

대·중소 및 중견 기업의 ESG 성과와 재무가치 간의 상관관계 분석*

Analysis of the Relationship between ESG Performance and Corporate Financial Values Focusing on SMEs

박순애** · 신은혜***

Soonae Park · Eunhae Shin

요약: 최근 금융위원회는 2030년까지 모든 상장기업에 대하여 ESG 전 분야에 대한 공시를 의무화하겠다는 계획을 발표했다. ESG 전담 조직을 꾸릴 수 있는 여유자원을 가진 대기업과 달리 중소·중견 기업들은 급격한 정책 변화로 인하여 단기적으로 손실에 노출될 가능성이 크다. 이에 본 연구에서는 한국기업지배구조원의 ESG 평가 자료를 바탕으로 기업의 규모에 따라 비재무적 ESG 성과를 위한 기업의 노력과 재무상태, 단기 기업가치, 장기 기업가치의 3가지 재무적 지표 간의 관계를 분석하였다. 분석결과, 첫째 ESG 등급과 기업규모별 재무적 성과를 검토한 결과, 집단 간 차이는 중견기업에서만 발견되었으나, 회귀분석 결과는 대기업을 제외한 중소·중견기업 모두 통계적으로 유의한 정의 관계를 보여주었다. 둘째, ESG 성과와 장기 기업가치 간의 관계에 대한 분석결과, 대기업, 중견기업, 중소기업 모두 장기 기업가치와 ESG 등급 간에 통계적으로 유의한 차이가 있는 것으로 조사되었으나, 회귀분석 결과는 중견기업과 대기업에서만 유의한 정의 관계가 있는 것으로 나타났다. 특히 중소기업의 경우 오히려 장기 기업가치가 낮은 집단이 ESG 성과가 높은 역의 관계가 나타나 ESG 관련 규제당국이 주목해야 할 부분이다. 셋째, 기업의 단기가치와 관계에서는 대기업과 중소기업은 유의하지 않았으나 중견기업의 경우 유의한 차이가 있는 것으로 나타났으며 이는 회귀분석에서도 통계적으로 유의한 부의 관계를 보여주고 있다. 전반적으로 ESG 성과와 재무적 지표들 간의 관계는 중견기업에서 가장 확연하고 뚜렷하게 나타났다. 중견기업에서 ESG 성과가 좋은 기업이 재무적 성과와 장기 기업가치도 개선되었지만, 단기 기업가치와는 역의 관계를 보여준 반면, 중소기업과 대기업의 경우 예상과 달리 중견기업만큼 그 관계가 강하게 나타나지는 않았다. 따라서 중소·중견 기업을 대상으로 공시 의무화 등 기업의 ESG 참여확대를 위한 정책이 장기적으로는 기업의 경영성장에 도움이 된다고 할지라도 단기적으로는 기업운영에 타격을 입을 수가 있으므로 정부의 보완책이 필요한 부분이다.

핵심주제어: ESG, 재무성과, 공시, 중소기업, 기업가치

Abstract: The Korean government recently announced a plan to expand the mandatory disclosure of ESG information for all KOSPI-listed companies by 2030. While large corporations with resources can effectively comply with ESG-related regulations, SMEs (small and medium-sized enterprises) may become financially stressed by the rapid policy changes. Using the Korea Corporate Governance Service's ESG data, this study examines the relationships between ESG performance and three financial indicators: financial

* 논문의 질적 제고를 위해 세심하게 검토해주신 익명의 심사위원분께 진심으로 감사드립니다.

** 제1저자, 서울대학교 행정대학원 공공성과관리연구센터 교수

*** 교신저자, 서울대학교 행정대학원 석사과정, 엔피엑스프라이빗에쿼티 General Counsel

performance, short-term corporate value, and long-term corporate value, according to corporate size. It demonstrates that, first, SMEs have a statistically significant positive correlation between ESG performance and financial performance, while large companies do not. Second, companies of all sizes have a statistically significant difference between ESG performance and long-term corporate value. However, in terms of direction, small companies show a inverse relationship of which ESG-related regulators should be prudent. Third, large and small companies do not show a significant relationship between ESG performance and short-term value, while mid-sized companies show a statistically significant negative relationship. Overall, the relationship between ESG performance and financial indicators is most pronounced and evident in mid-sized companies. In mid-sized companies, companies with good ESG performance have better financial performance and better long-term corporate value but show a negative relationship to short-term corporate value. The relationship for large and small companies is not as strong as mid-sized companies. Therefore, although the expansion of such disclosure for SMEs may attract investors for capital raising and eventually help enhance business performance, the government's supplementary measures are needed. Administrators should be more cautious because the policy changes may hurt business operations in the short term.

Key Words: ESG, Financial Performance, SME(Small and Medium Size Enterprise)s, ESG Disclosure, Corporate Value

I. 서론

전 세계적으로 자본시장 투자자들 사이에서 기업의 지속가능성을 평가하는 데 비재무적인 정보가 중요하다는 차원에서 책임투자가 강조되고 있다. 환경(Environment), 사회(Social), 지배구조(Governance)를 지칭하는 ESG 관련 비재무적인 정보에 대한 공개 요구도 거세지고 있다. 이는 기업의 가치가 영업활동의 결과 뿐 아니라 제품을 생산하는 과정에도 내재되어 있다는 투자자들의 관점 변화, 윤리적인 소비에 대한 관심, UN을 비롯한 국내외의 공적 기관에서 시작한 기업의 사회적 책임에 대한 캠페인 확대의 일환에 따른 결과이기도 하다. 기업이 비재무적인 요소를 중심으로 사회적 책임을 다해야 한다는 논의는 오래 전부터 전개되어 왔지만, 과거 기업의 사회적 책임은 강제성이 없는 자발적인 활동으로 권고되었을 뿐이었다. ESG 열풍이 과거 CSR(Corporate Social Responsibility)¹⁾과 비교했

1) 기업의 사회적 책임은 기업이 생산 및 영업활동을 하면서 환경경영, 윤리경영, 사회

을 때 주목할 만한 것은 세계 최대 자산운용사인 블랙록(BlackRock)이 투자 대상 회사들 중 ESG 공시에 소극적인 회사에는 반대 의결권 행사를 하겠다고 발표하면서²⁾ 골드만삭스³⁾와 JP모건⁴⁾이 선제적으로 ESG 원칙과 프로세스를 정하여 주요사업과 자금공급 및 중개업무 심사에 적극 반영하는 등 민간영역의 투자자들이 이 흐름을 견인하고 있다는 것이다. 특히 금융계에서 기업가치 평가에 ESG를 중시하는 기조의 변경으로 비재무적인 성과는 기업경영의 핵심적인 부분으로 자리매김하고 있다.

ESG는 매출 성장, 비용 절감, 법률 및 규제 차원의 개입 감소, 생산성 증가, 투자 및 자산의 최적화라는 다섯 가지 차원에서 기업 가치를 확대시키기에 궁극적으로 기업 성과에 긍정적인 영향을 미친다는 것이 현재 통용되는 ESG에 대한 옹호론적 입장이라고 할 수 있다(Witold et al., 2019a). 실제로 많은 연구들이 ESG와 기업 성과와의 정비례 관계를 확인하고 있지만 비용이 수반되는 책무사항이 기업의 재무적 성과를 견인하는 것이 쉽지 않다는 견해도 존재한다.⁵⁾ 그럼에도 불구하고 다수의 연구들은 ESG 성과가 추가수익률과 갖는 비례 관계를, 신용 등급 등과 관련한 리스크 요소와 반비례 관계를 보여준다고 주장한다(Khan et al., 2016; Witold et al., 2019b; Bae et al., 2016). ESG 성과와 기업가치에 대한 2,000여개의 실증연구를 분석한 결과에서도 63%가 이를 뒷받침하고 있는 것으로 나타났다(Friede et al., 2015).

이러한 추세와 더불어 ESG 공시에 대한 관심도 증가하고 있다. ESG 공

공헌과 노동자를 비롯한 지역사회 등 사회 전체에 이익을 동시에 추구하며, 그에 따라 의사 결정 및 활동을 하는 것으로, 법적, 경제적, 윤리적 책임을 포괄한다.

- 2) Black Rock, 2020, Larry Fink's 2020 letter to CEOs - A fundamental reshaping of finance.
- 3) Goldman Sachs, 2020, *The future, NOW: Integrating sustainability with purpose across our business*, (Goldman Sachs 2020 sustainability report).
- 4) JP Morgan, 2020, *Environmental, social, and governance report*.
- 5) ESG가 리스크요소로서 기업의 혁신이 수반되지 않는 한 재무적인 성과에 부정적인 영향을 미친다는 연구결과도 존재한다. Eccles and Serafeim, 2013, "The performance frontier: Innovating for a sustainable strategy," *Harvard Business Review*, 91(5), pp.50-60.

시를 강화하는 가장 강력한 수단은 ESG 정보공개를 법적으로 의무화하는 것이다. 금융위원회가 발표한 바와 같이 궁극적으로는 모든 상장기업에 대하여 지속가능경영보고서를 공시하도록 하는 것이 목표이겠지만, 그 과정에서 자원이 부족한 중소기업과 중견기업이 갑작스러운 변화로 혼란을 겪는 것을 방지하기 위해서는 ESG의 흐름이 이들 기업에 어떠한 영향을 미치고 있는지에 대한 검토가 필요하다. 또한 공시의 흐름과 별개로, 민간 차원에서도 ESG 지표에 중점을 두는 펀드 조성의 트렌드가 이어진다면, 중소기업들의 자금조달에 영향을 미칠 수밖에 없다. 기업의 지속가능성을 위하여 ESG는 중요한 요소이지만 재무적 건전성은 기업의 존속을 위한 가장 기본적인 전제이기에, ESG의 성과향상에 대한 압박이 중소 및 중견기업의 재무상태 및 기업의 장단기적 가치평가에 미치는 영향은 국가의 산업정책적 측면에서도 주목해야 할 대목이다.

ESG가 일반적으로 대기업 중심으로 연구되고 있다는 한계에 입각하여 중소 및 중견기업을 대상으로 한 연구도 존재하지만(오덕교 등, 2013), 기존 연구들은 최근 정부와 시장의 관심이 촉발되기 이전의 연구로 투자관점에서 ESG를 바라보는 시각의 확대 등 최근의 경영환경의 영향을 반영할 필요가 있다는 점에서 본 연구의 의의가 있다. 이에 본 연구는 기업의 ESG 평가와 재무적 성과 간의 관계가 기업규모에 따라 달라질 수 있지만, 학계에서의 실증연구가 많지 않다는 점에 착안하여 기업의 규모별 ESG 평가결과와 기업가치 그리고 재무성과와의 관계까지 구체적으로 살펴보고자 한다. 본 연구는 이론적 논의로 남아있던 지속가능경영의 추세가 규모가 작은 기업에 어느 정도 재무적 영향을 미칠 수 있는지 또는 투자자를 유인하는 기제로 작동할 수 있는지를 파악함으로써 정부의 중소기업정책에 기여할 수 있을 것으로 기대한다.

II. 제도적 배경 및 선행연구 검토

1. ESG의 개념과 CRS

ESG는 기업의 경영에 있어 환경, 사회, 지배구조에 관한 요소들을 포괄하는 개념으로 널리 이해되고 있다. ESG 투자 개념은 2005년 UN의 글로벌 콤팩트 컨퍼런스에서 처음 제시된 것으로,⁶⁾ 정부나 규제 기관 외에도 지속가능한 투자를 위해서 기관투자자들과 애널리스트 등이 환경, 사회, 지배구조의 3요소가 자산에 미치는 영향에 대해 발표하며 장기적인 투자에 있어 중요한 역할을 한다는 점을 강조하며 등장했다. 특히 미국의 바이든 정부 이후 ESG 정보공개를 강화하는 기조로 지속가능투자에는 더욱 탄력이 붙고 있다. 바이든 행정부는 국제적인 ESG 공시기관들과 공조하여 정보공개를 강화하고 있을 뿐 아니라,⁷⁾ 기후변화와 관련하여 파리기후협약에 재가입하겠다는 의사와 함께⁸⁾ 엄격한 친환경 기준에 따라 ESG 우수기업에 정책적 혜택을 주겠다는 의지를 천명하였으며⁹⁾ 그 결과 ESG 투자는 권고가 아닌 불가피한 흐름으로 공고하게 자리잡고 있다.

객관적 수치로 대변되는 재무적 성과 기반의 전통적 투자자들 입장에서 ESG는 새로운 도전으로 느껴질 수 있으나, 그 기원은 역사가 짧지 않다. 유럽에서 산업혁명 이후 윤리경영에 대한 철학적 기반이 마련되었고, 1960년대부터 기업이 사회문제 해결에 나설 필요가 있다는 주장이 제기되었으며, 1980년대 초반에는 기업별로 ‘기업윤리 헌장’이 등장하기 시작

6) ESG 개념이 처음 등장한 보고서. The Global Compact, 2004, *Who cares wins: Connecting financial markets to a changing world*, Financial Sector Initiative.

7) Andrew et al., When doing well means doing good - The SEC is making ESG a priority, The New York Times, 2021.3.15., www.nytimes.com/2021/03/15/business/dealbook/sec-esg-priority.html.

8) The Guardian, 2021.1.20., “Biden returns US to Paris climate accord hours after becoming president,” www.theguardian.com/environment/2021/jan/20/paris-climate-agreement-joe-biden-returns-us.

9) 9 key elements of Joe Biden’s plan for a clean energy revolution, www.joebiden.com/9-key-elements-of-joe-bidens-plan-for-a-clean-energy-revolution/.

했다. 1990년대부터는 기업이 사회를 구성하는 주요 행위자로서 사회적 인 책임을 진다는 시각이 우세해졌고, 글로벌 차원에서 그 필요성을 촉구하는 노력이 등장했다. 2000년대에 들어 CSR 이행을 위한 국제적 협약(The Global Compact), 다국적 기업에 대한 OECD 가이드라인(OECD Guidelines for Multinational Enterprises), 기업지배구조에 관한 원칙(OECD Principles for Corporate Governance) 등을 통해 주주와 이사회 책임, 부패방지 등에 대한 다양한 기준이 제시되었다. 국제표준화기구에 서는 2010년 CSR과 관련한 국제표준인 ISO26000을 발표함으로써 CSR 확산을 꾀하였고, 국내에서도 이에 대응하기 위하여 표준 가이드라인을 만들어 보급하였다(박윤진, 2005).

이처럼 기업의 사회적 책임에 대한 논의는 오래 전부터 확산되어 왔지만, 과거 사회적 책임과 윤리경영에 대한 주류적 기조가 강제성이 없는 자발적인 활동의 권고 수준이었다면, 이제는 ESG 금융으로 그 분야가 전환되면서 외부자금 조달이라는 측면에서 보다 핵심적으로 고려해야 하는 환경이 조성되었다. 즉, 기업의 비재무적 요소에 대한 관심이 공적 부문뿐 아니라 자본시장으로까지 확장되었다고 볼 수 있다.

