

## ESG 평가요소와 기업가치의 관계에 관한 연구

### A Study on the Relationship between ESG Evaluation Factors and Corporate Value

오상희(Oh, Sang - Hui)\* · 이승태(Lee, Seung - Tae)\*\*

#### <요약>

본 연구는 사회적 책임이 기업가치에 영향을 미치는 세부 요인을 살펴보는 것을 목적으로 하고 있다. 구체적으로는 기업에서 환경으로 인한 역할과 사회적 책임경영 그리고 지배구조 등이 기업가치에 어느 것이 더 효과적으로 영향을 주는지를 검증하고자 한다. 연구표본은 2011년부터 2018년까지 상장기업을 대상으로 하였다.

기업성과를 자산수익률과 주가수익률 두 가지로 나누어 분석한 결과는 다음과 같다.

첫째, 자산수익률을 종속변수로 위계적 회귀분석을 한 결과, 지배구조가 가장 많은 영향을 미치고, 그 다음은 ESG가, 마지막으로 사회적 책임의 순서대로 영향을 미치는 것으로 나타났다.

둘째, 주가수익률을 종속변수로 위계적 회귀분석을 한 결과, 지배구조가 가장 많은 영향을 미치고 그 다음으로 ESG가 영향력을 미치는 것으로 나타났다.

기업성과의 두 가지 변수 모두 지배구조와 ESG에서 유의적인 영향력을 미치는 것으로 나타났다.

본 연구의 차별점은 단순 ESG의 등급으로 성과를 분석하지 않고, 실제로 어느 부분이 성과를 잘 반영하고 있는지, 위계적 회귀분석을 통하여 분석하였다는 점이다. 본 연구를 통해 실제 기업에서는 성과의 반영을 위해 어느 측면에 많은 노력을 기울여야 하는지 의사결정에 도움이 될 것으로 기대되어 진다. 다만 표본의 한계로 인하여 기업의 산업 특성을 구별하여 분석하지 못한 것이 한계점으로 남는다.

**한글검색어**: 사회적가치, 지배구조, 환경경영, 기업가치

• 접수일자 : 2019.11.15 • 1차수정일 : 2019.12.07 • 최종수정일 : 2019.12.24 • 게재확정일 : 2019.12.31

\* 신라대학교 경영대학 회계세무학과 조교수, 제1저자, e-mail : ohsh@silla.ac.kr

\*\* 동아대학교 경영대학 경영학과 조교수, 교신저자, e-mail : stlee@dau.ac.kr

## I. 서 론

기업의 목적은 흔히 ‘기업가치의 극대화’ 혹은 ‘주주부의 극대화’ 라고 말한다. 그러나 이러한 용어에는 단순히 사전적 의미가 아닌, 더 많은 의미를 담고 있다고 할 수 있다. 특히 주주부의 극대화를 위한 기업의 이윤 극대화는 단순히 당기순이익을 극대화라는 의미보다는, 특정기업이 아니라 사회 전체적으로 다 같이 잘 살자 라는 의미가 함축되어 있는 것이 더욱 현대적 의미에서의 정의라고 할 수 있을 것이다. 이러한 의미에서 최근 기업의 사회적 책임에 관한 문제들이 기업에서 이슈화 되고 있는데, 경영환경이 Global화 되고 있는 현 시점에서 CSR(Corporate Social Responsibility)을 위해 노력하고 있는 기업이 장기적으로 기업의 이익을 창출한다는 공감대가 형성되고 있다(오상희, 2012).

CSR과 관련하여 이미 UN에서는 2000년에 CSR 이행을 위한 국제적 협약(UN Glaval Compact)을 창설하였고, 국제표준화기구(ISO)에서도 CSR관련 국제표준(ISO26000)을 제정 한바 있다(오상희, 2012).

우리나라도 경실련 산하 경제정의연구소에서 경제정의지수(KEJI Index)를 발표하였으며, 2011년부터 기업지배구조원에서도 CSR정보를 확대한 ESG 정보를 공시하고 있다.

기업의 사회적 가치와 경영성과에 관한 기존의 연구들은 국내 뿐만 아니라 해외 연구까지 다소 존재한다. 그러나 이러한 연구들에 있어 특이한 점은 그 연구결과가 일치되지 않은 결과가 도출된다는 점이다. 즉, 기업의 사회적 책임이 높다고 하여, 반드시 기업가치가 상승하느냐 하는 것이다. 이러한 점은 여러 연구에서 이미 언급되었다시피, CSR활동을 수행하는데 자원이 소비되고 이는 곧 비용의 지출이므로 이러한 비용의 지출로 이익이 감소한다는 입장이다. 따라서 이러한 입장에서는 CSR활동과 기업성과 간의 관계는 음(-)의 관계를 나타낸다(Vance, 1975; Pave and Kreuz, 1996 등). 또 다른 관점은 CSR활동으로 인하여 이해관계자들의 갈등을 감소시키는 역할을 함으로써 결과적으로 기업의 성과가 상승하는 양(+)의 관계를 나타낸다는 것이다(Waddock and Graves, 1997; 반혜정과 김석수, 2009; 오상희, 2012 등). 반면에 CSR활동과 기업성과는 연관성이 없다는 연구결과도 존재한다(Aupperle, 1984; Aupperle et al., 1985 등).

