

재무성과와 ESG경영: 이사회 특성의 조절효과를 중심으로

정우성
부산외국어대학교 경영학부

Financial Performance and ESG Management: Focusing on the Moderating Effects of Board Characteristics

Woo-Sung Jung
Department of Business Administration, Busan University of Foreign Studies

요약 본 연구는 기업의 과거 재무성과 및 이사회 특성이 ESG경영에 미치는 영향을 분석하고, 과거 재무성과와 ESG 경영의 관련성에 이사회 특성(사외이사과 여성이사비율)이 미치는 조절 효과를 중점적으로 살펴보고자 한다. 2020년부터 2022년까지 한국ESG기준원에 의해 ESG 등급이 공시된 제조기업을 대상으로 가설을 설정하고 회귀분석을 통해 실증분석하였다. 연구 결과를 요약하면 다음과 같다. 과거 재무성과가 낮은 기업들은 현재의 ESG 경영을 개선하기 위해 더 많은 노력을 기울이며, 과거 재무성과가 양호한 기업의 경우 ESG 성과에 덜 집중하는 것으로 나타났다. 이사회 독립성(사외이사비율)과 다양성(여성이사비율)이 높은 기업들은 ESG 성과가 더욱 향상되는 경향을 보였으나, 과거 재무성과와 ESG 경영의 관련성에 이사회 특성이 미치는 효과는 이사회 독립성이 ESG 성과에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 과거 재무성과에 따라 기업의 ESG 경영이 차별적일 수 있으며, 전략적인 이사회 구성이 기업의 ESG 목표 달성에 기여할 수 있음을 제시하는 결과이다. 본 연구는 ESG경영에 관한 의사결정에 이사회 특성이 중요한 영향을 미칠 수 있음을 확인하며, ESG경영의 성과에 미치는 결정요인의 연구분야를 확장했다는 것에 의의가 존재한다.

Abstract This study aims to analyze the impact of a company's past financial performance and board characteristics on ESG management, and to specifically examine the moderating effect of board characteristics (proportion of outside directors and female directors) on the relationship between past financial performance and ESG management. The study was conducted from 2020 to 2022, focusing on manufacturing companies whose ESG ratings were disclosed by the Korean ESG Standards Authority. Hypotheses were established and empirically tested through regression analysis. The summary of the research findings is as follows. Companies with lower past financial performance tend to exert more effort in improving their current ESG management, whereas companies with better past financial performance seem to focus less on ESG outcomes. It was observed that companies with higher board independence (ratio of outside directors) and diversity (ratio of female directors) tend to have improved ESG performance. However, in terms of the relationship between past financial performance and ESG management, it was found that board independence positively influences ESG performance. This indicates that a company's approach to ESG management can vary based on its past financial performance, and a strategic board composition can contribute to achieving ESG objectives. This study confirms that board characteristics can play a significant role in decision-making related to ESG management and expands the field of research on determinants influencing the performance of ESG management, highlighting its significance.

Keywords : ESG, Financial Performance, Board Characteristics, Corporate Governance, Sustainability Strategy

이 논문은 2023학년도 부산외국어대학교 학술연구조성비에 의해 연구되었음.

*Corresponding Author : Woo-Sung Jung(Busan University of Foreign Studies)

email: wsjung@bufs.ac.kr

Received January 5, 2024

Accepted February 6, 2024

Revised January 18, 2024

Published February 29, 2024

1. Introduction

오늘날 기업 경영의 최전선에서 환경·사회·지배구조 (Environmental, Social, and Governance, 이하 ESG)는 단순한 유행어를 넘어서 기업의 장기적 성공을 위한 필수적인 요소로 인식되고 있다. 환경 보호, 사회적 책임, 건전한 기업 지배 구조는 모든 기업이 직면한 과제이자, 지속 가능한 발전을 위한 전략적 우선 순위로 자리매김하였다. 이는 국제 기후 협약과 같은 글로벌 정책의 영향과 더불어, 이해관계자들의 관심과 요구에 의해 가속화되는 상황이다. 이해관계자들은 더 이상 단기적 이익에만 만족하지 않고, 장기적 가치 창출과 사회적, 환경적 영향을 고려한 투자와 소비를 추구한다. 이러한 변화에 발 맞추어 기업들은 ESG 목표를 설정하고, 이를 통합한 경영 전략을 개발하는 것이 필요하다. 그러나 기업의 ESG 활동과 재무적 성과의 직접적인 관련성에 대한 연구 결과는 혼재되어 있는 상황이며, 특히 과거의 재무성과가 현재 및 미래의 ESG 성과에 어떻게 영향을 미치는지에 대한 연구는 매우 부족하다[1-19].

이러한 논의를 바탕으로 본 연구의 목적은 다음과 같다. 기업의 과거 재무성과 및 이사회 구성의 다양성과 독립성이 기업의 ESG 성과에 미치는 영향을 중점적으로 살펴본다. 또한, 이사회 구성의 특성이 과거 재무성과와 ESG 두 변수 사이의 관계를 어떻게 조절하는지를 분석한다. 여성 이사의 비율과 사외이사 비율이 높은 기업이 의사결정을 통해 ESG 활동을 보다 효과적으로 수행하며, 이를 통해 재무적 성과를 향상시킬 수 있는지 여부를 제시한다. 본 연구는 특히 이사회 구성원의 성별 다양성이 ESG 성과에 미치는 긍정적인 영향을 밝히고, 이를 통해 기업의 ESG 전략 수립 및 실행에 실질적인 기여를 할 수 있음을 시사한다.

또한, 이사회 구성원의 독립성과 다양성이 기업의 단기 재무성과와 ESG 경영 간의 관계에 미치는 조절 효과를 실증적으로 분석함으로써, 기업지배구조와 ESG 전략 사이의 상호작용을 이해하고 기업의 ESG 경영 활동이 단순한 비용이 아닌 장기적인 투자로서의 가치를 지니고 있음을 입증하는 데 중요한 역할을 할 것으로 기대된다.

