Asian Tax Journal Vol.27, No.3 (October 2026) pp.321－365 https://doi.org/10.35850/KJTA.27.3.11
KOREAN ACADEMIC SOCIETY OF TAXATION ISSN 3140－6092

ESG성과와 경영전략의 유형이 기업 재무위험에 미치는 영향

The Impact of ESG Performance and Management Strategy Types on Corporate Financial Risk

남혜정* · 유현수** · 담숙화***
Nam Hye-Jeong · Ryu Hyun-Soo · TAN SHUHUA

〈요 약〉

기후위기 대응 및 관련 규제의 강화로 기업의 ESG 경영은 지속가능성과 재무건전성을 평가하는 핵심 지표로 자리잡고 있다. 그러나 대부분의 연구들은 ESG경영이 기업성과에 미치는 영향에 집중하고 있으며, 재무위험에 미치는 영향을 살펴본 연구는 미미하다. 본 연구는 기업의 ESG 성과가 재무위험에 미치는 영향을 분석하고, 경영전략 유형이 이들 관계에 미치는 조절효과를 실증적으로 분석하였다. 2014년부터 2023년까지 상장기업을 대상으로 분석하였으며, 재무위험은 신용등급(BOND), 주가변동성(VOL), 체계적 위험(BETA)의 세 가지 정량적 지표로 측정하고, 경영전략 유형은 Miles and Snow(1978) 모형을 적용해 방어형(Defender)과 비방어형 전략으로 구분하였다.

실증분석 결과는 다음과 같다. 첫째, ESG 성과가 우수한 기업일수록 신용등급이 유의하게 상승하고 주가변동성 및 체계적 위험이 감소해 전반적인 재무 안정성이 강화되었다. 특히 거버넌스(G) 요소가 투명한 의사결정 구조와 내부통제를 통해 정보 비대칭성을 해소함으로써 재무위험 관리에 가장 뚜렷한 긍정적 효과를 보였다. 둘째, 방어형 전략을 채택한 기업에서 ESG 성과와 재무위험 간의 음(－)의 상관관계가 비방어형 대비 더욱 강화되는 것으로 확인되었다. 이는 보수적인 자원배분과 위험관리를 중시하는 방어형 기업이 ESG 활동을 일관성 있게 실행함으로써 재무적 시너지 효과를 극대화함을 보여준다. 본 연구는 ESG 활동이 다각적인 재무위험 완화에 기여하는 메커니

* 제1저자(First Author), 동국대학교－서울 경영대학 회계학과 교수,
Professor, Dongguk University-Seoul, namhj@dongguk.edu
** 교신저자(Corresponding Author), 동국대학교－서울 경영대학 회계학과 겸임교수,
Adjunct Professor, Dongguk University-Seoul, ryuhyunsoo86@gmail.com
*** 공동저자(Co-author), 동국대학교－서울 경영대학 회계학과 석사,
M.A., Dongguk University-Seoul, bobohu233@163.com

Received 14 May 2026 Revised 15 June 2026 Accepted 29 June 2026

즘을 조직의 경영전략 특성과 결합해 실증했다는 데 공헌점이 있다. 본 연구의 결과는 투자자와 채권자에게 기업 위험 평가 시 ESG 정보와 전략적 맥락을 종합적으로 고려할 필요성을 제기하며, 경영진에게는 조직 특성과 ESG 투자를 통합한 선제적인 재무위험 관리 전략 수립의 중요성을 강조한다.

<주제어> ESG, 재무위험, 경영전략 유형, 방어형 전략, 정보비대칭

<Abstract>

As climate-related regulations and the demand for ethical investment is growing, ESG (Environmental, Social, and Governance) management has emerged as a critical metric for evaluating corporate sustainability and financial health. Accordingly, this study investigates the impact of corporate ESG performance on financial risk mitigation and examines how organizational strategy typologies—specifically the Defender strategy (Miles and Snow, 1978)—moderate this relationship. Utilizing a panel fixed-effects model, we analyzed 3,021 firm-year observations of manufacturing firms listed on the Korean KOSPI and KOSDAQ markets from 2014 to 2023. Financial risk was comprehensively measured using credit ratings (BOND), stock return volatility (VOL), and systematic risk (BETA). ESG performance was quantified using composite and individual E, S, and G scores, while strategic typology was classified into Defender and non-Defender categories. The empirical findings are as follows : First, superior ESG performance significantly enhances overall financial stability by improving credit ratings and reducing both stock price volatility and systematic risk. Among the ESG dimensions, Governance (G) exerted the most pronounced risk-mitigating effect. This is attributable to transparent decision-making frameworks and reinforced internal controls, which effectively resolve information asymmetry and strengthen stakeholder trust. Second, the moderating effect analysis revealed that the negative correlation between ESG performance and financial risk is significantly amplified in firms adopting a Defender strategy. This indicates that Defender-type companies, characterized by conservative resource allocation and a strong emphasis on risk management, systematically operationalize ESG initiatives to maximize financial synergy and stability.

This study contributes to the literature by demonstrating the multifaceted mechanisms through which ESG activities mitigate financial risk, integrating the context of organizational strategy. Practically, the findings suggest that investors and creditors should evaluate ESG information in conjunction with strategic typologies when assessing corporate risk. Furthermore, it advises corporate executives to adopt an integrated approach that aligns ESG investments with their organization's strategic characteristics for proactive financial risk management.

<Key words> ESG, Financial Risk, Business Strategy, Defender Strategy, Information Asymmetry

Ⅰ. 서 론

최근 자본시장에서 ESG(환경・사회・거버넌스) 경영은 기업의 지속가능성과 재무건전성을 평가하는 기준으로 자리잡고 있다(Khan et al. 2016). 특히 2020년 이후 기후위기 대응을 위한

국제사회의 규제 강화, 파리기후협약 이행, 탄소중립 선언 등은 기업의 환경경영을 의무수준으로 끌어올렸으며, 동시에 소비자 및 투자자의 윤리적 소비 투자 성향은 기업으로 하여금 사회적 책임을 전략적으로 고려하게 한다(Global Reporting Initiative 2021).

기존의 CSR(Corporate Social Responsibility)이 주로 자발적 기부나 사회공헌수준에 머물렀다면, ESG의 경우 환경보호, 사회적 형평성, 투명한 지배구조라는 세 가지 영역에서 기업의 지속가능한 가치 창출 능력을 평가하는 정량적 기준으로 기능하고 있다(Friede et al. 2015). 특히 ESG 정보는 기업의 미래현금흐름 불확실성을 낮추는 신호로 작용하며(Cheng et al. 2014), 투자자 채권자 신용평가사 등 다양한 이해관계자들이 이를 재무적 위험판단 지표로 적극 활용하고 있다(Grewal et al. 2020). ESG 수준이 높은 기업은 장기적으로 신용등급이 높고 자본비용이 낮은 경향을 보이며, 기업가치의 변동성이 낮은 특성을 갖는다(Fatemi et al. 2018 ; Kruger 2015).

이러한 맥락에서 ESG 경영은 단지 기업의 평판관리수단이 아니라, 실질적으로 재무적 안정성을 확보하는 전략으로 기능을 갖고 있다. 특히 ESG 요소 중에서도 환경(E)과 지배구조(G)는 기업의 법적・재무적 위험과 직결되며, 이에 따라 ESG 투자는 기업의 위험관리체계의 일환으로 해석될 수 있다.

한편, 재무위험(Financial Risk)은 기업의 지속가능경영을 위협하는 핵심 요소로 작용하는데, 높은 재무위험수준은 기업의 부채비율 증가, 현금흐름 불안정성, 유동성 부족 등으로 이어지며, 이는 내부통제의 약화를 유발할 수 있다(Ashbaugh-Skaife et al. 2007). 실제로 내부통제가 취약한 기업은 감사인의 보수적 대응가능성이 높고, 이는 투자자 신뢰 하락 및 자본시장 접근성 축소로 이어질 가능성이 존재한다(Knechel et al. 2015). ESG 경영은 이러한 재무위험 요소를 완화할 수 있는 하나의 수단으로, 정보비대칭을 해소하고 투명성을 제고함으로써 감사품질과 회계신뢰성을 높이는 데 기여할 수 있다.

나아가, 기업의 경영전략유형은 ESG 경영의 효과성과 지속가능성에 중요한 변수로 작용할 수 있다. Miles and Snow(1978, 2003)에 따르면 기업은 전략적 방향성과 환경적응 방식에 따라 선도형(Prospector), 분석형(Analyzer), 방어형(Defender)으로 구분된다. 선도형 기업은 신시장 개척과 R&D에 적극적인 경향을 보이며, 불확실성 대응능력이 높지만 자원 소모가 크고 단기적 재무위험이 클 수 있다(Ghosh and Olsen 2009). 반면, 방어형 기업은 안정적인 내부통제 시스템과 보수적인 의사결정을 통해 비교적 낮은 재무위험을 유지하며, ESG 경영을 일관되게 수행할 수 있는 역량을 가진 것으로 평가된다(Hawn and Ioannou 2016).

본 연구는 ESG 경영이 기업의 재무위험에 미치는 영향을 살펴보고 경영전략 유형을 조절변수로 고려하여 실증분석하였다. 기존 연구에서는 기업의 재무위험 요인으로 내부통제의 취약성(Ashbaugh-Skaife et al. 2007), 정보 비대칭성(Healy and Palepu 2001), 시장 변동성(Froot et al. 1993) 등에 대한 연구가 진행되어왔다. ESG 활동이 기업가치 제고(Khan et al. 2016), 자본조달비용 감소(Cheng et al. 2014), 신용등급 개선(Grewal et al. 2020) 등에 기여한다는 실증 결과가

존재한다. 이에 따라 본 연구는 ESG 경영과 전략적 선택이 재무위험에 미치는 영향을 실증분석하는데, 투자자와 채권자에게 기업 평가 시 재무위험 요소뿐 아니라 ESG 수준과 전략적 특성도 병행 고려해야 함을 확인하고, 기업 경영진에게는 ESG 투자와 전략적 의사결정에 대한 필요성을 제시하고자 한다. 또한, ESG의 세부 요소별로 재무위험에 미치는 영향이 어떻게 차별적으로 작용하는지 분석을 실시하고, 이러한 영향이 경영전략 유형과 어떻게 상호작용하는지에 대한 분석을 실시하였다.

2014년부터 2023년까지 한국거래소의 상장기업을 대상으로 분석하였으며, 구체적으로 재무위험을 신용등급(BOND), 주가변동성(VOL), 체계적 위험(BETA) 등 3가지 지표로 포괄적으로 측정하였다. 이 중 신용등급은 기업의 장기적인 지급능력과 안정성을 나타내며, 주가변동성과 베타는 시장에서의 위험 인식과 투자자 반응을 반영하는 단기적 지표로 간주된다(Chava et al. 2009). 독립변수로는 ESG 총점 외에도 환경(E), 사회(S), 지배구조(G)의 세부 항목을 각각 사용하여 ESG 구성 요소별 영향력을 파악하였다. ESG 총점점수와 환경(E), 사회(S), 거버넌스(G)의 독립적 변수를 사용하였으며, 또한, 전략 유형은 Miles and Snow(1978)의 조직전략 분류 모형을 활용하여 각 기업의 경영전략을 방어형(Defender)과 비방어형으로 구분하여 실증분석을 실시하였다. 방어형 전략을 채택한 기업은 시장 내 안정성과 효율성 확보에 중점을 두며, 혁신보다는 위험회피 및 내부통제 강화를 선호하는 전략적 특성을 갖는다(Schnaars 1994).

실증분석 결과, ESG 성과와 재무위험 간에는 전반적으로 유의미한 음(－)의 관계가 확인되었다. 즉, ESG 성과가 높은 기업일수록 낮은 수준의 신용위험, 낮은 주가변동성, 낮은 체계적 위험을 나타내는 경향이 뚜렷했다. 이는 ESG 활동이 이해관계자와의 신뢰관계를 강화하고, 규제 위험을 감소시키며, 정보 비대칭성을 해소하는 효과가 있다는 기존 연구 결과들과 일치한다(Cheng et al. 2014 ; Lins et al. 2017). 방어형(Defender) 기업군의 경우, ESG 성과와 재무위험 간의 음(－)의 관계가 더욱 강화되었다. 이는 방어형 전략이 내부통제, 위험관리, 법규 준수 등의 경영 프로세스에 집중하며, ESG 활동과 시너지 효과를 발휘할 수 있는 구조를 갖추고 있기 때문으로 해석된다. 방어형 기업은 조직 내 명확한 규정과 절차를 바탕으로 ESG 요소를 일관되게 관리할 가능성이 높으며, 이는 시장에서도 신뢰도 높은 위험관리 체계로 인식될 수 있다(Miles and Snow 1978 ; Ghosh and Olsen 2009).

본 논문은 다음과 같이 구성된다. 제Ⅱ장에서는 ESG 경영, 재무위험, 경영전략 관련 선행연구를 검토하며, 가설도출을 통해 가설을 설정한다. 제Ⅲ장에서 가설을 검증하기 위한 연구모형에 대해 설명하며 변수 측정 방법과 표본선정과정을 설명한다. 제Ⅳ장에서는 실증분석 결과를 제시하였으며, 마지막으로 제Ⅴ장에서는 결론, 시사점, 한계점을 기술한다.

Ⅱ. 선행 연구 및 가설도출

1. ESG에 관한 선행연구

최근 자본시장 투자자들은 기업의 ESG(Environmental, Social, and Governance) 활동 성과를 투자 의사결정의 핵심 요소로 적극 활용하고 있다(Houston and Shan 2022 ; Darendeli et al. 2021). ESG는 전통적 기업의 사회적 책임(CSR)을 넘어 환경, 사회, 지배구조 등 보다 폭넓은 비재무적 요소를 포괄하는 개념으로 발전하였다. CSR이 기업이 사회적으로 바람직한 목표와 가치에 부합하는 의사결정 및 행동을 통해 사회적 이슈와 윤리적 책임을 수행하는 활동이라면(Bowen 1953), ESG는 이와 유사한 경영 전략적 기조하에 다양한 활동을 포함하여 기업의 전반적 지속가능성을 평가하는 기준으로 확장된다(Gillan et al. 2021).

대부분의 실증연구는 ESG 활동이 기업가치와 재무성과에 양(+)의 영향을 미친다고 보고 있다. Friede et al.(2015)은 2,000편 이상의 연구 메타 분석을 통해 ESG 성과와 재무성과 간 양(+)의 관계가 90% 이상에서 확인되었음을 밝히면서 동시에, 국내 연구에서도 이정은과 김진섭(2013)과 Yoon et al.(2018)이 ESG 등급 상승이 주가수익률 및 ROA 개선으로 이어짐을 입증하였다. 특히, Velte(2017)는 ESG의 세부 차원 중 거버넌스(G)가 ROA에 미치는 영향이 환경(E) 및 사회(S) 요소보다 유의미하게 크다는 점을 강조하였으며, Nollet et al.(2016)은 ROA와 ROE를 기준으로 기업 ESG 평가와 재무성과 간 U−자형 관계를 제시하여 장기적으로 ESG 평가 개선이 재무성과에 긍정적 효과를 미칠 수 있음을 시사하였다. 한편, 황주희 등(2003)은 주요 고객의 ESG 성과가 공급기업의 매출집중도 및 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 연구결과, 매출액의 10% 이상을 차지하는 주요 고객의 ESG 활동성이 높을수록 해당 고객에 대한 매출 비중이 증가하며, 이는 공급기업의 장기적 기업가치 증대로 이어진다는 점을 실증하였다. 주요 고객이 ESG 활동을 활발히 전개할 경우 거래의 안정성과 지속가능성이 강화되어, 공급기업의 재무성과 변동성 감소 등 재무위험 관리에도 긍정적 영향을 미칠 수 있음이 확인되었다.

ESG 활동은 기업가치 창출에 기여할 뿐 아니라 재무위험 관리 측면에서도 중요한 역할을 수행한다. Husted and Allen(2006)은 사회적 책임 활동이 투자자와 주주의 투자 결정 및 위험 운영에 중요한 요인으로 부상하고 있음을 언급하였으며, Yoon et al.(2018)은 한국 데이터를 통해 ESG 성과의 향상이 기업가치 창출에 기여하는 동시에 특히 환경 민감 산업에서 그 효과가 더욱 두드러짐을 확인하였다. Ghoul et al.(2017)은 시장 지원 메커니즘이 약한 국가에서 ESG 성과와 기업가치 간의 양(+)의 상관관계가 더욱 뚜렷하게 나타남을 주장하였고, Zhou et al.(2022)은 양호한 ESG 성과가 기업 재무성과를 향상시켜 궁극적으로 기업 시장가치를 제고할 수 있음을 제시하였다. 외부 시장 관점에서는 Wang and Yang(2024)가 ESG 성과가 우수할 경우 시장의 긍정적 주목 및 신호 전달을 통해 기업가치가 상승하는 효과를 확인하였다. 또한, Broadstock et al.

