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

환경관리학 석사 학위논문

# 금융기관의 ESG 성과가 재무성과에 미치는 영향

Does environmental, social and governance performance affect the financial performance in the financial sector?

2021년 8월

서울대학교 대학원

환경계획학과 환경관리학

김 다 정

# 금융기관의 ESG 성과가 재무성과에 미치는 영향

지도 교수 홍 종 호

이 논문을 환경관리학 석사 학위논문으로 제출함
2021년 4월

서울대학교 대학원
환경계획학과 환경관리학
김 다 정

김다정의 석사 학위논문을 인준함
2021년 6월

위 원 장 _____ 홍 종 호 _____

부위원장 _____ 윤 순 진 _____

위 원 _____ 송 재 민 _____

# 초 록

최근 환경 및 사회 관련 이슈에 대한 사회적 관심이 증가하고, 자본시장 참여자가 ESG 요소를 고려하는 책임투자(Responsible Investment) 경향이 보편화되면서 투자 주체인 금융기관의 역할이 주목받고 있다. 경제활동의 근간이 되는 자본을 제공하고 사회 전반의 투명성에 기여할 수 있는 금융기관의 중요성을 감안할 때 국내 금융기관의 ESG 성과와 재무성과를 분석한 논문은 극히 드물다.

이 연구는 분석 대상 측면에서 기존 국내 연구에서 거의 다루지 않았던 금융기관을 대상으로 ESG와 재무성과의 상관성을 실증적으로 분석했고, 나아가 정태패널과 동태패널 모형을 구축하여 분석의 다양성과 엄밀성을 추구했다는 점에서 학술적 의의를 지닌다. 특히 시스템 일반화 적률법을 적용하여 내생성을 통제한 결과값을 도출하고자 하였다.

실증분석을 위한 자료는 한국기업지배구조평가원(KCGS)에서 제공하는 2012년부터 2019년까지의 금융기관의 ESG 평가정보를 사용하였다. ESG 성과가 금융기관의 총자산수익률과 Tobin’s Q에 미치는 영향을 정태패널모형과 동태패널모형을 각각 구축하여 분석하였다. 현재 재무성과를 반영하는 총자산수익률의 경우, 시스템 일반화 적률법 모형으로 분석한 결과 환경 점수가 높을수록 기대와 달리 총자산수익률에 유의한 부(−)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 사회 성과는 모든 분석모형에서 총자산수익률에 통계적으로 유의한 정(+)의 영향을 미쳤다. 지배구조의 경우에는 정태패널 모형에서 유의한 정(+)의 영향을 미쳤다. 기업의 미래가치를 나타내는 Tobin’s Q의 경우에는 동태패널인 시스템 일반화 적률법 모형에서 지배구조 등급이 유의한 정(+)의 영향을 미치는 것으로 분석됐다.

이 연구가 제공하는 시사점은 다음과 같다. 첫째, 우리나라 금융기관 ESG 평가에서 현재 제외돼 있는 환경 및 기후 영향을 고려한 투자의사결정 여부를 ESG 평가 지표에 포함할 필요가 있다. 둘째, 효과적인 ESG 지표 개발을 위해 금융기관 공시자료를 ESG 영역으로 확대할 필요가 있다.

**주요어** : 금융기관, ESG, 환경성과, 재무성과, 수익성, 기업가치, 토빈 Q, 패널 회귀분석, 시스템 일반화 적률법

**학 번** : 2017-26240

# 목 차

제 1 장 서 론 ..... 1
제 1 절 연구 배경 및 목적 ..... 1
제 2 절 연구의 대상 및 방법 ..... 4

제 2 장 이론적 논의와 선행연구 검토 ..... 5
제 1 절 ESG 성과와 재무성과간 관계에 관한 이론 ..... 5
제 2 절 금융기관의 환경적 영향에 대한 연구 ..... 7
제 3 절 금융기관의 사회적 영향에 대한 연구 ..... 9
제 4 절 금융기관의 지배구조의 영향에 대한 연구 ..... 12
제 5 절 금융기관의 ESG 활동에 대한 국내외 연구 ..... 13

제 3 장 계량분석 모형 ..... 17
제 1 절 분석틀과 연구 가설 ..... 17
제 2 절 분석 대상 및 분석 방법 ..... 19

제 4 장 연구 결과 ..... 22
제 1 절 설명변수 간 상관관계 분석 ..... 22
제 2 절 분산팽창요인 분석 ..... 23
제 3 절 기술통계 분석 ..... 24
제 4 절 연구 결과 ..... 25

제 5 장 결론 및 후속 연구과제 ..... 36

참고 문헌 ..... 38
부록 ..... 42
Abstract ..... 44

# 표 목차

<표1> 연구대상 금융기관 종류별 관측치 수 ..... 5
<표2> 변수의 측정 및 자료 ..... 17
<표3> 환경·사회·지배구조 평가항목 구성 ..... 18
<표4> 설명변수 간 피어슨 상관관계분석 결과 ..... 23
<표5> 분산팽창요인 검정 결과 ..... 24
<표6> 각 설명변수의 기초 통계량 ..... 25
<표7> 총자산수익률(ROA)에 대한 회귀분석 결과 ..... 28
<표8> 기업 미래가치(TOBIN's Q)에 대한 회귀분석 결과 ..... 31
<표9> MSCI 금융부문 ESG 평가지표 ..... 35

# 제 1 장 서 론

## 제 1 절 연구 배경 및 목적

최근 몇 년간, 환경 및 사회 관련 이슈에 대한 사회적 관심이 대폭 증가하였다. 이로 인해 기업이 수행해야할 환경 친화적 활동과 사회적 책임 활동에 대한 기대치가 높아졌다. 이러한 기대치는 기업의 사회적 책임 활동(Corporate Social Responsibility) 개념에서 전반적인 비재무 지표 개선으로 확대되었으며 ESG(Environmental, Social, Governance; 환경, 사회, 지배구조)라는 새로운 지표로 통칭되고 있다. ESG란 장기적 관점에서 기업 가치와 지속가능 경영에 영향을 주는 비재무적 요소를 반영한 투자 의사결정을 말하는 것으로, 기존에 단순히 선행을 베푸는 '착한 기업' 에서 더 나아가 이러한 '착한 행동(doing good)'이 실질적인 기업 건전성과 연결되어 재무성과에도 직접적으로 영향을 미친다는 것이다. ESG 활동은 기업이 환경과 사회에 초래할 수 있는 불이익을 최소화하고 지배구조 효용성을 극대화함으로써 기업 지속가능성과 장기적 가치에 큰 영향을 주는 요소이다(Kang & Jung, 2020).

기업의 ESG 성과는 투자를 위한 핵심지표로도 많이 활용되고 있다. '윤리적 투자' 개념이었던 사회적 책임투자(Socially Responsible Investment)가 투자 성과까지 책임지는 책임투자(Responsible Investment)로 발전하였다. 비재무적 요소인 ESG에 투자함으로써 장기적 매출, 수익성 외에도 기업 지속가능성에 영향을 미치는 투자수익을 추구하게 되었다. 최근 국내에서도 ESG에 대한 투자 관심도가 높아지는 경향을 반영하여 2030년까지 전 코스피 상장기업의 ESG 정보공개를 단계적으로 의무화할 예정이며 국내 최대 투자자인 국민연금도 2022년 2분기부터 증권사 등 거래기관에서 기업분석리포트 작성시 비재무적 요인을 포함시키도록 하는 등 자본시장 참여자가 ESG 요인을 고려하도록 유도하는 움직임이 있었다. 이에 국민연금 거래증권사에 편입될 수 있도록 국내 증권사 등의 ESG 지표 개발과 평가도 급속히 진행되고 있다.

그렇다면 이러한 메가 트렌드 속에서 책임 투자를 직접 수행하는 금융기관이 환경, 사회, 지배구조에 미치는 영향은 어떠할까? 유럽연합(EU)은 2021년 3월부터 유럽내 모든 금융기업을 대상으로

ESG 공시를 의무화한다. 세계 최대 자산운용사 블랙록 래리 핑크 회장은 '투자 결정시 지속 가능성을 기준으로 삼겠다'라고 선언했다. 선진 자본시장에서 이러한 움직임이 있는 이유는 금융기관이 실제 환경과 사회에 미치는 영향이 크기 때문이다.

또한, 금융기관이 투자하지 않으면 진행이 어려운 발전소, 댐, 석유화학 정제시설, 공항, 고속도로 건설과 같은 대규모 개발사업은 대상 사업지와 사업지 인근 환경 및 지역사회에 미치는 영향과 파급력이 매우 크다(신경희, 임효숙, & 조공장, 2012). 이러한 대규모 개발 사업은 재정적 규모가 100만불 이상이며, 기획부터 완성까지 수년이 걸리고 다수 이해관계자들을 포괄한다(Flyvbjerg, 2014). 신흥시장 PF방식 프로젝트 70% 이상이 적도원칙(Equator Principles)에 참여하는 금융기관의 자금조달로 이루어지므로 금융기관 자금조달이 없을 경우 프로젝트 파이낸스 방식 사업이 성공할 수 없다. 영향력이 커지자 환경적 사회적으로 영향력이 큰 프로젝트 파이낸스 방식 위험을 저감시키기 위해 금융기관의 자발적인 행동강령으로서 적도원칙이 2003년 시행되었고 현재 37개국에서 116개 금융기관이 가입하였다. 국내에서는 산업은행, 신한은행에 이어 최근 국민은행도 가입하였다.

금융기관 ESG 구조가 사회 전반의 투명성에 기여하는 부분도 크다. 2008년 금융위기와 LIBOR 사태는 금융기관에 대한 신뢰를 떨어뜨리고 은행과 감독 당국의 안이한 태도를 보여주었다. 또한, 금융기관은 비금융기업보다 더 많은 자본을 활용하기 때문에 상기 사태 발생시 대규모 구제 금융을 필요로 하며 사회와 경제 전반의 건전성을 흔들 수 있다(Wu & Shen, 2013). 금융기관 ESG 활동은 이러한 거버넌스 구조를 살펴볼 수 있게 하며 주주, 채권 소유자, 예금자 및 납세자에게 가치 있는 정보를 제공할 수 있다(Azmi, Hassan, Houston, & Karim, 2021). 금융기관들은 2008년 금융위기 이후 사회적 책임 활동, Global Reporting Initiative, 적도원칙, Global Compact 가입 등으로 재무적·비재무적 건전성을 확보하려 노력했고 이것이 시장의 신뢰로 이어졌다. 금융기업 내부 ESG 체계가 구축되어 있지 않다면 채무자가 부채 상환이 불가능한 신용 위기부터 금융자산의 가치가 하락하는 시장 위기, 이상 기후 등으로 보험사고가 증가하는 보험 위기 등에 처할 수 있다. 금융기관들이 실질적인 위험 관리 효과를 보면서 착한 경영의 상징으로 여겨졌던 ESG 체계는 이제 금융기관 리스크 전략 관리 방안을 넘어서 사회 전반 투명성 증진의 핵심으로 자리잡아 가고 있다.

금융기관이 구축하는 ESG 성과 체계는 전 산업의 ESG 가치

실현을 유도하는 잠재력이자 원동력이다. 인류가 직면하고 있는 최대 위기인 기후변화는 경제활동이 근저에 있고 이러한 경제활동의 근간이 되는 것은 금융기관이 투입하는 자본력이다. 불확실성이 증가하는 시장에서 ESG를 고려한 투자 활동은 기업 비재무정보에 대한 정보를 제공할 수 있고 기업과 이해관계자간 정보 비대칭을 줄이는데 도움이 될 수 있으며 이러한 투명성 증가는 금융기관의 가치를 증가시킬 수 있다(Klassen & McLaughlin, 1996).

그러나, 금융기관의 ESG 성과와 재무적 성과 간 관계 연구는 그간 국내외에서 조명 받지 못했다. 금융기관의 회계 작성 기준이 다르고, 타 산업 대비 위험 노출도를 측정하기 어려우며, ESG 정보 공개에 대한 인센티브가 적었기 때문이었다(Azmi et al., 2021). 특히, 금융업계는 이윤이 빠듯하고 규제가 심하기 때문에 ESG 활동에 소요되는 비용은 경쟁업체와의 경영 실적 차이를 확대할 수 있다(Seifert, Morris, & Bartkus, 2004). 이 같은 이유로 국내 금융기관이 ESG 활동을 적극적으로 수행하기는 힘들었을 것이다. ESG 활동이 금융기관의 경영 성과에 어떤 영향을 미치는지 실증연구를 통해 파악할 수 있다면 국내 금융기관 앞 ESG 활동에 대한 시사점을 제안할 수 있을 것이다.

한편, 최근 몇 년간 미세먼지, 기후변화로 인한 자연재해, 이상기온 등 국민들의 생활에 직접적으로 영향을 미치는 환경문제들이 화석연료를 사용하는 석탄화력발전 등에 자금을 공급하는 금융기관이 간접적으로 영향을 미친다는 시민사회의 인식이 증가하고 있다. 기후변화와 환경보존을 위한 상품, 서비스, 프로젝트, 정책, 그리고 이를 위한 금융 시스템 등에 자금을 조달하는 녹색금융이 전 세계적으로 활성화되는 등 금융업에서 환경과 사회의 중요성이 나날이 커지고 있으며 금융기관 ESG 경영이 향후 국제 표준으로 자리매김할 경우, 국내 금융시장에 미치는 영향이 클 것으로 예상된다(한국환경산업기술원, 2019). 이러한 사회적 분위기를 감안할 때, 국내 금융기관의 ESG 활동에 대한 다양한 방면의 연구가 필요하지만 금융기관이라는 보다 협소한 영역에서의 국내 연구는 아직까지 극히 드물다.

본 연구에서는 금융기관 ESG 성과가 재무성과에 미치는 영향을 살펴보고 이를 통해 금융기관 ESG 활동에 내포된 함의를 도출하고 향후 연구를 위한 기초자료를 만들고자 한다.

## 제 2 절 연구의 대상 및 방법

실증분석을 위한 자료는 한국기업지배구조평가원(KCGS, Korea Corporate Governance Service)으로부터 입수한 ESG 평가 자료 중 국내 금융기관을 표본으로 이용한다. KCGS는 2003년 지배구조 평가를 시작으로 2011년부터 환경과 사회 부문을 추가하여 ESG 통합평가를 수행하였다. 매년 900여개 상장회사, 자문서비스 제공 기관 요청회사, 대기업집단 소속회사, 주요 비상장 금융사 등을 대상으로 실시하며 2018년부터 비상장 주요 금융기관의 지배구조를 별도로 평가하고 있다. KCGS는 기업이 자체적으로 공개한 비재무성과 자료(공시자료, 지속가능경영보고서)나 뉴스 등 미디어 자료를 토대로 ESG 평가를 진행한다. 평가 결과 도출된 통합 및 개별 등급은 한국거래소의 KRX 사회책임투자지수 종목을 구성하는데 활용된다.

