

중견기업의 ESG 인식과 평가등급이 기업성장에 미치는 영향에 대한 실증 연구

An empirical Study on the Impact of Mid-Sized Enterprises' ESG Awareness and Rating on Firm Performance

김성엽* · 김영준**

Songyop Kim · Youngjun Kim

요약: 본 연구는 중견기업의 ESG 인식 및 도입의사와 실제 ESG등급의 연관성을 검증하고, ESG등급이 기업성장에 미치는 영향을 분석한다. 최근 국내외 ESG 규제와 공시요구에 중견기업의 ESG 인식 및 도입 의사가 제조업과 비제조업 사이에서 유의한 차이가 있는지 그리고 실제 ESG등급과의 상관성을 확인하고, ESG등급이 기업성장에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였다. 2021년부터 2023년까지 중견기업실태조사 자료, KCGS의 ESG등급과 증권상장기업의 재무지표를 바탕으로 분석한 결과는 다음과 같다. 첫째, 제조업은 비제조업에 비해 ESG 인식은 더 높고, 도입의사에는 차이가 없는 것으로 나타났다. 둘째, 중견기업의 ESG등급이 높을수록 내부의 ESG 인식 및 도입의사 수준이 높았다. 마지막으로 ESG등급과 기업성과 분석에서는 기업가치인 토빈큐와는 정(+)의 관계를, 재무성과인 ROA와는 아무런 관련이 없는 것으로 드러났다. 본 연구는 설문기반의 조사자료와 ESG등급의 연관성을 실증 분석하고, 기존 상장대기업 중심의 ESG연구에서 중견기업으로 연구대상의 범위를 확장시켰다는 점에서 의미가 있다.
핵심주제어: 중견기업, ESG, CSR, 기업가치, 재무성과

Abstract: This study examined the relationship between ESG awareness, adoption intention, and actual ESG ratings of Korean mid-sized enterprises (MEs), while analyzing the impact of ESG ratings on corporate performance. In response to recent domestic and international ESG regulations and disclosure requirements, it investigated whether there is a significant difference in ESG awareness and adoption intention between manufacturing and non-manufacturing companies, and also examined the correlation between ESG awareness, adoption intention, and actual ESG ratings. It further empirically analyzed the impact of ESG ratings on corporate performance. Based on data from the ME Status Survey from 2021 to 2023, ESG ratings from KCGS, and financial indicators of mid-sized listed enterprises, the results are as follows: first, manufacturing companies have a higher ESG awareness than non-manufacturing ones, but there is no difference in adoption intention. Second, the higher the ESG rating of an ME, the higher the level of internal ESG awareness and adoption intention. Finally, the analysis of the ESG ratings and corporate performance shows a positive relationship with Tobin's Q, a measure of corporate value, and no relationship with ROA, a measure of financial performance. This study is significant in that it empirically analyzes the relationship between survey-based status survey data and ESG ratings, and expands the scope of ESG research from large listed enterprises to MEs.

Key Words: Mid-Sized Enterprises, ESG, CSR, Firm Value, Financial Performance

* 주저자, 고려대학교 기술경영대학원 박사과정 수료

** 교신저자, 고려대학교 기술경영대학원 교수

I. 서론

최근 사회의 다양한 구성 주체들의 관심을 끄는 ESG(Environmental, Social, and Corporate Governance)는 기업의 경영전략 수립에 있어 불확실성 확대의 유인이나 반면 기회의 대상이다(Abrams et al., 2021). ESG문제에 대한 지속가능한 개발목표가 점점 사회의 주요 관심으로 전 세계 기관 투자자들은 ESG를 테마로 하는 기업 솔루션에 금융자본을 늘려가고 있다(Mascotto, 2020). ESG 경영활동은 기업성장에 긍정적 효과를 유발하고 소비자 인식 및 소비 트렌드 변화와 투자자 및 금융기관 요구확대 등에 기업 경영활동의 핵심 요인이 된다. 그러나, ESG에 반하는 경영활동 기업은 해당기업과 거래기업의 매출 하락과 자본조달에도 문제를 유발시킨다(Pandit et al., 2011; 유현경 등, 2021; 이소정과 남정민, 2022; 황주희 등, 2023). 지금 서구 선진국에서는 ESG의 도입을 장려하거나 효과성을 검증하는 단계를 넘어서 관련 분야가 다양하게 확장되어 더욱 엄격해진 규제와 심화된 공시 수준이 요구된다(Gholami et al., 2022; Li et al., 2018). 각국 정부와 글로벌 투자자들을 중심으로 요구되는 ESG 규제와 분류체계를 비롯한 ESG 회계 공시의 가속화와 코로나19 이후, 기업이 당면한 가치사슬 및 공급망 리스크와 ESG 부문별 법적 분쟁 리스크는 경영에서 불확실성을 회피하고자 하는 모든 기업에게 큰 위협 요소임이 분명하다(Chang & Lee, 2021; Kim et al., 2019; Yoon et al., 2018). ESG 워싱에 대한 모니터링, 네거티브스크리닝에서 포지티브스크리닝으로 투자 방식 전환, ESG 경영활동과 기업전략의 동조화, ESG성과의 소비자와 시장과의 소통 등이 나날이 중요해지고 있다(Chang & Lee, 2022; Velte, 2017; 황주희 등, 2023). 이제 기업은 사회전반과 이해관계자로부터 지속가능성 문제를 해결하고 기업의 ESG성과를 개선하라는 도전과 압박에 직면했다(Dakhli, 2021).

ISSB(국제지속가능성기준위원회, International Sustainability Standards Board), EFRAG(유럽재무보고자문그룹, European Financial Reporting Advisory Group)와 SEC(미국증권거래위원회, U.S. Securities and Exchange Commission)는 이미 ESG 공시기준을 제정하여 적용시기와 대상을 발표하

였다. 한국은 2023년 3월에서야 금융위원회에서 ESG 공시제도 시행안을 마련하고, 10월 기업규모에 따른 제도 순차 적용을 위한 개정 로드맵을 발표하였다. 이를 살펴보면, 2026년 자산기준 2조원 이상 코스피 상장사 공시를 시작으로 자산기준을 단계별로 하향하여 2030년에는 전체 코스피 상장사의 공시가 의무적으로 요구되고 있다. 2021년 결산기준, 중견기업¹⁾ 중 매출규모가 5천억원이 넘는 기업 수가 283개, 1조원 이상이 103개사이며, 2023년 6월 기준, 코스닥 상장 기업 수는 2,468개이며, 이 중 중견기업 수는 644개로 전체의 26%를 차지한다. 이에 따라, 상장 중견기업은 국내 공시와 규제, 그리고 선진국의 기관별 공시 요구와 규제를 반드시 준비해야 한다. 그러나, 중견기업 실태조사에 의하면, 이전 CSR에 대한 높은 인식 수준과 달리, ESG에 대해서 '30%가 전혀 모른다', '44%가 인식은 하나 기업 경영에 미도입', '18%가 인식은 하나 일부 도입'이라 답했으며, '8%만이 ESG를 알고 있으며 경영활동에 적극 도입'이라고 응답했다.²⁾

국내 대기업은 과거 2010년대 지속가능 경영위원회 설치와 운영을 통해 CSR(기업의 사회적 책임, Corporate Social Responsibility)을 경영활동 일부로 내재화한 것처럼(정강원, 2020), 최근에는 ESG위원회 설립을 본격적으로 추진하면서 선진국의 ESG 규제 강화, 투자자의 ESG 공시 요구 확대, ESG 신용평가 반영, 글로벌 선진고객기업의 ESG 공급망 실사 대응과 공시 요구에 대응하고 있다. 협력사에 대한 ESG평가를 실시한 30대 대기업 비율이 2019년 대비 2021년 약 30% 증가하여 공급망 관리를 강화하는 추세³⁾이며, 특히 중견기업의 51.1%가 대기업과 수위탁 거래 중으로 '1차 협력사'가 48.5%를 차지한다. 이에 제조 수출주도 경제구조를 가진 한국은 선진국의 ESG 환경(ENV) 분야의 공시제도 중 공급망 관리에 해당하는 Scope 3⁴⁾에 대한 부담으로 중견

1) 중견기업은 “중소기업에 해당하지 않으며(3년간 평균 매출액 등이 업종별로 400억원(숙박 및 음식업) ~ 1,500억원(1차금속 제조업 등) 이하 등), 자산총액 10조원 이상으로 상호출자제한 기업집단에 소속되지 않은 기업”을 의미.