(2021)은 ESG 성과 우수 기업이 금융위기 동안 재무적 취약성을 유의미하게 감소시킴을 실증하였으며, 이헌상 등(2021)은 낮은 ESG 등급의 기업이 극단적 손실위험에 더 취약하다는 결과를 보고하였다. 이러한 연구결과들은 ESG가 정보비대칭 감소와 이해관계자 신뢰 강화 등을 통해 외부 충격에 대한 복원력을 높여 재무위험을 완화하는 데 기여함을 시사한다. 특히, ESG의 구성요소 중 기업 지배구조는 내부통제 강화와 정보 투명성 제고를 통해 재무위험 관리에 핵심적 역할을 수행하여, 기업이 불확실한 외부 환경에서도 안정적인 재무 건전성을 유지하는 데 기여한다. 내부적으로는 ESG를 통한 거버넌스 강화가 핵심적 역할을 한다. 차정화(2024)는 한국 기업 데이터를 활용해 ESG 요소별 영향을 분석한 결과, 환경(E) 및 사회(S)가 단기적 이익 하방 위험(EDR)을 증가시키는 반면, 지배구조(G) 개선은 위험을 감소시킴을 확인했다. 이는 환경·사회 활동의 단기적 자원 소모가 재무 유연성을 약화시키지만, 거버넌스 개선은 내부통제 강화와 투명성 제고를 통해 장기적 안정성을 확보하기 때문으로 설명된다. 외부적으로는 ESG 성과가 시장 신호로 작용한다. 황주희 등(2023)은 주요 고객의 ESG 활동 성과가 공급기업의 매출집중도를 높이며, 이는 장기적 협력 관계 구축을 통한 안정적 현금흐름 기대감을 반영한다고 분석했다. 특히 공급기업 자체의 ESG 성과가 높을 경우, 고객사와의 시너지 효과로 기업가치(Tobin's Q)가 더욱 증폭되는 것으로 나타났다. 이와 같은 다양한 선행연구 결과는 ESG 활동이 기업의 재무성과 및 가치 창출에 긍정적인 영향을 미치는 동시에, 낮은 ESG 평가가 기업을 극단적 재무위험에 노출시키는 요인으로 작용함을 보여준다. 종합하면, ESG 평가는 단순한 이미지 개선을 넘어 기업 내부의 관리체계 강화 및 외부 시장 신호 전달을 통해 재무위험 관리에 직접적 영향을 미치며, ESG 관련 투자 결정 시 재무위험 요소를 함께 고려할 필요성이 있음을 시사한다.

2. 재무위험에 관한 선행연구

재무위험과 내부통제 감사의견 간의 관계에 관한 선행연구는 재무위험이 기업 경영의 불확실성과 위험관리 체계에 미치는 영향을 이해하는 데 중요한 시사점을 제공한다. 기존 연구에 따르면, 재무위험 수준이 높을수록 내부통제제도의 취약성이 증가하며, 이로 인해 비적정 감사의견 발행 가능성이 유의미하게 상승한다. 다만 재무위험이 내부회계관리제도 검토의견 및 재무제표 감사의견에 미치는 영향의 강도와 방향성은 기업의 규모, 산업 특성, 재무구조 등 상황별 변수에 따라 이질적으로 관측될 수 있음이 실증적으로 확인되었다. 선행연구에 따르면, 재무위험 수준이 높은 기업은 내부통제의 취약성을 보일 가능성이 크며, 감사인은 이러한 기업에 대해 더욱 보수적인 감사의견을 제시하는 경향이 있다. Jiang et al.(2010)의 연구에서는 내부통제에 중요한 취약점을 보고한 기업 중 재무위험이 높은 기업이 '계속기업 불확실성 의견'을 받을 가능성이 높음을 밝혔다. 이는 재무위험이 기업의 운영 안정성뿐만 아니라 감사의견에도 영향을 미친다는 점을 시사한다. Cheng et al.(2014) 역시 내부통제가 미흡한 기업의 재무정보 신뢰성이 낮아

질 수 있음을 지적하였다. Bryan and Lilien(2005)은 기업 규모가 작고 성과가 저조하거나 베타(Beta) 값으로 측정된 재무위험이 높은 경우, 내부통제 취약점이 현저히 증가함을 실증적으로 확인하였다. 또한 Doyle et al.(2007)은 부채비율 상승, 기업 존속기간 단축, 급속한 매출 성장 또는 구조조정 경험 등 재무적 취약성을 보이는 기업에서 내부통제 문제가 빈번하게 나타남을 추가로 규명하였다. 이러한 연구결과는 재무위험이 단순히 경영 취약성을 반영하는 차원을 넘어, 오히려 회계정보의 불투명성과 계속기업의 존속 불확실성 등 다양한 문제를 수반함을 보여준다. 이에 따라 감사인은 감사 절차를 한층 강화하여 보수적인 감사의견을 표명할 가능성이 높아진다. 이는 궁극적으로 비적정 감사의견 증가로 이어질 가능성이 있다(DeFond and Jiambalvo 1993). 국내 연구에서도 유사한 결과가 도출되었다. 최현정과 고윤성(2011)은 상장기업을 대상으로 내부회계관리제도 검토의견과 재무제표 감사의견 간의 관계를 분석한 결과, 내부회계관리제도 검토에서 '비적절의견'을 받은 기업이 재무제표 감사에서도 '비적정의견'을 받을 가능성이 높다는 사실을 발견하였다. 이는 재무위험이 높은 기업일수록 감사인의 감사 절차가 더욱 엄격해지고, 감사의견이 보수적으로 형성될 가능성이 크다는 점을 의미한다. 이러한 연구들은 공통적으로 재무위험과 내부통제 및 감사의견 간의 밀접한 관계를 보여주고 있다.

재무위험을 측정하는 주요 지표로는 신용등급(BOND), 체계적 위험(BETA), 주가변동성(Volatility) 등이 사용된다. Doyle et al.(2007)은 소규모 기업, 저수익 기업 및 재무위험이 높은 기업(높은 BETA값 및 변동성이 큰 기업)이 내부통제 취약성을 가질 가능성이 높다고 분석하였다. 선행연구에서 이러한 지표를 활용하여 분석한 결과, 재무위험 수준이 내부회계관리제도 검토의견 및 재무제표 감사의견에 영향을 미친다는 점을 확인하였다. Louwers(1998)는 감사인이 재무위험이 높은 기업에 대해 '무조건 적정의견'을 제시할 경우, 법적 소송위험이 증가할 가능성이 높다고 주장하였다. 따라서 감사인은 이러한 기업에 대해 더욱 신중한 감사의견을 제시하며, 종종 '비적정 감사의견'을 내리는 경향이 있다. 감사인은 재무위험이 높은 기업에서 내부회계관리제도 검토의견을 더욱 엄격하게 평가하며, 해당 기업의 내부통제 취약점을 더 자주 발견하는 것으로 나타났다. 또한, 내부회계관리제도 검토의견이 부정적인 기업에서는 감사 절차가 더욱 강화되며, 최종적으로 감사의견이 보수적으로 결정되는 경우가 많았다. 이는 재무위험이 감사인의 판단 과정에서 중요한 요인으로 작용하고 있음을 시사한다.

감사영역에서 재무위험의 영향은 두 가지 경로로 분석된다. 첫째, 높은 재무위험(도산예측점수 상승, 지속적 손실 발생 등)을 가진 기업은 비적정 감사의견을 받을 가능성이 유의미하게 증가한다(박종성과 손성규 2000 ; Francis and Krishnan 1999). 둘째, 감사인은 재무위험에 노출될 때 보수적 전략을 채택하여 감사 절차를 강화함으로써 자체 위험 노출을 최소화한다(Louwers 1998). 특히, 내부통제의 효과성은 이 과정에서 통제변수로 작용한다. 기업의 내부통제 관리제도가 재무위험을 정확히 식별하고 피드백할 경우, 감사의견은 위험 계량화 결과에 더 의존하게 된다. 반면에, 내부통제 관리제도가 취약으로 인해 재무보고서의 신뢰성 결여가 초래될 수 있으며,

이에 따라 감사인은 유보의견 또는 부적정 의견과 같은 비적정 감사의견을 표명할 가능성이 높다. 이를 통해 내부통제 품질이 재무위험과 감사 결정 간의 핵심 조절 역할을 수행함을 보여준다.

재무위험은 기업 내부에 제한되지 않으며 시장 신호를 통해 외부 이해관계자(투자자, 채권자 등)에게 영향을 미친다. Elbannan(2008)과 유순미와 김현진(2010)의 연구에 따르면, 내부통제가 취약한 기업은 동종업계 대비 낮은 신용등급을 부여받으며, 정보위험 증가로 자금조달 비용이 상승하는 경향을 보인다. 이러한 '위험－신용등급－비용' 연쇄 메커니즘은 재무위험이 기업 신뢰도를 훼손하여 부정적 순환구조를 형성하고, 경영 압박을 가중시킴을 시사한다. 특히, 국내 사례에서는 금융감독원(2007)이 내부통제 취약에도 불구하고 감사 범위 확대 등을 통해 '표면적 적합성'을 획득한 기업이 존재함을 지적하며, 재무위험 공시 제도의 불완전성을 강조하였다.

이러한 선행연구에 따르면, 재무위험은 단순한 재무적 지표를 넘어, 내부통제 제도의 취약성, 신용등급 하락, 보수적 감사의견 등 다양한 경로를 통해 기업의 재무 건전성에 부정적 영향을 미치는 다차원적 위험 전이 현상으로 규명되었다.

3. 경영전략에 관한 선행연구

기업의 경영전략은 장기적 경영 성과와 재무 건전성에 결정적 영향을 미치는 핵심 요인으로 평가된다. Miles and Snow(1978, 2003)의 이론에 따르면, 기업은 선도형, 분석형, 방어형으로 분류되며, 이 분류는 이후 다양한 회계 재무 연구의 이론적 기반으로 활용되었다. 선도형 기업은 혁신과 신제품 시장 개발에 집중하여 높은 성장 잠재력을 가지지만, 동시에 높은 투자 위험, 현금흐름 변동성, 정보 비대칭 등 재무위험을 내포한다(Higgins et al. 2015 ; Bentley et al. 2013). Ittner et al.(1997)은 경영전략이 경영자 보상 계약 및 성과평가 지표 활용에 미치는 영향을 분석하면서, 선도형 기업은 비재무적 지표 활용 비율이 높으며, 반면 방어형 기업은 재무적 효율성 지표에 의존하는 경향을 보인다고 보고하였고, 이는 각 전략 유형에 따른 위험관리 방식의 차이가 자본조달 비용에 반영될 수 있음을 시사한다.

Bentley et al.(2013)은 경영전략과 재무 보고 위반 간의 관계를 실증 분석하여, 선도형 기업이 재무제표 재작성 및 회계 관련 소송 등 위반 가능성이 높음을 확인하였다. 이는 혁신 과정에서 발생하는 높은 정보 비대칭성과 조직 복잡성으로 인해 투자자들이 추가 위험 프리미엄을 요구하게 되어 자본비용 상승으로 이어진다는 점을 보여준다. 또한, Anthony and Ramesh(1992)의 기업 수명주기 이론에 따르면, 성장기 기업은 선도형 전략을 채택해 높은 R&D 투자를 수행하나 그에 따른 현금흐름 불안정성으로 자본비용이 증가하는 반면, 성숙기 기업은 보수적 전략을 통해 안정적인 현금흐름을 유지하며 자본비용이 낮아지는 경향이 있다. 공격적 전략을 채택한 기업은 신시장 개척, 대규모 연구개발투자, 적극적인 인수합병(M&A) 등을 통해 성장을 도모하지만, 이 과정에서 높은 자금조달비용과 부채부담 증가로 인해 재무위험이 증대될 가능성이 크다

(Anderson and Reeb 2003). 반면, 보수적 전략을 채택한 기업은 비용 절감, 내부통제 강화, 낮은 부채비율 유지 등을 통해 안정적인 경영을 추구하며, 자본구조의 안정성을 유지하여 장기적 재무 건전성을 확보한다(Barton and Gordon 1988 ; Modigliani and Miller 1958).

또한, 기업의 경영전략은 제품・시장 확대와 혁신 활동뿐 아니라 재무구조, 자본비용, 조세회피 및 이익조정 등 재무위험 요소에도 심각한 영향을 미친다. 경영전략에 따른 위험 증가는 자본조달비용 상승, 현금흐름 불안정, 정보 비대칭 문제 등 다양한 형태로 나타나며, 이는 기업의 장기적 안정성과 지속가능성에 직접적인 영향을 미친다. 재무위험 측면에서는 Francis et al. (2004)이 회계정보의 질이 자본비용에 미치는 영향을 분석하였고, Botosan(1997)은 공시 수준과 자본비용간 음(－)의 상관관계를 확인하였으며, Khurana and Raman(2004)은 Big4 감사인이 감사한 기업의 자본비용이 낮음을 실증하여 감사 품질이 전략적 위험을 완화하는 역할을 한다는 점을 강조하였다. 선도형 전략을 채택한 기업은 대규모 R&D 투자와 신시장 개척 등 공격적 확장 전략으로 인해 미래 현금흐름의 불안정성과 변동성이 증대되어 자본비용 상승이라는 재무위험에 직면한다. 이에 따라 금융기관 및 투자자들은 높은 할인율과 추가적인 위험 프리미엄을 적용하게 되며, 단기적 운영 안정성 또한 저해된다. 한편, 선도형 기업의 분권화된 의사결정과 빠른 시장 대응은 내부통제 제도의 미흡으로 이어져 외부 이해관계자와의 정보 비대칭 문제를 심화시킨다. 더불어, 공격적 조세회피 및 상향의 이익조정 전략은 단기적 성과 개선에 기여할 수 있으나, 장기적으로는 평판 손상과 법적제재 위험을 동반하여 기업의 지속가능성에 부정적인 영향을 미치며, 궁극적으로 재무적 위험 요소로 작용한다.

이와 같은 경영전략은 기업의 조직구조, 자원배분, 위험수용도 등을 통해 단기적 성과뿐 아니라 장기적 재무 건전성과 안정성에 결정적인 영향을 미치며, 선도형 전략은 혁신과 공격적 확장을 통해 높은 성장 잠재력을 제공하는 동시에 높은 자본비용, 현금흐름 불안정, 정보 비대칭, 평판 및 법적 위험 등의 재무위험을 내포하고, 반대로 방어형 전략은 보수적 재무 정책과 내부통제 강화를 통해 재무위험을 낮추고 안정적인 자본구조를 유지하는 경향이 있다. 이러한 경영전략과 재무위험 간의 상관관계는 기업의 재무적 의사결정 및 회계행위 전반에 걸쳐 중요한 시사점을 제공하며, ESG 등 외부 환경 변화와의 상호작용을 고려한 추가 연구가 필요하다. 향후 연구에서는 기업별 특성, 산업별 환경, 외부 경제 상황 등 다양한 변수를 통제하여 보다 세밀한 분석이 이루어져야 할 것이다.

4. 가설도출

최근 자본시장에서 투자자들은 기업의 ESG 활동 성과를 투자 의사 결정의 핵심 요소로 적극적으로 활용하고 있다(Houston and Shan 2022 ; Darendeli et al. 2021). ESG는 전통적인 기업의 사회적 책임(CSR)을 넘어 환경, 사회, 지배구조 등 보다 폭넓은 비재무적 요소를 포괄하는 개념

으로 발전하였으며, 기업의 지속가능성을 평가하는 중요한 기준으로 인정받고 있다(Gillan et al. 2021). 이에 따라 ESG 활동이 기업의 재무 건전성에 미치는 영향에 대한 관심이 증대되고 있다.

재무위험은 기업 경영의 불확실성과 위험관리 체계에 영향을 미치는 핵심 요소로, 높은 재무위험은 내부 통제 제도의 취약성을 증가시키고 비적정 감사의견을 받을 가능성을 높인다. 선행연구들은 재무위험 수준이 높은 기업일수록 내부통제의 취약성을 보일 가능성이 크며, 감사인은 이러한 기업에 대해 더욱 보수적인 감사의견을 제시하는 경향이 있음을 실증적으로 보여준다(Jiang et al. 2010 ; Cheng et al. 2014). 재무위험을 측정하는 주요 지표로는 도산예측모형, 신용등급, 베타계수, 주가변동성 등이 사용되며, 이러한 지표를 활용한 연구 결과들은 재무위험 수준이 내부 회계 관리 제도 검토의견 및 재무제표 감사의견에 유의미한 영향을 미친다는 것을 보여준다(Doyle et al. 2007 ; Louwers 1998). 또한, 재무위험은 기업 내부에 국한되지 않고 시장 신호를 통해 외부 이해관계자에게도 영향을 미쳐 신용등급 하락 및 자금조달 비용 상승을 초래할 수 있다(Elbannan 2008 ; 유순미와 김현진 2010). 반면, ESG 활동은 기업가치와 재무성과에 긍정적인 영향을 미치며 재무위험 관리 측면에서도 중요한 역할을 수행한다. 대부분의 실증연구는 ESG 활동이 기업가치과 재무성과에 양(+)의 영향을 미친다고 보고하며(Friede et al. 2015 ; 이정은과 김진섭 2013 ; Yoon et al. 2018), 특히 거버넌스(G) 요소는 재무성과 개선에 중요한 역할을 한다(Velte 2017 ; Nollet et al. 2016). ESG 활동은 다양한 이해관계자와의 신뢰 및 협력 관계를 강화하며, 주요 고객의 ESG 활동은 공급기업의 매출 안정성을 높이고 장기적인 기업가치 증대로 이어져 재무위험 관리에 긍정적인 영향을 미친다(황주희 등 2024). 더불어 ESG 활동은 투자자, 소비자, 지역 사회 등 다양한 이해관계자와의 신뢰를 구축하여 기업의 평판을 향상시키고 잠재적인 위험을 예방하는 효과가 있다.