환경, 사회, 지배구조에 대한 모범규준은 총 18개 대분류, 281개 핵심평가항목으로 구성된다. 대분류는 각각 환경(환경전략, 환경조직, 환경경영, 환경성과, 이해관계자 대응), 사회(근로자, 협력사 및 경쟁사, 소비자, 지역사회), 지배구조(주주권리 보호, 이사회, 공시, 감사기구)로 분류된다. 금융기관의 경우 지배구조 부문 평가에만 금융기업 별도 추가 지표가 마련되어 일반 업종의 평가에 최고경영자, 보수, 위험관리 부문에 대한 추가 평가를 진행하고 있다.

본 연구에서는 KCGS의 E(환경), S(사회), G(지배구조) 등급을 독립변수로 설정하고 금융기관의 경영 성과에 어떤 영향을 미치는지 분석하기 위해 현재 재무성과를 나타내는 총자산수익률(Return on Asset, ROA)과 미래 기업가치를 나타내는 Tobin's Q 자료를 KIS-VALUE 시스템으로부터 입수하여 금융기관의 환경, 사회, 지배구조 성과와 재무성과와의 관계를 분석한다.

연구의 시간적 범위는 2012년부터 2019년까지 총 8년간이며 불균형 패널(Unbalanced Panel)을 구축하여 평가하고자 한다.

<표1> 연구대상 금융기관 종류별 관측치 수

| 종류 | 관측치수 | 종류 | 관측치수 | 종류 | 관측치수 |
|---|---|---|---|---|---|
| 은행 | 37 | 신용금고, 상호저축은행 | 4 | 창업투자 | 10 |
| 증권 | 177 | 종합금융, 지주회사 | 71 | 할부금융 | 14 |
| 생명보험 | 40 | 리스 | 20 | 기타 금융 | 11 |
| 손해보험 | 72 | 신용카드 | 14 | 총 108 개 기업 | 470 |

연구방법은 패널자료를 구축하여 우리나라 금융기관의 ESG 성과와 재무성과 간의 관련성을 분석하며 선행연구에서 활용한 설명 변수를 종합하여 준용한다. 패널자료는 횡단면 자료에 시계열 자료가 추가된 구조이다. 패널자료는 횡단면 정보와 시계열 정보를 모두 보유하고 있어 시계열 분석이나 횡단면 분석만으로 파악하지 못하는 추가적인 정보를 얻을 수 있게 된다. 패널자료는 자료수집의 어려움이 있지만, 횡단면 자료와 시계열 자료를 집적하기 때문에 표본수가 커지면서 자유도가 늘어나 효율적인 추정량을 얻을 수 있으며 다중공선성(multi-collinearity) 문제도 완화시킬 수 있는 장점이 있다.

본 연구에서는 금융기관의 ESG 성과에 영향을 미치는 요인을 문헌조사를 통해 정리한다. 문헌조사를 통해 찾아낸 이론과 요인을 바탕으로 금융기관의 ESG 성과와 재무성과간의 관계를 실증적으로 분석할 수 있는 계량분석모형을 구축한다. 분석 모형의 결과를 분석하여 설정한 연구 모형이 영향관계를 얼마나 잘 설명하고 있는지 고정효과모형, 확률효과모형, 시스템 일반화 적률법의 세가지 회귀분석 방법을 적용하여 금융기관의 ESG 성과와 재무성과와의 관련성을 확인한 후 이를 통해 금융기관의 ESG 활동에 내포된 함의를 도출하고자 한다.

# 제 2 장 이론적 논의와 선행연구 검토

## 제 1 절 ESG 성과와 재무성과간 관계에 관한 이론

기업의 궁극적인 목표는 이윤극대화와 주주가치 제고라고 할 수 있다. 그러나 기업이 장기적으로 성장할 수 있기 위해서는 이해관계자들간의 상생과 공존이 이루어져야 한다. 만약 경영자가 사적 이익을 추구하고자 비양심적인 의사결정을 하거나 인건비, 복리후생비,

연구개발비 등을 지나치게 줄이게 된다면, 단기적으로 기업의 성과는 좋게 보일 수 있으나 이해관계자들 간의 갈등이 생겨 장기적으로는 기업 가치에 부정적인 영향을 가져올 수 있다. 대표적인 사례로 2001년 엔론 사태를 꼽을 수 있다. 경영자의 도덕적 해이와 불법행위로 인해 엔론의 부실한 재정상태가 체계적으로 계획된 은폐에 의해 지속됨에 따라 미국 7대 에너지 기업으로 꼽히던 엔론은 역사에서 사라졌다. 엑슨 모빌의 원유 유출 사고로 인한 천문학적 액수의 배상금, 국내 기업의 갑질 이슈로 인한 사회적 리스크 증가에 따른 불매 운동 등 다양한 이해관계자들간의 갈등은 기업의 장기적 가치에 중대한 영향을 미칠 수 있다.

Freeman (1984)은 그의 저서를 통해 미래의 예상하지 못한 문제들을 예측하고 방어하기 위한 기업의 생존 능력 향상의 관리 방법으로 이해관계자 이론을 제시한다. 회사는 모든 주주(고객, 채무자, 직원 및 규제 당국)의 가치를 극대화해야 할 윤리적 의무가 있으며 Jones (1995)는 이해관계자 관리 접근법이 더 효율적인 계약으로 이어진다고 주장한다. 이해관계자 이론은 기업의 ESG 활동이 비용, 자선 행위, 제약이 아닌 기회, 경쟁 우위 및 기업 혁신의 원천이 된다고 주장한다(Porter & Kramer, 2006).

이해관계자 이론에 따르면 기업의 각 경영자들은 주주의 이익에 대한 관심뿐 아니라 기타 이해관계자들에도 관심을 가져야 한다. 주주, 공급자, 정부, 사회단체, 종업원 그리고 환경과 지역사회 등 다방면에 걸친 이해관계자들의 입장에서 기업의 ESG 활동을 살펴본다는 의미에서 이해관계자 이론은 확장될 수 있다.

또한, Porter and Kramer (2006)는 사회적 발전과 경제적 발전과의 연결을 의미하는 CSV(Corporate Share Value)라는 새로운 가치창출 방법을 이론화하였다. 이는 기업이 사회적으로 창출한 이익이 경제적 가치를 창출할 수 있다는 경영 전략으로 정의할 수 있다. 즉, CSV는 기업의 경쟁력을 높이고 경제적, 사회적 환경을 동시에 증진시키는 정책과 운영 전략이며 이러한 경쟁력이 기업의 부를 축적하는데 도움이 된다.

ESG의 개념에 대해서는 단일한 정의가 없으며 일반적으로 장기적인 기업 투자의 관점에서 지속가능성을 평가할 수 있는 일련의 환경, 사회, 지배구조 관련 요소를 나타낸다. UN 책임투자원칙에서 '환경·사회·지배구조 요인'은 세가지 분야를 언급한다. 첫번째 분야는 환경과 관련이 있으며, 기후변화, 온실가스 배출, 자원개발, 폐기물, 오염,

삼림 벌채 등이 있다. 두번째 분야는 근로조건, 건강 및 안전, 직원과의 관계, 다양성에 대해 다룬다. 마지막으로 세번째 분야는 경영 보상, 이사회 구성, 감사절차, 법률 준수와 윤리 원칙 및 행동강령 측면에서 고위 및 기업 임원의 행동을 포함한 기업지배구조 관행을 포함한다.

이해관계자 이론은 위에서 언급한 ESG 성과와 재무성과 간 관계 연구에 기초를 제공할 수 있고 이미 많은 선행연구 들이 이해관계자 이론에 근거하여 연구를 수행한 바 있다(Azmi et al., 2021; Harrison & Wicks, 2013; Ruf, Muralidhar, Brown, Janney, & Paul, 2001; Taliento, Favino, & Netti, 2019; Van der Laan, Van Ees, & Van Witteloostuijn, 2008; Wu & Shen, 2013). 제2절에서 제4절까지는 금융기관의 환경적, 사회적, 지배구조의 영향에 대한 이론적 논의와 선행연구를 검토하고, 제5절에서는 ESG 성과가 기업의 재무적 상황에 미치는 영향을 포괄적으로 연구한 국내외 선행연구를 검토한다.

## 제 2 절 금융기관의 환경적 영향에 대한 연구

금융기관은 일반적으로 대형 에너지 기업이나 화학제품 제조기업처럼 전통적인 '환경 오염자'로 인식되지는 않는다(Thompson & Cowton, 2004). 그러나, 금융기관의 수많은 점포의 전기와 종이 사용, 국내외 출장 등을 고려할 때 막대한 양의 자원을 사용하고 있어 에너지 소비 감소를 위한 재생에너지 사용 등의 투자가 필요하다(Coulson & Monks, 1999). 금융기관의 자체적인 온실가스 간접배출 공개가 경영에 전략적으로 도움이 된다는 연구도 있다(Avrampou, Skouloudis, Iliopoulos, & Khan, 2019). 그러나 선진국 기반 글로벌 금융기관의 경우 이미 운영을 최적화했다는 점에서 환경적 조치가 더이상 지속가능성에 큰 영향을 미치지 않는다는 견해도 존재한다(Finger, Gavious, & Manos, 2018).

금융기관은 모든 산업에서 주요 이해관계자로 존재하며 이러한 금융기관의 영향력은 지속가능성 고려에 있어서 필수적이다. 금융기관은 자금 및 신용 공여자로 활동하며 이러한 금융기관의 대출(신용공여) 프로세스에 있어 환경적 고려를 하는 것은 운영 리스크를 감소시키며 혁신적인 기업으로 평가받을 수 있다(Gangi, Meles, D'Angelo, & Daniele, 2019). 해양 플라스틱 절감을 위한 서약을 하고 우대금리를 받는 상품을 개발하는 등, 녹색금융(Green finance)의 주체자로서 환경 보호를 위해 간접적으로 소비자에게 영향을 미칠 수도 있다.

금융기관이 환경적으로 가장 큰 영향을 미칠 수 있는 영역은 환경 오염 산업에 대한 대출 및 신용공여, 보험 인수 등의 영업활동을 중지시키는 것일 것이다. 금융기관이 환경 위험에 대한 인식이 부족하면 그러한 위험에 노출된 기업에 금융을 제공함으로써 재정적 손실을 초래할 수 있다. 또한 오염 및 고탄소 자산에 대한 잠재적 비용을 과소 추정함으로써 오염자에게 과도하게 자본을 할당하고 세계 경제의 녹색 전환을 지연시키는 결과를 초래할 수 있다. 해수면 상승, 극한기후 등 물리적 위험을 측정하지 않고 영업할 경우 부동산과 같은 실물자산을 심각하게 훼손하거나 파괴해 부실한 재산평가, 보유자산 가치 하락, 부실채권 증가, 막대한 보험 손실을 초래할 수 있다. Schulten, Bertolotti, Hayes, and Madaan (2021)는 최근 연구에서 해수면 상승과 빈번한 이상 기후 사건으로 미국 15개 도시의 재정적 손실이 8조 달러에 이를 수 있다고 추정한다. DNB(네덜란드 중앙은행)는 Waterproof라는 제목의 보고서를 발간하며 온난화가 1.5° C에서 3.5° C에 이르는 경우 2085년의 재산 보험 청구 건수가 2016년의 131% 수준으로 증가할 것으로 추정한다(Regelink, Reinders, Vleeschhouwer, & van de Wiel, 2017)

금융기관이 환경적 투자를 시작하게 되면 기업의 사회적 책임을 실현하며 다양한 환경 사고로 발생할 수 있는 벌금이나 프로젝트 중지 등의 위험을 피할 수 있다. 결과적으로 금융기관의 내부심사 프로세스에 이러한 절차를 추가하는 것은 금융기관의 대출 리스크를 감소시킬 수 있다(Thompson & Cowton, 2004). 이러한 맥락을 고려해 봤을 때 금융기관은 일반 고객에 대한 정보뿐 아니라 기업 고객이 환경에 미치는 정보도 수집할 수 있게 되며 환경정보 구축에 정부보다도 유리한 측면에 있을 수 있다. 그러나 이러한 정보를 과하게 수집하게 될 경우 대출 비용이 증가하며 신용평가 프로세스가 복잡해 지는 등의 문제도 발생할 수 있다(Coulson & Monks, 1999).

그러나, 최근의 사회적 분위기를 고려할 때 금융기관이 이러한 종합적인 환경 정보 시스템을 구축하고 책임투자원칙에 가입하고, 환경 개선을 위한 기부금을 제공하고, 녹색 건물 인증을 받는 등의 노력은 일반 대중의 인지도 제고와 평판 향상에 크게 도움이 될 수 있다. 금융기관은 이러한 활동을 통해 이점을 얻을 수 있으며 이는 적은 마진으로 운영되는 금융기관 사이에서 경쟁 우위를 얻을 수 있다.

박경서, 변희섭, and 이지혜 (2012)는 한국거래소의 환경책임투자지수를 이용하여 환경경영이 기업가치에 미치는 영향을

분석한 결과, 환경책임투자지수 최초 공시일을 전후로 동 지수에 포함되지 않은 기업의 경우 환경경영평가점수와 주가수익률간 유의한 부(−)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 이는 정책당국이 친환경경영을 적극 장려함에 따라 기업의 환경경영성과가 상대적으로 부진한 기업들이 향후 이 분야에 추가적으로 투자함으로써 기업가치를 제고하는 효과가 보다 클 것으로 투자자들이 기대하기 때문인 것으로 해석할 수 있다.

## 제 3 절 금융기관의 사회적 영향에 대한 연구

금융기관의 사회적 영향은 기업의 사회적 책임(CSR) 수행과 연관이 깊다. 금융기관은 가구, 기업 정부 등의 예금자(수탁자)와 대출자(공여자)와의 관계를 중개한다. 금융기관 조직 내 관점에서는, 금융기관이 적절한 사회적 책임 교육을 실시하고 경영진과 직원간의 공정한 관계를 보장할 때, 직원들의 만족도와 충성도를 높인다(Birindelli, Ferretti, Intonti, & Iannuzzi, 2015). 이러한 직원들의 기업의 사회적 책임에 대한 인식 수준이 높아지면 기업내 자발적이고 윤리적인 풍토를 조성할 수 있고(Perrini, Russo, Tencati, & Vurro, 2011). 고객을 상대할 때 긍정적인 영향을 미칠 수 있다.

사회적 관점에서, 금융기관의 중개 기능은 경제활동에 필요한 자본 공여, 비영리단체 앞 자금 대출, 윤리적인 기업 앞 자금 지원, 고객의 수탁자금에 대한 리스크 관리 등 사회적 책임의 관점에서 여러가지 의미를 가질 수 있다(Avrampou et al., 2019).

즉, 금융기관의 사회적 책임은 직접적으로는 금융기관 직원, 지역사회, 고객에서부터 간접적으로는 프로젝트 성사를 위한 자금(신용) 공여, 기업고객의 활동 등 다방면으로 영향을 미칠 수 있다. 이러한 금융기관의 CSR 활동은 경쟁기업과의 차별화를 가능하게 하여 대중으로 하여금 좋은 평판을 유지할 수 있도록 한다(Gangi et al., 2019). 금융 분야는 고객의 신뢰에 기반한 좋은 평판에 의존하여 운영되기 때문에 브랜드 인지도 상승은 장기 고객층 형성에 도움이 된다. 특히, 한국의 금융산업은 경제성장을 위한 정책 수단으로 정부에 의해 육성되었기 때문에 중앙 집중적이고 정부의 영향력이 크다(김은경, 민병길, & 김지혜, 2017). 따라서, 복잡한 규제의 틀 안에서 운영되는 금융기관이 CSR 활동을 통해 경쟁사와 차별화하고 좋은 평판을 형성하는 것은 수익성을 높이고 기업가치를 올릴 수 있는 유일한 수단일 수 있다.

