.

손지연(2018)은 한국지배구조연구원의 ESG 등급을 바탕으로 ESG평

가가 기업의 장기 경영성과에 긍정적인 영향을 미친다고 확인하였고, 기업의 단기 경영성과에는 대체로 유의한 정(+)의 관계를 보인다고 하였다. 환경(E)등급의 경우 단기 경영성과와 유의적이지 않았으며, ESG 통합 등급과 S(사회), G(지배구조)등급과는 유의한 정(+)의 값으로 나타났다.이는 환경적 성과를 달성하기 위해 초기 투자 비용이 발생하기 때문에 단기적으로는 재무성과에 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 선행연구 결과와 일치하는 결과라고 확인하였다.

박은진(2018)은 한국기업지배구조원의 ESG등급을 활용하여, 수익성(ROA)와 기업가치(토빈큐)와는 양의 관계를 가지고 변동선(52주 주가 변동성)과는 음의 관계를 보여주었고, 자본비용(WACC)은 여러 가지 변수로 다양하게 검증해도 유의한 결과를 도출하지 못했다.

강원, 정무권(2018)은 ESG 성과는 부문에 따라 다소간 차이는 있지만 기업가치(토빈 Q)에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나 기존 연구의 결과를 지지하였다. 특히, ESG 성과와 기업가치의 양(+)의 관계는 수익성이 높거나 외국인지분이 높은 기업에서 두드러지는 것으로 나타났다. 이는 기업의 ESG 활동은 수익성이 뒷받침되거나 선진 규범적 투자자의 존재로 공시의 투명성이 높은 기업에서 큰 효과를 거둘 수 있음을 의미한다

최석호(2018)는 공공기관의 CSR과 당해 조직성과와의 관계에 있어서 각 기관의 CSR은 비재무적 성과(고객만족도)와 종합성과(경영평가 종합등급)에 있어서는 통계적으로 긍정적(+)인 영향을 미치는 것으로 나타난 반면, 재무성과(ROA)에는 유의미한 영향을 주지 못하는 것으로 분석하였다.

정강원(2020)는 2년 연속으로 경제정의실천연합의 좋은기업상에 선정된 기업을 대상으로 CSR과 재무적 성과와의 관계를 규명하고자 하였다. 그 결과는 CSR활동은 기업가치(Tobin's Q)에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 , 이는 한국의 자본시장이 기업의 사회적 책임활동을 가치에 반영하고 있는 것으로 해석된다. 또한 기업의 재무적 성과가 CSR에 미치는 영향을 살펴본 결과 직전 연도의 재무적 성과가 클수록 CSR 활동

이 활발한 것으로 나타나 잉여현금흐름과 CSR활동이 정(+)의 관계에 있음을 보여주고 있다. 또한 기업규모가 클수록, 대주주지분비율이 클수록 CSR의 성과도 커지며, 산업의 특성 또한 CSR과 관련성이 있는 것으로 나타났다.

민재형, 김범석(2019)는 한국기업지배구조원에서 ESG 통합평가결과를 토대로 구체적으로, 기업의 재무상태와 비재무적 성과향상 노력 여부에 따라 연구대상 기업을 총 4개의 집단으로 구분하고, 각 집단의 단기적 기업가치와 장기적 기업가치를 비교하였다. 분석 결과, 기업의 비재무적 성과 향상 노력은 재무상태와 관계없이 단기적 기업가치와는 부(-)의 관계를 가지고 있고, 재무상태가 좋지 않은 기업의 경우 재무성과를 우선적으로 향상시키는 것이 비재무적 성과 향상에 노력을기울이는 것보다 장기적 기업가치 향상에 보다 효과적인 것으로 나타났다.

연구 결과들을 요약하면 ESG와 재무 성과 간의 관계는 양(+)의 관계를 보여주는 결과 들이 다수였지만, 음의 관계가 나오는 결과도 있었다. 연구지표들은 한국 기업지배구조연구원과 경제정의실천시민연합(이하 경실련) 산하 사단법인 경제정의연구소의 KEJI를 사용하는 경우가 많았다.

제 2 절 ESG 채권

1. ESG 채권 개요와 발행요건

최근 ESG 경영 투자의 활성화 동향에 따라. 글로벌 금융시장에서도 ESG 구성요소를 자금 조달목적으로 하는 ESG 채권의 발행 및 투자가 활발히 이루어지고 있다. ESG 채권[5]은 발행목적에 따라 녹색채권(Green Bond, 그린본드 : 신재생에너지 등 친환경 프로젝트나 사회기반시설에 투자할 자금을 마련하기 위해 발행하는 채권), 사회적채권

5) 한국거래소 사회적채임투자채권 소개

(Social Bond, 소셜본드 : 사회가치 창출 사업에 투자할 자금을 마련하기 위해 발행하는 채권), 지속가능채권(Sustainability Bond : 환경 친화적이고 사회가치를 창출하는 사업에 투자할 자금을 마련하기 위해 발행하는 채권) 으로 구분된다.

우선 녹색채권은 기후변화, 신재생 에너지, 생물다양성, 전기자동차, 고효율 에너지, 청정운송수단, 폐기물 관리, 정수 등 환경 보존 및 개선 등을 위한 프로젝트에 필요한 자금조달을 위해 발행되는 특수목적 채권이다. 녹색채권은 에너지 효율성 향상과 신재생 에너지 개발을 목적으로 2007년 유럽투자은행(europe investmentbank; EIB)이 발행한 'Climate AwarenessBond'가 시초인 것으로 알려져 있다. 이후 2015년 12월 유엔 기후변화협약 당사국총회에서 채택된 파리기후협정으로 최근 기후 재정의 중요성이 강조되고 환경에 대한 관심이 높아지면서 글로벌 녹색채권 시장이 급성장하고 있다. 다음으로 사회적채권은 일자리 창출, 취약계층 지원, 중소기업 육성, 인프라 구축 등과 같이사회적 문제를 해결하는데 필요한 자금을 조달하고자 발행되는 특수목적 채권이다. 2010년 영국의 피터버러 시에서 범죄자들의 재범율을 경감시킬 목적으로 사회적채권을 최초로 발행한 권이 결합된 형태의 특수목적 채권으로, 환경 및 사회 문제 해결에 필요한 자금 조달을 목적으로 한다. 지속가능채권의 경우 녹색채권이나 사회적채권보다 조달 자금을 더 다양한 목적으로 사용할 수 있다는 특성이 있으나, 발행사가 조달한자금을 발행목적에 어긋나게 사용할 위험이 높다는 단점이 있다.(강윤식, 정재만 2020)

ESG 채권은 발행자가 채권 발행을 통해 조달한 자금을 환경, 사회 및 지속가능 관련 사업에만 투자하겠다고 투자자에게 확약하고 사후 이를 공시하는 형태의 특수채권이다. ESG 채권은 채권을 발행하고 원리금을 상환한다는 측면에서 금융적으로 일반채권과 동일하고, 유통시장에서의 거래도 동일한 수준으로 거래되고 있다. 하지만 ESG 채권은 윤리적 및 사회적 목적을 가지고 투자한다는 점에서 일반채권과 상이한 특성을 보인다. 또한 현행 법률제도상 일반채권과 동일한 효력을 지니며, 발행절차 역시 동일하다. 그러나 채권거래소에 상장되어 전용 세그먼트로 등록

을 한 후 거래되기 위해서는, 투자자에게 채권에 대한 정보를 제공하기 위해 별도의 외부 ESG 평가기관으로부터 자금의 사용 목적과 대상 프로젝트에 대한 검증을 채권발행 전에 받아야 한다. 이러한 방식으로 채권의 자금사용목적과 대상에 대하여 외부 검증을 받는다는 점이 일반 채권과의 가장 큰 차이점이다.

강윤식, 정재만(2020)은 일반적으로 채권은 자금 조달을 목적으로 발행되나, ESG 채권은 기업의 비재무적 요소인 환경・사회・지배구조를 개선하기 위한 자금을 조달할 특수목적으로 발행되는 채권이기 때문이다. 따라서 ESG 채권의 경우 발행 목적에 부합하게 자금을 사용하였는가에 대해 사후 정보 공시 및 검증이 중요하다고 할 수 있다. 이러한 ESG 채권을 발행자 입장에서 장・단점을 살펴보면 다음과 같다. 우선 ESG 채권 발행이 특정 수요를 확보하고, 관련 산업 활성화 및 사회문제 해결에 기여하면서 사회적 책임을 달성하여 기업 이미지를 제고할 수 있는 장점이 있다. 하지만 발행한 ESG 채권 금리는 일반 채권과 유사하고 오히려 인증과 사후 공시관련 비용 등 제반 거래비용 부담이 존재하는 단점이 있다.

<표4> ESG 채권 장·단점

구분	발행기관	투자자
장점	·특정수요 확보 ·관련사업 활성화 및 사회문제 해결에 기여, 기업 이미지 제고	·환경 및 사회 문제 해결을 위한 공익 추구와 안정적인 투자수단 ·투명성이 높아 투자위험 효율적 관리
단점	·인증과 사후 공시 관련비용 등 제반 거래비용 부담 ·이행하지 않는 경우 신뢰 및 명성 추락	·일반채권과 비교하여 성과차이가 미미하고 유동성이 낮아 매매 어려움 ·투자 채권에 대한 명확한 정의와 합리적 기준 부재

*자료 : 강윤식, 정재만(2020) 내용 재구성

현재 ESG채권의 요건을 규정하는 법적·제도적 근거는 없으며, 민간에서 자율적으로 기준을 도입하여 ESG채권을 정의하고 있다. ESG채권의 발행은 일반적인 채권의 발행절차에 조달자금의 목적과 관리체계가 ESG채권 적용기준에 부합하는지에 대한 외부 전문기관의 검토와 인증을 받는 절차를 거쳐 이루어지며, ESG채권의 발행 정보는 한국거래소의 사회책임투자채권 전용사이트에서 제공되고 있다.(김필규, 2021)

사회책임투자채권에 대한 국제 기준으로[6]는 국제자본시장협회(International Capital Markets Association, ICMA)에서 발표한 녹색채권원칙(Green Bond Principles, GBP), 사회적채권원칙(Social Bond Priciples, SBP), 지속가능채권 가이드라인(Sustainability Bond Guidelines, SBG), 국제기후기구(Climate Bond Initiative, CBI)에서 발표한 기후채권기준(The Climate Bond Standards, CBS) 등이 있으며, 국내는 녹색채권에 대한 국내 최초 안내서인 녹색채권 가이드라인이 2020년 12월 마련되었다. 한국형 첫 번째 ESG 채권 가이드라인이 된 녹색채권 가이드 라인은 환경부가 금융위원회, 환경산업기술원, 한국거래소 등 유관기관, 금융기관과 협의를 거쳐 녹색채권을 발행하기 위해 준수해야 할 절차와 자금 사용처, 사업 평가와 선정 과정, 자금 관리, 사후보고 등 녹색채권이 갖추어야 할 4가지 핵심 요소를 규정하고 있다. 그러나 이 가이드라인 역시 권고안의 성격이며, 그 외 아직 국내에서 사회적채권과 지속가능채권에 대한 가이드라인은 마련되지 않았다.

