

# COVID-19 팬데믹 기간에도 ESG 경영과 ESG 경영 수준의 변동은 기업 가치를 증대시켜 주는가?

## Can ESG Management and the Volatility of ESG Management Levels During the COVID-19 Pandemic Lead to Enhanced Firm Value?

유정은(주저자) · 손성진(교신저자)

Jung-eun Yu(First Author) · Sung-jin Son(Corresponding Author)

삼성전자서비스/ CS혁신그룹장, 단국대학교 경영학석사 Head of Group, CS Innovation Group, Samsung Electronics Service: Master of Business Administration, Dankook University([proyie@hanmail.net](mailto:proyie@hanmail.net))

단국대학교 경영학부 교수 Professor, Department of Business Administration, Dankook University([phdssj@dankook.ac.kr](mailto:phdssj@dankook.ac.kr))

.....

본 연구는 코로나19 팬데믹 기간(2020-2022년)동안 ESG 경영과 그 변동이 기업가치를 개선할 수 있는지 전망이론을 적용하여 분석하였다. 패널회귀분석을 통해 고정효과 모형을 적용한 결과, ESG 점수와 변동이 ROA와 ROE에 유의한 영향을 미치지 않은 반면, ESG 변동은 Tobin Q에 긍정적인 영향을 미쳤다. 또한, 국내 상장기업의 약 32.7%가 우수한 재무성과를 보이며 양호한 ESG 성과를 나타냈다. 반면, 경제적 가치는 높지만, 사회적 가치는 낮은 기업의 비중도 29.1%에 달했다. 이는 코로나19를 비롯한 다양한 요인들의 부정적 이슈로 인해 ESG 점수가 B 이하로 떨어진 기업이 전년 대비 5배 이상 급증한 것에 기인한 것으로 분석된다. 본 연구는 코로나19 팬데믹과 같은 특수한 환경에서도 기업이 부정적인 이슈를 완화하고 긍정적인 측면을 강화하면 기업가치를 개선할 수 있다는 새로운 증거를 제시하고 있다.

주제어: 사회적 책임, ESG, 기업가치, 지속가능성, 전망이론

This study investigated whether ESG management and its volatility could enhance firm value during the COVID-19 pandemic (2020-2022), considering prospect theory. Panel regression analysis, applying a fixed-effect model, revealed that while ESG scores and their volatility did not significantly impact ROA and ROE, ESG volatility had a positive effect on Tobin Q. Additionally, approximately 32.7% of Korean listed companies demonstrated excellent ESG performance with satisfactory financial results. However, companies with high economic value but low social value also accounted for 29.1%. These are attributed to various factors, particularly the COVID-19 pandemic, which caused significant disruption and led to a more than five-fold increase in the number of companies experiencing ESG scores dropping below B due to negative challenges compared to previous years. This study provides new evidence that companies can improve financial performance amidst unique environmental circumstances, such as the COVID-19 pandemic, by mitigating negative issues and bolstering positive aspects to enhance corporate value.

Keyword: Corporate Social Responsibility, ESG, Firm Value, Sustainability, Prospect Theory

## 1. 서론

본 연구에서 주목하고자 하는 것은 “지속 가능 경영 활동은 기업의 가치를 증대시켜 주는가?”이고, 이를 검증하기 위해 여유 자원설(slack resource hypothesis)과 전망 이론(prospect theory)의 관점에서 논의를 진행해 보고자 한다. 사실, 여유 자원설 관점에서 재무적 가치와 사회적 가치 또는 그 반대의 관계에 대한 의문은 새로운 논의는 아니다. 재무적 가치와 사회적 가치의 연관성을 논의할 때 상반되는 두 가지 입장이 있다. 그 하나는 대리인 이론에 기반을 둔 입장으로 주주 중심 자본주의(shareholder capitalism)를 주장하는 Friedman(1970)을 비롯한 신자유주의 경제학자들은 경영자가 사회적 책임 활동을 하는 것은 도덕적 해이에 해당하고, 경영자는 주주의 대리인이므로 사회적 책임을 위한 불필요한 지출을 할 권한이 없으므로 재무성과 향상을 통해 주주 가치를 극대화해야 한다고 주장한다. 다른 하나는 이해관계자 자본주의(stakeholder capitalism)에 기반을 두고 재무성과가 우수한 기업이 가용자원도 풍부하므로 사회적 가치를 강화하고, 이해관계자와 협력관계를 유지하는 것이 사회와의 충돌로 발생할 수 있는 비용을 최소화하여 장기적으로 재무성과를 개선시킬 수 있다고 주장한다(Freeman, 1984; Carroll, 1991; Preston and Obannon, 1997; Waddock and Graves, 1997).

그런데 기업이 사회적 책임을 통해 지속 가능한 경영의 성과를 창출하는 것은 단순히 1회 성의 노력으로 달성할 수 있는 목표가 아니다. 기업이 지속 가능한 성장을 추구한다는 것은 자원과 역량을 환경(E), 사회(S), 거버넌스(G) 영역에 지속적으로 투자하며, 해당 영역의 성과가 증가, 유지, 감소, 증가하는 변동

을 경험하면서 성장의 동력을 발전시켜야 한다. 여유 자원을 가지고 ESG 경영을 추진하던 기업도 외부 환경에 따라 저성장의 위험에 노출되지만, 이에 적응하며 지속적 발전을 이루는 기업도 있다. 결국, 성장, 저성장, 침체, 성장의 순환과정을 통해 기업은 단순 경제적 이익뿐 아니라 사회적 가치를 추구하며 기업 가치를 극대화하는 경영 방식을 채택해야 한다.

ESG 경영이 주목받는 상황에서 기업은 환경(E), 사회(S), 거버넌스(G) 영역에서 부정적 이슈를 최소화하고 긍정적 이슈를 강화함으로써 시장에서 긍정적인 평가를 받으려는 전망을 제시하려는 노력을 수행할 것이다. Kahneman and Tversky(1979)의 전망 이론을 ESG 경영에 적용해 보면, ESG 부정적 이슈가 없는 기업의 ESG 점수를 중립적 준거점(point of reference)으로 간주할 수 있다. 기업의 ESG 경영이 이해관계자들에게 긍정적으로 인식되면 전망 이론의 가치함수 그래프(value function graph) 상에서 우상향 곡선(concave sector)을 기대할 수 있을 것이고, 그 반대의 경우에는 좌하향 곡선(convex sector)을 보일 것이다. 따라서 특정 시점에서 ESG 점수(등급)도 중요하지만, 기업이 지속적으로 환경(E), 사회(S), 거버넌스(G) 영역에서 부정적 이슈를 최소화하면서 긍정적 이슈로 전환하려는 노력이 있을 때, 기업의 지속 가능한 발전 확률이 높아질 수 있고, 본 연구에서 ESG 경영 수준의 변동을 고려하는 이유이다.

본 연구에서 앞서 ESG 경영 또는/그리고 ESG 경영 수준의 변동과 기업의 가치 관련성의 관계를 살펴본 연구가 존재한다. 예를 들어, 서해진 외(2019)는 2011년에서 2015년까지 한국기업지배구조원(Korea Corporate Governance Service, KCGS) ESG 등급이 주당순이익률(EPS)에 미치는 영향은 유의하지 않았지만, ESG 등급의 변화 추세는 유의한 조절

효과를 보인다고 하였다. 반면, 김세희 외(2022)는 2011년부터 2019년까지 국내 상장기업을 대상으로 KCGS의 ESG 점수 및 ESG 점수의 변화와 매출액 및 영업이익률 간의 유의한 관계를 찾을 수 없었다고 하였다. 물론 이러한 혼재된 결과는 선행연구에서 설계한 연구 기간, 연구 방법 등이 달라 비교 가능성이 높지 않지만, ESG 경영과 기업의 가치 관련성에 대한 논의에 ESG 점수와 더불어 ESG 점수의 변동을 고려한 다른 시각을 제안하고 있다는 점에서 연구의 가치가 있다.

본 연구는 선행연구의 이러한 노력에 추가하여 COVID-19 팬데믹 기간(2020년부터 2022년)에 한국ESG기준원(Korea Institute of Corporate Governance Sustainability, KCGS)의 ESG 점수를 활용하여 전망 이론의 관점에서 ESG 점수, 전년 대비 ESG 점수변화량, 그리고 ESG 등급 양호 준거점인 “B+” 대비 ESG 점수변화량이 기업 가치(ROA, ROE, Tobin Q)에 미치는 효과를 분석하고자 한다. ESG 점수는 특정 시점에서 기업의 ESG 경영 활동의 효과를 보여주는 절대적 가치이고, ESG 점수의 변화량은 시간의 흐름에 따른 기업의 지속 가능 경영의 효과를 보여주는 상대적 가치이다. 상대적 가치인 전년 대비 변화량을 통해 기업의 내부적인 시계열적 추이를 파악할 수 있고, ESG 양호 등급 준거점인 “B+” 대비 변화량을 통해 기업의 내부적인 변화와 외부적인 표준과 비교하면서 기업의 지속 가능한 성장을 위한 노력이 어떻게 발전되고 있는지를 탐색할 수 있을 것이다.

본 연구의 목적은 전망 이론을 적용하여 COVID-19 팬데믹 기간에 사회적 책임 경영을 활발히 수행하는 기업의 재무성과가 좋았는지 그리고 ESG 경영과 ESG 경영 수준의 변동이 기업가치의 개선에 상승효과(synergistic effect)를 가져다주었는지를 확

인하는 것이다. 이를 통해 한국 상장기업들의 지속 가능성과 사회적 책임 노력이 시간에 따라 어떻게 변화하고 있는지를 진단하고, 환경변화에 어떻게 적응하고 있는지도 확인하여, 기업들이 지속 가능한 발전 전략을 수립하는 과정에서 필요한 기초정보를 제공할 수 있을 것이다. 특히, COVID-19 팬데믹이라는 거시환경의 변화에서도 지속 가능 경영 활동과 기업 가치의 인과관계가 확인된다면 ESG 경영의 당위성은 더욱 강화될 것이다.

본 연구의 구성은 제1장 서론에 이어 제2장에서는 지속 가능 경영과 선행연구를 탐색하고, ESG 경영, ESG 경영 수준의 변동, 그리고 기업 가치의 관계 규명의 필요성을 중심으로 가설을 도출한다. 제3장에서는 연구 방법론을 설명하고, 제4장에서는 실증분석 결과를 제시하고 그 의미를 논의한다. 그리고 제5장에서는 연구결과를 요약하고 공헌점과 한계점을 제시한다.

## II. 이론적 배경 및 연구명제

### 2.1 지속 가능 경영과 선행연구

ESG는 환경(E), 사회(S), 거버넌스(G)를 포괄하는 개념으로 2004년 유럽연합 글로벌콤팩트(United Nations Global Compact, UNGC) “Who Cares Wins”에서 처음 소개되었다. ESG 경영이 등장하기 전에도 기업은 사회적 가치를 증대시키기 위한 전략을 채택해 왔고, 특히, 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility, CSR) 운동이 활발히 전개되었다. CSR은 Bowen(1953)이 “우리 사회가 추구하는 가치와 목적에 비추어 바람직한 정책을 입안

하고, 의사결정을 하며, 행동을 추구하는 기업가들의 의무”라고 언급하면서 처음 소개되었다. 이후, Friedman(1970)과 Carroll(1979)에 의해 세분되고, Carroll(1991)이 경제적 측면부터 법적, 윤리적, 자선적인 측면까지 고려해야 함을 강조하면서 기업 시민(corporate citizen)의 역할이 부각 되었다. 1987년에 발표된 브룬트란트 보고서(Brundtland report)에서는 세계환경개발위원회(World Commission on Environment and Development, WCED)가 지속 가능한 발전은 “미래 세대가 그들의 필요를 충족시킬 능력을 저해하지 않으면서 현재 세대의 필요를 충족시키는 발전”으로 정의하면서 지속가능성(sustainability)이라는 개념이 정립되었다. 최근에는 Elkington(1997)의 TBL(triple bottom line), Porter and Kramer(2011)의 공유 가치 창출(corporate shared value, CSV)이 소개되면서 사회적 책임 경영에 대한 아이디어가 추가로 제시되고 있다. 그리고 유엔연합(United Nations, 2015)의 지속가능발전목표(Sustainable Development Goals, SDGs), 파리기후협약(Paris Agreement, 2015), 탄소 국경 조정제도 등이 발표되면서, 기업은 녹색경영을 선언하고, 자산운용사는 책임 투자(Socially Responsible Investment, SRI) 원칙을 강조하고 있다. 지속가능성을 위한 다양한 개념과 이니셔티브가 소개·선언되고 있지만, ESG 경영이 무엇인지에 대한 일치된 견해는 없는 것으로 생각된다. 다만, 기업이 이해관계자와 함께 지속 가능한 성장을 유지하기 위해 환경, 사회, 거버넌스 측면에서 사회적 책임을 다하며 자신의 경제적 발전을 이룩하기 위한 경영이라는 큰 틀에서 이견(異見)은 없어 보인다.

