

# KCGS

# 기업지배구조 리뷰

## Corporate Governance Review

연구논단 I 여성이사, 연구개발투자 및 기업가치  
이상철 | 동국대학교 경영대학 회계학과 교수

연구논단 II ESG경영과 투자의 지속가능성을 위한 논의  
박경서 | 고려대학교 경영학과 교수



# Contents

Vol.98 | 2021. 1호

**03** **연구논단 I** 여성이사, 연구개발투자 및 기업가치  
이상철 | 동국대학교 경영대학 회계학과 교수

**29** **연구논단 II** ESG경영과 투자의 지속가능성을 위한 논의  
박경서 | 고려대학교 경영학과 교수





# 여성이사, 연구개발투자 및 기업가치<sup>1)</sup>

연구논단 I

이상철 | 동국대학교 경영대학 회계학과 교수

## I. 서론

이사회 구성은 기업지배구조의 중요한 연구과제 중 하나인데, 해외에서는 2000년대 중반부터 이사회 성 다양성(gender diversity)에 대한 이슈가 주목을 받기 시작했다. 이후부터 현재까지 여성이사의 이사회 참여가 유발하는 다양한 효과에 대해 상당한 연구가 진척되었음에도 불구하고, 아직 여성이사의 이사회 참여 효과에 대해 일반적인 결론에 이르지 못하고 있다. 뿐만 아니라 여성이사의 이사회 참여와 관련한 많은 연구과제가 남아있는 실정이기도 하다(Kirsch 2018).

한국에서는 여성이 이사회에 참여하는 비율이 낮기 때문에(강영연 2019), 외국보다 상대적으로 여성이사의 역할에 대한 연구의 필요성이 낮고 실증연구도 미미하였다. 그러나 2020년 1월 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(자본시장법)이 일부 개정되면서 상황이 많이 달라졌다. 개정된 자본시장법에서는 자산총액이 2조원 이상인 주권상장법인은 이사회 구성원 전원을 특정 성(性)의 이사로 구성하지 않아야 한다고 규정하고 있다. 앞으로 자산총액 2조원 이상 기업은 이사회를 구성할 때 최소 여성이사 1명 이상을 포함해야 하기 때문에, 이사회에 참여하는 등기이사 가운데 여성이사가 차지하는 비율이 지금보다 상당히 높아질 전망이다. 따라서 여성의 이사회 참여로 인한 효과를 실증적으로 검증해 볼 필요성이 높아졌다.

여성의 이사회 참여와 기업성과 사이의 관련성에 대한 선행연구 결과는 혼재되어 있다. 여성의 이사회 참여가 기업성과에 긍정적인 영향을 미친다는 선행연구(Campbell

1) 본고는 저자가 2020년 회계 세무와 감사연구에 출간한 “여성의 이사회 참여가 연구개발투자와 기업가치에 미치는 영향”라는 논문을 수정하여 재구성한 것임.

and Minguéz-Vera 2008; Carter et al. 2003; Dezso and Ross 2012; Erhardt et al. 2003)가 있는 반면, 통계적으로 유의한 관계가 없거나(Carter et al. 2010; Rose 2007) 오히려 부정적인 영향을 미친다는 연구결과도 보고되고 있다(Adams and Ferreira 2009; Ahern and Dittmar 2012).

여성의 이사회 참여와 기업성과 사이의 선행연구 결과가 혼재된 원인은 다양할 수 있다. 첫째, 여성의 이사회 참여와 기업성과 사이의 관계가 비례적이지 않기 때문에 혼재된 결과가 나타날 수 있다(Frink et al. 2003; Pucheta et al. 2016). 둘째, 기업성과를 어떻게 정의하고 측정하는가에 따라 여성의 이사회 참여와 기업성과 사이의 관계가 달라질 수 있다(Haslam et al. 2010). 셋째, 기업의 최적 성과에 영향을 미치는 여성의 이사회 참여는 기업, 제도 및 국가별 특성에 따라 달라질 수 있기 때문에, 횡단면적 분석을 통해 일관된 결과를 도출하기 어렵기 때문일 수도 있다(Dwyer et al. 2003; Post and Byron 2014).

이외에도 여성의 이사회 참여와 기업성과 사이의 선행연구 결과가 혼재된 원인으로 여성이사의 존재나 여성이사의 비율 이외에 기업성과에 영향을 미치는 여성이사의 특성을 제대로 구분하지 못했다는 점을 지적할 수 있다. 뿐만 아니라, 여성의 이사회 참여와 기업성과 사이의 관계를 설명하는데 개입되는 필수적인 매개변수(mediation variable)를 모형에 고려하지 못했기 때문에, 여성의 이사회 참여와 기업가치 사이의 관계가 왜곡되어 해석될 수 있는 여지도 있다.

본 연구의 목적은 여성의 이사회 참여여부가 연구개발투자에 영향을 미치고 그 결과 기업가치가 높아지는지를 분석하는 것이다. 2014년에서 2018년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장된 비금융기업 가운데 3,540개 기업-년 자료를 대상으로 여성의 이사회 참여와 기업성과 사이의 관계에서 연구개발투자라는 매개변수를 도입하여 검증을 실시한다.

## II. 선행연구와 연구가설

여성의 이사회 참여가 기업성과에 영향을 미칠 수 있는 근거로 자원기반이론(resource based theory), 다양성이론(diversity theory), 대리인이론(agency theory) 및 신호이론(signalling theory)을 들 수 있다. 자원기반이론에서는 능력에 비해 상대적으로 저평가된 여성이사를 이사회에 참여시킴으로써 우수한 인적자본을 활용

할 수 있기 때문에, 이사회 운영의 효율성과 효과성이 높아지고 기업성고가 향상된다고 본다(Deszo and Ross 2012; Pfeffer and Salancik 1978; Russo and Foults 1997; Wernerfelt 1984). 다양성이론에서는 이사회에 여성이사가 참여함으로써 인해 유발되는 다양성으로 인한 의사결정의 효익을 이사회가 활용할 수 있기 때문에, 기업성고에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다고 본다(Liao et al. 2015). 대리인이론에서 여성의 이사회 참여는 이사회 의사결정의 효익을 높일 수 있기 때문에, 기업성고에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다고 본다(Jensen and Meckling 1976). 신호이론에서는 기업의 이해관계자들이 여성의 이사회 참여를 기업성고를 향상시킬 수 있는 긍정적인 신호라 판단하여 의사결정에 활용한다면, 기업성고가 높아질 수 있다고 본다.

이러한 이론적 근거에 기초하여 해외에서는 여성의 이사회 참여가 기업성고에 미치는 영향에 대해, 많은 실증연구가 진행되었다. 그러나 여성의 이사회 참여와 기업성고 사이의 관련성에 대한 선행연구 결과는 혼재되어 있다. Carter et al.(2003), Erhardt et al.(2003), Terjesen et al.(2009), Wahid(2019) 및 Liu et al.(2014)은 여성이사의 이사회 참여가 기업성고를 높인다는 연구결과를 제시하였다. 반면, Adams and Ferreira(2009)와 Ahern and Dittmar(2012)는 여성의 이사회 참여가 기업성고를 낮추는 요인이 될 수 있다는 연구결과를 보고하였다. 그리고 Carter et al.(2010)와 Rose(2007)는 여성의 이사회 참여와 기업성고 사이에 유의적인 관련성을 발견하지 못했다.

이러한 혼재된 결과의 원인의 하나로 여성의 이사회 참여와 기업성고 사이의 관계를 설명하는데 개입되는 필수적인 매개변수를 고려하지 못했다는 점을 지적할 수 있다. Kirsch(2018)는 여성의 이사회 참여가 이사회에서의 상호작용과 토론을 활성화시키고 이사회 의사결정에 영향을 줄 수 있기 때문에, 기업성고에 영향을 미칠 수 있다고 설명한다. 본 연구에서는 여성의 이사회 참여와 기업성고 사이의 관련성에 대한 매개변수로서 연구개발투자의 효과를 검증한다.

투자와 관련한 의사결정 과정에서 남성이사가 한 가지 또는 두 가지 중요한 정보 단서에 의존하는 경향이 있는 반면, 여성이사는 투자 이전에 더 많은 정보를 요구하며 모든 세부사항을 이해하려는 분별력을 보이는 경향이 있다(Bajtelsmit and Bernasek 1996). 그러므로 이사회에 참여하는 여성이사는 남성이사에 비해 경영자의 투자의사결정을 보다 더 효과적으로 감시할 수 있는 능력을 갖추고 있다(Byoun et al. 2016).

여성이 참여하는 이사회는 영업, 투자 및 재무보고와 같은 경영자의 의사결정에 직접적인 영향을 미칠 수 있다(Shin et al. 2019). 여성이 이사회에 참여함으로써 인해 이사회 구성원 사이의 상호견제를 강화할 수 있고 이사회 의사결정의 독립성이 높아질 수 있기 때문

에(Byoun et al. 2016; Carter et al. 2003), 이사회가 경영자를 효과적으로 감시할 수 있다. 이사회 독립성이 높아지는 경우 사적이익을 추구하거나 자신만의 제국을 구축(empire building)하는 것과 같은 경영자의 기회주의적 행동이 감소될 수 있다(Beasley 1996; Xie et al. 2003). 또한 여성의 이사회 참여로 주요한 사안에 대해 다양한 관점과 지식을 공유하고 의견을 교환할 수 있기 때문에, 여성이 참여한 이사회가 경영자의 의사결정에 더 큰 도움을 줄 수 있다(Carter et al. 2003). 이처럼 여성이 참여한 이사회는 독립성이 높아지고 장기적인 관점에서 주주의 이익을 높이기 위한 의사결정에 도움을 줄 수 있기 때문에, 연구개발투자를 높이는 의사결정을 수행할 수 있다(Alchian and Demsetz 1972; Baysinger et al. 1991; Hansen and Hill 1991). 미국 포춘 500대 기업을 분석한 Miller and Triana(2009)의 연구에서는 이사회 성 다양성(gender diversity)이 연구개발투자에 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

연구개발투자는 경쟁우위를 얻기 위한 무형자산 투자, 차별화 및 제품혁신을 추구할 수 있는 자원이 될 수 있기 때문에(David et al. 2001; Mosakowski 1993), 기업이 성과를 창출할 수 있는 주요 원천이 될 수 있다(Kor 2006). 연구개발투자는 기업의 장기적 성장에 공헌하는 무형자산에 대한 투자로 간주될 수 있다(Chan et al. 2001). 이러한 무형자산 투자는 제품과 서비스 혁신을 가져와 기업이 경쟁력을 확보할 수 있는 원천이 될 수 있다. 그러므로 성공적인 연구개발투자로 기업은 경쟁기업과 차별화되는 경쟁우위를 갖출 수 있기 때문에, 연구개발투자는 기업가치에 유의적인 양의 영향을 미칠 수 있다(Chan et al. 1990; Chauvin and Hirschey 1993).

본 연구에서는 연구개발투자라는 변수가 여성의 이사회 참여와 기업가치 사이에 매개변수로 작용하는 경우, 여성의 이사회 참여와 기업가치 사이에 유의적인 양의 관련성이 존재할 수 있을 것으로 파악하였다. 따라서 여성의 이사회 참여가 주주의 이익에 부합하는 연구개발투자를 증가시키며 궁극적으로 기업가치 향상에 기여할 수 있다는 다음의 연구가설을 설정한다.

가설. 여성의 이사회 참여가 연구개발투자를 늘리고 그 결과 기업가치가 증가된다.

### Ⅲ. 연구방법

#### 1. 표본선정

본 연구에서는 2014년부터 2018년까지 한국거래소에 상장된 비금융기업 가운데 관리종목에 해당하는 기업과 자본잠식 기업을 제외한 3,540개 기업-년 자료를 표본으로 선정하였다. 2013년 11월 기업이 금융감독원에 제출하는 정기공시 항목인 임원현황표에 임원의 성별 표시를 의무화 하는 공시서식이 변경되었기 때문에, 그 이후인 2014년부터 자료를 수집하였다. 금융업에 해당하는 기업은 회계원칙과 재무자료의 속성이 비금융기업과 다르기 때문에 표본에서 제외하였다. 그리고 관리종목에 해당하는 기업과 자본이 잠식된 기업은 연구에 사용한 변수들의 값이 그렇지 않은 기업과 다르기 때문에 표본에서 제외하였다. 그리고 실증분석 결과의 왜곡을 방지하기 위해, 1% 수준에서 표본의 극단치(outlier)를 조정(winsorization)하였다.

금융감독원 전자공시시스템의 사업보고서를 검토하여, 본 연구의 독립변수인 여성의 이사회 참여여부를 수작업으로 수집하였다. 본 연구의 종속변수인 기업가치를 조작적으로 정의한 Tobin's Q와 Market-to-book 비율, 매개변수인 연구개발투자 및 기업가치에 영향을 미치는 통제변수를 측정하기 위해 에프앤가이드와 나이스평가정보의 데이터베이스를 이용하여 재무제표 자료를 수집하였다. 표본수는 모두 3,540개 기업-년이다. 표본을 14개 산업으로 구분하였고, 표본에서 제조업이 차지하는 비중은 65.1%, 전문, 과학 및 기술서비스업이 차지하는 비중은 8.9% 그리고 도매 및 소매업이 차지하는 비중은 8.6%로 나타나, 제조업에 속한 표본이 가장 높은 비율을 나타낸다.

#### 2. 변수의 정의와 측정

##### (1) 종속변수 정의 및 측정

종속변수인 기업가치를 Tobin's Q로 정의하였다. Tobin's Q는 기업 자산의 대체원가 대비 시장가치의 비율이다. 기업의 자산이 효율적으로 활용되어 양의 순 현재가치를 갖는 투자기회를 갖는 경우, 미래 성장성에 기여할 수 있는 연구개발에 투자한 경우 또는 브랜드 및 기술력 등 무형자산을 많이 가지고 있는 경우에는 기업 자산의 대체원가 대비 시장가치의 비율이 커지게 되므로, Tobin's Q의 값도 높게 나타난다(신현한 등

2004). Tobin's Q의 분모로 자산의 대체원가를 사용해야 하지만, 자산의 대체원가를 추정하기 어렵기 때문에 일반적으로 자산의 장부가액을 사용한다(김지연 등 2008; Chung and Pruitt 1994). 또한 Tobin's Q의 분자는 보통주 시장가치, 우선주 장부가액 그리고 부채 장부가액의 합으로 측정하였다. 연구결과의 강건성을 검증하기 위해 기업가치를 Tobin's Q 대신 Market-to-Book비율로 측정하여 검증을 실시하였다. Market-to-Book비율은 자기자본의 시장가치(보통주주식수×보통주종가)를 자기자본의 장부가치(자본총계)로 나눈 값으로 측정하였다(이상철·이윤근 2017).

## (2) 독립변수 정의 및 측정

독립변수인 여성의 이사회 참여여부를 측정하기 위해, 2014년부터 2018년까지 5년 동안 금융감독원 전자공시시스템의 사업보고서 “VIII. 임원 및 직원 등에 관한 사항”의 “1. 임원 및 직원의 현황”에서 해당 기업 임원의 성별 및 등기 여부를 수작업으로 검색하였다. 여성의 이사회 참여여부는 이사회에 참여하는 여성이사가 존재하는 기업인 경우 1, 아니면 0의 값을 부여하여 측정하였다(Srinidhi et al. 2011; 김수인·홍지연 2015).