따라서 본 연구는 CSR활동이 이러한 상반되는 결과를 지닌 연구들이 많기 때문에, CSR활동을 좀 더 확대하여, 기업의 환경경영과 기업지배구조 그리고 사회적 책임경영까지를 모두

고려하여 기업지배구조원에서 발표하고 있는 ESG자료를 이용하여 기업의 경영성과가 이러한 변수와 어떤 관련성이 있는지를 살펴보고자 한다. 즉, 단순히 사회적 책임이 아닌 좀 더 구체화하여, 현 시점에서 중요시 되고 있는 환경문제와 지배구조 그리고 기업의 사회적 책임까지 모두 고려하여, 어떠한 변수가 기업의 성과 혹은 기업가치에 영향을 미치는지 살펴보고자 한다.

본 연구는 기업지배구조원의 ESG자료를 이용하여 환경경영과 사회책임경영 그리고 기업 지배구조가 실제로 기업의 경영성과에 영향을 미치는 지를 연구하고자 한다. 기존 선행연구와 본 연구의 차별점이라고 한다면 단순 ESG의 등급으로 성과를 분석하지 않고 실제로 어느 부분이 성과를 잘 반영하고 있는지, 위계적 회귀분석을 통하여 분석한다는 점이다. 본 연구를 통해 실제 기업에서는 성과의 반영을 위해 어느 측면에 많은 노력을 기울여야 하는지 의사결정에 도움이 될 것으로 기대되어 진다.

구체적으로 서론 이하 제II장에서는 연구의 목적을 위한 선행학습으로 관련 연구의 선행연구가 제시되어 진다. 그리고 제III장에서는 연구설계 단계로 연구의 이론적 배경 및 모형이 제시되어 지고, 제IV장에서는 연구 가설을 검증하기 위한 실증분석 결과가 제시된다. 마지막으로 제V장 결론에서는 가설의 검증결과에 대한 결론 및 연구의 의의 및 한계가 제시될 것이다.

## II. 선행연구

### 2.1 사회적 책임

김예정등(2019)은 CSR이 기업가치에 미치는 영향을 기업이미지와 조직동일시 라는 조절 효과를 통하여 연구하였다. 연구 결과 CSR활동은 기업이미지와 조직동일시에 유의미한 영향을 미치고, CSR활동은 기업성과에도 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나 기업이미지는 기업성과에 영향을 미치지 않으며, 조직동일시는 기업성과에 유의적인 영향을 나타내었다. 그들은 연구를 통하여 기업의 CSR활동이 단순한 기업이미지 제고를 위한 활동이 아니라, 기업이 필수적으로 수행하여야 하는 활동으로 인식하였다. 또한 기업이 투명 경

영과 조직구성원들에게 자부심을 가질 수 있도록 CSR활동을 실천할 수 있는 장기적인 방안이 마련되어야 한다고 주장하였다.

조현우와 박범진(2017)은 이전의 선행연구가 CSR활동의 외부평가에 치중해 왔다고 하면서, 그들의 연구에서는 기업내부평가를 통해 CSR활동의 정확한 역할을 파악할 수 있다고 하였다. 이러한 주장아래 그들은 CSR활동에 관하여 회계성과와 신뢰성에 미치는 영향을 검증하고, 회계성과와 임원보수 간의 민감도에 대하여 연구하였다. 연구결과, CSR활동을 하는 기업에서는 이익조정과 회계성과 간의 양(+)의 관련성이 약화되었으나, 지나치게 많은 CSR활동을 하는 기업에서는 강화된 것으로 나타났다. 또한 CSR활동을 하는 기업에서 회계성과와 임원보수 간의 양(+)의 관련성은 강화되었으나, 지나치게 많은 CSR활동을 하는 기업에서는 유의성을 나타내지 않는 결과를 보였다. 이러한 연구결과는 CSR활동이 기업가치 평가에 있어, CSR활동 공시에 따른 왜곡된 의사결정을 막을 수 있을 것으로 보여진다.

이광운(2011)의 연구에 의하면 기업의 CSR에 관한 연구는 상반되어 나타나고 있다. 하나는 기업이 사회적 책임 활동으로 인하여 추가적인 비용이 발생하기 때문에 결국 이익이 감소한다는 것이다. 이것은 결과적으로 주주가치 입장에서 주주 부의 희생을 가져오게 된다. 나머지 하나는 기업의 사회적 책임 활동으로 인하여 기업 이미지의 개선으로 인한 이익의 증대이다. 이는 또 다른 입장에서 이해관계자들의 부를 극대화시키며, 또한 이해관계자들의 갈등을 감소시키는 방향으로 이끌게 되고 결과적으로 기업가치의 증대시킨다는 것이다.

Cho와 Lee(2019)는 그들의 연구에서 관리자는 부족한 자원을 기업의 사회적 책임(CSR)에 할당하는 데 윤리적 딜레마에 직면 해 있다고 하였다. 왜냐하면 CSR 지출의 근본적인 관리 인센티브는 순수한 이타주의에서 완전한 재무 방향에 이르기까지 범위(range)가 있기 때문이다. 또한 CSR 이행에서 관리 역할의 중요성에도 불구하고, 선행 연구는 일반적으로 관리자의 역할을 외부적인 요소로 취급하였다. 그들은 경영 효율성이 CSR의 결과에 어떤 영향을 미치는지 조사함으로써 CSR 연구의 경영 특성에 대하여 연구하고자 하였다. 연구결과, 새로 개발된 관리 효율성 척도를 사용하면, 전체 기업 사회적 성과(CSP) 수준에서 연관성이 약하지만, 평균적으로 관리 효율성이 CSP의 후속 변경과 긍정적으로 연관되어 있음을 알 수 있다. 또한 효율적인 관리자는 회사 재무 성과(CFP)에 직접 연결되는 제품 관련 CSR에 참여할 가능성이 높지만 환경 관련 CSR에는 참여할 가능성이 낮다고 하였다. 또한 CSP는 효율적인 관리자를 통해 CFP와 긍정적으로 연관되어 있었다. 그들의 연구 결과는 경영

효율성 및 관리 효율성의 필수 역할에 의해 결정되는 CSP 및 또는 CFP와 CSR의 연관성에 대한 경영진 및 기타 이해 관계자의 이해에 기여할 것으로 기대되어진다.