국제사회는 탄소 절감 등 기업의 지속 가능 경영을 위한 다양한 노력을 진행하고 있다. 특히, 산업혁명 이후 화석연료 사용으로 인한 탄소 배출이 기후

변화를 가속하는 현실에 직면하여 국제사회는 이에 대한 대응책을 논의하고 있다. 기후변화에 대한 정부 간 협의체인 IPCC(Intergovernmental Panel on Climate Change)는 2050년까지 탄소 중립(net zero)을 달성해야 하며, 이를 위해 2030년까지 전 세계적으로 탄소 배출량을 절반으로 줄여야 한다고 권고하고 있다(IPCC, 2018). 관련하여 EU 집행 위원회는 탄소 국경 조정제도를 도입했고, IFRS(International Financial Reporting Standards) 재단은 기업의 지속가능성 관련 위험과 기회를 공시하는 IFRS S1과 온실가스배출량, 기후변화와 관련된 위험과 기회를 공시하는 S2를 확정하고 발표했다.

학술 분야에서는 주로 기후변화와 탄소 절감을 고려한 전략(에너지 효율성, 탄소 중립 전환), 역량 강화를 위한 요소(기술 혁신 및 투자, 환경관리시스템과 프로세스 구축), 성과관리를 위한 측정 지표(환경, 사회, 거버넌스), 그리고 기업의 지속 가능한 성장에 관심을 두고 있다. 특히, 경영학 분야에서는 CSR(Corporate Social Responsibility), ESG(Environmental, Social, Governance)와 같은 사회적 책임 활동이 경영·회계 및 시장성과를 개선할 수 있는지에 대한 의문을 제기하면서 연구가 진행되고 있는데, 대부분의 연구는 이해관계자 이론에 기반하여 기업이 종업원, 고객, 지역사회, 그리고 주주를 포함하는 다양한 이해관계자들과의 상생적 협력관계를 유지하는 것이 사회와의 충돌로 발생할 수 있는 비용을 최소화하고 장기적으로 지속 가능한 경영을 수행할 수 있다는 주장이다(Friede et al., 2015; Son and Kim, 2022; 천미림과 유재미, 2013; 여영준 외, 2015; 손성진, 2016; 김태민 외, 2022; 양진수 외, 2022). 하지만, 부정적 관계를 보고한 연구(Pava and Krausz, 1996; Barnea

and Rubin, 2010), 긍정과 영향 없음(김숙연 외, 2014; 임옥빈, 2019; 서해진 외, 2019; 정운태와 안영규, 2022), 부정과 영향 없음(민재형 외, 2014; 김광민과 이현상, 2021), 긍정과 부정이 혼합된 연구(박소민과 박세열, 2022; 김세희 외, 2022), 그리고 유의미한 관계가 확인되지 않은 연구(Teoh et al., 1999; McWilliams and Siegel, 2011; 김윤경, 2020) 등 그 결과는 다양하다.

최근에는 ESG 활동과 기업 가치 관련성 분석에 있어서 사회적 책임 투자(Socially Responsible Investment, SRI) 관점에서 외국인 투자자나 국민연금과 같은 기관투자자의 행동주의(Shareholder activism)에 초점을 둔 논의도 발견된다. 즉, SRI 관점에서 스튜어디십 코드(stewardship code)의 이행이 기업의 지속 가능 경영과 가치 관련성에 어떤 역할을 하는지를 조명하려는 연구가 진행되고 있다(강원과 정무권, 2020; Son and Kim, 2022; Kim et al., 2022). 예를 들어, 강원과 정무권(2020)은 ESG 활동과 기업 가치 사이에 양(+ )의 관계가 있다고 하였고, 외국인 지분율이 높은 기업에서 이러한 관계는 더 강화된다고 하였다. Son and Kim(2022)은 국민연금은 ESG 성과와 재무성과 둘 모두가 좋은 기업에 지분율을 많이 가지고 있고, 재무성과가 좋지 않더라도 ESG 성과가 좋은 기업에 투자를 확대하고 있다는 증거를 제시하였다. Kim et al.(2022)은 2019년 2020년 KCGS의 ESG 등급을 활용하여 국민연금의 지분율과 ESG 점수 및 기업 가치와

정(+ )의 인과관계가 존재하고, 국민연금 지분율과 기업 가치 간의 관계에서 ESG 점수의 매개효과가 존재한다고 하였다.

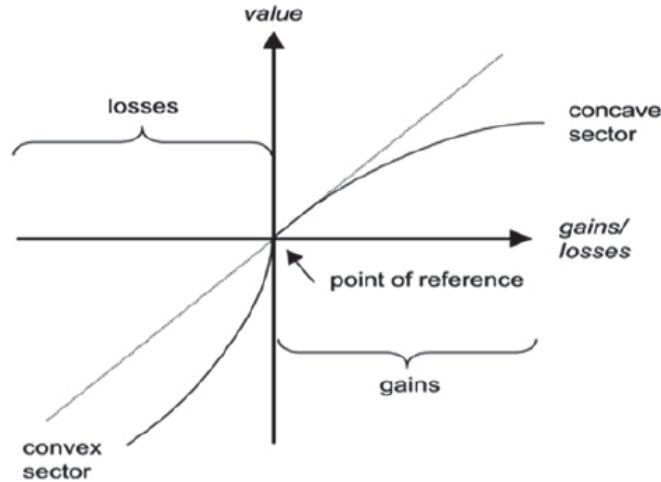
선행연구는 ESG 경영의 수준(등급 또는 점수)과 회계 및 시장성과 간의 인과관계를 규명하면서 기업이 지속 가능한 발전을 위해 어떠한 노력을 해야 하는지를 생각해 볼 기회를 제공하고, 이해관계자 이론의 관점을 지지하는 증거도 제공하였다. 또한, 사회적 책임 경영과 기업 가치 관련성을 규명하는 과정에서 투자자의 사회적 책임 투자가 중요하다는 점도 제안하였다는 점에서 의의가 있다. 하지만, 공급망 실사(supply chain due diligence), ESG 정보 공개(ESG information disclosure) 의무화<sup>1)</sup> 등으로 인해 기업이 ESG 경영을 추진해야 한다는 실무적 당위성이 강화되고 있음에도 불구하고, 사회적 책임 경영을 통해 재무성과가 개선된 기업이 지속적으로 사회적 책임경영을 실천하여 기업 가치가 증대되는지에 대한 학술적 증거는 여전히 제한적이다.

## 2.2 ESG 경영과 ESG 경영 수준 변동 그리고 기업 가치

ESG 경영이 주목받는 상황에서 기업은 환경(E), 사회(S), 거버넌스(G) 영역에서 부정적 이슈를 최소화하고 긍정적 이슈를 강화함으로써 시장에서 긍정적인 평가를 받으려는 전망을 제시하려는 노력을 수행하고 있다.<sup>2)</sup> 위험을 수반하는 대안 간에 의사결정이

1) Apple은 2030년까지 공급망과 제품의 탄소 배출을 전적으로 줄여 100% 탄소 중립을 달성하겠다고 발표하였고, 세계 최대 자산운용사인 미국의 BlackRock은 석탄 등 화력 생산에 의한 수익을 창출하는 기업들을 투자 대상에서 제외할 것이라고 하였다(BlackRock, 2020). 미국 최대 규모의 에너지 기업 중 하나인 엑손모빌(ExxonMobil)은 다우 존스 산업평균지수(Dow Jones Industrial Average)에서 퇴출되었고, 한국에서는 자산 총액 2조원 이상 유가증권시장에 상장된 기업은 2026년 이후부터 ESG 공시가 의무화가 예정되어 있다.

2) 최근 기업들은 기후변화 정책에 대응하기 위해 에너지 절감, 고효율 제품·설비 도입, 생산공정 개선을 통해 온실가스 배출을 감축하는데 큰 관심을 기울이고 있다. 더불어 기업은 기후변화와 관련된 정보를 공시하여 환경리스크를 관리하고, 투자자에게 긍정적 영향을 미치는 것이 중요하다는 인식도 가지고 있다.



〈Figure 1〉 가치함수 그래프<sup>3)</sup>

어떻게 이루어지는지를 설명하는 이론인 Kahneman and Tversky(1979)의 전망 이론은 von-Neumann and Morgenstern(1947)의 기대효용이론(expected utility theory)에 대응되며, 특히, 〈Figure 1〉에 제시된 것과 같이 준거점(point of reference)을 원점으로 하는 가치함수를 포함한다. 수익(gains)이 발생하는 상황에서는 오목한 모양(concave sector)의 위험 추구 성향을 보이고, 손실(losses) 발생 상황에서는 볼록한 모양(convex sector)의 위험 추구 성향을 보인다(Kahneman and Tversky, 1979; 서해진 외, 2019). 전망 이론은 세 가지 주요 특징을 가지는데, 첫째, 준거점 설정은 개인의 주관에 의존하며, 준거점보다 낮은 경우는 손해로, 높은 경우

는 이득으로 간주한다. 둘째, 민감도는 이익이나 손실의 변화가 클 때보다 작을 때 더 민감한 반응을 보인다. 셋째, 손실 회피 성향은 이익에 비해 손실을 더 크게 느끼게 한다. 결국, 의사결정 시 주관적인 준거점이라 할지라도 긍정적 이슈와 비교할 때 부정적 이슈가 발생하면 그 영향력이 훨씬 더 크다는 점을 주목할 필요가 있다.

ESG 경영에 전망 이론을 적용해 보면, ESG 부정적 이슈가 없는 기업을 중립적 준거점으로 설정할 수 있다.<sup>4)</sup> 물론, 기업이 정보를 자발적으로 공시할 때 선택적 효과(selection effect)로 인해 긍정적인 정보만을 강조하는 워싱(washing)의 위험이 존재하지만, 기업은 ESG 경영을 실천함으로써 사회적 책

3) 서해진 외(2019) “기업의 사회적 책임 활동과 고객만족도의 변동과 상호작용이 기업의 재무적 성과에 미치는 영향” p.34 〈그림 1〉 인용

4) ESG가 중요한 주제로 부각되는 시기에는 ESG 부정 이슈가 없는 기업이 준거점이 될 것이다. 이렇게 준거점을 이동시킨 이해관계자들은 환경오염, 근로자 안전사고 발생, 경영진 배임, 회계 부정, 그린 워싱 등 부정 ESG 이슈에 대한 급격한 손실 회피 성향을 보일 것이다. 실제로 한국ESG기준원에서는 평가 대상 기간 후의 사건에 대해서도 사안의 중대성을 심의하고 등급을 조정·부여하고 있고, S&P Global ESG Score도 매일 논란을 모니터링하고 필요에 따라 ESG 등급을 재평가하여 반영하고 있다. 한국ESG기준원 「2022년 ESG 평가 및 등급 공표」, S&P 「S&P Global ESG Scores」 참조

임을 통해 고객, 투자자, 직원 등 다양한 이해관계자들과 긍정적으로 상호작용하면서 전망 이론 가치함수 그래프(value function graph)에서 우상향 곡선(concave sector)을 기대할 수 있다. 반면, 대리점 갑질과 과대광고, 자동차 배출가스 조작 사건, 불법 승계 등과 같은 부정적 이슈는 준거점을 기준으로 급격한 좌하향 곡선(convex sector)을 나타낼 것이며, 이익에 비해 손실을 더 크게 느끼게 한다는 전망 이론의 특성으로 인해 그 영향력은 훨씬 더 클 것이다. 남양 유업의 경우 경영진이 물러나야 했다는 점에서도 생각해 볼 문제가 존재한다. 시장에서 발생하는 환경오염, 다양한 유형의 워싱(green washing; blue washing; brown washing; impact washing etc.), 회계 부정(accounting fraud) 등과 같은 이슈는 손실 회피 성향으로 나타나게 될 것이다. 결국, 기업이 ESG 부정적 이슈를 줄이고 긍정적 이슈를 증가시킨다면, 이는 시장에서 긍정적인 신호로 작용하여 ESG 등급(점수)에 반영되고 기업 가치의 개선으로 연계될 수 있을 것이라는 명제가 성립될 수 있다.