2. 국내외 ESG 정보공개 현황

1) 해외의 ESG 정보공개 현황

기업의 지속가능경영보고서에 대한 가이드라인을 제시하기 위하여 유럽에서 설립된 국제기구인 GRI(Global Reporting Initiative)는 2000년에 ESG 각 분야를 포괄하는 150개 이상의 지표를 포함하는 표준안을 마련하였다.¹⁰⁾ 특히 환경(E) 요소와 관련한 정보공개 요구는 급속하게 이뤄지고 있다. 블룸버그와 록펠러 재단 등이 설립한 지속가능회계기준위원회(Sustainability Accounting Standards Board; SASB)에서는 2018년 77개의 세부 산업별로 ESG 정보공개 지표를 제시하였고,¹¹⁾ 2017년 G20와 중

10) www.globalreporting.org/about-gri/mission-history.

양은행의 위임을 받아 설립된 금융안정위원회에서 기후변화 재무정보공개 태스크포스 (Task Force on Climate-related Financial Disclosure: TCFD)를 통해 기후관련 정보공개를 지속적으로 권고하였다.¹²⁾ 비록 공시 대상이 투자자로 국한되고 있기는 하나, 기업이 ‘기후변화 관련 리스크와 기회요소를 파악하고, 이를 리스크 관리체계와 전략에 반영한 후, 예상되는 재무적 영향을 수치화하여 외부에 공개’하도록 권고한 것이다. 전세계 주요 중앙은행과 금융감독 기구들이 기후변화 관련 녹색금융을 위해 만든 NGFS(Network of Greening the Financial System)에서도 2019년 정보공개를 통한 격차해소와 지식공유를 장려하는 권고안¹³⁾을 발표하였다. 2020년 9월에는 이러한 ESG 공시 표준을 정하는 5개의 주요 기관인 GRI, SASB, CDSB(Climate Disclosure Standards), IIRC(International Integrated Reporting Council), CDP(Carbon Disclosure Project)가 협업하여 ESG 공시의 글로벌 표준화 작업에 착수하겠다고 선언하였다.¹⁴⁾ 2021년 6월 G7 정상회담에서 TCFD 의무화 방안을 지지하고¹⁵⁾ 7월 G20의 선언으로 그 지지기반이 더욱 확대되면서¹⁶⁾ 녹색성장 가속화에 힘이 붙고 있다. 아직 대다수 국가에서 기업이 자율적으로 ESG 데이터를 제공하도록 권고하는 단계에 머물고 있지만, 일부 국가는 ESG와 같은 비재무 정보의 공시를 의무화하고 있다.¹⁷⁾ 싱가포르에서는 이미 지속가능경영보고서 발간 자체가

11) www.sasb.org/standards/.

12) TCFD, 2017, *Recommendations of the task force on climate-related financial disclosures*.

13) NGFS, 2019, *A call for action: Climate change as a source of financial risk, Executive summary*, First comprehensive report.

14) CDP, CDSB, GRI, IIRC, SASB, 2020, *Statement of intent to work together towards comprehensive corporate reporting*.

15) TCFD, 2021.6.7., “Statement of Michael R. Bloomberg on G7 finance Ministers announcing mandatory climate disclosure,” www.mikebloomberg.com/news/statement-of-michael-r-bloomberg-on-g7-finance-ministers-announcing-mandatory-climate-disclosure/.

16) TCFD, 2021.7.11., “Statement of Michael R. Bloomberg on the G20’s support of TCFD framework,” www.mikebloomberg.com/news/statement-of-michael-r-bloomberg-on-the-g20s-support-of-tcf-d-framework/.

17) 스위스에서 ESG 정보공개와 실사 의무가 제정되었음; David and Margrit, 2021, *ESG*

의무화되어 있고, 유럽과 미국을 중심으로 규제를 통한 공시 강화 흐름이 점점 더 확산되고 있다.

유럽연합에서는 EU 분류체계 규정(EU Taxonomy Regulation)이 유럽 의회를 통과함에 따라,¹⁸⁾ 환경적으로 지속가능한 경제활동을 정의하고 측정하기 위한 일환으로 'EU 분류체계(EU Taxonomy)'가 수립되었다. 2022년부터는 EU 내 기업과 금융기관은 모두 EU Taxonomy에 따라서 정보공개 의무를 부담하게 된다. 나아가, EU 집행위원회에서는 2050년까지 탄소중립을 목표로 2026년부터 탄소국경세 도입 계획¹⁹⁾을 밝히는 등 ESG 정보 공개는 전분야에서 강화되고 있다. 앞서 언급하였듯이 2021년 미국에서도 'ESG 공시 및 단순화법(The ESG Disclosure and Simplification Act)'이 하원을 통과하였고,²⁰⁾ 영국 또한 2025년까지 모든 기업이 ESG 정보를 공시할 수 있도록 단계적으로 의무화할 예정이다.²¹⁾

2) 국내의 ESG 정보공개 현황

국내에서도 이와 같은 흐름에 맞춰 ESG 공시와 관련된 정책을 발표하고 있다. 금융위원회는 기업들의 ESG 책임투자 확대를 위하여 코스피 상장사를 대상으로 '지배구조 보고서'공시의무를 단계적으로 확대할 예정이라고 한다. 현재는 자산 2조원 이상이 의무 대상인데 반하여, 2022년부터

reporting and due diligence obligations introduced in Switzerland, International Finance Law Review (IFLR), www.iflr.com/article/b1sq3tqx4kqnl/esg-reporting-and-due-diligence-obligations-introduced-in-switzerland.

18) Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088.

19) Elena, 2021.7.16., "EU carbon border tax to target imports from 2026," EU Observer, www.euobserver.com/climate/152460.

20) House Financial Services Committee, 2019-2020, *H.R.4329 - ESG disclosure simplification act of 2019*, 116th Congress (2019- 2020).

21) HM Treasury, 2020, *A roadmap towards mandatory climate-related disclosures*; Squire Patton Boggs, 2021, *Climate-related financial disclosure: Interim report of the UK's joint government-regulator TCFD taskforce*.

는 자산 1조원 이상으로, 2026년에는 코스피 전 상장사 대상으로 한다.²²⁾

〈그림 1〉 기업지배구조 보고서 의무화 단계별 확대방안

적용시기	'19년	'22년	'24년	'26년
자산총액	2조원 이상*	1조원 이상	5천억원 이상	쏠코스피상장사

* 지배구조 보고서 의무공시 법인은 '19년 200개사 → '20년 211개사

** 출처: 금융위원회(2021)

반면, 지배구조 외의 환경 및 사회와 관련된 항목에 대해 기재하는 '지속 가능경영 보고서'는 현재까지 기업의 자율에 맡겨져 왔지만, 금융위원회는 ESG 전분야의 공시를 단계적으로 의무화하기 위한 방안을 2021년 초에 발표했다.

〈그림 2〉 한국거래소 자율 공시 단계별 의무화 방안

거래소 자율공시를 활성화하고, 단계적으로 의무화 추진(가이던스 마련, 거래소 규정 개정 검토 등) ○ 1단계(~'25년): 'ESG 정보 공개 가이던스(거래소, '21.1월 발표 예정)'를 제시하여 '지속가능경영 보고서' 자율공시를 활성화 ○ 2단계(~'25년~'30년): 일정규모 이상(예: 자산 2조원 이상) 코스피 상장사에 대하여 공시의무화 ○ 3단계(~'30년~): 전체 코스피 상장사에 대하여 공시 의무화
--

*출처: 한국거래소(2021)

한국거래소에서도 TCFD 권고안과 유사하게 'ESG 정보공개 가이던스'를 발표했다. 투자자들이 어느 정도 산업군별로 표준화된 정보를 취할 수 있도록 ESG 정보공개 시 준수해야 할 기본원칙에 대한 기준을 제공하기 위함이다.²³⁾ 한국기업지배구조원 또한 2021년 8월에 ESG 모범규정 개정안을 각 분야별로 제안하여 국제 추세를 반영한 평가기준을 마련하였다.²⁴⁾ 2020년 10월 한국거래소를 시작으로 2021년 5월에는 금융위원회,

22) [보도자료] 금융위원회·금융감독원·한국거래소, 2021.1.14., 기업 부담은 줄이고 투자자 보호는 강화하는 기업공시제도 종합 개선방안.

23) [보도자료] 한국거래소, 2021.1.15., ESG 정보공개 가이던스」제정 및 교육 동영상 제작.

금융감독원 등 14개 금융기관을 포함한 금융당국이 TCFD 지지를 선언했고, 이를 계기로 ‘한국형 녹색분류체계(K-Taxonomy), 금융권 녹색금융 모범규준, 기후리스크 관리 지침서 등을 마련하겠다’고 발표하였다.²⁵⁾

이에 본 연구에서는 전세계적 변화에 발맞추어 강화되고 있는 국내 ESG 추세가 각 기업에 미칠 수 있는 영향을 파악하기 위하여 기업의 재무적 지표라는 고유의 기업가치와 사회적 환경적 책임성이라는 새롭게 강조되고 있는 가치들 간의 관계에 대해 분석해보고자 한다.

3. 선행연구의 검토

1) 기업의 ESG 평가와 재무성과

ESG 평가와 재무성과 간의 관계에 대해 이론적 기반을 제공한 연구들은 다양한 측면에서 논의되고 있다. 이해관계자 이론(Stakeholder Theory)은 ESG가 잠재적인 벌금이나 조세부과와 같은 비용을 절감시킨다고 주장하는 반면, ESG가 운영 효율성에 기여한다거나 직원들의 생산성을 증가시킨다거나 기업의 이미지를 긍정적으로 강화하는 등의 기제를 통해 재무성과에 기여한다는 연구도 존재한다. ESG는 재무제표에 나타나지 않는 기업의 자산과 특성을 반영하는 만큼, 기업의 사회적 책임을 통해 혁신, 인적자본, 명성, 문화 같은 무형 자산이 형성되고 이러한 무형자산을 매개로 기업가치가 증대된다는 것이다(Surroca et al., 2010; Hanson, 2013).

한편, ESG에 대한 본질적 의미의 정량평가가 가능하지 않아서 자본시장에서 경영성과와의 관계를 설명하기 어렵다거나(Statman, 2000), 비용-편익분석 측면에서 ESG에 의한 혜택과 손해는 제로섬 관계에 있다는 중립적 견해도 존재하며, 더 나아가 비용차원에서 재무적 성과와는 역행한다는 신자유주의적 입장도 실재한다(Hassel et al., 2005). 실무적으로 ESG

24) 한국기업지배구조원, “한국기업지배구조원 ESG 모범규준, (2021.8.5., 보도자료).

25) [보도자료] 금융위원회, 2021.5.24., 「기후변화 관련 재무정보 공개 협의체(TCFD)」에 대한 지지선언과 정책금융기관 간 「그린금융 협의회」 출범으로 녹색금융 추진에 더욱 박차를 가하겠습니다.

에 대한 관심이 고조되고 있으나 이론적 차원에서는 이같이 다양한 견해가 존재하며 각각의 주장이 시장과 기업 그리고 사회 전체적인 맥락에서 일면 타당한 설명력을 제공하고 있기에 각각의 이론이 어떠한 환경에서 설명력을 갖는지에 대한 검증은 여전히 유효한 연구가설이다. 특히 ESG가 아직 시장에 천착되지 않은 국가의 경우 전통적 의미에서 기업가치라고 이해되어 온 재무성과와의 관계에 대해 실증적이고 경험적인 연구의 필요성이 높아지고 있다.

2) 기업의 ESG 평가와 자본시장에서의 재무성과 간의 관계

모건스탠리가 발표하는 MSCI의 ESG 자료를 활용하여 국내기업의 ESG 현황을 분석한 Kim et al.(2013)은 기업의 사회적 책임과 자본시장에서의 재무성과 간에 양의 상관관계가 있음을 발견했다. 오상희 등(2019)은 ESG 점수 뿐 아니라 지배구조, 사회적 책임, 환경경영 항목 모두 기업가치에 정의 영향을 미친다는 결과를 도출하였다. 임옥빈(2019) 또한 ESG 등급점수가 높을수록 기업가치가 증가한다는 것을 확인하면서 각 항목이 모두 기업가치의 증가에 유의한 정의 영향을 미친다는 결론을 제시하였다. 오근혜 등(2012)은 윤리경영과 재무성과 간, 한진환 등(2012)은 윤리경영과 기업성과 간, 정강원(2020)은 사회책임경영과 재무성과 간에, 조성택(2017)은 환경성과와 경영성과 간의 정의 상관관계를 발견하였다.

유사한 맥락에서 조성표 등(2009)은 기업의 사회적 성과는 재무적 성과에 정의 영향을 미치고, 기업의 재무적 성과 또한 사회적 성과에 정의 영향을 미친다는 것을 밝힘으로써 기업의 비재무적 성과와 재무적 성과가 선순환의 관계에 있음을 제시하였다. 특히 환경적 측면에 초점을 둔 김선화 등(2009)의 연구는 환경성과와 기업의 생산성이 양방향적인 관계에 있다는 것을 밝힘으로서, 환경경영활동이 생산성을 향상시킬 뿐 아니라, 생산성 좋은 기업이 환경경영도 보다 적극적으로 수행하여 환경성과를 향상시킨다고 주장하였다. 이는 Preston et al.(1997), Waddock et al.(1997) 등이 주장하는 여유자원설과 같은 맥락에서 해석할 수 있다. 즉, 재무상태

가 좋은 기업일수록 가용자원에 여유가 있으므로 비재무적 성과에 대한 수행이 더 뛰어나다는 것이다.

반면, Jensen(2001)이나 Brammer et al.(2005)과 같이 ESG와 같은 비재무적 성과가 재무성과와 부의 관계를 갖는다는 분석결과를 도출한 연구도 존재한다. 이들은 신자유주의 경제학파의 대리인이론을 통해 음의 상관관계에 대한 논리적 근거를 제시한다. 기업의 ESG를 위한 노력이 불필요한 지출을 유발하기 때문에 기업가치를 저해한다는 주장인데, 경영자는 주주의 대리인으로서 주주가치 증대를 목적으로 해야 하므로, 주주의 부를 저해하는 ESG 활동은 주주의 이익을 저해하는 부정적으로 행위로 간주하는 것이다.

