

ARTICLE

ESG 리딩기업과 ESG 성과: 재벌기업을 중심으로*

ESG Leading Firm and ESG Performance: Focusing on Business Groups

양승희^a · 전홍민^b

Seunghee Yang^a · Hongmin Chun^b

^a 제1저자, 세종대학교 경영학부 조교수, Assistant Professor, School of Business, Sejong University (E-mail: shyang0124@sejong.ac.kr)

^b 교신저자, 성신여자대학교 경영학부 부교수, Associate Professor, Department of Business Adm., Sungshin Women's University (E-mail: hmchun@sungshin.ac.kr)

개요 본 연구는 국내에서 ESG 경영의 선두주자로 거론되는 SK그룹과 기타 재벌기업 간의 ESG 성과를 비교분석하고, 더 나아가 SK그룹과 그 외의 재벌그룹의 ESG 경영이 기업가치에는 어떠한 영향을 미쳤는지를 실증분석함으로써 국내 재벌기업의 ESG 경영의 현황과 의의에 대한 다양한 시사점을 제공하고자 한다. 2011년부터 2019년까지 총 1,395 기업-연도의 재벌기업 관측치를 대상으로 실증분석을 수행한 결과, ESG 리딩기업인 SK그룹의 ESG 성과는 다른 재벌기업 대비 평균적으로 우수한 것으로 나타났으며, 특히 환경 및 기업지배구조 측면에서 이러한 차이가 두드러졌다. 다만 2018년 SK그룹의 더블바텀라인(DBL, Double Bottom Line)선언 이후에는 SK그룹과 기타 그룹 간의 격차가 오히려 감소하는 것으로 나타났다. 이에 더하여 SK그룹 계열사의 경우 ESG 성과가 높을수록 기업가치가 낮은 것으로 나타난 반면, 다른 재벌기업을 대상으로는 반대의 결과를 확인하였다. 이는 ESG 경영을 본격적으로 시행하는 과정에서 상당한 직·간접적 비용이 발생하며, 이에 따라 우수한 ESG 성과가 단기적으로는 재무적 가치의 희생을 수반할 수 있음을 보여주는 결과일 수 있다.

한글색인어 DBL(Double Bottom Line)선언, ESG 경영, ESG 성과, 기업가치

ABSTRACT This paper aims to provide insight into the current status and significance of ESG management in Korean chaebol firms by comparing ESG performance of the SK group, which is undoubtedly a leading firm in terms of ESG performance in Korea, with that of other chaebol firms, and investigate the value implications of such differences. Analyzing 1,395 firm-years from 2011 to 2019, we find that the SK group exhibits superior ESG performance relative to other chaebol groups, particularly in terms of environmental and governance performance. However, the gap between the two groups declined after the SK group's declaration of DBL management. Moreover, while better ESG performance leads to lower firm value for the SK group, the relation is reversed for other chaebol firms. Overall, our findings imply that ESG management incurs nontrivial direct and indirect costs, and, as a result, can accompany the sacrifice of short-term financial value.

KEYWORDS DBL(Double Bottom Line)declaration, ESG management, ESG performance, Firm value

I. 서론

본 연구는 환경(Environment) · 사회(Social) · 지배구조(Governance)(이하 ‘ESG’) 경영의 국내 선두주자로 평가받고 있는 SK그룹과 그 외의 재벌그룹 간의 ESG 성과를 비교하고, 이러한 차이가 SK 그룹의 ESG 경영성과를 측정하여 보고하는 시스템의 도입과 함께 어떻게 달라졌는지 살펴본다. 또한 본 연구는 SK그룹과 그 외의 재벌그룹의 ESG 경영이 기업가치에는 어떠한 영향을 미쳤는지를 실증분석함으로써 국내 재벌기업의 ESG 경영의 현황과 의의에 대한 다양한 시사점을 제공하고자 한다.

지난 몇 년간 전 세계적으로 ESG가 화두로 떠오르며 많은 기업들이 ESG 경영 가속화에 박차를

Received 13 January 2023, Accepted 06 February 2023

* 이 논문은 2022년 대한민국 교육부와 한국연구재단의 지원을 받아 수행된 연구임(NRF-2022S1A5A2A01038367).

† Corresponding author: hmchun@sungshin.ac.kr

가하고 있다. 특히 국내 기업 중 SK그룹은 ESG 경영의 독보적인 선두주자로, ‘모든 이해관계자의 지속가능한 행복 창출’을 경영철학으로 내세우며 이를 실천하고자 다양한 실험을 하고 있다. 그 결과 SK그룹은 다우존스 지속가능 경영지수(DJSI) 평가에서 10년 연속 월드 지수에 편입되었고, 2020년에는 국내 기업 최초로 RE100에 가입하였으며,¹⁾ 한국ESG기준원의 ESG 등급 평가에서도 2020년 및 2021년 2년 연속 A+를 획득했다.²⁾ 한발 더 나아가 SK그룹은 2018년부터 전 그룹사를 대상으로 더블바텀라인(Double Bottom Line; 이하 ‘DBL’) 회계시스템을 도입하였다. DBL은 사회적 가치와 경제적 가치를 함께 추구하는 전략을 의미한다. DBL 도입을 위해서는 사회적 가치를 계량화하는 작업이 밑바탕이 되어야 하므로, SK그룹은 자체적인 사회적 가치 측정시스템을 개발 및 도입하여 2018년 말부터 각 계열사의 사회적 가치를 해당 기업의 지속가능경영보고서 및 홈페이지에 자세히 공시하고 있으며, 이에 더해 각 기업이 창출한 사회적 가치에 따라 금전적인 인센티브(incentive)를 산정하여 지급하고 있다.

SK그룹은 ESG 경영을 자사뿐만 아니라 재계 전반으로 확산시키려는 의지를 피력해왔다. SK그룹의 수장인 최태원 회장은 사내외 회의 및 세미나 등의 발언 기회를 통해 수차례 ESG 경영의 중요성에 대해 언급하고 이와 관련된 기업의 책임을 강조하고 있다. 최 회장은 2021년부터 대한상공회의소 회장직을 역임하고 있는데, 언론에서는 최 회장의 선임이 대기업 위주로 확산된 ESG 경영을 중견·중소기업을 포함하는 국내 기업 전반에 확산하는 데에 중요한 역할을 할 것으로 예측하기도 하였다.³⁾

그러나 SK그룹이 추구하는 이러한 적극적인 ESG 및 DBL 경영에 대하여 일부에서는 우려의 시선을 제기하고 있다. 첫 번째로, 재무적 이익과 사회적 이익을 동시에 추구하는 것이 현실적으로 가능한지에 대한 논의가 있다. 사회적 가치 추구를 위한 활동에 상당한 직·간접적 비용이 발생하며, ESG 경영에 집중하는 과정에서 기업의 유연성과 효율성이 저하되어 재무적 가치가 훼손될 여지가 있기 때문이다(Classens and Yurtoglu 2013). 이와 관련해 학계에서는 ESG와 기업의 미래 현금흐름 창출능력 간의 관계를 실증분석하였는데, 일부 연구는 양(+)의 관계를 발견한 반면 또 다른 연구들은 명확한 관계가 없다는 결론을 내림에 따라 ESG 활동이 기업의 재무성과에 긍정적인 영향을 미치지 않을 가능성도 배제할 수 없다(Waddock and Graves 1997; Margolis et al. 2009; Choi et al. 2010; Pedersen et al. 2021; 이중원과 박철 2020; 이용대와 이치송 2021; 김세희 등 2022). 두 번째로, ESG 평가지표의 신뢰성에 대한 논란이 제기되고 있다. ESG 평가에 적용되는 일관되고 객관적인 지표가 부족한 상황에서 기업마다 그리고 국내 및 해외기관마다 각기 다른 기준을 적용하고 있

1) RE100은 “Renewable Energy 100%”의 약자로, 기업이 필요로 하는 전력의 100%를 태양광이나 풍력 등의 친환경 재생에너지로 사용하는 캠페인이다. 2022년 기준 전세계의 376개의 기업이 RE100에 가입하였으며, 이 중 27개의 기업이 국내 기업이다(출처: RE100정보플랫폼).

2) 최태원 회장은 2022년도에 30대 그룹 수장을 대상으로 실시된 ESG 경영 관심도 조사에서 1위를 차지하기도 하였다.

3) 출처: 인사이드코리아, “최태원 회장의 대한상의, 재계 ‘ESG 경영’ 구심점 역할 할까”. 2021.4.19.

기 때문이다. 특히 기업이 자체적으로 ESG를 평가하여 발표하는 경우 자사에 유리하도록 평가지표를 취사선택할 가능성도 배제할 수 없다. SK그룹의 경우에도 독자적인 시스템으로부터 산출되는 사회적 가치를 발표하고 있지만, 그러한 자료의 신뢰성을 제3자가 객관적으로 검증하기는 어려운 상황이다. 마지막으로 기업들이 ESG 경영을 형식적으로 추구하고 있다는 비판도 꾸준히 제기되고 있다. 일례로 기업들이 ESG 경영을 위한 전담부서나 의사결정기구를 신설하면서도 실질적으로는 반환경적인 활동을 영위하거나 주주가치를 훼손하는 행보를 보이는 이른바 ‘ESG washing’ 사례들이 적지 않게 관찰되고 있다.⁴⁾ SK그룹 또한 ESG 경영을 추진하는 중에 계열사가 반환경적인 투자를 단행하거나⁵⁾ 주주가치 훼손 우려가 있는 정관을 신설하였던 사례로 인해 ESG 경영의 진정성을 의심받기도 하였다.⁶⁾

국내 기업의 ESG 경영은 주로 대기업을 중심으로 도입되고 있으며, 대기업 중에서도 특히 재벌그룹들이 ESG 경영에 많은 노력을 기울이고 있다. 예컨대 재벌그룹들은 앞다투어 이사회 내에 ESG위원회라는 ESG 전담기구를 설치하고 있으며, 자체적인 ESG 지표 개발을 통해 계열사들의 ESG를 평가하고 이를 성과평가에 연계하고자 노력하고 있다. 이에 반해 국내 중소기업들은 ESG 경영의 필요성은 인지하면서도 그에 수반되는 비용 및 자원 등의 부족으로 ESG 경영 도입에 어려움을 겪고 있는 실정이다. 비록 대기업 및 재벌기업들의 ESG 경영이 형식적이라는 비판도 있기는 하나, 선행연구는 대체로 재벌기업이 비재벌기업에 비해 더 우수한 ESG 성과를 보이고 있음을 보였다. Choi et al. (2018)은 우리나라의 재벌기업들이 대체로 비재벌기업에 비해 더 많은 사회적 책임활동(corporate social responsibility; 이하 ‘CSR’)을 영위하고 있다는 결과를 보고하였으며, 박진혁과 이장우(2022)는 재벌기업과 기타 기업 간의 ESG 성과를 비교하여 재벌기업의 ESG 성과가 더 우수하다는 결과를 보였다. 박진혁과 이장우(2022)는 재벌기업과 비재벌기업 그리고 가족기업과 비가족기업을 대상으로 ESG 성과가 기업가치에 미치는 영향을 비교분석하기도 했는데, 지배주주의 지분율이나 사외이사의 비중과 같은 기업지배구조의 특성에 따라 결과에 상당한 차이가 있는 것으로 나타났다.

본 연구는 위의 논의에 기반해 2011년부터 2019년까지의 기간을 대상으로 재벌기업 내에서 ESG 리딩기업인 SK그룹과 기타 그룹의 재벌기업의 ESG 성과 간에 체계적인 차이가 있는지 검증하고자 한다. 재벌기업과 비재벌기업의 ESG 성과를 비교하는 분석에 비해 재벌기업 내에서의 비교분석은 표본선택편의 문제(sample selection problem)로부터 상대적으로 자유롭다는 연구설계

4) 기업이 단순히 사회공헌활동을 영위하며 ESG 경영을 하고 있다고 홍보하거나, 제지업체가 벌목으로 인한 환경 파괴는 언급하지 않고 재생 종이를 활용해 제지를 생산하는 등의 일부 친환경적인 생산과정만 강조하거나, 화장품 업체가 종이용기를 이용한 친환경적인 화장품을 생산한 것처럼 홍보했으나 실제로는 플라스틱 용기를 종이로 감싸고 있거나, 한국전력이 5억원 달러 규모의 그린채권을 발행한 후 베트남과 인도네시아의 석탄발전소에 투자하는 배치된 행보를 보이는 등의 사례를 ESG washing의 사례로 들 수 있다.

5) 출처: 한국증권신문, “SK E&S, 반 환경 사업에 투자…ESG 경영?”. 2022.11.21.

6) 출처: 경제개혁연대, “최태원 회장이 강조하는 ESG 경영과 상반되는 에스케이배터리 신설정관”. 2021.9.15.

상의 강점이 있다. 이에 더하여 본 연구는 2018년 SK그룹이 사회적 가치 추구를 정관에 명문화하고 DBL 경영을 선언한 것에 주목하여, SK그룹과 기타 재벌그룹 간의 ESG 성과 차이가 그러한 선언 전후로 달라졌는지를 살펴보는 DID(Difference-in-Differences) 분석을 수행한다. 마지막으로 본 연구는 SK그룹과 기타 재벌그룹의 ESG 성과가 기업가치와는 어떠한 관련성을 가지는지 살펴보고자 하였다.

본 연구의 실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, ESG 리딩기업인 SK그룹의 ESG 성과는 다른 재벌기업 대비 평균적으로 더 우수한 것으로 나타났으며, 특히 환경 및 기업 지배구조 관련 성과에서 그러한 차이가 두드러졌다. 이는 SK그룹이 환경사업을 지속적으로 추구하고 대표이사과 이사회 의장을 분리하는 등 재벌기업 특유의 기업 지배구조 문제를 해결하기 위해서 노력을 한 부분들이 반영된 결과라 할 수 있을 것이다. 그러나 SK그룹의 2018년 DBL 경영 선언 이후에는 SK그룹이 다른 재벌기업에 대하여 갖던 비교우위가 오히려 감소하는 것으로 나타났다. 이는 SK그룹의 DBL 경영 선언이 단기적인 ESG 성과 향상으로 이어지지는 않았거나 SK그룹의 선언이 다른 재벌기업들의 ESG 경영을 가속화하여 두 그룹 간의 차이를 감소시켰을 가능성을 내포하는데, 추가분석 결과는 전자의 가능성을 지지하는 것으로 나타났다. 마지막으로 기업가치에 대한 분석 결과, 당기 ESG 성과와 당기 및 차기 3개년도 기업가치 간의 관계는 SK그룹에서는 음(-)으로 나타나는 반면 나머지 재벌기업에서는 양(+)으로 나타났다. 이는 SK그룹의 우수한 ESG 성과가 단기적인 재무적 가치 측면에서는 오히려 부정적인 효과를 야기하였을 가능성을 제시한다.

