

ISSN 2982-7124

ESG 리뷰

ESG Review

2024-03호 | Vol. 112

2024.09.30

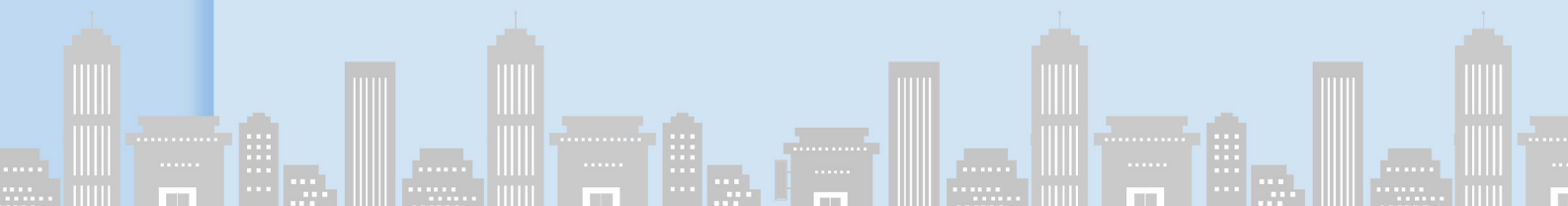


한국ESG기준원

Contents

Vol.112 | 2024. 3호

03 **연구논단 I** ESG 성과는 기업가치를 향상시키는가?
재무성과의 조절효과를 중심으로
이지운 | 연세대학교 경영대학 교수



ESG 성과는 기업가치를 향상시키는가?

재무성과의 조절효과를 중심으로*

연구논단 I

이지윤 | 연세대학교 경영대학 교수

I. 서론

기업의 환경(environmental), 사회(social), 그리고 지배구조(governance)를 일컫는 ESG의 성과가 기업가치를 향상시키는지에 대해서는 일관된 결론이 제시되고 있지 않다. ESG 활동이 기업가치를 향상시킨다고 보고하는 연구는 ESG 투자로 인한 현금흐름 증가 또는 위험감소를 원인으로 제시한다. 예를 들어, ESG 활동은 광고와 유사한 기능을 하여 브랜드 이미지와 평판을 강화하는 데 도움이 될 수 있으며, 이는 소비자의 구매를 촉진시켜 기업의 현금흐름을 증가시킬 수 있다 (Navarro, 1988; Brown et al., 2006; Servaes and Tamayo, 2013; Albuquerque et al., 2019). 또한 ESG 투자는 환경 규제나 사회적 요구에 선제적으로 대응할 수 있도록 함으로써 환경, 사회, 지배구조와 관련된 위험을 완화하여 자본 비용을 감소시키기도 한다 (Humphrey et al., 2012; Oikonomou et al., 2012; Becchetti et al., 2015; Hong and Liskovich, 2015; El Ghouli et al., 2016; Schiller, 2018; Albuquerque et al., 2019). 반면, 경영진의 대리인 문제에 기반하여 ESG의 부정적인 측면을 보고하는 연구도 다수 존재한다. 경영진이 ESG 투자 결정을 할 때 기업가치에 미치는 영향보다 자신의 평판 등 개인적인 효용을 우선적으로 고려할 경우 ESG 성과가 기업가치를 훼손할 수 있다는 것이다 (Benabou and Tirole, 2010; Masulis and Reza, 2015).

* 본고는 Cho, Lee, and Park (2024) 'Higher highs and lower lows: investor valuation of ESG and financial performance'를 바탕으로 작성되었다.

본고에서는 기업의 ESG 성과가 기업가치에 미치는 영향이 재무성과에 따라 달라질 수 있음을 고려한다. 국내 기업의 ESG 성과는 일반적으로 기업가치와 양(+)의 관계를 가지는 것으로 나타나는데 이 결과는 ESG 성과가 기업가치를 향상시킨다고 해석될 수 있다.¹⁾ 하지만, 재무성과가 좋지 않은 상황에서의 ESG 투자는 오히려 기업가치를 저해할 수 있을 것이다. 재무성과가 저조한 가상의 기업을 가정해보자. 최근 몇 년간 이 기업의 매출과 이익이 감소하였으며 자산 수익률(ROA)이 업계 평균보다 낮은 수준인데도 불구하고 경영진이 환경 보호와 사회적 책임을 강조하며 ESG 활동에 막대한 자원을 투입하고자 한다. 주주는 이런 투자를 긍정적으로 평가할까? 기업의 사회적 책임이라는 측면에서는 이런 활동이 긍정적으로 평가될 수 있을 것이다. 하지만 주주의 입장에서는 그 평가가 부정적일 수 있다. 재무성과가 좋지 않은 상황에서는 기업이 보유한 인적, 물적, 재무적 자원을 최대한 효율적으로 사용해야 하는데 ESG 활동에 충분한 자원을 할당하게 되면 기업의 핵심 사업(core business)에 투자할 자금이 부족해지기 때문이다. 이는 장기적으로 기업의 경쟁력 약화로 이어질 수 있으며, 결과적으로 기업가치를 하락시킬 것이다.

실제의 예로 다논(Danone) 그룹의 사례를 들 수 있다. 다논은 프랑스에 본사를 둔 다국적 식품 기업으로, 유제품, 생수, 영양식품 등을 주로 생산하며 환경과 지속 가능성을 중시하는 것으로 알려져 있다. 특히 다논의 CEO였던 엠마뉘엘 파베르는 ESG 활동에 큰 관심을 가지고 다양한 친환경 프로그램을 진행해왔다. 2025년까지 모든 제품의 포장을 100% 재활용 가능하거나 생분해성으로 만들겠다는 목표를 세웠으며 탄소 배출량을 줄이기 위해 재생 에너지를 사용하고, 물 소비를 줄이는 등 여러 친환경적인 활동을 강화했다. 그러나 이러한 ESG 목표를 달성하기 위해 다논은 상당한 비용을 투입해야 했고, 이는 회사의 재무성과에 부담을 주기 시작했다. 특히, 플라스틱 사용을 줄이고 재활용 가능한 포장재로 전환하는 과정에서 생산 비용이 크게 증가했는데 이는 결국 제품 가격 인상으로 이어졌으며, 소비자들이 가격에 민감한 생수 시장에서 경쟁력이 약화되는 결과를 초래했다. 투자자들은 파베르가 장기적인 지속 가능성에만 지나치게 집중한 나머지, 재무성과와 주주 가치를 소홀히 했다고 재무성과를 개선하는 것이 우선이라고 주장했다. 일부 주주들은 파베르의 ESG 중심 경영을

1) 기업가치가 높아야 ESG 투자를 할 수 있다는 역인과관계(reverse-causality)나 omitted variable에 기반한 설명도 가능하다.