기업의 사회적 성과(CSP)가 높을수록 기업 가치가 증가한다는 경영상의 믿음이 널리 퍼져 있다. CSP가 기업 가치에 긍정적인 영향을 미친다는 증거가 많이 있지만, CSP가 판매에 영향을 줄 수 있는지 여부는 여전히 미지수이다. CSP가 판매에 영향을 줄 수 있는가? 이 효과는 제품 시장 프로파일, 즉 기업이 비즈니스 시장에서 운영하는 소비자 시장에서 운영되고 있는가에 따라 달라지는가? Luffarelli et al.(2019)는 이러한 질문을 해결하기 위해 23,769건의 관측치로 구성된 패널 데이터 세트를 사용하여 연구하였다. 연구결과, CSP가 높을수록 B2C(Business-to-Consumer) 회사의 판매에는 부정적인 영향을 미치지만, B2B(Business-to-Business) 회사에게는 미미하거나 경제적으로 작은 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나 CSP가 높을수록 두 유형의 회사 모두 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 종합하면, 이러한 결과는 CSP가 높을수록 기업 가치가 높아지지만 판매에 타격을 줄 수 있음을 보여주었다.

Jacobs 등(2016)은 1999-2009년 기간 동안 9개의 미국 제조 산업에서 476개의 회사로 구성된 샘플을 가지고, 운영 생산성(OP), 기업 사회성과(CSP), 재무성과(FP) 및 위험 사이의 관계를 조사하였다. 영업 및 CSP에 대한 DEA 기반 측정, 현재 수익성 및 시장 가치를 반영하기 위한 FP 운영, 파산 위험 및 주가 변동성을 반영하는 위험 운영을 위한 두 가지 운영 방식을 사용하였다. 연구결과 그들은 영업 실적이 재무 성과를 높이고 위험을 줄이려면 필수적이지만, CSP의 주된 효과는 혼합되어 있음을 확인하였다. 특히 OP는 CSP-FP와 CSP 위험 관계를 완화시키는 것으로 나타났다. 특히, 영업 이익이 저조한 경우 CSP는 FP 또는 위험에 대한 혜택이 제한적이었다. 그러나 회사는 영업 이익의 임계 값 수준 이상에서 CSP를 사용하여 FP를 추가로 개선하고 위험을 줄일 수 있었던 것으로 나타났다.

## 2.2 환경 경영

이기훈과 최선(2004)은 최근 선진국을 중심으로 환경과 무역의 연계를 통한 기업의 생존 전략으로 친환경 경영을 요구하고 있다고 주장하고 있다. 이와 관련하여 지속가능 경영의 한 형태로서 사회적 책임경영과 더불어 환경경영의 중요성을 주장하였다. 이러한 주장과 더

불어 전문성을 확보한 교수진과 이러한 환경 테마를 연구할 전문적인 교육기관 등의 설립이 필수적이라고 주장하였다.

박현성(2011)은 그의 연구에서 “기업경영의 목적은 단순히 이윤극대화를 넘어서 이해관계자의 행복극대화에 있으며, 이를 위한 사회적 책임 차원에서 윤리경영과 환경경영의 강화를 통해 기업가치를 극대화시키는 경영”으로 정의하였다. 이러한 정의에 따라 친환경 경영활동은 기업가치에 유의한 영향을 미칠 것이라는 가설아래 유의적인 결과를 나타내었다. 또한 친환경 사업에 진출한 기업은 그렇지 않은 기업보다 기업가치에 더 크게 증대할 것이라는 가설을 검증한 결과 가설1과 동일하게 유의적인 결과를 나타내었다. 그는 연구를 통하여 환경경영 활동과 환경 책임에 대한 중요성을 다시 한번 인식하고, 기업은 각 기업에 알맞은 환경 경영 방침을 구축하여 기업활동을 추구해야 한다고 주장하였다.

이혜진과 이진수(2019)는 과거의 경영방식에서 현대의 경영방식의 차이는 기업의 사회적 책임을 중시하는 것이라고 하였다. 이와 같은 주장에 따라 그들은 기업의 윤리적 책임을 외부적 윤리 책임과 내부적 윤리 책임으로 구분하여, 외부적 윤리 책임을 환경적 책임이라고 정의하고, 내부적 윤리 책임을 경영자의 이익조정과 재무성과의 관계라고 정의하여 연구하였다. 환경에 대한 변수를 온실가스 배출량으로 측정하여 연구한 결과, 온실가스 배출량은 재량적 발생액에 유의한 영향력을 미치는 것으로 나타났다. 또한 온실가스 배출량과 재량적 발생액의 관계에서 회계수익률은 유의적인 음(-)의 방향으로 나타났다. 즉, 온실가스 배출량이 높을수록 이익조정이 증가하고, 기업 성과가 높을 경우 경영자의 이익조정행위를 억제하는 것으로 나타났다. 그들은 본 연구를 통하여 비재무적인 환경적 요소를 활용하여 기업의 재무성과와 이익조정의 관계를 실증분석 하였다는 점에서 의의를 갖는다.

