



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](#)

공기업정책학 석사 학위논문

공기업 및 민간기업의 ESG 성과와  
재무가치 간의 상관관계 분석

2023년 8월

서울대학교 행정대학원

공기업정책학과

조원희

# 공기업 및 민간기업의 ESG 성과와 재무가치 간의 상관관계 분석

지도교수 김 준 기

이 논문을 공기업정책학 석사 학위논문으로  
제출함

2023년 3월

서울대학교 행정대학원  
공기업정책학과  
조 원 희

조원희의 석사 학위논문을 인준함

2023년 6월

위 원 장           엄 석 진 (인)

부위원장           김 병 조 (인)

위    원           김 준 기 (인)

## 국문초록

우리나라는 정부가 공기업을 중심으로 국내 ESG 경영 생태계를 조성하기 위한 정책의지를 표현했고, 개별 공기업 또한 전담조직 신설 및 사업구조 다각화 등 ESG 경영에 적극적인 모습을 보이고 있다. 이렇듯 공기업이 ESG를 위한 조직 차원의 노력을 기울이고 있으나, 이러한 노력이 궁극적으로 재무가치의 향상으로 이어질 것인지에 대한 의문으로부터 본 연구는 시작한다.

본 연구는 비교 연구대상인 공기업과 민간기업의 지난 11년간 (2011~2021년) 한국기업지배구조원 ESG 등급을 독립변수로, ROE와 토빈의 q를 종속변수로 활용하여 기업의 ESG 성과와 재무가치 간 상관관계와 더불어 기업형태 및 ESG 투자선언 전/후 구분에 따른 조절효과 등을 분석하였다.

먼저 선행연구를 통해 기업의 ESG 성과가 우수할수록 재무가치에 유의한 양(+)의 상관관계를 나타내고 있음을 확인하였다. 다만 민간기업과 달리 공공성과 수익성을 함께 추구하는 복합적 특성을 지닌 공기업에서도 동일한 상관관계가 나타날지 명확하지 않으므로 본 연구는 ESG 성과와 재무가치 간 상관관계의 방향과 강도가 기업형태 구분(공기업/민간기업)에 따라 다른지 검증하였다.

다음으로 이론적 배경 검토를 통해 ESG가 국제적인 규범으로 자리 잡은 핵심 배경이 2020년에 있었던 BlackRock의 ESG 중심 투자선언이며, 이후 ESG 성과를 위한 기업의 노력이 본격화되었음을 확인하였다. 다만 2020년을 기점으로 본격화된 ESG 경영 노력이 효율적으로 재무성과 향상으로 이어지는지는 의문이며, 이를 위해 본 연구는 ESG 성과와 재무가치 간 상관관계 방향과 강도가 BlackRock ESG 투자선언 전/후 구분에 따라 다른지 검증하였다.

먼저, ESG와 재무성과 간 상관관계를 분석한 결과, 기존 연구와

는 달리 ESG 성과가 기업 재무성과에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 못함을 확인하였다. 반면에 BlackRock ESG 투자선언이 있었던 2020년 이후에는 ESG 성과가 기업 재무성과에 유의한 양(+)의 효과를 미치고 있음을 확인하였는데, 이러한 현상이 코로나19 팬데믹 장기화 이후 경제회복 등 외부요인에 의한 일시적인 현상인지, 앞으로도 지속될 것인지는 추가연구를 통해 시차를 두고 검증이 필요할 것으로 보인다.

다음으로 ESG와 장기 기업가치 간 상관관계를 분석한 결과, ESG 성과가 높을수록 장기 기업가치에 통계적으로 유의미한 양(+)의 영향을 미치나, 공기업의 경우 이러한 긍정적인 효과가 구축되어 오히려 음(-)의 효과를 미치고 있음을 함께 확인하였다. 다만, 본 연구가 전체 공기업(350개) 중 상장 공기업(8개)만을 대상으로 분석함에 따라 ESG 성과가 전체 공기업의 장기 기업가치에 미치는 영향에 대해서는 추가 검증이 필요할 것으로 보인다.

본 연구는 이러한 분석 결과를 활용해 아래와 같은 시사점을 제시하고자 한다. 첫째, 재무성과 측면에서 공기업/민간기업 모두 ESG 경영의 전반적인 속도를 조절할 필요가 있다는 점이다. 최근 많은 기업이 ESG 경영에 역량을 집중하고 있고, 선행연구 또한 ESG 성과가 재무성과에 긍정적인 영향을 미친다는 사실을 실증하며 기업의 ESG 경영을 이론적으로 뒷받침해왔다. 그러나 본 연구에서는 ESG 성과가 기업의 재무성과에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 못함을 실증하였으며, 최근 ESG가 재무성과에 부정적인 영향을 미친다는 이른바 ‘안티 ESG’ 움직임 또한 활발해지고 있는 상황에서 ESG 관련 과도한 투자를 지양하는 것이 재무성과 개선에 보다 효율적일 수 있다는 해석이 가능하다.

둘째, 장기 기업가치 제고 측면에서 공기업의 ESG 경영에 대한 균형적인 접근이 필요하다는 점이다. 본 연구에서는 ESG 성과가

공기업의 장기 기업가치에 통계적으로 유의한 음(-)의 영향을 미침을 실증한 바 있다. 이러한 연구 결과에도 불구하고, 오늘날 대부분의 공기업이 정부 정책에 의해 사업 포트폴리오 및 조직을 재편하는 등 ESG 성과 도출을 위해 전사적 역량을 집중하고 있다. 이는 비용/편익 중심의 경제적 관점에서 ESG 경영을 추진 중인 민간기업과 다른 점이며, 최근 한국전력공사를 비롯한 대형 공기업의 적자 규모가 천문학적으로 늘어나고 있는 상황에서 장기 기업가치 보호를 위해 ESG 경영 추진에 대한 심층적인 고민이 필요할 것으로 보인다.

이상의 시사점을 종합해보면, 공기업의 ESG 경영에 대한 재무적 관점에서의 접근이 필요할 것으로 보인다. 최근 공기업 운영에 대한 정부 정책기조가 공공성 중심에서 효율성 중심으로 점차 변화하고 있고, ESG 경영이 기업가치에 미칠 부정적 영향에 대한 우려 또한 높아지고 있다. 이러한 대내외 환경변화를 고려하여 공공성과 효율성이라는 공기업의 두 핵심 가치 사이에서 최적 효율을 달성하는 방향으로 ESG 경영의 개념적 틀을 재정립할 필요가 있어 보인다.

다만, 본 연구의 결과를 활용함에 있어 아래와 같은 한계점이 있음을 유념할 필요는 있다. 첫째, 분석에서 활용한 공기업이 8개 상장 공기업으로 한정됨에 따라, 연구결과를 전체 공기업을 대상으로 일반화하기에 어려움이 있다.

둘째, 기업의 ESG 경영이 본격화된 것은 BlackRock의 ESG 중심 투자선언이 있었던 2020년 이후이나, 본 연구에서는 해당 선언 이후의 패널데이터가 2년(2020~2021년)으로 한정되어 있어 기업의 ESG 경영이 재무가치에 실제로 미친 영향을 측정하기에 다소 한계가 있다.

셋째, 종속변수로 활용한 ROE 및 Tobin's Q는 ESG 성과 외에

각종 경제·경영환경에 의해 영향을 받는 구조적 한계가 존재하며, 이러한 문제를 최소화하기 위해 연구대상 기업의 해외사업 여부 및 부채비율 등 다양한 통제변수들을 모형에 포함하였음에도 종속 변수에 미치는 영향을 완벽히 통제하였다고 보기는 어렵다.

전술한 여러 한계에도 불구하고, 본 연구는 기존의 선행연구와 달리 ESG 성과가 기업의 재무성과 및 장기 기업가치에 미치는 영향에 대해 공기업/민간기업이라는 기업형태의 구분을 통해 공기업의 ESG 경영에 대한 접근 방향을 제시했다는 점에서 의미가 있을 것으로 생각한다. 이와 관련한 다양한 후속 연구들이 진행되어 전술한 본 연구의 한계점을 극복하고, ESG와 재무가치 간 관계를 보다 엄밀하게 규명해주기를 기대한다.

**주요어** : ESG, 재무가치, 장기 기업가치, 확률효과모형, BlackRock ESG 투자선언

**학 번** : 2022-26149

# 목 차

제 1 장 서 론 .....	1
제 1 절 연구주제의 중요성 .....	1
제 2 절 최신연구의 흐름 .....	2
제 3 절 최신연구의 공백 .....	3
제 4 절 이 연구의 기여 .....	3
제 2 장 이론적 배경 및 선행연구 검토 .....	5
제 1 절 이론적 배경 .....	5
1. 지속가능성과 ESG .....	6
2. 사회적 책임과 ESG .....	7
3. ESG의 확산 .....	8
4. 국내외 ESG 추진 현황 .....	11
제 2 절 선행연구 검토 .....	18
1. ESG 성과와 재무성과 간 관계 .....	18
2. ESG 성과와 기업가치 간 관계 .....	20
3. 기업 재무상태별 ESG 성과와 재무가치 간 관계 .....	23
4. 공기업 ESG 경영과 재무가치 간 관계 .....	25
5. 선행연구의 시사점 .....	26
제 3 장 연구 설계 .....	27
제 1 절 연구분석틀 .....	27
제 2 절 연구가설 .....	28
1. ESG 성과와 재무성과 .....	28
2. ESG 성과와 장기 기업가치 .....	29
3. 연도별 ESG 성과와 재무가치 .....	30
제 3 절 연구변수 설정 및 조작적 정의 .....	31
1. 독립변수 .....	31
2. 종속변수 .....	31
3. 통제변수 .....	32



제 4 절 분석방법 .....	33
제 5 절 연구대상 선정 .....	35
제 6 절 자료의 수집 .....	39
제 4 장 연구 결과 .....	45
제 1 절 기초 통계량 .....	45
1. 독립변수 .....	45
2. 종속변수 .....	46
3. 통제변수 .....	48
제 2 절 실증분석 결과 .....	49
1. ESG 성과와 재무성과 .....	49
2. ESG 성과와 장기 기업가치 .....	52
3. 연도별 ESG 성과와 재무가치 .....	55
제 5 장 결론 .....	58
제 1 절 연구결과 요약 .....	58
제 2 절 연구의 시사점 및 함의 .....	61
제 3 절 연구의 한계 .....	67
참고문헌 .....	69

## 표 목 차

[표 1]	해외 주요국 ESG 추진현황 .....	13
[표 2]	지속가능경영보고서 공시의무 대상기업 .....	14
[표 3]	주요 공기업 ESG 추진현황 .....	17
[표 4-1]	선행연구 요약(ESG 성과와 재무성과) .....	19
[표 4-2]	선행연구 요약(ESG 성과와 기업가치) .....	22
[표 4-3]	선행연구 요약(재무상태별 ESG 성과와 재무가치) .....	24
[표 4-4]	선행연구 요약(공기업 ESG 경영과 재무가치) .....	25
[표 5]	회귀식 모형 .....	35
[표 6]	공공기관 분류 기준 .....	36
[표 7]	비교연구 대상 기업 .....	37
[표 8]	연구대상 공기업 일반현황 .....	38
[표 9]	연구대상 민간기업 일반현황 .....	38
[표 10]	한국기업지배구조원 ESG 평가모형 .....	40
[표 11]	한국기업지배구조원 ESG 평가등급 분류 .....	42
[표 12]	한국기업지배구조원 연도별 ESG 평가등급 현황 .....	43
[표 13]	ESG 등급별 점수 환산내역 .....	45
[표 14]	독립변수(ESG 등급) 기초 통계량 .....	45
[표 15]	종속변수(ROE) 기초 통계량 .....	46
[표 16]	종속변수(Tobin's Q) 기초 통계량 .....	47
[표 17]	통제변수 기초 통계량 .....	48
[표 18]	ESG 등급과 재무성과 간 회귀분석(모형1) .....	49

[표 19]	ESG 등급과 재무성과 간 회귀분석(모형2) .....	51
[표 20]	ESG 등급과 장기 기업가치 간 회귀분석(모형3) .....	52
[표 21]	ESG 등급과 장기 기업가치 간 회귀분석(모형4) .....	54
[표 22]	ESG 등급과 재무성과 간 회귀분석(모형5) .....	55
[표 23]	ESG 등급과 장기 기업가치 간 회귀분석(모형6) .....	57

## 그 립 목 차

[그림 1]	사회적 책임(CSR) 피라미드 .....	7
[그림 2]	연구분석틀 .....	27

# 제 1 장 서 론

이 연구는 공기업 / 민간기업 구분과 더불어 ESG 경영이 세계적으로 본격화된 2020년 전 / 후 구분에 따라 비재무적 ESG 성과를 위한 기업의 노력과 재무 상태, 장기 기업가치의 2가지 재무지표 간 관계를 분석하기 위한 실증연구이다.

## 제 1 절 연구주제의 중요성

지난 수십 년간 기업경영을 관통한 키워드는 주주 이익을 최우선으로 하는 주주자본주의(Shareholder Capitalism)였다. 주주자본주의는 1980년 미국을 중심으로 전 세계로 퍼져나간 자본주의의 형태로, 일본과 한국 같은 개발도상국의 빠른 경제성장으로 인해 태동했다. 개발도상국 기업이 저렴한 노동을 활용해 가격경쟁에서 우위를 보이자 미국 기업들은 구조조정을 통해 주주 이익의 극대화를 추구할 것을 요구받았으며, 사모펀드 같은 기관투자자의 힘이 강해지며 경영진은 단기적인 이윤의 극대화에 치중할 수밖에 없는 환경에 처했다. 1980년대 세계화 물결과 함께 퍼진 주주자본주의는 지난 수십 년간 경영의 핵심 키워드로 여겨져 왔다.

그러나 2019년 전례를 찾기 힘든 코로나 팬데믹이 발생하면서 상황이 많이 달라졌다. 코로나 팬데믹으로 인한 공급망의 붕괴는 2007년 글로벌 금융위기 이후 계속해서 지적되던 양극화, 불평등과 같은 사회경제적인 문제를 표면으로 끄집어내면서 그 심각성을 크게 부각시켰다.

코로나 팬데믹은 기업의 경영에도 커다란 변화를 불러왔다. 세계에서 가장 많은 직원을 고용하고, 가장 많은 자원을 사용하는 기업들이 주주 이익뿐만 아니라 지역사회와 같은 외부 이해관계자 요구에 부응하기를 요구하는 이해관계자 자본주의(Stakeholder Capitalism)에 대한 인식이

높아졌다. 이런 흐름에 발맞춰 자본시장 투자자들이 장기적 투자가치를 평가할 때 이른바 'ESG'로 불리는 환경(Environmental), 사회(Social), 지배구조(Governance) 같은 비재무 정보를 중요하게 활용하면서 ESG의 중요성은 갈수록 커지고 있다. 2012년 13조 달러에 그쳤던 전 세계 ESG 투자 규모는 2030년에 100조 달러까지 증가할 전망이다. (김남균, 2021)

이렇듯 국내외를 막론하고 ESG의 중요성이 커지며 공공, 민간 모두 빠른 변화를 요구받고 있으나 수익성이 우선시되는 민간보다 공공성과 효율성을 함께 추구해야 하는 구조적 특성을 가진 공기업이 국내 ESG 경영의 마중물 역할을 해야 한다는 요구가 거세지고 있다. 개별 공기업 또한 변화하는 환경에 대응하기 위해 ESG 부서를 신설하고 사업구조를 다각화하는 등 다양한 노력을 기울이고 있는 만큼 ESG 경영이 공기업 경영성과에 미치는 영향에 대한 전반적인 검토가 필요할 것으로 보인다.

## 제 2 절 최신훈의 흐름

ESG(또는 CSR)에 대한 연구는 2010년대 본격적으로 시작되어 주로 ESG 성과가 민간기업 경영성과에 미치는 영향을 중심으로 진행되었다. 먼저 CSR에 관한 연구결과를 살펴보면 대체로 CSR 성과가 재무성과와 기업가치에 긍정적인 영향을 미쳤음을 보여주고 있다. ESG 성과가 경영성과에 미치는 영향에 대한 선행연구 흐름 역시 유사하다. Witold et al.(2019)에 따르면 ESG 성과는 매출액 증가, 생산성 향상, 비용 절감을 통해 기업가치를 증가시켜 궁극적으로 재무성과에 긍정적인 영향을 미친다는 것이 오늘날 ESG 관련 연구에서 지배적 흐름으로 인정받는다. Friede et al.(2015)은 ESG와 관련된 약 2,000건의 선행연구에 대한 메타분석을 시행해 약 63%의 연구가 ESG와 재무성과 간 긍정적 상관관계를 나타냈음을 확인하였다. 반면 부정적 상관관계를 나타낸 연구는 8%에 그쳐 ESG가 재무성과에 긍정적 영향을 미친다는 기존 연구의 흐름을 뒷받침하였다.

반면에 ESG 성과가 각종 비용이 수반되는 불필요한 책무의 결과이며,

기업성과에 부정적 영향을 미친다는 상반되는 연구도 존재한다. 이러한 연구들은 ESG 요소인 사회적 책임활동(CSR)이나 지배구조 개선을 위한 비재무적 노력이 경영성과에 미치는 영향이 적고, 과도한 비용을 유발해 궁극적으로 기업가치에 부정적 영향을 미칠 수 있음을 주장한 바 있다.

최근 공기업의 ESG에 대한 관심이 높아지면서 관련 연구 또한 진행되고 있다. 그러나 민간을 대상으로 한 연구보다 사례가 매우 적고, 대부분의 선행연구가 ESG 성과와 재무성과 간 관계를 분석하기보다는 성공적인 ESG 경영의 도입을 위한 규범적인 분석에 그치고 있다.

### 제 3 절 최신훈연구의 공백

한동숙(2021)은 ESG에 관한 연구가 대부분 민간기업을 중심으로 이루어지고 있어 공공기관을 대상으로 하는 ESG 연구가 더욱 다양하게 진행될 필요가 있음을 지적하였다. 오덕교 등 (2013)이 ESG 관련 선행연구 대부분이 민간기업 중에서도 대기업 중심으로 이루어졌다는 한계를 인지하고 중소·중견기업을 구분에 따른 연구를 진행하였으나, 민간과 공기업의 구분에 따라 ESG 경영이 재무성과에 미치는 영향을 분석한 실증연구는 거의 없는 상황이다.

박순애 등(2021)은 ESG 관련 기존의 연구들은 최근 정부와 시장의 관심이 촉발되기 이전의 연구로, 투자 관점에서 ESG를 바라보는 시각의 확대 등 최근 경영환경의 영향을 반영할 필요가 있으며 최신 재무지표를 활용한 전, 후 비교 등 추가연구의 필요성이 높다는 점을 지적하였다.

### 제 4 절 이 연구의 기여

이 연구의 목적은 궁극적으로 공기업/민간기업 구분과 더불어 ESG 경영이 세계적으로 확산된 2020년 전/후 구분에 따라 비재무적인 ESG 성과를 위한 기업의 노력이 재무 상태와 장기 기업가치에 미치는 영향을

실증하는 것이다.

본 연구에서는 공기업과 민간기업 집단의 ESG 성과를 비교 분석한다. 이를 통해 ESG 성과가 재무가치에 미치는 영향이 기업의 형태에 따라 달라지는지 분석한다는 점에서 본 연구의 차별성을 찾아볼 수 있다.

이러한 맥락에서 본 연구는 약 350여 개 공공기관 중 민간기업과 가장 유사한 지배구조를 지닌 상장 공기업의 ESG 성과가 경영성과에 미치는 영향에 대해 실증적으로 분석한다. 상장 공기업의 ESG 성과와 경영성과 간 관계를 업종, 규모, 매출액 등 재무성과가 유사한 민간기업과 비교를 통해 공기업 ESG 경영의 실효성을 분석하고자 한다.

또한 기존 연구들은 대부분 ESG가 주요한 투자정보로서 전 세계적인 관심을 받기 시작한 2020년 BlackRock의 ESG 중심 투자선언 이전에 시행되었으나, 본 연구는 최근 기업들이 ESG 관련 직면하고 있는 경영환경 변화를 반영한 실증분석을 시행하여 기업들의 ESG 경영을 위한 노력이 효율적으로 재무성과에 연결되는지 분석한다는 점에서도 차별성을 찾을 수 있다.