## (3) 매개변수 정의 및 측정

여성의 이사회 참여여부와 기업가치 사이의 관계에서 연구개발투자를 매개변수로 선정하였다. 연구개발투자는 재무상태표의 회계연도 말 개발비 잔액에서 전년도 말 개발비 잔액을 차감한 당해 연도 개발비 증가액(단, 개발비 증가액이 음수(-)인 경우에는 “0”으로 간주)에 손익계산서 상의 연구비, 경상연구개발비, 경상 개발비 및 개발비 상각액을 더한 금액을 기초자산으로 나누어 측정하였다(박영석 등 2010; 하영범·이성희 2014). 연구결과의 강건성을 검증하기 위해 연구개발투자 측정치를 대신 초과연구개발투자를 매개변수로 고려하여 추가적인 검증을 실시하였다. 초과연구개발투자는 연구개발투자에 영향을 미치는 것으로 확인된 변수를 독립변수로 설정하고 연구개발투자를 종속변수로 설정한 <식 3>에서의 잔차( $\epsilon$ )로 측정하였다(Heiens et al. 2007; Vithessonthi et al. 2016).

#### (4) 통제변수 정의 및 측정

독립변수 이외에 종속변수인 기업가치에 미치는 효과를 통제하기 위해, 외국인지분율, 기관지분율, 대주주지분율, 대규모기업집단여부, 사외이사비율, 기업규모, 기업연령, 부채비율, 영업이익률, 매출액성장률 및 베타를 모형에 통제변수로 고려하였다. 외국인투자자는 한국 자본시장에서 투자기업의 최대주주와 유대관계가 낮아 경영자로부터 독립성이 높으며, 대규모 지분을 보유하고 있어 경영자에 대한 감시유인과 감시비용을 부담할 능력을 갖추고 있다(Sachs and Warner 1995; 이상철 등 2009). 따라서 외국인투자자가 보유한 지분율이 높아질수록 외국인투자자의 감시유인이 커지기 때문에, 기업가치가 높아질 수 있다. 외국인지분율은 외국인투자자가 보유한 주식의 수를 유통주식수로 나눈 값으로 측정하였다.

기관투자자는 소액주주보다 기업 내부정보에 대한 접근이 쉽고 감시에 대한 전문성을 갖추고 있을 뿐만 아니라 대규모 투자로 감시비용을 부담할 능력을 갖추고 있다(Barclay and Holderness 1989). 그러므로 기관투자자가 보유한 지분율이 높아질수록 피투자회사 경영자에 대한 감시가 효과적으로 이루어져, 기업가치가 증가될 수 있다. 기관지분율은 기관투자자가 보유한 주식의 수를 유통주식수로 나눈 값으로 측정하였다.

대주주지분율이 높아질수록 대주주의 경영자에 대한 감시의 증가로 기업가치가 증가될 수 있는 반면, 대주주의 이익을 추구하기 위해 오히려 기업가치를 훼손할 우려도 발생할 수 있다. 김주현(1992)은 대주주의 경영참여정도를 대주주지분율로 측정하였으며, 고승의(2002)는 대주주1인 또는 그 가족의 소유집중정도를 대주주지분율로 측정한다. 대주주지분율은 대주주1인과 국세기본법시행령 20조에 해당하는 친족 및 특수관계인이 보유한 주식수의 합을 총 발행 주식수로 나누어 측정하였다(이상철 등 2017).

대규모기업집단에 소속된 기업의 경우 지배주주의 사적 이익을 위해 기업의 자산 또는 이익을 외부로 유출시키는 부의 이전(tunneling)이 발생할 우려가 있다(Johnson et al. 2000). 반면 지배주주가 자금이 부족하거나 파산위험에 처한 계열사를 지원하는 상호지원(propping)도 나타날 우려가 있다(Friedman et al. 2003). 대규모기업집단여부는 공정거래위원회가 자산총액을 기준으로 지정한 대규모기업집단 소속회사 현황을 근거로 더미변수로 구분하였다. 해당 기업이 대규모기업집단에 소속된 계열사이면 1의 값을 부여하고, 그렇지 않은 경우에는 0의 값을 부여하여 측정하였다(이상철·윤종철 2017).

이사회에서 사외이사가 차지하는 비중이 높아지면 이사회 독립성이 높아지기 때문

에, 지배주주와 경영자의 부당한 의사결정을 효과적으로 감시할 수 있다(Menon and Williams 1994). 그러므로 사외이사의 비중이 높아지면 기업가치가 향상될 수 있다. 사외이사비율은 사외이사수를 등기이사수로 나누어 측정하였다(Beasley 1996; Klein 2002).

기업규모는 규모의 경제를 통해 기업성과에 영향을 줄 수 있으므로 기업가치와 양(+)의 관계가 존재하지만, 기업규모가 클수록 정치적 비용이 증가하므로 기업가치에 부정적일 수 있다(고창열 등 2013). 따라서 기업규모가 기업가치에 미치는 영향을 통제하기 위해 총자산에 자연로그를 취한 값을 통제변수로 선정하였다.

Khanna and Palepu(1999)는 기업연령과 기업가치 사이에 음의 관련성이 있다는 연구결과를 제시하였다. 본 연구에서는 상장이후 경과일수에 자연로그를 취한 값으로 기업연령을 측정하여 통제변수로 고려하였다.

부채를 사용하면 법인세가 절감되어 가중평균자본비용이 낮아질 수 있다(Modigliani and Miller 1963). 경영자들도 기업의 낙관적인 전망을 신호하기 위해 부채를 사용할 수 있다(Ross 1977). 부채비율과 기업가치 사이에 양의 관계가 예상된다. 부채비율은 부채총액을 총자산으로 나누어 측정하였다.

기업의 투자수익률이 기업가치에 미치는 영향을 통제하기 위해, 당기순이익을 자산총계로 나누어 측정한 총자산순이익률을 통제변수로 모형에 고려하였다. 총자산순이익률은 기업이 수익을 창출하기 위해 자산을 얼마나 효율적으로 사용하였는가를 나타내는 측정치로 기업가치와 양의 관계를 나타낸다(Abor and Bokpin 2010; Mehta 2012).

기업의 성장성이 기업가치에 미치는 영향을 통제하기 위해, 당기매출액에서 전기매출액을 차감한 값을 전기매출액으로 나누어 측정한 매출액성장률을 통제변수로 모형에 고려하였다. 매출액성장률은 기업의 과거 성장에 관한 정보를 보여주며 신규 시장의 확보 등과 같은 기업의 긍정적 정보를 나타낸다(신민식·김수은 2009). 따라서 매출액성장률은 기업가치에 양의 영향을 미칠 것으로 기대된다.

기업의 체계적 위험이 기업가치에 미치는 영향을 통제하기 위해, 베타(beta)를 모형에 통제변수로 고려하였다. 베타는 해당 연도 결산월 이전 60개월의 월간수익률을 계산하여 추정하였다(이상철·이윤근 2018). 그리고 산업의 특성 차이 및 경제적 환경변화 등 전반적 시장상황 통제를 위하여, 산업더미와 연도더미를 통제변수로 모형에 고려하였다.

### 3. 연구모형 설정

여성의 이사회 참여가 기업가치에 미치는 영향을 살펴보기 위해, <모형 1>과 같은 회귀분석 모형을 설정하였다. <모형 1>에서 독립변수는 여성의 이사회 참여여부이며, 종속변수는 기업가치를 나타내는 Tobin's Q와 Market-to-Book비율이다. 독립변수 이외에 종속변수인 기업가치에 미치는 효과를 통제하기 위해, 외국인지분율, 기관지분율, 대주주지분율, 대규모기업집단, 사외이사비율, 기업규모, 기업연령, 부채비율, 영업이익률, 매출액성장률 및 베타를 통제변수로 선정하였다. 산업의 특성 차이 및 경제적 환경변화 등 전반적 시장상황을 통제하기 위해, 산업더미와 연도더미를 통제변수로 모형에 고려하였다. 가설 1에 근거하여 <모형 1>에서 여성의 이사회 참여여부는 기업가치에 유의적인 양의 영향을 미칠 것으로 예상된다.

#### <모형 1>

Tobin's Q [Market-to-Book비율] =  $\alpha + \beta_1$ 여성의 이사회 참여여부 +  $\beta_2$ 외국인지분율 +  $\beta_3$ 기관지분율 +  $\beta_4$ 대주주지분율 +  $\beta_5$ 대규모기업집단여부 +  $\beta_6$ 사외이사비율 +  $\beta_7$ 기업규모 +  $\beta_8$ 기업연령 +  $\beta_9$ 부채비율 +  $\beta_{10}$ 영업이익률 +  $\beta_{11}$ 매출액성장률 +  $\beta_{12}$ 베타 +  $\beta_t$ 연도더미 +  $\beta_i$ 산업더미 +  $\epsilon$

<모형 2>는 여성의 이사회 참여가 기업의 연구개발투자에 미치는 효과를 검증하기 위한 모형이다. <모형 2>에서 독립변수인 여성의 이사회 참여여부 이외에 외국인지분율, 기관지분율, 대규모기업집단여부, 기업규모, 기업연령, 부채비율, 총자산순이익률, 영업현금흐름을 통제변수로 모형에 고려하였다. 또한 산업과 연도 효과를 통제하기 위해 연도더미 및 산업더미를 통제변수로 추가하였다. 가설 2에 근거하여 <모형 2>에서 여성의 이사회 참여여부는 연구개발투자에 유의적인 양의 영향을 미칠 것으로 예상된다.

#### <모형 2>

연구개발투자[초과연구개발투자] =  $\alpha + \beta_1$ 여성의 이사회 참여여부 +  $\beta_2$ 외국인지분율 +  $\beta_3$ 기관지분율 +  $\beta_4$ 대규모기업집단여부 +  $\beta_5$ 기업규모 +  $\beta_6$ 기업연령 +  $\beta_7$ 부채비율 +  $\beta_8$ 총자산순이익률 +  $\beta_9$ 영업현금흐름 +  $\beta_t$ 연도더미 +  $\beta_i$ 산업더미 +  $\epsilon$

<모형 3>은 여성의 이사회 참여와 기업가치 사이의 관계에서 연구개발투자의 매개변

수 효과를 파악하기 위해, 여성의 이사회 참여여부와 연구개발투자를 하나의 모형에 함께 독립변수로 고려하였다. <모형 3>에서 여성의 이사회 참여여부의 회귀계수가 <모형 1>에서 여성의 이사회 참여여부의 회귀계수보다 작다면, 여성의 이사회 참여와 기업가치 사이의 관계에서 연구개발투자가 매개변수의 역할을 수행하는 것으로 볼 수 있다 (Ahn et al. 2010; Surroca et al. 2010).

### <모형 3>

Tobin's Q[Market-to-Book비율] =  $\alpha + \beta_1$ 여성의 이사회 참여여부 +  $\beta_2$ 연구개발 투자[초과연구개발투자] +  $\beta_3$ 외국인지분율 +  $\beta_4$ 기관지분율 +  $\beta_5$ 대주주지분율 +  $\beta_6$ 대 규모기업집단여부 +  $\beta_7$ 사외이사비율 +  $\beta_8$ 기업규모 +  $\beta_9$ 기업연령 +  $\beta_{10}$ 부채비율 +  $\beta_{11}$ 영업이익률 +  $\beta_{12}$ 매출액성장률 +  $\beta_{13}$ 베타 +  $\beta_t$ 연도더미 +  $\beta_i$ 산업더미 +  $\epsilon$

## IV. 검증결과

### 1. 여성의 이사회 참여가 기업가치에 미치는 영향

여성의 이사회 참여가 기업가치에 미치는 영향을 최소자승회귀(ordinary least squares regression)방법으로 분석한 결과를 <표 1>에 제시하였다. <표 1>의 <패널 A>에는 기업가치를 Tobin's Q로 측정하여 검증한 결과를 제시하였고, <패널 B>에는 기업가치를 Market-to-Book비율로 측정하여 검증한 결과를 제시하였다. <표 1>에서 살펴보는 것과 같이, 여성의 이사회 참여여부는 Tobin's Q와 Market-to-Book비율로 측정된 기업가치에 유의적인 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 여성의 이사회 참여가 기업가치를 높인다는 것을 나타내는 결과이다. 통제변수 가운데 외국인지분율, 기관지분율, 사외이사비율, 영업이익률, 매출액성장률 및 베타는 Tobin's Q와 Market-to-Book비율로 측정된 기업가치에 유의적인 양의 영향을 미치는 반면, 대주주지분율, 기업규모 및 기업연령은 기업가치에 유의적인 음의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

〈표 1〉 여성의 이사회 참여가 기업가치에 미치는 영향

Tobin's Q[Market-to-Book비율] =  $\alpha + \beta_1$ 여성의 이사회 참여 +  $\beta_2$ 외국인지분율 +  $\beta_3$ 기관지분율 +  $\beta_4$ 대주주지분율 +  $\beta_5$ 대규모기업집단 +  $\beta_6$ 사외이사비율 +  $\beta_7$ 기업규모 +  $\beta_8$ 기업연령 +  $\beta_9$ 부채비율 +  $\beta_{10}$ 영업이익률 +  $\beta_{11}$ 매출액성장률 +  $\beta_{12}$ 베타 +  $\beta_t$ 연도더미 +  $\beta_i$ 산업더미 +  $\epsilon$

구분	〈패널 A〉 종속변수: Tobin's Q		〈패널 B〉 종속변수: Market-to-Book비율	
	추정계수	t값	추정계수	t값
상수	4.499***	12.48	7.309***	11.62
여성의 이사회 참여	0.126***	2.92	0.198***	2.62
외국인지분율	1.298***	8.46	2.251***	8.42
기관지분율	0.371**	2.90	0.871***	3.91
대주주지분율	-0.419***	-4.74	-0.644***	-4.17
대규모기업집단	-0.076*	-1.88	-0.096	-1.37
사외이사비율	0.287***	2.57	0.403**	2.08
기업규모	-0.122***	-8.48	-0.238***	-9.50
기업연령	-0.004***	-5.94	-0.008***	-6.36
부채비율	0.057	0.80	0.945***	7.78
영업이익률	2.416***	9.11	3.721***	8.05
매출액성장률	0.124***	3.06	0.269***	3.80
베타	0.322***	8.85	0.464***	7.31
산업더미	포함		포함	
연도더미	포함		포함	
F값	21.90***		21.01***	
수정 R <sup>2</sup>	0.145		0.140	

\*\*\*, \*\*, \* : 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. Tobin's Q : 보통주의 시장가치, 우선주의 장부가액 그리고 부채의 장부가액의 합을 총자산의 장부가액으로 나눈 값 ; Market-to-Book비율 : 자기자본의 시장가치를 자기자본의 장부가치로 나눈 값 ; 연구개발투자 : {(기말개발비 - 기초개발비)+연구비+경상연구개발비+경상개발비+개발비상각액}/기초총자산 ; 초과연구개발투자 : 연구개발투자에 영향을 미치는 것으로 확인된 변수를 독립변수로 연구개발투자를 종속변수로 선정한 모형에서의 잔차( $\epsilon$ ) ; 여성의 이사회참여여부 : 여성이 이사회에 참여하는 경우이면 1, 아니면 0 ; 여성이사의 사외이사여부 : 여성이사가 사외이사이면 1, 아니면 0 ; 여성이사 전문성: 여성이사가 전문 자격증(변호사, 공인회계사, 세무사 등) 및 석사 학위 이상을 취득한 경우 1 아니면 0 ; 여성이사 재임기간 : (기준 연도 말일 - 여성이사의 재직시작일) / 365 ; 여성이사 이사회참석률 : 여성이사 이사회 참석 횟수/이사회 전체 회의 개최 수 ; 외국인지분율 : 외국인투자자가 보유한 주식의 수를 유통주식수로 나눈 값 ; 기관지분율 : 기관투자자가 보유한 주식의 수를 유통주식수로 나눈 값 ; 대주주지분율 : 대주주1인과 국제기본법시행령 제20조에 해당하는 친족 및 특수관계인이 소유한 주식의 합을 총발행 주식수로 나눈 값 ; 대규모기업집단 : 해당 기업이 공정거래위원회가 지정한 대규모기업집단에 소속된 계열사이면 1, 그렇지 않은 경우 0 ; 사외이사비율 : 사외이사수를 등기이사수로 나눈 값 ; 기업규모 : 총자산에 자연로그를 취한 값 ; 기업연령 : 상장이후 경과일수에 자연로그를 취한 값 ; 부채비율 : 부채총액을 총자산으로 나눈 값 ; 영업이익률 : 영업이익을 자산총계로 나눈 값 ; 매출액성장률 : 당기매출액에서 전기매출액을 차감한 값을 전기매출액으로 나눈 값 ; 베타 : 해당 연도 결산월 이전 60개월의 월간수익률을 계산하여 추정된 베타 ; 총자산순이익률 : 순이익을 총자산으로 나눈 값 ; 영업현금흐름 : 영업현금흐름을 총자산으로 나눈 값 ; 연도더미 : 해당 연도이면 1, 아니면 0 ; 산업더미 : 해당 산업에 소속된 기업인 경우 1, 아니면 0.