금융기관이 다양한 이해관계자들과 관계를 맺고 있으며 이것이 수익성 확보에 영향을 미친다는 것은 2003년 출범한 적도원칙(EP)의 영향력으로 파악할 수 있다. 인프라 프로젝트 등 대규모 개발사업의 환경 및 사회적 위험을 평가하고 관리하기 위해 전 세계 118개 금융기관이 자발적으로 가입하였으며 생태계, 지역사회, 기후변화, 인권에 대한 부정적 영향을 프로젝트 기반으로 관리하고 있다. 적도원칙이 프로젝트의 잠재적 환경적, 사회적 위험을 관리하기 위해 고안된 협약이라는 것을 감안할 때, 금융기관의 사회적 책임이 직접적으로 대면하는 고객뿐 아니라 사회 전반적으로 영향을 미칠 수 있으며 이러한 활동이 사회적 평판 향상을 통한 수익성 확보에 도움이 될 수 있음을 알 수 있다.

한편, 자금(신용) 공여시 지속가능성을 평가하는 척도로써, 2006년 UN 책임투자원칙(PRI, The Principles for Responsible Banking)[①]이 제정되었다. 책임투자는 투자대상 선정시 경영 성과와 비재무적 성과를 통합적으로 고려하고, 적극적 주주권 행사를 통해 기업에 지속가능성 제고를 촉구하는 투자 방식으로, 현재 전세계 4000여개 금융기업이 가입하고 있으며 우리나라에서는 국민연금 등 12개 자산운용사, 금융서비스 제공기업 등이 가입 되어있다. 2019년 BRT(비즈니스라운드테이블) [②] 에서 이해관계자 자본주의(stakeholder capitalism)를 채택하면서 이윤과 주주 이익을 넘어 사회적 책무를 강조하는 새로운 '기업의 목적'을 발표하였다. 기업의 봉사 대상을 '주주'에서 근로자, 소비자, 협력사, 지역사회 등 사회 구성원 모두를 포괄하는 '이해관계자'로 확대되면서 과거 공적 연기금에서만 수행되던 책임투자는 Blackrock, Vanguard, 등의 글로벌 선도 자산운용사들이 주도하게 되었다. 국내에서도 국민연금이 2018년 스튜어드십 코드를 도입하면서 책임투자 논의가 본격화되기 시작하였으며 2022년까지 전 자산의 50%를 ESG 투자 적용 자산군으로 확대할 예정이다.

책임투자는 단순히 착한 기업(doing good)에 투자한다는 개념에서 더 나아가 ESG를 고려한 결과가 더 나은 투자성과를 유발한다는 'ESG 투자'의 개념으로 진화하고 있다. 윤리적, 사회적 책임을 강조하고 담배,

---

① PRI에 가입한 기관은 다음의 6개 원칙을 준수해야한다. (1) 투자분석 및 의사결정시 ESG를 반영 (2) 적극적 주주로서 ESG를 오너십 정책에 통합 (3) 투자대상 회사에 ESG 정보공개 촉구 (4) 금융산업의 PRI 준수 및 이행을 위해 노력 (5) PRI의 효과 증진을 위해 상호 협력 (6) PRI의 이행을 위한 활동과 진행사항 보고

② 미국내 200개 대기업 협의체, 이해관계자 자본주의의 주요 내용은 고객(customer) 앞 가치 전달, 직원(employee)에 투자, 협력업체(partner)와 공정하고 윤리적으로 거래, 지역사회(society) 지원하고, 주주(investor) 앞 장기적 가치를 제고이다.

술, 도박 등 죄악주 투자를 배제했던 기존의 단순한 책임투자와는 달리 ESG 투자는 자산 수탁자에 대한 책임이 무거워지고 기업 및 산업별 중대한 ESG 이슈를 통합적으로 고려한 전문적 기관투자자의 투자 전략으로서 자리잡고 있다. 국내 금융기관은 투자자로서 수익을 제고하고, 기업운영 주체로서 기업가치 제고를 위한 비재무 성과를 관리하는 대내외적 평가 체계를 구성하여 금융소비자, 임직원, 협력사, 지역사회를 포괄하는 이해관계자들과 함께 상호작용하며 사회적 책임을 수행해야 한다.

금융기관의 사회적 책임 활동이 미치는 영향에 관한 연구는 다수 존재한다. 이현복 (2014)은 금융소비자 앞 설문 분석을 통해 금융기관의 사회적 책임활동이 소비자 앞 금융상품에 대한 신뢰를 높여 고객 만족에 양(+)의 영향을 주는 것으로 분석하였다. 다만 금융기관의 사회적 책임활동을 경제적, 사회적, 환경적, 자선적으로 구분하였을 때 환경적 책임과 자선적 책임의 경우 금융상품의 신뢰에는 유의한 영향을 주지 않는 것으로 나타났다. 권한섭 and 박종원 (2016)은 지속가능경영보고서를 자발적으로 공시하는 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 회계적 이익에 대한 가치관련성이 높고, 외부 사회공헌활동 수준이 높은 금융기관의 순자산과 회계적이익의 가치관련성이 높은 것으로 분석하였다. 배수현 (2020)은 금융기관의 사회적 책임활동 지수가 높을수록 배당지급액이 더 크며 주주가치 극대화에 기여할 수 있음을 검증하였다.

금융기관은 국민의 저축이나 투자에 기반하여 이윤을 실현하는 경제 주체이기 때문에 일반 기업보다 더 많은 사회적 책임을 요구받는 측면이 있고, 시장경제가 발전될수록 금융자본의 역할이 더 커지는 반면 금융자본은 투기적 성격이 강하기 때문에 그에 따른 도덕적 비판이 높다(김은경 et al., 2017). 따라서 금융기관들의 사회적 책임에 대한 요구는 갈수록 높아질 것으로 예상된다.

## 제 4 절 금융기관의 지배구조의 영향에 대한 연구

.

금융기관은 이해관계자에 대한 책임이 큰 공공성이 큰 조직이며 금융기관 파산이나 퇴출이 사회에 미치는 부정적인 영향이 일반 기업보다 더 크다(Leidner & Lenz, 2017) 금융기관은 높은 유동성으로 인해 투자자나 시장 뿐 아니라 감독기관에 의한 경영감시기능이 작동하기 때문에 외부 감독과 정부에 의한 경영개입 등이 이루어져 왔다. 이러한 규제산업의 경우, 공익성이 강하다는 점을 고려하여 개인당 소유지분을 제한하게 되는데, 이는 소유지분의 분산을 가져와 금융기관의 지배구조 건전성 강화 기능이 약화될 수 있음을 추측할 수 있다(박경서, Kyung Suh, 이은정, & Eun Jung, 2004). 즉, 금융기관의 지배구조 수준에 따라 수익성과 기업가치에 미치는 효과가 일반기업과 비교하여 클 것이다. 특히 대주주가 존재하지 않는 은행의 경우 지배구조와 기업가치간의 연관성이 더욱 밀접할 것이다.

우리나라는 IMF 경제위기, 2008년 금융위기 등을 통해 많은 금융기업이 도산하였고 기업지배구조 개선에 대한 필요성이 강조됨에 따라 정부 주도 하에 다양한 법과 제도를 마련해 왔다. 이를 통해 금융기관의 전반적인 기업지배구조 건전성이 개선되어 왔으나 강력한 공공성으로 인해 오히려 금융기관 내부의 자발적 노력은 부족할 수 있다. 특히 은행의 경우 엄격한 설립요건 등 진입규제 등으로 인해 다른 금융기관보다 독과점적 산업의 성격을 갖게 되며, 은행 퇴출시 발생할 외부충격효과가 훨씬 크다는 점에서 정부에 의한 퇴출보호의 혜택을 받게 되므로 경영진의 도덕적 해이문제가 보다 심각할 수 있다(박경서 et al., 2004). 따라서, 금융기관의 지배구조와 기업가치간의 관계가 보다 민감할 수 있다.

관련 선행연구로 박경서 et al. (2004)는 일반 제조업과 금융기관을 비교하여 기업지배구조와 기업가치 간의 관계를 분석하였으며 그 결과 제조업의 경우 지배구조의 개선은 기업가치의 유의한 증가를 가져오나 금융기관의 경우 그 개선 정도가 제조업에 비해 통계적으로 유의하게 적은 것으로 나타났다. 이는 금융기관의 사업적 특성으로 인해 주주와 경영진 간의 이해상충문제가 일반기업에 비해 보다 심각할 수 있음에도 불구하고 외부감독기관 등에 의한 경영감시기능으로 인해 이러한 문제가 완화되고 있으며, 외부감독기능이 내부 경영감시장치를 어느 정도 보완함으로써 금융기관 내부지배구조의 차이가 이들의 가치에는 별다른 영향을 미치지 않는 것으로 해석된다.

## 제 5 절 금융기관의 ESG 활동에 대한 국내외 연구

금융기관을 대상으로 ESG 등급과 재무성과간의 관계를 분석한 연구는 고유한 회계 작성 방식과 분석 방식, 위험 측정의 특수성 때문에 일반기업의 ESG 활동과 재무성과와의 연관 관계를 분석한 연구보다 그 수가 제한적이다(M. Miralles-Quirós, J. Miralles-Quirós, & J. Redondo Hernández, 2019). 또한, 선행연구들은 일관된 결론을 도출하고 있지 못하다.

Buallay (2019a)는 2007-2016년 235개 유럽 소재 은행을 대상으로 블룸버그 ESG 정보를 활용하여 총자산이익률, 기업가치에 은행의 ESG 활동이 어떤 영향을 미치는지 분석하였다. 분석결과 E(환경) 등급이 높을수록 총자산이익률, 기업가치에 정(+)의 영향을 미쳤고, S(사회) 등급이 높을수록 총자산이익률, 기업가치에 부(-)의 영향을 미쳤다. 또한, G(지배구조) 등급이 높을수록 총자산이익률에는 부(-)의 영향을 미쳤으나, 기업가치에는 정(+)의 영향을 미쳤다. 이는 금융기관의 환경 정보와 기업지배구조 정보 공개가 수익성 창출에 영향을 미쳤으며 유럽연합(EU) 국가의 이해관계자들은 투자 결정시 환경 및 지배구조 관행을 더 나은 자산 효율성을 위한 주요 동인으로 인식한다는 것을 의미한다. 그러나 사회적 책임을 수행하는 것은 수익성과 기업가치에 부정적인 영향을 미쳤는데 이는 은행의 사회적 책임 관련 정책이 사회의 전반적인 복지를 증진시키는 데는 기여하지만 은행의 자산 효율성을 낮추기 때문에 동 비용을 이해관계자들이 부담한다고 분석하였다. 유럽시장에서는 금융기관의 환경, 기업지배구조 개선 활동이 물리적인 자산의 기업의 시장가치와 유의하며 이러한 정보가 이해관계자들과의 연결고리가 됨을 알 수 있다.

한편, 같은 저자가 수행한 연구로 Buallay (2019b)는 2008-2017년 전세계 530개 은행을 대상으로 한 연구 결과에서는 ESG 점수가 높을수록 총자산이익률, 기업가치에 부(-)의 영향을 미쳤다. 이는 은행과 금융서비스 분야가 지속가능성이라는 주제에 대하여 타 분야보다 느리게 반응할 수 있기 때문이며(Jeucken, 2004) 저자는 은행 분야의 성과 증진을 위해 지속가능성 관련 보고에 더 집중해야 하고 투자자, 주주, 채권자, 채무자 등 이해관계자들이 보다 나은 투자 선택을 위해 지속가능성 관련 지식을 축적할 것을 권고하였다.

M. M. Miralles-Quirós, J. L. Miralles-Quirós, and J. Redondo Hernández (2019)는 2010-2015년 31개국의 166개 은행을 대상으로

톰슨 라우터의 ESG 점수를 바탕으로 분석한 결과 Buallay(2019a)의 연구와 비슷한 결과를 도출하였는데 E(환경)과 G(지배구조) 등급이 높을수록 기업가치에는 정(+)의 영향을 미쳤으나 S(사회) 등급은 기업가치에 부(−)의 영향을 미쳤다. 이는, 고용의 품질, 다양성 및 동등한 기회, 인권에 대한 고려, 안전 측면에서의 활동이 금융기관의 시장 가치를 감소시킨다는 것을 암시한다.

Shakil, Mahmood, Tasnia, and Munim (2019)는 2015−2018년 신흥시장 93개 은행을 대상으로 톰슨라우터 자료를 활용하여 실증 분석하였으며 E(환경)와 S(사회)는 은행의 수익성에 정(+)의 영향을 미쳤으나 G(지배구조)는 유의한 결과가 나오지 않았다.

Azmi et al. (2021)는 2011−2017년 신흥시장 251개 은행을 대상으로 블룸버그 ESG 점수를 활용하여 실증 분석한 결과 낮은 수준의 ESG 활동은 기업가치(Tobin's Q)에 정(+)의 영향을 미치나 일정 수준 이상의 ESG 활동은 기업가치 증진과 영향이 없는 것으로 분석하였다. 금융기관의 이해관계자는 소비자 가격 상승, 직원 급여 감소 등으로 ESG 활동에 소요되는 비용 부담을 일부 부담할 수는 있으나 한계점을 넘어서면 긍정적 효과가 감소할 수 있음을 알 수 있다. ESG 요소별 차원에서 분석했을 때는 E(환경)만 기업가치 증가에 유의한 영향을 미쳤다. 이는 대규모 개발 사업이 많아 공기 질이나 유해폐기물에 민감한 신흥시장이 은행들의 적도원칙 도입, 기후변화 등에 대해서 중요하게 인식한다는 것을 알 수 있다.

국내에서는 ESG 성과와 재무성과간에 관한 논의와 관련하여 KCGS, 서스틴베스트, 경제정의지수(KEJI), 후스굿 등의 기관에서 발표한 등급을 바탕으로 많은 연구가 수행되었으나 금융기관이라는 보다 협소한 영역 국내 연구는 아직까지 극히 드물다. 기관 자료중 가장 많이 사용된 자료는 KCGS와 KEJI이다. KEJI는 금융업 ESG 등급 산정시 환경 부문을 제외하고 S, G 자료로만 평가하여 산정하고 있다. KCGS 자료를 바탕으로 금융기관의 ESG 등급과 재무성과간 분석을 수행한 연구는 단 한 건이었다.

Kang and Jung (2020)은 금융업을 제외한 일반기업의 ESG 통합등급과 각 부문별 등급이 기업가치(Tobin's Q)에 유의한 정(+)의 영향을 미치는 것으로 분석했으며 특히 외국인지분율이 높고 수익성이 높은 기업에서 이러한 경향이 두드러지는 것으로 나타났다. 손지연 (2018)은 KCGS의 ESG 통합등급과 각 부문별 E(환경), S(사회), G(지배구조) 등급 모두 기업가치(Tobin's Q)와 모두 유의한 정(+)의

값으로 나타났고, 총자산수익률(ROA)은 S(사회), G(지배구조) 등급만 유의한 정(+)의 관계를 나타냄을 분석했다.