## 제 2 장 이론적 배경 및 선행연구 검토

### 제 1 절 이론적 배경

ESG는 환경(Environmental), 사회(Social), 지배구조(Governance) 영문 첫 글자를 조합한 단어로 기업의 경영에서 지속가능성(Sustainability)을 달성하기 위한 3가지 핵심적인 요소를 의미한다. 오늘날 ESG의 개념은 다양하게 정의할 수 있으나, 한국거래소는 ‘ESG 정보공개 가이드라인’에서 ‘기업 전략을 실행하고 가치를 높이기 위한 능력에 영향을 미칠 수 있는 환경, 사회 및 지배구조에 관한 요소를 포괄하는 개념’으로 설명한다.

기업의 매출액, 이익 등 경영성과를 수치로 나타내는 재무성과와 달리 ESG는 주로 비재무적 정보를 의미한다. ESG는 기업의 브랜드 가치 및 평판, 인수 대상으로서의 기업가치, 직원 만족도 제고, 생산성 향상 등 다양한 방향으로 재무성과에 영향을 미칠 수 있는 것으로 알려져 있다.

ESG라는 용어는 UN이 기업 지속가능성 향상을 위해 만든 글로벌 협약인 UN Global Compact(UNGC)가 ‘Who cares wins - Connecting Financial Markets to a Changing World’라는 보고서에서 기업의 지속 가능한 성장을 위해 ESG에 대한 체계적 대응이 필수적이라는 주장을 펼치며 최초로 사용되었다. 2006년에는 당시 UN 사무총장이던 Kofi Annan 주도로 UN이 세계 주요 금융기관과 만든 ‘UN 책임투자원칙’을 발표하면서, 투자자들이 기업의 재무적 측면뿐 아니라 비재무 지표인 ESG까지 고려해야 함을 주장하였다. 다시 말해 경영과 투자 결정에서 이윤뿐만 아니라 지속가능성과 사회적 영향을 함께 고려하자는 것이다.

ESG가 기업경영의 새로운 패러다임으로 자리를 잡은 역사가 길지는 않지만, ESG를 완전히 새로운 개념으로 보기는 어렵다. 이는 ESG라는 개념이 오랜 기간 논의되어온 지속가능성과 맥락이 같으며, 수십 년간 기업이 수행해온 사회적 책임(CSR)과도 유사한 부분이 많기 때문이다.



## 1. 지속가능성과 ESG

지속가능성이란 개념은 1984년 인도의 보팔 가스유출 사고와 1986년 체르노빌 원전 폭발 사고 등 전 세계적인 환경오염의 피해가 막심해지자 1987년 UN의 세계환경개발위원회(WCED)가 ‘우리 공동의 미래(Our Common Future)’라는 보고서에서 21세기의 인류 미래를 담보할 해법으로 지속가능성이라는 개념을 제시하며 본격적으로 논의되기 시작하였다. (환경부, 2021)

해당 보고서는 지속가능성을 ‘미래 세대 가능성을 제약하지 않으면서 현재 세대의 필요와 미래 세대의 필요를 충족시키는 것’으로 정의하였다. 지속가능성 개념은 근본적으로 경제발전과 환경파괴 간 관계를 논의하는 과정에서 발생하였고, 지속가능성 관점에서 갈수록 심해지는 환경파괴의 해결책으로 지속가능경영이 등장하게 되었다.

지속가능경영에 대한 논의는 1995년 세계지속가능발전위원회(World Business Council for Sustainable Development, WBCSD)가 출범하며 본격화되었고, 현재는 3M, AT&T 같은 글로벌 기업이 위원회에 참여해 이를 촉진하고 있다. (현대경제연구원, 2004) 지속가능경영의 관점에서 ESG는 기업 경쟁력을 결정하는 핵심 요소이며, ESG가 중시하는 안전, 환경기준에 대응하지 못하는 기업은 도태될 것으로 여겨진다.

이렇듯 지속가능성에 대한 논의는 오래 진행되어왔고, 지속가능성을 달성하기 위한 핵심 수단으로써 ESG를 바라보는 경우도 많다. 이는 ESG가 지속가능성이 다루는 여러 주제 중 환경(E), 사회(S), 지배구조(G)라는 연관성이 다소 부족해 보이는 항목을 하나의 키워드로 통합하여 활용하고 있기 때문이다.

한동숙(2021)에 따르면 ESG 추구가 자연스럽게 사회의 지속가능성을 향상시킨다는 점에서 ESG와 지속가능성은 유사한 부분이 있으나, ESG의 경우 지속가능경영에서 강조하는 세대 간의 공평성에 대한 전제 없이 현재 사회가 추구해야 하는 가치를 달성하기 위한 비재무적 요소를 강조한다는 점이 차별화된 부분이다.

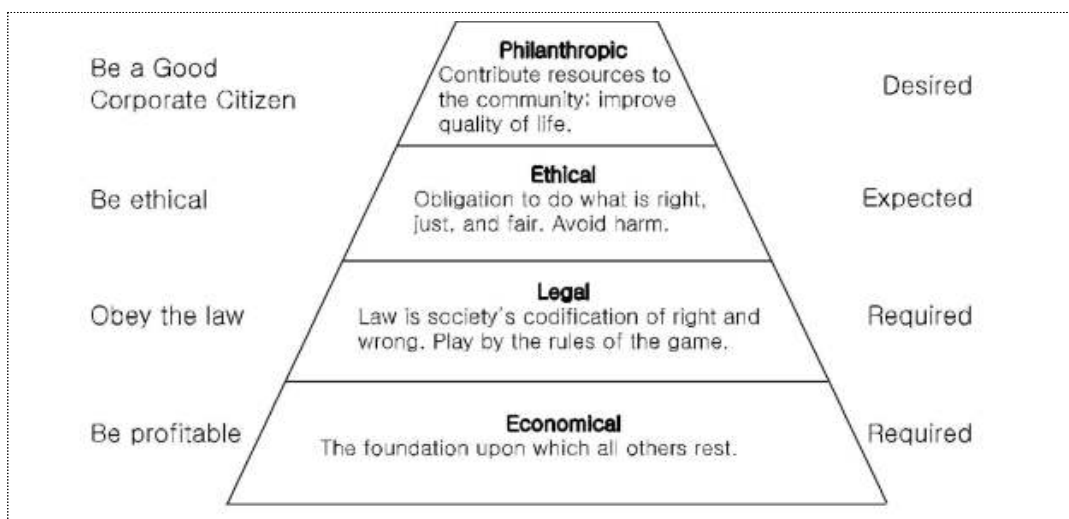
## 2. 사회적 책임과 ESG

기업의 사회적 책임(CSR)은 기업이 경영활동에 있어 이익만을 목표로 하는 것이 아닌, 여러 이해관계자(근로자, 지역사회)와 관련된 사항들을 함께 고려하는 지속가능성을 염두에 둔 경영을 일컫는다. (박래수, 2012)

사회적 책임의 개념은 경제학자인 Howard Bowen이 1953년 ‘경영자의 사회적 책임(Social Responsibilities of the Businessman)’이라는 저서를 통해 기업의 사회적 책임(CSR)을 강조하며 등장했다. Bowen은 CSR을 ‘기업의 정책을 만들거나 의사결정을 내릴 때 우리 사회의 목표와 가치 측면에서 바람직한 행동이 무엇인지를 고민하는 것’으로 정의했다.

CSR을 설명하는 대표적인 모형은 Carroll의 CSR 피라미드이다(1991). 해당 모형에서는 기업의 책임을 경제적 책임, 법적 책임, 윤리적 책임, 자선적 책임의 네 가지 책임으로 구분하였다. 다시 말해 기업의 사회적 책임에는 기부나 사회공헌 이외에도 이윤창출 같은 재무적 책임도 포함 되어 있으며, 이를 기업의 가장 기본적 책임으로 보고 있다. (김병균 등, 2012, 민재형, 김범석, 2019에서 재인용) 이러한 주장들은 기업이 CSR을 수행하기 위해서는 안정적인 재무상태가 우선되어야 함을 시사한다.

<그림 1> 사회적 책임(CSR) 피라미드(Carroll, 1991)



이기훈 등(2011)에 따르면 사회적 책임이라는 개념이 태동한 1950년대 CSR은 대기업의 자선활동 중심으로 이해되었으나, 2000년대 들어 최고 경영자를 비롯한 기업 전체가 환경보호, 양극화 해결과 같은 사회문제 해결을 위한 책임이 있다는 오늘의 시각까지 발전하였다. 이처럼 사회적 책임에 대한 정의는 다양하며, 기업의 법적, 윤리적 의사결정을 강조하는 수동적인 정의에서 시작하여 사회에 긍정적인 영향을 미치려는 적극적인 활동으로 그 범위가 점차 넓어지고 있다.(민재형, 김범석, 2019)

CSR 개념의 급격한 확장에 대응하기 위해 국제표준화기구는 2010년 세계화에 따른 빈곤과 불평등에 대한 국제문제 해결, 경제성장에 따른 환경위기 대처, 인류의 생존과 번영을 위한 ISO 26000(Guidance on Social Responsibility)를 제정하였고, OECD도 가이드라인을 발표하며 CSR 기준에 부합하는 기업의 경영전략 수립을 요구하고 있다.

기업의 사회적 책임에 대한 논의는 환경, 사회, 지배구조를 강조한 ESG와 비슷한 부분이 많지만, CSR은 강제성이 없는 자발적 활동이라는 점에서 분명한 차이를 보인다. 박순애 등(2021)에 따르면 오늘날 ESG 열풍이 CSR과 비교했을 때 주목할 점은 세계적 자산운용사들이 ESG 흐름을 자발적으로 주도하고, 기업들은 이에 대응하고 있다는 점이다.

실제로 BlackRock은 ESG에 소극적인 회사에 반대 의결권을 행사할 것을 발표하고 자금심사에 ESG 요소들을 적극적으로 반영하고 있다. 이러한 움직임은 기업가치의 대표적 평가 주체인 금융업계가 ESG로 대표되는 비재무 성과를 투자의 핵심 요소로 인식한다는 점에서 의미가 깊다.

### 3. ESG의 확산

#### 1) ESG의 확산 배경

ESG 확산 배경을 정확히 이해하기 위해서는 2007년 글로벌 금융위기, 2015년 파리기후변화협정 그리고 2019년 코로나 팬데믹에 대한 이해가

필수적이다. 이러한 사건이 후술하게 될 2020년 BlackRock ESG 투자선언을 통해 ESG가 기업경영에서 핵심적인 요소로 자리를 잡기 위한 환경적인 배경을 제공했기 때문이다.

2007년 미국의 부동산 폭락사태와 함께 초대형 대부업체들의 파산으로 시작된 Sub-Prime Mortgage 사태는 Lehmann Brothers 등 세계 최대 투자은행의 파산과 더불어 미국, 아시아 등 세계 경제에 타격을 입혔다. 이는 1929년에 있던 경제 대공황에 버금가는 경제적인 혼란을 초래함과 동시에 대규모 실업과 양극화와 같은 자본주의의 구조적인 문제를 보다 심화시키는 결정적 계기가 되었다.

글로벌 금융위기가 심화시킨 사회경제적인 문제들은 시장의 효율성을 맹신하고 주주 이익을 최우선으로 생각하는 주주자본주의에서 벗어나야 한다는 사회적 인식의 변화를 가져왔다. 더불어 기업이 사회공동체의 일원으로써 직원, 지역사회의 이익을 함께 고려해야 한다는 이해관계자 자본주의에 대한 논의가 수면 위로 다시 부상하게 되었다.

2015년에는 지구온난화로 인한 이상기후에 따른 피해 규모가 커짐에 따라, 지구온난화를 막자는 ‘파리기후변화협정’이 국제법으로 195개국의 만장일치로 통과되었다. 환경보호가 기업의 사회적 가치를 위한 선택이 아닌, 생존을 위한 조건으로써 본격적으로 자리를 잡기 시작한 것이다.

2019년에는 2차 세계대전 이후 경제, 사회적으로 가장 커다란 타격을 입힌 코로나 팬데믹이 발생했다. OECD는 회원국들의 2020년 실업률이 전년 대비 약 2배 가까이 증가했고, 국제노동기구(ILO)는 노동시간 손실로 전 세계에서 약 1억 개에 가까운 일자리가 감소했다고 추산하였다. 이러한 과정에서 특히 여성, 노약자 등 사회적인 약자가 겪는 경제적인 어려움이나 불균형은 더 커졌다. 코로나 팬데믹이 단순한 보건 문제를 넘어서 사회경제적인 문제로 진화한 것이다.

ESG 관점에서 코로나 팬데믹은 경영환경의 변화를 가져오는 중요한 계기가 되었다. 오랜 기간 팬데믹을 겪으면서 기후변화, 공중보건, 환경 등에 대한 인식이 크게 늘었고, 사회문제 해결을 위한 기업 역할에 대한 요구도 매우 높아졌다. 사회문제 해결을 위한 기업의 활동이 경쟁력과

직결되는 상황이 찾아온 것이다.

장기적 기업경영의 관점에서 환경(Environmental), 사회(Social), 지배구조(Governance)로 대표되는 ESG 경영의 위상도 크게 높아졌다. 미국 200대 대기업의 최고경영자로 구성된 Business Round Table은 “회사는 주주를 위해 존재한다”는 주주 우선원칙을 폐지하고, 앞으로 이해관계자 가치를 보호하고 사회문제 해결을 바탕으로 하는 경영으로 주주가치를 보호하겠다”고 선언하였다.

이렇듯 2007년 글로벌 금융위기, 2015년의 파리기후변화협정을 거치며 ESG의 이론적인 기반이라고 볼 수 있는 이해관계자 자본주의에 대한 논의가 본격화되던 중에 2019년에 코로나 팬데믹이 발생하면서 ESG가 자리 잡기 위한 환경적 배경이 마련되었다고 볼 수 있다.

## 2) ESG 확산의 본격화

그간 국제기구를 중심으로 ESG에 관한 논의가 있던 것은 사실이다. 그러나 ESG가 오늘날만큼의 관심을 받게 된 계기로 글로벌 금융위기와 코로나 팬데믹과 같은 환경적인 배경과 더불어 세계 최대 투자자문사인 BlackRock의 회장이자 ‘ESG 경영의 아버지’로 불리는 Larry Fink 회장의 2020년 연례 서한을 가장 주요한 변곡점으로 꼽을 수 있다.

BlackRock은 2018년 미국 Fortune이 선정한 500대 기업목록에서 237위를 차지하고, 2021년 기준 관리 중인 자산이 약 9,000조 원이 넘는 최대의 자산 운용회사로 금융시장에서의 영향력이 높은 기업이다. Larry Fink 회장이 2020년 연례 서한을 통해 기후변화 대응이 부진한 기업과 ESG 실적을 투명하게 공개하지 않는 기업에 대한 투자중단을 선언하면서, ESG가 단숨에 경영의 새로운 패러다임으로 자리 잡았다.

ESG와 관련된 BlackRock의 주요 활동을 살펴보면 매출 중 석탄 화력과 관련된 매출액이 25%가 넘는 기업은 포트폴리오에서 제외하고, 기업이 어떻게 탄소중립을 달성할지에 대한 구체적인 계획을 요구하였다. 국내 기업에서는 한국전력공사 사례가 대표적이다. 2020년 4월 BlackRock

은 서한을 보내 베트남 봉양과 인도네시아 자와 지역에 추진 중이던 대규모 석탄화력발전소 건설 근거를 CEO가 설명할 것을 요구하면서, 사실상의 투자 계획 철회를 요구하였다.

이렇게 BlackRock이 ESG 경영을 도입할 것을 압박하며 글로벌 기업들이 앞다투어 ESG 경영을 선포하기 시작했고, 국내외를 막론하고 주요 기업 수장이 전한 신년사에서 ESG가 빠지지 않고 등장하기에 이르렀다,

#### 4. 국내외 ESG 추진 현황

Kofi Annan 전 UN 사무총장이 2006년에 UN 책임투자원칙을 발표한 이래 국제환경단체 환경책임경제연합(CERES)과 유엔환경계획(UNEP)이 합작해 만든 국제기구 GRI(Global Reporting Initiative)가 2016년에 지속가능보고서 지침을 제정하면서 ESG 같은 비재무적 정보 활용의 국제적 표준이 비로소 마련되기 시작하였다.

2018년에는 미국의 재무회계기준위원회가 비재무 공시의 문제점 보완을 위해 지속가능회계기준위원회(SASB)를 설립해 투자자가 비재무 정보를 볼 수 있게 하는 SASB Standard를 제시하였고, 2020년에는 비재무적인 정보의 국제표준을 제공해온 5개 기관인 GRI, SASB, CDSB, IIRC, CDP가 협업을 통해 ESG 공시를 위한 통합 기준을 발표하였다.

ESG 관련 지표들이 국제적으로 표준화되면서 선진국을 중심으로 ESG 요소들이 투자수익, 기업가치에 직접적인 영향을 미칠 수 있다는 주장이 힘을 얻게 되었다. 이는 국가별 정부 중심 ESG 제도화와 더불어 공적기금의 책임투자로 이어지고 있다. 민간의 경우 글로벌 투자기관이 ESG 투자를 계속해서 이어가고 있다.

##### 1) 해외 주요국 ESG 추진현황

미국은 바이든 대통령이 후보 시절부터 기후변화, 기업 투명성, 기업 책임과 같이 ESG 정책을 핵심 공약으로 내세운 바 있고, 취임 직후에

트럼프 전 대통령이 탈퇴한 파리기후변화협약에 재가입하며 ESG 중심 국정 운영을 천명했다. 최근에는 청정에너지 산업에 역사상 최대 규모인 약 960조 원을 투입하는 법안이 통과되어 기후 위기 대응에도 적극적인 모습을 보이고 있다. 민간에서는 글로벌 자산운용사 CEO들이 ESG 중심 투자 지침을 잇따라 선언해 장기적 투자수익 확보 차원에서 ESG 경영의 적극적인 도입을 뒷받침하고 있다.

EU는 ESG 준수 가이드라인을 제시하고 모든 회원국에 동일 적용하고 있으며, ESG 법제화에 대한 일부 회원국의 반발에도 기업에 준수의무를 부여하는 등 노력을 기울이고 있다. 특히 EU 분류체계 규정(EU Taxonomy Regulation)을 통해 환경적으로 지속가능한 활동을 정의하고, 규정된 조건을 모두 충족하는 경우만 친환경 활동으로 인정하고 있다. 2024년부터는 직원 250명, 연 매출 4000만 유로 초과기업을 대상으로 유럽 지속가능 성공기준에 따른 ESG 공시 의무화를 시행할 예정이다.

캐나다는 공적연금 중심으로 ESG 흐름을 선도하고 있다. 2020년 기준 385조 원에 달하는 캐나다 최대 연금인 캐나다 연금투자는 자체 개발한 ESG 프레임워크를 활용해 투자대상 기업을 선정하고 있다. 캐나다 연금투자는 UN 책임투자원칙이 2006년 처음 발표된 당시 서명한 초기 51개 기관 중 한 곳으로, ESG라는 개념이 부상하기 전인 2005년 자체적으로 책임투자정책을 발표할 만큼 ESG를 고려하는 투자를 실시해왔다. 자산 규모에서 캐나다 연기금 2위인 퀘벡 주 연기금은 자산가치 30억 달러에 달하는 석유 자산을 탄소중립 목표 달성을 위해 모두 매각하였다.

미국, EU와 더불어 세계 경제에서 차지하는 규모가 가장 큰 중국의 경우 ESG 제도화는 다소 느린 편이다. 그러나 최근 중국 정부가 중국의 제도, 경영환경 등을 반영한 ESG 공시 기준을 발표했고, 앞으로 중국 기업은 ESG 정보를 공시하고 정부의 감독을 받아야 한다. 또한 경영진 탈세, 사업장 사고, 인권침해와 같은 기업의 사회적 책임 관련 신용도를 평가하는 기업사회 신용시스템을 구축하였다. ESG의 도입은 상대적으로 늦었으나, ESG 공시 기준 제정 전에도 상하이선전 300지수 기업 중 86%가 ESG 보고서를 자율적으로 공시하는 등 자본시장의 지속적인 국

제화로 인해 ESG가 민간기업을 중심으로 빠르게 자리 잡는 모양새다.

