

ESG 경영이 재무성과에 영향을 미치는가

김민지*, 이동주*, 오성진*, 장신희*, 정기만**

*한국교통대학교 융합경영전공 학사전공

**한국교통대학교 융합경영전공 교수

e-mail: *mjkimuu0829@gmail.com, **kmjeong@ut.ac.kr

Correlation Influence between ESG Management and Financial Performance

Minji Kim*, Dongju Lee*, Seongjin Oh*, Sinhui Jang*, Kiman Jeong**

*Bachelor's Course in Dept. of Convergence Management,
Korea National University of Transportation

**Professor in Dept. of Convergence Management,
Korea National University of Transportation

요약

최대 자산 운용사 블랙록(BlackRock)과 ESG보고서 공시 의무화 발표에 의해 ESG 경영에 관한 관심이 더욱 부상하였다. 본 논문에서는 ESG 경영과 재무성과 간의 관계를 바라보는 3가지 관점인 긍정론, 부정론, 무효과론의 이론을 살펴보고, 각 이론에 해당하는 기업사례나 연구결과를 검토해보도록 한다. 긍정론은 ESG 경영이 재무성과에 정(+)의 영향을 미친다는 주장이다. 정(+)의 영향은 ESG 경영을 다룬 많은 학자에게 가장 많이 나타난 결과이다. 부정론은 ESG 경영이 재무성과에 부(-)의 영향을 끼친다는 주장이다. 이들은 대리인 이론을 언급하며 기업은 ESG 활동을 최소화해야 한다고 말한다. 마지막 무효과론은 ESG 경영이 재무성과에 유의한 영향을 미치지 않는다고 주장한다. 이들의 연구 중 ESG 경영과 재무성과의 음(-)의 관계를 찾았지만, 유의수준이 미미하거나 시차를 두고 보니 유의하지 않았다. 이 3가지 주장 중 긍정론의 비율이 과반을 차지하지만, 부정론과 무효과론도 상당한 부분을 차지하였기에 무시할 수 없는 주장이다. 이러한 여러 관점을 통해 ESG보고서의 공시 의무화가 재무성과에 절대적 영향을 미치지 않는 것을 발견하였고, 금융위와 환경부는 이를 고려하여 공시 효과를 높이기 위해 조처해야 할 것을 시사한다.

1. 서론

ESG는 기업의 비재무적 요소인 환경(Environmental), 사회책임(Social), 지배구조(Governance)의 약자다. 그런데 왜 최근 ESG가 주목받고 있을까? ESG는 기업의 경영 가능성을 평가하기 위한 기준이기 때문에 관심이 뜨거워진 것이다. 대다수 기업들이 지속 가능한 성장을 위해 비재무적 요소를 중요하게 여기고 있다. 국내외 기업들은 ESG 평가에서 어떤 등급을 받았는지 적극적으로 알리고 있으며, 글로벌 기업이 이사회 내 ESG 위원회를 구성하는 사례도 늘고 있다.[1]

투자시장에서도 ESG는 큰 화두다. 국제적 책임투자 권고 규범인 UN 사회책임투자원칙에서 기업의 비재무적 요소인 ESG 데이터를 투자 시 중요한 판단 요소로 강조했다. 세계 최대 자산 운용사 블랙록(BlackRock)은 2020년 초에 “투자 결정 시 지속가능성을 기준으로 삼겠다”라고 밝혔다.

금융위원회와 환경부는 2021년 1월 25일 녹색 금융 추진 계획을 발표하며 2030년부터는 모든 코스피 상장사에서 지속가

능 경영보고서 공시를 의무화해야 한다고 발표했다.[6]

전 세계적으로 ESG에 대한 관심이 증가하면서 많은 학자의 ESG에 대한 많은 고찰이 이루어져 왔다. 이 중 상당수의 연구는 기업의 사회적 책임 수행은 기업 재무성과에 긍정적인 영향을 미친다고 보고하였다. 그러나 모든 학자가 비재무적 요소가 재무성과에 영향을 미친다고 말하지는 않는다. 연구들은 나름의 논리적 입장을 토대로 각기 긍정론, 부정론, 무효과론을 주장하고 있다.[2]

본 논문은 다음과 같이 구성되었다. 제2장에서는 ESG와 기업 재무성과의 관계에 대한 긍정론, 부정론, 무효과론에 대한 주장을 탐색하고, 각 주장의 사례나 연구의 결과들을 살펴볼도록 한다. 그리고 제3장에서는 이러한 검토를 토대로 나타난 쟁점이나 문제점을 파악하고 결론을 제안하며 논문을 마무리한다.