공개적으로 비판했다. 다논의 주가는 지속적으로 하락했으며 주주의 압력은 이사회로 하여금 CEO 교체를 결정하게 만들어 파베르는 2021년 3월 CEO 자리에서 물러나게 되었다. 재무성과가 부진한 상황에서의 ESG 투자가 오히려 기업가치에 부정적인 영향을 미친 사례로 볼 수 있다. ESG 활동이 기업의 장기적인 지속 가능성을 목표로 하는 중요한 전략임에도 불구하고, 재무적 성과와의 균형을 맞추지 못할 경우 기업가치의 하락뿐만 아니라 경영진의 교체와 같은 극단적인 결과를 초래할 수 있음을 보여준 것이다.

본고에서는 이러한 점에 기반하여 ESG 성과(ESG performance)가 기업가치에 미치는 영향이 기업의 재무성과(financial performance)에 따라 달라지는지를 분석한다. 기업은 우선적으로 핵심 사업 활동에 자원을 사용하고 남은 자원(slack resources)을 ESG 투자와 같은 재량적 활동에 할당할 가능성이 높다. 따라서 우수한 재무성과를 달성한 기업은 재무성과가 저조한 기업보다 더 많은 자원을 ESG 투자에 할당할 수 있을 것이다(Waddock and Grave, 1997). 반면, 경영진은 재무성과가 저조한 경우에도 자신의 평판이나 가시성을 높이기 위해 ESG 활동을 추구할 수 있다(Cheng et al., 2013; Di Giuli and Kostovetsky, 2014; Masulis and Reza, 2015). 이러한 경우, 투자자들은 ESG 활동이 주주 이익을 희생시키고 경영진의 효용을 증가시키기 위해 수행될 가능성에 대해 우려할 것이며, 이는 기업가치를 감소시킬 것이다. 물론 경영자 자신의 평판을 위협이 아니라 진정으로 기업의 사회적 책임을 추구하고자 하는 목표를 가지고 ESG 투자를 할 수 있다. 그럼에도 재무성과가 저조한 상황에서의 과도한 ESG 투자는 비효율적인 자원 배분을 시그널링 하여 기업가치의 하락으로 이어질 것으로 기대된다.

본고에서는 자본조달비용에 중요한 영향을 미치는 정보 비대칭도 고려한다. 정보 비대칭이 자본조달비용을 높이기 때문에(Myers and Majluf, 1984; Amihud and Mendelson, 1988; Brennan and Subrahmanyam, 1996; Easley and O'Hara, 2004), 정보 비대칭이 심한 기업의 경우 재무성과가 저조한 상황에서 ESG 성과를 추구하는 것이 기업가치에 더욱 부정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다.

II. 데이터 및 방법론

1. 데이터

회계 데이터는 금융감독원이 제공하는 FnGuide 데이터베이스에서, ESG 데이터는 한국ESG기준원(KCGS)에서 제공되었다. 한국ESG기준원은 한국의 대표적인 ESG 평가 기관으로, 국내 상장기업을 대상으로 환경, 사회, 지배구조 관련 성과를 평가하고 있다. 한국ESG기준원의 ESG 평가는 기업의 지속 가능성, 사회적 책임, 그리고 기업 지배구조의 투명성을 평가하여, 투자자들이 기업의 비재무적 리스크를 이해하고 기업 가치를 판단하는 데 도움을 주는 중요한 기준이 된다. 대상 기업은 주로 한국거래소에 상장된 기업들로, KOSPI(코스피) 상장사와 일부 KOSDAQ(코스닥) 상장사를 포함한다. 본고에서는 2011년부터 2019년까지 한국ESG기준원이 평가한 기업들로 샘플을 한정하였고, 금융회사는 제외하였다. 최종 샘플은 1,072개의 고유 기업과 7,018개의 기업-연도 관측치로 구성되었다.

2. 방법론

먼저, ESG성과와 기업가치의 관계를 검증한다. 이를 위해 아래의 회귀 모형 (1)을 추정하여 ESG 성과가 전반적으로 기업가치와 양(+)의 상관관계를 가지는지 확인한다. 종속변수는 기업가치(Q)로, 이는 주식의 시장 가치와 부채의 장부 가치를 합한 후 자산으로 나눈 값으로 정의된다. 독립변수(ESG)는 ESG 성과 변수로, 한국ESG기준원의 ESG 평가 등급(ESG rating) 또는 ESG 점수(ESG score)를 나타낸다. ESG (E, S, G) 등급은 1(가장 낮은 성과)에서 6(가장 높은 성과)으로 수치화 하였다. E, S, G 각각의 점수는 한국ESG기준원에서 평가한 각 항목 성과의 수치에 기반한 값으로, 한국ESG기준원에서 제공한 원래의 점수(1에서 300까지의 범위)를 300으로 나누어 정규화하였다. ESG 등급은 한국ESG기준원의 홈페이지를 통해 투자자들에게 공개되는 정보이나 ESG 점수는 대중에게 공개되지 않는 정보라는 차이점을 가지고 있다. 통제변수(X)에는 기업의 특성이 포함된다. 규모($Size$)는 자산의 자연로그값이고, 현금흐름($Cashflow$)은 이자 및 세전 이익(EBIT)과 감가상각비를 합한 금액을 자산으로 나눈 값이다. 부채비율($Leverage$)은 부채를 자산으로 나눈 값이다. 투자($Capex$)는 자본지출을 자산으로 나눈 비율이다. 매출액 성장률(SG)은 해당 연도의 매출 성장률

이다. 주식 수익률의 변동성(Vol)은 이전 52주 동안의 주식 수익률의 표준편차이다.

선행 연구(Lee and Kim, 2013; Chung et al., 2018)의 결과에 기반할 때 한국기업의 가치와 ESG 성과 간에는 양(+의 관계)이 있을 것으로 예상된다. ESG성과와 기업가치가 양(+의 관계)를 가진다면 식 (1)의 이 통계적으로 유의한 양(+의 값)을 가질 것이다.

$$Q_{i,t+1} = \alpha_{f(i) \times t} + \beta_1 ESG_{i,t} + \gamma X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

다음으로, 재무성과를 나타내는 ROA를 조절 변수로 사용하여 ESG 성과가 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위하여 아래의 회귀 모형 (2)를 추정한다.

$$Q_{i,t+1} = \alpha_{f(i) \times t} + \beta_1 LowROA_{i,t} \times ESG_{i,t} + \beta_2 LowROA_{i,t} + \beta_3 ESG_{i,t} + \gamma X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

회귀 모형 (1)에서와 같이 종속변수는 기업가치(Q)이다. ROA는 기업의 순이익을 자산으로 나눈 값이다. $LowROA$ 는 ROA가 중위값보다 낮은 경우 1, 그렇지 않은 경우 0인 터미 변수이다. 강건성 분석에서는 ROA를 네 개의 그룹으로 나누어 분석을 실시한다. ESG 는 ESG 성과를 나타내는 변수로 회귀 모형 (1)에서와 같이 ESG 등급과 ESG 점수를 사용한다. 모든 회귀분석에서 산업×연도 고정효과(Industry×Year fixed effects)를 통제하며, 표준 오차는 기업 수준에서 클러스터링 된다. 앞의 가설과 마찬가지로 ESG 의 계수(0)가 통계적으로 유의한 양의 값을 가질 것으로 기대된다. 또한 낮은 재무성과가 ESG 성과와 기업가치 간의 양(+의 관계)를 약화시킨다면 의 계수가 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 가질 것으로 기대된다.