<표 1> 해외 주요국 ESG 추진현황

국가	주요 추진현황
미국	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 파리기후변화협약 재가입, 화석연료 보조금 폐지 등 바이든 대통령 공약 실현을 위한 적극적인 행정명령 추진</li> <li>- 역사상 최대규모 청정에너지 산업 법안 통과 (약 960조 원)</li> </ul>
EU	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ESG 준수 가이드라인 제시 및 모든 회원국 동일 적용</li> <li>- 2024년부터 매출 4,000만 유로 초과기업 ESG 공시 의무화</li> </ul>
캐나다	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 자체개발 ESG 프레임워크 활용 투자대상 기업 선정 및 ESG 성과 모니터링(캐나다연금투자, 캐나다 1위)</li> <li>- 석유 자산 30억 달러 전체 매각(퀘벡주연기금, 캐나다 2위)</li> </ul>
중국	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 중국 법, 경영환경에 부합하는 자체 ESG 공시 기준 발표</li> <li>- 경영진 탈세, 사업장 안전사고 등 CSR과 관련된 기업 신용도를 평가하는 기업사회 신용시스템 구축</li> </ul>

출처 : 금융위원회 등

## 2) 국내 ESG 추진 현황

ESG를 기업의 자발적 선택이 아닌 법제화하자는 여론이 거세지면서 관련 규제와 법령 또한 빠르게 준비되고 있다. 한국거래소가 자산총액이 2조 원을 넘는 기업들에 기업지배구조 공시를 최초로 의무화한 2019년 이후, 공시대상 기업 범위는 2024년 5천억 이상, 2026년 5천억 미만으로 계속해서 확대될 예정이다. 금융위원회는 코로나 팬데믹 상황에서 경영환경이 빠르게 변화함에 따라 ESG 중요성이 더욱 커짐을 언급하고, 2025년까지는 ESG 가이드스 제공을 통해 기업의 지속가능경영보고서



자율 공시를 활성화하고 2030년 이후에는 모든 코스피 상장사 대상으로 지속가능경영보고서 공시를 의무화하겠다고 밝혔다.

<표 2> 지속가능경영보고서 공시의무 대상기업

적용 시기	'19년	'22년	'24년	'26년
자산 총액	2조원 이상	1조원 이상	5천억원 이상	코스피 상장사 전체

출처 : 금융위원회

정부는 산업통상자원부를 중심으로 관계부처들이 합동으로 작성한 'K-ESG 가이드라인'을 2021년에 발표하였다. 이를 통해 미국, EU 등 전 세계 주요 선진국을 중심으로 빠르게 강화되고 있는 ESG 규제에 대한 기업부담을 줄이고, GRI, SASB 같은 글로벌 표준으로 인식되는 다양한 ESG 공시 기준을 분석해 핵심 진단항목을 구체화하였다. 또한 'K-ESG 가이드라인' 개정판을 1~2년마다 발간하고, 기업 규모별 가이드라인 또한 2022년부터 별도로 마련할 계획임을 밝혔다.(산업통상자원부, 2021)

### 가. 민간기업의 ESG 도입 현황

주요 경제단체 및 대기업을 중심으로 하는 민간의 ESG 대응도 점차 활발해지는 추세다. 삼성, 현대, SK 등 주요 대기업을 필두로 ESG를 포괄한 경영전략 수립을 위한 노력을 기울이고 있다. 삼성은 계열사별 ESG 사업계획을 별도 수립하고 있으며 SK는 RE100 가입과 더불어 ESG 위원회를 설립했다. 포스코와 LG전자는 탄소중립을 선언하였다. 자산규모가 2조 원이 넘는 상장사 169곳으로 그 범위를 확대하면 이사회 산하에 ESG 위원회를 설치한 기업은 전체의 50%가 넘었다.

그러나 해당 위원회의 회의 빈도가 매우 낮거나, ESG와 관련된 안건이 적어 아직은 민간기업의 ESG 활동이 형식적인 차원에 그치고 있다

는 지적도 존재한다. 이러한 현상에는 여러 원인이 있을 수 있으나 선진국 대비 ESG에 대한 논의가 늦어진 만큼 많은 민간기업이 ESG 경영으로 전환 시 발생할 비용, 편익을 고려해 전략적으로 접근하고 있다고 유추할 수 있다. 특히 전 세계적으로 불고 있는 ESG 열풍이 탄소중립 목표 달성을 통한 기후변화 대응의 시급성이라는 관점에서 촉발된 만큼, 국내 기업들의 ESG 경영 또한 사회, 지배구조 측면보다는 환경요인 중심으로 이루어지고 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

#### 나. 공기업의 ESG 도입 현황

공기업을 비롯한 공공부문은 민간기업보다 ESG 경영에 적극적인데, 이는 ESG 열풍이 민간 투자자본을 중심으로 시작되었다는 점에서 다소 이례적으로도 보인다. 그러나 정부가 발표한 ‘ESG 인프라 확충방안’을 살펴보면 국내 ESG 경영확산을 위해 주요 공기업을 비롯한 공공부문이 선도적 역할을 수행토록 하겠다는 확고한 정책 의지를 살펴볼 수 있다.

해당 문건에서 정부는 공기업 규모, 상장 여부를 감안해 2025년부터 지속가능경영보고서 공시 의무화를 검토하는 등 ESG 경영확산을 위한 추진과정에서 공기업을 활용한 생태계 조성 의지를 드러내고 있다. 또한 개별 공기업에 ESG 실행계획 수립을 요구하고 경영평가에 사회적 가치 구현 배점의 상향을 검토하는 등 제도적 장치를 마련하고 있다. 공기업 또한 적극적인 대응에 나서고 있다.

한국전력공사는 ‘글로벌 최고 수준 지속가능경영 구현’의 ESG 비전을 수립하고, 공기업 최초로 ‘ESG 위원회’와 ‘ESG 자문위원회’를 이사회에 신설해 ESG 안건을 확대하는 등 지속적 ESG 성과창출을 위한 기반을 마련했다. 사업추진 중심으로 살펴보면 해상풍력 같은 대형 재생에너지 발전사업에 직접해 기후변화 대응에서 국내 최대 에너지 공기업으로서 역할을 천명하였다. 이외에도 친환경 기술 중심 포트폴리오 다각화 등 ESG 중심 경영 패러다임 전환에 노력을 기울이고 있다.

한국가스공사는 ‘Everywhere Green Life, H2 KOGAS’란 ESG 비전을

수립하고, 기존의 비상경영위원회를 임원 중심으로 구성된 'ESG 경영위원회'로 개편하여 기후변화 관련 안전을 심의하고 이사회에 보고하도록 하였다. 또한 이사회에 'ESG 전문위원회' 및 'ESG 자문단'을 구성하여 의사결정 체계를 ESG 위주로 개편하였다. 사업추진 중심으로 살펴보면 화석연료 규제가 강화됨에 따라 핵심 사업이었던 천연가스 수요 감소에 대응하기 위해 사업 포트폴리오 중 수소에너지 사업을 대폭 확대했다. 이를 통해 화석연료 자원개발기업에서 수소에너지 기반 친환경 기업으로 전환에 성공했다는 평가를 받고 있다.

한국전력기술은 'Sustainable future with KEPCO-E&C'란 ESG 비전을 수립하고 비상임이사, 상임이사 각 3명으로 구성된 'ESG 위원회'를 구성하였다. 위원회는 ESG와 관련된 경영 현안을 심의하고, 자문역할 수행과 함께 ESG 성과, 리스크를 점검하는 등 ESG 경영의 컨트롤타워 역할을 수행하고 있다. 사업을 중심으로 살펴보면 한국전력공사 등 다양한 에너지 기업들과 제주도 해상에 국내 최대규모의 해상풍력 프로젝트를 수행하고 있으며, 장기적으로는 석탄발전소를 대체할 수 있는 LNG 복합발전 중심의 사업 포트폴리오 변경을 준비하고 있다.

한국지역난방공사는 'Our Energy, Save Green Value'의 ESG 비전을 수립하여 ESG 관련 이슈들을 이사회 의제로 격상시켰다. 또한 ESG에 대한 리더십 강화를 위해 'ESG 위원회'를 신설해 중장기 경영전략, ESG 전략 등을 이사회에서 심의하도록 하였다. 또한 사장을 위원장으로 하는 '탄소경영위원회' 및 사장 직속 탄소중립본부를 설치해 기후변화 대응을 총괄하도록 하고, 친환경 사업을 중심으로 사업구조를 다각화하기 위한 노력을 기울이고 있다.

한전KPS는 'Green Energy와 함께, 사랑받는 지속성장 기업'이라는 ESG 비전을 수립하고 이사회에 외부전문가 중심의 'ESG 위원회'를 신설하였다. 또한 'ESG혁신처'라는 전담부서를 신설하고, ESG 핵심 요소인 환경(E), 사회(S)와 업무 연관성이 높은 그린성장본부와 상생혁신본부를 본부급으로 격상해 그린에너지 중심 사업과 사회적인 책임 강화에 대한 의지를 공표하였다. 사업추진 중심으로 살펴보면 수소 등 신재생

사업의 비중을 30% 이상으로 확대하겠다는 세부 전략을 수립했다.

기업은행은 ‘기본에 충실한 지속가능 은행’이라는 ESG 비전을 수립하고, 금융 공공기관 최초로 이사회 내에 ‘ESG 위원회’를 신설해 ESG 안건을 정기적으로 심의, 의결하고 있다. 또한 IBK금융그룹 계열사가 참여하는 ‘ESG 추진협의회’를 설치하여 그룹 ESG 전략을 공유하고 있으며, 실무전담 부서인 ‘ESG 경영팀’이 ESG 경영 컨트롤 타워 역할을 수행하고 있다. 사업추진 중심으로 살펴보면 석탄 관련 자산 투자를 배제하기 위한 ‘탈석탄금융 경영원칙’을 수립하였으며, 2030년까지 녹색금융 매출액의 비중을 13%까지 확대하기로 하였다.

**<표 3> 주요 공기업 ESG 추진현황**

기관명	조직/인력	사업 추진
한국전력 공사	- ESG위원회, 자문위원회(이사회) - ESG T/F (실무담당)	- 대규모 재생E 발전사업 참여 - 친환경 기반 포트폴리오 다각화
한국가스 공사	- ESG경영위원회(경영진) - ESG전문위원회, 자문단(이사회)	- 수소에너지 사업비중 대폭 확대 - 친환경 LNG 기반 신사업 추진
한전기술	- ESG위원회(이사회) - ESG경영 추진반(실무담당)	- 국내 최대 해상풍력 사업 참여 - LNG 발전 중심 사업 다각화
한국지역 난방공사	- ESG위원회(이사회) - 탄소중립본부(사장 직속)	- 친환경 중심 사업구조 다각화
한전 KPS	- ESG위원회(이사회) - 그린성장처(E), 상생혁신처(S)를 본부급으로 격상	- 신사업 비중 30% 확대계획 - 신재생E 매출액 2조원 계획
기업은행	- ESG위원회(이사회) - ESG 추진협의회(전 계열사)	- 탈석탄금융 원칙, 석탄투자 철회 - 녹색금융 매출 13% 확대 계획

출처 : 기관별 지속가능경영보고서

## 제 2 절 선행연구 검토

### 1. ESG 성과와 재무성과 간 관계

ESG 경영(또는 사회적 책임 활동)과 같은 비재무 성과가 재무성과에 미치는 영향에 대해서는 많은 선행연구가 이루어진 바 있다.

기업의 비재무적 성과가 재무성과에 양(+)<sup>1)</sup>의 영향을 미친다는 연구는 선(善)의경영 이론(Good Management Theory)에 근거한다. 선의경영 이론은 CSR이 회사 평판을 높여 소비자 선택에 영향을 주고, 궁극적으로 수익성을 높인다는 이론이다. 많은 선행연구가 ESG 성과와 재무성과 간 긍정적 영향을 확인해 선의경영 이론을 뒷받침하고 있다.

장승욱 등(2013)은 국내 ESG 전문기관인 서스틴베스트의 4개년 기업 ESG 등급정보를 사용하여 평가등급이 높은 기업과 낮은 기업의 중장기 재무성과를 분석하였다. 주식수익률, 감가상각 전 영업이익, 토빈의 Q를 활용하여 재무성과를 분석한 결과, ESG 평가가 우수하면 주식수익률이 대체로 우수하며 영업성과와 Tobin's Q와 통계적으로 강한 상관관계를 발견하여 ESG 성과가 재무성과에 미치는 긍정적인 영향을 확인하였다.

여영준 등(2015)은 경실련의 경제정의지수(KEJI Index)를 활용해 기업 CSR 성과가 재무성과에 어떠한 영향을 미치는지 실증 분석하였다. 연구 결과 기업들은 시장에서 경쟁이 치열할수록 주주와 이해관계자의 요구를 만족시키기 위한 전략의 일환으로 CSR을 적극적으로 수행하고 있으며, CSR 성과와 재무성과 간 양(+)<sup>2)</sup>의 상관관계를 확인하였다.

이은정 등(2021)은 국내 ESG 전문기관인 한국기업지배구조원의 ESG 평가점수가 존재하는 약 900개 상장기업 대상으로 COVID-19 팬데믹과 같이 주가에 영향을 미치는 외생적 충격이 발생했을 때 ESG의 역할을 분석하였다. 이를 통해 외생적 충격이 발생한 기간에는 환경, 사회, 지배구조 모두 주가수익률에 음(-)<sup>3)</sup>의 영향을 미치거나 별다른 영향을 미치지 못함을 확인하였다. 그러나 외생적 충격이 없던 기간에는 ESG 성과가 주가수익률에 유의미한 긍정적 영향을 미쳤으며, 특히 환경점수가 항상

될수록 주가수익률이 크게 증가함을 확인하였다.

Kim et al.(2013)은 글로벌 ESG 지표 중 하나로 세계적 투자은행인 모건스탠리가 1999년부터 시행 중인 ‘MSCI ESG’ 평가를 활용해 사회적 책임활동이 재무성과에 미치는 영향을 실증분석하였다. 연구결과 사회적 책임과 자본시장에서 재무성과 간 양(+의 상관관계가 있음을 발견하고, 회귀분석 결과 사회적 책임 등급이 한 단계 높아질수록 주가수익률이 평균 3.4% 높은 것을 확인하였다.

정강원(2020)은 경실련에서 선정하는 ‘좋은 기업상’에 2년 연속 선정된 기업들을 대상으로 경제정의연구소가 발표하는 KEJI를 활용하여 CSR이 재무성과에 미치는 영향을 분석하였다. 연구결과 CSR 성과가 높을수록 재무성과에 양(+의 영향을 미침을 확인하고, Tobin's Q로 측정된 기업 가치에 긍정적 영향을 미친다는 사실 또한 확인하였다.

조성표 등(2009)은 기업의 사회적 성과가 총자산이익률(ROA)와 자기 자본이익률(ROE)로 대표되는 재무성과에 미친 영향을 분석하였다. 연구결과 사회적 성과는 재무성과에 통계적으로 유의미한 양(+의 영향을 미치고 있음을 확인하였으며, 기업의 재무성과 또한 사회적 성과에 영향을 미치는 것을 확인하였다.

반면 ESG(또는 CSR) 성과가 재무성과에 미친 영향이 없다는 연구도 존재한다. McWilliams and Siegel(2000)은 약 500개 기업의 CSR 성과지표를 활용하여 재무성과 간 상관관계를 확인하기 위한 회귀분석을 시행했다. 연구결과 높은 CSR 성과는 제품에 대한 소비자의 인식변화, 기업 이미지 제고 등 비재무적 성과에는 긍정적 영향을 미쳤으나, 재무성과에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 못함을 확인하였다.

**<표 4-1> 선행연구 요약(ESG 성과와 재무성과)**

연구자	연구 주제	주요 내용
장승욱 등 (2013)	ESG 등급과 재무성과 간 관계	ESG 등급 높은 기업군이 대체로 주식수익률이 우수하며, 영업성과 및 토빈의Q는 매우 우수함

여영준 등 (2015)	CSR 성과와 재무성과 간 관계	CSR 성과는 재무성과에 양(+)의 영향을 미치므로, 기업은 CSR을 전략적으로 활용해야 함
이은정 등 (2021)	ESG 성과와 주가수익률 간 관계	ESG 성과는 주가수익률과 양(+)의 상관관계가 있 으며, 평가항목 중 환경점수가 가장 높은 상관 관계를 보임
Kim et al. (2013)	CSR 성과와 재무성과 간 관계	기업의 사회책임 등급이 한 단계 높아질수록 주가수익률이 평균 3.4% 상승
정강원 (2020)	CSR 성과와 재무성과 간 관계	CSR이 재무성과 및 기업가치에 모두 긍정적인 영향을 미침
조성표 등 (2009)	사회적 성과와 재무성과 간 관계	기업 사회적 성과는 재무성과에 양(+)의 영향을 미치며, 재무성과 또한 사회적 성과에 긍정적 영향을 미침
McWilliams and Siegel (2000)	CSR 성과와 재무성과 간 관계	CSR 성과는 비재무성과에는 긍정적인 영향을 미치지만, 재무성과와는 통계적으로 유의미한 상관관계를 보이지 않음

## 2. ESG 성과와 기업가치 간 관계

ESG 경영(또는 사회적 책임활동)과 같은 비재무적 성과가 기업가치에 미치는 영향에 대해서도 많은 선행연구가 이루어졌다. 기업의 비재무적 성과가 기업가치에 양(+)의 영향을 미친다는 연구는 이해관계자 이론(Stakeholder Theory)에 근거하고 있다. 이해관계자 이론은 기업이 주주만 고려할 것이 아니라 고객, 지역사회, 노동자 등을 함께 고려해야 한다는 이론으로, 기업은 이를 통해 잠재적인 갈등으로 인해 발생할 수도 있는 불필요한 비용을 절감하고 사회적 신뢰 같은 무형자산을 형성해 거시적

으로 기업가치를 증대시킬 수 있다고 주장한다.(Freeman, 1983) 실제로 많은 선행연구가 ESG 성과가 기업가치 향상에 미치는 긍정적인 영향을 확인하여 이해관계자 이론을 뒷받침하고 있다.

이정은, 김진섭(2013)은 2010년과 2011년의 코스피 및 코스닥 상장기업 대상으로 진행된 한국기업지배구조센터 ESG 평가지수를 이용해 기업의 지배구조와 사회활동 그리고 환경경영이 기업가치에 미치는 영향을 실증 분석하였다. 연구결과 모든 항목의 성과가 기업가치 측정에 활용된 Tobin's Q에 통계적으로 유의미한 양(+)의 관련성을 가지며, 당해 연도 기업가치는 물론 다음 연도 기업가치에도 긍정적 영향을 미침을 확인하였다.

이명순 등(2015)은 한국기업지배구조원에서 발표한 ESG 통합등급과 경제정의연구소에서 발표하는 KEJI 통합지표를 활용하여 기업의 사회적 책임활동이 기업가치에 미친 영향을 실증 분석하였다. 연구 결과 전년도와 당해의 사회적 책임활동 성과가 당해 연도 기업가치에 유의미한 양(+)의 영향을 미침을 확인하였다. 이를 통해 기업이 적극적 사회적 책임 활동을 통해 기업가치를 높일 수 있으며, 차별화된 경영전략의 일부로 CSR을 활용할 필요가 있음을 지적하였다.

오상희 등(2019)은 한국기업지배구조원 2011~2018년 ESG 평가등급을 활용하여 사회적 책임활동이 기업가치에 미치는 영향을 실증분석하였다. 연구결과 ESG 통합등급이 높을수록 기업가치에 정(+)의 영향을 미치며, 지배구조(G), 환경(E), 사회(S) 순으로 기업가치에 미치는 긍정적 영향이 강함을 확인하였다.

임옥빈(2019)은 한국기업지배구조원이 발표한 기업 ESG 구성항목별 평가결과가 기업가치에 미친 영향을 살펴보았다. 연구결과 환경(E)은 당기, 차기의 기업가치에 미치는 영향이 미미하였으나 사회(S)와 지배구조(G) 평가 결과가 높으면 당기, 차기 기업가치에 긍정적인 영향을 미침을 확인하였다. 이를 통해 기업의 사회적 활동이 이해관계자들을 대상으로 기업의 이미지 개선과 더불어 고객 충성도 향상을 통해 궁극적으로 기업가치를 증가시킬 수 있음을 확인하였다.

반면에 ESG 경영과 같은 비재무 성과가 기업가치에 음(-)의 영향을



미친다는 연구도 일부 존재하는데, 해당 연구들은 대리인 이론(Agency Theory)에 근거하고 있다. 신자유주의 경제학자는 기업의 사회적 책임을 이윤극대화를 위한 주주자본주의로 정의하였으며, 비재무적 성과를 위한 노력은 주주가치를 저해한다고 주장한다. 일부 선행연구가 ESG 성과가 기업가치에 미친 부정적 영향을 확인해 대리인 이론을 뒷받침하고 있다.

서승주 등(2016)은 경제정의실천시민연합(KEJI)의 2005년~2012년 CSR 성과지표를 활용해 사회적 책임활동이 기업가치에 미친 영향을 실증분석하였다. 연구결과 기업 사회적 책임활동 성과가 장기적으로 기업가치에 음(-)의 영향을 미침을 확인하였고, 이를 경영자가 개인적 목표 달성을 위한 수단으로 사회적 책임활동을 활용해 불필요한 추가 비용이 지출된 것으로 분석하였다.