임욱빈 (2019)은 KCGS의 자료를 세분화하여 환경(4가지 지수), 사회(10가지 지수), 지배구조(8가지 지수) 등급의 합산 전 점수를 이용하여 분석하였다. 분석 결과 E(환경) 등급을 제외하고 S(사회), G(지배구조) 등급이 높을수록 당기 및 차기의 기업가치가 높아지는 것으로 분석하였다. 환경 등급을 세부적으로 분석하였을 때 환경경영 점수가 높을 때 차기의 기업가치는 높게 나타나지만, 환경성과 점수가 높을수록 기업가치는 감소하였다. 사회 등급을 세부적으로 분석하였을 때 기업의 생산책임성이 높고, 연구개발 점수가 높으며, 이해관계자와의 관계가 좋고, 사회공헌점수가 높을 때, 그리고 직원개발 및 보상점수가 높을수록 차기의 기업가치에 긍정적인 영향을 미쳤으며 노사관계점수가 높고, 직원 건강 및 안전시스템을 구축하여 높은 점수를 받은 기업은 차기의 기업가치가 하락하는 것을 알 수 있었다. 결과를 요약하자면, 환경등급(E)을 제외하고 사회 부문와 기업지배구조 개선은 기업가치를 증가시키는 것을 알 수 있었으나 그밖에 세부적인 항목이 기업가치에 미치는 영향은 혼재된 결과가 나타났다.

민재형 and 김범석 (2019)은 2011-2017년 KCGS 자료를 사용해서 기업의 단기적 가치는 주가수익률로 측정하고, 기업의 장기적 가치는 Tobin' s Q로 측정해서 재무상태가 좋은 기업이 수행하는 ESG 활동은 Tobin's Q에 양(+)의 영향을 미치지만 주가수익률에는 음(-)의 영향을 미치는 것으로 분석하였다. 기업의 일차적인 목적이자 존립 근거는 영리의 추구이기 때문에 기업의 재무상태가 좋지 않은 상황에서 무리하게 수행하는 비재무적 성과 향상 노력은 장기적으로도 기업가치 향상에 효과적이지 못하지만 기업의 재무상태가 좋은 상황에서 수행하는 비재무적 성과 향상 노력은 재무성과를 넘어서는 추가적인 기업가치를 제공할 수 있다고 분석하였다.

지상현 (2019)은 비금융업을 대상으로 KCGS의 2014-2017년 환경등급과 사회등급만을 이용하여 E와 S등급이 모두 높은 기업일수록 회계보수주의 수준이 높고, 회계이익-과세소득 간 차이가 적음으로써 회계이익의 질이 높은 것으로 분석하였다.

임현일 and 최경진 (2018)은 2004-2014년 KEJI 등급정보가 있는 제조업을 대상으로 CSR 활동과 기업위험과의 관계를 분석하였으며 KEJI 점수 중위수 이상 기업일수록 기업위험이 낮으며 CSR 요소를 세부적으로 분석하였을 때, 건전성, 공정성, 사회기여도,

소비자보호, 종업원 만족도의 5개 요인이 개별적으로 기업 위험을 감소시키는 것으로 분석하였다. 앞선 유사 선행연구를 고려하였을 때 국내 제조업의 사회적 책임이 기업성과나 기업가치뿐 아니라 기업위험수준에도 영향을 줄 수 있다는 것을 파악하였다.

앞서 기술한 국내연구를 종합해보면, 기업의 ESG 활동과 기업의 재무성과나 기업위험에 대한 세부적인 분석 결과는 차이가 있으나 비교적 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나 김윤경(2020)은 2011-2017년 블룸버그 ESG 점수가 존재하는 비금융 한국기업을 대상으로 비재무적 정보 공시의 경영 성과와 기업가치에 대한 영향을 연구한 결과, 총자산수익률(ROA)과 미래가치(Tobin's Q)에 대해서 모든 ESG 공시 항목이 미치는 영향이 통계적으로 유의하지 않았음을 분석하여 앞선 연구들과 다른 결과를 도출하였다. 즉, 비재무적 정보는 기업의 성과를 개선하는 역할을 하지 못하며 자본시장은 비재무적 정보에 반응하지 않았음을 분석하였다.

금융기관을 대상으로 한 연구도 수행된 바 있다. 배수현 (2020)은 2011-2016년 KEJI(경제정의연구소) 등급을 바탕으로 금융기관의 ESG 활동과 매출액 증가율의 상호작용 효과를 분석한 결과 기업가치(Tobin's Q)에 양(+)의 영향을 주는 것으로 분석하였다. 금융기관은 ESG 활동만으로는 기업가치를 향상시키기 어렵고 매출액 증대 등 수익성을 높일 수 있는 방안을 함께 강구할 때 기업가치가 상승한다는 점을 제시하였다.

박아진 and 김정연 (2020)의 연구는 2015-2019년 KCGS 등급자료가 있는 금융기관을 대상으로 수행한 유일한 연구이며, 금융기관의 사회적 책임이 이익지속성(당기순이익/기초총자산)에 어떠한 영향을 미치는지 분석하였다. 분석 결과, G(지배구조) 점수가 높을수록 이익지속성에 유의한 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며 전체 표본을 세부업종으로 분류하여 연구를 진행하였을 때 은행업의 ESG 통합점수와 지배구조 점수가 이익지속성에 유의한 영향을 주는 것을 알 수 있었다.

본 연구와 기존 연구와의 차별성은 이 주제와 관련된 대부분의 국내 연구가 비금융업의 ESG 정보가 기업의 재무성과에 미치는 영향을 분석하였으나 본 연구에서는 금융기업의 ESG 정보와 재무성과 간의 연관성을 분석하였다. 또한, 대부분의 국내외 연구가 회귀분석시 횡단면자료에 기초한 pooled OLS 기법을 사용하거나 고정효과 모형(fixed effect model) 또는 확률효과 모형(random effect model)을

사용한 반면에 본 연구에서는 시스템(system) 일반화 적률법을 적용하여 내생성을 통제한 상태에서 금융기업의 ESG 정보와 재무성과간의 명확한 분석을 시도하였다는 점에서 학술적 의미가 존재한다.

# 제 3 장 계량분석 모형

## 제 1 절 분석틀과 연구 가설

본 연구는 연구문제를 'ESG 성과가 금융기관의 재무성과에 미치는 효과가 존재하는가'로 설정하고 이에 대한 해답을 도출하는 것을 그 목적으로 한다. 본 연구는 연구대상기업을 금융기관으로 한정하여 그간의 기업의 ESG 성과와 재무성과의 연관성에 관한 연구들이 간과한 금융기관의 ESG 성과가 재무성과에 미치는 영향을 밝히고자 한다.

본 연구의 목적을 반영하여 KCGS에서 발표한 환경사회지배구조(ESG) 등급 점수, 환경(E)등급 점수, 사회(S)등급 점수, 지배구조(G) 등급 점수를 각 모델의 독립변수로, 금융기관의 총자산수익률(ROA)과 미래기업가치(Tobin's Q)를 각 모델의 종속변수로 설정하였다. 통제변수는 ROA와 Tobin's Q에 영향을 미칠 수 있는 부채비율(총부채/총자산)과 자산규모(log총자산)로 구성하였다.

<표2> 변수의 측정 및 자료

| 구분 | 변수 | 측정(평가항목) | 자료 |
|---|---|---|---|
| 종속변수 | 총자산수익률(ROA) | 영업수익/총자산 | KIS-VALUE |
| | 기업미래가치(Tobin's Q) | 시가총액/총자산 | KIS-VALUE |
| 독립변수 | E(환경) | 아래 표3 참조 | KCGS |
| | S(사회) | 아래 표3 참조 | KCGS |
| | G(기업지배구조) | 아래 표3 참조 | KCGS |
| 통제변수 | 부채비율 | 총부채/총자산 | KIS-VALUE |
| | 자산규모 | log총자산 | KIS-VALUE |

<표3> 환경·사회·지배구조 평가항목 구성

| 유형분류 | 환경(E) | 사회(S) | 금융사지배구조(G) |
|---|---|---|---|
| 기본평가 | •환경경영<br>•환경성과<br>•이해관계자 대응 | •근로자<br>•협력사 및 경쟁사<br>•소비자<br>•지역사회 | •주주권리 보호<br>•이사회<br>•최고경영자<br>•보수<br>•위험관리<br>•감사기구 및 내부통제<br>•공시 |
| 심화평가 | •기업의 부정적 이슈 확인을 위해 공시자료·미디어 등 정보 상시 수집<br>•기업가치 훼손 우려 이슈를 법 위반여부·중대성·규모·기간 등 종합적으로 고려하여 감점 | | |

출처 : KCGS(한국기업지배구조평가원)

본 연구의 종속변수는 선행연구를 참조하여 일반적으로 사용하는 기업의 수익성을 나타내는 지표인 총자산수익률(ROA)의 회계지표와 기업의 미래가치를 나타내는 시장평가 변수로서 Tobin's Q를 사용한다(Azmi et al., 2021; Bătae, Dragomir, & Feleagă, 2021; Buallay, 2019a; 김대수, 2015).

지배구조, 기업문화, 종업원, 고객, 거래처와의 관계 등과 같은 비재무적 요소는 미래의 가격경쟁력과 수익성을 결정하는 중요한 자산이며 ESG에 대한 투자는 장부 가치에 대한 프리미엄으로 기업가치에 반영된다고 하였다(Hanson, 2013). 총자산수익률은 근본적으로 과거 지향적 성과지표이기 때문에 객관성을 확보할 수 있으며(김대수, 2015) 기업의 과거 행적에 대한 객관적 결과를 반영하는 재무적 수익성 지표로서 사용할 수 있다. 또한, Surroca, Tribó, and Waddock (2010)은 기업의 사회적 책임과 재무적 성과의 관계에 무형자산의 매개 효과를 입증하였으며 재무성과의 측정치로 무형자산 투자와 같은 장기적 투자의 가치를 평가하기에 적합한 Tobin's Q의 사용을 권장한다. ESG 투자는 관련 비용으로 인해 단기적으로 수익률을 떨어트릴 수도 있으나 기업의 미래 수익과 지속 성장에 대한 투자자의 신뢰 향상으로 기업 미래가치 증진에 중요한 역할을 할 것으로 사료된다.

이상의 선행연구와 분석틀에 근거하여 금융기관의 ESG성과가 기업의 재무성과에 미치는 효과를 검정하기 위한 가설을 아래와 같이 설정하였다.

가설 1-1: 금융기관의 E(환경)점수가 높을수록 기업의 총자산수익률(ROA)이 높다.

가설 1-2: 금융기관의 S(사회)점수가 높을수록 기업의 총자산수익률(ROA)이 높다.

가설 1-3: 금융기관의 G(지배구조)점수가 높을수록 기업의 총자산수익률(ROA)이 높다.

가설 2-1: 금융기관의 E(환경)점수가 높을수록 기업의 미래가치(Tobin’s Q)이 높다.

가설 2-2: 금융기관의 S(사회)점수가 높을수록 기업의 미래가치(Tobin’s Q)이 높다.

가설 2-3: 금융기관의 G(지배구조)점수가 높을수록 기업의 미래가치(Tobin’s Q)이 높다.

## 제 2 절 분석 대상 및 분석 방법

본 연구의 분석 대상은 2012년부터 2019년까지의 시간적 범위와 108개의 금융기관을 대상으로 한다. 2012년부터 2019년까지 8개년에 걸쳐 108개의 모든 금융기관이 KCGS의 평가대상이 되지 않았기 때문에 불균형 패널을 구성하여 연구를 진행하였다. 패널 자료는 자료 형태에 따라 균형 패널(balanced panel)과 불균형패널(unbalanced panel)로 구분할 수 있다. 균형 패널은 모든 횡단면 자료가 전 기간 동안 모두 관찰된 자료를 말하고, 그렇지 않은 자료를 불균형 패널이라고 부른다. 본 연구에서는 최대한 많은 금융기관을 분석 대상에 포함시키고 금융기관의 ESG 성과와 재무성과간의 관계를 파악하기 위해 불균형 패널 데이터를 구축하였다.

독립변수 중 E(환경), S(사회), G(기업지배구조) 변수들은 모두 KCGS에서 매년 발간하는 등급 정보를 기초로 한다. 이중 기업지배구조 자료는 금융기관의 경우 4대 대분류에 따라 평가하는 일반기업과 달리 7대 대분류[③]에 따라 평가하는 ‘금융사지배구조 평가기준’을 추가로 마련하여 금융기관의 지배구조를 평가하고있다.

본 연구에서 밝히고자 하는 금융기관의 ESG 성과가 재무성과에

[③] 일반 기업의 경우 주주권리보호, 이사회, 감사기구, 공시의 4대 대분류를 통해 기업구조를 평가하는 한편, 금융기관의 경우 주주권리 보호, 이사회, 최고경영자, 보수, 위험관리, 감사기구 및 내부통제, 공시의 7대 대분류를 이용하여 평가한다.

미치는 영향을 검증하기 위해서 각 기업의 ESG성과와 재무성과를 최소제곱법(Ordinary Least Squares: OLS)으로 추정하게 되면 각 금융기관의 고유한 특성으로 인해 편의가 발생하게 되어 모수의 추정치와 결과가 불일치하게 된다. 즉, 오차항에 설명변수와 상관관계가 있으면서 종속변수에 유의미한 영향을 미치는 관찰 불가능한 각 기업 고유의 요소가 포함되어 있으면 누락변수 편의(omitted variable bias)가 생기게 된다(라정주 & 신원규, 2015). 이 문제를 해결하기 위해 패널분석 방법인 고정효과 모형(fixed effect model)과 확률효과 모형(random effect model)을 이용하여 분석할 수 있다. 그러나 이러한 모형도 각 금융기관의 개별 특성은 고려하지만 종속변수와 설명변수간 상관관계에 기초하여 추정계수를 산출하기 때문에 이러한 내생성 문제를 해소하기 어렵다. 즉, 내생성이 존재하는 경우 설명변수와 오차항 간 상관관계는 0이 아니게 된다(신헌태, 2016).

이를 해결하기 위하여 Arellano and Bond (1991)는 동태패널 모형의 1차 차분 일반화 적률법(First differenced GMM)을 고안하였다. 1차 차분을 통하여 기업 고유의 특성을 제거한 후 오차항과 직교하는 적률조건을 만족시키는 시차변수를 도구변수로 활용하여 오차항과의 내생성문제를 해결한다는 것이다(라정주 & 신원규, 2015). 즉, 오차항과 도구변수(Instrumental Variables: IV)간 연관성이 없는 조건에서 추정계수를 산출한다. 다시 말해 도구변수에 종속변수의 과거 값(lagged value)를 포함하면 설명변수와 오차항 간의 상관관계는 거의 0에 가깝게 되며 내생성 문제가 발생하지 않게 된다.

본 연구에서는 사용된 독립변수가 종속변수인 총자산수익률과 Tobin’s Q에 영향을 미치지만, 반대로 총자산수익률과 Tobin’s Q가 독립변수인 ESG 등급 점수에 영향을 미칠 수 있다는 가능성을 배제할 수 없음을 고려한다.