3) 기업의 크기와 기업의 정보공개 간의 관계

Drempetic et al.(2019)은 로이터통신에서 제공하는 Asset 4 데이터를 분석하여 회사의 크기와 CSR 공시에는 상관관계가 있으며, 데이터 제공 역량과 ESG 점수 또한 높은 상관관계를 갖고 있다는 결과를 제시하였다. 이는 기본적으로 ESG 점수가 기업이 제공하는 보고서에서 도출되기 때문에 규모가 작을수록 정보공개에 할애할 자원이 적다는 데 기인하는 것으로 볼 수 있다. 한편, Dunne et al.(2019)은 블룸버그의 ESG 데이터를 활용하여 회귀분석을 한 결과, ESG 공시를 적절하게 하는 기업들의 경우 부채 비용이 줄어드는 경향을 발견했으며, 특히 기업의 크기가 작을수록 그 경향성이 더 증가함을 밝혀냈고, 따라서 ESG에 대한 정보공개를 통해 정보의 비대칭성을 해결한다면 오히려 투자자들을 유인하여 자본조달에 유리할 수 있다는 결론을 도출했다. 한국의 기업을 대상으로 분석한 오덕교 등(2013)의 연구는 대기업이 일반적으로 중소기업 및 중견기업보다 ESG 점수가 우수하고, 특히 지배구조 측면에서 그 영향이 더 강하다는 결론을 제시하였다.

4) 기업의 규모와 재무 및 비재무적 기업성과 간의 관계

기업 규모가 기업의 사업 활동과 성과에 핵심적인 영향을 미치는 요소라는 점은 학계에서 일반적으로 알려진 사실이다(Lopez-Perez et al., 2017; Baumann-Pauly et al., 2013; Brammer et al., 2012). 기업의 규모가 기업의 재무적 또는 비재무적 성과에 영향을 미친다는 이론적 근거는 흔히 자원주의적 관점(Resource-based Theory)에서 대규모 기업이 재무적이든 비재무적이든 더 많은 자원을 가졌기 때문이라고 한다(Chen and Metcalf, 1980; Barney, 1991; Gooding and Wagner III, 1985). 기업규모는 기업이 보유한 자원의 정도를 반영하기 때문에, 그로 인한 활동은 물론 그 성과에 영향을 미칠 수 있다는 것이다. 규모가 큰 기업의 경우 규모가 작은 기업보다 효율적인 생산이 가능하므로 상대적으로 더 높은 성과를 보여줄 수 있으며(Meznar et al., 1995), 기업 규모에 따라 자원의 우위를 점할 가능성이 높고, 이는 경쟁에서 중요한 변수로 작용한다는 연구결과도 존재한다(Naver et al., 1990).

예를 들어, 규모가 큰 기업은 기업성과의 공유와 보고서를 작성할 가용 인력을 용이하게 확보할 수 있는데 반해, 규모가 작은 기업은 그러한 재정적 지원과 인적 자원이 부족할 뿐 아니라, 다양한 분야의 성과달성에 집중할 만한 여유 자원이 충분하지 않기 때문에 특정 성과창출에 집중할 것으로 추정된다. Lopez-Perez et al.(2017)은 규모가 큰 기업들이 이윤 창출과 사회문제 해결이라는 기업 본래의 목적 외에도 기업 이미지 개선을 위한 캠페인 등 다양한 방식으로 자원을 배분할 수 있다고 한다. 그러나 규모가 작은 기업이 단순하고 보다 유연한 구조를 가지고 있기 때문에 외부 상황에 신속하게 대처하고 효율적인 방식으로 운영할 수 있으므로 성과창출에 유리하다는 주장도 있다(Halme et al., 2014; Sen et al., 2013; Cassells et al., 2011). 나아가, 규모가 작은 기업일수록 사회적 책임에 대한 시스템 구축이 효과적인 경영성으로 연계될 수 있으며 실증사례도 존재한다(Lopez-Perez et al., 2017).

즉, 기업의 규모는 다양한 연구에서 조절변수로 사용될 뿐 아니라(Lee

et al., 2017; Udayasankar, 2008), 기업의 사회적 책임과 성과는 기업의 규모에 따라 달라질 수 있다고 (Brammer et al., 2006) 추정할 수 있다.

〈표 1〉 선행연구 검토

연구자	주제	대상	가설	결과
기업의 ESG 평가와 자본시장에서 재무성과 간의 관계				
오상희·이승태 (2019)	ESG 평가요소와 기업가치 간의 관계	증권거래소에 상장되어 있는 기업 중 한국기업지배구조원 등급이 존재하는 기업 전체	ESG 점수 → 기업가치 (+)	채택
			지배구조 항목 → 기업가치 (+)	채택
			사회적 책임 항목 → 기업가치 (+)	채택
			환경경영 항목 → 기업가치 (+)	부분채택
민재형·김범석 (2019)	기업의 ESG 노력과 기업의 장단기적 가치와의 관계	3006개 기업 (유가증권시장에 상장되어 해당 연도에 한국기업지배구조원 평가 받은 기업 중 공시정보 없는 것 제외)	재무상태 → 비재무적 성과 향상을 위한 투자 및 노력 (+)	채택
			비재무적 성과를 위한 기업의 노력 → 단기적 기업가치 (-)	채택
			비재무적 성과를 위한 기업의 노력 → 장기적 기업가치 (+)	부분채택
			기업의 재무상태가 좋을 경우, 비재무적 성과 향상을 위한 기업의 노력은 장기적으로 재무성과를 넘어서는 추가적인 기업가치를 제공할 것이다.	채택
한진환·연경화 (2012)	윤리경영과 기업성과간의 관계	윤리경영지수가측정된 회사 330개사	기업의 윤리경영 → 기업성과 (+)	채택
			기업지배구조: 기업의 윤리경영과 기업성과 사이의 관계를 조절	채택
임옥빈(2019)	ESG 점수와 기업성과의 관계	한국기업지배구조원 평가 받은 기업	기업의 환경활동 수준 → 당기와 기업가치 (+)	채택
			기업의 사회활동 수준 → 당기와 기업가치 (+)	채택
			기업의 지배구조 수준 → 당기와 기업가치 (+)	채택
			기업의 ESG 등급점수 → 당기와 기업가치 (+)	채택
조성표·손수훈 (2009)	기업의 사회적 성과와 재무적 성과의 관련성	145개 기업(KEJI 자료집에 등재되고 KisValue 회계자료 조회 가능)	기업의 사회적 성과 → 재무적 성과 (+)	채택
			기업의 재무적 성과 → 사회적 성과 (+)	채택
이명순·김용 (2015)	기업의 사회책임경영 활동이 기업가치의 관계	780개 기업 (KIS 정보 있는 가운데 경제정의연구소와 한국지배구조원이 거쳐간 기업)	ESG 점수 → 다음 연도 기업가치 (+)	채택
			KEJI 지표 → 다음 연도 기업가치 (+)	채택
			기업의 사회책임경영활동과 기업특성 변수들이 기업가치에 미치는 영향은 다르다.	채택
			기업의 사회책임경영활동을 대리하는 변수에 따라 기업가치에 미치는 영향은 다르다.	기각

정강원(2020)	기업의 사회적 책임 수행과 재무적 성과 간의 관계	502개 기업(경제정의연구소와 한국지배구조원의 평가가 동시에 이뤄진 기업)	사회책임경영 → 기업가치 (-)	기각
			사회책임경영 → 기업의 재무 및 회계 성과 (-)	기각
			기업의 재무적 성과 → 사회책임경영 (+)	기각
오근해·윤평구·강승모(2012)	기업의 윤리경영 수행성과와 기업가치 간의 관계	991개 기업(경제정의연구소의 지수 상위 200개 기업, 한국기업지배구조원 ESG 평가 A+, A, B+ 등급 해당 기업 중복 포함)	윤리경영수행성과가 높은 기업은 기업가치도 높게 나타날 것이다.	채택
			윤리경영수행성과는 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.	기각
			기업가치가 높은 기업이 윤리경영도 잘 수행할 것이다.	채택
			윤리경영수행성과가 높은 기업은 재무적 성과도 높게 나타날 것이다.	부분채택
			윤리경영수행성과는 재무적 성과에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.	부분채택
			재무적 성과가 높은 기업이 윤리경영도 잘 수행할 것이다.	기각
오덕교·이기훈·신범철·이의영 (2013)	대기업, 중소, 중견기업의 사회책임경영 실태 차이	710개 기업(금융기관 제외, 지주회사 제외; 중소기업 117사, 중견기업 331사)	중소, 중견기업의 ESG 점수는 대기업보다 우수하지 않을 것이다.	채택
			중견기업의 ESG 점수는 중소기업보다 우수할 것이다.	부분채택
			중소, 중견기업의 지배구조 대항목 점수는 대기업보다 우수하지 않을 것이다.	부분채택
			중견기업의 지배구조 대항목 점수는 중소기업보다 우수하지 않을 것이다.	부분채택
			중소, 중견기업의 사회책임경영 대항목 점수는 대기업보다 우수하지 않을 것이다.	채택
			중견기업의 사회책임경영 대항목 점수는 중소기업보다 우수할 것이다.	부분채택
			중소, 중견기업의 환경경영 대항목 점수는 대기업보다 우수하지 않을 것이다.	부분채택
			중견기업의 환경경영 대항목 점수는 중소기업보다 우수할 것이다.	부분채택
			중소, 중견기업의 지배구조 실태는 대기업보다 우수하지 않을 것이다.	부분채택
			중견기업의 지배구조 실태는 중소기업보다 우수할 것이다.	부분채택
			중소, 중견기업의 사회책임경영 실태는 대기업보다 우수하지 않을 것이다.	부분채택
			중견기업의 사회책임경영 실태는 중소기업보다 우수할 것이다.	부분채택
			중소, 중견기업의 환경경영 실태는 대기업보다 우수하지 않을 것이다.	부분채택
			중견기업의 환경경영 실태는 중소기업보다 우수할 것이다.	부분채택

Kim et al.(2013)	기업의 CSR 점수와 재무적 성과 간의 관계	MSCI 지수가 있는 국내 상장사 100개	국내 기업 CSR 점수 → 기업의 재무적 성과 (+)	채택
기업의 크기와 기업의 정보공개 간의 관계				
Dunne and McBrayer(2019)	Relationship between corporate's Interest for cost of debt and its transparency on CSR disclosure	Final sample of 16113 firm-year observations for 3018 unique firms	Small firms → debt costs (+) transparent ESG disclosure strategies → debt costs (-) The reduction in debt costs for firms with transparent ESG disclosure policies is most pronounced for small firms with transparent disclosure policies	채택 채택 채택
Drempetic, Klein and Zwergel(2019)	Influence of firm size on the ESG score	3828 companies from period between 2004 and 2015	Company size → the resources for providing ESG data (+) Resources for providing ESG data → data availability in the ESG database of the rating agency (+) Company size → data availability in the ESG database of the rating agency (+) Data availability in the ESG database of the rating agency → the ESG score (+) Increased resources for providing ESG data → the ESG score (+) Company size from the previous year → the ESG score (+) Company size directly and indirectly influence the ESG score by means of resources for providing ESG data and data availability in the ESG database. Company size, data availability, and resources for providing ESG data → on the Greenhouse Gas Intensity (-)	채택 채택 채택 채택 채택 채택 채택 채택 부분채택
기업의 크기와 비재무적 기업성과 간의 관계				
Meznar and Nigh(1995)	기업의 규모와 정보 공개 및 기업의 공공활동에 관한 관계	405개의 다국적 기업에 대한 설문조사 결과	기업의 규모 → 기업의 공공 활동에 있어 보호 작용 (+) 기업의 규모 → 기업의 공공 활동에 있어 연결 작용 (+) 자원의 중요도 → 기업의 공공 활동에 있어 보호 작용 (+) 자원의 중요도 → 기업의 공공 활동에 있어 연결 작용 (+) 정보 공개 정도 → 기업의 공공 활동에 있어 보호 작용 (+) 정보 공개 정도 → 기업의 공공 활동에 있어 연결 작용 (+) 기업의 규모 → 정보 공개 정도 (+)	채택 채택 채택 채택 기각 기각 채택

Naver and Slater(1990)	기업의 크기와 재무적 성과 간의 관계	서구권의 주요 140개 회사들에 대한 설문지 결과	기업의 크기 → 재무적 성과 (+)	채택
Halme and Korpela(2014)	중소기업의 자원과 지속가능성을 위한 혁신 노력 간의 관계	덴마크, 노르웨이, 스웨덴, 핀란드, 아이스랜드의 혁신 중소기업 13개에 대한 설문 및 자료수집 결과	자원의 존재 → 기업의 지속가능성을 위한 혁신 노력 (+)	채택
			지속가능한 혁신을 꾀하는 기업은 산업에 대한 이해라는 자원이 필요하다.	채택

4. 선행연구의 시사점

이상의 선행연구 검토를 통해 기업의 ESG 평가와 재무적 성과 간의 관계를 분석한 연구 및 기업의 ESG 평가 결과와 기업규모별 현황을 조사한 연구가 존재함을 확인하였다. 그러나 이 둘을 연계하여 기업규모별로 ESG 평가결과와 재무성과와의 관계를 분석한 연구는 많지 않다. 선행연구에서 기업 규모에 따라 기업의 활동과 성과는 물론(Lopez-Perez et al., 2017; Baumann-Pauly et al., 2013; Brammer et al., 2012) 정보공개에도 큰 차이가 나타날 수 있다는 것을 확인하였다(Drempetic et al., 2019; Dunne et al., 2019).

정부에서도 정책을 수립·집행함에 있어 중소기업의 참여기회를 확대하고 공정한 경쟁환경을 조성하기 위해 다양한 지원정책을 제공하고 있다. 신성장 동력으로서 혁신형 중소기업을 육성하기 위한 벤처기업 정책, 대기업과의 경쟁에서 소외될 여지가 있는 기업을 독려하기 위한 중견기업 지원정책 등 차별화된 중소기업 지원정책을 시행하고 있다. 그러나 고객 지향성 측면에서 정책효과성을 살펴본다면 기업의 규모가 단순히 주어진 조건으로서 재무 및 비재무적 성과 간의 관계에 선행적 기여를 하고 있는지는 확실치 않다. 이에 본 연구에서는 기업의 규모에 따라 ESG 평가결과와 기업가치와 같은 비재무 및 재무성과 간의 관계를 축적된 자료를 통해 시계열적으로 검증하고자 패널분석을 실시하였다.

Ⅲ. 연구 설계 및 분석 방법

1. 연구 가설의 설정

본 연구는 기업의 비재무적 성과와 재무적 성과 간의 관계에 기업 규모가 영향을 미칠 것이라는 가정 하에 기업 규모별로 ESG의 각 요소가 재무적 성과와 갖는 관계를 분석하고자 한다.

1) 기업 규모별 ESG 성과와 재무적 성과

첫 번째 가설은 기업의 ESG 성과와 현재 재무적 성과 간의 관계를 살펴보고자 한다. 기업의 ESG 성과와 재무적 성과에 대해서는 상반된 연구결과가 존재한다. 양자가 정의 상관관계를 갖는다는 연구로는 오근혜 등(2012), 정강원(2020), 조성표 등(2009), 민재형 등(2014)의 연구 등이 있다. 한편 기업의 ESG 성과와 재무적 성과가 음의 상관관계를 갖는다는 Jensen(2001), Brammer et al.(2005)의 연구도 존재한다. 따라서 본 연구에서는 기업의 규모별로 그 관계에 있어 어떠한 차이가 있는지를 분석해 보고자 한다.