III. 실증분석 결과

1. 기술 통계

〈표 1〉은 샘플 기업의 기술 통계를 제시한다. 모든 변수는 분포의 양쪽 끝 1% 수준에서 윈저화(Winsorized) 처리되었다. ESG 등급의 평균은 2.834로, 중앙값은 3.000이다. 기업가치(Q)의 평균은 1.376이며, 중앙값은 1.019이다. 재무성과를 나타내는 자산이익률(ROA)의 평균은 0.018로 나타났으며, 중앙값은 0.025이다. 이는 샘플 기업들이 평균적으로 이익을 내고 있음을 시사한다. 부채비율(Lev)의 평균은 0.393, 현

금흐름(*Cashflow*)의 평균은 0.045, 주식 수익률 변동성(*Vol*)의 평균은 0.312이다. 투자(*Capex*)의 평균은 0.042로 나타났으며, 매출 성장률(*SG*)의 평균은 0.056이다.

〈표 1〉 ESG 등급과 기업특성변수에 대한 기술 통계

Variable	N	Mean	SD	25%	Median	75%
<i>ESG(Rating)</i>	7,018	2.834	0.877	2.000	3.000	3.000
<i>Q</i>	7,018	1.376	1.154	0.802	1.019	1.484
<i>ROA</i>	7,018	0.018	0.09	0.002	0.025	0.056
<i>Size</i>	7,018	19.851	1.385	18.924	19.622	20.538
<i>Lev</i>	7,018	0.393	0.209	0.22	0.391	0.55
<i>Cashflow</i>	7,018	0.045	0.072	0.012	0.037	0.076
<i>Vol</i>	7,018	0.312	0.162	0.198	0.274	0.381
<i>Capex</i>	7,018	0.042	0.059	0.005	0.021	0.055
<i>SG</i>	7,018	0.056	0.286	-0.059	0.027	0.123

주: 샘플은 2011년부터 2019년까지 한국ESG기준원이 평가한 한국 기업들로 구성되어 있다. 모든 변수는 분포의 양쪽 끝 1% 수준에서 원저화(Winsorized) 처리되었다.

아래의 〈표 2〉는 ESG 성과를 환경(E), 사회(S), 지배구조(G)로 나눈 기술통계량이다. E, S, G 각각의 등급(Rating)과 점수(Score)를 보고하고 있다. 점수 정보가 누락된 경우가 있어 샘플 숫자에 차이가 발생한다.

〈표 2〉 E, S, G 성과에 대한 기술 통계

	Variable	N	Mean	SD	25%	Median	75%
등급	<i>E</i>	7,018	2.651	1.161	2.000	3.000	3.000
	<i>S</i>	7,018	2.951	1.028	2.000	3.000	3.000
	<i>G</i>	7,018	2.922	0.889	2.000	3.000	3.000
점수	<i>E</i>	5,379	0.327	0.215	0.127	0.347	0.470
	<i>S</i>	5,379	0.283	0.16	0.180	0.243	0.337
	<i>G</i>	5,379	0.286	0.087	0.220	0.283	0.340

주: 샘플은 2011년부터 2019년까지 한국ESG기준원이 평가한 한국 기업들로 구성되어 있다.

2. ESG 성과와 기업가치

본 장에서는 ESG 성과와 기업가치 간의 연관성을 분석한다. 회귀분석의 결과는 〈표 3〉에 제시하였다. 종속변수는 *Q*이며, 주요 관심 변수는 ESG 성과 변수들이다. ESG 성과 변수는 열(1)에서 (4)까지는 ESG 등급에 기반하고, 열(5)에서 (7)까지는 정규화된 ESG 수치 점수에 기반한다.

ESG 등급을 독립변수로 분석한 열(1)에서 (4)의 경우, ESG 통합 등급, S 등급, G 등급의 계수는 양의 값을 가지며 통계적으로 1% 수준에서 유의하다. 이는 ESG 통합 성과와, 사회적 성과, 지배구조 성과의 개선이 기업가치에 긍정적임을 시사한다. 반면, E 등급의 계수는 통계적으로 유의하지 않아 환경성과는 기업가치와 특별한 연관성이 없는 것으로 나타났다. ESG 점수를 독립변수로 대체했을 때도 결과는 질적으로 동일하다. 이러한 결과는 ESG 성과가 전반적으로 기업가치와 긍정적으로 연관되어 있음을 시사한다. 한편, 환경 성과 변수들의 유의하지 않은 계수는 샘플 기간 동안 환경 요인이 기업가치에 미치는 영향이 약했음을 시사한다. 이는 샘플기간동안 한국의 환경 관련 규제가 선진국에 비해 엄격하지 않았기 때문일 수 있다 (Leem, 2019). <표 3>의 결과는 한국기업의 ESG 성과와 기업가치가 전반적으로 양(+)의 관계를 가지고 있음을 보여준다.

<표 3> ESG 성과와 기업가치

종속변수: Q	등급				점수		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
ESG	0.078*** (0.03)						
E		-0.026 (0.03)			-0.058 (0.16)		
S			0.087*** (0.03)			0.961*** (0.23)	
G				0.062*** (0.02)			0.873*** (0.32)
Size	-0.066*** (0.02)	-0.026 (0.02)	-0.077*** (0.02)	-0.053*** (0.02)	-0.032 (0.02)	-0.111*** (0.02)	-0.059*** (0.02)
Lev	0.336*** (0.11)	0.357*** (0.11)	0.326*** (0.11)	0.364*** (0.11)	0.357*** (0.13)	0.321*** (0.12)	0.378*** (0.13)
Cashflow	1.937*** (0.55)	1.973*** (0.56)	1.935*** (0.55)	1.914*** (0.55)	2.348*** (0.58)	2.277*** (0.56)	2.281*** (0.57)
Vol	2.865*** (0.21)	2.839*** (0.21)	2.834*** (0.21)	2.865*** (0.21)	2.529*** (0.20)	2.489*** (0.20)	2.546*** (0.20)
Capex	0.817** (0.41)	0.851** (0.41)	0.829** (0.41)	0.837** (0.41)	0.726 (0.45)	0.706 (0.44)	0.696 (0.44)
SG	0.165** (0.08)	0.154** (0.08)	0.168** (0.08)	0.163** (0.08)	0.114 (0.07)	0.139* (0.07)	0.125* (0.07)
N	7,018	7,018	7,018	7,018	5,379	5,379	5,379
R ²	0.226	0.225	0.227	0.226	0.231	0.241	0.233