2) 중견기업특별법에 근거하여, 매년 실태조사를 수행하는데, 2020년 결과까지 'CSR' 인식과 도입여부를 주제로 설문하였으나, 이후 'ESG' 인식과 도입여부로 설문 주제를 바꿈.

3) 2023년 1월, 중소기업중앙회 대기업의 협력사 ESG 관리현황 발표 자료.

제조기업의 ESG 경영활동에 대한 관심은 커질 수 밖에 없다.

ESG 공시를 위해서는 '무엇을 측정하고 어떻게 보고할 것인가'에 대한 사전 자료 준비 기간이 필요하다. 이에 앞서 2022년 발의된 공급망 실사법과 기업인권·환경보호법에 의해 기업들은 의사결정과정에 법적인 리스크를 고려해야만 하는 상황에 당면하였다. 현재 정부는 기업의 ESG 경영활동 확산과 글로벌 공시와 규제 대응을 위한 기업 규모별 정책 개발과 방안을 수립해야 하는 과제를 안고 있다. 그리고 특히 중견기업은 ESG 인식 제고와 경영활동 도입에 신속히 내부 자원을 투입하여 국내외 ESG 규제와 공시에 적극적으로 대책을 마련해야 한다. 이에, 정부와 중견기업의 ESG를 둘러싼 다양한 과제를 해결하기 위한 관련 연구가 선행되어야 하며, 이는 본 연구의 수행 당위성이라 할 수 있다.

Vásquez et al.(2019)의 해외 연구에 의하면, CSR·ESG 경영활동과 기업성과를 분석한 논문의 연구 대상은 대부분 선진국 상장대기업이다. 박재현 등(2022)의 지난 10년간 국내 152편의 CSR·ESG와 기업성과와 관련된 문헌 분석에서도, 144편이 대기업 대상 연구논문이며 중견기업을 대상으로 한 연구는 미미하다. 2023년 중견기업연합회의 실태 조사결과에 따르면, 중견기업은 예산 및 인력 부족과 ESG 관련 도입 및 실천 효과에 대한 불확실성으로 인하여 ESG 경영활동 도입에 어려움을 표하였다. Bocken and Geradts(2020)에 따르면, 지속가능성 문제를 해결하는 것은 복잡하고 시간과 비용이 많이 들며, 재정적 수익이 항상 명확하게 보장되는 것은 아니므로 기업의 단기 재무성과 목표 달성을 저해할 수 있다고 주장한 것과 일맥상통한다. 중견기업은 대기업에 비하여 내부 자원이 부족하고 ESG 경영 수용에 대한 효과성에 대한 의심으로 ESG 경영활동이 기업의 전략이나 목표에 연결시키기 힘들며, 지속가능경영보고서를 만들거나 ESG를 위한 경영 혁신이나 신속한 도입에 대해서 적극적인 참여를 망설인다(Drempetic et al., 2019; Geissdoerfer et al., 2018; Vásquez et al., 2019). 이에 반해, 대기업은 ESG를 객관적으로 평

4) 탄소배출- Scope 1: 기업의 직접배출량, Scope 2: 기업의 간접 사용에너지 배출량, Scope 3: 기업의 협력사 등의 공급망과 제품소비에서 발생하는 탄소배출량.

가 받을 수 있는 비재무적인 자료를 기업보고서에 공개하려는 비자발적인 외부 요인이 더 많고, 재무적 성과척도로서 회계 자료의 공시가 중요하여 해당 국가내 규제와 투자유치를 위해 적극적으로 대응한다.(Dobers & Halme, 2009; Drempeic et al., 2019; Gholami et al., 2022; Velte, 2017; 정강원, 2020).

본 연구는 'ESG와 기업성과'를 주제로 한 기존 연구와 다음과 같은 차별성을 가진다. 첫째, 기존 상장대기업 위주의 ESG평가와 기업성과의 연구에서 나아가 중견기업만을 대상으로 ESG 경영활동이 기업성과에 미치는 영향을 분석하였다. 둘째, 최근 ESG에서 가장 중요한 부문이 환경(ENV)이다. 기존 연구에서 크게 다루지 않았던 주제인 탄소배출공시에 민감한 중견기업의 제조업종이 비제조업종에 비해 ESG 인식과 도입의사 수준 사이에 차이가 있는지 살펴보았다. 셋째, 중견기업법에 준하여 수행된 ESG 인식과 도입의사 수준에 대한 설문 결과와 실제 국내 평가기관의 해당 기업의 ESG 평가등급 일치경향성을 분석하였다.

위 세 가지 연구 분석을 통해 도출한 결과는 중견기업에게는 기업내부 ESG 인식 제고 활동과 도입의사 수준 결정에 도움이 될 것이며, 정책입안자에게는 중견기업 맞춤형 ESG정책을 수립하는데 활용될 수 있을 것으로 기대된다. 본 연구는 2장 선행연구 검토, 3장 연구설계 및 표본, 4장 실증분석, 마지막으로 5장에서 결론을 제시한다.

II. 선행연구 및 가설설정

1. ESG인식의 중요성

오늘날 기업의 지배적 기업이념인 비전(Vision), 미션(Mission), 그리고 핵심가치(Core Values)에 이러한 ESG개념 발전 역사와 더불어 '지속가능'과 CSR의 특성이 함께 스며들어 있다(Mirvis et al., 2010). 기업의 지배 이념 수립을 통한 기업가치관 확립은 개인과 조직을 하나로 통합하는데 기여하며,

이제는 ESG가 기업가치관의 일부로 경영성과에 영향을 미치는 중요한 개념으로 자리 잡아 가고 있다(정진호와 박현수, 2022). CSR은 내부구성원인 종업원과 조직과의 관계에도 영향을 주고받으며, 구성원의 CSR에 대한 인식에 따라 조직의 기업성과와 사회적성과 향상을 위한 조직의 노력 수준이 결정된다(Rupp et al., 2018). 이러한 주장은 Tajfel(1978)과 Hogg(2000)가 언급한 개인적 정체성과 사회적 정체성을 통해서 스스로를 정의한다는 Social Identity Theory(사회정체성이론)로 설명된다. 이에 따르면, 개별 구성원은 긍정적인 사회정체성을 유지하고 추구하는데, 속해 있는 집단이 타 집단에 비해서 긍정적이고 우월한 특성과 성향이 있다고 인식할 때 더 많이 경험할 수 있다는 것이다. 조직정체성 확립은 사회적 정체성의 한 유형으로써, 조직 구성원이 스스로를 정의하여 개인이 속해 있는 직장의 특성은 사회정체성 형성에 중요한 역할을 한다(Ashforth and Mael, 1989; Mael and Ashforth, 1992). 내가 곧 조직이라는 인식이 높아지면 조직몰입도가 높아지고 긍정적인 태도와 행동을 보여 높은 조직효과성으로 나타난다(Dutton et al., 1994; Farooq et al., 2014). ESG 경영성과는 직원의 업무몰입도와 기업 신뢰와 긍정적 상관관계가 있으며, ESG성과가 좋을수록 노동생산성, 기업 명성과 법적 책임 활동, 고용주 매력에 좋은 영향을 미쳐 우수한 인력을 채용하는 데 도움을 주며, 우수한 CSR활동은 기업 경쟁력 강화로 이어진다(Flammer & Luo, 2017; Greening & Turban, 2000; 신동주와 유연우, 2011).

2. 중견제조기업의 ESG경영활동

국내 중견기업 성장촉진 및 경쟁력 강화를 위한 특별법(이하 '중견기업특별법')은 '중소기업이 중견기업으로, 중견기업이 글로벌 전문기업으로' 성장할 수 있는 기업생태계 구축을 통해 국내 경제의 균형 발전을 도모하는 데 목적이 있다. 2014년 7월 시행된 이후, 중견기업특별법이 경제성장과 사회적 과제 해소에 기여한 부분이 인정되어 2023년 3월 상시법으로 전환되었다(권용수, 2023). 중견기업연합회의 실태조사에 따르면, 2021년 결산기준 국내 중견기업 수는 5,480개 사이이며, 전체 국내 기업 수의 약 1.4%에 불과하나, 매

출 기여는 15.4%, 고용 창출은 13.1%, 수출 공헌은 17.7%로 기업 수에 비해 높은 비중을 차지한다.