본 연구는 다음과 같은 공헌점이 있다. 첫째, 본 연구는 국내기업 중 ESG 경영의 선두주자로 손꼽히는 SK그룹과 그 외의 재벌기업의 ESG 성과를 비교하여 SK그룹이 ESG 경영에 있어 실질적인 리딩기업임을 확인하였다. 그간 많은 언론에서 SK그룹이 국내 기업의 ESG 경영을 선도하고 있다고 언급해왔으나 이를 실증적으로 검증한 연구는 없었다는 점에서 본 연구의 공헌점이 있다고 판단된다. 둘째, 본 연구는 SK그룹의 ESG 경영을 보다 본격화하는 계기가 된 DBL 경영 선언 이후 SK그룹과 다른 재벌기업 간의 ESG 성과 격차가 오히려 줄어들었으며, 이것이 SK그룹의 ESG 성과 감소에 기인한다는 결과를 보였다. 이러한 결과는 SK그룹이 DBL 경영 선언과 함께 다양한 ESG 경영 전략을 시행하였으나 단기적으로는 그러한 성과가 나타나지 않았거나, 또는 SK그룹의 선구자적인 ESG 경영에 따른 성과가 기존의 성과 지표로는 적절하게 측정되지 않았을 가능성을 시사한다. 다른 한편으로는 사회적 가치를 계량화하여 보고하고 이를 토대로 보상시스템을 운영하겠다는 DBL 선언이 가치의 측정과 관련이 있을 뿐 가치의 창출에는 큰 영향이 없었을 가능성도 있다. 마지막으로 본 연구는 SK그룹의 우수한 ESG 성과가 계열사들의 기업가치에는 오히려 부정적인 영향을 미쳤다는 결과를 보고하였다. 무리한 CSR 투자나 ESG 경영이 단기적인 영업성과를 저하시킬 수 있다는 연구 결과(예: Griffin and Mahon 1997)에 비추어볼 때, 본 연구의 결과는 SK그룹의 적극적인 ESG 경영에 수반된 직접비용과 효율성 및 유연성 저하 측면에서의 간접비용이 ESG 경영에 따른 효익을 상회하였을 가능성을 시사한다. 다만 본 연구에서 조사한 기

업가치는 주주 입장에서의 재무적 가치를 의미하는데, ESG 경영으로 인해 SK그룹의 재무적 가치와 사회적 가치를 포괄하는 통합적 가치는 증가하였을 가능성도 있으므로 결과의 해석에 주의가 필요하다.

제II장에는 국내 재벌 기업 및 SK그룹의 ESG 경영 현황을 요약하였으며, 제III장에는 ESG 성과의 결정요인 및 기업가치에 미치는 영향과 관련된 선행연구를 정리한다. 제IV장에서는 본 연구에 사용된 연구 모형 및 표본 선정 과정에 대하여 설명한다. 제V장에서는 실증분석결과를 보고하고, 마지막 제VI장에서 본 연구의 결론을 제시한다.

II. 연구배경

2.1 국내 재벌기업의 ESG 경영 현황

2020년부터 발생한 코로나 팬데믹(pandemic) 이후 전세계적으로 환경에 대한 관심이 급증하고 있으며, 이와 함께 기업의 사회적 책임이 강조되며 기업의 ESG 성과에 따라 투자자의사결정을 내리는 글로벌 기관투자자들도 증가하고 있다. 국내 기업들도 이러한 시대적 흐름에 발맞춰 ESG 경영을 핵심 경영활동으로 인식하여 수행해나가고 있으며, 특히 2020년 말부터 그러한 추세가 두드러지게 나타나고 있다.⁷⁾ 다만 ESG 관련 전담부서나 기구를 신설하고 여러 ESG 경영 전략을 수립하고 실행하기 위해서는 상당한 비용이 수반될 뿐만 아니라 충분한 인적 자원이 필요하므로, 중소기업보다는 대기업, 그리고 대기업 중에서도 재벌기업을 중심으로 ESG 경영이 추진되고 있다. 일례로 <Table 1>에 제시된 자료를 살펴보면 2022년 4분기 국내 523개 기업을 대상으로 실시된 ‘한국 ESG 랭킹 120’ 조사 결과 20위 이내의 상위권에 자리한 기업 중 15개의 기업이 대규모기업집단, 즉 재벌기업에 해당된다. 또한 국내 ESG 경영 도입 사례로 제시되는 기업들도 대부분 SK, 삼성 등의 재벌그룹 또는 그 계열사임을 알 수 있다.⁸⁾

7) 구글 트렌드 ESG 검색량 지수를 살펴보면 한국의 경우 2020년 말 이전에는 ESG에 큰 관심을 보이지 않았으나 2020년 말부터 관심도가 급증하며 세계적 추세와 동조화되었다(중소벤처기업연구원 2021).

8) 출처: 이코노믹리뷰, “삼성·SK로 보는 한국식 ESG”. 2020.11.16.

〈Table 1〉 Top 20 Firms by ‘Korean ESG Ranking 120’

순위	기업명	대규모기업집단 소속 여부	소속 기업집단명
1	KT	O	케이티
2	두산	O	두산
3	LX하우시스	O	엘지
4	현대두산인프라코어	O	두산
5	풀무원	X	
6	SK	O	에스케이
7	아모레퍼시픽그룹	O	아모레퍼시픽
8	아모레퍼시픽	O	아모레퍼시픽
9	현대제철	O	현대자동차
10	DGB금융지주	X	
11	LG이노텍	O	엘지
12	신한금융지주	X	
13	GS건설	O	지에스
14	SK텔레콤	O	에스케이
15	삼성엔지니어링	O	삼성
16	한국가스공사	X	
17	현대모비스	O	현대자동차
18	KB금융지주	X	
19	LG생활건강	O	엘지
20	삼성SDI	O	삼성

- 1) 본 랭킹은 한국경제가 미국 ESG 솔루션 기업인 CSR Hub와 제휴해 국내 기업의 ESG 성과를 평가한 ‘한국 ESG 랭킹 120’의 상위 20개 기업을 나열한 것임. 구체적으로 CSR Hub가 평가 자료를 보유한 523개 기업 중 10개 이상의 기관의 평가 이력이 있는 143개 기업을 대상으로 하였으며, 환경, 커뮤니티, 임직원, 지배구조의 4개 평가항목별로 순위를 매긴 후 이를 합산해 최종 랭킹을 산출하였음
- 2) 대규모 기업집단 여부는 공정거래위원회가 공시한 2022년 공시대상기업집단 현황을 참고하여 판단함
- 3) DGB금융지주, 신한금융지주, 그리고 KB금융지주는 금융전업집단에 해당하므로 대규모기업집단으로 지정되지 않음

본 연구는 재벌기업 내에서의 ESG 성과 차이에 주목하고 있는데, 그러한 차이의 의의를 이해하기 위해서는 재벌기업들의 전반적인 ESG 경영 현황에 대한 이해가 선행될 필요가 있다. 재벌기업의 ESG 경영 추진 양상은 그룹마다 상이하긴 하나, 주로 그룹 차원에서 ESG 경영철학을 내세우며 ESG 경영 계획을 수립한 후 이를 계열사에 적용하는 형태로 추진되고 있다. 보다 구체적인 ESG 경영 현황을 살펴보기 위해 <Table 2>에 국내 5대 재벌그룹의 ESG 경영 현황을 요약하여 제시하였다.

〈Table 2〉 ESG Management Status of the Top 5 Chaebol Groups

기업집단명	주요 ESG 경영 활동	ESG 성과 측정방법
삼성	<ul style="list-style-type: none"> · 주요 사업부에 지속가능경영사무국 신설(2020) · 지속가능경영추진센터를 CEO 직속 조직으로 격상(2020) · 이사회 산하의 기존 거버넌스위원회를 지속가능경영위원회로 확대 개편(2021) · 정규 임원의 성과평가체계에 지속가능경영 관련 항목 편입(2021) · 경영진 협의기구인 지속가능경영협의회를 대표이사 주관으로 격상(2022) 	2016년부터 KPMG의 ‘True Value’ 방법을 이용해 재무적 가치, 사회-경제적 가치, 환경적 가치를 측정하여 외부에 보고하고 있음
SK	<ul style="list-style-type: none"> · 사회적 기업의 사회문제 해결 성과를 측정해 금전적 보상을 제공하는 사회성과인센티브 시스템 도입(2015) · 기업 경영의 키워드로 ESG 경영철학이 담긴 ‘Deep Change’ 설정(2016) · SK 멤버사 정관에 ‘충분한 이윤창출’을 없애고 ‘사회적 가치, 행복 추구’를 명시함(2017) · 비영리연구재단인 사회적가치연구원 설립(2018) · SK의 ESG 경영철학을 강조하는 기업지배구조헌장 제정(2018) · 경제적 가치와 사회적 가치를 동시에 추구하겠다는 DBL 경영을 도입하고 그 내용을 정관에 명시(2018) · 계열사 성과평가에 사회적 가치를 50% 반영(2019) · 이사회 내에 ESG위원회 신설(2021) 	2017-2018년부터 외부 전문가들과 공동 연구 및 협의를 통해 사회적 가치를 측정하여 외부에 보고하고 있음
현대자동차	<ul style="list-style-type: none"> · 경영진의 성과평가에 ESG 항목을 5% 이상 반영(2019) · ESG 거버넌스 구축(2020) · 주요 계열사를 대상으로 이사회 산하 위원회인 투명경영위원회를 지속가능경영위원회로 확대 개편(2021) · ESG 경영 의지를 담은 “The Right Move for the Right Future” 공개(2022) · ESG위원회 산하에 탄소중립추진팀 및 중대재해예방팀 신설(2022) 	개별적인 평가지표는 존재하나 외부에 보고되는 통합적인 평가지표는 없음
LG	<ul style="list-style-type: none"> · 지주사 및 주요 계열사의 이사회 산하에 ESG위원회 및 내부거래위원회 설치(2021) · 여러 실무조직을 결합한 ESG협의체 신설(2021) · LG의 ESG 경영 방향성 수립 및 선포(2022) · ESG 중장기 전략과제 ‘Better Life Plan 2030’ 수립(2022) 	개별적인 평가지표는 존재하나 외부에 보고되는 통합적인 평가지표는 없음
롯데	<ul style="list-style-type: none"> · 롯데 지속성장평가지표를 사장단 평가에 반영(2015) · 모든 상장사에 이사회 내 위원회로 ESG위원회 설치(2021) · 지주사에 ESG팀을 구성하여 전담조직 운영(2021) · ESG 핵심성과지표(key performance indicator; 이하 ‘KPI’)를 수립하여 각 계열사 CEO의 성과평가에 반영(2021) 	개별적인 평가지표는 존재하나 외부에 보고되는 통합적인 평가지표는 없음

1) 본 자료는 각 그룹의 지주사 및 핵심 계열사의 홈페이지에 공시된 지속가능경영보고서를 참고하여 작성하였음. 구체적으로 지주사가 존재하는 SK, LG, 롯데는 주로 지주사의 지속가능경영보고서를 주로 참고하였으며, 지주사가 존재하지 않는 삼성 그룹과 현대자동차 그룹의 경우 각각 핵심 계열사인 삼성전자와 현대자동차의 지속가능경영보고서를 참고하여 작성하였음.

2) 5대 재벌그룹은 공정거래위원회가 공시한 2022년 공시대상기업집단의 1위부터 5위까지의 그룹을 의미함

각 재벌그룹 및 해당 그룹에 속한 계열사들은 수년 전부터 다양한 ESG 활동을 영위하고 있는데, <Table 2>에는 그 중 그룹 또는 핵심 계열사 차원에서 선포한 중요한 ESG 경영 철학이나 비전(vision), ESG 관련 전담기구 또는 부서 설치 이력, 그리고 임직원의 성과평가에 ESG 관련 평가지표를 활용하는지 여부를 기재하였다.⁹⁾ 확인 결과 5개의 그룹 모두 2021년 또는 2022년에 지주회사 또는 주요 계열사의 이사회 내에 ESG위원회를 설치한 것으로 나타났다. 또한 삼성, SK, 현대자동차 및 롯데그룹은 임직원 또는 계열사 성과평가에 ESG 항목을 포함하고 있으며, 향후 이를 점차 확대 적용할 계획을 밝혔다.¹⁰⁾ 또한 삼성전자 및 SK그룹은 자사가 창출한 사회적 가치를 계량화하여 공시하고 있는 것으로 나타났다. 삼성전자는 2016년부터 자사가 창출한 재무·사회·경제·환경적 가치를 계량화하여 보고하고 있는데, 예를 들어 2019년에는 21.7조원의 재무적 가치, 11.7조원의 사회·경제적 가치, 그리고 1.3조원의 환경 가치마이너스를 창출(감소)하여 이를 통합하면 약 32.2조원의 ‘true value’가 창출되었다고 공시하였다. 다만 비재무적 가치의 구체적인 산식은 외부에 공개되지 않은 상태이다. SK그룹은 5개 그룹 중 가장 체계적으로 사회적 가치 창출액을 계량화하는 작업을 진행하고 있다. 이와 관련된 내용은 이어지는 절에 상세히 서술한다. 현대자동차, LG, 그리고 롯데그룹은 지속가능경영보고서를 통해 개별적인 평가지표(예: 온실가스 배출량, 폐기물 처리량, 육아휴직 적용대상 수, 이사회 평균참석률 등)는 공개하고 있으나 이를 통합하여 계량화한 지표를 공시하지는 않고 있다.

이렇듯 5대 재벌그룹들이 활발히 ESG 경영을 영위하고 있거나 향후 영위할 계획을 밝힌 상태이기는 하나, 5대 그룹 간에도 실질적인 ESG 경영활동 수준에는 차이가 있다. 예컨대 LG그룹의 핵심 계열사인 LG전자는 2021년 ESG위원회를 설치하기는 했으나 위원회 개최 횟수는 연 2회 정도로 적은 반면, SK는 2021년 1년 중에만 10회의 ESG위원회를 개최했다.

2.2 SK그룹의 ESG 경영 현황

SK그룹은 재벌그룹 중에서도 가장 빠르게, 그리고 진취적으로 ESG 경영을 실천하고자 하고 있다. 본 연구는 재벌그룹 내에서 ESG 경영 선두주자인 SK그룹과 기타 재벌기업 간의 ESG 성과를 비교하는 것을 일차적인 목적으로 하므로, 본 절에서는 SK그룹의 ESG 경영 현황을 요약하여 제시한다.