ESG 성과가 우수한 기업은 정보 비대칭을 줄이고 투명성을 높여 투자자의 정보 접근성을 높일 수 있다. 이는 투자자들의 불확실성을 해소하고 기업의 위험 평가를 용이하게 하여 자본조달 비용을 낮추는 효과로 이어진다. 특히, 기업 지배구조는 내부통제 강화와 정보 투명성 제고를 통해 재무위험 관리에 핵심적인 역할을 수행한다(차정화 2024). ESG 성과가 우수한 기업은 정보 비대칭 감소, 이해관계자 신뢰 강화, 외부 충격에 대한 복원력 향상 등을 통해 재무위험을 완화하며(Broadstock et al. 2021 ; 이헌상 등 2021), 이는 기업의 지속가능성을 높이고 장기적인 재무 안정성을 확보하는 데 도움이 된다. 마지막으로 ESG 성과는 시장 신호로 작용하여 투자자들에게 긍정적인 신호를 제공하고, 이는 기업의 재무적 안정성으로 이어진다(Wang and Yang 2024). ESG 평가가 우수한 기업은 투자자들의 투자 결정에 긍정적인 영향을 미치고 자본시장에서의 경쟁 우위를 확보할 수 있다.

이러한 선행연구들을 종합해 볼 때, 재무위험이 높은 기업은 내부통제 취약성 및 부정적인 감사의견으로 인해 재무적 불안정성이 증가하는 반면, ESG 활동, 특히 우수한 거버넌스(G)는 내부통제 강화 및 정보 투명성 제고를 통해 재무위험을 감소시키는 효과가 있음을 알 수 있다. 따

라서 ESG 성과가 우수한 기업은 상대적으로 낮은 재무위험을 보일 가능성이 크며, ESG 평가는 단순한 기업 이미지 제고를 넘어 내부 관리체계의 강화와 외부 시장에 대한 신호 전달을 통해 재무위험 관리에 직접적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 이에 본 연구는 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 1 : ESG 성과와 재무위험간의 음(−)의 관련성이 있을 것이다.

기업의 경영전략은 단순히 시장에서의 경쟁 우위를 확보하는 수단을 넘어, 기업의 재무적 안정성과 위험 수준을 결정하는 핵심적인 요인으로 작용한다. Miles and Snow(1978, 2003)의 경영전략 유형에 따르면, 기업은 선도형(Prospector), 분석형(Analyzer), 방어형(Defender)으로 구분되며, 각각의 전략은 기업의 성장 방식, 시장 대응 방식, 그리고 재무적 특성에 따라 뚜렷한 차이를 보인다. 선도형 기업은 혁신과 신시장 개척을 우선시하며 높은 성장 잠재력을 추구하지만, 이는 필연적으로 높은 연구개발(R&D) 투자와 시장 불확실성을 동반하여 현금흐름 변동성을 증가시키고 재무위험을 증폭시키는 경향이 있다(Higgins et al. 2015 ; Bentley et al. 2013). 이러한 기업들은 미래 수익에 대한 기대감을 바탕으로 공격적인 투자를 감행하지만, 이는 동시에 투자 실패의 위험과 자금조달의 불안정성을 내포한다.

반면, 방어형 기업은 안정적인 시장 점유율을 유지하고 기존 시장에서의 효율성을 극대화하는 데 초점을 맞춘다. 이들은 보수적인 경영전략을 통해 재무적 안정성을 확보하는 특징을 보이며(Anderson and Reeb 2003 ; Barton and Gordon 1988), 예측 가능한 수익 흐름과 낮은 부채비율을 유지함으로써 외부 충격에 대한 저항력을 강화한다. 이러한 기업들은 위험 회피적인 투자 결정을 통해 안정적인 성장을 추구하지만, 이는 동시에 혁신적인 시장 변화에 대한 대응력 부족으로 이어질 수 있다. 한편, ESG 경영이 기업의 재무적 성과 및 위험관리에 미치는 영향에 대한 연구가 활발히 진행되고 있다. 기존 연구들은 ESG 등급이 높은 기업일수록 장기적 관점에서 재무적 안정성을 유지하며 자본비용이 감소하는 경향이 있음을 보고하였다(Botosan 1997 ; Khurana and Raman 2004). ESG 경영은 기업의 투명성을 높이고 이해관계자들과의 신뢰를 구축함으로써 정보 비대칭을 완화하고 기업의 지속가능성을 제고하는 효과가 있다(Khan et al. 2016). 특히, ESG 요소 중 거버넌스(Governance) 수준이 높은 기업은 내부통제 및 위험관리 체계를 강화하여 재무적 불확실성을 줄이고, 이를 통해 부채비율과 자본조달 비용을 낮출 수 있다(Francis et al. 2004). 이는 ESG 경영이 기업의 내부 시스템을 개선하고 외부 환경 변화에 대한 적응력을 높이는 데 기여함을 시사한다.

이러한 연구 결과를 종합해볼 때, 기업이 추구하는 본원적 전략 방향성과 ESG 경영의 목적이 일치할 때, 위험 감소 효과가 극대화될 가능성이 존재한다. 혁신과 신시장 개척으로 인해 사업 내재 위험 자체가 높은 선도형 기업의 경우, ESG 활동만으로 재무위험을 통제하는 데 구조적인 한계를 가질 수 있다. 반면, 방어형 전략을 채택한 기업은 제한된 제품과 시장 내에서 기존 핵심

역량을 보호하고 효율성을 방어하는 것을 최우선 목표로 한다(Miles and Snow 1978). 이러한 방어형 기업에게 ESG 활동은 단순한 평판 관리를 넘어 핵심 비즈니스의 하방 위험을 방어하는 강력한 기제로 작동한다. 즉, 방어형 기업의 '안정성 지향적' 조직 특성과 ESG 경영의 '위험 완화 메커니즘'이 결합할 때 시너지가 창출되어, 정보 비대칭 감소 및 외부 충격 흡수 효과가 더욱 뚜렷하게 발현될 것으로 예상된다. 따라서 방어형 전략의 특성이 강한 기업일수록 ESG 성과가 재무위험을 감소시키는 음(−)의 효과가 한층 더 증폭될 것으로 예상하며, 본 연구는 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 2 : 기업의 경영전략이 방어형(Defender)일수록, ESG 성과와 재무위험관계 간의 음(−)의 관련성이 증가할 것이다.

Ⅲ. 연구의 설계

1. 연구모형의 설정

본 연구의 주요가설은 ESG 성과에 따라 재무위험에 미치는 영향을 검증하기 위해 식(1)과 같은 연구모형을 설정한다. 구체적으로 종속변수는 재무위험(RISK)이며, 독립변수는 ESG 성과를 사용하였다.

재무 및 회계 선행연구는 ESG 활동 자체가 기업의 미래 위험을 선제적으로 통제하는 핵심 메커니즘으로 작동함을 지지한다. McGuire et al.(1988)과 Oikonomou et al.(2012)은 ESG 활동이 다양한 이해관계자와의 신뢰를 구축하는 투명한 경영의 산물이며, 이는 결과적으로 자본시장의 불확실성을 해소하여 기업의 체계적 위험과 주가변동성을 유의하게 낮춘다고 주장하였다. 또한 Godfrey et al.(2009)은 기업의 사회적 책임 활동이 일종의 보험과 같은 효과를 창출하여, 시장의 부정적 충격 시 기업가치 훼손과 신용위험의 급격한 전이를 방어하는 완충재 역할을 수행함을 실증하였다. 회계 정보의 투명성 관점에서도 Kim et al.(2014)은 ESG 성과가 우수한 기업일수록 정보비대칭이 해소되고 경영진의 기회주의적 이익조정이 억제되어, 극단적인 주가폭락위험이 유의하게 감소함을 확인하였다. 즉, 기업의 ESG 활동은 단순히 자금 운용에 여력이 있는 기업의 결과물에 그치는 것이 아니라, 내부통제 강화와 정보비대칭 완화를 통해 자본시장에서 인식되는 신용위험과 체계적 위험을 실질적으로 낮추는 인과적 기제로 작용한다. 따라서 본 연구는 동시적 내생성을 통제하기 위해 독립변수에 시간적 지연(t−1)을 부여하고, 다음과 같은 연구모형을 설정하였다.

$$RISK_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 SAELS_GR_{i,t} + \beta_5 OCFS_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 PPE_{i,t} + \beta_8 BIG4_{i,t} + \beta_9 FSH_{i,t} + \beta_{10} MOWN_{i,t} + \sum YEAR + \sum INDUSTRY + \varepsilon_{i,t} \quad 식(1)$$

여기에서,

$RISK_{i,t}$ = 재무위험측정치 ;
$BOND_KAP_{i,t}$ = KAP의 신용등급의 표준화한 값 ;
$BOND_NICE_{i,t}$ = NICE의 신용등급의 표준화한 값 ;
$BOND_KIS_{i,t}$ = KIS의 신용등급의 표준화한 값 ;
$BETA_{i,t}$ = 수익률의 민감도(체계적위험) ;
$VOL_{i,t}$ = 주가변동성(1년간의 주식수익률의 표준편차) ;
$ESG_{i,t-1}$ = 전기(t-1)의 ESG측정치 ;
$ESG_Total_{i,t-1}$ = 전기(t-1)의 ESG 종합점수 ;
$E_Score_{i,t-1}$ = 전기(t-1)의 E(환경) 점수 ;
$S_Score_{i,t-1}$ = 전기(t-1)의 S(사회) 점수 ;
$G_Score_{i,t-1}$ = 전기(t-1)의 G(거버넌스) 점수 ;
$SIZE_{i,t}$ = 기초총자산의 자연로그 ;
$LEV_{i,t}$ = Financial Leverage로 총부채/기초총자산 ;
$SALES_GR_{i,t}$ = 매출액증가율 ;
$OCFS_{i,t}$ = 영업활동현금흐름 ;
$ROA_{i,t}$ = 당기순이익/기초총자산 ;
$PPE_{i,t}$ = 유형자산/기초총자산 ;
$BIG4_{i,t}$ = BIG 4 제휴법인이면 '1' ; 그 밖의 경우 '0' ;
$FSH_{i,t}$ = 외국인투자자지분율 ;
$MOWN_{i,t}$ = 최대주주1인지분율 ;
YEAR = 연도더미 ;
INDUSTRY = 산업더미(대분류).

다음으로 식(2)에서는 ESG 성과가 경영전략에 따른 재무위험에 미치는 영향을 검증하고자 한다. 따라서, ESG 성과와 경영전략의 상호작용항인 $ESG_{i,t-1}*Strategy_{i,t-1}(\beta_3)$이 가설을 검증함에 있어 주의를 기울여야 하는 계수값이다.

$$RISK_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t-1} + \beta_2 Strategy_{i,t-1} + \beta_3 ESG_{i,t-1}*Strategy_{i,t-1} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 SAELS_GR_{i,t} + \beta_7 OCFS_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} + \beta_9 PPE_{i,t} + \beta_{10} BIG4_{i,t} + \beta_{11} FSH_{i,t} + \beta_{12} MOWN_{i,t} + \sum YEAR + \sum INDUSTRY + \varepsilon_{i,t} \quad 식(2)$$

여기에서,

$Strategy_{i,t-1}$ = 경영전략측정치
$Strategy_Score_Class_{i,t-1}$ = 경영전략 측정치가 방어형(Defender ; 6~13점)인 경우 '1', 아니면 '0'인 더미변수.

나머지 변수설명은 식(1)과 동일함.

본 연구는 ESG가 기업의 재무적 위험에 미치는 영향을 분석함에 있어, 선행연구를 참고하여 다음과 같은 통제변수를 설정하였다. 기업의 규모(SIZE)는 기업이 보유한 자원의 절대적 크기와 정보공시 수준, 위험관리 능력 등에 영향을 미치는 요인이므로 통제할 필요가 있다(Fama and French 1992). 재무레버리지(LEV)는 기업의 부채의존도를 나타내며, 이는 채무불이행 가능성과 같은 재무위험의 직접적인 지표로 활용된다(Ahmed et al. 2002). 매출액증가율(SALES_GR)은 기업의 영업환경 변동성과 불확실성을 반영하는 변수로서, 수익의 안정성과 위험 수준을 설명할 수 있다. 영업활동현금흐름(OCFS)은 기업의 실질적인 현금창출 능력을 나타내며, 높은 현금흐름은 재무적 안정성을 강화시키는 경향이 있다(Richardson et al. 2005 ; Dhaliwal et al. 2011). 수익성(ROA)은 기업의 경영성과를 나타내며, 수익성이 높을수록 재무적 취약성이 낮아지는 경향이 있다(Waddock and Graves 1997 ; Margolis and Walsh 2003). 유형자산비율(PPE)은 기업의 자산구조를 보여주며, 고정자산 비중이 클수록 유연성이 감소하여 재무위험이 증가할 가능성이 존재한다(Guay and Harford 2000 ; Bhagat and Bolton 2008). 감사인 변수인 BIG4는 감사 품질의 대리변수로 사용되며, Big 4 감사인을 이용하는 기업은 회계정보의 신뢰성과 통제 수준이 상대적으로 높아 위험이 낮을 가능성이 있다(DeAngelo 1981). 외국인 투자자 지분율(FSH)은 외부 투자자의 감시 역할을 통해 경영진의 자의적 의사결정을 제한하고, 기업의 투명성을 제고함으로써 재무위험을 완화하는 효과가 있다(Ferreira and Matos 2008). 최대 주주 지분율(MOWN)은 소유와 지배의 집중도를 나타내는 지표로, 대주주의 통제권은 경영 안정성을 높일 수 있으나, 동시에 사익추구 문제로 인해 기업가치와 위험에 부정적인 영향을 미칠 수도 있다(La Porta et al. 1999). 또한, 연도 고정효과(YEAR)와 산업 고정효과(INDUSTRY)를 추가하여 이질성을 통제하였다.

2. 변수의 측정

가. ESG의 측정

ESG 평가는 한국ESG기준원(KCGS)의 데이터를 기반으로 수행되었으며, 등급 체계는 2013년 도입 이래 S(탁월), A+(매우우수), A(우수), B+(양호), B(보통), C(취약), D(매우취약)의 7단계로 체계화되어 있다. S등급은 최고 수준의 지속가능경영 체제를 구축하여 타 기업은 물론 지속가능경영 전반에 모범을 제시하는 단계이다. A+등급은 매우 우수한 지속가능경영 체제를 기반으로 지속적인 성과를 창출하고 있으나, 체제 고도화를 위한 추가적인 노력이 요구된다. B+등급은 전반적으로 양호한 체제를 운영하고 있지만, 체계적 개선을 위한 지속적인 노력이 필요하다. 반면 B등급은 다소 취약한 체제를 보유하여 체계적인 개선 방안의 지속적 추진이 요구된다. 또한 C등급은 전반적인 취약성으로 인해 상당한 수준의 개선 노력이 필요하며, D등급은 매우 미흡한 체제를 보유하여 근본적이고 집중적인 혁신 조치가 시급하다.

연구기간의 ESG 성과를 확인한 결과 G(거버넌스)에서 유일한 S등급이 존재하지만, 금융업을 영위하는 기업 1개이기 때문에, 본 연구의 표본에서는 S등급이 확인되지 않았다. D등급의 경우 1점을 부여하고, A+등급은 6점을 부여한 연속변수(ESG_Total)와 개별 E, S, G점수를 산출하여 변수로 사용하였다.

나. 재무위험의 측정

배경수 등(2016)에서는 재무위험 수준이 내부회계관리제도 검토의견과 재무제표 감사의견에 미치는 영향을 분석하고, 나아가 검토의견과 감사의견 간의 관계에 어떠한 영향을 주는지를 실증분석을 실시하였다. 2006년부터 2013년까지 유가증권시장 상장사 및 코스닥 상장사를 표본으로 선정하여 로지스틱 회귀분석을 실시하였다. 분석결과, 재무위험이 감사의견뿐만 아니라 검토의견에도 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한, 로지스틱 회귀분석을 통해 재무위험이 검토의견과 감사의견 간의 관계에 부정적인 영향을 준다는 점을 확인하였다. 해당 연구의 재무위험을 측정하는데, 신용등급, 베타, 주가변동성을 사용하였다. 또한 본 연구는 배경수 등(2016)의 연구에서 사용한 재무위험을 사용하였다.

재무위험의 대용치로 한국자산평가, 한국신용평가, 한국신용정보에서 제공하는 신용등급(Bond-Score), BETA 및 주가변동성(Volatility)을 사용한다. 본 연구는 ESG 활동의 위험 감소 효과를 입체적으로 검증하기 위해 서로 다른 차원의 위험을 측정하는 세 가지 지표를 활용하였다. 구체적으로 첫째, '신용등급'은 채권자 입장에서 기업이 원리금을 상환하지 못할 채무불이행 위험을 의미한다. 둘째, 'BETA(체계적 위험)'는 주주가 분산투자를 통해서도 제거할 수 없는 거시경제적 수준의 시장위험을 나타낸다. 셋째, '주가변동성'은 체계적 위험과 기업의 고유위험이 모두 반영된 총위험을 측정하는 지표이다. 이처럼 각기 다른 특성을 지닌 다차원적인 위험 대용치를 포괄적으로 분석함으로써, ESG 경영이 채권자 및 주주 등 다양한 이해관계자의 위험 노출을 어떠한 경로로 완화하는지에 대한 해석의 타당성을 높일 수 있다.

신용등급의 경우, 3사의 신용평가기관, 즉 한국자산평가, 한국신용평가 그리고 한국신용정보에서 제공하는 신용등급을 각각 가설검증 시 이용한다. 신용평가기관은 매년 기업의 결산 실적이 발표된 이후 재무정보와 주가정보를 토대로 원리금에 대한 상환능력의 차이에 따라 채권등급을 분류하고 있다. 이에 신용등급은 각 기업의 회계연도 말의 다음 분기 말(3월)에 발표되고 있다. 본 연구는 12월말 결산기업을 표본으로 이용하고 있으므로, 3월말 신용등급을 나타낸다.

채권에 대한 신용등급은 AAA, AA+/0/-, A+/0/-, BBB+/0/-, BB+/0/-, B+/0/-, CCC+/0/-, CC, C, D로 구성되어 있으며, AAA를 22로, D를 1의 값으로 설정하여 22등급으로 구분된다.

