

# 재벌기업의 이익조정, 관계회사 간 거래와 ESG 경영이 경영성과에 미치는 영향

나랑투크에스 나몽  
경북대학교 경영학부 석사과정

리우위에  
경북대학교 경영학부 석사과정

김성환  
경북대학교 경영학부 교수

## The Effects of Earnings Management, Related Party Transactions and ESG Management of Chaebol Firms on Corporate Performance in Korea

Namuun Narantugs<sup>a</sup>, Yue Liu<sup>b</sup>, Sung-Hwan Kim<sup>c</sup>

<sup>a</sup>School of Business Administration, Kyungpook National University, South Korea

<sup>b</sup>School of Business Administration, Kyungpook National University, South Korea

<sup>c</sup>School of Business Administration, Kyungpook National University, South Korea

*Received 28 February 2022, Revised 18 March 2022, Accepted 25 March 2022*

### Abstract

**Purpose** - This study investigates the effects of earnings management, related party transactions between chaebol affiliates on earnings management and ESG score on their profitability using return on assets (ROA).

**Design/Methodology/Approach** - We use data including ESG (Environmental, Social, and Corporate Governance) score of the Korea Corporate Governance Service(KCGS), and financial data of 10,145 firm-year observations from the Total Solution 2000 (TS 2000) and Korea Companies-Information Service (KOKOInfo), and apply the finite lagged models to investigate the long-term effects of related party transactions between chaebol affiliates of earnings management on ESG scores and corporate performance. Furthermore, to take into consideration the simultaneous mutual effects on each other of main variables, we introduce finite distributed lags of five years.

**Findings** - First, ESG-rated firms have a higher total asset return than non-ESG-rated firms. Second, chaebol firms have a higher profitability than non-chaebol firms. Third, profit management of related party transactions between affiliates within a chaebol has a positive effect on the short-term profitability and a negative effect on the long-term profitability. Fourth, chaebol ESG firms have a lower impact on profitability due to rating up (down) than non-chaebol ESG firms.

**Research Implications or Originality** - Based on the above results, it can be concluded that firms used related party transactions for earnings management, the effects of related party transactions change over time, and chaebol firms manipulate earnings through related party transactions and ESG scores.

**Keywords:** RPT, Earnings Management, ESG, Corporate Performance, Finite Distributed Lag Model

**JEL Classifications:** C33, C33, D22, G30, G32

<sup>a</sup> First Author, E-mail: namuun@knu.ac.kr

<sup>b</sup> Co-Author, E-mail: yue20090@gmail.com

<sup>c</sup> Corresponding Author, E-mail: indianak@knu.ac.kr

© 2022 The Institute of Management and Economy Research, All rights reserved.

## I. 서론

최근 ‘기업의 사회적 책임 (CSR: Corporate Social Responsibility, 이하 “CSR”이라 함)이 기업의 역할로서 중요한 이슈로 부각되었다. 비슷한 관점에서 기업에 의한 환경오염과 소액주주나 외부 이해관계자 보호 등이 관심을 갖게 됨에 따라, 이 모든 문제를 포괄적으로 진단하고 관리하는 수단으로 ESG(Environmental, Social, and Corporate Governance, 이하 “ESG”라 한다) 개념이 도입되고 있다 (Durand et al., 2019).

한국기업지배구조원(KCGS, Korea Corporate Governance Service)은 2003년부터 기업의 지배구조를 평가해 왔으며, 2011년부터는 국내 상장회사를 대상으로 ESG 평가를 통해 매년 사회적 책임과 환경경영을 포함한 지속가능 경영 수준을 평가하고 있으며, 최근에는 국가차원에서 상장이나 기업의 규모 등에 관계없이 ESG 수준을 평가하고 있다. 최근에 많은 기업들이 계약, 거래관계 유지 및 확대, 사업 확장 및 해외 진출, 투자자금 유치 등의 목적으로 ESG 활동을 정비하고, ESG 보고서를 공시하고 있다. 이러한 기업 경영 환경변화와 함께 정부와 평가기관, 금융기관 등은 기업에 대한 ESG 평가를 통하여 대출 자금지원, 투자 및 정부 지원의 기준으로 제공하거나 활용하는 단계에 이르렀다(김용, 조재환과 송단비, 2021).

세계 각국은 OECD(경제개발협력기구, Organization for Economic Cooperation and Development)가 정한 기업지배구조 원칙, ISO (국제표준화기구, International Organization for Standardization) 26000 등 국제 기준과 자국내 법제에 따라 ESG를 평가하고 있다.

전통적으로 제품의 제조, 생산 등에 따라 기후, 수질, 대기 등에 미치는 환경오염 문제뿐만 아니라 사회적 환경도 점점 더 많은 영향을 미치기 때문에 기업 경영에도 중요한 변화가 요구되어 왔다(Surana et al., 2020). 이러한 사회환경 변화는 기업들이 보다 윤리적이고 지속 가능한 방식으로 경영을 개선하도록 강요하고 있다(Bogers et al., 2020). 한편으로는, ESG 요인이 기업의 생존 및 성장 전략으로 도입되고 있다(Durand et al., 2019; Raimo et al., 2020).

ESG 경영은 기업의 역할에 대한 우리 사회의 기대가 변화된 결과라고 볼 수 있다. 전통적으로 기업의 주된 역할은 합법적으로 이윤을 창출함으로써 간접적으로 사회와 국가경제에 기여하는 것이었다. 최근 사회적 책임경영을 중시하는 시대적 요구에 따라, 많은 기업들이 외부 관계자와의 관계를 사회적 책임과 환경적 요인을 통합하여 관리하려는 ESG를 경영전략의 최우선 순위에 두고, 추진하거나 도입하고 있다. 최근 한국산업연구원(KIET, Korea Institute for Industrial Economics & Trade 2021)의 ‘기업 ESG 경영 확대에 대한 산업정책적 접근과 시사점(2021)’ 연구보고서에서는 기업의 ESG 역량이 높을수록 재무적 성과지표인 총자산순이익률(ROA: return on assets)이 높다고 보고하였다. 그럼에도 불구하고, 이러한 기업의 노력이 기업의 장기적 재무적 성과에 미치는 영향에 대한 선행연구들은 많지 않으며, 그나마도 일관성 있는 결과를 제시하지 않고 있다(Chang and Choi, 1988).

ESG 경영은 최근 G7 또는 G20 등 국제회의의 주요 의제 중 하나이다(Durand et al., 2019). 본 연구에서 핵심 주제로 삼고 있는 지배구조 문제와 이익조정 현상에 대하여 한국 경제에 있어서는 오랫동안 독특한 재벌경영, 족벌경영 등에 의한 사회와 투자자 등 외부 이해관계자에 대한 권익침해가 국내적으로 주요한 관심사였다(KIET, 2021). 전통적으로 많은 국가에서 기업의 형성이 가족소유나 국가 소유 등으로 발전하여 왔다. 그렇지만, 한국에서의 재벌 집단은 국가 주도의 경제성장 정책에 독특한 가족소유 형태에 의하여 세계적인 기업으로 성장함에 따라 전세계적으로 관심을 받아왔다.

1980년대 이전의 고도 성장기에는 재벌이 정부와 국민의 지지를 받아 “한강의 기적”이라는 급속한 경제성장의 주역으로 크게 기여한 것도 사실이지만, 1990년대 이후 각종 경제 위기 등을 겪으면서 사회정부의 불균형과 공정경쟁 등에 대한 관심이 더욱 높아지게 되었다. 재벌 계열사 간 거래가 중요한 것은 재벌 집단 내 아주 소수의 지배주주에 의하여 지배력이 없는 다수 소액주주의 재산이 지배주주에게로 이전되고, 자금거래나 지급보증 등을 통하여 특정 계열사의 자산이 다른 계열사로 흘러 들어갈 우려가 높기 때문이다(Johnson et al. (2000). 투자자에 대한 법적 보호가 약한 국가에서는 부당하거나 건전한 목적으로 관계회사 간 특수거래(Related Party Transactions, 약어로는 “RPT”라 하고, 이하 “관계회사 간 거래”로 통칭하기로 한다)를 이용한다는 증거가 많다(Johnson et al., 2000).

본 연구는 선행연구와 비교하여 다음과 같은 차별점이 있다. 첫째, 본 연구에서는 기업 이익조정과

재벌기업의 주요한 이익조정 의 직접적 수단인 관계회사 간 거래가 기업의 재무적 성과에 미치는 영향을 진단하였다. 둘째, 본 연구에서는 재벌기업의 ESG 평가지표를 비 재벌기업의 ESG 평가지표를 비교하여 재무적 성과에 미치는 영향을 진단하였다. 셋째, 유한시차모형을 사용하여 재벌기업의 관계회사 간 거래와 ESG 지수가 기업의 재무적 성과에 미치는 장기적 효과를 시차별로 진단하였다. 이에 따라 본 연구결과는 선행연구들과 비교할 때, 다양하고 심층적인 연구결과를 제시하고 있다.

본 연구는 다음과 같이 구성된다. 제 I 장 서론에 이어 제 II 장에서는 선행연구를 살펴보고 제 III 장에서는 실증분석을 위한 연구가설 및 모형을 설정한다. 제 IV 장에서는 연구표본과 회귀분석을 통한 실증분석 결과를 정리하고, 마지막으로 제 V 장에서는 연구 결론과 한계점 및 향후 연구방향을 토론한다.

## II. 선행연구

### 1. 재벌 계열사간 거래가 기업성과(가치)에 미치는 영향

특수관계자 거래는 독립적인 기업 간의 일반적인 시장거래와 달리, 경영권 차원에서 영향력을 행사할 수 있는 기업 집단 내에서 발생하는 거래를 말한다. 국내에서는 주로 일반 시장거래와 구별하여 대기업(재벌) 계열사 간의 거래를 지칭하는 데 사용된다. 관련 이론으로 효율적인 거래 가설은 특수관계자 거래가 일반 시장에서 탐색, 협상, 계약 및 실행 과정에서 발생할 수 있는 거래 비용을 감소시키며, 안정적인 판매처가 확보되면 기업집단에 속한 기업이 효율성 제고를 위해 노력하는 유인이 줄어들어 궁극적으로 기업가치를 훼손하게 된다(백정환, 최중서, 2017).

2008년 금융위기 이후 경영자들은 특수관계자 간 거래를 통해 지배구조가 취약한 기업의 부의 분배를 축소한 후 사익을 추구하게 되었다(한정희, 2021). 일반적으로 재벌 계열사들은 창업자나 그 후손들과 함께 대규모 기업집단을 형성하는데, 이는 지배주주와 재벌들이 피라미드형 투자와 순환출자 등을 통해 회사에 대한 지분이 적음에도 불구하고 상대적으로 높은 통제력을 갖는 특징이 있기 때문이다. 더욱이 재벌기업은 장기적 관점에서 계획을 수립하고 결정하며 안정적인 기업을 운영할 수 있는 가족 집단의 특성을 가지고 있다(James, 1999). 재벌기업은 가족 승계에 대한 강한 유인이 있으며 기업의 생존과 번영과 같은 장기적인 목표에 큰 가치를 두기 때문에 성과가 향상된다(Stein, 1988).