### 2.3 기업지배구조

Brown and Caylor(2004)와 Gompers, Ishii, and Metrick(2003)은 기업의 지배구조와 경영성과의 관계에서 지배구조가 좋을수록 경영성과도 좋다고 하였다. 그러나 이러한 결과에서 보여주는 지배구조라는 변수는 많은 연구에서 너무 다양한 변수로 사용되어졌다. 이를테면 이사회규모, 혹은 사외이사비율, 경영자지분율, 혹은 기관투자자지분율 등과 같이 너무나 다양한 측정치로 연구되어졌다.

일반적으로 이사회 규모가 크면 기업가치가 높다고 알려져 있는데, Yermack(1996)은 이 사회의 규모가 크다면 감시하는 기능이 있어서 항상 기업가치가 더 높지는 않다고 하였다. 심지어 이사회 규모가 작을수록 기업의 성과는 더 높다고 밝혔으며, 이는 대리인문제를 효과적으로 완화 시킨다고 하였다. 그러나 일반적으로 사외이사의 비율이 높을수록 기업가치가 높다고 알려져 있고, Fama(1980)와 Fama and Jensen(1983)은 이를 증명하였다. 그러나 이와 같은 결과를 도출하지 않은 연구결과도 존재한다. 즉, 사외이사 비율이 경영성과 혹은 기업가치에 비유의적이거나, 심지어 음(-)의 관련성을 가지는 연구도 존재한다(오상희, 2019; 손혁과 정재경, 2015).

손평식(2010)은 IMF이후 우리나라 자본시장의 전환기를 맞이하여 기업의 지배구조 개선과 회계제도 선진화 사이에서 기업지배구조센터가 발족한 후 그들의 자료를 이용하여 지배구조와 기업가치간의 관계를 분석하였다. 연구결과 전체 지배구조지수와 기업가치와의 관계는 유의적인 양(+)의 관계를 나타내었다. 또한 지배구조와 기업가치간의 인과관계를 보여주는 2SLS회귀분석에서와 기업지배구조가 기업가치에 영향을 미친다는 동일한 결과를 보여주었다. 동시에 이사회, 공시, 감사기구 등의 하위지배구조지수를 이용한 연구에서도 기업가치와의 유의적인 양(+)의 관계를 보여주었다.

김병우와 김동욱(2007)은 패널자료분석기법으로 기업지배구조와 기업가치간의 관계를 연구하였다. 연구결과 경영자지분율은 역 U자형의 관계로, 경영자 지분율이 증가함에 따라 기업가치가 증가되는 것으로 나타났다. 그러나 구체적으로 경영자지분율이 31.7% 이상의 구간에서는 기업가치가 감소하는 것으로 나타났다. 또한 사외이사비율과 기관투자자의 지분율이 높을수록 기업가치가 증가하는 것으로 나타났다. 그들은 연구를 통해 기업지배구조와 기업가치의 관계는 횡단면-시계열적 특성을 반영하지 않은 분석방법을 사용하는 경우에 분석결과가 달라질 수 있음을 증명하였다. 즉 단순히 지분율이 높아지거나, 지배구조의 비율이 높다고 해서 반드시 기업가치가 증가하지 않음을 증명한 것이다.

### III. 연구방법론 표본

#### 3.1 연구 설계

본 연구는 기업의 사회적 책임이 비용의 지출로 인해 기업가치에 음(-)의 영향을 미치는지, 그리고 사회적 책임이 기업의 이미지 등을 상승시켜 기업가치에 양(+)의 효과를 나타내는지에 관한 상반되는 의견 등으로 인하여, 실제로 이러한 사회적 책임이 기업가치에 영향을 미치는 세부 요인을 살펴보는 것을 목적으로 하고 있다. 구체적으로는 기업에서 환경경영으로 인한 역할과 사회적 책임경영 그리고 지배구조 등이 기업가치에 어느 것이 더 효과적으로 영향을 주는지를 검증하고자 한다. 이러한 요소는 한국기업지배구조원의 자료에 따라 추출하였다.

한국기업지배구조원은 높은 투명성과 전문성을 토대로 2003년부터 기업지배구조 평가를 실시해왔으며, 2011년부터는 사회책임과 환경경영이 포함된 ESG 평가를 통해 매년 국내 상장회사의 지속가능경영 수준을 평가하고 있다.

한국기업지배구조원의 ESG에서 E는 환경경영(Environmental Responsibility)을, S는 사회책임경영(Social Responsibility) 그리고 G는 기업지배구조(Governance)를 의미하는 약자이다.

ESG의 평가대상은 유가증권시장 상장회사 전체, 코스닥시장 상장회사 일부(대형주, 금융회사, 대기업집단 소속회사), 기관투자자가 평가를 요청한 상장회사, 기타 평가를 요청한 회사이다. 또한 [그림 1]에서 나타나듯이 다양한 평가절차로 등급을 도출하고 있다.

한국기업지배구조원의 ESG 평가는 상장회사가 현재 지속가능경영 수준을 점검하고 개선에 활용할 수 있도록 지원하는 것을 목적으로 하고 있으며, 한국기업지배구조원의 ESG 평가모형은 OECD 기업지배구조 원칙, ISO26000 등 국제 기준에 부합할 뿐만 아니라 국내 법제 및 경영환경을 충실히 반영하여 개발된 독자적 평가모형이며 신뢰성 있는 정보라고 할 수 있다.