중견기업의 핵심 업종은 매출 규모와 인력 고용 측면에서 제조업을 꼽을 수 있다. 중견기업 실태조사에 의하면, 규모에 따른 업종별 세부 분류에서 3년 평균 매출액 1,500억 초과에서는 6개 업종이 모두 제조업이며, 1,000억 초과~1500억 이하에서는 18개 업종 중 제조업이 12개, 800억 초과~1,000억 이하에서는 9개 업종 중 6개가 제조업이다. 이진권(2022)의 한국 제조 중견기업 월드클래스300 프로젝트 연구에 의하면, 국내 산업 경쟁력 강화에 긴요한 소재, 부품, 장비를 생산하는 중견제조기업이 전체의 84%이며, 독일의 히든챔피언처럼 성장하기 위해서는 과감한 생산시설 구축을 통하여 매출을 증가시켜야 한다고 주장한다. 한편, CSR경영활동이 서구 제조기업의 경영성과에 미치는 영향을 분석한 연구 결과는 정(+)과 부(-)의 영향이 혼재(Baron et al., 2011; Orlitzky et al., 2003)한다. 정강원(2020)은 CSR과 기업의 재무성과를 대상으로 한 연구에서 제조업이 비제조업에 비해 산업적 특성으로 인해, CSR활동으로 인한 기업성과의 영향을 더 많이 받으며, CSR의 중요성에 대한 인식의 차이가 있음을 입증하였다. 조성택(2017)은 탄소 배출규모에 따른 기업분류로 환경성과와 기업성과를 분석한 연구에서 다배출산업군과 저배출산업군 사이에 기업성과의 유의한 차이가 있다고 주장하였다. 김소정과 김우찬(2021)은 KCGS가 제공한 국내 906개 상장회사의 ESG평가등급을 대상으로 유해 화학물질 배출로 인한 재해위험이 높은 산업에서는 환경(ENV) 성과가, 산업재해 발생위험이 높은 산업에서는 사회(SOC)성과가 재해 위험을 완화하여 기업 가치를 제고한다고 규명하였다. 반면, 양병모와 양오석(2021)의 64개 대기업 대상 분석에서는 ESG등급은 기업가치와는 크게 연관이 없음을 규명하는 등 기존 선행연구에서는 다양한 검증 결과가 도출됨을 알 수 있다.

한편, 2022년부터 발효된 중대재해처벌법과 ESG 환경(ENV)부문의 탄소 배출량 관리는 중견제조기업이 더 이상 대기업의 주요 공급업체로서 요구되는 ESG 경영활동 의무이행뿐만 아니라, 국내외 공시요구와 규제에 적극적으

로 대응하여야 함을 의미한다. 과거에는 CSR·ESG 경영활동이 비재무적성과 요소로 인식되었으나, 이제는 수익 창출 기회이자 불이행시는 위험을 초래하는 요인이 되고, 법적제재가 수반되는 공시제도로 인해 ESG 경영활동 지표화는 머지않아 중견기업의 성패를 좌우하는 지배 메카니즘이 될 수 있다. 이에 업종에 대한 정책적 우선순위를 도출하고, 중견제조기업의 ESG에 대한 인식과 도입의사 수준을 검증해 보기 위해 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 1. 중견기업의 ESG 인식과 도입의사 수준은 제조업과 비제조업에서 유의한 차이를 가질 것이다.

3. 중견기업의 ESG평가 객관성 검증

사회과학 연구에서는 정량적 수치화나 대리변수(proxy)를 활용하기 어려운 변수, 객관적 자료의 확보가 힘든 경우에는 설문조사에 의존하는 경우가 많다. Vriesema and Gehlbach(2021)는 설문 내용과 응답반응성 연구에서, 설문조사의 유연성은 응답자가 본인, 타인, 계층 또는 공동체에 대한 인식을 전달할 수 있게 하므로 응답자의 가치, 인식 및 태도를 효율적이고 규모에 맞게 파악할 수 있다고 주장한다. 그러나, Bishop et al.(1980)과 Krosnick(1991)는 설문조사 데이터의 질적 수준에 대해서 다음과 같은 주요 세가지 우려와 문제로 비판을 제기한다. 첫째는 응답자의 양질 답변 능력, 둘째는 응답 내용의 묵인 편향, 사회적 만족도, 바다·천장 효과, 편향된 질문 표현, 대응 순서 효과 등과 같은 현상에 대해 의문, 셋째는 응답자의 설문 응답 진정성(Satisficing)의 문제이다. 또한, 설문조사의 경우에는 사회적 규범과 문화적 배경 등 주변 환경에 따라서 사회적으로 바람직하거나, 또는 중도적으로 답하려는 응답편향(Response bias-사회적 소망성편향성과 중간응답경향)이 나타날 수 있으며, 이로 인해 가설 편향 검증이 발생할 수 있다(Shepperd et al., 2008; 김승현, 2013).

국내에서도 ESG 경영활동과 기업성과 연구에 있어서 객관적 평가 자료와 공신력 있는 재무지표를 구하기 어려운 중견기업이나 중소기업이 대상일 경우에는 주로 설문조사방식을 통하여 연구가 이루어져 왔다. 중견기업이 대

기업과 중소기업에서 분리되어 구분되기 시작한 시기는, 2011년으로 개정된 산업발전법에 의거한다. 또한 2011년에는 국내에 K-IFRS가 도입되기 시작했으며, 2012년부터 경제정의연구소는 주로 국내 상장 제조기업을 대상으로 6개 항목을 대상으로 개정된 KEJ지수를 발표하고, KCGS는 국내 상장 기업을 대상으로 ESG등급을 평가하고 있다(정강원, 2020; 황주희 등, 2023). 박재현 등(2022)의 지난 10년간 국내 ESG 연구동향 분석연구에 의하면, 제한된 정보의 접근에 기인하여 152건의 논문 중 중견기업을 대상으로 한 연구 논문은 없으며, 중소기업 대상의 8건의 논문 중 4건도 2021년 최근에서야 수행되어 온 것으로 분석된다. 광배성과 이재혁(2019)의 국내 중소기업의 CSR 활동 분석 연구에서는 실증연구 25건 중 21건이 CSR 인식과 기업의 성과수준에 대하여 설문조사 기반 연구를 진행한 건이라고 밝혔다. 이는 중견기업과 중소기업은 상대적으로 자원의 여유가 있는 대기업에 비해 ESG평가의 근거가 되는 비재무재표인 ESG데이터를 제공하거나 양질의 지속가능보고서를 발간하기에는 정보 접근에 대한 제약이 많기 때문이다(Drempetic et al., 2019; Gholami, 2022; 정강원, 2020; 박재현 등, 2022). 비록 설문조사방식과 결과의 신뢰성과 유효성을 높이기 위한 연구방법론의 개선이 끊임없이 이루어지고 있지만(Aithal 2020; Taherdoost, 2016), ESG 인식과 경영도입이 기업성과에 미치는 영향에 관한 설문조사 결과와 국내에서 많이 활용되는 ESG 평가기관의 실제 평가등급과 교차검증이 시도된 적이 없다.

본 연구는 중견기업의 데이터를 통해 실증하였다는 점에서 기존 연구와 차이점이 있다. 실증분석을 토대로 기존 설문 기반 중견기업 실태조사 결과의 일부인 ESG 인식과 도입의사 수준과 KCGS의 평가등급 간 상호 유의성을 밝힌다면, 기존 ESG와 기업성과를 설문 조사한 연구와 향후 수행될 수 있는 설문조사 기반 연구 해석에 학문적 신뢰성을 보태 이론적 논의의 확대에 기여할 수 있을 것으로 기대된다. 이에 기업 구성원의 ESG 인식과 도입의사 수준이 높을수록 실제 평가기관의 ESG 평가점수도 높아지는 경향성을 확인하기 위해 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 2. 중견기업의 ESG 인식과 도입의사 수준에 따라 ESG평가등급에 유의한 차이가 있을 것이다.