**<표 4-2> 선행연구 요약(ESG 성과와 기업가치)**

연구자	연구 주제	주요 내용
이정은, 김진섭 (2013)	ESG 성과와 기업가치 간 관계	환경, 지배구조, 사회 모두 기업가치에 양(+) 의 영향을 미침
이명순 등 (2015)	CSR 성과와 기업가치 간 관계	전년도와 당해연도의 CSR이 당해연도 기업 가치에 양(+) 의 영향을 미치며, 기업은 CSR을 전략적으로 추진할 필요가 있음
오상희 등 (2019)	ESG 요소와 기업가치 간 관계	지배구조(G)-환경(E)-사회(S) 순으로 평가등급과 기업가치 간 양(+) 의 상관관계가 강함
임옥빈 (2019)	ESG 점수와 기업성과 간 관계	사회(S)와 지배구조(G) 성과가 좋을수록 당기,차기 기업가치에 양(+) 의 영향을 미침
서승주 등 (2016)	CSR 성과와 기업가치 간 관계	기업의 CSR 성과가 높으면 장기적으로 기업가치에 음(-) 의 영향을 미침

### 3. 기업 재무상태별 ESG 성과와 재무가치 간 관계

ESG 성과가 재무성과와 기업가치에 미친 영향을 기업의 재무상태와 연계해 분석한 선행연구도 존재한다.

강원 등(2020)은 한국기업지배구조원, 서스틴베스트 등 국내 ESG 평가 기관들의 2015년~2018년 4개년 평가 결과를 활용하여 기업 ESG 성과가 기업가치에 미치는 영향을 실증분석하였다. 연구결과 환경(E), 사회(S), 지배구조(G) 항목에 따라 강도 차이는 있으나 모든 항목이 재무성과에 양(+)의 영향을 미침을 확인하였는데, ESG 성과와 재무성과 간 양(+)의 상관관계는 수익률이 높은 기업에서 두드러지게 나타났음을 확인하였다.

민재형, 김범석(2019)은 2011년부터 2017년까지 한국기업지배구조원의 ESG 통합 평가등급을 활용해 약 3,000개 기업을 대상으로 ESG 성과가 기업가치에 미친 영향을 분석하였다. 연구결과 ESG 성과는 단기적으로 기업가치와 음(-)의 상관관계를 가졌으나, 재무상태가 좋은 기업에 한해 장기적으로 기업가치와 양(+)의 상관관계를 나타냈다. 반면 재무상태가 좋지 않은 기업의 경우 ESG 성과가 우수한 기업과 그렇지 못한 기업 간 장기적인 기업가치에 유의미한 차이가 없어, ESG 성과와 기업가치 간 상관관계가 없음을 확인하였다. 이를 통해 재무상태가 좋지 않은 기업은 비재무적 성과보다 재무적 성과향상을 위한 노력을 선행할 필요가 있음을 지적하였다.

이용대 등(2015)은 한국기업지배구조원에서 발표한 2011~2019년 ESG 평가 등급을 활용해 사회적 책임활동과 재무 건전성이 기업가치에 미치는 영향에 대해 연구하였다. 연구결과 재무상태가 좋은 기업이 ESG 성과와 기업가치 간 양(+)의 상관관계가 가장 높았음을 확인하였다. 반면 재무상태가 나쁜 기업의 경우 ESG 성과와 기업가치 간 통계적으로 유의한 상관관계가 매우 낮아, 사회적 책임활동보다 재무성과를 개선하는 것이 기업가치 향상에 효과적이라는 것을 확인하였다.

이상의 연구들은 공기업을 대상으로 한 분석은 아니지만, 이를 활용해 공기업의 ESG 경영이 재무성과에 미칠 수 있는 영향을 추론할 수 있다.

공기업의 재무상태가 민간에 비해 나쁘다는 점은 일반적인 사실이다. 김지영(2011)에 따르면 공공성과 수익성을 함께 추구해야 하는 조직목표의 모호성, 복대리인 문제와 정치권 개입에 따른 공공요금 통제 등 구조적 특성으로 인해 통상 공기업은 민간기업보다 수익성은 더 낮고, 부채비율 등 재무상태는 더 나쁘다. 실제로 한국전력공사, 지역난방공사를 포함한 상장 공기업 대부분이 원가보다 낮은 공공요금 통제로 2022년에 막대한 적자를 기록할 것이 확실시되는 상황이다.

이상의 논의를 종합하면 공기업은 유사한 민간기업에 비해 수익성이 낮아 재무상태가 상대적으로 좋지 않을 것이므로, ESG 경영이 재무성과 및 기업가치에 미치는 긍정적 영향은 민간기업보다 공기업에서 더 적게 나타날 것이란 추론이 가능하다.

**<표 4-3> 선행연구 요약(기업 재무상태별 ESG 성과와 재무가치)**

연구자	연구 주제	주요 내용
강원 등 (2020)	ESG 점수와 재무성과 간 관계	ESG 모든 항목이 재무성과에 양(+의 영향을 미치며, 수익률이 더 높은 기업에서 상관관계가 강하게 나타남
민재형, 김범석 (2019)	ESG 점수와 기업가치 간 관계	재무상태가 좋은 기업에 한해 ESG 성과와 장기 기업가치 간 양(+의 상관관계가 나타나며, 나쁜 기업은 유의한 상관관계를 보이지 않음
이용대 등 (2021)	CSR 점수와 기업가치 간 관계	재무상태가 좋은 기업이 ESG 성과와 기업가치 간 양(+의 상관관계가 가장 강하며.나쁜 기업은 상관관계가 매우 낮게 나타남

#### 4. 공기업 ESG 경영과 재무가치 간 관계

공기업 ESG(또는 CSR)에 관한 연구의 경우 민간에 비해 선행연구가 매우 적다. 게다가 선행연구 대부분 공기업의 성공적 ESG 경영 도입을 위한 규범적인 분석에 그치고 있어, 공기업의 ESG 성과가 재무성과에 미치는 영향에 대한 실증연구가 매우 부족한 상황이다.

정준혁 등(2022)은 주인(국민)-1차대리인(정부)-2차대리인(공기업)의 복대리인 문제를 가지고 있는 공기업이 ESG 요소를 지나치게 중시할 경우 기존에도 소홀한 것으로 지적받고 있는 이윤 극대화 및 주주가치 보호 측면에서 부정적인 영향을 미칠 수 있음을 지적하였다. 이를 통해 공기업의 ESG 경영은 비재무적 요소뿐만 아니라 재무요소와 주주권리 강화에 대한 고려가 함께 필요함을 언급하였다.

최석호(2016)와 임진한(2014)은 공공기관 경영평가의 사회공헌 점수가 재무, 비재무성과에 미치는 영향을 각각 분석하였다. 연구결과 사회공헌 점수가 높은 공기업일수록 고객만족도, 기업 이미지 같은 비재무성과에 긍정적인 영향을 미쳤으나, 재무성과에는 유의한 영향을 미치지 않음을 확인하였다. 두 연구 모두 공공요금 결정이 정부의 통제를 받아 사회적 책임활동이 재무성과로 이어지지 못함을 지적하였다.

<표 4-4> 선행연구 요약(공기업 ESG 경영과 재무가치)

연구자	연구 주제	주요 내용
정준혁 등 (2022)	ESG 경영과 기업가치 간 관계	공기업의 지나친 ESG 경영은 이윤극대화 및 주주가치 보호 측면에 부정적인 영향을 미침
최석호 (2016), 임진한 (2014)	공기업 CSR과 재무성과 간 관계	공기업 CSR 성과는 비재무적 성과에 긍정적인 영향을 미치나, 재무성과에는 유의미한 영향을 주지 못함

## 5. 선행연구의 시사점

선행연구를 통해 ESG로 대표되는 비재무 성과를 위한 기업의 노력은 재무성과와 기업가치에 긍정적인 영향을 미치나, 공기업의 경우 민간과 다른 구조적 특성(독점 서비스, 정부의 공공요금 통제)으로 사회적 책임 활동 등이 재무성으로 이어지지 않음을 확인하였다.(최석호, 2016)

또한 기업의 재무상태에 따라 ESG 성과가 재무가치에 미치는 긍정적 영향의 강도가 달라질 수 있다는 점을 확인하고(임옥빈, 2019; 강원 등, 2020; 민재형, 김범석, 2019; 이용대 등, 2021;), 이를 통해 ESG가 기업 재무성으로 미치는 긍정적 영향의 강도가 민간기업보다 공기업에서 더 낮게 나타날 수 있음을 추론하였다.

정부는 공기업에 대한 ESG 관련 규제를 계속해서 강화하고 있으나, 정책 효과성 측면에서 기업형태가 ESG와 재무가치 간 상관관계에 어떤 영향을 미칠지는 실증된 바가 없다. 따라서 본 연구는 기업형태 구분에 따라 ESG 평가결과와 재무성과 간 관계에 차이가 있는지 검증하기 위해 패널분석을 실시하고자 한다.

이 외에도 ESG의 영향력이 빠르게 확산하기 시작한 것은 BlackRock의 Larry Fink 회장의 연례 서한이 변곡점임을 확인하였다. 실제로 글로벌 기업들이 ESG 경영을 본격 추진하기 시작한 것은 2020년 이후이지만, ESG와 재무적 성과 간 관계에 관한 선행연구는 대부분 2020년 이전에 이루어져 기업들의 ESG 경영을 위한 노력이 재무성으로 연결되는지는 실증된 바가 부족하다. 따라서 본 연구에서는 2020년 BlackRock ESG 중심 투자선언 전, 후 구분에 따라 ESG 성과와 기업 재무성과 간의 관계를 검증하기 위한 패널분석을 실시하고자 한다.

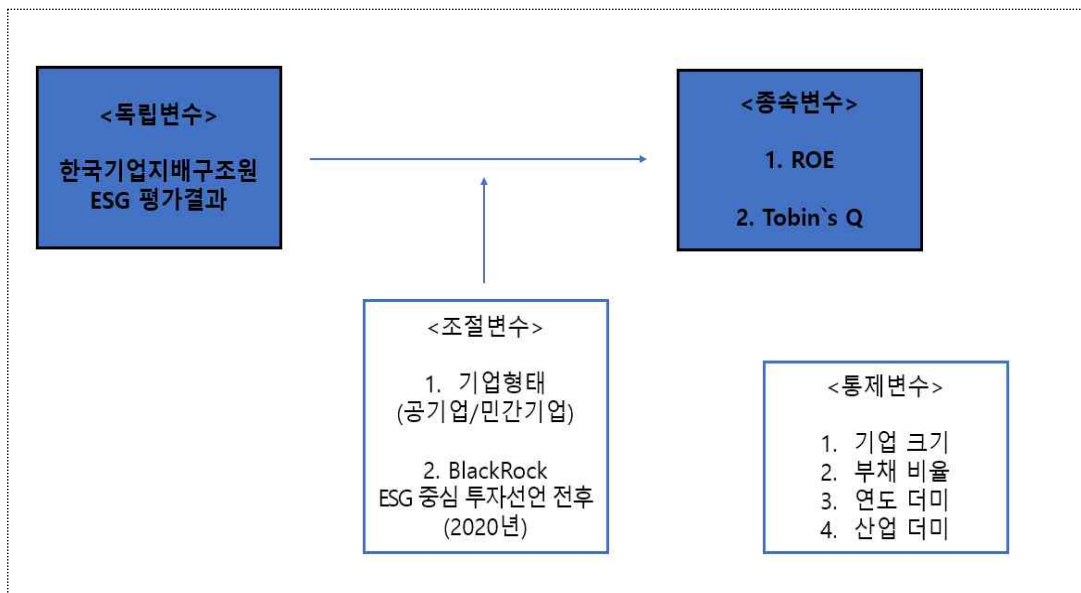
## 제 3 장 연구 설계

### 제 1 절 연구분석틀

본 연구는 “ESG 경영과 재무성과 간 관계에 공기업, 민간기업이라는 기업형태 구분이 영향을 미치는가?”와 더불어 “ESG 경영과 재무성과 간 관계에 2020년 BlackRock의 ESG 중심 투자선언이 영향을 미치는가?”라는 연구 질문에서 시작한다.

이를 검증하기 위해 ESG 평가결과를 독립변수로, 재무적 성과(ROE), 장기 기업가치(Tobin's Q)를 각각 종속변수로 설정하였다. 한편 다양한 선행연구 검토를 통해 ESG 평가결과 외에 종속변수에 영향을 미칠 수 있는 기업 크기, 부채비율, 연도, 산업 현황을 통제하였다.

<그림 2> 연구분석틀



## 제 2 절 연구가설

### 1. ESG 성과와 재무성과

가설 1을 통해 ESG 성과와 재무성과 간 관계를 살펴보려 한다. ESG 성과가 장기 기업가치에 미치는 영향에 대해서 상반된 연구가 존재한다. 양자가 양(+)의 상관관계를 갖는다는 장승욱(2013), 여영준 등(2015) 등 연구가 있는 반면에, 유의한 상관관계가 없다는 McWilliams and Siegel (2010) 등의 연구도 존재한다. 따라서 본 연구는 ESG 성과와 재무성과 간 관계를 확인하여 선행연구를 보완하려 한다.

가설 2를 통해서는 기업형태 구분이 ESG 성과와 재무성과 간 관계에 미치는 영향을 살펴보고자 한다. 선행연구를 통해 재무상태가 좋을수록 ESG 성과가 재무성과에 미친 긍정적 영향이 강해짐을 확인하였고(강원 등, 2020), 공기업의 비재무적 성과는 민간과 달리 재무성과로 이어지지 않음을 확인하였다.(최석호, 2016; 임진한, 2014)

김지영(2011)에 따르면 공공요금 통제 등으로 공기업 재무상태는 통상 민간기업보다 나쁘며, Dewenter and Malatesta(2001, 김지영, 2011에서 재인용)를 포함해 많은 선행연구가 이러한 주장을 뒷받침한다. ESG와 관련된 선행연구와 이를 종합해보면, ESG가 재무성과에 미치는 긍정적 영향은 민간기업이 공기업보다 더 강할 것이라는 추론이 가능하다.

본 연구는 이상의 논의를 종합해 기업형태별로 가설을 구분하고, ESG 성과와 재무성과 간 상관관계의 방향과 강도가 달라지는지 확인하려 한다.

**가설 1. ESG 평가결과가 좋을수록 재무성과에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.**

**가설 2. ESG 평가결과가 재무성과에 미치는 긍정적인 영향은 민간기업이 공기업에 비해 더 클 것이다.**

## 2. ESG 성과와 장기 기업가치

가설 3을 통해 ESG 성과와 장기 기업가치 간 관계를 살펴보려 한다. ESG 성과가 장기 기업가치에 미치는 영향에 대해 상반된 연구가 존재한다. 양자가 양(+)<sup>1</sup>의 상관관계를 갖는다는 연구로 이정은, 김진섭(2013), 이명순(2015), 오상희 등(2019), 임옥빈(2019) 등이 있는 반면에, 음(-)<sup>2</sup>의 상관관계를 갖는다는 서승주(2016)의 연구도 있다. 본 연구에서는 ESG 성과와 장기 기업가치 간 관계를 확인하여 선행연구를 보완하고자 한다.

가설 4를 통해서도 기업형태의 구분이 ESG 성과와 장기 기업가치 간 관계에 미치는 영향을 살펴보려 한다. 선행연구를 통해 복대리인 문제를 지닌 공기업의 특성으로 ESG 경영이 기업가치에 부정적 영향을 미칠 수 있고(정준혁 등, 2022), 재무상태가 좋을 때 ESG 성과와 기업가치 간 양(+)<sup>3</sup>의 관계가 강해짐을 확인하였다.(민재형, 김범석, 2019; 이용대, 2021;)

김지영(2011)에 따르면 공공성과 기업성을 함께 추구하는 경영목표의 모호성, 정치권의 개입에 따른 효율 저하 등으로 공기업의 재무상태는 통상 민간에 비해 좋지 않으며, Majumdar(1996, 김지영, 2011에서 재인용)를 포함해 많은 선행연구가 이러한 주장을 뒷받침한다. 이를 ESG 관련 선행연구와 종합해보면, ESG가 장기 기업가치에 미칠 긍정적 영향의 강도는 민간기업이 공기업보다 더 높을 것이라고 예상할 수 있다.

본 연구에서는 이상의 논의를 종합해 기업형태별로 가설을 구분하여 ESG 성과와 장기 기업가치 간 상관관계를 분석하고, ESG 성과와 장기 기업가치 간 상관관계의 방향과 강도가 달라지는지 확인하고자 한다.

**가설 3. ESG 평가결과가 좋을수록 장기 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.**

**가설 4. ESG 평가결과가 장기 기업가치에 미치는 긍정적인 영향은 민간기업이 공기업에 비해 더 클 것이다.**



### 3. 연도별 ESG 성과와 재무가치

가설 5, 6을 통해서는 2020년에 있었던 BlackRock ESG 중심 투자선언이 ESG 성과와 재무가치 간 관계에 미친 영향을 살펴보고자 한다.

제2장의 이론적 배경에서 ESG가 기업의 경영의 가장 핵심적인 요소로 자리 잡은 배경으로 2020년 BlackRock Larry Fink 회장의 ESG 투자선언이 가장 중요함을 언급하였다. 사득환(2021), 박순애 등(2021), 한동숙(2021)을 비롯한 많은 연구에서 해당 선언 이후에 ESG가 국제적인 규범으로 확산하기 시작했고, 개별 기업들 또한 2020년부터 ESG 경영을 추진하며 경영환경의 새로운 흐름에 적극 대응하고 있음을 확인하였다.

국내에서는 네이버, 카카오가 2020년에 ESG 보고서 발간을 시작했고, SK텔레콤은 2021년 ESG 위원회 설립 후 국내 IT 기업 최초로 RE100을 선언했다. 해외에서는 애플이 2021년부터 임원의 성과급 책정 시 ESG 성과를 반영하기로 했고, 구글은 2020년에 ‘탄소제로 프로젝트’를 발표해 향후 10년간 신재생에너지 사업에 6조 원 이상을 투자할 계획을 밝혔다.

이상의 선행연구와 기업 사례들을 종합해보면, ESG 경영이 본격화된 2020년 이후 기업들의 ESG 성과가 전반적으로 향상되었을 것으로 예상할 수 있다. 이를 가설 1, 3과 종합해보면 ESG 성과가 재무가치에 미칠 긍정적 영향의 강도는 2020년 이후가 그 이전보다 높을 것이라는 추론이 가능하다.

본 연구에서는 이상의 논의를 종합해 BlackRock의 ESG 투자선언(2020년) 전, 후 구분에 따라 ESG 성과와 재무가치 간 상관관계의 방향과 강도가 달라지는지 확인하고자 한다.

**가설 5. ESG 평가결과가 재무성과에 미치는 긍정적인 영향은 BlackRock의 ESG 투자선언 이후에 더 클 것이다.**

**가설 6. ESG 평가결과가 장기 기업가치에 미치는 긍정적인 영향은 BlackRock의 ESG 투자선언 이후에 더 클 것이다.**

## 제 3 절 연구변수 설정 및 조작적 정의

### 1. 독립변수

본 연구에서는 기업의 비재무적 성과를 한국기업지배구조원에서 매년 발표하는 ESG 평가로 정의하려 한다. 한국기업지배구조원은 2011년부터 매년 약 900개 상장회사 대상으로 ESG 평가를 발표하고 있으며, 기업의 ESG 성과가 재무가치 등에 미치는 영향을 연구한 다수의 선행연구에서 한국기업지배구조원 ESG 평가를 활용한 바 있다. (이용대 등, 2021)

평가등급은 S, A+, A, B+, B, C, D의 총 7단계로 구성되어 있어 서열 척도의 특성을 지니나, ESG 평가등급 변화에 따라 종속변수에 미치는 영향의 방향과 강도를 측정하고자 하는 연구목적 및 연구 편의성 등을 종합적으로 고려하여 본 연구에서는 독립변수인 ESG 평가등급을 등간 척도로 가정하여 활용하고자 한다.

### 2. 종속변수

#### 1) 자기자본이익률(ROE)

본 연구에서 재무성과는 기업이 자본을 이용하여 얼마만큼의 이익을 창출했는지 나타내는 지표인 자기자본이익률(Return on Equity, ROE)로 정의하고자 한다. ESG 성과와 기업 재무성과 간 관계를 연구한 다수의 선행연구에서 ROE를 활용한 바 있다. (민재형 등, 2019; 임옥빈, 2019)

박순애 등(2021)에 따르면 ROE는 회사 자산에서 부채를 제외한 순수 자본을 기업의 당기순이익으로 나눈 값으로, 시가총액과 무관하게 해당 기업이 가용할 수 있는 자기자본을 통해 얼마만큼의 이윤을 창출했는지 나타내는 지표로 볼 수 있다.