BETA는 시장수익률 대비 특정 기업 수익률의 민감도(Sensitivity)를 나타내는 지표로, 자본자

산가격결정모형(CAPM, Capital Asset Pricing Model)에서 중요한 요소로 활용된다. 이는 개별주식의 체계적 위험(Systematic Risk)을 측정하는데, 시장 전체의 움직임에 대해 특정 기업의 주가가 얼마나 민감하게 반응하는지를 나타낸다. BETA 값이 1보다 크면 해당 주식은 시장보다 변동성이 크며, 시장수익률이 1% 변동할 때 주식 수익률이 1% 이상 변동하는 경향이 있다. 반대로 BETA 값이 1보다 작으면 시장 변동성보다 낮은 움직임을 보이며, 변동성이 상대적으로 적은 안정적인 종목으로 평가된다(Bryan and Lilien 2005). 일반적으로 BETA 값이 높은 기업은 고위험・고수익 성향을 가지며, 낮은 BETA를 가진 기업은 경기 변동에 덜 영향을 받아 방어적 투자 성향을 가진다. 이러한 특성으로 인해 BETA는 기업의 재무위험을 나타내는 대표적인 대용치로 활용된다. 높은 BETA 값을 가진 기업은 외부 충격이나 경기 변동에 따라 재무적 불안정성이 커질 가능성이 있으며, 이는 재무위험 수준이 높은 기업의 특징과 부합한다. 따라서 본 연구에서는 BETA를 재무위험의 대용치 중 하나로 사용하여, 기업의 주가변동성과 재무 건전성 간의 관계를 분석한다.

주가변동성(Volatility)은 특정 기간 동안 주가의 변동 폭을 측정하는 지표로, 평균 주가 대비 변동하는 정도를 나타내는 표준편차로 계산된다. 이는 기업의 체계적 위험과 고유위험이 모두 결합된 총위험을 대리한다. 일반적으로 변동성이 크다는 것은 기업의 주가가 예측하기 어렵고 불확실성이 크다는 것을 의미하며, 재무위험이 높은 기업은 경기 변동이나 외부 충격에 대한 대응력이 낮아 주가가 급격히 변동할 가능성이 크다. 반면, 재무 건전성이 높은 기업은 외부 환경 변화에도 상대적으로 안정적인 주가 흐름을 유지하는 경향이 있다. 이러한 이유로 주가변동성은 기업의 재무위험 수준을 평가하는 대용치로 사용하였다.

다. 경영전략의 측정

본 연구에서는 기업의 지속 가능한 경쟁 전략을 평가하기 위해 6가지 주요 측정 요소를 선정하였다. 각 요소는 기업의 특성과 성과를 평가하는 데 필요한 중요한 지표로, 이를 통해 기업의 전략적 위치와 경쟁력을 파악하고자 하였다. 각 요소는 다음과 같이 정의되며, 직전 4개년 데이터를 활용하여 점수화하고, 이를 통해 전략 점수를 산출한다.

RD4(연구개발비 비율)의 경우, 기업이 새로운 제품을 개발하려는 성향을 측정하기 위해 '연구개발비/매출액 비율'의 직전 4개년 단순평균을 사용하였다. 각 기업은 이를 기준으로 산업별, 연도별로 5단계(quintile)로 구분되어 점수를 부여받는다. 가장 낮은 측정치에는 1점, 가장 높은 측정치에는 5점이 부여된다. EMPS4(종업원 효율성 비율)의 경우, 기업이 제품과 용역을 효율적으로 생산하고 유통할 수 있는 능력을 측정하기 위해 '직원의 수/매출액 비율'의 직전 4개년 단순평균을 사용하였다. 이를 통해 매출액 대비 직원 수의 효율성을 평가하며, 직전 4개년 평균값을 바탕으로 점수를 산출한다. MTB4(시장가치와 장부가치 배수)의 경우, 기업의 성장성과 투자 기회를 측정하기 위해 '순자산의 시장가치와 장부가치 배수'의 직전 4개년 단순평균을 활용하였

다. 본 연구에서는 Ittner et al.(1997)의 방법을 바탕으로, 매출액 증가율 대신 MTB를 사용하여 기업의 성장 가능성을 평가한다. SGA4(마케팅 및 판매 비율)의 경우, 기업이 신제품이나 용역을 개척하기 위한 마케팅 및 판매 강조 정도를 측정하기 위해 '판매비와 일반관리비/매출액 비율'의 직전 4개년 단순평균을 사용하였다. 이는 기업의 마케팅 투자와 판매비용을 효율적으로 관리하고 있는지를 평가하는 지표로 활용된다. σEMP4(조직 불안정성)의 경우, 기업의 조직 불안정성 또는 분권화 정도를 측정하기 위해 직전 4개년 동안 직원 수의 변동을 분석하였다. 직원 수의 변동성이 클수록 조직의 불안정성이 높다는 가정을 바탕으로 점수화가 이루어진다. PPE4(자본집약도)의 경우, 기업의 기술적 효율성에 대한 투입 정도를 측정하기 위해 '(유형자산－토지－건설가계정)/총자산 비율'의 직전 4개년 단순평균을 사용하였다. 이는 기업의 자본집약도를 평가하며, 자본이 얼마나 효율적으로 투입되고 있는지에 대한 지표로 활용된다.

각 기업－연도가 속하는 산업과 연도(본 연구의 표본 분석 기간인 2014년부터 2023년까지 10개 연도)마다 6개 측정요소를 서열화하고, 이를 5단계(quintile)로 나누어 점수를 부여한다. 즉, 특정 연도(t년)의 경영전략 점수는 직전 4개년(t－4년～t－1년)의 재무 데이터를 롤링(Rolling) 방식으로 평균하여 산출되며, 이를 통해 단기적인 재무 변동성에 의한 측정 오류를 통제하였다. 각 측정요소에 대해 산출치가 가장 높은 단계에는 5점, 가장 낮은 단계에는 1점이 부여된다. 다만, PPE4(자본집약도)의 경우 개념상 산출치가 높을수록 방어형 특성을 갖고, 낮을수록 선도형 특성을 지니므로, 다른 5개 변수와는 반대로 가장 낮은 비율에 5점을 부여하고 가장 높은 비율에는 1점을 부여한다. 이와 같은 방식으로 6개 측정요소별로 점수를 산출한 후, 각 기업－연도별로 부여된 점수를 합산하여 종합점수를 도출한다. 종합점수는 최소 6점에서 최대 30점까지 나오며, 이를 바탕으로 경영전략 유형을 분류한다. 경영전략 유형은 종합점수가 23～30점인 경우 선도형(prospector), 6～13점인 경우 방어형(defender), 14～22점인 경우 분석형(analyzer)으로 구분된다(이하 "8－9－8" 방식). 기존 연구에서는 7－11－7 방식을 사용하여 경영전략 유형을 분류했으나, 본 연구에서는 8－9－8 방식을 채택하였다. 기존 방식에서 analyzer 범주에 포함된 표본 중 상당수가 prospector와 defender의 경계선에 위치하는데, 이 경계선상의 표본 수가 prospector와 defender의 표본 수보다 많다. 이러한 표본들은 사실상 prospector와 defender 사이의 차이를 명확히 구분하기 어려운 경우에 해당하므로, 본 연구에서는 경계선상의 표본을 보다 명확하게 구분할 수 있도록 8－9－8 방식을 적용하여 prospector와 defender 그룹의 표본 수를 늘리는 것이 필요하다고 판단하였다. 이와 같은 방식으로 도출된 종합점수는 각 기업－연도별로 산출된 선도형 경영전략지수로 정의된다.

3. 표본의 선정

본 연구는 2014년부터 2023년까지 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업

들 중 다음과 같은 요건을 충족하는 기업들을 표본으로 선정하였다.

1) 12월 결산기업
2) 비금융업
3) Valuesearch 및 TS2000에서 재무자료 입수가능 기업

본 연구는 결산월과 업종별 특수한 영향을 배제하기 위해, 12월 결산을 하는 비금융업 기업에서 재무자료 입수가능한 기업을 표본으로 선정하였다. 아울러 완전자본잠식 상태인 기업은 분석대상에서 제외하였다. <Table 1>의 [Panel A]에서는 본 연구에서 활용한 표본의 연도별 분포 현황을 보여준다. 구체적으로 살펴보면, 2014년에는 총 262개의 관측치가 확인되었으며, 이는 전체 표본의 약 8.67%에 해당한다. 이후 매년 표본 수는 꾸준히 증가하는 추세를 보인다. 2015년에는 266개(8.81%), 2016년에는 269개(8.90%), 2017년에는 275개(9.10%), 2018년에는 287개(9.50%), 2019년에는 289개(9.57%)로 매년 소폭의 증가세가 이어졌다. 특히 2020년부터 표본 수의 증가가 두드러져, 2020년에는 333개(11.02%), 2021년에는 340개(11.25%), 2022년에는 344개(11.39%), 2023년에는 356개(11.78%)로 확인되었다. 10년간의 전체 표본 수는 총 3,021개이다. 이러한 연도별 증가 추세는 기업의 공시 또는 ESG 관련 정보의 제공이 지속적으로 확대되고 있음을 시사한다. 특히 2014년 대비 2023년의 표본 수는 약 36% 증가하였으며, 이는 ESG 활동과 관련된 분석 가능 기업 수가 매년 유의미하게 늘어나고 있음을 보여준다.

〈Table 1〉 Distribution of Sample Firms by Year and Industry

[Panel A] : Sample size by year

Year	Sample size	Percentage(%)
2014	262	8.67
2015	266	8.81
2016	269	8.90
2017	275	9.10
2018	287	9.50
2019	289	9.57
2020	333	11.02
2021	340	11.25
2022	344	11.39
2023	356	11.78
Total	3,021	100.00

〈Table 1〉 Distribution of Sample Firms by Year and Industry (continued)

[Panel B] : Sample size by Industry		
Industry Classification	Sample size	Percentage(%)
C00000/ Manufacturing (10－33)	2,206	73.02
D00000/ Electricity, gas, steam and water supply (35－36)	30	0.99
F00000/ Construction (41－42)	117	3.87
G00000/ Wholesale and retail trade (45－47)	308	10.20
H00000/ Transportation (49－52)	82	2.71
J00000/ information and communications (58－63)	185	6.12
L00000/ Real estate activities and renting and leasing (68－69)	6	0.20
M00000/ Professional, scientific and technical activities (70－73)	24	0.79
N00000/ Business facilities management and business support services ; rental and leasing activities (74－75)	19	0.63
P00000/ Education(85)	14	0.46
R00000/ Arts, sports and recreation related services (90－91)	30	0.99
Total	3,021	100.00

1) Industrial classification is based upon the first digit number of the Korean Standard Industrial Classification System.

한편, <Table 1>의 [Panel B]에서는 한국표준산업분류 기준에 따른 업종별 표본 현황을 제시하고 있다. 분석 결과, 제조업(C00000)에 속한 관측치가 2,206개로 전체 표본의 73.02%를 차지하여 가장 높은 비중을 나타냈다. 다음으로 도매 및 소매업(G00000)이 308개(10.20%), 정보통신업(J00000)이 185개(6.12%)로 그 뒤를 이었다. 그 외 건설업(F00000)이 117개(3.87%), 운수 및 창고업(H00000)이 82개(2.71%) 등의 순으로 분포되어 있으며, 부동산업(L00000)은 6개(0.20%)로 가장 낮은 비중을 보였다.

Ⅳ. 실증분석 결과

1. 기술통계량 및 상관관계분석

<Table 2>는 본 연구에서 활용된 주요 변수들의 기술통계량을 제시하고 있다. 표본은 최대 3,021개의 기업－연도 관측치로 구성되어 있으며, 일부 변수는 ESG 성과 또는 신용등급의 공시 여부에 따라 관측치 수가 상이하다. 또한, 본 연구는 극단치(Outliers)가 실증분석 결과에 미

치는 영향을 최소화하기 위해 모든 연속형 변수에 대하여 상·하위 1% 수준에서 윈저라이징(Winsorizing)을 실시하였다.

〈Table 2〉 Descriptive Statistics

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Median	Max
BOND_KAP	953	16.284	3.877	1.000	17.000	22.000
BOND_NICE	712	16.869	3.701	1.000	18.000	22.000
BOND_KIS	736	16.760	3.815	1.000	18.000	22.000
BETA	3021	0.569	0.401	−0.007	0.543	1.600
VOL	3021	0.416	0.161	0.192	0.388	0.773
ESG_Total	1509	3.146	1.280	1.000	3.000	6.000
E_Score	1703	3.028	1.422	1.000	3.000	6.000
S_Score	1623	3.484	1.444	1.000	4.000	6.000
G_Score	3021	2.951	1.019	1.000	3.000	6.000
Strategy_Score	3021	17.172	4.250	6.000	17.000	30.000
Strategy_Score_Class	3021	0.113	0.316	0.000	0.000	1.000
SIZE	3021	20.098	1.511	16.116	19.796	26.284
LEV	3021	0.427	0.209	0.094	0.429	0.818
SALES_GR	3021	0.036	0.202	−0.529	0.021	0.825
OCFS	3021	0.048	0.078	−0.482	0.045	0.857
ROA	3021	0.020	0.072	−0.269	0.024	0.223
PPE	3021	0.160	0.128	0.000	0.137	0.591
BIG4	3021	0.550	0.498	0.000	1.000	1.000
FSH	3021	0.100	0.126	0.000	0.047	0.774
MOWN	3021	0.433	0.159	0.019	0.434	0.900

Note. *BOND_KAP* : *KAP*의 신용등급의 표준화한 값 ; *BOND_NICE* : *NICE*의 신용등급의 표준화한 값 ; *BOND_KIS* : *KIS*의 신용등급의 표준화한 값 ; *BETA* : 수익률의 민감도(체계적위험) ; *VOL* : 주가변동성(1년간의 주식수익률의 표준편차) ; *ESG_Total* : 전기($t-1$)의 *ESG* 종합점수 ; *E_Score* : 전기($t-1$)의 *E*(환경) 점수 ; *S_Score* : 전기($t-1$)의 *S*(사회) 점수 ; *G_Score* : 전기($t-1$)의 *G*(거버넌스) 점수 ; *Strategy_Score* : 전기($t-1$) 경영전략측정치 ; *Strategy_Score_Class* : 경영전략 측정치가 방어형(Defender ; 6~13점)인 경우 '1', 아니면 '0'인 더미변수 ; *SIZE* : 기초총자산의 자연로그 ; *LEV* : *Financial Leverage*로 총부채/기초총자산 ; *SALES_GR* : 매출액증가율 ; *OCFS* : 영업활동현금흐름 ; *ROA* : 당기순이익/기초총자산 ; *PPE* : 유형자산/기초총자산 ; *BIG 4* : *BIG 4* 제휴법인이면 '1' ; 그 밖의 경우 '0' ; *FSH* : 외국인투자자지분율 ; *MOWN* : 최대주주1인지분율.

먼저, 신용등급 관련 변수인 BOND_KAP, BOND_NICE, BOND_KIS는 각각 KAP, NICE, KIS 세 기관의 신용등급을 표준화한 값이며, 평균은 각각 16.284, 16.869, 16.760으로 나타났다. 표본 수는 각각 953, 712, 736개로, 전체 관측치 대비 공시 기업 수는 상대적으로 적은 편이다. 세 변수 모두 최소값은 1, 최대값은 22로 표준화를 실시하였다.

체계적 위험(BETA) 변수는 평균 0.569, 표준편차 0.401로 다소 높은 것을 확인할 수 있으며, 최소 −0.007, 최대 1.600으로 나타났다. 이는 일부 기업의 수익률 변동성이 시장 변동성과 상반된 방향으로 나타날 가능성이 존재한다. 주가변동성(VOL)은 평균 0.416, 표준편차 0.161이며, 최소 0.192, 최대 0.773으로 나타나, 전체적으로는 안정적인 수준에서 주가가 분포함을 확인할 수 있다. ESG 관련 변수의 경우, ESG_Total은 평균 3.146(표준편차 1.280), E_Score는 평균 3.028(1.422), S_Score는 평균 3.484(1.444), G_Score는 평균 2.951(1.019)로, 전체적으로 사회(S) 점수가 가장 높고 지배구조(G) 점수가 가장 낮은 경향을 보인다. 이들 변수는 전년도(t−1)의 정보를 사용하였으며, 최소값은 모두 1점, 최대값은 6점으로 동일한 범위를 갖는다. 경영전략 관련 변수인 Strategy_Score는 평균 17.172, 표준편차 4.250으로, 분포는 6점에서 30점 사이에 위치한다. 해당 전략 점수를 분류한 Strategy_Score_Class 변수는 평균 0.113으로, 경영전략이 방어형(Defender)으로 분류된 경우가 11.3%로 확인되었다. 통제변수 측면에서는 SIZE의 평균이 20.098로, 자산규모가 비교적 큰 기업들을 포함하고 있으며, LEV(부채비율)는 평균 0.427, SALES_GR(매출액증가율)은 평균 0.036으로 안정적인 수준을 보인다. OCFS(영업활동현금흐름)는 평균 0.048, ROA(총자산순이익률)는 0.020으로 확인되었다. PPE(유형자산 비율)는 평균 0.160으로, 자산 중 유형자산이 차지하는 비중이 상대적으로 낮음을 의미한다. BIG4 변수는 평균 0.550으로, 표본 중 약 55%의 기업이 BIG4 회계법인과 감사계약을 맺고 있는 것으로 나타난다. 지배구조 관련 변수로는 FSH(외국인지분율)가 평균 0.100, MOWN(최대주주 1인 지분율)은 평균 0.433으로, 기업의 외국인지분율은 낮은 반면 최대주주의 지분 집중도는 비교적 높은 수준인 표본으로 확인되었다.