<표 > 한국형 녹색채권 안내서 주요 내용

구분	세부내용
녹색채권 정의	• 발행자금을 환경개선 목적을 위해 녹색프로젝트에 사용하고, 녹색채권원칙(GBP) 네 가지(자금 사용처, 프로젝트 평가 및 선정과정, 조달자금 관리, 사후보고) 요건을 충족하는 채권
녹색채권 관리체계 (GBF)	• 녹색채권 관리체계를 수립*하여 녹색채권 발행 등을 관리할 것을 권고 * 녹색채권 발행개요, 자금의 사용처, 대상 사업의 평가

6) 한국거래소 사회책임투자채권(https://sribond.krx.co.kr/)

		및 선정 절차, 자금 관리방식, 사후보고에 관한 내용 포함
GBP 핵심요소	자금 사용처	• 환경개선 효과를 가져오는 녹색프로젝트*에 사용할 것 * 10대 분야 : 신재생에너지 사업, 에너지 효율화 사업, 오염 방지 및 저감 사업 등 • 6가지 환경목표*에 하나 이상 기여, 다른 목표와 상충여부 (국내 환경법 위반여부) 고려 * ①기후변화 완화, ②기후변화 적응, ③천연자원 보전, ④생물다양성 보전, ⑤오염 방지 및 관리, ⑥순환자원으로의 전환
	프로젝트 평가 및 선정 프로세스	• 환경개선 목표, 녹색프로젝트 적격성 판단 절차 및 평가기준을 GBF를 통해 투자자에게 공지 • 프로젝트 선정과정에서 참고한 녹색 인증·기준 공개, 외부검토를 권고
	조달 자금 관리	• 조달자금을 별도의 계좌, 포트폴리오, 가상의 방식 등 내부절차에 따라 적절히 추적·관리, 미사용액 운용방법을 투자자에게 설명
	사후 보고	• 자금배분 보고서(Allocation Report) 매년 작성·공개 (프로젝트 개요, 배분된 자금내역, 환경개선 효과, 사용 지표 및 방법 등), 중요한 변경사항 발생 시 보고 • 자금 전액배분 이후 환경개선 효과에 대한 영향보고서 (Impact Report)를 최소 1회 작성하고 공개 시점은 GBF에 따름 • 사후보고서 공개 의무 ※ 발행자의 홈페이지 또는 채권 상장 증권거래소 등에 게재 권고
외부기관의 검토		• 발행전 검토(의무) 및 발행 후 검토(권고사항)로 구분 • 외부검토 종류: 4가지(검토의견, 검증, 인증, Rating/Scoring) 中 자율적 선택
부속서1~6		• 녹색프로젝트 예시, 국내 환경 관련 법 목록, 사후보고 양식 등 제시

자료 : 환경부 녹색채권 가이드라인 발간 보도자료

2. ESG 채권의 문제점

전규안, 노희천, 정아름(2021)은 ESG채권에 대한 사후관리의 문제점은 크게 두 가지가 있다.고 하였다.

첫째, ESG채권으로 조달한 자금이 목적대로 집행되도록 관리하는 규정이 미흡하다. 특히 ESG채권으로 조달된 자금을 다른 용도의 일반자금과 통합하여 관리하는 부분이 문제로 지적된다. ESG채권의 경우 특정 목적을 위하여 자금을 조달하고, 이런 이유로 인하여 발행이자율을 낮출 수 있다. 만약 ESG 투자를 전제하여 자금을 유리한 조건으로 조달한 후 일반 목적으로 자금이 활용된다면, 이는 자본시장의 왜곡을 야기할 수 있는 문제가 있다. 이를 방지하기 위해서는ESG채권으로 조달한 자금은 일반용도로 활용되지 못하도록 자금을 구분 관리해야 한다. 이처럼 ESG 채권으로 조달한 자금은 ESG 분야에 투자해야 하므로 일반자금과 구분하여 관리할 필요가있으나, 현재 상황은 규정 미비로 자금관리가 이루어지지 않는 상황이다. 또한 ESG 투자에 대한 집행 기한도 설정되지 않아서 ESG에 투자되는 시점도 관리되지 않고 있다..

둘째, ESG채권으로 조달한 자금의 집행에 대한 사후보고 관련 규정이 미흡하다. 만약 ESG채권으로 조달한 자금을 ESG와 무관한 사업에 투자하는 경우 시장의 신뢰를 잃을 수 있다. 즉, ESG채권 발행으로 조달한 자금이 본래 용도로 사용되는지 파악하기 어려운 제도적 한계가 존재한다. 이를 방지하기 위해서는 ESG채권으로 투자한 자금이 어떻게 집행되고 있는지 사후보고하는 규정 마련이 시급하다. 또한 ESG채권으로 조달한 자금의 집행에 대한 사후 규정이 미비되어 기업마다 사후보고서의 내용과 수준에 차이가 발생한다. 일반채권과 달리 ESG채권은 발행후 정기・수시평가가 의무사항이 아니다. 따라서 ESG채권 발행 후 사후보고서는 기업 홈페이지에 자율적으로 공시된다. 이로 인하여 보고서의 질과 내용도 기업마다 제각각이어서 일관된 평가가 어렵다.

해외의 경우 ESG 관련 국제기구 및 거래소 등에 의해 자금사용에 대한 사후공시가 권장되거나 의무화되어 있다. 먼저, 국제자본시장협회의 경우 발행인은 기발행한 자금의 배분이 모두 완료될 때까지 자금사용에 관한 정보를 매년 투자자에게 보고하고, 발행자금 배분이 완료된 이후에는 중요한 변경상황이 발생하는 경우 적시에 보고하며, 연간 보고에는 프로젝트 목록, 개요 및 배분된 자금내역, 환경에의 기대효과 등이 포함

되어야 한다고 사후공시체계 구비를 권고하고 있다. 국제기후채권기구의 경우에도 발행인은 채권 발행 이후 24개월 이내에 그린본드 관리체계에서 정한 프로젝트에 자금을 배분하고 그 내역을 공시 하고, 만약 배분이 완료되지 않았다면 잔여자금에 대한 예상 투입일정표를 제시하며, 만약 발행전에 기공시한 대상프로젝트 및 자산목록 이외의 타 분야에 발행자금을 사용하고자 하면 적어도 해당 분야에 대해 제3의 평가기관으로부터 적격성 여부를 검증받되, 발행인은 관리체계 등을 정한 공식적인 내부절차에 따라 자금사용처를 추적하고 미배분된 자금을 운용하여 이를 적절히 문서화하며, 발행인은 채권만기가 도래하기 전 까지 적어도 1년 단위로 보고서를 공시하되, 이 보고서에는 자금을 투입한 프로젝트의 적격성(Eligibility), 투입자금의 배분 현황(Allocation), 환경 효과(Impact) 등과 관련 내용을 포함시킬 것을 권고하고 있다(장인봉, 2020)

3. 공기업의 ESG 채권과 한계

일반적으로 공기업은 채권발행이 주요한 자금조달 수단이다. 공기업은 정부의 직·간접적인 보증을 바탕으로 신용평가사들로부터 높은 신용등급을 부여받고 있으므로, 이를 바탕으로 자본시장으로부터 채권발행이라는 직접금융방식으로 자금을 조달하고 있다. 채권발행은 다른 자금조달 수단 대비조달의 편의성 및 금리 면에서 상대적으로 유리하다.

기업은 은행대출, 채권발행 등 여러 방식으로 자금을 빌릴 수 있는데, 우리나라 공기업은 부채의 약 50% 이상을 공사채 발행으로 일으켰다. 그 많은 부채가 공사채 발행으로 조달된 결과, 우리나라는 비금융 공사채 시장이 국채 시장의 절반에 육박할 정도로 크다. 공사채 시장이 이렇게 큰 것은 주요국에서는 찾아보기 어려운 현상이다.(황순주, 2021)

국내 ESG 채권은 2013년 한국수출입은행이 해외투자자를 대상으로 하는 미 달러화 표시채권의 발행으로 시작되었고, 2018년에는 국내에서도 산업은행이 녹색채권과 사회적채권을 처음 발행하였다. 그 뒤 금융공기업과 에너지 공기업이 연이어 발행하면서, 국내 ESG 채권시장 발행을

선도해나가고 있다. 대한민국 정부 또한 2019년 6월 5억 달러 규모의 외국환평형기금채권을 녹색 및 지속가능 채권(Green and Sustainability) 형태로 뉴욕 채권시장에서 발행하였다.