기업 규모가 기업의 사업 활동과 성과에 핵심적인 영향을 미치는 요소라는 선행연구들을 바탕으로(Drempetic et al., 2019; 오덕교 등, 2013; Lopez-Perez et al., 2017; Baumann-Pauly et al., 2013; Brammer et al., 2012), 우선 기업 규모별로 가설을 구분하여 ESG 성과와 재무적 지표간의 상관관계를 분석하여, 기업의 규모에 따라 ESG 성과와 재무적 성과 간의 관계성이 나타나는 방향과 정도도 달라질 수 있는지를 확인하고자 한다.

가설 1: 기업 규모별 ESG 성과와 재무적 성과는 유의한 상관관계가 있을 것이다.

가설 1-a: 대기업의 경우 ESG 성과가 좋은 기업이 그렇지 못한 기업보다 재무적 성과가 더 좋을 것이다.

가설 1-b: 중견기업의 경우 ESG 성과가 좋은 기업이 그렇지 못한 기업보다 재무적 성과가 더 좋을 것이다.

가설 1-c: 중소기업의 경우 ESG 성과가 좋은 기업이 그렇지 못한 기업보다 재무적 성과가 더 좋을 것이다.

2) 기업 규모별 ESG 성과와 장기 기업가치

가설 2 는 기업의 ESG 성과와 기업의 장기가치 간의 관계를 확인하고자 한다. 이는 ESG 성과와 기업의 장기가치가 정의 상관관계를 갖는다는 오상희 등(2019), 한진환 등(2012), 민재형 등(2015)의 연구에 기업의 규모를 적용하여, 기업의 규모별로 그 관계에 있어 차이가 있는지 확인하는 것을 목적으로 한다. 기업 규모가 기업의 사업 활동과 성과에 유의한 영향을 미치는 요소라는 가정 하에 가설 2를 기업의 규모에 따라 세분화하여 ESG 성과와 장기 기업가치에 미치는 영향의 강도와 방향성을 살펴보고자 한다.

가설 2: 기업 규모별 ESG 성과와 기업의 장기가치는 유의한 상관관계가 있을 것이다.

가설 2-a: 대기업의 경우 ESG 성과가 좋은 기업이 그렇지 못한 기업보다 장기 기업가치가 더 클 것이다.

가설 2-b: 중견기업의 경우 ESG 성과가 좋은 기업이 그렇지 못한 기업보다 장기 기업가치가 더 클 것이다.

가설 2-c: 중소기업의 경우 ESG 성과가 좋은 기업이 그렇지 못한 기업보다 장기 기업가치가 더 클 것이다.

3) 기업 규모별 ESG 성과와 기업의 단기가치

가설 3 은 기업의 ESG 성과와 기업의 단기가치 간의 관계를 확인하고자 한다. 이는 ESG 성과와 기업의 단기가치가 양의 상관관계를 갖는다는 임옥빈(2019) 및 ESG 성과와 단기가치가 음의 상관관계를 갖는다는 민재형 등(2014)의 상반된 연구 결과에 대해 기업의 규모별로 그 관계에 있어 차이가 있는지를 확인하고자 한다. 가설3은 각 3-a, 3-b, 3-c로 나누어,

기업의 규모에 따라 ESG 성과와 단기 기업가치 간의 관계가 나타나는 방향과 강도도 달라질 수 있는지를 분석하고자 한다.

가설 3: 기업 규모별 ESG 성과와 기업의 단기가치는 유의한 상관관계가 있을 것이다.

가설 3-a: 대기업의 경우 ESG 성과가 좋은 기업이 그렇지 못한 기업보다 단기 기업가치가 더 클 것이다.

가설 3-b: 중견기업의 경우 ESG 성과가 좋은 기업이 그렇지 못한 기업보다 단기 기업가치가 더 클 것이다.

가설 3-c: 중소기업의 경우 ESG 성과가 좋은 기업이 그렇지 못한 기업보다 단기 기업가치가 더 클 것이다.

2. 연구모형

1) 변수의 조작적 정의

(1) 비재무적 성과와 재무적 성과

본 연구에서 활용한 비재무적 성과는 한국기업지배구조원의 ESG 평가 결과이다. ESG 평가등급은 기관마다 약간씩 차이가 있으나 한국기업지배구조원의 등급은 A+, A, B+, B, C, D로 총 6단계로 나뉘져 있으며,²⁶⁾ ESG 성과의 높낮이는 B+ 등급을 준거점으로 하여 그 이상은 높은 것으로, 그 이하를 낮은 것으로 분류하였다.

본 연구에서 ‘재무적 성과’는 자기자본이익률(Return on Equity; ROE)로 정의하였다. ROE는 회사의 자산과 부채를 뺀 순수 자본을 당기순익으로 나누어 계산한 값으로, 회사의 시가총액과 무관하게 자기자본으로 이익을 얼마나 벌었는지에 관한 이익창출 능력을 나타낸다. ROE는 다양한 재무지표 중에서도 기업의 수익성을 판단할 수 있는 주요 지표이다. 다수의 선행 연구에서도 ROE를 재무적 성과의 대리지표로 사용하였다(민재형 등, 2014; Fiegenbaum, 1990). 본 연구에서는 재무적 성과를 보다 강건하게

26) 최고 등급인 S를 별도로 책정하는 기준은 최근 채택되어 A+로 보았음.

분석할 수 있도록 연도별 중앙값을 기준으로 상위 40% 이상의 기업과 상위 60% 미만의 기업을 대상으로 하여, 상위 40% 이상은 재무상태가 좋은 기업으로, 상위 60% 미만은 재무상태가 좋지 않은 기업으로 분류하였다.

한편, '장기 기업가치'를 평가하기 위하여 Tobin's Q를 활용하였다. Tobin's Q는 기업의 시장 가치와 실물자본 대체비용과의 비율로서, 시가 총액과 부채총계를 총자산으로 나눈 값이다. Tobin's Q는 기업의 경영성과를 측정하기 위해 널리 활용되고 있으며, 다수의 선행연구에서 기업의 장기가치를 평가하는 변수로 활용했다(민재형 등, 2019; 나영 등, 2011, 민재형 등, 2015; 오상희 등, 2019; 조성택, 2017). Tobin's Q가 크다는 것은 적은 비용으로 높은 시장가치를 획득할 수 있음을 의미한다. 본 연구에서는 1년 단위로 책정되는 ESG 등급 평가에 매칭될 수 있도록 연평균 값을 기준으로 Tobin's Q 1.05 이상의 기업은 기업가치가 높은 기업으로, 0.95 이하의 기업은 기업가치가 낮은 기업으로 분류하였다.

마지막으로, '단기 기업가치'를 평가하기 위하여 연간 주가수익률(1 Year Return; Yearly Price Earnings Ratio)을 이용하였다.²⁷⁾ 주가수익률은 주식의 시장가치를 판단하기 위하여 사용되는 지표로, 주가를 주당순이익(Earning Per Share; EPS)로 나눈 값이다. 이는 단기적인 주식가치를 측정하기 위하여 널리 활용되는 값이며, 다수의 선행연구에서도 주가수익률을 단기 기업가치의 대리변수로 활용했다(민재형 등, 2019). 본 연구에서는 1년 단위로 산정되는 ESG 등급 평가에 대응될 수 있도록 연평균 주가수익률을 기준으로 하였다.

27) 연간 주가수익률은 연간 시장가치의 변화율이라고 할 수 있으며, 이는 시장이 평가하고 있는 기업의 가치를 가장 쉽게 확인할 수 있는 지표이다. 이는 회계상 가치로 대변되는 당해연도 수익률이나 현금흐름과는 달리 시장에서의 평가 그 자체를 측정한 값이다. 본 연구에서는 장기 기업가치를 시장가치를 회계가치로 나눈 Tobin's Q로 본 만큼, 이에 대응되는 단기 지표 또한 회계상 가치가 아닌 시장가치로 반영하고자 하여 연간 주가수익률을 기업의 단기 기업가치로, 회계상 수익률을 기업의 재무성과로 설정하였다.

(2) 기업의 규모

기업의 규모를 판단하는 기준에는 종업원 수, 자산총액, 자기자본, 평균 매출액 등 다양한 기준들이 있고, 법적으로는 이러한 기준을 고려하여 ‘대기업’, ‘중견기업’, ‘중소기업’의 정의를 내리고 있다. 그러나 비재무적 성과와 재무적 성과 간의 관계를 고찰하는 연구 목적을 고려하여 분석모형에는 재무 상태를 기준으로 기업 규모를 분류하였다. 자산규모 10조원 이상은 ‘대기업’, 이를 제외한 기업 중 업종과 무관하게 평균매출액이 연평균 1,500억원 이하인 경우 ‘중소기업’, 그리고 나머지를 ‘중견기업’으로 분류하였다.

2) 연구모형의 설계

가설 검증을 위해 우선 기업규모별로 재무성과가 좋은 기업군과 낮은 기업군 간, 장기 기업가치가 좋은 기업군과 낮은 기업군 간, 단기 기업가치가 좋은 기업군과 낮은 기업군 간에 유의한 차이가 있는지 검증하기 위해 T-Test 분석을 수행하였다.

다음은 여타 영향요인을 통제한 후 비재무적 성과와 재무적 성과 간의 관계만을 파악하기 위해서 아래의 〈수식 1〉의 모형으로 회귀분석을 수행하였다. 기업의 규모는 정보공개(Drempetic et al., 2019), 기업성과(Baumann-Pauly et al., 2013), 기업 이미지 개선(Lopez-Perez et al., 2017), 기업의 사회적 책임(Brammer et al., 2006) 등에 영향을 미친다는 선행연구가 존재하고, 정부에서도 기업의 규모에 따라 차별화된 지원정책을 적용하고 있을 뿐 아니라, 자원의 확보나 정보의 우위가 기업의 규모와 유의한 관계가 있다는 연구 결과가 있으므로(Naver et al., 1990; Meznar et al., 1995), ESG와 재무지표와의 관계에 있어서도 기업의 규모에 따른 차이를 추정할 수 있다. 따라서 중소기업, 중견기업, 대기업으로 각각 집단을 나누어 각 표본에 대하여 패널회귀분석을 수행하였다. 나아가, 기업 규모에 따른 고유의 특성으로 인하여 회귀계수의 편향을 발생할 수 있다는 우려에 따라, 기업규모를 통제한 고정효과모형(Fixed Effect Model)을 적용하였다.

〈수식 1〉 가설 1, 2, 3 검증을 위한 회귀모형

$$Y_i = \beta_{0ij} + \beta_{1ij}ESG + \beta_{2ij}B + \beta_{3ij}VOL + \beta_{4ij} \leq V + \sum_{k=5}^{13} \beta_{kij}SECTOR_k + \sum_{k=14}^{23} \beta_{kij}YEARS_k + \epsilon$$

종속변수(Y_i): Y1: ROE Percentage, Y2: Tobin's Q, Y3: log(1year Return)

j: 1=중소기업, 2=중견기업, 3=대기업

ESG: 한국기업지배구조원의 ESG 통합등급 혹은 세부등급(ENV, SOC, GOV)

BETA: 주 단위 주가수익률로 계산한 1년 단위 코스피 지수 대비 베타값

VOL: 일 단위 주가수익률로 계산한 1년 단위 주가 변동성

LEV: 자산규모 대비 부채의 비율

SECTOR: 산업더미(9개 대분류)

YEAR: 연도더미(2011-2020년)

ϵ : 오차항

통제변수로는 민재형 등(2015, 2019), 손지연(2018)의 연구와 마찬가지로 기업크기, 베타값, 변동성, 부채비율, 연도더미, 산업더미를 추가하였다. 연간 주가수익률의 경우 최소값이 -99.66%, 최대값이 1612.71%로 그 변동성의 폭이 지나치게 커서 로그로 전환하였다.

3. 자료의 수집

본 연구에 사용된 재무변수는 블룸버그 터미널(Bloomberg Terminal)에서, ESG 성과 변수는 한국기업지배구조원의 ESG 평가등급 자료를 활용하였다. 블룸버그 터미널은 전세계적으로 기업의 공시 회계와 재무 자료를 모두 종합하는 데이터베이스로, 금융 관계자들이 가장 널리 사용하고 있는 자료이다(Moreale et al., 2018). ESG 평가와 관련하여 국내에서는 한국기업지배구조원, 경제정의실천시민연합, 서스틴베스트 등 다양한 민간기관에서 각자 개발한 평가모형을 바탕으로 국내기업 대상 ESG 등급을 측정하고 있지만, 한국기업지배구조원의 ESG 평가등급은 국내에서 활용되고 있는 ESG 평가 가운데 상당히 공신력이 있는 지표로 알려져 있으며, 기존 논문에서도 가장 빈번하게 인용되고 있다(오상희 등, 2019; 민재형·김범석, 2019; 임옥빈, 2019; 오덕교 등, 2013; 황진수·임종옥, 2016). 한국기

업지배구조원의 ESG 평가모형은 OECD 기업지배구조 원칙과 ISO26000 등 국제기준을 따르되 국내의 실정에 맞게 ESG 모범규준과 국내 법제도를 고려하여 재조정된 모형이다.²⁸⁾ 평가모형의 체계는 환경, 사회, 지배구조로 분류하여, 각 요소 간 세부 평가항목을 배치하는 방식으로 구성된다. 각 요소별로 평가하는 세부항목은 다음과 같다.²⁹⁾ 2021년 현재 한국기업지배구조원의 ESG 평가는 S, A+, A, B+, B, C, D로 총 7단계로 부여된다.

〈표 2〉 한국기업지배구조원 ESG 평가모형 세부항목

평가 영역	대분류	중분류
환경	리더십과 거버넌스	환경경영 리더십
		환경경영 전략 및 목표
		환경경영 거버넌스
	위험 관리	환경 위험과 기회의 식별, 평가 및 관리
		기후변화 위험 및 기회
		위험관리체계
	운영 및 성과	(설계) 친환경 제품 및 서비스
		(조달/구매/유통) 친환경 공급망
		(생산) 친환경 사업장
		성과 관리
		환경회계
	이해관계자 소통	생태계 보전
		이해관계자 설정
		이해관계자 대응 활동
사회	리더십과 거버넌스	환경정보 공개
		리더십
		전략과 방침
		조직과 의사결정
		기업문화

28) 한국기업지배구조원의 ESG 평가는 1) ESG 위험을 최소화하기 위한 시스템이 잘 갖추어져 있는지 18개 대분류, 281개 핵심평가항목의 기본평가, 2) 기업가치 훼손 우려가 높은 ESG 관련 이슈 발생 여부를 확인하기 위한 58개 핵심평가항목의 심화평가로 구성된다(한국기업지배구조원, 2021).