<Table 3>은 본 연구에서 활용된 주요 변수들의 기술통계량을 기업의 전략유형별로 구분하여 제시하고 있으며, 방어형(Defender), 분석형(Analyzer), 선도형(Prospector) 간의 평균 차이를 비교하기 위해 방어형과 선도형 간의 t−test 결과도 제시하였다.

주요 결과는 다음과 같다. 기업의 신용등급을 나타내는 BOND_KAP, BOND_NICE, BOND_KIS 세 변수 모두에서 전략 유형에 따른 유의미한 차이가 관찰되었다. 선도형 기업은 BOND_KAP 평균값이 17.615로, 방어형 기업의 평균값인 14.949에 비해 1% 유의수준에서 유의하게 높았으며, BOND_NICE 및 BOND_KIS 변수에서도 유사한 결과가 확인되었다. 이는 보다 적극적인 전략을 구사하는 기업일수록 시장으로부터 높은 신용등급을 부여받고 있음을 의미하며, 자본시장 접근성이나 외부 평판 측면에서 우위를 점하고 있을 가능성을 시사한다. 한편, 전략유형별로 신용등급에 차이가 나타난 것은 시사하는 바가 크다. 일반적으로 방어형 전략을 구사하는

기업은 보수적인 경영 성향과 재무적 안정성을 기반으로 상대적으로 높은 신용등급을 부여받을 것으로 예상된다. 그러나 본 연구에서는 오히려 보다 적극적인 전략을 구사하는 기업일수록 시장으로부터 더 높은 신용등급을 부여받는 경향이 확인되었다. 이는 적극적인 전략을 추구하는 기업들이 신용평가사로부터 성장 가능성과 미래 수익 창출 능력에 대해 긍정적인 평가를 받았을 가능성을 시사한다.

〈Table 3〉 Descriptive Statistics and Tests of Mean Differences by Business Strategy

Variable	Defender (6−13)		Analyzer (14−22)		Prospector (23−30)		t-test (DvsP)
	Mean	Std. Dev.	Mean	Std. Dev.	Mean	Std. Dev.	|t-value|
BOND_KAP	14.949	3.502	16.426	3.888	17.615	3.807	5.82***
BOND_NICE	15.605	3.399	17.022	3.697	17.826	3.720	4.53***
BOND_KIS	15.009	3.829	16.910	3.747	18.140	3.437	6.07***
VOL	0.570	0.420	0.552	0.412	0.687	0.371	4.53***
BETA	0.565	0.015	0.551	0.009	0.684	0.020	4.705***
ESG_Total	2.838	1.164	3.215	1.298	3.284	1.294	3.88***
E_Score	2.945	1.211	3.069	1.449	2.959	1.644	0.10
S_Score	3.044	1.378	3.560	1.449	3.753	1.386	5.85***
G_Score	2.808	1.016	2.992	1.017	2.991	1.016	2.71***

1) Please refer to <Table 2> for variable definitions.

실제로 선도형 전략을 취한 기업은 평균적으로 기업규모(SIZE)가 가장 크고, 부채비율(LEV)은 가장 낮아 안정적인 재무구조를 보이고 있으며, BIG4 감사인을 선임한 비율과 외국인 투자자 지분(FSH) 또한 높은 수준으로 나타났다. 이러한 요소들은 기업의 외부 감시 메커니즘이 효과적으로 작동하고 있음을 보여주는 지표로, 신용평가사 입장에서는 기업의 위험 통제 능력과 투명성 확보에 긍정적으로 작용할 수 있다. 또한 선도형 기업의 전략적 성향은 적극적인 시장 대응력과 사업 다각화의 일환으로 해석될 수 있으며, 이는 장기적인 성장성과 경쟁력 측면에서 높은 평가로 이어질 수 있다. 따라서 본 연구의 결과는 신용평가가 단순한 재무비율 중심의 평가에 그치지 않고, 기업의 전략적 방향성과 외부 평판, 성장 잠재력 등 다양한 질적 요소를 함께 고려하고 있음을 보여준다.

시장 변동성과 관련된 변수인 VOL과 BETA에서도 전략 유형 간 차이가 확인되었다. 선도형 기업의 주가변동성(VOL)은 0.687로 방어형 기업(0.570)에 비해 1% 유의수준에서 유의하게 높았으며, 이는 선도형 전략이 상대적으로 높은 시장 위험을 동반하고 있음을 예상할 수 있다.

ESG와 관련된 변수들 중 ESG_Total과 S_Score, G_Score는 전략 유형에 따라 유의한 차이를 보였다. 특히 사회적 책임 점수(S_Score)는 방어형의 평균값이 3.044인데 반해, 선도형은 3.753으로 1% 유의수준에서 유의하게 높은 수준을 보였다. 이는 선도형 전략을 채택한 기업들이 환경・사회・지배구조 전반에 걸쳐 특히 사회적 영역에서 더 적극적인 대응을 하고 있음이 예상된다. 한편, 환경 성과(E_Score)는 전략 유형 간 유의미한 차이를 보이지 않았다.

<Table 4>는 본 연구에서 활용된 주요 변수들의 상관 분석 결과를 제시하고 있다. 세 개의 신용등급 변수(BOND_KAP, BOND_NICE, BOND_KIS)는 서로 매우 높은 양(+)의 상관관계를 보이며, 이는 신용평가사가 다르더라도 기업의 신용등급 부여에 있어 유사한 평가 기준이 적용되고 있음을 예상할 수 있다. 한편, 신용등급 변수들과 주가변동성(VOL) 간에는 1% 유의수준에서 유의미한 음(−)의 상관관계가 존재하는데(BOND_KAP : −0.526), 이는 시장 변동성이 클수록 기업의 신용등급이 낮아지는 경향을 나타낸다. 이는 신용평가사가 기업의 위험 수준을 평가할 때 주가변동성과 같은 시장 기반 위험지표를 중요한 판단 기준으로 활용하고 있다고 예상된다. BETA의 경우 신용등급과 1% 유의수준에서 양(+)의 상관관계가 확인되었지만 상관계수가 낮은 것으로 나타났다(BOND_KAP : 0.170). ESG 총점(ESG_Total)과 세부 구성요소(E_Score, S_Score, G_Score)는 모두 신용등급과 1% 유의수준에서 유의한 양(+)의 상관관계가 나타났다. 특히 ESG_Total과 BOND_KAP 간의 상관계수는 0.532로 나타났으며, 이는 기업의 지속가능경영 활동이 신용등급에 긍정적으로 작용하고 있음을 보여준다. 세부 항목 중에서는 사회적 책임(S_Score, 0.516)과 환경적 책임(E_Score, 0.443)이 상대적으로 더 높은 상관관계를 보였다. 이는 본 연구의 표본을 대상으로 신용평가사들이 기업의 ESG 성과 중 특히 사회적・환경적 요소를 중요하게 평가하고 있을 가능성을 존재할 것으로 예상된다.

〈Table 4〉 Pearson Correlation Analysis

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
1.BOND_KAP	1.000																			
2.BOND_NICE	0.994***	1.000																		
3.BOND_KIS	0.993***	0.994***	1.000																	
4.VOL	0.172***	0.169***	0.185***	1.000																
5.BETA	−0.526***	−0.521***	−0.528***	0.330***	1.000															
6.ESG_Total	0.532***	0.504***	0.470***	0.194***	−0.227***	1.000														
7.E_Score	0.443***	0.424***	0.391***	0.216***	−0.208***	0.850***	1.000													
8.S_Score	0.516***	0.490***	0.473***	0.191***	−0.237***	0.878***	0.776***	1.000												
9.G_Score	0.447***	0.440***	0.417***	0.107***	−0.157***	0.818***	0.431***	0.588***	1.000											
10.Strategy_Score	0.245***	0.217***	0.294***	0.060***	−0.084***	0.152***	0.041*	0.210***	0.089***	1.000										
11.Strategy_Score_Class	0.120***	0.100***	0.132***	0.103***	−0.022	0.041	−0.017	0.074***	0.014	0.594***	1.000									
12.SIZE	0.624***	0.595***	0.602***	0.293***	−0.267***	0.698***	0.648***	0.702***	0.465***	0.156***	0.070***	1.000								
13.LEV	−0.337***	−0.358***	−0.370***	0.149***	0.210***	0.162***	0.141***	0.160***	0.041**	−0.147***	−0.116***	0.150***	1.000							
14.SALES_GR	0.082**	0.112***	0.077**	0.017	−0.007	−0.016	−0.083***	−0.023	0.061***	0.028	0.041**	−0.012	0.133***	1.000						
15.OCFS	0.311***	0.345***	0.291***	0.065***	−0.135***	0.215***	0.209***	0.233***	0.143***	0.015	0.011	0.211***	−0.094***	0.111***	1.000					
16.ROA	0.422***	0.449***	0.405***	0.019	−0.234***	0.160***	0.127***	0.165***	0.134***	0.027	0.057***	0.147***	−0.213***	0.232***	0.506***	1.000				
17.PPE	0.047	0.057	0.002	0.111***	−0.030*	0.094***	0.169***	0.075***	−0.006	−0.118***	−0.058***	0.014	0.279***	0.063***	0.149***	0.002	1.000			
18.BIG4	0.492***	0.483***	0.451***	0.053***	−0.171***	0.493***	0.423***	0.491***	0.262***	0.079***	0.024	0.453***	0.045**	−0.003	0.140***	0.110***	−0.045**	1.000		
19.FSH	0.538***	0.503***	0.529***	0.121***	−0.232***	0.450***	0.401***	0.433***	0.316***	0.210***	0.119***	0.529***	−0.167***	0.014	0.296***	0.277***	0.010	0.278***	1.000	
20.MOWN	0.165***	0.163***	0.098***	−0.142***	−0.215***	−0.024	−0.027	−0.006	−0.035*	−0.096***	−0.064***	−0.009	−0.099***	−0.009	0.044**	0.126***	−0.007	0.109***	−0.173***	1.000

1) This table represents pearson correlations among variables used in this study.
2) ***, **, * denote significance at 1%, 5%, and 10% level, respectively (two-tailed).
3) Please refer to <Table 2> for variable definitions.

2. ESG성과 및 재무위험 관련성 분석결과

<Table 5>에서는 기업의 ESG 성과가 신용등급 및 기업위험에 미치는 영향을 분석하기 위하여 5개의 회귀모형을 실시한 결과를 제시하였다. Model 1부터 Model 3은 각각 KAP, NICE, KIS로부터 제공된 신용등급을 종속변수로 하였으며, Model 4와 Model 5는 각각 기업의 주가변동성(VOL)과 체계적 위험(BETA)을 종속변수로 설정하였다. 분석결과 다음과 같다.

분석 결과, ESG 성과(ESG_Total)는 모든 신용등급 모형에서 일관되게 양(+)의 방향으로 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 구체적으로, Model 1(KAP)을 기준으로 할 때 ESG 성과가 증가 시 신용등급은 0.297 증가하는 것으로 나타났으며, 이는 1% 유의수준에서 유의한 결과값이 확인되었다. 또한 Model 2, 3에서 각각 종속변수에 미치는 영향은 0.241, 0.296으로 1−5% 유의수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 한편, 기업의 고유위험과 거시경제적 위험을 개별적으로 검증한 Model 4와 Model 5에서도 ESG 성과가 서로 다른 차원의 위험성 감소와 관련되어 있음이 확인되었다. 구체적으로 ESG_Total은 기업의 총위험(Total risk)을 대리하는 주가변동성(VOL)에 대해 −0.009의 영향을 미치고, 이는 5% 유의수준에서 유의한 음(−)의 결과가 확인되었다. 주주가 분산투자를 통해서도 제거할 수 없는 거시경제적 시장위험을 의미하는 체계적 위험(BETA)의 경우 종속변수에 미치는 영향은 −0.025로써, 5% 유의수준에서 유의한 음(−)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉, 이러한 결과는 ESG 성과가 우수한 기업일수록 채권자 관점의 채무불이행위험(신용등급)이 감소할 뿐만 아니라, 주주 관점에서의 총위험(VOL) 및 시장위험(BETA) 역시 유의하게 낮아져 전방위적인 위험 관리 효과가 발현됨을 확인하였다.

통제변수의 분석 결과도 ESG와 유사한 방향성을 확인할 수 있다. 기업규모(SIZE)는 신용등급 상승에 유의한 양(+)의 영향을 미쳤으며, 이는 대규모 기업이 보다 높은 신용도를 유지할 가능성이 높을 것으로 예상된다. 반면 부채비율(LEV)은 신용등급에 음(−)의 영향을 주었고, 기업의 위험 수준을 높이는 요인으로 작용하였다. 수익성 지표인 ROA는 일부 모형에서 신용등급에 유의한 양(+)의 영향을 보였으며, 고정자산 비율(PPE) 또한 신용등급 상승과 변동성 감소에 긍정적 영향을 주는 것으로 나타났다. 감사인 여부(BIG4)는 신용등급에 대해 유의한 양(+)의 영향을 나타냈으며, 이는 신뢰도 높은 감사인이 기업의 재무 안정성에 대한 긍정적 신호로 작용함을 나타낸다. 외국인투자자 지분율(FSH)과 최대주주 지분율(MOWN) 역시 전반적으로 신용등급을 높이고 기업위험을 감소시키는 유의한 변수로 나타났다. 전체적으로 본 연구의 분석 결과는 ESG 성과가 기업의 신용도 제고 및 위험 수준 감소와 밀접한 관련이 있음을 실증적으로 보여준다. 이는 ESG가 단순한 비재무적 요소를 넘어, 기업의 재무적 안정성과 신용위험을 설명하는 중요한 요인으로 작용할 수 있음을 시사한다.

〈Table 5〉 The Impact of ESG Performance on Credit Ratings and Firm Risk

ESG_Total	Model1	Model2	Model3	Model4	Model5
	BOND_KAP	BOND_NICE	BOND_KIS	VOL	BETA
Constant	−0.280	3.101	1.392	0.830***	−1.588***
	(−0.125)	(1.147)	(0.550)	(13.736)	(−8.875)
ESG_Total	0.297***	0.241**	0.296***	−0.009**	−0.025**
	(3.233)	(2.452)	(2.814)	(−2.286)	(−2.032)
SIZE	0.698***	0.596***	0.655***	−0.018***	0.109***
	(6.486)	(4.775)	(5.447)	(−5.528)	(11.474)
LEV	−5.242***	−5.928***	−5.524***	0.143***	0.149***
	(−9.022)	(−9.204)	(−7.708)	(7.626)	(2.718)
SALES_GR	0.411	0.565	0.548	−0.001	−0.057
	(0.767)	(0.947)	(0.822)	(−0.060)	(−1.114)
OCFS	−1.657	−1.045	−2.422	0.036	0.057
	(−0.792)	(−0.426)	(−0.979)	(0.605)	(0.357)
ROA	5.149*	6.212**	5.140	−0.131*	0.120
	(1.920)	(2.008)	(1.527)	(−1.872)	(0.773)
PPE	1.762***	2.093***	2.009**	−0.160***	0.057
	(2.592)	(2.667)	(2.380)	(−5.780)	(0.709)
BIG4	1.507***	1.592***	1.274***	0.005	−0.057**
	(5.377)	(4.554)	(3.605)	(0.519)	(−2.469)
FSH	5.337***	4.920***	5.473***	−0.089***	−0.235**
	(4.844)	(3.963)	(4.578)	(−2.959)	(−2.474)
MOWN	4.858***	3.928***	4.197***	−0.168***	−0.251***
	(7.533)	(4.924)	(5.831)	(−7.127)	(−4.049)
Observations	625	501	511	1,509	1,509
R-squared	0.665	0.654	0.619	0.293	0.202
Year & Ind Effects	YES	YES	YES	YES	YES
Mean VIF	1.61	1.58	1.61	1.59	1.59

1) This table presents results from Panel Fixed Effects Model.

2) ***, **, * represent significance at 1%, 5%, and 10%, respectively. T-values are based on two-tailed tests using firm and year clustered standard errors.

3) Variable definitions refer to <Table 2>.

<Table 6>의 Panel A는 ESG의 세부 구성 요소 중 환경 성과(E_Score)가 신용등급 및 기업위험에 미치는 영향을 분석한 결과를 제시하고 있다. Model 1부터 Model 3은 각각 KAP, NICE, KIS에서 제공한 신용등급을 종속변수로 하였으며, Model 4와 Model 5는 각각 기업의 주가변동성(VOL)과 체계적 위험(BETA)을 종속변수로 설정하였다.

분석결과, E_Score는 모든 신용등급 모형(Model 1～3)에서 유의한 양(+)의 영향을 미치는 변수로 나타났다. 구체적으로 Model 1(KAP 기준)에서 환경 성과는 신용등급에 0.230의 영향을 주며, 이는 5% 유의수준에서 통계적으로 유의하였다. Model 2(NICE 기준)에서도 E_Score는 0.190의 계수를 보였으며, 이는 10% 유의수준에서 유의하였다. Model 3(KIS 기준)의 결과에서도 E_Score는 0.262로 나타났고, 5% 유의수준에서 유의한 결과가 확인되었다. 이와 같은 결과는 환경 성과가 높을수록 기업의 신용도가 개선되는 경향이 있음을 시사한다. 반면, 기업위험을 나타내는 변수인 주가변동성(VOL)과 체계적 위험(BETA)을 종속변수로 설정한 Model 4와 Model 5에서는 E_Score가 통계적으로 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. Model 4에서 E_Score는 −0.004의 계수를 보였으나 유의하지 않았으며, Model 5에서도 계수는 0.005로 유의하지 않은 결과가 도출되었다. 이는 환경 요소가 신용등급에는 유의한 영향을 미치지만, 기업의 시장 기반 위험성과는 직접적인 관련성이 낮을 수 있음을 시사한다. 전반적으로 본 분석은 ESG 중 환경 부문 성과가 기업의 재무적 안정성을 반영하는 신용등급과는 밀접한 관계를 가지며, 이는 투자자나 채권평가기관이 환경 성과를 신용위험 판단에 참고하고 있음을 의미한다. 그러나 단기적인 시장 위험지표에는 직접적인 영향을 주지 않을 수 있으며, 이는 향후 보다 장기적 관점에서의 추가적인 분석이 요구됨을 나타낸다.