본 연구는 선행연구들과 비교하여 다음과 같은 차별점이 존재한다. 이사회 구성의 다양성과 독립성이 ESG경영에 미치는 영향을 보다 심도있게 살펴본다. 특히, 이사회 구성원의 성별 다양성과 독립성이 기업의 과거 재무성과와 ESG경영 사이의 관계에 미치는 조절효과를 실증적으로 분석함으로써, 기존의 ESG경영에 대한 연구를

확장한다. 또한 본 연구는 기업 지배구조와 ESG경영 간의 상호작용에 대한 분석을 통해 ESG경영이 단순한 비용의 측면이 아니라 기업의 지속가능한 성장과 재무적 성공을 위한 중요한 요소임을 제시한다.

2. Literature and Hypothesis

ESG 정보의 공시가 경영활동에 미치는 영향에 대한 연구들은 다양한 결과를 제시한다. 나영과 임옥빈은 ESG 정보의 공시가 토빈의 Q와 유의한 양의 관련성을 가지며, 장기적으로는 자금 조달에 유의한 영향을 미친다고 보고한다[1]. 반면, 민재형 등은 ESG 활동의 초기 투자비용이 주식수익률에는 부정적인 영향을 미치지만, 토빈의 Q에는 긍정적인 영향을 미친다고 제시하였다[2]. Gillan et al.에서는 ESG 평가등급이 높을수록 재무성과가 좋다고 보고하며[3], Borghesi et al.은 높은 MSCI KLD 점수를 가진 기업이 운영이익과 현금흐름에서 개선을 보인다고 주장하였다[4]. Barko et al.은 ESG 개선이 기업의 수익률 향상에 긍정적인 영향을 미친다고 제시하였다[5].

Pava et al.은 사회적 책임을 이행하는 기업이 재무적으로 더 성공적이라는 결과를 제시하였으며[6], Preston et al.에서는 사회적 책임이 재무성과와 양의 관련성이 있다는 실증분석 결과가 나타났다[7]. Simionescu et al.의 연구는 사회적 책임 활동이 회계 성과와 시장 성과에 미치는 영향이 차별적이며[8], 국내 연구는 사회적 책임 활동이 기업 이미지와 재무성과를 향상시킨다고 보고하였다[9,10].

ESG 경영의 긍정적인 영향을 보고한 연구는 다음과 같다. 강원과 정무권은 ESG 성과가 기업가치와 양의 관련성을 가진다고 제시하며[11], 장승욱과 김용현의 연구는 ESG 평가 등급이 높은 기업이 재무성과도 높다고 보고하였다[12]. 오상희와 이승태는 ESG 요인 중 지배구조(G), ESG, 사회(S) 순으로 재무성과에 영향을 미친다는 분석결과를 제시하였으며[13], 김범석과 민재형은 ESG 활동이 장기적인 가치 창출에 기여한다고 주장하였다[14]. 백상미와 최정미는 ESG 평가 등급이 현금흐름과 이익의 가치 관련성을 있음을 보여주었다[15]. Chen et al.은 COVID-19 기간 동안 ESG 등급이 높은 기업의 경우 주식수익률 변동성이 낮아졌으며, 주식수익률은 향상된 것으로 나타났다[16].

반면에, ESG 경영이 재무성과에 부정적 영향을 미칠

수 있다는 연구도 존재한다. Friedman은 비재무적 경영 활동이 초기 투자비용을 증가시켜 주주에게 돌아갈 혜택을 감소시킬 수 있다고 주장한다[17]. Giuli et al.의 연구는 사회적 책임 활동에 더 많은 비용을 지출한 기업에서 주주수익률이 낮고 ROA도 감소한다고 보고하였다[18]. Buchanan et al.은 2008년 금융위기 기간 동안 ESG에 과도한 투자를 한 기업의 가치가 더 낮아졌다고 결과를 제시한다[19]. 국내 선행연구에서는 ESG 경영과 재무성과 간의 관계가 기업의 크기나 산업 특성에 따라 다르게 나타날 수 있음을 보여주었다[20-22].

이러한 연구 결과들을 종합하면, ESG 경영이 기업의 재무성과에 미치는 영향은 복잡하며, 혼재되어 있는 것으로 나타났다. 선행연구에서 혼재된 양상을 보이는 ESG 경영과 과거 재무성과 간의 관계에 대해 살펴봄으로써 ESG 경영이 재무적 관점에서 어떠한 영향을 받는지에 대한 이해도를 제고하고 한다. 따라서 본 연구에서는 전기의 재무성과와 ESG의 관계를 살펴보기 위해 귀무가설의 형태로 가설 1을 도출하였다.

가설 1. 전기 재무성과와 ESG는 관련성이 없다.

이사회 특성이 ESG 활동에 미치는 영향에 관한 선행연구를 살펴보면, 사외이사제도는 기업 지배구조의 핵심 요소로, 사외이사 비율이 높아짐에 따라 기업의 투명성과 주주 이익 보호가 증대되는 것으로 나타났다. Yermack은 사외이사 비율이 높을수록 기업 가치가 향상됨을 주장하였고[23], Byrd and Hickman은 사외이사의 존재가 주주의 이해관계와 일치하는 의사결정에 영향을 미친다고 제시하였다[24]. Duchin et al.은 정보 수집 비용이 낮은 기업에서 사외이사 비율 증가가 기업 가치 향상과 관련이 있다고 보고했다[25]. 소종일 등은 사외이사 초과 선임이 유가증권 상장기업의 기업 가치를 향상시킨다고 주장했다[26]. Xie et al.에 따르면 사외이사는 이사회 의 견제와 감시 기능을 강화하고, 이는 사외이사제도의 긍정적인 기능으로 ESG 활동 개선에 기여할 수 있음을 제시하였다[27]. 이사회 구성원 중 사외이사의 역할과 ESG 활동간의 관련성에 대해 분석한 연구에서는 사외이사를 초과선임하는 기업일수록 ESG 활동에 적극적임을 발견하였다[28].