주: 이 표는 ESG 성과와 기업가치 간의 관계를 분석한 결과를 보여준다. 종속변수는 기업가치(Q)이며, 독립변수는 평가 등급과 정규화된 점수에 기반한 ESG 성과 변수들이다. 통제변수는 규모(Size), 부채비율(Lev), 현금흐름(Cashflow), 변동성(Vol), 투자(Capex), 그리고 매출 성장률(SG)이다. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서의 통계적 유의성을 의미한다.

3. ROA의 조절효과

다음으로, ESG 성과와 기업가치 간의 관계에서 재무성과의 조절효과를 분석한다. ESG의 재무적 여유 이론에 기초하여, 재무성과가 낮을 경우 ESG 성과의 긍정적 가치 효과가 약화될 것으로 기대한다. 재무성과가 낮은 경우 기업의 핵심 사업에 투자할 자원이 충분하지 않을 수 있는데도 불구하고 한정된 자원을 ESG활동에 투자하게 되면 자원이 비효율적으로 사용되기 때문이다. 이 가설을 검증하기 위해 식 (2)에 제시된 회귀 분석을 수행한다.

분석 결과는 <표 4>에 제시되어 있다. 종속변수는 Q 이다. ESG 성과와 중위값 이하의 재무성과를 나타내는 터미 변수($LowROA$) 간의 상호작용항($ESG/E/S/G \times LowROA$)의 계수는 모든 열에서 음의 값을 가지며 통계적으로 유의하다. 열(1)에 보고된 계수는 ESG 평가 등급이 1단위 증가할 때, 중위값 이상 재무성과 그룹의 기업에서는 Q 가 0.127 증가하는 반면, 중위값 이하 재무성과 그룹에서는 Q 가 0.008 증가함을 시사한다. 경제적으로 상당히 유의한 차이임을 확인할 수 있다. 열(5)에서 (7)의 결과에서 알 수 있듯, ESG 점수 변수를 사용할 때도 유사한 결과가 나타난다. S와 G 점수가 증가할 때 기업가치가 증가하나, 중위값 이하 재무성과 그룹의 기업에서는 기업가치 증가 폭이 훨씬 작게 나타나는 것이다. E 성과의 경우 중위값 이상 재무성과 그룹의 기업에서는 기업가치에 유의한 영향이 없으나, 중위값 이하 재무성과 그룹의 기업에서는 E 성과의 향상이 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타난다. 이와 같이 <표 4>에 제시된 결과는 ESG 성과와 기업가치 간의 긍정적 관계가 ROA가 높은 기업에서 두드러짐을 보여준다.

<표 4> ROA의 조절효과

종속변수: Q	등급				점수		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
$ESG \times LowROA$	-0.119*** (0.04)						
$E \times LowROA$		-0.070** (0.04)				-0.415** (0.21)	
$S \times LowROA$			-0.078* (0.04)				-0.720*** (0.26)
$G \times LowROA$				-0.102*** (0.04)			-1.095*** (0.36)

종속변수: Q	등급				점수		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
ESG	0.127*** (0.04)						
E		0.003 (0.03)			0.107 (0.19)		
S			0.119*** (0.04)			1.238*** (0.30)	
G				0.106*** (0.03)			1.322*** (0.36)
LowROA	0.378*** (0.14)	0.222* (0.12)	0.273** (0.14)	0.337*** (0.13)	0.229** (0.10)	0.306*** (0.10)	0.407*** (0.13)
Size	-0.065*** (0.02)	-0.025 (0.02)	-0.076*** (0.02)	-0.052*** (0.02)	-0.03 (0.02)	-0.109*** (0.02)	-0.057*** (0.02)
Lev	0.327*** (0.11)	0.356*** (0.11)	0.308*** (0.11)	0.344*** (0.11)	0.324** (0.13)	0.271** (0.13)	0.327** (0.13)
Cashflow	2.132*** (0.63)	2.150*** (0.64)	2.136*** (0.63)	2.090*** (0.63)	2.723*** (0.65)	2.701*** (0.63)	2.646*** (0.64)
Vol	2.841*** (0.21)	2.821*** (0.21)	2.821*** (0.21)	2.845*** (0.21)	2.510*** (0.19)	2.471*** (0.19)	2.523*** (0.20)
Capex	0.796* (0.41)	0.822** (0.41)	0.814** (0.41)	0.831** (0.41)	0.688 (0.44)	0.679 (0.44)	0.688 (0.44)
SG	0.166** (0.08)	0.153** (0.08)	0.168** (0.08)	0.166** (0.08)	0.113 (0.07)	0.139* (0.07)	0.127* (0.07)
N	7,018	7,018	7,018	7,018	5,379	5,379	5,379
R ²	0.228	0.226	0.229	0.227	0.234	0.246	0.237

주: 이 표는 ESG 성과와 기업가치 간의 관계에서 ROA의 조절효과를 분석한 결과를 제시한다. 종속변수는 기업가치(Q)이며, 주요 독립변수는 평가 등급과 정규화된 점수에 기반한 ESG 성과 변수들과 LowROA의 상호작용항이다. LowROA는 기업의 ROA가 중위값보다 낮을 경우 1, 그렇지 않으면 0인 더미 변수이다. 통제변수는 규모(Size), 부채비율(Lev), 현금흐름(Cashflow), 변동성(Vol), 투자(Capex), 그리고 매출 성장률(SG)이다. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서의 통계적 유의성을 의미한다.

4. 강건성 분석

이전 장에서는 ESG 성과와 기업가치 간의 양(+)의 연관성이 중위값 이상의 재무성과를 달성한 기업에게는 경제적으로 유의하지만, 중위값 이하의 재무성과를 가진 기업에게는 경제적으로 미미함을 보여주었다. 이 장에서는 두 가지 강건성 분석을 수행한다. 첫 번째 분석에서는 샘플 기업을 ROA에 따라 네 그룹으로 분류하고, 각 그룹 내에서 ESG 성과와 기업가치 간의 관계를 분석한다. 이를 위해 *LowestROA*, *Lower-middleROA*,

Higher-middleROA, 그리고 *HighestROA*를 각각 기업이 최하위, 하위 2위, 상위 2위, 또는 최상위 ROA 4분위에 속하는지를 나타내는 더미 변수로 정의한다. 두 번째로는 ROA를 재무적 여유를 나타내는 지표인 현금흐름과 기업규모로 대체하고 분석을 반복한다.