[그림 1] ESG 평가절차 (한국기업지배구조원 제공)



본 연구는 이러한 한국기업지배구조원의 자료를 가지고, 실제 기업성과 혹은 기업가치에 어떠한 변수가 영향력을 미치는지 검증하고자 한다. 영향력은 검증할 변수는 기업지배구조원의 4가지 변수이고 실제 모형은 다음과 같다.

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG + \alpha_2 \text{지배구조} + \alpha_3 \text{사회적책임} + \alpha_4 \text{환경경영} + \alpha_5 SIZE_{i,t} + \alpha_6 LEV_{i,t} + \alpha_7 \sum YD + \epsilon \quad (1)$$

$$RET_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG + \alpha_2 \text{지배구조} + \alpha_3 \text{사회적책임} + \alpha_4 \text{환경경영} + \alpha_5 SIZE_{i,t} + \alpha_6 LEV_{i,t} + \alpha_7 \sum YD + \epsilon \quad (2)$$

여기에서,

$ROA_{i,t}$  : 기업의 총자산이익률로 회계성과측정치를 나타냄

총자산이익률 = 영업이익/기초총자산

$RET_{i,t}$  : 기업의 주식수익률로 시장성과측정치를 나타냄

$$\text{주식수익률} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

$P_{i,t}$  : i기업의 t년도 주가(종가),  $P_{i,t-1}$  : i기업의 t-1년도 주가(종가)

ESG : 한국기업지배구조원의 총 7단계 등급

지배구조 : 한국기업지배구조원의 총 7단계 등급

사회적책임 : 한국기업지배구조원의 총 7단계 등급

환경경영 : 한국기업지배구조원의 총 7단계 등급

$SIZE_{i,t}$  : 기업규모=ln(총자산)  
 $LEV_{i,t}$  : 부채비율=총부채/총자산  
 $YD$  : 2011년부터 2018년까지 개별 연도를 의미한다.

본 연구는 기업성과 및 기업가치에 미치는 영향력을 검증하기 위하여 위의 식 (1)과 (2)를 가지고, 위계적 회귀분석을 하고자 한다.

위계적 회귀분석은 여러 개의 독립변수가 종속변수에 영향을 미치는데, 어떤 독립변수가 종속변수에 가장 큰 영향력을 미치며 그 다음 영향력을 미치는 독립변수는 무엇인가를 파악하는 방법을 말한다. 독립변수의 영향력을 검증하는데 유의적인 분석방법이라 할 수 있다.

### 3.2 연구표본

본 연구에서 가설의 검증을 위하여 사용된 주요 변수인 사회적책임 관련변수는 한국기업지배구조원의 ESG 평가등급을 받은 자료를 이용하고 있다. 구체적인 표본은 2011년부터 2018년까지 한국증권거래소의 상장기업이 대상이다.

채무자료는 한국신용평가정보(주)의 KIS-VALUE의 자료를 이용하여 산출하였고, 나머지 관련자료는 금융감독원 전자공시시스템(dart.fss.or.kr)이 제공하는 기업의 연도별 사업보고서를 참조하였다.

위의 자료를 통하여 본 연구의 실증분석에 사용된 자료는 다음의 조건을 만족하는 기업들로 구성된 표본으로 구성되어 졌다.

- 첫째, 각 연도말 현재 한국증권거래소에 상장되어 있는 기업
- 둘째, KIS-VALUE에서 채무자료들이 공시되어 있는 기업
- 셋째, 각 연도말 한국기업지배구조원에서 CSR등급을 가진 기업
- 넷째, 관리대상 기업이 아닌 기업

## IV. 실증분석

본 장에서는 제Ⅲ장에서 설정을 한 연구설계에 대한 연구모형의 실증분석결과를 제시하였다. 먼저 실증분석에 사용되는 변수들의 기술통계량을 제시하여 각 변수들의 전체적인 특성을 살펴본 후 분석을 실시하였다.

### 4.1 기술통계량과 상관관계

각 변수들의 통계량은 분석대상기간인 2011년부터 2018년까지 1,966개의 기업-연도 관찰치로 구성된 전체표본을 대상으로 하여 산출된 값이다. <표 1>은 표본의 기술통계량을 기술하고 있다. 먼저 ESG의 등급은 총 7단계로 나누어져 있다. 각 등급과 본 연구에서 해당 등급에 대해 부여한 계급값은 다음과 같다.

A+ : 7, A : 6, B+ : 5, B : 4, B 이하 : 3, C : 2, D : 1

위 등급에 대한 계급값은 ESG, 지배구조, 사회적책임, 환경경영 등 네 가지 CSR 등급에 모두 동일하게 적용하였다.

ESG 등급의 경우 표본의 평균은 3.37로 B이하에 가까운 값을 가지고 있다. 최소값이 3으로 B이하 등급이며, 최대값은 7로 A+등급임을 알 수 있다. 평균이 최소값에 가까이 형성되어 있는 것으로 봐서 대부분의 기업이 B 그룹에 속해있음을 짐작할 수 있다.

지배구조의 평균은 약 3.54로 B 등급에 가까운 값을 나타내고 있다. 최소값은 1로 D 등급이며, 최대값은 7로 A+등급이다. 지배구조는 다양한 등급이 상존한 표본으로 구성되어 있음을 알 수 있다. 사회적 책임의 경우 평균이 약 3.5로 지배구조와 마찬가지로 B 등급에 가까운 값을 나타내고 있으며, 낮은 등급인 (C)와 최하등급(D)을 받은 기업은 없는 것으로 나타났다.