## 2. 여성의 이사회 참여와 기업가치 사이의 관계에서 연구개발투자의 매개효과

### (1) 여성의 이사회 참여가 연구개발투자에 미치는 영향

여성의 이사회 참여가 연구개발투자 및 초과연구개발투자에 미치는 영향을 최소자승 회귀(ordinary least squares regression)방법으로 분석한 결과를 <표 2>의 <패널 A>와 <패널 B>에 각각 제시하였다. <표 2>의 <패널 A>에서는 여성의 이사회 참여가 연구개발투자에 유의적인 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다. <표 2>의 <패널 B>에서도 여성의 이사회 참여가 초과연구개발투자에 유의적인 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다. <표 2>의 <패널 A>와 <패널 B>에 제시된 결과는 여성이사의 이사회 참여가 연구개발투자에 양의 영향을 미친다는 것을 나타낸다.

<표 2> 여성의 이사회 참여가 연구개발투자에 미치는 영향

연구개발투자[초과연구개발투자] =  $\alpha + \beta_1$ 여성의 이사회 참여 +  $\beta_2$ 외국인지분율 +  $\beta_3$ 기관지분율 +  $\beta_4$ 대규모기업집단 +  $\beta_5$ 기업규모 +  $\beta_6$ 기업연령 +  $\beta_7$ 부채비율 +  $\beta_8$ 총자산순이익률 +  $\beta_9$ 영업현금흐름 +  $\beta_{10}$ 연도더미 +  $\beta_{11}$ 산업더미 +  $\varepsilon$

구분	<패널 A> 종속변수: 연구개발투자		<패널 B> 종속변수: 초과연구개발투자	
	추정계수	t값	추정계수	t값
상수	0.011	1.25	0.007	0.79
여성의 이사회 참여	0.003***	3.59	0.001*	1.83
외국인지분율	-0.001	-0.28	-0.009***	-3.21
기관지분율	0.007***	3.00	-0.002	-0.11
대규모기업집단	0.003	0.52	0.003	0.52
기업규모	0.001*	1.66	0.001**	2.30
기업연령	-0.0001	-0.85	-0.0001	-1.40
부채비율	-0.006***	-4.79	-0.004***	-2.90
총자산순이익률	0.014***	2.82	0.021***	4.17
영업현금흐름	0.0001***	4.96	0.0001***	4.97
산업더미	포함		포함	
연도더미	포함		포함	
F값	24.36***		23.64***	
수정 R <sup>2</sup>	0.297		0.287	

\*\*\*, \*\*, \* : 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 변수에 대한 설명은 <표 1>을 참조

(2) 연구개발투자가 기업가치에 미치는 영향

기업의 연구개발투자 및 초과연구개발투자가 기업가치에 미치는 효과를 최소자승회귀(ordinary leastsquares regression)방법으로 분석한 결과를 <표 3>에 제시하였다. <표 3>의 <패널 A>와 <패널 C>에는 연구개발투자가 기업가치에 미치는 효과에 대한 검증결과를 제시하였고, <패널 B>와 <패널 D>에는 초과연구개발투자가 기업가치에 미치는 효과를 검증한 결과를 제시하였다. <표 3>의 <패널 A>와 <패널 C>에서 살펴보는 바와 같이, 연구개발투자는 Tobin's Q와 Market-to-Book비율로 측정된 기업가치에 유의적인 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그리고 <표 3>의 <패널 B>와 <패널 D>에서 살펴보는 바와 같이, 초과연구개발투자는 Tobin's Q와 Market-to-Book비율로 측정된 기업가치에 유의적인 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

<표 3> 연구개발투자가 기업가치에 미치는 영향

Tobin's Q[Market-to-Book비율] =  $\alpha + \beta_1$ 연구개발투자[초과연구개발투자] +  $\beta_2$ 외국인지분율 +  $\beta_3$ 기관지분율 +  $\beta_4$ 대주주지분율 +  $\beta_5$ 대규모기업집단 +  $\beta_6$ 사외이사비율 +  $\beta_7$ 기업규모 +  $\beta_8$ 기업연령 +  $\beta_9$ 부채비율 +  $\beta_{10}$ 영업이익률 +  $\beta_{11}$ 매출액성장률 +  $\beta_{12}$ 베타 +  $\beta_t$ 연도더미 +  $\beta_i$ 산업더미 +  $\varepsilon$

구분	종속변수: Tobin's Q				종속변수: Market-to-Book비율			
	<패널 A>		<패널 B>		<패널 C>		<패널 D>	
	추정계수	t값	추정계수	t값	추정계수	t값	추정계수	t값
상수	4.490***	12.36	4.490***	12.66	7.155***	11.49	7.296***	11.77
연구개발투자	5.935***	9.36			9.419***	8.50		
초과연구개발투자			8.822***	10.88			14.118***	9.96
외국인지분율	1.293***	8.55	1.377***	9.14	2.244***	8.49	2.376***	9.02
기관지분율	0.324**	2.57	0.371***	2.95	0.797***	3.61	0.871***	3.97
대주주지분율	-0.328***	-3.74	-0.308***	-3.51	-0.500***	-3.25	-0.465***	-3.04
대규모기업집단	-0.066*	-1.67	-0.090**	-2.28	-0.081	-1.17	-0.119*	-1.73
사외이사비율	0.224**	2.04	0.209*	1.90	0.305	1.58	0.279	1.45
기업규모	-0.119***	-8.42	-0.119***	-8.46	-0.234***	-9.45	-0.234***	-9.49
기업연령	-0.004***	-5.92	-0.004***	-5.81	-0.008***	-6.34	-0.008***	-6.24
부채비율	0.054	0.76	0.064	0.91	0.969***	7.81	0.987***	7.79
영업이익률	2.420***	9.24	2.310***	8.85	3.728***	8.14	3.549***	7.78
매출액성장률	0.119***	2.96	0.118***	2.95	0.260***	3.71	0.258***	3.70
베타	0.298***	8.26	0.293***	8.18	0.426***	6.75	0.418***	6.66
산업더미	포함		포함		포함		포함	
연도더미	포함		포함		포함		포함	
F값	25.35***		26.69***		23.85***		25.01***	
수정 R <sup>2</sup>	0.166		0.173		0.157		0.164	

\*\*\*, \*\*, \* : 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 변수에 대한 설명은 <표 1>을 참조

(3) 연구개발투자의 매개효과

여성의 이사회 참여와 기업가치 사이의 관계에서 연구개발투자 및 초과연구개발투자의 매개효과를 검증한 분석결과를 <표 4>에 제시하였다. <표 4>의 <패널 A>와 <패널 C>에서는 여성의 이사회 참여여부와 연구개발투자를 동시에 모형에 고려하여 기업가치에 미치는 효과를 검증한 결과를 제시하였다. 그리고 <표 4>의 <패널 B>와 <패널 D>에서는 여성의 이사회 참여여부와 초과연구개발투자를 동시에 모형에 고려하여 기업가치에 미치는 효과를 검증한 결과를 제시하였다.

여성의 이사회 참여여부와 기업가치 사이의 관계에서 연구개발투자(초과연구개발투자)가 매개변수로서 작용한다면, <표 2>의 <패널 A>(표 2)의 <패널 B>)에서 여성의 이사회 참여여부는 매개변수인 연구개발투자(초과연구개발투자)에 유의적인 양의 영향을 미치며, <표 3>의 <패널 A>와 <패널 C>(표 3)의 <패널 B>와 <패널 D>)에서 매개변수인 연구개발투자(초과연구개발투자)는 종속변수인 기업가치에 유의적인 양의 영향을 미쳐야 한다. 또한 여성의 이사회 참여여부와 연구개발투자(초과연구개발투자)를 동시에 모형에 고려하여 검증을 실시한 <표 4>의 <패널 A>와 <패널 C>(표 4)의 <패널 B>와 <패널 D>)의 검증결과에서 여성의 이사회 참여여부의 회귀계수 값이 여성의 이사회 참여여부만을 독립변수로 모형에 고려하여 검증을 실시한 <표 1>의 <패널 A>와 <패널 B>에 제시된 여성의 이사회 참여여부의 회귀계수 값보다 작게 나타나야 한다.

<표 4> 여성의 이사회참여와 기업가치 사이의 관계에서 연구개발투자의 매개효과

$$\text{Tobin's Q[Market-to-Book비율]} = \alpha + \beta_1 \text{여성의 이사회 참여} + \beta_2 \text{연구개발투자[초과연구개발투자]} + \beta_3 \text{외국인지분율} + \beta_4 \text{기관지분율} + \beta_5 \text{대주주지분율} + \beta_6 \text{대규모기업집단} + \beta_7 \text{사외이사비율} + \beta_8 \text{기업 규모} + \beta_9 \text{기업연령} + \beta_{10} \text{부채비율} + \beta_{11} \text{영업이익률} + \beta_{12} \text{매출액성장률} + \beta_{13} \text{베타} + \beta_t \text{연도더미} + \beta_i \text{산업더미} + \epsilon$$

구분	종속변수: Tobin's Q				종속변수: Market-to-Book비율			
	<패널 A>		<패널 B>		<패널 C>		<패널 D>	
	추정계수	t값	추정계수	t값	추정계수	t값	추정계수	t값
상수	4.429***	12.44	4.063***	10.41	7.197***	11.57	6.616***	9.75
여성의 이사회 참여	0.118***	2.77	0.101**	2.38	0.185**	2.48	0.150**	2.04
연구개발투자	5.899***	9.31			9.365***	8.46		
초과연구개발투자			8.769***	10.94			13.962***	10.02
외국인지분율	1.269***	8.38	1.287***	8.62	2.204***	8.33	2.199***	8.47
기관지분율	0.342***	2.71	0.369***	2.97	0.825***	3.74	0.853***	3.94
대주주지분율	-0.326***	-3.70	-0.276***	-3.19	-0.496***	-3.23	-0.406***	-2.69
대규모기업집단	-0.060	-1.51	-0.094**	-2.41	-0.071	-1.02	-0.127*	-1.86

구분	종속변수: Tobin's Q				종속변수: Market-to-Book비율			
	〈패널 A〉		〈패널 B〉		〈패널 C〉		〈패널 D〉	
	추정계수	t값	추정계수	t값	추정계수	t값	추정계수	t값
사외이사비율	0.231**	2.09	0.229**	2.11	0.314	1.63	0.309	1.62
기업규모	-0.121***	-8.54	-0.113***	-8.06	-0.237***	-9.55	-0.220***	-9.03
기업연령	-0.004***	-5.85	-0.004***	-5.09	-0.008***	-6.28	-0.007***	-5.46
부채비율	0.059	0.84	0.116*	1.65	0.978***	7.89	1.090***	8.88
영업이익률	2.403***	9.18	2.322***	9.00	3.699***	8.09	3.605***	8.03
매출액성장률	0.119***	2.96	0.116***	2.95	0.260***	3.71	0.255***	3.71
베타	0.298***	8.26	0.296***	8.34	0.425***	6.75	0.425***	6.88
산업더미	포함		포함		포함		포함	
연도더미	포함		포함		포함		포함	
F값	24.77***		26.59***		23.25***		26.44***	
수정 R <sup>2</sup>	0.167		0.193		0.158		0.192	

\*\*\*, \*\*, \* : 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 변수에 대한 설명은 <표 1>을 참조

여성의 이사회 참여여부와 연구개발투자를 동시에 모형에 고려하여 검증을 실시한 <표 4>의 <패널 A>와 <패널 C>에서 여성의 이사회 참여여부의 회귀계수 값은 각각 0.118과 0.185인 반면, 여성의 이사회 참여여부만을 독립변수로 사용하여 검증을 실시한 <표 1>의 <패널 A>와 <패널 B>에서 여성의 이사회 참여여부의 회귀계수 값은 각각 0.126과 0.198로 나타났다. 또한, 매개효과의 통계적 유의성을 검증하기 위해 독립변수와 매개변수의 회귀계수 값 차이가 통계적으로 유의적인지 여부를 검증하는 소벨검증(Sobel Test)을 실시하였다. 검증결과, 종속변수가 Tobin'Q와 Market-to-Book비율일 때 검증통계량 Z값은 각각 1.969와 1.971이며, 두 회귀계수는 통계적으로 유의적인 차이가 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 여성의 이사회 참여여부와 기업가치 사이의 관계에서 연구개발투자가 매개변수로서 작용한다는 것을 의미한다. 이러한 검증 결과는 여성의 이사회 참여가 기업의 연구개발투자를 높이고, 그 결과 기업가치가 높아진다는 것을 의미한다.

여성의 이사회 참여여부와 초과연구개발투자를 동시에 모형에 고려하여 검증을 실시한 <표 4>의 <패널 B>와 <패널 D>에서 여성의 이사회 참여여부의 회귀계수 값은 각각 0.101과 0.150인 반면, 여성의 이사회 참여여부만을 독립변수로 사용하여 검증을 실시한 <표 1>의 <패널 A>와 <패널 B>에서 여성의 이사회 참여여부의 회귀계수 값은 각각 0.126과 0.198로 나타났다. 이러한 결과는 여성의 이사회 참여여부와 기업가치 사이의 관계에서 초과연구개발투자가 매개변수로서 작용한다는 것을 의미한다. 또한 매개효과의 통계적 유의성을 검증하기 위해 독립변수와 매개변수의 회귀계수 값 차이가 통계적

으로 유의적인지 여부를 검증하는 소벨검증(Sobel Test)을 실시하였다. 검증결과, 종속 변수가 Tobin'Q와 Market-to-Book비율일 때 검증통계량 Z값은 각각 1.669와 1.671이며, 두 회귀계수 값이 통계적으로 유의적인 차이가 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 여성의 이사회 참여가 기업의 초과연구개발투자를 높이고, 그 결과 기업가치가 높아진다는 것을 의미한다. 이처럼 초과연구개발투자를 매개변수로 사용한 검증결과에서도 연구개발투자를 매개변수로 사용한 것과 동일한 결과를 얻었다.

### 3. 내생성 검증

여성의 이사회 참여여부는 기업가치 또는 연구개발투자에 영향을 미치는 다양한 기업특성과 상관관계가 높을 수 있다. 이러한 내생성 문제를 통제하기 위해서 독립변수인 여성의 이사회 참여여부에 영향을 주면서 종속변수인 기업가치 및 기업의 연구개발비에 영향을 미치지 않는 이사회 규모를 도구변수로 사용한 연립방정식 모형을 2단계 최소자승 회귀분석방법으로 분석하였다. 도구변수로 사용한 이사회 규모는 연구결과의 강건성을 위해 이사회 내 이사의 수, 사외이사의 수 그리고 이사회 내 이사의 수를 독립변수로 기업가치(연구개발투자)를 종속변수로 설정한 회귀모형에서의 잔차 등 3가지 변수로 측정하였다.