Panel B는 ESG의 세부 구성 요소 중 사회적 요소 성과(S_Score)가 기업의 신용등급 및 위험성에 미치는 영향을 분석한 결과를 제시하고 있다. 분석결과, S_Score는 모든 신용등급 모형(Model 1～3)에서 일관되게 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 구체적으로, Model 1(KAP 기준)에서 사회적 요소 성과는 0.267의 계수를 보였으며, 이는 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 결과로 확인되었다. Model 2(NICE 기준)에서도 S_Score는 0.264의 유의한 양(+)의 영향을 미쳤으며, Model 3(KIS 기준)에서는 0.292로 유의미한 양(+)의 계수를 나타냈다. 이 결과는 기업의 사회적 책임 이행 수준이 높을수록 신용등급이 개선되는 경향이 있음을 의미하며, 사회적 성과가 채권 평가기관의 신용평가에 반영되고 있음을 시사한다. 한편, 기업위험을 나타내는 주가변동성(VOL) 및 체계적 위험(BETA)을 종속변수로 한 Model 4와 Model 5에서는 상반된 결과가 도출되었다. Model 4에서는 S_Score가 −0.007의 계수로 나타났으며, 이는 5% 유의수준에서 통계적으로 유의한 음(−)의 영향으로 확인되었다. 즉, 사회적 요소 성과가 높을수록 기업의 고유위험이 반영된 총위험(주가변동성)이 낮아지는 경향이 있으며. 이는 기업의 위험이 낮게 인식됨을 시사한다. 그러나 Model 5에서는 계수가 −0.008로 나타났으나 통계적으로 유의하지 않은 결과로 확인되었다. 이는 사회적 성과가 개별 기업의 총위험 통제에는 기여하

지만, 거시적인 시장위험(베타)을 감소시키는 데에는 직접적인 관련이 미약할 수 있음을 의미한다. 요약하면, 사회적 성과(S_Score)는 신용등급 향상에 유의미한 영향을 미치며, 일부 기업위험(주가변동성) 감소에도 기여하는 것으로 나타났다. 이는 기업의 이해관계자, 지역사회, 근로자 등에 대한 사회적 책임 이행이 재무적 안정성뿐만 아니라 자본시장에서의 위험성에도 일정 수준 영향을 미치고 있음을 보여준다.

〈Table 6〉 The Effect of Individual ESG Pillars (E, S, G) on Credit Ratings and Firm Risk

[Panel A] : E_Score					
E_Score	Model1	Model2	Model3	Model4	Model5
	BOND_KAP	BOND_NICE	BOND_KIS	VOL	BETA
Constant	1.626 (0.715)	4.319* (1.712)	2.546 (0.949)	0.789*** (14.038)	−1.470*** (−8.802)
E_Score	0.230** (2.421)	0.190* (1.784)	0.262** (2.406)	−0.004 (−1.104)	0.005 (0.465)
Control variables	included	included	included	included	included
Observations	675	541	542	1,703	1,703
R-squared	0.643	0.658	0.617	0.314	0.197
Year & Ind Effects	YES	YES	YES	YES	YES
Mean VIF	1.60	1.57	1.62	1.50	1.50
[Panel B] : S_Score					
S_Score	Model1	Model2	Model3	Model4	Model5
	BOND_KAP	BOND_NICE	BOND_KIS	VOL	BETA
Constant	−1.969 (−0.967)	1.277 (0.544)	−0.189 (−0.081)	0.789*** (14.000)	−1.599*** (−9.419)
S_Score	0.267*** (3.154)	0.264*** (2.892)	0.292*** (2.951)	−0.007** (−2.383)	−0.008 (−0.828)
Control variables	included	included	included	included	included
Observations	682	544	555	1,623	1,623
R-squared	0.659	0.665	0.604	0.311	0.207
Year & Ind Effects	YES	YES	YES	YES	YES
Mean VIF	1.57	1.54	1.57	1.56	1.56

〈Table 6〉 The Effect of Individual ESG Pillars (E, S, G) on Credit Ratings and Firm Risk (continued)

[Panel C] : G_Score					
G_Score	Model1	Model2	Model3	Model4	Model5
	BOND_KAP	BOND_NICE	BOND_KIS	VOL	BETA
Constant	−2.476	1.001	−2.518	0.925***	−1.482***
	(−1.309)	(0.454)	(−1.221)	(22.961)	(−12.758)
G_Score	0.411***	0.282***	0.356***	−0.013***	−0.030***
	(4.822)	(3.242)	(3.664)	(−4.386)	(−3.546)
Control variables	included	included	included	included	included
Observations	953	712	736	3,021	3,021
R-squared	0.638	0.648	0.616	0.336	0.231
Year & Ind Effects	YES	YES	YES	YES	YES
Mean VIF	1.46	1.44	1.49	1.37	1.37

1) This table presents results from Panel Fixed Effects Model.
2) ***, **, * represent significance at 1%, 5%, and 10%, respectively. T-values are based on two-tailed tests using firm and year clustered standard errors.
3) Variable definitions refer to <Table 2>.

Panel C는 ESG 구성 요소 중 지배구조 성과(G_Score)가 기업의 신용등급과 위험성에 미치는 영향을 분석한 결과를 제시하고 있다. 분석결과, G_Score는 모든 신용등급 모형(Model 1~3)에서 일관되게 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 구체적으로, Model 1(KAP 기준)에서는 지배구조 성과가 0.411의 계수를 보였으며, 이는 1% 유의수준에서 통계적으로 유의하였다. Model 2(NICE 기준)와 Model 3(KIS 기준)에서도 각각 0.282, 0.356의 유의미한 양(+)의 영향을 미쳤다. 이 같은 결과는 우수한 지배구조가 기업의 신용도 향상에 긍정적으로 기여하고 있으며, 신용평가사들의 평가에도 반영되고 있음을 시사한다. 또한, 기업위험을 측정한 Model 4(VOL) 및 Model 5(BETA)에서도 G_Score는 모두 유의한 음(−)의 영향을 보였다. Model 4에서 지배구조 성과는 −0.013으로, 1% 유의수준에서 통계적으로 유의미한 감소 효과를 나타냈다. Model 5에서도 −0.030으로, 1% 유의수준에서 유의한 음(−)의 영향을 보였다. 이는 지배구조가 우수할수록 기업의 총위험(주가변동성)과 거시적 시장위험(체계적 위험)이 모두 낮아지며, 채무불이행위험(신용등급)을 포함한 모든 차원의 전반적인 위험 수준이 유의미하게 감소함을 의미한다. 요약하면, G_Score는 신용등급과 기업위험 모두에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 지배구조가 잘 정비된 기업일수록 신용평가에서 더 우수한 등급을 받을 가능성이 높고, 자본시장에서의 위험 또한 낮게 인식되고 있는 것으로 해석할 수 있다. 이는 투자자 및 채권자입장에서 지배구조의 투명성과 안정성이 중요한 판단 기준이 될 수 있음을 시사한다.

정리하면, 본 연구는 ESG 총점과 각 구성 요소(E, S, G)가 기업의 신용등급 및 시장 위험성에

미치는 영향을 실증적으로 분석하였다. 그 결과, ESG 총점은 신용등급 향상과 시장위험감소에 전반적으로 유의한 영향을 미치는 것으로 나타나, ESG가 기업의 전반적인 재무 건전성과 위험 수준을 설명하는 주요 지표로 작용할 수 있음을 보여주었다. 먼저, 환경(E) 성과는 신용등급과는 밀접한 관계를 보였으나, 주가변동성이나 시장 민감도 등 단기적인 시장 위험성에는 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 분석되었다. 이는 환경 성과가 투자자나 신용평가기관이 장기적 관점에서 신용위험을 평가할 때 참고하는 요소임을 시사하며, 향후 장기 데이터를 활용한 분석의 필요성을 제기한다.

다음으로, 사회(S) 성과는 신용등급 향상에 유의한 영향을 미쳤고, 특히 주가변동성 감소에 일정 부분 기여하는 것으로 나타났다. 이는 기업이 이해관계자, 지역사회, 근로자에 대한 책임을 이행하는 사회적 성과가 재무적 안정성뿐 아니라 시장의 위험 인식에도 영향을 줄 수 있음을 보여준다. 마지막으로, 지배구조(G) 성과는 신용등급뿐만 아니라 주가변동성과 시장 민감도 모두에 유의미한 영향을 미쳤으며, 지배구조가 잘 정비된 기업일수록 더 우수한 신용평가를 받고 자본시장에서의 위험도 낮게 평가되는 경향이 있었다. 이는 지배구조의 투명성과 안정성이 투자자 및 채권자의 주요 판단 기준으로 작용하고 있음을 의미한다.

종합적으로, 본 연구는 ESG 성과가 단순한 비재무적 정보에 그치지 않고, 기업의 신용도와 시장 위험성을 설명하는 중요한 재무적 요인으로 기능하고 있음을 실증적으로 보여주며, 향후 기업의 지속가능성과 금융 안정성을 평가하는 데 있어 ESG 정보의 활용도가 더욱 높아질 수 있음을 시사한다.

3. ESG성과 및 경영전략과 재무위험 관련성 분석결과

<Table 7>은 방어형(Defender)이 조절 변수로, ESG 성과(ESG_Total)가 기업의 신용등급과 위험 수준에 미치는 영향을 분석한 결과를 제시하고 있다. 총 5개의 회귀모형을 통해 분석이 이루어졌으며, Model 1부터 Model 3은 각각 KAP, NICE, KIS로부터 제공된 기업의 회사채 신용등급(BOND_KAP, BOND_NICE, BOND_KIS)을 종속변수로 설정하였고, Model 4와 Model 5는 각각 기업의 주가변동성(VOL)과 체계적 위험(BETA)을 종속변수로 설정하였다. 모든 모형은 연도 및 산업 고정 효과를 통제하였으며, VIF(Variance Inflation Factor)를 통해 다중공선성 문제도 확인하였다. 분석결과는 다음과 같다.

방어형(Defender)의 회귀계수는 Model 1~3의 모든 신용등급 모형에서 일관되게 음(−)의 계수를 나타냈으며, 이는 방어형인 경우, 그렇지 않은 경우에 비해 신용등급이 감소하는 것으로 나타났다. 구체적으로, ESG_Total은 Model 1(KAP)에서 −0.913, Model 2(NICE)에서 −0.822, Model 3(KIS)에서 −1.180로 나타났으며, 모든 모형에서 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 음(−)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한, 주가변동성(VOL)과 체계적 위험(BETA)의 경우 방어형의 회귀계수는 0.032, −0.036으로 주가변동성에서만 10% 유의수준에서 유의한 양(+)의 영향을 확인하였다.

〈Table 7〉 The Moderating Effect of Defender Strategy on the Relationship between ESG Performance, Credit Ratings, and Firm Risk

ESG_Total	Model1	Model2	Model3	Model4	Model5
	BOND_KAP	BOND_NICE	BOND_KIS	VOL	BETA
Constant	−5.048	2.615	−8.604	−0.328	−2.233
	(−1.142)	(0.539)	(−0.801)	(−1.527)	(−1.784)
ESG_Total	−0.128***	−0.124***	−0.181***	−0.000	−0.003
	(−5.566)	(−8.957)	(−4.599)	(−0.057)	(−0.188)
Defender	−0.913***	−0.822***	−1.180***	0.032*	−0.036
	(−7.641)	(−8.780)	(−5.360)	(2.084)	(−0.586)
ESG_Total*Defender	0.209***	0.176***	0.278***	0.003	0.014
	(5.318)	(5.520)	(4.118)	(0.967)	(1.167)
SIZE	1.068***	0.741**	1.264**	0.034***	0.141**
	(5.154)	(3.169)	(2.506)	(3.190)	(2.573)
LEV	−0.746*	−0.658*	−0.650	0.047	0.070*
	(−2.028)	(−1.966)	(−1.810)	(1.304)	(1.834)
SALES_GR	−0.165*	0.003	−0.349***	0.017	0.062***
	(−1.963)	(0.042)	(−3.959)	(1.192)	(5.077)
OCFS	−0.675	−1.006**	−1.313	0.010	0.103
	(−1.151)	(−2.538)	(−1.814)	(0.247)	(1.297)
ROA	3.720***	4.136**	4.115**	−0.031	0.043
	(3.550)	(3.276)	(2.499)	(−0.324)	(1.112)
PPE	0.453	−0.140	0.923	−0.059	0.122***
	(1.064)	(−0.277)	(1.725)	(−1.779)	(3.248)
BIG4	−0.280***	−0.393***	−0.242***	0.022	−0.008
	(−7.248)	(−6.165)	(−6.099)	(1.200)	(−0.234)
FSH	2.020***	1.724***	2.587***	−0.049	0.510*
	(5.626)	(5.431)	(5.225)	(−0.571)	(1.827)
MOWN	1.016**	0.570	−0.795	−0.093**	−0.487***
	(3.080)	(1.085)	(−0.736)	(−2.432)	(−4.649)
Observations	625	501	511	1,503	1,503
R-squared	0.170	0.155	0.192	0.233	0.193
Year & Ind Effects	YES	YES	YES	YES	YES
Mean VIF	6.08	5.79	6.04	3.96	3.96

1) This table presents results from Panel Fixed Effects Model.
2) ***, **, * represent significance at 1%, 5%, and 10%, respectively. T-values are based on two-tailed tests using firm and year clustered standard errors.
3) Variable definitions refer to <Table 2>.

상호작용변수(ESG_Total*Defender)의 회귀계수는 다음과 같다. Model 1(KAP)에서 0.209, Model 2(NICE)에서 0.176, Model 3(KIS)에서 0.278로 나타났으며, 모든 모형에서 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 신용등급의 경우, 방어형인 경우 신용등급에 음(−)의 유의적 영향을 미치나, ESG 성과를 조절변수로 한 경우는 1% 유의수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉, ESG 성과가 높을수록 Defender 기업일지라도 신용등급이 개선될 수 있음을 나타낸다는 것으로 해석 가능하다. 즉, 해당 조절변수의 결과는 ESG 활동의 질적 측면이 기업의 평판과 신용도에 긍정적으로 작용할 수 있음을 의미한다. 즉, Defender 전략을 채택한 기업이라 하더라도 ESG 성과가 높은 경우, 시장은 이를 긍정적으로 평가하여 해당 기업의 신용위험을 낮게 인식할 가능성이 있다. 이는 Defender 기업의 특성이 안정성과 효율성에 초점을 맞추는 보수적 경영기조임을 고려할 때, 추가적으로 ESG 활동까지 활발히 수행하는 경우, 기업의 위험관리를 더욱 강화하고 장기적으로는 이해관계자들과의 신뢰를 제고하는 효과를 낳을 수 있다는 해석으로 이어진다. 또한, 주가변동성(VOL) 및 체계적 위험(BETA)을 종속변수로 설정한 Model 4, Model 5의 경우, 상호작용항의 계수는 각각 0.003, 0.014로 모두 양(+)의 방향이었으나, 통계적으로 유의하지는 않았다. 이는 ESG 활동이 Defender 전략 기업의 시장위험지표에 미치는 영향은 비교적 약하거나, 단기적 변동성에는 제한적일 수 있음을 시사한다.

<Table 8>은 방어형(Defender)이 조절 변수로, ESG 세부항목이 기업의 신용등급과 위험 수준에 미치는 영향을 분석한 결과를 제시하고 있고, Panel A는 환경성과(E_Score) 의 연구결과이며, 분석결과는 다음과 같다. 환경 성과(E_Score)의 영향은 신용평가기관별로 상이하게 나타났다. Model 2(NICE)에서는 0.080으로 나타났으며, 5% 유의수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 미치나 반면, Model 3(KIS)에서는 −0.098로 나타났으며, 1% 유의수준에서 오히려 유의한 음(−)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 환경 활동에 대한 평가가 기관별 해석 차이에 크게 의존함을 시사한다. 반면 Model 1(KAP)에서는 통계적 유의성이 확인되지 않아 환경 성과의 재무적 효과가 평가 체계의 이질성에 따라 불확실함을 보여주었다.

방어형 전략(Defender)의 회귀계수는 평가기관 간 차이가 두드러졌다. 구체적으로, Model 2(NICE)에서는 0.224로 나타났으며, 5% 유의수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 나타냈으나, Model 3(KIS)에서는 −0.218로 나타났으며, 음(−)의 계수가 추정되었음에도 통계적 유의성은 확보되지 않았다. 이는 방어형 기업의 안정적 재무구조가 NICE에서는 신뢰도 상승으로 연결되지만, KIS에서는 보수적 전략이 장기 성장 가능성을 약화시키는 요인으로 작용할 수 있음을 암시한다. 주가변동성(VOL)과 체계적 위험(BETA) 모형에서는 방어형 전략의 영향이 통계적으로 미미하여 단기적 시장위험관리와의 연관성이 제한적임이 확인되었다.

