

## ESG가 주식 및 펀드성과에 미치는 영향에 관한 연구\*

정연승\*\*

연세대학교 일반대학원 경영학과 박사과정 졸업

김창수\*\*\*

연세대학교 경영학부 교수

### 요 약

[연구목적] 기업재무 관점에서 ESG와 관련한 다양한 연구가 발표되고 있으나, 투자자 관점의 연구는 상대적으로 부족한 실정이다. 이에 본 연구는 ESG가 주식 및 펀드시장에 미치는 영향을 실증분석하여 시사점을 제공하였다.

[연구방법] 선행연구 분석을 통해 ESG 투자가 국내 주식 및 펀드시장에 미치는 영향을 검토하는 4개의 가설을 도출하였다. Dataguide와 Refinitiv를 통해 자료를 수집하였으며, 패널 회귀분석과 이중차분법(Difference-in-Difference)을 통해 가설을 검증하였다.

[연구결과] ESG 투자는 규모가 큰 기업을 중심으로 이루어짐을 확인할 수 있으며, 신용등급·외국인 지분율이 ESG 지표보다 주가변동률과 주가수익률에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 한국ESG기준원 평가결과에는 신용등급·외부감사가 유의한 양(+)의 영향을, 한국거래소 ESG 평가지수 편입여부에는 주식성과와 외국인 지분율이 영향을 미치는 것으로 나타났다. 펀드시장 분석 결과, ESG는 펀드성과에 유의한 양(+)의 영향을 미침을 확인할 수 있었다. 그러나 펀드매니저의 교체가 펀드성과에 미치는 효과는 유의하지 않으며, 주가하락기에 펀드매니저의 교체는 ESG 투자에 음(-)의 영향을 미친다. 이는 펀드회사들이 ESG 투자보다 펀드성과를 보다 중시하는 것으로 해석할 수 있다.

[연구의 시사점] 주식시장에서 ESG 지표는 다른 투자지표보다 유의성이 낮으나, 펀드시장에서는 유의한 양(+)을 영향을 미치는 만큼 ESG 투자의 한계와 가능성을 동시에 확인할 수 있다. 본 연구를 통해 도출된 시사점을 종합하여, 투자자의 니즈를 부합하는 방향으로 ESG 경영이 확대되어야 함을 제안한다.

### 주제어

ESG, 투자성과, 펀드매니저, 한국ESG기준원, Refinitiv

### 논문접수일

2023년 12월 10일

### 최종수정일

2023년 12월 13일

### 게재확정일

2023년 12월 13일

\* 본 연구는 제1저자의 박사학위 논문을 바탕으로 일부 수정·보완을 거쳐 작성한 논문임.

\*\* 제1저자, E-mail: happyme04@yonsei.ac.kr

\*\*\* 교신저자, E-mail: kimgc@yonsei.ac.kr

본 연구는 한국연구재단과 한국경영교육학회에서 정한 연구윤리규정을 준수함.

## I. 서론

ESG가 우리나라는 물론, 전 세계적 비즈니스의 화두로 떠오르고 있다. 과거부터 논의된 ESG가 다시 주목받는 것은, 세계적 금융기관들이 환경과 사회문제에 제대로 대응하지 못하는 기업에 투자하지 않겠다는 선언에서 시작되었다. 이들은 환경·사회·지배구조의 경영실적을 공개하지 않으면 투자금을 회수할 수도 있음을 언급하며, ESG 공시를 촉구하기도 하였다. 이에 기업은 물론 금융기관·컨설팅·정부기관 모두가 각자의 관점에서, 세계적인 흐름인 ESG 요소를 반영하기 위해 노력하고 있다. 일각에서는 ESG 정책 도입은 시기상조이며 부작용에 대해 우려하고 있으나, ESG는 지속가능경영을 대표하는 자본주의의 한 축으로 자리매김하고 있다.

이렇게 ESG 개념이 부상함에 따라 ESG 투자의 중요성도 높아지고 있다. ESG 투자는 최근 기업의 주요 화두이지만, 그 개념은 책임투자과 지속가능투자라는 이름으로 예전부터 정립되어 이어지고 있었다. 자본시장에서 오래 사용된 책임투자과 지속가능투자 대신 ESG 투자라는 새로운 용어가 등장한 이유는, 세 가지 이슈(환경·사회·지배구조)를 명확하고 직관적으로 표현함과 동시에 재무적 이익도 놓치지 않겠다는 시대의 흐름이 반영되었기 때문으로 볼 수 있다.

ESG 투자와 관련한 사회적 공감대가 확산되고 정책이 지속적으로 강화됨에 따라, 투자자의 결정에서 ESG가 차지하는 비중은 더욱 증가하고 있다. ESG와 같은 비재무정보 공시에 대한 사회적 요구가 지속적으로 증가하고 있으며, 이러한 요구는 공시제도 확대와 기업의 공시 노력으로 이어지고 있다. ESG 활동이 기업의 재무성과에 양(+)의 영향을 미친다는 개념도 정립되어 가고 있다. ESG와 관련한 열기 및 관심의 증가는 기존 ESG 평가기관과 차별성을 강조하는 새로운 평가기관의 등장과, 다양한 ESG 지표의 개발로 이어지고 있다.

이러한 ESG 지표를 활용하여 ESG 효과성을 실증분석하는 연구도 활발히 진행 중이다. 변영조와 우승한(2022)은 2011년 2편에 불과하였던 국내 ESG 연구가 2021년 한해에만 180여 편이 출판되었음을 확인하였다. 또한 90% 이상의 연구에서 ESG와 재무성과 간의 양의 상관성을 주장하고 있음을 확인하였다. 선행연구는 ESG 투자와 기업 재무성과 간 양(+)의 상관성 입증에 집중되어 있다(이연지와 신정순, 2021; Huang et al., 2020; Wen et al., 2022). 그러나 ESG 경영이 사회니즈를 만족하는 방향으로 확산되기 위해서는, Tobin Q, ROA와 같은 기업성과 보다, 주가변동성과 주가수익률과 같은 주식성과에 미치는 영향을 연구하는 실증분석이 진행되어야 할 것이다.

대중이 ESG를 쉽게 인식하고 사회 전반으로 확대되기 위해서는 ESG와 관련한 유용한 투자지표가 제공되어, 명확하고 통일된 투자 판단기준으로 활용되어야 한다. 그러나 ESG를 평가하는 평가기관이 난립하고 있는 가운데, 광범위한 정보들이 통일된 기준없이 공개되고 있어 공정성과 신뢰성에 문제가 제기되고 있다. ESG 정보공개와 평가의 역사도 길지 않아, 공인된 범용지표를 정립하기도 어렵다. ESG 평가기관별로 ESG를 등급화하는 방법도 상이하여 상호 비교도 어려운 실정이다. ESG 지표는 투자 판단의 고려 요소로 활용되기 어려운 한계를 내포하고 있는 것이다.

따라서 ESG 지표가 투자 의사 결정에 활용되기 위해서는 다음과 같은 실증분석이 선행되어야 할 것이다. 첫 번째로는, ESG 지표 간 특성 분석이다. ESG는 비재무정보라는 특성 상 통일성을 갖추기 어려워, 평가기관별로 결과가 상이할 수 밖에 없다. 따라서 각 기관에서 발표하는 ESG 평가결과의 특성을 상호 비교하고, 어떤 지표가 주식성가를 가장 잘 설명하는지 실증분석할 필요가 있다. 두 번째로는 ESG 이외에도 활용되는 다른 투자지표와의 비교가 필요하다. 실례로 신용평가등급은 투자 회수 가능성 판단 등 투자위험을 최소화하기 위해 많이 활용된다. 이같은 투자지표와 ESG 지표 간 효과성을 비교·분석하면, ESG가 투자지표로써 가지는 가능성과 한계를 동시에 파악할 수 있게 된다. 마지막으로 ESG 열풍으로 확대된 ESG 펀드에 대한 검토가 필요하다. 일반 투자자들이 ESG 투자에 접근하는 가장 현실적인 방법은 ESG 관련 펀드에 투자하는 것이다. 따라서 ESG와 관련한 사회적 공감대 형성과 대중적 확산을 위해, 펀드시장에서 ESG 투자의 효과성을 입증하는 것이 무엇보다 중요하다고 할 수 있다.

그러나 다수의 선행연구는 단일 ESG 지표를 분석한 경우가 대부분으로, ESG 평가지표 간, 혹은 다른 투자지표와 직접적으로 비교·분석한 선행연구는 찾아보기 어려운 실정이다. 펀드시장에서 ESG 투자의 효과성을 실증분석한 선행연구도 역시 부족하며, ESG는 기업재무에 양(+)의 영향을 미친다는 기업 중심의 담론만이 반복되고 있는 실정이다.

이에 본 연구는 기존 선행연구의 의의와 한계점을 분석하여 투자 관점에서의 ESG 효과성을 실증분석하였다. 첫 번째로, 주식시장에서 ESG 투자의 효과성을 실증분석하였다. 대부분의 선행연구와 달리 ESG 투자와 관련한 다양한 변수를 동시에 활용하여, 어떤 지표가 주식성가를 가장 잘 설명하는지를 실증하였다. 다양한 ESG 지표가 국내 상장회사 주가수익률과 주가변동성에 미치는 영향을 비교·분석하여 공통점과 차이점을 규명하고, ESG 지표와 신용등급 등 다른 투자지표와의 직접적 비교를 통해 ESG가 투자지표로써 가지는 의의를 확인하였다. 두 번째로, 펀드시장에서 ESG 투자의 효과성을 실증분석하였다. 소수의 금융상품을 취사선택한 기존 펀드연구와는 달리, 연구대상을 국내 액티브 펀드시장의 모든 상품으로 확대하여 ESG 투자와 펀드매니저의 교체가 펀드성가에 미치는 영향을 검증하였다. 국내 연구 중 최초로 ESG 펀드 점수와 펀드매니저의 교체여부를 활용하여, ESG 투자가 펀드성가에 미치는 영향을 실증하였다. 특히 본 연구는 김현수와 정병욱(2017), 주효근과 박영규(2019)에 이어 세 번째로 펀드매니저 교체가 펀드시장에 미치는 영향을 분석하였으며, 나아가 국내 펀드시장의 ESG 투자에 미치는 영향까지 검증한 최초의 연구라고 할 수 있다. 본 연구는 ESG 투자의 이론적, 실무적 시사점을 제공할 뿐만 아니라 대중의 니즈에 부합하는 ESG 경영의 확대방향을 제시할 수 있다는 점에서 의의가 있다.

본 연구는 다음과 같이 구성된다. 제 I 장의 서론에 이어, 제 II 장에서는 선행연구를 검토하고 연구가설을 도출한다. 제 III 장에서는 가설 검증을 위한 데이터 수집방법과 연구모형을 제시한다. 제 IV 장에서는 실증분석을 진행하고, 제 V 장의 결론에서는 본 연구결과에 따른 시사점 도출과 국내 ESG 투자의 바람직한 발전 방향에 대해 제언한다.