그리고 본 연구에서 사용된 분석 방법인 시스템(system) 일반화 적률법은 Arellano and Bover와 Blundell and Bond가 고안한 방법으로써 수준 방정식(Level equation)과 1차 차분 방정식을 하나의 시스템으로 추정하는 방법으로 1차 차분 일반화 적률법과 비교하여 추가적인 도구변수를 사용하기 때문에 더 효율적인 방법으로 평가된다.

시스템 일반화 적률법을 이용하기 위한 두가지 조건으로, 우선 도구변수가 적합하게 선택되었는지 확인할 수 있는 과도식별제약(Over-identifying restriction) 검증을 통과해야 한다. 이는 한센(Hansen) 검증을 통해 이루어지는데 한센 검증의 귀무가설은

과도식별제약이 유효하다는 것이다. 적절한 도구변수를 선택했다는 것을 확인하려면 이 귀무가설이 기각되지 말아야 한다. 두번째 조건은 회귀 잔차에 대한 계열 상관(Serial correlation)이 없어야 한다는 것이다. 잔차항은 1차 차분된 회귀식에서 조사되기 때문에 최소 2차 이상에서 자기 상관을 갖지 말아야 하며 AR(2) 검정을 통해 검증할 수 있다.

본 연구에서는 각 금융기관의 고유한 요소를 고려하지 않는 OLS 추정법을 배제하고 고정효과 모형, 확률효과 모형, 그리고 2단계 시스템 일반화 적률법 방법을 사용하여 분석할 예정이다. 실증분석을 위해 설정한 추정방정식은 아래와 같다. 연구 결과 도출을 위해 사용한 통계패키지는 STATA 16.1이다.

[가설 1 모형]

$$ROA_{i,t} = \alpha + \beta_1 E_{i,t} + \beta_2 S_{i,t} + \beta_3 G_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 ASSET_{i,t} + u_i + \epsilon_{i,t}$$

[가설 2 모형]

$$TQ_{i,t} = \alpha + \beta_1 E_{i,t} + \beta_2 S_{i,t} + \beta_3 G_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 ASSET_{i,t} + u_i + \epsilon_{i,t}$$

$ROA_{i,t}$ : t기에서 해당기업 i의 총자산수익률

$TQ_{i,t}$ : t기에서 해당기업 i의 Tobin’s Q

$E_{i,t}$ : t기에서 해당기업 i의 E 점수

$S_{i,t}$ : t기에서 해당기업 i의 S 점수

$G_{i,t}$ : t기에서 해당기업 i의 G 점수

$LEV_{i,t}$ : t시점에서 해당기업 i의 부채비율(총부채/총자산)

$ASSET_{i,t}$ : t시점에서 해당기업 i의 당기 총자산의 자연로그 값

$u_i$ : 시간에 따라 변하지 않는 각 기업의 개체 특성을 나타내는 오차항

$\epsilon_{i,t}$ : 순수한 오차항

# 제 4 장 연구 결과

## 제 1 절 설명변수 간 상관관계 분석

본격적인 패널데이터 분석에 앞서, 설명변수 간 상관성을 파악하기 위해 피어슨 상관관계(Pearson correlation)를 분석하였다. 일반적으로 피어슨 상관관계 분석의 결과 상관계수가 0.7 이상이면 뚜렷한 상관관계가 있다고 해석할 수 있다. 분석 결과 E와 S와의 상관관계가 0.718로 강한 양의 상관관계가 있으며, 부채비율과 Tobin’s Q의 상관계수가 −0.717로 강한 음의 상관관계가 있음을 알 수 있다.

한편, 총자산에서 차지하는 타인자본 비율을 나타내는 LEV는 ROA, TQ, E 변수와 음(−)의 상관성을 나타낸다. 타인자본 비율이 높을수록 수익성과 미래가치가 낮아지고 총자산이 커지는 것은 일반적으로 생각할 수 있으나 환경변수는 음(−)의 상관성을 가지는 것은 주목할 만한 점이다.

총자산의 log값인 ASSET의 경우 기업가치와 음(−)의 상관성을 나타내지만 E, S, G 변수와는 양(+)의 상관성을 가지고 있어 금융기관의 자산 규모가 미래가치 창출에는 긍정적 영향을 미치지 않으나(성지민 & 박창균, 2016) 환경, 사회, 지배구조 성과에는 긍정적 영향을 미친다는 것을 알 수 있다. 자산이 큰 기업일수록, 부채비율이 낮은 기업일수록 ESG 활동에 적극적인 경향이 있다는 것을 감안할 때, ASSET, LEV 변수를 통제변수로 적용해야 함을 알 수 있다.

또한, 피어슨 상관관계 분석시 상관계수의 절대값이 0.3이하면 상관관계를 무시할 수 있을 정도로 미약하며, 0.3~0.7이면 어느 정도의 상관성이 있으며 0.7 이상이면 매우 강한 상관관계가 있는 것으로 분석한다. E, S, G 각 변수간의 상관관계를 분석할 때, E와 G, S와 G의 상관계수는 각각 0.441, 0.447로 어느 정도의 상관성이 있으나 E와 S의 경우 상관계수가 0.721로 강력한 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 이는 KCGS에서 평가지표로 사용하는 환경과 사회 모범규준을 살펴보았을 때, 환경 평가의 한 축으로 사용되는 ‘이해관계자 대응’이 사회 평가에 반영되는 근로자, 협력사 및 경쟁사, 소비자, 지역사회와의 관계 개선을 일부 포함하고 있기 때문으로 파악된다.

<표4> 설명변수 간 피어슨 상관관계분석 결과

| 변수 | ROA | TQ | E | S | G | LEV | ASSET |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| ROA | 1.000 | | | | | | |
| TQ | **0.317*** | 1.000 | | | | | |
| E | -0.020 | 0.156 | 1.000 | | | | |
| S | 0.014 | 0.018 | **0.718*** | 1.000 | | | |
| G | 0.141 | 0.104 | **0.435*** | **0.443*** | 1.000 | | |
| LEV | **-0.200*** | **-0.717*** | **-0.084*** | 0.046 | 0.009 | 1.000 | |
| ASSET | -0.078 | **-0.382*** | **0.516*** | **0.564*** | **0.467*** | **0.525*** | 1.000 |

주: *은 1% 수준에서 유의함을 나타냄

(변수 정의) ROA: 총자산수익률(영업수익/총자산), TQ: Tobin's Q(시가총액/총자산), E: 환경부문 등급, S: 사회부문 등급, G: 기업지배구조부문 등급, LEV: 부채비율(총부채/총자산), ASSET: log총자산

## 제 2 절 분산팽창요인 분석

독립변수들이 둘 이상인 다중회귀분석의 경우 다중공선성이 존재하지 않아야 한다. 다중공선성은 회귀분석에 포함된 독립변수 간의 상관관계가 강할 경우에 발생하는데, 다중공선성이 발생할 경우 회귀분석의 기본 가정이 흔들리고 회귀계수의 분산이 커지게 되어 통계적으로 유의미한 결과값이라 볼 수 없다.

분산팽창요인(Variance Inflation Factor: VIF)은 1/허용오차 관계이므로 분산팽창요인은 값이 클수록, 허용오차는 값이 작을수록 다중공선성 발생 확률이 높아진다. 일반적으로 분산팽창요인 값이 10을 상회하는 경우 설명변수간 심각한 다중공선성 문제가 존재하는 것으로 간주(Hocking & Pendleton, 1983; Kutner, Nachtsheim, & Neter, 2004)하고 5 이상이면 다중공선성 존재 가능성이 있다고 판단한다. VIF 값은 0에서 무한대의 값의 범위를 갖는다. 1/VIF는 허용오차(Tolerance) 값으로 0.1 이하일때 다중공선성이 존재한다고 판단한다.

아래 표는 본 연구에 사용된 설명변수들에 대한 분산팽창요인 검정 결과를 나타낸다. 모든 변수가 10 이하의 분산팽창요인 값을 가지며 0.1 이하의 허용오차 값은 존재하지 않았다. 따라서, 본 연구에 쓰인 독립변수는 다중공선성이 존재하지 않는 것으로 판단된다.

<표5> 분산팽창요인 검정 결과

| | VIF | 1/VIF |
|---|---|---|
| E | 2.67 | .374 |
| S | 2.42 | .413 |
| G | 1.54 | .650 |
| TQ | 2.52 | .397 |
| ROA | 1.33 | .752 |
| LEV | 2.54 | .394 |
| ASSET | 3.22 | .311 |
| Mean VIF | 2.32 | |

주: ASSET은 각 금융기관의 총자산을 log 변환한 값

## 제 3 절 기술통계 분석

제1절과 제2절의 분석을 토대로 설명변수 간 다중공선성이 존재하지 않음을 전제하면서, 아래 표와 같이 기술통계분석을 수행하였다.

종속변수인 총자산수익률(ROA)의 관측수는 470이며, 평균은 0.0130이다. 또다른 종속변수인 기업미래가치의 경우 시가총액을 총자산으로 나누어 계산되기 때문에 57개 상장기업의 경우에만 관측되었으며 관측수는 394, 평균은 0.237이다.

E, S, G의 경우 S, A+, A, B+, B, C, D의 7개 등급으로 평가되었으며 본 연구에서는 S를 7점으로 평가하고 순차적으로 점수를 매겨 D는 1점으로 환산하여 분석을 실시하였다. E와 S의 경우 금융기관이 받은 최고 점수는 A+(6점) 이며 G의 경우 S(7점)를 받은 기업이 존재한다.

E, S, G의 평균값을 살펴보았을 때 E는 2.129, S는 3.423, G는 4.202로 분석대상 금융기관의 지배구조 수준이 환경이나 사회 수준보다 높음을 알 수 있다. 이는 과거 금융위기 이후 금융기관의 건전성 개선을 위한 BIS 비율 개선 등의 세계적인 흐름에 따라 국내에서도 금융기관 기업구조 관련 규제가 늘어났기 때문일 것으로 추정된다. 또한, KCGS의 ESG 평가는 2003년 지배구조 부문 평가로 시작되어 2011년 ESG 전 영역으로 확대되었는데, G(지배구조) 부문에 대한 평가를 상대적으로 더욱 오래 수행함으로써 평가기관의 역량이 ESG 요소 간 균형보다 G(지배구조) 부문에 집중될 수 있음을 시사한다(이정기 & 이재혁, 2020).

부채비율(LEV)의 평균은 75.1%, 수익성(ROA) 평균은 1.3%이며 2011-2018년 금융업을 제외한 일반기업 4,893개의 부채비율과 수익성 평균이 각각 134%, 1.8%임(임현일, 2020)을 비교했을 때 금융기관의 부채비율과 수익성은 일반기업 보다 낮은 수준이다.

<표6> 각 설명변수의 기초 통계량

| 변수 | 평균 | 표준편차 | 최소값 | 최대값 | 관측 수 |
|---|---|---|---|---|---|
| **ROA** | 0.013 | 0.037 | - 0.365 | 0.233 | N = 470<br>n = 108 |
| **TQ** | 0.237 | 0.328 | 0.016 | 3.257 | N = 394<br>n = 57 |
| **E** | 2.129 | 1.389 | 1.000 | 6.000 | N = 396<br>n = 65 |
| **S** | 3.423 | 1.161 | 1.000 | 6.000 | N = 411<br>n = 67 |
| **G** | 4.202 | 1.148 | 1.000 | 7.000 | N = 470<br>n = 108 |
| **LEV** | 0.751 | 0.252 | 0.059 | 0.990 | N = 470<br>n = 108 |
| **ASSET** | 29.698 | 1.776 | 22.816 | 33.570 | N = 470<br>n = 108 |

주) N= 합계 관측수, n= 해당 기업수

# 제 4 절 연구 결과

## 1. 총자산수익률(ROA) 회귀분석 결과

<표7>은 총자산수익률에 대한 정태적인 패널분석과 동태적인 패널분석의 결과이다. 본 연구의 주요 설명 변수인 E, S, G 등급 점수에 대한 분석결과는 정태패널회귀분석에서 S와 G 등급이 유의한 양(+)의 영향을 미쳤고 시스템 일반화적률법 모형에서는 E, S 점수가 통계적으로 유의하였고 각각 (−) 부호와 (+) 부호가 도출되었다.

정태적 패널 분석시, 고정효과 모형과 임의효과 모형을 사용하였는데 하우스만 검정(Hausman Test)을 이용하여 고정효과와 확률효과 모형중 하나를 선택할 수 있다. 패널 선형회귀모형에서 오차항

$u_i$를 고정효과로 볼 것인지, 확률효과로 볼 것인지에 따라 추정 방법이 달라진다. 분석대상인 패널 개체들이 모집단에서 무작위로 추출된 표본이라면 오차항 $u_i$는 확률분포를 따르고 확률효과 모형을 쓰는 것이 적합하다. 그러나 패널 개체들이 특정 모집단 그 자체라면 $u_i$ 는 확률분포를 따르지 않고 고정효과 모형을 쓰는 것이 더 적합하다.

본 연구에서 하우스만 검정을 실시한 결과 p값이 0.6445로 $cov(x_{i,t}, \mu_i ,)=0$ 이라는 귀무가설이 기각되지 못했다. 귀무가설의 가정이 성립한다면 임의효과모형이 더 효율적이고, 틀리다면 고정효과모형을 선택하는 것이 더 효율적이다(Wooldridge, 2015). 즉, 본 모형에서는 고정효과 모형보다는 확률효과 모형을 선택하는 것이 더 적절할 수 있다는 결과가 도출되었다. 본 연구에서 사용된 패널 개체들이 특정 금융기관에 대한 KCGS의 ESG 성과 평가가 아닌 일부 금융기관으로 추출된 표본에 대한 평가이기 때문에 오차항 $u_i$ 를 확률효과로 간주하는 것이 보다 타당할 것으로 예상된다.

시스템 일반화 적률법의 경우 추정의 과대식별(over-identifying)여부를 확인하기 위해 Sargan 검정을 실시하였다. 표6과 <표7>의 하단에 제시된 Sargan 검정 결과값은 0.2262로 각 모형에서 "과대식별 제약이 유효하다"는 가설이 기각되지 않고 있어 본 모형이 적절한 도구변수를 사용하고 있으며 내생성이 통제되었음을 알 수 있다. 또한, 각 모형에서 Arellano-Bond 검정을 통해 자기상관 여부를 판단한 결과, 모든 모형에서 1계 자기상관은 5% 유의수준에서 존재하는 것으로 나타났으나, 2계 자기상관은 유의하지 않아 오차항이 서로 독립인 것으로 나타났다. 즉, 사용한 도구변수의 적합성을 인정할 수 있다.