4. ESG와 기업성과 연구

비재무적 성과지표인 CSR·ESG가 기업성과에 미치는 영향을 고찰한 이전의 연구에서는 다양한 분석 결과가 공존한다. Barnett and Salomon (2006)은 CSR성과와 재무성과 사이의 긍정적·부정적 견해를 모두 수용하면서 기업이 CSR활동을 어떻게, 얼마나 잘 수행하고 활용하는가에 따라 기업 재무성과에 미치는 영향이 달라진다고 밝힌다. Friede et al.(2015)은 2,200여개의 CSR·ESG 연구 문헌을 분석하여 이 중 48%의 연구가 비재무적성과 지표와 재무성과(CFP) 간 양(+)의 관계임을, 음(-)의 관계는 11%, 그리고 중립적 관계는 23%임을 밝혔다. Whelan et al.(2021)은 2015년부터 2020년까지 발표된 ESG와 ROE, ROA, 주가 등 기업성과에 관련된 지표가 있는 1,200여건의 연구를 검토하여, ESG와 재무성과 간 긍정적인 관계가 58%, 중립적인 영향은 13%, 긍정·부정·중립이 동시에 나타나는 혼재된 결과는 21%, 그리고 부정적인 관계를 보인 연구는 8%였다고 분석하였다.

국내 연구 결과에서도 비재무적 활동인 CSR·ESG는 기업의 성과에 대해서 긍정, 부정, 무효 그리고 혼재 등 다양한 분석 결과로 일관적인 영향을 미치지 않는 것으로 보인다(김양민과 박지현, 2021; 라영수, 2023; 박재현 등, 2022; 양오석과 한재훈, 2023; 이정기와 이재혁, 2020; 전진규, 2022). 이는 Meuer et al.(2020)이 파악한 바와 같이 기업지속가능성에 관한 33개의 다양한 정의로 인하여, CSR·ESG 평가 주체와 등급의 적용에 따라 일관적이지 않은 결과가 나타날 수 있다고 분석한 내용과 일치한다. 또한, ESG 경영활동의 일부로 내재된 지속가능성은 지역사회와 자선활동 위주의 CSR성과 외에도 영향력을 가질 수 있으나, 이러한 차이점에 대한 검토가 충분하지 않아서, 선행연구 간 결과에 일관성이 낮다(Whelan et al., 2021). Pucker(2021)는 기업성과의 정량적 지표와는 달리 비재무적 활동인 CSR·ESG가 포괄적이고 추상적인 개념을 범용하여 선진국의 지속가능성 보고서조차도 표준화되지 않은

지표, 불충분한 감사, 신뢰할 수 없는 ESG 평가지표 등의 사용으로 문제점을 내포하고 있다고 설명한다.

Shanaev and Ghimire(2022)에 의하면 ESG 평가등급은 최근 10년 사이 기업들이 공개한 자료를 바탕으로 생성된 비교적 최근의 지표이며, 2016년에서 2021년 사이 미국 658개 기업의 MSCI ESG등급 변화는 더욱 뚜렷하다고 설명한다. 마찬가지로, 박재현 등(2022)의 최근 10년 동안 국내에 발표된 ESG연구 문헌 분석에 의하면, ESG가 논문의 키워드 빈도분석에서 1위로 선정되어 학문적 관심도가 집중되기 시작한 때가 2021년이며, CSR연구와는 달리 ESG분야는 연구 초기 단계로 ESG를 다루는 논문의 양이 해외와 비교하여 많지 않다고 한다. 또 다른 국내 연구에 의하면, CSR과 기업성과에 관한 연구는 2011년 국내에 K-IFRS, KEJI지수의 개정, 그리고 KCGS의 ESG 평가등급 도입 이후 비로소 시작되었고, 신뢰성 있는 재무지표와 지속가능보고서 발간이 가능한 대기업을 중심으로 사례연구가 진행되었다(이정기와 이재혁, 2020; 이호석 등, 2021).

과거 상장대기업 중심의 CSR연구가 현재는 ESG연구로 이어지고 있으나, 2014년 중견기업특별법 발효 이후 지금까지 중견기업을 대상으로 한 CSR 혹은 ESG와 기업성과에 관한 주요 논문은 대기업, 중견기업, 중소기업을 자산규모로 비교 분석한 논문(박순애와 신은혜, 2021)을 제외하고는 없다. 중견기업특별법이 상시법으로 전환된 이 시점에 중견기업도 ESG 전략 수립을 통해 국내외 ESG 규제와 공시에 적극적으로 대응해야 한다. 이에, 첫 관련 연구 시도로 중견기업의 ESG 평가등급과 기업성과를 분석하고자 한다.

가설 3. 중견기업 ESG 평가등급과 기업가치는 유의한 정(+)의 관계를 가질 것이다.

가설 4. 중견기업 ESG 평가등급과 재무성과는 유의한 정(+)의 관계를 가질 것이다.

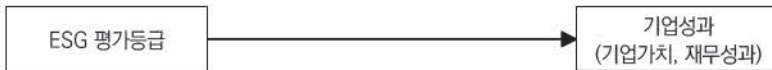
Ⅲ. 연구설계 및 표본

1. 기업성과 분석 연구모형

본 연구에서는 중견기업의 ESG 인식과 도입의사 수준이 제조업과 비제조업 사이에 유의한 차이가 있는지, ESG 인식과 도입의사 수준이 실제 ESG 평가등급과는 어떤 상관성을 가지는지, 마지막으로 중견기업의 ESG 경영활동을 KCGS의 평가등급으로 정량화하여 기업성과에 영향을 실증적으로 분석한다. 가설 1은 독립표본 T 검정을, 가설 2는 일원배치분산분석을, 가설 3과 4는 회귀분석을 통해 검증하였다.

가설 3과 4의 중견기업 기업성과 분석을 위해서, 시장성과 투자지표로는 기업가치를 대표하는 토빈큐(TQ: Tobin's Q)를, 재무성과의 경영지표로는 총자본수익률(ROA: Return on Asset)을 대리변수로 구성하며, ESG 경영활동을 평가한 부문별 등급 점수를 최근 3년치의 시계열 기업/연도 패널데이터로 구성하였다. 기존 선행 연구논문에서 기업성과 창출과 관련된 주요 재무속성으로 많이 사용된 통제변수 중, 업력(Age), 기업규모(Asset), 순현금흐름(NWC), 유동비율(Curr), 외국인지분율(FOR), 인당생산성(Prod) 그리고 부채비율(Debt)을 사용하여 ESG평가등급 실증분석 연구모형을 아래 <그림 1>과 같이 채택한다.

<그림 1> 연구모형



$$Firm\ Performance = \beta_0 + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 Age_{i,t} + \beta_3 \ln(Asset)_{i,t} + \beta_4 NWC_{i,t} + \beta_5 Curr_{i,t} + \beta_6 For_{i,t} + \beta_7 \ln(Prod)_{i,t} + \beta_8 Debt_{i,t} + \text{산업}_{i,t} + \text{연도}_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

(Firm Perf.: TQ와 ROA, ESG: 종합, ENV, SOC, GOV, i=기업, t=산업 및 연도 더미)

2. 자료수집 및 표본 선정

2014년 7월, '중견기업법특별법'이 시행된 이후, 이듬해부터 매년 산업통상자원부와 한국중견기업연합회 주관으로 전년도 업종, 기업유형, 그리고 매출 규모를 고려하여 전체 중견기업을 대상으로 다단계화 추출방법을 사용하여 실태조사를 수행해 왔다. 또한, 2021년부터, 코로나19 이후 ESG에 대한 사회적 인식 고조와 국내외 ESG경영 트렌드에 맞춰 이전의 중견기업 'CSR 경영활동과 도입의사'에서 주제를 전환하여 'ESG 경영인식과 도입의사'를 조사하여 왔다. 이에 본 연구는 2021년과 이듬해 2022년 실태조사 데이터 중 'ESG 경영인식과 도입의사'에 응답한 중견기업 중 다음의 조건을 충족하는 기업을 대상으로 하여 <표 1>과 같이 표본을 추출하였다.

- 사업보고서의 재무제표가 공시된 상장중견기업
- 금융업, 지주사 및 12월 결산법인이 아닌 중견기업
- ESG 평가등급 정보를 이용할 수 있는 기업⁵⁾

<표 1> 분석 기간별 표본 수

표본수	2021	2022	2023 ⁶⁾	합계
ESG 인식 및 도입	177	284	-	461
ESG 평가등급/재무제표	185	284	469	809

중견기업 실태조사에 응한 연도별 1400개의 기업에서 해당하는 조건을 충족하는 기업을 선정한 결과, 중견기업 461개 기업에서 809개의 불균형 기업/연도 패널데이터를 추출하였다. 재무제표 및 기업 정보는 NICE BizLine

5) KCGS의 ESG 평가모형은 국제기준과 국내 실정을 반영한 법, 제도, 규범을 바탕으로 환경, 사회, 지배구조를 각 4개의 자체 모범기준에 맞는 대분류와 구체적인 281개 핵심 평가항목으로 세분화하고 있음.