1단계에서 3가지 이사회 규모(이사회 내 이사의 수, 사외이사의 수 그리고 이사회 내 이사의 수를 독립변수로 기업가치(연구개발투자)를 종속변수로 설정한 회귀모형에서의 잔차)를 독립변수로 여성의 이사회 참여여부를 종속변수로 설정하여 회귀분석을 실시한 후, 여성의 이사회 참여여부에 대한 예측치를 추정하였다. 1단계 분석결과를 표로 제시하지는 않았으나, 이사회 내 이사의 수에 대한 회귀계수(계수값 0.014, t값 4.65), 이사회 내 이사의 수의 잔차항에 대한 회귀계수(계수값 0.018, t값 2.70) 및 사외이사의 수에 대한 회귀계수(계수값 0.043, t값 2.30)는 모두 통계적으로 유의적인 양의 값을 보였다.

1단계에서 추정한 여성의 이사회 참여여부에 대한 예측치를 독립변수로 사용하여 종속변수인 기업가치에 미치는 영향을 검증한 결과를 <표 5>에 제시하였다. <표 6>에서는 1단계에서 추정한 여성의 이사회 참여여부에 대한 예측치를 독립변수로 사용하여 종속변수인 연구개발투자[초과연구개발투자]에 미치는 효과를 검증한 결과를 나타내었다. 2단계 최소자승 회귀분석방법(2SLS regression)을 적용하여 분석한 <표 5>와 <표 6>에서 살펴보는 바와 같이, 여성의 이사회 참여여부는 기업가치에 유의적인 양의 영향을 미치며, 연구개발투자[초과연구개발투자]에도 유의적인 양의 영향을 미친다는 것을 알 수 있다.

〈표 5〉 여성의 이사회 참여가 기업가치에 미치는 영향: 2단계 최소자승회귀분석

Tobin's Q<sub>i</sub>[Market-to-Book비율] =  $\alpha + \beta_1$ 여성의 이사회 참여<sup>1)</sup> +  $\beta_2$ 외국인지분율 +  $\beta_3$ 기관지분율 +  $\beta_4$ 대주주지분율 +  $\beta_5$ 대규모기업집단 +  $\beta_6$ 사외이사비율 +  $\beta_7$ 기업규모 +  $\beta_8$ 기업연령 +  $\beta_9$ 부채비율 +  $\beta_{10}$ 영업이익률 +  $\beta_{11}$ 매출액성장률 +  $\beta_{12}$ 베타 +  $\beta_1$ 연도더미 +  $\beta_1$ 산업더미 +  $\epsilon$

구분	〈패널 A〉 도구변수: 이사회			〈패널 B〉 도구변수: 이사회			〈패널 B〉 도구변수: 사외이사					
	종속변수: Tobin's Q	Market-to-Book비율	추정계수 t값	종속변수: Tobin's Q	Market-to-Book비율	추정계수 t값	종속변수: Tobin's Q	Market-to-Book비율	추정계수 t값			
상수	4.841***	12.72	7.971***	12.02	10.764***	18.51	17.395***	15.48	4.735***	12.80	7.759***	12.03
여성의 이사회 참여	1.648***	3.04	3.148***	3.33	53.044***	36.82	82.63***	29.94	1.533***	3.15	2.873***	3.39
외국인지분율	0.975***	5.09	1.625***	4.87	-8.104***	-23.23	-12.93***	-18.12	1.058***	6.05	1.794***	5.89
기관지분율	0.596***	3.95	1.307***	4.97	-0.031	-1.56	0.223**	2.48	0.379***	2.96	0.891***	4.00
대주주지분율	-0.374***	-4.16	-0.556***	-3.55	-0.093***	-6.83	-0.118**	-1.88	-0.389***	-4.37	-0.586***	-3.78
대규모기업집단	0.006	0.13	0.063	0.73	2.950***	28.65	4.789***	10.16	0.003	0.06	0.053	0.63
사외이사비율	0.356***	3.12	0.537***	2.70	2.481***	13.65	3.946***	4.74	0.334***	2.96	0.494**	2.51
기업규모	-0.144***	-8.79	-0.281***	-9.84	-0.565***	-22.42	-0.954***	-18.27	-0.136***	-8.93	-0.265***	-9.98
기업연령	-0.004***	-4.90	-0.007***	-5.21	0.007***	58.86	0.010***	18.72	-0.004***	-5.93	-0.008***	-6.34
부채비율	0.130*	1.70	1.116***	8.38	-0.039***	-3.50	0.820***	16.20	0.060	0.84	0.983***	7.84
영업이익률	2.191***	7.91	3.284***	6.80	0.157***	3.80	0.073	0.39	2.446***	9.23	3.771***	8.16
매출액성장률	0.122***	3.00	0.264***	3.73	-0.011	-0.19	0.066**	2.32	0.123***	3.04	0.267***	3.78
베타	0.319***	8.75	0.457***	7.20	0.013**	2.27	-0.035	-1.37	0.323***	8.86	0.464***	7.32
산업더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
연도더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
F값	21.94***	0.146	21.20***	0.141	59.33***	0.879	75.25***	0.860	21.95***	0.153	21.19***	0.148
수정 R <sup>2</sup>												

\*\*\*, \*\*, \* : 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 변수에 대한 설명은 〈표 1〉을 참조

1) 〈1단계 회귀분석모형〉 여성의 이사회 참여 =  $\alpha + \beta_1$ 이사회[이사회진차항, 사외이사수] +  $\beta_2$ 외국인지분율 +  $\beta_3$ 이사회수 +  $\beta_4$ 대규모기업집단 +  $\beta_5$ 전문경영자여부 +  $\beta_6$ 기업규모 +  $\beta_7$ 기업연령 +  $\beta_8$ 연도더미 +  $\beta_9$ 산업더미 +  $\beta_{10}$ 연도더미 +  $\beta_{11}$ 매출액성장률 +  $\beta_{12}$ 베타 +  $\beta_{13}$ 연도더미 +  $\beta_{14}$ 산업더미 +  $\epsilon$  을 통해 추정된 여성의 이사회 참여의 예측치이다. 1단계 회귀분석 모형에서 여성의 이사회 참여에 영향을 미치지만, 기업가치에 영향을 미치지 않는 도구변수 이사회수, 이사회수 진차항(종속변수로 기업가치, 독립변수로 이사회수를 1차 회귀분석모형을 통해 산출한 진차항) 그리고 사외이사수를 통해 1차 회귀분석한 결과는 각각의 회귀계수 값이 이사회수(계수값 0.014, t값 4.65), 이사회수 진차항(계수값 0.018, t값 2.70), 사외이사수(계수값 0.043, t값 2.30)로 통계적으로 유의적인 양의 값을 나타내었다.

〈표 6〉 여성의 이사회 참여가 연구개발투자[초과연구개발투자]에 미치는 영향: 2단계 최소자승회귀분석

연구개발투자<sub>it</sub>[초과연구개발투자]<sub>it</sub> =  $\alpha + \beta_1$ 여성의 이사회 참여<sup>2)</sup> +  $\beta_2$ 외국인지분율 +  $\beta_3$ 기관지분율 +  $\beta_4$ 대규모기업집단 +  $\beta_5$ 기업규모 +  $\beta_6$ 기업연령 +  $\beta_7$ 부채비율 +  $\beta_8$ 총자산순이익률 +  $\beta_9$ 영업현금흐름 +  $\beta_{10}$ 연도더미 +  $\beta_{11}$ 산업더미 +  $\varepsilon$

	〈패널 A〉 도구변수: 이사회수			〈패널 B〉 도구변수: 이사회수 진척항			〈패널 B〉 도구변수: 사외이사수					
	종속변수: 연구개발투자	종속변수: 초과연구개발투자	t값	종속변수: 연구개발투자	종속변수: 초과연구개발투자	t값	종속변수: 연구개발투자	종속변수: 초과연구개발투자	t값			
상수	0.005	0.53	0.0002	0.02	-0.0005	-0.05	-0.001	-0.12	0.003	0.38	-0.001	-0.09
여성의 이사회 참여	0.036***	3.63	0.023***	3.39	0.081***	4.83	0.028***	3.49	0.036***	4.03	0.024***	3.75
외국인지분율	-0.006*	-1.69	-0.012***	-3.84	-0.014***	-3.36	-0.013***	-4.07	-0.006*	-1.77	-0.012***	-3.96
기관지분율	0.003*	1.65	-0.003	-1.36	0.003	1.30	-0.003	-1.41	0.004*	1.70	-0.003	-1.30
대규모기업집단	0.002***	2.37	0.005***	5.62	0.005***	3.95	0.005***	5.71	0.002**	2.46	0.005***	5.77
기업규모	0.001**	1.66	0.001**	1.97	0.001**	2.26	0.001**	1.97	0.0005	1.48	0.001*	1.89
기업연령	-0.00002	-1.56	-0.0003**	-2.36	-0.00001	-0.80	-0.0003**	-2.23	-0.0002**	-1.98	-0.0003***	-2.69
부채비율	-0.006**	-4.06	-0.003**	-2.40	-0.005***	-3.49	-0.003**	-2.20	-0.006***	-4.04	-0.003**	-2.40
총자산순이익률	0.015***	2.91	0.023***	4.26	0.013**	2.38	0.022***	4.07	0.016***	2.96	0.023***	4.30
영업현금흐름	0.00001***	4.24	0.00001***	4.27	0.00001***	3.85	0.00001***	4.19	0.00001***	3.88	0.00001***	4.03
산업더미	포함		포함		포함		포함		포함		포함	
연도더미	포함		포함		포함		포함		포함		포함	
F값	24.34***		23.91***		24.37***		23.74***		24.41***		23.97***	
수정 R <sup>2</sup>	0.307		0.313		0.309		0.313		0.308		0.300	

\*\*\*, \*\*, \* : 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임을 나타냄. 변수에 대한 설명은 〈표 1〉을 참조

2) 〈1단계 회귀분석모형〉 여성의 이사회 참여 =  $\alpha + \beta_1$ 이사회수[이사회수 진척항, 사외이사수] +  $\beta_2$ 외국인지분율 +  $\beta_3$ 이사회수 +  $\beta_4$ 대규모기업집단 +  $\beta_5$ 기업연령 +  $\beta_6$ 기업규모 +  $\beta_7$ 기업연령 +  $\beta_8$ 연도더미 +  $\beta_9$ 산업더미 +  $\beta_{10}$ 연도더미 +  $\beta_{11}$ 산업더미 +  $\varepsilon$  을 통해 추정된 여성의 이사회 참여의 예측치이다. 1단계 회귀분석 모형에서 여성의 이사회 참여에 영향을 미치지만, 기업가치에 영향을 미치지 않는 도구변수 이사회수, 이사회수 진척항 (종속변수로 기업가치, 독립변수로 이사회수를 1차 회귀분석모형을 통해 산출한 진척항) 그리고 사외이사수를 통해 1차 회귀분석한 결과는 각각의 회귀계수 값이 이사회수 진척항(계수값 0.014, t값 4.65), 이사회수 진척항(계수값 0.018, t값 2.70), 사외이사수(계수값 0.043, t값 2.30)로 통계적으로 유의적인 양의 값을 나타내었다.

## V. 결론

본 연구에서는 국내 유가증권 상장기업을 대상으로 여성의 이사회 참여여부가 연구개발투자에 영향을 미치고 그 결과 기업가치가 높아지는지를 검증하였다. 2014년부터 2018년까지 한국거래소에 상장된 비금융기업 가운데 관리종목에 해당하는 기업과 자본잠식 기업을 제외한 3,540개 기업-년 자료를 대상으로 검증을 실시하였다.

검증결과, 여성의 이사회 참여여부는 기업가치에 유의적인 양의 영향을 미치며, 연구개발투자(초과연구개발투자)는 여성의 이사회 참여여부와 기업가치 사이에서 매개변수로서의 역할을 수행하고 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 여성의 이사회 참여가 기업의 연구개발투자(초과연구개발투자)를 높이고, 그 결과 기업가치가 높아진다는 것을 의미한다.

본 연구는 선행연구와 달리 여성의 이사회 참여가 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있는 근거로 연구개발투자에 주목하고, 연구개발투자가 여성의 이사회 참여와 기업가치 사이에서 매개변수로서 역할을 수행한다는 점을 실증적으로 검증하였다. 따라서 여성의 이사회 참여로 인한 효과를 검증하는 향후 연구에 기여할 수 있다는 측면에서 학문적 공헌점을 찾을 수 있다. 또한 본 연구결과에서 제시하는 분석결과는 여성의 이사회 참여로 인한 실증적인 효과가 미미한 한국적 상황에서, 정책당국이 여성이사와 관련한 정책을 수립하기 위한 근거로 활용될 수 있다는 점에서 실무적인 의의를 찾을 수 있다. 또한 개정된 자본시장법에 따라 여성이사를 선임해야 하는 기업은 본 연구 결과로 제시된 여성이사의 특성을 효과적인 이사회를 만들기 위해 여성이사를 선임하는 근거로 활용할 수 있다는 점에서도 의의를 찾을 수 있다.

## 〈참고문헌〉

- 강영연, “韓 여성 이사비율 3.1% 전세계 꼴찌” 「한국경제 2019년 10월 16일 기사」, 2019.
- 김수인, 홍지연, “이사회 내 여성 임원의 수가 기업 투명성에 미치는 영향”, 「국제회계연구」 제59집, 2015, pp.69-100.
- 김주현, “기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구” 「재무연구」 제5권 제1호 통권 5호, 1992, pp.129-154.
- 김지연, 이근, 추기능, “1980~2005년 한국기업의 시장가치(Tobin Q)추정: 여러 방법 추정치의 비교와 유용성 실험”, 「한국증권학회 2008년 1차 학술발표대회」, 2008.
- 고승의, “기업의 소유구조와 경영성과에 관한 연구”, 「경제경영논집」 제30권 제1호, 2002, pp.81-104.
- 고창열, 박준호, 정훈, 유관희, “DEA를 이용한 경영자 능력이 기업성과에 미치는 영향에 관한 연구”, 「관리회계연구」 제13권 제1호, 2013, pp.165-200.
- 박영석, 김남곤, 최운열, “코스닥시장 상장법인의 연구개발투자가 영업성과와 기업가치에 미치는 영향”, 「재무관리연구」 제27권 제4호, 2010, pp.89-110.
- 신민식, 김수은, “기업혁신과 기업가치간의 관계”, 「경영연구」 제24권 제4호, 2009, pp.89-120.
- 신현한, 이상철, 장진호, “외부감시주체와 기업가치”, 「재무연구」 제17권 제1호, 2004, pp.41-72.
- 이상철, 김중화, 박애영, “외국인지분율이 대리인문제 유형과 기업가치의 관련성에 미치는 영향”, 「관리회계연구」 제9권 제2호, 2009, pp.53-84.
- 이상철·이윤근, “기관투자자의 투자기간이 기업가치에 미치는 영향”, 「경영학연구」 제47권 제1호, 2018, pp. 195-217.
- 이상철·이윤근, “기업지배구조가 효율성 및 기업가치에 미치는 영향 &#8211; 효율성의 매개효과와 대리인문제의 조절효과를 중심으로-”, 「금융지식연구」 제15권 제3호, 2017, pp.33-73.
- 이상철, 이윤근, 김주원, “기관투자자의 이사회 참여가 기업가치에 미치는 영향”, 「관리회계연구」 제17권 제3호, 2017, pp.1-34.
- 이상철, 윤종철, “감사위원회 품질과 감사보수”, 「대한경영학회」 제30권 제10호, 2017,

pp.1693-1724.