국내 ESG 시장의 발행주체를 살펴보면 공기업이 79.7%로 압도적인 비중을 차지하고 있고, 금융기관의 비중은 13.6%, 민간기업의 비중은 6.7%를 기록하고 있다. 대부분의 공기업이 발행하는 ESG채권은 기존의 고유사업 수행을 목적으로 발행하는 채권에 ESG인증을 받는 방식으로 발행하기 때문에 발행 규모에 비해 실질적인 사회적책임투자 제고 효과는 제한적이라고 볼 수 있다. 민간기업 및 금융기관이 발행한 ESG채권은 공기업의 ESG채권과 다른 구조와 특성을 보이고 있다. 민간부문의 ESG채권은 지속가능채권(41.7%)과 녹색채권(38.7%)의 비중이 상대적으로 높은 것으로 나타났다. 특히 최근 들어 민간기업 및 금융기관이 발행한 ESG채권중 녹색채권의 비중이 크게 증가하는 추세를 보이고 있다. 이는 민간기업 및 금융기관이 기존에 발행하는 채권에 ESG인증을 받는 구조의 채권발행과 더불어 환경에 대한 투자 자금을 조달할 목적으로 녹색채권 발행을 늘리고 있기 때문이다. (김필규, 2021)

2019년부터는 ESG채권 발행주체가 공기업 및 금융기관에서 우리카드, 신한카드, 현대캐피탈, 현대카드, GS칼텍스, SK에너지 등 민간기업으로 발행주체의 범위가 크게 확대되는 양상을 보였지만, 여전히 주택금융공사, 한국장학재단, 중소벤처기업 진흥공단 등 ESG사업을 영위하는 기관에게 발행이 편중되어 이 3개 기관의 발행비중이 88%를 차지하고 있고, 사회적채권의 비중도 이들 기관이 대부분을 차지하고 있는 등 발행주체 및 종류가 일부에 치우쳐 있어 아직은 국내 원화채권표시 ESG 발행시장은 초기 단계에 머물러 있다고 볼 수 있다.(장인봉, 2020)

국내 도입된 ESG채권은 공기업이 발행하는 기존 채권에 ESG인증을 받는 구조로 시장이 활성화된 이후 최근에는 다양한 ESG투자를 목적으로한 채권의 발행이 증가하는 추세를 보이고 있다. 발행자의 투자 목적에 따라 다양한 구조와 만기의 ESG채권이 도입되고 있으나 여전히 신용도 높은 민간기업이나 금융기관들이 ESG채권을 발행하고 있어 ESG

채권의 저변 확대에는 제약이 존재한다. 국내 자본시장에서 사회적 이익을 가져오는 자산에 대해 투자를 활성화하고, ESG경영을 촉진한다는 측면에서 ESG채권시장의 지속적인 활성화가 필요하다. 이를 위해서는 무엇보다도 ESG채권 발행자의 저변이 확대되어야 한다. 다양한 신용도를 지닌 민간기업과 금융기관이 ESG부문의 투자 확대를 위한 자금조달 수단으로 ESG채권이 활용되어야 한다. 기존 사업이나 채권에 ESG인증을 붙이는 구조의 ESG채권에서 벗어나 신규 ESG투자 재원을 마련할 목적으로의 채권 발행이 활성화되어야 한다.(김필규, 2021)

제3절 선행연구와의 차별성

기업들의 ESG 경영에 대한 많은 선행연구가 있어왔다. 하지만 대부분의 선행연구는 상장되어 있는 민간기업을 대상으로 이루어져 왔으며, 공공기관의 ESG 경영에 대한 연구는 상대적으로 많지 않았다. 특히 ESG 평가기관에 발표하는 ESG 등급을 지표로 하는 연구가 많았으며, 공공기관의 ESG 채권의 발행을 연구대상으로 연구는 찾아보기 힘들었다. 또한 사회적 가치 및 사회적 책임 관련된 논문들도 대부분 종속변수를 재무성과 및 공공기관 경영평가 결과와 연결시키는 연구가 대부분이었다.

따라서 본 연구에서는 공기업을 대상으로 하여, ESG 채권 발행을 기준으로 공기업의 ESG 경영과의 관계에 대한 실증적 분석을 통해, 공기업의 ESG 경영과 ESG 채권발행에 대한 다양한 시사점을 제공할 수 있을 것으로 기대한다.

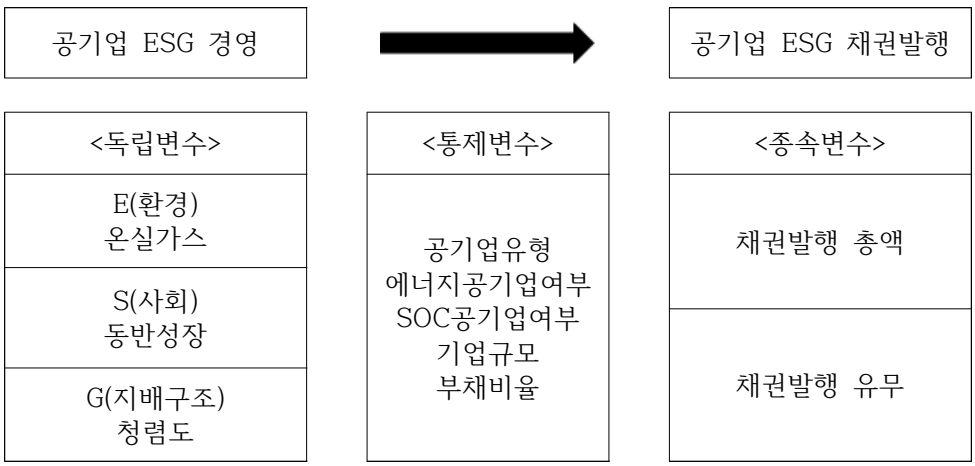
제 3 장 연구 방법

제 1 절 연구의 분석틀

1. 연구 모형

본 연구에서는 공기업의 ESG 경영활동이 환경(E), 사회(S), 지배구조(G)개선과 같은 사회책임투자와 관련한 자금을 조달할 목적으로 발행되는 ESG 채권 발행과 어떤 관계에 있는지에 대한 분석을 수행하고자 한다. 연구에 사용되는 기초데이터는 2018~2021년말 기준 국내 공공기관 중 공기업을 대상으로 하여 공공기관 경영정보 공개시스템인 알리오에 등록된 공기업 공시자료를 활용할 예정이다. 또한 공기업의 ESG 경영활동은 E(환경)는 온실가스 배출량, S(사회)는 중소기업벤처부에서 실시하는 공공기관 동반성장 평가 결과, G(지배구조)는 국민권익위원회에서 실시하는 공공기관 청렴도 평가 결과를 활용할 예정이다.

<그림3> 연구모형



2. 연구문제 및 가설의 설정

ESG채권은 기업들이 환경·사회·지배구조개선 등 ESG와 관련된 사업 자금 조달을 목적으로 발행하는 채권이다. 그렇기 때문에 ESG 경영을 적극적으로 하는 기업들이 관련 ESG 사업을 적극적으로 추진하기 위해서 관련된 자금의 조달을 목적으로 ESG 채권도 적극적으로 발행할 것이다라는 가설이 성립될 수 있을 것이다. 기존의 많은 연구들은 ESG 경영과 기업의 경영성과에 대해 연구하거나 혹은 ESG 평가 등급과 기업의 경영성과에 대해 연구하고 있다, 이러한 선행연구들을 파악하고 본 논문은 다른 관점에서 공기업들의 ESG 경영활동과 그 관련된 자금 조달 행위인 ESG 채권과의 관계에 대하여 연구해보고자 한다.

즉 ESG 경영수준이 높은 공기업일수록 (ESG 목적 사업 자금의 적극적인 조달을 위하여) ESG 채권발행에 밀접한 관계를 가질 것이라는 가설을 세우고자 한다. 또한 공기업유형 특히 ESG에서 제일 화두가 도고 있는 E(환경) 요소인 친환경과 온실가스 배출과 관련이 많은 에너지 공기업들이 ESG 채권발행에 다른 유형의 공기업들과 어떠한 차이를 나타내는지 살펴보고자 하며, 가설은 아래와 같이 정리하였다.

<표6> 연구가설 설정

가설 1	ESG 경영수준이 종합적으로 높은 공기업일수록 ESG 채권발행 총액에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.
가설 2	ESG 경영수준이 종합적으로 높은 공기업일수록 ESG 채권발행 유무에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.
가설 3	에너지 공기업이 다른 유형의 공기업보다 ESG 채권발행 총액에 미치는 영향이 다를 것이다.
가설 4	에너지 공기업이 다른 유형의 공기업보다 ESG 채권발행 유무에 미치는 영향이 다를 것이다.

제 2 절 변수의 조작적 정의

1. 독립변수

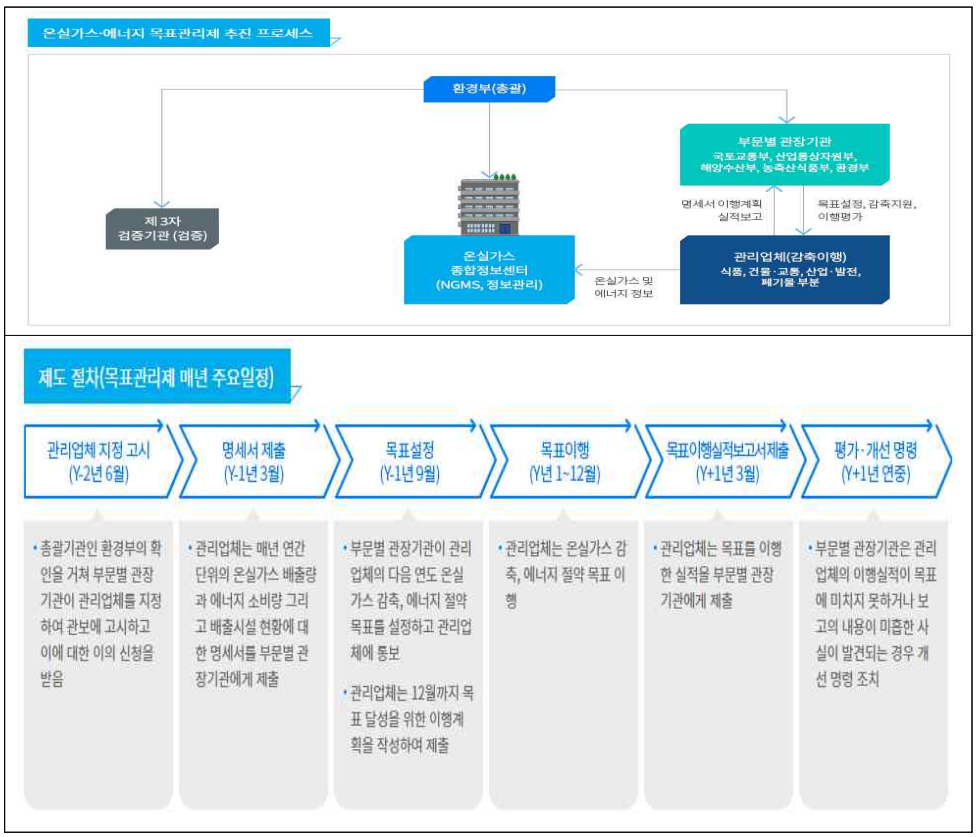
본 연구의 독립변수는 공기업의 ESG 경영수준을 E(환경), S(사회), G(지배구조) 의 각각 구분하여 설정하여 분석하고자 한다. 독립변수인 공기업의 ESG 경영 수준은 2021년 12월에 산업통상자원부에서 발표한 K-ESG 가이드라인의 진단항목 중 E(환경) S(사회), G(지배구조)의 각 항목을 선정한 후 공공기관 통합 공시 사이트인 알리오에 등록된 각 항목별 공시사항 및 관련된 정부의 관련 항목 공공기관 평가결과를 활용하였다.