2. 본론

국내 업계의 ESG 평가전문기관인 서스틴베스트는 급격히 변화하는 시장 상황에서 기업의 ESG 리스크 관리 수준은 장기적 기업 가치에 영향을 미친다고 말한다. 당사는 국내 기업의 ESG 리스크 관리 수준을 포괄적이고 종합적으로 평가하여, 지속가능성 관점에서 기업의 성과를 파악할 수 있도록 도움을 준다. 즉, ESG 투자를 통한 기업의 지속가능성 요소의 성과 향상을 장려하며, 이는 궁극적으로 모두를 위한 지속가능한 미래로 연결될 수 있도록 한다. 서스틴베스트는 ESG 정보 공시 트렌드를 반영하여 AA 등급부터 E 등급까지 총 7가지의 기준을 둔 평가 모델을 구축했다. [표 1]을 통해 자세한 등급별 의미를 확인할 수 있다. 2021년 하반기 기준 평가 대상 비중을 보면, BB 등급이 29.4%로 가장 높은 비율을 나타내고 있으며 그 다음으로 C가 19.3%, A가 18.4%의 순으로 나타나고 있다. 서스틴베스트는 이러한 ESG 평가에 최상위인 AA 등급과 최하위인 E 등급의 추가수익률을 3년 6개월에 걸쳐 분석한 결과, AA 등급이 E 등급에 비해 수익률은 훨씬 높은 것을 발견하였다. ESG 정보 공시 전후에 걸쳐 단기 초과수익률(AR)과 누적초과수익률(CAR)을 분석한 것이다.

[표 1] ESG 등급표 및 종목 분포 [7]

등급	등급 의미	2021 하반기 평가 대상 비중
AA	평가 최우수 종목	11.2%
A	평가 우수 종목	18.4%
BB	성도가 다소 우수한 종목	29.4%
B	성과 보통 종목	15.6%
C	성과 미흡 종목	19.3%
D	성과 부진, 투자 배제 고려 종목	4.4%
E	성과 부진, 심각한 ESG 문제 발생으로 투자 배제 고려 종목	1.7%

2013년도까지만 해도 국내 학계에서 기업의 ESG와 주주수익률 간의 관계를 분석한 유일한 연구는 나영, 임옥빈(2011)이었다. 그들은 지속가능경영보고서에 ESG 정보가 모두 포함되어 있는 기업을 대상으로, 제3자 검증보고서 제출일을 사건일로 삼아 사건연구를 하였다. 공시일을 중심으로 통계적으로 유의한 초과수익률(AR)이 나타나지 않아, 그들은 우리나라에서 ESG 정보효과는 미미하다고 결론지었다.[1] 그러나 그 후 지속적으로 ESG에 대한 관심이 높아지며 많은 학자들이 이에 대한 연구 고찰을 시도했다. ESG 활동이 기업에 미치는 영향에 대한 주장은 부정론, 긍정론, 무효과론의 세 가지로 나뉘었다.

2.1 긍정론

긍정론을 주장하는 학자들은 ESG 경영을 하는 기업은 그렇지 않은 기업과 차별성을 가지며 기업의 이미지를 개선하

는데 효과적이라고 한다. ESG 경영을 통해 광고효과를 갖는 것이다. 비슷한 맥락으로 ESG 경영 활동으로 좋은 성과를 가지면 그 자체가 경쟁우위를 발휘하는 자원의 역할을 한다고 주장한다. 이외에도 ESG 경영 활동으로 인해 재무성과에 긍정적인 영향을 미친다고 주장한다. 긍정론을 지지하는 학자들은 전통적인 경영인 재무성과만을 추구하는 방식에서 비재무적 요인, 즉 ESG를 경영 방식에 추가해야 한다고 말한다.[2]