## II. 문헌연구 및 가설설정

ESG 투자는 “사회적 가치를 높이면서 시장수익률 이상의 재무적 수익 창출”의 일거양득을 모티브로 하고 있다. 따라서 ESG 투자가 주식시장과 펀드시장에 미치는 효과성이 명확히 규명되어야 ESG 투자 규모가 지속적으로 확대될 수 있을 것이다. 이에 본 연구는 다양한 기관에서 발표중인 ESG 지표들의 특성을 비교·분석하고, ESG 투자가 국내 펀드시장에서 미치는 효과성을 확인한다. 본 장에서는 투자지표로서의 ESG 지표 및 지수의 특성을 검토하고, 국내 펀드성과과 관련한 선행연구를 확인하여 연구가설을 제시한다.

### 2.1 ESG 투자에 관한 연구

#### 2.1.1 ESG 연구 대상 검토

본 연구는 ESG 효과를 계량적으로 분석한 2022년까지의 선행연구를 검색·수집하여, 연구모델에 주로 활용된 변수를 확인하였다. 종속변수의 경우 대부분의 연구에서는 기업의 재무성과로 볼 수 있는 Tobin Q와 ROA를 활용하였다. 종속변수가 Tobin Q인 경우는 43건, ROA인 경우는 24건으로 주가변동성 3건 및 주가수익률 12건에 비해 높은 빈도로 활용되고 있음을 확인할 수 있다(나영과 임옥빈, 2011; 임종옥, 2016; 신찬휴와 김정교, 2017; 여은정, 2017; 오상희와 이승태, 2019; 원상희와 송헌재, 2020; 김광민과 이현상, 2021; 양진수 등, 2022; Alareeni and Hamdan, 2020; Grisales and Caracuel, 2021; Aydoğmuş et al., 2022). ESG 활동을 측정하는 국내 설명변수로, 대부분의 선행연구는 한국ESG기준원(KCGS)의 평가등급을 활용하고 있다. 국내 주요 ESG 지표 중 한국ESG기준원의 지표를 활용하는 경우는 54건으로, 경제정의지수(KEJI) 17건, 서스틴베스트 4건과 지속가능발전소 2건에 비해 빈도가 매우 높은 편이다(신민식 등, 2011; 박영규 등, 2017; 강원과 정무권, 2020; 정무권과 강원, 2020; 김리아 등, 2022; 조은영, 2022).

이렇게 대부분의 ESG 관련 선행 연구는 한국ESG기준원(KCGS)의 평가등급이 기업의 재무성과에 미치는 영향을 확인하는 방향으로 진행되었다. 다시 말하면 ESG와 관련한 다양한 투자지표를 활용하여 주식성과에 미치는 영향을 비교·분석하는, 투자관점의 연구는 다소 부족한 실정이라고 할 수 있다. 그러나 ESG 개념이 대중에게 확산되기 위해서는, ESG가 기업재무에 미치는 영향보다는 주식성과의 효과성을 규명하는 것이 중요하다. 이를 위해서는 다수의 ESG 평가지표의 특성을 비교·분석하고 가장 적절한 ESG 지표를 제시할 수 있어야 한다.

박재현 등(2022)은 국내 ESG 연구들에서 주로 활용된 ESG 지표는 한국ESG기준원(KCGS)의 평가등급과 한국거래소(KRX)의 ESG 지수, 경실련의 경제정의지수(KEJI)인 것으로 확인하였다. 해당 지표들은 다른 ESG 평가결과에 비해 접근성이 높기 때문에, 다수의 선행연구에서 활용되는 것으로 보인다. ESG 연구에서 주로 활용되는 지표는 <표 1>과 같이 정리할 수 있다.

〈표 1〉 국내 주요 ESG 관련 변수

변수명(표기)	주기	주요특징
KCGS 종합등급 (T)	1년	한국ESG 기준원의 E/S/G 등급을 종합하여 통합 등급 결정
KCGS 환경등급 (E)		환경경영, 기후변화 등을 고려하여 등급 결정(글로벌시장 관점 반영)
KCGS 사회등급 (S)		노동관행, 안전보건, 인권 등을 고려하여 등급 결정(ISO26000 연계)
KCGS 지배구조등급 (G)		이사회리더십, 주주권보호, 감사 등을 고려하여 등급 결정
경제정의지수 (KEJI)		건전성, 공정성, 사회공헌, 환경경영 등을 종합하여 점수 산정(100점 만점)
ECO 리더 100 (E100)	2초	한국ESG기준원 E등급과 유동성을 고려하여 100개 종목 선정
ESG 리더 150 (L150)		한국ESG기준원 종합등급과 유동성을 고려하여 150개 종목 선정
사회책임경영지수 (SI30)		한국ESG기준원 S등급과 유동성을 고려하여 130개 종목 선정
거버넌스 리더 100 (G100)		한국ESG기준원 G등급과 유동성을 고려하여 100개 종목 선정
탄소효율그린뉴딜 (CAR)		탄소배출량과 유동성을 고려하여 종목 선정 및 가중치 결정
코스피 200 ESG (K200)		코스피 200 종목 중 한국ESG기준원 등급을 고려하여 종목 선정

한국ESG기준원은 2011년부터 국제기준과 국내 법제환경을 반영하는 ESG 평가를 시행하여, 그 결과를 매년 발표하고 있다. 한국ESG기준원의 ESG 평가결과는 한국거래소 ESG 테마지수 5종(ECO 리더 100 · ESG 리더 150 · 사회책임경영지수 · 거버넌스 리더 100 · 코스피 200 ESG)의 종목구성에 활용된다. 이 지수들은 투자성과를 중시하는 상품성 지수로, 투자성과를 실시간으로 반영(산출주기 2초)하여 투자자들에게 정보를 제공한다. 경제정의지수는 기업의 건전성 · 공정성 등을 평가하여 점수를 산정하는데, 평가항목과 배점이 모두 공개되며 정량평가 중심으로 운영된다. 부채비율 등 기업 재무성과도 평가에 활용하고 있으며, 다수의 평가기준이 비공개로 운영되고, 피드백 · 조정 과정이 있는 한국ESG기준원의 평가와 다소 차이를 보인다.

### 2.1.2 투자지표로써 ESG 특성 검토

ESG 지표가 투자 의사결정에 활용되기 위해서는 주식성과에 미치는 영향이 신용등급 등 다른 투자 지표보다 높아야 한다. 만일 ESG 지표가 주식성과에 미치는 영향과 유의성이 다른 투자지표보다 높다면, ESG 지표의 효용성이 보다 강화될 수 있다. 반면 다른 변수에 비해 주식성과에 미치는 영향이 적다면, ESG 투자의 정당성과 지표설계 방향에 대한 재검토가 필요할 것이다. 정연승(2023)은 2022년까지의 ESG 관련 연구를 분석, 가장 많이 활용되는 주요변수는 신용등급(15회), 외부감사(20회), 외국인 지분율(47회)인 것을 확인하였다. 신용등급 · 외부감사 · 외국인 지분율은 기업의 재무성과를 예측하는 지표로 다수의 연구에서 활용되었던 만큼, ESG와 관련한 연구에서도 이같은 특성에 주목하여 신용등급 · 외부감사 · 외국인 지분율을 활용하는 것으로 보인다. 또한 통제변수로는 자산규모가 가장 많이 활용됨을 확인하였다.

주요 변수들과 관련한 선행연구들을 살펴보면 다음과 같다. 신용등급과 관련된 대부분의 선행 연구는 신용등급과 ESG의 양(+)의 상관성에 집중하였다(김광민과 이현상, 2021). 외부감사도 신

용등급과 마찬가지로, 대부분의 경우 ESG와 양(+)의 관련성을 실증하였다(김진섭, 2019; 최승로, 2022). 이를 통해 신용등급·외부감사 변수가 ESG를 설명하는 중요한 변수임을 강조하고 있다. 외국인 지분율 관련 선행연구도 ESG와의 양(+)의 관련성을 입증하는 경우가 다수임을 확인할 수 있다. 자산규모와 관련한 대부분의 선행연구는 자원을 많이 보유할수록 기업의 ESG 활동수준이 높아진다는 여유자원이론을 주장하고 있다(김범석과 민재형, 2016; Drempetic et al., 2020). 여유자원이론은 규모가 큰 기업이 많은 자원을 활용하여 ESG 수준이 높인다는 이론으로, 대부분의 선행연구는 자산규모가 ESG 지표에 양(+)의 영향을 미침을 실증하였다.

심층 분석을 위해, ① 한국ESG기준원의 평가결과, ② 신용등급, ③ Big 4 회계법인 선임 유무로 국내 상장사를 구분하는 T-Test를 시행하였다. 분석 결과는 <표 2>와 같으며, ESG 평가결과가 있는 집단의 주요변수 평균은 신용등급이 있거나, Big 4 회계법인을 선임한 집단의 경우와 유사하다. 또한 자산평균의 차이가 가장 유의성이 크게 나타나는 것을 확인할 수 있다. ESG 평가·신용등급 보유·Big 4 회계법인 선임은 대기업을 중심으로 이루어짐을 확인할 수 있다.

〈표 2〉 ESG·신용등급 및 Big 4 회계법인 선임유무에 따른 T-Test 결과<sup>1)</sup>

(1)은 한국ESG기준원의 ESG 평가를 받은 경우, (2)는 평가를 받지 않은 경우, (3)은 신용등급을 보유한 경우, (4)는 신용등급을 보유하지 않은 경우, (5)는 Big 4 회계법인을 선임한 경우, (6)은 Big 4 회계법인을 선임하지 않은 경우이다. 괄호안의 값은 t 값으로 \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

변수	(1) ESG >0	(2) ESG =0	(1)-(2) Difference (T-stat)	(3) Credit >0	(4) Credit =0	(3)-(4) Difference (T-stat)	(5) Audit =1	(6) Audit =0	(5)-(6) Difference (T-stat)
Volatility	0.03	0.03	0.00*** (-32.79)	0.03	0.03	0.00*** (-17.92)	0.03	0.03	0.00*** (-29.33)
Return	8.72	14.15	-5.43*** (-5.43)	5.44	13.33	-7.89*** (-5.79)	10.67	13.41	-2.74*** (-2.80)
ESG	5.09	N/A	-	6.01	4.71	1.30*** (33.24)	5.61	4.31	1.30*** (35.14)
Credit	16.47	13.13	3.34*** (22.00)	15.53	N/A	-	16.77	11.49	5.28*** (35.27)
Audit	0.61	0.37	0.24*** (35.14)	0.77	0.40	0.37*** (40.28)	1	N/A	-
FOR	10.17	4.77	5.40*** (35.80)	12.72	5.65	7.07*** (34.36)	9.45	4.31	5.14*** (35.69)
LEV	1.25	0.95	0.30** (2.27)	1.77	0.94	0.83*** (4.48)	1.23	0.97	0.26*** (2.83)
Asset	13.31	11.42	1.89*** (107.37)	14.28	11.67	2.61*** (107.33)	12.79	11.70	1.09*** (57.99)
Age	5.98	5.25	0.73*** (66.65)	5.82	5.41	0.41*** (24.90)	5.60	5.62	-0.02 (-1.39)
N	7,832	14,975		3,228	19,579		10,362	12,445	

1) 연구기간은 2011~2022년, 연구범위는 국내 상장사로 한다. 변수 정의는 3.2의 실증분석 모형과 동일하다.