〈Table 8〉 Individual ESG Pillars (E, S, G) on Credit Ratings and Firm Risk
: The Moderating Role of Defender Strategy

[Panel A] : E_Score

E_Score	Model1	Model2	Model3	Model4	Model5
	BOND_KAP	BOND_NICE	BOND_KIS	VOL	BETA
Constant	−5.899***	−1.247	−12.159*	0.132	−0.222
	(−4.629)	(−0.537)	(−2.191)	(0.686)	(−0.227)
E_Score	0.041	0.080**	−0.098***	0.004	−0.005
	(1.249)	(3.237)	(−4.896)	(1.151)	(−0.163)
Defender	0.065	0.224**	−0.218	0.048***	−0.054
	(0.634)	(2.792)	(−1.487)	(5.546)	(−1.114)
E_Score*Defender	−0.013	−0.063	0.062	−0.005	0.008
	(−0.337)	(−1.771)	(1.340)	(−1.720)	(0.393)
Control variables	included	included	included	included	included
Observations	675	541	542	1,699	1,699
R-squared	0.113	0.125	0.169	0.231	0.193
Year & Ind Effects	YES	YES	YES	YES	YES
Mean VIF	4.47	4.08	4.46	2.97	2.97

[Panel B] : S_Score

S_Score	Model1	Model2	Model3	Model4	Model5
	BOND_KAP	BOND_NICE	BOND_KIS	VOL	BETA
Constant	−5.941	−0.817	−8.344	−0.101	−1.161
	(−1.020)	(−0.111)	(−0.784)	(−0.526)	(−1.416)
S_Score	−0.052**	−0.050***	−0.029	0.004	0.016**
	(−2.936)	(−3.394)	(−1.398)	(1.388)	(2.536)
Defender	−0.604**	−0.463**	−0.445	0.073***	0.062
	(−3.098)	(−2.614)	(−1.872)	(3.416)	(1.382)
S_Score*Defender	0.127***	0.091**	0.091*	−0.009**	−0.015**
	(3.629)	(2.917)	(2.137)	(−2.402)	(−3.122)
Control variables	included	included	included	included	included
Observations	682	544	555	1,619	1,619
R-squared	0.188	0.174	0.206	0.259	0.180
Year & Ind Effects	YES	YES	YES	YES	YES
Mean VIF	6.02	5.96	5.92	3.77	3.77

〈Table 8〉 Individual ESG Pillars (E, S, G) on Credit Ratings and Firm Risk
: The Moderating Role of Defender Strategy (continued)

[Panel C] : G_Score					
G_Score	Model1	Model2	Model3	Model4	Model5
	BOND_KAP	BOND_NICE	BOND_KIS	VOL	BETA
Constant	0.407	5.012	−10.158	1.155***	1.089*
	(0.184)	(0.987)	(−1.525)	(8.404)	(2.054)
G_Score	0.030	0.009	0.040	−0.012***	−0.018*
	(0.953)	(0.160)	(1.028)	(−6.115)	(−2.187)
Defender	−0.476	−0.436*	−0.298	−0.011	−0.034
	(−1.475)	(−2.178)	(−1.125)	(−0.667)	(−0.696)
G_Score*Defender	0.184	0.183**	0.123	0.010***	0.010
	(1.603)	(2.666)	(1.614)	(5.557)	(1.034)
Control variables	included	included	included	included	included
Observations	953	712	736	3,017	3,017
R-squared	0.108	0.177	0.174	0.235	0.192
Year & Ind Effects	YES	YES	YES	YES	YES
Mean VIF	4.95	4.71	5.08	4.08	4.08

1) This table presents results from Panel Fixed Effects Model.
2) ***, **, * represent significance at 1%, 5%, and 10%, respectively. T-values are based on two-tailed tests using firm and year clustered standard errors.
3) Variable definitions refer to <Table 2>.

상호작용변수(E_Score*Defender)의 계수는 모든 모형에서 통계적 유의성을 확보하지 못했으며, Model 4(VOL)와 Model 5(BETA)에서도 각각 −0.005, 0.008로 미미한 영향력을 보였다. 이는 방어형 기업의 환경 활동이 재무위험 관리에 명확한 조절 효과를 발휘하지 못함을 의미하며, 환경 요소의 전략적 활용이 방어형 기업의 특성과 충분히 시너지를 이루지 못했을 가능성을 시사한다.

Panel B는 방어형(Defender)이 조절 변수로, 사회 성과(S_Score)가 기업의 신용등급과 위험 수준에 미치는 영향을 분석한 결과를 제시하고 있다. 분석결과는 다음과 같다. 사회 성과(S_Score)는 Model 1(KAP)과 Model 2(NICE)에서 각각 −0.052, −0.050으로 5% 및 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 음(−)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 이는 사회적 활동이 일부 신용평가기관에서 재무적 부담으로 인식될 수 있음을 시사한다. 그러나 상호작용변수(S_Score*Defender)에서는 반대 효과가 관찰되었다. Model 1(KAP)과 Model 2(NICE)에서 상호작용 계수는 0.127 및 0.091로 1% 및 5% 유의수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 나타냈다. 방어형 기업이 사회적 성과를 높일 경우 신용등급이 개선될 수 있음을 나타낸다는 것으로 해석 가

능하다. 이는 방어형 기업의 안정적 자원 관리 역량이 사회적 투자의 효율성을 제고하여 신용평가기관의 신뢰를 획득한 결과로 볼 수 있다. Model 4−5에서는 주가변동성(VOL)과 체계적 위험(BETA) 각각 −0.009, −0.015로 모든 5% 유의수준에서 통계적으로 유의한 음(−)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 방어형 기업의 사회적 성과가 시장 변동성과 체계적 위험을 완화하는 역할을 함을 입증하였다.

Panel C는 방어형(Defender)이 조절 변수로, 거버넌스 성과(G_Score)가 기업의 신용등급과 위험 수준에 미치는 영향을 분석한 결과를 제시하고 있다. G_Score는 Model 4(VOL)에서 −0.012, Model 5(BETA)에서 −0.018로 각각 1% 및 10% 유의수준에서 통계적으로 유의한 음(−)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 거버넌스 개선이 주가변동성(VOL)과 체계적 위험(BETA)을 감소시키는 것으로 확인되었다. 이는 투명한 의사결정 구조와 내부통제 강화가 정보 비대칭성을 완화하여 시장의 위험 인식을 낮추는 효과를 반영한다. 이는 거버넌스 개선이 단기적 시장 불확실성 관리에 직접 기여함을 의미한다. 방어형(Defender)의 회귀계수는 Model 2(NICE)에서 −0.436으로 5% 유의수준에서 통계적으로 유의한 음(−)의 영향을 보였으나, 상호작용변수(G_Score∗Defender)는 Model 2에서 0.183으로 5% 유의수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 방어형 기업의 보수적 경영이 거버넌스 강화와 결합될 때 신용평가 기관의 긍정적 재평가를 유도할 수 있음을 보여준다. Model 4(VOL)에서도 0.010으로 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타냈는데, 이는 방어형 기업의 거버넌스 개선이 오히려 주가변동성을 증가시킬 수 있는 역설적 결과로 해석될 수 있다. 다만 이는 표본 내 방어형 기업의 낮은 R&D 투자로 인해 거버넌스 개선이 혁신 활동 제약으로 작용하며, 시장이 이를 성장성 저하 신호로 인식했을 가능성을 배제할 수 없다.

4. 강건성 분석 : Heckman 2단계 분석

본 연구의 핵심 결과인 ESG 성과와 재무위험 간의 음(−)의 관계는 표본 선택 편의(Sample Selection Bias)의 영향을 받았을 가능성이 있다. 본 연구에서 활용한 한국ESG기준원(KCGS)의 ESG 평가는 전체 상장기업을 대상으로 한 전수 평가가 아니며, 일정 수준 이상의 자산규모나 공시 역량을 갖춘 기업을 중심으로 이루어지는 경향이 있다. 실제로 본 연구의 전체 표본 3,021개 중 ESG 종합점수가 확인되는 관측치는 1,509개로 약 절반에 해당한다. 만약 ESG 평가를 받는 기업군이 평가를 받지 않는 기업군에 비해 이미 우량한 재무구조나 체계적인 지배구조를 갖추고 있다면, ESG 평가 기업만을 대상으로 한 회귀분석 결과는 ESG 성과 자체의 효과가 아니라 평가 대상 기업의 선택적 특성을 반영한 것일 수 있으며, 이 경우 추정치에 편의가 발생할 수 있다.

이러한 문제를 통제하기 위해 본 연구는 Heckman(1979)의 2단계 표본선택모형(Heckman Selection Model)을 적용하여 추가 분석을 실시하였다. 1단계에서는 기업이 ESG 평가 대상에 포함되는지 여부를 종속변수로 하는 프로빗(Probit) 모형을 추정하였다. 이때 모형의 식별을 위한

배제제약(exclusion restriction) 변수로 산업−연도별 ESG 평가 기업 비중(Ind_ESG_Ratio)을 사용하였다. 해당 변수는 기업이 속한 산업 내 ESG 평가의 확산 정도를 반영하므로 개별 기업이 평가 대상에 포함될 확률과는 관련되지만, 개별 기업의 신용등급이나 주가변동성 등 재무위험 수준에는 직접적인 영향을 미치지 않을 것으로 판단하였다. 2단계에서는 1단계 프로빗 모형의 추정치로부터 산출한 역밀스비(Inverse Mills Ratio, 이하 IMR)를 통제변수로 추가하여 식(1)을 재추정하였다. IMR은 표본 선택 과정에서 발생하는 자기선택 편의를 통제하는 역할을 하며, IMR을 통제한 이후에도 ESG 성과의 계수가 유의하게 유지된다면 본 연구의 주된 결과가 표본 선택 편의에 의한 것이 아님을 확인할 수 있다(Heckman 1979).

〈Table 9〉 Heckman Two-Stage Analysis

1-step	Model1	Model2	Model3	Model4	Model5
	BOND_KAP	BOND_NICE	BOND_KIS	VOL	BETA
Constant	−3.181 (−1.071)	−0.839 (−0.217)	−1.37 (−0.361)	0.786*** −5.922	−1.433** (−2.054)
Ind_ESG_Ratio	0.288*** −4.802	0.242*** −4.091	0.292*** −6.896	−0.012*** (−4.319)	−0.034 (−0.964)
Control variables	included	included	included	included	included
2-step	Model1	Model2	Model3	Model4	Model5
	BOND_KAP	BOND_NICE	BOND_KIS	VOL	BETA
Constant	−24.366*** (−23.122)	−25.736*** (−20.616)	−24.504*** (−21.416)	−19.766*** (−24.979)	−19.783*** (−25.273)
ESG_Total	2.078*** −3.083	2.558*** −3.494	2.300*** −2.888	3.007*** −7.288	3.058*** −4.099
Control variables	included	included	included	included	included
athrho (ρ)	0.698*** (6.486)	0.596*** (4.775)	0.655*** (5.447)	−0.018*** (−5.528)	0.109*** (11.474)
lnsigma (σ)	−5.242*** (−9.022)	−5.928*** (−9.204)	−5.524*** (−7.708)	0.143*** (7.626)	0.149*** (2.718)
IMR	−1.619**	−1.676**	−2.240***	0.048**	0.294
Observations	2,139	2,015	2,025	3,017	3,017
Year & Ind Effects	YES	YES	YES	YES	YES

1) This table presents results from Panel Fixed Effects Model.
2) ***, **, * represent significance at 1%, 5%, and 10%, respectively. T-values are based on two-tailed tests using firm and year clustered standard errors.
3) Variable definitions refer to <Table 2>.

<Table 9>는 분석 결과를 제시하고 있다. 먼저 1단계(1-step) 분석 결과, 식별변수인 Ind_ESG_Ratio는 모든 모형(Model 1～5)에서 2.078～3.058의 계수로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보였다. 이는 기업이 속한 산업의 ESG 평가 확산 정도가 개별 기업의 ESG 평가 대상 편입 여부를 유의하게 설명함을 의미하며, 식별변수가 1단계 모형에서 충분한 설명력을 가지고 있음을 보여준다. 다음으로 2단계(2-step) 분석 결과, 신용등급을 종속변수로 한 Model 1(KAP), Model 2(NICE), Model 3(KIS)에서 ESG 성과(ESG_Total)의 계수는 각각 0.288, 0.242, 0.292로 모두 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타냈다. 주가변동성(VOL)을 종속변수로 한 Model 4에서도 ESG_Total의 계수는 −0.012로 1% 수준에서 유의한 음(−)의 값을 보였다. 반면 체계적 위험(BETA)을 종속변수로 한 Model 5에서는 ESG_Total의 계수가 −0.034로 음(−)의 방향은 유지되었으나 통계적으로 유의하지 않았다. 한편, IMR은 Model 1～4에서 유의하게 나타나 해당 모형들에서 표본 선택 편의를 통제할 필요성이 있음을 확인하였다.

이상의 결과를 종합하면, 표본 선택 편의를 통제한 이후에도 ESG 성과가 높을수록 신용등급이 높고 주가변동성이 낮아지는 관계는 유의하게 유지되었다. 이는 본 연구의 주된 결과가 단순히 재무적으로 우량한 기업이 ESG 평가 대상에 포함되는 선택 효과에 의해 나타난 것이 아님을 시사한다. 다만 체계적 위험(BETA)에 대한 ESG 성과의 감소 효과는 표본 선택 편의를 통제할 경우 유의성이 사라지므로 해석에 주의가 필요하다. 이는 ESG 성과가 채무불이행위험(신용등급)과 기업 고유위험을 포함한 총위험(주가변동성)을 낮추는 데에는 기여하지만, 거시경제적 요인에 의해 결정되는 시장위험(BETA)을 줄이는 효과는 상대적으로 제한적일 수 있음을 의미한다. 한편, 재무적 여력이 있는 기업이 ESG 활동에 더 많이 투자하는 역의 인과관계 가능성은 독립변수에 시차(t−1)를 적용함으로써 일부 완화하였으나, Heckman 모형만으로 이를 완전히 배제하기는 어렵다는 점에서 해석상의 한계로 남는다.

Ⅴ. 결 론

본 연구는 ESG(환경・사회・거버넌스) 경영이 재무위험에 미치는 영향을 분석하고, Miles and Snow(1978, 2003)의 경영전략 유형(방어형 vs. 비방어형)에 따른 조절 효과를 실증적으로 검증하였다. 최근 자본시장에서 ESG 경영은 지속가능성과 재무 건전성을 평가하는 기준으로 자리 잡았으며, 특히 2020년대 들어 기후위기 대응과 윤리적 투자 확대는 ESG를 기업의 필수 전략으로 인식하게 만들었다(Khan et al. 2016 ; Global Reporting Initiative 2021). 본 연구는 ESG 성과가 재무위험(신용등급, 주가변동성, 체계적 위험)을 완화하는 데 기여하는지, 그리고 방어형 전략을 채택한 기업에서 이러한 효과가 어떻게 달라지는지를 2014년부터 2023년까지 한국 유가증권시장 및 코스닥시장의 제조업 상장기업 데이터를 통해 분석하였다.

실증분석 결과, ESG 성과가 높은 기업은 신용등급(BOND)이 높고, 주가변동성(VOL) 및 체계적 위험(BETA)이 낮아 재무적 안정성이 강화되는 경향을 나타냈다. 이는 ESG 활동이 정보비대칭을 해소하고, 규제 위험을 감소시키며, 이해관계자와의 신뢰를 강화하여 재무위험을 완화한다는 기존 연구와 일치한다(Cheng et al. 2014 ; Lins et al. 2017). 경영전략 유형은 ESG 성과와 재무위험 간 관계를 조절하는 것으로 확인되었다. 방어형(Defender) 전략을 채택한 기업은 ESG 성과와 재무위험간 음(−)의 관계가 더욱 강하게 나타났다. 방어형 기업은 안정적인 내부통제와 위험관리 프로세스에 집중하며, ESG 활동을 일관되게 실행할 수 있는 구조를 갖추고 있어 시장에서 신뢰도 높은 위험관리 체계로 인식된다(Hawn and Ioannou 2016 ; Miles and Snow 1978). 이러한 결과는 기업의 전략적 특성이 ESG 경영의 재무위험 완화 효과를 차별화한다는 점을 실증적으로 보여준다.

본 연구는 다음의 공헌점을 갖는다. 첫째, 본 연구는 ESG 성과가 기업위험에 미치는 영향을 단일 지표로 측정했던 기존 선행연구들의 한계를 극복하고, 재무위험의 속성을 세분화하여 입체적으로 규명하였다는 점에서 학술적 차별성을 갖는다. 구체적으로 채무불이행위험을 대리하는 신용등급, 주주 관점의 거시경제적 시장위험을 나타내는 체계적 위험(Beta), 그리고 기업의 총위험을 반영하는 주가변동성을 대용치로 활용하였다. 이를 통해 ESG 경영 활동이 채권자(신용위험 감소)와 주주(시장위험 및 총위험 감소) 등 상이한 이해관계자가 직면한 각기 다른 차원의 위험 노출을 어떻게 포괄적으로 완화하는지 실증함으로써, ESG의 위험 관리 메커니즘에 대한 보다 심층적이고 종합적인 이해를 제공한다.

둘째, 본 연구는 Miles and Snow(1978)의 경영전략 유형론을 결합하여, ESG 활동의 위험 감소 효과가 기업이 추구하는 본원적 경영전략에 따라 비대칭적으로 발현됨을 검증하였다는 점에서 기존 연구와 뚜렷한 차별성을 지닌다. 기존 연구들이 주로 ESG와 재무위험 간의 일차원적인 선형 관계에 집중했다면, 본 연구는 안정성과 효율성을 중시하는 '방어형(Defender) 전략'을 추구하는 기업일수록 ESG 경영을 통한 하방 위험 통제 및 재무위험 감소 효과가 극대화된다는 점을 실증하였다. 이는 기업 실무자들에게 전략 유형에 따른 맞춤형 ESG 자원 배분 및 위험 관리 전략을 수립하는 데 실질적인 가이드라인을 제공할 것으로 예상된다.