Gordon, Henry and Palia(2004)는 2000년부터 2001년까지 미국 기업 경영진과의 특수관계자 거래를 분석하고, 지배구조가 약할수록 특수관계자 거래가 많으며 특수관계자 거래가 많을수록 주가수익률이 낮아진다고 하였다. 결과적으로, 특수관계자 거래가 효율적인 내부자본 시장기능으로 작동하지 않고, 주주와 회사 경영진 간의 이해관계를 악화시킨다고 하였다. 국내에서는 강형철, 박경서와 장하성(2006)이 재벌 계열사가 채무보증을 통하여 긍정적인 계열사 간 상호지원을 하게 되고, 특수관계자 거래를 통하여 계열사 간 긍정적인 상호지원을 하거나 지배주주가 사익 추구를 위한 수단이 활용된다고 하였다. 한편, 조정은, 김상일(2013)은 특수관계자 거래의 규모가 커질수록 경영자들이 사익을 얻기 위해 과도하게 투자하는 것으로 나타났다. 이러한 현상은 대기업 기업집단에 속한 기업에서 더욱 두드러지며, 대기업 집단에 속할수록 특수관계자와의 조정할 수 있는 거래의 범위가 넓어지고, 지배구조가 복잡해져서 외부 투자자를 감시하기 어려워진다고 하였다.

### 2. 이익조정이 기업성과에 미치는 영향

이익조정 에 대한 대부분의 선행연구들은 오랫동안 기업의 이익관리에 집중하여 왔다. 이익관리는 회계적 이익관리 및 실질적 이익관리이다. 대부분의 선행연구는 재량적 발생액인 회계적 이익관리에 초점을 맞추고 있다(Jones, 1991; Kothari Leone and Wasley, 2005).

최근의 국내연구들은 이익 극대화 관점에서 연구하고 있다. Kim, Lee and Hyun(2016)은 정부의 재할용 촉진 정책에 의하여, 법적 제약이 적고 진입장벽이 낮은 건설폐기물 산업을 중심으로 관계회사

간 내부거래가 이익관리에 미치는 영향을 검증하였다. 분석 결과 특수관계인 거래 건수가 증가함에 따라 재량적 이익관리와 실질적 이익관리가 모두 증가한 것으로 나타났다. 따라서 관계회사 간 거래의 공시 수준을 높이고, 공시 정보의 신뢰성을 높이기 위한 조치를 취해야 한다고 주장하였다. 또 Kim and Woo(2008)의 연구에 따르면 관계회사간 내부거래 건수가 늘어날수록 재량적 거래금액이 증가하는 것으로 나타났다. 또한, 관계회사 간 내부거래가 많은 기업에서도 높은 수준의 이익관리가 관찰된다는 연구도 있다(Kim, Cheon and Lee, 2010). 그러나 최근 한 연구에서는 계열사 간 내부거래가 외부거래에 비해 거래비용이 낮아 모든 계열사의 수익성이 높아지고 기업가치가 상승한다고 보고하였다(Park, Paik and Chun, 2015).

특수관계자 거래가 사업성과와 시장실적에 미치는 악영향을 검증한 연구결과도 있다. Kim(2011)은 특수관계자간 거래 건수가 증가함에 따라 매출총이익률 및 총자산이익률로 측정된 영업실적이 감소함을 확인하였다. Kim(2012)은 특수관계자 간 거래금액이 클수록 주가와 회계이익 간의 관련성이 적어, 시장 참여자들이 특수관계자 간 거래금액에 대해 부정적인 평가를 내린다고 하였다.

### 3. ESG 등급이 기업성과에 미치는 영향

ESG 활동을 설명하기 위해 상충되는 이론이 존재하는 것처럼 ESG 활동의 영향을 해석하는 데에도 차이가 있다. 특히 ESG 활동이 기업의 가치와 기업성과에 미치는 영향에 대한 일관된 결론이 없다. 첫째, 많은 연구에서 ESG 활동과 기업성과 사이의 긍정적인 연관성을 “잘 하기 위해서 선행을 하는 것”으로 제안한다(Griffin and Mahon, 1997; Roman Hayibor and Agle, 1999). Luo and Bhattacharya(2006)는 CSR 활동이 이해관계자를 만족시키고 장기적으로 더 높은 기업성으로 이어진다는 것을 보여준다. Surroca, Tribo and Waddock(2010)은 무형자산의 형성을 통해 CSR과 기업성과 사이에 긍정적인 관계가 있음을 발견했다. 즉, 기업이 사회적 책임 활동을 할 때 무형자산이 늘어나고, 무형자산이 기업성과 제고에 기여하는 것으로 나타났다.

또한, 일부 연구에서는 ESG 활동이 기업에 추가비용을 발생시켜 기업가치에 부정적인 영향을 미친다고 보고하였다. 이러한 연구들은 주주의 관점에 초점을 맞추고 있으며, ESG 활동은 비용 발생을 감당할 직접적인 이익을 얻기 어렵기 때문에 기업성과에 부정적인 영향을 미친다고 주장한다. Hillman and Keim(2001)은 주요 이해관계자와의 관계에 대한 투자는 기업의 입장에서 경쟁력을 확보할 수 있는 수단이지만 환경과 사회에 투자하는 ESG 활동은 기업가치 창출로 이어지지 않는다고 보았다. Brammer, Brooks and Pavelin(2006)은 영국 기업의 ESG 활동과 기업성과 간의 관계를 조사하고, ESG 점수가 높은 기업이 상대적으로 낮은 수익을 달성하는 경향이 있고 기업의 사회적 책임경영 활동이 주주 가치를 약화시킨다는 사실을 발견하였다. Duque-Grisales and Aguilera-Caracuel(2021)도 라틴 아메리카 국가에서 ESG 점수와 기업성과 사이의 음(-)의 관계가 있음을 보고하였다.

한국의 CSR에 대한 연구는 여전히 떠오르는 분야이다. 예를 들어 Choi Kwak and Choe(2010)는 이해관계자 가중 CSR 지수를 사용하여 CSR 활동이 기업성과에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 발견했다. 최근에는 김용, 조재한과 송단비(2021)는 Bloomberg에서 측정한 ESG 공시 점수를 기반으로 한국 기업의 CSR과 기업성과 간의 비선형 관계를 분석했다. 그 결과, 기업의 환경성도가 기업성과와 음(-)의 관계가 있고, 지배구조 성과는 양(+)의 관계가 있으며, 사회적 성과는 아무런 관계가 없다는 결론을 내렸다.

또한, 이정은, 김진섭(2013)은 KCGS의 ESG 등급 데이터를 기반으로 ESG 성과의 시장 평가를 분석하며, CSR 실행수준이 Tobin Q로 측정된 기업가치와 양(+)의 관계가 있음을 보여주었다. 다른 몇 가지 연구에서도 CSR과 기업의 시장가치 사이에 긍정적인 연관성이 있음을 발견했다(나영, 홍석훈, 2011).

이상원(2011)은 KRX SRI(사회적 책임투자 지수, Social Responsible Investment)에 대한 투자가 벤치마크 지수인 KOSPI 200에 대한 투자보다 성과가 우수하다고 하였다. 김명서, 나영과 홍석훈(2014)은 기관투자자 주체별 SRI 활동 차이를 분석하였는데, 당시의 연기금은 SRI 활동을 수행하지 않는다고 하였고, 기타 기관투자자는 지배구조 수준만을 투자 의사결정에 반영한다고 하였으며, 해외기관투자자는 전반적인 SRI 수준 및 세부적으로는 사회책임 및 지배구조 수준을 고려하여 투자 의사결정을 한다고 하였다. 따라서 공공자금을 운용하는 연기금은 내부기준 및 역량을 보완해야 하고, 정부는 ESG 수준의 표준화

및 평가정보 인프라 구축에 집중해야 하며, 기업은 CSR 활동에 적극적으로 참여해야 한다고 하였다.

본 연구에서는 이상의 선행연구를 바탕으로 재벌 계열의 이익조정, 계열사 간 내부거래를 통한 이익조정 및 ESG 등급이 기업의 재무적 성과에 미치는 영향을 분석한다. 변수간 상호효과를 통제하기 위하여, 회계적 이익관리와 수익성 등 간의 동시효과와 시차효과를 고려한다. 또한, 지연효과를 반영하여 장기적 효과를 진단함으로써 ESG 활동을 통한 기업의 지속가능성 제고에 미치는 영향요소를 진단하고자 한다.

### III. 연구 가설 및 실증분석 모형

#### 1. 연구 가설

본 절에서는 한국에서의 기업의 사회적 책임경영(CSR)이 가치에 미치는 영향에 대한 실증적 가설을 설정한다. 한국에서는 CSR이 기업가치에 직접적이고 긍정적인 관계가 있음을 보여주고 있다(Han, Kim and Yu, 2018). 사회, 환경, 기업 지배구조 문제는 개발 도상국에서도 중요하기 때문에 CSR에 의한 기업의 가치 제고 역량은 개발 도상국에서 더욱 높게 평가되는 경향이 있다. 그럼에도 불구하고, CSR 활동과 기업의 ESG 등급 상승 노력이 기업의 재무적 성과에 미치는 영향에 대한 선행연구들의 결과는 일치되지 않고 있다(Chang and Choi, 1988).

CSR 활동은 재벌과 비 재벌 계열사 여부에 따라 크게 달라진다(Yoon, Lee and Byun, 2018). 일반적으로 한국에서는 재벌계열 기업의 이익실적이 우수한 것으로 알려져 있다. Chang and Choi(1988)는 시장의 불완전성 때문에 독립기업의 거래비용이 기업집단 간 거래보다 더 높다고 보고하였으며, 재벌사 계열기업의 이익이 독립기업보다 훨씬 높다는 것을 증명하였다. 이와 관련하여 Choi and Cowing(1999)은 재벌집단 내 계열사에 유리하게 작용한다고 하였다. 이에 따라, 재벌기업은 계열사 간 거래를 통하여 비용절감 효과와 이익관리 측면에서 유리하다고 판단하고, 다음과 같이 가설을 설정한다.