여성 임원의 역할과 관련하여, 여성 임원은 경영인의 업무 보고에 대한 감독 기능을 보다 성실하게 수행한다고 알려져 있다[29,30]. 이사회 성별 다양성이 의사결정에 긍정적인 영향을 미친다는 연구 결과도 있다. 김수

인과 홍지연은 강력한 지배구조를 가진 기업에서 여성 임원의 이사회 참여가 회계 투명성을 강화하는데 긍정적인 영향을 미친다고 보았다[31]. 김용수와 오용락은 여성 임원 비율이 높은 기업에서 초과 이익과 순자산의 주가 관련성이 높다고 보고했다[32]. 전경민 등은 이사회 구성이 다양할수록 이사회 독립성이 증가하며, 감시 및 감독 기능이 강화됨으로써 경영자의 이익 조정 활동이 감소한다고 보았다[33]. 여성임원의 수가 사회적책임활동에 미치는 영향에 대해 분석한 김영화의 결과 여성임원의 수가 사회적책임활동에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다[34]. 이사회 특성은 ESG경영에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대할 수 있다. 이사회 특성, 즉 구성원의 다양성과 독립성이 ESG 성과를 향상시키고, 이를 통해 기업의 지속가능성과 사회적 책임을 향상시키는데 기여할 것으로 예상된다. 본 연구에서는 이사회 특성 중 독립성으로 사외이사비율에 초점을 맞추어 살펴보고자 한다. 선행연구에서 살펴본 바와 같이 사외이사의 비율이 높은 기업일수록 이사회 감시 및 통제 기능을 통해 ESG 성과를 향상시킬 수 있을 것이며, 사외이사의 독립성은 기업의 투명성을 증가시키고, ESG와 관련된 의사결정에서 중요한 역할을 할 것으로 기대된다.

이사회 다양성과 관련하여 이사회 내 여성이사의 비율을 사용하여 ESG에 미치는 영향을 살펴본다. 여성임원은 보다 유연한 의사결정을 통해 ESG 전략과 실행에 영향을 미칠 수 있다. 이사회 성별 다양성은 더 넓은 시각과 포용적 의사결정을 통해 기업의 ESG 성과의 향상에 기여할 수 있을 것이다. 상기의 논의를 바탕으로 가설2를 도출하면 다음과 같다.

가설 2: 이사회 특성은 ESG 성과와 양(+)의 관계를 가질 것이다.

ESG 경영과 재무성과 간에는 관련성이 있을 수 있으나, 이 관계가 혼재되어 있으며 다양한 요인에 의해 영향을 받는다. 특히, 이사회 구성과 특성은 기업의 전략과 의사결정에 중요한 영향을 미치며, 사외이사의 비율이 높거나 여성 이사의 비율이 높은 이사회는 일반적으로 더 넓은 시각과 포용적인 의사결정을 할 수 있다. 이러한 특성은 ESG를 포함한 기업의 다양한 영역에 영향을 미칠 수 있으며, 이사회 구성과 특성이 기업의 전기 재무성과와 ESG 간의 관련성에 조절효과를 미치는 지를 살펴보고자 한다. 예를 들어, 사외이사의 비율이 높은 이사회는 기업의 ESG 활동에 보다 많은 관심을 가지며 재무

성과와 ESG의 관계에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 마찬가지로 여성 이사의 비율이 높은 이사회는 유연한 의사결정을 통해 ESG와 재무성과의 관계에 영향을 미칠 수 있다. 따라서 이사회 다양성과 독립성이 기업의 재무성과와 ESG경영 사이의 관련성에 조절효과를 가지는지를 살펴보기 위하여 가설 3을 도출하면 다음과 같다.

가설 3 : 이사회 특성은 전기 재무성과와 ESG경영 간의 관련성에 영향을 미칠 것이다.

3. Research Design

3.1 연구모형

본 연구에서는 기업의 전기 재무성과가 ESG 경영에 미치는 영향과 이사회특성이 조절효과를 가지는 지를 검증한다. 이를 검증하기 위하여 2020년부터 2022년까지 유가증권시장 및 코스닥시장에 상장된 제조기업 중에서 ESG성과가 공시된 기업을 대상으로 표본을 선정하고, 연구모형을 바탕으로 회귀분석을 실시한다. 식(1)은 가설 1을 검증하기 위한 모형으로, 전기 재무성과가 ESG경영에 긍정적인 영향을 미친다면 α_1 의 계수 값은 양(+)의 값을 가질 것이며, 부정적인 영향을 미친다면 음(-)의 값을 가질 것이다.

$$ESG_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t-1} + \beta_2 Control + \beta_3 YD_{i,t} + \beta_4 IND_{i,t} + \epsilon \quad (1)$$

$$ESG_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BOARD_{i,t} + \beta_2 Control + \beta_3 YD_{i,t} + \beta_4 IND_{i,t} + \epsilon \quad (2)$$

$$ESG_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t-1} + \beta_2 BOARD_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t-1} * BOARD_{i,t} + \beta_4 Control + \beta_5 YD_{i,t} + \beta_6 IND_{i,t} + \epsilon \quad (3)$$

이사회특성이 ESG경영에 미치는 영향을 살펴보기 위한 모형은 식(2)와 같다. 이사회특성 중 독립성 변수인 사외이사비율이 ESG성과를 향상시킨다면 사외이사비율($BOARD(OUT)$)의 계수 값 α_1 은 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다. 또한 이사회 다양성 변수인 여성이사비율($BOARD(W)$) 역시 ESG 성과를 향상시킬 것으로 기대되므로, 가설이 지지된다면 양(+)의 값을 가질 것이다.