하영범, 이성희, “CEO특성이 R&D 투자에 미치는 영향”, 「국제회계연구」 제58집, 2014, pp.103-125.

Abor, J. and G. Bokpin, “Investment Opportunities, Corporate Finance, and Dividend Payout Policy: Evidence from Emerging Markets”, *Studies in Economics and Finance* Vol. 27 No. 3, 2010, pp.180-194.

Adams, R. and D. Ferreira, “Women in the Boardroom and their Impact on Governance and Performance”, *Journal of Financial Economics* Vol. 94, 2009, pp.291-309.

Ahern, K. and A. Dittmar, “The Changing of the Boards: The Impact on Firm Valuation of Mandated Female Board Representation”, *Quarterly Journal of Economics* Vol. 127, 2012, pp.137-197.

Ahn, T., I. Hwang and M. Kim, “The Impact of Performance Measure Discriminability on Ratee Incentives”, *The Accounting Review* Vol. 85 No. 2, 2010, pp.389-417.

Alchian, A and H. Demsetz, “Production, Information Costs, and Economic Organization”, *American Economic Review* Vol. 62 No. 5, 1972, pp.777-795.

Bajtelsmit, V. and A. Bernasek, “Why Do Women Invest Differently than Men?”, *Financial Counseling and Planning* Vol. 7, 1996, pp.1-10.

Barclay, M. and C. Holderness, “Private Benefits from Control of Public Corporation”, *Journal of Financial Economics* 25, 1989, pp.861-878.

Baysinger, B., R. Kosnik and T. Turk, “Effects of Board and Ownership Structure on Corporate R&D Strategy”, *Academy of Management Journal* Vol. 34 No. 1, 1991, pp.205-214.

Beasley, M., “An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud”, *The Accounting Review* Vol. 71 No. 4, 1996, pp.443-465.

Byoun, S., K. Chang and Y. Kim, “Does Corporate Board Diversity effect Corporate Payout Policy?”, *Asia Pacific Journal of Financial Studies* Vol.

- 45 No. 1, 2016, pp.48-101.
- Campbell, K., A. Minguez-Vera, "Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance", *Journal of Business Ethics* Vol. 83, 2008, pp.435-451.
- Carter, D., B. Simkins and W. Simpson, "Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value", *Financial Review* Vol. 38 No. 1, 2003, pp.33-53.
- Carter, D., F. D'Souza., B. Simkins and G. Simpson, "The Gender and Ethnic Diversity of Us Boards and Boards Committees and Firm Financial Performance", *Corporate Governance: An International Review* Vol. 18 No. 5, 2010, pp.396-414.
- Chan, K., J. Lakonishok and T. Sougiannis, "The Stock Market Valuation of Research and Development Expenditure", *The Journal of Finance* 56, 2001, pp.2431-2456.
- Chan, S., J. Martin and J. Kensinger, "Corporate Research and Development Expenditure and Share Value", *Journal of Financial Economics* Vol. 26, 1990, pp.255-276.
- Chauvin, K. and M. Hirschey, "Advertising, R&D Expenditures and Market Value of the Firm", *Financial Management* Vol. 22, 1993. pp.128-140.
- Chung, K. and S. Pruitt, "A Simple Approximation of Tobin's q", *Financial Management* (Autumn 1994), pp.70-74.
- Dalton, D., C. Daily, J. Johnson and A. Ellstrand, "Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis", *Academy of Management Journal* Vol. 42 No. 6, 1999, pp.674-686.
- David, P., M. Hitt and J. Gimeno, "The Influence of Activism by Institutional Investors on R&D", *Academy of Management Journal* Vol. 44 No. 1, 2001, pp.144-157.
- Dezso, C. and D. Ross, "Does Female Representation in Top Management Improve Firm Performance? A Panel Data Investigation", *Strategic Management Journal* Vol. 33, 2012, pp.1072-1089.

- Dwyer, S. O. Richard, and K. Chadwick, “Gender Diversity in Management and Firm Performance: The Influence of Growth Orientation and Organizational Culture”, *Journal of Business Research* Vol. 56, 2003, pp.1009-1019.
- Erhardt, N., J. Werbel and C. Shrader, “Board of Director Diversity and Firm Financial Performance”, *Corporate Governance: An International Review* Vol. 11 No. 2, 2003, pp.102-111.
- Friedman, E., Johnson, S. and Mitton, T., “Propping and Tunneling”, *Journal of Comparative Economics* Vol. 31 No. 4, 2003.
- Hansen, G. and C. Hill, “Are Institutional Investors Myopic? A Time-series Study of Four Technology-driven Industries”, *Strategic Management Journal* Vol. 12 No. 1, 1991, pp.1-16.
- Haslam S., M. Ryan, C. Kulich, G. Trojanowski and C. Atkins, “Investing with Prejudice: The Relationship between Women’s Presence on Company Boards and Objective and Subjective Measures of Company Performance”, *British Journal of Management* Vol. 21, 2010, pp.484-497.
- Heiens, R., R. Leach and L. Mcgrath, “The Contribution of Intangible Assets and Expenditures to Shareholder Value”, *Journal of Strategic Marketing*, Vol. 15 No. 2-3, 2007, pp.149-159
- Jensen, M. and W. Meckling, “Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics* Vol. 3, 1976, pp. 305-360.
- Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer, “Tunneling”, *American Economic Review* Vol. 90, No. 2, 2000, pp.22-27.
- Khanna, T. and K. Palepu, “Emerging Market Business Groups, Foreign Investors, and Corporate Governance”, Concentrated Corporate Ownership, *National Bureau of Economic Research*, No .6955, 1999.
- Kirsch, A., “The Gender Composition of Corporate Boards: A Review and Research Agenda”, *The Leadership Quarterly* Vol. 29, 2018, pp.346-364.
- Klein, A., “Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings

- Management”, *Journal of Accounting and Economics* Vol. 33, 2002, pp.375-400.
- Kor, Y., “Direct and Interaction Effects of Top Management Team and Board Compositions on R&D Investment Strategy”, *Strategic Management Journal* Vol. 27 No. 11, 2006, pp.1081-1099.
- Liao, L., L. Luo and Q. Tang, “Gender Diversity, Board Independence, Environmental Committee and Greenhouse Gas Disclosure”, *The British Accounting Review* Vol. 47 No. 4, 2015, pp.409-424.
- Liu, Y., Z. Wei, and F. Xie, “Do Women Directors Improve Firm Performance in China?”, *Journal of Corporate Finance* Vol. 28, 2014, pp.169-184.
- Mehta, A., “An Empirical Analysis of Determinants of Dividend Policy-Evidence From The UAE Companies”, *Global Review of Accounting and Finance* Vol. 3 No. 1, 2012, pp.18-31.
- Menon, K. and J. Williams, “The Use of Audit Committees for Monitoring”, *Journal of Accounting and Public Policy* Vol. 13 No. 2, 1994, pp.121-139.
- Miller, T. and M. Triana, “Demographic Diversity in the Boardroom: Mediators of the Board Diversity-Firm Performance Relationship”, *Journal of Management Studies* Vol. 46 No. 5, 2009, pp.755-786.
- Modigliani, F. and M. Miller, “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction”, *The American Economic Review* Vol. 53, No. 3. 1963, pp.433-443.
- Mosakowski, E., “A Resource-based Perspective on the Dynamic Strategy Performance Relationship: An Empirical Examination of the Focus and Differentiation Strategies in Entrepreneurial Firms”, *Journal of Management* Vol. 19, 1993, pp.819-839.
- Pfeffer, J. and G. Salancik, “The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective”, New York, NY, Harper & Row, 1978.
- Post, C. and K. Byron, “Women on Boards and Firm Financial Performance: A Meta-Analysis”, *Academy of Management Journal* Vol. 58, 2014, pp.1546-1571.

- Pucheta-Martinez, M., I. Bel-Oms and G. Olcina-Sempere, "Corporate Governance, Female Directors and Quality of Financial Information", *Business Ethics: A European Review* Vol. 25 No. 4, 2016, pp.363-385.
- Rose, C., "Does Female Board Representation Influence Firm Performance? The Danish Evidence", *Corporate Governance: An International Review* Vol. 15 No. 2. 2007, pp. 404-413.
- Ross, S., "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach", *The Bell Journal of Economics* Vol. 8 No. 1. 1977, pp.23-401.
- Russo M. and P. Foults, "A Resource-Based Perspective on Corporate Environmental Performance and Profitability", *Academy of Management Journal* Vol. 40 No. 3, 1997, pp.534-559.
- Sachs, J. and A. Waner, "Economic Reform and the Process of Global Integration", *Brookings Papers on Economic Activity*, 25th Anniversary Issue, 1995.
- Srinidhi B., F. Gul F. and J. Tsui, "Female Directors and Earnings Quality", *Contemporary Accounting Research* Vol. 28 No. 5(Winter 2011), pp.1610-1644
- Surroca, J., J. Tribo, and S. Waddock, "Corporate Responsibility and Financial Performance: The Role of Intangible Resources", *Strategic Management Journal* Vol. 31, 2010, pp.463-490.
- Terjesen, S., R. Sealy and V. Singh, "Women Directors on Corporate Boards: A Review and Research Agenda", *Corporate Governance: An International Review* Vol. 17 No. 3, 2009, pp.320-337.
- Vithessonthi, C., and O. Racela, "Short-and Long-Run Effects of Internationalization and R&D Intensity on Firm Performance", *Journal of Multinational Financial Management* Vol. 34, March 2016, pp.28-45
- Wahid, A., "The Effects and The Mechanisms of Board Gender Diversity: Evidence From Financial Manipulation", *Journal of Business Ethics* Vol. 159 No. 3, 2019, pp.705-725.
- Wernerfelt, B., "A Resource-Based View of The Firm", *Strategic Management*

*Journal* Vol. 5 No. 2(Apr. - Jun., 1984), pp.171-180.

Xie, B., W. Davidson III, and P. DaDalt, “Earnings Management and Corporate Governance: The Roles of the Board and the Audit Committee”, *Journal of Corporate Finance* Vol. 9, 2003, pp.295-316.

# ESG경영과 투자의 지속가능성을 위한 논의<sup>1)</sup>

연구논단II

박경서 | 고려대학교 경영학과 교수

## I. ESG(Environment, Social, Governance)경영의 확산

근자에 들어와 기업경영의 지속가능성과 사회적 책임을 강조하는 ESG경영이 중요한 화두가 되었다. 이는 주주가치 극대화뿐만 아니라 다양한 이해관계자에 대한 배려, 특히 기업의 환경보호책임을 강조하는 경영이념이다. 기업경영과정에서 발생하는 불공정 고용 문제, 하청업체에 대한 갑질 등 불공정거래관행 등은 기업의 사회적 책임(corporate social responsibility)을 요구하는 시대적 배경이 되었다. 특히 최근에는 바이든 대통령 당선 이후 미국과 유럽이 ‘탄소국경조정제도(Carbon Border Adjustment)’ 등의 도입을 통해 역외상품에 대한 탄소세부과를 검토 중이라는 점에서 다국적기업들은 이에 대한 대응책 마련이 생존의 문제가 되고 있다. 생산활동과정에서 온실가스 등 환경오염물질을 다량 배출할 수밖에 없는 기업 입장에서는 국제적 환경기준의 충족이 수익성과 경쟁력을 위협할 수 있다.

ESG경영은 사회적 가치(social value)를 중시한다는 점에서 고객과 투자자의 신뢰를 제고하여 기업의 수익을 확대하고 자금조달비용을 낮추는 긍정적 효과를 가져올 것으로 기대한다. 반면에 ESG경영에 수반되는 비용의 증가는 기업의 수익성에 부담을 주기도 한다. 특히 ESG관련 비용을 상쇄할만한 수익의 증가와 사회적 가치가 창출되는 가 판단하기 매우 어려운 문제라는 점에서 의사결정구조의 비효율성 증가와 대리인문제(agency problem)에 대한 우려가 제기되기도 한다.<sup>2)</sup>

1) 본 소고는 ‘기업시민, 미래경영을 그리다’, 2020, 나남신서에 기고된 글을 수정 보완하였음을 밝힙니다.

2) 관련 연구로서 Renneboog, 2008, Ferrell, Liang, and Renneboog, 2016, Byun, Lee and Park, 2018 등 참조

원래 기업은 기업가치 극대화가 주된 존재의 목적이고 이의 실무적 목표는 주주가치 극대화로 정의되었다. 이는 기본적으로 기업의 주된 의사결정자는 주주라는 점에서 주주가치 극대화는 가장 유인부합적인 목표라는 개념과 상통한다. 따라서 기업의 사회적 책임과 환경보호를 동시에 강조하는 ESG경영은 기존의 주주가치 극대화와는 섬세한 차이가 있으며 이는 생산단위로서 기업의 효율성을 떨어뜨릴 가능성을 시사한다.

주지하다시피 주주와 여타 이해관계자는 기업의 지속성이라는 공동의 이해관계를 갖는 부분도 있지만 서로 이해가 상충되는 부분이 더 많은 관계이다. 과거에는 기업의 주인인 주주가 여타 이해관계자의 요구를 최소한의 기준에 맞추면서 주주가치를 극대화하는 의사결정구조였다. 경쟁적 시장에서 노동의 한계생산성을 반영하는 임금지급이나 정부가 요구하는 최소환경기준의 충족 등이 좋은 예이다. 반면에 ESG경영은 다양한 이해관계자에 대한 배려가 주주에 대한 배려와 함께 경영의 목표에 포함되는 개념이다. 사회가 요구되는 최소기준 이상을 추구하는 것이다. 따라서 기업의 의사결정자인 경영자는 훨씬 다양한 선택지가 가능하고 이 가운데 최선의 선택을 해야 하는 상황에 처한다. 무엇보다도 ESG경영의 결과(impact)는 기존의 수익이나 시장가치 등과 같이 합리적이고 투명한 측정이 가능하지 않고, 투입과 산출물(input-out)간 인과관계가 명확하지 않다는 점에서 그 공과를 판단하기가 쉽지 않다. 이는 경영을 감시하는 이사회와 규제기능을 포함하여 기업지배구조와 이의 운영에도 상당한 영향을 미칠 것이다.

한편 ESG경영을 뒷받침할 가장 시장적인 장치로서 자본시장에서의 ESG투자가 급속히 확산되고 있다. 이는 연기금과 자산운용사 등의 투자자들이 기업이 발행한 주식이나 채권 등의 인수에 있어 해당기업의 ESG수준을 고려하여 투자하는 전략을 의미한다. 초기에는 UN PRI의 권고에 따라 이에 가입한 공적연기금을 중심으로 사회책임투자(Socially Responsible Investment)전략으로서 기업의 ESG가 고려되었으나 최근에는 Black Rock과 같은 민간투자자들도 ESG투자의 확대를 선언한 바 있다. 전통적인 대출기관인 은행도 ESG경영의 일환으로 해당기업의 ESG수준이나 녹색기준충족 등을 고려하기 시작하였다.

투자자의 입장에서 ESG투자의 가장 중요한 이슈는 동 전략이 위험에 상응하는 수익률을 제공하는 가이다.<sup>3)</sup> 단순히 기업의 ESG점수가 높다고 해서, 또는 녹색기업의 요건을 갖춘다고 해서 시류에 따라 동 기업에 투자하거나 자금을 공급할 경우 이에 상응하는 수익률이 발생할지는 쉽게 장담할 수 없다. ESG투자는 기업의 ESG경영을 가능케하는 중요한 전제조건이 된다는 점에서 이의 지속가능성에 대한 논의도 중요한 의미가 있다.

3) 이는 은행의 대출금리결정에서도 중요한 이슈이다.