먼저 E(환경) 요소는 2015년 파리 기후협약 이후로 각 국가들이 온실가스 감축 목표량을 세우고 이를 실천하기 위한 노력등을 하고 있는 점에 비추어 온실가스 배출량을 설정하였다. 온실가스 배출량은 환경부에서 온실가스·에너지 목표관리제[7]에 따라 온실가스 다배출・에너지 다소비업체에 대한 온실가스・에너지 목표관리제 시행하고 있으며, 국가 온실가스 대부분의 에너지 공기업들은 관리대상이며 환경부의 국가온실가스종합관리스시템에서 배출량을 확인 할 수 있다. 그 외에도 기획재정부에서도 2021년부터 공공기관 경영정보 공개시스템 알리오 온실가스 관련 항목 신설하여 관리하고 있다. 온실가스 목표관리체는 다음과 같다.

---

7) 「저탄소 녹색성장 기본법」에 따른 국가 온실가스 감축 목표를 달성할 수 있도록 일정 수준 이상의 온실가스를 배출하고 에너지를 소비하는 업체 및 사업장을 관리업체로 지정하여 온실가스 감축목표, 에너지 절약목표를 설정하고 관리하기 위한 제도

<그림4> 온실가스 목표관리제 프로세스



* 자료 : 국가온실가스종합관리시스템

다음 S(사회) 요소에서는 인권 경영, 공급망 관리, 소비자 보호, 사회공헌 등 다양한 주제가 포함돼 있는데, 이중 공기업으로서 중소기업과 상생하여 함께 지속성장할 수 있도록 하는지 의 여부를 판단할 수 있는 중소기업벤처기업부에서 매년 실시하고 있는 공공기관 동반성장 평가결과를 활용하려고 한다. 공공기관 동반성장 평가[8]는 대·중소기업 동반성장을 위한 공공기관의 선도적 역할과 노력을 강화토록 유도함을 목적으로 한다. 주된 평가요소는 평가 대상기관의 동반성장 계획과 추진실적을 체계적이고 종합적으로 평가할 수 있도록 구성한다. 운영위원회는 최종 확

8) 「대·중소기업 상생협력 촉진에 관한 법률」제19조에 따라 매년 공공기관의 동반성장을 위한노력과 성과를 공정하고 객관적으로 평가하는 제도

정된 세부 평가결과를 기반으로 유형별 평가등급을 결정하며 평가등급은 우수, 양호, 보통, 개선 등 4개 등급으로 하며, 등급별 반영비율은 유형별(대분류 기준) 각 15%, 35%, 35%, 15% 범위내에서 운영위원회가 최종 결정한다. 평가결과는 중소기업벤처부가 기관별 평가결과를 대외에 공표하고, '공공기관 경영실적평가'에 반영할 수 있도록 기재부에도 통보하며, 중소기업벤처부가는 동반성장 우수기관을 격려하고, 동반성장 문화가 확산될 수 있도록 우수사례를 적극 홍보제공하고 있다.

<표7> 공공기관 동반성장 평가 지표

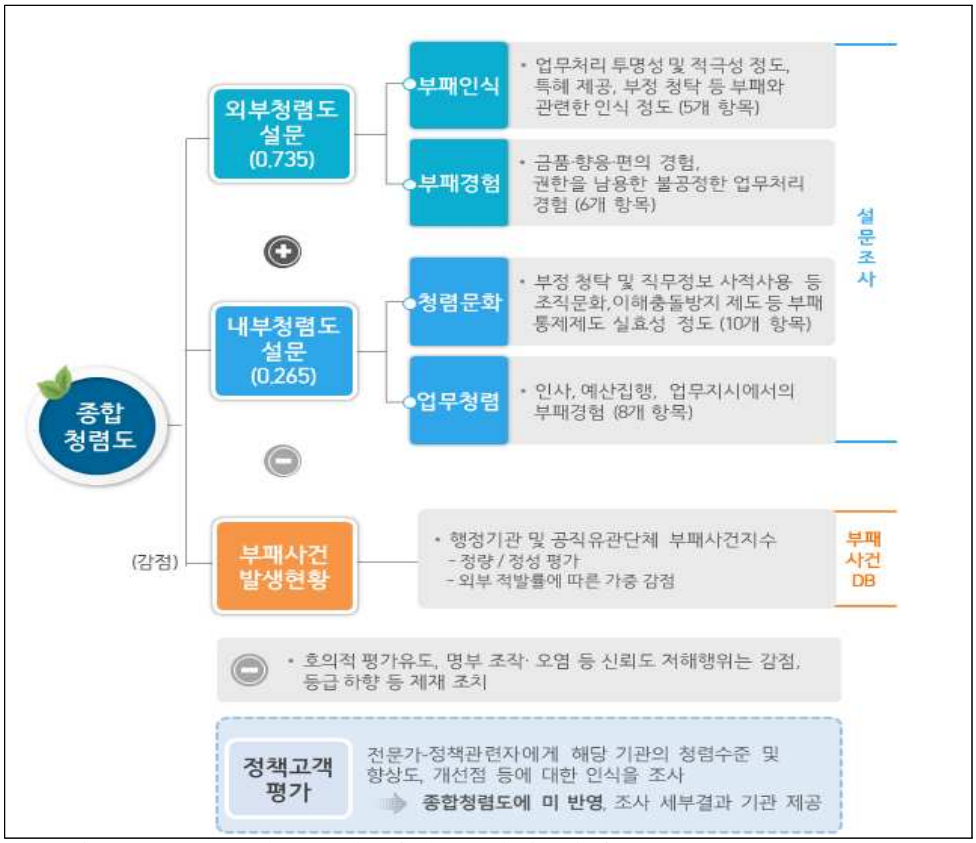
지표명(수)			배점
1	동반성장 전략수립 및 체계	5개	8
2	공정거래 문화조성 및 확산	4개	6
3	창의·선도적 동반성장 생태계 구축	1개	9
4	기금출연 및 지원	5개	6
5	협력이익 및 성과 공유	4개	6
6	결제환경 개선	5개	9
7	기술혁신 및 보호 지원	8개	8
8	중소기업 판로지원	9개	12
9	상생협력 문화 및 창업 생태계 조성	9개	11
계		50개	75

* 자료 : 중소기업벤처지원부 공공기관 동반성장 평가지침

마지막으로 G(지배구조) 요소는 기업의 소유구조 지배구조와 주주의 권리, 공시, 이사회의 투명성 등을 통해 기업의 경영진의 역량과 도덕성

등을 일컫는데, 공기업은 일반적으로 정부가 지배 및 소유권을 확보하고 있으며, 경영진과 이사회 구성원 또한 정부에서 임명하고 있으므로 기관별 차이점을 찾기 힘들다. 그래서 경영진 및 기관의 투명성 도덕성을 등을 식별할 수 있는지 여부를 국민권익위원회에서 매년 실시하고 있는 공공기관 청렴도 평가[9]결과를 활용하려고 한다.

<그림5> '21년 공공기관 청렴도 측정 모형(안)



* 자료 : 국민권익위원회 청렴도 평가 지침

9) 「부패방지 및 국민권익위원회의 설치와 운영에 관한 법률」 제12조(기능) 및 제27조의2(공공기관 부패에 관한 조사·평가) 종합청렴도 평가를 통해 부패취약 분야 개선 등 각급 기관의 반부패 개선 노력을 촉진·지원하고, 반부패·청렴 문화를 확산하고자 공공기관의 이해관계자가 체감한 청렴수준, 기관별 반부패 노력의 실적·성과 및 부패사건 발생현황을 종합해 각급 기관의 청렴수준을 평가하고 있다.

2. 종속변수

본 연구의 종속변수는 공기업의 ESG 경영의 영향을 ESG 채권의 발행을 가지고 살펴보고자 한다. 연구 대상기간중에 공기업들의 ESG 채권발행 총액과 ESG 채권발행 유무로 나누어 설정하여 분석하고자 한다. 현재 대다수의 공기업들은 자금조달을 위해 채권발행을 하고 있으며, 이는 공기업들의 주요한 경영활동 중 하나이다. 현재 ESG 채권의 발행은 점점 확산추세에 있으나, 발행이 의무화 되어 있는 상황은 아니다. 일반채권과 ESG 채권을 각각 공기업의 경영과 채권발행 목적에 맞추어 선택할 수 있다. 그러나 ESG 채권을 발행하기 위해서는 별도의 ESG 인증절차를 거치고 발행 사후에 그 사용처를 공시하여야 한다. 이런 점을 비추어볼 때 공기업이 일반채권을 발행하지 않고 별도의 행위를 거쳐 ESG 채권을 발행하고 또한 이렇게 채권을 발행하여 조달한 자금의 사용용도가 ESG 목적으로 엄격히 제한된다는 것은 ESG 경영을 적극적으로 실행한다는 경영의지로 판단하는 관점에서 이 점을 측정수단으로 사용하기로 한다,

3. 통제변수

본 연구에 있어 공기업의 성과에 영향을 미치는 각종 요인들을 모두 고려하는 것은 불가능하기 때문에 가능한 과거 선행연구에서 수행하였던 요인들을 참고하여 본 연구에서 통제변수로 활용하고자 한다.

먼저 공기업 내에서도 기관이 운영하는 주요사업의 성격 및 관할 주무부처에 따른 구분이 필요할 것으로 판단되어 에너지, SOC, 기타의 세 가지 유형으로 구별하고자 한다. 특히 ESG에서 제일 화두가 되는 온실가스 배출의 경우 에너지 공기업 유형의 기관들이 국내 온실가스 배출의 상당부분을 차지하고 있기 때문에 유형별 분리에서 중요한 구별의 점을 가진다.

다음은 ESG 채권발행 유무와 채권발행 총액이 종속변수임을 고려하

여 기업을 분석할 수 있는 재무적 요소인 기업규모와 부채비율도 살펴보고자 한다. 일반적으로 대규모 사업을 영위하는 기관이 기업규모도 상대적으로 거대할 뿐만 아니라, 사업을 추진하는데 필요한 자금의 수요를 대규모 채권 발행 등을 통하여 수행하므로 부채비율도 높은 경우가 많기 때문이다.