2.2.1 DBL 경영 도입

SK그룹은 2018년 DBL 경영 원칙을 천명하였다. DBL 경영은 기존 경제적 가치나 이윤을 추구하는 싱글바텀라인(single bottom line)과 대비되는 개념으로, 경제적 가치(economic value)와 사회

9) 세계 최대 글로벌 자산운용사인 블랙록(BlackRock)은 ESG 지표가 경영자 보상체계(executive compensation programs)에 포함되어야 한다고 강조하였다.

10) LG그룹은 2022년 12월 현재는 성과평가체계에 ESG 관련 지표를 포함하지 않고 있으나, 현재 자체적으로 개발하고 있는 LG ESG 지수(index) 시범 운영 이후 경영진 KPI에 이를 포함하겠다는 중·장기적인 계획을 발표하였다(전국경제인연합회 2022).

적 가치(social value)를 동시에 추구하고 관리하겠다는 경영철학을 의미한다. 전통적인 주주 중심의 관점에서 영리기업의 궁극적인 목표는 경제적 이윤을 창출하는 것이며, 기업의 경제적 성과를 집약적으로 나타내는 지표는 손익계산서의 가장 하단에 보고되는 당기순이익이다. 그러나 기업의 사회·환경적 책임이 강조되며 경제적·재무적 가치뿐만 아니라 기업이 창출한 사회적 가치 또한 중요한 기업의 성과평가지표로 떠올랐다. 그 결과 기업이 창출한 경제적 가치에 더하여 사회적 가치를 병기하는 DBL의 필요성이 제기되었다.

SK그룹은 2016년 계열사 최고경영자(CEO) 세미나에서 DBL이 필요하다는 의견을 처음 내비친 후 사회적 가치의 개념을 구체화하는 작업을 거쳐 2018년에는 해당 연도를 “뉴SK” 원년으로 선언하고 DBL 경영을 실천하겠다는 계획을 밝혔다. 물론 외부에 보고되는 재무제표에는 이러한 사회적 가치가 반영되지 않지만, SK그룹은 매년 각 계열사가 창출한 사회적 가치를 계량화하여 그 수치를 공개적으로 발표하고, 더 나아가 임직원들의 성과급 산정과 인사평가에 이를 적극적으로 반영하기 시작했다. 구체적으로, SK그룹의 임직원들의 초과이익분배금(profit sharing)과 생산성격려금(productivity incentive) 산정에도 사회적 가치 창출 성과가 50%의 비중을 차지하게 되었다. 이에 따라 경제적 가치 창출 면에서는 두각을 드러냈지만 사회적 가치 창출 면에서는 성과를 내지 못한 계열사는 성과평가시 불이익을 받을 수 있게 된 것이다. 예컨대 SK이노베이션은 2018년 2조 1,200억원의 영업이익을 벌어들였으나 사회적 가치 창출액은 1조 1,851억원이었으며, SK하이닉스는 같은 기간 20조 8,400억원의 영업이익을 벌어들였으나 사회적 가치 창출액은 그 절반 가량인 9조 5,000억원이었다. 양사 모두 제조기업의 특성상 환경 성과에서 적자를 기록하였기 때문이다.

이렇듯 사회적 가치의 측정 및 공개가 일부 계열사에게는 부담으로 작용할 수 있으나, SK그룹은 긍정적인 결과뿐만 아니라 부정적인 결과 또한 투명하게 공개한다는 원칙을 내세우고 있다. SK그룹의 진취적인 DBL 경영은 국내뿐만 아니라 해외에서도 화두로 떠올랐다. 스탠포드(Stanford) 경영대학원은 2019년 SK의 DBL 경영을 사례연구로 채택하였다.¹¹⁾

2.2.2 사회적 가치 측정시스템의 개발 및 도입

전술한 DBL 경영이 이루어지기 위해서는 사회적 가치의 신뢰성 있는 측정이 담보되어야 한다. 최태원 회장은 “측정할 수 없는 것은 관리될 수 없다(If you can't measure it, you can't manage it)”는 경제경영학자 피터 드러커(Peter Drucker)의 경영철학을 인용하며 사회적 가치 측정의 중요성을 설파하였다. 실제로 SK그룹은 국내 기업 중 ESG 성과를 계량화하는 작업을 가장 심도있게 추진하고 있다. SK그룹은 2017년부터 사회적 가치 측정시스템을 본격적으로 개발하기 시작했고, 2018년에는 이를 전담할 비영리연구재단 사회적가치연구원을 설립하였다. 이를 바탕으로 DBL 경영을 선언한 2018년부터 매년 각 계열사의 사회적 가치를 측정하여 보고하고 있으며, 2022년에는 내부

11) 출처: 이데일리, “SK 경영 화두 ‘ESG’ 대학서 정식 교양수업 채택”. 2022.3.6.

적으로만 관리하던 사회적 가치 측정 산식 및 관련 자료를 처음으로 외부에 공개하기도 했다.

구체적으로 SK그룹은 ESG 성과를 (1) 경제간접 기여성과, (2) 환경 성과, 그리고 (3) 사회 성과의 세 가지 유형으로 구분하여 측정하였다.¹²⁾ 경제간접 기여성과는 고용·배당·납세 등을 통해 경제에 간접적으로 기여하는 기업활동의 성과를, 환경 성과는 환경에 기여하는 기업활동의 성과를, 그리고 사회 성과는 삶의 질을 개선하는 제품 및 서비스 판매, 노동 환경 개선, 사회공헌 및 동반성장 등에 기여하는 기업활동의 성과를 의미한다. 이에 따라 사회적 가치에 E, S, G 중 G에 해당하는 기업 지배구조는 포함되지 않았는데, SK그룹은 기업지배구조 지표는 화폐화 측정이 어려워 비화폐적 목표에 기반해 성과를 관리하고 있다고 밝혔다.

<Table 3>에는 2018년부터 2021년까지 SK그룹이 발표한 계열사 전체의 사회적 가치 창출 성과를 요약하였다. SK그룹의 측정방식에 따르면 모든 계열사가 창출한 사회적 가치의 합계는 4개년도 동안 각각 약 15.8조원, 10.0조원, 11.4조원, 그리고 18.4조원으로 집계되었다. SK그룹은 이에 대해 사회적 가치가 지난 3년간 증가한 것은 괄목할만하나 환경성과 지표가 지속적으로 마이너스로 나타나는 것에 대해서는 개선이 필요하다고 지적하며, 문제해결을 위해 노력 중이라고 밝혔다.

다만 이러한 수치는 SK그룹이 자체적으로 측정한 결과에 기반하므로, 그 해석에는 주의를 요한다. 예컨대 SK그룹이 공개한 사회성과의 측정 방식을 살펴보면 고용 관련 지표나 사회적 가치를 제공하는 제품·서비스 관련 지표가 대부분으로, 생산과정에서 발생할 수 있는 재해 관련 문제나 소비자 피해에 대한 책임 등과 관련된 내용은 포함되어 있지 않다.¹³⁾ 또한 SK그룹은 대표적인 재벌그룹인 만큼 기업지배구조의 건전성에 대한 평가가 중요함에도 불구하고, ESG의 한 축을 담당하는 기업지배구조 관련 평가는 자체 평가에 포함하지 않았다.

<Table 3> Social Value Creation Performance of the SK Group

연도	경제 간접 기여성과	환경성과	사회성과	합계 (사회적 가치)	전년도 대비 증감율
2018	18.0261	-2.9447	0.7392	15.8206	
2019	11.9493	-3.0273	1.0362	9.9582	-37.1%
2020	13.1258	-2.9787	1.2925	11.4396	14.9%
2021	19.3443	-2.8919	1.9036	18.356	60.5%

1) 본 자료는 SK그룹이 2018년부터 매년 사회적 가치 측정 성과 발표 설명회를 통해 발표한 사회적 가치를 세 가지 지표별로 측정한 결과를 요약한 것임. 금액의 단위는 조 원임.

2) 출처; 중앙일보, “SK, 지난해 사회적가치 18조…최대원 “부정적 결과도 공개하라”. 2022.5.23.

12) 구체적인 산식은 다음과 같은 SK의 홈페이지에서 확인할 수 있다: <https://www.sk.co.kr/ko/together/happiness.jsp>.

13) 출처; 미디어오늘, “주주 가치 추구하는 ESG 투자와 경영의 허실”. 2021.4.11.

계열사마다 주력 업종이 달라 사회적 가치 평가 기준 및 방법 역시 동일하게 적용하기 어려우므로, 사회적 가치 측정시스템의 개발은 그룹 차원이 아닌 계열사 차원에서 이루어지고 있다. 다만 사회적 가치 측정 결과를 구체적으로 발표하는 경우에는 계열사별 비교나 서열화와 같은 부작용이 발생할 수 있으므로, SK는 계열사의 사회적 가치 측정 결과를 상세하게 발표하지는 않고 있다.¹⁴⁾ 2022년 사회적 가치 측정 산식을 외부에 공표하기는 하였으나, 이를 바탕으로 각 계열사의 사회적 가치가 구체적으로 어떻게 계산된 것인지는 공개되지 않았다.

2.2.3 사회성과인센티브

SK그룹은 자체적으로 개발한 사회적 가치 측정시스템을 이용하여 자사뿐만 아니라 다른 기업의 사회적 가치 창출액을 측정하여 보상하는 프로젝트를 진행하고 있다. 구체적으로 사회성과인센티브(Social Progress Credit; 이하 “SPC”)는 국내외 사회적 기업, 공공기관, 영리기업 등의 사회문제 해결 성과를 화폐가치로 측정하여 보상해주는 프로젝트로, SK그룹은 이를 통해 사회적 기업에 새로운 투자가 유치되고 새로운 인재가 유입되어 사회적 기업 생태계를 확산하고자 하는 목표를 달성하고자 한다고 밝혔다.¹⁵⁾

최태원 회장은 2013년 세계경제포럼(World Economic Forum)의 패널로 초청받았을 때 “사회적 가치를 창출한 기업에 인센티브를 제공하여 사회문제 개선과 참여를 유도하자”고 제안하며 SPC의 개념을 처음으로 소개한 이후 2015년부터 이를 본격적으로 시행하였다. SK그룹은 매년 6월 SPC에 참여할 기업을 모집하고, 이듬해 1월부터 3월까지 사회성과를 측정한 후 5월에 사회성과인센티브 어워드를 실시하여 측정 및 평가결과를 공개하고 인센티브를 지급하고 있다. 이에 따라 SK그룹은 2015년부터 2019년까지 총 188개의 사회적 기업을 대상으로 총 339억원의 인센티브를 지급하였다.¹⁶⁾ SK그룹의 SPC 프로젝트는 전세계적으로도 관심을 받고 있다. 일례로 하버드 경영대학원(Harvard Business School)은 2020년 발간한 하버드 비즈니스 리뷰(Harvard Business Review)가 SK그룹의 SPC 프로젝트를 연구사례로 게재했다.¹⁷⁾

Ⅲ. 선행연구의 검토 및 연구가설의 설정

3.1 ESG의 결정요인에 관한 연구

다우존스 지속가능경영지수(DJSI)에 따르면 기업의 지속가능성은 “경제적 · 환경적 · 사회적 발

14) 출처: 아시아투데이, “최태원의 ‘더블바텀라인’ 본격화...회계전문가들과 머리 맞댔다”. 2018.5.31.

15) 출처: <https://www.cses.re.kr/business/spc.do#>

16) 출처: 조선일보, “SK, 사회 성과 낸 사회적 기업에 106억원 인센티브”. 2020.5.24.

17) 출처: 뉴스퀘스트, “최태원의 ‘DBL 경영’ 학제도 주목...하버드 · 스탠포드, 사례연구”. 2020.2.7.

전을 통해 관련 리스크를 관리하고 더 나아가 이를 사업 기회로 활용함으로써 장기적인 주주 가치를 창출하는 접근법”으로 정의된다. ESG는 이러한 기업의 지속가능성을 강조하며 또한 기업의 환경적 책임을 강조한다는 점에서 CSR과 개념적인 차이가 있다. ESG의 바탕에는 주주를 포함한 종업원, 소비자, 협력업체, 채권자, 지역사회 등의 이해관계자들이 기업의 공동의 주인이라는 이해관계자 이론(stakeholder theory) 또는 이해관계자 자본주의가 자리하고 있다. 다시 말해 이해관계자 이론은 기업이 ESG 활동을 통해 광범위한 이해관계자들의 이익을 충족시킴으로써 지속적인 성장을 도모할 수 있다는 관점을 제시한다.

선행연구는 주로 ESG 활동이 기업의 재무성과나 기업가치에 미치는 영향을 연구하는 데에 초점을 맞추었으므로(Fatemi et al. 2018; Huang 2021; 민재형 등 2015; 변상민 등 2013; 선은정과 서영욱 2019; 여영준 등 2018; 하석태와 조성표 2017), ESG 활동 또는 성과의 결정요인을 살펴본 연구는 상대적으로 적은 편이다. 예외적으로 박혜진 등(2022)은 국내 기업의 ESG위원회 도입 결정요인을 조사하여 기업규모가 크고, 과거 ESG 성과가 우수하고, 외국인 지분율이 높은 기업일수록 ESG 위원회를 설치할 가능성이 높다는 결과를 보였다. 또한 이창섭 등(2021)은 경제정책 불확실성이 높을수록 기업이 장기적 존속보다는 단기적 성과를 우선시하게 됨에 따라 기업의 ESG 활동 관련 지출이 줄어든다는 결과를 보였다.

일부 연구는 ESG 공시 의사결정의 결정요인을 조사하였다. Baldini et al.(2018)은 국가 수준 및 기업 수준에서의 ESG 결정요인을 살펴보았다. 해당 연구는 국가 차원의 법률체계 및 부패도로 대변되는 정치 시스템, 고용보호 및 실업률로 대변되는 고용 시스템, 그리고 사회통합 및 평등한 기회로 대변되는 문화 시스템이 기업의 ESG 공시의 중요한 결정요인임을 밝혔다. 또한 기업 수준에서는 가시성(visibility)이 높은 기업일수록 윤리적인 활동 및 ESG 공시를 더욱 활발히 수행한다는 결과를 보였다.