ROE는 기업경영의 효율성을 측정하는 대표적 지표 중 하나이며, 이서영(2018)에 따르면 상장 공기업은 정부라는 지배주주가 있음에도 개인

투자자 등이 존재하므로 정부 지분율이 100%로 자기자본 활용 유인이 부족한 비상장 공기업보다 ROE가 훨씬 중요한 평가지표가 될 수 있다.

$$ROE(\text{자기자본이익률, Return on Equity}) = \frac{\text{당기순이익}}{\text{자기자본}} \times 100$$

## 2) Tobin's Q

본 연구에서 장기 기업가치는 주식시장에서 평가된 기업의 가치를 총 실물자본의 구입가격으로 나눈 값인 Tobin's Q로 정의하고자 한다. Tobin's Q는 경제학자 James Tobin이 창시한 투자 이론으로, 전통적 투자 함수의 주요 변수인 이자율 외에 투자유인에 대한 포괄적 정보를 고려해 기업에 대한 투자가 결정된다는 이론이다. ESG 성과와 기업 장기가치 간 관계를 연구한 많은 선행연구에서도 Tobin's Q를 활용하여 기업의 장기가치 측정에 활용한 바 있다. (장승욱 등, 2021; 이정은 등, 2013)

Tobin's Q가 큰 기업은 그렇지 않은 기업보다 적은 비용과 노력으로 더 높은 시장가치를 획득할 수 있고, 통상  $q > 1$ 일 때 기업은 기업가치의 향상을 위해 추가 시장가치의 획득을 위한 투자를 한다고 알려져 있다.

Tobin's Q 측정법에 대해서는 다양한 논의가 있으나, 본 연구에서는 일반적으로 활용되는 장부가치에 의한 계산법을 활용하고자 하며, (이서영, 2018) 연구대상 기업이 매년 공시하는 재무상태표 및 손익계산서를 활용하여 직접 산정하고자 한다.

$$\text{토빈의 } q = \frac{\text{자본의 시장가치(시가총액)} + \text{부채의 장부가치}}{\text{자산의 장부가치}}$$

## 3. 통제변수

통제변수로는 박순애 등(2021), 민재형 등(2015, 2019)의 연구를 참고해 기업 규모, 부채비율, 업종, 사업연도, 해외사업 시행여부를 선정하였다.

## 제 4 절 분석방법

본 연구에서 활용하고자 하는 독립변수, 종속변수 자료는 횡단면 자료(기업별 데이터)와 시계열 자료(2011 ~ 2022년간 연도별 데이터 등)이 혼재되어 패널 데이터라고 볼 수 있다. 따라서 본 연구는 패널 데이터의 분석을 위한 모형을 활용하고자 한다.

문창웅(2021)에 따르면 패널분석이 가지고 있는 장점들은 다음과 같다. 첫째, 시계열 자료와 횡단면 자료의 특성을 함께 갖춘 자료인 패널 데이터를 분석 대상으로 활용하기 때문에 단순한 횡단면, 시계열 자료와 비교했을 때 상대적으로 많은 정보를 포함하고 있다. 이는 다중공선성(Multi-collinearity) 문제의 완화를 통해 결과적으로 효율적인 추정량(Efficient estimator)를 얻을 것으로 기대할 수 있다.

둘째, 기본적으로 동일 패널에 대한 반복적 측정이 이루어지기 때문에 변수들 간의 정적 관계만을 추정할 수 있는 횡단면 분석에 비해 시간의 경과 등에 따른 데이터의 변동량 및 방향을 파악할 수 있으며, 주기적인 반복 측정이 이루어지므로 동적인 연구가 가능하다.

셋째, 패널 분석은 개체특성 효과(Individual Effect)와 시간특성 효과(Time Effect)를 함께 고려하기 때문에 개체들의 관찰되지 않는 이질성(Unobserved Heterogeneity) 요인을 고려하여 누락 변수에 의한 영향을 최소화할 수 있다.

패널 회귀분석에는 최소자승법(OLS), 고정효과 패널 회귀분석(Fixed Effect Panel Regression), 확률효과 패널 회귀분석(Random Effect Panel Regression) 등이 있으나 본 연구는 확률효과 패널 회귀분석을 사용하려 한다. 먼저 최소자승법의 경우 오차항의 기댓값, 분산, 오차항의 상관관계 등 기본적인 OLS 가정이 성립될 때에만 효율적인 OLS 추정량을 얻을 수 있으나, 본 연구에서 활용하고자 하는 패널데이터의 구조적인 특성상 오차항에 이분산성 또는 자기상관이 존재할 가능성이 매우 높다. 이러한 경우 최소자승법을 활용 시 비효율적인 추정량을 도출할 우려가 있다. 다음으로는 고정효과 모형과 확률효과 중 어느 모형을 사용할지

판단해야 하는데, 이를 판단하는 중요한 기준은 오차항을 구성하는 관찰되지 않은 개체특성 효과와 시간특성 효과에 대한 가정을 어떻게 하느냐에 따라 결정된다. 유경민(2019)에 따르면, 확률효과모형은 모든 오차항이 독립적이고 동질적으로 분포되었다고 가정하여 시간불변적 개체특성이 설명변수와는 상관성이 없는 것으로 전제한다. 이영훈(2001)에 따르면, 확률효과모형의 이러한 특성으로 인해 큰 모집단으로부터 추출된 표본에 대한 추론을 도출할 경우에는 확률효과모형을 활용하는 것이 보다 적합하다.

본 연구에서 검증하고자 하는 가설들은 공기업, 민간기업 구분에 따른 비교 및 2020년 BlackRock ESG 중심 투자선언 전, 후 구분에 따른 비교를 한다는 점에서 각 표본들이 지니고 있는 고유한 특성들이 시간의 흐름에 따라 유지되지 않고 변화할 가능성이 매우 높다고 볼 수 있다. 따라서 본 연구에서는 확률효과 패널 회귀분석보다 고정효과 패널 회귀분석이 보다 적합할 것으로 판단하였다. 추가적으로 확률효과모형을 활용하는 것이 적합한지 통계적으로 검증하기 위해 라그랑지 승수 검정 및 Hausman 검정을 실시하였고, 검정결과 확률효과모형이 적합한 것을 확인하였다.

본 연구에서 조절효과는 상호작용 효과(Interaction Effect)에 의해 측정된다. 이를 측정하기 위해 독립변수와 조절변수를 곱한 상호작용항이 포함된 모형 2, 3, 5, 6과 포함되지 않은 모형 1, 3으로 구성된 위계적 모형을 각각 설정하였다. 해당 모형을 통해 결정계수( $R^2$ ) 및 상호작용항 회귀계수( $\beta_{2,3}$ )를 활용해 가설에서 언급된 조절효과가 실재하는지 측정하려 한다.

본 연구에서 활용하고자 하는 회귀식의 모형은 아래와 같으며, 여기서 Y는 재무성과 및 기업 장기가치, X는 기업들의 ESG 성과를 의미한다.

<표 5> 회귀식 모형

$$\text{가설 1, 3 : } Y_{i,t} = \beta_1 * X_{1,i,t} + C_{i,t}$$

$$\text{가설 2, 4 : } Y_{i,t} = \beta_1 * X_{1,i,t} + \beta_2 * Z_{1,i,t} + \beta_3 * Z_{2,i,t} + \lambda_1 * X_{1,i,t} * Z_{1,i,t} + C_{i,t}$$

$$\text{가설 5, 6 : } Y_{i,t} = \beta_1 * X_{1,i,t} + \beta_2 * Z_{1,i,t} + \beta_3 * Z_{2,i,t} + \lambda_2 * X_{1,i,t} * Z_{2,i,t} + C_{i,t}$$

\*  $Y_1 = ROE \text{ Percentage}$

$Y_2 =$  토빈의  $q$

$X =$  한국기업지배구조원의  $ESG$  통합등급

$Z_1 =$  공기업/민간기업 구분

$Z_2 = BlackRock ESG$  중심 투자선언 전/후 구분

단,  $C_{i,t} = \alpha + \mu_i * D_i + \gamma_t * D_t + \epsilon_{i,t}$

( $\alpha$  : 절편,  $\mu_i =$  기업 고정효과,  $\gamma_t =$  시간 고정효과,  $\epsilon_{i,t}$  : 오차항)

## 제 5 절 연구대상 선정

본 연구의 목적은 공기업, 민간기업이라는 기업형태 구분에 따라 비재무적인 ESG 성과가 기업의 재무성과와 장기 기업가치에 미치는 영향의 차이를 실증적으로 분석하는 것이다. 따라서 본 연구는 ESG 평가 결과와 재무정보에 대한 접근성이 높은 상장 공기업 및 해당 공기업과 유사한 민간기업들을 연구하고자 한다.

연구대상이 되는 상장 공기업들에 대한 이해를 위해 공공기관 구분에 대해 살펴보면 다음과 같다. 「공공기관의 운영에 관한 법률」 제4조에 따르면 공공기관이란 정부의 투자, 출자 또는 정부 재정지원 등으로 설립 및 운영되는 기관으로서 일정 요건에 해당하여 기획재정부장관이 매년 지정한 기관을 의미하며, 2022년 기준으로 350개의 기관이 공공기관으로 지정되어 있다.

**<표 6> 공공기관 분류 기준**

구 분	세부 내용	
공기업 (36개)	- 직원정원 50명, 총수입액 30억원, 자산규모 10억원 이상 - 총수입액 중 자체수입액 비중이 50% 이상인 공공기관	
	시장형	- 자산규모 2조원 이상 - 총 수입액 중 자체수입액 비중이 85% 이상
	준시장형	- 시장형 공기업이 아닌 공기업 전체
준정부기관 (94개)	- 직원정원 50명, 총수입액 30억원, 자산규모 10억원 이상 - 총수입액 중 자체수입액 비중이 50% 미만인 공공기관	
	기금관리	- 국가재정법에 따라 기금을 관리 또는 - 기금의 관리를 위탁받은 준정부기관
	위탁집행	- 기금관리형이 아닌 준정부기관 전체
기타공공기관 (220개)	- 공기업, 준정부기관이 아닌 공공기관 전체	

출처 : 공공기관 경영정보 공개시스템(ALIO)

2022년 기준 전체 350개의 공공기관 중 한국거래소 상장 공공기관은 총 8개 기관이다. 이 중 시장형공기업인 한국가스공사, 한국전력공사, 한전KPS와 준시장형 공기업인 한국전력기술, 한전KPS 2개 기관은 에너지 및 유틸리티 기업으로 구분할 수 있다. 기타 공공기관에 지정된 강원랜드, GKL, 기업은행 3개 기관은 레저, 금융 업종으로 구분할 수 있다.

비록 「공공기관의 운영에 관한 법률」에 의해 분류된 기관 형태는 각각 다르더라도, 위 8개 기관 모두 비상장 공공기관과 비교하면 상대적으로 자본시장의 감독, 개인과 기관투자자 그리고 언론의 관심 등으로 인해 재무가치에 민감하게 반응할 수밖에 없는 구조적인 특성을 지니고 있어 민간기업과의 비교에 더 적합하다고 볼 수 있다.

위 8개 공기업과의 비교 연구를 위해 업종, 산업 내 기업의 지위, 시가총액, 재무성과 및 장기 기업가치 관련 자료확보 용이성 등을 고려하여 상장 민간기업 12개를 선정하였다. 비교연구 대상 기업은 아래와 같다.

<표 7> 비교연구 대상 기업

업종	공기업 (주요 사업)	민간기업 (주요 사업)
유틸리티 / 에너지	한국가스공사 (가스 판매) 한국전력공사 (전력 판매) 한국전력기술 (발전소 설계) 한국지역난방공사 (난방) 한전KPS (발전소 정비)	삼천리, SK가스, 서울도시가스, S-OIL, E1 (가스 등 판매) 한전산업개발 (발전소 정비) 두산에너빌리티 (발전소 설계) LS ELECTRIC (배전설비 판매) SK INNOVATION, 삼성SDI (에너지 등)
레저	강원랜드, GKL (카지노, 관광)	하나투어 (관광)
금융	기업은행 (금융)	신한지주, KB금융, 하나금융 (금융)



연구대상으로 선정한 공기업들의 2021년말 일반현황은 아래와 같다.

<표 8> 연구대상 공기업 일반현황 (2021년말 기준)

기관명	설립	임직원	자 산(백만원)	매출(백만원)
한국가스공사	1983	4,271	43,669,902	27,520,756
한국전력공사	1961	23,815	211,114,738	60,574,819
한국전력기술	1975	2,316	705,509	433,127
지역난방공사	1985	2,176	6,517,362	2,536,796
한전KPS	1984	6,625	1,426,920	1,380,553
강원랜드	1998	3,903	3,827,273	788,433
GKL	2005	1,810	531,306	85,087
기업은행	1961	13,689	398,071,914	21,430,241

출처 : 전자공시시스템(DART)

연구대상으로 선정한 민간기업들의 2021년말 일반현황은 아래와 같다.

<표 9> 연구대상 민간기업 일반현황 (2021년말 기준)

기관명	설립	임직원	자 산(백만원)	매출(백만원)
삼천리	1955	842	4,245,309	3,763,316
SK가스	1985	603	5,121,535	6,494,513
서울도시가스	1983	517	1,662,602	1,277,844
S-OIL	1976	31,54	18,693,235	27,463,918
E1	1984	298	3,999,326	5,152,300

한전산업개발	1990	3,112	163,320	321,065
두산에너빌리티	1962	5,630	23,720,546	11,283,611
LS ELECTRIC	1974	3,338	2,020,324	2,232,430
SK이노베이션	1962	1,353	49,557,440	46,842,929
삼성SDI	1971	1,416	1,198,450	1,071,042
하나투어	1993	1,140	430,595	20,315
신한지주	1982	13,534	467,435,213	5,952,096
KB금융	2008	161	663,895,834	11,229,572
하나금융	2005	113	502,445,270	10,136,871

출처 : 전자공시시스템(DART)

## 제 6 절 자료의 수집

본 연구에서 독립변수로 사용되는 ESG 성과는 한국기업지배구조원이 매년 발표하는 평가자료 중 2012년부터 2022년까지의 11개년의 자료를 활용하고자 한다.

한국기업지배구조원은 2003년부터 국내 기업 지배구조 평가를 시행해 왔으며, 2011년부터는 기업의 사회책임, 환경경영을 포함한 ESG에 대한 평가를 진행하고 있다. 2022년을 기준으로 평가대상은 상장회사 약 900개에 달하며, ESG 평가모형은 OECD 기업지배구조원칙과 사회적 책임 활동과 관련한 국제표준인 ISO26000 등 관련 국제기준에 부합할 뿐만 아니라 국내의 경영환경 등을 충실히 반영한 공신력 있는 모형으로 평가 받고 있다.

<표 10> 한국기업지배구조원 ESG 평가모형

구 분	대분류	중분류
환 경	리더십과 거버넌스	환경경영 리더십
		환경경영 전략 및 목표
		환경경영 거버넌스
	위험 관리	환경 위험과 기회의 식별, 평가 및 관리
		기후변화 위험 및 기회
		위험관리체계
	운영 및 성과	(설계) 친환경 제품 및 서비스
		(조달/구매/유통) 친환경 공급망
		(생산) 친환경 사업장
		성과 관리
		환경회계
	이해관계자 소통	생태계 보전
		이해관계자 설정
		이해관계자 대응 활동
	사 회	리더십과 거버넌스
리더십		
전략과 방침		
조직과 의사결정		
기업문화		
비재무 위험		비재무 위험의 통합적 관리

	관리	비재무 위험과 기회의 인식
		비재무 위험 대응
	운영 및 성과	인권
		노동관행
		공정운영관행
		지속가능한 소비
		정보보호
	이해관계자 소통	지역사회 참여 및 개발
		이해관계자 참여
	지배구조	이사회 리더십
이사회의 역할과 책임		
이사의 역할과 책임		
이사회의 구성		
사외이사		
이사회의 운영 및 관련 위원회		
주주권 보호		주주의 권리 및 주주총회
감사		내부 감사
		외부 감사
이해관계자 소통		주주 및 이해관계자와의 직접 소통
	정보공개	

출처 : 박순애 등(2021)의 내용을 활용하여 저자 작성

<표 11> 한국기업지배구조원 ESG 평가등급 분류

등급	등급별 의미
S	지배구조, 환경, 사회 모범기준이 제시한 지속가능경영 체계를 매우 충실히 갖추고 있으며, 비재무적 리스크로 인한 주주가치 훼손의 여지가 매우 적음
A+	지배구조, 환경, 사회 모범기준이 제시한 지속가능경영 체계를 충실히 갖추고 있으며, 비재무적 리스크로 인한 주주가치 훼손의 여지가 상당히 적음
A	지배구조, 환경, 사회 모범기준이 제시한 지속가능경영 체계를 적절히 갖추고 있으며, 비재무적 리스크로 인한 주주가치 훼손의 여지가 적음
B+	지배구조, 환경, 사회 모범기준이 제시한 지속가능경영 체계를 갖추기 위한 노력이 다소 필요하며, 비재무적 리스크로 인한 주주가치 훼손의 여지가 다소 있음
B	지배구조, 환경, 사회 모범기준이 제시한 지속가능경영 체계를 갖추기 위한 노력이 다소 필요하며, 비재무적 리스크로 인한 주주가치 훼손의 여지가 있음
C	지배구조, 환경, 사회 모범기준이 제시한 지속가능경영 체계를 갖추기 위한 노력이 절대적으로 필요하며, 비재무적 리스크로 인한 주주가치 훼손의 여지가 큼
D	지배구조, 환경, 사회 모범기준이 제시한 지속가능경영 체계를 거의 갖추지 못하여 비재무적 리스크로 인한 주주가치 훼손이 우려됨

출처 : 한국기업지배구조원 보도자료를 활용하여 저자 작성

한국기업지배구조원이 ESG 평가등급을 발표하기 시작한 2011년부터 2020년까지 연도별로 부여된 ESG 등급은 아래와 같다. S등급은 최근에

추가되었기 때문에(2021년) 기존 평가 등급은 A+에서 D등급 사이에 고루 분포되어 있으며, ESG에 대한 기업의 관심이 본격화되기 시작한 2020년 전후로 A+ 및 A등급을 받은 기업들이 증가하고 있음을 확인할 수 있다.

<표 12> 한국기업지배구조원 연도별 ESG 평가등급 현황

연도	A+	A	B+	B	B이하	C	D	총 계
2011	11	39	58	0	417	0	0	525
2012	6	37	79	0	538	0	0	660
2013	6	33	90	0	560	0	0	689
2014	2	43	88	0	558	0	0	691
2015	1	27	77	0	587	0	0	692
2016	8	33	106	0	562	0	0	709
2017	5	38	115	0	574	0	0	732
2018	8	41	100	0	577	0	0	726
2019	<b>7</b>	<b>50</b>	139	308	0	336	35	875
2020	<b>16</b>	<b>93</b>	147	319	0	306	27	908

출처 : 박순애 등(2021)의 내용을 활용하여 저자 작성

한국기업지배구조원 외에도 국내 기업에 대한 ESG 평가를 진행하는 기관으로는 서스틴베스트, 경제정의실천시민연합이 있다. 서스틴베스트의 경우 2008년부터 기업의 ESG 평가결과를 공개하고 있으나, 환경, 사회, 지배구조 각각의 평가결과와 종합결과를 함께 발표하는 한국기업지배구조원과 달리 종합결과만 발표하고 있다. 또한 국내 연구에서 장승욱 등

(2013)을 제외하면 사용된 적이 없어 본 연구에서는 사용하지 않는다. 다음으로 경제정의실천시민연합이 발표하는 경제정의지수는 평가모형을 자체 개발하여 사회적 책임성과가 상위인 200개 기업을 공개하고 있고 (임옥빈 등, 2019) 이를 활용한 연구들도 일부 존재하나(나영 등, 2011) 코스피와 코스닥에 상장된 전체 기업 중 상위 200개에 해당하는 기업만 분석대상으로 삼아 연구에 필요한 자료수집에 어려움이 있어 마찬가지로 본 연구에서는 사용하지 않는다.

본 연구에서 종속변수로 사용되는 ROE 및 Tobin's Q의 측정을 위해 금융감독원 전자공시시스템(DART)에 공시된 사업보고서, 기말 연결재무상태표, 손익보고서 및 KIS VALUE 시스템 등을 활용하고자 하며, 독립변수와 마찬가지로 2011년부터 2021년까지의 11개년의 자료를 수집하여 활용하고자 한다.