본 글에서는 ESG경영이 이행될 경우 예상되는 이슈가 무엇이고 기업 관점에서는 이에 대해 어떠한 준비가 필요한가에 대해 논의하고자 한다. 기업의 경쟁력은 국가의 경쟁력으로 밀접하게 연결된다는 점에서 이는 국가적 관점에서도 중요한 이슈이다. 이를 위해 회사이론과 지배구조이론에 기초하여 ESG경영의 논리적 토대를 검토하고, 기업의 경영목표가 다양한 이해관계자의 가치를 반영하기로 할 경우 예상되는 경영상의 문제점들에 대해 논의한다. 또한 ESG투자가 지속가능한 개념으로 유지되기 위해 어떠한 제도적 기반이 필요한가에 대해서 논의한다.

## II. 회사의 탄생과 ESG경영

### 1. 회사의 외부효과(externality)

회사(firm)란 다수의 경제주체(company)가 모여 생산활동을 하는 조직이다. 17세기 초 네델란드 동인도회사를 시작으로 주식회사제도가 도입된 후 회사는 인류의 경제 성장에 크게 기여한다. 주식회사는 법인격을 부여받은 가상의 존재로서 손실에 대한 주주의 유한책임(limited liability), 법인격의 보호(corporate veil), 비용에 대한 세제혜택, 파산 등의 특혜를 누려 왔다. 전세계 국가가 공통적으로 이러한 혜택을 주식회사에 제공해 온 배경에는 주식회사야말로 재화와 서비스 생산의 핵심주체로서 역사상 가장 효율적인 조직으로 이해되었기 때문이다. 또한 절대 다수의 근로자들에게 고용과 소득을 제공하고 수많은 주주와 채권자에게 위험에 상응하는 수익을 제공해 온 것도 주식회사이다.

반면에 회사는 생산활동을 수행하는 과정에서 근로자, 고객, 지역사회, 환경 등 다양한 이해관계자에게 부정적 영향을 미치는 외부효과를 유발한다. 여기서 외부효과란 경영활동과정에서 발생하는 사회적 비용을 회사가 충분히 부담하지 않는 현상을 의미한다. 환경오염이 대표적 사례일 것이다. 과거 회사의 노동착취나 독과점행태, 환경파괴적 경영행위를 눈감아 주었던 것은 기업이 제공하는 긍정적 혜택이 이러한 사회적 비용보다 크기 때문일 것이다. 하지만 경제수준과 시민의식의 발달로 인권, 공정사회, 환경보호 등의 중요성이 대두되면서 기업활동의 부정적 외부효과에 대한 비판적인 시각은 지속적으로 확대되어왔다.

하지만 이러한 외부적 압박에 대해 기업 스스로 부정적 외부효과를 해결하기 위한

노력은 제한적일 수밖에 없다. 근본적으로 기업의 사회적 책임 이행은 회사가 전적으로 비용(cost)을 부담하는 반면, 그 혜택(benefit)은 사회와 공유되는 공공재(public good)이기 때문이다. 공공재는 대표적인 시장실패(market failure)를 유발하는 현상이므로 정부가 개입하는 것이 경제적으로 정당화된다. 탄소배출기준 등의 환경규제가 그것이다. 하지만 정부규제는 다소 경직적인 접근법이다. 정부라는 조직의 특성상 정보 접근과 해석에 한계가 있어 정부실패(government failure)라는 부작용이 더 클 수 있다. 예를 들어 과도한 환경기준은 기업들의 생산비용을 높이고 경쟁력을 약화시킨다. 특히 환경문제가 정치적 관점과 연결될 경우 정권교체에 따른 환경기준의 변화는 기업들의 경영불확실성을 증가시킨다.<sup>4)</sup>

## 2. 회사의 부정적 외부효과에 대한 접근법

기업활동이 유발하는 사회적 비용 문제를 해결하는 다른 방법은 이해관계자의 권리 보호를 통한 접근법이다. 미시경제학의 대가인 Coase(1937)는 재산권의 명확한 배정에 의해 외부효과 문제를 해결할 수 있다고 주장한 바 있다. 예를 들어 환경오염물질을 배출하여 지역사회에 피해가 발생할 경우 이로부터 피해를 본 지역주민들이 민사소송을 청구하여 충분한 보상을 받을 수 있는 사회적 시스템을 갖추는 것이다. 상법이나 노동법 등에 기업의 이해관계자 보호의무를 명시하는 방법도 있을 것이다.<sup>5)</sup>

하지만 현실적으로 기업의 이해관계자가 보유하고 있는 정보상의 제약, 법적분쟁의 장기화와 비용부담, 승소가능성의 불확실성 등으로 이러한 주장은 한계를 가진다. 무엇보다 소송행위 자체가 공공재라는 점에서 충분히 제기되지 않는다. 이러한 문제를 해결하기 위해 선진국에서는 환경이나 소비자보호 문제 등으로 피해가 발생할 경우 소송절차를 원고에게 보다 유리하게 개선하여 왔다. 예를 들어 민사소송에서 관련된 기업내부 정보를 원고가 접근할 수 있도록 명령하는 증거개시제도(discovery)나 과실여부의 입증책임을 피고인 경영진에게 전환하는 사법적 절차 등이 그것이다. 이러한 제도는 특히 영미법국가에서 보다 발달되어 있다. 결국 기업의 여타 이해관계자를 잘 보호할 수 있는 법제도가 잘 발달되어 있는 경우에는 굳이 정부가 개입하여 기업의 사회적 책임과 환경정책을 규정할 필요는 적다는 시사점을 준다.

또 다른 대안은 기업의 의사결정과정에 주주 이외의 이해관계자 또는 이의 대리인이

4) 트럼프 전미국대통령은 파리기후변화협약을 탈퇴하고 국가환경정책법(National Environmental Policy Act) 개정을 통해 미국의 환경관련규제를 완화하는 등 과거 오바마정부의 정책방향을 크게 후퇴시킨 바 있다.

5) 영미법 국가인 미국의 경우 20세기 중반 이후 회사의 이해관계자보호 의무(constituency statutes)를 주법에 반영하는 주들이 나타난 바 있다. 이해관계자 보호를 주법에 도입한 미국 34개 주를 여타 주와 비교했을 때 기업의 특허건 수가 6.4% 증가한다는 연구결과는 많은 시사점을 제공한다 (Flammer and Kacperczyk, 2015).

참여하는 것이다. 즉, 기업의 지배구조 자체를 바꾸는 것이다. 독일 등 다수의 대륙법 국가에서는 주주 이외에도 근로자의 경영참여가 허용된다. 학술적으로는 근로자도 장기적으로는 주주와 유사하게 잔여적 청구권을 갖는다는 점에서 경영에 참여할 수 있다는 주장이 이의 이론적 배경이 된다 (Greenfield, 1997 등). 이는 여타의 이해관계자가 회사의 주인역할에 일부라도 참여한다는 점에서 보다 유인부합적인 제도로 이해될 수 있다.

회사활동의 부정적 외부효과를 통제할 수 있는 또 다른 대안은 소위 연성규제의 성격을 갖는 모범규준의 도입이다. 1960년대 인권, 소비자 권리, 반전, 환경보호 등의 이슈에 대한 사회적 각성 운동이 확산되면서 UN은 기업의 사회적 책임에 관한 권고안을 제시한다. 이후 다수의 국제기구와 국가들이 기업의 지배구조 및 사회적 책임에 관한 모범규준을 도입하면서 기업에게는 간접적인 압력으로 작용하게 되었다. 하지만 기업이 이를 지켜야할 의무는 없는 가운데 사회적 책임이 기업가치에 미치는 영향은 불확실하다는 점에서 일부의 기업만이 선택적으로 이에 호응하는 한계를 갖는다.

### 3. 법제도형태와 ESG경영

공공재로서 기업의 사회적 책임이행과 환경보호를 어떻게 유도할 것인가에 대해서는 국가별로 접근법이 다소 상이하다. 기업의 사회적 책임이라는 개념은 본래 1960년대 이해관계자 자본주의(stakeholder capitalism)로 분류되는 유럽국가의 기업들에서 시작된 것이다. 사회주의적 경제체제의 역사적 배경을 근간으로 하는 이들 국가에 있어 주주와 함께 다양한 이해관계자에 대한 배려가 강조되어 왔다. 특히 강한 정부가 사전적 규제에 의해 기업의 사회적 책임 이행을 강조해 온 것이다.

하지만 다양한 이해관계자의 권리를 보다 강조하는 정책하에서 주주의 권리가 상대적으로 약화될 수밖에 없었고 이들 국가에서는 금융구조에 있어 주식시장에 의한 자본공급보다는 은행 등 간접금융에 의한 자본공급이 보다 주류를 이루게 되었다.<sup>6)</sup> 하지만 이의 근본적인 문제는 결제제도의 핵심기관인 은행의 성격상 위험자본의 공급에는 한계가 있기 때문에 기업이 필요로 하는 자기자본의 충분한 공급이 이루어지지 못한다는 단점이 지적된다. 특히 투자자보호제도가 취약하여 주식매수를 위한 투자자기반이 약화될 수밖에 없는 것도 자기자본의 공급에 제약이 되었다.

반면에 주주자본주의(shareholder capitalism)를 표방하는 영미권 국가에서는 주주 이익의 극대화가 기업의 주된 존재 이유이며 여타의 이해관계자는 사적 계약이나 법

6) 독일의 경우는 은행이 기업의 대주주로서 주식을 대량으로 보유하기도 하였다.

등에서 보장된 권리만을 보장받을 뿐이라는 견해가 유지되었다(Friedman, 1962, Liang and Renneboog, 2017 등). 하지만 미국의 경우 20세기초 독과점 자본에 의한 부의 축적과 이에 따른 경제력 남용의 문제, 열악한 근로환경의 문제 등이 제기되면서 기업의 사회적 책임에 대한 이슈가 부각되어 왔다. 그럼에도 불구하고 이들 국가는 노동법과 환경보호법 강화 등 각 경제주체의 개별적 권리를 강화하고, 기업과 이해관계자 간 분쟁이 발생할 경우 사법절차에 의해 이를 구제하는 사후적 방법론을 선호하여 왔다. 이의 장점은 기업의 경영자율과 선택권을 최대한 보장하면서 최소한의 제도적 장치로 기업의 외부효과문제에 대응한다는 것이다.

어떠한 체제가 보다 우월한가에 대한 판단은 쉽지 않다. 기존의 연구들에 따르면 다양한 이해관계자에 대한 배려를 강조하는 체제는 상대적으로 주주권보호가 취약하다. 이에 따라 자본시장의 발달이 지연되고, 은행중심의 자본공급구조가 형성됨으로써, 장기적 성격을 가진 위험자본의 공급기능이 약화되고 경제성장률이 낮아질 수 있다는 주장이 제기된다(Rajan and Zingales, 1998, Fisman and Love, 2007). 일시적 현상일 수 있으나 20세기 후반이후 세계경제를 끌어갈 것으로 기대되는 4차산업의 기업들은 상당부분 영미권 국가에서 출현하고 있는 것도 시사점을 제공한다. 또한 주주자본주의를 강조하는 영미권 국가의 기업들에 있어 노동착취나 독과점문제, 환경문제 등이 유럽의 기업들보다 심각하다는 실증적 증거는 취약하다.

한국의 경우 대륙법체제와 가족중심의 경영 등 유럽국가의 법체제와 기업지배구조에 보다 유사한 형태를 갖고 있다. 특히 소수주주권보호가 취약한 결과 국내기업의 지배구조 수준은 경제규모와 수준에 비해 뒤떨어져 있는 것으로 평가되고 있다.<sup>7)</sup> 국내기업이 최근 ESG경영을 강조하고 있으나 지배구조(G)가 취약한 상황을 유지하면서 사회적 책임(S)와 환경보호(E)를 강조할 경우 기업가치와 경쟁력에 미치는 영향은 부정적일 수도 있다. 다음 절에서는 ESG경영의 계약적 성격이 경영자의 대리인 문제를 확대할 수 있는 측면에 대해 논의한다.

#### 4. ESG경영의 계약적 성격

##### 1) 암묵적 계약으로서 ESG경영

기업이 다양한 이해관계자의 이익을 도모할 경우 이들간 계약의 성격은 보다 암묵적 계약(implicit contract)의 성격을 갖게 될 것이다. 암묵적 계약이란 두 경제주체가 서

7) Asian Corporate Governance Association은 아시아 11개국중 한국기업의 지배구조 수준을 8위 수준으로 평가하고 있다.

로의 권한과 책임관계를 정하는 가운데 이의 상세내용을 일일이 명시하지 않고 주관적인 해석이 가능한 형태로 남겨두는 계약을 말한다. 예를 들면, 고용계약은 장기적 계약의 성격을 갖기 때문에 암묵적 계약의 성격이 강하다. 일정 수준의 근로에 대한 금전적 보상정도를 규정하고 있을 뿐 요구되는 근로의 강도, 근로의 질, 승진을 포함한 장기적 보상구조 등에 대해서는 미래에 판단할 사항으로 남겨둔다.<sup>8)</sup>

주주가치극대화에 중점을 둔 경영형태에서는 기업이 여타 이해관계자의 기회비용(opportunity cost)을 최소한으로 충족시키면서 주주가치를 극대화하는 명시적 계약(explicit contract)의 성격이 강했다. 임금이나 근로조건 등은 노동시장에서 형성된 경쟁적 수준이 최소기준을 제공한다. 환경의 경우는 정부가 제시한 최소기준을 준수하면 되었다. 하지만 ESG경영은 더 이상 최소기준의 충족이 아니며 기업이 선택할 수 있는 범위에 명백한 기준이 없다. 여타 이해관계자의 가치가 과거에는 최소한의 제약조건이었으나 이제는 목적함수에 포함되는 되는 것이다.

암묵적 계약은 환경변화에 유연하게 대응할 수 있다는 장점이 있는 동시에 계약의 모호성으로 인해 계약에 참가하는 경제주체간 분쟁을 유발하고 도덕적 해이가 발생하는 단점이 있다. 필요시 밤을 새워서라도 일하며 성과를 내야하는 경우는 하루에 몇시간을 일한다는 명시적 계약보다는 암묵적 계약이 더 적절하다. 반면에 계약의 모호성으로 인해 계약참여자가 이를 악용하는 도덕적 해이(moral hazard)도 발생한다. ESG경영을 추진한 경영자는 기업의 수익이 하락할 경우 사회적 가치를 만들어낸 것으로 변명을 할 수 있다. 하지만 ESG경영의 성과물로서 사회적가치를 측정하기는 매우 어려운 부분이다. 이러한 점에서 ESG경영은 경영자의 대리인 문제를 확대할 가능성이 있다.

## 2) ESG경영의 대리인 문제(agency problem)

지난 수세기 동안 경제성장의 주도적 역할을 해온 기업은 다양한 이해관계자 간 계약의 집합체로 이해된다 (Berle and Means, 1932). 이때 누군가는 이들 간 계약을 주도할 존재가 필요한데 회사수익의 변동성을 감당할 주주(residual claimer)가 계약의 주관자로서 통제권(control right)을 갖는 전통이 확립된다. 즉, 주주가 다양한 이해관계자 간 위계(hierarchy)의 최상점에 위치하면서 회사의 주된 의사결정권을 갖고 여타 이해관계자와의 계약을 주관하는 것이 가장 효율적이라는 것이다(Coase, 1937, Alchian and Demsets, 1972, Williamson, 1975). 다만 현대의 대규모 기업에 있어

8) 물론 일일노동과 같이 단기간내 일정수준의 성과를 달성하면 일당을 제공하는 단기근로계약은 보다 명시적 계약의 성격을 갖는다.

서는 다수의 주주가 존재하므로 이를 대리한 경영자와 이사회가 주된 의사결정자의 역할을 수행한다.