ESG 경영은 주주 중심의 이해관계자 자본주의를 확장한 개념으로 다양한 이해관계자와의 상생을 강조하는 경영철학이다. Freeman과 Carroll을 비롯한 이해관계자 자본주의 학자들은 상생 철학을 바탕으로 기업이 사회적 책임을 다하면서 경제적 가치를 창출할 수 있다는 점을 강조하였다. 단기적으로 경제적 성과에 반하는 사회적 책임 투자가 있을 수 있지만, 상생 경영을 통한 공유 가치 창출은 사회적 가치와 경제적 가치를 극대화할 수 있다는 것이다. 또한, ESG 경영은 이미지 개선이 아닌 사회적 가치 실현을 위한 구체적인 노력으로 나타나야 한다고 하였다. 기업이 ESG 경영을 추진하는 과정에서 환경친화적 제품 출시로 인한 긍정적 반응이나 거버넌스 개선으

로 인한 투자자들의 호감 효과 등으로 ESG 등급이 좋아져서 단기적 이익을 얻을 수도 있겠지만, 지속적인 발전을 위해서는 꾸준한 사회적 책임 경영이 필수이며, 이러한 노력은 장기적으로 고객 및 투자자와의 긍정적 관계 형성을 통해 기업 가치를 증대시키게 될 것이다. 즉, 특정 시점의 ESG 등급(점수)도 중요하지만, 기업이 지속적으로 환경(E), 사회(S), 거버넌스(G) 영역에서 부정적 이슈를 최소화하면서 긍정적 이슈로 전환하려는 노력이 있을 때, 기업의 지속 가능한 발전 확률이 높아질 수 있고, 본 연구에서 ESG 경영 수준의 변동을 고려하는 이유이다. 이러한 노력은 기업 시민의 역할을 강화하면서 지속 가능한 발전의 성공 확률을 높일 수 있을 것이다.

본 연구에 앞서 ESG 경영 또는/그리고 ESG 경영 수준의 변동과 기업의 가치 관련성의 관계를 살펴본 연구가 존재한다. 예를 들어, 김현석(2024)은 2012년부터 2021년까지 상장기업을 대상으로 서스틴베스트(Sustainvest) ESG 등급과 기업의 가치 관련성을 분석하여 ESG 등급과 시장가-장부가 자산 비율에 유의한 영향력이 존재한다고 보고하였다. 서해진 외(2019)는 2011년에서 2015년까지 한국기업지배구조원(KCGS) ESG 등급을 이용하여 ESG 등급이 주당순이익률(EPS)에 미치는 영향은 유의하지 않았지만, ESG 등급의 변화 추세는 유의한 조절 효과를 보인다고 하였다. 반면, 김세희 외(2022)는 2011년부터 2019년까지 국내 상장기업을 대상으로 한국기업지배구조원 ESG 점수와 매출액 및 영업이익률 간의 유의한 관계는 찾을 수 없었고, 이들 변수 간의 인과관계를 살펴본 그래이너 분석에서도 ESG의 점수 변화가 매출액 및 영업이익률의 변동, 혹은 타인 및 자기자본비용의 변동을 견인한다는 유의한 증거를 찾을 수 없었다고 하였다. 그리고 ESG 활동은 Tobin Q와 양(+)의 상관관계가 존재하지만, 내생성

의 문제를 해결하지 못하여 인과관계를 확정할 수 없다고 하였다. 비록 선행연구의 결과가 혼재되어 있기는 하지만, ESG 등급의 변화가 기업 가치에 미치는 영향력을 규명하려고 시도하였다는 점에서 연구의 가치가 있다.

ESG 경영의 핵심 가치는 기업이 경제적 가치뿐만 아니라 사회적 가치도 극대화해야 한다는 것으로, 주주 자본주의(Friedman, 1970)와 이해관계자 자본주의(Freeman, 1984; Carroll, 1991)가 조화롭게 공존해야 한다는 의미이기도 하다. 이는 기업은 단순히 경제적 이익만을 추구하는 것이 아니라 사회적 가치를 추구하는 동시에 경제적 가치를 극대화하는 상생 경영 방식을 채택해야 한다는 것이다. 이러한 관점에서 ESG 경영은 환경(E), 사회(S), 거버넌스(G)라는 비재무적 영역의 성과 개선이 재무적 성과의 개선을 이룩할 수 있다는 SBSC(sustainable balanced scorecard, Kaplan & Norton 2001; Ratnaningrum et al, 2020; Figge et al, 2002; Mio et al, 2022)의 주장과 궤(軌)를 같이 하는 측면이 있다. 또한, 기업이 지속 가능한 발전을 이룩하려면 사회적 가치와 같은 비재무적 측면을 개선하여 기업 가치를 향상시켜야 한다. 경제적 관점에서 보면, 여유 자원이 풍부한 기업이 사회적 가치를 제고하기 위해 더 적극적으로 ESG 경영을 수행할 수 있다는 명제(proposition)도 성립될 수 있다. 기업이 비재무적 영역의 사회적 가치와 재무적 영역의 경제적 가치를 지속적으로 개선하려면 지속 가능한 발전을 위한 노력이 끊임없이 추진되어야 한다. 결국, 높은 ESG 등급을 유지하기 위해서는 추가적인 비용이 발생할 수 있지만, 높은 ESG 등급을 갖는 기업은 환경(E), 사회(S), 거버넌스(G) 자원을 효과적으로 관리할 것이고(자원기반이론), 지속적으로 ESG 등급을 유지하거나 개선하는 기업은 시장에서 긍정

적으로 평가되어 투자자의 신뢰를 형성하고 주가에 반영되어 기업 가치를 증대시킬 수 있을 것이다(전망 이론).

이러한 점에 착안하여 본 연구는 COVID-19 팬데믹 기간(2020년부터 2022년)에 한국ESG기준원의 ESG 점수를 활용하여 전망 이론의 관점에서 ESG 점수(절대적 가치), 전년 대비 ESG 점수 변화량(상대적 가치), 그리고 ESG 등급 양호 준거점인 “B+” 대비 ESG 점수 변화량(상대적 가치)이 기업 가치(ROA, ROE, Tobin Q)에 미치는 영향을 총체적으로 규명해 보고자 한다. 이를 검증하기 위한 본 연구의 명제는 다음과 같다.

연구명제: COVID-19 팬데믹 기간에도 ESG 경영과 ESG 경영 수준의 변동은 기업 가치를 증대시켜 주는가?

### III. 연구방법

#### 3.1 변수의 정의 및 측정

본 연구의 명제를 검증하기 위한 주요 변수는 사회적 책임 경영 수준의 대용치인 ESG 점수(ESG Score, ESGS), 전년도 대비 ESG 경영 점수의 변동(ESG Volatility Previous Year, ESGVP), ESG 등급 양호 준거점인 “B+” 대비 ESG 점수 변동(ESG Volatility Benchmark Grade, ESGVB), 그리고 ROA, ROE, Tobin Q로 구성된 기업 가치이다. 독립변수인 ESG 경영은 기업의 사회적 책임 활동으로 정의하였다. ESG 경영의 수준을 측정하기 위해 본 연구는 한국ESG기준원(KCGS)의 ESG 등급을



〈Table 1〉 변수의 정의 및 측정

구분	변수명	변수 정의
독립변수	ESGS <sub>it</sub>	<i>ESG Score</i> = ESG 종합 등급을 7점 척도로 치환한 값
	ESGVP <sub>it</sub>	<i>ESG Volatility Previous Year</i> <sub>t</sub> = $\frac{ESG_t - ESG_{t-1}}{ESG_{t-1}}$
	ESGVB <sub>it</sub>	<i>ESG Volatility Benchmark B<sub>t</sub><sup>+</sup></i> = $\frac{ESG Score_t - ESGB^+ Score_{t-1}}{ESGB^+ Score_{t-1}}$
종속변수	ROA <sub>it</sub>	(영업이익 <sub>it</sub> ÷ 총자산 <sub>it</sub> ) × 100
	ROE <sub>it</sub>	(영업이익 <sub>it</sub> ÷ 총자본 <sub>it</sub> ) × 100
	TobinQ <sub>it</sub>	(시가총액 <sub>it</sub> + 총부채 <sub>it</sub> ) ÷ 총자산 <sub>it</sub>
통제변수	Size <sub>it</sub>	총자산의 자연로그 값, Ln(총자산 <sub>it</sub> )
	LEV <sub>it</sub>	(총부채 <sub>it</sub> ÷ 총자본 <sub>it</sub> ) × 100
	OCF <sub>it</sub>	총자산 대비 영업현금흐름; 영업현금흐름 <sub>it</sub> / 총자산 <sub>it</sub>
	RnD <sub>it</sub>	총자산 대비 연구개발비; 연구개발비 <sub>it</sub> ÷ 총자산 <sub>it</sub>
	AnP <sub>it</sub>	총자산 대비 광고선전비; 광고선전비 <sub>it</sub> ÷ 총자산 <sub>it</sub>
	MSR <sub>it</sub>	대주주지분율 <sub>it</sub>

사회적 책임 경영의 대응치로 선정하였다.<sup>5)</sup> 이 등급은 위험 수준에 따라 S, A+, A, B+, B, C, D의 7단계로 평가되는데, 본 연구는 〈Table 1〉에 제시된 것처럼 7개 구간의 등급을 7점 척도로 변환하여 ESG 점수(ESGS)를 측정하였다(서해진 외, 2019; Son & Kim, 2022; Kim et al., 2022). 이는 특정 시점에 해당 기업의 ESG 경영 활동의 효과를 보여주는 절대적 가치가 된다.

ESG 점수의 변동은 두 가지 관점에서 정의하였는

데, 하나는 전년도 대비 ESG 등급 변화량(ESGVP)이고, 다른 하나는 ESG 등급 양호 준거점인 “B+ (점수=4)” 대비 ESG 등급 변화량(ESGVB)이다. 전자는 전년도를 준거점으로 ESG 경영 활동 성과에 대한 변화와 크기의 방향을 보여주는 상대적 가치이고, 후자는 ESG 등급 양호 표준치인 “B+”를 준거점으로 ESG 경영 활동 성과에 대한 변화와 크기의 방향을 보여주는 상대적 가치이다.

본 연구는 특정 시점의 절대적 가치(ESGS)와 더

5) ESG 성과평가와 관련하여 국내·외 다양한 기관의 다양한 평가지표가 존재한다. 글로벌 기관으로는 Moodys, MSCI, S&P사의 평가지수가 대표적이다. 국내에서는 경제정의실천시민연합의 경제정의지수(Korea Economic Justice Institute Index, KEJI)와 한국기업지배구조원(Korea Corporate Governance Service, KCGS)의 평가 지수가 대표적인데, 2022년 9월 차로 한국기업지배구조원원이 한국ESG기준원(Korea Institute of Corporate Governance Sustainability, KCGS)으로 사명을 변경하고 유가증권 상장 기업의 ESG 평가 등급을 자사의 평가 등급과 더불어 한국ESG연구소, 서스틴베스트, Moody's, MSCI, S&P, 지속가능경영보고서 공시 여부 등을 ESG 포털(esg.krx.co.kr)에서 제공하기 시작하면서 국내 대표적인 기관으로 인정받고 있다. KCGS는 기업의 지속가능성 관행 개선을 유도하고 이해관계자에게 판단 정보를 제공하기 위한 목적으로 2003년부터 ESG 평가를 수행하여 그 결과를 매년 11월 발표하고 있다. 총 24개 대분류, 323개 핵심 평가 항목으로 구성되며 기본 평가는 기업 특성별로 분류 후 가점 방식을, 심화 평가는 부정적 ESG 이슈에 대한 감점 방식을 적용하여 최종 등급은 기본 평가 점수 백분율에서 심화 평가 점수 백분율을 차감한 값을 기준으로 산정한다.