6) 2023년 중견기업 실태조사 결과는 논문작성 시점까지 발표 안됨. ESG 평가등급과 재무지표는 중견기업 실태조사에서 ESG 인식 및 도입의사에 응답한 기업을 대상으로 모두 추출.

과 TS2000을 통해 확보했고, ESG평가등급은 KCGS의 ESG평가등급⁷⁾을 사용하기로 한다. 실증분석을 위한 통계용 소프트웨어는 IBM SPSS 27을 사용하였다.

KCGS의 평가자료는 전년도 결산기준을 바탕으로 발간되는 지속가능보고서를 참조하므로 실제 기업의 경영실적 활동과는 1년의 시차가 존재한다. KCGS는 자체 핵심 평가 항목에 따라 ESG평가를 S, A+, A, B+, B, C, D의 7개의 등급으로 분류하여 발표한다. <표 2>에서와 같이 2023년 발표 자료를 보면 유가증권시장 상장법인 791개사 중, 통합평가로 S는 없으며, A+ 등급을 받은 기업은 19개사로 2.4%에 불과하다.

<표 2> KCGS의 ESG 평가등급 - 최근 4년 유가증권 상장사 대상

통합 등급	2023 발표		2022 발표		2021 발표		2020 발표	
	기업수	비중	기업수	비중	기업수	비중	기업수	비중
S	-		-		-		-	
A+	19	2.4%	5	0.6%	14	1.80%	16	2.1%
A	172	21.7%	116	15.0%	171	22.40%	92	12.1%
B+	141	17.8%	124	16.1%	136	17.80%	134	17.6%
B	49	6.2%	75	9.7%	211	27.60%	260	34.2%
C	212	26.8%	195	25.3%	221	28.90%	236	31.1%
D	198	25.0%	257	33.3%	12	1.60%	22	2.9%
계	791		772		765		760	

출처: KCGS(2022)와 박윤수(2023) 참조 재정리

3. 변수 정의와 측정

기업성과를 나타내는 종속변수로 기업가치(TQ)와 재무성과(ROA)를 채택한다. TQ는 미국 경제학자 James Tobin이 고안하여, 기업의 시장가치 대비 자산의 대체 비용으로 시가총액과 부채총계를 총자산으로 나눈 값으로 기업

7) 박재현 등(2022)이 최근 10년의 ESG연구 논문 152편을 분석한 결과에 따르면, 2014년부터의 CSR·ESG 연구논문들은 KCGS의 ESG 평가등급을 참조하여 기업 재무성과를 연구하였다고 분석. 박윤수(2023)의 연구에서도, 2011년 이후 ESG 평가등급을 활용하여 CSR·ESG·재무성과 실증연구를 수행한 국내 연구의 대부분이 KCGS 평가등급을 활용하고 있다고 밝힘.

의 장기가치를 평가하는 변수로 사용된다(라영수, 2022; 민재형과 김범석, 2019; 박순애와 신은혜, 2021; 오상희와 이승태, 2019; 조성택, 2017; Ademi & Klungseth, 2022; Agarwal et al., 2023; Chang & Lee, 2022; Velte, 2017). ROA는 기업의 당기순이익을 총자산으로 나눈 값으로 수익성의 대용변수로 사용된다(강원과 정무권, 2020; 김범석과 민재형, 2016; 양병모와 양오석, 2021; 양오석과 한재훈, 2023; Gholami et al., 2022; Velte, 2017).

기업의 고유 속성을 통제하기 위해 아래 변수들을 정의하여 사용한다. 업력(Age)은 기업 설립 후 경과 기간으로 시장 환경에 노출되어 생존해 온다는 측면에서 존속 연도로 측정하며(오상희와 이승태, 2021; 전진규, 2022; 황주희 등, 2023), 기업규모(Asset)는 ESG활동과 공시에 대한 내부 가용자원 활용, 시장에서의 영업활동, 자본조달과 관련이 있다(강원, 2020; 라영수, 2023; 정강원, 2020; Beck et al., 2008; Drempetic et al., 2019; Gholami et al., 2022; Li et al., 2018; Velte, 2017). 순현금흐름(NWC)은 순운전자본비율로 유동자산에서 유동부채를 뺀 뒤 총자산으로 나눈 값으로 기업의 유동성과 수익성의 상쇄 관계를 파악할 수 있다. 비율이 높을수록 유동성과 안정성은 높아지지만 수익성은 하락한다(곽세영, 2020; Li et al., 2018). 유동비율(Current)은 총자본대비 유동자산 값으로 자금조달 역량과 관련 있는 단기채무 지급 능력을 보여준다(민재형 등, 2015; Ademi & Klungseth, 2022; Knaure & Wohrmann, 2013). 외국인지분율(For)은 경영진에 대한 감시기능 등 지배구조 건전성을 통해 기업가치와 관계가 있다(강원, 2020; 오상희와 이승태, 2021; 전진규, 2022; Chang & Lee, 2022; Kim et al., 2019). 부채비율(Debt)은 총부채를 총자본으로 나누고 재무건전성을 나타낸다(곽세영, 2020; 박순애와 신은혜, 2021; 전진규, 2022; Ademi & Klungseth, 2022; Gholami et al., 2022; Li et al., 2018; Velte, 2017). 인당생산성(Prod)은 기업의 매출액을 종업원 수로 나눈 값으로 종업원 인당 기업의 매출액 창출 기여도를 확인하여 기업 생산 효율성을 나타낸다(Chang & Lee, 2022; Kim et al., 2019). 산업의 특성을 반영하고 해당년도의 ESG평가방법의 일관성을 확보하기 위해서, 산업과 연도 더미를 분석에 포함한다.

IV. 실증분석

1. 기술통계량

809개의 기업/연도 표본에서 본 연구에 사용된 변수의 기술 통계를 살펴 보면 <표 4>와 같다. 기업의 속성을 보여주는 각 변수 평균은 업력(Age)이 41년, 자산(Asset)이 6,643억원(자연로그 취한 자산평균은 19.79), 순운전자본 비율(NWC)은 13%, 유동비율(Curr)은 223%, 외국인지분율(For)은 6.7%, 부채비율(Debt)은 93%, 인당 생산성(Prod)은 10.2억원(자연로그 취한 인당생산성 평균은 13.51)으로 나타났다. 자산과 부채의 표준편차가 다른 변수 대비 값이 크게 나오는데, 이는 추출된 중견기업의 자산규모가 고르게 분포되었음을 보여준다. 종속변수 중 기업가치(TQ)의 평균은 1.23이며, 재무성과(ROA)는 0.03이다.

<표 4> 기술통계량

변수명	표본수	최소값	최대값	평균	표준편차
ESG인식/도입	461	1	4	2.78	0.87
TQ	809	0.25	16.82	1.23	1.05
ROA	809	-0.55	1.15	0.03	0.08
ESG통합	809	0	5	1.67	1.56
ENV	809	0	6	1.57	1.51
SOC	809	0	6	1.92	1.85
GOV	809	0	5	1.76	1.62
Age	809	1	126	41.07	19.32
Asset(억원)	809	343.7	256842.1	6643.2	13004.7
NWC	809	-0.49	0.86	0.13	0.22
Curr	809	0.00	6732.32	223.47	378.20
For	809	0.00	77.11	6.67	9.96
Debt	809	-160.75	17.44	0.93	5.93
ln(Prod)	809	9.12	16.23	13.51	0.80

주: 공선성통계량은 TQ와 ESG 회귀분석 모형 분석 값임

<표 4>를 살펴보면, 중견기업의 ESG 평가등급 평균이 1.57에서 1.92, 표준

편차가 1.51에서 1.85이다. 이 중 사회(SOC) 부문의 점수가 환경(ENV)이나 거버넌스(GOV)와 달리 상대적으로 높게 나타난다. 이는 2020년 이전 실태 조사 결과에서도 드러나 있듯이, 중견기업도 CSR(사회적책임)경영활동을 줄곧 수행해 오면서 자연스럽게 ESG의 SOC(사회)부문 활동을 연장선상으로 이해하고 있기 때문일 것이다.