식(3)은 전기 재무성과와 ESG경영 간의 관련성에 이사회특성이 조절효과를 가지는 지를 검증하기 위한 모형이다. 관심변수는 전기 재무성과와 이사회특성의 상호작용 변수인 α_3 이다. 전기 재무성과가 ESG 경영에 미치는 영향에 이사회 특성이 조절효과를 가진다면 α_3 는 유의한 값을 가질 것이며, 이사회 특성이 ESG 경영에 긍정적인 영향을 미친다면 양(+)의 값을 가질 것으로 기대된다.

3.2 변수측정

본 연구는 전기 재무성과가 ESG에 미치는 영향과 그 관련성에 이사회 특성이 조절효과를 가지는지 검증하는 것이다. 따라서 본 연구의 종속변수는 ESG이다. ESG는 한국ESG기준원에서 공시된 ESG평가 등급자료를 사용하며, ESG평가등급(S, A+, A, B+, B, C, D)을 7점부터 1점까지 점수화하였다. 주요 독립변수인 전기 재무성과(ROA_{t-1})는 총자산이익률이며, 조절효과를 살펴보기 위한 이사회특성은 독립성의 대리변수로 사외이사비율을, 다양성의 대리변수로 여성이사비율을 사용하였다. 여성이사비율을 측정하기 위한 여성이사의 수는 금융감독원 전자공시시스템(<https://dart.fss.or.kr/>)에 공시된 여성임원의 수를 수작업으로 수집하였다.

본 연구에서는 종속변수인 ESG에 미치는 영향을 통제하기 위해 선행연구를 바탕으로 LEV(부채비율), MB(장부가치 대비 시장가치비율), Growth(매출액성장률), SIZE(기업규모), SALE(총자산회전율)을 통제변수로 모형에 추가하였다. 또한, 산업별·연도별 차이를 통제하기 위해 산업터미와 연도터미를 포함하였다.

3.3 표본선정

본 연구는 2020년부터 2022년까지 한국 유가증권시장장(KOSPI) 및 코스닥 시장에 상장된 기업을 대상으로 한국ESG기준원의 ESG등급이 공시된 기업 중에서 본 연구에 사용된 최종 표본 수는 2,476 기업-연도이다. 극단치의 영향을 완화하기 위하여 각 변수들의 상·하위 1% 수준에서 극단치를 조정(winsorization)하였다.

4. Results

4.1 기술통계량 및 상관관계분석

Table 1. Descriptive statistics(N=2,476)

var	Mean	std	Min	Med	Max
ESG	2.860	1.273	1.000	3.000	6.000
ROA_{t-1}	0.015	0.096	-1.106	0.025	0.281
$BOARD(O)$	0.409	0.141	0.000	0.400	1.000
$BOARD(W)$	0.048	0.093	0.000	0.000	0.667
MB	0.000	0.012	-0.277	0.000	0.079
GROW	1.715	2.213	0.139	0.954	15.854
LEV	0.124	0.317	-0.753	0.091	2.216
SIZE	0.450	0.205	0.024	0.452	1.092
SALES	19.757	1.413	16.679	19.550	23.591

Table 2. Correlation analysis

	ESG	ROA _{t-1}	BOARD(OUT)	BOARD(W)	MB	GROW	LEV	SIZE	SALES
ESG	1.000								
ROA _{t-1}	0.108	1.000							
	<.0001								
BOARD(OUT)	0.449	0.049	1.000						
	<.0001	0.015							
BOARD(W)	0.098	-0.054	0.106	1.000					
	<.0001	0.008	<.0001						
MB	-0.055	-0.228	-0.078	0.055	1.000				
	0.006	<.0001	<.0001	0.007					
GROW	-0.003	-0.009	-0.012	-0.001	0.095	1.000			
	0.878	0.659	0.546	0.957	<.0001				
LEV	0.154	-0.268	0.115	0.012	-0.014	0.054	1.000		
	<.0001	<.0001	<.0001	0.558	0.488	0.007			
SIZE	0.529	0.188	0.396	0.138	0.296	0.134	-0.030	1.000	
	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	0.130		
SALES	0.117	0.146	-0.005	-0.079	-0.153	0.085	0.231	-0.123	1.000
	<.0001	<.0001	0.807	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	

〈Table 1〉은 본 연구모형에서 사용된 변수들의 기술 통계량이다. ESG등급이 공시된 기업의 평균 점수는 상위 25%는 4점 이상의 ESG 등급을 획득하고 있는 것으로 나타났다. 전기 재무성과(ROA_{t-1})의 평균은 0.015로, 대부분의 기업이 총자산 대비 양의 순이익을 창출하고 있는 것으로 볼 수 있다. 중앙값은 0.025로 전반적으로 기업들이 안정적인 수익 창출 능력을 보유하고 있는 것을 의미한다. 사외이사비율은 평균 0.409(중위수 0.400)로 기업 이사회회의 절반 가까이 외부인사로 구성되어 있는 것으로 보인다. 여성 이사비율은 평균 0.048로 매우 낮은 것으로 나타났다. 대다수의 기업에서 여성이사가 적거나 없는 것으로, 여성의 이사회 참여가 매우 제한적인 것으로 볼 수 있다.

〈Table 2〉는 각 변수 간의 상관관계분석 결과이다.