〈표 5〉는 기업을 ROA에 따라 네 그룹으로 나눈 후의 분석 결과를 보고한다. 이 분석에서는 ESG 등급을 독립변수로 사용하며, 주요 관심 변수는 ESG 성과(ESG/E/S/G)와 각 ROA 그룹을 나타내는 더미 변수 간의 상호작용항이다. 각 열에서 상호작용항의 계수는 *Rating × HighestROA*에서 *Rating × LowestROA*로 갈수록 점차적으로 감소한다. 예를 들어, 열(1)에서 *Rating × HighestROA*의 계수는 0.170으로 통계적으로 유의하다. 이는 최상위 재무성과 그룹에 속하는 기업의 경우 ESG 평가가 1단위 증가할 때 *Q*가 0.170 증가함을 의미한다. 마찬가지로, *Higher-middleROA*의 계수는 0.075로 통계적으로 유의하며, *Lower-middleROA*의 계수는 경제적으로 더 작은 0.044이며, 통계적으로 유의하지 않다. 반면, *Rating × LowestROA*의 계수는 -0.082로 통계적으로 유의하여, 최하위 ROA 4분위에 속하는 기업의 경우 ESG 성과가 높아지면 오히려 기업가치가 감소함을 시사한다. 이 표에 제시된 결과는 전반적으로 ESG 성과와 기업가치 간의 양(+)의 관계가 재무성과에 따라 단조롭게 증가하며, 최하위 재무성과 그룹에서는 ESG 성과가 기업가치에 미치는 영향이 오히려 부정적임을 시사한다.

〈표 5〉 ROA의 조절효과 - 네 그룹으로

종속변수: <i>Q</i>	(1) <i>ESG</i>	(2) <i>E</i>	(3) <i>S</i>	(4) <i>G</i>
<i>Rating × LowestROA</i>	-0.082* (0.05)	-0.173*** (0.05)	-0.038 (0.04)	0.007 (0.05)
<i>Rating × Lower-middleROA</i>	0.044 (0.03)	-0.029 (0.03)	0.077*** (0.03)	0.019 (0.03)
<i>Rating × Higher-middleROA</i>	0.075** (0.03)	-0.001 (0.02)	0.095** (0.04)	0.038 (0.03)
<i>Rating × HighestROA</i>	0.170** (0.07)	0.000 (0.05)	0.125* (0.07)	0.173*** (0.05)
<i>Lower-middleROA</i>	-0.630*** (0.17)	-0.673*** (0.16)	-0.615*** (0.14)	-0.321* (0.17)
<i>Higher-middleROA</i>	-0.756*** (0.17)	-0.785*** (0.17)	-0.713*** (0.17)	-0.413*** (0.16)
<i>HighestROA</i>	-0.768*** (0.26)	-0.511** (0.21)	-0.541** (0.25)	-0.550** (0.23)
<i>Size</i>	-0.053*** (0.02)	-0.014 (0.02)	-0.065*** (0.02)	-0.044** (0.02)

종속변수: Q	(1) <i>ESG</i>	(2) <i>E</i>	(3) <i>S</i>	(4) <i>G</i>
<i>Lev</i>	0.303*** (0.11)	0.339*** (0.11)	0.280** (0.11)	0.321*** (0.11)
<i>Cashflow</i>	1.975*** (0.65)	1.978*** (0.67)	1.983*** (0.66)	1.869*** (0.65)
<i>Vol</i>	2.657*** (0.20)	2.616*** (0.20)	2.644*** (0.20)	2.681*** (0.21)
<i>Capex</i>	0.752* (0.40)	0.754* (0.41)	0.762* (0.40)	0.791* (0.40)
<i>SG</i>	0.195*** (0.08)	0.184** (0.08)	0.198*** (0.08)	0.196*** (0.08)
<i>N</i>	7,018	7,018	7,018	7,018
R^2	0.242	0.241	0.242	0.241

주: 이 표는 샘플 기업들을 네 개의 ROA 그룹(LowestROA, Lower-middleROA, Higher-middleROA, 그리고 HighestROA)으로 분류한 후 ESG 성과와 기업가치 간의 연관성을 분석한 결과를 제시한다. 예를 들어, LowestROA는 최하위 ROA 4분위에 속하는 기업을 나타내며, HighestROA는 최상위 ROA 4분위에 속하는 기업을 나타낸다. Rating은 ESG 등급을 나타내며, 열(1)에서는 ESG 통합등급, 열(2)에서는 E 등급, 열(3)에서는 S 등급, 열(4)에서는 G 등급을 의미한다. 통제변수는 규모(Size), 부채비율(Lev), 현금흐름(Cashflow), 변동성(Vol), 투자(Capex), 그리고 매출 성장률(SG)이다. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서의 통계적 유의성을 의미한다.

앞서 언급한 바와 같이, 두 번째 강건성 분석에서는 ROA를 재무적 여유의 측정치 변수로 대체한 후 분석을 실시한다. 선행 연구들을 참고하여 재무적 여유 정도를 대체로 나타내는 변수로 기업의 현금흐름(Cashflow)과 규모(Size)를 사용한다 (Udayasankar, 2008; D'Amato and Falivena, 2020). 첫째로, 현금흐름은 기업이 해당 년도에 창출한 현금의 양을 나타내며, 이는 기업의 유동성 및 재무적 강건성을 평가하는 중요한 지표이다. 현금흐름이 높은 기업은 영업 활동을 통해 충분한 현금을 창출하고 있어 핵심 사업뿐만 아니라 ESG와 같은 장기적인 투자에 자원을 투입할 수 있는 여력이 있을 것이다. 둘째로, 규모가 큰 기업은 더 많은 자본과 자원을 보유하고 있어 대규모 프로젝트나 ESG와 같은 지속 가능성 이니셔티브에 투자할 수 있는 여력이 있는 것으로 알려져 있다. 또한, 대규모 기업은 중소기업에 비해 자금조달능력이 높기 때문에 재무적 제약이 적을 것으로 기대된다.