본 연구가 초점을 맞춘 재벌기업의 ESG 활동과 관련된 연구를 수행한 연구도 일부 존재한다. 앞서 언급한 박혜진 등(2022)은 대규모 기업집단에 소속된 기업일수록 ESG위원회를 설치할 가능성이 높다는 결과를 보였다. 해당 연구는 대규모 기업집단소속기업은 내부자본시장을 통한 효율적인 자금 확보가 가능하다는 점과 그룹 차원에서 설치된 ESG 본부를 구심점으로 계열사 간 ESG 경영 노하우를 공유할 수 있다는 점 등으로 인해 ESG 활동을 더욱 활발히 수행하기에 유리한 위치에 있을 것이라고 언급하였다. 박진혁과 이장우(2022)는 기업의 소유구조 특성이 ESG 성과에 미치는 영향을 연구하여 가족기업은 ESG 성과가 상대적으로 좋지 않은 반면, 대규모 기업집단소속기업은 ESG 성과가 상대적으로 우수하다는 결과를 보고하였다. 해당 연구는 또한 재벌기업 내에서도 지배주주의 지분율, 사외이사 비중, 외국인지분율 등의 기업지배구조 특성에 따라 ESG 성과에 상당한 횡단면적 차이가 존재함을 보였다. ESG를 직접적으로 살펴본 연구는 아니지만 Choi et al.(2018)은 재벌기업이 기타 기업에 비해 CSR 활동을 더욱 활발하게 영위하며, 재벌기업 내에서는 지배-소유 괴리도가 높을수록 CSR 활동을 적게 수행한다는 결과를 실증하였다. 또한 Choi

et al.(2018)은 CSR 활동이 재벌그룹 차원에서의 평판을 제고하는 데에 기여한다는 결과를 보고하였다.

3.2 ESG와 기업가치에 관한 연구

기업의 적극적인 ESG 활동이 기업의 재무적 성과 및 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는지와 관련하여 그간 다양한 의견이 제시되었으며, 학계에서도 혼재된 연구 결과를 보고하였다. 먼저 ESG 활동이 야기할 부정적 효과와 관련해 일부는 기업이 법적으로 요구되는 수준을 넘어서는 환경 또는 사회적 책임 관련 투자활동을 영위함에 따라 발생하는 효익이 그에 수반되는 비용을 상쇄할 만큼 크지 않거나, 또는 그러한 활동으로 인해 경영자가 핵심적인 활동에 집중하지 못함에 따라 ESG 활동이 기업가치를 낮출 수 있다고 주장하였다(e.g., Friedman 1970). 이와 관련해 일부 선행연구는 기업의 ESG 활동이 기업가치에 부정적인 영향을 미치거나 또는 유의미한 영향을 미치지 않는다는 결과를 실증했다. 예컨대 Fisher- Vanden and Thorburn(2011)은 기업이 온실가스 배출 감소 목적으로 운영되는 환경 프로그램에 자발적으로 참여하는 경우 음(-)의 누적초과수익률(cumulative abnormal return)이 발생한다는 결과를 보였다.¹⁸⁾ 이와 유사하게 Lyon et al.(2013)은 중국에서 ‘Green Company Awards’를 수상한 기업이 기업가치가 유의하게 달라지지 않거나 또는 일부 경우에는 유의하게 낮아지며, 동시에 수상 기업의 경쟁사는 수상 발표 시 반사효과로 높은 수익률을 누린다는 결과를 보고하였다.

이와 반대로 ESG 활동이 기업가치 제고에 기여할 가능성을 제시한 이론 및 실증연구들도 존재한다. 예를 들어 Greening and Turban(2000)은 사회적 성과가 좋은 기업일수록 능력 있는 직원을 고용할 가능성이 높다고 주장하였으며, Branco and Rodrigues(2006)는 기업의 ESG 활동이 기업의 평판에 긍정적인 영향을 미쳐 기업이 이해관계자들과 더욱 긴밀한 관계를 맺도록 도움으로써 기업가치를 높인다는 이론을 내세웠다. 또한 Jensen(2002)은 장기적으로 기업가치를 극대화하기 위해서는 기업의 주요 이해관계자들의 이익을 고려한 의사결정을 내려야 한다고 주장했다. 일부 선행연구는 이러한 논리와 일관되게 ESG 활동과 기업가치 간의 양(+)의 관계를 실증하였다. Waddock and Graves(1997)은 기업의 사회적 성과와 재무적 성과 간에 양(+)의 상관관계를 있음을 보였으며, Sassen et al.(2016)은 유럽 기업들을 대상으로 ESG 성과, 특히 기업지배구조 관련 성과보다는 사회·환경 관련 성과가 기업의 위험(risk)을 낮춰 궁극적으로 기업가치를 높인다는 결과를 보였다. Margolis et al.(2009)은 1972년부터 2007년까지 35년간 게재된 200편이 넘는 논문에 대한 메타분석을 실시하여 기업의 사회적 성과가 재무적 성과와 대체로 양(+)의 관계를 갖기는 하나 그 영향이 크지 않으며, 최근 기간에 대한 분석 결과일수록 그러한 관계가 약화되었음을 보였다.

국내 기업들을 대상으로 수행된 연구들 또한 혼재된 결과를 보였다. 이정기와 이재혁(2020)은

18) CSR이 직접적인 기업가치 외에 고객 충성도(customer loyalty), 가격 협상력 등의 측면에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 실증한 연구들도 존재한다(Luo and Bhattacharya 2006, 2009 - reference from MS paper).

2011년부터 2019년까지 ESG 평가지표를 이용한 분석을 수행한 25편의 논문의 결과를 요약하였다. 그 결과에 따르면 대부분의 연구(20개)에서 기업의 ESG활동 및 그 성과가 경영성이나 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 결과를 보고하였다. 예를 들어 민재형 등(2015)은 기업의 ESG 등급이 안정성 및 수익성 등의 여러 재무성과 지표와 양(+)의 관계를 보임을 확인하였으며, 강원과 정무권(2020) 역시 ESG 평가와 기업가치 간의 양(+)의 관계를 보이고 특히 수익성이 높거나 외국인 지분율이 높은 경우 그러한 관계가 강화됨을 확인하였다. 그러나 이와 상반된 결과를 보인 선행 연구도 있다. 민재형과 김범석(2019)은 기업의 ESG 성과가 단기적 기업가치와는 음(-)의 관련성을 가지나 장기적 기업가치와는 양(+)의 관련성을 가짐을 보였다. 신영직 등(2019)은 대리인비용이 높은 기업의 경우 ESG 성과가 높을수록 오히려 추가붕괴위험(stock price crash risk)이 높아진다는 결과를 관찰하였다.

3.3 연구가설

선행연구에 따르면 재벌기업이 비재벌기업에 비해 평균적으로 높은 ESG 성과를 달성하고 있다고 알려져 있는데, 제2장에서 살펴본 바와 같이 재벌기업 내에서도 ESG 경영 추진 속도 및 범위에 있어 상당한 격차가 존재한다. 특히 SK그룹이 ESG 경영철학의 명문화, 사회적 가치 측정시스템의 개발, DBL 경영 도입, 성과평가와 ESG 성과의 연계 등 ESG 경영의 거의 모든 면에서 다른 재벌기업을 선도하고 있다는 점에 비추어볼 때, SK그룹과 다른 재벌그룹의 ESG 성과 간에 체계적인 차이가 존재할 가능성이 있다.

그간 SK그룹이 국내 기업 중 ESG 경영 면에서 독보적인 입지를 확보하였다는 점에 대한 공감대는 있었으나, 그 결과 SK그룹의 계열사들이 다른 기업 대비 더욱 우수한 ESG 성과를 달성하고 있었는지를 실증적으로 검증한 연구는 없었다. 이에 본 연구에서는 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설1: SK그룹은 다른 재벌기업 대비 ESG 성과가 우수하다.

재벌그룹 외에 비교적 규모가 작은 국내 기업들은 아직 본격적인 ESG 경영을 실천하지는 못하고 있는 상황이므로, 비교군은 SK그룹의 계열사 외의 다른 재벌기업으로 한정하였다.¹⁹⁾ 다만 SK그룹의 ESG 경영이 세간의 주목을 받은 만큼 그와 관련된 논란도 적지 않았다. 먼저 환경 문제와 관련해 SK E&S가 대량의 온실가스를 배출하는 호주 해상 가스전 사업에 투자하며 여러 국제 환경단체가 이를 비판하는 서한을 보내기도 했으며, SK가스가 기존의 LNG 사업에 이어 석탄화력발전

19) 대한상공회의소가 실시한 설문조사 결과에 따르면 국내 기업 중 ESG에 대한 대응을 준비하고 있는 기업은 약 21%였으며, 평균적인 ESG 경영 수준 또한 5점 만점이 2.9점으로 낮은 수준인 것으로 나타났다(대한상공회의소 2021). 또한 중소기업중앙회가 발표한 조사 결과에 따르면 중소기업은 거래처로부터 점점 높은 ESG 관련 요구를 받는 데 비해 자금 및 정보 부족 등의 이유로 ESG 경영 실천에 어려움을 겪고 있는 실정이다(중소기업중앙회 2022).

소 사업에 뛰어든 것 또한 환경오염 면에서 비판을 받았다. 또한 SK텔레콤의 공식 온라인 판매점에서 명확한 이유없이 ‘친환경포장’이라는 문구가 사용된 사실이 도마 위에 오르기도 하며 SK그룹의 ESG 경영의 진정성에 대한 의문에 제기되었다. 기업지배구조 면에서는 SK실트론이 SK그룹에 편입되는 과정에서 최태원 회장 개인이 SK실트론의 지분을 인수한 것이 공정거래법 위반으로 결정된 것이나, SK의 일부 계열사에서 뇌물제공 등으로 유죄판결을 받은 임원이 다른 계열사의 임원으로 재배치된 것을 두고 기업의 준법경영이나 사회적 책임이 강조되는 ESG 경영에 반하는 행보라는 비판이 있었다. 이에 따라 일부 전문가들은 국제적인 ESG 지표들로 엄밀히 측정할 경우 SK그룹이 높은 점수를 받기 어려울 수도 있다는 의견을 내기도 했다.²⁰⁾ 그러므로 SK그룹이 실제로 각종 지표 면에서 다른 재벌기업보다 우수한 ESG 성과를 달성했는지는 실증적으로 확인해보아야 할 문제(empirical question)이다.

다음으로 본 연구는 SK그룹의 ESG 성과가 궁극적으로 기업가치의 제고로 귀결되는지, 그리고 그러한 ESG 성과의 가치관련성 면에서 SK그룹과 다른 재벌기업 간에 차이가 존재하는지 살펴보고자 한다. 기본적으로 기업의 ESG 활동 또는 성과와 기업가치 간의 관계에 대한 실증분석 결과가 혼재된 가운데, 박진혁과 이장우(2022)는 국내 재벌기업의 경우 ESG 성과가 기업가치와 양(+)의 관계를 보이는 반면 가족기업의 경우 음(-)의 관계를 보인다는 결과를 보고하였다. 이러한 결과에 비추어본다면 대표적인 국내 재벌그룹인 SK그룹의 우수한 ESG 성과가 기업가치를 높이는 데에 기여하였을 가능성이 있다. 대한상공회의소의 설문조사 결과에 따르면 국내 기업들은 ESG 활동을 통해 매출을 확대하고, 이익률이 개선되며, 자금조달 비용이 축소되는 효과가 있을 것으로 기대하고 있는데(대한상공회의소 2021), 이는 기업들 역시 ESG 성과가 기업가치 향상으로 이어질 것을 기대하고 있음을 시사한다.

그러나 다음과 같은 이유로 기업의 ESG 활동이 단기적으로 기업가치 제고에 기여하지 못하거나 도리어 기업가치를 낮출 가능성도 있다. 첫째, ESG 경영에는 상당한 규모의 자금이 투입된다. SK그룹은 다른 재벌기업에 비해 더욱 본격적으로 ESG 경영을 실천하고 있는 바, 그에 따른 재무적 부담도 커지고 있는 상황이다. SK그룹은 다양한 친환경사업을 위해 자금을 투입하고 있으며, 주주환원 정책 강화에 따라 배당 등으로 인한 자금 유출을 확대하였고, 또한 사회적 책임을 강조하려는 취지로 채용 인원을 창사 후 최대 규모로 늘리며 기존 직원들의 임금을 인상하였다. 최근에는 비수도권 지역에 5년간 67조원을 투자하여 지역 균형 발전에 이바지하겠다는 계획을 밝히기도 했다. 이러한 모든 행보가 적지 않은 자금 투입을 필요로 하므로, ESG 경영으로 인해 SK그룹 전반의 재무구조가 약해지고 있다는 우려의 목소리가 나오고 있다. 둘째, ESG 경영으로 인해 핵심적인 활동에 대한 집중도가 하락하고 기업의 유연성과 효율성이 저하되는 간접적인 비용이 발생할 수 있다(Friedman 1970; Classens and Yurtoglu 2013). SK그룹 또한 DBL 경영 도입으로 재무적 가치와 사

20) 출처: 일요신문, “SK그룹 ESG 경영 ‘통합 A+ 등급’의 허와 실”. 2022.6.8.

회적 가치를 모두 강조하게 됨에 따라, 조직 구성원들이 어떠한 가치를 더 우선시하여야 할지와 관련해 혼선을 겪거나 기존에 중시하던 재무적 가치 창출에 상대적으로 관심을 덜 두게 될 가능성도 배제할 수 없다. 셋째, 기업의 ESG 활동이 장기적으로는 기업가치를 높이는 데에 공헌하더라도 그 효과가 단기적으로는 나타나지 않을 가능성이 있다.²¹⁾ SK그룹을 비롯한 대부분의 기업들은 ESG 경영방식을 도입하며 이를 통해 단기적 재무성과가 아닌 장기적 기업가치를 높이는 방향으로 기업의 목표를 조정하였다. 그러므로 단기적으로는 ESG 경영의 긍정적 효과는 미미한 반면 막대한 초기비용이 투입되며 기업가치가 낮아지는 것처럼 나타날 가능성이 있다.

이렇듯 국내 재벌기업들의 ESG 성과가 단기적 기업가치 향상으로 귀결될지, 그리고 그러한 관점에서 SK그룹과 기타 재벌기업 간에 차이가 존재할지를 사전적으로 예측하기가 어려우므로, 두 번째 가설은 다음과 같은 귀무가설의 형태로 제시한다.

가설2: ESG 성과와 기업가치 간의 관계는 SK그룹과 기타 재벌기업 간에 차이가 없다.