불어 특정 기간의 상대적 가치를 기업 내부적인 측면(ESGVP)과 외부적 표준(ESGVB) 둘 모두의 크기와 방향을 고려하고 있다는 점에서 해당 기업의 절대적 가치와 더불어 상대적 가치의 변화 방향과 크기에 따라 기업 가치에 미치는 민감도(sensitivity analysis) 효과를 총체적으로 판단할 수 있을 것이다. 특히, 상대적 가치지표는 전망 이론의 관점에서 ESG에 대한 긍정(또는 부정)적 뉴스와 더불어 그러한 효과가 지속적으로 증가(또는 감소)한다면, 또는 “B+” 준거점 이상 증가(또는 감소)한다면 시장에서 긍정적(또는 부정적) 신호로 간주되어 기업 가치가 증가(또는 감소)하는지 민감도의 방향과 크기에 따른 영향을 파악할 수 있게 될 것이다.

종속변수인 기업 가치는 선행연구에서 주로 활용한 ROA, ROE, Tobin Q를 선정하였다. 그동안 문헌에서 다양한 재무성과를 활용하고 있는데, 주로 ROA, ROE, Tobin Q, EPS, 주가수익률 등과 같은 회계 및 시장성과를 주로 활용하였다.<sup>6)</sup> 이러한 재무성과를 활용한 최근 문헌의 결과를 주석 6에 제시한 것처럼 요약해 보면(민재형 외, 2014; 손성진, 2016; 서해진 외, 2019; 김세희 외, 2022), ESG 등급(또는 점수)과 재무성과 간의 관계가 “양(+)”, “음

(-),” 외에도 “관련 없음,” “혼합” 등 다양하게 나타나고 있다. 변수의 선정도 ROA 또는 ROE만을 선정한 연구, ROA 또는 ROE와 Tobin Q를 함께 선정한 연구, 매출액이익률, 영업이익률, 주당순이익률을 선정한 연구 등으로 지표의 선정이 일관적이지 않다.

본 연구는 회계 성과지표인 ROA, ROE, 그리고 시장 가치지표인 Tobin Q를 종속변수로 선정하였다. 그 이유는 기업의 재무성과는 재무/투자/영업 활동의 결과로 나타나는 다양한 요인의 상호작용 결과이므로 소수 지표만을 대상으로 특정 활동의 효과를 측정하는 것은 적절하지 않기 때문이다. 구체적으로, 첫째, ROA는 매출액순이익률(=순이익/매출액)과 총자산회전율(=매출액/총자산)의 곱으로 매출액 또는 총자산 대비 이익률을 보여주는 지표이다. 그리고 ROE는 ROA에 자기자본비율(총자산/자기자본)을 곱한 것이므로 자기자본의 효과성을 보여줄 수 있다. ESG 점수가 높다는 것은 기업이 사회적 책임을 활발히 수행한 결과이므로 투자자나 고객 등의 이해관계자에게 긍정적 전망으로 작용할 것이고 이는 매출의 증대로 연결될 수 있다. 또한, ESG 점수가 높은 기업은 자본 조달의 용이성이 높아 부채비율 대비 자기 자본 비율이 증가하게 될 것이다. 결국,

6) 선행연구에서 활용된 ESG 경영과 재무성과 관련 변수에 대한 요약표

연구자	ESG 지표 (시기, 표본수)	종속변수	영향도
민재형 외(2014)	ESG 등급 (2011~2013년, 1915개)	주가수익률, TobinQ	-, N.S.
손성진(2016)	KEJI (2013년, 447개)	ROA, ROE 등	+
서해진 외(2019)	ESG 등급, ESG 변화 추세 (2011~2015년, 48개)	주당순이익 (EPS)	+, N.S.
김윤경 (2020)	ESG 점수 (2011~2017년, 535개)	ROA, TobinQ	N.S.
김광민과 이현상(2021)	ESG 등급 (2013~2020년, 3268개)	ROA, ROE, TobinQ	-, N.S.
김세희 외(2022)	ESG 등급, ESG 등급 변화 (2011~2019년, 3162개)	매출액이익률, 영업이익률 등	-, N.S.
정윤태와 안영규(2022)	ESG 점수 (2020년, 48개)	TobinQ, OROA, ROE	+, N.S.
양진수 외(2022)	ESG 등급 (2020년, 606개)	△시장가치대장부가치비율 등	+
박소민과 박세열(2022)	ESG 등급 (2011~2019년, 7712개)	OROA, TobinQ	-, +
조인영(2023)	ESG 등급 (2020~2022년, 280개)	ROE, TobinQ	+, N.S.
김현석(2024)	ESG 등급 (2012~2020년, 7036개)	시장가-장부가 비율 등	+

이익률, 회전률, 자기자본 비율에 미치는 영향을 함께 고려하여 ESG 점수와 ESG 점수의 변동이 가지는 효과를 평가할 필요가 있고, 이는 본 연구에서 ROA와 ROE를 함께 고려하는 이유이다. 둘째, 기업의 사회적 책임 활동이 재무성과와 시장 평가에 미치는 영향을 살펴볼 필요가 있다. 예를 들어, 친환경 경영 및 활동은 기업의 비용을 줄이고 효율성을 향상시킬 수 있으며, 이는 재무성과에 긍정적인 영향을 미친다. 에너지 효율성 향상, 폐기물 처리 비용 감소 등 환경 관련 활동은 기업의 경제적 이익을 증가시키고, 사회적 가치도 높여 시장에서 긍정적인 평가를 받을 가능성을 높인다. 사회적 요소 측면에서도 공정한 노동 조건 제공, 사회적 책임 이니셔티브 참여, 지역사회에 대한 기여 등의 활동은 기업의 시장가치를 높이고 투자자, 고객 등 이해관계자의 신뢰를 얻는데 도움이 될 수 있다. 거버넌스 측면에서도 강력한 내부 통제 체계와 투명한 의사결정 프로세스는 기업의 시장가치를 높여줄 수 있다. 따라서 ESG 활동이 재무성과와 기업 가치에 미치는 영향을 판단하는 과정에서 ROA, ROE와 더불어 자산가치 대비 시장가치의 비율로 정의되는 Tobin Q에 미치는 영향을 이해하는 것은 중요한 일이 될 것이다. 통제 변수는 손성진(2016), 서해진 외(2019), 강원과 정무권(2020), 김세희 외(2022), 김현석(2024)의 선행 연구를 참조하여 기업규모(Size), 레버리지(LEV), 영업현금흐름비율(OCF), 연구개발비율(RnD), 광고선전비율(AnP), 대주주지분율(MSR) 등 기업의 사회적 책임 활동에 영향을 미칠 수 있는 다양한 변수들을 선정하였다. 본 연구의 명제를 검증하기 위한 회귀식은 다음과 같다.

$$ROA_{it+1} (ROE_{it+1}, TobinQ_{it+1}) = a + \beta_1 ESGS_{it} + \beta_2 ESGVP_{it} + \beta_3 ESGVB_{it} + \beta_4 LnSize_{it}$$

$$+ \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 OCF_{it} + \beta_7 RnD_{it} + \beta_8 AnP_{it} + \beta_9 MSR_{it} + \varepsilon$$

### 3.2 표본 선정 및 자료수집

본 연구의 표본은 한국거래소 유가증권시장에 상장된 기업이다. ESG 등급은 KCGS가 2020년부터 2022년까지 ESG 포털(www.esg.krx.co.kr)을 통해 제공하는 2,303개의 등급을 1차로 수집하였다. 그런 다음 ESG 경영 수준의 변동을 고려하기 위해 3년 연속으로 등급이 있는 기업 중에서 신규상장, 분할, 합병, 상호변경 등의 사유로 결측치가 있는 기업은 제외하였고, 그 결과 754개 기업, 2,262개 표본이 선정되었다. 재무성과는 2023년 8월 기준으로 ESG 등급이 확보된 한국거래소 유가증권시장에 상장된 754개 기업에 대해 FnGuide에서 2019년부터 2022년까지 자료를 수집하였다. 회계처리 방법과 계정 과목 해설의 상이성을 고려하여 표본 선택 편의 문제를 방지하기 위해 은행, 증권, 보험 등 금융업은 제외였다. 그 결과 709개 기업이 선택되었고, 2021년 ROE 결측치가 있는 두 개 기업도 제외하여 최종적으로 707개 기업, 2,121개의 표본이 확정되었다.

## IV. 실증분석

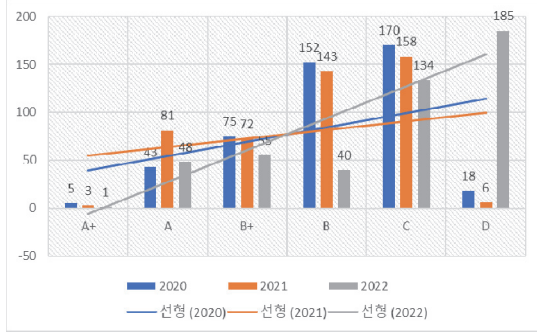
### 4.1 기술통계 - 표본기업의 특성

표본기업의 업종은 제10차 기준 한국표준산업분류표의 대분류에서 일부 유사 업종을 묶어 총 12개 업종으로 분류한 다음 제조업과 비제조업으로 구분

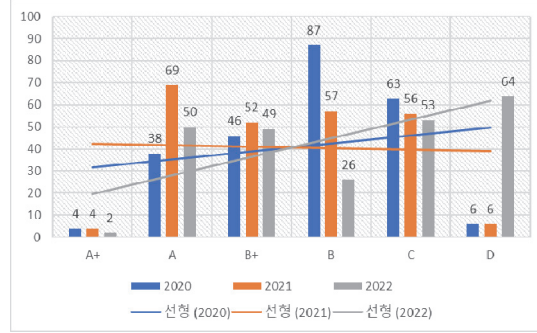
〈Table 2〉 표본기업의 업종 및 ESG 등급

Panel A: 업종별 빈도 및 등급		빈도 (N=707)	3개년 등급 빈도(N=2,121)							
			A+	A	B+	B	C	D	합계	양호군
제조	비금속	115(24.8)	1(0.3)	20(5.8)	54(15.7)	80(23.2)	129(37.4)	61(17.7)	345(100)	75(21.7)
	기계	81(17.5)	1(0.4)	30(12.3)	33(13.6)	53(21.8)	83(34.2)	43(17.7)	243(100)	64(26.3)
	식약	76(16.4)	2(0.9)	30(13.2)	48(21.1)	67(29.4)	64(28.1)	17(7.5)	228(100)	80(35.1)
	화학	74(16.0)	5(2.3)	52(23.4)	32(14.4)	49(22.1)	64(28.8)	20(9)	222(100)	89(40.1)
	금속	67(14.5)	-	11(5.5)	16(8)	54(26.9)	81(40.3)	39(19.4)	201(100)	27(13.4)
	전기전자	50(10.8)	-	29(19.3)	19(12.7)	32(21.3)	41(27.3)	29(19.3)	150(100)	48(32)
	소계	463(65.5)	9(0.6)	172(12.4)	202(14.5)	335(24.1)	462(33.3)	209(15)	1,389(100)	383(27.6)
비제조	서비스업	94(38.5)	5(1.8)	60(21.3)	88(31.2)	71(25.2)	46(16.3)	12(4.3)	282(100)	153(54.3)
	도소매	60(24.6)	2(1.1)	47(26.1)	15(8.3)	36(20)	48(26.7)	32(17.8)	180(100)	64(35.6)
	정보통신	32(13.1)	3(3.1)	26(27.1)	14(14.6)	24(25)	19(19.8)	10(10.4)	96(100)	43(44.8)
	건설업	28(11.5)	-	9(10.7)	13(15.5)	19(22.6)	35(41.7)	8(9.5)	84(100)	22(26.2)
	운수창고	25(10.2)	-	15(20)	16(21.3)	18(24)	16(21.3)	10(13.3)	75(100)	31(41.3)
	1차산업	5(2)	-	-	1(6.7)	2(13.3)	8(53.3)	4(26.7)	15(100)	1(6.7)
	소계	244(34.5)	10(1.4)	157(21.4)	147(20.1)	170(23.2)	172(23.5)	76(10.4)	732(100)	314(42.9)

Panel B: 제조업 연도별 추이



Panel C: 비제조업 연도별 추이



하였다. 〈Table 2〉 Panel A에는 본 연구의 업종별 기술통계량이 제시되어 있다. 표본기업(N=707) 중에서 제조업은 463개(65.5%), 비제조업은 244개(34.5%)로 구분되었다. 제조업의 업종별 빈도수는 비금속 115개(24.8%), 기계 81개(17.5%), 식약 76개(16.4%), 화학 74개(16.0%), 금속 67개(14.5%) 등 비교적 고른 분포를 보였다. 그리고 비

제조업은 서비스업 94개(38.5%), 도소매업 60개(24.6%), 정보통신업 32개(13.1%), 건설업 28개(11.5%), 운수창고 25개(10.2%) 등의 빈도를 보였다.