<표8> 공기업의 주요사업 성격에 따른 분류>

성격 (주무부처)	기관
에너지공기업 16개	한국가스공사, 한국남동발전㈜, 한국남부발전㈜, 한국동서발전㈜, 한국서부발전㈜, 한국석유공사, 한국수력원자력㈜, 한국전력공사, 한국중부발전㈜, 한국지역난방공사, ㈜한국가스기술공사, 대한석탄공사, 한국전력기술㈜, 한전KDN㈜, 한전KPS㈜, 한국광해광업공단
SOC공기업 11개	인천국제공항공사, 한국공항공사, 부산항만공사, 인천항만공사 ,여수광양항만공사, 울산항만공사, 한국도로공사, 한국철도공사, 한국토지주택공사, 주식회사 에스알, 한국수자원공사
기타공기업 9개	㈜강원랜드, 한국부동산원, 한국조폐공사, 그랜드코리아레저㈜, 한국마사회, 제주국제자유도시개발센터, 주택도시보증공사, 해양환경공단, 한국방송광고진흥공사

지금까지 살펴본 독립변수, 종속변수, 통제변수에 대한 조작적 정의 및 측정방법은 아래표와 같다.

<표9> 변수 정의 및 측정방법

구분	조작적 정의	측정방법
독립변수	E(환경) : 온실가스배출량	배출량 : 톤
	S(사회) : 동반성장	동반성장 평가결과
	G(지배구조) : 청렴도	청렴도 평가결과
종속변수	ESG 채권발행 총액	발행금액
	ESG 채권발행 유무	발행유무
통제변수	공기업유형	시장형/준시장형
	에너지공기업여부	해당유무
	SOC공기업여부	해당유무
	기업규모	자산규모 : 억원
	부채비율	부채비율 : %

제 3 절 자료수집 및 분석방법

1. 자료 수집 및 분석방법

1) 자료 수집

본 연구는 공기업 ESG 경영수준과 공기업의 ESG 채권발행과의 관계를 살펴보고자 공공기관 경영정보 공개시스템인 알리오에 공시된 각 기관별 기관현황과 재무제표등의 자료를 연구의 기초자료로 삼고자 했으며, 독립변수의 각 요소별 자료는 온실가스 배출량은 환경부의 국가온실가스 종합관리시스템 자료에서, 동반성장은 중소기업벤처부의 공공기관 동반성장 평가결과를, 청렴도는 국민권익위원회의 공공기관 청렴도 평가 결과를 활용하였다

또한 ESG 채권 발행현황에 대한 자료는 국내 발행 채권의 경우 한국거래소의 사회적책임투자 채권 현황 자료를. 외화 채권인 경우 HSBC와 CITI 증권의 발행실적 자료를 기초자료로 삼고자 한다. 연구자료의 시간적 범위는 2018년부터 2021년까지의 매년말을 기준으로 한다.

2) 자료 분석

본 연구에서 수집된 자료에 대한 통계처리는 통계분석 프로그램인 IBM SPSS를 활용하여 각 변수별 기술통계량 분석, 변수간 상관관계 분석 및 다중회귀분석, 교차분석을 실시하고자 한다. 그리고 온실가스 배출량과 채권발행 총액 기업규모등은 절대값이 커서 정규성 분석을 위해 로그값을 취한 후 분석하기로 한다.

제 4 장 연구결과

제 1 절 기술통계 분석

1. 독립변수

본 연구에서 독립변수인 공기업의 ESG 경영 수준은 2021년 12월에 산업통상자원부에서 발표한 K-ESG 가이드라인[10]의 진단항목 중 E(환경) S(사회), G(지배구조)의 각 항목을 선정한 후 공공기관 통합 공시 사이트인 알리오에 등록된 각 항목별 공시사항 및 관련된 정부의 관련 항목 공공기관 평가결과를 활용하였다. E(환경)분야는 온실가스 배출량을, S(사회) 분야는 중소기업벤처부에서 매년 평가하는 공공기관 동반성장 평가 결과를, G(지배구조)분야는 국민권익위원회에서 매년 평가하는 공공기관 종합 청렴도 평가 결과를 활용하였다. 동반성장 및 청렴도 평가의 경우 기관별 등급에 대해 최우수 혹은 1등급은 5부터 개선필요 혹은 5등급은 1까지 의 점수로 각각 환산하여 분석하였다.

<표10> 독립변수의 기술통계수치 1

변수명	평균	표준편차	최소값	최대값	왜도	첨도
온실가스L	3.0451	2.83896	0	7.76	.168	-1.510
청렴도	3.1458	1.03754	0	5.00	-.193	-.753
동반성장	2.4861	1.50052	0	5.00	-.526	.672

* 온실가스는 절대값이 커서 정규성 분석을 위해 로그값을 취한 후 분석

10) 우리 기업의 ESG 경영을 지원하는 관계부처 합동'K-ESG 가이드라인'발표 (http://www.motie.go.kr/motie/ne/presse/press2/bbs/bbsView.do?bbs_seq_n=164932&bbs_cd_n=81&currentPage=161&search_key_n=title_v&cate_n=1&dept_v=&search_val_v=)

<표11> 독립변수의 기술통계수치 2

구분		빈도	백분율(%)
동반성장	무응답	23	(16.0)
	개선필요	11	(7.6)
	보통	32	(22.2)
	양호	43	(29.9)
	우수	21	(14.6)
	최우수	14	(9.7)
청렴도	무응답	3	(2.1)
	5등급	5	(3.5)
	4등급	24	(16.7)
	3등급	59	(41.0)
	2등급	42	(29.2)
	1등급	11	(7.6)

기술통계 값을 살펴보면, 온실가스의 경우 평균 4332830.51의 수치로 조사되었으며, 동반성장기업의 경우 양호 29.9%, 보통 22.2%, 우수 14.6% 순으로 조사되었다. 청렴도의 경우에는 3등급 41.0%, 2등급 29.2%, 4등급 16.7% 순으로 조사되었다.

관련변인 기술통계 분석 및 정규성 분석 결과분석 차이 검증에서 온실가스, 의 경우 로그 값을 취한 후 분석을 실시하였다. 일변량 정규성과 다변량 정규성 모두 검토하였으며 정규성 항목 중 왜도와 첨도를 통해 확인하였다. 왜도는 절대값 2이상이며, 첨도는 절대값 7이상일 경우 자료

의 정규성에 문제가 있는 것으로 판단한다. 이 연구자료의 응답자료 정규성 검토결과는 일변량 정규성 가정에는 문제가 없는 것으로 나타났다.

2. 종속변수

본 연구의 종속변수인 ESG 채권발행은 ESG 채권 발행유무와 채권 발행총액으로 구분하여 분석하였다. 채권 발행유무의 경우 발행유무의 경우 해당없음 0, 발행 1로 더미변수화 하였다.

기술통계수치를 보면 채권발행유무의 경우 해당없음 79.9%, 발행 20.1%로 조사되었다. 관련변인 기술통계 및 정규성 분석 결과분석 차이검증에서 총채권발행액의 경우 로그 값을 취한 후 분석을 실시하였다.

<표 12> 종속변수의 기술통계수치 1

변수명	평균	표준편차	최소값	최대값	왜도	첨도
채권발행유무	.2014	.40244	0	1	1.505	.268
채권발행총액L	1.1058	2.21693	0	1070000	1.528	.376

<표 13> 종속변수의 기술통계수치 2

구분		빈도	%
채권발행유무	해당없음	115	(79.9)
	발행	29	(20.1)

3. 통제변수

본 연구에서 통제변수는 공기업유형, 에너지 공기업 여부, SOC 공기업 여부, 기업규모와 부채비율로 구성하였다.

공기업유형은 공공기관의 운영에 관한 법률에서 분류한 대로 시장형 공기업과 준시장형공기업으로 구분하여 시장형공기업은 0, 준시장형공기업은 1로 더미변수화 하였고, 또 공기업을 업무수행 유형과 주무부서에 따라 에너지 공기업과 SOC 공기업으로 분류하여 해당없음을 0, 해당함을 1로 구분하였다.

기업규모와 부채비율은 공공기관 경영정보 공개시스템인 알리오에 등록된 각 기업별 수치를 사용하였다.

<표14> 통제변수의 기술통계수치 1

규모	평균	표준편차	왜도	첨도
공기업유형	1.5833	.49473	-.342	-1.910
에너지공기업여부	.4444	.49864	.226	-1.977
SOC공기업여부	.3056	.46225	.853	-1.290
기업규모	6.6476	.79923	.267	-.750
부채비율	103.3889	95.67104	1.018	.233
SOC공기업여부	.3056	.46225	.853	-1.290

<표15> 통제변수의 기술통계수치 2

구분		평균	%
공기업유형	시장형공기업	60	(41.7)
	준시장형공기업	84	(58.3)
에너지공기업 여부	해당없음	80	(55.6)
	발행	64	(44.4)
SOC공기업 여부	해당없음	100	(69.4)
	발행	44	(30.6)

공기업유형의 경우 시장형공기업 41.7%, 준시장형공기업 58.3%로 조사되었다. 에너지 공기업여부는 해당없음 55.6%, 발행 44.4%로 조사되었다. 기업규모는 평균 21855439.14, 부채비율 103.39, SOC공기업여부의 경우 해당없음 69.4%, 발행 30.6%로 조사되었다.

관련변인 기술통계 및 정규성 분석 결과분석 차이 검증에서 기업규모의 경우 로그 값을 취한 후 분석을 실시하였다.

제 2 절 상관관계 분석

ESG 경영수준과 ESG 채권 발행의 관계를 알아보기 위하여 상관관계 분석(Correlation Analysis)을 사용하였다.

<표16> ESG 경영수준과 ESG 채권 발행 상관관계 분석

	온실가스	동반성장	청렴도	공기업유형	에너지공기업여부	SOC공기업여부	기업규모	부채비율	채권발행유무	채권발행총액
온실가스	1									
동반성장	.032	1								
청렴도	-.017	.255**	1							
공기업유형	-.319**	-.375**	-.058	1						
에너지공기업여부	.275**	.448**	.212*	-.378**	1					
SOC공기업여부	-.049	-.044	-.239**	.071	-.593**	1	.234**	.078		
기업규모	.376**	.362**	-.078	-.513**	.198*		1			
부채비율	.365**	.311**	-.200*	-.324**	.239**		.530**	1		
채권발행유무	-.051	.416**	.130	-.348**	.178*	.080	.456**	.338**	1	
채권발행총액	-.043	.410**	.123	-.351**	.190*	.066	.471**	.348**	.997**	1

* $p<.05$, ** $p<.01$, *** $p<.001$, 공기업유무더미: 시장형공기업0, 준시장형공기업1, 에너지공기업 및 SOC 더미: 해당없음0, 해당1

ESG 경영수준과 ESG 채권 발행 상관관계 분석을 실시한 결과 동반성장의 경우 채권발행유무와 r=.416으로 유의한 정적인 상관관계를 보였으며(p<.01). 채권발행총액과는 r=.410으로 유의한 정적인 상관관계를 보였다(p<.01).