환경경영의 평균은 약 3.61로 B 등급에 가까운 값을 나타내며, 사회적 책임과 마찬가지로 전체표본에서 낮은 등급인 (C)와 최하등급(D)을 받은 기업은 없는 것으로 나타났다. 또한 네 가지 변수 중 평균이 가장 높은 변수로 나타났다.

&lt;표 1&gt; 기술 통계량

	평균	중위수	최소값	최대값	표준편차
ESG	3.37	3	3	7	1.002
지배구조	3.54	4	1	7	1.265
사회적책임	3.50	3	3	7	1.154
환경경영	3.61	3	3	7	1.058
SIZE	26.85	26.59	23	33	1.514
LEV	0.42	0.41	0.0	10	0.393
RET	0.14	-0.01	-1	38	0.940
ROA	0.00	0.02	-10	5	0.439

재무변수중 기업규모를 나타내는 변수인 SIZE변수의 평균은 26.85이고 중위수는 26.59로 평균과 큰 차이를 나타내지 않았으며, 표준편차 또한 1.514로 정규분포에서 크게 벗어나지 않은 값을 보였다. 부채비율(LEV)의 평균은 0.42이고 중위수는 0.41으로 자산규모와 유사하게 큰 차이를 나타내지 않았고, 최대값은 10으로 나타났다. 주식수익률(RET)의 평균은 0.14였으며, 최소값은 -1, 최대값은 38로 나타났다. 마지막으로 자산수익률(ROA)의 평균은 0이고, 최소값은 -10 그리고 최대값은 5로 나타났다.

&lt;표 2&gt; 상관관계

	1	2	3	4	5	6	7	8
ESG	1							
지배구조	.500**	1						
사회적책임	.839**	.379**	1					
환경경영	.663**	.318**	.579**	1				
SIZE	.645**	.420**	.626**	.613**	1			
LEV	.040**	-.005	.032*	.066**	.077**	1		
RET	-.061**	-.087**	-.061**	-.043**	-.095**	.005	1	
ROA	.007	.054**	.024	-.010	.015	-.048**	0.014	1

주1) 1 : ESG, 2 : 지배구조, 3 : 사회적 책임, 4 : 환경경영 : 기업지배구조원의 7단계등급, 5 : SIZE : 기업규모, 6 : LEV : 부채비율, 7 : RET : 주식수익률 8 : ROA : 자산수익률,

주2) 각각 \*\*, \*는 1%, 5% 수준에서 유의적임

<표 2>는 각 변수들간의 상관관계를 나타내고 있다. 한국기업지배구조원의 변수들의 그들간 대부분 유의적인 양(+)의 상관관계를 나타내고 있다. 통제변수인 SIZE와 LEV들도 대부분 다른 변수와 유의적인 양(+)의 상관관계를 나타내고 있다. 다만 LEV변수 중 지배구조 변수는 유의성을 보이지 않았다. 또한 주식수익률(RET) 변수는 변수들간의 유의성은 나타났으나 대부분 음(-)의 관계를 나타내었고, 이는 주가변수이기 때문에 단순히 경영활동의 결과만이 아닌 기업 자신의 변동성뿐만 아니라, 사회 전체의 변동성에 영향을 받기 때문으로 해석할 수 있다. 자산수익률(ROA) 변수는 지배구조변수와 LEV변수의 관계만 유의성을 나타내었다.

#### 4.2 실증분석 결과

<표 3>은 모형 1,2,3,4에서 종속변수에 대한 독립변수의 설명력을 나타내는 R값은 각각 0.052, 0.077, 0.084, 0.085로 다소 높지 않은 값을 나타내고 있다. 또한 분산 분석의 모형의 F값은 모형1에서는 5.715, 모형2는 6.141, 모형3은 5.909, 모형 4는 5.100으로 각각의 유의확률은 모두 0.00으로 각 모형은 모두 유의적인 모델이라고 볼 수 있다.

구체적으로 모형1에서 ESG는 -2.239로 음(-)의 방향으로 유의성이 확인되었고, 모형2는 ESG와 지배구조가 유의적이었다. 모형3은 ESG와 지배구조 그리고 사회적책임이 유의적으로 나타났다. 모형4에서는 ESG와 지배구조 그리고 사회적 책임에서 유의성을 나타내었다.

끝으로 위계적 회귀분석에서 검증할 수 있는 가장 중요한 요소인 상대적 영향력의 평가는 최종 모형인 모형4를 기준으로 하는데, 표준화 계수인 베타값의 절대치를 보고 판단한다는 점이다. 따라서 본 연구의 경우 베타값이 가장 큰 지배구조가 0.069가 가장 많은 영향을 미치고 그 다음으로 ESG가 0.063이고 마지막으로 사회가 0.059의 선으로 영향력을 미침을 알 수 있었다. 따라서 자산수익률에 영향을 미치는 변수 중 지배구조 변수가 1순위, ESG가 2순위 그리고 사회변수가 3순위 인 것으로 나타났다.