환경 등급이 높을수록 총자산수익률이 낮아진다는 결과값은 유럽은행과 신흥시장 은행을 대상으로 한 대부분의 선행연구에서 환경 등급이 높을수록 재무성과에 긍정적인 영향을 준다는 결과와는 상당히 다른 결과이다. 이는 2021년부터 역내 모든 금융사를 대상으로 ESG 관련 공시를 의무화 하는 등 금융기관이 환경에 미치는 영향에 민감한 유럽시장과 대규모 개발사업으로 공기질이나 유해폐기물 등 부정적 환경영향에 민감한 신흥시장과는 다르게 한국의 금융기관은 아직 환경적 영향을 최소화하는 데 이때까지 명확한 동기부여 요인이 없었다는 것을 증명한다. 국내 비금융업을 대상으로 한 일부 선행연구에서도 환경 등급이 기업의 재무성과에 대부분 긍정적인 영향을 미친다는 분석이 많이 도출 되었는데 본 연구 결과와 비교해 볼 때 금융 분야가

지속가능성이라는 주제에 대하여 타 분야보다 느리게 반응한다(Jeucken, 2004)는 선행연구를 뒷받침 할 수 있다.

그러나 국내 시장에서 영업하는 금융기관은 이때까지 환경의 '직접 오염자' 로 인식되지 않았기 때문에 금융기관의 환경 영향을 평가하는 지표가 적절하지 않아 본 연구 결과가 나왔을 가능성이 더 높다. 각종 원료를 투입하여 가공하고 제조하는 제조업과 달리 금융기관은 물리적 산출물이 없기 때문에 탄소배출, 대기오염, 수질오염 등의 환경적 오염이 적고 환경오염시설로 관리 받고 있지 않다. 타 산업 대비 금융기관의 환경에 대한 직접적인 영향은 적을 수 있으나 금융기관의 주요 업무인 기업, 가계, 프로젝트 앞 대출, 신용 공여, 보험 인수 등의 행위에서 환경적 영향이 고려될 경우 비오염자에게 자본을 할당하여 세계 경제의 녹색 전환을 촉진시킬 수 있다.

MSCI 등 국외 유수의 ESG 평가 기관에서는 금융기관의 환경등급 평가시 환경영향을 고려한 투자를 하고 있는지 평가하고 있다. 이러한 평가지표들을 통해 금융기관들의 고유한 영업 활동이 환경 위험을 고려하고 있는지, 공여하는 자본이 녹색금융인지를 평가받게 된다. 그러나 본 연구에 쓰인 KCGS 환경 등급 평가는 금융기관 별도의 지표가 없으며 환경경영 및 환경성과, 이해관계자 대응 수준의 평가에 머무르고 있다. 따라서, 우리나라 금융기관 ESG 평가에서 현재 제외되어 있는 환경 및 기후 영향을 고려한 투자의사결정 여부를 ESG 평가지표에 포함하여 금융기관이 대출 활동이나 보험 인수 등의 활동을 할 때 자금 수여 기관이 환경적으로 영향을 어떤 방식으로 얼마나 미치는지 평가해야 한다. 금융기관의 환경적 영향에 대해서도 인지도가 높아지고 있다는 점을 감안했을 때 금융기관은 비재무적 정보를 대화 및 소통 통로로 요구하는 국내 이해관계자들의 변화를 인식하고 환경을 고려한 영업 활동에 더욱 집중하고 이를 평가하는 새로운 기준이 ESG 활동을 평가하는 지표로 적용되어야 할 것이다.

한편, 모든 회귀분석 모형에서 금융기관의 사회적 활동 점수가 높을수록 총자산수익률이 높아진다는 것은 고무적이다. 이는 금융기관이 자금 수탁자와 공여자와의 관계를 중개하면서 사회적 관점에서 여러가지 활동을 수행하고 있다는 것을 의미한다. 이를 통해 금융기관이 CSR 활동을 통해 경쟁사와 차별화하고 좋은 평판을 형성하고 수익성을 높인다는 가설을 채택할 수 있다. 금융기관은 직접적으로는 금융기관의 직원과 고객, 그리고 간접적으로는 자금 수여 프로젝트의 환경과 사회 앞 미치는 영향, 기업고객 등 다양한 방면으로 영향을 미칠 수 있음을

인지하고, 단순한 봉사활동과 기부 수준의 사회 공헌 활동에서 한단계 도약하여 장기적 관점에서 사회에 긍정적 영향을 주어야 한다.

금융기관의 지배구조 점수는 정태 패널회귀분석시에만 통계적으로 유의한 결과값이 나타났다. 시스템 일반화 적률법이 내생성을 통제한 상황이라는 것을 고려할 때 총자산수익률이라는 종속변수와 기업지배구조 점수라는 독립변수가 인과관계가 형성되어 있음을 알 수 있다. 즉, 수익성이 높은 금융기관 일수록 기업지배구조가 좋은 기업이라고 추측할 수 있다.

<표7> 총자산수익률(ROA)에 대한 회귀분석 결과

| ROA | 정태패널회귀분석 | | 동태패널회귀분석 |
|---|---|---|---|
| | 고정효과모형 (Fixed Effect) | 확률효과모형 (Random Effect) | 시스템 일반화 적률법 |
| E | -0.00163<br>(-0.99) | -0.00218<br>(-1.45) | **-0.338****<br>(-3.04) |
| S | **0.00314***<br>(2.18) | **0.00278***<br>(1.99) | **0.238****<br>(3.14) |
| G | **0.00264***<br>(2.46) | **0.00258***<br>(2.49) | 0.0931<br>(1.33) |
| LEV | -0.0395<br>(-1.45) | **-0.0437***<br>(-2.56) | **-0.541*****<br>(-3.33) |
| ASSET | 0.00340<br>(0.92) | **0.00488***<br>(2.09) | -0.0608<br>(-0.53) |
| L.lnROA | | | 0.278***<br>(7.93) |
| 상수 | -0.0749<br>(-0.74) | -0.116<br>(-1.90) | -1.771<br>(-0.52) |
| N | 396 | 396 | 295 |
| Sargan test | | | chi2(26) = 31.05651<br>Prob > chi2 = 0.2262 |

주 1) ( )- t 값, 유의수준 * p<0.05 ** p<0.01 *** p<0.001

2) Sargan test 검정결과 귀무가설 기각되지 않아 적절한 도구변수를 사용하였으며 내생성이 통제된 모델이라고 평가할 수 있음

## 2. 기업 미래가치(Tobin’s Q) 회귀분석 결과

<표8>은 기업 미래가치인 Tobin’s Q에 대한 정태적인 패널분석과 동태적인 패널분석의 결과이다. 본 연구의 주요 설명변수인 E, S, G 점수에 대한 분석결과는 시스템 일반화 적률법에서 기업지배구조 등급에 대해서만 유의한 결과가 도출되었다. 시스템 일반화 적률법 분석을 통해 G점수가 0.1% 유의수준에서 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났는데 이는 기업지배구조 점수가 높을수록 기업의 미래가치에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 의미한다.

Tobin’s Q를 종속변수로 사용한 본 회귀분석 모형에서도 정태적 패널 분석시 하우스만 검정을 통해 확률효과 모형이 더 적합한 것으로 밝혀졌다. 또한, 시스템 일반화 적률법 회귀분석시 Sargan 검정 및 Arellano-Bond 검정을 통해 과대식별과 자기상관 여부를 판단한 결과 ROA를 종속변수로 사용한 회귀분석 모형과 같은 결과가 도출되어 적절한 도구변수의 적합성을 인정하고 내생성을 통제하는 것으로 판별되었다.

Tobin’s Q의 시스템 일반화 적률법 분석 결과, 총자산수익률 회귀분석 결과와 마찬가지로 기업지배구조 등급이 높을수록 Tobin’s Q가 높다는 결론이 도출되었다. 그러나 환경 등급과 사회 등급의 경우 통계적으로 유의미한 결과값이 나오지 않았다.

위 분석 결과를 통해, 현재 국내 금융기관의 경우 기업지배구조가 장기적인 미래 가치를 증가시키는데 중요한 요소라는 것을 알 수 있으며 이익지속성을 종속변수로 설정하고 금융기관을 대상으로 진행한 국내 선행연구(박아진 & 김정연, 2020)의 결론을 뒷받침한다. 앞서 분석한 총자산수익률 동태 패널회귀분석 결과와 비교해 볼 때, 내생성을 고려했을 때 금융기관의 지배구조는 총자산수익률에는 영향을 미치지 않으나 미래가치에는 정(+)의 영향을 미치는 것으로 파악할 수 있다.

환경 등급은 통계적으로 유의미한 결과값이 나오지 않았으나 총자산수익률 회귀분석 결과에서 언급한 바와 같이, 국외 유수 ESG 평가 기관에서 금융기관의 ESG 수준을 평가할 때 환경영향을 고려한 투자를 하고 있는지 평가한 반면 본 연구에서 사용된 KCGS의 환경 지표는 전 산업을 대상으로 일률적인 지표를 사용하고 있기 때문에 금융기관이 환경적 영향을 고려한 영업활동을 하고 있는지 반영하지 못해 금융기관이 환경 분야에 미치는 영향을 정확히 파악할 수 없다는 한계점이 있다. 모든 산업에서 주요 이해관계자로 존재하는 금융기관의

대출, 신용공여, 보험 인수 등의 영업활동이 환경 위험을 고려하게 되면 환경 위험에 노출된 기업 및 프로젝트에 금융을 제공하지 않음으로써 재정적 손실을 방지하고 향후 점점 증가하는 기후변화 문제로 인한 부정확한 재산 평가, 보유자산 가치 하락, 막대한 보험 손실을 방지할 수 있을 것이다.

사회 등급의 경우 기업의 미래 가치에는 통계적으로 유의한 결과값이 나오지 않아 영향을 미치지 않는다고 해석할 수 있다. 앞서 분석한 금융기관의 수익성에는 통계적으로 유의하게 긍정적 영향을 주었으나 장기적인 기업가치에는 그 영향이 모호한 점을 보았을 때 금융기관의 사회적 책임 활동이 일회적인 단기성 활동에 그치거나 사회의 시선을 의식해서 수행하는 단순한 사회 봉사활동 수준에 머물러 사회 전반의 복지를 증진시키는데 기여하지 않아 장기적 측면에서 긍정적인 영향을 미치지 않는 것으로 분석할 수 있다.

한국은 경제발전 수준에 비해 금융서비스나 금융상품의 다양성이 부족하고 금융접근성은 높지 않아 금융시장의 성숙도 측면에서 후진적이라는 평가를 받는다(김은경 et al., 2017). 해외에서도 한국 시장을 바라보는 상반된 견해가 존재하는데 국제신용평가 기관인 S&P는 한국시장을 2001년부터 선진국 시장으로 분류하고 모건스탠리는 한국을 아직까지 신흥국으로 분류하고 있다. 우리나라의 장기적 발전을 위해서는 금융시장의 성숙도가 뒷받침 되어야 하며 금융기관의 적극적인 ESG 활동을 기반으로 환경적, 사회적으로 견고한 경제 기반을 완성했을 때 선진 시장으로 도약할 수 있을 것이다.

<표8> 기업 미래가치(TOBIN's Q)에 대한 회귀분석 결과

| TQ | 정태패널회귀분석 | | 동태패널회귀분석 |
|---|---|---|---|
| | 고정효과모형 (Fixed Effect) | 확률효과모형 (Random Effect) | 시스템 일반화 적률법 |
| E | -0.0125<br>(-0.92) | 0.000539<br>(0.04) | -0.0389<br>(-0.99) |
| S | 0.00968<br>(0.82) | 0.0101<br>(0.88) | -0.00283<br>(-0.06) |
| G | 0.0113<br>(1.28) | 0.0154<br>-1.79 | **0.140*****<br>(3.67) |
| LEV | **-0.620****<br>(-2.80) | **-0.843*****<br>(-6.69) | **-0.529*****<br>(-3.89) |
| ASSET | **-0.0839****<br>(-2.73) | **-0.0631*****<br>(-3.42) | **-0.224*****<br>(-5.85) |
| L.lnTQ | | | 0.615***<br>(11.41) |
| 상수 | 3.126***<br>(3.72) | 2.639***<br>(5.54) | 5.389***<br>(4.92) |
| N | 369 | 369 | 322 |
| Sargan test | | | chi2(26) = 30.54659<br>Prob > chi2 = 0.2456 |

주 1) ( )- t 값, 유의수준 * p<0.05 ** p<0.01 *** p<0.001
2) Sargan test 검정결과 귀무가설 기각되지 않아 적절한 도구변수를 사용하였으며 내생성이 통제된 모델이라고 평가할 수 있음

## 3. 종합 분석 결과

종합 분석 결과, 앞장에서 금융기관의 환경(E), 사회(S), 지배구조(G) 점수가 기업의 현재 재무성과인 총자산수익률(ROA)과 미래 가치로 평가되는 Tobin's Q에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 가설을 설정하였으나 예측한 가설과는 일부 다른 결과가 도출되었다. 가설 채택 여부를 정리하자면 아래와 같다.

가설 1-1: 금융기관의 E(환경)점수가 높을수록 기업의 총자산수익률(ROA)이 높다. **(기각)**

가설 1-2: 금융기관의 S(사회)점수가 높을수록 기업의 총자산수익률(ROA)이 높다. **(채택)**

가설 1-3: 금융기관의 G(지배구조)점수가 높을수록 기업의 총자산수익률(ROA)이 높다. **(일부 채택)**

가설 2-1: 금융기관의 E(환경)점수가 높을수록 기업의 미래가치(Tobin' s Q)이 높다. **(기각)**

가설 2-2: 금융기관의 S(사회)점수가 높을수록 기업의 미래가치(Tobin' s Q)이 높다. **(기각)**

가설 2-3: 금융기관의 G(지배구조)점수가 높을수록 기업의 미래가치(Tobin' s Q)이 높다. **(일부 채택)**

현재 재무성과를 반영하는 총자산수익률의 경우, 시스템 일반화 적률법 모형으로 분석한 결과 환경 점수가 높을수록 기대와 달리 총자산수익률에 유의한 부(-)의 영향을 미치는 것을 알 수 있었다. 사회 영향의 경우, 모든 분석모형에서 유의한 정(+)의 영향을 미쳤으며 지배구조의 경우, 정태패널 회귀모형에서 유의한 정(+)의 영향을 미쳤다.

미래 가치인 Tobin' s Q의 경우, 환경과 사회 영향이 모형별로 유의한 결과값이 나오지 않아 일관적인 결론을 내리기 힘들었고, 지배구조의 경우 동태 패널인 시스템 일반화 적률법 모형에서만 유의한 정(+)의 영향을 미치는 것이 검증되었다.

총자산수익률과 Tobin' s Q를 종속변수로 설정한 본 연구의 모형에서 정태적 패널분석보다 동태적 패널분석에서 t값이 상대적으로 큰 경향이 있어 내생성의 문제를 고려할 경우 더욱 명확한 분석결과가 도출될 수 있음을 알 수 있었다. 시스템 일반화 적률법을 적용한 회귀모형의 경우 Sargan 검정과 Arellano-Bond 검정을 통해 적절한 도구변수를 사용하고 있으며 내생성이 통제되었음을 알 수 있었다.

금융기관의 환경, 사회, 지배구조 성과가 재무성과에 미치는 영향에 대한 가설과 분석결과의 불일치를 해석하는데 있어 단순히 설정된 가설을 기각하는 것은 주의해야 할 것이다. 크게 세가지 이유를 들 수 있는데, 첫째로 KCGS 지표의 신뢰성, 형평성 문제이다. ESG 점수 산출 기관인 KCGS는 공시자료, 기업 자체 공개자료, 뉴스기사 등 수집

가능한 정보 내에서 금융기관을 평가한다는 한계가 있다.