ESG 경영 성과를 창출한 대표적인 기업으로 신용회복위원회가 있다. 신복위는 2021년 11월, 챗봇·전자문서 도입과 같은 디지털 혁신을 통해 탄소배출을 저감하는 등 2년간 2550억원의 경영성과를 창출했다고 밝혔다. 언제 어디서든 편리하게 서비스를 이용할 수 있도록 비대면 상담 프로세스를 구축하고, 종이없는 창구를 운영하는 등 디지털 혁신을 추진해 왔다. 분야별로는 종이없는 업무, 전자결제 등으로 환경적인 측면에서 약 56억원의 경제적 효과, 약 18t의 탄소배출 저감 효과를 가져왔다. 여기에 신용상담 등 신복위의 고유업무가 지닌 사회적 가치를 포함하면 전체 ESG 경영성과는 2년간 6216억원이 발생했다.[9] [표 2]의 최근 4년간 재무제표 운영성과표를 기반으로 한 연도별 매출액을 확인해 보면, 매출액이 지속적으로 증가하고 있는 추세를 볼 수 있다.

[표 2] 신용회복위원회 연도별 매출액 비교 [8]

매출액			
2018년	2019년	2020년	2021년
49,000	69,000	68,000	72,000

(단위: 백만 원)

신복위는 지난 2년간 자동화·전산화를 통한 업무 프로세스 효율화 영향으로 10억원의 ESG 경영성과를 창출했다고 발표했다. 이계문 신복위원장은 앞으로 5년간 2조원의 ESG 경영성과를 이루겠다는 포부를 밝히며 신용회복위원회가 앞으로 계속 펼쳐나갈 ESG 경영에 기대를 붙여넣었다.[9]

2.2 부정론

기업경영의 궁극적 목적 이익 극대화이다. 기업이 ESG 경영을 하는 이유는 ‘착한 기업’이라는 이미지를 만들어 자신들의 제품이나 서비스를 이용하도록 할 뿐이라는 것이다. 부정론을 주장하는 학자들은 효율중심주의와 대리인 이론 관점에서 ESG 경영을 바라본다. 이들은 ESG 경영을 고려하여 의사결정을 하는 것은 기회비용을 발생시켜 재무성과를 저해하는 요인으로 비효율적이라고 생각한다. 대리인인 기업은 주주 가치를 증대시켜야 하는데 오히려 저해하여 부정적 행위로 간주하는 것이다.

박순애, 신은혜(2021)의 연구 분석결과 중견기업에서 단기가치가 낮은 집단이 ESG 경영 성과가 높은 것으로 나타났다

고 보고했다. 그러나 대기업과 중소기업에서는 유의한 결과를 발견하지 못했다.[4]

[표 3] 기업 규모별 ESG 성과와 단기 기업가치 간의 회귀분석 [4]

	중소기업		중견기업		대기업	
	계수	t값	계수	t값	계수	t값
ESG	-0.061	-0.552	-0.031	-2.362	-0.013	-0.517

[수식 1] 회귀모형 [4]

$$Y_i = \beta_{0ij} + \beta_{1ij}ESG + \beta_{2ij}B + \beta_{3ij}VOL + \beta_{4ij} \leq V + \sum_{k=1}^K \beta_{kij}SECTOR_k + \sum_{l=1}^L \beta_{lij}YEARS_l + \epsilon$$

2.3 무효과론

무효과론은 기업이 ESG 경영을 한다고 해서 재무성과에 정(+)의 영향이나 부(-)의 영향이 미치지 않는다는 주장이다. ESG 경영이 재무성과에 유의한 영향을 미치지 않고 직접적으로 영향을 미치는 변수가 아니기에 이 둘 간에 직접적인 인과관계가 있다고 보는 것은 무리가 있다. 또한 김양민, 박지현(2021)은 기업의 사회적 활동은 기업의 효율성을 증진시키는 활동이라기 보다 기업의 정당성을 증진시키는 활동이므로 재무성과와 연관이 없다고 지적하였다.[2]