29) [보도자료] 한국기업지배구조원, 2021.8.5., 개정 ESG 모범규준 공개, (최신 분류체계로 업데이트).

지배구조	비재무 위험 관리	비재무 위험의 통합적 관리
		비재무 위험과 기회의 인식
		비재무 위험 대응
	운영 및 성과	인권
		노동관행
		공정운영관행
		지속가능한 소비
		정보보호
	이해관계자 소통	지역사회 참여 및 개발
		이해관계자 참여
	이사회 리더십	정보 공개
		이사회의 역할과 책임
		이사의 역할과 책임
		이사회의 구성
		사회이사
		이사회의 운영
		이사회 내 위원회
	주주권 보호	주주의 권리
		주주총회
	감사	내부 감사
		외부 감사
	이해관계자 소통	주주 및 이해관계자와의 직접 소통
		정보공개

〈표 3〉 한국기업지배구조원 ESG 평가 기준

지배구조원 등급체계	등급의 의미
S	한국기업지배구조원이 기업지배구조·사회·환경 모범규준에서 제시한 체계를 매우 충실히 갖추고 있으며 ESG 리스크로 인한 주주 가치 훼손 여지가 매우 적음
A+	한국기업지배구조원이 기업지배구조·사회·환경 모범규준에서 제시한 체계를 충실히 갖추고 있으며 ESG 리스크로 인한 주주 가치 훼손 여지가 상당히 적음
A	한국기업지배구조원이 기업지배구조·사회·환경 모범규준에서 제시한 체계를 적절히 갖추고 있으며 ESG 리스크로 인한 주주 가치 훼손 여지가 적음
B+	한국기업지배구조원이 기업지배구조·사회·환경 모범규준에서 제시한 체계를 갖추기 위한 노력이 다소 필요하며, ESG 리스크로 인한 주주 가치 훼손 여지가 다소 있음
B	한국기업지배구조원이 기업지배구조·사회·환경 모범규준에서 제시한 체계를 갖추기 위한 노력이 많이 필요하며, ESG 리스크로 인한 주주 가치 훼손 여지가 있음
C	한국기업지배구조원이 기업지배구조·사회·환경 모범규준에서 제시한 체계를 갖추기 위한 노력이 절대적으로 필요하며, ESG 리스크로 인한 주주 가치 훼손 여지가 큼
D	한국기업지배구조원이 기업지배구조·사회·환경 모범규준에서 제시한 체계를 거의 갖추지 못하며, ESG 리스크로 인한 주주 가치 훼손의 현실화가 우려됨

2011년 이후부터 최근 2020년까지 연도별 ESG 등급 부여 현황은 아래 〈표 4〉와 같다. 이를 살펴보면 A와 A+에 해당하는 기업의 비중이 해마다 증가하는 것으로 보인다. 기업들의 ESG 성과에 대한 관심과 기업의 개선 노력이 증가함에 따라 이러한 현상이 나타나는 것으로 추정할 수 있다.

〈표 4〉 연도에 따른 한국기업지배구조원 ESG 평가 분포

연도	A	A+	B	B+	B이하	C	D	총합
2011	39	11	0	58	417	0	0	525
2012	37	6	0	79	538	0	0	660
2013	33	6	0	90	560	0	0	689
2014	43	2	0	88	558	0	0	691
2015	27	1	0	77	587	0	0	692
2016	33	8	0	106	562	0	0	709
2017	38	5	0	115	574	0	0	732
2018	41	8	0	100	577	0	0	726
2019	50	7	308	139	0	336	35	875
2020	93	16	319	147	0	306	27	908
총표본수	140	29	434	339	748	427	50	2167

해외의 ESG 평가지표에는 MSCI의 지수, DJSI의 지수, FTSE4Good의 지수 등이 있으나, 그 중에서도 MSCI ESG 지수를 따르는 펀드 운용 자금 규모만 1,000억 달러가 훌쩍 넘을 정도로 MSCI 지수는 투자업계에서 막강한 영향력을 행사하고 있다.³⁰⁾ MSCI 지수는 유럽 시장에 국한되는 FTSE4Good 지수나 후발주자인 DJSI에 비해 가장 역사가 오래되고 ESG 영역별 등급도 별도로 부여하는 등 평가지표로서 공신력을 인정받고 있다. MSCI에서 평가하는 주요 항목은 한국기업지배구조원의 ESG 평가기준과 상당히 유사한 것으로 볼 수 있다(〈부록 1〉 참조).³¹⁾

따라서 한국기업지배구조원의 ESG 평가등급에 대한 기준타당도를 확인하기 위해 이미 국제적으로 타당성이 입증된 MSCI ESG 평가지수와 상관계수 분석을 진행하였다. MSCI ESG 평가는 AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC로 총 7단계로 한국기업지배구조원의 등급계층 수와 동일한 구조를 가지고 있다. 양자가 형태는 다르지만 평가 결과에 따라 값을 매기는 순위형 변수 형태를 띠고 있으므로 스피어만 상관계수(Spearman Correlation Coefficient) 분석을 수행하였다. 2020년 한국기업지배구조원의 ESG 평가자료가 존재하는 기업 표본 수는 908개이고, 이 가운데 MSCI ESG 평가 등급이 존재하는 국내 소재 기업은 총 94개이며, 두 측정 지표에 서로 상응하는 등급을 연결한 결과는 〈표 5〉과 같다. 상관관계 분석결과 상관계수는 0.459, (p-value <0.001)로 통계적으로 유의한 상관관계를 보여주었다. 대기업 위주의 분석 결과이지만, 한국기업지배구조원의 ESG 평가도 MSCI와 유사한 정도의 타당성을 갖는다고 해석할 수 있다.

30) MSCI는 2003년부터 매년 전세계 약 8,500여개 상장기업을 대상으로 ESG 경영 현황을 평가해 등급을 매기고 있으며, 공개정보를 기반으로 평가를 실시하고 피평가 대상 기업은 검증과정에 참여하게 된다(매일경제, 2021.4.20., “ESG 성적표 잘 받는 법...글로벌 3대 지수를 기억하라,” <https://www.mk.co.kr/news/business/view/2021/04/381138/>).

31) MSCI, 2020, *MSCI ESG ratings*.

〈표 5〉 2020년 한국기업지배구조원 ESG 등급과 MSCI ESG 등급 책정 결과 비교³²⁾

한국기업지배구조원 ESG 등급	한국기업지배구조원 등급별 기업 표본수	한국기업지배구조원 등급과 MSCI ESG 등급이 있는 기업의 표본수
D	27	0
C	306	4
B	319	9
B+	147	29
A	93	47
A+	16	5
총표본수	908	94
MSCI ESG 등급	기업 표본수	평균 총자산 (억원)
CCC	7	2,075,786
B	23	3,773,985
BB	22	2,279,972
BBB	24	7,568,850
A	11	11,911,723
AA	6	13,337,169
AAA	1	1,701,424
총표본수	94	5,807,418

본 연구에 포함된 한국기업지배구조원의 ESG 통합평가 자료는 2011년부터 2020년까지로, 2020년 기준 ESG 평가가 진행된 기업 수는 총 1016개이며, 총 표본 수는 총 7829개이다. 기초통계량 분석에는 해당 데이터를 전부 활용한 반면, 회귀분석에는 한국기업지배구조원 기준 ESG 통합 등급 평가가 누락되거나, 블룸버그 터미널 기준 종속변수(ROE, Tobin's Q, 1-Year Return)가 존재하지 않는 경우는 분석 대상에서 제외했고, 기타 통제변수(Beta, Volatility, Leverage 등)들이 일부 결측의 경우에도 분석 대상에서 제외하였다.

32) 모건스탠리가 전 세계 상장사를 대상으로 평가를 하는 기관이기 때문에 국내 대기업을 위주로 평가가 진행되어 표본의 숫자가 적은 것으로 판단된다. 총 표본의 평균 자산은 대략 580조로 삼성전자(기업코드 5930), LG전자(기업코드 66570), 아모레퍼시픽(기업코드 90430)과 같은 대기업을 대부분이다. MSCI ESG 등급 상 A와 AA 등급의 평균 총자산이 유난히 큰 것은 KB금융(기업코드 105560), 신한지주(기업코드 55550)과 같은 금융지주가 포함되어 있기 때문이다.

Ⅳ. 분석 결과

1. 기초통계분석

한국기업지배구조원의 ESG 등급 평가 대상 표본 전체에 대한 기술통계량은 <표 6>과 같다. ESG 통합 등급의 평균값은 21.28, 환경 부문 등급의 평균값은 24.46, 사회 부문 등급의 평균값은 26.97, 지배구조 부문의 평균값은 26.98로, 사회와 지배구조 요소의 평균점수가 약간 높게 나타났다. 재무적 상태를 나타내는 ROE의 평균값은 - 1.09%였고, ROE 분포는 기업을 ROE 기준 백분위로 나눈 값으로 평균은 49.28%였다. 장기 기업가치를 의미하는 Tobin's Q는 1.176이며, 단기 기업가치를 의미하는 연간 주가수익률은 9.28%였다. 기업의 부채비율 Leverage의 평균값은 3.484, Beta는 0.911, 1년 변동성은 43.25%였다. <표 7>은 기업 규모별 기술통계량을 제시하고 있다.

<표 6> 표본 기술통계

	평균값	표준편차	최소값	최대값
기업수	1016			
표본수	8615			
1년 총매출 (억원)	30,606	117,172	(14)	2,437,714
총자산 (억원)	75,773	354,900	1	6,106,722
ESG (%)	21.28	40.93	0.00	100.00
ENV (%)	24.46	42.99	0.00	100.00
SOC (%)	26.97	44.38	0.00	100.00
GOV (%)	26.98	44.39	0.00	100.00
ROE (%)	(1.09)	45.79	(1263.83)	428.58
ROE 분포 (%)	49.28	27.64	0.10	100.00
Tobin's Q	1.176	0.989	0.236	25.625
1yrRet (%)	9.28	55.70	(99.66)	1612.71
Leverage	3.484	8.254	1.030	475.001
BETA	0.911	0.339	(2.757)	2.548
1년 변동성 (%)	43.25	18.10	5.86	287.35

〈표 7〉 기업 규모별 기술통계

	중소기업				중견기업				대기업			
	평균값	표준 편차	최소값	최대값	평균값	표준 편차	최소값	최대값	평균값	표준 편차	최소값	최대값
기업수	334				743				115			
표본수	1772				5271				786			
1년 총매출(억원)	782	428	(14)	1,498	12,783	21,369	1,501	259,754	212,081	306,418	4,356	2,437,714
총자산 (억원)	1,898	3,158	1	69,357	15,436	19,924	179	99,814	632,081	938,029	100,068	6,106,722
ESG (%)	1.31	11.36	0.00	100.00	19.59	39.69	0.00	100.00	78.23	41.30	0.00	100.00
ENV (%)	3.63	18.72	0.00	100.00	25.01	43.31	0.00	100.00	67.53	46.86	0.00	100.00
SOC (%)	3.40	18.13	0.00	100.00	26.82	44.31	0.00	100.00	81.99	38.45	0.00	100.00
GOV (%)	7.35	26.10	0.00	100.00	25.86	43.79	0.00	100.00	78.73	40.95	0.00	100.00
ROE (%)	(15.53)	80.05	(1224.53)	428.58	2.45	31.01	(1263.83)	163.97	4.95	16.69	(279.57)	70.54
ROE 분포 (%)	35.53	27.19	0.10	100.00	52.44	27.00	0.13	100.00	56.33	23.40	0.41	99.44
Tobin's Q	1.479	1.595	0.290	25.625	1.107	0.756	0.236	16.024	0.978	0.195	0.628	3.279
1yrRet (%)	13.51	65.39	(99.56)	879.55	9.11	54.83	(99.66)	1612.71	0.76	30.92	(72.82)	166.10
Leverage	2.409	3.681	1.030	96.967	3.234	9.259	1.037	475.001	7.271	6.813	1.196	89.492
BETA	0.897	0.404	(2.757)	2.387	0.896	0.318	(0.255)	2.548	1.043	0.295	0.188	2.000
1년 변동성 (%)	53.93	22.82	11.32	273.61	40.91	15.55	5.86	287.35	34.71	9.84	14.24	70.25

대기업의 경우 ESG 통합등급 평균은 78.23, 환경부문 67.53, 사회부문 81.99, 지배구조 78.73으로, 사회부문의 점수가 제일 높게 나타났다. 중견기업의 경우 ESG 통합등급 평균은 19.59, 환경부문 25.01, 사회부문 26.82, 지배구조 25.86로 나타나 세 부문의 평균점수에 큰 차이가 없는 것으로 나타났다. 중소기업의 경우 ESG 통합등급 평균은 1.31, 환경부문 3.63, 사회부문 3.40, 지배구조 7.35로, 지배구조의 평균점수가 제일 높게 나타났다. 대체로 ESG 통합등급의 평균과 각 부문의 평균값은 상관관계가 높지만, 중소기업에서는 두 값 간에 큰 차이가 두드러진다. ESG 통합등급에서 높은 점수를 받기 위해서는 각 부문에서 동시에 높은 점수를 받아야 하는데, 중소기업의 경우 분야별 편차가 크게 나타나 통합등급에 있어 역전 현상이 나타나는 것으로 보인다. ESG 통합등급 기준 기업규모 별로 1.31, 19.59, 78.23 로, 중소기업과 중견기업, 중견기업과 대기업은 확연히 ESG 성과에 두드러진 차이가 있는 것으로 볼 수 있다.

2. 기업 규모별 차이분석

1) 기업 규모별 ESG 성과와 재무적 성과 차이 분석

중소, 중견, 대기업 각각에 대하여 ROE로 대변되는 재무상태와 ESG 등급 간의 관계를 분석한 T-Test 결과는 <표 8>에서 확인할 수 있다. 대기업의 경우 ESG 등급과 재무상태에 따른 집단 간에 통계적으로 유의미한 차이가 없는 것으로 나타났는데, 이는 기존연구나 상식적 기대와는 다른 결과라는 점에서 눈여겨볼 필요가 있다. 환경부문 등급의 경우 ROE 백분율 40% 미만 기업들의 평균이 0.803인 반면, 백분율 60% 초과 기업들의 ESG 통합등급은 0.646으로, 오히려 재무상태가 좋지 않은 대기업들의 환경성과가 좋은 것으로 나타났다.