ESG 관련 선행연구를 종합하면 다음과 같다. 첫 번째로, 국내 선행연구 대부분은 투자자 관점의 분석이 상대적으로 적은 편이다. 두 번째로, ESG 지표 중 단일변수만을 활용하는 경우가 많으며 변수간 특성을 비교·분석한 연구는 부족한 편이다. 마지막으로, 투자지표의 유용성 측면에서 ESG 활동과 신용등급·외국인 지분율 등 다른 투자지표와 직접 비교하여 결과를 도출한 연구를 찾아보기 어렵다. 따라서 본 연구는 주식성과인 주가변동성 및 주가수익률을 종속변수로 하고, 신용평가·외부감사·외국인 지분율을 모두 포함하는 연구모델을 설정, ESG 등급이 주식성과에 미치는 영향을 직접적으로 비교한다. 이러한 실증분석 결과를 종합하면, ESG 평가결과가 투자지표로서 갖는 의의와 영향력을 확인할 수 있다.

본 연구는 박재현(2022)의 연구결과를 반영, ESG 지표 중 접근성이 높고 많이 활용되는 ① 한국ESG기준원의 ESG 평가등급, ② 경제정의실천시민연합의 경제정의지수, ③ 한국거래소의 ESG 지수의 편입여부(더미변수)를 연구대상으로 한다. 접근성과 활용성이 높은 지표를 비교·분석해야 현실에서 적용가능한 시사점을 도출할 수 있기 때문이다. ESG 평가결과 및 지수 편입여부에 따라 종속변수에 유의한 영향을 미친다는 가설 1을 설정하고, 검증을 시행하였다.

**가설 1: ESG 지표는 기업의 주식성과에 유의한 영향을 미친다.**

두 번째로 주식성과 및 기타 투자지표가 ESG 지표에 미치는 영향을 검토해 볼 수 있다. ESG 지표가 주식성과에 영향을 미칠 수 있으나, 이러한 연관성은 ESG 지표와 투자요소 간 순환성에 의한 것으로 해석할 수도 있다. 본 연구에서는 주식성과 및 기타 투자지표가 ESG 평가결과 및 평가지수 편입여부에 유의한 영향을 미친다는 가설 2를 설정하여 검증을 시행하였다.

**가설 2: 기업의 주식성과는 ESG 지표에 유의한 영향을 미칠 것이다.**

## 2.2 펀드시장에 관한 연구

### 2.2.1 ESG 투자가 펀드성과에 미치는 영향

ESG 투자의 중요성이 강조되고는 있으나, 대중들이 기업의 ESG 등급만을 가지고 투자하는 것은 현실적으로 불가능하다. 따라서 ESG 등급이 우수한 기업을 모아놓은 펀드에 투자하는 것이 가장 현실적인 방법이라고 할 수 있다. 하지만 한국거래소의 ESG 지수에 기반한 금융상품은 10여개에 불과하며, 이 상품들도 ESG 투자에 충실하다고 보기 어려운 실정이다. 김창수(2019)는 현재 ESG 지수들은 대형주를 우선하는 구조로 운영됨을 확인하였으며, 박혜진(2020)은 ESG 상품과 일반 투자상품과의 자산구성에 차이점이 없음을 문제점으로 지적하였다.

국내 펀드의 ESG 수준을 확인할 수 없다는 것도 큰 문제점이다. 펀드상품이 ESG를 충실히 반영하는지 확인하기 위해서는 펀드별 ESG 점수가 계산되어 제공되어야 한다. Refinitiv, MSCI 등

세계적 평가기관은 전 세계 펀드의 ESG 점수를 산출<sup>2)</sup>하여 제공하고 있으며, 이와 관련한 다수의 연구를 확인할 수 있다(Steen et al., 2020; Bofinger et al., 2021). 그러나 국내에서 펀드상품의 ESG 점수를 산출하여 제공하는 평가기관은 찾아보기 어렵다. 펀드시장에서 ESG 기준과 원칙을 적용하는 상품을 홍보하고는 있으나, 대중이 이를 확인하기는 어려운 실정이다.

이같은 문제로 ESG 투자가 국내 펀드성과에 미치는 영향을 실증분석한 선행연구는 많지 않은 편이다. 이상원(2020)은 ESG ETF 투자로 초과성과를 얻기는 어려움을 입증하였다. 위경우 등(2020)은 사회책임투자 펀드성과가 일반펀드와 차이가 없음을 확인하였다. 김희은과 심명화(2022)는 ESG 펀드가 일반 펀드와 비슷하나, ESG 수준이 유의하게 높음을 확인하였다. 임병진과 이동준(2023)은 ESG 지수가 주식형·채권형 펀드설정액 모두에 양(+)의 영향을 미침을 확인하였다. 다만 선행연구 대부분은 펀드의 ESG 점수를 활용하지 못하여, ESG 투자의 효과성 보다는 ESG 펀드와 일반펀드의 차이점 규명에 머물렀다는 한계를 지닌다.

### 2.2.2 펀드매니저 교체가 펀드 성과에 미치는 영향

개인투자자 및 기관투자자를 대신하여 자산관리와 투자운용을 수행하는 금융전문가를 펀드매니저라 한다. 펀드매니저는 수익 창출을 위해 자산배분, 종목변경 등 운용재량권을 가지고 있어, 펀드의 성과에 큰 영향을 미친다. 따라서 펀드매니저는 고객의 자산을 운용하여 펀드의 수익을 높여야 하기 때문에, 높은 전문지식은 물론 경제흐름과 산업에 대한 분석 역량이 필요하다.

펀드매니저가 펀드 운용에 중요한 영향을 미치는 만큼, 특히 펀드매니저의 교체가 펀드에 미치는 영향을 실증분석하는 것은 펀드시장 분석에서 매우 중요한 주제이다. 따라서 펀드매니저 교체와 펀드 성과 간 상관성 분석과 관련한 다수의 해외 연구가 존재한다(Morck et al., 1989; Chevalier and Ellison, 1999; Khorana, 2001; Hui and Yuan, 2012). 대체적으로 성과가 저조한 펀드매니저 교체는 수익률 개선으로, 성과가 높은 펀드매니저 교체는 수익률 악화로 이어짐을 확인하여, 다수의 연구는 펀드매니저 교체의 맥락이 중요함을 강조하였다.

그러나 펀드매니저가 펀드성과에 미치는 영향을 분석한 국내 실증연구는 많지 않은 편이다(김원세 등, 2016; 박영규와 배종원, 2019). 연구대상도 소수의 금융상품에 한정되는 만큼 결론을 일반화하기 어려운 한계를 지닌다. 특히 펀드매니저의 교체와 관련한 국내의 실증연구는 2건에 불과하다. 김현수와 정병욱(2017)은 펀드매니저의 타사 이직은 펀드 수익률의 하락으로 이어짐을 확인하였으며, 주효근과 박영규(2019)는 펀드매니저를 교체한 경우 수익률이 낮았던 펀드의 성과는 개선되나, 수익률이 높았던 펀드의 성과는 낮아지는 것을 확인하였다. 해외 연구와 마찬가지로 펀드매니저 교체 자체보다 맥락의 중요성을 확인하였다.

ESG투자와 펀드매니저가 펀드성과에 미치는 영향을 실증분석한 국내 선행연구의 한계점은

2) 투자 자산의 ESG 점수를 보유비중별로 가중평균한다. 
$$\text{Fund ESG Score} = \sum_{i=1}^n w_i \times \text{Company ESG Score}_i$$



두가지로 요약·정리할 수 있다. 첫 번째로는 펀드의 ESG 점수를 활용하지 못하였다는 것이다. 두 번째는 데이터 접근의 어려움으로 연구대상이 소수의 금융상품으로 크게 제한된다는 것이다. 결국 연구주제의 중요성에도 불구하고 관련 데이터 확보가 어려워 ESG 투자가 펀드시장에 미치는 영향을 확인하기 어렵다는 결론을 얻을 수 있다.

따라서 본 연구에서는 Refinitiv의 Fund Screener 데이터를 활용, ESG 투자가 펀드성과에 미치는 영향을 실증 분석하고 시사점을 도출한다. 국내 자료로는 금융상품의 ESG 점수를 확인할 수 없기 때문에 Refinitiv에서 공시하는 펀드의 ESG 점수를 활용하여, ESG 투자가 펀드성과에 미치는 영향을 실증분석 하였다. 정연승과 김창수(2023)는 Refinitiv의 연도별 ESG 통합점수와 한국 ESG기준원의 연도별 ESG 종합등급 간 상관관계가 높은 편(0.4~0.7)임을 확인하였다. 따라서 Refinitiv의 ESG 점수를 국내 펀드의 ESG 점수로 대응하는 것이 가능하다고 판단된다.

Refinitiv의 데이터를 활용하면 연구범위를 모든 액티브펀드로 확대할 수 있다는 장점이 있으며, 금융투자협회 공시자료와 결합하여 펀드매니저 교체여부를 연구모형에 적용할 수 있다. 본 연구에서는 측정시점 3개월 전 펀드매니저의 교체여부를 처치변수로 하고, 추가하락기를 시점변수로 하는 이중차분법을 적용하여 펀드매니저 교체가 ESG 투자와 펀드성과에 미치는 영향을 확인한다. 펀드매니저의 교체가 펀드성과와 펀드의 ESG 투자에 미치는 영향을 동시에 확인하면 펀드시장에서 ESG 투자의 현황과 확대 가능성을 보다 정확하게 확인할 수 있게 된다.

본 절에서 언급된, 국내 펀드의 효과성 분석과 관련한 다수의 선행연구에서는 펀드의 순자산총액(Total Net Asset, TNA)과 연령(Fund age)을 통제변수로 주로 활용함을 확인할 수 있다. 본 연구에서도 펀드의 순자산총액과 연령을 통제변수로 하였다. 여기에 펀드매니저의 능력을 측정하는 정보비율(추적 오차로 초과수익률을 나눈 값)을 변수로 추가하였다. ESG 투자와 펀드매니저 교체가 펀드성과에 유의한 영향을 미친다는 가설 3을 설정하여 실증분석을 진행하였다.