〈표 5〉 ESG 인식과 도입의사

ESG인식/ 도입의사	미인식/ 미도입	인식/ 미도입	인식/ 부분 도입	인식/ 적극 도입	전체
빈도	33	137	191	100	461
퍼센트	7.2	29.7	41.4	21.7	100.0
누적(%)	7.2	36.9	78.3	100.0	

〈표 5〉는 중견기업 실태조사 결과에서 ESG인식과 도입의사에 응답한 461개 기업의 분류이다. ESG를 인식하는 중견기업의 비율은 92.8%로 높았으나, ESG 경영활동을 미도입한 기업이 36.9%를 차지하며, 적극 도입 중이라고 응답한 기업은 21.7%에 불과하였다.

〈표 6〉 ESG 평가등급 분포

ESG		통합		ENV		SOC		GOV	
등급	기업수	기업수	비중	기업수	비중	기업수	비중	기업수	비중
A+	6			3	0.4%	20	2.5%		
A	5	41	5.0%	27	3.3%	91	11.2%	32	4.0%
B+	4	97	12.0%	91	11.3%	82	10.1%	132	16.3%
B	3	84	10.4%	77	9.5%	84	10.4%	119	14.7%
C	2	194	24.0%	188	23.2%	138	17.1%	129	16.0%
D	1	118	14.6%	148	18.3%	119	14.7%	122	15.1%
없음	0	275	34.0%	275	34.0%	275	34.0%	275	34.0%
계		809		809		809		809	

〈표 6〉의 중견기업의 전반적인 ESG평가등급은 C와 D의 비중이 많고, 〈표 2〉의 대기업 위주의 전체 상장사 평가등급과 비교해 보면 B이상의 등급에서

그수가 10% 정도 작음을 알 수 있다. 이는 중견기업이 대기업에 비해 ESG 경영활동에 활발하지 않고 뒤처져 있음을 알 수 있다.

변수 간 상관관계분석을 통하여, 기업가치(TQ)는 ESG 인식과 도입의사, ESG 통합등급과 거버넌스(GOV) 그리고 통제변수로 사용된 기업의 고유특성인 업력, 기업규모, 외국인지분율, 생산성이 유의한 상관관계가 있고, 재무성과(ROA)는 거버넌스(GOV)를 제외한 ESG 평가등급과 기업규모, 외국인지분율, 인당생산성과 유의한 상관관계를 확인하였다. ESG 인식과 도입의사 수준은 ESG 평가등급 모든 부문과 양(+)의 상관관계가 나타났다. 중견기업의 재무속성 지표 중 외국인지분율과 자산규모는 확실히 ESG 해당 변수와 유의적인 양(+)의 상관관계를 보인 반면에 업력은 예상과 달리 상관관계가 없는 것으로 나타났다. 통제변수 간 가장 높은 상관관계가 순운전자본비율(NWC)과 유동비율(Curr)로 상관관계가 0.419이며, 나머지는 0.2수준이거나 이하로 절사수용치(cut-off threshold)인 0.7이하인 것으로 나타나 변수 간 다중공선성이 의심되는 변수는 없는 것으로 나타났다(Anderson et al., 1996; Belsley et al., 1980).

2. 독립표본 T검정 결과

가설 1인 '중견기업의 ESG 인식과 도입의사 수준은 제조업과 비제조업에서 유의한 차이를 가질 것이다'를 검증하기 위해, ESG 인식은 인식과 미인식, ESG 도입의사는 미도입과 도입으로 각각 그룹을 나누어 분석을 수행하였다. 다만, 해당 인식과 도입의사는 설문조사에서 명목척도로 측정되었으므로 집단 간 평균 차이 분석을 위한 독립표본 T 검정을 실시하였다.

〈표 7〉 독립표본 T 검정 - ESG 인식과 도입의사 - 제조업 vs 비제조업

ESG 구분	평균		표준편차		Levene의 등분산 검정			평균 동일성 T 검정	
	제조 (n=366)	비제조 (n=95)	제조	비제조	F	유의 확률	등분산	t	유의 확률
인식	0.945	0.863	0.228	0.346	29.235	0.000	가정 않됨	2.198	0.030
도입 의사	0.639	0.600	0.481	0.492	1.645	0.200	가정됨	0.707	0.480

〈표 7〉에서와 같이 ESG 인식은 Levene의 등분산 검정에서 F값과 유의확률이 각각 29.235와 0.000으로 등분산이 가정되지 않았다. 따라서, '등분산이 가정되지 않음'에서 제조업의 인식 평균 0.945가 비제조업 인식 평균 0.863보다 유의수준 5%에서 0.082차이로 ESG인식 평균이 더 높은 것으로 밝혀졌다.(t값 2.198, 유의확률 0.03) 이는 제조업계에서 설비 운영에서 발생할 수 있는 산업재해와 ESG의 사회(SOC)부문의 노무관리 및 보건 안전 활동, 환경(ENV)부문의 온실가스 배출, 정부의 탄소중립사회 발표와 기후와 환경에 대한 사회적 분위기를 좀 더 심각하게 받아들여 ESG 인식이 비제조업종에 비해 상대적으로 높음을 보여준다.

반면에 ESG 도입의사는 Levene의 등분산 검정을 통해 등분산이 가정되었다. 등분산 가정하의 평균 동일성 검정에서 t값과 유의확률이 각각 0.707과 0.48로 나타나 ESG 도입의사 수준에는 통계적 유의수준 하에서 차이가 없는 것으로 밝혀졌다. 설문조사 결과에서 드러났듯이, 중견기업은 아직도 제한된 가용자원과 ESG 경영활동의 실효성에 대한 의구심으로 ESG도입에는 제조업·비제조업을 가리지 않고 주저하고 있음을 확인하는 결과이다.

3. 일원배치분산분석 결과

가설 2의 '중견기업의 내부 ESG 인식과 도입의사 수준이 높을수록 ESG 평가등급도 높을 것이다'를 검증하기 위해 〈표 8〉에서와 같이 명목척도로 구분된 4가지 그룹과 ESG 평가등급의 연속형 자료를 분석하기 위해 일원배치분산분석을 수행하였다. 결과는 중견기업 내부의 ESG 인식과 도입의사 수준이 높을수록 실제 ESG 통합평가도 높은 경향을 띠는 것으로 드러났다. 〈표 8〉에서와 같이 분산분석 F값의 유의확률이 모두 0.000의 수치를 보여 유의수준 0.1% 수준에서 가설 2는 채택되었다. 세부적으로 살펴보면, ESG 인식 및 적극도입 그룹의 ESG 평가등급이 가장 높은 평균 점수를 보이며, 인식 및 부분도입 그룹으로 그 다음으로 나타났다. 그룹 간 유의한 차이를 확인하기 위하여, 먼저 Levene의 등분산 검증을 실시하였고, 모두 등분산이 가정되지 않음으로 나타나서 사후 검증으로 Games-Howell분석을 실시하였다. 모든 평가

부분에서, 인식 및 적극 도입 그룹은 인식 및 부분 도입 그룹에 비해 유의수준 1%에서, 인식 및 적극 도입 그룹과 인식 및 부분 도입 그룹은 인식 및 미도입 그룹과 미인식 및 미도입 그룹에 유의수준 0.1%에서 각각 유의한 차이가 있는 것으로 나타났다. 각 환경(ENV), 사회(SOC), 거버넌스(GOV)의 세 부분의 분석에서도 ESG 통합평가와 동일한 결과값을 보였다. 분석 결과는 중견기업에서 내부 구성원의 인식 수준은 ESG 경영활동에 대한 높은 관심과 적극적인 참여를 이끌어 내어 실제 높은 평가등급을 받는 데 도움이 되며, 기업이 전사적 차원의 ESG 인식 제고와 경영활동을 추진하여야 함을 시사한다.