ESG 등급은 사외이사 비율(out_rate), 부채 비율(LEV), 기업 규모(size), 그리고 총자산회전율(SALES)과 유의한 양(+)의 상관관계를 보여주는데, 이는 ESG 등급이 높은 기업이 보다 높은 사외이사 비율, 더 큰 규모, 그리고 더 많은 부채를 가지며, 자산을 더 효율적으로 활용할 수 있음을 시사한다. 전기 총자산이익률(ROA_{t-1})은 사외이사 비율(BOARD(OUT))과 부채 비율(LEV)과 각각 약한 양(+)의 및 강한 음(-)의 상관관계를 보이며, 이는 수익성이 높은 기업이 사외이사의 비율이 적당하게 높은 반면, 상대적으로 낮은 부채 비율을 가질 수 있음을 나타낸다. 여성 이사 비율(BOARD(W))은 다른 변수들과의 상관관계가 대체로 낮거나 유의하지 않음을 나타내어, 여성 이사의 비율이 다른 재무적 지표들과는 독립적인 경향을 보임을 암시한다.

Table 3. Regression analysis results(H1)

Variable	ESG		E		S		G	
	coff	t-value	coff	t-value	coff	t-value	coff	t-value
Intercept	-9.059	-22.58***	-10.312	-23.52***	-11.473	-24.29***	-5.252	-12.80***
ROA _{t-1}	-0.496	-2.16**	-0.627	-2.50**	-0.617	-2.28**	-0.156	-0.66
MB	-0.131	-12.66***	-0.163	-14.50***	-0.170	-14.01***	-0.073	-6.88***
GROW	-0.242	-3.80***	-0.179	-2.57***	-0.286	-3.82***	-0.183	-2.81***
LEV	0.689	6.43***	0.823	7.03***	0.987	7.82***	0.262	2.39**
SIZE	0.540	34.91***	0.577	34.15***	0.674	37.00***	0.384	24.31***
SALES	0.423	8.82***	0.346	6.62***	0.500	8.86***	0.353	7.20***
YD, IND	Included		Included		Included		Included	
Adj. R2	0.480		0.452		0.480		0.404	
F value	38.59***		34.47***		38.53***		28.55***	

4.2 회귀분석결과

〈Table 3〉은 본 연구의 첫 번째 가설에 해당하는 전기 재무성과와 ESG경영과의 관계에 대한 회귀분석 결과이다.

전기 재무성과(ROA_{t-1})의 계수 값은 $-0.496(t\text{-value} = 2.16)$ 이며, 통계적으로 5%수준에서 유의한 음(-)의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 귀무가설 "전기 재무성과와 ESG는 관련성이 없다"가 기각되고, 대립가설 "전기 재무성과와 ESG는 관련성이 있다"를 채택하는 결과이다. 구체적으로, 전기 재무성과가 좋지 않은 기업들은 자신들의 ESG 등급을 향상시키기 위해 노력을 할 수 있음을 나타내거나, 반대로 높은 재무성과를 보이는 기업들이 ESG 경영에 덜 집중한 것으로 볼 수 있다. 이는 기업이 경영성과에 따라 ESG에 대한 투자와 관심을 조절할 수 있음을 나타낸다.

ESG요소 중 E(환경)과 S(사회)가 전기 재무성과와의 관련성을 살펴본 결과는 Column2·3에 제시되어있다. ESG통합등급의 결과와 동일하게, 전기 재무성과(ROA_{t-1})

와 ESG의 관련성이 5%수준에서 유의한 음(-)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 반면에 Column4에 제시된 G(지배구조)요인은 통계적으로 유의한 관계가 나타나지 않았다. 따라서 ESG 개별 요소와 전기 재무성과와의 관련성을 살펴본 결과 E(환경), S(사회) 요인은 가설1을 기각하며, 대립가설을 채택하는 것으로 나타났다. 이는 기업의 재무성과가 높을 경우 기업이 환경적, 사회적 책임을 덜 이행할 수 있음을 시사하는 반면, 지배구조 성과는 전기 재무성과와 독립적일 수 있음을 의미한다.

〈Table 4〉는 이사회 특성은 ESG 성과를 살펴보기 위한 가설 2의 회귀분석 결과이다. PanelA는 이사회특성 중 독립성에 대한 대리변수로 사외이사 비율에 대한 결과를 제시하고 있다. 먼저 ESG통합등급을 종속변수로 분석한 결과를 살펴보면 다음과 같다. 사외이사비율($BOARD(OUT)$)은 1%수준에서 유의한 양(+)의 관계를 가지는 것으로 나타나 이는 사외이사비율이 높을수록 ESG 통합등급이 높아지는 것으로 볼 수 있다. ESG 개별 요인 별로 분석한 결과에서도 사외이사비율이 1%수준에서 유

Table 4. Regression analysis results(H2)

PANEL A : 이사회 독립성(사외이사비율)

Variable	ESG		E		S		G	
	coeff	t-value	coeff	t-value	coeff	t-value	coeff	t-value
Intercept	-8.107	-20.92***	-9.544	-22.12***	-10.552	-22.82***	-4.322	-10.98***
$BOARD(OUT)$	1.865	12.58***	1.332	8.07***	1.702	9.63***	2.071	13.76***
MB	-0.107	-10.82***	-0.144	-13.08***	-0.147	-12.48***	-0.050	-5.00***
$GROW$	-0.182	-2.95***	-0.131	-1.92**	-0.229	-3.11***	-0.123	-1.96**
LEV	0.640	6.44**	0.827	7.47***	0.966	8.14***	0.151	1.49
$SIZE$	0.447	28.31***	0.505	28.76***	0.585	31.11***	0.289	18.02***
$SALES$	0.408	8.99***	0.324	6.41***	0.480	8.85***	0.354	7.68***
YD, IND	Included		Included		Included		Included	
Adj. R2	0.512		0.465		0.499		0.448	
F value	43.56***		36.28***		41.36***		33.88***	

PANEL B : 이사회 다양성(여성이사비율)