이러한 공헌점에도 불구하고 본 연구는 몇 가지 한계점을 갖는다. 첫째, 다양한 재무위험이 충분히 반영되지 않을 수 있다. 재무위험은 유동성 위험, 지급불능 위험, 시장 위험, 환율 위험, 자금조달 구조의 불안정성 등 다양한 요소로 구성된다. 그러나 본 연구는 이 중 신용평가사 등급과 시장 변동성 중심의 정태적 지표만을 채택하여, 기업의 재무 건전성이나 단기적인 재무 불안정성을 포괄하지 못한다. 또한, 베타는 주식수익률의 변동성을 기반으로 측정되므로, 자본시장 상황이나 투자자의 기대 변화에 따라 크게 영향을 받는다. ESG와 같은 비재무적 정보가 단기간에 시장에 반영되기 어렵다는 점에서, 베타만으로 ESG의 위험 완화 효과를 정량적으로 포착하는 데 한계가 있다. 둘째, Miles and Snow(1978)의 전략유형 이론을 기반으로 방어형과 비

방어형으로 기업을 분류하였다. 그러나 이러한 전략 유형 분류는 이론적 기준에 따라 이분법적으로 단순화하였기 때문에, 실제 기업의 복잡하고 유동적인 전략의 특성을 반영하기는 어렵다. 이러한 제한점은 향후 연구에서 재무위험 측정의 다변화와 경영전략 유형 분류의 정교화를 통해 극복될 수 있을 것으로 기대된다.

향후 연구에서는 신용등급과 시장기반 지표뿐 아니라 유동성 위험, 지급불능 위험, 자금조달 위험 등 재무제표 기반의 다양한 지표들을 추가적으로 활용함으로써 보다 입체적인 분석이 가능할 것이다. 또한, 본 연구에서는 Miles and Snow(1978)의 이론적 틀에 기반하여 기업 전략을 방어형과 비방어형으로 이분화하였으나, 다양한 방법론을 활용하여 기업 전략의 다층적인 특성을 반영할 수 있는 정교한 분류체계를 이용할 필요가 있다. 이러한 제한점에도 불구하고, 본 연구는 ESG 경영이 재무위험을 완화한다는 점을 국내 상장기업을 대상으로 실증적으로 규명하였고, 기업의 전략적 특성에 따라 그 효과가 차별화된다는 사실을 제시함으로써 ESG와 재무위험 간 관계에 대한 이해를 확장했다는 점에서 의미가 있다.

"본 논문은 사단법인 한국세무학회 연구윤리규정을 준수하였음을 확인함."
"The study in this manuscript has been conducted in accordance with the Ethical Guidelines set forth by the Korean Academic Society of Taxation."

[AI 사용 공시] 본 논문 작성 과정에서 생성형 AI를 사용하지 않았음을 확인함.
[AI Disclosure] No generative AI tool was used in the preparation of this manuscript.

[이해상충 공개] 참여 저자 모두는 본 연구와 관련하여 경제적 이해관계 또는 기타 이해상충이 없음을 확인함.
[Conflict of Interest] The authors declare no conflicts of interest associated with this manuscript.

REFERENCES

Ahmed, A. S., B. K. Billings, R. M. Morton and M. Stanford-Harris, 2002, "The role of accounting conservatism in mitigating bondholder-shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs", *The Accounting Review*, 77 (4) : 867-890.

Anderson, R. C. and D. M. Reeb, 2003, "Founding-Family Ownership and Firm Performance : Evidence from the S&P 500", *The Journal of Finance*, 58 (3) : 1301-1328.

Anthony, J. H. and K. Ramesh, 1992, "Association between accounting performance measures and stock prices : A test of the life cycle hypothesis", *Journal of Accounting and Economics*, 15 (2-3) : 203-227.

Ashbaugh-Skaife, H., D. W. Collins and W. R. Kinney Jr, 2007, "The discovery and reporting of internal control deficiencies prior to SOX-mandated audits", *Journal of Accounting and Economics*, 44 (1-2) : 166-192.

Bae, G., Kim, Y., and Hong, Y. 2016. The effect of financial distress on review opinions of internal control over financial reporting and audit opinions of financial statements. Study on Accounting, *Taxation & Auditing*, 58 (2) : 1-40. [Printed in Korean]

Barton, S. L. and P. J. Gordon, 1988, "Corporate strategy and capital structure", *Strategic Management Journal*, 9 (6) : 623-632.

Bentley, K. A., T. C. Omer and N. Y. Sharp, 2013, "Business strategy, audit fees and financial reporting irregularities", *Contemporary Accounting Research*, 30 (2) : 780-817.

Bhagat, S. and B. Bolton, 2008, "Corporate governance and firm performance", *Journal of Corporate Finance*, 14 (3) : 257-273.

Botosan, C. A., 1997, "Disclosure level and the cost of equity capital", *The Accounting Review*, 72 (3) : 323-349.

Bowen, H. R., 1953, "Social responsibilities of the businessman", New York : Harper and Brothers.

Broadstock, D. C., K. Chan, L. T. W. Cheng and X. Wang, 2021, "The role of ESG performance during times of financial crisis : Evidence from COVID-19 in China", *Finance Research Letters*, 38 : 101716.

Bryan, S. and S. Lilien, 2005, "Characteristics of Firms with Material Weaknesses in Internal Control : An Assessment of Section 404 of Sarbanes Oxley", Working paper, Wake Forest University and City University of New York.

Cha, J. 2024. ESG impact on corporate risk : Analysis by ESG evaluation factors. *Journal of the Korean Entrepreneurship Society*, 19 (1) : 97-118. [Printed in Korean]

Chava, S., D. Livdan and A. Purnanandam, 2009, “Do shareholder rights affect the cost of bank loans?”, *Review of Financial Studies*, 22 (8) : 2973－3004.

Cheng, B., I. Ioannou and G. Serafeim, 2014, “Corporate social responsibility and access to finance”, *Strategic Management Journal*, 35 (1) : 1－23.

Cheng, Q., B. W. Goh and J. B. Kim, 2014, “Internal Control and Operational Efficiency”, Working paper, Singapore Management University.

Choi, H., and Koh, Y. 2011. The effect of auditors’ internal control opinions on auditor’s opinion of financial statement. *Study on Accounting, Taxation & Auditing*, 53 (2) : 535－567. [Printed in Korean]

Darendeli, A., P. Fiechter, J. M. Hitz and N. Lehmann, 2021, “The role of corporate social responsibility (CSR) information in supply-chain contracting : Evidence from the expansion of CSR rating coverage”, SSRN 3806236.

DeAngelo, L., 1981, “Auditor size and audit quality”, *Journal of Accounting and Economics*, 3 (3) : 183－199.

DeFond, M. and J. Jiambalvo, 1993, “Factors Related to Auditor-Client Disagreement over Income Increasing Accounting Method”, *Contemporary Accounting Research*, 9 (2) : 415－431.

Dhaliwal, D. S., O. Z. Li, A. Tsang and Y. G. Yang, 2011, “Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital : The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting”, *The Accounting Review*, 86 (1) : 59－100.

Doyle, J., W. Ge and S. McVay, 2007, “Determinants of Weaknesses in Internal Control over Financial Reporting”, *Journal of Accounting and Economics*, 44 (1－2) : 193－223.

Elbannan, M., 2008, “Earning Quality and Firm Market Valuation Following the Implementation of Mandatory Accounting Standards in an Emerging Country : The Egyptian Experience”.

Fama, E. F. and K. R. French, 1992, “The cross-section of expected stock returns”, *Journal of Finance*, 47 (2) : 427－465.

Fatemi, A., M. Glaum and S. Kaiser, 2018, “ESG performance and firm value : The moderating role of disclosure”, *Global Finance Journal*, 38 : 45－64.

Ferreira, M. A. and P. Matos, 2008, “The colors of investors’ money : The role of institutional investors around the world”, *Journal of Financial Economics*, 88 (3) : 499－533.

Financial Supervisory Service. 2007. One-year evaluation of the implementation of the Best Practice Guidelines for Internal Control over Financial Reporting and future operational directions. Accounting Supervision Department 1. [Printed in Korean]

Francis, J. and J. Krishnan, 1999, “Accounting Accruals and Auditor Reporting Conservatism”, *Contemporary Accounting Research*, 16 (1) : 135－165.

Francis, J., R. LaFond, P. Olsson and K. Shipper, 2004, “Cost of equity and earnings attributes”, *The Accounting Review*, 79 (4) : 967－1010.

Friede, G., T. Busch and A. Bassen, 2015, “ESG and financial performance : Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies”, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5 (4) : 210－233.

Froot, K. A., D. S. Scharfstein and J. C. Stein. 1993. “Risk management : Coordinating corporate investment and financing policies”. *Journal of Finance*, 48 (5) : 1629－1658.

Ghosh, D. and L. Olsen, 2009, “Environmental uncertainty and managers’ use of discretionary accruals”, *Accounting & Finance*, 49 (2) : 281－300.

Ghoul, S. E., O. Guedhami, C. Y. Kwok and D. Mishra, 2011, “Does corporate social responsibility affect the cost of capital?”, *Journal of Banking & Finance*, 35 (9) : 2388－2406.

Gillan, S. L., A. Koch and L. T. Starks, 2021, “Firms and social responsibility : A review of ESG and CSR research in corporate finance”, *Journal of Corporate Finance*, 66 : 1－16.

Global Reporting Initiative, 2021, “Consolidated set of GRI sustainability reporting standards 2021”.

Godfrey, P. C., C. B. Merrill and J. M. Hansen, 2009, “The relationship between corporate social responsibility and shareholder value : An empirical test of the risk management hypothesis”, *Strategic Management Journal*, 30 (4) : 425－445.

Grewal, J., C. Hauptmann and G. Serafeim, 2020, “Material sustainability information and stock price informativeness”, *Journal of Business Ethics*, 167 (3) : 515－544.

Guay, W. and J. Harford, 2000, “The cash－flow permanence and information content of dividend increases vs. repurchases”, *Journal of Financial Economics*, 57 (3) : 385－415.

Hawn, O. and I. Ioannou, 2016, “Mind the gap : The interplay between external and internal actions in the case of corporate social responsibility”, *Strategic Management Journal*, 37 (13) : 2569－2588.

Healy, P. M. and K. G. Palepu. 2001. “Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets : A review of the empirical disclosure literature”. *Journal of Accounting and Economics*, 31 (1－3) : 405－440.

Heckman, J. J., 1979, “Sample selection bias as a specification error”, *Econometrica*, 47 (1) : 153－161.

Higgins, D., T. Omer and J. Phillips, 2015, “The influence of a firm’s business strategy on its tax aggressiveness”, *Contemporary Accounting Research*, 32 (2) : 674－702.

Houston, J. F. and H. Shan. 2022. “Corporate ESG profiles and banking relationships”. *Review*

of Financial Studies, 35 (7) : 3373－3417.

Husted, B. W. and D. B. Allen, 2006, "Corporate Social Responsibility in the Multinational Enterprise : Strategic and Institutional Approaches", *Journal of International Business Studies*, 37 (6) : 838－849.

Hwang, J., Jung, D., and Kim, H. 2023. The effect of customer's ESG performance on supplier's sales concentration and firm value. *Korean Accounting Journal*, 32 (1) : 71－107. [Printed in Korean]

Ittner, C. D., D. F. Larcker and M. V. Rajan, 1997, "The use of performance measures in annual bonus contracts", *The Accounting Review*, 72 (2) : 231－255.

Jiang, W., K. H. Rupley and J. Wu, 2010, "Internal Control Deficiency and the Issuance of Going Concern Opinions", *Research in Accounting Regulation*, 22 (1) : 40－46.

Khan, M., G. Serafeim and A. Yoon, 2016, "Corporate sustainability : First evidence on materiality", *The Accounting Review*, 91 (6) : 1697－1724.

Khurana, I. and K. Raman, 2004, "Litigation risk and the financial reporting credibility of Big4 versus non-Big4 audits : Evidence from Anglo-American countries", *The Accounting Review*, 79 (2) : 473－495.

Kim, Y., H. Li and S. Li, 2014, "Corporate social responsibility and stock price crash risk", *Journal of Banking & Finance*, 43 : 1－13.

Knechel, W. R., A. Vanstraelen and M. Zerni, 2015, "Does the identity of engagement partners matter? An analysis of audit partner reporting decisions", *Contemporary Accounting Research*, 32 (4) : 1443－1478.

Kruger, P., 2015, "Corporate goodness and shareholder wealth", *Journal of Financial Economics*, 115 (2) : 304－329.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. W. Vishny, 1999, "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance*, 54 (2) : 471－517.

Lee, H., Song, J., and Hong, S. 2021. The effect of non-financial performance on risk : Focusing on VaR and ESG evaluation. *Journal of Industrial Economics and Business*, 34 (5) : 1207－1226. [Printed in Korean]

Lee, J., and Kim, J. 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. [Printed in Korean]

Lins, K. V., H. Servaes and A. Tamayo, 2017, "Social capital, trust, and firm performance : The value of corporate social responsibility during the financial crisis", *Journal of Finance*, 72 (4) : 1785－1824.

Louwers, T., 1998, “Going-Concern Opinion and Auditor’s Loss Function”, *Journal of Accounting Research*, 36 (1) : 143-156.

Margolis, J. D. and J. P. Walsh, 2003, “Misery loves companies : Rethinking social initiatives by business”, *Administrative Science Quarterly*, 48 (2) : 268-305.

McGuire, J. B., A. Sundgren and T. Schneeweis, 1988, “Corporate social responsibility and firm financial performance”, *Academy of Management Journal*, 31 (4) : 854-872.

Miles, R. E. and C. C. Snow, 1978, “Organizational strategy, structure and process”, New York : McGraw-Hill.

Miles, R. E. and C. C. Snow, 2003, “Organizational strategy, structure, and process”, Stanford, CA : Stanford University Press.

Modigliani, F. and M. H. Miller, 1958, “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, *The American Economic Review*, 48 (3) : 261-297.

Nollet, J., G. Filis and E. Mitrokostas, 2016, “Corporate social responsibility and financial performance : A non-linear and disaggregated approach”, *Economic Modelling*, 52 : 400-407.

Oikonomou, I., C. Brooks and S. Pavelin, 2012, “The impact of corporate social performance on financial risk and utility : A longitudinal analysis”, *Financial Management*, 41 (2) : 483-515.

Park, J., and Sohn, S. 2000. The effect of auditors’ potential costs after issuing audit opinions on audit opinion formation. *Korean Accounting Review*, 25 (3) : 57-79. [Printed in Korean]

Richardson, S., R. Sloan, M. Soliman and I. Tuna, 2005, “Accrual reliability, earnings persistence and stock prices”, *Journal of Accounting and Economics*, 39 (3) : 437-485.

Schnaars, S. P., 1994, “Managing imitation strategies : How later entrants seize markets from pioneers”, Free Press.

Velte, P., 2017, “Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany”, *Journal of Global Responsibility*, 8 (2) : 169-178.

Waddock, S. A. and S. B. Graves, 1997, “The corporate social performance-financial performance link”, *Strategic Management Journal*, 18 (4) : 303-319.

Yi, W. and Q. Yang, 2024, “The influence of ESG performance on corporate value : An empirical analysis of Chinese A-share listed sports companies”, *SAGE Open*, 14 (2) : 574-595.

Yoon, B.-H., J.-H. Lee and R. Byun, 2018, “Does ESG performance firm value? Evidence from Korea”, *Sustainability*, 10 (10) : 1-18.

Yu, S., and Kim, H. 2010. The impact of internal control weaknesses over financial reporting on credit rating. *Korea International Accounting Review*, 30 : 155-178.

[Printed in Korean]

Zhou, G., L. Liu and S. Luo. 2022. “Sustainable development, ESG performance and company market value : Mediating effect of financial performance”. *Business Strategy and the Environment*, 31 (7) : 3371－3387.

국내 참고문헌

금융감독원. 2007. “내부회계관리제도 모범규준 시행 1년 평가 및 향후 운영방향”. 회계감독1국.

박종성・손성규. 2000. “감사의견 표명 후 감사인이 부담하게 될 잠재적 비용이 감사의견 형성에 미치는 영향”. 회계학연구 제25권 제3호 : 57－77.

배경수・김용식・홍용식. 2016. “재무위험이 내부회계관리제도 검토의견과 재무제표 감사의견에 미치는 영향”. 회계・세무와 감사 연구 제58권 제2호 : 1－40.

유순미・김현진. 2010. “내부회계 관리제도의 취약점이 신용등급에 미치는 영향”. 국제회계연구 제30집 : 155－178.

이정은・김진섭. 2013. “기업지배구조. 사회 및 환경평가지수와 기업가치의 관련성 분석”. 회계와정책연구 제18권 제4호 : 81－99.

이헌상・송종희・홍승표. 2021. “기업의 비재무적 성과가 위험에 미치는 영향 : VaR와 ESG평가를 중심으로”. 산업경제연구 제34권 제5호 : 207－226.

차정화. 2024. “ESG가 기업위험에 미치는 영향 －ESG 평가요소별 분석－”. 한국창업학회지 제19권 제1호 : 97－118.

최현정・고윤성. 2011. “내부회계관리제도 검토의견이 재무제표 감사의견에 미치는 영향”. 회계와 감사연구 제53권 제2호 : 535－567.

황주희・정동진・김현아. 2023. “고객기업의 ESG 성과가 공급기업의 매출집중도와 기업가치에 미치는 영향”. 회계저널 제32권 제1호 : 71－107.