**H1:** 재벌기업은 비 재벌기업 대비 단기 총자산순이익률이 높다.

**H1-1:** 재벌기업은 비 재벌기업 대비 장기 총자산순이익률이 높다.

**H2:** 재벌 계열사 간의 거래에 따른 이익조정이 단기 총자산순이익률에 양(+)의 영향을 미친다.

**H2-1:** 재벌 계열사 간의 거래에 따른 이익조정이 장기 총자산순이익률에 양(+)의 영향을 미친다.

또한, CSR 활동 비용이 수익보다 더 크다고 생각한다면 수익률에 부정적인 영향을 미칠 수 있다(Pava and Krausz, 1996). 외부 투자자들은 CSR에 의한 암묵적인 효과를 이해하고, 회사 가치평가에 반영하지만, 기업의 경영진들은 운용비용 절감에 더 많은 관심을 기울이기 때문에, 경영진의 원가절감 노력과 CSR 가치 향상 노력은 수익성에 부정적인 영향을 미친다고 판단된다(Yoon, Lee and Byun, 2018). ESG 수준이 기업의 수익성에 긍정적인 요인이 될 수 있다(Schwartz, 1968). ESG 수준에 대한 투자자 관점에서 CSR 활동을 무형자산에 대한 투자라고 보고, ESG 등급이 상승하거나 새로 생겼을 경우 수익성이 개선된다고 하였다. 한편, Barnea and Rubin(2010), Buchanan Cao and Chen(2018) 등과 같이 CSR 활동을 과잉투자자설 측면에서 본다면 CSR 활동이 최적 수준 이상인 경우 경영자의 사적이익 추구 현상이 높다고 보고, 수익성에 대하여 음(-)의 영향을 보고하였다. 이처럼, ESG 등급 변동이 기업의 수익성에 미치는 영향에 대한 진단결과는 연구마다 다르다. 그러나 한국산업연구원(KIET, 2021)의 ‘기업 ESG 경영확대에 대한 산업정책적 접근과 시사점(2021)’이라는 보고서에서 국내 상장기업의 ESG 역량과 재무적 성과 간에 유의한 양(+)의 관계가 있음을 보고하고 있다. 이에 따라 본 연구에서는 KIET의 연구결과에 따라 다음과 같이 가설을 설정한다.

**H3:** ESG 평가기업은 비 ESG 평가기업 대비 단기 총자산순이익률이 높다.

**H3-1:** ESG 평가기업은 비 ESG 평가기업 대비 장기 총자산순이익률이 높다.

- H4: ESG 평가등급의 상승은 단기 총자산순이익률에 양(+)의 영향을 미친다.
- H4-1: ESG 평가등급의 상승은 장기 총자산순이익률에 양(+)의 영향을 미친다.
- H5: ESG 평가등급의 하락은 단기 총자산순이익률에 음(-)의 영향을 미친다.
- H5-1: ESG 평가등급의 하락은 장기 총자산순이익률에 음(-)의 영향을 미친다.
- H6: ESG 평가등급의 유지는 단기 총자산순이익률에 양(+)의 영향을 미친다.
- H6-1: ESG 평가등급의 유지는 장기 총자산순이익률에 양(+)의 영향을 미친다.

기업집단에 있어서의 지배구조의 개선은 특히 투자자에 대한 위험 감소로 이어질 수 있으며, 소속기업에 대한 시장평가에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다(Beltratti, 2005; Aras and Crowther, 2008). 일반적으로 내부거래가 공정성 면에서 거래기업 모도 또는 일방에 부당한 이익을 증가 또는 감소시킨다는 점에서 이를 통제하는 것이 필요하며, ESG 등급에 부정적인 영향을 미칠 수 있다(Choi and Cowing, 1999). 이런 측면에서 재벌 계열사의 소유집중도 상승이나 계열사 간 내부거래는 평판을 악화시킬 것이며, 이를 개선하려는 재벌 계열사의 ESG 개선노력은 기업의 마케팅 성과도 개선시킬 수 있기 때문에, ESG 등급 개선은 더욱 중요한 의미를 지닌다(Yoon, Lee and Byun, 2018). 또한, 재벌기업 계열사에서는 ESG 등급 개선이 수익성 악화를 막을 수 있는 방편으로 내부거래를 활용할 수 있기 때문에 비 재벌기업보다 이익관리에 유리하다(Choi and Cowing, 1999). 이에 따라, 다음과 같이 연구가설을 설정한다.

- H7: 재벌 ESG 기업은 비 재벌 ESG 기업보다 등급 상승으로 인한 총자산순이익률에 미치는 양(+)의 영향이 크다.
- H7-1: 재벌 ESG 기업은 비 재벌 ESG 기업보다 등급하락으로 인한 총자산순이익률에 미치는 음(-)의 영향이 크다.

## 2. 변수 정의

본 연구에서 사용한 주요한 변수의 정의는 다음과 같다. 세부적인 사항은 <Table 1>을 참고하기 바란다.

**Table 1.** List of Variables and Definitions

Variables	Notations	Definitions
총자산순이익률	ROA	[당기순이익(t)/총자산(t-1)]
재량적 발생액 비율	DCAR	[재량적 발생액/총자산(t-1)]
특수관계자 거래비율	RPT_TransR	[특수관계자 거래(매출+매입+수익+비용)/총자산(t-1)]
ESG 평가등급	ESG_Score	ESG 평가 등급
증가 ESG 등급	ESG_Up	[t-1기와 비교하여 증가한 ESG등급 ]
유지 ESG 등급	ESG_Same	[t-1기와 비교하여 감소한 ESG등급 ]
감소 ESG 등급	ESG_Down	[t-1기와 비교하여 t기의 차이가 없는 등급]
ESG 등급 더미변수	ESG_D	해당 기업이 ESG 등급 기업이면 1, 아니면 0
재벌기업 더미변수	Chaebol_D	해당 기업이 재벌기업이면 1, 아니면 0
제조기업 더미	Mfg_D	해당 기업이 제조업종 기업이면 1, 아니면 0
외국인 지분율	Fgn_Sh	[외국인 보유주식수(t)/전체주식수(t)]
최대주주 지분율	Largest_Sh	[대주주1인의 보유주식수(t)/전체주식수(t)]
기업규모	Ln(Asset)	[자산총계의 자연로그 값]
유형자산 비율	TangR	[총유형자산/총자산]
부채비율	DebtR	[총부채/총자산]

\* 모형과 변수의 단순화를 위해 당기 및 전기 연도는 각각 아래첨자(t), (t-1)로, 기업은 아래첨자(i)로 표시하였으며 분모, 분자 모두 같은 경우에는 생략하였다.

### 3. 연구모형

주요한 경영활동에 관련한 결정은 다년간 경영성과 등에 영향을 미치는 것으로 추정할 수 있다. 기업의 수익성을 측정하는 지표 중 가장 보편적인 수익성 지수는 총자산순이익률(ROA: Return on Assets)이며, [당기순이익(t)/전기 자산총액(t-1)]으로 측정된다. ROA는 재무분석 등(DuPont 분석)에서 핵심적인 지표로서 영업에서의 수익성, 활동성 및 재무구조를 포괄하는 개념이다. 즉, 영업수익성, 기업운영의 효율성 및 재무비용 등을 종합적으로 관리하는 지표이며, 기업의 경영인 (자산, 부채 및 자본)이 관리하는 기업 전체의 종합지표로 가장 대표적이다. ESG 지표가 기업의 매출액 등 영업현장에서의 매출총이익 개선에 목적이 있지 않으며, ESG 지표가 지배구조 등 관련 이자비용, 사회적 책임을 위한 기부금, 각종 세금 등 비영업적 지출 등을 통한 비영업적 요인을 포함하고 있어서 관련성 측면에서 다른 수익성 지표가 다소 부적합하다.

한편 경영성과와 요인변수는 자기 스스로 과거 자료의 영향을 받을 뿐만 아니라, 다른 관련 변수로부터도 시차를 두고 영향을 나타내리라 판단하는 것이 더욱 현실적이다. 이러한 장기적 효과를 검토하기 위해 시차를 두는 유한분포시차모형(Finite Distributed Lag Models)을 도입하였다. 기간 t의 기업 수익성(ROA)은 이익조정(DCA\_R), 관계회사 간 거래비율(TransR) 및 ESG 등급(ESG\_Score)에 의해 영향을 받을 것이며, 실제로 현재 연도를 포함하여 최대 5년까지의 장기 효과에 의해 영향을 받을 것으로 가정한다. 이러한 영향의 존재 여부는 실제 본 연구에서 사용하는 데이터를 중심으로 그 장기 효과를 아래 연구모형으로 진단할 수 있다.

[유한 분포 시차 모형]

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \sum_0^5 \beta_{1+j} ROA_{i,t-j} + \sum_0^5 \beta_{7+j} DCAR_{i,t-j} + \sum_0^5 \beta_{13+j} RPT\_TransR_{i,t-j} \tag{1}$$

$$+ \sum_0^5 \beta_{19+j} ESG\_Score_{i,t} + \beta_{25} ESG\_D_{i,t} + \beta_{26} Mfg\_D_{i,t} + \beta_{27} Chaebol\_D_{i,t}$$

$$+ \beta_{28} Fgner\_Sh_{i,t} + \beta_{29} Largest\_Sh_{i,t} + \beta_{30} Ln(Asset)_{i,t} + \beta_{31} DebtR_{i,t}$$

$$+ \beta_{32} TangR_{i,t} + \epsilon_{i,t} + \mu_i$$

ROA: 총자산순이익률. [당기순이익(t)/전기 자산총액(t-1)]

DCAR<sub>i,t-j</sub>: 재량적 발생액 비율. [재량적발생액(t)/자산총계(t-1)]

RPT\_TransR<sub>i,t-j</sub>: 특수관계 거래비율. [관련 (매출+매입+수익+비용)/자산총계(t-1)]

ESG\_Score<sub>i,t</sub>: ESG 평가 등급. [ESG 평가 등급]

ESG\_D: ESG 등급 더미변수. [해당 기업이 ESG 기업이면 1, 아니면 0]

Chaebol\_D: 재벌기업 더미변수. [해당 기업이 재벌기업이면 1, 아니면 0]

Manu\_D: 제조업 더미. [제조업종 기업이면 1, 아니면 0]

Fgner\_SH: 외국인 지분율. [외국인 주식 수(t)/총발행 보통주 주식 수(t)]

Largest\_SH: 최대주주 지분율. [최대주주 주식 수(t)/총발행 보통주 주식 수(t)]

Ln(Asset): 기업규모. 기업자산의 자연로그값. [Ln(자산총액, 금액: 위안)]

Tang\_R: 유형자산 비율. [유형고정자산(t)/자산총액(t)]

Debt\_R: 부채비율. [부채총액(t)/자산총액(t)]

μ<sub>i</sub>: 기업별 고정효과

ε<sub>i,t</sub>: 연도별 · 기업별 추정 오차

$$\begin{aligned}
 ROA_{i,t} = & \beta_0 + \sum_0^5 \beta_{1+j} ROA_{i,t-j} + \sum_0^5 \beta_{7+j} DCAR_{i,t-j} + \sum_0^5 \beta_{13+j} RPT\_TransR_{i,t-j} \quad (2) \\
 & + \sum_0^5 \beta_{19+j} ESG\_Score_{i,t} + \sum_0^2 \beta_{25+j} ESG\_ (Same/Up/Down)_{i,t} + \beta_{28} ESG\_D_{i,t} \\
 & + \beta_{29} Mfg\_D_{i,t} + \beta_{30} Chaebol\_D_{i,t} + \beta_{31} Fgner\_Sh_{i,t} + \beta_{32} Largest\_Sh_{i,t} \\
 & + \beta_{33} Ln(Asset)_{i,t} + \beta_{34} DebtR_{i,t} + \beta_{35} TangR_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

*ESG\_Same<sub>i,t</sub>*: 유지 ESG 기업더미. [해당 기업이 ESG 기업이면 1, 아니면 0]

*ESG\_Up<sub>i,t</sub>*: 증가 ESG 기업더미. [해당 기업이 ESG 기업이면 1, 아니면 0]