**가설 3: 펀드의 ESG 점수와 펀드매니저 교체는 펀드성과에 유의한 영향을 미칠 것이다.**

또한 펀드성과와 펀드매니저 교체가 ESG 투자에 영향을 미치는 역의 인과성도 확인할 필요가 있다. ESG 투자가 펀드성과에 영향을 미칠 수 있으나, 펀드성과가 다시 ESG 투자에 영향을 미칠 수 있는 순환이 발생할 수 있다. 펀드매니저의 교체도 ESG 투자에 영향을 미칠 수 있다. 따라서 펀드성과와 펀드매니저 교체가 ESG 투자에 유의한 영향을 미칠 것이라는 가설 4를 설정하여 실증분석을 진행하였다. 가설 4의 실증분석 결과를 가설 3의 경우와 비교하면 국내 펀드시장에서 ESG 투자의 확대를 위해 보다 종합적이고 실질적인 시사점을 도출할 수 있다.

**가설 4: 펀드성과와 펀드매니저 교체는 ESG 점수에 유의한 영향을 미칠 것이다.**

### III. 연구방법

#### 3.1 데이터 수집

본 연구에서는 가설 1과 2의 실증분석을 위해 <표 1>의 한국 ESG 평가결과(4개)와 경제정의 지수(1개), 한국거래소의 ESG 지수(6개)를 활용하였다. ESG 점수 및 지수의 편입 여부는 한국거래소의 정보데이터시스템에서 확인하였다. 주식성과와 주요변수 데이터는 DataGuide에서 추출하였으며 연구대상은 코스피와 코스닥에 상장된 모든 기업으로 한다. 연구기간은 한국ESG기준원의 평가결과 확보가 가능한 2011년부터 2022년까지로 한다.

가설 3과 4의 검증을 위해 사용된 펀드의 ESG 평가결과와 펀드성과 정보는 Refinitiv의 Fund Screener에서 추출하였으며, 펀드매니저 교체는 금융투자협회의 정보공시시스템에서 확인하였다. Refinitiv의 Fund Screener는 조회 당일의 데이터만 추출할 수 있으며, 이에 연구기간은 2022년 4월부터 2023년 3월까지로 한정되었다. 데이터 수집은 연구기간 중 4차례(2022년 4월, 9월, 12월 및 2023년 3월)에 걸쳐 이루어졌다. Refinitiv에서 데이터 추출이 가능한 액티브펀드는 6,800여개이며, 이 중 ESG 점수를 확인할 수 있는 300여개의 펀드를 분석 대상으로 한다.

#### 3.2 실증분석 모형

가설 1의 검증을 위해 ESG 지표, 신용등급 등 기타 투자지표가 주식성과에 미치는 영향을 확인하는 패널 회귀분석 식 (1)을 사용한다. ESG 평가와 신용등급 등은 매년마다 공표되므로 독립변수와 종속변수 간의 간격(Time Lag)은 1년으로 한다. 종속변수는 주가변동성과 주가수익률로 하며, 다수의 ESG 연구에서 활용되는 신용 등급, Big 4 회계법인 선임유무, 외국인 지분율, 부채비율, 기업규모, 기업연령을 연구모형에 포함하였다. 연도 및 산업유형으로 인해 발생 가능한 효과를 통제하기 위해 연도(2011~2022년) 더미변수와 코스피·코스닥에서 분류한 산업유형 더미변수를 통제변수로 설정한다. 가설 2 검증을 위해 종속변수를 ESG 지표로 하는 식 (2)를 사용한다. 여기서  $i$ 는 기업을 나타내고  $t$ 는 연도를 나타낸다.

$$\begin{aligned} Stock\ Performance_{it(t+1)} = & \alpha + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 Credit_{it} + \beta_3 Audit_{it} + \beta_4 FOR_{it} \\ & + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 Asset_{it} + \beta_7 Age_{it} + \sum \beta_k YD_{it} + \sum \beta_m ID_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} ESG_{it(t+1)} = & \alpha + \beta_1 Stock\ Performance_{it} + \beta_2 Credit_{it} + \beta_3 Audit_{it} + \beta_4 FOR_{it} \\ & + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 Asset_{it} + \beta_7 Age_{it} + \sum \beta_k YD_{it} + \sum \beta_m ID_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

종속변수 및 주요 설명변수

*Stock Performance*: 주가변동성(Volatility)과 주가수익률(Return)<sup>3)</sup>

3) 주가변동성 = 52주 영업일 동안 수익률의 표준편차, 주가수익률 =  $\left( \frac{\text{비교시점 수정주가}}{\text{기준시점 수정주가}} - 1 \right) \times 100$

ESG : <표 1>의 국내 주요 ESG 관련 변수<sup>4)</sup>

기타변수

Credit : 신용평가 회사(KAP, KIS, NICE) 평가등급 중 가장 낮은 등급을 점수화 한 값<sup>5)</sup>

Audit : Big 4 회계법인을 선임한 경우 1, Big 4 회계법인이 아닌 경우 0

FOR : 총 주식 중 외국인이 투자한 비율

LEV : 부채를 자본으로 나눈 값

Asset : 기업 자산규모를 자연로그화한 값

Age : 기업 연령(경과 월수)을 자연로그화한 값(2022년말 기준)

YD : 연도 더미 값(2011~2022년)

ID : 코스피 · 코스닥에서 분류한 산업유형 더미 값

ESG 투자가 펀드시장에 미치는 영향을 확인하는 가설 3과 4의 검증을 위해 식 (3)과 (4)를 활용한다. 식 (3)에서는 ESG가 펀드 성과에 미치는 영향을 연구하기 위하여 종속변수를 샤프비율로 하고, 선행연구에서 주로 활용되었던 펀드규모와 펀드연령을 통제변수로 설정하였다. 펀드매니저가 미치는 영향을 확인하기 위해 정보비율을 모형에 추가하였으며, 펀드매니저의 교체여부를 처치변수로 하고 주가하락기를 시점변수로 하는 이중차분법을 적용한다. 식 (4)에서는 종속변수를 각 자산의 ESG 점수를 가중평균으로 하는 펀드 ESG 점수(Refinitiv에서 계산)로 하여, 펀드매니저 교체 및 펀드 재무정보가 펀드의 ESG 점수에 미치는 영향을 실증 분석한다. 여기서  $i$ 는 펀드를 나타내고  $t$ 는 측정시기를 나타낸다.

$$\begin{aligned} Sharpe_{it} = & \alpha + \beta_1 Change_{it} + \beta_2 Time_{it} + \beta_3 Change \times Time_{it} + \beta_4 ESG_{it} \\ & + \beta_5 Information_{it} + \beta_6 TNA_{it} + \beta_7 Fage_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

$$\begin{aligned} ESG_{it} = & \alpha + \beta_1 Change_{it} + \beta_2 Time_{it} + \beta_3 Change \times Time_{it} + \beta_4 Sharpe_{it} \\ & + \beta_5 Information_{it} + \beta_6 TNA_{it} + \beta_7 Fage_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (4)$$

종속변수 및 주요 설명변수

Sharpe : 1년 간 성과를 측정하는 샤프비율 (각 펀드의 초과수익을 표준편차로 나눈 값)

ESG : Refinitiv의 Fund Screener에서 100점 만점으로 산출되는 각 펀드의 영역별 ESG 점수

Change : 측정 전 3개월 이내에 펀드매니저가 교체된 경우 1, 교체되지 않은 경우 0인 처치변수

Time : 주가 하락기(2022년 4월, 9월)에는 1, 그렇지 않은 경우 0인 시점변수

기타변수

Information : 정보비율(초과수익을 추적오차로 나눈 값)

TNA : 펀드규모(Total Net Asset)를 자연로그화 한 값

Fage : 펀드 운용 시작일 후 경과월수(Fund age)를 자연로그화 한 값(2022년말 기준)

4) 한국ESG기준원의 평가등급에 부여된 점수는 다음과 같다. A+(9), A(8), B+(7), B+이하(6), B(5), B이하(4), C(3), C이하(2), D(1). 경제정의지수는 100점 기준으로 산출된 값을 그대로 활용한다. 한국거래소 ESG 지수는 해당기업이 지수종목에 포함된 경우 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수로 한다.

5) AAA(22), AA+(21), AA(20), AA-(19), A+(18), A(17), A-(16), BBB+(15), BBB(14), BBB-(13), BB+(12), BB(11), BB-(10), B+(9), B(8), B-(7), CCC+(6), CCC(5), CCC-(4), CC(3), C(2), D(1).

## IV. 실증결과

### 4.1 기초통계량

<표 3>은 본 연구와 관련된 변수들의 기초통계량을 나타낸다. 주식시장 실증분석과 관련한 주요변수인 주가변동성, 주가수익률의 평균은 각각 0.03, 5.73%이고 한국ESG기준원의 평균은 ESG 6.02, E 6.04, S 6.42, G 5.83점이다. 경제정의지수는 100점 기준으로 평균 62.85점이다.

〈표 3〉 기초통계량

	<i>N</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>	<i>Avg</i>	<i>Stdev</i>
《 주식시장 》					
<i>Volatility</i>	3,168	0.00	0.10	0.03	0.11
<i>Return (%)</i>	3,166	-85.90	627.10	5.73	51.34
<i>T</i>	2,368	1	9	6.02	1.67
<i>E</i>	2,345	1	9	6.04	1.81
<i>S</i>	2,370	1	9	6.42	1.75
<i>G</i>	2,388	1	9	5.83	1.96
<i>KEJI</i>	644	52.52	73.79	62.85	3.52
<i>E100</i>	2,036	0	1	0.22	0.41
<i>L150</i>	2,036	0	1	0.35	0.48
<i>S130</i>	1,553	0	1	0.21	0.41
<i>G100</i>	2,036	0	1	0.19	0.39
<i>CAR</i>	876	0	1	0.51	0.50
<i>K200</i>	1,334	0	1	0.24	0.43
<i>Credit</i>	3,207	1	22	15.61	4.14
<i>Audit</i>	3,207	0	1	0.77	0.42
<i>FOR</i>	3,207	0.00	89.73	12.81	14.95
<i>LEV</i>	3,191	0.03	153.83	2.11	4.35
<i>Asset</i>	3,191	9.82	19.32	14.31	1.70
<i>Age</i>	3,204	0.00	7.14	5.83	0.83
《 펀드시장 》					
<i>T</i>	1,258	29.75	81.19	66.57	8.81
<i>E</i>	1,258	15.86	82.76	62.65	9.47
<i>S</i>	1,258	25.65	86.30	68.58	8.96
<i>G</i>	1,258	37.56	79.08	66.35	7.55
<i>Change</i>	27,292	0	1	0.05	0.21
<i>Time</i>	27,292	0	1	0.50	0.50
<i>Sharpe</i>	19,014	-15.48	19.31	-0.08	1.57
<i>Information</i>	19,014	-15.48	19.31	0.09	1.50
<i>TNA</i>	23,018	-13.02	8.66	1.51	2.51
<i>Fage</i>	24,666	0.00	7.29	4.30	1.76

ESG 평가지수 편입여부는 탄소효율그린뉴딜지수가 51%로 가장 높은 편이며, 다른 지수의 평균은 20% 내외임을 확인할 수 있다. 신용평가는 등급에 따라 22점(AAA)에서 1점(D)로 하였으며 평균은 15.61점으로, 채권을 발행하는 상장사는 평균적으로 BBB<sup>+</sup> 수준의 등급을 받는 것을 확인할 수 있다. 자산규모와 기업연령 변수는 기업 간 차이가 크기 때문에 자연로그를 취하였다.