IV. 연구방법론

4.1 기업의 ESG 활동의 측정

국내 ESG 관련 연구는 대부분 한국ESG기준원의 ESG 평가점수를 이용하여 분석을 수행하였다. 한국ESG기준원은 2003년부터 기업의 지배구조 수준을 평가하였으며, 2011년부터 환경 및 사회적 책임 항목을 추가하여 기업의 ESG 수준을 평가하고 있다. 환경 항목은 환경전략, 환경조직, 환경경영, 환경성, 이해관계자 대응 부문에 대해 평가되며, 사회적 책임 항목은 근로자, 협력사 및 경쟁사, 소비자, 지역사회 부문에 대해 평가된다. 지배구조 항목은 주주권리 보호, 이사회, 감사기구, 공시 부문에 대해 평가되며, 항목별 총점은 300점이다. 한국지배구조원은 항목별 점수에 근거하여 S, A+, A, B+, B, C, D의 7개로 구성된 등급을 발표한다. 본 연구에서는 ESG 관련 선행연구를 기반으로 하여 한국ESG기준원의 ESG 점수를 기업의 ESG 활동 수준의 측정치로 사용했다(이창섭 등 2021; Bae et al. 2021). 본 연구에서는 해석의 편의를 위해, 각 ESG 점수를 만점인 300점으로 나눈 비율점수를 본 연구의 종속변수로 활용하고자 한다. 추가분석에서 활용한 환경점수, 사회적 책임 점수, 그리고 기업지배구조점수는 각각 100점을 나눈 비율점수로 이를 추가적인 ESG 성과에 대한 대응치 변수로 활용하고자 한다.

21) 일부 전문가는 적어도 5년 이상의 기간을 두고 ESG의 효과를 논해야 한다고 주장하기도 한다(출처: 한국경제, “ESG를 둘러싼 불편한 진실 4가지”. 2022.11.8.).

4.2 연구모형

본 연구의 식 (1)에서는 ESG 리딩기업이라고 평가받고 있는 SK그룹과 기업의 ESG 활동을 대표하는 종속변수인 ESG 성과 사이의 상관관계를 검증함으로써 SK그룹이 여타의 재벌기업대비 ESG 성과가 더욱 우수한지 살펴보고자 한다. 본 연구에서는 종속변수에 영향을 미칠 수 있는 여러 가지 요인들을 통제변수로 포함했으며, 변수의 설명은 <Table 1>에 제시되어 있다. 세부적으로 *LNSIZE*는 기업규모, *LEV*는 부채비율, *ROA*는 수익률, *RND*는 연구개발비율, *AD*는 광고비율, *CASH*는 현금성자산비율, *BETA*는 기업별 베타, *MB*는 시장가치 대비 장부가치 비율, *FO*는 외국인지분율, *LNAGE*는 기업연령을 통제하기 위한 변수이며, 이러한 통제변수는 ESG 관련 선행연구에 기반해 설정했다(정아름 등 2021; Bae et al. 2021). 또한, 산업별 더미변수와 연도별 더미변수를 모형에 추가함으로써 산업 및 연도에 따른 영향을 통제하고자 하였다. 더불어 재벌그룹에 대한 클러스터링(clustering)을 추가하였다.²²⁾ 식(1)에서 *CBLEAD*와 *ESGSCORE* 사이에 유의한 양(+)의 상관관계가 관찰된다면, SK그룹이 다른 재벌그룹 대비 더 높은 ESG 성과를 나타내는 것으로 해석할 수 있다.

$$\begin{aligned} ESGSCORE_{it} = & \beta_0 + \beta_1 CBLEAD_{it} + \beta_2 LNSIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 ROA_{it} \\ & + \beta_5 RND_{it} + \beta_6 AD_{it} + \beta_7 CASH_{it} + \beta_8 BETA_{it} + \beta_9 MB_{it} \\ & + \beta_{10} FO_{it} + \beta_{11} LNAGE_{it} + \text{year dummies} \\ & + \text{industry dummies} + \varepsilon_{it}(1) \end{aligned}$$

<i>ESGSCORE</i>	= ESG performance score (obtained from Korean Corporate Governance Institute (KCGI)) divided by 300;
<i>CBLEAD</i>	= 1 if the firm belongs to the SK Group, and 0 otherwise;
<i>LNSIZE</i>	= The natural logarithm of total assets;
<i>LEV</i>	= Leverage ratio, calculated as total debt divided by total assets;
<i>ROA</i>	= Return on assets, calculated as net income divided by total assets;
<i>RND</i>	= Research and development expense divided by total sales;
<i>AD</i>	= Advertising expense divided by total sales;
<i>CASH</i>	= Cash and cash equivalents divided by total assets;
<i>BETA</i>	= Systematic BETA estimated for each firm;
<i>MB</i>	= Market value divided by book value of equity;
<i>FO</i>	= Foreign ownership ratio;
<i>LNAGE</i>	= The natural logarithm of firm age.

본 연구는 이어서 SK그룹과 기타 재벌그룹 간의 ESG 성과 차이가 SK의 DBL 경영 선언 이후 어떻게 달라졌는지를 확인하는 분석을 수행하였다. 구체적으로 다음의 회귀모형을 이용해 DID 분석

22) 본 연구는 Kim and Kim(2022)의 방법론을 따라 주 분석에서 재벌그룹별 클러스터링을 수행하였다.

을 실시하였다.

$$\begin{aligned}
 ESGSCORE_{it} = & \beta_0 + \beta_1 POST_t + \beta_2 TREAT_i + \beta_3 POST \times TREAT_i \\
 & + \beta_4 LNSIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 RND_{it} + \beta_8 AD_{it} \\
 & + \beta_9 CASH_{it} + \beta_{10} BETA_{it} + \beta_{11} MB_{it} + \beta_{12} FO_{it} \\
 & + \beta_{13} LNAGE_{it} + \text{year dummies} + \text{industry dummies} \\
 & + \varepsilon_{it} \quad (2)
 \end{aligned}$$

$TREAT$ = 1 if the firm belongs to the SK Group, and 0 otherwise;
 $POST$ = 1 for the year with DBL management from 2018, and 0 otherwise.

마지막으로 식(3)은 $CBLEAD$ 와 ESG 성과의 상호작용변수인 $CBLEAD \times ESGSCORE$ 와 기업가치를 대표하는 종속변수 TQ 사이의 상관관계를 검증하기 위한 모형이다. $CBLEAD \times SGSCORE$ 와 TQ 간에 유의한 양(+)의 상관관계가 관찰된다면 ESG 리딩기업에서 ESG 성과와 기업가치 간에 관련성이 높은 것으로 해석할 수 있다.

$$\begin{aligned}
 TQ_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 CBLEAD_{it} + \beta_2 ESGSCORE_{it} + \beta_3 CBLEAD_{it} \times ESGSCORE_{it} \\
 & + \beta_4 LNSIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 RND_{it} + \beta_8 AD_{it} \\
 & + \beta_9 CASH_{it} + \beta_{10} BETA_{it} + \beta_{11} MB_{it} + \beta_{12} FO_{it} + \beta_{13} LNAGE_{it} \\
 & + \text{year dummies} + \text{industry dummies} + \varepsilon_{it} \quad (3)
 \end{aligned}$$

TQ = Tobin's Q, calculated as market value of equity plus book value of debts divided by book value of total assets.

4.3 표본의 선정 및 자료 수집

본 연구는 2011년부터 2019년까지 재무제표 및 ESG 관련 정보의 수집이 가능한 국내 재벌기업을 대상으로 표본을 선정했다. 본 연구의 표본은 기업회계 처리기준의 일관성을 유지하고자 금융업을 제외한 결산일이 12월인 기업만을 선정하였다. 표본선정의 세부 기준은 다음과 같다.

- (1) 재무제표 관련 자료를 Kis-value 또는 Fn-guide에서 수집할 수 있는 기업
- (2) 한국ESG기준원(KCGS)으로부터 ESG점수가 측정된 재벌기업
- (3) 비금융업이며 결산일이 12월인 기업
- (4) 장부가치가 음(-)이 값이 아닌 기업

위의 조건을 만족한 기업은 총 1,395개이며, 극단치(outlier)로 인한 측정오차를 줄이기 위해 본 연구에서 활용되는 변수들은 1% 및 99% 수준에서 조정(winsorize)됐다.

V. 실증분석 결과

5.1 기술통계량

<Table 4>는 본 연구의 실증분석에 사용된 변수의 기술통계량을 나타낸다. 본 연구의 표본 중 SK그룹에 속하는 기업(*CBLEAD*)의 비율은 약 6.2%로 확인되었다. 더불어 5대 재벌기업에 속하는 기업(*TOP5CB*)의 비율은 약 27.5%로 나타났다. 기업의 ESG 활동수준을 나타내는 변수인 *ESGSCORE*의 평균값과 중위수는 각각 0.379, 0.360이다. ESG 활동 내역을 보다 구체적으로 살펴 보면, ESG 활동을 구성하는 점수인 *ESCORE*, *SSCORE*, *GSCORE*의 평균(중위수)는 각각 0.424(0.450), 0.379(0.330) 그리고 0.334(0.330)으로 나타났다. 기업가치를 의미하는 변수인 *TQ*의 평균값과 중의수는 각각 1.113와 0.945이다. 통제변수 중 *LEV*(부채비율), *LNSIZE*(기업규모), *ROA*(총자산수익률), *RND*(연구개발비비율), *AD*(광고비비율), *CASH*(현금성자산), *BETA*(베타), *MB*(시장가치대비 장부가치비율), *FO*(외국인지분율), *LNAGE*(기업연령)는 대체로 이창섭 등 (2021)과 Chun et al. (2022)의 선행연구와 유사한 분포 및 평균값 및 중위수를 보였다.

<Table 4> Descriptive Statistics

Variable	N	Mean	Std. Dev.	Min	Q1	Median	Q3	Max
<i>CBLEAD</i>	1,395	0.062	0.242	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>TOP5CB</i>	1,395	0.275	0.447	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
<i>ESGSCORE</i>	1,395	0.379	0.149	0.110	0.263	0.360	0.487	0.730
<i>ESCORE</i>	1,395	0.424	0.25	0.000	0.210	0.450	0.630	0.880
<i>SSCORE</i>	1,395	0.379	0.206	0.070	0.220	0.330	0.510	0.870
<i>GSCORE</i>	1,395	0.334	0.102	0.120	0.260	0.330	0.410	0.590
<i>LNSIZE</i>	1,395	28.544	1.687	24.632	27.243	28.610	29.690	32.739
<i>LEV</i>	1,395	1.650	2.054	0.079	0.544	1.127	1.853	13.867
<i>ROA</i>	1,395	0.019	0.068	-0.353	0.004	0.025	0.052	0.137
<i>RND</i>	1,395	0.008	0.019	0.000	0.000	0.000	0.007	0.106
<i>AD</i>	1,395	0.010	0.023	0.000	0.000	0.002	0.008	0.125
<i>CASH</i>	1,395	0.068	0.057	0.002	0.028	0.054	0.09	0.315
<i>BETA</i>	1,395	0.904	0.439	-0.558	0.584	0.891	1.192	4.412
<i>MB</i>	1,395	1.713	13.829	-32.384	0.632	1.014	1.583	513.671
<i>FO</i>	1,395	0.149	0.136	0.000	0.038	0.110	0.221	0.611

Variable	N	Mean	Std. Dev.	Min	Q1	Median	Q3	Max
<i>LNAGE</i>	1,395	3.650	0.531	2.191	3.258	3.807	4.042	4.477
<i>TREAT</i>	1,395	0.062	0.242	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>POST</i>	1,395	0.245	0.431	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>TQ</i>	1,395	1.113	0.583	0.468	0.803	0.945	1.189	4.294

- 1) *CBLEAD*: 1 if the firm belongs to the SK Group, and 0 otherwise. *TOP5CB*: 1 if the firm belongs to Samsung, SK, LG, Lotte, or Hyundai Motors Group, and 0 otherwise. *ESGSCORE*: ESG performance evaluated by Korean Corporate Governance Institute(KCGI), divided by 300. *ESCORE*: Environmental performance score divided by 100. *SSCORE*: Social performance score divided by 100. *GSCORE*: Corporate governance performance score divided by 100. *LNSIZE*: the natural logarithm of total assets. *LEV*: leverage ratio, calculated as total debts divided by total assets. *ROA*: return on assets, calculated as net income divided by total assets. *RND*: Research and development expense divided by total sales. *AD*: Advertising expense divided by total sales. *CASH*: Cash and cash equivalents divided by total assets. *BETA*: Systematic BETA estimated for each firm. *MB*: Market value divided by book value of equity. *FO*: Foreign ownership. *LNAGE*: the natural logarithm of firm age. *TREAT*: 1 if the firm belongs to the SK Group, and 0 otherwise. *POST*: 1 for the year with DBL management from 2018, and 0 otherwise. *TQ*: Tobin's Q, calculated as market value of equity plus book value of debt divided by book value of total assets.
- 2) This table shows summary descriptive statistics of main variables.

5.2 단변량 분석

<Table 5>는 ESG 리딩기업과 나머지 재벌기업에 대한 단변량 분석 결과를 나타낸다. 먼저 Panel A에는 ESG 리딩기업인 SK그룹과 기타 재벌그룹의 ESG 성과를 보고하였다. 분석 결과, ESG 리딩기업의 ESG 성과의 평균은 0.451, 중위수는 0.480 으로 기타 재벌기업의 ESG 성과의 평균 및 중위수(각각 0.373 및 0.356) 대비 더 우수한 것으로 나타났다. 다음으로 Panel B에는 5대 재벌기업과 기타 재벌기업의 ESG 성과를 보고하였다. 분석 결과, 5대 재벌기업은 다른 재벌 기업 대비 평균은 0.117 그리고 중위수는 0.150만큼 더 우수한 ESG 성과를 낸 것으로 나타났다. 요약하면, ESG 리딩기업과 5대 재벌그룹의 ESG 성과가 그 외의 재벌기업 대비 우월하다는 것을 확인할 수 있다. 다만 본 분석에서는 ESG 성과에 영향을 미치는 다른 결정요인들을 통제하지 않았으므로, 그 해석에 주의를 요한다.

<Table 5> Univariate Tests

Panel A. CB Lead and non-CB Lead				
	CB Lead		Diff. ((1)-(2))	<i>p</i> -value
	Yes (N=87)	No (N=1,308)		
<i>t</i> -test				
	(1) Mean	(2) Mean	Diff. ((1)-(2))	<i>p</i> -value
<i>ESGSCORE</i>	0.451	0.373	0.078	< 0.01
Wilcoxon-test				
	(1) Median	(2) Median	Diff. ((1)-(2))	<i>p</i> -value
<i>ESGSCORE</i>	0.480	0.356	0.124	< 0.01

Panel B. Top 5 CB Lead and non-Top 5 CB Lead

	Top 5 CB Lead		Diff. ((1)-(2))	p-value
	Yes (N=229)	No (N=1,206)		
	t-test			
	(1) Mean	(2) Mean		
ESGSCORES	0.463	0.346	0.117	< 0.01
	Wilcoxon-test			
	(1) Median	(2) Median		
ESGSCORES	0.483	0.333	0.150	< 0.01

- 1) T-test is conducted for testing differences in mean and Wilcoxon test is conducted for testing differences in median.
 2) This table shows univariate tests. Panel A shows univariate test results for CB Lead group and non-CB Lead group. Panel B shows univariate test results for Top 5 CB Lead group and non-Top 5 CB Lead group.
 3) Refer to the footnote of Table 4 for variable definitions.