*ESG\_Down<sub>i,t</sub>*: 감소 ESG 기업더미. [해당 기업이 ESG 기업이면 1, 아니면 0]

선행연구에서는 이익조정(Earnings Management)에 대하여 주로 두 가지 방식을 적용하여 왔다. 발생주의에 의한 재량적 발생액을 추정하는 방식과 및 특수관계자 간 거래 등을 실제 활동이익을 조정하는 방식이다(Cupertino Martinez and da Costa Jr, 2015). 재량적 발생액은 Dechow et al.(2002)에 의해 수정된 Jones의 모형(1995)은 발생주의 이익조정 추정방법이 가장 많이 사용된다(Teoh Welch and Wong, 1998; Premti, 2013). 영업 현금흐름 파악을 위하여 자금흐름에서 유동 발생액(CA: Current Accruals)을 빼서 측정하며, 유동 발생액은 비현금 유동자산의 변화에서 영업 유동부채의 변화를 뺀 것으로 정의된다. 본 연구에서는 기간 손익을 반영한 재량적 발생액(DCA: Discretionary Current Accruals)은 식 (3)에 의하여 산출된다.

$$\begin{aligned}
 \text{[재량적 발생액]} \text{ 재량적 발생액} = & (\text{외상매출금} + \text{재고자산} + \text{기타 유동자산}) \text{의 변동분} \\
 & - (\text{외상매입금} + \text{미지급법인세} + \text{기타 유동부채}) \text{의 변동분}
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 DCA = & \Delta (\text{Account\_Receivables} + \text{Inventory} + \text{Other\_Current\_Assets}) - \\
 & \Delta (\text{Account\_Payables} + \text{Taxes\_Payable} + \text{Other\_Current\_Liabilities}) \quad (3)
 \end{aligned}$$

## IV. 실증분석

### 1. 연구 표본

본 연구에서는 환경경영(Environment Management)의 핵심 수단인 ESG 활동을 계량적으로 측정된 한국기업지배구조원(KCGS: Korea Corporate Governance Service)의 ESG 등급 자료와 KIS-Value과 TS(Total Solution) 2000에서 획득한, 2011년부터 2020년까지 기업별 재무정보를 사용하였다. 또한 공정거래위원회(KFTC: Korea Fair Trade Commission)가 규정하고 관리하는 기업집단의 상호 투자를 제한한 재벌기업 리스트를 연구에 반영하였다.

표본기업은 KRX(Korea Exchange)의 KOSPI와 KOSDAQ에 등록된 회사만 해당한다. <Table 2>에 서는 본 연구에서 사용된 10,145개의 관측치를 연도별 및 재벌기업 여부에 따라 나타내고 있다. 일부 기업은 이상치(Outliers) 문제와 관련 데이터가 없어서 제외하였다. 다만 연구결과를 왜곡하지 않는 이상치(Outliers)는 그대로 사용하였다.



**Table 2.** Distribution of Firms by Year and Chaebol and Non-Chaebol Firms

Year	Total Firms (A)	Chaebol Firms (B)	Non-Chaebol Firms	Proportion (B/A)
2011	785	91	11.6%	694
2012	830	94	11.3%	736
2013	882	90	10.2%	792
2014	946	102	10.8%	844
2015	1,004	104	10.4%	900
2016	1,087	117	10.8%	970
2017	1,127	121	10.7%	1,006
2018	1,148	121	10.5%	1,027
2019	1,152	134	11.6%	1,018
2020	1,184	145	12.2%	1,039
Total	10,145	1,119	11.0%	9,026

(Table 3)에서는 전체 표본에 대하여 ESG 평가 여부에 따라 두 집단으로 나누고, 연도별 기업 수와 비중을 나타낸다.

**Table 3.** Distribution of Firms by Year and ESG and Non-ESG Firms

Year	Total Firms (A)	ESG Firms (B)	Non-ESG Firms	Proportion (B/A)
2011	785	399	50.8%	386
2012	830	186	22.4%	644
2013	882	393	44.6%	489
2014	946	431	45.6%	515
2015	1,004	447	44.5%	557
2016	1,087	471	43.3%	616
2017	1,127	474	42.1%	653
2018	1,148	487	42.4%	661
2019	1,152	486	42.2%	666
2020	1,184	593	50.1%	591
Total	10,145	4,367	43.0%	5,778

## 2. 기초통계량 분석

(Table 4)에서는 표본기업에 대하여 사용된 각 변수에 대한 평균값, 중위수, 최소값, 최대값 등의 기초 통계량을 제공하고 있다. 종속변수인 총자산순이익률(ROA)의 평균은 약 2.2%, 중위수는 2.5%로 나타났다. 핵심 설명변수로 사용된 재량적 발생액 비율(DCA\_R), 관계회사 간 거래 비율(RPT\_TransR), ESG 평가등급(ESG\_Score)의 평균은 각각 약 0.2%, 0.2%, 1.9이다. 또한, 재벌기업에 대한 더미변수(Chaebol\_D)의 평균은 11.0%이고, 제조기업에 대한 더미변수(Mfg\_D)의 평균은 3.2%로 나타났다. 더미변수는 전체 기업에서 해당 유형의 기업이 차지하는 비중을 나타낸다. 그밖에 통제변수 중 외국인 지분율(Fgner\_Sh)의 평균은 8.1%, 중위수는 2.8%이다. 자연로그 자산총계(Ln(Asset))의 평균은 26.1이다. 최대주주 지분율(Largest\_Sh)은 13.6%, 부채비율(DebtR)은 37.7%, 유형자산 비율(TangR)은 27.8%로 나타났다.

**Table 4.** Summary Statistics of Variables

Variable	Observations	Mean	Median	Std. Dev.	Min	Max
ROA	10,145	0.022	0.025	0.073	-0.300	0.299
DCA_R	10,145	0.002	0.002	0.068	-0.299	0.297
RPT_TransR	10,145	0.002	0.006	0.002	0.000	0.016
ESG Score	10,145	1.959	0.000	2.333	0.000	5.000
Chaebol_D	10,145	0.110	0.000	0.313	0.000	1.000
Mfg_D	10,145	0.032	0.000	0.175	0.000	1.000
Fgner_Sh	10,145	0.081	0.028	0.127	0.000	0.976
Largest_Sh	10,145	0.001	0.000	0.024	0.000	0.756
LnAsset	10,145	26.111	25.862	1.327	22.968	33.068
DebtR	10,145	0.377	0.375	0.197	0.001	0.993
TangR	10,145	0.278	0.259	0.186	0.000	0.966

### 3. 상관관계 분석

본 연구에 사용된 변수조합에 대하여 피어슨 상관계수(Pearson)를 측정하고 (Table 5)에 통계적 유의성과 함께 나타내었다. 재벌기업에 대한 더미변수(Chaebol\_D)는 총자산순이익률(ROA)에 대해 통계적으로 유의한 양(+의 상관관계)을 가지며, 재량적 발생액 비율(DCA\_R)은 총자산순이익률(ROA)에 대하여 1% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+의 상관관계)을 보였다. 그러나 관계회사 간 거래비율(RPT\_TransR)과 ESG등급(ESG Score)이 총자산순이익률(ROA: Return on Assets)에 대해 통계적 유의성이 나타나지 않았다.

또한, 외국인 지분율(Fgner\_Sh)과 자연로그로 산출된 자산총계(Ln(Asset))는 각각 총자산순이익률(ROA)에 대해 1% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+의 상관관계)가 존재하며, 부채비율(DebtR)과 유형자산 비율(TangR)은 총자산순이익률(ROA)에 대하여 1% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계가 있음을 알 수 있다.

**Table 5.** Pearson Pair-wise Correlation Matrix

Variable	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
(1) ROA	1.000										
(2) Chaebol_D	0.042	1.000									
(3) DCA_R	0.141	-0.007	1.0000								
(4) RPT_TransR	0.006	-0.0018	0.005	1.0000							
(5) ESG_D	0.005	0.202	-0.002	-0.013	1.0000						
(6) Mfg_D	0.016	-0.055	0.018	0.009	-0.106	1.0000					
(7) Fgner_Sh	-0.195	0.385	0.008	-0.015	0.156	-0.029	1.0000				
(8) Largest_Sh	0.012	0.018	0.009	0.010	0.046	0.005	-0.003	1.0000			
(9) Ln(Asset)	0.125	0.745	0.002	-0.024	0.390	-0.062	0.442	0.022	1.0000		
(10) DebtR	-0.291	0.147	-0.001	0.007	0.094	0.037	-0.099	0.009	0.197	1.0000	
(11) TangR	-0.042	0.042	0.002	0.028	0.070	0.038	-0.043	0.006	0.075	0.258	1.0000

Note: \*\*\*, \*\* and \* are statistically significant at the level of 1%, 5% and 10%, respectively.

변수 간 통계적으로 유의한 수준의 높은 상관관계는 다중공선성(Multicollinearity)이 있거나 변수 간에 동시 효과(Simultaneity)가 있음을 의미할 수 있다. 일반적인 다중공선성 진단을 위해 분산팽창계수(VIF: Variance Inflation Factor) 검정을 수행한다. 또한 변수 간의 상관(Simultaneity) 효과를 제거하기 위해 유한시차모형( Finite Distributed Lag Models)을 도입하였다.

#### 4. 집단간 평균 차이분석

〈Table 6〉에는 재벌기업 집단과 비 재벌기업집단의 주요변수들에 대한 평균에 대한 비교분석 결과를 제시하고 있다. 본 연구에서 두 집단 간의 불균등한 분산 (Unequal Variances) 가정에 따라 검증하였다. 우선 종속변수인 총자산순이익률(ROA)은 비 재벌기업집단보다 재벌기업집단이 평균 1.0%p 높으며, 1% 수준에서 유의하다.

그리고 비 재벌기업집단과 비교해 재벌기업 집단의 총자산순이익률(ROA) 평균은 각각 약 1.0%p 높고, 이는 1% 수준에서 통계적으로 유의하다. 또한, ESG 등급의 (ESG Score)의 평균은 비 재벌기업에서 재벌기업보다 낮은 수준이며, 1% 수준에서 통계적으로 유의한 것을 확인할 수 있다. 외국인 지분율(Fgner\_Sh)과 자연로그로 산출된 자산총계(Ln(Asset))는 비 재벌기업에서 재벌기업보다 상대적으로 낮은 것으로 나타났으며, 이 또한 1% 수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 그러나, 최대주주 지분율(Largest\_Sh), 부채비율(DebtR)과 유형자산 비율(TangR)은 비 재벌기업에서 재벌기업보다 상대적으로 낮다.

**Table 6.** Group Mean Tests between Chaebol Firms and Non-Chaebol Firms

Variables	Chaebol (A)	Non-Chaebol Firms (B)	Difference (B-A)		t-statistic
ROA (t-0)	0.031	0.021	-0.010	***	-4.23
DCA_R	0.455	0.002	-0.453		-0.72
RPT_TransR	0.015	0.025	0.010	**	1.85
ESG Score	3.294	1.793	1.501	***	20.72
Mfg-D	0.471	0.673	0.202	***	13.52
Fgner_Sh	0.213	0.064	-0.149	***	-39.48
Largest_Sh	0.002	0.001	-0.001	**	-1.85
Ln(Asset)	28.920	25.763	-3.157	***	-110.00
DebtR	0.460	0.367	-0.093	***	-15.00
TangR	0.301	0.276	-0.025	***	-4.27

Note: \*\*\*, \*\* and \* are statistically significant at the level of 1%, 5% and 10% (one-side tests), respectively.