공기업유형의 경우 채권발행유무와 r=-.348으로 유의한 부적인 상관관계를 보였다(p<.01). 채권발행총액과는 r=-.341으로 유의한 부적인 상관관계를 보였다(p<.01).

에너지 공기업여부의 경우 채권발행유무와 r=.178으로 유의한 부적인 상관관계를 보였다(p<.05). 채권발행총액과는 r=.190으로 유의한 정적인 상관관계를 보였다(p<.01).

기업규모의 경우 채권발행유무와 r=.456으로 유의한 정적인 상관관계를 보였다(p<.01). 채권발행총액과는 r=.471으로 유의한 정적인 상관관계를 보였다(p<.01).

부채비율의 경우 채권발행유무와 r=.338으로 유의한 정적인 상관관계를 보였다(p<.01). 채권발행총액과는 r=.348으로 유의한 정적인 상관관계를 보였다(p<.01).

제 3 절 회귀 분석

ESG 경영수준이 ESG 채권 발행에 미치는 영향을 살펴보기 위하여 다중 회귀분석(Multi-Regression Analysis)과 다중 로지스틱회귀분석(Multi-Logistic Regression Analysis)을 사용하였다.

<표 17> ESG 경영수준이 ESG 채권 발행총액에 미치는 영향

	Model	비표준화 계수		표준화계수	t	유의확률	Collinearity Statistics 공산성통계량	
		B	표준오차	Beta			Tolerance	VIF
	(Constant)	-6.081	2.028		-2.999	.003		
통제변수	공기업유형	-.573	.381	-.128	-1.503	.135	.637	1.570
	에너지공기업여부	.107	.481	.024	.222	.825	.394	2.539
	SOC공기업여부	.061	.467	.013	.131	.896	.485	2.060
	기업규모	1.026	.267	.370	3.840***	.000	.496	2.017
	부채비율	.005	.002	.204	2.357*	.020	.613	1.631
독립변수	온실가스	-.238	.063	-.305	-3.813***	.000	.718	1.392
	동반성장	.188	.133	.127	1.419	.158	.572	1.749
	청렴도	.310	.162	.145	1.913	.058	.802	1.246
R제곱(수정)=.379(.342), F=10.286***(.000)								

* p<.05, ** p<.01, *** p<.001, 공기업유무더미: 시장형공기업0, 준시장형공기업1, 에너지공기업 및 SOC 더미: 해당없음0, 해당1

변수 간의 다중공선성을 진단하기 위하여 분산팽창계수(VIF : variable inflation factor)와 허용치(tolerance)를 검토해 보았으며, 일반적으로 분산팽창계수가 10이상이거나 허용치가 0.1보다 작으면 다중공선성의 문제가 있다고 판단한다. 본 분석결과에서 변수들의 VIF값은 모두 10 이하로 나타났고, 허용치는 0.1보다 크게 나타나서 다중공선성의 문제는 발생하지 않는 것으로 볼 수 있다.

ESG 경영수준이 ESG 채권 발행총액에 미치는 영향을 살펴보면, 통제변수의 경우 기업규모가 ESG 채권 발행에 β=.370로 정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다(p<.001). 부채비율이 ESG 채권 발행에 β=.204로 정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다(p<.05). 다른 통제변인에 있어서는 유의한 영향을 미치지 않았다. 온실가스의 경우 β=-.305로 부적인 영향을 미치는 것을 알 수 있다(p<.001). 동반성장과 청렴도의 경우에는 유의한 영향을 미치지 않았다. 설명력은 37%로 조사되었다. 이러한 결과는 'ESG 경영수준이 종합적으로 높은 공기업일수록 ESG 채권 발행총액에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.'의 경우 가설은 기각되었다.

<표 18 > ESG 경영수준이 ESG 채권 발행 유무에 미치는 영향

구분	B	S.E.	Wald	Sig.
공기업유형	-.987	.706	1.955	.162
에너지공기업여부	16.896	6052.100	.000	.998
SOC공기업여부	17.556	6052.100	.000	.998
기업규모	2.104	.639	10.845***	.001
부채비율	.003	.004	.865	.352
온실가스	-.334	.117	8.104**	.004
동반성장	.648	.318	4.152*	.042
청렴도	.676	.402	2.823	.093
Constant	-35.278	6052.102	.000	.995
-2 Log likelihood=76.519, Cox & Snell R Square=.377, Nagelkerke R Square=.595				

* p<.05,** p<.01, *** p<.001, 공기업유무더미: 시장형공기업0, 준시장형공기업1, 에너지공기업 및 SOC 더미: 해당없음0, 해당1

ESG 경영수준이 ESG 채권 발행 유무에 미치는 영향을 살펴보면, 통제변수의 경우 기업규모가 ESG 채권 발행에 β=2.104로 정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다(p<.001). 다른 통제변인에 있어서는 유의한 영향을 미치지 않았다. 온실가스의 경우 β=-.334로 부적인 영향을 미치는 것을 알 수 있다(p<.01). 동반성장은 β=.318로 유의한 정적인 영향을 미치는 것을 알 수 있다. 청렴도의 경우에는 유의한 영향을 미치지 않았다. 이러한 결과는 ‘ 에너지 공기업이 다른 유형의 공기업보다 ESG 채권 발행유무에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.’의 경우 동반성장이 유의한 정적인 영향을 미치는 것으로 나타나, 가설이 일부분만 채택되었음을 알 수 있다.

제 4 절 교차분석

에너지 공기업이 다른 유형의 공기업보다 ESG 채권 발행에 미치는 영향이 다를 것이다 높을 것인지를 살펴보기 위하여, t-test와 카이스퀘어 검증을 사용하여 검증하였다.

<표19 > 에너지 공기업 해당여부에 따른 ESG 채권 발행총액 기술통계

	에너지공기업여부	N	평균	표준편차	표준오차
채권발행액	해당없음	80	43726.38	153734.39	17188.02683
	에너지공기업	64	138379.30	261731.39	32716.42417

<표20 > 에너지 공기업 해당여부에 따른 ESG 채권 발행총액 기술통계2

구분		F	유의확률	t	자유도	유의확률	평균차이	표준오차 차이
총채권발행액	등분산 가정	25.237	.000	-2.705	142	.008	-94652.92188	34994.13416
	등분산가정하지 않음			-2.561*	96.702	.012	-94652.92188	36956.63237

<표 > 에너지 공기업 해당여부에 따른 ESG 채권 발행액 t-test

* p<.05,** p<.01, *** p<.001,

에너지 공기업 해당여부에 따른 ESG 채권 발행액에 대하여 살펴보면, 에너지 공기업의 경우 상대적으로 높은 채권발행총액을 보였음을 알 수 있으며, t-test검증 결과 t=2.561(p<.05)로 유의하게 나타났음을 알 수 있다. 따라서, '에너지 공기업이 다른 유형의 공기업보다 ESG 채권 발행총액에 미치는 영향이 다를 것이다.'의 경우 가설이 채택되었음을 알 수 있다.

<표21 > 에너지 공기업 해당여부에 따른 ESG 채권 발행 유무 교차분석

구분	채권발행유무		Total
	해당없음	발행	
해당없음	69	11	80
	86.3%	13.8%	100.0%
에너지공기업	46	18	64
	71.9%	28.1%	100.0%
Tota	115	29	144
	79.9%	20.1%	100.0%

<표22 > 에너지 공기업 해당여부에 따른 ESG 채권 발행 유무 카이스퀘어검증

구분	Value	유의확률
Pearson Chi-Square	4.568*	.033
Continuity Correctionb	3.718	.054
Likelihood Ratio	4.556	.033
Linear-by-Linear Association	4.537	.033
N of Valid Cases	144	

* $p<.05$

에너지 공기업 해당여부에 따른 ESG 채권 발행 유무 교차분석을 실시한 결과 에너지 공기업의 경우 채권발행이 28.1%로 해당 없음의 13.8%보다 높게 나타났으며, 이러한 수치는 통계적으로 유의하게 나타났음을 알 수 있다(χ^2=4.568, p<.05). 따라서, '에너지 공기업이 다른 유형의 공기업보다 ESG 채권 발행유무에 미치는 영향이 다를 것이다.'의 경우 가설이 채택되었음을 알 수 있다.

제 5 장 결론

제 1 절 분석결과 요약

다중회귀 분석을 통해 공기업의 ESG 경영활동과 ESG 채권발행 총액과의 분석 결과는 본 연구의 처음 의도와 다른 결과를 보여주었다. 독립변수인 공기업의 ESG 경영활동들이 종속변수인 ESG 채권발행 총액과는 통계적으로 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 밝혀졌다. 특히 온실가스의 경우는 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 통제변수 중에서는 연구의 초기 의도대로 기업규모가 크고 부채비율이 높은 공기업이 ESG 채권발행총액과 유의한 영향이 있었음을 확인할 수 있었다.

로지스틱 회귀분석을 통해 공기업의 ESG 경영활동과 ESG 채권발행 유무와의 분석 결과는 독립변수 중 동반성장 활동만이 유의한 영향을 미치는 것으로 나타나 가설이 일부분만 채택되었음을 알 수 있다. 다른 독립변수들은 유의한 영향을 미치지 않았고, 온실가스의 경우는 역시 회귀분석결과와 마찬가지로 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 통제변수중에서는 연구의 초기 의도대로 기업규모가 큰 공기업이 ESG 채권발행에도 유의한 영향을 있었음을 확인할 수 있었다. 그러나 부채비율에는 유의한 영향이 없었다.

교차분석을 통해 에너지 공기업이 다른유형의 공기업보다 ESG 채권발행총액에 영향을 미쳤는지 살펴본 바로는 t-test 검증 결과 유의하게 나타났음을 알 수 있었다.

또한 카이스퀘어 검증을 통한 ESG 채권발행 유무 교차분석결과 역시 에너지 공기업의 경우가 다른 유형의 공기업보다 채권발행이 더 높게 유의하게 나타났음을 알 수 있었다.