그러나 중견기업의 경우 재무상태가 좋은 기업의 ESG 평균등급이 높다는 것을 알 수 있다. ROE 백분율 40% 미만 중견기업의 평균은 0.182인 반면, 백분율 60% 초과 중견기업의 사회부문 평균은 0.217로, 두 집단간에 통계적으로 유의한 차이가 있는 것으로 나타났다. 세부적으로 환경부문 등급은 재무상태에 따른 집단간 차이가 유의하게 나타나지 않았으나, 사회부문과 지배구조에 있어서는 재무상태에 따라 유의한 차이가 있는 것으로 나타났다. 중소기업의 경우도 마찬가지로 재무상태와 ESG 등급 간에 집단간 유의한 차이는 나타나지 않았으나, 사회부문과 지배구조에 있어서는 재무상태에 따라 유의한 차이가 있는 것으로 분석되었다.

따라서 중소·중견기업의 경우 사회부문과 지배구조 성과가 좋은 기업이 재무상태도 좋다는 결과를 도출할 수 있는데, 이는 규모가 작은 기업일수록 우수한 사내 복지와 건전한 지배구조 형성이 어려움에도 불구하고, 이러한 요소들이 기업의 성과에 긍정적인 영향을 준다는 선행 연구와도 맞닿아 있다(오덕교 등, 2013). 특히 중견기업에서만 ESG 등급 재무상태에 따른 집단간 차이가 확인되었다는 점은 눈여겨볼 만하다.

비재무적 성과를 향한 노력과 재무적 지표들 간의 관계를 보다 정확하게 파악하기 위하여 베타값, 변동성, 부채비율, 연도더미, 산업더미의 변

수들은 통제하여 회귀분석을 수행한 결과는 <표 9>와 같다. 중소기업과 중견기업의 재무성가에 영향을 미치는 ESG 등급의 계수는 각각 0.16과 0.029로 통계적으로 유의한 정의 관계를 보여준 반면, 대기업의 경우는 유의성이 없는 것으로 나타났다. 재무상태가 좋은 작은 기업들이 ESG 부문에 자원을 배분할 수 있기 때문에 ESG 변수가 유의하게 나타난 것인지, ESG 관련 노력을 기울인 결과 재무상태가 좋은 것인지는 보다 심층적인 연구가 필요하나, 대기업에 비해 중소기업과 중견기업에서 유의미한 상관성이 나타난 것은 기존의 예측과 다르다는 차원에서 주목할 필요가 있다.

T-test와 회귀분석 결과를 종합하여 고려할 때, ‘대기업의 경우 ESG 성과가 좋은 기업이 그렇지 못한 기업보다 재무적 성과가 더 좋을 것이다.’라는 가설 1-a는 기각되었으며, ‘중견기업의 경우 ESG 성과가 좋은 기업이 그렇지 못한 기업보다 재무적 성과가 더 좋을 것이다.’라는 가설 1-b는 채택, ‘중소기업의 경우 ESG 성과가 좋은 기업이 그렇지 못한 기업보다 재무적 성과가 더 좋을 것이다.’라는 가설 1-c는 부분적으로 채택되었다.

〈표 8〉 기업의 규모별 ESG 성과와 재무상태 및 장단기 기업가치 간의 관계

	중소기업			중견기업			대기업		
	ROEp(40%)	ROEp(60%)	T 값	ROEp(40%)	ROEp(60%)	T 값	ROEp(40%)	ROEp(60%)	T 값
표본수	956	321		1787	2052		192	347	
ESG	0.008	0.022	(1.935)	0.182	0.217	(2.703)**	0.813	0.769	1.164
ENV	0.036	0.035	0.075	0.265	0.251	0.933	0.803	0.646	3.825***
SOC	0.024	0.052	(2.584)**	0.248	0.296	(3.336)***	0.839	0.818	0.588
GOV	0.065	0.107	(2.535)*	0.225	0.285	(4.312)***	0.772	0.813	(1.164)
	TobinQ(0.95	TobinQ)1.05	T 값	TobinQ(0.95	TobinQ)1.05	T 값	TobinQ(0.95	TobinQ)1.05	T 값
표본수	650	822		2726	1645		287	101	
ESG	0.018	0.006	2.210*	0.159	0.269	(8.836)***	0.791	0.941	(3.488)***
ENV	0.046	0.021	2.709**	0.229	0.296	(4.882)***	0.767	0.931	(3.657)***
SOC	0.038	0.032	0.557	0.226	0.362	(9.900)***	0.815	0.950	(3.314)***
GOV	0.062	0.080	(1.322)	0.236	0.314	(5.706)***	0.741	0.772	(0.631)
	1yRet(-20%	1yRet)20%	T 값	1yRet(-20%	1yRet)20%	T 값	1yRet(-20%	1yRet)20%	T 값
표본수	389	509		1171	1397		169	146	
ESG	0.013	0.012	0.144	0.211	0.162	3.206**	0.811	0.795	0.358
ENV	0.032	0.039	(0.556)	0.284	0.227	3.239**	0.753	0.655	1.886
SOC	0.028	0.027	0.077	0.282	0.235	2.706**	0.822	0.788	0.778
GOV	0.036	0.068	(2.184)*	0.254	0.232	1.308	0.797	0.774	0.487

주) *, **, ***은 유의수준 5%, 1%, 0.1% 각각에서 통계적으로 유의함을 나타냄

〈표 9〉 기업 규모별 ESG 성과와 재무상태 간의 회귀분석

	중소기업		중견기업		대기업	
	계수	T값	계수	T값	계수	T값
상수	0.430	16.150***	0.558	46.686***	0.573	14.263***
ESG	0.160	2.668**	0.029	3.072**	0.011	0.553
Beta	(0.009)	(0.502)	(0.103)	(7.400)***	(0.147)	(4.181)***
Vol	(0.003)	(10.007)***	(0.001)	(3.767)***	0.000	0.244
Lev	(0.009)	(4.800)***	(0.003)	(6.827)***	(0.004)	(2.781)**
연도더미	포함		포함		포함	
산업더미	포함		포함		포함	
F-Value	11.652		13.424		9.586	
AdjR2	0.124		0.050		0.197	
표본수	1,511		4,957		736	

주) *, **, ***은 유의수준 5%, 1%, 0.1% 각각에서 통계적으로 유의함을 나타냄

2) 기업 규모별 ESG 성과와 장기 기업가치 차이 분석

중소기업, 중견기업, 대기업 각각에 대하여 Tobin's Q로 대변되는 장기 기업가치에 따른 ESG 등급 간 차이를 분석한 T-Test 결과는 〈표 8〉에서 확인할 수 있다. 대기업, 중견기업, 중소기업 모두 장기 기업가치와 ESG 등급 간에 유의미한 차이가 있음이 확인되었으며 이는 기존 연구와도 궤를 같이하는 것으로 볼 수 있다(오덕교 등, 2013). 그러나 사회적 책임은 중견기업과 대기업의 경우 장기적 재무가치에 따른 집단간 차이가 유의하게 나타났으며, 지배구조는 중견기업만이 집단간 유의한 차이를 보여주었다. 주목할 만한 부분은 중소기업의 경우 장기 기업가치가 높은 기업들이 오히려 ESG와 환경부문의 평가가 유의하게 낮게 나타난다는 점이다.

기업규모에 따른 ESG 성과가 장기 기업가치에 미치는 영향을 파악하기 위한 회귀분석 결과 ESG의 계수값은 중견기업과 대기업에서 유의한 것으로 나타났다. 즉 중견기업의 경우 ESG 성과는 기업의 장기적인 재무가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있다.

이상의 결과를 종합해보면 '대기업의 경우 ESG 성과가 좋은 기업이 그렇지 못한 기업보다 장기 기업가치가 더 클 것이다.'라는 가설 2-a은 채택

되었고, '중견기업의 경우 ESG 성과가 좋은 기업이 그렇지 못한 기업보다 재무적 성과가 더 좋을 것이다.'라는 가설 2-b도 채택되었으며, '중소기업의 경우 ESG 성과가 좋은 기업이 그렇지 못한 기업보다 장기 기업가치가 더 클 것이다.'라는 가설 2-c는 기각되었다.

〈표 10〉 기업 규모별 ESG 성과와 장기 기업가치 간의 회귀분석

	중소기업		중견기업		대기업	
	계수	T값	계수	T값	계수	T값
상수	0.187	1.219	0.611	18.755***	0.711	20.158***
ESG	(0.265)	(0.767)	0.230	8.850***	0.043	2.500*
Beta	(0.111)	(1.073)	(0.098)	(2.587)**	(0.044)	(1.421)
Vol	0.023	12.092***	0.012	14.832***	0.004	3.369***
Lev	(0.015)	(1.358)	(0.002)	(1.965)*	0.001	0.625
연도더미	포함		포함		포함	
산업더미	포함		포함		포함	
F-Value	21.514		35.906		5.709	
AdjR2	0.214		0.129		0.119	
표본수	1,511		4,957		736	

주) *, **, ***은 유의수준 5%, 1%, 0.1% 각각에서 통계적으로 유의함을 나타냄

3) 기업 규모별 ESG 성과와 기업의 단기가치 차이 분석

중소기업, 중견기업, 대기업 각각에 대하여 연간 주가수익률의 로그값으로 대변되는 단기 기업가치와 ESG 등급 간의 관계를 규명한 T-Test 결과는 〈표 8〉에서 확인할 수 있다. 단기 기업가치와 관련해서는 대기업과 중소기업의 ESG 통합등급은 물론 그 어떤 세부적 부문도 집단간 유의한 차이를 발견하지 못하였다. 그러나, 중견기업의 경우 ESG 통합등급 뿐 아니라 환경과 사회부문의 등급이 집단간 차이가 있는 것으로 확인되었다. 주목할 부분은 단기 기업가치가 낮은 집단에서 오히려 ESG, 환경 사회부문 성과가 유의하게 높은 것으로 나타났다는 점이다.

기업규모에 따른 ESG 성과가 주가수익률에 미치는 영향을 파악하기 위한 회귀분석 결과 ESG의 계수값은 중견기업에서만 유의한 부의 영향을

미치는 것으로 나타났다. 반면, 대기업과 중소기업은 유의한 결과를 얻지 못하였다. 따라서 '중견기업의 경우 ESG 성과가 좋은 기업이 그렇지 못한 기업보다 단기 기업가치가 더 클 것이다.'라는 가설 3-b은 역의 관계가 나타났다고, '대기업의 경우 ESG 성과가 좋은 기업이 그렇지 못한 기업보다 단기 기업가치가 더 좋을 것이다.'라는 가설 3-a 과 '중소기업의 경우 ESG 성과가 좋은 기업이 그렇지 못한 기업보다 장기 기업가치가 더 클 것이다.'라는 가설 3-c는 기각되었다.

〈표 11〉 기업 규모별 ESG 성과와 단기 기업가치 간의 회귀분석

	중소기업		중견기업		대기업	
	계수	t값	계수	t값	계수	t값
상수	0.045	0.912	0.039	2.340*	(0.105)	(2.123)*
ESG	(0.061)	(0.552)	(0.031)	(2.362)*	(0.013)	(0.517)
Beta	(0.027)	(0.826)	(0.123)	(6.326)***	(0.078)	(1.808)
Vol	(0.001)	(1.065)	0.002	5.376***	0.006	3.815***
Lev	(0.012)	(3.638)***	(0.004)	(6.893)***	(0.002)	(1.220)
연도더미	포함		포함		포함	
산업더미	포함		포함		포함	
F-Value	6.851		25.004		8.842	
AdjR2	0.072		0.092		0.183	
표본수	1,511		4,957		736	

주) *, **, ***은 유의수준 5%, 1%, 0.1% 각각에서 통계적으로 유의함을 나타냄

4) 고정효과모형 패널분석

고정효과모형 패널분석 결과는 〈표 12〉에서 확인할 수 있다. 우선 ESG 성과는 ROE로 대표되는 재무성과와 장기 기업가치에 모두에 유의한 정의 영향을 미치는 것으로 나타났지만, 단기 기업가치에는 유의한 부의 영향을 주는 것으로 조사되었다. 한편, 환경부문은 장기 기업가치의 대리변수인 Tobin's Q에는 유의한 정의 영향을, 단기 기업가치인 연간 주가수익률에는 유의한 부의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 사회부문과 지배구조는 ROE와 장기 기업가치에만 유의한 정의 영향을 미치는 것으로 분석되었다.

〈표 12〉 ESG 성과와 단기 기업가치 간의 고정효과모형

1) 재무상태

	Model 1		Model 2		Model 3		Model 4	
	계수	t값	계수	t값	계수	t값	계수	t값
상수	0.001	0.198	0	0.077	0.001	0.133	0	(0.111)
ESG	0.024	2.788***						
ENV			(0.007)	(0.878)				
SOC					0.024	2.989**		
GOG							0.03	3.885***
Beta	(0.073)	(7.081)***	(0.069)	(6.594)***	(0.075)	(7.250)***	(0.076)	(7.416)***
Vol	(0.002)	(10.876)***	(0.003)	(11.219)***	(0.002)	(10.798)***	(0.002)	(10.344)***
Lev	(0.003)	(7.399)***	(0.003)	(7.131)***	(0.003)	(7.260)***	(0.003)	(7.316)***
연도더미	포함		포함		포함		포함	
산업더미	포함		포함		포함		포함	
F-Value	21.447		20.844		21.596		21.689	
AdjR2	0.056		0.056		0.056		0.111	
표본수	7,204		7,090		7,240		7,361	

2) 장기 기업가치

	Model 1		Model 2		Model 3		Model 4	
	계수	t값	계수	t값	계수	t값	계수	t값
상수	0.031	2.176*	0.034	2.289*	0.028	1.963	0.027	1.878
ESG	0.187	6.129***						
ENV			0.11	3.844***				
SOC					0.139	4.955***		
GOG							0.151	5.533***
Beta	(0.083)	(2.264)*	(0.088)	(2.382)*	(0.067)	(1.848)	(0.065)	(1.798)
Vol	0.017	21.91***	0.017	21.82***	0.016	21.37***	0.016	21.659***
Lev	(0.003)	(2.162)*	(0.004)	(2.133)*	(0.004)	(2.621)**	(0.004)	(2.612)**
연도더미	포함		포함		포함		포함	
산업더미	포함		포함		포함		포함	
F-Value	57.714		56.88		56.324		57.739	
AdjR2	0.142		0.142		0.138		0.139	
표본수	7,204		7,090		7,240		7,361	

3) 단기 기업가치

	Model 1		Model 2		Model 3		Model 4	
	계수	t값	계수	t값	계수	t값	계수	t값
상수	0.004	0.419	(0.001)	(0.084)	0.004	0.451	0.004	0.512
ESG	(0.036)	(2.067)*						
ENV			(0.033)	(2.044)*				
SOC					(0.031)	(1.898)		
GOG							(0.003)	(0.212)
Beta	(0.176)	(8.340)***	(0.172)	(8.131)***	(0.168)	(7.971)***	(0.170)	(8.153)***
Vol	0.009	19.939***	0.009	20.269***	0.008	19.279***	0.008	19.415***
Lev	(0.005)	(5.965)***	(0.006)	(5.993)***	(0.005)	(6.800)***	(0.005)	(6.796)***
연도더미	포함		포함		포함		포함	
산업더미	포함		포함		포함		포함	
F-Value	38.895		39.226		37.622		38.527	
AdjR2	0.099		0.102		0.096		0.097	
표본수	7,204.000		7,090.000		7,240.000		7,361.000	