#### 5. 회귀분석

##### 1) 이익조정과 관계회사 간 거래가 재벌기업의 수익성에 미치는 영향

본 절에서 이익조정과 관계회사 간 거래가 총자산순이익률(ROA)에 미치는 영향을 조사하기 위해 전체 기업을 재벌기업, 비 재벌기업 집단으로 나누어 고정효과 패널회귀분석모형(FEM: Fixed Effects Panel Regression)을 이용하여 실증분석하고, 그 결과를 〈Table 7〉에서 제시하고 있다. 모형 선택 평가를 위한 라그랑지 승수검정(LM Test, Lagrange Multiplier Test) 검정과 하우스만 검정(Hausman test)이 모두 통계적으로 유의하여, 일반회귀분석 (OLS: Ordinary Least Squares) 및 임의효과 패널회귀분석모형(REM: Random Effects Panel Regression)을 기각하였다. F 검정은 모두 1% 수준에서 유의하며, 상관계수 값이 각각 0.098, 0.298, 0.102로 비교적 높은 수준인 것으로 확인할 수 있다.

재벌과 비 재벌기업 집단으로 비교하여 살펴보면, 재벌 더미변수(Chaebol\_D)는 총자산순이익률(ROA)에 대하여 5% 유의수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 영향이 나타났다. 이는 재벌기업 집단이

상대적으로 비 재벌기업 집단 대비 수익성이 낮다는 것을 의미하고 있다.

전체 기업집단과 재벌, 비 재벌기업집단 모두 전기(t-1) 총자산순이익률(ROA)에 대하여 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 영향이 나타났으며, 2기(t-2) 이상 이전의 총자산순이익률(ROA)은 대체로 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 영향이 나타났다. 일부 재벌기업 집단에 있어서 2기(t-2) 이전 및 4기(t-4) 이전에 총자산순이익률(ROA)이 통계적으로 유의하지 않은 음(-)의 영향이 나타났다.

또한, 전체 기업집단과 재벌, 비 재벌기업 집단 모두 총자산순이익률(ROA)에 대하여 당기부터 5기 이전(t-5)까지의 재량적 발생액[DCA\_R(t-j)]이 모두 통계적으로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 결과적으로 재량적 발생을 통한 이익관리는 기업의 수익성을 높이는 목적으로, 재벌, 비재벌 집단 구분없이 활용한다고 판단할 수 있다.

반면, 재벌, 비 재벌기업집단 모두 총자산순이익률(ROA)에 대하여 당기부터 5기 이전(t-5)까지의 관계회사 간 거래[RPT\_TransR(t-j)]가 대체로 상반된 결과를 제시하고 있다. 재벌기업 집단은 총자산순이익률(ROA)에 대하여 당기부터 5기 이전(t-5)까지의 관계회사 간 거래[RPT\_TransR(t-j)]가 대체로 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 비 재벌기업집단은 반대로 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 전체 기업집단에 있어서는 총자산순이익률(ROA)에 대하여 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 세부적으로 살펴보면, 3, 4기 이전(t-3, t-4) 관계회사 간 거래[RPT\_TransR(t-3, t-4)]가 총자산순이익률(ROA)에 대하여 통계적으로 유의한 음(-)의 영향을, 그리고 5기 이전(t-5) 관계회사 간 거래는 반대로 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이처럼 비 재벌기업 관련 관계회사 간 거래의 영향에 대하여 그 통계적 유의성 등이 전체 기업집단의 특성과 유사한 것으로 나타났다.

전체적으로 정리하자면, 재벌기업의 수익성은 비 재벌기업의 수익성보다 낮은 수준이지만, 관계회사 간 거래를 통하여 비 재벌기업이 수익성을 낮추는 것과 반대로 재벌기업은 수익성을 높이는 것으로 나타났다. 전체 기업집단은 평균적으로 관계회사 간 거래를 통하여 기업의 수익성을 낮추는 목적으로 활용한다고 판단할 수 있다.

한편, ESG 등급(ESG Score)은 전체적으로 총자산순이익률(ROA)에 대해 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났는데, 재벌기업 집단(Chaebol\_D)에서는 당기부터 2기 이전(t-2)까지의 ESG 등급이 총자산순이익률(ROA)에 대해 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 미치는 반면, 비 재벌기업 집단(Chaebol\_D)에서는 3기부터 5기 이전(t-3 ~ t-5)의 ESG 등급이 총자산순이익률(ROA)에 대해 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

결과적으로, ESG 등급이 기업의 수익성에 양(+)의 영향을 미친다는 기존의 보고서나 연구결과와 일치하며, 기업의 수익성과는 서로 양(+)의 관계에 있으며, 그 긍정적 효과가 상당기간 지속한다고 할 수 있다.

통제변수에 대하여는 제조기업 여부(Mfg\_D), 외국인 지분율(Fgner\_Sh), 최대주주 지분율(Largest\_Sh), 및 자산총계(Ln(Asset))가 총자산순이익률(ROA)에 대하여 3가지 집단군에서 통계적으로 유의한 수준에서 양(+)의 영향이 있는 것으로 나타났다. 다만, 비 재벌기업에 있어서 최대주주 지분율(Largest\_Sh)과 재벌기업에서의 자산총계(Ln(Asset))는 그 영향이 통계적으로 유의하지 않다. 부채비율(DebtR)은 통계적으로 유의한 음(-)의 영향을 미치지만, 유형자산 비율(TangR)은 전체집단과 비 재벌기업에서는 통계적으로 유의한 음(-)의 영향을 미치지만, 재벌기업에서는 유의한 수준에서 양(+)의 영향이 있는 것으로 나타났다.

## 2) 이익조정, 관계회사 간 거래 및 ESG 등급이 재벌기업의 수익성에 미치는 영향

〈Table 8〉에는 ESG 등급이 총자산순이익률(ROA)에 미치는 영향을 조사하기 위해 전체 기업을 ESG 기업, 비 ESG기업 두 집단으로 나누어 LM검정과 Hausman 검정을 통하여 고정효과 패널회귀분석모형(FEM: Fixed Effects Regression)을 채택하고, 분석 결과를 제시하고 있다. F 검정은 모두 1% 수준에서 유의하며, 상관계수 값이 각 0.0995, 0.1083, 0.0781로 높은 수준인 것으로 나타났다.

**Table 7.** The Effects of Earnings Management and RPTs of Chaebol Firms on ROA

Variables (ROA)	(1-1) All Firms		(1-2) Chaebol Firms		(1-3) Non-Chaebol Firms	
	Coefficient	t stat	Coefficient	t stat	Coefficient	t stat
<i>Chaebol_D</i>	-0.009 *	-1.47				
<i>ROA(t-1)</i>	0.092 ***	8.43	0.136 ***	4.31	0.082 ***	7.01
<i>ROA(t-2)</i>	-0.078 ***	-7.20	-0.014	-0.47	-0.087 ***	-7.50
<i>ROA(t-3)</i>	-0.089 ***	-8.52	-0.047 *	-1.57	-0.093 ***	-8.39
<i>ROA(t-4)</i>	-0.057 ***	-5.47	-0.073 ***	-2.45	-0.057 ***	-5.14
<i>ROA(t-5)</i>	-0.089 ***	-9.03	-0.031	-1.07	-0.094 ***	-8.96
<i>DCA_R</i>	0.140 ***	16.03	0.071 ***	2.80	0.146 ***	15.65
<i>DCA_R(t-1)</i>	0.098 ***	10.18	0.096 ***	3.51	0.100 ***	9.73
<i>DCA_R(t-2)</i>	0.064 ***	6.36	0.087 ***	2.98	0.064 ***	6.01
<i>DCA_R(t-3)</i>	0.067 ***	6.94	0.083 ***	2.82	0.067 ***	6.49
<i>DCA_R(t-4)</i>	0.047 ***	5.08	0.089 ***	3.06	0.045 ***	4.65
<i>DCA_R(t-5)</i>	0.050 ***	6.03	0.411	0.02	0.054 ***	6.15
<i>RPT_TransR</i>	-0.334	-0.10	20.502	1.25	-0.426	-0.12
<i>RPT_TransR(t-1)</i>	-0.758	-0.23	3.934	0.26	-0.686	-0.20
<i>RPT_TransR(t-2)</i>	-3.036	-0.92	5.078	0.35	-3.094	-0.91
<i>RPT_TransR(t-3)</i>	-6.133 **	-1.87	30.660 **	2.19	-7.266 **	-2.14
<i>RPT_TransR(t-4)</i>	-6.872 **	-2.22	13.278	1.00	-7.247 **	-2.24
<i>RPT_TransR(t-5)</i>	9.531 ***	2.76	12.378	0.95	8.979 ***	2.48
<i>ESG Score</i>	0.002 ***	2.59	0.002 *	1.44	0.002 ***	2.33
<i>ESG Score(t-1)</i>	0.001	1.19	0.001 *	1.30	0.001	0.89
<i>ESG Score(t-2)</i>	0.409	0.80	0.002 **	1.77	-0.655	-0.11
<i>ESG Score(t-3)</i>	0.001 **	1.74	-0.188	-0.19	0.001 **	1.70
<i>ESG Score(t-4)</i>	0.001 **	2.07	-0.001	-0.72	0.001 **	2.04
<i>ESG Score(t-5)</i>	0.001 ***	2.36	-0.416	-0.47	0.001 **	2.19
<i>Mfg_D</i>	0.025 ***	6.54	0.054 ***	2.36	0.027 ***	6.66
<i>Fgner_Sh</i>	0.037 ***	4.06	0.030 **	1.97	0.036 ***	3.40
<i>Largest_Sh</i>	0.040 **	1.65	0.078 **	2.04	0.029	1.01
<i>Ln(Asset)</i>	0.031 ***	10.96	0.001	0.15	0.034 ***	11.30
<i>DebtR</i>	-0.168 ***	-22.08	-0.153 ***	-6.82	-0.169 ***	-20.79
<i>TangR</i>	-0.027 ***	-3.02	0.041 **	1.76	-0.038 ***	-3.87
<i>Constant</i>	-0.700 ***	-9.65	0.058	0.25	-0.777 ***	-10.05
Observations	10,145		1,119		9,026	
<i>R</i> <sup>2</sup>	Within	0.1373	0.1594		0.1408	
	Between	0.0981	0.3772		0.0836	
	Overall	0.0989	0.2980		0.1017	
<i>F</i> test	45.89***		5.85***		43.42***	
<i>LM</i> test	5.95***		3.37***		5.46***	
Hausman test	2450.88 ***		255.15 ***		2198.82***	
<i>VIF</i> test	1.01~4.83		1.04~2.60		1.01~5.17	

Notes: 1. Results of FEM (fixed effects models), best fit ones based on model selection tests such as Breusch and Pagan Lagrange Multiplier tests (LM tests) for time effects and Hausman tests for firm effects, are reported.