<Table 6>에는 본 분석에 사용된 주요 변수들 간의 상관관계 계수를 보고하였다. 상관관계 분석 결과, ESG 리딩기업과 ESG 성과는 유의한 정(+)의 관계를 나타내고 있다. ESG 성과와 결정요인 간의 상관관계를 살펴보면 ESG 성과(*ESGSCORE*)가 좋은 기업일수록 기업규모(*LNSIZE*)가 크고, 부채비율(*LEV*)이 높고, 총자산이익률(*ROA*)이 높고, 연구개발비비율(*RND*)이 높은 것으로 나타났다. 또한 ESG 성과가 높을수록 기업위험(*BETA*)이 높고, 외국인투자자 지분율(*FO*)이 높으며, 기업연령(*LNAGE*)이 오래된 반면 현금흐름비중(*CASH*)은 낮은 것으로 나타났다. 다음 장에서는 종속변수인 ESG성과에 영향을 미칠 수 있는 통제변수를 추가한 다중회귀분석 결과를 보고하기로 한다.

<Table 6> Correlation Matrix

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
(1) <i>ESGSCORE</i>	1.00										
(2) <i>CBLEAD</i>	0.12										
(3) <i>LNSIZE</i>	0.61	0.09									
(4) <i>LEV</i>	0.08	-0.04	0.15								
(5) <i>ROA</i>	0.07	0.03	0.11	-0.4							
(6) <i>RND</i>	0.16	0.16	0.08	-0.1	0.05						
(7) <i>AD</i>	0.01	-0.01	0.08	-0.08	0.11	0.01					
(8) <i>CASH</i>	-0.07	0.06	-0.1	-0.09	0.09	0.15	0.1				
(9) <i>BETA</i>	0.23	0.00	0.24	0.13	-0.12	0.19	-0.16	0.05			
(10) <i>MB</i>	-0.04	0.11	-0.07	0.16	-0.11	0.16	0.16	0.14	0.04		
(11) <i>FO</i>	0.44	0.08	0.61	-0.14	0.32	0.22	0.27	0.11	0.08	0.00	
(12) <i>LNAGE</i>	0.09	-0.03	0.15	0.08	-0.01	-0.01	-0.11	-0.04	0.09	-0.05	-0.06

- 1) This table reports the Pearson correlation coefficients between the key variables for the pooled sample(N=1,395).
 2) Refer to the footnote of Table 4 for variable definitions.
 3) Correlation coefficients that are significant at the 5% level are in bold(two-tailed).

5.3 다중회귀분석: ESG 리딩기업의 ESG 성과

<Table 7>은 본 연구의 주가설을 검증하기 위한 실증분석 결과를 나타낸다. 열(1)은 ESG 리딩 기업의 ESG 성과가 나머지 재벌기업보다 높은지를 확인하기 위해 식(1)을 다중회귀분석한 결과를 보여주고 있다. 실증분석 결과, ESG 리딩기업을 나타내는 *CBLEAD*의 계수값은 0.039로 통계적으로 1% 수준에서 유의하였다. 이러한 결과는 열(2)에 보고한 재벌그룹별 클러스터링을 추가한 분석에서도 일관되게 관찰되었다(Kim and Kim 2022). 이는 본 연구의 가설 1에서 예측한 바와 같이 SK 그룹의 계열사들이 다른 재벌기업 대비 높은 ESG 성과를 달성하고 있음을 나타낸다. 열(3)~(5)에는 종속변수로 ESG 성과의 세 가지 구성요소인 환경, 사회, 그리고 기업지배구조 점수를 사용하여 수행한 다중회귀분석 결과를 각각 보고하였다. 분석 결과, ESG 리딩기업은 환경적, 그리고 기업지배구조적 측면에서 다른 재벌그룹 대비 높은 성과를 나타낸 것을 확인할 수 있다. 이는 SK그룹이 EMC홀딩스를 인수하는 등 파리협정 전후로 지속적으로 환경사업을 추구하고, 또한 대표이사과 이사회 의장을 분리하는 등 재벌기업 특유의 기업지배구조 문제를 해결하기 위해서 노력을 한 부분들이 반영된 결과라 할 수 있을 것이다. 반면 사회적 성과 면에서는 SK그룹과 기타 재벌그룹 간에 유의한 차이를 발견하지 못했다(열(4)).

<Table 7> ESG Performance between SK and Other Chaebol Groups

Dep.Var. =	<i>ESGSCORE</i>		<i>ESCORE</i>	<i>SSCORE</i>	<i>GSCORE</i>
Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>CBLEAD</i>	0.039*** (3.157)	0.039*** (2.911)	0.068*** (3.034)	0.019 (1.262)	0.034*** (4.457)
<i>LNSIZE</i>	0.047*** (19.244)	0.047*** (7.476)	0.063*** (6.302)	0.055*** (8.302)	0.023*** (5.417)
<i>LEV</i>	-0.001 (-0.613)	-0.001 (-0.358)	-0.001 (-0.141)	0.000 (-0.081)	-0.002 (-1.616)
<i>ROA</i>	-0.027 (-0.588)	-0.027 (-0.531)	-0.192** (-2.205)	0.047 (0.524)	0.067* (1.746)
<i>RND</i>	0.182 (0.920)	0.182 (0.405)	0.358 (0.510)	-0.230 (-0.393)	0.449** (2.202)
<i>AD</i>	-0.042 (-0.307)	-0.042 (-0.163)	-0.618 (-1.562)	0.413 (0.903)	0.091 (0.578)
<i>CASH</i>	0.089* (1.667)	0.089 (0.934)	0.127 (0.838)	0.104 (0.724)	0.026 (0.437)
<i>BETA</i>	0.025*** (3.427)	0.025** (2.435)	0.041** (2.666)	0.019 (1.213)	0.015** (2.070)
<i>MB</i>	0.000 (0.020)	0.000 (0.033)	-0.000 (-0.064)	0.000 (0.359)	-0.000 (-0.311)

Dep.Var. =	<i>ESGSCORE</i>		<i>ESCORE</i>	<i>SSCORE</i>	<i>GSCORE</i>
Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>FO</i>	0.096*** (3.113)	0.096 (1.037)	0.160 (1.279)	0.120 (1.011)	0.007 (0.122)
<i>LNAGE</i>	0.007 (1.095)	0.007 (0.470)	0.018 (0.740)	0.008 (0.447)	-0.006 (-0.928)
Constant	-1.063*** (-15.527)	-1.063*** (-6.014)	-1.628*** (-5.408)	-1.297*** (-7.348)	-0.264** (-2.182)
Year dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Cluster by Group	No	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs.	1,395	1,395	1,395	1,395	1,395
Adjusted R ²	0.613	0.613	0.661	0.393	0.584

1) This table reports the regression results of estimating Equation (1). In Columns (1)-(2), *ESGSCORE* is used as the dependent variable. In Columns (3)-(5), environmental (*ESCORE*), social (*SSCORE*), and governance (*GSCORE*) performance score is used as dependent variable, respectively.

2) Refer to the footnote of Table 4 for variable definitions.

3) *, **, and *** denote statistical significance at 0.10, 0.05, and 0.01, respectively, in two-tailed tests. T-statistics are presented in parentheses.

본 연구는 이어서 SK그룹과 기타 재벌그룹 간의 ESG 성과 차이가 SK의 DBL 경영 선언(2018년 초)이후 어떻게 달라졌는지 확인하고자 하였다. 분석 결과는 <Table 8>에 보고하였다. Panel A는 SK그룹의 DBL 경영 선언 전후 SK그룹과 기타 재벌그룹의 ESG 성과를 비교하는 단변량분석 결과를 나타낸다. 분석 결과, SK그룹(treatment group)과 기타 재벌그룹(control group) 간의 ESG 성과 차이는 DBL 경영 선언 전 0.085에서 DBL 경영 선언 이후 0.055로 0.03만큼 줄어들었다. 즉, SK그룹의 DBL 경영 선언 이후 오히려 두 그룹 간의 ESG 성과 격차가 감소한 것이다. 다만 이러한 성과 차이(-0.03)는 통계적으로 유의하지는 않은 것으로 나타났다.

Panel B에는 SK그룹의 DBL 경영 선언 전후 두 그룹 간의 ESG 성과 차이가 어떻게 변화하였는지 살펴보고자 전체 표본에 대하여 식(2)를 회귀분석한 결과를 보고하였다. 열(1)은 통제변수를 포함하지 않고 *POST*, *TREAT*, 그리고 이 두 변수의 교차항만을 포함하여 분석한 결과를 나타내며, 열(2)~(5)는 통제변수를 추가한 실증결과를 나타낸다. 분석 결과, 종속변수로 ESG 성과(*ESGSCORE*)를 사용하는 경우 *TREAT*×*POST*의 계수는 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다(열(1) 및 (2)). 이는 SK그룹이 ESG 경영에 박차를 가하고자 DBL 경영을 선언한 이후, 오히려 ESG 성과 면에서의 비교우위가 감소하였음을 의미한다. 이는 DBL 경영 선언이 곧바로 ESG 성과의 향상으로 이어지지 않았거나, 또는 다른 재벌기업들이 SK그룹을 따라잡기 위해 ESG 경영을 가속화하며 ESG 성과를 높였을 가능성을 시사한다. 종속변수로 사회적 성과(*SSCORE*)를 사용

하는 경우에도(열(4)) 마찬가지로 교차항의 계수가 음(-)의 값으로 나타났는데, 이는 <Table 7>에서 확인한 바와 같이 SK그룹이 사회적 성과 면에서는 다른 재벌기업 대비 우수한 성과를 내지 못하고 있음을 보여준다. 다만 종속변수로 환경적 성과(ESCORE) 또는 기업지배구조적 성과(GSCORE)를 사용하는 경우에는 교차항의 계수가 유의하지 않은 것으로 나타나, SK그룹이 환경적 그리고 기업지배구조적 측면에서는 DBL 경영 선언 전후를 막론하고 우월한 성과를 내고 있음을 알 수 있다.

Panel B의 결과는 SK그룹의 ESG 성과가 DBL 경영 선언 이후 오히려 감소하였거나, 대조군인 다른 재벌그룹의 ESG 성과가 DBL 경영 선언 이후 증가하였을 가능성을 모두 내포한다. 이 중 어떠한 요인이 더 관련성이 높은지 확인하기 위해, Panel C에서는 SK그룹 및 기타 재벌그룹 각각의 하위표본을 대상으로 DBL 경영 선언 시점 이후로 ESG 성과가 어떻게 변화하였는지 분석하였다. 구체적으로, 식(1)에 POST 변수를 추가하여 회귀분석을 수행하였다. 분석 결과, SK그룹의 경우 DBL 경영 선언 후 ESG 성과가 오히려 하락한 것으로 나타났다(열(1)). 반면 기타 재벌그룹에서는 SK그룹의 DBL 경영 선언 전후로 ESG 성과에 유의한 변화가 나타나지 않았다(열(2)). 이러한 결과는 SK그룹과 기타 재벌그룹 간의 ESG 성과 격차 감소가 SK그룹의 ESG 성과 감소에 기인함을 나타낸다. SK그룹의 ESG 성과 감소의 원인을 정확하게 파악하기는 어려우나, DBL 경영 선언을 필두로 장기적인 ESG 경영 전략을 수립하는 과정에서 단기적인 ESG 성과가 일시적으로 감소하였거나, 또는 DBL 경영 선언에도 불구하고 실질적인 ESG 성과는 개선되지 않았을 가능성을 고려해볼 수 있다.

<Table 8> Difference-in-Differences Analyses Based on the Adoption of 2018 SK DBL Business Declaration

Panel A. Univariate Test				
ESGSCORE		Std. Err.	T-stat	p-value
Pre-DBL				
(1) Control group	0.388			
(2) Treatment group	0.473			
(3) Diff. ((2)-(1))	0.085	0.019	4.54	0.000
Post-DBL				
(4) Control group	0.331			
(5) Treatment group	0.386			
(6) Diff. ((5)-(4))	0.055			
Diff.-in-Diff. ((6)-(3))	-0.030	0.037	-0.800	0.426

Panel B. Multivariate Test Using Full Sample					
Dep.Var. =	<i>ESGSCORE</i>		<i>ESCORE</i>	<i>SSCORE</i>	<i>GSCORE</i>
Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>POST</i>	-0.008 (-0.589)	-0.006 (-0.468)	0.089*** (4.646)	-0.043 (-1.412)	-0.064*** (-5.248)
<i>TREAT</i>	0.072*** (3.934)	0.046*** (3.407)	0.067*** (3.032)	0.037** (2.305)	0.035*** (5.223)
<i>TREAT×POST</i>	-0.032*** (-3.218)	-0.025*** (-3.889)	0.001 (0.118)	-0.074*** (-5.908)	-0.005 (-0.569)
<i>LNSIZE</i>	.	0.047*** (7.482)	0.063*** (6.298)	0.055*** (8.314)	0.023*** (5.414)
<i>LEV</i>	.	-0.001 (-0.355)	-0.001 (-0.141)	0.000 (-0.075)	-0.002 (-1.614)
<i>ROA</i>	.	-0.027 (-0.538)	-0.192** (-2.204)	0.046 (0.512)	0.066* (1.746)
<i>RND</i>	.	0.178 (0.396)	0.358 (0.510)	-0.241 (-0.409)	0.448** (2.198)
<i>AD</i>	.	-0.04 (-0.154)	-0.618 (-1.563)	0.42 (0.913)	0.092 (0.580)
<i>CASH</i>	.	0.089 (0.937)	0.127 (0.837)	0.105 (0.730)	0.026 (0.439)
<i>BETA</i>	.	0.025** (2.426)	0.041** (2.666)	0.019 (1.188)	0.015** (2.067)
<i>MB</i>	.	-0.000 (-0.038)	-0.000 (-0.062)	0.000 (0.215)	-0.000 (-0.332)
<i>FO</i>	.	0.095 (1.033)	0.160 (1.278)	0.119 (1.004)	0.007 (0.120)
<i>LNAGE</i>	.	0.007 (0.480)	0.018 (0.739)	0.009 (0.466)	-0.006 (-0.923)
Constant	0.297*** (8.389)	-1.064*** (-6.019)	-1.628*** (-5.402)	-1.300*** (-7.358)	-0.264** (-2.179)
Year dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Cluster by Group	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs.	1,395	1,395	1,395	1,395	1,395
Adjusted R ²	0.373	0.614	0.661	0.394	0.584

Panel C. Subsample Test		
Dep.Var. =	<i>ESGSCORE</i>	<i>ESGSCORE</i>
Variables	(1) CBLEAD	(2) Non-CBLEAD
<i>POST</i>	-0.171*** (-3.869)	-0.001 (-0.058)
<i>LNSIZE</i>	0.068*** (4.393)	0.047*** (18.388)
<i>LEV</i>	-0.001 (-0.025)	-0.002 (-1.040)
<i>ROA</i>	-0.157 (-0.500)	-0.075 (-1.523)
<i>RND</i>	1.955 (1.534)	0.3 (1.452)
<i>AD</i>	3.509 (1.021)	-0.102 (-0.719)
<i>CASH</i>	-0.123 (-0.478)	0.08 (1.428)
<i>BETA</i>	0.006 (0.157)	0.021*** (2.856)
<i>MB</i>	0 (-0.341)	0.006*** (3.163)
<i>FO</i>	-0.094 (-0.374)	0.096*** (3.053)
<i>LNAGE</i>	-0.012 (-0.151)	0.012* (1.914)
Constant	-1.463*** (-3.040)	-1.069*** (-15.100)
Year dummies	Yes	Yes
Industry dummies	Yes	Yes
Obs.	87	1,308
Adjusted R ²	0.863	0.603

1) Panel A presents the univariate tests between Pre-DBL and Post-DBL period for the treatment and the control group. Panel B shows the results of multivariate DID analysis based on the full sample. Panel C shows the subsample tests conducted for SK group and other chaebol groups separately.