주) *, **, ***은 유의수준 5%, 1%, 0.1% 각각에서 통계적으로 유의함을 나타냄

V. 결론

본 연구는 한국기업지배구조원의 ESG 평가자료를 바탕으로 기업의 규모에 따라 비재무적 ESG 성과를 위한 기업의 노력과 재무상태, 단기 기업 가치, 장기 기업가치의 3가지 재무적 성과 간의 관계를 분석하였다. 분석 결과, 첫째 ESG 등급과 기업규모별 재무적 성과를 검토한 결과, 집단 간 차이는 중견기업에서만 발견되었으나, 회귀분석 결과는 대기업을 제외한 중소·중견기업 모두 통계적으로 유의한 정의 관계를 보여주었다. 둘째, ESG 성과와 장기 기업가치 간의 관계에 대한 분석결과, 대기업, 중견기업, 중소기업 모두 장기 기업가치와 ESG 등급 간에 통계적으로 유의한 차이가 있는 것으로 조사되었으나, 회귀분석 결과는 중견기업과 대기업에서만 유의한 정의 관계가 있는 것으로 나타났다. 특히 중소기업의 경우 오히려 장기 기업가치가 낮은 집단이 ESG 성과가 높은 역의 관계가 나타나 ESG 관련 규제당국이 주목해야 할 부분이다. 셋째, 기업의 단기가치와 관

계에서는 대기업과 중소기업은 유의하지 않았으나 중견기업의 경우 유의한 차이가 있는 것으로 나타났으며 이는 회귀분석에서도 통계적으로 유의한 부의 관계를 보여주고 있다. 전반적으로 ESG 성과와 재무적 지표들 간의 관계는 중견기업에서 가장 확연하고 뚜렷하게 나타났다. 중견기업에서 ESG 성과가 좋은 기업이 재무적 성과와 장기 기업가치도 개선되었지만, 단기 기업가치와는 역의 관계를 보여준 반면, 중소기업과 대기업의 경우 예상과 달리 중견기업만큼 그 관계가 강하게 나타나지는 않았다.

본 연구의 모형은 재무적 성과에 영향을 미치는 인과적 특성보다는 ESG 등급과 기업의 재무성과간의 상관관계에 초점을 두고 분석한 결과이다. 그러나 ESG 성과와 재무지표 간의 인과관계를 세부적으로 살펴보면, 중견기업의 ESG 성과 노력이 재무상태와 장기 기업가치는 제고할 수 있지만, 오히려 단기적으로는 기업가치가 감소하는 방향으로 이어질 수 있음을 유의해서 보아야 할 것이다. 한편, 중소기업과 대기업의 경우 중견기업만큼 그 관계가 강하게 나타나지는 않지만, ESG 성과가 좋은 중소기업이 재무상태도 좋다는 점이 부분적으로 확인되었다. 중소기업과 같이 규모가 작은 기업들은 ESG를 위한 노력 자체에 역력이 없을 뿐만 아니라, 영업활동을 통해 존속하는 것 자체가 중요한 이슈이기 때문에 영업 외의 요소에 주목하기 어려울 수 있다. 대기업은 ESG 성과향상을 위해 이미 많은 노력을 기울여 온 만큼, 시스템이 어느 정도 안착되어 있을 뿐 아니라 가용자원을 활용할 수 있다는 점에서 ESG 노력의 여하가 재무적 지표들에 큰 영향을 주지 않은 것으로 보이지만, 장기적인 차원에서는 기업 가치를 제고하는 데 도움이 될 수 있을 것으로 보인다.

본 연구는 기업 전체에 대한 분석을 진행한 기존의 연구들과 달리 기업의 규모에 초점을 두고 비재무적인 ESG 성과와 추가수익률, Tobin's Q와 같은 재무적 성과의 관계를 고찰하였다는 점에서 의미가 있으며, 특히 이제 막 부상하고 있는 ESG 연구에서 비교적 도외시 되었던 중소기업과 중견기업을 포함하였다는 점에서 특히 주목할 만하다. 최근 중소벤처기업연구원에서는 ESG 확산의 과정에서 정부가 대·중·소간 협력을 유인할 수

있도록 중소기업에 대한 손실리스크를 줄이는 방향의 대응이 필요하다는 보고서가 발간된 바 있다(나수미, 2021). 본 연구에서 도출된 분석 결과는 이러한 정책의 방향과 맥을 같이한다. 정부가 단기적으로는 ESG 환경 변화 아래 중소기업을 보호하여야 하되, 장기적으로는 중소기업의 지속가능 경영에 유인을 제공하여 ESG 차원의 개선을 이끌어야 한다는 것이다. 이는 본 연구의 분석결과인 ESG를 위한 노력이 중견기업의 재무적 성과와 높은 상관관계를 보이며, 단기적으로는 음의 관계에 있지만, 장기적으로는 양의 관계를 보여준다는 결론과 같은 맥락이다. 본 연구는 향후 중소기업정책 방향에 대한 실증적 근거를 제공하였다는 점에서도 의미가 있다.

특히, 장기적으로 ESG 관련 채권 시장이 커지면서 오히려 자금조달에 유리할 수도 있으나, 단기적으로는 ESG 관련 조직 구성 및 관리 필요성 증대로 비용 리스크가 발생할 수밖에 없다. 그러한 차원에서 정부는 ESG 전분야 공시의 의무화에 대하여 세심하게 접근할 필요가 있다. 중소기업 ESG 경영 대응 동향 조사에 따르면 50% 이상이 ESG 경영이 필요하다고 인식하였으나 25.7%에 불과한 중소기업만이 준비되었거나 준비 중이라고 응답했을 뿐 아니라, ESG 경영 도입에 있어 비용부담(37.0%)과 인력부족(22.7%)이 가장 큰 어려움이라고 답하였다(중소벤처기업진흥공단, 2021). ESG 전담 대응 조직을 갖춘 대기업과 달리, 더 작은 규모의 기업들은 ESG 성과를 위한 자금조달조차 어려운 상황일 수 있다. 정부에서 ESG 공시 의무화를 하는 동시에 이들이 자체적으로 ESG 성과를 위한 자금 조달을 부담하도록 압박할 경우, 해당 기업들은 단기적으로 막대한 비용리스크에 직면할 수 있다. 따라서 중소기업이 장기적으로는 지속가능한 경영을 할 수 있도록, ESG 성과 개선을 위한 지지와 지원이 필요할 것이다. 본 연구 결과에 따르면 이러한 지원이 더욱 효과적으로 발휘될 기업들은 중소기업 보다도 중견기업인 것으로 나타났다. 중견기업은 ESG 성과에 있어 중소기업과 대기업 사이에 위치하고 있으나, 경영성과와 ESG 성과와의 관계가 가장 의미있게 나타나는 만큼, 정부에서는 기업의 규모를 고려하지 않은 규제 중심의 ESG 정책 보다는, 대중소기업의 상생을 가능케 할 수 있

도록 규모별로 상이한 지원 방안과 더불어, 지속가능경영 환경 조성을 위한 중견기업 위주의 정책 지원 방안을 고민해 볼 필요가 있을 것이다.

또한 정부는 기업의 규모나 산업군과 무관하게 모든 상장사에 대한 ESG 전분야 공시를 의무화하고자 계획하고 있는데, ESG에 대한 인식도 ESG에 할애할 자원도 부족한 규모가 작은 기업들의 경우 급격한 정책 변화로 인하여 단기적으로 어려움에 처할 수 있다. 의무 공시화 단계를 보다 장기화하는 방향으로 조정한다고 하더라도, 글로벌 차원의 지속가능경영 흐름에 노출된 대기업이 대응하는 과정에서 협력 관계에 있는 소규모 기업들은 직접적인 영향을 받을 수밖에 없다. 지속가능보고서가 현재는 기업의 자율공시 사항으로 되어 있어 일부 대기업 위주로 자사 홈페이지에 이를 공시하고 있을 뿐, 거래소에 이를 공시하는 법인은 제한적이다. 공시 자체도 자율일 뿐 아니라 그 내용 또한 자율에 맡기고 있기 때문이다. 이를 전담하는 부서가 있거나 외부 자문사에 용역을 맡길 수 있는 대기업의 경우가 아니라면, 보고서를 작성하는 것이 쉽지 않다. 현재와 같이 공개 정보의 범위와 내용이 권고 및 평가 기관마다 상이한 경우, 정보가 부족하고 인력이 부족한 기업들에게는 오히려 더 큰 부담으로 작용할 수 있다. 한국거래소에서 올해 초 ESG 정보공개 가이드를 마련하여 ESG 정보공개를 위한 원칙과 보고서 작성 및 권고 공개지표 등을 제시하고 있으나, 여전히 그 기준과 단위가 명확하지 않은 지표들이 다수 있다. 예를 들어, 법규 위반 사고 건수 및 조치 내용의 경우 그 대상 법규나 사고의 범위가 명확하지 않고, 배출집약도 등의 경우 조직과 활동의 범위는 물론 단위 또한 명확히 제시되지 않았다. 정부는 ESG 정보 공시에 필요한 규율체계를 정립하고, 통일된 기준과 원칙을 정할 필요가 있다.

본 연구는 이상에서 기술한 정책적 시사점에도 불구하고 아래와 같은 한계는 향후 연구로 남겨두고자 한다. 본 연구에서는 대기업, 중견기업, 중소기업의 기준을 자산규모와 매출액이라는 재무적 기준에 따라 분류했으나, 법적인 기업 규모의 구분은 재무적인 요소 외에도 종업원수 등의 인프라를 고려하는 만큼, 다양한 기준을 고려하여 집단을 분류하고 집단

간 차이를 파악하는 것도 유익한 시사점을 도출할 수 있을 것으로 보인다. 또한 본 연구에서 확보한 자료가 연도별로 모든 기업의 평가자료를 반영한 것이 아니라, 시점에 따라 포함된 기업의 종류에 따라 개수가 다소 상이하여, 완벽한 패널분석이 불가능하였다. 향후 시차를 고려한 ESG 성과와 재무적 지표 간의 관계를 추적할 수 있는 시계열 패널연구를 진행한다면 기업 규모에 따른 변화 양상까지 확인할 수 있다는 점에서 더 큰 의의가 있을 것이다. 그 외에도 본 연구에서는 연간 주가수익률을 단기 기업가치로, Tobin's Q를 장기 기업가치로 구분하였는데, 중단기 기업가치 평가를 위해 5년간 주가수익률을 기준으로 분석을 진행해본다면 보다 엄밀한 연구가 가능할 것이다.

■ 참고문헌 ■

- 금융위원회·금융감독원·한국거래소, 2021.1.14., “기업 부담은 줄이고 투자자 보호는 강화하는 기업공시제도 종합 개선방안,” 보도자료.
- 금융위원회, 2021.5.24., “「기후변화 관련 재무정보 공개 협의체(TCFD)」에 대한 지지선언과 정책금융기관 간 「그린금융 협의회」 출범으로 녹색금융 추진에 더욱 박차를 가하겠습니다,” 보도자료.
- 김선화·전용기, 2009, “기업의 환경성과와 생산성 간의 양방향적 영향관계,” 『환경정책』, 17(2), p.115-142.
- 나수미, 2021, 『ESG 확산이 중소기업에 미치는 영향 및 지원 방향』, (중소기업 포커스: 제21-14호), 서울: 중소벤처기업연구원.
- 나영·임옥빈, 2011, “ESG 정보의 가치관련성에 관한 실증연구,” 『경영교육연구』, 26(4), pp.439-267.
- 민재형·김범석·하승인, 2015, “기업의 환경, 사회, 지배구조 요인과 재무성과의 관계 공유가치창출의 경험적 근거,” 『경영과학』, 32(1), pp.113-131, DOI: 10.7737/KMSR.2015.32.1.113.
- 민재형·김범석, 2019, “기업의 ESG 노력은 지속가능경영의 당위적 명제인가? 기업의 재무상태에 따른 비재무적 책임 향상 노력의 차별적 효과,” 『경영과학』, 36(1), pp.17-35, DOI: 10.7737/KMSR.2019.36.1.017.
- 민재형·김범석·하승인, 2014, “지속가능경영을 위한 기업의 환경적, 사회적, 지배구조적 요인이 주가수익률 및 기업 가치에 미치는 영향,” 『한국경영과학회지』,

- 39(4), pp.33-49, DOI: 10.7737/JKORMS.2014.39.4.033.
- 매일경제, 2021.4.20., “ESG 성적표 잘 받는 법...글로벌 3대 지수를 기억하라,” <http://www.mk.co.kr/news/business/view/2021/04/381138>.
- 박윤진, 2005, “기업의 사회적 책임(CSR)의 규범화에 관한 국제적 논의 동향,” 『상장』, (7월호), pp.111-113, <http://www.klca.or.kr/KLCADownload/eBook/P5307.pdf?Mode=PC>.
- 손지연, 2018, “ESG 등급이 기업의 장, 단기 경영성과에 미치는 영향,” 석사학위논문, 세종대학교, 서울.
- 오근혜·윤평구·강승모, 2012, “우리나라 기업의 윤리경영이 기업가치 및 재무적 성과에 미치는 영향,” 『금융지식연구』, 10(3), 3-27.
- 오덕교·이기훈·신범철·이의영, 2013, “중소, 중견기업의 사회책임경영의 도입 및 실행에 대한 실증분석,” 『생산성논집(구 생산성연구)』, 27(1), pp.385-418, DOI: 10.15843/kpapr.27.1.201303.385.
- 오상희·이승태, 2019, “ESG 평가요소와 기업가치의 관계에 관한 연구,” 『전산회계연구』, 17(2), pp.2015-223, DOI: 10.32956/kaoca.2019.17.2.205.
- 이명순·김용, 2015, “사회적 책임활동이 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구: 통합지표(ESG와 KEJI)의 비교를 중심으로,” 『상업교육연구』, 29(6), pp.345-374, DOI: 10.34274/krabe.2015.29.6.015.
- 임옥빈, 2019, “비재무적 정보가 기업성과에 미치는 영향: ESG 점수를 중심으로,” 『국제회계연구』, 86, pp.119-144, DOI: 10.21073/kiar.2019.86.006.
- 정강원, 2020, “기업의 사회적 책임과 재무적 성과와의 관계에 관한 연구,” 『기업경영리뷰』, 11(1), pp.15-34.
- 조성택, 2017, “환경성과가 기업수익성에 미치는 영향 분석,” 『환경정책』, 25(2), pp.87-105, DOI: 10.15301/jepa.2017.25.2.87.
- 조성표·손수훈, 2009, “기업의 사회적 성과와 재무적 성과의 관련성,” 『경영연구』, 24(4), pp.121-156.
- 중소기업벤처진흥공단, 2021, 『중소기업 ESG 경영 대응 동향 조사 결과와 정책적 시사점』, (KOSME 이슈포커스: 8호), 진주: 중소기업벤처진흥공단.
- 한국거래소, 2021, 『ESG 정보공개 가이드نس』, 부산: 한국거래소.
- _____, 2021.1.15., “「ESG 정보공개 가이드نس」 제정 및 교육 동영상 제작,” 보도자료.
- 한국기업지배구조원, 2021.8.5., “개정 ESG 모범규준 공개,” 보도자료.
- _____, 2021, 『한국기업지배구조원 ESG 평가 안내』, 서울: 한국기업지배구조원.
- 한진환·연경화, 2012, “윤리경영과 기업성과 간 기업지배구조의 조절효과,” 『디지털융복합연구』, 10(2), pp.133-140.
- 황진수·임종욱, 2016, “대·중소기업간 동반성장이 기업의 사회적 책임과 경영자 회계윤리