Variable	ESG		E		S		G	
	coeff	t-value	coeff	t-value	coeff	t-value	coeff	t-value
Intercept	-8.818	-22.34***	-10.073	-23.31***	-11.184	-24.05***	-5.129	-12.71***
$BOARD(W)$	0.656	3.12***	0.294	1.28	0.739	2.99***	0.596	2.78***
MB	-0.126	-12.53***	-0.157	-14.30***	-0.164	-13.89***	-0.071	-6.94***
$GROW$	-0.223	-3.51***	-0.164	-2.35**	-0.264	-3.53***	-0.171	-2.63***
LEV	0.742	7.27***	0.905	8.10***	1.056	8.78***	0.268	2.57**
$SIZE$	0.525	35.43***	0.562	34.65***	0.656	37.57***	0.377	24.88***
$SALES$	0.413	8.79***	0.324	6.31***	0.486	8.79***	0.357	7.44***
YD, IND	Included		Included		Included		Included	
Adj. R2	0.482		0.451		0.481		0.406	
F value	38.76***		34.33***		38.65***		28.75***	

의한 양(+의 관계가 나타났다. 이러한 결과는 사외이사 비율이 높은 기업이 ESG통합등급 뿐만 아니라 개별 요인에서도 높은 성과에 영향을 미치는 것으로 볼 수 있으며 이는 사외이사가 이사회 내에서 중요한 견제와 감시 기능을 수행함으로써 기업의 ESG 경영에 기여한다는 선행연구를 뒷받침하며 본 연구의 가설 2를 지지하는 결과이다.

PanelB는 이사회 특성 중에서 다양성에 대한 분석결과이다. 다양성의 대리변수로 여성이사비율($BOARD(W)$)을 사용한 결과를 살펴보면 다음과 같다. ESG통합등급, S(사회), G(지배구조)의 경우 여성이사비율과 1% 수준에서 양(+의) 관련성이 있는 것으로 나타났다. 이는 여성 이사 비율이 높은 기업이 ESG 전반에서 더 높은 성과를

보일 가능성이 있음을 시사한다. 반면에 E(환경)는 통계적인 유의성이 나타나지 않아 여성이사비율과 환경성과는 명확한 관련성이 없는 것으로 볼 수 있다. 따라서 여성이사비율이 높은 기업은 사회적 활동과 지배구조 측면에서 더 높은 성과를 보이는 경향이 있으며, 이는 여성 이사의 존재가 이사회 내에서 다양성에 영향을 미치며, 기업의 ESG 경영에 기여할 수 있음을 제시하는 결과이다.

본 연구의 가설3에 대한 분석 결과는 <Table 5>에 제시되어있다. 먼저 사외이사비율($BOARD(OUT)$)이 전기재무 성과와 ESG의 관계에 조절효과를 가지는 지에 대한 실증분석결과(PanelA)를 살펴보면, 사외이사비율($BOARD(OUT)$)은 G(지배구조)를 제외한 ESG 전반에 걸쳐 1% 수준에서 유의한 양(+의) 관계를 가지는 것으로 나타났다. 가설1

Table 5. Regression analysis results(H3)

PANEL A : 이사회 독립성(사외이사비율)

Variable	ESG		E		S		G	
	coff	t-value	coff	t-value	coff	t-value	coff	t-value
Intercept	-8.170	-20.70***	-9.665	-22.01***	-10.652	-22.63***	-4.290	-10.69***
ROA_{t-1}	-1.632	-3.14***	-1.940	-3.35***	-2.036	-3.28***	-0.465	-0.88
$BOARD(OUT)$	1.806	12.12***	1.261	7.60***	1.629	9.16***	2.055	13.55***
$ROA_{t-1} * BOARD(OUT)$	3.416	2.79***	3.742	2.75***	4.111	2.82***	1.321	1.06
MB	-0.110	-10.88***	-0.149	-13.22***	-0.152	-12.55***	-0.050	-4.81***
$GROW$	-0.200	-3.23***	-0.154	-2.24**	-0.252	-3.42***	-0.127	-2.02**
LEV	0.601	5.77***	0.763	6.59***	0.909	7.32***	0.159	1.50
$SIZE$	0.452	27.36***	0.514	27.97***	0.593	30.12***	0.287	17.08***
$SALES$	0.424	9.14***	0.348	6.74***	0.501	9.06***	0.353	7.48***
YD, IND	Included		Included		Included		Included	
Adj. R2	0.513		0.467		0.501		0.447	
F value	42.47***		35.45***		40.37***		32.81***	

PANEL B : 이사회 다양성(여성이사비율)

Variable	ESG		E		S		G	
	coff	t-value	coff	t-value	coff	t-value	coff	t-value
Intercept	-8.959	-22.30***	-10.265	-23.35***	-11.366	-24.01***	-5.157	-12.55***
ROA_{t-1}	-0.605	-2.30**	-0.794	-2.76***	-0.656	-2.12**	-0.282	-1.05
$BOARD(W)$	0.620	2.95***	0.247	1.07	0.699	2.82***	0.580	2.70***
$ROA_{t-1} * BOARD(W)$	2.278	1.21	2.731	1.33	1.333	0.60	2.481	1.29
MB	-0.130	-12.59***	-0.163	-14.41***	-0.170	-13.96***	-0.072	-6.80***
$GROW$	-0.238	-3.72***	-0.182	-2.61***	-0.278	-3.70***	-0.180	-2.76***
LEV	0.671	6.26***	0.810	6.90***	0.971	7.69***	0.244	2.23**
$SIZE$	0.534	34.34***	0.575	33.76***	0.668	36.42***	0.379	23.82***
$SALES$	0.435	9.06***	0.353	6.73***	0.512	9.06***	0.365	7.43***
YD, IND	Included		Included		Included		Included	
Adj. R2	0.483		0.452		0.482		0.406	
F value	37.66***		33.44***		37.54***		27.87***	

의 분석결과, 전기 재무성과와 ESG는 음(-)의 관련성을 가지는 것으로 나타났으나, 사외이사가 감시와 견제의 역할을 통해 ESG 경영에 기여함으로써 ESG전략 및 실행에 중요한 역할을 하고 있음을 제시하는 결과이다. 따라서 <Table 5>의 PanelA의 결과 본 연구의 가설 3-1은 지지되는 것으로 볼 수 있다. PanelB는 여성이사비율(*BOARD(W)*)이 조절효과를 가지는지에 대한 실증분석 결과이다.

