ESG 등급이 높은 기업에서의 미래 경영성과는 우수한가?

중앙대학교 글로벌금융학과 김수현, 김승민, 박영신, 양강민

서론

ESG경영은 기업의 가치를 평가하는 기준이 되었다. 또 ESG경영이 하나의 소비 트렌드로 자리 잡으며 이를 활발하게 수행하는 기업들이 늘고 있다. 기업의 '**환경**' 활동은 생태문제 해결에 도움이 되고, '**사회**' 활동은 건전한 기업문화를 전반적인 사회적 흐름으로 확립할 수 있다. '**지배구조**' 활동은 다양한 이해관계자들의 대립을 완화시켜 사회적 혼란을 줄일 수 있다. 이처럼 ESG활동은 사회에 긍정적인 영향을 미치며 더 좋은 세상을 만드는 데에 일조할 것으로 보인다. 하지만 ESG경영은 기업에게 많은 투자와 노력을 요구한다. 그렇다면 과연 ESG경영이 이와 같은 비용을 감내할 만큼 기업 내부적으로도 이득이 되는 좋은 경영 전략인지 의문점이 든다. 따라서 **본 연구에서는 국내 기업들의 ESG등급과 단기, 차기 경영성과를 지표 삼아 ESG와 경영성과와의 상관관계를 알아보고자 한다.**



연구모형

본 연구 가설을 검증하고자 사용한 모형은 아래와 같다.

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 ESG(or\ EG, SG, GG)_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GRW_{i,t} + \Sigma YEAR + \Sigma KSIC + \varepsilon t$$

$$TAC_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 ESG(or\ EG, SG, GG)_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GRW_{i,t} + \Sigma YEAR + \Sigma KSIC + \varepsilon t$$

$$CFO_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 ESG(or\ EG, SG, GG)_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 GRW_{i,t} + \Sigma YEAR + \Sigma KSIC + \varepsilon t$$

1) 종속변수는 크게 3가지인 당기순이익을 자산총계로 나누어 산정한 ROA, 당기순이익에서 영업활동을 인한 현금흐름을 차감한 TAC, 영업활동으로 인한 현금흐름을 자산총계로 나눈 CFO로 구분하였다.

2) 관심변수인 ESG는 한국ESG기준원을 참고하여 ESG 통합등급, EG(환경), SG(사회), GG(기업지배구조)의 개별등급을 모두 이용하였다.

3) 통제변수는 개별기업의 특성 변수로 기업규모를 나타내는 SIZE(크기), 부채총계를 자산총계로 나누어 안정성을 나타내는 LEV, 당기 매출액에서 전기매출액을 차감한 후, 전기매출액으로 나눈 값인 GRW(성장성)로 구분하였다.

표본선정

본 연구 가설을 검증하고자 분석의 대상이 되는 표본은 자본시장에 상장된 기업 중 ESG 등급이 있는 기업을 대상으로 하였다. 분석에 이용한 재무자료의 시간적 범위는 2012년부터 2021년이며 각 기업의 재무 자료는 NICE평가정보(주)에서 제공하는 KISVALUE 데이터베이스를 이용하였다. 그러나 다음의 경우에는 재무 자료와 ESG 등급을 확인할 수 있더라도 자료의 동질성, 연구 결과의 일반화 등을 이유로 제외하였다.

(1) 12월 말 결산 법인이 아닌 경우
(2) 소속 시장에서 관리종목으로 편입된 경우
(3) ESG 통합등급과 ESG 개별 등급이 확인이 불가한 경우
(4) 한국표준산업분류상 금융업에 속하는 경우

상기 조건을 제외한 후 최종적으로 연구에 사용한 표본은 **총 6,120개**의 기업-연도다.