2. \*\*\*, \*\* and \* are statistically significant at the level of 1%, 5% and 10% (one-side tests) respectively

ESG기업, 비 ESG기업으로 구분하여 살펴보면, ESG기업 더미변수(ESG\_D)는 총자산순이익률(ROA)에 대하여 통계적으로 유의하지 않은 음(-)의 영향이 나타났다. 재벌 더미변수(Chaebol\_D)는 전체 기업집단에 있어서 총자산순이익률(ROA)에 대하여 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 영향이 나타났다. 재벌기업 집단이 상대적으로 비 재벌기업군 대비 수익성이 낮다는 앞서의 결과와 일치한다고 할 수 있다. 다만, 그러한 결과는 ESG 평가기업에서만 5% 유의수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 영향이 나타나고, 비 ESG 평가기업에서는 반대로 통계적으로 유의하지 않은 양(+)의 영향이 나타났다.

전체 기업집단과 ESG 및 비 ESG 기업집단 모두 전기(t-1) 총자산순이익률(ROA)에 대하여 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 영향이 나타났으며, 2기 이상 이전(t-2, 3, 4, 5)의 총자산순이익률(ROA)은 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 영향이 나타났다. 이는 앞 절의 연구와 일부 통계적 유의성만 다를 뿐이며, 대동소이하다.

또한, 전체 기업집단과 ESG 및 비 ESG 기업집단 모두 총자산순이익률(ROA)에 대하여 당기부터 5기 이전(t-5)까지의 재량적 발생액[DCA\_R(t-j)]이 모두 통계적으로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이 또한 앞서와 마찬가지로 재량적 발생을 통한 이익관리는 기업의 수익성을 높이는 목적으로, ESG 및 비 ESG 기업집단 모두 구분없이 활용한다고 판단할 수 있다. 반면, ESG 및 비 ESG 기업집단 모두 총자산순이익률(ROA)에 대하여 당기부터 4기 이전(t-4)까지의 관계회사 간 거래[RPT\_TransR(t-j)]가 대체로 상반된 결과를 제시하고 있다.

ESG 기업집단은 총자산순이익률(ROA)에 대하여 당기부터 5기 이전(t-5)까지의 관계회사 간 거래[RPT\_TransR(t-j)]가 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 비 ESG 기업집단은 반대로 4기 이전(t-4)까지 통계적으로 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

특히, 비 ESG 기업집단에서는 오히려 5기 이전(t-5)에는 관계회사 간 거래[RPT\_TransR(t-j)]가 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 전체적으로 정리하자면, ESG 기업의 수익성은 ESG 집단의 수익성과 통계적으로 차이가 없는 수준이지만, 관계회사 간 거래를 통하여 ESG 집단이 수익성을 높이는 것과 반대로 비 ESG 기업은 수익성을 낮추는 것으로 나타났다. 전체 기업집단은 평균적으로 관계회사 간 거래를 통하여 기업의 수익성을 조정하고 있는 것으로 판단할 수 있다.

한편, ESG등급(ESG Score)은 전체적으로 총자산순이익률(ROA)에 대해 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났는데, ESG 기업집단(ESG\_D)에서는 당기에는 통계적 유의성이 없으나, 1기 이전(t-1)부터 5기 이전(t-5)까지의 ESG 등급이 총자산순이익률(ROA)에 대해 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 미치는 반면, 전체 기업집단에서는 전기(t-1)부터 5기까지(t-5)의 ESG 등급이 총자산순이익률(ROA)에 대해 통계적으로 유의한 양(+)의 영향(2기는 유의성 낮음)을 미치는 것으로 나타났다.

결과적으로, ESG 등급이 기업의 수익성에 양(+)의 영향을 미친다는 기존의 보고서나 연구결과와 일치하며, 기업의 수익성과는 서로 양(+)의 관계에 있으며, 긍정적 효과가 상당 기간 지속한다는 본 연구의 앞선 연구결과를 재확인한 것이다.

통제변수에 대하여는 제조기업 여부(Mfg\_D), 외국인 지분율(Fgner\_Sh), 최대주주 지분율(Largest\_Sh), 및 자산총계(Ln(Asset))가 총자산순이익률(ROA)에 대하여 3가지 집단군에서 통계적으로 유의한 수준에서 양(+)의 영향이 있는 것으로 나타났다. 다만, 비 재벌기업집단에 있어서 최대주주 지분율(Largest\_Sh)의 영향이 통계적으로 유의하지 않다. 부채비율(DebtR)은 통계적으로 유의한 음(-)의 영향을 미치지만, 유형자산 비율(TangR)은 전체집단과 비 재벌기업에서는 통계적으로 유의하지 않은 음(-)의 영향을 미치지 않지만, 재벌기업에서는 유의한 수준에서 음(-)의 영향이 있는 것으로 나타났다. 대체로 앞 절의 결과와 일치하지만, 자산총계(Ln(Asset))와 유형자산 비율(TangR)의 영향이 다소 차이가 있는 것은 부분적으로 자산총계(Ln(Asset))와 유형자산 비율(TangR)간 규모의 효과가 다중공선성 현상을 보인 결과로 볼 수 있다.

**Table 8.** The Effects of Chaebols' Earnings Management, RPTs and ESG Grades on ROA

Variables (ROA)	(1-1) All Firms		(1-2) ESG Firms		(1-3) Non-ESG Firms	
	Coefficient	t stat	Coefficient	t stat	Coefficient	t stat
<i>ESG_D</i>	-0.008	-0.94				
<i>Chaebol_D</i>	-0.009*	-1.44	-0.011**	-1.67	0.002	0.13
<i>ROA(t-1)</i>	0.092***	8.41	0.108***	6.51	0.065***	4.3
<i>ROA(t-2)</i>	-0.078***	-7.22	-0.048***	-2.92	-0.097***	-6.47
<i>ROA(t-3)</i>	-0.089***	-8.52	-0.071***	-4.66	-0.099***	-6.82
<i>ROA(t-4)</i>	-0.057***	-5.47	-0.091***	-5.75	-0.052***	-3.61
<i>ROA(t-5)</i>	-0.089***	-9.04	-0.095***	-6.51	-0.088***	-6.56
<i>DCA_R</i>	0.140***	15.99	0.081***	6.20	0.175***	14.35
<i>DCA_R(t-1)</i>	0.098***	10.15	0.040***	2.86	0.129***	9.46
<i>DCA_R(t-2)</i>	0.064***	6.35	0.013	0.89	0.088***	6.14
<i>DCA_R(t-3)</i>	0.067***	6.94	0.031**	2.23	0.085***	6.17
<i>DCA_R(t-4)</i>	0.047***	5.07	0.017**	1.29	0.063***	4.89
<i>DCA_R(t-5)</i>	0.050***	6.02	0.032***	2.68	0.062***	5.38
<i>RPT_TransR</i>	-0.353	-0.10	21.52**	2.05	-3.173	-0.81
<i>RPT_TransR(t-1)</i>	-0.749	-0.23	20.20**	2.27	-4.081	-1.04
<i>RPT_TransR(t-2)</i>	-3.024	-0.92	18.41**	2.10	-7.125**	-1.80
<i>RPT_TransR(t-3)</i>	-6.111**	-1.87	24.68***	2.98	-11.24***	-2.86
<i>RPT_TransR(t-4)</i>	-6.892**	-2.22	10.17*	1.30	-10.66***	-2.80
<i>RPT_TransR(t-5)</i>	9.521***	2.76	9.159*	1.29	5.591*	1.29
<i>ESG Score</i>	0.408	0.21	0.001	0.72		
<i>ESG Score(t-1)</i>	0.001*	1.30	0.326	0.63	-0.005	-0.40
<i>ESG Score(t-2)</i>	0.377	0.73	0.001***	2.39	-0.008	-0.67
<i>ESG Score(t-3)</i>	0.001*	1.63	0.001***	2.62	0.008	0.76
<i>ESG Score(t-4)</i>	0.001**	1.97	0.001***	2.96	0.003	0.13
<i>ESG Score(t-5)</i>	0.001***	2.32	0.001***	3.04	-0.015	-0.68
<i>Mfg_D</i>	0.025***	6.52	0.022***	2.57	0.026***	5.44
<i>Fgner_Sh</i>	0.037***	4.05	0.027***	2.89	0.051***	2.79
<i>Largest_Sh</i>	0.041**	1.65	0.046**	2.09	0.019	0.26
<i>Ln(Asset)</i>	0.031***	11.00	0.040***	8.77	0.029***	7.49
<i>DebtR</i>	-0.168***	-22.08	-0.207***	-19.46	-0.151***	-13.8
<i>TangR</i>	-0.027***	-3.03	-0.008	-0.69	-0.047***	-3.65
<i>Constant</i>	-0.704***	-9.69	-0.955***	-7.83	-0.644***	-6.61
Observations	10,145		4,367		5,778	
<i>R</i> <sup>2</sup>	Within	0.1373	0.1788		0.1357	
	Between	0.0983	0.1053		0.0521	
	Overall	0.0995	0.1083		0.0781	
<i>F</i> test	44.44***		26.37***		43.42***	
<i>LM</i> test	3.86***		2.43***		1.67***	
Hausman test	2346.19***		747.47***		4259.33***	
<i>VIF</i> test	1.01~4.84		1.02~3.55		1.00~9.43	

Notes: 1. Results of FEM (fixed effects models), best fit ones based on model selection tests such as Breusch and Pagan Lagrange Multiplier tests (LM tests) for time effects and Hausman tests for firm effects, are reported.

2. \*\*\*, \*\* and \* are statistically significant at the level of 1%, 5% and 10% (one-side tests) respectively

### 3) 이익조정, 관계회사 간 거래 및 ESG 등급 변화가 재벌기업의 수익성에 미치는 영향

(Table 9)에서 ESG등급 변동이 총자산순이익률(ROA)에 미치는 영향을 분석하였다. 전체 기업을 ESG 등급 불변, 상승 및 하락 등 세 집단으로 나누어 회귀분석 결과를 제시하고 있다. 회귀 결과에 따라 모두 1% 수준에서 유의한 F값을 보여주며, 상관계수 값이 각 0.0539, 0.2079, 0.1094로 나타났다. 마찬가지로 일반회귀분석(OLS) 및 임의효과 패널회귀분석모형(REM) 대신 고정효과 패널회귀분석모형(FEM)을 채택하였다.

회귀분석 결과를 살펴보면, 재벌 더미변수(Chaebol\_D)와 관련하여 ESG 등급 불변(ESG\_Same) 기업 집단에 있어서는 총자산순이익률에 대하여 통계적으로 음(-)의 영향이 있지만, ESG 등급 하락(ESG\_Down) 기업집단에서는 통계적으로 대체로 유의한 음(-)의 영향이 있으며, ESG 등급 상승(ESG\_Up) 기업에서는 통계적으로 유의하지 않은 양(+)의 영향이 있다.

제조기업 더미변수(Mfg\_D)는 불변(ESG\_Same)과 상승(ESG\_Up) 기업집단에서 각각 5% 및 1% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 영향이 나타났으나, ESG 등급 하락 기업집단(ESG\_Down)에서는 그 영향이 통계적으로 유의하지 않다.