〈표 8〉 ESG 인식과 도입의사 vs ESG 평가등급 분석

종속 변수	인식과 도입의사	N	평균	표준편차	분산분석 F값/유의확률	사후검증결과
ESG 통합	a.미인식/미도입	33	0.48	0.712	46.828/ 0.000***	d)c**, c)a.b*** (Games-Howell)
	b.인식/미도입	137	0.77	0.941		
	c.인식/부분 도입	191	1.96	1.559		
	d.인식/적극 도입	100	2.64	1.661		

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

4. 회귀분석 결과

가설 3과 4의 회귀분석 결과를 해석하기 전에, 〈표 9〉에 나타난 회귀분석 모형에 대한 통계적 기술 분석을 살펴보기로 한다. 회귀모델 잔차 간 자기상관성을 검정하는 Durbin-Watson 수치가 ESG 부문별 기업가치(TQ)는 1.864~1.870, 재무성과(ROA)는 2.024~2.088이다. 해당 값이 2에 가깝고 0 또는 4와 가깝지 않으므로 잔차 간 상관관계가 없어 독립적이라고 판단할 수 있으며, F검정의 유의확률값이 모두 0.1% 수준에서 유의하여 회귀모델의 설명변수들이 종속변수에 유의미한 영향을 미치고 있음을 보여주었다. 변수의 모든 공차한계값이 0.1이상이며, VIF값은 1.62미만으로 10에 가깝지 않아

설명변수 간 다중공선성에는 문제가 없다고 판단하였다(Belsley et al., 1980). 기업성과에 미치는 독립변수와 통제변수의 영향력을 비교해 보기 위해서 표준화된 회귀계수값을 제시하였다.

ESG 평가등급이 중견기업의 기업가치(TQ)에 정(+)의 영향을 미칠 것이라는 가설 3의 검증 결과는 다음과 같다. ESG 통합, 환경(ENV), 사회(SOC) 부문은 모두 0.1% 유의수준에서 가설이 채택되었으며, 거버넌스(GOV)는 1% 유의수준에서는 채택되었다. 이는 기존 연구에서 주장한 대로, 기업가치(TQ)는 CSR·ESG활동이 긍정적 영향 관계에 있다는 분석 결과와 일치한다(Li et al., 2018; 김광민과 이현상, 2021; 박순애와 신은혜, 2021; 오상희와 이승태, 2021). 그러나, 정강원(2020)의 2011년에서 2017년의 상장기업 자료를 토대로 분석한 결과에서는 거버넌스(GOV)는 기업가치와 유의한 정의 관계를 보이나 환경(SOC)은 유의한 영향관계가 없었다. 이는 2020년대에 들어서면서, 국내 중견기업의 관심이 코로나19, 탄소중립 그리고 기후변화, ESG 공시제도 등의 사회적 이슈로 인해 2010년대에 비해 환경(ENV)과 사회(SOC)영역으로 이동하고 있는 것으로 추측해 볼 수 있다. 유동비율과 외국인지분율은 모든 부문에 걸쳐 유의함을 보였고, 특히 기업규모가 기업가치에 가장 큰 영향력을 끼치는 부(-)의 효과를 보인다. 이는 중견기업은 신생기업과 같은 중소기업이 아니므로 규모가 일정 수준 성장 이후에는 기업가치가 하락할 수 있다는 비선형 움직임을 주장한 연구와 일치한다(김종희, 2020). 조성택(2017)과 Bolton and Kacperczyk(2021)의 연구에 따르면, 기업의 규모가 커질수록 온실가스배출량이 늘어나 기업가치에 부정적 영향을 미친다는 주장을 확인한 결과이다. 유동비율은 부(-)의 관계를, 외국인지분율은 정(+)의 관계를 보여 오상희와 이승태(2021)의 선행연구 결과를 지지하였다. <표 4>에서는 중견기업의 환경(ENV)부문 ESG등급의 평균값은 다른 두 개별부문에 비해 낮으나, 회귀분석의 환경(ENV)부문 계수값은 다른 두 부문에 비해 크게 나타나 기업가치에 더 많은 영향을 미침을 보여준다. 즉, 환경(ENV)에 대한 중견기업의 적극적인 관심과 활동이 필요한 것으로 해석할 수 있을 것이다.

ESG 평가등급이 중견기업의 재무성과(ROA)에 정(+)의 영향을 미칠 것이

라는 가설 4에 대해서는 ESG통합, 환경(ENV), 사회(SOC), 거버넌스(GOV) 모두 기각되었다. 국내 유가증권 상장 기업들을 대상으로 분석한 김광민과 이현상(2021) 및 정강원(2020)의 연구 결과를 지지하며, 해외 선행연구인 Nollet et al.(2016)과 Gholami(2022)의 연구 결과와도 동일하다. 그러나, 양병모와 양오석(2021)의 64개 대기업만을 대상으로 한 분석에서는 ESG 평가등급은 기업가치(TQ)와는 무관하고, 재무성과인 ROA와 ROE와는 유의미한 관계를 보여주어 본 연구의 중견기업대상 분석 결과와는 뚜렷이 대비된다. 이는 <표 2>의 대기업 중심의 유가증권상장사 ESG 평가등급과 <표 6>의 중견기업 ESG 평가등급을 비교해 보아도 알 수 있다. 대기업 위주 상장사의 ESG 평가등급이 중견기업보다 상대적으로 높는데, 대기업에서는 2010년대부터 지속되어 온 CSR활동과 지속가능경영활동이 기업의 경영전략과 목표에 체계적으로 내재화가 더 진행되어 중견기업과는 달리 재무성과에도 긍정적 영향을 주었으리라 판단된다.

가설 3과 4의 분석 결과를 통하여, 중견기업에서 ESG 경영활동은 기업전략 내재화를 통한 본격적인 재무성과 창출 측면보다는 아직은 외부에서 투자의 참고 요소로 시장의 기업가치 측면이 더 부각되고 있음을 알 수 있다.

〈표 9〉 ESG 평가등급과 기업성과의 회귀분석

변수	기업가치(TQ)				재무성과(ROA)			
	통합	ENV	SOC	GOV	통합	ENV	SOC	GOV
ESG	0.145***	0.160***	0.153***	0.104**	0.074	0.084	0.066	0.033
Age	-0.043	-0.045	-0.044	-0.045	0.029	0.028	0.029	0.029
ln(Asset)	-0.183***	-0.194***	-0.195***	-0.153***	0.041	0.034	0.041	0.064
NWC	0.051	0.054	0.055	0.047	0.255***	0.256***	0.256***	0.251***
Curr	-0.120**	-0.122***	-0.125***	-0.120**	-0.053	-0.054	-0.055	-0.053
For	0.1430**	0.128***	0.135***	0.126***	0.110**	0.109**	0.112***	0.110**
Debt	0.003	0.004	0.005	0.002	-0.046	-0.046	-0.046	-0.047
ln(Prod)	-0.060	-0.060	-0.057	-0.061***	0.190***	0.190***	0.191***	0.190***
R	0.385	0.402	0.387	0.378	0.408	0.409	0.407	0.404
Adj R2	0.118	0.130	0.119	0.112	0.136	0.137	0.135	0.163
Durbin-Watson	1.867	1.874	1.867	1.867	2.048	2.043	2.044	2.045
F	4.861***	5.169***	4.912***	4.646***	5.553***	5.582***	5.521***	5.444***

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

V. 결론

본 연구는 중견기업 기본통계자료의 ESG 인식과 도입의사 실태조사결과와 KCGS의 ESG 평가자료에 기초하여, 조직 구성원의 ESG 인식과 도입의사가 제조업종과 비제조업종에서 차이가 있는지, ESG 평가등급에 어떤 연관성이 있는지, 그리고 ESG 평가등급이 중견기업의 기업가치(TQ)와 재무성과(ROA)에 미치는 영향을 최초로 실증분석을 시도하였다는 점에서 의의가 있다. 본 연구 결과를 정리하면 다음과 같다.

1. 시사점

첫째, ESG 인식은 제조업계와 비제조업계에서 유의한 차이를 드러냈다. 중대재해처벌법의 도입과 기후환경의 사회적 논쟁이 정점에 달한 2020년 이후로 제조업계의 가장 큰 위협 요소이자 고민거리가 ESG 경영활동일 것이다. ESG 도입의사는 제조업과 비제조업사이에 차이는 없었다. ESG를 도입할 예산과 인력이 충분하지 않고, 도입 효과에 대한 불확실성이 ESG 도입을 망설이는 주요 요인으로써, 단순히 제조업계만의 특성은 아닌 중견기업 전체가 겪는 공통적인 현실 상황이다. 대기업에 비해 상대적으로 재무상태가 좋지 않고 중장기 전략보다는 생존 경영활동이 우선인 중견기업이 비재무적 성과로 보이는 ESG 경영활동을 적극적으로 도입하기가 쉽지 않다(민재형과 김범석, 2019).