국내에서는 현재 KCGS외에 서스틴베스트, 후스굿, 대신경제연구소 등이 기업의 ESG 성과를 평가하고 있는데 각 기관 평가결과를 이용하여 재무성과와의 관계를 분석한 연구결과가 모두 동일하지 않다는 점을 감안할 때, KCGS를 비롯한 여타 평가기관의 정보가 모든 정보를 반영하고 있다고 보기에는 어려울 것이다[④]. 시장 참여도에서부터 기업이 활동하는 지리적 영역, 산업 특성에 이르기까지 기업 고유의 특성이 존재하는데 균일하게 공시되는 것은 불가하다는 한계점도 있다(Crespi & Migliavacca, 2020).

이는 해외 평가기관에 대해서도 거론되는 문제로, 최근 전국경제인연합회에서는 국내 대기업을 대상으로 KCGS와 MSCI(모건스탠리캐피털인터내셔널), 레피니티브(舊톰슨로이터) 평가 등급을 비교해본 결과 평균 1.4단계의 등급 격차가 있었으며 평가 결과가 상이한 이유를 평가항목과 기준 등이 상이하기 때문이라고 설명했다(전국경제인연합회, 2021). 또한, 해외 ESG 등급 평가기관이 국내기업에 대한 정보가 제한적으로 합리적인 '코리아 디스카운트' 가 의심된다고 보았다. 이를 뒷받침하는 선행연구로써, 최기호, 박청규, and 최보람 (2015)는 우리나라 기업들의 MSCI 등급이 KCGS 등급보다 저평가 되어 있으며 이는 국내 기업들의 CSR 활동이 국제적으로 저평가되고 있거나 세계적인 잣대로 보았을 때 CSR 활동이 많이 부족하다는 반증으로 볼 수도 있다는 연구 결과를 도출하였다.

학계에서는 지속가능경영과 관련한 연구 수행에 있어 ESG 세 요소에 대한 총체적 접근의 필요성을 강조하고 있으며, 이에 따라 기업들도 자사의 지속가능성을 높이기 위해서 ESG 성과에 대한 정보공개가 절실하다(이정기 & 이재혁, 2020). 기업 공시자료를 ESG의 영역으로 확대함으로써 분석 및 연구수행에 있어서 한계를 극복하고 개별 기업 입장에서도 ESG 경영 수준에 대하여 객관적으로 파악할 수 있는 기회를 포착할 수 있다. 즉, 적극적인 ESG 정보 공개를 통해 금융기관의 다양한 이해관계자들과 소통이 가능하고 기업과 이해관계자간 정보 비대칭성을 감소시킬 수 있으며 나아가 효과적인

---

④ 2016년 현재 전 세계에 125개의 ESG정보 제공기관이 있으나 자료수집과 점수화 방법에서 표준화가 되어있지 않다(Merker & Peck, 2019). 구체적으로, 어떤 요인이 기업의 재무성과에 중요한 ESG 요인인지에 대한 판단(materiality), ESG자료 제공 기관의 원자료 획득과 추정방법(data acquisition and estimation), 종합 점수 산정을 위해 각 ESG 요인의 점수를 합산하고 가중하는 방법(aggregation and weighting) 등에 있어서 편차가 발생한다. 심지어 세계적으로 유명한 ESG 평가기관 간 평가점수의 상관계수도 MSCI와 Bloomberg는 0.47, MSCI와 Sustainalytics는 0.53, Bloomberg와 Sustainalytics는 0.66에 불과하다고 보고한다.

평가지표 개발도 가능할 것이다. 일괄적으로 지표를 개발하여 모든 기업에 적용하여 비재무적 책임을 일방적으로 요구하기 보다는 개별기업이 각자의 경영 상황에 맞게 ESG 활동을 우선 수행하고 정보공개함으로써 효과적인 지표 개발이 가능할 것이다. ESG 정보의 투명성은 관련 데이터를 누적시키며 기업, 개인, 정부는 이러한 데이터를 활용할 수 있어 전 산업 차원의 변화를 주도할 수 있을 것이다.

둘째로, 금융기관만을 집중적으로 평가하는 환경 및 사회 지표가 적용되지 않았다. 기업지배구조의 경우 '금융사지배구조 평가기준'을 추가로 마련하여 금융기관의 지배구조를 평가하고있다.

일례로 KCGS의 경우 환경 영역 평가시 자체적으로 마련한 '환경 모범규준'과 국내 법과 제도 및 국제 규범을 활용하고 있는데 '환경 모범규준'에서는 주로 환경경영 체계와 성과 관리 및 보고, 이해관계자 대응에 대하여 다루고 있으며 국내법의 경우 저탄소 녹색성장 기본법, 화학물질의 등록 및 평가 등에 관한 법률 등을 적용하고 있어 금융기관의 업종 특성상 해당 법규가 환경성과를 평가하기에 적합하지 않을 수 있다. 세계적으로 유명한 ESG 평가기관인 MSCI의 경우, 산업을 11개 분야로 분류하여 환경, 사회, 지배구조에 산업별 별개의 지표를 적용하고 있으며 금융기관의 경우 아래의 평가 기준을 사용한다(표9 참조). 또한, 신용평가회사인 S&P Global도 기업의 ESG 평가시 분야와 지역별 평가지표에 차별을 두어 특정 분야, 특정 지역에서의 기업의 ESG 위험이 다르다는 경향성을 반영하였다.

금융기관은 탄소 배출량, 전력 소비량이 타 산업 대비 낮은 수준으로 금융 산업 자체로서의 환경 부하는 큰 편이 아니다. 그러나 금융기관이 환경에 미치는 영향이 큰 이유는 환경적 영향을 고려한 상태에서 영업활동을 할 수 있기 때문이다. 그러나 금융기관의 ESG 활동이 강조되는 분위기임에도 불구하고 금융기관이 환경적 영향을 고려한 투자를 하고 있는지는 평가되지 않고 있다. 향후 ESG 등급을 평가하는 기관은 산업별로 고유한 평가 지표를 적용하여야 하며 특히 금융 산업에 있어서 환경 및 기후 영향을 고려한 투자의사결정 여부를 평가 지표에 포함하는 것이 중요하다.

금융기관들의 대출, 인수, 신용공여 활동이 환경적 영향을 미치는지 여부가 파악되지 않은 점은 본 연구의 한계로 지적할 수 있다. 그러나, KCGS의 ESG 평가 기준은 금융기관을 평가할 수 있는 국내 유일의 ESG 자료였기 때문에 본 연구에서 사용하였으며 향후 환경과 사회 평가기준 개정시 금융기관 전용 지표가 발간되기를 기대한다.

<표9> MSCI 금융부문 ESG 평가지표 (평가 비중 상위 10개만 표기)

| 환경점수 지표 | 사회점수 지표 | 기업지배구조점수 지표 |
|---|---|---|
| Financing Environmental Impact | Human Capital Development | Ownership & Control |
| Climate Change Vulnerability | Privacy & Data Security | Board |
| Carbon Emissions | Consumer Financial Protection | Pay |
| Opportunities in Green Building | Access to Finance | Accounting |
| Packaging Material & Waste | Responsible Investment | Business Ethics |
| Biodiversity & Land Use | Insuring Health & Demographic Risk | Tax Transparency |
| Water Stress | Community Relations | |
| Toxic Emissions & Waste | Health & Safety | |
| Product Carbon Footprint | Supply Chain Labor Standards | |
| Electronic Waste | Controversial Sourcing | |

출처 : MSCI ESG Industry Materiality Map

마지막으로, 본 연구는 다양한 업종의 금융기관을 대상으로 진행되었으나 은행과 비은행간 ESG 영향력의 차이가 클 수 있다. 은행의 경우 정부, 사회, 고객의 요구로 대외 홍보 효과를 위해 ESG 활동과 성과 개선에 적극적으로 임할 수 있으며 본 연구에서는 은행과 비은행간의 이러한 차이를 감안하지 않고 분석을 진행하였다. 이는 국내 5대 은행중 4대은행이 유엔환경계획 금융 이니셔티브(UNEP FI)의 책임은행원칙(PRI)에 가입한 점, 평가대상 금융기관중 2개 은행만이 적도원칙(EP)에 가입한 점, 5대은행 금융그룹에 ESG전담팀이 설치된 점 등을 통해서도 은행업무를 담당하는 금융기관이 ESG 활동을 주도적으로 행하고 있음을 알 수 있다. 금융기관의 ESG 성과와 재무성과와의 연관성을 분석한 해외 연구에서도 대부분 은행(banking industry)만을 대상으로 연구한 점, 은행과 비은행을 나누어 분석한 선행연구에서 은행의 경우 자본과 기업의 사회적 공헌(CSR)이 비례하지만 비상업은행 및 비은행(non-bank financial firm)의 경우 반대의 결과가 도출되었다는 점(Crespi & Migliavacca, 2020)을 고려할 때 격차가 큰 두 집단에 대해서 다루었을 때 설정된 가설이 적절히 검증되지 못할 수 있다는 점을 감안해야 할 것이다.

# 제 5 장 결론 및 후속 연구과제

본 연구는 한국기업지배구조평가원에서 제공하는 2012년부터 2019년까지의 금융기관의 ESG 평가정보를 이용하여 ESG 성과가 금융기관의 재무성과에 미치는 영향을 실증 분석하였다. 분석 대상의 측면에서 기존 국내 연구에서 거의 다루지 않았던 금융기관을 대상으로 ESG와 재무성과의 상관성을 실증적으로 분석했고, 나아가 정태패널과 동태패널 모형을 구축하여 분석의 다양성과 엄밀성을 추구했다는 점에서 학술적 의의를 지닌다. 특히 시스템 일반화 적률법을 적용하여 내생성을 통제한 결과값을 도출하고자 하였다.

현재 재무성과를 반영하는 총자산수익률의 경우, 시스템 일반화 적률법 모형으로 분석한 결과 환경 점수가 높을수록 기대와 달리 총자산수익률에 유의한 부(−)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 사회 영향의 경우, 모든 분석모형에서 유의한 정(+)의 영향을 미쳤으며 지배구조의 경우, 정태패널 회귀모형으로 분석한 결과 유의한 정(+)의 영향을 미쳤다.

기업미래가치인 Tobin’s Q를 종속변수로 한 모형의 경우 환경과 사회 영향이 모형별로 유의한 결과값이 나오지 않아 일관적인 결론을 내리기 힘들었고, 지배구조의 경우 동태 패널인 시스템 일반화 적률법 모형에서만 유의한 정(+)의 영향을 미치는 것이 검증되었다.

위 분석 결과를 통해 금융기관의 환경적 영향에 대하여 평가하는 전용 지표가 마련되지 않아 금융기관이 환경 분야에 미치는 영향을 정확히 파악할 수 없었기 때문에 향후 환경 및 기후 영향을 고려한 투자의사결정 여부를 금융기관 ESG 평가 지표에 포함할 필요가 있다는 시사점을 도출하였다. 금융기관의 사회적 활동은 기업의 미래가치보다는 수익성에 초점이 맞춰져 있다는 점을 추측할 수 있었으며, 금융기관의 기업지배구조는 현재 재무성과보다 기업 미래가치에 중요한 요인임을 알 수 있다.

한편, 다양한 방면에서 본 연구의 한계점이 있으며 이는 향후 연구의 방향을 제시할 수 있다. 우선 본 연구에 사용된 금융기관의 ESG 등급이 평가기관이 수집 가능한 정보 내에서만 평가되었고, 일부 지표만 금융기관 특성을 고려한 전용 지표로 평가되었다는 점, 금융기관의 환경영향을 평가하는 지표에 환경영향을 고려한 영업활동을 하고 있는지 평가하고 있지 않은 점, 은행과 비은행 간의 ESG 활동 수준이 다를 것이라 추정되는 점 등이 본 연구의 한계점으로 지적할 수 있다.

그럼에도 불구하고 본 연구의 결과 및 분석을 통해 다음과 같은 시사점을 도출할 수 있다. 우선 금융기관의 공시자료를 ESG 영역으로 확대하여 ESG 분석이 용이하게 하고 기업과 이해관계자간 정보 비대칭을 해소하여 향후 효과적인 산업별 ESG 평가 지표 개발이 가능토록 해야한다. 특히 금융업 전용 ESG 평가 지표 개발시 환경영향을 고려한 투자, 대출, 신용공여 등의 영업활동을 하고 있는지 여부를 포함하여 환경 위험 앞 노출 최소화하여 재정적 손실을 방지하고 비오염자에게 자본을 할당하여 경제의 녹색 전환을 촉진시켜야 한다.

ESG 공시의 의무화를 고려중인 정부나 관계기관의 움직임 등 최근의 분위기를 감안하면 국내 금융기관들이 비용 절감과 효율 차원에만 머물러 ESG 활동을 소홀히 할 경우 재무성과에 영향을 미칠 수 있다. 나아가 해외 금융기관의 ESG 활동에 대한 최근 대응 경향을 감안할 때 국제 시장에서 새로운 장벽이 생길 수도 있음을 짐작할 수 있다. 재생에너지 보급의 확대, 지속 가능한 농업의 보편화부터 기후변화 해결을 위한 프로젝트에 자금력 지원까지 금융기관은 전 산업의 이해관계자들에게 영향을 미칠 수 있어 ESG 평가의 중요성이 강조되고 있으므로 향후 금융기관들의 적극적인 ESG 활동 공시와 ESG 성과를 측정할 수 있는 다양하고 풍부한 자료의 확보를 통해 금융기관의 ESG 활동이 재무성과에 미치는 영향에 대한 본격적인 실증 분석이 이루어져야 할 것이다.

# 참고 문헌


Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The review of economic studies, 58*(2), 277-297.

Avrampou, A., Skouloudis, A., Iliopoulos, G., & Khan, N. (2019). Advancing the sustainable development goals: Evidence from leading European banks. *Sustainable Development, 27*(4), 743-757.

Azmi, W., Hassan, M. K., Houston, R., & Karim, M. S. (2021). ESG activities and banking performance: International evidence from emerging economies. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 70*. doi:10.1016/j.intfin.2020.101277

Bătae, O. M., Dragomir, V. D., & Feleagă, L. (2021). The relationship between environmental, social, and financial performance in the banking sector: A European study. *Journal of Cleaner Production, 290*, 125791.

Birindelli, G., Ferretti, P., Intonti, M., & Iannuzzi, A. P. (2015). On the drivers of corporate social responsibility in banks: evidence from an ethical rating model. *Journal of Management & Governance, 19*(2), 303-340.

Buallay, A. (2019a). Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector. *Management of Environmental Quality: An International Journal*.

Buallay, A. (2019b). Sustainability reporting and firm's performance: Comparative study between manufacturing and banking sectors. *International Journal of Productivity and Performance Management*.

Coulson, A. B., & Monks, V. (1999). Corporate environmental performance considerations within bank lending decisions. *Eco-Management and Auditing: The Journal of Corporate Environmental Management, 6*(1), 1-10.