〈표 6〉은 이 분석의 결과를 보여준다. ESG 성과 변수로는 ESG 등급을 사용한다. Slack은 재무적 여유를 나타내는 대리 변수로, 열(1)에서 (4)까지는 기업의 현금흐름을, 열(5)에서 (8)까지는 기업의 규모이다. 재무적 여유 측정치와 ESG 등급(ESG/E/S/G) 변수 간의 상호작용항(Rating x Slack)의 계수는 열(8)을 제외한 모든 열에서 양수이며

통계적으로 유의하다. 이는 재무적 여유가 있을 때에는 그렇지 않을 때보다 ESG 성과가 기업가치에 미치는 영향이 긍정적임을 시사한다. *Cashflow*를 사용한 분석의 경우 현금흐름이 낮은 기업의 환경성과는 오히려 기업가치에 부정적인 것이 주목할만한 점이다. 기업 규모를 이용한 분석에서도 비슷한 결과가 발견된다. 전반적으로 현금흐름이 낮거나 규모가 작은 기업의 ESG 성과는 현금흐름이 높거나 규모가 큰 기업의 ESG 성과에 비해 기업가치에 긍정적인 영향을 미치지 못하는 것으로 나타나, 재무적 여유가 ESG와 기업가치 간의 관계를 결정하는 데 중요한 역할을 한다는 예상과 일치한다.

〈표 6〉 재무적 여유의 조절효과

종속변수: <i>Q</i>	Slack1. 현금흐름(<i>Cashflow</i>)				Slack2. 기업규모(<i>Size</i>)			
	(1) <i>ESG</i>	(2) <i>E</i>	(3) <i>S</i>	(4) <i>G</i>	(5) <i>ESG</i>	(6) <i>E</i>	(7) <i>S</i>	(8) <i>G</i>
<i>Rating</i> × <i>Slack</i>	1.762*** (0.56)	1.149*** (0.43)	1.255** (0.56)	1.401*** (0.48)	0.044*** (0.01)	0.059*** (0.01)	0.036*** (0.01)	0.01 (0.01)
<i>Rating</i>	-0.02 (0.03)	-0.092*** (0.03)	0.015 (0.03)	-0.006 (0.03)	-0.834*** (0.28)	-1.217*** (0.29)	-0.658** (0.27)	-0.144 (0.27)
<i>Slack</i>	-1.613 (1.56)	0.543 (1.19)	-0.296 (1.58)	-0.832 (1.36)	-0.201*** (0.05)	-0.208*** (0.05)	-0.187*** (0.05)	-0.080* (0.05)
<i>ROA</i>	-1.356*** (0.38)	-1.518*** (0.38)	-1.431*** (0.38)	-1.387*** (0.40)	-1.494*** (0.39)	-1.526*** (0.39)	-1.522*** (0.39)	-1.595*** (0.40)
<i>Size</i>	-0.056*** (0.02)	-0.016 (0.02)	-0.066*** (0.02)	-0.048** (0.02)	0.214* (0.12)	0.250** (0.12)	0.210* (0.12)	0.222* (0.12)
<i>Lev</i>	0.240** (0.12)	0.265** (0.12)	0.220* (0.12)	0.241** (0.12)	3.384*** (0.64)	3.488*** (0.64)	3.387*** (0.64)	3.324*** (0.64)
<i>Vol</i>	2.741*** (0.20)	2.727*** (0.20)	2.749*** (0.20)	2.755*** (0.20)	2.733*** (0.20)	2.663*** (0.20)	2.728*** (0.20)	2.788*** (0.21)
<i>Capex</i>	0.771* (0.41)	0.784* (0.41)	0.773* (0.42)	0.825** (0.41)	0.823** (0.41)	0.824** (0.41)	0.811** (0.41)	0.850** (0.41)
<i>SG</i>	0.173** (0.08)	0.153** (0.08)	0.174** (0.08)	0.175** (0.08)	0.156** (0.08)	0.146* (0.08)	0.156** (0.08)	0.159** (0.08)
<i>N</i>	7,018	7,018	7,018	7,018	7,018	7,018	7,018	7,018
<i>R²</i>	0.241	0.238	0.239	0.238	0.235	0.239	0.236	0.233

주: 이 표는 재무적 여유가 ESG 성과와 기업가치 간의 관계에 미치는 조절효과를 분석한 결과를 제시한다. Slack은 재무적 여유가 있음을 나타내는 더미 변수이며, 열(1)에서 (4)까지는 기업의 현금흐름(*Cashflow*), 열(5)에서 (8)까지는 기업 규모(*Size*)로 정의된다. 통제변수는 규모(*Size*), 부채비율(*Lev*), 현금흐름(*Cashflow*), 변동성(*Vol*), 투자(*Capex*), 그리고 매출 성장률(*SG*)이다. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서의 통계적 유의성을 의미한다.

3. 정보 비대칭

이 장에서는 정보 비대칭이 ESG 성과와 기업가치 간의 관계에 미치는 영향을 분석한다. 정보 비대칭은 기업의 자본조달비용을 높이기 때문에 재무 성과가 저조하거나 재무적 자원이 부족한 경우 정보 비대칭의 부정적 영향이 특히 중요하다. 정보 비대칭 변수로는 업령(Firm Age)과 애널리스트 커버리지(Analyst Coverage)를 사용한다. 업령은 기업 설립 이후의 연수이며, 애널리스트 커버리지는 매년 기업을 추적하는 애널리스트 수를 의미한다. 업령이나 애널리스트 커버리지가 낮은 기업은 높은 기업에 비해 정보 비대칭이 심각한 것으로 알려져 있다. 정보 비대칭 수준이 ESG 성과와 기업가치 간의 관계에 영향을 미치는지 분석하기 위해 샘플을 각 측정치의 중간값을 기준으로 두 그룹으로 나눈 뒤 분석을 실시한다.

〈표 7〉은 분석 결과를 제시한다. ESG의 계수는 열(1)에서 (3)에서 유의한 양의 값을 가진다. $ESG \times LowROA$ 의 계수는 정보 비대칭이 높은 그룹에서만 통계적으로 유의하게 나타나, 정보 비대칭이 심해 자본조달비용이 높을 것으로 기대되는 기업에서 ROA의 조절효과가 주로 존재하는 것으로 나타났다. 열(1)과 (3) 모두에서 ESG의 계수와 $ESG \times LowROA$ 의 계수의 합이 경제적으로 의미가 있는 음수이다. 이는 정보 비대칭이 심한 기업에서는 재무성과가 좋지 못할 경우 ESG 성과가 높을수록 기업 가치가 하락함을 의미한다. 〈표 7〉의 결과는 자본조달비용이 높을 것으로 기대되는 경우, 재무적 자원이 부족한 상태에서 자원을 ESG 투자에 배분하는 것이 기업가치에 특히 부정적임을 시사한다.