이때 경영자가 ESG경영을 주도할 이행할 경우 두가지 상황이 발생한다.

첫째, 여러 주인을 모셔야 하는 경우에 발생하는 이해충돌의 문제이다. 즉, 과거에는 주주가치만 극대화하면 되었는데 ESG경영하에서는 여러 이해관계자의 경제적 가치를 모두 고려해야 하는 상황이 발생한다. 근본적으로 주식회사제도에 있어 이사의 선관의 무는 회사 또는 주주에 대해서만 적용된다. 즉, 기업의 부실화로 인한 파산상태가 아닌 한 주주가치 극대화는 회사가치 극대화와 동일하므로 이사는 회사와 주주에 대해서만 책임을 진다는 주장이다. 만약 이사 등이 주주 이외의 가치를 도모하게 될 경우 이는 심지어 배임(breach of duty)으로 해석되고 법적 책임의 문제가 제기될 수도 있다.

이러한 상황에서 경영자와 이사회는 ESG경영의 범위와 적정수준에 대해 고민을 하게 된다. 과거에는 순이익 또는 주가라는 매우 투명하고 객관적인 목표가 작동한 반면 ESG경영하에서는 특히 사회적 책임이행과 환경보호활동의 수준이 얼마나 되어야 최적인가라는 매우 애매모호한 목표가 설정되는 것이다. 이는 ESG경영을 뒷받침하기 위한 부서의 규모, 관련예산 등을 포함한다.

사회적 가치라는 측정이 어려운 성과를 추구하면서 경영자의 재량권이 증가하는 가운데 이사회는 경영규율기능이 약화될 가능성도 있다. 예를 들어 ROE 등 회사의 성과는 낮지만 ESG활동을 활발히 하는 경영자와 회사의 성과는 높지만 ESG활동에는 소극적인 경영자중 누구를 더 높이 평가하는 상황에 직면한다.

둘째, 사회적 책임이행의 대리인 문제이다. 만약 주주가 사회적 책임이행과 관련된 의사결정을 주도한다면 그 과실과 책임도 모두 주주의 몫이다. 하지만 경영자가 사회적 책임이행을 주도할 경우 주주의 비용으로 이를 진행한다는 점에서 사적 이익을 추구할 수 있다. 예를 들면 자신이 선한 CEO라는 인상을 주기 위하여 경영자가 주주 또는 회사의 돈으로 선심을 베푸는 경우이다. 기업지배구조 선진국의 경우는 이사회가 감시기구로서 작동하기 때문에 경영자의 대리인 문제가 어느 정도 통제되고 있다. 이에 따라 사회적 책임 이행도 기업과 사회에 모두 호혜적인 방향으로 진행된다는 특징을 갖는다. 하지만 기업지배구조가 낙후되어 있을 경우 ESG경영의 대리인 문제에 대한 규율기능도 약화될 수 있다.<sup>9)</sup>

사회적 책임 이행이 기업가치에 어떠한 영향을 미칠 수 있는가에 대해서는 국내외의 학술적 연구결과를 참고할 수 있을 것이다. 선진국 기업들을 대상으로 한 관련 연구에

9) 이러한 점에서 필자는 ESG경영이 아니라 GES경영으로 표기하는 것이 한국적 상황에서는 보다 적절하다는 생각이 다.

서는 기업의 사회적 책임활동이 기업가치와 성과에 도움이 된다고 보고하고 있다 (Dowell, Hart, and Yeung, 2000, Renneboog, Horst, and Zhang, 2008, Deng, Kang, and Low, 2013, Ferrell, Liang, and Renneboog, 2016). 반면에 한국을 포함하여 기업지배구조가 다소 열등한 것으로 평가되는 국가에 속한 기업들에 관한 연구에서는 기업의 사회적 책임 활동이 주주가치보다는 경영자의 사적 이해와 연결되어 있다는 주장이 제기된다(Renneboog, 2008, Ferrell, Liang, and Renneboog, 2016, 장승욱 등, 2013, 박경서 등, 2010, Byun, Lee and Park, 2015 and 2018). 특히 성과가 좋고 재무적 제약이 적은 기업들이 사회적 책임을 활발히 수행한다는 역인과 관계(reversed causality) 주장도 제기된다 (Hong, Kubik, and Scheinkman, 2012).

### III. ESG투자와 ESG경영

#### 1. ESG투자의 확산

ESG투자 또는 책임투자(Responsible Investment)는 기업이 사회적 책임을 충실히 이행하도록 유도하는 투자관행을 말한다. 초기 ESG투자의 확산은 UN PRI (Principles of Responsible Investment)와 같은 국제기구의 주도로 이루어져 왔다. 이들은 자본시장의 주된 자본공급자인 연기금과 자산운용사들에 대해 투자대상 주식의 선정에 있어 기업의 사회적 책임 이행정도를 고려하는 책임투자(Responsible Investment) 정책을 권고한다. 기업은 시장에서 자금을 조달할 수밖에 없고 이의 비용 성과 자본비용은 기업의 경쟁력에 중요한 영향을 미친다는 점에서 이는 경영자에게 매우 실질적인 영향력을 미치는 수단이 된다.

ESG경영의 근본적 난제가 주주 이외의 다양한 이해관계자의 이해를 고려하는 것인데 투자자가 이를 요구한다면 경영자 입장에서 의사결정의 목표가 단순해질 것이다. 이러한 점에서 ESG투자는 ESG경영을 뒷받침할 수 있는 가장 강력한 배경이 된다. 관련하여 전세계 다수의 공적 연기금 등 자본시장의 투자자들은 책임투자(Responsible Investment)의 개념하에 투자대상기업의 ESG 수준을 투자기업선정에 있어 활용하는 전략을 구사하고 있고 그 비중은 증가하는 추세다.

1971년 Pax World Fund, 1972년 Dreyfus Third Century Fund 등이 사회적 책임

이슈를 주제로 한 최초의 펀드를 구성한 이후 2018년말 현재 전세계 연기금과 펀드자산의 약 35%가 사회적 책임이행의 주제를 갖고 운용되고 있으며 그 비중은 꾸준히 증가 중이다. 국가별로는 이해관계자 자본주의를 표방하는 유럽대륙국가들의 펀드들이 50% 내외로 가장 높은 비중을 보이고 있다. 반면에 주주자본주의를 강조해 온 미국이나 아시아국가의 펀드들은 상대적으로 낮은 비중을 나타낸다. 하지만 최근 전세계 가장 큰 규모의 운용자산을 자랑하는 Black Rock이 책임투자비중을 늘리겠다는 계획을 발표하는 등 미국에 뿌리를 둔 자산운용사들도 그 참여도를 높이고 있다.

〈표 1〉 국가별 사회책임투자 펀드의 비중

	2014	2016	2018
Europe	58.8%	52.6%	48.8%
Canada	31.3%	37.8%	50.6%
United States	17.9%	21.6%	25.7%
Australia/New Zealand	16.6%	50.6%	63.2%
Japan	-	3.4%	18.3%

자료: GSIA(2018)

## 2. ESG투자의 주요유형과 수익률 이슈

직관적으로 기업이 선한 경영을 하도록 유도하면서 높은 수익률도 달성하는 투자전략이 지속가능할 것인가에 대한 의문이 제기될 수 있다. ESG투자의 확산은 이들 펀드의 수익률이 위험조정후 충분한 수익률을 제공하는 가 여부에 달려있을 것이다. 즉, 이들 기관에 돈을 맡긴 고객의 입장에서는 펀드의 수익률이 최우선 관심사이기 때문이다. 하지만 기업의 ESG수준을 반영한 투자전략이 기존의 전략에 비해 초과수익률을 제공할 수 있을 것인가에 대해서는 실무적으로 또는 실증적으로 논란이 있는 이슈이다. ESG경영을 실천하는 기업이 그렇지 않은 기업보다 높은 순이익과 우월한 추가수익률을 제공할 것인가는 쉽게 판단할 수 없기 때문이다. 기존의 사회책임투자펀드의 수익률에 대한 국내외 연구들은 대체적으로 중립적인 의견을 내고 있다 (Benson et al., 2006, 박영규, 2013, Jackson, 2013, 이호, 박경원, 2014, Statman and Glushkov, 2013).

관련하여 책임투자전략은 투자대상기업의 환경 문제나 불공정거래 문제 등으로 인한 기업가치 훼손 가능성에 사전적으로 대응하는 리스크관리 전략의 일환이기도 하다. 이들 펀드가 가장 많이 사용하는 투자전략은 투자대상기업이 사회에 부정적인 제품이나

서비스를 제공하는가를 고려하여 포트폴리오에서 제외하는 방식이다 (Negative Screening. <표 2> 참조). 예를 들어 총기나 담배제조회사 주식은 아예 투자대상에서 제외된다. 하지만 이러한 전략은 투자대상주식의 범위가 좁아진다는 점에서 이론적으로는 수익률이 감소해야 할 것이다. 물론 나쁜 재화로서 담배나 총기의 수요가 줄어들면서 해당 기업의 수익성이 악화되고 주가도 하락할 것이므로 이러한 주식에 투자하지 않는 것이 현명한 전략이라고 판단할 수도 있다. 하지만 이러한 부정적 정보가 현재의 주가에 이미 반영된다면 향후 투자수익률은 더 높을 수도 있다.

ESG투자의 또 다른 유형으로 재무적 성과 외에 기업의 ESG경영정도나 모범관행 등을 투자판단에 추가적으로 고려하는 전략이 있다(Best-in-Class, Norms based Screening, ESG Integration 등). 이는 기업투자와 관련하여 경영상 발생할 위험요인 등에 관한 추가적인 정보를 활용한다는 점에서 투자수익률을 제고할 수 있는 가능성이 있다. 하지만 자산가격결정이론(CAPM) 등에 따르면 주식을 포함한 자본적 자산의 수익률은 투자위험의 크기에 비례하기 때문에 만약 ESG경영이 ESG와 관련된 미래의 위험요인을 사전에 완화하는 성격을 갖는다면 오히려 수익률은 낮아질 수밖에 없다.

관련하여 기업지배구조 관련 투자전략의 수익률에 관한 기존연구들은 흥미로운 결과를 제시하고 있다. 기업지배구조(G)가 투자이슈로 등장한 80년대 이후에는 좋은 기업 지배구조를 가진 기업에 투자한 펀드들이 높은 초과수익률을 낸 것으로 나타난다. 하지만 2000년대부터는 좋은 기업지배구조가 주가수익률에 미치는 영향이 유의하게 나타나지 않거나 오히려 낮은 수익률을 제공하는 현상이 관찰되었다 (박경서 등, 2009). 즉, 기업지배구조가 투자주제로 등장한 초기에는 이러한 정보가 주가에 반영되며 초과수익률을 낼 수 있었으나, 일단 좋은 지배구조를 가진 기업이라는 정보가 주가에 모두 반영된 후에는 오히려 추가적 주가상승의 여력이 낮아지는 현상이 나타난 것이다. 최근에는 지배구조가 나쁜 기업의 주식을 매입한 후 경영개입(Corporate Engagement)을 통해 지배구조를 개선하여 초과수익률을 추구하는 전략이 보다 관심을 끌고 있기도 하다. 결론적으로 ESG경영을 잘하는 기업에 투자하는 전략이 초기에는 높은 수익률을 제공할 수 있으나 그 결과가 장기적으로 지속가능할지는 아직 확인된 바 없다.

〈표 2〉 책임투자의 유형 (GSIA)

책임투자의 유형	주요내용/개 념
Negative Screening	특정한 ESG 기준을 토대로 부정적으로 평가되는 산업/기업을 포트폴리오나 펀드 구성에서 배제하는 방식
Best-in-class	동종업종 비교집단에 비해 상대적으로 우수한 ESG 성과를 보이는 기업/프로젝트를 선별하여 투자하는 방식
Norms based Screening	국제적으로 통용되는 규범에 입각하여 비즈니스 관행에 대한 최소한의 기준을 설정, 그 충족 여부를 투자 심사에 반영하는 방식
ESG Integration	투자 의사결정을 위한 전통적인 재무분석 프로세스에 ESG 요소들을종합적,체계적으로 융합시키는 방식
Sustainability themed investment	지속가능성을 키워드로 하여 이와 연관된 기업이나 자산, 프로젝트(청정에너지, 녹색기술 등)에 투자하는 방식
Impact/Community Investing	사회, 환경 문제를 해결하여 긍정적인 영향을 이끌어내기 위한 자본 투자(임팩트투자), 혹은 소외된 계층이나 지역사회를 대상으로 특화된 책임투자(지역사회 투자)방식
Corporate Engagement/Shareholder Activism	기업 관행 및 행태를 개선시키기 위해서 주주의 권한을 활용하여 주주제안 등 적극적인 영향력을 행사하는 방식

ESG경영이 지속성을 갖기 위해서는 이에 대한 투자자들의 지지가 중요한데 이들은 상응하는 투자수익률을 요구한다는 점에서 다음과 같은 문제가 해소되어야 한다.

첫째, ESG를 강조하는 기업의 성과가 여타 기업에 비해 우월한가? 앞 절에서 논의한 바와 같이 ESG경영은 추가적 비용을 수반하고 주주 이외의 이해관계자를 위해 기업의 자원을 사용한다는 점에서 적어도 단기적으로는 낮은 수익성을 보여줄 것이다. 물론 장기적으로 고객수요의 증가 등으로 수익이 증가할 가능성을 기대할 수는 있다.

둘째, ESG경영이 장기적으로 우월한 성과를 낳는다고 가정할 경우 이러한 정보가 현재의 주가에 반영될 것인가? 이는 고전적인 주식시장의 효율성 이슈이다. 즉, ESG경영의 성과는 매우 장기적으로만 기대할 수 있는 것인데 주식시장의 투자자들이 이를 이해하고 현재시점에서 추가적 수요를 통해 주가를 높일 것인가의 문제이다.<sup>10)</sup> 관련하여 주식시장은 기업의 사회적 책임이행 관련 소식에 통계적으로 유의하게 반응하는 것으로 나타나고 있다(Kruger, 2015). 특히 나쁜 뉴스에 대한 부정적 주가반응이 매우 강하며, 과거 부정적 문제를 가진 기업의 사회적 책임활동은 보다 긍정적인 주가반응을 유도하는 것으로 보고되고 있다. 경영자들이 참고할만한 연구결과이며 제도적으로 기업의 ESG활동에 관련된 정보의 공시의무를 강화할 필요가 있음을 시사한다.

셋째, 책임투자의 높은 수익률이 혹시 투자위험을 반영하는 것은 아닌가? 이는 특히 대체에너지 등과 같이 지구경제의 지속가능성과 관련된 기업에 대한 투자전략

10) 이는 한편으로 경영자가 ESG경영에 소극적일 수 있도록 유도하는 효과를 가질 것이다.

(Sustainability Themed Investment)에서 이슈가 된다. 즉, 향후 사업전망이 밝은 기업에 대한 투자이지만 잠재된 투자리스크가 높은 경우일 수가 있다. 한가지 사례로 아래 <그림 1>에서는 청정에너지 관련 주식에 주로 투자하는 ETF의 경우 지난 11년간 -32.01%의 수익률을 시현한 경우를 보여주고 있다. 동 기간중 S&P500지수는 무려 196.9%가 상승한 것과 현격히 비교된다. 물론 최근 들어 급격히 손실을 만회하고 있긴 하지만 초기 투자자 입장에서는 당분간 상당한 손실이 불가피하다.