결론적으로 첫 번째로 공기업의 ESG 경영수준이 높은 공기업일수록 ESG 채권발행 총액에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.라는 가설은 전부 기

각되었다.

두 번째 ESG 경영수준이 높은 공기업일수록 ESG 채권발행 유무에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.라는 가설은 동반성장이 유의한 모습을 보여 일부 채택되었다.

세 번째 에너지 공기업이 다른 유형의 공기업보다 ESG 채권발행 총액에 미치는 영향이 다를 것이다.. 라는 가설은 검증결과 채택되었다.

네 번째 에너지 공기업이 다른 유형의 공기업보다 ESG 채권발행 유무에 미치는 영향이 다를 것이다. 라는 가설도 검증결과 채택되었다.

제 2 절 연구의 시사점 및 정책적 함의

본연구는 우리나라 공공기관 중 공기업(시장형 공기업과 준시장형 공기업)을 대상으로 하여 공기업의 ESG 경영활동이 ESG 채권발행과는 어떤 관계에 있는지를 분석하고자 한 것으로, 독립변수인 ESG 경영활동을 E(환경)는 온실가스 배출량, S(사회)는 동반성장 평가결과로 G(지배구조)는 청렴도 평가결과로 구분하여 다차원적으로 분석하였다. 종속변수인 ESG 채권발행 역시 발행총액과 발행유무로 구분하여 분석하였다. 기존의 대다수의 선행연구들이 민간평가사들이 평가한 각 기업들의 ESG 등급을 가지고 그 등급과 해당기업의 성과 특히 재무성과 위주로 분석했던 것과 다르게, 공기업들에게는 대한 객관적이고 각 기업별마다 개별적으로 평가되고 발표되는 종합적인 ESG 종합 등급이 없는 것을 고려하여 E·S·G 각 요소별로 산업통상자원부에서 발표한 K-ESG 가이드라인에 따른 대표 활동들을 선정하였고, 역시 ESG 경영활동의 하나이자 결과물이라 할 수 있는 공기업의 ESG 채권 발행결과를 활용하여 공기업의 ESG 경영에 대한 분석을 시도하였다는 데에서 본 연구의 의의를 찾을 수 있을 것이다.

분석결과에 따르면 공기업의 ESG 활동 중 동반성장만이 채권발행 유

무와 유의미한 영향을 미쳤고 다른 활동은 유의미한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 또한 공기업 유형별로는 에너지공기업이 다른유형의 공기업들과 비교하여 ESG 채권 발행에 적극적인 결과를 나타내었다. 이는 통제변수로 기업규모와 부채비율을 넣었는데, 규모가 크고 부채비율이 많은 공기업이 ESG 채권 발행에도 적극적이었다고 볼 수 있었는데, 에너지공기업들이 일반적으로 기업규모가 크고 외부자금조달을 통하여 부채비율도 높은 상태였다.

이에 따라 본 연구가 공기업의 ESG 경영과 ESG 채권발행에 주는 함의는 아래와 같다고 볼 수 있다.

1) 먼저 공기업의 ESG 채권발행이 단순 보여주기 위한 경영활동으로 의심될 여지가 있다는 점이다. [11]

많은 공기업들이 ESG 경영을 선포하고 더 나아가 ESG 채권도 발행했지만, 전체 공기업들의 채권 발행 물량중에 ESG 채권이 차지하는 비중은 아직 영향력 있는 의미를 보이기에는 적다는 점이다.[12] 특히 에너지 공기업군을 제외한 다른 유형의 일반적인 공기업에서는 발행유무와 발행금액이 현격히 줄어들었다는 것이다. ESG 경영 선언을 에너지 공기업들만 한 것이 아닌 점을 비추어 볼 때 ESG 채권 발행활동이 연중 행사 혹은 단순 보여주기 위한 이벤트로 실시한 것이 아닌지 의심하지 않을 수 없다.

2) 공기업의 ESG 경영은 아직 초기단계라는 것이다.

「한국거래소 ESG 포털」에서는 ESG 경영을 위해서는 'ESG 경영전

11) 2021년 국내에서 ESG 채권을 발행한 공기업은 16개 기관이었으나, 연 2회이상 발행한 기관은 5개 기관에 불과하였다. 또한 국내 대표 공기업인 한국전력공사는 2019~2021년동안 연 1회만 발행하였다.

12) 한국전력공사의 국내 채권발행액 중 ESG 채권이 차지하는 비중은 2020년에는 5.6%(총2,000억원 발행)였으며, 2021년에는 ESG 채권 발행액(총 4,000억원)은 증가하였으나, 전체 발행 채권액의 증가로 비중은 3.7%로 더 낮아졌다.

략'과 'ESG 정보공개' 두 측면이 모두 잘 이루어져야 한다고 하였다. 또한 ESG 관점에서 기업의 전략 과제 등을 설정하고 이러한 활동들을 공개하는 'ESG 경영'을 통해 기업가치를 제고할 수 있다.고 하였다 .그러나 ESG 정보공개 측면에서 바라본 공기업의 ESG 경영은 정부에서 발표한 K-ESG 가이드 라인의 61개 항목 중 공공기관 경영정보 공개시스템(알리오)에 공시가 되고 있는 항목은 51개에 불과하였다. 그나마도 2021년도에 공시가 시작되었다. (2022년도 2월 기획재정부의 기준 개정을 통해 공시 항목 추가)본 논문에서 E·S·G 각 요소들을 좀 더 종합적으로 검토하지 못 하고 대표항목들만 특정하여 분석한 것 역시 각 기업들의 ESG 경영활동 특히 정보공개 활동들이 부족한 현실을 여지없이 보여주는 지표이다.

3) 지난정부에서 지속적으로 관심을 가지고 정책을 집행하고 공공기관들을 대상으로 평가를 실시[13]하고 있던 사회적 책임, 사회적 가치와 관련된 활동은 ESG 채권발행과 유의미한 밀접한 결과를 보여주었다

S(사회) 활동의 지표로 삼은 '공공기관 동반성장 평가'는 공공부문이 상생협력에 선도적 역할을 하도록 유도하기 위해 2007년부터 매년 실시하고 있으며, 기존에는 전체 공공기관 중 일부인 58개 기관만을 대상으로 평가하였으나, 최근에는 공기업형·준정부형 기관이 모두 포함된 133개 기관을 대상으로 평가를 해오고 있고, 또한 코로나 19 이후에는 공공기관의 코로나19 위기 극복 지원 및 대응 활동 실적도 평가에 반영해오고 있다. 그리고 평가 결과는 정부의 공공기관 경영평가에도 일부분 반영되고 있다. 또한 중소기업과의 동반성장은 지난 5년간의 문재인 정부의 100대 국정과제 중에 27번 더불어 발전하는 대・중소기업 상생 협력 및 40번 중소기업의 튼튼한 성장 환경 구축 등 2개나 포함되어 있다.

이런 현상을 긍정적으로 해석하면 공기업이 이러한 동반성장 등 사회적가치 분야에 적극적으로 활동하고 이런 경영활동이 해당 목적의 자금을 조달하고자 ESG 채권발행에도 적극적이었다고 해석할 수 있다. ,

---

13) 구윤철 기재부 차관 "공공기관 사회적 가치 실천 평가 강화 "(https://www.seoulfn.com/news/articleView.html?idxno=336091)

그러나 부정적으로 해석하면 종전의 선행연구에서 지적하였듯이 대부분의 공기업들이 발행하는 ESG채권은 기존 고유사업 수행을 목적으로 하는 채권에 ESG 인증을 받는 방식으로 발행하기 때문에 발행 규모에 비해 실질적인 사회적책임투자 제고 효과는 제한적이라고 볼 수 있다. (김필규, 2021) 는 측면도 같이 생각해 볼 수 있는 문제이다. 그러나 본 연구에서는 공공기관 유형 중 공기업만을 검토했기 때문에 선행연구에서 언급한 주택금융공사, 한국장학재단, 중소벤처기업 진흥공단 등 고유목적으로 ESG 사업을 영위하는 기관들은 연구대상에서 빠져있다는 점도 고려하여야 한다.

4) ESG 채권 역시 아직 초기 단계이다.

연구대상 기관인 36개 공기업 중 현재까지 ESG 채권을 발행한 기관이 18개 기관, 미 발행 기관이 18개 기관으로, 아직까지 50% 기관만이 ESG 채권을 발행하였다. 2018년 한국수자원공사, 한국동서발전, 한국수력원자력, 한국남부발전 등 4개기관이 발행을 한 것에 비추어 보면 3년만에 발행기관이 4.5배 증가하기는 하였으나, 아직 전체 공기업 중 절반에 미치고 있는 형편이다. 또한 18개 발행기관 중 9개 기관이 에너지 공기업이다. 에너지공기업들의 기관의 특성상 중후장대한 플랜트 사업들을 영위하며 일반적으로 기업규모도 크고 외부자금 조달을 통하여 투자비를 충당하며 부채비율도 높은 점을 고려하여 설정한 기업규모와 부채비율등의 통제변수 검토 결과 역시 ESG 채권발행총액과 유의미한 결과값이 나왔다.

제 3 절 연구의 한계 및 향후 연구과제

본 연구의 한계로는 우선 연구대상 기관들의 ESG 경영정보에 대한 제한적 접근을 우선 들 수 있을 것이다. 아직 ESG 경영이 초기 단계인 점에 비추어 ESG 경영활동들에 대한 공시자료를 찾는 것이 다소 어려

웠다. 공기업들의 적극적인 ESG 관련 정보 공개로 개별 기업들의 ESG 경영요소에 대한 더 많은 정보들이 연구범위로 들어온다면 연구의 정확성을 높이는데 기여할 수 있을 것이다.

다음으로는 ESG 채권발행기관들이 전체 공기업의 절반에 미치는 점을 생각해볼 때에, 기존에 공기업 중 적극적으로 채권을 발행했던 기관들이 ESG 채권도 같은 자금조달방법의 연장선으로 생각하여 단순 ESG 인증을 받고 발행한 것인지, 아니면 진짜 ESG 사업목적 자금의 마련을 위하여 채권을 발행한 것인지 추가로 비교 검토해 보아야 할 것이다.

또한 에너지 공기업들이 ESG채권에 적극적이었는데, 일각에서 이런 현상을 보고 그린워싱 논란이 있었다.[14]. 지난 2021년 국정감사에서 산업통상자원중소벤처기업위원회 소속의 한 국회의원은 녹색채권은 '추가성의 원칙'이 있어서 채권발행으로 온실가스 추가감축 효과가 있거나 개선의 효과가 나타나야 하는데, 에너지공기업의 녹색채권 대상 프로젝트가 추가성의 원칙과 맞지 않다고 문제제기 하였다. 이런 부분은 향후 에너지 공기업들의 ESG 채권 발행과정에서 해결해야 할 큰 숙제가 될 것이다.