〈표 7〉 정보 비대칭

종속변수: Q	업령(Firm Age)		애널리스트 커버리지 (Analyst Coverage)	
	Low (1)	High (2)	Low (3)	High (4)
<i>ESG</i>	0.125** (0.056)	0.127*** (0.040)	0.125** (0.06)	0.089 (0.06)
<i>LowROA</i>	0.655*** (0.235)	0.112 (0.132)	0.753*** (0.28)	0.400 (0.28)
$ESG \times LowROA$	-0.195*** (0.071)	-0.050 (0.038)	-0.237*** (0.09)	-0.091 (0.07)
<i>Size</i>	-0.034 (0.030)	-0.090*** (0.027)	-0.260*** (0.05)	-0.095** (0.04)

종속변수: Q	업령(Firm Age)		애널리스트 커버리지 (Analyst Coverage)	
	Low (1)	High (2)	Low (3)	High (4)
<i>Lev</i>	0.104 (0.146)	0.574*** (0.158)	0.17 (0.20)	0.353 (0.27)
<i>Cashflow</i>	2.024** (0.801)	2.056** (0.952)	-0.066 (0.99)	4.566*** (1.31)
<i>Vol</i>	3.155*** (0.281)	2.244*** (0.259)	3.066*** (0.39)	3.305*** (0.54)
<i>Capex</i>	1.066** (0.505)	0.352 (0.625)	0.957 (0.68)	0.548 (0.86)
<i>SG</i>	0.261** (0.104)	-0.005 (0.097)	0.207 (0.17)	0.083 (0.13)
<i>N</i>	3,716	3,281	1,993	1,775
R^2	0.244	0.238	0.284	0.313

주: 이 표는 정보 비대칭이 ESG 성과와 기업가치 간의 관계에 미치는 영향에 대한 분석 결과를 보여준다. 정보 비대칭 변수로 업령(Firm Age)과 애널리스트 커버리지(Analyst Coverage)를 사용한다. 업령은 기업 설립 이후의 연수이며, 애널리스트 커버리지는 매년 기업을 추적하는 애널리스트 수를 의미한다. 통제변수는 규모 (*Size*), 부채비율(*Lev*), 현금흐름(*Cashflow*), 변동성(*Vol*), 투자(*Capex*), 그리고 매출 성장률(*SG*)이다. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서의 통계적 유의성을 의미한다.

4. 결론 및 제언

본 연구는 2011년부터 2019년까지 1,072개의 한국 기업을 대상으로 ESG 성과와 기업가치 간의 관계에서 재무성과가 어떤 역할을 하는지를 심층적으로 분석하였다. 분석 결과, ESG 성과는 평균적으로 기업가치와 긍정적으로 연관되어 있으나, 이러한 연관성은 기업의 재무성과에 따라 달라지는 것으로 나타났다. 특히, 재무성과가 우수할수록 ESG 성과와 기업가치 간의 양(+)의 연관성이 강화되며, 반대로 재무성과가 저조할수록 그 연관성은 약화되었다. 더 나아가, 샘플 기업들을 ROA에 따라 네 그룹으로 나누었을 때, 재무성과가 약화될수록 ESG 성과의 긍정적 가치 효과가 단조롭게 감소하는 것을 발견하였다. 중요한 발견점은, ROA가 가장 낮은 그룹에서는 ESG 성과가 기업가치에 부정적인 영향을 미친다는 점이다. 이는 경영진이 충분한 재무성과나 현금흐름을 생성하지 못하면서도 ESG 활동에 과도한 투자를 할 경우 투자자들이 부정적으로 반응한다는 것을 시사한다. 마지막으로, 기업의 현금흐름과 규모와 같은 재무적 여유의 측정치를 사용했을 때도 유사한 결과가 나타났다. 궁극적으로, 이 연구의 결과는 재무성과가 ESG 성과와 기업가치 간의 관계를 결정하는 중요한 요소임을

시사한다.

이런 결과는 Hubbard, Christensen, and Graffin (2017)의 연구 결과와 일맥상 통한다. Hubbard, Christensen, and Graffin (2017)는 이사회가 기업의 재무성과를 평가하고 CEO를 해임할지 여부를 고려할 때, 기업의 사회적 책임(CSR)과 관련된 성과가 어떤 역할을 하는지 연구하였다. 이들에 따르면 기업의 재무성과가 CEO 해임의 주요 원인이며 과거의 CSR 성과가 재무성과와 CEO 해임 간의 부정적 관계를 증폭시킨다. 과거 CSR에 더 많은 투자를 한 경우, 재무성과가 저조한 기업의 CEO가 해임될 위험은 더 커지는 것으로 나타난 반면, 재무성과가 우수한 기업의 CEO는 해임으로부터 보호받을 가능성이 더 높은 것이다. 이는 CEO의 평가에 있어 사회적으로 책임 있는 방식으로 이익을 창출하려는 노력은 긍정적이나 재무성과가 나쁜데도 불구하고 CSR에 많은 투자를 하는 것은 부정적인 것으로 해석할 수 있다.

본고의 결과를 설명할 수 있는 또 다른 가능성은, 재무적 자원이 부족하거나 재무성과가 부진한 기업은 진정한 ESG 활동보다 ESG 위성을 선택할 가능성이 높다는 것이다. 진정한 ESG 활동에는 상당한 재정적 투자와 장기적인 계획이 필요하지만, 재무적으로 어려운 기업들은 이를 감당할 여력이 부족하기 때문에 최소한의 비용으로 긍정적인 이미지를 구축하고 단기적인 성과를 개선하려는 목적으로 ESG 성과를 과장하거나 왜곡할 가능성도 있다. 이러한 ESG 위성은 장기적으로 기업의 신뢰성과 지속 가능성에 부정적인 영향을 미친다. 투자자들이 이러한 가능성을 고려한다면 재무적 자원이 부족하거나 재무성과가 부진한 기업의 ESG 성과가 시장에서 긍정적인 평가를 받지 못할 수 있을 것이다.

본고는 재무성과가 ESG 성과와 기업가치 간의 관계를 결정하는 정도가 정보 비대칭이 심한 기업에서 더욱 두드러짐을 발견하였다. 정보 비대칭이 심각한 기업들은 자본조달비용이 높기 때문에 재무성과가 저조한 상황에서의 높은 ESG 성과가 더욱 부정적으로 평가되는 것으로 보인다. 이러한 결과는 기업이 ESG 활동을 통해 장기적인 가치를 창출하려면 자본조달비용을 낮추기 위한 정보 환경을 개선하거나 스스로 현금 흐름을 창출할 수 있는 능력을 먼저 갖추는 것이 중요함을 시사한다.