펀드시장 분석의 ESG 점수 평균은 영역별로 ESG 66.57, E 62.65, S 68.58, G 66.35점이며 샤프 비율의 평균은 -0.08점이다. 2022년과 2023년 초, 금융시장의 하락이 반영된 것으로 보인다. 처치변수인 펀드매니저 교체는 5%로 펀드매니저 교체가 많지 않았음을 확인할 수 있다. 정보비율의 평균은 9%로 나타났다. 펀드규모와 펀드연령은 펀드 간 차이가 큰 만큼 로그지수화 하였다.

상관관계 분석결과<sup>6)</sup> 한국ESG기준원의 영역별(ESG/E/S/G) 변수 간 상관관계가 높으며, 기타 변수 중에서는 자산규모가 ESG 지표와 상관성이 가장 높다. 이는 자산을 많이 보유한 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 ESG 경영을 중시한다는 여유자원이론을 지지하는 것으로 볼 수 있다.

## 4.2 분석결과

### 4.2.1 ESG 지표가 주식성과에 미치는 영향 분석

<표 4>와 <표 5>는 가설 1과 관련하여, t기의 ESG 지표와 기타 변수가 종속변수인 t+1기의 주식성과에 미치는 영향을 실증분석한 것이다. <표 4>의 종속변수는 주가변동성으로, 대부분의 ESG 지표가 유의한 영향을 미치지 않음을 확인할 수 있다. 반면에 신용등급과 자산규모는 유의한 음(-)의 영향을, 외국인 지분율은 양(+)의 유의한 영향을 미치는 것으로 확인된다. <표 5>의 종속변수는 주가수익률로, 모든 ESG 지표가 유의한 영향을 미치지 않음을 확인할 수 있다. 신용등급, 외국인 지분율 등 대부분의 변수도 종속변수에 유의한 영향을 미치지 않는다. 모형의 설명력도 종속변수가 주가변동성인 경우에 비해 크게 낮아짐을 확인할 수 있다.

본 연구에서는 종속변수를 기업의 재무성과인 Tobin Q와 ROA로 하는 별도의 연구를 추가로 시행하였다. 대부분의 ESG 지표가 Tobin Q에는 유의한 양(+)의 영향을, ROA에는 유의하지는 않으나 음(-)의 영향을 미침을 확인할 수 있었다. 이는 ESG가 기업의 단기 재무성과에는 부정적인 영향을 미치나 장기 재무성과에는 긍정적인 영향을 미친다는 대부분의 선행연구와 동일한 결과로 볼 수 있다. 다만, 종속변수가 기업의 재무성과가 아닌 주식성과인 경우 ESG 지표의 유의성이 크게 낮아지는 것을 확인할 수 있다.

6) 지면상 표가 많아지면 독자들의 이해를 방해할 수 있는 만큼, 상관관계 분석결과는 생략하였다.

〈표 4〉 ESG 지표와 기타 투자지표가 주가변동성에 미치는 영향

〈표 4〉는 종속변수를 t+1기의 주가변동성으로, 주요 설명변수는 t기의 ESG 지표로 하여 인과성을 분석한 패널 회귀분석 결과를 나타낸다. 괄호안의 값은 t 값으로 \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

	Dependent Variable = Volatility(t+1)											
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
		T	E	S	G	KEJI	E100	L150	S130	G100	CAR	K200
X		0.03 (1.48)	0.02 (0.74)	0.04* (1.86)	-0.03* (-1.7)	-0.02 (-0.4)	0.01 (0.49)	0.04* (1.73)	-0.01 (-0.6)	0.00 (-0.1)	-0.02 (-0.5)	-0.01 (-0.2)
Credit	-0.5*** (-18.3)	-0.5*** (-16.8)	-0.5*** (-16.9)	-0.5*** (-17.1)	-0.5*** (-16.5)	-0.4*** (-6.6)	-0.4*** (-12.4)	-0.4*** (-12.5)	-0.4*** (-8.9)	-0.4*** (-12.4)	-0.3*** (-4.6)	-0.4*** (-8.6)
Audit	-0.03* (-1.8)	-0.02 (-1.2)	-0.02 (-1.0)	-0.02 (-1.2)	-0.02 (-0.8)	-0.05 (-1.3)	-0.1** (-2.5)	-0.1*** (-2.6)	-0.1** (-2.0)	-0.1** (-2.5)	-0.10* (-1.8)	-0.04 (-1.2)
FOR	0.05*** (2.87)	0.07*** (3.4)	0.06*** (3.12)	0.07*** (3.41)	0.1*** (3.42)	0.16*** (3.91)	0.1*** (2.83)	0.07*** (2.79)	0.06** (2.21)	0.07*** (3.0)	0.05 (1.12)	0.04 (1.44)
LEV	0.05*** (3.25)	0.08*** (4.28)	0.07*** (3.83)	0.08*** (4.15)	0.08*** (4.22)	0.05 (1.35)	0.1*** (3.16)	0.06*** (3.20)	0.05** (1.97)	0.06*** (3.14)	0.08** (2.00)	0.04* (1.78)
Asset	-0.1** (-2.0)	-0.1** (-2.6)	-0.1** (-2.2)	-0.1*** (-2.7)	-0.05* (-1.9)	-0.08* (-1.7)	-0.1** (-2.0)	-0.1** (-2.5)	-0.1** (-2.1)	-0.06* (-1.9)	-0.13* (-1.9)	-0.04 (-0.9)
Age	-0.01 (-0.8)	0.00 (-0.2)	-0.01 (-0.5)	0.00 (-0.1)	-0.01 (-0.3)	0.04 (1.07)	-0.02 (-1.0)	-0.02 (-1.0)	-0.01 (-0.4)	-0.02 (-0.9)	-0.02 (-0.6)	-0.01 (-0.3)
N	2,894	2,121	2,098	2,123	2,141	644	1,729	1,729	1,246	1,729	576	1,030
Adj R <sup>2</sup>	0.43	0.43	0.42	0.43	0.43	0.33	0.43	0.43	0.40	0.43	0.29	0.43

〈표 5〉 ESG 지표와 기타 투자지표가 주가수익률에 미치는 영향

〈표 5〉는 종속변수를 t+1 기의 주가수익률로, 주요 설명변수는 t 기의 ESG 지표로 하여 인과성을 분석한 패널 회귀분석 결과를 나타낸다. 괄호안의 값은 t 값으로 \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

	Dependent Variable = Return(t+1)											
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
		T	E	S	G	KEJI	E100	L150	S130	G100	CAR	K200
X		0.01 (0.51)	-0.01 (-0.5)	0.02 (0.87)	0.02 (0.74)	-0.05 (-1.0)	0.00 (0.13)	0.00 (0.05)	-0.01 (-0.2)	-0.01 (-0.3)	-0.07 (-1.4)	-0.05 (-1.2)
Credit	0.1*** (2.8)	0.06 (1.64)	0.06* (1.86)	0.06 (1.61)	0.07* (1.95)	-0.07 (-1.0)	0.03 (0.78)	0.03 (0.77)	0.03 (0.52)	0.03 (0.77)	0.20** (2.5)	0.07 (1.15)
Audit	-0.03 (-1.2)	-0.04 (-1.5)	-0.04 (-1.4)	-0.04 (-1.6)	-0.04 (-1.5)	-0.02 (-0.4)	-0.03 (-1.1)	-0.03 (-1.1)	-0.02 (-0.6)	-0.03 (-1.1)	-0.10* (-1.7)	-0.03 (-0.7)
FOR	0.01 (0.53)	0.02 (0.77)	0.01 (0.54)	0.02 (0.77)	0.02 (0.71)	0.13*** (2.7)	-0.01 (-0.5)	-0.01 (-0.5)	-0.01 (-0.2)	-0.01 (-0.4)	0.01 (0.23)	0.01 (0.19)
LEV	-0.01 (-0.4)	-0.02 (-0.7)	-0.02 (-0.7)	-0.02 (-0.7)	-0.01 (-0.6)	0.04 (0.78)	0.00 (-0.03)	0.00 (-0.04)	0.04 (1.33)	0.00 (-0.1)	0.07 (1.58)	0.04 (1.42)
Asset	-0.1*** (-4.0)	-0.1*** (-3.4)	-0.1*** (-3.0)	-0.1*** (-3.5)	-0.1*** (-3.5)	-0.2*** (-2.6)	0.01 (0.14)	0.01 (0.15)	-0.02 (-0.5)	0.01 (0.25)	-0.09 (-1.2)	-0.03 (-0.5)
Age	0.01 (0.8)	0.03 (1.17)	0.02 (1.00)	0.03 (1.18)	0.02 (1.13)	0.05 (1.19)	0.02 (0.74)	0.02 (0.75)	0.01 (0.50)	0.02 (0.80)	0.02 (0.59)	0.02 (0.80)
N	2,894	2,121	2,098	2,123	2,141	644	1,729	1,729	1,246	1,729	576	1,030
Adj R <sup>2</sup>	0.08	0.07	0.07	0.07	0.07	0.05	0.10	0.10	0.11	0.10	0.14	0.11

## 4.2.2 주식성과가 ESG 지표에 미치는 영향 분석

<표 6>은 가설 2와 관련하여, t기의 주식성과 및 기타 변수가 t+1기의 ESG 지표에 미치는 영향을 실증 분석한 것이다. 주가변동성은 종속변수가 한국거래소 ESG 지수인 경우에는 양(+ )의 유의한 영향을 미치며, 유의성은 낮으나 주가수익률도 양(+ )의 영향을 미친다. 한국거래소 ESG 지수는 한국ESG기준원 등급 뿐 아니라, 전기의 주가변동성과 수익률 등을 고려하여 종목을 선정하기 때문인 것으로 해석할 수 있다. t기의 주가수익률은 t+1기의 경제정의지수에 유의한 영향을 미치며, 이는 경제정의지수의 경우 수익성과 재무성표를 명시적으로 반영하기 때문으로 보인다. 신용등급은 한국ESG기준원의 평가결과와 경제정의지수, 일부 ESG 지수에 유의한 양(+ )의 영향을 미친다. 신용등급과 ESG 간에 유의한 상관성이 있다는 선행연구 결과를 본 연구에서도 확인할 수 있다. Big 4 선임여부는 한국ESG기준원 평가결과에 유의한 양(+ )의 영향을, 외국인 지분율은 경제정의지수와 ESG 지수에 유의한 양(+ )의 영향을 미친다. 자산규모는 모든 종속 변수에 영향을 미치며, 자산규모가 ESG 수준에 영향을 미친다는 여유자원이론을 확인할 수 있다. 다만 종속변수가 사회책임경영지수(SI30)인 경우 유의성이 다소 낮게 나타났다. 사회책임투자지수의 경우 다소 낮은 유의성이 나타나는 것은, 중소기업 일부를 선정해야 하는 시가총액가 중방식으로 종목을 선정하기 때문으로 해석할 수 있다.