지금까지 ESG 경영은 각 평가기관마다 정의하는 ESG 등급을 기준으로 평가가 이루어졌다. 그러나 이러한 ESG 등급에 대한 각 기관간의 명확한 공통평가 기준이 모호한 뿐 아니라, 대다수 연구가 상장기업을 대상으로 하고 있어, 상장되지 않은 기관이 많은 공기업에는 적절하지 않았다. 앞으로 공기업들의 ESG 관련 정보가 공공기관 정보공개 시스템(알리오)를 통해 적극적으로 공개된다면 이러한 공시항목들을 토대로 한 각 기관마다의 객관적인 ESG 등급 평가도 이루어 질 수 있을 것이고, 더 나아가 공시항목들을 토대로 한 ESG 등급과 ESG 채권과의 연구도 이루어 질 수 있을 것이다.

ESG 경영을 표방하는 기업들은 현재 점점 더 증가하고 있다. ESG 채권 발행 역시 한국거래소는 2021년 말 기준 전체 ESG 채권 잔액은

14) 녹색채권 관리·감독 필요
(http://www.todayenergy.kr/news/articleView.html?idxno=241175)

159.6조원으로 전년대비 94.4% 증가했으며 상장법인의 수도 175개사로 전년대비 430.3% 증가했다고 발표하였다. 향후 지속적으로 ESG 경영에 합류한 기관들의 경영성과도 살펴봐야 할 것이다. 또한 본 연구의 당초 목적인 ESG 경영에 적극적인 기관들이, 해당사업자금의 조달을 위하여, ESG 채권 발행을 하고, 조달한 자금을 발행 용도에 알맞은 사업의 집행에, 자금이 투입되는 선순환의 고리로 이어지는지 살펴보기 위해서는, 선행연구에서 지적된 대로 발행된 자금이 환경(E), 사회(S), 지배구조(G)개선과 같은 발행목적에 맞는 용도로 사용되었는지를 확인하는 사후 보고 절차를 잘 준수하는지도 살펴보아야 할 것이다.

향후 이러한 연구활동을 통하여 ESG 활동을 펼치는 공기업의 경영성과에 대한 검증을 통해서 과연 ESG 활동이 공기업의 지속가능경영에 도움이 되는지, 아니면 일시적 시류에 탄 경영활동인지 검증을 해 나가야 할 것이다.

참 고 문 헌

1. 웹사이트

기획재정부 홈페이지 : www.moef.go.kr
환경부 온실가스종합정보센터 홈페이지 : www.gir.go.kr
중소벤처기업부 홈페이지 : www.mss.go.kr
국민권익위원회 홈페이지 : www.acrc.go.kr
한국거래소 ESG 포털 : esg.krx.co.kr
한국거래소 사회적책임투자채권 홈페이지 : sribond.krx.co.kr
공공기관 경영정보공개시스템(알리오) : www.alio.go.kr

2. 학술논문

강원, &정무권. (2020). ESG 활동의 효과와 기업의 재무적 특성. 한국증권학회지, 49(5), 681-707.

강윤식, &정재만. (2020). ESG 채권 현황 및 활성화 방안에 관한 연구. 아태비즈니스연구, 11(1), 45-60.

김범석, &민재형. (2016). 기업의 ESG 노력과 재무성과의 선후행 관계: 탐색적 연구. 한국생산관리학회지, 27(4), 513-538.

김보은. (2017). 공공기관 리더가 지닌 개인적 수준의 관리역량이 조직 성과에 미치는 영향: 공공기관 기관장과 감사 (인) 를 중심으로. 정부학연구, 23(1), 153-191.

김양민, &박지현. (2021). ESG 또는 기업의 사회적 책임, 그리고 기업 재무성과: 실증연구 고찰과 향후 발전 방향. 전략경영연구, 24(2), 75-114.

김필규(2021) ESG채권의 특성 분석과 활성화 방안. 자본시장연구원 자본시장 포커스 2021-11호

김학겸, &안희준.(2021). 사회책임투자채권에 발행프리미엄이 존재하는가?:

COVID-19를 전후한 분석. 한국경영학회 융합학술대회, 2616-2658.
민재형, &김범석. (2019). 기업의 ESG 노력은 지속가능경영의 당위적 명제인가? 기업의 재무상태에 따른 비재무적 책임 향상 노력의 차별적 효과. 경영과학, 36(1), 17-35.
박은진. (2019). ESG 전략이 기업의 재무 성과에 미치는 영향=(The) Impact of ESG strategy on corporate financial performance.
사회적가치 연구원(2019). 사회적 가치와 공공가치에 관한 연구
산업통상자원부(2021), K-ESG 가이드라인
손지연(2018), ESG 등급이 기업의 장, 단기 경영성과에 미치는 영향, 세명대학교 석사학위 논문
유미년. (2012). 공기업 성과에 영향을 미치는 요인에 관한 연구: 공공성 및 수익성을 중심으로 (Doctoral dissertation, 서울대학교 대학원)
이정기, &이재혁. (2020). “지속가능경영” 연구의 현황 및 발전방향: ESG 평가지표를 중심으로. 전략경영연구, 23(2), 65-92..
임진한.(2014). 기업의 사회적 책임 (CSR) 이 기업성과에 미치는 영향에 관한 연구: 공기업 및 준정부기관을 대상으로 (Doctoral d issertation, 서울대학교 대학원).
장지인, &최헌섭. (2010). 기업의 사회적 책임 (CSR) 과 재무성과와의 관계. 대한경영학회지, 23(2), 633-648.
장승욱, &김용현. (2013). 기업의 ESG 와 재무성과. 재무관리연구, 30(1), 131-152.
장인봉.(2020). ESG 채권을 통한 자금조달 현황과 관련법제 및 책임투자 검토. 경제법연구, 19(2), 65-113.
전규안,노희천, &정아름. (2021). ESG 채권 활성화를 위한 세제 개선방안. 세무학연구, 38(3), 181-209.
정강원. (2020). 기업의 사회적 책임과 재무적 성과와의 관계에 관한 연구. 기업경영리뷰, 11(1), 15-33.
최석호. (2016). 공공기관의 사회적 책임 (CSR) 과 조직성과간 영향

분석 (Doctoral dissertation, 서울대학교 행정대학원).
최용환. (2018). 한국기업의 ESG 등급과 재무성과= ESG rating and financial performance of korean firms.
허경선, 한동숙, 김봉환. (2021). 연구보고서 20-18 공공기관의 사회적 가치 추구와 재무성과 연구.
한동숙. (2021). 공공기관의 ESG 도입을 위한 정책 방안. 재정포럼, 306(0), 30-55.
한국환경산업기술원(2018), 녹색채권 시장분석 보고서
한국환경산업기술원(2020), 녹색채권 가이드라인
Hwang, S. (2019). 공기업 재무건전성 강화 방안에 관한 연구 (Strengthening the Financial Soundness of Korean SOEs). KDI Research Monograph, 2.
Pava, M. L., & Krausz, J. (1996). The association between corporate social-responsibility and financial performance: The paradox of social cost. Journal of business Ethics, 15(3), 321-357.
Swanson, D. L. (1999). Toward an integrative theory of business and society: A research strategy for corporate social performance. Academy of management review, 24(3), 506-521.

Abstract

The Relationship between ESG management activities of Public Enterprises and ESG Bond issuance

LIM, CHAE YONG
Department of Public Enterprise Policy
The Graduate School
of Public Administration
Seoul National University

Recently, the word ESG has become a big issue in society as a whole, going beyond corporate management. ESG is a word that combines the first letters of environmental, social, and governance. It is the three key elements to achieve corporate sustainability and these are indispensable for a company's continuous growth and survival. As the importance of corporate ESG management is increasingly emphasized, each private and public company also advocates ESG management and is carrying out many activities such as ESG management declaration, establishment of ESG management

committee, and issuance of ESG bonds. A lot of research is being done on ESG management and performance in academia as well.

This study intends to analyze the relationship between the ESG management activities of public corporations and the issuance of ESG bonds. ESG bonds are issued by companies for the purpose of raising business funds related to ESG activities. Therefore, it can be hypothesized that companies actively engaged in ESG based management will be more strenuous in the ESG bond issuance to raise related funds for the enhancement of the ESG projects. The raw data for this study is from Alio(All Public Information In-one), or a website where all the information on all the public corporations in Korea is published for the period of 2018 thru 2021.

The result of this investigation shows that the relationship between the ESG activities of public corporations and the total ESG bond amount is quite different from the initial intention of this study. It was found that the independent variable, the ESG activities of public corporations, did not have a statistically significant effect on the dependent variable, the ESG bond issuance amount. In addition, the results showed that only the corporate partnership activities had a significant effect, indicating that only a part of the hypothesis was adopted. Also, the hypothesis that the impact of SOEs on total issuance amount of ESG bond will be different from other types of SOEs and another hypothesis, whether the ESG bond shall be issued or not will be different between the energy SOEs and other SOEs were also adopted

Accordingly, the implications of this study for ESG management and ESG bond issuance of public corporations are as follows. First, the issuance of ESG bonds by public corporations may be considered as a mere business activity. Since ESG management and issuance of ESG bonds by public corporations are still in their infancy, it can be confirmed that the level of the information disclosure and the number

of issuers are still in the early stages. However, activities related to social responsibility and social value, which the existing government continued to pay attention to, enforce policies and evaluate public institutions, showed significant results with the presence or absence of ESG bond issuance. If we interpret this phenomenon in a positive way, it can be explained that public corporations were actively engaged in enhancing social values such as shared growth, and that these management activities were also active in issuing ESG bonds to raise funds for that purpose. However, if interpreted negatively, as pointed out in previous studies, the substantail investment effect on social responsibility can ba quite limited for the following reasons that most of the ESG bonds by public corporations have been issued to get an ESG certification for carrying out the existing original businesses.

We would need to keep an eye this ESG trend to check out whether ESG activities are helpful for sustainable management of SOEs or just temporary activities in the bandwagon by verifying the management performances of SOEs engaged in ESG activities and bond issuance through various research activities.

Keywords : Public Enterprise, ESG activities, ESG bond

Student Number : 2021-21431