ESG 등급은 S, A+, A, B+, B, C, D 7단계로 평가되는데, 제조업 비제조업 모두 S등급 없이 A+ 등급이 가장 높았다. 업종별 3개년 총 2,121개 표본

중(Panel A), 제조업에서는 화학 업종이 A+등급 5개(2.3%), A등급 52개(23.4%), B+등급 32개(14.4%)로 양호군이 89개로 40.1%를 점유하여 가장 우수한 것으로 나타났고, 비제조업에서는 서비스업이 A+등급 5개(1.8%), A등급 60개(21.3%), B+등급 88개(31.2%)로 양호군이 153개로 54.3% 점유하여 가장 우수하였다. 반대로, ESG 수준 취약군에 해당하는 B등급부터 D등급까지의 점유율을 보면 금속 업종이 B등급 54개(26.9%), C등급 81개(40.3%), D등급 39개(19.4%)로 제조업에서 가장 취약한 업종으로 나타났고, 비제조업에서는 표준수가 적은 1차산업이 가장 취약고, 그다음으로 건설업이 B등급 19개(22.6%), C등급 35개(41.7%), D등급 8개(9.5%)로 취약한 것으로 나타났다. 금속업종과 건설업은 근로자의 사망사고 및 안전사고 발생 등 위험에 노출될 확률이 높은 업종으로 ESG 평가 결과도 취약한 것으로 나타났다. B+등급 이상 양호군의 점유율이 제조업에서는 27.6%, 비제조업에서는 42.9%로 나타나 15.3%라는 차이를 보여 상대적으로 비제조업이 ESG 활동에서 더 좋은 평가를 받는 것으로 보인다.

Panel B와 C에는 3개년 총 2,121개 표본 중 제조업과 비제조업의 연도별 ESG 등급 추이가 각각 제시되어 있다. 제조업, 비제조업 모두 연도별 추이를 보면 양호군에 해당하는 B+ 이상의 기업보다 그 이하인 기업의 빈도가 연도별로 증가 추이에 있는 것으로 나타났다. 이러한 현상은 특히 2022년에 두드러지는데, 이는 한국ESG기준원<sup>7)</sup>이 글로벌 기준에 맞춰 개정된 모범규준을 평가 모형에 반영하면서 ESG 경영 체계 고도화를 이루지 못한 기업들의 등급이 평가절하된 것이 하나의 원인이라 생각된다.

## 4.2 주요 변수의 기술통계 및 상관관계

〈Table 3〉 주요 변수의 기술통계와 상관관계 결과이다.

먼저, 종속변수인 ROA의 평균은 3.30이고, ROE는 4.94, Tobin Q는 1.14이다. 독립변수인 ESG점수(ESGS)의 평균은 2.93, ESG 변동 ESGVP, ESGVB는 각각 0.32, 0.13 수준이다. 그리고 통제변수인 LnSIZE 27.42, LEV 0.24, OCF 0.04, RnD 0.01, AnP 0.01, MSR 44.24로 나타났다. 다음으로 주요 변수에 대한 상관관계 분석 결과, ROA는 ESGS와 ESGVP의 상관계수가 0.180, -0.058로 99% 신뢰수준에서 유의하였다. ROE는 ESGS와 0.147, TobinQ는 ESGVP, ESGVB와의 상관계수가 0.041, 0.058로 모두 95% 이상의 신뢰수준에서 유의하였다. 한편, 변수 간 다중공선성(multicollinearity)에 대해서도 추가적으로 검증을 수행한 결과, 분산팽창지수(VIF) 모두가 기준값 10 이하로 나타나 다중공선성의 문제가 없음을 확인하였다. 요약하면, ESG 점수는 ROA, ROE와 양(+)의 상관관계가 있고, 주목할 점은 ESGVP와 ESGVB 둘 모두 Tobin Q와 양(+)의 유의한 상관관계를 가진다는 것이다. 이는 ESG 점수를 준거점으로 두고 ESG 점수의 변화추이가 Tobin Q라는 시장가치에 긍정적 영향을 미칠 수 있음을 기대하게 하는 결과라 생각된다. 다만, ROA, ROE와의 관계에서 부호와 유의수준이 혼재되어 있었는데, 이에 대해서는 패널데이터로 구성한 자료에 고정효과(FE)모형을 적용한 회귀분석 결과에서 논의해 보고자 한다.

7) 한국ESG기준원 「2022년 ESG 평가 및 등급 공표」

<Table 3> 주요 변수의 기술 통계 및 상관관계 분석표

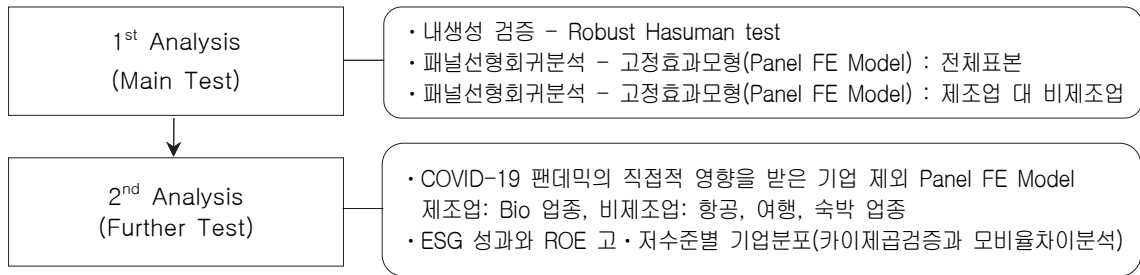
	Mean	S.D.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1. ROA	3.30	7.11	1											
2. ROE	4.94	23.29	0.793 ***	1										
3. TobinQ	1.14	0.91	-0.010	-0.061 ***	1									
4. ESGS	2.93	1.30	0.180 ***	0.147 ***	0.009	1								
5. ESGVP	0.32	0.59	-0.058 ***	-0.035	0.041 **	-0.525 ***	1							
6. ESGVB	0.13	0.02	-0.016	0.001	0.058 **	0.217	-1.010	1						
7. LnSize	27.42	1.62	0.241 ***	0.210 ***	-0.148 ***	0.635 **	-0.181 **	0.124 ***	1					
8. Lev	0.24	0.17	-0.232 ***	-0.158 ***	-0.034	0.093 ***	-0.022	0.029	0.168 ***	1				
9. OCF	0.04	0.07	0.604 ***	0.472 ***	-0.020	0.197 ***	-0.057 ***	0.175 ***	0.203 ***	-0.193 ***	1			
10. RnD	0.01	0.02	0.034	-0.009	0.317 ***	0.083 ***	-0.017	0.012	-0.009	-0.083 ***	0.028	1		
11. AnP	0.01	0.02	0.021	0.007	0.080 ***	0.154 ***	-0.049	0.021	0.050 ***	-0.108 ***	0.222 ***	0.086 ***	1	
12. MSR	44.24	16.43	0.071 ***	0.072 ***	-0.183 ***	0.012	-0.018	0.014	0.042 *	-0.038 *	-0.135 ***	0.005	0.084 ***	1

주1: \*\*\*, \*\*, \* 은 양측확률 유의수준 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함

### 4.3 연구 명제 검증

본 연구의 명제는 “COVID-19 팬데믹 기간에도 ESG 경영과 ESG 경영 수준의 변동은 기업 가치를 증대시켜 주는가?”이고 이를 검증하기 위해 <Figure 2>와 같이 두 단계로 구분하여 분석하였다. 1차 분석에서는 첫째, 전체표본, 제조업, 비제조업을 대상으로 내생성(endogeneity)의 문제를 통제하기 위해 Robust Hausman 검증을 수행하였다. 둘째, 그 결과에 따라 일치 추정량(consistent estimator)을 확보하기 위해 고정 효과(FE) 모형을 적용하여 내생성을 통제한 패널 선형회귀분석을 수행하였다. 그리고 강건성 확보를 위해 전체표본, 제조업, 비제조

업을 구분하여 분석을 수행하였다. 2차 회귀분석에서는 본 연구의 기간이 COVID-19 팬데믹 기간이라는 점을 고려하여 추가분석을 하였다. 첫째, COVID-19 팬데믹의 영향을 직접적으로 받은 바이오(Bio), 항공, 여행, 숙박 업종을 제외한 표본을 대상으로 고정효과 모형을 적용한 패널 선형회귀분석을 수행하였다. 둘째, 한국 기업의 ESG 성과와 재무성과의 관계를 분석하고 그 고·저수준별로 어떤 분포를 보이는지를 탐색하여 현 수준을 진단하였고, 해당 그룹에 속한 기업별 상황을 세부적으로 살펴본 다음 그 수준과 1차 분석 결과를 비교·분석하여 학술적 또는 실무적으로 논의해야 할 사항을 유추하였다(Chi<sup>2</sup>-test and Population-ratio difference test).



〈Figure 2〉 ESG 경영 수준과 ESG 경영 수준 변동의 상호작용 효과 회귀분석 방법

#### 4.3.1 Robust Hausman 검증과 고정 효과모형 (FE)을 적용한 패널선형회귀분석

1차 분석에서 먼저 패널 선형회귀모형에서 고정효과 모형과 확률효과 모형을 선택하기 위해 Robust Hausman 검증을 수행하였다. Hausman의 귀무가설은 비상관 이질성( $H_0: Cov(x_{it}, u_i) = 0$ )을 나타내고, 대립가설은 상관 이질성( $H_1: Cov(x_{it}, u_i) \neq 0$ )을 나타낸다. 〈Table 4〉에 제시된 것처럼 분석 결과,  $Prob > Chi^2 = 0.00$ 으로 귀무가설을 기각하였다.

내생성의 문제를 통제하고 일차 추정량을 확보하기 위해 전체표본을 대상으로 고정 효과모형(FE)을 적용한 선형패널회귀분석을 수행하였다. 전체 산업을 대상으로 분석한 결과(〈Table 4〉) 주목할 만한 점은 ROA, ROE, Tobin Q 모형별로 제시된 ESGVP와 ESGVB의 방향과 유의성이다. ROA 모형에서는 ESGS, ESGVP, ESGVB 모두 유의하지 않았다. ROE 모형에서는 변화량 변수인 ESGVP와 ESGVB가 0.017과 -0.047로 유의한 영향을 보였다. Tobin Q 모형에서는 ESGS는 -0.163, ESGVP는 -0.241, ESGVB는 0.124로 모두 99% 신뢰수준에서 유의하였다. 제조업과 비제조업을 구분하여 분석한 결과, 제조업에서는 Tobin Q 모형에서 ESGVP가 전체표

본에서는 음(-)이었는데 그 부호가 양(+)으로 변경되었고, ESGVB도 유의하였다. 그리고 비제조업의 경우에는 ESGVB가 Tobin Q에 미치는 영향만 0.092로 유의하게 나타났다.