<표 6> 주식성과와 기타 투자지표가 ESG 지표에 미치는 영향

<표 6>은 종속변수를 t+1 기의 ESG 지표, 주요 설명변수는 t 기의 주식성과와 기타 투자지표로 하여 인과성을 분석한 패널 회귀분석 결과를 나타낸다. 괄호안의 값은 t 값으로 \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

	(1) T	(2) E	(3) S	(4) G	(5) KEJI	(6) E100	(7) L150	(8) SI30	(9) GI00	(10) CAR	(11) K200
Volatility	0.01 (0.50)	0.03 (1.39)	0.01 (0.48)	-0.1** (-2.3)	0.03 (0.61)	0.05** (1.97)	0.10*** (4.40)	0.06* (1.74)	0.07** (2.57)	0.08** (2.35)	0.06* (1.96)
Return	-0.01 (-0.4)	0.01 (0.83)	-0.01 (-0.4)	0.00 (-0.1)	0.08** (2.24)	0.01 (0.45)	0.01 (0.56)	0.01 (0.47)	0.01 (0.34)	0.04* (1.68)	0.01 (0.42)
Credit	0.23*** (8.15)	0.15*** (5.31)	0.25*** (8.88)	0.2*** (6.60)	0.23*** (4.05)	-0.02 (-0.4)	0.13*** (3.81)	0.13*** (2.63)	-0.01 (-0.4)	-0.01 (-0.2)	-0.03 (-0.7)
Audit	0.13*** (6.84)	0.09*** (4.98)	0.13*** (6.73)	0.1*** (4.90)	-0.04 (-1.1)	0.01 (0.38)	0.06** (2.50)	0.01 (0.28)	0.03 (1.28)	0.07* (1.93)	0.01 (0.26)
FOR	0.02 (1.02)	0.02 (1.18)	0.00 (-0.03)	0.00 (0.16)	0.19*** (4.57)	0.19*** (7.69)	0.11*** (4.99)	0.08** (2.40)	0.11*** (4.55)	0.12*** (3.79)	0.19*** (7.16)
LEV	-0.01 (-0.7)	0.00 (-0.3)	0.01 (0.74)	-0.02 (-1.0)	0.00 (0.12)	-0.04* (-1.9)	-0.03* (-1.9)	0.00 (0.01)	-0.04** (-2.1)	-0.1* (-1.7)	-0.05** (-2.1)
Asset	0.33*** (14.2)	0.36*** (15.3)	0.34*** (14.7)	0.21*** (8.12)	-0.08* (-1.7)	0.40*** (12.4)	0.50*** (17.8)	0.11*** (2.74)	0.38*** (11.6)	0.57*** (12.8)	0.57*** (15.9)
Age	-0.1*** (-3.7)	-0.04** (-2.2)	-0.1*** (-3.3)	-0.04** (-2.1)	-0.02 (-0.5)	0.05** (2.49)	-0.03* (-1.8)	-0.01 (-0.3)	0.13*** (6.25)	-0.07** (-2.6)	0.03 (1.23)
N	2,336	2,313	2,337	2,353	627	1,960	1,960	1,470	1,960	802	1,237
Adj R <sup>2</sup>	0.44	0.43	0.43	0.32	0.31	0.29	0.46	0.14	0.27	0.50	0.47

한국ESG기준원의 평가는 신용등급과 외부감사법인 선임여부 등 기업의 연간지표를 고려하여 선정되며, 이와 비교하여 한국거래소의 ESG 지수는 투자성과를 고려하여 운용됨을 확인할 수 있다.

#### 4.2.3 ESG 투자와 펀드매니저 교체가 펀드성과에 미치는 영향 분석

<표 7>은 가설 3과 관련하여, 종속변수인 펀드성과에 ESG 점수 및 펀드매니저 교체 등이 및 기타 변수가 미치는 영향을 실증분석한 것이다. 펀드매니저의 교체가 펀드성과와 ESG 수준에 미치는 영향을 평가하기 위해 처치변수와 시점변수를 활용하는 이중차분법을 적용하였다. Refinitiv의 ESG 점수·정보비율과 자산규모는 종속변수에 유의한 양(+)의 영향을 미치며, 펀드 연령은 유의한 음(-)의 상관성을 미친다. 모든 모형에서 ESG 평가결과가 펀드성과인 샤프비율에 유의한 양(+)의 영향을 미친다. ESG 투자의 가능성을 확인할 수 있는 부분이다. 다만 처치변수인 펀드매니저 교체여부와 처치변수와 시점변수 곱의 베타 값이 모든 모형에서 유의성이 낮아, 펀드매니저 교체가 펀드성과에 영향을 주지 못하고 있음을 확인할 수 있다.

<표 7> ESG 점수와 펀드매니저 교체가 펀드성과에 미치는 영향

<표 7>은 종속변수를 펀드성과로, 주요 설명변수는 ESG 점수 및 펀드매니저 교체로 하는 패널 회귀분석을 나타낸다. 괄호안의 값은 t 값으로 \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

	Dependent Variable = Sharpe											
	X=T			X=E			X=S			X=G		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
Change		-0.02 (-0.98)	-0.0 (-0.13)		-0.02 (-0.96)	-0.00 (-0.08)		-0.02 (-0.97)	-0.01 (-0.14)		-0.02 (-0.96)	-0.00 (-0.11)
Time			-0.31*** (-11.7)			-0.31*** (-11.7)			-0.31*** (-11.7)			-0.31*** (-11.6)
Change × Time			-0.03 (-0.86)			-0.03 (-0.91)			-0.03 (-0.83)			-0.03 (-0.87)
X	0.07*** (2.79)	0.07*** (2.80)	0.09*** (3.44)	0.06*** (2.75)	0.06*** (2.76)	0.07*** (2.96)	0.08*** (3.53)	0.08*** (3.54)	0.09*** (3.76)	0.05** (2.25)	0.05** (2.26)	0.08*** (3.17)
Information	0.46*** (17.77)	0.46*** (17.79)	0.52*** (19.77)	0.45*** (17.68)	0.46*** (17.70)	0.52*** (19.77)	0.46*** (18.12)	0.46*** (18.14)	0.53*** (20.24)	0.46*** (17.75)	0.46*** (17.78)	0.52*** (19.67)
TNA	0.07*** (2.98)	0.07*** (2.97)	0.08*** (3.13)	0.07*** (2.99)	0.07*** (2.99)	0.08*** (3.16)	0.07*** (2.96)	0.07*** (2.95)	0.08*** (3.13)	0.07*** (2.97)	0.07*** (2.97)	0.08*** (3.12)
Fage	-0.06** (-2.30)	-0.06** (-2.35)	-0.06** (-2.18)	-0.06** (-2.33)	-0.06** (-2.37)	-0.06** (-2.18)	-0.05** (-2.19)	-0.05** (-2.23)	-0.05** (-2.02)	-0.06** (-2.43)	-0.06** (-2.47)	-0.06** (-2.40)
N	1,243											
Adj R <sup>2</sup>	0.37	0.37	0.29	0.37	0.36	0.28	0.37	0.37	0.29	0.36	0.36	0.29



가설 4의 실증 분석결과는 <표 8>을 통해 제시하였다. 샤프비율, 정보비율, 펀드연령은 대부분의 경우 ESG 점수에 유의한 양(+)의 영향을 미친다. 펀드매니저 교체도 ESG 점수에 양(+)의 영향을 미치나 유의성은 ESG 영역에 따라 상이하게 관측된다. 하지만 처치변수의 인과효과는 ESG 점수에 유의한 음(-)의 영향을 미친다. 펀드매니저 교체는 ESG 투자에 양(+)의 영향을 미치나 주가 하락 시기에는 ESG 성과보다 수익률 등 다른 성과를 우선하여, ESG 점수에 음(-)의 영향을 미쳤을 가능성을 생각해 볼 수 있다.

〈표 8〉 펀드성과와 펀드매니저 교체가 ESG 점수에 미치는 영향

<표 8>은 종속변수를 ESG 점수로, 주요 설명변수는 펀드성과와 펀드매니저 교체로 하는 패널 회귀분석을 나타낸다. 괄호안의 값은 t 값으로 \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

	T			E			S			G		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
<i>Change</i>		0.02 (0.58)	0.08** (1.99)		0.01 (0.31)	0.06 (1.6)		0.01 (0.27)	0.07* (1.82)		0.01 (0.37)	0.07* (1.88)
<i>Time</i>			0.05 (1.57)			0.06* (1.76)			0.06* (1.91)			0.03 (1.02)
<i>Change ×Time</i>			-0.1** (-2.3)			-0.1** (-2.1)			-0.1** (-2.4)			-0.1** (-2.4)
<i>Sharpe</i>	0.10*** (2.79)	0.10*** (2.80)	0.11*** (3.44)	0.09*** (2.75)	0.10*** (2.76)	0.10*** (2.96)	0.12*** (3.53)	0.12*** (3.54)	0.12*** (3.76)	0.08** (2.25)	0.08** (2.26)	0.10*** (3.17)
<i>Information</i>	0.13*** (3.66)	0.13*** (3.63)	0.12*** (3.37)	0.15*** (4.20)	0.15*** (4.19)	0.13*** (3.88)	0.03 (0.93)	0.03 (0.92)	0.03 (0.76)	0.15*** (4.39)	0.15*** (4.37)	0.14*** (4.14)
<i>TNA</i>	0.02 (0.74)	0.02 (0.74)	0.02 (0.75)	0.02 (0.58)	0.02 (0.58)	0.02 (0.61)	0.02 (0.73)	0.02 (0.73)	0.02 (0.71)	0.03 (1.00)	0.03 (1.00)	0.03 (1.01)
<i>Fage</i>	0.06** (2.14)	0.06** (2.17)	0.08*** (2.71)	0.07** (2.50)	0.07** (2.55)	0.09*** (3.07)	0.02 (0.57)	0.02 (0.59)	0.03 (0.94)	0.14*** (4.97)	0.14*** (4.98)	0.16*** (5.54)
<i>N</i>	1,243											
<i>Adj R<sup>2</sup></i>	0.06	0.06	0.05	0.06	0.06	0.06	0.02	0.02	0.02	0.09	0.09	0.08

## V. 결 론

### 5.1 연구결과

본 연구의 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫 번째로, T-Test 분석결과 한국ESG기준원의 등급이 있는 경우, 신용등급이 있는 경우, Big 4 회계법인을 선임한 경우 그렇지 않은 경우에 비해 주가변동성, 수익률이 유의하게 낮으며 부채비율과 자산규모, 기업연령이 유의하게 높게 나타남을 확인할 수 있다. 특히 기업규모 차이의 유의성이 가장 높게 나타나, 여유자원이론은 ESG 지표 뿐 아니라 신용평가와 Big 4 회계법인 선임에서도 나타나는 것을 확인할 수 있다.