ESG 등급 불변(ESG\_Same) 기업은 모두 전기(t-1) 총자산순이익률(ROA)에 대하여 대체로 당기에 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 영향이 나타났으며, 1기 이전(t-1)의 총자산순이익률(ROA)은 통계적으로 유의하지 않은 음(-)의 영향이 나타났다. 등급 하락(ESG\_Down) 기업에서는 당기에 대해 전기(t-1) 총자산순이익률(ROA)이 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 영향이 나타나고, 이후부터는 대체로 음(-)의 영향이 나타났다. ESG 등급 상승(ESG\_Up) 기업에서는 전기(t-j) 총자산순이익률이 당기 수익성에 통계적으로 유의하지 않은 양(+)의 영향이 나타났다.

또한, 전기 재량적 발생액 비율[DCA\_R(t-j)]은 ESG 등급 불변(ESG\_Same) 기업집단에 있어서는 총자산순이익률(ROA)에 대해 전체적으로 통계적으로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 과거 재량적 발생액[DCA\_R(t-3)], [DCA\_R(t-4)] 및 [DCA\_R(t-5)]은 ESG 등급하락 기업집단(ESG\_Down)에서 통계적으로 유의한 양(+)의 영향이 나타났지만, 등급 상승 기업(ESG\_Up)에서는 그 영향이 대체로 유의하지 않는 것으로 나타났다.

ESG 등급 불변(ESG\_Same) 기업집단에 있어서는 관계회사 간 거래가 시차 [RPT\_TransR(t-1, 2, 3, 5)]를 두고, 전체 표본에서 대체로 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 미치며, [RPT\_TransR(t-4)]는 통계적 유의성이 낮은 결과가 나타났다.

반면 ESG 등급상승 집단(ESG\_Up)은 통계적으로 유의하지 않은 양(+)의 영향이 나타났지만, 등급 하락 집단(ESG\_Down)에서는 그 영향이 양(+)에서 음(-)으로 바뀌는 현상이 나타났지만, 그 결과는 당기와 3기 이전(t-3)의 기간에는 통계적으로 유의한 양(+)의 영향이 나타났으나, 이외의 기간에는 통계적으로 유의하지 않은 결과를 나타내었다. 그리고, ESG등급(ESG Score)이 불변인 기업집단(ESG\_Same)에서 당기 및 5기 이전(t-1 ~ t-5)까지 총자산순이익률(ROA)에 대해 통계적으로 유의한 음(-)의 영향이 나타나고, 동기(t)에는 통계적으로 유의하지 않은 음(-)의 영향이 나타났다.



**Table 9.** The Effects of Chaebols' Earnings Management, RPTs and ESG Grades on ROA

Variables (ROA)	(1-1) All Firms		(1-2) ESG_Down Firms		(1-3) ESG_Up Firms		
	Coefficient	t stat	Coefficient	t stat	Coefficient	t stat	
<i>ESG_D</i>	-0.008	-0.94					
<i>Chaebol_D</i>	-0.009*	-1.44	0.136***	3.64	-0.005	-0.45	
<i>ROA(t-1)</i>	0.092***	8.41	0.124	0.76	0.249***	6.05	
<i>ROA(t-2)</i>	-0.078***	-7.22	0.088	0.51	-0.056**	-1.45	
<i>ROA(t-3)</i>	-0.089***	-8.52	0.127	0.75	0.031	0.87	
<i>ROA(t-4)</i>	-0.057***	-5.47	0.039	0.28	-0.036	-0.82	
<i>ROA(t-5)</i>	-0.089***	-9.04	-0.154	-1.04	-0.099***	-2.60	
<i>DCA_R</i>	0.140***	15.99	0.162*	1.42	0.120***	3.86	
<i>DCA_R(t-1)</i>	0.098***	10.15	0.070	0.49	-0.019	-0.59	
<i>DCA_R(t-2)</i>	0.064***	6.35	0.012	0.06	0.014	0.40	
<i>DCA_R(t-3)</i>	0.067***	6.94	0.377**	2.28	0.034	0.99	
<i>DCA_R(t-4)</i>	0.047***	5.07	0.204*	1.51	-0.021	-0.65	
<i>DCA_R(t-5)</i>	0.050***	6.02	0.344***	2.67	0.043*	1.32	
<i>RPT_TransR</i>	-0.353	-0.10	78.564	0.45	23.308*	1.30	
<i>RPT_TransR(t-1)</i>	-0.749	-0.23	98.738	0.24	10.487	0.65	
<i>RPT_TransR(t-2)</i>	-3.024	-0.92	43.479	0.40	9.136	0.31	
<i>RPT_TransR(t-3)</i>	-6.111**	-1.87	19.412	0.20	23.479*	1.42	
<i>RPT_TransR(t-4)</i>	-6.892**	-2.22	52.148	0.54	-2.931	-0.12	
<i>RPT_TransR(t-5)</i>	9.521***	2.76	47.352	0.15	-12.618	-0.73	
<i>ESG Score</i>	0.408	0.21	0.022	1.19	-0.001	-0.27	
<i>ESG Score(t-1)</i>	0.001*	1.30	-0.044	-1.12	-0.001	-0.70	
<i>ESG Score(t-2)</i>	0.377	0.73	0.012***	2.41	0.001	0.90	
<i>ESG Score(t-3)</i>	0.001*	1.63	-0.007**	-1.87	0.004**	2.04	
<i>ESG Score(t-4)</i>	0.001**	1.97	0.007	1.22	-0.001	-0.40	
<i>ESG Score(t-5)</i>	0.001***	2.32	-0.010**	-2.15	-0.004**	-1.84	
<i>Mfg_D</i>	0.025***	6.52	0.022**	1.93	0.014	0.72	
<i>Fgner_Sh</i>	0.037***	4.05	-0.064	-0.63	0.016	0.81	
<i>Largest_Sh</i>	0.041**	1.65	-0.109	-0.54	0.036	1.07	
<i>Ln(Asset)</i>	0.031***	11.00	-0.056	-1.26	0.002	0.16	
<i>DebtR</i>	-0.168***	-22.08	-0.256***	-2.93	-0.095***	-3.60	
<i>TangR</i>	-0.027***	-3.03	-0.200**	-1.69	0.055**	1.96	
<i>Constant</i>	-0.704***	-9.69	1.699**	1.37	-0.003	-0.01	
Observations	10,145		164		1,165		
<i>R</i> <sup>2</sup>	Within	0.1373		0.8339		0.2273	
	Between	0.0983		0.0761		0.1939	
	Overall	0.0995		0.1094		0.2076	
<i>F</i> test	44.44***		3.98***		4.97***		
<i>LM</i> test	3.86***		3.15***		3.87***		
Hausman test	2346.19***		104.57***		864.78***		
<i>VIF</i> test	1.01~4.84		1.15~3.77		1.02~9.82		

Notes: 1. Results of FEM (fixed effects models), best fit ones based on model selection tests such as Breusch and Pagan Lagrange Multiplier tests (LM tests) for time effects and Hausman tests for firm effects, are reported.  
 2. \*\*\*, \*\* and \* are statistically significant at the level of 1%, 5% and 10% (one-side tests), respectively.

## V. 결론

기업의 재무적 성과는 특수관계자 간 거래를 통해 거래 당사자 중 한쪽이 다른 쪽을 쉽게 통제할 수 있으므로 거래 조건과 시간을 결정하는 과정에서 경영진의 재량권이 개입될 가능성이 크다. 따라서 기업이 회계처리에 있어 재량권을 행사하여 이익조정을 수행하기도 하며, 이러한 경우 계열사 간 특수관계자 거래를 사용할 가능성이 크다. 특히, 본 연구는 한국 기업 연구에서 지배구조와 규제 측면에서 가장 중요한 재벌의 영향력을 진단하는 데 초점을 맞추었다. 한국의 재벌은 대기업 집단(Conglomerate)으로 관계회사 간 거래에 큰 영향을 미치기 때문에 공정거래위원회의 통제를 받고 있다. 이에 재벌과 비재벌 계열사 간 거래를 비 재벌기업에서의 관계회사 간 거래와 비교하여 상대적 영향력을 진단하였다.

본 연구는 환경경영(Environment Management)의 핵심 수단인 CSR 활동을 계량적으로 측정된 한국 기업지배구조원의 환경(Environmental), 사회(Social), 지배구조(Governance) 등에 대한 등급화한 자료와 KIS-Value와 TS 2000에 기업 단위 2011년부터 2020년까지 상장된 1,462개 기업에 대한 10,145개 관측치를 병합한 데이터를 이용하여 재벌 내 계열사 간의 관계회사 간 거래와 이익조정 및 ESG 평가등급과 그 변화가 기업성과에 미치는 영향을 진단하였다. 관계회사 간 거래의 영향이 지속성과 동시성을 진단하기 위하여 5년간의 시차를 두고 유한시차모형(Finite Distributed Lag Models)을 도입하였으며, 그 연구결과는 다음과 같다.

첫째, ESG 평가기업은 비 ESG 평가기업 대비 총자산순이익률이 높다.

둘째, 재벌기업은 비 재벌기업 대비 총자산순이익률이 낮다.

셋째, 재벌 내 계열사 간의 관계회사 간 거래의 이익조정이 단기 총자산순이익률에 양(+)의 영향을 미치며, 장기 총자산순이익률에 음(-)의 영향을 미친다.

넷째, 전체 기업집단과 재벌, 비 재벌기업 집단 모두 총자산순이익률에 대하여 당기부터 5기 이전까지의 재량적 발생액이 통계적으로 양(+)의 영향을 미친다.

다섯째, 관계회사 간 거래가 재벌기업의 총자산순이익률에 대하여 당기부터 장기간 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 비 재벌기업집단은 반대로 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 전체적으로 총자산순이익률에 대하여 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

여섯째, 재벌기업의 ESG 수준은 당기부터 2기 이전까지의 총자산순이익률에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 반면, 비 재벌기업의 ESG 수준은 3기 이전부터 5기까지 총자산순이익률에 유의한 양(+)의 영향을 미친다.

일곱째, 이러한 영향들은 대부분 ESG 등급이 변화하지 않는 기업집단에서 확인할 수 있었다. ESG 등급이 상승한 경우 당기와 장기 재량적 발생이 총자산순이익률에 유의한 양(+)의 영향을 미치지만, ESG 등급이 하락한 경우 당기와 장기 재량적 발생이 총자산순이익률에 당기에만 유의한 양(+)의 영향을 미치며 장기적 영향은 불분명하다.

본 연구결과, ESG 등급이 기업의 수익성과는 서로 양(+)의 관계에 있으며, 그 긍정적 효과가 상당 기간 지속한다는 연구결과를 제시하고 있다. 또한, 재량적 발생을 통한 이익관리는 기업의 수익성을 높이는 목적으로, 재벌, 비재벌 집단 구분없이 활용한다고 판단할 수 있다. 재벌 비 재벌기업에서는 관계회사 간 거래를 통해 기업의 수익성을 높이는 방향으로 이익이 조정되고 있음을 확인하였다.