요약하면, 제조업의 경우, ESGS, ESGVP, ESGVB가 ROA와 ROE에 유의한 영향을 미치지 않았지만, Tobin Q에서는 ESGS와 ESGVP는 유의한 음(-)의 영향을 미쳤고, ESGVB는 양(+)의 영향을 미쳤다. 이는 ESG 점수와 변화량이 시장가치에 영향을 줄 수 있다는 것을 시사한다. 특히, ESGVP는 부정적 영향을 주지만, ESGVB는 긍정적 영향을 미친다는 점에서, ESG 등급의 변화가 시장가치에 유의미한 영향을 주려면 그 변화 수준이 적어도 ESG 등급 양호 준거점인 “B+”를 초과할 때 나타날 수 있다는 점을 암시하는 결과라 생각된다. 비제조업에서도 ESGVB가 Tobin Q에 긍정적 영향을 미친다는 점에서 더욱 의미있는 결과라 생각된다. 다만, ESG 점수나 전년도 대비 ESG 점수의 변화량이 부정적 영향을 미치거나 유의한 영향력이 발견되지 않았다는 점에서 ESG 점수와 전년도 대비 ESG 점수의 변화량만으로는 매출액순이익률, 총자산회전율, 자기자본이익률 등 자원 사용의 효율성이 증대될 수 있다는 증거는 확보하지 못하였다.

〈Table 4〉 고정 효과모형(FE)을 적용한 패널 선형회귀분석

	(1) 전체표본			(2) 제조업			(3) 서비스업			
	ROA <sub>t+1</sub>	ROE <sub>t+1</sub>	TobinQ <sub>t+1</sub>	ROA <sub>t+1</sub>	ROE <sub>t+1</sub>	TobinQ <sub>t+1</sub>	ROA <sub>t+1</sub>	ROE <sub>t+1</sub>	TobinQ <sub>t+1</sub>	
ESGS <sub>it</sub>	0.041 (0.55)	0.080 (1.01)	-0.163*** (-2.73)	0.053 (0.54)	0.080 (0.66)	-0.219*** (-2.81)	0.019 (0.21)	0.103 (0.91)	-0.039 (-0.54)	
ESGVP <sub>it</sub>	-0.061 (-0.77)	0.017** (0.21)	-0.241*** (-2.88)	-0.079 (-0.75)	-0.196 (-0.19)	0.325*** (-2.69)	-0.004 (-0.04)	0.088 (0.64)	-0.087 (-1.06)	
ESGVB <sub>it</sub>	-0.192 (-0.91)	-0.047* (-1.85)	0.124*** (6.90)	-0.033 (-1.19)	-0.058 (1.87)	0.138*** (4.97)	-0.018 (-0.59)	-0.051 (-1.22)	0.92*** (4.37)	
LnSize <sub>it</sub>	-1.076*** (-3.37)	-1.127*** (-3.39)	-0.782*** (-4.01)				Controlled			
LEV <sub>it</sub>	-0.027 (-0.29)	0.025 (0.24)	-0.027 (-0.53)				Controlled			
OCF <sub>it</sub>	0.023 (0.66)	0.018 (0.48)	-0.027 (-1.11)				Controlled			
RnD <sub>it</sub>	-0.211* (-1.82)	-0.328* (-0.19)	-0.072 (-0.73)				Controlled			
AnP <sub>it</sub>	-0.090 (-0.97)	-0.477 (0.46)	-0.026 (-0.53)				Controlled			
MSR <sub>it</sub>	0.132 (0.95)	0.087 (0.12)	-0.114** (-21.57)				Controlled			
Constant	-0.003	0.003	0.156***	-0.34	-0.028	-0.190***	0.101	0.156	-0.061	
Adj. R <sup>2</sup>	0.038	0.037	0.189	0.073	0.062	0.204	0.021	0.031	0.282	
Observations	1414	1414	1414	926	926	926	488	488	488	
Company FE		YES			YES			YES		
Year FE		YES			YES			YES		
Hausman		Prob > Chi <sup>2</sup> = 0.00			Prob > Chi <sup>2</sup> = 0.00			Prob > Chi <sup>2</sup> = 0.00		



#### 4.3.2 코로나 업종 통제 패널회귀분석

1차 분석 결과에서 주목할 한 가지는 ESGs, ESGVP, ESGVB가 ROA와 ROE에 미치는 영향이 양(+)이지만 유의하지 않거나 음(-)으로 유의하게 나타나고 있다는 것이다. 이러한 현상은 본 연구에서 통제하지 않은 특수한 상황이나 요인들로 인해 ESG 경영의 긍정적인 효과가 완화(buffering effect)될 수 있으며, 반대로 특정 요인들과의 상호작용으로 인해 강화(synergistic effect)될 수도 있다는 것을 시사하는 결과이다. 이에 본 연구는 COVID-19 팬데믹의 영향을 직접적으로 받은 바이오(Bio), 항공, 여행, 숙박 업종을 제외한 표본을 대상으로 고정 효과모형을 적용한 패널 선형회귀분석을 수행하였다(〈Table 5〉)

분석결과, ESGs, ESGVP, ESGVB가 ROA와 ROE에 미치는 영향 모두가 유의하지 않았다. Tobin Q에 미치는 영향은 -0.133, -0.218, 0.111로 95% 이상의 신뢰수준에서 유의하였고, 방향성도 1차 분석의 결과와 유사한 행태를 보였다. Tobin Q에 대한

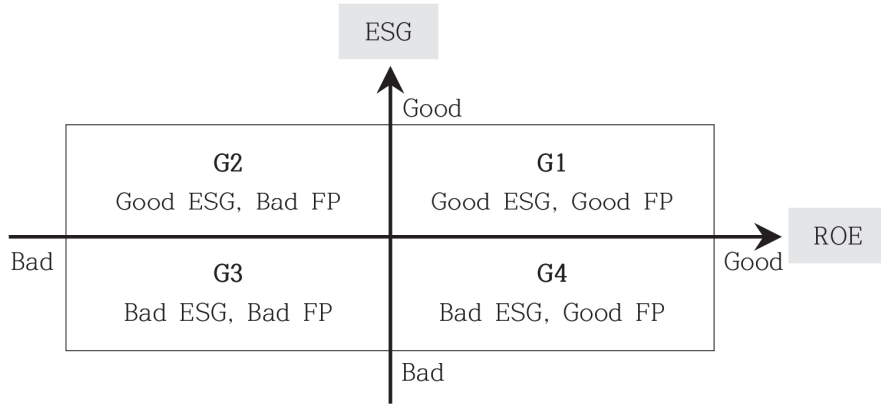
ESGVB의 일관된 양(+)의 유의성은 기업의 ESG 경영에 대한 외부의 상대적 가치(B<sup>+</sup> 대비 변화량)와 장기적인 기업 가치의 관계를 강화하는 결과로 해석된다.

#### 4.3.3 ESG 점수와 ROE 고저수준별 기업 분포-카이제곱검증과 모비율차이분석

코로나 업종 통제 패널회귀분석에 추가하여 현재 한국 기업의 ESG 성과와 재무성과의 관계를 탐색하고 어떤 분포를 보이고 있는지를 추가로 확인하였다. 고·저수준별로 어떤 분포를 보이는지를 탐색하여 한국 상장기업의 ESG 경영과 재무성과의 현 수준을 진단할 수 있고, 또한 집단별 현황과 해당 집단에 속한 기업의 상황을 세부적으로 조사하여 본 연구의 결과에 대해 추가적인 해석이 가능할 것이다. 분석을 위해 ESG 성과는 ESG 점수를 재무성과는 ROE를 대응치로 선정하였다. ROE는 주주가치 창출을 확인하며, 재투자와 성장을 위해 얼마나 많은 이익을 재

〈Table 5〉 코로나 업종 통제 패널 선형회귀분석

	ROA <sub>t+1</sub>	ROE <sub>t+1</sub>	TobinQ <sub>t+1</sub>
ESGS <sub>it</sub>	0.013 (0.17)	0.034 (0.41)	-0.133** (-2.41)
ESGVP <sub>it</sub>	-0.094 (-1.15)	-0.051 (-0.70)	-0.218*** (-2.62)
ESGVB <sub>it</sub>	-0.000 (-0.00)	-0.134 (-0.65)	0.111*** (6.19)
Control variables	Controlled	Controlled	Controlled
Constant	0.194	0.009	-0.210
Adj. R <sup>2</sup>	0.039	0.038	0.182
Observations	1300	1300	1300
Company FE		YES	
Year FE		YES	
Hausman		Prob > Chi <sup>2</sup> = 0.0000	



〈Figure 3〉 ESG 등급과 ROE 고·저수준별 그룹

생성하는지를 보여주는 장점이 있다. 따라서 기업이 자체적으로 소유한 자원을 기반으로 사회적 가치와 경제적 가치에 어떻게 기여하는지를 측정하기에 적합한 지표이다. 분석을 위해 ESG 점수와 ROE를 기준으로 〈Figure 3〉와 같이 4개 그룹으로 분류하였다.

ESG 수준에 대해서는 양호군에 해당하는 B+등급 이상을 Good 그룹으로, 취약군에 해당하는 B등급 이하를 Bad 그룹으로 구분하였다. ROE는 중간값을 기준으로 ROE가 60번째 백분위수를 초과하면 재무성과가 우수한 기업으로, 40번째 백분위수 미만이면 재무성과가 우수하지 않은 기업으로 그룹을 구분했다(Fiegenbaum, 1990; Son and Kim, 2022). ESG 등급과 ROE 지수를 기반으로 2×2 매트릭스를 만들어 카이제곱 검정과 모비올 차이 검증을 수행하였는데, 그 결과가 〈Table 6〉에 제시되어 있다.

먼저, Panel A에는 전체 산업을 대상으로 ESG, E, S, G의 등급별로 ROE 지수와 2×2 매트릭스를 만들어 카이제곱 검정과 모비올 차이 검증을 수행한 결과가 순차적으로 제시되어 있다. 분석 결과, ESG 수준이 양호한 그룹의 경우 재무성과가 우수한 그룹

(G1)이 재무성과가 부진한 그룹(G2)보다 점유율이 높고(G1=356(20.9%) > G2=199(11.7%)), ESG 수준이 취약한 그룹의 경우 재무성과가 우수한 그룹(G4)이 부진한 그룹(G3)보다 점유율이 낮은 것(G4=496(29.2%) < G3=650(38.2%))으로 나타났다. 모비올 차이 검증에서 Z값이 각각 6.664, -4.549이고 99%, 90% 신뢰수준에서 유의하였다. ESG 세부요인 환경(E), 사회(S), 거버넌스(G) 유형별로도 유사한 행태를 보였다.

다음으로, Panel B, C에는 제조업과 비제조업을 구분하고 ESG, E, S, G의 등급별로 ROE 지수와 2×2 매트릭스를 만들어 카이제곱 검정과 모비올 차이 검증을 수행한 결과가 제시되어 있는데, 그 결과는 전체 산업의 경우와 유사하게 나타났다. 이러한 분석 결과는 ESG 경영의 수준이 우수할수록 재무성과가 우수하다는 것이고, 또한 ESG 경영의 수준이 취약할수록 재무성과는 부진하다는 것을 의미한다. 또한, 각각의 환경(E), 사회(S), 거버넌스(G) 측면에서도 높은 수준의 관리가 재무성과에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다는 점을 기대하게 한다.