두 번째로, ESG 지표 대부분은 주식성과에 유의한 영향을 미치지 않는다. 주가변동성과 관련

하여 신용등급은 유의한 음(-)의 영향을 미치며, 외국인 지분율은 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 확인되었다. 그러나 주가수익률에는 대부분의 투자관련 지표가 유의한 영향을 미치지 않음이 확인되었다.

세 번째로, 주식성과와 투자지표가 ESG 지표에 미치는 영향은 ESG 지표의 종류에 따라 차이가 있음을 확인할 수 있다. 신용등급과 외부감사는 한국ESG기준원의 등급과 경제정의지수에 유의한 양(+)의 영향을 미치며, 주가변동률과 외국인 지분율은 한국거래소의 ESG 지수에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 관측된다. 자산규모는 모든 ESG 지표에 양(+)의 영향을 미치며, 다른 변수에 비해 유의성이 가장 높은 것으로 나타났다.

마지막으로, ESG가 펀드운영에 미치는 효과성 확인을 위해 시행한 이중차분법 분석 결과, ESG는 펀드성과에 유의한 양(+)의 영향을 미친다. 정보비율과 펀드규모는 펀드성과에 유의한 양(+)의 영향을 미치며, 펀드연령은 유의한 음(-)의 영향을 미친다. 다만 펀드매니저의 교체는 펀드성과에 영향을 미치지 못하는 것으로 확인된다. 펀드성과와 정보비율, 펀드연령은 ESG 점수에 유의한 양(+)의 영향을 미치며, 펀드매니저 교체는 펀드의 ESG 점수에 양(+) 영향을 미친다. 하지만 주가하락기에는 유의한 음(-)의 유의한 영향을 미쳐, 주가하락기에는 ESG 투자 보다는 펀드성과에 보다 집중하는 것으로 해석할 수 있다.

본 연구결과를 종합하면 다음과 같다. ESG 지표는 주식성과에 유의한 영향을 미치지 못하여 가설 1은 기각된다. 주식성과는 한국ESG기준원의 평가결과에는 영향을 미치지 않으나 한국거래소 ESG 지수에 유의한 영향을 미치기 때문에 가설 2는 일부만이 지지된다. 펀드의 ESG 점수는 펀드성과에 영향을 미치며, ESG 점수도 펀드성과에 의해 영향을 받는다. 펀드매니저 교체는 ESG 펀드점수에 양(+)의 영향을 미치나 주가 하락기에는 음(-)의 영향을 미치며 펀드성과에는 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 확인된다. 펀드성과에 ESG 펀드점수가 유의한 영향을 미치나 펀드매니저 교체는 유의한 영향을 미치지 않아 가설 3은 일부만이 지지된다. 펀드매니저 교체와 펀드성과는 ESG 점수에 유의한 영향을 미치는 만큼, 가설 4는 지지된다.

## 5.2 시사점

ESG 경영이 지속적으로 확대되기 위해서는, ESG 투자의 접근성이 높아져야 한다. ESG 투자가 주식 및 펀드성과에 미치는 실증연구가 지속되어 대중의 인식이 전환되어야 할 것이다. 그러나 ESG와 관련한 선행연구들을 살펴보면 기업 재무 관점의 연구가 주를 이루고 있으며, 다른 투자지표와의 직접적인 비교를 시행한 연구도 부족하다. ESG 투자가 펀드시장에 미치는 영향을 분석한 연구도 찾기 어려운 실정이다. 이에 본 연구에서는 ESG 투자가 주식 및 펀드성과에 미치는 영향을 실증분석 하였으며, 각각의 분석결과를 통해 다음과 같이 시사점을 도출할 수 있었다.

첫 번째로, ESG 지표는 주식성과에 영향을 미치지 못하지만, 신용등급·외국인 지분율은 유의한 영향을 미친다는 것이다. 이는 주식성과와 관련한 투자지표로써 신용등급 및 외국인 지분

율이 ESG 지표에 비해 투자지표로써 우위를 지니는 것으로 해석할 수 있다. ESG 지표가 기업의 재무성과 측정하는 데는 유용하게 활용될 수 있으나, 아직은 투자지표로 온전히 사용되기는 어려운 한계점을 본 연구결과를 통해 확인할 수 있다.

두 번째로, 투자지표와 주식성도가 ESG 지표에 미치는 영향은 한국ESG기준원 등급의 경우와 한국거래소의 ESG 지수의 경우가 명확하게 구분된다는 것이다. 이것은 한국거래소 지수가 투자성도를 우선하는 것으로 해석할 수 있다. 한국ESG기준원의 평가등급과 경제정의지수는 ESG 지표와 성격이 유사한 신용등급과 외부감사에 영향을 받는 것으로 볼 수 있으며, 한국거래소 지수는 주식성도를 우선하여 운용되는 만큼 주식성과와 외국인 지분율을 반영하여 운영되는 것으로 볼 수 있다. 한국거래소의 ESG 지수가 ESG 개념을 강조하고는 있으나, 실질적으로는 일반지수와 차이가 없다는 선행연구의 비판을 본 연구를 통해 확인할 수 있다. 이같이 일반지수와 차별화되지 못한 ESG 지수는 투자자들이 외면할 수 밖에 없으며, ESG 지수를 활용하는 금융상품이 10여개에 불과한 것이 이를 반증한다. 무늬만 ESG를 중시하고 실질적으로는 수익률을 우선하는 ESG 지수는 ESG 투자에 대한 불신을 조장할 수 있는 만큼, ESG 투자에 대한 투자자의 수요를 보다 면밀하게 분석하여 개선방향을 마련해야 할 것이다.

또한 ESG 지표의 특성이 E/S/G의 영역별로 구분되기 보다는 평가기관(한국ESG기준원/경제실천시민연합/한국거래소)별로 구분되는 만큼, ESG 영역별 특성보다 평가기관의 특성이 ESG 지표의 특성을 결정하는 것으로 볼 수 있다. 실제로 한국ESG기준원의 환경등급은 투자지표로써 혹은 종속변수로써 한국ESG기준원의 사회, 거버넌스 등급과 유사하다. 오히려 환경을 중시하는 Eco Leader 100지수 혹은 탄소효율그린뉴딜과는 결과가 상이함을 확인할 수 있다. 이는 국내 ESG 지표가 ESG 평가 원칙을 반영하기 보다 평가기관의 특성을 우선하기 때문에 나타나는 현상으로 볼 수 있어, 개선방향을 마련해야 할 것이다.

세 번째로 T-Test 분석과 패널 회귀분석에서 자산규모 변수의 유의성이 가장 높음을 확인할 수 있다. ESG 지표의 종류에 무관하게 자산규모가 가장 큰 영향을 미치는 것으로 확인되어 국내 ESG 투자는 여유자원이론이 강하게 적용됨을 확인할 수 있다. 정연승과 김창수(2023)는 타 국가보다 국내 ESG경영의 경우, 대기업 중심의 편중도가 높음을 확인하였다. 대기업 위주의 편중은 ESG 경영의 확산을 저해할 수 있는 만큼, 중소기업 등을 위한 위한 차별적인 정책을 마련하여 ESG 경영의 확산을 추진해야 할 필요가 있다.

네 번째로, ESG 점수와 정보비율이 펀드성과에 양(+)의 유의한 영향을 미친다는 것이다. 펀드는 개인투자자가 실질적으로 접근 가능한 분야이나 ESG 관련 정보를 확인하기 어렵다. 국내 펀드가 ESG 점수와 관련한 정보를 충분히 공개하지 않기 때문인데, 이로 인해 개인투자자가 펀드를 활용한 ESG 투자를 시행하는 데 어려움이 있다. 하지만 본 연구에서는 Refinitiv의 데이터를 활용하여 기업단위의 분석에 비해 ESG 점수의 효과성과 유의성이 매우 높음을 확인하였으며, 국내 펀드시장에서 ESG점수가 투자지표로 활용될 수 있음을 입증하였다. 펀드는 기업의 주식을

결합하여 개발되는 상품으로, 자산 간 결합을 통해 비체계적인 위험이 제거되어 ESG의 설명력이 높아졌다고 해석할 수 있다. 금융상품을 통한 ESG 투자를 중시해야 한다는 원론적인 담론에서 보다 구체적인 발전방향을 도출할 수 있게 된 것이다.

마지막으로, 펀드매니저 교체는 펀드성가에 유의한 영향을 미치지 않으며, 주가하락기에는 ESG 점수에 유의한 음(-)의 영향을 미친다는 것이다. 이 같은 결과는 펀드운용에 가장 중요한 영향을 미치는 펀드매니저의 교체는 ESG 투자와 무관할 수 있으며, 주가하락기 등 위기상황에서는 ESG투자보다 수익성을 보다 우선하는 것으로 해석할 수 있다. ESG 열풍에 맞춰서 빠르게 성장한 ESG 펀드시장이 무늬만 ESG인 펀드로 구성되어 있을 수 있음을 의미하는 것이다.

본 연구의 한계점은 다음과 같이 정리할 수 있다. 첫 번째로, 특정 ESG 지표가 지니는 뚜렷한 특성을 정의하지 못하였다. 한국ESG 기준원의 평가등급은 영역별 상관성이 매우 높으며, 패널 회귀분석 결과도 매우 유사하게 나타났다. E/S/G 영역보다는 평가기관에 따라 특성이 결정되는 것으로 보이며, 후속 연구를 통해 영역별로 금융시장에 미치는 영향을 심층적으로 분석해야 할 것이다. 두 번째로는 연구를 위한 펀드 데이터를 Refinitiv의 Fund Screener에서 추출하여 연구기간이 1년으로 한정되었다는 것이다. 그럼에도 본 연구는 국내 모든 액티브 펀드를 연구대상으로 하였고, ESG 투자의 효과성 분석에 펀드매니저 교체의 변수를 최초로 적용하였다는 공헌점도 동시에 지닌다.