정리하면, 본 연구에서 활용하고자 하는 독립변수 및 종속변수의 패널 데이터는 약 240여개이다. 박원우 등(2010)에 따르면, 회귀분석의 경우 대부분의 연구 상황에서 표본크기가 100 이상이 되어야 안정적이라고 보는 보수적인 견해가 지배적이며, 통계적 검정력의 경우 연구 분야마다 선호되는 수준은 상이할 수 있으나 통상적으로 80% 이상인 경우 대부분의 학자들에게 수용될 수 있음을 지적한 바 있다.

본 연구에서는 240개가 넘는 패널 데이터를 활용하고 있으며, 통계적 검증력 분석(Statistical power analysis) 결과 약 8% 이상의 검정력을 얻었으므로, 회귀분석에 필요한 충분한 패널데이터를 확보한 것으로 볼 수 있다.

## 제 4 장 연구 결과

### 제 1 절 기초 통계량

#### 1. 독립변수

본 연구의 독립변수인 ESG 성과는 한국기업지배구조원에서 발표하는 ESG 통합등급을 활용하였다. 한국기업지배구조원의 ESG 평가 등급은 S, A+, A, B+, B, B이하, C, D로 구성되어 있으며, 제3장에서 언급한 바와 같이 본 연구에서는 이를 등간척도로 가정하고 [표 13]와 같이 ESG 통합등급을 환산 적용 후 계량화하였다.

[표13] ESG 등급별 점수 환산내역

등 급	S	A+	A	B+	B	B이하	C	D
점 수	8	7	6	5	4	3	2	1

독립변수에 대한 기초통계 분석 결과 평균은 5.10점, 표준편차는 1.25 점으로서 최대값은 7점, 최소값 3점으로 편차가 4점에 이르는 등 고루 분포되어 있으므로 충분한 변별력을 갖추었다고 볼 수 있다.

[표14] 독립변수(ESG 등급) 기초 통계량

구 분	표본수	평 균	표준편차	최소값	최대값
ESG 등급	238	5.1008	1.2521	3	7



## 2. 종속변수

### 1) 자기자본이익률(ROE)

ROE는 각 기업의 당기순이익을 자기자본으로 나누어 산출한 것으로, 당기순이익과 자기자본 모두 지배기업의 소유주에게 귀속되는 금액만을 활용하여 산출하였다.

분석 대상 기업은 22개, 패널데이터는 총 242개로 평균이 6.77, 표준편차가 12.69로 나타났다. 본 연구에서 조절변수로 활용하는 기업형태(공기업/민간기업), 연도(2020년 이전/이후) 구분에 따른 ROE는 다음과 같다.

기업형태에 따라 ROE를 비교한 결과 공기업은 평균이 8.65, 표준편차가 11.90이며 민간기업은 평균이 5.69, 표준편차가 13.04로 공기업이 다소 높은 것을 확인하였다.

연도에 따라 ROE를 비교한 결과 2020년 이전 평균은 8.31, 표준편차가 9.37이었으나, 2020년 이후 평균이 -0.14, 표준편차가 20.99으로 2020년 이전이 뚜렷하게 높은 모습을 보였다.

[표 15] 종속변수(ROE) 기초 통계량

구 분	표본수	평 균	표준편차	최소값	최대값
총 합	242	6.7736	12.6972	-108.9339	52.1231
공기업	88	8.6573	11.9083	-26.0414	52.1231
민간기업	154	5.6972	13.0424	-108.9339	25.3305
2020년 이전	198	8.3111	9.3769	-25.2070	52.1231
2020년 이후	44	-0.1453	20.9973	-108.9339	21.7598

## 2) Tobin's Q

Tobin's Q는 각 기업의 시가총액과 부채의 합계금액을 총자산으로 나누어 산출한 것으로, 시가총액은 각 회계연도 기말의 보통주 및 우선주를 더한 금액을 활용하였다.

분석 대상 기업은 22개, 패널데이터는 총 242개로 평균은 1.33, 표준편차가 0.84로 나타났다. 본 연구에서 조절변수로 활용하는 기업형태(공기업/민간기업), 연도(2020년 이전/이후) 구분에 따른 Tobin's Q는 다음과 같다.

기업형태에 따라 Tobin's Q를 비교한 결과 공기업은 평균이 1.68, 표준편차가 1.120이며 민간기업의 경우 평균이 1.13, 표준편차가 0.61로 공기업이 다소 높은 것을 확인하였다.

연도에 따라 Tobin's Q를 비교해보면 2020년 이전에는 평균이 1.33, 표준편차가 0.85이며 2020년 이후에는 평균이 1.28, 표준편차가 0.80으로 거의 유사한 모습을 보였다.

[표 16] 종속변수(Tobin's Q) 기초 통계량

구 분	표본수	평 균	표준편차	최소값	최대값
총 합	242	1.3304	0.8428	0.6117	5.2702
공기업	88	1.6811	1.1237	0.7259	5.2702
민간기업	154	1.1300	0.5381	0.6117	3.6952
2020년 이전	198	1.3397	0.8536	0.6117	5.2702
2020년 이후	40	1.2887	0.8004	0.6555	4.8769

### 3. 통제변수

본 연구는 ESG 등급변화에 따른 기업의 ROE, Tobin's Q의 변화를 분석하기 위해 기업 자산규모, 부채비율, 해외사업 시행 여부, 산업부문, 사업연도를 통제변수로 활용하였다.

분석 대상 기업 자산규모 평균은 16.5(최소값 11.87, 최대값 20.31)이며, 평균 부채비율은 360.27%(최소값 12.15%, 최대값 1682.56%)이다. 자산규모의 경우 금액이 커서 자연로그로 변환하여 활용하였다.

해외사업 시행 여부는 전체 매출액 중 해외사업 매출액 비중이 2%를 초과하는지를 기준으로 시행은 1, 미시행은 0으로 더미 변수화하였다.

산업유형은 에너지, 여행/관광, 금융으로 구분하였고 에너지는 1, 여행/관광은 2, 금융은 3으로 더미 변수화하였다.

[표 17] 통제변수 기초 통계량

구 분	표본수	평 균	표준편차	최소값	최대값
자산규모	242	16.5	2.32	11.87	20.31
부채비율	242	360.27	448.90	12.15	1682.569

구 분		빈 도	백분율
해외사업	시행	66	27%
	미시행	176	73%
산업유형	에너지	165	69%
	여행/관광	33	13%
	금융	44	18%

## 제 2 절 실증분석 결과

### 1. ESG 성과와 재무성과

본 연구에서 ROE로 정의되는 재무성과와 ESG 등급변화 간 관계를 분석하기 위하여 시행한 회귀분석 결과는 <표 18>과 같다. 사용된 회귀 모형은 독립변수인 ESG 등급과 종속변수인 ROE를 포함한 [모형 1]이다.

분석결과 ESG 등급의 회귀계수는 -0.5642이나, 통계적으로 유의하지 않아 ESG 등급은 기업 재무성과에 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 이는 ESG가 기업의 재무성과에 긍정적 영향을 미친다는 기존 연구 흐름과는 다른 결과로, 이러한 결과가 코로나 팬데믹 등 외생적인 영향에 의한 것인지는 보다 심층적인 연구가 필요할 것으로 보인다. 하지만 ESG가 재무성과에 통계적으로 유의한 상관관계를 보이지 못했다는 점에서 주목할 필요가 있다.

이상의 결과를 종합해보면 ‘ESG 성과가 좋을수록 재무성과에 긍정적인 영향을 미칠 것이다’라는 가설 1은 기각되었다.

[표 18] ESG 등급과 재무성과 간 회귀분석

(모형 1 : 상호작용 미포함)

구 분	계 수	표준오차	z	p >   z
상 수	36.9199	9.1510	4.03	0.000***
(1)ESG	-0.5642	0.8513	-0.66	0.507
(2)기업형태	3.4724	1.7924	1.94	0.053*
(3)연도구분	-6.8178	3.4106	-2.00	0.046**

부채비율	-0.0247	0.0053	-4.62	0.000***
자산규모	-1.5325	0.6857	-2.23	0.025**
해외사업	4.5920	2.5369	1.81	0.070*
R-Square	0.2960			
기타 통제	연도더미, 산업더미			

주) \*, \*\*, \*\*\*은 유의수준 10%, 5%, 1% 각각에서 통계적으로 유의함을 나타냄

기업형태(공기업/민간기업) 구분에 따라 재무성과와 ESG 등급변화 간 어떠한 차이가 있는지에 대한 회귀분석 결과는 <표 19>와 같다. 사용된 회귀모형은 독립변수인 ESG 등급과 종속변수인 ROE 그리고 조절변수인 기업형태와 이를 활용한 상호작용항(ESG 등급 × 기업형태)을 추가한 [모형 2]이다.

분석결과 ESG 등급의 회귀계수는 0.0191이나 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 즉 ESG 등급은 모형 1 뿐만 아니라 모형 2에서도 재무성과에 유의한 영향을 미치지 않은 것으로 나타났다. 상호작용항의 경우 회귀계수는 -2.3945이나 마찬가지로 통계적으로 유의하지 않아, 조절변수인 기업형태의 구분 또한 ESG 등급과 기업의 재무성과 간 관계에 유의한 영향을 미치지 않는 것을 확인하였다.

이는 독점적 재화, 서비스를 판매하는 공기업의 특성상 ESG 활동이 민간기업과 달리 재무성과에 부정적 영향을 미칠 수 있다는 최석호(2016) 등 기존 연구의 결과와 배치되는 것으로, 이러한 결과가 지배구조, 매출구조 등이 민간기업과 유사한 상장 공기업을 연구대상으로 선정된 것 때문인지 등에 대해 보다 심층적인 연구가 필요할 것으로 보인다.

이상의 결과를 종합해보면 ESG 등급과 상호작용항의 회귀계수가 모두

통계적으로 유의하지 않으므로, ‘ESG 성과가 좋을수록 재무성과에 긍정적인 영향을 미칠 것이다’라는 가설 1과 ‘ESG 평가결과가 재무성과에 미치는 긍정적인 영향은 민간기업이 공기업에 비해 더 클 것이다’라는 가설 2는 모두 기각되었다.

[표 19] ESG 등급과 재무성과 간 회귀분석  
(모형 2 : 상호작용 포함 / 기업형태 구분)

구 분	계 수	표준오차	z	p >   z
상 수	35.8234	8.5690	4.18	0.000***
(1) ESG	0.0191	0.8909	-0.02	0.983
(2)기업형태	15.5295	8.1298	1.91	0.056**
(3)연도구분	-7.4551	3.4403	-2.17	0.030**
부채비율	-0.0240	0.0052	-4.62	0.000***
자산규모	-1.5911	0.6401	-2.49	0.013**
해외사업	4.1189	2.3483	1.75	0.079*
(1) × (2)	-2.3945	1.6825	-1.51	0.130
R-Square	0.3214			
기타 통제	연도더미, 산업더미			

주) \*, \*\*, \*\*\*은 유의수준 10%, 5%, 1% 각각에서 통계적으로 유의함을 나타냄

## 2. ESG 성과와 장기 기업가치

본 연구에서 Tobin's Q로 정의되는 장기 기업가치와 ESG 등급변화 간 관계를 분석하기 위하여 시행한 회귀분석 결과는 <표 20>과 같다. 사용된 회귀모형은 독립변수인 ESG 등급과 종속변수인 Tobin's Q를 포함한 [모형 3]이다.

분석결과 ESG 등급 회귀계수는 0.0921로 5% 신뢰수준에서 유의한 것으로 나타나, ESG 등급은 장기 기업가치에 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 ESG 성과가 높을수록 장기적인 기업가치 또한 높을 것이라는 기존의 연구 흐름과도 일관성을 보이는 결과로, ESG로 대표되는 비재무 성과를 위한 기업의 노력이 장기적 기업가치에 양(+)의 영향을 미친다는 이해관계자 이론(Stakeholder Theory)에 설득력을 더할 수 있을 것으로 보인다.

이상의 결과를 종합해보면 'ESG 평가결과가 좋을수록 장기 기업가치에 긍정적 영향을 미칠 것이다.'라는 가설 3은 채택되었다.

[표 20] ESG 등급과 장기 기업가치 간 회귀분석  
(모형 3 : 상호작용 미포함)

구 분	계 수	표준오차	z	p >   z
상 수	4.4124	0.6958	6.34	0.000***
(1)ESG	0.0921	0.0458	2.01	0.044**
(2)기업형태	0.4505	0.1426	3.16	0.002***
(3)연도구분	-0.0585	0.1625	-0.36	0.719
부채비율	-0.0001	0.0003	-0.32	0.748

자산규모	-0.2700	0.0494	-5.46	0.000***
해외사업	0.7227	0.2015	3.59	0.000***
R-Square	0.5777			
기타 통제	연도더미, 산업더미			

주) \*, \*\*, \*\*\*은 유의수준 10%, 5%, 1% 각각에서 통계적으로 유의함을 나타냄

기업형태(공기업/민간기업) 구분에 따라 장기 기업가치와 ESG 등급변화 간 어떠한 차이가 있는지에 대한 회귀분석 결과는 <표 21>과 같다. 사용된 회귀모형은 독립변수인 ESG 등급과 종속변수인 Tobin's Q 그리고 조절변수인 기업형태와 이를 활용한 상호작용항(ESG 등급 × 기업형태)를 추가한 [모형 4]이다.

분석 결과 ESG 등급의 회귀계수는 0.1468로 1% 신뢰수준에서 유의한 것으로 나타났다. 즉, ESG 등급은 모형 3뿐만 아니라 조절변수를 포함한 모형 4에서도 장기 기업가치에 통계적으로 유의한 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 상호작용항의 경우 회귀계수는 -0.1655로 10%의 신뢰수준에서 유의한 것으로 나타나, 공기업의 경우 민간기업과는 달리 ESG 등급이 높아지며 장기 기업가치에 미치는 긍정적인 효과가 완전히 구축된다는 사실을 확인할 수 있다.

이는 공기업 구조적 특성상 ESG 활동이 민간기업과 달리 기업가치에 부정적 영향을 미칠 수 있다는 정준혁(2022), 임진한(2014) 등 기존 연구 흐름과도 일관성을 보이는 결과로, 최근 공기업이 정부의 정책의지에 부합하기 위해 민간기업보다 훨씬 적극적으로 ESG 경영을 추진하고 있다는 점에서 중장기적인 관점의 시사점이 있을 것으로 보인다.

이상의 결과를 종합해보면 ESG 등급과 상호작용항이 모두 통계적으로 유의하므로 'ESG 평가결과가 좋을수록 장기 기업가치에 긍정적 영향을



미칠 것이다.’라는 가설 3은 통계적으로 강건하게 채택되었고, ‘ESG 평가 결과가 장기 기업가치에 미치는 긍정적인 영향은 민간기업이 공기업에 비해 더 클 것이다.’라는 가설 4 또한 채택되었다.

[표 21] ESG 등급과 장기 기업가치 간 회귀분석  
(모형 4 : 상호작용 포함 / 기업형태 구분)

구 분	계 수	표준오차	z	p >   z
상 수	4.3191	0.6571	6.57	0.000***
(1)ESG	0.1468	0.051	2.82	0.005***
(2)기업형태	1.3005	0.4569	2.85	0.004***
(3)연도구분	-0.1161	0.1646	-0.71	0.480
부채비율	-0.0001	0.0003	-0.21	0.833
자산규모	-0.2768	0.0469	-5.90	0.000***
해외사업	0.6854	0.1898	3.61	0.000***
(1) × (2)	-0.1688	0.0868	-1.94	0.052*
R-Square	0.5973			
기타 통제	연도더미, 산업더미			

주) \*, \*\*, \*\*\*은 유의수준 10%, 5%, 1% 각각에서 통계적으로 유의함을 나타냄

### 3. 연도별 ESG 성과와 재무가치

연도(2020년 이전/이후) 구분에 따라 재무성과와 ESG 등급변화 간 어떠한 차이가 있는지에 대한 회귀분석 결과는 <표 22>와 같다. 사용된 회귀모형은 독립변수인 ESG 등급과 종속변수인 ROE 그리고 조절변수인 연도 구분과 이를 활용한 상호작용항(ESG 등급 × 연도구분)를 추가한 [모형 5]이다.

분석결과 ESG 등급의 회귀계수는 -1.0435이나 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 즉, ESG 등급은 가설 1 검증에 활용한 모형 1, 2에서와 마찬가지로 재무성과에 유의한 영향을 미치지 않은 것으로 나타났다. 다만, 상호작용항의 회귀계수는 11.7649로 1% 신뢰수준에서 유의한 것으로 나타나, 2020년 이후에는 ESG 등급이 재무성과에 통계적으로 유의한 매우 강한 영향을 미침을 확인하였다.

이는 2020년 BlackRock Larry Fink 회장의 ESG 투자선언 이후 기업의 ESG 경영이 본격화된 점을 고려했을 때, 비재무적인 ESG 성과를 위한 기업의 최근 노력이 강하게 재무성과 향상으로 이어지고 있는 것으로 생각할 수 있다. 다만 이러한 재무성과의 향상이 2020년부터 본격화된 코로나 19 팬데믹의 장기화에 따른 경기회복 국면에 의한 것인지, 아니면 기업의 ESG 경영 노력이 실제로 성과 창출로 이어진 것인지 심층적인 연구가 필요할 것으로 보인다.

이상의 결과를 종합해보면 ‘ESG 성과가 좋을수록 재무성과에 긍정적인 영향을 미칠 것이다’라는 가설 1은 기각되었다. 그리고 ESG 등급은 통계적으로 유의한 영향을 미치지 못했지만, 상호작용항은 유의한 결과를 나타냈으므로 ‘ESG 평가결과가 재무성과에 미치는 긍정적인 영향은 BlackRock의 ESG 투자선언 이후에 더 클 것이다.’라는 가설 5는 부분적으로 채택되었다.

#### [표 22] ESG 등급과 재무성과 간 회귀분석

(모형 5 : 상호작용 포함 / 연도 구분)

구 분	계 수	표준오차	z	p >   z
상 수	44.0674	9.1195	4.83	0.000***
(1)ESG	-1.0435	0.8197	-1.27	0.203
(2)기업형태	4.3611	1.7811	2.45	0.014**
(3)연도구분	-67.6024	12.0038	-5.63	0.000**
부채비율	-0.0240	0.0051	-4.68	0.000***
자산규모	-1.8914	0.6758	-2.80	0.005***
해외사업	5.2626	2.5120	2.09	0.036**
(1) × (3)	10.7676	2.0483	5.26	0.000***
R-Square	0.3750			
기타 통제	연도더미, 산업더미			

주) \*, \*\*, \*\*\*은 유의수준 10%, 5%, 1% 각각에서 통계적으로 유의함을 나타냄

연도(2020년 이전/이후) 구분에 따라 장기 기업가치와 ESG 등급변화 간 어떠한 차이가 있는지에 대한 회귀분석 결과는 <표 23>과 같다. 사용된 회귀모형은 독립변수인 ESG 등급과 종속변수인 Tobin's Q 그리고 조절변수인 연도 구분과 이를 활용한 상호작용항(ESG 등급 × 연도구분)을 추가한 [모형 6]이다.

분석결과 ESG 등급의 회귀계수는 0.1072로 5% 신뢰수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 즉, ESG 등급은 가설 3 검증에 활용한 모형 3, 4에서와 마찬가지로 장기 기업가치에 유의한 영향을 미친 것으로 나타났다. 다만 상호작용항의 회귀계수는 0.1585이나 통계적으로 유의

하지 않아, 연도 구분이 ESG 등급과 장기 기업가치 간 관계에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

이상의 결과를 종합해보면 ‘ESG 성과가 좋을수록 장기 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것이다’라는 가설 3은 통계적으로 강건하게 채택되었으나, ‘ESG 평가 결과가 장기 기업가치에 미치는 긍정적인 영향은 BlackRock의 ESG 투자선언 이후에 더 클 것이다.’라는 가설 6은 기각되었다.

[표 23] ESG 등급과 장기 기업가치 간 회귀분석

(모형 6 : 상호작용 포함 / 연도 구분)

구 분	계 수	표준오차	z	p >   z
상 수	4.5635	0.5794	7.88	0.000***
(1)ESG	0.1072	0.0447	2.40	0.017**
(2)기업형태	0.4647	0.1159	4.01	0.000***
(3)연도구분	-0.9200	0.6185	-1.49	0.137
부채비율	-0.0001	0.0003	-0.64	0.525
자산규모	-0.2842	0.0419	-6.77	0.000***
해외사업	0.7304	0.634	4.47	0.000
(1) × (3)	0.1506	0.1055	1.43	0.154
R-Square	0.5847			
기타 통제	연도더미, 산업더미			

주) \*, \*\*, \*\*\*은 유의수준 10%, 5%, 1% 각각에서 통계적으로 유의함을 나타냄

## 제 5 장 결 론

### 제 1 절 연구결과 요약

본 연구는 한국기업지배구조원이 발표한 '11 ~ '21년도 기업 ESG 통합 등급과 각 기업별 재무지표를 활용하여 “ESG 성과달성을 위한 공기업의 노력이 재무가치 향상으로 이어지는가?”라는 질문에 대해서 분석하였다.