종합하면, 재무성과가 양호한 기업에서 ESG 성과

〈Table 6〉 카이제곱 검증과 모비율 차이 검증

Panel A: 전체 산업							
Good ESG (B+ ↑)		Bad ESG (B↓)		Good E (B+ ↑)		Bad E (B↓)	
GoodFP	BadFP	GoodFP	BadFP	GoodFP	BadFP	GoodFP	BadFP
G1 356(20.9%)	G2 199(11.7%)	G4 496(29.2%)	G3 650(38.2%)	G1 277(16.3%)	G2 142(8.3%)	G4 575(33.8%)	G3 707(41.6%)
z = 6.664		z = -4.549		z = 6.595		z = -3.687	
Two-tail p < 0.005		Two-tail p < 0.100		Two-tail p < 0.005		Two-tail p < 0.100	
Good S (B+ ↑)		Bad S (B↓)		Good G (B+ ↑)		Bad G (B↓)	
GoodFP	BadFP	GoodFP	BadFP	GoodFP	BadFP	GoodFP	BadFP
G1 444(26.1%)	G2 236(13.9%)	G4 408(24.0%)	G3 613(36.0%)	G1 450(26.5%)	G2 303(17.8%)	G4 402(23.6%)	G3 546(32.1%)
z = 7.976		z = -6.416		z = 5.357		z = -4.677	
Two-tail p < 0.005		Two-tail p < 0.100		Two-tail p < 0.005		Two-tail p < 0.100	
Panel B: 제조업							
Good ESG (B+ ↑)		Bad ESG (B↓)		Good E (B+ ↑)		Bad E (B↓)	
GoodFP	BadFP	GoodFP	BadFP	GoodFP	BadFP	GoodFP	BadFP
G1 194(17.4%)	G2 115(10.3%)	G4 364(32.7%)	G3 440(39.5%)	G1 160(14.4%)	G2 94(8.4%)	G4 398(35.8%)	G3 461(41.4%)
z = 4.494		z = -2.680		z = 4.141		z = -2.150	
Two-tail p < 0.005		Two-tail p < 0.100		Two-tail p < 0.005		Two-tail p < 0.100	
Good S (B+ ↑)		Bad S (B↓)		Good G (B+ ↑)		Bad G (B↓)	
GoodFP	BadFP	GoodFP	BadFP	GoodFP	BadFP	GoodFP	BadFP
G1 252(22.6%)	G2 131(11.8%)	G4 306(27.5%)	G3 424(38.1%)	G1 248(22.3%)	G2 180(16.2%)	G4 310(27.9%)	G3 375(33.7%)
z = 6.183		z = -4.367		z = 3.287		z = -2.484	
Two-tail p < 0.005		Two-tail p < 0.100		Two-tail p < 0.005		Two-tail p < 0.100	
Panel C: 비제조업							
Good ESG (B+ ↑)		Bad ESG (B↓)		Good E (B+ ↑)		Bad E (B↓)	
GoodFP	BadFP	GoodFP	BadFP	GoodFP	BadFP	GoodFP	BadFP
G1 162(27.6%)	G2 84 (14.3%)	G4 132(22.4%)	G3 210(35.7%)	G1 117(19.9%)	G2 48(8.2%)	G4 177(30.1%)	G3 246(41.8%)
z = 4.973		z = -4.218		z = 5.372		z = -3.355	
Two-tail p < 0.005		Two-tail p < 0.1		Two-tail p < 0.005		Two-tail p < 0.100	
Good S (B+ ↑)		Bad S (B↓)		Good G (B+ ↑)		Bad G (B↓)	
GoodFP	BadFP	GoodFP	BadFP	GoodFP	BadFP	GoodFP	BadFP
G1 192(32.7%)	G2 105(17.9%)	G4 102(17.3%)	G3 189(32.1%)	G1 202(34.4%)	G2 123(20.9%)	G4 92(15.6%)	G3 171 (29.1%)
z = 5.048		z = -5.100		z = 4.382		z = -4.871	
Two-tail p < 0.005		Two-tail p < 0.1		Two-tail p < 0.005		Two-tail p < 0.100	

도 우수한 기업과 재무성과는 양호하지 않지만, ESG 성과가 우수한 기업이 총 558개로 한국 상장기업의 약 32.7%가 ESG 성과가 양호하다는 사실을 확인하였다. 다만, 재무적으로 성공한 기업 중에서도 ESG 성과가 부족한 기업이 29.1%의 비율을 차지하고 있다는 사실은 흥미로운 점이다. 다만, 근본적인 의문은 “경제적 가치가 우수함에도 불구하고, 왜 사회적 책임 경영 활동의 수준이 높지 않은가?”에 관한 것이다. 이는 경제적 가치가 우수한 기업이라 하더라도 여전히 사회적 책임경영에 대한 올바른 이해와 적절한 이행을 하지 못하는 기업이 존재한다는 증거이기도 하다.

이러한 결과는 COVID-19 팬데믹 감염병 확산이라는 특수한 여건, 사회적 이슈, 기관별 여건 등 다양한 원인에 의해 발생하는 결과일 수 있다고 생각되어 해당 그룹의 기업별 상황을 세부적으로 살펴보았다. 탐색 결과, 2022년 한국ESG기준원에서 부정적 ESG 이슈로 반영한 사례가 환경(E)부문에서는 공장에서의 폭발 및 화재 사고 발생, 사회(S)부문에서는 근로자 사망사고 및 지속적인 안전사고 발생, 거버넌스(G)부문에서는 임직원의 횡령·배임 혐의 기소 및 금감원 제재 발생 등이 확인되었다. 즉, 경제적 여유가 있음에도 불구하고 ESG 경영 수준이 높지 않았던 기업이 환경, 사회, 거버넌스 영역의 문제에 대한 관심을 가지고 적극적으로 관리를 수행하면서 ESG 경영 수준 변동이 상승 추이를 보이던 과정에서 특정 시점(2021 - 2022년) 기대치 않았던 부정적 이슈(공장 폭발 및 화재 사고, 근로자 사망 및 안전사고, 임직원 횡령·배임 및 금감원 제재)가 발생하면서 일시적으로 ESG 점수가 B 이하로 하락한 기업들이 예년 대비 5배 이상 급증하여 발생한 교란 작용이 영향을 준 측면도 간과할 수 없는 하나의 원인이라 생각된다. 결국, 이러한 기업들이 ESG 경영을 추진하여 사회적 책임 활동을 위한 노력을 수행할 수 있도록 유도하

기 위한 요인이 무엇인지에 대한 고민이 필요한 시점이라 생각된다. 다만, 한 차원 더 정교한 유추를 위해 이에 대한 추적조사가 필요하고, 이를 해결하기 위해 사회적 책임 문제에 대한 인식, 제도적 문제, 기술 수준, 제약 요인 등 다양한 차원의 논의도 있어야 하겠지만, 이는 본 연구의 범위를 벗어나는 과제이므로 추후 연구의 대상으로 남겨두고자 한다.

## V. 결론

본 연구는 한국 상장기업들의 사회적 책임 노력에 시간이 따라 어떻게 발전되고 있으며, 기업이 환경변화에 어떻게 대응하고 있는지를 탐색하고자 하였다. 이를 통해 사회적 책임 경영과 기업 가치 간의 관계를 이해하고, 기업의 지속 가능한 발전을 위한 방향성을 제시하고자 하였다. 연구방법으로는 전망 이론을 적용하여 COVID-19 팬데믹 기간 동안 ESG 경영과 ESG 경영 수준의 변동이 기업의 재무성과와 시장 가치에 미치는 영향을 조사하였다.

연구 결과는 다음과 같다.

첫째, 제조업과 비제조업 모두에서 ESG 점수나 ESG 점수변화량이 기업의 ROA와 ROE와 같은 재무성과에 미치는 유의미한 영향력은 발견되지 않았다. 반면, Tobin Q의 경우 ESG 변화량이 시장 가치에 영향을 미치는 것으로 나타났는데, 구체적으로, ESG 성과의 전년 대비 변화량이 부정적인 영향을 미쳤으나, ESG 등급이 “B+”를 초과하여 개선될 경우 시장 가치에 긍정적인 영향을 미쳤다. 이는 기업이 ESG 경영을 B+ 이상으로 지속적으로 개선할 경우 기업 가치의 향상이 기대된다는 것을 시사한다. ESG 점수가 재무성과에 유의미한 긍정적 영향을 미

치지 않은 이유로는 COVID-19 팬데믹과 같은 외부 상황적 요인과 ESG 경영에 대한 투자와 성과 간의 시차 등이 원인일 수 있다. 이는 ESG 경영이 단기적인 재무성과에 즉각적으로 반영되기 어렵다는 점을 시사하며, 기업들이 ESG 관련 문제에 대해 더욱 높은 투명성과 책임성을 갖추어야 한다는 필요성을 강조한다. 이러한 점을 고려하여 기업은 ESG 경영을 통해 장기적인 가치 창출을 목표로 하고, 사회적 책임을 충실히 이행하며 지속 가능한 비즈니스 모델을 구축하기 위해 추가적인 노력을 기울여야 할 것이다.

둘째, 한국 기업의 ESG 성과와 재무성과의 관계를 탐색하고 어떤 분포를 보이고 있는지를 확인해 본 결과, ESG 성과가 우수한 기업이 총 558개로 한국 상장기업의 약 32.7%가 ESG 성과와 재무성과 모두가 양호하다는 사실을 확인하였다. 다만, 경제적 가치가 우수함에도 불구하고, 사회적 책임 경영의 수준이 높지 않았던 기업이 29.1%의 비율을 차지하고 있다는 사실은 흥미로운 점이었다. 물론, COVID-19 팬데믹이라는 거시환경의 변화도 영향을 미쳤겠지만, 2022년 한국ESG기준원이 글로벌 기준에 맞춰 개정된 모범규준을 평가 모형에 반영하면서 B+ 이상의 기업보다 그 이하인 기업의 빈도가 예년 대비 5배 이상 급증한 것도 하나의 원인이라 생각된다. 2022년 한국ESG기준원에서 부정적 ESG 이슈로 반영된 사례로 환경(E)부문에서는 공장에서의 폭발 및 화재 사고 발생, 사회(S)부문에서는 근로자 사망사고 및 지속적인 안전사고 발생, 거버넌스(G)부문에서는 임직원의 횡령·배임 혐의 기소 및 금감원 제재 등이 확인되었다. 이로 인해 ESG 점수가 일시적으로 하락한 기업들이 급증하였으며, 이는 경제적 가치가 우수하더라도 여전히 사회적 책임경영에 대한 올바른 이해와 적절한 이행을 하지 못하는 기업이 존재한다는 의미이다. 결국, 이러한 기업들이 ESG 경영을 추진

하여 사회적 책임 활동을 위한 노력을 수행할 수 있도록 유도하기 위한 요인이 무엇인지에 대한 고민과 관리가 필요한 시점이라 생각된다. 이를 해결하기 위해 사회적 책임에 대한 인식, 제도적 문제, 기술 수준 등 다양한 측면을 논의할 필요가 있다. 또한, 본 연구에서 고려하지 못한 산업 동향, 정책 변화 등과 같은 금융 시장의 복잡성, 시장의 불확실성, ESG 평가의 한계, 시장 참여자의 다양성 등 다양한 요인의 복합적 상호작용에 대한 고려도 필요해 보인다.

본 연구는 전방 이론을 적용하여 COVID-19 팬데믹 기간 동안 사회적 책임경영이 기업의 재무성과와 시장 가치에 미치는 영향을 조사하였다. 그리고 ESG 등급이 “B+”를 초과하여 지속적으로 개선되는 기업에서 시장 가치(Tobin Q)가 긍정적으로 향상된다는 증거를 제공하였다. 이는 COVID-19 팬데믹 기간에도 지속가능경영의 필요성, 당위성, 효과성에 대해 생각해 볼 기회를 제공한다. 또한, 한국 기업의 ESG 성과가 우수한 기업이 상당한 비율을 차지한다는 점은 긍정적으로 평가할 만하다. 그러나 경제적 성과가 뛰어난 기업 중에서도 사회적 책임경영의 수준이 낮은 경우가 존재하는 점은 여전히 개선이 필요한 부분이다. 이러한 발견은 사회적 책임에 대한 인식 제고와 제도적 개선을 통해 효과적인 사회적 책임을 강화해야 한다는 과제를 제시한다. 본 연구는 기업이 부정적인 ESG 이슈를 최소화하고 긍정적 ESG 이슈를 강화하는 노력을 통해 장기적으로 기업 가치를 증대시킬 수 있음을 강조하였고, 이러한 노력이 지속 가능한 발전에 기여할 것이라는 점을 시사하였다. 따라서 기업의 경영자들은 ESG 경영의 중요성을 인식하고, 장기적인 가치창출을 위한 전략적 접근을 강화해야 할 것이다.

본 연구는 다음과 같은 한계점도 존재한다.

ESG 경영과 ESG 경영 수준의 변동이 재무성과

에 미치는 영향을 분석하기 위해 한국ESG기준원에서 ESG 등급을 제공하기 시작한 최근 3년의 자료를 활용하였는데 한국ESG기준원에서 2022년 ESG 평가 모형을 글로벌 기준에 맞추다 보니 예년과 달리 B등급이 31% 수준에서 9.3%로 감소하고, D등급은 2.5% 수준에서 35.2%로 크게 증가하면서 ESG 변동 하락 비율이 증가하였다. 이는 ESG 경영이 재무성과에 영향을 미칠 때 ESG 경영 수준 변동이 조절 역할을 하는지 분석하는 것에 큰 방해 요소가 되었다. 물론 이러한 외부 효과를 통제하기 위해 산업과 기간을 통제하고, 추가분석도 수행하였지만, ESG 경영 수준과 ESG 경영 수준 변동의 긍정적 상호작용 효과를 규명하지 못한 것은 아쉬운 점이 있고, 추후 연구 기간을 확장하여 기간별, 산업별로 그 효과를 분석해 볼 필요가 있다.