본 연구에서는 다양한 ESG 지표를 활용한 다각적인 분석을 시행하였다. ESG가 펀드의 성과에 미치는 양(+)의 유의한 영향을 확인하였으나, 국내 대부분의 ESG 관련지표는 주식성가에 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타나 ESG 투자의 한계와 가능성을 동시에 확인하였다. 대중들의 관심영역인 ESG 투자의 효과성을 지표별로, 투자방식별로 제시하여 ESG 투자 확산의 시사점을 제시한 것이 본 연구의 공헌점이라고 할 수 있다. 본 연구에서 도출된 시사점을 바탕으로, 투자자의 니즈에 부합하는 방향으로 ESG 경영이 보다 확대될 수 있기를 기대한다.

## 참고문헌

- 강원 · 정무권(2020). 비재무지표와 기업의 시장성과 간의 관계에 대한 연구: ESG지표 개발에 사용되는 사건의 시장반응 분석. *연세경영연구*. 57(2): 1-22.
- 김광민 · 이현상(2021). ESG 경영이 기업가치와 부채비용, 신용등급에 미치는 영향. *Asia Pacific Journal of Business & Commerce 아태경상저널*. 13(3): 94-121.
- 김리아 · 김태민 · 허종호(2022). ESG경영과 직무만족, 재무성과 간 구조적 관계 분석. *윤리경영연구*. 22(2): 27-47.
- 김범석 · 민재형(2016). 기업의 ESG 노력과 재무성과의 선후행 관계. *한국생산관리학회지*. 27(4): 513-538.

- 김원세 · 김희정 · 최종범(2016). 펀드매니저 특성과 적극적 종목투자비중 간의 관계. 자산운용연구. 4(2): 20 - 35.
- 김진섭(2019). 사회책임투자 기업의 감사품질 연구. 한국산학기술학회 논문지. 20(6): 55 - 62.
- 김창수(2019). 사회책임투자. 연세대학교 대학출판문화원.
- 김현수 · 정병욱(2017). 펀드매니저 교체가 운용성과의 재량적 조정에 미치는 영향: 계약이론 모형의 확장과 국내주식형펀드의 실증연구. 선물연구. 25(4): 547 - 590.
- 김희은 · 심명화(2022). ESG펀드의 포트폴리오 구성, 현금흐름, 성과에 관한 연구. 한국증권학회지. 51(4): 447 - 470.
- 나영 · 임옥빈(2011). ESG 정보의 가치관련성에 관한 실증연구. 경영교육연구. 26(4): 439 - 467.
- 박영규 · 배종원(2019). 국내 펀드, 운용사 및 펀드매니저에 대한 장기 성과비교 분석. 자산운용연구. 7(1): 79 - 111.
- 박영규 · 여환영 · 주효근(2017). 펀드매니저의 특성과 투자행태: 개인적 특성이 성과지속성, 스타일, 위험 등에 미치는 영향. 한국증권학회지. 46(2): 497 - 522.
- 박재현 · 한향원 · 김나라(2022). 국내 ESG 연구동향 탐색: 2012~2021년 진행된 국내 학술연구 중심으로. 벤처창업연구. 17(1): 191 - 211.
- 박혜진(2020). 국내 ESG 펀드의 현황 및 특징 분석. 자본시장연구원 이슈보고서. 20(28): 1 - 25.
- 변영조 · 우승한(2022). 기업의 ESG 경영에 대한 국내 · 외 연구동향. 청정기술. 28(2): 193 - 200.
- 신민식 · 김수은 · 김병수(2011). 기업의 사회적 책임 지출이 기업가치에 미치는 영향. 금융공학연구. 10(1): 99 - 125.
- 신찬휴 · 김정교(2017). 기업의 사회적 책임(CSR) 활동이 기업에 대한부정적 사건의 영향을 완화하는가: 담합 적발을 중심으로. 경영학연구. 46(3): 807 - 845.
- 양진수 · 임옥빈 · 김정렬(2022). 기업의 ESG 경영수준이 기업가치 변동에 미치는 영향: 코로나 19 대유행 기간의 유가증권시장을 중심으로. 경영교육연구. 37(3): 327 - 349.
- 여은정(2017). 기업의 사회적 책임 활동이 주가변동성에 미치는 영향. 금융연구. 31(4): 77 - 101.
- 오상희 · 이승태(2019). ESG 평가요소와 기업가치의 관계에 관한 연구. 전산회계연구. 17(2): 205 - 223.
- 원상희 · 송헌재(2020). 비재무적 요인과 기업의 재무적 특성 간의 관계: 국민연금 국내주식 보유 기업을 중심으로. Journal of The Korean Data Analysis Society. 22(2): 643 - 657.
- 위경우 · 강윤식 · 정재만 · 이재현(2020). The Effect of ESG Levels on Fund Performance and Cash Flows. Financial Planning Review. 13(2): 83 - 116.
- 이상원(2020). 가격괴리율과 추적오차에 의한 ESG ETF의 성과분석. 경영교육연구. 35(6): 309 - 329.
- 이연지 · 신정순(2021). CSR 활동에 따른 재무성과 연구: 기업의 투자요인 중심으로. 재무관리연구. 38(3): 39 - 53.
- 임병진 · 이동준(2023). ESG가 주식형 펀드와 채권형 펀드에 상호 미치는 영향에 관한 연구. 글로벌 경영학회지. 20(4): 1 - 20.

- 임종옥(2016). ESG 평가정보 및 이익관리가 기업가치에 미치는 영향. *경영교육연구*. 20(4): 1 – 20.
- 정무권 · 강원(2020). ESG 활동의 효과와 기업의 재무적 특성. *한국증권학회지*. 49(5): 681 – 707.
- 정연승(2023). Three essays on ESG management and investing. 박사학위논문. 연세대학교 대학원.
- 정연승 · 김창수(2023). 국내 및 주요국가의 ESG 투자 효과성 분석. *재무관리연구*. 40(2): 189 – 216.
- 조은영(2022). ESG 투자배제전략의 성과분석. *재무관리연구*. 39(6): 153 – 183.
- 주효근 · 박영규(2019). 펀드매니저 교체가 펀드의 성과, 위험, 자금흐름에 미치는 영향 연구. *재무연구*. 32(1): 1 – 31.
- 최승로(2022). 기업의 감사품질과 ESG수준에 관한 연구. 2022 (사)한국전문경영인학회 추계학술대회. 43 – 48.
- Alareeni, B. A. and Hamdan, A.(2020). ESG impact on performance of US S&P 500 – listed firm, *Corporate Governance*. 7(7): 1409 – 1428.
- Aydoğmuş, M., Gülay, G. and Ergun, K.(2022). Impact of ESG performance on firm value and profitability. *Borsa Istanbul Review*. 22(S2): S119 – S127.
- Bofinger, Y., Heyden, K. J., Rock, B. and Bannier, C. E.(2021). The sustainability trap: Active fund managers between ESG investing and fund overpricing. *Finance Research Letters*. 45: 1 – 5.
- Chevalier, J. and Ellison, G.(1999). Career concerns of mutual fund managers. *Quarterly Journal of Economics*. 114(2): 389 – 432.
- Drempetic, S., Klein, C. and Zwergel, B.(2020). The influence of firm size on the ESG score: Corporate sustainability ratings under review. *Journal of Business Ethics*. 167: 333 – 360.
- Grisales, E. D. and Caracuel, A. J.(2021). Environmental, social and governance (ESG) scores and financial performance of multilatinas: Moderating effects of geographic international diversification and financial slack. *Journal of Business Ethics*. 168: 315 – 334.
- Huang, K., Sim, N. and Zhao, H.(2020). Corporate social responsibility, corporate financial performance and the confounding effects of economic fluctuations: A meta – analysis, *International Review of Financial Analysis*. 70.
- Hui, T. and Yuan, Z.(2012). Research on the effects of fund performance on fund manager turnover. *Journal of Financial Risk Management*. 1(3): 52 – 55.
- Khorana, A.(2001). Performance changes following top management turnover: Evidence from open – end mutual funds. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 36(3): 371 – 393.
- Morck, R., Shleifer, A. and Vishny, R. W.(1989). Alternative mechanisms for corporate control. *American Economic Review*. 79(4): 842 – 852.
- Steen, M., Moussawi, J. T. and Gjølberg, O.(2020). Is there a relationship between morningstar’s ESG ratings and mutual fund performance, *Journal of Sustainable Finance & Investment*. 10: 349 – 370.
- Wen, H., Ho, K. C., Gao, J. and Yu, L.(2022). The fundamental effects of ESG disclosure quality in

boosting the growth of ESG investing. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. 81: 1–35.

**저자사항 (Author(s) Note)** .....

**정연승 (Jeong, Yeonseung)**

- 연세대학교 일반대학원 경영학과 박사과정 졸업
- 관심분야: ESG 경영 및 투자에 대한 연구주제로 박사학위를 받았으며, ESG 경영, 사회책임투자, 기업 지배구조 분야에 관심을 갖고 연구를 수행하고 있음.

**김창수 (Kim, Chang – Soo)**

- 연세대학교 경영학부 교수
- 관심분야: Tax-timing option에 대한 연구주제로 박사학위를 받았으며, ESG 경영, 사회책임투자, 기업 지배구조 분야에 관심을 갖고 연구를 수행하고 있음.

# Impact of ESG: Stock and Fund Performance

Jeong, Yeonseung\*  
Kim, Chang – Soo\*\*

Ph.D., Graduate School of Yonsei University  
Professor, Department of Business Administration, Yonsei University

## Abstract

[Purpose] Although there are various research results related to ESG, there is relatively no analysis from an investment perspective. So this study is to empirically analyze the stock and fund performance of ESG investment and derive implications.

[Methodology] We collected data from Dataguide and Refinitiv Fund Screener. Hypotheses related to ESG investment performance were verified through Panel regression analysis and difference-in-difference method.

[Findings] ESG management is mainly participated by large companies. Credit rating and foreign ownership have a more significant effect on the stock performance than ESG. While credit rating and external audit have a significant positive (+) effect on KCGS ESG and KEJI, stock performance and foreign ownership have a significant positive (+) effect on KRX ESG Index. ESG has a significant positive (+) effect on the fund performance. However, fund companies may prioritize fund performance over ESG.

[Implications] In the stock market, ESG have less significance than other investment indicators. However, it has a significant positive (+) effect on the fund market. Therefore, the possibilities and limitations of ESG investment can be confirmed at the same time. ESG investment must reflect social needs. The results of this study will contribute to the expansion of ESG investment and management.

## Keywords

*ESG, Investment Performance, Fund Manager, KCGS, Refinitiv*

## Received

Dec. 10, 2023

## Revised

Dec. 13, 2023

## Accepted

Dec. 13, 2023

---

\* First author, E-mail: happyme04@yonsei.ac.kr

\*\* Corresponding author, E-mail: kimc@yonsei.ac.kr