<그림 1> Clean Energy ETF의 수익률



#### IV. ESG경영의 실무적 이슈

ESG경영에 있어 보다 현실적 질문은 기업마다 사업의 특성과 재무적 상태, 성장의 단계 등이 상이한데 이를 어떻게 반영할 것인가의 이슈이다. 이는 환경기준 등을 설정해야 하는 국가 차원에서조차 비슷한 이슈이다.<sup>11)12)</sup>

11) 국가의 성장단계에 따라 기업의 사회적 책임과 환경보호에 대한 요구수준은 차이가 있을 것이다. 특히 후진국이 선불리 환경보호정책을 강조할 경우 과도한 비용부담으로 자국 기업의 경쟁력이 떨어질 수 있을 것이다. 선진국이 주도하는 환경협약은 선진국이 후진국을 견제하는 '사다리 걷어차기(Kicking away the ladder)'의 덫이라는 주장도 있다(Chang, 2005)

12) 국제화(Globalization)는 불가피하게 외국 정부의 규제정책에 국내기업이 제약을 받는 주권의 약화를 가져온다. 따

전세계 고객을 대상으로 제품과 서비스를 공급하는 기업과 국내 내수판매에 주로 의존하는 기업 간 ESG경영의 수준은 달라야 할 것이다. 기업의 재무적 상태도 중요한 요소이다. 기업의 양호한 재무적 상태가 사회적 책임활동의 확대를 유도한다는 연구결과에서도 나타나듯이 ESG경영은 기업의 재무적 건전성을 전제로 진행되는 특성을 갖는다. 성과가 나빠 신용위기를 걱정하는 기업이 사회책임이행과 환경보호에 신경 쓸 여유가 없을 것이기 때문이다. 설사 현재는 성과가 좋고 재무적으로 여유가 있더라도 향후 성과가 나빠질 수 있는 경우에 대비하여 장기적 관점에서 ESG경영을 구상할 필요도 있다. 특히 ESG관련 선행 약속(commitment)은 경영환경변화에 따른 대응의 유연성을 제약한다.

미래의 사업기회 여부도 ESG경영에 있어 고려될 요소이다. 좋은 사업기회가 많은 회사의 경우 ESG문제로 인해 이러한 기회가 무산되는 기회비용이 크므로 사전적으로 ESG경영에 보다 많은 자원을 투입할 필요가 있을 것이다. 이는 성장성이 높고 사업기회가 많은 기업이 기업지배구조를 좋게 갖춘다는 기존연구에서도 검증된 주장이다 (Black et al., 2006)

기업지배구조가 좋은 기업과 나쁜 기업, 또는 지배구조가 좋은 국가와 나쁜 국가 간에도 ESG의 각 요소 간 우선순위가 검토될 필요가 있다. 기존 연구에서 시사되었듯이 기업지배구조가 안 좋은 국가나 기업의 경우 사회적 책임활동이 경영자의 사익과 관련된 대리인문제가 있을 수 있기 때문이다. 특히 기업의 잉여현금흐름(free cashflow) 등 불요불급한 여유자금의 많은 경우 이는 쉽게 전용될 수 있다는 점에서 ESG경영의 대리인 문제가 확대될 수 있다. 따라서 이사회는 경영자의 대리인문제를 적절히 통제할 수 있는 기업지배구조를 갖추고 있는가를 우선적으로 판단하고 이에 따라 ESG경영의 방향과 속도를 정할 필요가 있다.

무엇보다도 중요한 점은 ESG경영이 기업가치와 경쟁력을 제고하기 위한 전략적 관점에서 이루어져야 한다는 것이다. 기업의 경제적 자원이 여타 이해관계자에게 단순히 이동되는 형태의 사회적 공헌이나 기부는 매우 원론적 수준의 ESG경영으로 볼 수 있다. ESG경영을 통해 기업과 사회가 호혜적 혜택을 볼 수 있는 가가 이의 성공여부와 지속가능성을 결정할 것이다. 자신을 위해 일할 경영자를 선임하고 보상구조 등을 결정하는 권한을 갖는 한 주주입장에서 일방적인 시혜와 비용부담은 지지하기 힘든 개념이다.

국내 기업은 현재 일부 기업에 있어 기업의 사회적 책임이라는 개념에 적응하는 단계에 있다. 따라서 ESG경영은 아직 기업가치 및 경쟁력 제고와 전략적으로 밀접하게 연결되지는 못하고 있는 것으로 판단된다. 2018년 말 현재 사회책임보고서를 연차보고서

라서 정부의 환경규제정책도 선택의 폭이 감소할 수밖에 없다(Rodrik, 2011).

와 별도로 발간하는 회사는 전체 2,200여 개의 상장사 중 80사 내외에 불과하다. 무엇보다도 한국에서는 사회적 책임이행에 대해 자본시장이 별다른 압력으로 작용하고 있지 않다. 국내의 경우 사회적책임투자펀드를 가장 많이 운용하고 있는 곳은 전세계 3대 기금에 속하는 국민연금인데 책임투자관련 투자금액은 2020년말 현재 약 32조로 전체 자산의 약 4%에 불과하다.<sup>13)</sup>

실사 경영자는 ESG경영을 위해 노력하고 있을 수 있으나 여타의 임직원들은 다분히 수동적인 입장이 되어 이를 형식적으로 받아들이기도 한다. 사회적 책임 활동은 비용요소일 뿐이라는 인식도 있으며 관련부서는 회사내에서 인기가 적은 편이다. 국내기업의 경우 경영자의 재임기간이 상대적으로 짧은 것도 부정적 요소이다. ESG경영은 그야말로 장기적 개념이기 때문이다. 따라서 ESG경영은 경영자 입장에서 또 다른 불확실성 요인으로 작용할 것이다.

기업과 사회 모두에 호혜적인 선택을 유도하기 위해서는 의사결정의 주체인 경영자와 이를 선임하는 주주 내지 잠재적 투자자의 경제적 유인이 부합될 필요가 있다. ESG경영은 매우 장기적 성격의 기업활동이라는 점에서 경영자의 인센티브구조는 회사의 장기적 가치를 반영할 수 있도록 설정될 필요가 있다. 반면에 내부의 지배주주와 달리 외부 주주는 배당과 주가상승을 통해서만 투자수익을 확보하는 주체라는 점에서 단기적 주가수익률에 집착하는 경향이 있다. 따라서 기업이 주주의 지지를 얻기 위해서는 주식시장에서 형성되는 주가가 기업의 사회적 책임수준을 적절히 반영하는지 여부가 중요한 요소이다. 경영자는 ESG활동을 공개하여 이의 투명성을 높이고, 외부주주의 동의를 얻기위해 노력할 필요가 있다.

이러한 점에서 기업의 ESG경영은 이사회가 주도하는 것이 적절하다. 기본적으로 회사는 정관이나 부칙 등에서 ESG경영 이념의 적절한 이행을 뒷받침하는 조항을 도입한다. 물론 이러한 과정은 IR 등을 통해 투자자 및 주주의 의견을 반영하고 충분한 이해와 동의를 구할 필요가 있다. 조직관점에서는 ESG경영을 관장할 이사회 내 위원회 설치도 필요할 것이다. 가칭 'ESG위원회'는 이사들로 구성하되 필요시 외부전문가의 자문을 받을 수 있을 것이다. 동 위원회는 회사가 지향하는 ESG경영 개념, 목적, 이행수단, 조직 등과 관련한 가이드라인의 도입 및 관리, 관련 예산의 설정, 일정 규모이상의 투자를 요하는 개별 과제의 승인, 경영자 및 관련부서를 포함 ESG이행에 대한 전사적 평가 및 보상구조 등을 결정할 수 있을 것이다. 사후적 조치로서 매년 발간되는 연차보고서 내지 ESG보고서에서 회사의 ESG활동과 관련된 조직, 비용예산, 효과, 향후 전략 등에

13) ESG투자비중이 낮은 이유는 그동안 이러한 전략의 수익률이 별로 좋지 않아서인 것으로 추정된다. 국민연금은 2022년까지 ESG펀드의 투자비중을 전체 자산의 50%까지 확대할 계획을 발표한 바 있다.

대해서 상세히 보고할 필요가 있다.

최근 국내 연기금을 포함하여 민간 자산운용사의 투자전략으로 급부상한 ESG투자의 확대는 ESG경영을 뒷받침할 수 있는 가장 시장적 접근법이라는 점에서 환영받을만 하다. 하지만 ESG투자대상이 특정 테마와 섹터로 집중되어 펀드의 수익률을 높일 수는 있으나 주가가 펀더멘털가치에 다다른 이후에도 지속적인 초과수익률을 제공할 수 있을지는 실증적 이슈이다. 기업의 ESG정보에 기초한 매우 정교한 접근이 필요하며 상당 기간의 경험과 전문성을 요하는 투자전략이다. 펀드의 특성상 그 성과가 장기적으로 실현될 수 있다는 점에서 펀드매니저에 대한 평가기간도 여타의 펀드와는 달리 보다 장기적일 필요가 있다. 또한 ESG펀드의 벤치마크를 어떤 식으로 구성하는 것이 적절할지에 대한 논의도 중요하다. 특히 국내기업의 ESG경영의 역사가 일천하고 관련정보의 정밀성과 정확성이 확인되지 않은 상황에서 단순히 ESG점수에 기초한 벤치마크 구성은 잘못된 척도를 제공할 수 있다. 제도적으로는 기업의 ESG경영현황에 대한 공시의무강화가 우선적으로 검토되어야 할 것이다.

## V. 결론

한국은 성문법으로 해석되는 대륙법체계와 이해관계자 자본주의(stakeholder capitalism)가 주된 경영환경을 구성한다. 다소 경직적인 성문법에 기초하여 기업의 부당한 경영행위를 판단하다 보니 경영자, 특히 오너경영자의 대리인 문제를 적절히 규율하지 못해왔다는 비판이 제기된다. 이러한 기업지배구조는 타인에 대한 신뢰를 포함한 사회적 자본(social capital)이 부족한 것에 기인하기도 할 것이다. 국내 상장기업의 95% 내외가 가족경영형태이고 동 수치가 아시아국가를 포함하여 주요 국가중 가장 높다는 것은 주목할 만한 사실이다(박경서, 2010, OECD Corporate Governance Fact Book, 2015)

국내기업의 지배구조가 다소 후진적이라는 것은 ESG경영에 걸림돌로 작용할 수 있다. 주주가치, 특히 소수주주의 권리가 적절히 보호하지 못하는 상황에서 오너경영자 내지 전문경영자가 주도하는 ESG경영은 대리인 문제의 확대를 가져올 수 있기 때문이다. 결국 ESG경영도 주주가치 극대화라는 틀 안에서 진행되는 것이 적절하다는 것이 필자의 개인적 판단이다.

## 〈참고 문헌〉

- 박영규, 2017, ESG 투자전략의 성과분석, Journal of The Korean Data Analysis Society, 제19권 제4호, 한국자료분석학회
- 이호, 박경원, 2014, 사회책임투자 : 금융소비자의 대체투자수단으로서 성과와 특성, 산업경제연구 제27권 제4호, 한국산업경제학회
- 박경서, 변희섭, 이은정, 2009, 한국주식시장에 사후적 지배구조 프리미엄이 존재하는가?, 한국증권학회지 38권 4호, 2009년 12월
- 박경서, 2010, 국내기업의 지배구조현황과 개선방향, 한국세무학회 춘계학술대회
- 박경서, 2020, 기업시민 실행의 제도적 기반, 기업시민, 미래경영을 그리다, 나남출판사
- Alchian, A. and H. Demsetz, 1972, "Production, information costs and economic organization" American Economic Review 62, 777-, and in Putterman(1986)
- Benson, K, T. Brailsford, J. Humphrey, 2006, Do socially responsible fund managers really invest differently, Journal of Business Ethics, volume 65, p. 337 - 357
- Berle, A. and G. Means, 1932, The modern corporation and private property, Commerce Clearing House, New York.
- Black, Bernard, H. Jang, and W. Kim, 2006, Predicting firms' corporate governance choices: Evidence from Korea, Journal of Corporate Finance 12
- Byun, H, J. Lee, and K. Park, Impact of Controlling Shareholders on Corporate Social Responsibility under External Financial Constraints, Seoul Journal of Business, Vol.21, 2015
- Byun, H, J. Lee, and K. Park, Product market competition and corporate social responsibility activities: Perspectives from an emerging economy," Pacific Basin Finance Journal, Vol. 49, June 2018,
- Coase, R., 1937, "The nature of the firm", Econometrica 4, 386-, and in Putterman(1986).
- Chandler, D., 1977, "The visible hand: the managerial revolution in American

- business", Harvard University Press, excerpted in Putterman(1986)
- Chang, Ha-Joon, 2005, Kicking Away the Ladder, Development Strategy in Historical Perspective, Anthem Press
- Dani Rodrik, 2011, The globalization Paradox : Democracy and the Future of the World Economy, W.W. Norton
- Dowell, Glen, Stuart Hart, and Bernard Yeung, Do Corporate Global Environmental Standards Create or Destroy Market Value?, Management Science, 2000, vol. 46, issue 8, 1059-1074
- Dowell, Glen, J. Kang, B. Low, Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers, Journal of Financial Economics, Vol. 110, Issue 1, Oct 2013
- Ferrell, Allen, Hao Liang, and Luc Renneboog, 2016, Socially Responsible Firms, Journal of Financial Economics 122, 585-606.
- Flammer, Caroline, 2016, Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach, Management Science 61, 2549-2568
- Flammer, Caroline and Aleksandra Kacperczyk, 2015, The Impact of Stakeholder Orientation on Innovation: Evidence from a Natural Experiment, Management Science, Vol. 62, No. 7.
- Fisman, Raymond & Inessa Love, 2007, Financial Dependence and Growth Revisited, Journal of the European Economic Association, MIT Press, vol. 5, pages 470-479,
- Friedman, Milton, 1962, Capitalism and Freedom, University of Chicago Press.
- Greenfield, Kent, 1998, The place of workers in corporate law, Boston College Law Review, Vol.39, No 2.
- Hong, Harrison, Jeffrey Kubik, and Jose Scheinkman, 2012, Financial Constraints and Corporate Goodness, NBER Working paper No. 18476.
- Kruger, Philipp, 2015, Corporate Goodness and Shareholder Wealth, Journal of Financial Economics 115, 304-329.

- Liang and Renneboog, 2017, On the Foundation of Corporate Social Responsibility, *Journal of Finance* 72, 853-909
- Rajan, Raghuram G. , Luigi Zingales, 1998, Financial Dependence and Growth, *American Economic Review*, Vol. 88, no. 3, 559-586
- Renneboog, Luc, Jenke Horst, and Chendi Zhang, 2008, The Price of Ethics and Stakeholder Governance: The Performance of Socially Responsible Mutual Funds, *Journal of Corporate Finance* 14, 302-322.
- Raymond Fisman & Inessa Love, 2007, Financial Dependence and Growth Revisited, *Journal of the European Economic Association*, MIT Press, vol. 5(2-3), pages 470-479, 04-05.
- Statman, Meir and Denys Glushkov, 2009, The Wage of Social Responsibility, *Financial Analysts Journal* 65, 33-46.
- Williamson, O. 1985, *The Economic Institutions of Capitalism*, The Free Press.
- UNPRI, *A Practical Guide to ESG Integration for Equity Investing*, 2016



## 기업지배구조 리뷰

Corporate Governance Review

---

**발행처** 한국기업지배구조원

**발행인** 신진영

**발행일** 2021년 3월

**주 소** 서울시 영등포구 여의나루로 76 (07329)

Tel 02)3775-3339

Fax 02)3775-2630

E-mail [cgsweb@cgs.or.kr](mailto:cgsweb@cgs.or.kr)

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

**인쇄처** 경성문화사 Tel (02)786-2999

---



# KCGS

**KCGS**  
한국기업지배구조원  
[www.cgs.or.kr](http://www.cgs.or.kr)

서울시 영등포구 여의나루로 76 한국거래소 신관 9층  
TEL. 02-3775-3339 FAX. 02-3775-2630