2) Refer to Table 4 for variable definitions.

3) *, **, and *** denote statistical significance at 0.10, 0.05, and 0.01, respectively, in two-tailed tests. All t-statistics(in parentheses) are based on standard errors clustered by business group.

5.4 ESG 리딩기업의 ESG 성과와 기업가치

본 연구는 ESG 리딩기업인 SK그룹과 기타 재벌그룹의 ESG 성과가 기업가치와는 어떠한 관련성을 갖는지 살펴보았다. 식(3)을 회귀분석한 결과는 <Table 9>에 보고하였다. ESG 성과가 기업가치에 미치는 영향이 단기적 또는 중·장기적으로 나타날 수 있음을 고려하여, 종속변수로 t 기, $t+1$ 기, $t+2$ 기, 그리고 $t+3$ 기의 기업가치를 각각 사용하였다. 분석 결과, 열(1)부터 열(4)까지 ESG 성과가 SK그룹 및 기타 재벌그룹의 기업가치에 미치는 영향을 살펴본 결과 모든 열에서 $ESGSCORE$ 의 계수가 양(+)의 값으로 나타나 SK 외의 재벌그룹의 경우 ESG 성과가 기업가치와 정의 관계를 갖는다는 사실을 확인하였다. 이는 전체 재벌그룹을 대상으로 ESG 성과와 기업가치 간의 양(+)의 관계를 확인한 박진혁과 이장우(2022)와 일관된 결과이다.

반면 $CBLEAD$ 와 $ESGSCORE$ 의 교차항의 계수값은 모든 열에서 유의한 음(-)의 값을 보이며, $CBLEAD$ 와 $CBLEAD \times ESGSCORE$ 의 계수의 합계 또한 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이는 기타 재벌그룹에 비해 SK그룹에서 ESG 성과와 기업가치 간의 관계가 유의하게 낮으며, SK그룹의 계열사들은 ESG 성과가 우수할수록 당기 및 차기 3개년도의 재무적 성과는 오히려 감소한다는 것을 의미한다. 이는 많은 투자자들이 우려하는 것처럼 ESG 경영을 적극적으로 추구하는 과정에서 재무적 이익이 일정 부분 희생되었을 가능성을 내포한다. 열(5)에서는 종속변수로 산업 조정 기업가치($ADTQ$)를 사용하였는데, TQ 를 종속변수로 사용하는 경우와 유사한 결과가 관찰되었다.

종합하면, SK그룹은 다른 재벌그룹 대비 우수한 ESG 성과에도 불구하고 그러한 ESG 성과가 단기 및 중기의 재무적 가치 측면에서는 오히려 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 ESG 경영에 대규모의 자금이 투입된 결과일 수도 있고, 또는 ESG 경영으로 인해 핵심적인 기업 활동에 대한 집중도 및 투자가 줄어든 결과일 가능성도 있다.

<Table 9> Short-Term and Long-Term Effects of ESG Performance on Firm Value

Dep.Var. =	TQ_t	TQ_{t+1}	TQ_{t+2}	TQ_{t+3}	$ADTQ_t$
Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
$ESGSCORE$	0.603** (2.211)	0.480** (2.100)	0.484* (1.911)	0.391* (1.759)	0.633** (2.456)
$CBLEAD$	0.900*** (10.753)	0.731*** (5.511)	0.639*** (5.062)	0.784*** (7.496)	0.682*** (6.926)
$CBLEAD \times$ $ESGSCORE$	-1.472*** (-9.096)	-1.182*** (-5.930)	-1.071*** (-5.323)	-1.476*** (-7.873)	-1.078*** (-5.986)
$LNSIZE$	-0.128*** (-4.093)	-0.104*** (-3.582)	-0.107*** (-3.850)	-0.092*** (-3.820)	-0.122*** (-4.059)

Dep.Var. =	TQ_t	TQ_{t+1}	TQ_{t+2}	TQ_{t+3}	$ADTQ_t$
Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>LEV</i>	0.027*** (4.394)	0.016 (1.409)	0.018 (1.552)	0.019 (1.109)	0.026*** (4.578)
<i>ROA</i>	0.729** (2.012)	-0.401 (-1.504)	-0.760* (-1.955)	-1.199** (-2.290)	0.637* (1.883)
<i>RND</i>	0.479 (0.216)	1.444 (0.967)	2.369* (1.709)	3.037** (2.251)	0.75 (0.372)
<i>AD</i>	5.678** (2.528)	5.364** (2.433)	5.576** (2.325)	4.351** (2.190)	5.217** (2.321)
<i>CASH</i>	1.223** (2.107)	0.900* (1.811)	0.763 (1.277)	0.289 (0.479)	1.049* (1.822)
<i>BETA</i>	0.148*** (3.361)	0.047 (1.632)	0.021 (0.573)	-0.008 (-0.171)	0.101** (2.474)
<i>MB</i>	0.002 (0.956)	0.098* (1.811)	0.074 (1.551)	0.118** (2.683)	0.001 (0.816)
<i>FO</i>	1.362*** (3.683)	0.997*** (3.132)	1.039*** (3.296)	0.937*** (3.213)	1.256*** (3.473)
<i>LNAGE</i>	-0.104* (-1.918)	-0.064 (-1.179)	-0.076 (-1.290)	-0.065 (-1.050)	-0.104* (-1.866)
Constant	4.554*** (5.546)	3.805*** (4.724)	3.977*** (5.228)	3.547*** (5.159)	3.240*** (4.062)
F-Test:					
<i>CBLEAD</i> × <i>ESGSCORE</i> + <i>ES</i> <i>GSCORE</i> =0	-0.869*** [12.96]	-0.702*** [9.68]	-0.587*** [7.13]	-1.085*** [27.71]	-0.445*** [3.38]
Year dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Cluster by Group	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs.	1,395	1,395	1,395	1,395	1,395
Adjusted R ²	0.373	0.614	0.661	0.394	0.584

1) This table reports the regression results when the current year, one year ahead, two years ahead, and three years ahead firm value (TQ_t , TQ_{t+1} , TQ_{t+2} , TQ_{t+3}) and adjusted tobin's Q($ADTQ$) are dependent variables and the interaction variables between *CBLEAD* and ESG reporting (*ESGSCORES*) are test variables with controls included.

2) Refer to the footnote of Table 4 for variable definitions.

3) *, **, and *** denote statistical significance at 0.10, 0.05, and 0.01, respectively, in two-tailed tests. All t-statistics(in parentheses) are based on standard errors clustered by business group.

5.5 추가분석

2장에 전술한 바에 따르면 SK그룹뿐만 아니라 다른 국내 5대 재벌그룹들 또한 정도의 차이는 있지만 최근 들어 ESG 경영을 본격적으로 도입하고 있다. 이에 본 절에서는 5대 재벌기업의 ESG 성과가 다른 재벌기업 대비 우수한지, 그리고 5대 재벌기업 내에서도 특히 SK그룹의 ESG 성과가 우수한지를 살펴보기 위한 추가분석을 실시하였다. 분석 결과는 <Table 10>에 보고하였다. 먼저 Panel A는 5대 재벌기업과 기타 재벌기업의 ESG 성과를 비교한 결과를 나타낸다. 분석 결과 5대 재벌기업을 나타내는 더미변수인 *TOP5CB*의 계수는 모든 회귀모형에서 유의한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이는 5대 재벌기업의 전반적인 ESG 성과와 환경적, 사회적, 기업지배구조적 성과가 모두 다른 재벌기업 대비 우수하다는 것을 의미한다.

Panel B는 ESG 리딩기업인 SK그룹이 다른 5대 재벌그룹과 비교하는 경우에도 우수한 ESG 성과를 달성하고 있는지 확인하고자 표본을 5대 재벌그룹의 계열사로 한정하였다. 분석 결과, *CBLEAD*이 계수값은 모든 회귀모형에서 유의하지 않아, SK그룹과 다른 4대 재벌기업은 ESG 성과 측면에서 유의한 차이가 존재하지 않는 것으로 나타났다. 이는 ESG 성과의 우수성은 비교대상이 되는 기업군을 어떻게 설정하느냐에 따라서 상이하게 나타날 수 있음을 의미한다. 본 연구의 분석 결과를 종합하여 판단해 볼 때, SK그룹이 평균적으로 다른 재벌그룹보다는 우수한 ESG 성과를 달성했지만, 5대 재벌그룹 내에서 비교하는 경우에는 특별히 더 우수한 ESG 성과를 달성한 것은 아니라는 해석이 가능하다.

<Table 10> Additional Tests

Panel A. Top 5 Korean Business Groups vs. Other Groups				
Dep.Var. =	<i>ESGSCORE</i>	<i>ESSCORE</i>	<i>SSSCORE</i>	<i>GSCORE</i>
Variables	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>TOP5CB</i>	0.046*** (3.771)	0.062*** (2.674)	0.061*** (3.553)	0.017* (1.849)
<i>LNSIZE</i>	0.045*** (7.276)	0.061*** (6.183)	0.052*** (8.045)	0.023*** (5.077)
<i>LEV</i>	-0.001 (-0.277)	-0.000 (-0.067)	0.000 (0.045)	-0.002 (-1.578)
<i>ROA</i>	-0.024 (-0.481)	-0.187** (-2.170)	0.048 (0.549)	0.069* (1.791)
<i>RND</i>	0.253 (0.631)	0.493 (0.749)	-0.227 (-0.436)	0.528*** (2.995)
<i>AD</i>	0.091 (0.326)	-0.449 (-1.061)	0.608 (1.268)	0.129 (0.803)
<i>CASH</i>	0.038 (0.409)	0.060 (0.432)	0.034 (0.239)	0.009 (0.137)

<i>BETA</i>	0.024** (2.452)	0.040** (2.592)	0.019 (1.219)	0.014** (2.029)
<i>MB</i>	-0.000 (-0.371)	-0.000 (-0.231)	-0.000 (-0.288)	-0.000 (-0.111)
<i>FO</i>	0.049 (0.550)	0.097 (0.747)	0.061 (0.540)	-0.011 (-0.213)
<i>LNAGE</i>	0.006 (0.490)	0.018 (0.759)	0.008 (0.477)	-0.006 (-0.896)
Constant	-1.017*** (-5.975)	-1.572*** (-5.410)	-1.227*** (-7.298)	-0.253** (-2.043)
Year dummies	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry dummies	Yes	Yes	Yes	Yes
Cluster by Group	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs.	1,395	1,395	1,395	1,395
Adjusted R ²	0.622	0.665	0.403	0.583

Panel B. SK Group vs. Other Top 4 Korean Business Groups

Dep.Var. =	<i>ESGSCORE</i>	<i>ESSCORE</i>	<i>SSSCORE</i>	<i>GSCORE</i>
Variables	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>CBLEAD</i>	0.011 (0.398)	0.037 (1.088)	-0.009 (-0.294)	0.006 (0.304)
Control variables	Yes	Yes	Yes	Yes
Year dummies	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry dummies	Yes	Yes	Yes	Yes
Cluster by Group	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs.	384	384	384	384
Adjusted R ²	0.742	0.760	0.620	0.650

1) Panel A reports the regression results after replacing *CBLEAD* with *TOP5CB* dummy variable in Equation (1), Panel B reports the regression results of estimating Equation (1) by restricting the sample to the Top 5 chaebol group sample.

2) Refer to the footnote of Table 4 for variable definitions.

3) *, **, and *** denote statistical significance at 0.10, 0.05, and 0.01, respectively, in two-tailed tests. T-statistics are presented in parentheses. All t-statistics(in parentheses) are based on standard errors clustered by business group.

VI. 결 론

세계 최대 자산운용사인 블랙록(BlackRock)이 2020년 초 자사가 투자한 경영진에게 ESG 경영을 실천하지 않는 기업에는 투자를 하지 않겠다는 요지의 서한을 보낸 것을 계기로, 전세계적인 ESG 경영 열풍이 불기 시작했다. 그러나 ESG 경영이 관련 규범이나 평가기준의 부재 속에 유행처

럼 번지자, 블랙록은 2022년 초 기업의 ESG 경영 명목의 정책의 대다수가 경영진을 구속하며 지나치게 규범적이라고 지적하며, 기업을 지나치게 통제하거나 주주가치를 제고하지 않는 기후 변화 관련 안전에는 반대하겠다는 입장을 밝혔다. 이에 따라 ESG 열풍이 분지 얼마 되지 않아 ‘ESG 속도 조절론’에 힘이 실리고 있다. 국내 기업들 또한 세계적 추세에 발맞춰 대기업을 중심으로 본격적인 ESG 경영을 시행하고 있는데, 그러한 움직임이 얼마나 실효성이 있고 또한 주주가치 제고에는 얼마나 기여하고 있는지에 대한 객관적인 평가가 필요한 시점이다. 그러한 노력의 일환으로 본 연구는 ESG 경영의 국내 선두주자로 평가받는 SK그룹과 그 외의 재벌그룹 간의 ESG 성과를 비교하고, 이러한 ESG 성과가 기업가치에는 어떠한 영향을 미쳤는지를 실증분석하였다.