연구 결과는 크게 재무성과와 장기 기업가치 두 가지 측면에서 살펴볼 수 있다. 먼저 재무성과를 살펴보면 ESG 성과가 높을수록 재무성과에 긍정적인 영향을 미친다는 가설 1은 기각되어, 기업의 비재무적 성과가 회사 평판을 높여 소비자 선택에 영향을 주고, 궁극적으로 수익성을 높여 재무성과 향상에 기여한다는 선(善)의경영이론과 배치되는 결과를 보였다. 이는 기업의 ESG 성과가 재무성과 향상으로 이어진다는 것이 지배적인 흐름으로 인정받던 선행연구들과도 반대되는 결과로 볼 수 있다.

ESG 성과가 재무성과에 미치는 긍정적인 영향은 기업형태 구분에 따라 조절된다는 가설 2 또한 통계적으로 유의하지 않아 기각되었다. 이는 독점적인 재화, 서비스를 판매하는 공기업의 구조적인 특성으로 인해 ESG 성과가 민간기업과 달리 재무성과에 부정적 영향을 미칠 수 있다는 기존의 선행연구와는 다르게, 공기업/민간기업 구분에 관계없이 ESG 성과가 재무성과에 유의한 영향을 미치지 못함을 나타내고 있다.

반면에 BlackRock의 ESG 중심 투자선언이 있었던 2020년 전/후 구분에 따라 ESG 성과가 재무성과에 미치는 긍정적인 영향이 조절될 것이라는 가설 5는 부분적으로 채택되어, 2020년까지는 ESG 등급이 재무성과에 유의한 영향을 미치지 못했으나 2021년부터는 ESG 등급이 올라갈수록 재무성과가 크게 향상되는 결과를 보였다. 이는 2020년 이후부터 공공/민간부문 모두에서 ESG 경영이 활성화되고 있다는 점을 고려했을 때, ESG 경영을 위한 기업의 노력이 최근 들어 재무성과 향상으로 이어

지고 있는 것으로도 해석이 가능하다.

본 연구에서 재무성과 측정을 위해 활용한 대리변수인 ROE는 경영환경, 경제상황 등 다양한 요소로부터 영향을 받지만, 선행연구 및 본 연구 결과를 중심으로 이러한 현상을 분석해 보면 크게 두 가지 원인을 생각해볼 수 있다.

첫째, ESG 성과가 높은 기업들의 금융비용 감소를 꼽을 수 있다. BlackRock의 ESG 중심 투자선언을 기점으로, 세계적인 자산운용사들의 ESG를 고려한 경영전략이 본격화되었다. 세계 2위 규모의 자산운용사인 뱅가드, 스테이트스트리트와 더불어 글로벌 투자은행인 골드만삭스, JP모건 또한 기업의 ESG 성과에 대한 요구를 강화하기 시작했다. 국내 금융시장도 예외는 아니며, ESG 펀드 및 채권 규모가 크게 늘어나고 국민연금 및 공무원연금 등 국내 주요 연기금이 ESG 투자를 적극적으로 확대하고 있다. 이렇듯 ESG에 대한 투자자의 요구가 증가하면서, ESG 성과가 우수한 기업의 경우 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 낮은 금리로 채권을 발행하는 등 자금조달이 용이해지며 금융비용이 줄어드는 효과를 톡톡히 누리고 있다.

ESG 성과와 금융비용 간 상관관계를 검증한 선행연구 또한 존재한다. 박원(2022)에 따르면, ESG 평가등급이 높아질수록 기업의 신용도 상승 및 자본비용 감소에 통계적으로 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 해당 연구에서는 매출액, 총자산 등 기업의 규모가 커질수록 ESG 평가등급과 기업의 신용도, 자본비용 간 상관관계가 강해짐을 실증하였다. 본 연구에서 분석한 상장공기업 8개사 및 민간기업 14개사는 대부분 대기업 또는 중견기업에 속하며, ESG 등급 또한 높은 편에 속하기 때문에 이와 같은 상관관계가 더욱 강하게 나타났을 가능성이 높다. 이렇듯 기업의 금융비용이 줄어들면 기업의 당기순이익은 증가하기 때문에, BlackRock의 ESG 중심 투자선언 이후 높은 ESG 성과가 재무성과에 어느정도 긍정적인 영향을 미쳤을 것으로 추정해볼 수 있다.

둘째, BlackRock의 ESG 중심 투자선언 이후 ESG가 소비 패턴에 미치는 변화 또한 재무성과 향상에 다소 긍정적인 영향을 미쳤을 것으로

보인다. ESG가 세계적인 경영 트렌드로 자리매김함과 동시에, 최근 소비자들의 우선순위가 기존의 가성비(가격 대비 성능) 중심에서 가심비(가격 대비 심리적 만족감)로 점차 이동하고 있다. 실제로 환경보호에 적극적으로 참여하지 않거나, 오히려 일가의 갑질 또는 소비자 기만행위와 같은 윤리경영 Risk가 발생하는 기업들이 소송 또는 불매운동에 직면하는 빈도가 과거에 비해 크게 늘어나면서 ESG가 재무성과에 미치는 영향 또한 지속적으로 높아지고 있다.

다만, 이러한 재무성과의 향상이 2020년부터 본격화된 코로나 19 팬데믹 장기화 이후 경제회복 국면 등 외부요인에 의한 일시적인 현상인지, 아니면 기업의 ESG 경영이 실제로 성과 창출로 이어져 앞으로 지속될 것인지는 추가연구를 통해 시차를 두고 검증이 필요할 것으로 판단된다.

다음으로 장기 기업가치 측면에서 살펴보면, ESG 성과가 높을수록 장기 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 가설 3은 통계적으로 강건하게 채택되어 기업의 비재무적인 성과를 위한 노력이 사회적 신뢰와 같은 무형자산 형성과 더불어 긍정적인 외부효과 창출을 통해 거시적으로 기업가치를 증대시킬 수 있다는 이해관계자 이론과 기존의 선행연구들을 뒷받침하였다.

ESG 성과가 장기 기업가치에 미치는 긍정적 영향이 기업형태 구분에 따라 조절된다는 가설 4 또한 채택되었으며, 공기업의 경우 ESG 등급이 높아지며 발생하는 장기 기업가치에 대한 긍정적인 효과가 완전히 구축되고 오히려 음(-)의 영향을 미친다는 점을 확인하였다. 이러한 결과도 도출된 여러 가지 원인이 있을 수 있으나, 전기, 수도, 가스 등 독점적 성격을 지닌 재화를 판매함에도 요금 결정권을 정부가 보유하고 있는 공기업의 구조적 특성으로 인해, ESG 성과가 기업 이미지 제고를 통한 매출액 증가 그리고 궁극적으로 장기 기업가치의 향상으로 이어지는 민간과는 달리 불필요한 비용지출로 오히려 기업가치에 부정적인 영향을 미쳤을 것으로도 추정해볼 수 있다.

실제로 최근 한국전력공사를 비롯한 대형 유틸리티 공기업의 적자가 천문학적 수준으로 늘어남에 따라, 자연스럽게 금융시장에서의 평가가

치 또한 빠르게 낮아지고 있다. 본 연구에서 종속변수로 활용한 Tobin's Q의 경우 주식시장에서 시장가치가 높을수록 상승한다는 점도 이러한 결과가 도출되는데 영향을 미쳤을 것으로 보인다.

다만, 본 연구가 전체 공기업(350개) 중 상장 공기업(8개)만을 분석 대상으로 활용함에 따라, ESG 성과가 전체 공기업의 장기 기업가치에 미치는 영향에 대해서는 추가연구를 통한 검증이 필요할 것으로 보인다.

반면에 BlackRock의 ESG 중심 투자선언이 있었던 2020년 전/후 구분에 따라 ESG 성과가 장기 기업가치에 미치는 긍정적인 영향이 조절될 것이라는 가설 6은 기각되어, 연도 구분이 ESG 성과와 장기 기업가치 간 상관관계에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 못한 것을 확인하였다. 오늘날 ESG 확산의 핵심 요인으로 꼽히는 BlackRock의 ESG 중심 투자선언 전/후 구분이 영향을 미치지 못한 것에는 여러 이유가 있을 수 있으나, ESG 성과가 재무성과 및 장기 기업가치에 미치는 긍정적 영향에 대한 과거의 인식 차이가 어느 정도 영향을 미쳤을 것으로 추정해볼 수 있다.

BlackRock의 ESG 중심 투자선언이 있기 전인 2019년에 글로벌 컨설팅 기업인 McKinsey가 수행한 ESG와 재무가치 간 상관관계 분석에 따르면, ESG 성과가 뛰어난 기업일수록 자산 포트폴리오 중 잠재적 초과자산의 투자 비중을 축소시키므로 기업의 장기수익률 및 기업가치가 높은 경향을 보였다. 즉, ESG 성과가 우수한 기업은 BlackRock의 ESG 중심 투자선언 이전에도 금융시장에서 높은 장기 기업가치를 인정받고 있었기 때문에, 가설 6에서 활용한 연도 구분이라는 조절변수가 통계적으로 유의한 영향을 미치지 못했을 것으로 보인다.

## 제 2 절 연구의 시사점 및 함의

본 연구는 다음과 같은 시사점을 지닌다. 첫째, 재무성과 제고의 측면에서 공기업/민간기업 모두 ESG 경영의 전반적인 속도를 조절할 필요가 있다는 점이다.



최근 많은 기업이 원활한 자금조달, 브랜드 이미지 제고 등을 위해 ESG 경영에 전사적인 노력을 기울이고 있고, ESG와 관련된 선행연구 대부분은 기업의 ESG 성과향상이 재무성과에 긍정적인 영향을 미친다는 사실을 실증하여 ESG 성과를 위한 기업들의 노력을 이론적으로 뒷받침해왔다. 실제로 한국기업지배구조원이나 정부가 발표한 ESG 가이드라인을 살펴보면 ESG 경영 도입의 당위성을 설명할 뿐만 아니라, ESG 경영이 궁극적으로 기업의 재무성과 향상에도 도움이 된다는 점을 강조하고 있다.

제2장에서 언급한 것처럼 ESG라는 개념은 기존의 CSR이나 지속가능성과 유사한 점이 많고, 실제로 대부분의 공기업과 민간기업이 오랜 기간 CSR과 지속가능성 제고를 위한 경영을 지속해왔다. 이러한 경영활동에는 사회공헌활동 수행, 지속가능성 보고서 발간과 같은 형식적인 수준의 활동뿐만 아니라, 사업 포트폴리오 재편과 같이 기업의 경영 방향 자체에 큰 영향을 미치는 활동 또한 포함되어 있다.

비용지출을 감수하면서도 기업들이 이러한 활동을 지속해온 것은 오늘날 ESG로 대표되는 비재무적 성과가 기업의 재무성과에 긍정적 영향을 미친다는 믿음이 있었기 때문이다. 그러나 본 연구에서 실증한 바와 같이 비재무적 성과를 위한 기업의 노력은 재무성과에 유의한 영향을 미치지 못했으며, 이는 ESG 경영에 따른 과도한 투자 또는 비용지출을 지양하는 것이 재무성과 개선에 효율적일 수 있다는 것으로도 해석할 수 있다.

최근 들어 고개를 드는 ESG 무용론과 더불어, ESG와 재무성과 간 상관관계에 대한 평가의 변화에도 주목할 필요가 있다. 우크라이나-러시아 전쟁으로 에너지 원료를 비롯한 각종 원자재 등의 가격이 천정부지로 치솟으면서 기업의 수익성이 크게 낮아졌고, 세계 ESG를 선도하던 EU 내 주요국들이 석탄 화력 비중을 확대하는 등 최근 ESG가 국가 또는 기업 차원의 의사결정에서 차지하는 중요성 및 당위성 또한 점차 약해지고 있다. 2020년과 2021년에는 미국의 18개 주에서 ESG 투자를 규제하거나, ESG 중심 투자방향을 채택한 금융기관과 거래를 제한하는 법률을 제정

하고 ESG 경영이 기업의 재무성과에 부정적인 영향을 미친다는 이른바 ‘안티 ESG’ 움직임을 본격화하고 있다. ESG를 오늘날 국제적 규범으로 확산시킨 장본인이라고 할 수 있는 BlackRock과 Larry Fink조차 2022년에 서한문을 통해 과도한 기후변화 대응 정책은 기업 이윤 창출에 부정적인 영향을 미칠 수 있음을 인정하는 등 기존의 입장에서 다소 선회한 모습을 보이고 있다.

국내 환경도 크게 다르지 않다. 최근 한국경영자총협회, 대한상공회의소를 비롯한 국내 주요 경제단체 또한 산업 현실을 반영한 국가 단위의 ESG 정책 수립 필요성과 더불어, 과도한 ESG 경영이 기업의 성과에 부정적인 영향을 미칠 수 있으므로 ESG 공시 의무화와 같은 규제 도입의 속도를 조절할 필요가 있음을 거듭해서 경고하고 있다.

물론 BlackRock의 ESG 중심 투자선언이 있었던 2020년 이후에는 ESG 성과와 재무성과 간 강한 양(+)의 상관관계가 있음이 가설 5를 통해 실증되었다는 점에도 주목할 필요는 있다. 글로벌 자본의 투자결정 요소에서 ESG가 중요한 요소로 자리 잡고 기업이 안정적인 자금조달 및 재무가치 향상을 위해 ESG 경영을 본격적으로 시작한 이후, 금융비용 절감 및 브랜드 이미지 제고에 따른 매출액 증가 등으로 ESG 성과가 재무성과 향상에 유의한 영향을 미치고 있다는 추론 또한 가능하기 때문이다.

다만, 이러한 현상이 코로나 19 팬데믹 장기화 이후 경제회복 등 외부 요인에 의한 일시적인 현상인지, 아니면 앞으로도 계속해서 이어질 것인지의 향후 추가연구를 통해 시차를 두고 검증이 필요할 것으로 보인다.

둘째, 장기 기업가치 제고의 측면에서 공기업의 ESG 경영에 대한 균형적인 접근이 필요하다는 점이다. ESG와 관련된 선행연구 대부분은 기업의 ESG 성과향상이 장기 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 사실을 실증해왔다. 본 연구 또한 ESG 성과가 장기 기업가치에 긍정적 영향을 미침을 동일하게 확인하였으나, 공기업의 경우 민간기업과는 달리 ESG 성과가 향상될수록 장기 기업가치에 미치는 긍정적인 효과가 모두 구축되어 오히려 음(-)의 효과를 미친다는 사실을 실증한 바 있다.

제2장에서 언급한 바와 같이 민간기업의 경우 ESG 경영으로의 전면적 전환 시 발생할 각종 비용과 편익 등을 계산하고, 공기업에 비해 상대적으로 경제적인 관점에서 ESG 경영을 추진하고 있다. 실제로 최근 많은 기업들이 기존에 시행하고 있던 단순한 사회공헌활동을 ESG 경영으로 포장하거나, 제품이나 서비스를 생산하는 모든 과정에서 발생하는 환경 문제 등은 고려하지 않고 마지막 단계 제품의 친환경적 측면만 강조하는 등의 소위 'ESG 워싱'을 통해 최소한의 비용을 지출하면서 ESG 규제를 빠져나가 비난을 받기도 했다. 물론 기업의 이러한 행위는 ESG 관점에서는 비난받아 마땅한 일이지만, 이윤 창출이 우선되어야 ESG의 최종 목표인 지속가능성을 확보할 수 있는 민간기업 입장에서는 충분히 합리적인 결정으로도 볼 수 있다.

그러나 공기업의 경우 민간기업과는 달리 ESG 경영을 전사적으로 도입하는 것 외에는 사실상 선택지가 없는 상황이다. 정부가 'ESG 인프라 확충방안' 등을 통해 주요 공기업에 활용한 ESG 생태계 조성 의지를 확고히 드러냈고, 경영평가에 ESG 관련 배점의 상향을 검토하는 등 공기업의 의사결정과는 상관없이 ESG 경영을 추진할 수밖에 없는 제도적 장치들을 지속적으로 마련하고 있기 때문이다.

이러한 정부 정책에 대응하기 위해 본 연구에서 분석한 한국전력공사 등 주요 공기업 대부분이 대규모 재생에너지 발전사업 참여, 석탄 화력 매각 등 본연의 사업과는 거리가 먼 친환경 중심으로 포트폴리오를 재편하고, ESG 업무를 중심으로 조직을 재편하는 등 전사적인 역량을 집중하고 있다. 그러나 본 연구에서 실증한 바와 같이, 공기업의 경우 민간기업과는 달리 ESG 성과가 장기 기업가치에 미치는 긍정적인 영향이 구축되어 오히려 음(-)의 영향을 미치므로, 장기 기업가치 보호를 위해 ESG 경영 추진에 대한 심층적인 고민이 필요할 것으로 보인다.

공기업을 둘러싼 최근의 경영환경 변화 또한 고민할 필요가 있다. 한국전력공사, 한국가스공사 등 대형 공기업의 재무 건전성 악화가 국가적 경쟁력 차원의 문제로 확대되어 연일 질타를 받고 있고, 이에 따라 공기업 운영에 관한 정부의 정책기조 또한 기존의 공공성 중심에서 효율성

중심으로 빠르게 변화해가는 추세에 있다. 대부분의 공기업이 지속가능성 같은 추상적 가치와 연결된 ESG보다 단기적 재무 건전성 제고라는 목표에 치중할 수밖에 없는 상황에 놓여있다.

전술한 시사점들을 종합해보면, 공기업 ESG 경영에 대한 재무적 관점에서 접근이 필요할 것으로 보인다. 이는 공공성과 수익성을 동시에 추구해야 하는 복합적 특성을 지닌 공기업의 특성과도 연관이 있다. 주주가치 극대화를 위해 이윤 창출을 최우선가치로 추구하는 민간기업과 달리 공기업은 태생 자체가 일정 수준의 공공성을 달성하기 위해 설립되어 경영에 있어 ESG의 구성요소인 환경, 사회, 지배구조에 대해 이미 민간보다 상대적으로 높은 기준을 적용해왔기 때문에, 지나친 ESG 경영은 기업가치 훼손으로 이어질 수 있기 때문이다. 정준혁 등(2022)에 따르면, 공기업은 환경, 사회문제 등 ESG 요소에 대한 고려가 미흡했다기보다, 수익성에 치중한 나머지 오히려 일반 투자자에 대한 주주가치 보호가 미흡한 점이 빈번히 지적되어왔으며, 이러한 차이를 감안했을 때 공기업의 ESG 경영이 추구할 방향이 사기업과는 달라야 한다. 즉, ESG라는 개념 자체가 주주의 이익만을 최우선으로 고려하는 주주우선주의에 대한 반성에서 시작된 만큼, ESG에 대한 외부적 논의를 공기업에 동일하게 적용하는 것은 적절하지 않다고 볼 수 있는 것이다.

특히 본 연구에서 민간기업과 비교 대상으로 활용한 상장 공기업의 경우 타 공공기관과는 달리 공익적 목적과 주주가치 제고를 함께 고려해야 하는 이중적 지위를 갖는다는 점에서 합리적인 ESG 경영의 도입이 더욱 중요할 것으로 보인다. 공공기관 운영에 관한 최상위 규정으로 볼 수 있는 ‘공공기관 운영에 관한 법률’에서는 공기업의 경영진이 상법에 규정된 책임을 따르도록 규정하고 있으며, 회사의 이익을 위한 업무수행 의무를 부여하고 있다. 이러한 상황에서 무리한 ESG 경영이 상장 공기업의 재무 건전성 악화 및 주주가치 저하로 이어진다면 불필요한 사회적 갈등을 일으킬 수 있고, 이는 결국 기업가치의 향상 및 지속가능성 확보라는 ESG 경영의 본래 목표를 희석할 수 있기 때문이다. 실제로 한국전력공사, 한국가스공사 등은 공공요금 동결 및 각종 국책사업 추진에 따

른 대규모 적자가 이어지며 주가 하락이 지속됨에 따라, 소액 주주들이 회사 또는 정부를 상대로 소송 등을 지속하며 불필요한 사회적 비용의 발생을 야기하고 있다.