실증분석 결과

표1. ESG 통합 등급에 따른 결과

Panel A. ESG 통합 등급의 결과

	Model (1)	Model (2)	Model (3)
	Dependent Variable		
	$ROA_{i,t+1}$	$TA_{i,t+1}$	$CFO_{i,t+1}$
	Coef. (t-stats)	Coef. (t-stats)	Coef. (t-stats)
Constant	-0.234*** (-8.37)	-0.048* (-1.85)	-0.182*** (-6.06)
$ESG_{i,t}$	**0.006*** (3.50)**	-0.002 (-1.25)	**0.007*** (5.61)**

Panel B. ESG 개별 등급의 결과

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	$ROA_{i,t+1}$			$TA_{i,t+1}$			$CFO_{i,t+1}$		
Constant	-0.273*** (-9.95)	-0.237*** (-8.32)	-0.249*** (-9.81)	-0.061** (-2.38)	-0.048* (-1.81)	-0.032 (-1.33)	-0.206*** (-9.27)	-0.185*** (-8.00)	-0.214*** (-10.36)
$EG_{i,t}$	0.001 (0.61)			-0.003** (-2.49)			**0.004*** (3.70)**		
$SG_{i,t}$		0.004*** (2.94)			-0.002 (-1.16)			0.006*** (4.89)	
$GG_{i,t}$			0.006*** (4.55)			0.000 (0.15)			0.006*** (5.25)

위 표는 ESG등급이 높으면 차기 수익성이 증가하고 차기 현금흐름이 개선되는 것을 나타낸다. 즉, **ESG에 대한 지출은 비용이 아니라 차기 수익성(ROA)과 미래 현금흐름(CFO)을 개선할 수 있는 좋은 투자**이며 특히, 1) ESG개별 등급의 결과, 환경에 대한 투자지표인 EG(환경등급)는 수익성에 가장 중요한 구성요소인 현금흐름과 유의한 관련성이 존재한다. 2) SG(사회등급)과 GG(지배구조등급)에서도 동일하게 미래 현금흐름을 증가시키는 결과가 나타났다.

표2. 상장시장을 고려한 결과

Panel B. EG 등급

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	KOSPI	KOSDAQ	KOSPI	KOSDAQ	KOSPI	KOSDAQ
	$ROA_{i,t+1}$		$TA_{i,t+1}$		$CFO_{i,t+1}$	
Constant	-0.248*** (-9.04)	-0.677*** (-5.15)	-0.037 (-1.42)	-0.237** (-2.55)	-0.206*** (-9.25)	-0.369*** (-3.48)
$EG_{i,t}$	**0.002* (1.94)**	**-0.005 (-1.26)**	**-0.002* (-1.77)**	**-0.008** (-2.23)**	**0.004*** (4.38)**	**0.004 (1.17)**

EG(환경등급)는 특히 코스닥에 비해 코스피에 상장된 기업의 차기 수익성(ROA)을 증가시키고 차기 현금흐름(CFO)을 증가시키는 것으로 나타났다. 즉, 상대적으로 대기업인 코스피 상장 기업들이 환경에 대해 투자를 하게 되면 소비자들은 이를 반영하게 되고 차기 수익성(ROA)과 차기 현금흐름(CFO)을 개선시키는 것이다. 이러한 결과는 환경에 대한 투자가 대기업을 중심으로 일어나고 있음을 보여주는 지표라고 해석할 수 있다.

표3. 외국인 지분율을 고려한 결과

Panel A. ESG 등급

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Higher	Lower	Higher	Lower	Higher	Lower
	$ROA_{i,t+1}$		$TA_{i,t+1}$		$CFO_{i,t+1}$	
Constant	0.019 (0.49)	-0.412*** (-7.99)	0.077** (2.08)	-0.160*** (-3.26)	-0.058 (-1.58)	-0.241*** (-6.28)
$ESG_{i,t}$	**0.005*** (2.88)**	**0.007*** (2.83)**	-0.002 (-0.91)	-0.001 (-0.32)	**0.007*** (3.94)**	**0.008*** (3.95)**