김윤경(2020)은 2011년부터 2017년까지 유가증권상장기업을 연구한 결과, ESG 공시는 재무성과를 개선하는 역할을 하지 못한다고 보고하였다.[3]

[표 4] 기업 비재무적 정보 공시와 재무성과 [3]

	ROA			
	(1)	(2)	(3)	(4)
ESG	-0.071 (-1.04)			
GOV				-0.208' (-1.95)

*은 10% 유의수준을 나타냄

[표 4]의 분석 결과, 공시수준(ESG)은 음(-)의 관계를 가 [수식 2] 재무성과 분석모형 [3]

$$ROA_{i+1} = \beta_0 + \beta_1 ESG\ Disclosure_i + \beta_2 SIZE_i + \beta_3 \leq V_i + \beta_4 OCF_i + \beta_5 PBR_i + \beta_6 beta_i + \beta_7 AGE_i + \beta_8 OWN_i + \epsilon \quad (1)$$

지나 유의하지 않음을 보여준다. 지배구조(GOV)는 음(-)의 회귀계수를 나타냈으나 유의수준이 10%에 그친다. 즉, ESG에 대한 정보는 재무성과에 유의한 영향을 미치지 못하며 자본시장은 비재무적 정보에 반응하지 않음을 뜻한다.

3. 결론

여러 논문과 사례를 분석한 결과 ESG 경영은 재무성과에 절대적인 영향을 미치지 않았다. [표 5]를 보면 첫 번째는 투표수 연구간 중복을 조정하지 않은 연구이다. 긍정론은 48.2%로 계산되었으며, 무효과론은 23%, 부정론은 10.7%의

결과가 나왔다. 두 번째는 1,816건의 연구 중 공개되지 않은 연구와 겹치는 연구의 양을 보여준다. 두 번째 역시 긍정론이 47.9%로 눈에 띄게 많은 비율을 차지하며 무효과론 22.5%, 부정론 6.9%로 첫 번째 연구 결과와 대등한 결과를 보여준다.

[표 5] ESG-CFP relation in vote-count studies[5]

	positive	negative	neutral
*first	48.2%	10.7%	23.0%
**second	47.9%	6.9%	22.5%

*first: Overall sample, weighted vote-count summary effects, n=1812

**second: Primary studies(netted), one aggregated summary effect per study(binomial probability at the 95% elvel), n=723

위 표의 연구 결과처럼 긍정론이 높은 비율을 차지 하고 있지만, 부정론과 무효과론 역시 상당한 비율을 나타내고 있기 때문에 ESG 경영과 재무성과 간의 관계가 절대적 영향을 갖지 않는다는 것을 고려해야 한다. 금융위원회와 환경부는 이러한 점을 고려하여 ESG등급 평가가 신뢰성을 가질 수 있도록 하여 공시의 효과를 높일 수 있도록 노력해야 한다.

참고문헌

- [1] 조상우. 「ESG의 이해와 ESG 경영을 해야 하는 이유」. (주)폴무원 폴무원기술원. 1p
- [2] 김양민, 박지현. 「ESG 또는 기업의 사회적 책임, 그리고 기업 재무성과: 실증연구 고찰과 향후 발전 방향」. 한국전략경영학회.
- [3] 김윤경, 「기업 비재무정보(ESG) 공시가 재무성과와 기업 가치에 미치는 영향」, 한국경제연구원
- [4] 박순애, 신은혜, 「대·중소 및 중견 기업의 ESG 성과와 재무가치 간의 상관관계 분석」, 서울대학교 행정대학원 소속
- [5] Gunnar Friede, Timo Busch & Alexander Bassen, ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies, Journal of Sustainable Finance & Investment
- [6] 이선생블로그, “코스피 상장사 ESG 공시 의무화된다”, <https://blog.naver.com/sangdaeni/222552920952>
- [7] 서스틴베스트 <https://sustinvest.com>
- [8] 신용회복위원회 <https://www.ccrs.or.kr/main.do>
- [9] 서울신문 ‘신용회복위원회, 2년간 ESG 경영성과 2550억원 창출’ <https://www.seoul.co.kr/news/newsView.php?id=20211101500131>