## 참고문헌

- 강원, 정무권(2020), "ESG 활동의 효과와 기업의 재무적 특성," **한국증권학회지**, 제49권 5호, pp.681-707.
- (Kang, W., and M. Jung(2020), "Effect of ESG activities and firm's financial characteristics," *Korean Journal of Financial Studies*, 49(5), pp.681-707.)
- 김광민, 이현상(2021), "ESG 등급이 신용등급, 부채비용 그리고 기업가치에 미치는 영향," 한국산업경제학회, **정기학술발표대회, 초록집**, pp.11-19.
- (Kim, K. M and H. S. Lee(2021), "The impact of ESG ratings on credit ratings, debt costs, and corporate value," *An Abstract of The Regular Academic Presentation of The Korean Industrial Economic Association*, pp.11-19.)
- 김숙연, 정수현, 김재환, 남윤명(2014), "서비스기업의 사회적 책임 활동과 기업가치와의 관련성," **서비스경영학회지**, 제15권 2호, pp.311-330.
- (Kim, S. Y., S. H. Jung, J. H. Kim and Y. M. Nam(2014), "The Effect of Corporate Social Responsibility on Firm Value in Service Industry," *Journal of Korea Service Management Society*, 15(2), pp.311-330.)
- 김윤경(2020), "기업 비재무정보(ESG) 공시가 재무성과와 기업가치에 미치는 영향," **규제연구**, 제29권 1호, pp.35-59.
- (Kim, Y. K.(2020), "Effects of Non-financial Information Disclosure on Firm Performance and Firm Value," *Journal of Regulation Studies*, 29(1), pp.35-59.)
- 김세희, 선우희연, 이우종, 정아름(2022), "ESG 활동과 기업가치의 상관관계와 인과관계," **회계저널**, 제31권 3호, pp.31-60.
- (Kim, S. H. Y. Sunwoo, W. J. Lee, A. Jung(2022), "Value Implications of ESG Performance," *Korean Accounting Journal*, 31(3), pp.31-60.
- 김태민, 김리라, 허종호(2022), "ESG경영이 재무성과에 미치는 영향: 고객만족의 매개효과," **전문경영인연구**, 제25권 2호, pp.159-176.
- (Kim, T. M., R. Kim and J. H. Huh(2022), "The Influence of ESG Management on Financial Performance: The Mediation Effect of Customer Satisfaction," *Journal of CEO and Management Studies*, 25(2), pp.159-176.)
- 김현석(2024), "기업의 ESG 활동과 가치 관련성 분석: 가치평가 변수를 성장기회와 가치평가 오류로 분해하여," **경영학연구**, 53(1), pp.197-224.
- (Kim, H. S.(2024), "ESG Activities and Value Relevance: Break Down the Market-to-Book Ratio into Growth Opportunities and Misvaluation Measures," *Korean Management Review* 53(1), pp.197-224.)

- 민재형, 김범석, 하승인(2014), “지속가능경영을 위한 기업의 환경적, 사회적, 지배구조적 요인이 추가수익률 및 기업 가치에 미치는 영향,” **한국경영과학회지**, 제39권 4호, pp.33-49.
- (Min, J. H., B. S. Kim and S. I. Ha(2014), “The Impact of Firms’ Environmental, Social, and Governancial Factors for Sustainability on Their Stock Returns and Values,” *Journal of the Korean Operations Research and Management Science Society*, 39(4), pp.33-49.)
- 박소민, 박세열(2022), “기업의 ESG 수준과 재무성과 및 기업가치와의 관계: 산업별 효과를 중심으로,” **전문경영인연구**, 제25권 3호, pp.41-61.
- (Park, S. M and S. Y. Park(2022), “Industry Effects of the Relationship between ESG Performance and Firm Value,” *Journal of CEO and Management Studies*, 25(3), pp.41-61.)
- 서해진, 송태호, 우정신(2019), “기업의 사회적 책임 활동과 고객만족도의 변동과 상호작용이 기업의 재무적 성과에 미치는 영향,” **상품학연구**, 제37권 1호, pp.31-42.
- (Seo, H. J., T. H. Song and J. Yu(2019), “The Impact of Corporate Social Responsibility, Volatility of Customer Satisfaction, and the Interaction Effect on Firm’s Financial Performance,” *Journal of Product Research*, 37(1), pp.31-42.)
- 손성진(2016), “한국의 사회적 책임기업의 재무적 특성과 경제적 성과와의 관계,” **관리회계연구**, 제16권 2호, pp.201-240.
- (Son, S. J.(2016), “The relation between Financial Characteristics and Economic Performances in Korean CSR Companies: Comparative Analysis for contextual Factors,” *Korean Journal of Management Accounting Research*, 16(2), pp.201-240.)
- 양진수, 임옥빈, 김정렬(2022), “기업의 ESG 경영 수준이 기업가치 변동에 미치는 영향: 코로나19 대유행 기간의 유가증권시장을 중심으로,” **경영교육연구**, 제37권 3호, pp.327-349.
- (Yang, J. S., W. B. Leem and J. R. Kim(2022), “Influence of Company’s ESG Management Level on Changes in Corporate Value: Focusing on the Stock Market during the COVID-19 Pandemic,” *Korean Business Education Review*, 37(3), pp.327-349.)
- 여영준, 최순재, 권오진(2015), “산업 내 경쟁에 따른 경쟁 전략으로써의 CSR 활동의 선택과 기업의 재무성과 간의 관련성 연구: 시장유형별 분석을 중심으로,” **회계학연구**, 제40권 4호, pp.1-37.
- (Yeo, Y. J., S. J. Choi and O. J. Kwon(2015), “CSR activities as a competitive strategy based on industry competition and firm performance: Focusing on the market type,” *Korean Accounting Review*, 40(4), pp.1-37.)
- 임옥빈(2019), “비재무적 정보가 기업성과에 미치는 영향: ESG 점수를 중심으로,” **국제회계연구**, 제86권, pp.119-144.
- (Leem, W. B.(2019), “Effect of Non-Financial Information on Firm Performance : Focusing on ESG Score,” *Korea International Accounting Review*, 86, pp.119-144.)
- 정윤태, 안영규(2022), “기업의 ESG 활동과 정보공시가 재무성과에 미치는 영향,” **e-비즈니스연구**, 제23권 3호, pp.255-273.
- (Jung, Y. T. and Y. G. Ahn(2022), “The Effect of ESG Activities and Information Disclosure on Corporate Financial Performance,” *The e-Business Studies*, 23(3), pp.255-273.)
- 조인영(2023), “기업의 ESG 환경등급과 재무성과에 관한 연구,” **로고스경영연구**, 제21권 2호, pp.269-290.
- (Cho, I. Y.(2023), “A Study on Corporate ESG Environmental Ratings and Financial Performance,” *Logos Management Review*, 21

- (2), pp.269-290.)
- 천미립, 유재미(2013), "기업의 사회적 책임활동이 기업 재무성과에 미치는 영향," *경영학연구*, 제42권 5호, pp.1159-1185.
- (Chon, M. L. and J. M. Yoo(2013), "Corporate Social Responsibility and Financial Performance," *Korean Management Review*, 42(5), pp.1159-1185.)
- Barnea, A. and A. Rubin(2010), "Corporate Social Responsibility as a Conflict Between Shareholders," *Journal of Business Ethics*, 97, pp.71-86.
- Bowen, H. R.(1953), *Social Responsibility of the Businessmen*, New York, Harper.
- Carroll, A. B.(1979), "A Three Dimensional Conceptual Model of Corporate Social Performance," *The Academy of Management Review*, 4, pp.497-505.
- Carroll, A. B.(1991), "The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders," *Business Horizon*, 34, pp.39-48.
- Elkington, J.(1997), *Cannibals With Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business*, Oxford, Capstone.
- Fiengenbaum, A.(1990), "Prospect theory and the risk-return association: An empirical examination in 85 industries," *Journal of Economic Behavior & Organization*, Elsevier, 14(2), pp.187-203.
- Figge, F., T. Hahn, S. Schaltegger and M. Wagner (2002), "The Sustainability Balanced Scorecard - linking sustainability management to business strategy," *Business Strategy and the Environment*, 11(5), pp.269-284.
- Freeman, E.(1984), *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Cambridge University Press.
- Friede, G., T. Busch and A. Bassen(2015), "ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies," *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5, pp.210-233.
- Friedman, M.(1970), "The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits," *New York Times Magazine*, pp.122-126.
- IPCC(2018), "Global warming of 1.5oC," *An IPCC Special Report on the impacts of global warming 1.5oC above pre-industrial levels and related global greenhouse gas emission pathways, in the context of strengthening the global response to the threat of climate change, sustainable development, and effects to eradicate poverty. Masson-Delmotte, V. et al. Eds., World Meteorological Organization*, pp.1-32.
- Kahneman, D. and A. Tversky(1979), "Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk," *Econometrica*, 47(2), pp.263-292.
- Kaplan, R. S. and D. P. Norton(2001), "The Strategy-Focused Organization: How Balanced Scorecard Companies Thrive in the New Business Environment," 1st Edition, *Soundview Executive Book Summaries, Harvard Business School Press, Concordville*, pp.148-159.
- Kim J., S. Son, I, Jin(2022), "The Effects of Shareholding of the National Pension Fund on Environmental, Social, Governance, and Financial Performance: Evidence from the Korean Manufacturing Industry," *Sustainability*, 14(18), pp.1-17.
- McWilliams, A. and D. Siegel(2011), "Creating and Capturing Value: Strategic Corporate Social Responsibility, Resource-based Theory, and



- Sustainable Competitive Advantage,” *Journal of Management*, 37, pp.1480-1495.
- Mio, C., A. Costantini and S. Panfilo(2022), “Performance measurement tools for sustainable business: A systematic literature review on the sustainability balanced scorecard use,” *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, John Wiley & Sons, 29(2), pp.367-384.
- Pava, M. L. and J. Krausz(1996), “The Association between Corporate Social Responsibility and Financial Performance: The Paradox of social cost,” *Journal of Business Ethics*, 15, pp. 321-357.
- Porter, M. and M. Kramer(2011), “Creating Shared Value: How to Reinvent Capitalism and Unleash a Wave of Innovation and Growth,” *Harvard Business Review*, 89, pp.62-77.
- Preston, E. and P. O’Bannon(1997), “The Corporate social-financial performance relationship: A typology and analysis,” *Business and Society*, 36(4), pp.419-429.
- Ratnaningrum, Y. A. Aryani and D. Setiawan(2020), “Balanced Scorecard: Is it beneficial enough? A literature review,” *Asian Journal of Accounting Perspectives*, 13(1), pp.65-84.
- Son, S. J. and J. T. Kim(2022), “Environment, social, and governance performance and financial performance with national pension fund investment: Evidence from Korea,” *Frontiers in Psychology*, 13, pp.1-13.
- Teoh, S. H., I. Welch and C. P. Wazzan(1999), “The Effect of Socially Activist Investment Policies on the Financial Markets: Evidence from the South African Boycott,” *Journal of Business*, 72, pp.135-89.
- United Nations Global Compact(2004), “Who Cares Wins”.
- Von-Neumann, J. and O. Morgenstern(1947), *Theory of Games and Economic Behavior*, Princeton University Press, Princeton.
- Waddock, S. and S. Graves(1997), “The corporate social performance-financial performance link,” *Strategic Management Journal*, 18(4), pp. 303-319.
- World Commission on Environment and Development (1987), “Our Common Future,” *the Brundtland Report*.

- 
- 저자 유정은은 현재 삼성전자서비스에 재직 중이다. 한양사이버대학교 영어학과를 졸업하였으며, 단국대학교 대학원에서 ESG 경영학을 전공해 경영학석사를 취득하였다. 주요 관심 분야는 ESG 경영과 탄소 중립 정책 등이다.
  - 저자 손성진은 단국대학교 경영학부 회계학 전공 교수로 재직 중이다. 서강대학교 대학원에서 경영학박사학위를 취득하였다. 주요 연구 분야는 지속가능경영, 사회적 책임경영, 경영혁신과 성과관리시스템 등이다.