Panel B. EG 등급

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Higher	Lower	Higher	Lower	Higher	Lower
	$ROA_{i,t+1}$		$TA_{i,t+1}$		$CFO_{i,t+1}$	
Constant	0.017 (0.44)	-0.443*** (-8.63)	0.070* (1.87)	-0.172*** (-3.51)	-0.057 (-1.51)	-0.257*** (-6.71)
$EG_{i,t}$	**0.004** (2.53)**	0.001 (0.51)	-0.002 (-1.24)	-0.002 (-1.33)	**0.005*** (3.73)**	0.004*** (2.60)

또한, 외국인지분율이 높은 집단에서 환경에 대한 투자지표인 EG(환경등급)는 차기 수익성과 통계적인 관련성을 가지는 것으로 나타난다. 결론적으로 외국인지분율이 높고 EG등급이 높은 기업의 회사의 차기 수익성은 증가하며 이는 기업이 환경 부문에 투자해야 하는 가장 큰 이유라고 해석할 수 있다.

결론

표4. 연구결과 요약

Panel A. 주된 분석결과

	ROA	TA	CFO
ESG	+	?	+
EG	?	-	+

Panel B. 상장시장에 따른 결과

	ROA		TA		CFO	
	KOSPI	KOSDAQ	KOSPI	KOSDAQ	KOSPI	KOSDAQ
ESG	+	+	?	?	+	+
EG	+	?	-	-	+	?

Panel C. 외국인지분율에 따른 결과

	ROA		TA		CFO	
	Higher	Lower	Higher	Lower	Higher	Lower
ESG	+	+	?	?	+	+
EG	+	?	?	?	+	+

본 연구의 분석결과를 요약하면 <표 4>와 같다. 1) 일정한 변수를 통제한 후에도 **ESG 등급은 ROA와 CFO에 긍정적인 영향을 미친다**는 결과를 확인할 수 있었다. 특히 발생액보다는 차기의 현금흐름과 양의 관련성이 있었다. 2) 다른 등급과 달리, 환경 등급과 미래 경영성과는 **유가증권시장에 상장된 큰 기업에서, 외국인 지분율이 높은 경우 미래 경영성과와 긍정적인 관련성을 가지는 것**으로 나타났다. 달리 해석하면, 상대적으로 기업규모가 작은 KOSDAQ 기업과, 외국인 지분율이 낮은 경우 환경에 관한 관심과 투자가 미래 경영성과와 연계되지 못하는 현상이 나타났다. 이는 결국, 기업의 적극적인 환경투자에 관한 요구가 대기업 중심으로 되어 있으며, 기업규모가 클수록 환경부문의 지출을 비용이 아닌 자산으로 인식할 수 있는 것과 달리, 기업규모가 작은 경우 여전히 환경투자는 다른 비재무적 가치들의 후순위임을 확인한 결과로, 관련 당국의 정책 의사결정에 시사하는 바가 있다.

시사점

2~3년치의 자료만을 다뤘던 이전 연구들과는 달리, 본 연구는 **10년치를 이용하여 연구결과의 일반화가능성을 높였다**. 또한 KOSPI와 외국인 지분이 높은 집단에서 특히 환경등급과 ROA 간의 유의한 관계를 확인할 수 있었다. 이는 상대적으로 **기업규모가 작은 KOSDAQ 기업들에게도 E에 대한 투자가 매몰비용이 아닌 수익을 창출하는 하나의 전략이 될 수 있다**고 해석할 수 있다.

위 자료를 통해 확인할 수 있듯이, 우리나라의 경우 국가별 탄소배출 순위(2019년 기준)에서 전 세계 9위에 자리하고 있다. 상위권을 차지하고 있는 나라들에 비해 인구 수 대비 탄소배출량 또한 매우 높다. 그러나 현재 우리나라 대부분의 기업들은 환경에 다소 소극적으로 투자하고 있다. ESG 경영에 대한 요구는 시간이 지날수록 더욱 강조될 것이다. 본 연구를 통해 환경등급과 기업의 경영성과 간 양의 관계와 E에 관한 투자의 효익을 확인한 바, **당국은 환경오염 문제 해결과 우리나라 기업들의 지속적인 성장을 위해 기업들에게 환경에 대한 투자를 장려하고 초기 비용을 적극 지원해야 한다.**