&lt;표 3&gt; ROA 분석 결과

	ROA							
	모형1		모형2		모형3		모형4	
	$\beta$	t-value	$\beta$	t-value	$\beta$	t-value	$\beta$	t-value
intercept		-1.009		-0.722		-0.213		-0.468
SIZE	0.021	1.058	0.012	0.576	0.000	-0.002	0.007	0.322
LEV	-0.050	-3.198***	-0.047	-3.058***	-0.047	-3.012***	-0.046	-2.982***
ESG	-0.005	-2.239**	-0.034	-2.551**	-0.076	-2.638***	-0.063	-2.001**
지배구조			0.067	3.659***	0.072	3.892***	0.069	3.707***
사회적 책임					0.060	2.226	0.059	2.205**
환경경영							-0.023	-1.026
$\Sigma YD$	포함		포함		포함		포함	
R	0.052		0.077		0.084		0.085	
Adj R <sup>2</sup>	0.02		0.05		0.06		0.06	
F	5.715***		6.141***		5.909***		5.100***	

주1) SIZE : 기업규모, LEV : 부채비율, ESG, 지배구조, 사회적책임, 환경경영 : 기업지배구조원의 7단계 등급, ROA : 자산수익률, RET : 주식수익률

주2) 각각 \*\*\*, \*\*, \*는 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임

<표 4>의 모형 1,2,3,4에서 R값은 각각 0.096, 0.116, 0.117, 0.118로 ROA보다 높은 값을 나타내었다. 또한 분산 분석의 모형의 F값은 모형1에서는 13.096, 모형2는 14.381, 모형3은 11.589, 모형 4는 9.666으로 각각의 유의확률은 모두 0.00으로 각 모형은 모두 유의적인 모델이라고 볼 수 있다.

모형1에서 ESG는 2.108으로 양(+)의 방향으로 유의성이 확인되었고, 모형 2는 ESG와 지배구조가 유의적이었다. 모형3은 ESG와 지배구조가 유의적으로 나타났다. 모형4에서는 ESG와 지배구조에서 유의성을 나타내었다.

끝으로 위계적 회귀분석에서 검증할 수 있는 가장 중요한 요소인 상대적 영향력은 모형 4를 기준으로 하는데, 표준화 계수인 베타값의 절대치가 가장 높은 지배구조가 0.078으로 가장 많은 영향을 미치고 그 다음으로 ESG가 0.065로 영향력을 미침을 알 수 있었다.

&lt;표 4&gt; RET 분석 결과

	RET							
	모형1		모형2		모형3		모형4	
	$\beta$	t-value	$\beta$	t-value	$\beta$	t-value	$\beta$	t-value
intercept		6.336		6.008		5.715		5.594
SIZE	-0.110	-5.419	-0.099	-4.848***	-0.095	-4.533***	-0.097	-4.387***
LEV	0.010	0.671	0.008	0.505	0.008	0.491	0.007	0.484
ESG	0.022	2.108**	0.056	2.577**	0.068	2.362**	0.065	2.047**
지배구조			-0.077	-4.252***	-0.079	-4.298***	-0.078	-4.215***
사회적 책임					-0.017	-0.653	-0.017	-0.647
환경경영							0.006	0.253
$\Sigma YD$	포함		포함		포함		포함	
R	0.096		0.116		0.117		0.118	
Adj R <sup>2</sup>	0.09		0.13		0.12		0.12	
F	13.096***		14.381***		11.589***		9.666***	

주1) SIZE : 기업규모, LEV : 부채비율, ESG, 지배구조, 사회, 환경 : 기업지배구조원의 7단계 등급, ROA : 자산수익률, RET : 주식수익률

주2) 각각 \*\*\*, \*\*, \*는 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임

## V. 결 론

본 연구는 기업의 사회적 책임이 비용의 지출로 인해 기업가치에 음(-)의 영향을 미치는지, 그리고 사회적 책임이 기업의 이미지 등을 상승시켜 기업가치에 양(+)의 효과를 나타내는지에 관한 상반되는 의견 등으로 인하여, 실제로 이러한 사회적 책임이 기업가치에 영향을 미치는 세부 요인을 살펴보는 것을 목적으로 하고 있다. 구체적으로는 기업에서 환경으로 인한 역할과 사회적 책임경영 그리고 지배구조 등이 기업가치에 어느 것이 더 효과적으로 영향을 주는지를 검증하고자 한다.

기업성과를 자산수익률과 추가수익률 두 가지로 나누어 분석한 결과는 다음과 같다. 첫째, 자산수익률을 종속변수로 한 결과 베타값이 가장 큰 지배구조가 0.069가 가장 많은

영향을 미치고 그 다음은 ESG가 0.063이고, 마지막으로 사회가 0.059의 순서대로 영향을 미치는 것으로 나타났다.

둘째, 주가수익률을 종속변수로 한 결과 베타값의 절대치가 가장 높은 지배구조가 0.078으로 가장 많은 영향을 미치고 그 다음으로 ESG가 0.065로 영향력을 미치는 것으로 나타났다.

본 연구는 기업지배구조원의 ESG자료를 이용하여 실제로 ESG의 환경경영과 사회책임경영 그리고 기업지배구조가 실제로 기업의 경영성과에 영향을 미치는 지를 연구하였다. 기존 선행연구와 본 연구의 차별점이라고 한다면 단순 ESG의 등급으로 성과를 분석하지 않고 실제로 어느 부분이 성과를 잘 반영하고 있는지, 위계적 회귀분석을 통하여 분석하였다는 점이다. 본 연구를 통해 실제 기업에서는 성과의 반영을 위해 어느 측면에 많은 노력을 기울여야 하는지 의사결정에 도움이 될 것으로 기대되어 진다.