물론 공기업의 ESG 경영이 지속되어야 함에는 이견이 없다. 주주이익 극대화라는 명확한 목표를 지닌 사기업만으로는 환경문제 또는 사회문제를 해결함에 한계가 있고, 공기업이 국내 경제에 미치는 경제적, 사회적, 환경적 파급력이 워낙 강하기 때문이다. 또한 ESG를 둘러싼 비판론이 강해지는 와중에도 EU 등 선진국을 중심으로 관련 규제는 점차 강해지는 추세이고, 연기금을 비롯한 대형 자산운용사들은 여전히 ESG 성과를 기업가치 평가에 있어 주요한 요소로 활용하고 있다. 이외에도 공기업은 사기업에 비해 실적 압박으로부터 상대적으로 자유롭고, 지배주주가 정부인 경우가 많아 단기적인 성과에 매몰되지 않고, 중장기적인 관점에서 ESG 경영을 추진하기가 용이하다는 장점 또한 존재한다.

그럼에도 불구하고, 본 연구의 결과 및 공기업의 ESG 경영을 둘러싼 대내외 환경변화 등을 종합적으로 고려했을 때 재무적 관점을 함께 고려한 균형적인 접근이 선행되어야 할 것으로 보인다. 재무적 관점의 ESG 경영에 대한 중요성은 선행연구에서도 실증된 바 있다. 이상호 등(2022)은 재무적으로 중요한 활동에 집중하며 ESG 등급을 개선한 기업의 경우 오랜 기간 평균 이상의 수익률을 달성함과 동시에 높은 수준의 ESG 성과를 지속해서 유지하였으나, 이윤 창출과 같은 기업 핵심 가치에서 벗어나 있는 ESG 활동을 지속하는 경우 ESG 등급과 재무성과 간 통계적으로 유의한 상관관계가 없음을 지적한 바 있다. 이렇듯 재무성과 향상으로 이어지지 않는 공기업의 무분별한 ESG 활동이 지속된다면 재무성과 및 장기 기업가치에 부정적 영향을 미칠 수 있으므로, 공공성과 효율성이라는 공기업의 두 핵심 가치 사이에서 최적 효율을 달성하는 방향으로 공기업 ESG 경영의 개념적 틀을 재정립할 필요가 있을 것으로 보인다.

이를 위해서는 법적, 제도적 개선이 선행되어야 할 것이며, 특히 개별 공기업의 자산규모, 매출액 등 특성을 종합적으로 고려한 평가지표의 차

별화 및 기관별 ESG 경영목표의 구체화, 정량화가 필요할 것으로 보인다. 한국전력공사, 한국가스공사 등을 비롯한 에너지 공기업의 사업규모 및 매출액이 전체 공기업에서 차지하는 비중이 매우 높은 우리나라 공공부문의 특성을 고려했을 때, 개별 공기업의 특성을 반영하지 않은 일률적인 ESG 평가지표 적용 및 목표달성 요구는 사회적으로 불필요한 비용을 발생시킬 우려가 있기 때문이다. 장윤정(2022) 또한 국내 공공기관의 ESG 경영현황을 분석을 통해 기재부 등 공공기관 관리 당국에서 ESG 경영에 대한 일정한 목표를 설정하는 것이 바람직하며, 기관들이 정부 경영평가 등에 지나치게 초점을 맞추어 불필요한 경쟁이 발생하지 않도록 할 필요가 있음을 지적한 바 있다.

### 제 3 절 연구의 한계

본 연구의 한계는 다음과 같다. 첫째, 공기업과 민간기업의 ESG 성과와 재무성과, 장기 기업가치 간 상관관계를 비교 연구하기 위해 공기업의 경우 전체 약 350개 기관 중 상장 공기업 8개만을 대상으로 연구를 진행하였다. 이는 기타 시장형 공기업, 준정부기관 및 기타 공공기관의 경우 상장 공기업에 비해 각종 재무 정보를 활용하기가 어렵고, 상장 공기업만을 제외한 나머지 공기업에 대해서는 한국기업지배구조원을 포함한 국내외 ESG 평가기관에서 ESG 등급을 발표하지 않기 때문이다. 추후 연구 시 본 연구에서 활용한 ESG 등급이나 ROE, Tobin's Q 외에 다른 변수를 활용한다면 연구대상 공기업과 민간기업의 샘플을 대폭 확대할 수 있을 것이고, 이는 연구결과 일반화에도 큰 도움을 줄 것으로 보인다.

둘째, 본 연구에서 언급했듯이 기업들의 ESG 경영이 본격화된 것은 2020년 BlackRock의 ESG 중심 투자선언 이후이므로, 기업의 ESG 성과를 위한 비재무적 노력이 재무성과나 장기 기업가치에 미치는 실제적인 영향을 정확히 분석하기 위해서는 2020년 이후 몇 년간의 패널 데이터를 추가로 확보하고 연구를 진행하는 것이 바람직할 것으로 보인다. 특히

본 연구에서는 BlackRock의 ESG 중심 투자선언 이후의 패널데이터 기간이 2년(2020, 2021년)으로 한정되어 있어, 기업의 ESG 경영이 재무가치에 실제로 미친 영향을 측정하기에 다소 어려움이 있다.

셋째, 본 연구에서는 기업의 ESG 성과가 재무성과 및 장기 기업가치에 미치는 영향을 검토하였는데, 종속변수로 활용한 ROE와 Tobin's Q의 경우 기업의 당기순이익 및 주가에 의해 결정되는 지표이므로 ESG 성과 외에도 각종 경제·경영환경 및 정책의 변화와 같은 다양한 요소에 의해 영향을 받을 수밖에 없는 구조적인 한계가 있다. 이러한 문제를 최소화하기 위해 연구대상 기업의 해외사업 시행 여부, 부채비율, 산업종류 등 선행연구에서 활용했던 다양한 통제변수들을 대부분 모형에 포함시켜 분석하였으나, 종속변수에 영향을 미치는 변수들을 완벽히 통제했다고 말하기 어렵다. 실제로 본 연구에서는 ESG 성과가 재무성과와 장기 기업가치에 미치는 상관관계의 방향이 서로 상이하게 나타났는데, ROE와 Tobin's Q가 이질적 개념이 아님에도 종속변수의 구조적 한계로 인해 연구결과가 영향을 받았을 가능성도 배제할 수 없다. 후속 연구에서 다른 대리변수를 활용하거나 기타 통제변수들을 추가한다면 가설의 설명력과 일반화 가능성을 한층 높일 수 있을 것으로 기대된다.

전술한 여러 가지 한계점에도 불구하고, 본 연구는 기존의 선행연구와 달리 ESG 성과가 기업의 재무성과 및 장기 기업가치에 미치는 영향에 대해 공기업/민간기업이라는 기업형태의 구분을 통해 공기업의 ESG 경영에 대한 접근방향을 제시했다는 점에서 의미가 있다고 생각한다.

또한 기존의 선행연구들 대부분이 ESG 경영이 본격화된 2020년 이전 데이터를 활용하였으나, 본 연구는 최신의 재무지표와 ESG 등급결과를 활용한 연구를 진행하여 최근 기업들의 ESG 경영의 효과성을 어느 정도 실증하였다는 점에서도 의미가 있을 것으로 보인다.

공공과 민간의 구분을 넘어 ESG가 전 세계적 경영의 흐름이자 생존을 위한 사실상의 의무사항으로 자리잡는 시점에서 관련한 다양한 후속 연구들이 진행되어 전술한 본 연구의 한계점을 극복하고, ESG와 재무가치 간 관계를 보다 엄밀하게 규명해주기를 기대한다.

## 참 고 문 헌

### 1. 국내문헌

- 강원, & 정무권. (2020). ESG 활동의 효과와 기업의 재무적 특성. 한국 증권학회지, 49(5), 681-707.
- 강원. & 정무권. (2020). 비재무지표와 기업의 시장성과 간의 관계에 대한 연구 : ESG 지표 개발에 사용되는 사건의 시장반응 분석. 연세경영연구, 57(2), 1-22.
- 김남균(2021), “기업의 ESG 중 환경적 요인이 단기 성과와 중장기 기업 가치에 미치는 영향”, 석사학위 논문, 서울대학교 대학원
- 김범석, & 민재형. (2016). 기업의 ESG 노력과 재무성과의 선후행 관계 : 탐색적 연구. 한국생산관리학회지, 27(4), 513-538
- 김유현, 홍다연, & 김석은. (2018). 공공기관의 전략적 사회책임 활동이 경제적 성과에 미친 영향. 한국행정학보, 52(2), 143-164.
- 김윤경. (2020). 기업 비재무정보(ESG) 공시가 재무성과와 기업가치에 미치는 영향. 규제연구, 29(1), 35-59
- 김종대, 안형태, 명재규, 배성미(2016), “성공적 CSR 전략으로서 CSV에 대한 평가”, Korea Business Review, 20(1), 291-319
- 김지영. (2011). 공기업 생산성에 관한 연구.
- 노태우. (2016). 기업의 여유자원이 생존에 미치는 영향에 관한 연구: 기업기부의 조절효과를 중심으로. 지역산업연구, 39(3), 63-90.
- 문창웅. (2021). 신뢰수준이 경제적 규제 강도에 미치는 영향: 정부신뢰



와 시장신뢰의 차이. 융합사회와 공공정책 (구 공공정책과 국정관리), 15(2), 142-181.

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

박래수. (2012). 베트남 기업의 사회적 책임활동 (CSR) 결정요인과 기업 가치에 미치는 영향. 국제경영리뷰, 16(4), 203-226.

박순애, & 신은혜. (2021). 대·중소 및 중견 기업의 ESG 성과와 재무가치 간의 상관관계 분석. 환경정책, 29(4), 151-199.

박원, (2022), 기업규모에 따른 ESG 평가등급이 신용등급 혹은 타인자본 비용에 미치는 영향. 중소기업금융연구, 42(4), 45-67

박원우, 손승연, 박해신, & 박혜상. (2010). 적정 표본크기(sample size) 결정을 위한 제언. Seoul Journal of Industrial Relations, 21, 51-85.

사득환. (2021). 공공기관의 ESG 경영과 지속가능한 발전. 한국행정학회 동계학술발표논문집, 2021, 2053-2072.

서승주, & 최진현. (2015). 기업의 사회적 책임활동과 자본비용 및 기업 가치의 관계: KEJI 지수개별항목을 중심으로. 국제회계연구, 64, 1-26.

손혁, & 정재경. (2015). 사외이사는 최고경영자의 감시자인가 또는 지지자인가?: 사외이사와 최고경영자의 사회적 관계가 과잉투자에 미치는 영향. 회계학연구, 40(5), 327-366.

안종선, 정석훈, 이상령, & 박진우. (2022). ESG 경영이 기업의 경영성과에 미치는 영향. Journal of the Korean Society for Aviation and Aeronautics, 30(3), 92-108.

- 양준선, & 김주연. (2021). CSR 공시의 형태와 공시량이 공기업의 경제적 성과에 미치는 영향. *관리회계연구*, 21(1), 115-144.
- 오상희, & 이승태. (2019). ESG 평가요소와 기업가치의 관계에 관한 연구. *전산회계연구*, 17(2), 205-223.
- 여영준, 최순재, & 권오진. (2015). 산업 내 경쟁에 따른 경쟁전략으로써의 CSR 활동의 선택과 기업의 재무성과간의 관련성 연구: 시장 유형별 분석을 중심으로. *회계학연구*, 40(4), 1-37.
- 유경민.(2019). 지방자치단체의 재정적 환경요인이 지방공기업의 경영평가결과에 미치는 영향에 관한 연구(Doctoral dissertation, 서울대학교 대학원)
- 유정민, & 양동훈. (2022). ESG 성과는 대리인 비용이 기업가치에 미치는 부정적 영향을 완화하는가?. *국제회계연구*, 104, 135-167
- 이기훈, & 이의영. (2011). 사회책임경영 (CSR) 의 역사적 고찰과 기업의 대응전략. *창조와 혁신*, 4(2), 87-117.
- 이상호, 이인형, 이우중, 선우희연. (2022), ESG 활동의 가치관련성 제고를 위한 개선과제. *자본시장연구원*, 22(4)
- 이서영. (2018). 공기업의 이사회가 경영성과에 미치는 영향 연구 : 상장공기업과 민간기업 이사회 비교를 중심으로
- 이영훈.(2001). 선형패널자료모형에 관한 문헌연구, *계량경제학보*, 15(1): 105-138
- 이용대, & 이치송. (2021). 기업의 사회적 책임 활동과 재무 건전성이 기업 가치에 미치는 영향에 관한 연구. *재무관리연구*, 38(3), 81-100.
- 이은정, & 이유경. (2021). ESG 경영이 추가수익률에 미치는 영향: COVID-19 확산에 따른 위기기간을 중심으로. *금융연구*, 35(3), 63-91.

- 이정은, & 김진섭. (2013). 기업지배구조, 사회 및 환경평가지수와 기업 가치의 관련성 분석. 회계와 정책연구, 18(4), 81-99.
- 임욱빈. (2019). 비재무적 정보가 기업성과에 미치는 영향: ESG 점수를 중심으로. 국제회계연구, 86, 119-144.
- 임진한. (2014). 기업의 사회적 책임 (CSR)이 기업성과에 미치는 영향에 관한 연구: 공기업 및 준정부기관을 대상으로 (Doctoral dissertation, 서울대학교 대학원).
- 장승욱, & 김용현. (2013). 기업의 ESG와 재무성과. 재무관리연구, 30(1), 131-152.
- 장윤정 (2022). 비재무정보 공개 확산에 따른 공공기관 ESG 경영현황 연구, 한국재정정보원, 22-01
- 정준혁, 정재원. (2022). 공기업 ESG 경영의 법정책적 과제 : 공익과 효율성의 균형 있는 고려를 중심으로. 공기업논총, 1-29
- 조성표, & 손수훈. (2009). 기업의 사회적 성과와 재무적 성과의 관련성. 경영연구, 24(4), 121-156.
- 최석호. (2016). 공공기관의 사회적 책임 (CSR) 과 조직성과간 영향 분석 (Doctoral dissertation, 서울대학교 행정대학원).
- 최정혁. (2021). ESG 성과와 기업가치에 관한 연구 : 소유구조의 조절효과를 중심으로. 여성경제연구, 18(2), 91-115
- 황은진, 조상미, & 안지영. (2022). 공공기관의 ESG와 조직성과 : 기관장의 리더십과 헌신형 인적자원관리 시스템의 조절 효과. 사회적가치와 기업연구, 15(1), 133-163

## 2. 해외문헌

- Dewenter, K. L., & Malatesta, P. H. (2001). State-owned and privately owned firms: An empirical analysis of profitability, leverage, and labor intensity. *American Economic Review*, 91(1), 320-334.
- Freeman, R. E., & Reed, D. L. (1983). Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance. *California management review*, 25(3), 88-106.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of sustainable finance & investment*, 5(4), 210-233.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C. (2002). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Business ethics quarterly*, 235-256.
- Kim, J., Chung, S., & Park, C. (2013). Corporate social responsibility and financial performance: the impact of the MSCI ESG ratings on Korean firms. *Journal of the Korea Academia-Industrial Cooperation Society*, 14(11), 5586-5593.
- Majumdar, S. K. (1996). Assessing Comparative Efficiency of the State-Owned, Mixed, and.
- McWilliams, A., & Siegel, D. (2000). Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification?. *Strategic management journal*, 21(5), 603-609.

## Abstract

# Analysis of the Correlation between ESG Performance and Financial Value in Public & Private companies

Cho, Wonhee

Master of Public Enterprise Policy

The Graduate School

of Public Administration

Seoul National University

South Korea has expressed its policy determination to foster a domestic ESG management ecosystem with government-owned enterprises at the core. Individual government-owned enterprises have also demonstrated proactive efforts in ESG management, such as establishing dedicated organizations and diversifying business structures. While government-owned enterprises are devoting organizational efforts to ESG, this study starts from the question of whether such efforts ultimately lead to improved financial value.

This study analyzes the correlation between a company's ESG performance and its financial value, using the Korea Corporate Governance Service (KCGS) ESG ratings as an independent variable and Return on Equity (ROE) and Tobin's q as dependent variables, over the past 11 years (2011-2021). The study also examines the moderating effects based on the company's type and the differentiation before and after the declaration of ESG investment.

First, through prior research, it was confirmed that there is a positive correlation between a company's ESG performance and its financial value. However, unlike private companies, it is unclear whether the same correlation exists in government-owned enterprises, which have a complex nature of pursuing both public value and profitability. Therefore, this study examines whether the direction and strength of the correlation between ESG performance and financial value differ based on the company's type (government-owned vs. private).

Next, through a review of the theoretical background, it was found that the key background for ESG becoming an international norm was BlackRock's ESG-centered investment declaration in 2020. Subsequently, it was confirmed that efforts by companies to improve ESG performance have been intensified. However, it remains uncertain whether the intensified ESG management efforts since 2020 have led to improved financial performance. To address this, the study verifies whether the direction and strength

th of the correlation between ESG performance and financial value differ before and after the BlackRock ESG investment declaration.

Firstly, the analysis of the correlation between ESG performance and financial performance showed that, contrary to previous research, ESG performance does not statistically significantly influence a company's financial performance. However, it was confirmed that since the BlackRock ESG investment declaration in 2020, ESG performance has had a statistically significant positive effect on a company's financial performance. Whether this phenomenon is a temporary effect due to external factors such as the prolonged COVID-19 pandemic and economic recovery or will continue in the future requires further research with a time lag.

Next, the analysis of the correlation between ESG and long-term firm value revealed that higher ESG performance has a statistically significant positive effect on long-term firm value. However, in the case of government-owned enterprises, it was also observed that these positive effects have led to negative effects instead. However, since this study analyzed only listed government-owned enterprises out of the total government-owned enterprises (350), further verification is necessary to understand the impact of ESG performance on the long-term firm value of all government-owned enterprises.

Based on these analytical results, this study presents the following implications. Firstly, from a financial performance perspective

ive, both government-owned and private companies need to regulate the overall pace of ESG management. Many companies have recently focused on ESG management, and previous research has empirically supported the positive impact of ESG performance on financial performance. However, this study empirically demonstrated that ESG performance does not statistically significantly influence a company's financial performance. Moreover, considering the growing "anti-ESG" movement that claims ESG has a negative impact on financial performance, it is possible to interpret that avoiding excessive investment related to ESG can be more efficient in improving financial performance.

Second, it is important to have a balanced approach to ESG management in government-owned enterprises in order to enhance long-term corporate value. This study empirically demonstrated that ESG performance has a statistically significant negative impact on the long-term corporate value of government-owned enterprises. Despite these research findings, most government-owned enterprises today are focusing on enhancing their overall capabilities for ESG performance, such as restructuring their business portfolios and organizations, driven by government policies. This sets them apart from private enterprises pursuing ESG management from a cost-benefit perspective. Given the current situation where the deficits of large government-owned enterprises, including the Korea Electric Power Corporation, are astronomically increasing, there seems to be a need for in-depth con



sideration of ESG management to protect long-term corporate value.

Considering the above implications, it appears necessary to approach ESG management in government-owned enterprises from a financial perspective. The government's policy orientation toward the efficiency of SOE operations has been shifting from a focus on public interests, and concerns about the negative impact of ESG management on corporate value are also increasing. In light of these internal and external environmental changes, it seems necessary to reestablish the conceptual framework of ESG management in a direction that achieves optimal efficiency between the two core values of public interest and efficiency in government-owned enterprises.

However, it is important to note the following limitations when utilizing the results of this study. First, the analysis was limited to eight listed government-owned enterprises, making it difficult to generalize the research findings to all SOEs.

Second, the substantial implementation of ESG management by companies occurred after BlackRock's ESG-centered investment declaration in 2020. However, this study is limited by the panel data available only for two years (2020–2021) following that declaration, which somewhat limits the measurement of the actual impact of ESG management on financial value.

Third, the dependent variables, namely ROE and Tobin's Q, a

re structurally constrained by various economic and managerial factors beyond ESG performance. Although this study included various control variables such as overseas operations and debt ratios of the research target companies to minimize these issues, it is difficult to claim that the impact on the dependent variables was perfectly controlled.

Despite these mentioned limitations, this study is meaningful in that it provides an approach to ESG management in SOEs by distinguishing them from private enterprises and examining the impact of ESG performance on financial performance and long-term corporate value. It is hoped that various subsequent studies will overcome the limitations of this study and provide a more rigorous understanding of the relationship between ESG and financial value.

**Keywords : ESG, Financial Value, Long-term Corporate Value, Random Effect Model, BlackRock ESG investment declaration**  
**Student Number : 2022-26149**