분석결과 여성이사비율은 전기 재무성과에 ESG간의 음(-)의 관련성에 조절효과를 가지지 못하는 것으로 나타났다. 이는 여성이사비율이 상대적으로 낮으며 영향력이 제한적임을 암시하며 본 연구의 가설 3-2는 기각되는 결과이다.

5. Conclusion

본 연구는 기업의 과거 재무성과와 ESG경영 간의 관계를 분석하고, ESG 경영의 중요성과 기업의 지속 가능한 발전에 기여하는 결정요인에 대해 살펴보고자 하였다. 연구의 결과를 요약하면 다음과 같다. 전기 재무성과에 따라 당기의 ESG경영에 미치는 영향이 차별적인지를 살펴본 결과, 전기 재무성과와 ESG경영 간에 유의한 음(-)의 관련성이 나타났다. 이는 과거에 재무적으로 성공하지 못한 기업들이 ESG 등급을 향상시키기 위해 노력하고 있을 가능성을 나타내며, 반대로 높은 재무성과를 보인 기업들이 ESG 경영에 상대적으로 덜 집중하는 경향이 있을 수 있음을 시사한다.

이사회 특성, 특히 독립성과 다양성은 ESG 경영에 긍정적인 기여를 하는 것으로 나타났다. 사외이사와 여성이사의 존재는 이사회 내에서 중요한 견제와 감시 기능을 수행하며, 이사회 구성원의 다양성이 기업의 ESG 전략과 실행에 있어 영향을 미치고 있음을 확인한 결과이다.

전기 재무성과와 ESG 경영간의 관련성에 이사회특성이 조절효과를 가지는지를 검증한 결과, 이사회 특성 중 사외이사비율은 전기 재무성과가 ESG 경영에 미치는 음(-)의 영향을 반전시키는 결과가 나타났으나 반면에 여성이사비율은 관련성이 없었다. 사외이사는 감시와 견제의 역할을 통해 ESG 경영에 기여함으로써 ESG전략 및 실행에 중요한 역할을 하고 있으나 여성이사는 상대적으로 비중이 적으며 영향력이 제한적인 것으로 해석할 수 있다.

본 연구의 결과는 이사회 특성이 ESG에 기여할 수 있으며, 기업은 이사회를 전략적으로 구성하여 ESG 목표 달성을 위한 의사결정과정에 다양한 관점을 반영할

필요가 있음을 제시한다. 본 연구는 ESG 경영이 단순한 윤리적 의무를 넘어 재무적 성과와 직결되는 중요한 요소임을 시사하며, 이사회의 구성과 특성이 기업의 ESG 목표 달성에 중요한 영향을 미칠 수 있음을 확인하며, ESG의 성과 결정요인의 연구를 확장했다는 것에 그 의의가 존재한다.

References

- [1] Y. Na, & W. B. Lim. "An Empirical Study on the Value Relevance of ESG Information". *Journal of Business Education*, Vol.26, No.4, pp.439-467, 2011.
- [2] J. H. Min, B. S. Kim, & S. I. Ha. "The Impact of Environmental, Social, and Governance (ESG) Factors on Stock Returns and Corporate Value for Sustainable Management". *Journal of the Korean Operations Research and Management Science Society*, Vol.39, No.4, pp.33-49, 2014.
- [3] S. Gillan, J. C. Hartzell, A. Koch, & L. T. Starks. "Firms' Environmental, Social, and Governance (ESG) Choices, Performance and Managerial Motivation". Unpublished Working Paper, 2010.
- [4] R. Borghesi, J. F. Houston, & A. Naranjo. "Corporate Socially Responsible Investments: CEO Altruism, Reputation, and Shareholder Interests". *Journal of Corporate Finance*, Vol.26, pp.164-181, 2014. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.03.008>
- [5] T. Barkó. "Essays on Stakeholder Relations and Firm Value". Doctoral Dissertation, Tilburg University, 2018.
- [6] M. L. Pava, & J. Krausz. "The Association Between Corporate Social-Responsibility and Financial Performance: The Paradox of Social Cost". *Journal of Business Ethics*, Vol.15, pp.321-357, 1996. DOI: <https://doi.org/10.1007/BF00382958>
- [7] L. E. Preston, & D. P. O'bannon. "The Corporate Social-Financial Performance Relationship: A Typology and Analysis". *Business & Society*, Vol.36, No.4, pp.419-429, 1997. DOI: <https://doi.org/10.1177/000765039703600406>
- [8] L. N. Simionescu, & Å. C. GHERGHINA. "Corporate Social Responsibility and Corporate Performance: Empirical Evidence from a Panel of the Bucharest Stock Exchange Listed Companies". *Management & Marketing*, Vol.9, No.4, 2014.
- [9] Y. S. Kim, & J. B. Wi. "An Integrative Examination of Corporate Social Activities and Financial Performance". *Journal of the Korean Academy of Management*, Vol.24, No.5, pp.2913-2950, 2011.
- [10] J. I. Jang, & H. S. Choi. "The Relationship between Corporate Social Responsibility (CSR) and Financial Performance". *Journal of the Korean Academy of*