반면에 후행연구에서는 좀 더 세밀한 산업구분과 특성 등을 고려한 기업을 세분화하여 연구하면 좀 더 정밀한 연구가 될 것으로 기대되어 진다.



## 참고문헌

## &lt;국내문헌&gt;

- 김병우, 김동욱. (2007). 패널자료분석법에 의한 기업지배구조와 기업가치간의 영향관계 분석. *금융공학연구*, 6(2), 223 - 247.
- 김예정, 김경례, 오영호. (2019). CSR활동이 기업가치에 미치는 영향 CSR연관성 조절효과. *대한경영학회지*, 32(3), 495 - 512.
- 박정환, 지상현. (2019). 사외이사의 겸임이 기업가치에 미치는 영향. *전산회계연구*, 17(1), 205 - 229.
- 박현성. (2011). 기업의 환경경영이 기업가치에 미치는 영향 분석. *환경경영연구*, 9(2), 61 - 88.
- 반혜정, 김석수. (2009). 기업의 사회적 책임과 기업능력에 따른 경쟁우위. *대한경영학회지*, 22(4), 2037 - 2058.
- 손평식. (2010). 기업지배구조와 기업가치와의 관계분석 - 기업지배구조지수를 이용 -. *산업경제연구*, 23(3), 1443 - 1465.
- 오상희. (2012). 회계투명성과 CSR이 재무적 성과와 기업가치에 미치는 영향. *경영과정보연구*, 31(3), 117 - 139.
- 이기훈, 최 선. (2004). 환경경영, 사회적 책임경영 그리고 지속가능성 경영. *환경경영연구*, 2(1), 61 - 79.
- 이혜진, 이진수. (2019). 기업의 환경적 책임 활동과 이익조정 의 관계에 관한 연구 : 재무성과의 조절적 역할. *윤리경영연구*, 19(1), 37 - 54.
- 조현우, 박법진. (2017). 기업의 사회적 책임과 회계성과에 대한 임원보수의 민감도. *회계정보연구*, 35(2), 89 - 13.
- 황성준. (2019). 기업의 사회적 책임 투자가 회계정보에 미치는 영향. *전산회계연구*, 17(1), 101 - 125.

## &lt;외국문헌&gt;

- Aupperle, K. E. (1984). An Empirical Measure of Corporate Social Orientation. *Research in Corporate Social Performance and Policy*, 6, 27 - 54.
- Cho, S.Y., Lee, C. (2019). Managerial Efficiency, Corporate Social Performance, and Corporate Financial Performance. *Journal of Business Ethics*, 158(2), 467 - 486.
- Fama, E. M. C. Jensen. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26, 310 - 325.

- Fama, E. (1980). Agency problem and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 88, 288 – 307.
- Gompers, P. A., J. L. Ishii, A. Metrick. (2003). Corporate Governance And Equity Prices, *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107 – 155.
- Jacobs, Brian W., Kraude, R., Narayanan, S. (2016). Operational Productivity, Corporate Social Performance, Financial Performance, and Risk in Manufacturing Firms. *Production & Operations Management*. 25(12), 2065 – 2085.
- Luffarelli, J., Markou, P., Gonçalves, D. (2019). The effect of corporate social performance on the financial performance of business – to – business and business – to – consumer firms. *Corporate Social Responsibility & Environmental Management*, 26(6), 333 – 1350.
- Pava, M. J. Krausz. (1996). The association Between Corporate Social Responsibility and Financial Performance : The Paradox of Social Cost. *Journal of Business Ethics*, 15(3), 321 – 357.
- Vance, S. C. (1975). Are Socially Responsible Corporate good Investment Risks? *Management Review*, 64, 18 – 24.
- Waddcok, S. S. B. Graves. (1997). The Corporate Social Performance – Financial Performance Link. *Strategic Management Journal*, 18, 303 – 319
- Yermeck, D. (1996). Higher Market Value of Companies with a Small Board of Director. *Journal of Financial Economics*, 40, 185 – 211.

“본 논문은 학회윤리규정을 준수하였으며 논문에 대한 판권을 학회에 위임합니다.”

〈Abstract〉

## A Study on the Relationship between ESG Evaluation Factors and Corporate Value

Oh, Sang – Hui\* · Lee, Seung – Tae\*\*

The purpose of this study is to examine the detailed factors of social responsibility affecting corporate value. Specifically, this paper examines which influences corporate value more effectively out of the three evaluation factors such as role of the environment, socially responsible management, and governance. The sample was collected from listed companies from the years 2011 to 2018.

The results of analysis of corporate performance in terms of asset return and stock return are as follows.

First, as a result of hierarchical regression analysis using asset return as a dependent variable, it was found that governance was the most influential factor, followed by ESG, and social responsibility.

Second, as a result of the hierarchical regression analysis using the share price return as a dependent variable, the governance structure had the most influence, followed by ESG. Both variables of corporate performance were found to have significant influence on governance and ESG.

The difference of this study is that the results were analyzed by hierarchical regression. It is expected that this study will shed light on the process of decision-making with regard to which aspects should be put into emphasis in actual evaluation of corporate values. However, due to the lack of sufficient sample, the failure to distinguish and analyze the industrial characteristics of the company remains an issue to be addressed in future studies.

**Key words** : CSR, governance, environmental responsibility, corporate value

\* Assistant Professor, Department of Accounting and Taxation, Silla University, First Author, e-mail : ohsh@silla.ac.kr

\*\* Assistant Professor, Department of Management, Dong A University, Corresponding Author, e-mail : stlee@dau.ac.kr