본 연구의 실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, SK그룹의 사회적 성과를 제외한 ESG 성과는 다른 재벌기업 대비 평균적으로 더 우수한 것으로 나타났다. 다만 2018년 SK그룹의 DBL 경영 선언 이후에는 SK그룹의 이러한 비교우위가 오히려 감소하는 것으로 나타났다. 마지막으로 ESG 성과와 기업가치의 관계를 분석한 결과, ESG 성과와 당기 및 차기 3개년도의 기업가치 간의 관계는 SK그룹에서는 음(-)으로 나타나는 반면 나머지 재벌기업에서는 양(+)으로 나타났다. 이러한 결과를 종합하면, SK그룹의 ESG 성과가 예측대로 다른 재벌기업 대비 우수하기는 하나, 그러한 ESG 성과가 중단기적인 재무적 가치를 제고하는 데에 기여하지는 못하였다고 할 수 있다.

본 연구는 다음과 같은 한계점을 가지고 있다. 첫째, 본 연구에서 사용한 ESG 성과의 측정치가 선행연구에서 가장 많이 활용하는 대응치를 활용하였지만, 각 기업의 ESG 활동 및 성과의 특성을 적절히 포착하지 못하였을 가능성이 있다. ESG의 개념 자체가 모호한 측면이 있으며 평가기관별로도 평가지표와 지표별 가중치 등이 상이하여, 한 가지 ESG 평가지표를 전적으로 신뢰하기는 어렵기 때문이다. 둘째, 본 연구에서 분석한 기업가치는 재무적 가치를 측정한 것으로, 사회적 가치 등의 비재무적 가치를 계량화하여 기업가치에 포함하는 경우에는 결과가 달라질 수도 있다. 특히 SK그룹 등의 ESG 활동은 광의의 기업가치를 제고하고자 시행되고 있는 바, 그러한 통합적 가치는 ESG 성과와 양(+)의 관계를 가질 가능성도 있다. 마지막으로, 본 연구에서는 ESG 성과가 당기 및 차기 3개년도의 기업가치에 미치는 영향을 분석하였는데, 이러한 분석은 ESG 활동의 장기적인 효과를 반영하지 못하였을 수 있다. 이와 관련하여 일각에서는 ESG 경영의 효과를 보다 명확히 규명하기 위해서는 최소한 5년 이상의 장기적인 관점에서 검증하여야 한다는 주장을 하기도 하였다.²³⁾

본 연구의 연구결과에 기반할 때, ESG 경영 성과 그 자체보다는 그러한 경영철학의 내재화 정도가 기업의 중장기적 기업가치나 영업성장에 미치는 영향을 살펴보는 것이 투자자 혹은 시장참여자 입장에서 ESG 경영의 경제적 효과를 보다 잘 판단하는 기준이 될 수 있다. 특히 2023년 이후에는 ISSB(International Sustainability Standards Board)에서 기후변화공시안을 확정하고 기업들이 이러한 틀 안에서 다양한 ESG 경영활동을 수행할 것으로 기대되므로, 향후 기업들의 ESG 경영활동의

23) 출처: 한국경제, “ESG를 둘러싼 불편한 진실 4가지”. 2022.11.7.

변화, 기후변화에 대한 공시, 그리고 그러한 활동 및 공시의 경제적 효과에 대한 실증연구가 다양하게 수행될 것으로 기대한다.

“본 논문은 다른 학술지 또는 간행물에 게재되었거나 게재 신청되지 않았으며, 한국회계학회 연구윤리규정을 준수하여 작성되었음을 확인함”

REFERENCES

- Ahmed, K. and H. Falk. 2006. The value relevance of management's research and development reporting choice: Evidence from Australia. *Journal of Accounting and Public Policy* 25 (3): 231-264.
- Bae, J. C., X. Yang, and M. I. Kim. 2021. ESG and stock price crash risk: Role of financial constraint. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* 50 (5): 556-581.
- Baldini, M., L. D. Maso, G. Liberatore, and F. Mazzi. 2018. Role of country- and firm-level determinants in environmental, social, and governance disclosure. *Journal of Business Ethics* 150: 79-98.
- Branco, M. C. and L. L. Rodrigues. 2006. Corporate social responsibility and resource-based perspectives. *Journal of Business Ethics* 69 (2): 111-132.
- Byun, S., J. Kim, and I. Nam. 2013. Long term effect of corporate social responsibility activities and firm value accounting for marketing and industry factors. *Korean Management Review* 42 (5): 1289-1313. [printed in Korean]
- Choi, J. S., Y. M. Kwak, and C. Choe. 2010. Corporate social responsibility and corporate financial performance: Evidence from Korea. *Australian Journal of Management* 35 (3): 291-311.
- Choi, J. C., H. Jo, J. Kim, and M. S. Kim. 2018. Business groups and corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics* 153: 931-954.
- Chun, H., H. Song, and H. Jo. 2022. The clemency and imprisonment experience of chaebol heads and ESG Performance: Evidence from Korean business groups. *American Accounting Association Conference*.
- Classens, S. and B. B. Yurtoglu. 2013. Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review* 15: 1-33.
- Fatemi, A., M. Glaum, and S. Kaiser. 2018. ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global Finance Journal* 38: 45-64.
- Fisher-Vanden, K. and K. S. Thorburn. 2011. Voluntary corporate environmental initiatives and shareholder wealth. *Journal of Environmental Economics and Management* 62 (3): 430-445.
- Friedman, Milton. 1970. The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits. *The New York Times Magazine*.
- Greening, D. W. and D. B. Turban. 2000. Corporate social performance as a competitive advantage in attracting a quality workforce. *Business & Society* 39 (3): 254-280.
- Griffin, J. J. and J. F. Mahon. 1997. The corporate social performance and corporate financial performance debate: Twenty-five years of incomparable research. *Business & Society* 36 (1): 5-31.

- Ha, S. and S. P. Cho. 2017. The effect of the image of corporate social responsibility on the relationship between donation and firm value. *Review of Accounting and Policy Studies* 22 (6): 33-51. [printed in Korean]
- Huang, D. Z. X. 2021. Environmental, social and governance (ESG) activity and firm performance: A review and consolidation. *Accounting & Finance* 61 (1): 335-360.
- Jensen, M. C. 2002. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Business Ethics Quarterly* 12 (2): 235-256.
- Kang, W. and M. Jung. 2020. Effect of ESG activities and firm's financial characteristics. *Korean Journal of Financial Studies* 49 (5): 681-707. [printed in Korean]
- Kim, S., H. Y. Sunwoo, W. J. Lee, and A. R. Jung. 2022. Value implications of ESG performance. *Korean Accounting Journal* 31 (3): 31-60. [printed in Korean]
- Kim, S. and W. Kim. 2022. Tunneling Through Trademarks. *Journal of Corporate Finance* 76: 102274.
- Korea Federation of SMEs. 2022. *An Investigative Report on the Current Status of Supply Chain ESG*. 2022.6.3. [printed in Korean]
- Korea SMEs & Startups Institute. 2021. *The Effect of the Spread of ESG on SMEs and the Direction for Support*. 2021.8.9. [printed in Korean]
- Lee, J. and C. Park. 2020. Do CSR activities improve financial performance? Focused on job satisfaction and firm size. *Korean Management Review* 49 (4): 913-937. [printed in Korean]
- Lee, J. and J. H. Rhee. 2020. Current status and future directions of research on "sustainable management": Focusing on the ESG measurement index. *Journal of Strategic Management* 23 (1): 65-92. [printed in Korean]
- Lee, Y. D. and C. S. Lee. 2021. A study on the impact of corporate social responsibility activities and financial soundness on corporate value. *The Korean Journal of Financial Management* 38 (3): 81-100. [printed in Korean]
- Lyon, T., Y. Lu, X. Shi, and Q. Yin. 2013. How do investors respond to green company awards in China? *Ecological Economics* 94: 1-8.
- Margolis, J. D., H. A. Elfenbein, and J. P. Walsh. 2009. Does it pay to be good... And does it matter? A meta-analysis of the relationship between corporate social and financial performance. *Working Paper*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1866371>.
- Min, J. H., B. Kim, and S. Ha. 2015. The relationship between firms' environmental, social, governance factors and their financial performance: An empirical rationale for creating shared value. *Korean Management Science Review* 32 (1): 113-131. [printed in Korean]
- Min, J. H. and B. Kim. 2019. Is ESG effort a normative proposition for sustainability? An analysis of different effects of firms' ESG efforts by their respective financial status. *Korean Management Science Review* 36 (1): 17-35. [printed in Korean]
- Park, H., J. Lee, and W. Boxian. 2022. A study on the determinants of ESG committees in Korean firms. *The Korean Society of Management Consulting* 22 (3): 13-24. [printed in Korean]
- Park, G. H. and J. W. Lee. 2022. The effects of ESG assessment of firm value based on corporate governance structure. *The Korean Journal of Financial Management* 39 (2): 147-184. [printed in Korean]
- Pedersen, L. H., S. Fitzgibbons, and K. Pomorski. 2021. Responsible investing, the ESG-efficient frontier. *Journal of Financial Economics* 142 (2): 572-597.

- Rhee, C. S., A. R. Jung, and H. M. Chun. 2021. A study on ESG determinants and firm value: Focusing on economic policy uncertainty and operating income volatility. *Korean Accounting Review* 45 (6): 115-139. [printed in Korean]
- Sassen, R., A. K. Hinze, and I. Hardeck. 2016. Impact of ESG factors on firm risk in Europe. *Journal of Business Ethics* 86: 867-904.
- Shin, Y. Z., G. M. Nam, and J. H. Lee. 2019. The relationship between corporate social responsibility activities and stock price crash risk in the aspect of agency problem. *Korean Accounting Journal* 28 (5): 43-84. [printed in Korean]
- Sun, E. J. and Y. W. Seo. 2019. An analysis of the relationship between defensive · strategic corporate social responsibility and firm's financial characteristic variables. *Korean Corporation Management Association* 26 (2): 79-98. [printed in Korean]
- The Federation of Korean Industries. 2022. *Case Study of Associating ESG and Executive Compensation and Developing a Self-Evaluation Index*. 2022.3.8. [printed in Korean]
- Waddock S. A. and S. B. Graves. 1997. The corporate social performance-financial performance link. *Strategic Management Journal* 18 (4): 303-319.
- Yeo, Y. J., B. S. Kim, and W. S. Kim. 2018. An exploratory research about the relationship between corporate social responsibility and financial performance with time-lag. *The Korean Society of Management Consulting* 18 (1): 189-198. [printed in Korean]

국내 참고 문헌

- 강원, 정무권. 2020. ESG 활동의 효과와 기업의 재무적 특성. *한국증권학회지* 49 (5): 681-707.
- 김세희, 선우희연, 이우중, 정아름. 2022. ESG 활동과 기업가치의 상관관계와 인과관계. *회계저널* 31 (3): 31-60.
- 대한상공회의소. 2021. *ESG 확산 및 정착을 위한 기업 설문조사 분석 결과보고서*. 2021.12.30.
- 민재형, 김범석, 하승인. 2015. 기업의 환경, 사회, 지배구조 요인과 재무성과의 관계: 공유가치 창출의 경험과 근거. *경영과학* 32 (1): 113-131.
- 민재형, 김범석. 2019. 기업의 ESG 노력은 지속가능경영의 당위적 명제인가? 기업의 재무상태에 따른 비재무적 책임 향상 노력의 차별적 효과. *경영과학* 36 (1): 17-35.
- 박진혁, 이장우. 2022. ESG 평가가 기업가치에 미치는 영향에 대한 연구: 기업의 지배구조 특성을 중심으로. *재무관리연구* 39 (2): 147-184.
- 박혜진, 이지윤, 왕박한. 2022. 국내 기업의 ESG 위원회 도입 결정요인에 대한 연구. *경영컨설팅연구* 22 (3): 13-24.
- 변상민, 김재환, 남인우. 2013. 기업별 마케팅 활동과 산업별 특성을 고려한 기업의 사회적 책임활동이 기업가치에 미치는 장기적 영향에 관한 연구. *경영학연구* 42 (5): 1289-1313.
- 선은정, 서영옥. 2019. 방어적 · 전략적 사회적책임활동과 기업의 재무적 특성변수와의 관계 분석. *기업경영연구* 26 (2): 79-98.
- 신영직, 남기만, 이재형. 2019. 기업의 사회적 책임(CSR) 활동과 주가붕괴위험 간의 관계에 관한 연구: 대리인 문제의 관점에서. *회계저널* 28 (5): 43-84.

- 여영준, 김범석, 김우섭. 2018. 기업의 사회적 책임과 재무성과와의 선후행 관계에 대한 탐색적 연구. *경영컨설팅연구* 18 (1): 189-198.
- 이용대, 이치송. 2021. 기업의 사회적 책임 활동과 재무 건전성이 기업 가치에 미치는 영향에 관한 연구. *재무관리연구* 38 (3): 81-100.
- 이정기, 이재혁. 2020. “지속가능경영” 연구의 현황 및 발전방향: ESG 평가지표를 중심으로. *전략경영연구* 23 (1): 65-92.
- 이중원, 박철. 2020. 기업의 사회적 책임(CSR) 활동이 재무성과에 미치는 영향: 직무만족도와 기업규모를 중심으로. *경영학연구* 49 (4): 913-937.
- 이창섭, 정아름, 전홍민. 2021. ESG 결정요인 및 기업가치에 관한연구: 경제정책 불확실성과 영업이익 변동성을 중심으로. *회계학연구* 46 (6): 115-139.
- 전국경제인연합회. 2022. *ESG와 경영진 보상 연계 사례 및 자체평가지표 개발 사례*. 2022.3.8.
- 중소기업중앙회. 2022. *공급망ESG(대기업협력사·수출중소기업) 대응현황 대응현황 조사보고서*. 2022.6.3.
- 중소벤처기업연구원. 2021. *ESG 확산이 중소기업에 미치는 영향 및 지원 방향*. 2021.8.9.
- 하석태, 조성표. 2017. 사회적 책임기업 이미지가 기부금 지출과 기업가치의 관계에 미치는 영향. *회계와정책연구* 22 (6): 33-51.