- Management, Vol.23, No.2, pp.633-648, 2010.
- [11] W. Kang, & M. K. Jung. "The Effectiveness of ESG Activities and Financial Characteristics of Firms". Journal of the Korean Securities Association, Vol.49, No.5, pp.681-707, 2020.
- [12] S. W. Jang, & Y. H. Kim. "Corporate ESG and Financial Performance". Journal of Financial Management, Vol.30, No.1, pp.131-152, 2013.
- [13] S. H. Oh, & S. T. Lee. "A Study on the Relationship Between ESG Evaluation Factors and Corporate Value". Journal of Computer Accounting Research, Vol.17, No.2, pp.205-223, 2019.
- [14] B. S. Kim, & J. H. Min. "The Leading and Lagging Relationship between Corporate ESG Efforts and Financial Performance: An Exploratory Study". Journal of Korean Production and Operations Management Society, Vol.27, No.4, pp.513-538, 2016.
- [15] S. M. Baek, & J. M. Choi. "The Effect of ESG Ratings on the Value Relevance of Earnings and Cash Flows". Journal of Business Administration Research, Vol.29, No.3, pp.125-145, 2022.
- [16] C. Chen, C. J. Su, & M. Chen. "Understanding How ESG-Focused Airlines Reduce the Impact of the COVID-19 Pandemic on Stock Returns". Journal of Air Transport Management, Vol.102, 102229, 2022. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jairtraman.2022.102229>
- [17] M. Friedman. "The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits". The New York Times Magazine, 13 September 1970.
- [18] A. Di Giuli, & L. Kostovetsky. "Are Red or Blue Companies More Likely to Go Green? Politics and Corporate Social Responsibility". Journal of Financial Economics, Vol.111, No.1, pp.158-180, 2014. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.10.002>
- [19] B. Buchanan, C. X. Cao, & C. Chen. "Corporate Social Responsibility, Firm Value, and Influential Institutional Ownership". Journal of Corporate Finance, Vol.52, pp.73-95, 2018. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.07.004>
- [20] S. A. Park, & E. H. Shin. "Analysis of the Correlation between ESG Performance and Financial Value of Large, Medium and Small Enterprises". Environmental Policy, Vol.29, No.4, pp.151-199, 2021. DOI: <https://doi.org/10.15301/jepa.2021.29.4.151>
- [21] Y. D. Lee, & C. S. Lee. "The Impact of Corporate Social Responsibility Activities on Corporate Value and Cost of Capital". Asia-Pacific Journal of Business & Commerce, Vol.13, No.1, pp.74-102, 2021. DOI: <https://doi.org/10.35183/ajbc.2021.03.13.1.74>
- [22] W. B. Lim. "The Impact of Non-Financial Information on Corporate Performance: Centered on ESG Scores". Journal of International Accounting Research, No.86, pp.119-144, 2019.
- [23] D. Yermack. "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors". Journal of Financial Economics, Vol.40, No.2, pp.185-211, 1996. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(95\)00844-5](https://doi.org/10.1016/0304-405x(95)00844-5)
- [24] J. W. Byrd, & K. A. Hickman. "Do Outside Directors Monitor Managers?: Evidence from Tender Offer Bids". Journal of Financial Economics, Vol.32, No.2, pp.195-221, 1992. DOI: [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(92\)90018-s](https://doi.org/10.1016/0304-405x(92)90018-s)
- [25] R. Duchin, O. Ozbas, & B. A. Sensoy. "Costly External Finance, Corporate Investment, and the Subprime Mortgage Credit Crisis". Journal of Financial Economics, Vol.97, No.3, pp.418-435, 2010. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.12.008>
- [26] J. I. So, H. J. Choi, & M. Y. Huh. "A Study on the Determinants of Over-Appointment of Outside Directors and Corporate Value". Journal of Business Administration Research, Vol.19, No.4, pp.215-238, 2012.
- [27] B. Xie, W. N. Davidson III, & P. J. DaDalt. "Earnings Management and Corporate Governance: The Role of the Board and the Audit Committee". Journal of Corporate Finance, Vol.9, No.3, pp.295-316, 2003. DOI: [https://doi.org/10.1016/s0929-1199\(02\)00006-8](https://doi.org/10.1016/s0929-1199(02)00006-8)
- [28] H. J. Ban, & H. J. Park. "Family Controlled Firms and ESG Management: Focusing on the Moderating Effects of Board and Management Characteristics". Journal of Accounting and Policy Research, Vol.27, No.4, pp.165-192, 2022. DOI: <https://doi.org/10.31507/KJMAR.2022.12.22.3.67>
- [29] R. B. Adams, & D. Ferreira. "Women in the Boardroom and their Impact on Governance and Performance". Journal of Financial Economics, Vol.94, No.2, pp.291-309, 2009. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007>
- [30] R. B. Adams, B. E. Hermalin, & M. S. Weisbach. "The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey". Journal of Economic Literature, Vol.48, No.1, pp.58-107, 2010. DOI: <https://doi.org/10.1257/jel.48.1.58>
- [31] S. I. Kim, & J. Y. Hong. "The Impact of Female Executives in the Boardroom on Corporate Transparency". Journal of International Accounting Research, No.59, pp.69-100, 2015.
- [32] Y. S. Kim, & W. R. Oh. "The Impact of the Ratio and Tenure of Female Employees on the Value Relevance of Accounting Information". Journal of Tax and Accounting, Vol.18, No.4, pp.173-193, 2017.
- [33] K. M. Jeon, Y. J. Shin, & H. P. Kim. "Board Diversity and Real Earnings Management". Journal of Accounting, Vol.26, No.3, pp.33-77, 2017. DOI: <https://doi.org/10.24056/KAJ.2017.04.004>
- [34] Y. H. Kim. "The Impact of Female Executives on Corporate Social Responsibility Activities". Journal of Taxation and Accounting Research, No.64, pp.195-210, 2020.

정 우 성(Woo-Sung Jung)

[정회원]



- 1990년 2월 : 동아대학교 경영학과
- 1995년 2월 : 동아대학교 경영학 박사
- 1996년 9월 ~ 현재 : 부산외국어 대학교 경영학과 교수

〈Research Interests〉

Capital Market Accounting, Government Accounting