이상의 결과를 바탕으로 기업은 관계회사 간 거래를 이익조정에 활용하고, 관계회사 간 거래와 이익조정 간의 관계는 시간이 지남에 따라 변화하며, 재벌기업은 관계회사 간 거래를 통해 수익성을 조정할 수 있음을 확인하였다. 특히 재벌기업의 경우 수익성을 상향시키는 반면 비 재벌기업의 경우 수익성을 하락시키는 방향으로 조정되고 있음을 확인할 수 있었다. 이러한 과정에서 ESG 등급 관결과 유지를 위한 기업의 노력은 기존 연구와 같이 장단기적으로 기업의 수익성을 상승시키는 원인이 되고 있음을 확인할 수 있다.

본 연구에서는 재량적 발생액을 사용하여 이익조정을 연구하는 전통적인 방법에 관계회사 간 거래를 통하여 이익을 조정하고 있으며, 그러한 현상은 재벌기업의 경우와 비 재벌기업의 경우와 다르기 때문에,

대 재벌 정책에 있어서 보다 면밀한 진단을 통하여 이익관리 현상을 진단할 필요가 있음을 시사하고 있다.

그럼에도 불구하고, 본 연구는 다음과 같은 면에서 더욱 개선할 필요가 있다. 첫째, 전체 ESG 등급변화 진단을 세부적인 요소별 등급변화가 반영되지 못하였다. 둘째, 재량적 발생액과 내부거래 간 직접적 관계를 진단하지 못하였다. 셋째, ESG 등급변화를 촉발하는 그 원인을 제대로 진단하지 못하였다. 넷째, 총자산순이익률 이외의 수익성 지표, 활동성, 유동성, 재무구조, 부가가치 및 기업가치 등 핵심 성과지표에 미치는 영향에 대한 진단이 없어 경영실무 등에 현실적인 시사점을 주는 결론 도출에 한계가 있었다. 이외에도 다양한 면에서 발전이 필요할 것이라고 보며, 이러한 사항들은 향후 연구에서 반영하고자 한다.

## References

- 강형철, 박경서, 장하성(2006), “기업집단의 계열사 간 거래의 결정요인”, *재무연구*, 19(1), 77-118.
- 김용, 조재환, 송단비 (2021), “기업 ESG 경영 확대에 대한 산업정책적 접근과 시사점”, *한국산업정책연구원*, 112.
- 나영, 홍석훈 (2011), “기업규모에 따른 CSR 활동과 기업가치에 대한 실증분석”, *회계학연구*, 20(5), 125-160.
- 백정환, 최종서 (2017), “거래 상대기업의 지배주주일까 지분율을 고려한 대규모 기업집단의 내부거래가 이익조정 에 미치는 영향”, *디지털정책연구*, 15(1), 209-216.
- 이정은, 김진섭(2013), “기업지배구조, 사회 및 환경평가지수와 기업가치의 관련성 분석”, *회계학연구*, 38, 506-545.
- 이상원 (2011), “사회책임투자지수의 성과분석”, *금융공학연구*, 10(4), 123-140.
- 조정은, 김상일 (2013), “특수관계자 거래가 과잉투자에 미치는 영향”, *국제회계학연구*, 48, 381-404.
- 한정희 (2021), “블록체인 부동산 등기와 스마트계약”, *한국정보통신학회논문지*, 25(2), 286-293.
- Aguilera, R. V., D. B. Rupp, C. A. Williams, and J. Ganapathi (2007), “Putting the S Back in Corporate Social Responsibility: A Multilevel Theory of Social Change in Organizations”, *The Academy of Management Review*, 32(3), 836-863.
- Aras, G. and D. Crowther (2008), “Governance and Sustainability: An Investigation into the Relationship between Corporate Governance and Corporate Sustainability”, *Management Decision*, 46(3), 433-448.
- Barnea, A. and A. Rubin (2010), “Corporate Social Responsibility as a Conflict between Shareholders”, *Journal of Business Ethics*, 97(1), 71-86.
- Beltratti, A. (2005), “The Complementarity between Corporate Governance and Corporate Social Responsibility”, *The Geneva Papers on Risk and Insurance-Issues and Practice*, 30(3), 373-386.
- Becker-Olsen, K. L., B. A. Cudmore and R. P. Hill (2006), “The Impact of Perceived Corporate Social Responsibility on Consumer Behavior”, *Journal of Business Research*, 59(1), 46-53.
- Buchanan, B., C. X. Cao and C. Chen (2018), “Corporate Social Responsibility, Firm Value, and Influential Institutional Ownership”, *Journal of Corporate Finance*, 52, 73-95.
- Campbell, J. L. (2007), “Why Would Corporations Behave in Socially Responsible Ways? An Institution Theory of Corporate Social Responsibility”, *The Academy of Management Review*, 32(3), 54-65.
- Chang, S. J. and U. Choi (1988), “Strategy, Structure and Performance of Korean Business Groups: A Transactions Cost Approach”, *The Journal of Industrial Economics*, 141-158.
- Choi, J. P. and T. G. Cowing (1999), “Firm Behavior and Group Affiliation: the Strategic Role of Corporate Grouping for Korean Firms”, *Journal of Asian Economics*, 10(2), 195-209.
- Choi, J. S., Y. M. Kwak and C. Choe (2010), “Corporate Social Responsibility and Corporate Financial Performance: Evidence from Korea”, *Australian Journal of Management*, 35(3), 291-311.
- Cupertino, C. M., A. L. Martinez and N. C. da Costa Jr (2015), “Earnings Manipulations by Real Activities Management and Investors’ Perceptions”, *Research in International Business and Finance*, 34, 309-323.

- Del Giudice, M., E. G. Carayannis and V. Maggioni (2017), "Global Knowledge Intensive Enterprises and International Technology Transfer: Emerging Perspectives from a Quadruple Helix Environment", *The Journal of Technology Transfer*, 42(2), 229-235.
- Durand, R., L. Paugam and H. Stolowy (2019), "Do Investors Actually Value Sustainability Indices? Replication, Development, and New Evidence on CSR Visibility", *Strategic Management Journal*, 40(9), 1471-1490.
- Duque-Grisales, E. and J. Aguilera-Caracuel (2021), "Environmental, Social and Governance (ESG) Scores and Financial Performance of Multilatinas: Moderating Effects of Geographic International Diversification and Financial Slack", *Journal of Business Ethics*, 168(7), 315-334.
- Friedman, E., S. Johnson and T. Mitton (2003), "Propping and Tunneling", *Journal of Comparative Economics*, 31(4), 732-750.
- Gimenez-Fernandez, E. M., F. D. Sandulli and M. Bogers (2020), "Unpacking Liabilities of Newness and Smallness in Innovative Start-ups: Investigating the Differences in Innovation Performance between New and Older Small Firms", *Research Policy*, 49(10), 104049.
- Gordon, E. A., E. Henry and D. Palia (2004), "Related Party Transactions: Associations with Corporate Governance and Firms Value", *Advances in Financial Economics*, 9, 1-27.
- Griffin, J. J. and J. F. Mahon (1997), "The Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance Debate: Twenty-five Years of Incomparable Research", *Business & Society*, 36, 5-31.
- Han, Jae-Joon, Hyun-Jeong Kim and Jeong-Min Yu (2018), "Empirical Study on Relationship between Corporate Social Responsibility and Financial Performance in Korea", *Asian Journal of Sustainability and Social Responsibility*, 1, 61-76.
- Hillman, A. J. and G. D. Keim (2001), "Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issues: What's the Bottom Line?", *Strategic Management Journal*, 22(2) 125-139.
- James, H. S. (1999), "Owner as Manager, Extended Horizons and the Family Firms", *International Journal of the Economics of Business*, 999(6), 41-56.
- Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes and A. Shleifer (2000), "Tunneling", *The American Economic Review*, 90(2), 22-27.
- Jones, J. J. (1991), "Earnings Management During Important Relief Investigation", *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228.
- Kim, J. H. and Y. S. Woo (2008), "The Effect of Transaction to the Related-Party on the Earnings Management and the Earnings Response Coefficient", *Korean Accounting Review*, 33(3), 25-59.
- Kim, M. Ch., Y. S. Cheon. and J. Y. Lee (2010), "Insider Trading and Earnings Management", *Korean Accounting Review*, 35(4), 1-37.
- Kim, J. H. (2011), "The Effect of Transactions to Related-Party on Firms Performance", *Korean Journal of Business Administration*, 24(1), 569-585.
- Kim, Y. H. (2012), "Related Party Transactions and Firms' Value", *Korean International Accounting Association*, 44, 205-222.
- Kim, D. B., H. I. Lee and S. H. Hyun (2016), "Effects of the Magnitude of Related Party Transaction and Proportion of Receivables on the Earnings Management Behavior: Focused on the Construction Waste Disposal Industry", *Korea International Accounting Association*, 66, 245-282.
- Kothari, S. P., A. Leone and C. Wasley (2005), "Performance Matched Discretionary Accruals Measures", *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163-197.
- Luo, Xueming and C. B. Bhattacharya (2006), "Corporate Social Responsibility, Customer Satisfaction, and Market Value", *Journal of Marketing*, 70(4), 1-18.
- Pava, M. L. and Krausz, J. (1996), "The Association between Corporate Social-responsibility and Financial Performance: The Paradox of Social Cost", *Journal of Business Ethics*, 15(3), 321-357
- Park, J. I., H. W. Paik and H.-M. Chun (2015), "The Effect of Related Party Transaction on Audit Fees: Evidence from Auditor's Differentiated Response on Profit or Loss firms with Related Party Transactions", *The Korean Accounting Review*, 40(3), 203-255.

- Premti, A. (2013), "Earnings Management Prior to Initial Public Offerings and Its Effect on firms Performance: International Evidence", *International Journal of Financial Research*, 4(4), 10-24.
- Raimo, N., F. Vitolla, A. Marrone and M. Rubino (2020), "The Role of Ownership Structure in Integrated Reporting Policies", *Business Strategy and the Environment*, 29(6), 2238-2250.
- Roman, R. M., Hayibor, S. and Agle, B. R. (1999), "The Relationship Between Social and Financial Performance: Repainting a Portrait", *Business and Society*, 38(1), 109-125.
- Stein, J. (1988), "Takeover Threats and Managerial Myopia", *Journal of Political Economy*, 96, 61-80.
- Surroca, J., J. A. Tribo and S. Waddock (2010), "Corporate Responsibility and Financial Performance: The Role of Intangible Resources", *Strategic Management Journal*, 31(5), 463-490.
- Surana, K., A. Singh and A. D. Sagar (2020), "Strengthening Science, Technology, and Innovation-based Incubators to Help Achieve Sustainable Development Goals: Lessons from India", *Technological Forecasting and Social Change*, 157, 120057.
- Teoh, S. H., I. Welch and T. J. Wong (1998), "Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings", *Journal of Finance*, 53(6), 1935-1974.
- Yoon, Boh-Yun, Jeong-Hwan Lee and Ryan Byun (2018), "Does ESG Performance Enhance Firm Value? Evidence from Korea", *Sustainability*, 10(10), 3635.