- 에 미치는 영향,” 『산업경제연구』, 29(1), pp.435-454.
- Andrew, R. S., K. Jason, M. J. de la Merced, H. Lauren, and L. Ephrat, 2021.3.15., “When doing well means doing good - The SEC is making ESG a priority,” The New York Times, www.nytimes.com/2021/03/15/business/dealbook/sec-esg-priority.html.
- Bae, S. C., K. Chang, and H. C. Yi, 2016, “The impact of corporate social responsibility activities on corporate financing: A case of Bank Loan covenants,” *Applied Economics*, 23(17), pp.1234-1237, DOI: 10.1080/13504851.2016.1148247.
- Barney, J., 1991, “Firm resources and sustained competitive advantage,” *Journal of Management*, 17(1), pp.99-120.
- Baumann-Pauly, D., C. Wickert, L. Spence, and A. Schere, 2013, “Organizing corporate social responsibility in small and large firms: Size matters,” *Journal of Business Ethics*, 115, pp.693-705.
- Brammer, S. and A. Millington, 2005, “Corporate reputation and philanthropy: An empirical analysis,” *Journal of Business Ethics*, 61(1), pp.29-44, DOI: 10.1007/s10551-005-7443-4.
- _____, 2006, “Firm size, organizational visibility, and corporate philanthropy: An empirical analysis,” *Business Ethics: A European Review*, 15(1), pp.6-18, DOI: 10.1111/j.1467-8608.2006.00424.x.
- Brammer, S., S. Hojmosse, and K. Marchant, 2012, “Environmental management in SMEs in the UK: Practices, pressurers, and perceived benefits,” *Business Strategy and the Environment*, 21, pp.423-434, DOI: 10.1002/bse.717.
- Cassells, S. and K. Lewis, 2011, “SMEs and environmental responsibility: Do actions reflect attitudes?,” *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 18, pp.186-199, DOI: 10.1002/csr.269.
- CDP, CDSB, GRI, IIRC, and SASB, 2020, *Statement of intent to work together towards comprehensive corporate reporting*, Retrieved from <https://29kjob3armds2g3gi4lq2sx1-wpengine.netdna-ssl.com/wp-content/uploads/Statement-of-Intent-to-Work-Together-Towards-Comprehensive-Corporate-Reporting.pdf>.
- Chen, K. H. and R. W. Metcalf, 1980, “The relationship between pollution control: Record and financial indicators revisited,” *The Accounting Review*, 55, pp.168-177.
- David, O. and M. Margrit, 2021, *ESG reporting and due diligence obligations introduced in Switzerland*, (Europe ESG Report), International Finance Law Review (IFLR), www.iflr.com/article/b1sq3tqqx4kqnl/esg-reporting-and-due-

- diligence-obligations-introduced-in-switzerland.
- Drempetic, S., C. Klein, and B. Zwergel, 2019, "The influence of firm size on the ESG score: Corporate sustainability ratings under review," *Journal of Business Ethics*, 167(2), pp.333-360, DOI:10.1007/s10551-019-04164-1.
- Dunne, T. C. and G. A. McBrayer, 2019, "In the interest of small business' cost of debt: A matter of CSR disclosure," *Journal of Small Business Strategy*, 29(2), pp.58-71.
- Eccles, R. G. and G. Serafeim, 2013, "The performance frontier: Innovating for a sustainable strategy," *Harvard Business Review*, 91(5), pp.50-60.
- Elena, S. N., 2021.7.16., "EU carbon border tax to target imports from 2026," EU Observer, www.euobserver.com/climate/152460.
- Fiegenbaum, A., 1990, "Prospect theory and the risk-return association: An empirical examination in 85 industries", *Journal of Economic Behavior & Organization*, 14(2), pp.187-203, DOI: 10.1016/0167-2681(90)90074-N.
- Friede, G., T. Busch, and A. Bassen, 2015, "ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies," *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 5(4), pp.210-233, DOI: 10.1080/20430795.2015.1118917.
- Goldman Sachs, 2020, *The future, NOW: Integrating sustainability with purpose across our business*, (Goldman Sachs 2020 sustainability report), New York: Goldman Sachs.
- Gooding, R. Z. and J. A. III. Wagner, 1985, "A meta-analytic review of the relationship between size and performance: The productivity and efficiency of organizations and their subunits," *Administrative Science Quarterly*, 30(4), pp.462-481.
- Hanson, D., 2013, "ESG investing in Graham and Doddsville," *Journal of Applied Corporate Finance*, 25(3), pp.20-31, DOI: 10.1111/jacf.12024.
- Halme, M. and M. Korpela, 2014, "Responsible innovation toward sustainable development in small and medium-sized enterprises: A resource perspective," *Business Strategy and the Environment*, 23(8), pp.547-566, DOI: 10.1002/bse.1801.
- Hassel, L. and H. Nilsson, 2005, "The value relevance of environmental performance," *European Accounting Review*, 14(1), pp.41-61, DOI: 10.1080/0963818042000279722.
- HM Treasury, 2020, *A roadmap towards mandatory climate-related disclosures*, London: HM Treasury.

- House Financial Services Committee, 2019-2020, *H.R.4329 - ESG disclosure simplification act of 2019, 116th Congress (2019- 2020)*, Washington, D.C.: U.S. Government Publishing Office.
- Jensen, M., 2001, "Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function," *Business Ethics Quarterly*, 12(2), pp.235-256, DOI: 10.2307/3857812.
- JP Morgan, 2020, *Environmental, social, and governance report*, New York: JPMorgan Chase & Co.
- Khan, M., G. Serafeim, and A. Yoon, 2016, "Corporate sustainability: First evidence on materiality," *The Accounting Review*, 91(6), pp.1697-1724, DOI: 10.2139/ssrn.2575912.
- Kim, J. W., S. G. Chung, and C. K. Park, 2013, "Corporate social responsibility and financial performance:The impact of the MSCI ESG ratings on Korean firms," *Journal of the Korea Academia-Industrial Cooperation Society*, 14(11), pp.5586-5593, DOI: 10.5762/KAIS.2013.14.11.5586.
- Lee, W. S., J. Heo, and J. H. Moon, 2017, "The effect of corporate social responsibility on the risk of airlines: Moderating the effect of firm size," 『관광연구저널』, 31(4), pp.77-84, DOI: 10.21298/IJTHR.2017.4.31.4.77.
- Lopez-Perez, M. E., I. Melero, and F. Javier Sese, 2017, "Management for sustainable development and its impact on firm value in the SME context: Does size matter?," *Business Strategy and The Environment*, 26(7), pp.985-999, DOI: 10.1002/bse.1961.
- MSCI, 2020, *MSCI ESG ratings*, New York: MSCI Inc., Retrieved from <https://www.msci.com/documents/1296102/21901542/MSCI+ESG+Ratings+Brochure-cbr-en.pdf>.
- Meznar, M. and D. Nigh, 1995, "Buffer or bridge? Environmental and organizational determinants of public affairs activities in American firms," *The Academy of Management Journal*, 38(4), pp.975-996.
- Moreale, J. and G. Zaynutdinova, 2018, "A bloomberg terminal application in an intermediate Finance course," *Journal of Financial Education*, 44(2), pp.262-283.
- Naver, J. C. and S. F. Slater, 1990, "The effect of a market orientation on business profitability," *Journal of Marketing*, 54, pp.20-35, DOI: 10.2307/1251757.
- OECD, 2011, *OECD guidelines for multinational enterprises*, Paris: OECD, Retrieved from <https://www.oecd.org/investment/mne/1903291.pdf>.
- _____, 2015, *G20/OECD principles of corporate governance*, Paris: OECD, Retrieved

- from <https://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf>.
- Preston, E. and P. O'Bannon, 1997, "The corporate social-financial performance relationship: A typology and analysis," *Business and Society*, 36(4), pp.419-429.
- Sen, S. and J. Cowley, 2013, "The relevance of stakeholder theory and social capital theory in the context of CSR in SMEs: An Australian perspective," *Journal of Business Ethics*, 118(2), pp.413-427, DOI: 10.1007/s10551-012-1598-6.
- Statman, M., 2000, "Socially responsible mutual funds," *Financial Analysts Journal*, 56(3), pp.30-39.
- Squire Patton Boggs, 2021, *Climate-related financial disclosure: Interim report of the UK's joint government-regulator TCFD taskforce*, Leeds: Squire Patton Boggs, <https://www.squirepattonboggs.com/-/media/files/insights/publications/2021/01/climate-related-financial-disclosures-tcfD/climaterelatedfinancialdisclosureshandout.pdf/>.
- Surroca, J., J. Tribó, and S. Waddock, 2010, *Corporate responsibility and financial performance: The role of intangible resources*, *Strategic Management Journal*, 31(5), pp.463- 490 DOI: 10.1002/smj.820.
- TCFD, 2017, *Recommendations of the task force on climate-related financial disclosures*, Retrieved from <https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2020/10/FINAL-2017-TCFD-Report-11052018.pdf>.
- _____, 2021.6.7., "Statement of Michael R. Bloomberg on G7 finance ministers announcing mandatory climate disclosure," www.mikebloomberg.com/news/statement-of-michael-r-bloomberg-on-g7-finance-ministers-announcing-mandatory-climate-disclosure/.
- _____, 2021.7.11., "Statement of Michael R. Bloomberg on the G20's support of TCFD framework," www.mikebloomberg.com/news/statement-of-michael-r-bloomberg-on-the-g20s-support-of-tcfD-framework/.
- The European Parliament and of the Council, 2020, Regulation (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment, and amending Regulation (EU) 2019/2088,
- The Global Compact, 2004, *Who cares wins: Connecting financial markets to a changing world*, (Financial Sector Initiative), New York: UN Global Compact, Retrieved from https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf/.
- The Guardian, 2021.1.20, "Biden returns US to Paris climate accord hours after becoming president," www.theguardian.com/environment/2021/jan/20/paris

-climate-accord-joe-biden-returns-us.

- Udayasankar, K., 2008, "Corporate social responsibility and firm size," *Journal of Business Ethics*, 83(2), pp.167-175, DOI: 10.1007/s10551-007-9609-8.
- Waddock, S. and S. Graves, 1997, "The corporate social performance- Financial performance link," *Strategic Management Journal*, 18(4), pp.303-319.
- Witold, H, K. Tim, and N. Robin, 2019a, *Five ways that ESG creates value: Getting your environmental, social, and governance (ESG) proposition right links to higher value creation. Here's why*, McKinsey Quarterly.
- Witold, H. and J. McGlinch., 2019b, "ESG, material credit events, and credit risk," *Journal of Applied Corporate Finance*, 31(2), pp.105-117, DOI: 10.1111/jacf.12352.
- GRI, n.d., "Our mission and history," www.globalreporting.org/about-gri/mission-history, [2021.12.30]
- Black Rock, 2020, "Larry Fink's 2020 letter to CEOs - A fundamental reshaping of Finance," <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/2020-larry-fink-ceo-letter>, [2021.12.30]
- Biden Harris, n.d., "9 key elements of Joe Biden's plan for a clean energy revolution," www.joe Biden.com/9-key-elements-of-joe-bidens-plan-for-a-clean-energy-revolution/, [2021.12.30]
- SASB, n.d., "Standards Overview," <https://www.sasb.org/standards/>, [2021.12.30]

〈부록 1〉 MSCI ESG 평가 기준

평가영역	평가분야	핵심평가항목
환경	기후변화	탄소배출 탄소 발자국 환경 영향에 대한 재무적 조달 기후변화 취약도
	천연자원	수자원 긴장도 원재료 수급방법 바이오 다양성 및 대지 활용
	폐기물	유해 배출물 및 폐기물 전자 폐기물 포장재 및 폐기물
	환경 기회	청정 기술 관련 기회 친환경 건설 및 건축 관련 기회 신재생 에너지 관련 기회
사회	인적 자원	노동 관리 인적 자원 개발 건강, 보건 및 안전 하도급 등 공급망 관련 노동 기준
	제조물 책임	제조물 안전 및 품질 화학적 안전 개인정보 및 데이터 보안 책임투자 재무상품 안전 보건건강 및 인구통계학적 위험
	이해관계자 보호	윤리적 조달 지역사회 관계
지배구조	기업 거버넌스	지배권과 통제 지불능력 이사회 회계
	기업 활동	기업윤리 조세투명성

박순애: 미국 미시간대학교에서 환경계획으로 박사학위를 받았으며, 2004년부터 서울대학교 행정대학원 교수로 재직 중이다. 관심분야는 환경행태, 성과관리, 위험관리 등으로 관련 논문으로 Government support and small-and medium-sized enterprise performance, *Asian Business & Management*, 19(2), 2020, Imperfect information and labor market bias against small and medium-sized enterprises: A Korean case, *Small Business Economics: An Entrepreneurship Journal*, 43(3), 2014, The environmental effects of the CNG bus program on metropolitan air quality in Korea, *The Annals of Regional Science*, 49(1), 2012, Regional model of EKC for air pollution: Evidence from the Republic of Korea, *Energy Policy*, 39(10), 2011, 저서로는 지방분권시대의 환경정책: 성과관리의 권한과 책임, 문우사, 2020, 환경과 복지, 박영사, 2014 등이 있다(psoonae@snu.ac.kr).

신은혜: 서울대학교 행정대학원 정책학전공 석사과정에 재학중이며, 현재 엔피엑스프라이빗에쿼티 General Counsel로 활동 중이다. 주요 관심분야는 기업금융, M&A, 기업지배구조이다(eunhae@npxcap.com).

투 고 일: 2021년 11월 13일
심 사 일: 2021년 11월 21일
게재확정일: 2021년 12월 19일