전반적으로 본 연구의 결과는 투자자들이 기업의 ESG 성과를 평가할 때 재무성과 또는 재무적 자원의 여유를 함께 고려하고 있으며, 이는 ESG 활동이 단순히 윤리적이고 사회적인 측면에서만 평가되는 것이 아님을 보여준다. 즉 투자자들은 ESG 성과를

바라볼 때 기업의 재무적 건전성과 지속 가능성을 염두에 두고 평가한다는 것이다. 이러한 결과는 기업이 ESG 활동을 추진함에 있어 재무적 자원을 어떻게 배분하고 관리할 것인지에 대한 신중한 전략이 필요함을 강조한다. 재무성과가 저조한 상황에서는 ESG 활동으로 인한 기업의 장기적인 가치를 훼손하지 않도록 무리한 ESG 투자를 지양해야 할 것이다.

본 연구의 결과는 정책적 시사점을 제시한다. ESG 성과에 대한 잣대를 모든 기업에 획일적으로 적용하는 것은 오히려 투자자의 가치를 훼손할 수 있다는 점이 그 핵심이다. ESG 활동을 추진할 수 있는 재무적, 그리고 비재무적 자원이 충분하지 않은 기업들에게까지 엄격한 ESG 기준을 강요하는 것은 투자자들에게 오히려 손실을 주는 결과를 초래할 수 있다. 재무성과가 저조한 기업들은 제한된 자원을 효율적으로 사용해야 하는데 이들에게 높은 ESG 기준을 적용할 경우, 자원의 비효율적인 배분을 초래할 수 있으며 이는 궁극적으로 기업의 경쟁력을 약화시키기 때문이다.

따라서 ESG 기준의 적용 시 기업의 재무 상태를 고려한 유연한 접근이 필요하다. 모든 기업에게 동일한 수준의 ESG 성과를 요구하기보다는, 기업의 재무적 역량과 생애주기, 산업 특성 등을 고려한 차별화된 기준을 적용할 필요가 있다. 이는 자원이 부족한 중소기업이나 신흥기업, 또는 전체적으로 어려움을 겪고 있는 산업에 속한 기업들이 무리한 ESG 투자의 압박을 받지 않도록 보호하는 동시에, 기업들이 장기적인 관점에서 지속 가능성을 추구할 수 있도록 장려하는 효과를 가져올 것이다. 따라서 ESG 관련 정책 입안 및 ESG 성과와 관련된 규제를 설계할 때, 기업들이 실질적으로 달성 가능한 목표를 설정할 수 있도록 지원해야 한다. 이는 ESG 성과가 기업의 장기적인 가치 창출에 기여할 수 있도록 하면서도, 과도한 부담을 지우지 않도록 하는 균형 잡힌 접근을 촉진할 것이다.

〈참고자료〉

- Albuquerque, R., Koskinen, Y., & Zhang, C. (2019). Corporate social responsibility and firm risk: Theory and empirical evidence. *Management Science*, 65(10), 4451-4469.
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (1988). Liquidity and asset prices: Financial management implications. *Financial Management*, 17(1), 5-15.
- Becchetti, L., Ciciretti, R., & Hasan, I. (2015). Corporate social responsibility, stakeholder risk, and idiosyncratic volatility. *Journal of Corporate Finance*, 35, 297-309.
- Bénabou, R., & Tirole, J. (2010). Individual and corporate social responsibility. *Economica*, 77(305), 1-19.
- Brennan, M. J., & Subrahmanyam, A. (1996). Market microstructure and asset pricing: On the compensation for illiquidity in stock returns. *Journal of Financial Economics*, 41(3), 441-464.
- Brown, W. O., Helland, E., & Smith, J. K. (2006). Corporate philanthropic practices. *Journal of Corporate Finance*, 12(5), 855-877.
- Cheng, I. H., Hong, H., & Shue, K. (2023). Do managers do good with other people's money?. *Review of Corporate Finance Studies*, 12(3), 443-487.
- Cho, W., Lee, J., & Park, J. (2024). Higher highs and lower lows: investor valuation of ESG and financial performance. *Applied Economics Letters*, 31(16), 1482-1487.
- Chung, C. Y., Jung, S., & Young, J. (2018). Do CSR activities increase firm value? Evidence from the Korean market. *Sustainability*, 10(9), 3164.
- D'Amato, A., & Falivena, C. (2020). Corporate social responsibility and firm value: Do firm size and age matter? Empirical evidence from European listed companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(2), 909-924.
- Di Giuli, A., & Kostovetsky, L. (2014). Are red or blue companies more likely to go green? Politics and corporate social responsibility. *Journal of Financial Economics*, 111(1), 158-180.
- Easley, D., & O'Hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *Journal of Finance*, 59(4), 1553-1583.

- El Ghouli, S., Guedhami, O., Wang, H., & Kwok, C. C. (2016). Family control and corporate social responsibility. *Journal of Banking and Finance*, 73, 131-146.
- Hong, H., & Liskovich, I. (2015). Crime, punishment and the halo effect of corporate social responsibility. Unpublished working paper, Princeton University.
- Hubbard, T. D., Christensen, D. M., & Graffin, S. D. (2017). Higher highs and lower lows: The role of corporate social responsibility in CEO dismissal. *Strategic Management Journal*, 38(11), 2255-2265.
- Humphrey, J. E., Lee, D. D., & Shen, Y. (2012). Does it cost to be sustainable?. *Journal of Corporate Finance*, 18(3), 626-639.
- Lee, J. E., & Kim, J. S. (2013). A study on relationship between corporate values and corporate governance, social and environmental evaluation index. *Review of Accounting and Policy Studies*, 18(4), 81-99.
- Leem, W. B. (2019). Effect of non-financial information on firm performance, *Korea International Accounting Review*, 86, 119-144.
- Masulis, R. W., & Reza, S. W. (2015). Agency problems of corporate philanthropy. *Review of Financial Studies*, 28(2), 592-636.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Navarro, P. (1988). Why do corporations give to charity?. *Journal of Business*, 61(1), 65-93.
- Oikonomou, I., Brooks, C., & Pavelin, S. (2012). The impact of corporate social performance on financial risk and utility: A longitudinal analysis. *Financial Management*, 41(2), 483-515.
- Schiller, C. (2018). Global supply-chain networks and corporate social responsibility. Unpublished working paper, University of Toronto.
- Servaes, H., & Tamayo, A. (2013). The impact of corporate social responsibility on firm value: The role of customer awareness. *Management Science*, 59(5), 1045-1061.
- Udayasankar, K. (2008). Corporate social responsibility and firm size. *Journal of Business Ethics*, 83(2), 167-175.
- Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The corporate social performance-financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18(4), 303-319.

ESG 리뷰

ESG Review

발행처 한국ESG기준원

발행인 심인숙

발행일 2024년 9월

주 소 서울시 영등포구 여의나루로 76 (07329)

Tel 02)3775-3339

Fax 02)3775-2630

E-mail cgsweb@cgs.or.kr

Home <http://www.cgs.or.kr>

인쇄처 경성문화사 Tel (02)786-2999