Crespi, F., & Migliavacca, M. (2020). The Determinants of ESG Rating in the Financial Industry: The Same Old Story or a Different Tale? *Sustainability, 12*(16). doi:10.3390/su12166398

Finger, M., Gavious, I., & Manos, R. (2018). Environmental risk management and financial performance in the banking industry: A cross-country comparison. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 52*, 240-261. doi:10.1016/j.intfin.2017.09.019

Flyvbjerg, B. (2014). What you should know about megaprojects and why: An overview. *Project management journal, 45*(2), 6-19.

Freeman, R. (1984). E.(1984), Strategic management: A stakeholder approach. *Boston: Pitman, 23*.

Gangi, F., Meles, A., D'Angelo, E., & Daniele, L. M. (2019). Sustainable development and corporate governance in the financial system: Are environmentally friendly banks less risky? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 26*(3), 529-547.

Hanson, D. (2013). Esg investing in graham & doddsville. *Journal of Applied Corporate Finance, 25*(3), 20-31.

Harrison, J. S., & Wicks, A. C. (2013). Stakeholder theory, value, and firm performance. *Business ethics quarterly*, 97-124.

Hocking, R., & Pendleton, O. (1983). The regression dilemma.

*Communications in Statistics-Theory and Methods, 12*(5), 497-527.
Jeucken, M. (2004). *Sustainability in finance: banking on the planet*: Eburon Uitgeverij BV.
Jones, T. M. (1995). INSTRUMENTAL STAKEHOLDER THEORY: A SYNTHESIS OF ETHICS AND ECONOMICS. *Academy of Management Review, 20*(2), 404-437. doi:10.5465/amr.1995.9507312924
Kang, W., & Jung, M. (2020). Effect of ESG Activities and Firm's Financial Characteristics. *Korean Journal of Financial Studies, 49*(5), 681-707. doi:10.26845/kjfs.2020.10.49.5.681
Klassen, R. D., & McLaughlin, C. P. (1996). The impact of environmental management on firm performance. *Management science, 42*(8), 1199-1214.
Kutner, M., Nachtsheim, C., & Neter, J. (2004). Simultaneous inferences and other topics in regression analysis. *Applied linear regression models. 4th ed. McGraw-Hill Irwin, New York, NY*, 168-170.
Leidner, J. J., & Lenz, H. (2017). Client's business risk, public-interest entities, and audit fees: The case of German credit institutions. *International Journal of Auditing, 21*(3), 324-338.
Merker, C. K., & Peck, S. W. (2019). ESG Challenges. In *The Trustee Governance Guide* (pp. 123-128): Springer.
Miralles-Quirós, M., Miralles-Quirós, J., & Redondo Hernández, J. (2019). ESG Performance and Shareholder Value Creation in the Banking Industry: International Differences. *Sustainability, 11*(5). doi:10.3390/su11051404
Miralles-Quirós, M. M., Miralles-Quirós, J. L., & Redondo Hernández, J. (2019). ESG performance and shareholder value creation in the banking industry: International differences. *Sustainability, 11*(5), 1404.
Perrini, F., Russo, A., Tencati, A., & Vurro, C. (2011). Deconstructing the relationship between corporate social and financial performance. *Journal of Business Ethics, 102*(1), 59-76.
Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2006). The link between competitive advantage and corporate social responsibility. *Harvard business review, 84*(12), 78-92.
Regelink, M., Reinders, H. J., Vleeschhouwer, M., & van de Wiel, I. (2017). Waterproof? An exploration of climate-related risks for the Dutch financial sector.
Ruf, B. M., Muralidhar, K., Brown, R. M., Janney, J. J., & Paul, K. (2001). An empirical investigation of the relationship between change in corporate social performance and financial performance: A stakeholder theory perspective. *Journal of Business Ethics, 32*(2), 143-156.
Schulten, A., Bertolotti, A., Hayes, P., & Madaan, A. (2021). Getting Physical: Scenario Analysis for Assessing Climate-Related Risks. In *World Scientific Encyclopedia of Climate Change: Case Studies of Climate Risk, Action, and Opportunity Volume 3* (pp. 211-217): World Scientific.
Seifert, B., Morris, S. A., & Bartkus, B. R. (2004). Having, giving, and getting: Slack resources, corporate philanthropy, and firm financial performance. *Business & society, 43*(2), 135-161.

Shakil, M. H., Mahmood, N., Tasnia, M., & Munim, Z. H. (2019). Do environmental, social and governance performance affect the financial performance of banks? A cross-country study of emerging market banks. *Management of Environmental Quality: An International Journal*.

Surroca, J., Tribó, J. A., & Waddock, S. (2010). Corporate responsibility and financial performance: The role of intangible resources. *Strategic management journal, 31*(5), 463-490.

Taliento, M., Favino, C., & Netti, A. (2019). Impact of Environmental, Social, and Governance Information on Economic Performance: Evidence of a Corporate 'Sustainability Advantage' from Europe. *Sustainability, 11*(6), 1738.

Thompson, P., & Cowton, C. J. (2004). Bringing the environment into bank lending: implications for environmental reporting. *The British Accounting Review, 36*(2), 197-218.

Van der Laan, G., Van Ees, H., & Van Witteloostuijn, A. (2008). Corporate social and financial performance: An extended stakeholder theory, and empirical test with accounting measures. *Journal of Business Ethics, 79*(3), 299-310.

Weber, O. (2014). Environmental, Social and Governance Reporting in China. *Business Strategy and the Environment, 23*(5), 303-317. doi:https://doi.org/10.1002/bse.1785

Wooldridge, J. M. (2015). *Introductory econometrics: A modern approach*: Cengage learning.

Wu, M.-W., & Shen, C.-H. (2013). Corporate social responsibility in the banking industry: Motives and financial performance. *Journal of Banking & Finance, 37*(9), 3529-3547.

권한섭, & 박종원. (2016). 기업의 사회적 책임활동이 회계정보의 질에 미치는 영향-금융업을 중심으로. *세무회계연구, 50*, 193-211.

김대수. (2015). *패널자료 시계열분석기법을 활용한 환경성과와 재무성과 간의 인과관계 분석-온실가스배출량을 중심으로*. 서울대학교 대학원,

김윤경. (2020). 기업 비재무정보 (ESG) 공시가 재무성과와 기업가치에 미치는 영향. *규제연구, 29*(1), 35-59.

김은경, 민병길, & 김지혜. (2017). 경기도 금융기관의 사회적 책임 강화 방안. *정책연구*, 1-68.

라정주, & 신원규. (2015). 금융이 중소기업에서 중견기업으로의 성장에 미치는 영향: 한국사례를 중심으로. *국제지역연구, 24*.

민재형, & 김범석. (2019). 기업의 ESG 노력은 지속가능경영의 당위적 명제인가? 기업의 재무상태에 따른 비재무적 책임 향상 노력의 차별적 효과. *경영과학, 36*(1), 17-35.

박경서, Kyung Suh, P., 이은정, & Eun Jung, L. (2004). 기업지배구조가 기업가치에 미치는 영향에 있어 일반기업과 금융기관 간 비교 연구. *금융연구, 18*(2), 129.

박경서, 변희섭, & 이지혜. (2012). 내생성 (Endogeneity) 문제를 통제한 환경경영과 기업 가치 간의 관계에 관한 연구. *재무연구, 25*(2), 293-324.

박아진, & 김정연. (2020). 기업의 사회적 책임활동이 기업의 이익지속성에 미치는 영향: 금융 기업을 중심으로. *한국전자거래학회지, 25*(4), 155-168.

배수현. (2020). 금융기업의 사회적 책임활동이 기업가치에 미치는 영향. *전산회계연구, 18*(1), 113-129.

성지민, & 박창균. (2016). 은행 규모와 수익성. *금융정보연구, 5*(2), 55-72.

손지연. (2018). *ESG 등급이 기업의 장, 단기 경영성과에 미치는 영향.* 세명대학교 대학원, 제천. (국내석사학위논문)
신경희, 임효숙, & 조공장. (2012). 사회환경분야 환경영향평가 개선방안. *환경영향평가, 21*(1), 15-24.
신헌태. (2016). *소득재분배정책과 노동정책이 노동소득분배율에 미치는 효과에 관한 연구: OECD 국가를 중심으로.* 서울대학교 행정대학원,
이정기, & 이재혁. (2020). "지속가능경영" 연구의 현황 및 발전방향: ESG 평가지표를 중심으로. *전략경영연구, 23*(2), 65-92.
이현복. (2014). 기업의 사회적 책임활동과 소비자 만족에 관한 연구: 금융기관을 중심으로. *고객만족경영연구, 16*(2), 1-16.
임욱빈. (2019). 비재무적 정보가 기업성과에 미치는 영향: ESG 점수를 중심으로. *국제회계연구, 86*, 119-144.
임현일. (2020). 기업지배구조와 기업위험의 관계에 관한 연구. *KCGS 정책연구, 2020-03.*
임현일, & 최경진. (2018). 기업의 사회적 책임과 기업 위험에 대한 실증연구. *산업경제연구, 31*(3), 791-815.
전국경제인연합회. (2021). 국내외 ESG 평가 동향과 시사점.
지상현. (2019). 지속가능경영 기업의 회계이익의 질. *국제회계연구, 86*, 235-258.
최기호, 박청규, & 최보람. (2015). 한국기업의 사회적 책임활동: 국제적 등급비교를 중심으로. *대한경영학회지, 28*(3), 961-980.
한국환경산업기술원. (2019). 녹색금융 활성화 지원을 위 한 중장기 발전방안 및 추진계획 수립 연구.

부록 1. 분석대상기업 목록 (108개사)

| | | |
|---|---|---|
| **BNK 금융지주** | **미래에셋증권** | **중소기업은행** |
| **DB 금융투자** | **부국증권** | 케이디비생명보험 |
| **DB 손해보험** | 부산은행 | 케이뱅크은행 |
| **DGB 금융지주** | **삼성생명보험** | 케이비증권 |
| DGB 생명보험 | **삼성증권** | 케이비캐피탈 |
| **JB 금융지주** | **삼성카드** | **케이티비투자증권** |
| KB 국민카드 | **삼성화재해상보험** | **코리안리재보험** |
| **KB 금융지주** | **상상인증권** | **큐캐피탈파트너스** |
| KB 생명보험 | 서울보증보험 | **키움증권** |
| KB 손해보험 | **신영증권** | 푸르덴셜생명보험 |
| NH 농협손해보험 | **신한금융지주회사** | **푸른상호저축은행** |
| NH 농협증권 | 신한금융투자 | 푸본현대생명보험 |
| **NH 투자증권** | 신한생명보험 | **하나금융지주** |
| **SK 증권** | 신한은행 | 하나금융투자 |
| **경남은행** | 신한카드 | 하나은행 |
| **광주은행** | 신한캐피탈 | 하나카드 |
| 교보생명보험 | 씨티은행 | 하나캐피탈 |
| **교보증권** | 아이비케이연금보험 | 하이투자증권 |
| 국민은행 | 에이비엘생명보험 | 한국스탠다드차타드은행 |
| 농협금융지주 | 에이아이에이생명보험 | **한국자산신탁** |
| 농협생명보험 | **엠벤처투자** | 한국카카오은행 |
| 대구은행 | 오렌지라이프 | **한국캐피탈** |
| **대신증권** | 우리금융지주 | **한국토지신탁** |
| **동양생명보험** | **우리금융캐피탈** | **한국투자금융지주** |
| 디비생명보험 | **우리기술투자** | 한국투자증권 |
| **롯데손해보험** | 우리은행 | **한양증권** |
| 롯데카드 | **우리종합금융** | **한화생명보험** |
| 롯데캐피탈 | 우리카드 | **한화손해보험** |
| **리더스기술투자** | **유안타증권** | **한화투자증권** |
| **메리츠금융지주** | **유진투자증권** | **현대차증권** |
| **메리츠증권** | **유화증권** | 현대카드 |
| **메리츠화재해상보험** | **이베스트투자증권** | 현대캐피탈 |
| **메이슨캐피탈** | 전북은행 | 현대커머셜 |
| 메트라이프생명보험 | 제이비우리캐피탈 | **현대해상화재보험** |
| **미래에셋대우** | **제주은행** | 흥국생명보험 |
| **미래에셋생명보험** | 조은저축은행 | **흥국화재해상보험** |

*** Tobin's Q 자료 존재 상장사**

부록 2. 측정 변수별 관측 수 및 해당 기업수

| 연도 | 환경등급 (E) | 사회등급 (S) | 지배구조등급 (G) | 기업미래가치 (Tobin's Q) | 총자산수익률 (ROA) | 부채비율 (LEV) | 자산규모 (ASSET) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2012 | 35 | 50 | 57 | 46 | 57 | 57 | 57 |
| 2013 | 52 | 52 | 57 | 51 | 57 | 57 | 57 |
| 2014 | 49 | 49 | 49 | 46 | 49 | 49 | 49 |
| 2015 | 56 | 56 | 56 | 52 | 56 | 56 | 56 |
| 2016 | 52 | 52 | 52 | 48 | 52 | 52 | 52 |
| 2017 | 49 | 49 | 49 | 48 | 49 | 49 | 49 |
| 2018 | 53 | 53 | 53 | 52 | 53 | 53 | 53 |
| 2019 | 50 | 50 | 97 | 51 | 97 | 97 | 97 |
| **합계 관측수(N)** | **396** | **411** | **470** | **394** | **470** | **470** | **470** |
| **해당 기업수(n)** | **65** | **67** | **108** | **57** | **108** | **108** | **108** |

# Abstract

## Does environmental, social and governance performance affect the financial performance in the financial sector?

Da Jeong Kim
Environmental Management in Departments of Environmental Planning
The Graduate School of Environmental Studies
Seoul National University

With the recent rise in public awareness of environmental and social issues and the concept of Responsible Investment, which attracts capital market participants to consider ESG factors, the impact of financial institutions directly carrying out such responsible investments is drawing attention. Although financial institutions that provide capital underlying economic activity and can contribute to transparency in society as a whole cannot overlook the importance, very few papers analyze the link between ESG activities and financial performance of domestic financial institutions.

The difference from other prior studies is that this study was conducted on domestic financial institutions, which were not covered much by existing research, and regression was conducted by building dynamic and static panels in terms of analysis methods. In particular, the system generalized method of moments(system GMM) was applied to derive the results of controlling endogenity.

Based on the KCGS ESG evaluation information of financial institutions from 2012 to 2019, the empirical analysis established and compared the impact on the total asset yield and Tobin's Q of financial institutions. For current financial performance, analysis of the total asset returns reflected in the system GMM model shows that higher environmental scores have a significant negative effect on the total asset returns, contrary to expectations. Social performance had a statistically significant positive impact on the return on total assets across all analytical models. For governance structures, significant positive effects were exerted on static panel models. In the case of Tobin's Q, which represents the future value of an enterprise, the governance rating is analyzed to have a significant positive effect in the system GMM model, which is a dynamic panel.

The implications of this study are as follows: First, it is necessary to include in the ESG evaluation index whether or not to make investment decisions that take into account environmental and climate impacts that are currently excluded from ESG evaluation of financial institutions in Korea. Second, disclosures from financial institutions should be extended to the ESG area to develop effective indicators.

Keywords : financial institutions, ESG, environmental performance, financial performance, Tobin's Q, panel regression, system GMM
Student Number : 2017-26240