둘째, 중견기업에서 ESG 인식과 도입의사 수준이 높을수록 ESG 평가등급도 높아질 것이라는 가설 2가 지지되었다. 이해관계자의 한 축인 조직 구성원은 경영 전략, 목표, 계획에 대한 직접적인 실행 주체이다. 최병권 등(2017)의 연구에서 전사적 조직 현상인 CSR활동이 종업원의 태도와 행동에 상호작용을 일으키듯이, 구성원의 ESG 인식과 실행 의지는 ESG 평가등급 결과에 정(+)의 상관관계를 보였다. ESG를 인식하면서 경영활동에 적극적인 도입의사를 보인 기업에서부터 순차적으로 인식 및 부분 도입, 인식은 하나 미도입, 그리고 인식을 하지 않으며 도입도 하지 않은 기업 순으로 평가등급이 낮아

졌다. 'ESG 인식과 도입의사'라는 설문조사 결과와 KCGS의 실제 ESG 평가 등급사이의 유의한 상관관계를 최초로 실증했다는 점에서 의의가 크다.

셋째, 기업가치(TQ)는 ESG의 모든 부문에서 정(+)의 영향을 받는 것으로 나타나 가설 3이 지지되었다. 중견기업의 외국인지분을 평균은 6.67%로써 전체 유가증권상장사 평균 10.38%(오상희와 이승태, 2021)에 못 미친다. 환경(ENV)에 대한 준비와 관심은 중견기업의 신용등급을 높이고, 기업성과를 증진시킬 수 있다. ESG 평가등급 존재 기업의 이익이 존재하지 않는 기업보다 높다는 것은 외국인 투자자본을 추가로 유치하는 데 도움이 될 수 있다(백상미와 최정미, 2022). Lee and Suh(2022)에 따르면, 대기업의 경우에는 환경(ENV)과 사회(SOC)는 기업성과와 역U자형 상관관계가 있으나, 이제 ESG 경영활동을 시작하는 중견기업의 경우라면 아직은 편익을 취할 수 있는 성장 기회가 더 있을 수 있다. 넷째, 재무성과(ROA)와 ESG 평가등급은 아무런 영향 관계가 없음을 보여 가설 4는 지지되지 않았다. 대기업의 경우에는 ESG활동이 재무성과와는 유의한 정(+)의 영향관계가 있으나, 중소·중견기업의 경우에는 관련이 없다는 연구 결과와 일치하였다(양병모와 양오석, 2021). 이는 중견기업은 비용과 내부인적자원 투입을 필요로 하는 ESG 경영활동과 공시가 단기적으로 재무성과에 직접적 영향을 미치기 보다는 장기적 성과인 기업가치에 영향을 미칠 수 있음을 보여주었다.

비록 자원의 제약으로 어려움을 겪을 수 있지만, 중견기업은 다음과 같은 ESG 대응방안을 강구해야 한다. 첫째, 장기적 관점에서 사업적 특성을 고려하여 기업 존속과 경쟁력 확보에 큰 영향을 미치는 ESG 경영활동을 파악하여 단계별 접근 전략을 취해야 한다. 둘째, Pucker(2021)는 '측정된 것은 실행된다'는 전제를 바탕으로 지속가능성 성과를 개선할 수 있다고 주장했다. 지금이라도 해외투자기관 주도의 공시요구와 선진국의 규제와 제도 전개 방향에 대한 정확한 이해를 바탕으로 데이터를 축적하여야 한다. 셋째, 중장기 성장을 위해서라도 ESG 경영활동을 위한 전문 인력의 확충과 전담 조직의 구축을 고려하고 내부의 ESG 인식 제고를 위해 노력해야 한다. 넷째, 학계 및 연구기관과 협력하여 글로벌 기준과 국내 여러 기관에서 공개한 ESG 공시

기준과 표준의 정합성을 검토하고 중견기업 수준에 맞도록 업종별·규모별 적용가능한 수준을 만들어 정책입안자에게 제시하여야 한다. 마지막으로 ESG 경영활동, 나아가 공시와 규제는 단기적으로는 비용을 수반하는 리스크 요인이지만, 장기적으로는 자금조달과 기업 명성에 긍정적 영향을 가져오고, 수익 창출로 이어짐을 인지하고, ESG활동을 지속가능성장의 선순환 기회로 활용하여 전사 전략으로 체계화하고 내재화시켜야 한다.

2. 요약 및 한계점

2020년까지만 하더라도 CSR관점에서 설문조사나 ESG 평가등급 자체만으로 분석한 연구는 기업성과에 미치는 영향을 정(+), 부(-), 혼재 그리고 관계없음으로 다양하게 보고하였다. 최신 연구는 주요 연구 대상을 CSR과 기업지배구조 개선 활동에서 확장하여 기후변화와 밀접한 환경분야를 추가하고 있으며, 분석 결과를 보면 ESG 경영활동 성과와 기업성과의 정(+)의 관계를 점점 더 많이 보고하고 있다. 이번 중견기업의 'ESG 인식과 도입의사' 설문조사 결과를 바탕으로 한, 실제 ESG 평가등급과 기업성과 간 실증분석은 국내 첫 연구 시도로서 본 연구가 가지는 시사점은 시의적절하며 의의가 크다고 할 수 있다.

그럼에도 다음과 같은 한계점을 지닌다. 첫째, 전체 5,526개의 중견기업 중, 상장된 기업이 644개임에도 ESG 인식과 도입의사 설문조사를 활용하기 위하여, 2021년 이후의 상장중견기업 데이터 중 설문에 응한 기업만을 표본 집단으로 선정하였다. 둘째, 연도별 실태 설문조사 결과에 응한 기업 데이터를 확보하다 보니, 연간 분석 대상 기업 수가 상이했다. 패널데이터를 사용하는 고정효과모형분석으로 더 높은 신뢰성과 일반화할 수 있는 결론을 유추하기 위해서 분석 대상 기업 수와 연간 재무지표의 수가 더 축적되어야 할 것이다. 향후 연도별 데이터가 좀 더 확보되면, 시간의 차에 의한 ESG 경영활동과 기업성과를 분석할 수 있을 것이며, 기업성과가 ESG 평가등급에 미치는 영향을 역으로도 분석 가능하여 좀 더 의미 있는 결과를 도출할 수 있을 것이다.

끝으로, 중견기업의 ESG 평가등급에서 환경(ENV) 부문이 타 부문에 비해

평가등급이 낮아 전체등급도 따라서 낮아지는 경향을 보였다. 그리고 회귀 분석에서 환경(ENV)부문이 기업가치에 타 부문에 비해 더 큰 영향을 미치는 것으로 나타났다.

본 연구를 통해 신재생에너지 사용과 에너지효율화를 통한 제품 제조, 생산공정의 저(탈)탄소 설비화 도입, 친환경 제품 연구개발 등의 환경(ENV) 특화 경영활동과 기업성과의 분석은 향후 학문적, 실무적 시사점 도출의 유용한 자료가 되기를 기대한다.

■ 참고문헌 ■

- 강원·정무권, 2020, "ESG활동의 효과와 기업의 재무적 특성," 『한국증권학회지』, 49(5), pp.681-707.
- 곽배성·이재혁, 2019, "국내 중소기업의 사회적 책임 연구 동향 분석 및 향후 연구 방향 제언," 『전략경영연구』, 22(3), pp.21-50.
- 곽세영, 2020, "중견기업의 운전자본관리와 경영성과," 『호텔경영학연구』, 29(1), pp.1-11.
- 권용수, 2023, "중견기업법 상시화의 의의 및 향후 과제," 『기업법연구』, 37(2), pp.9-34.
- 김광민·이현상, 2021, "ESG등급이 기업가치와 부채비용, 신용등급에 미치는 영향," 『Asia-Pacific Journal of Business & Commerce』, 13(3), pp.94-121.
- 김범석·민재형, 2016, "기업의 ESG 노력과 재무성과의 선행행 관계: 탐색적 연구," 『한국생산관리학회지』, 27(4), pp.513-538.
- 김소정·김우찬, 2021, "사회적 책임 경영과 기업가치: 중대재해처벌법 통과와 공시효과를 중심으로," 『재무관리연구』, 38(3), pp.201-238.
- 김승현, 2013, "사회조사의 응답편향과 대체문항의 타당성: 사회적 신뢰와 공익추구," 『한국정책과학학회보』, 17(4), pp.1-22.
- 김양민·박지현, 2021, "ESG 또는 기업의 사회적 책임, 그리고 기업 재무성과: 실증연구 고찰과 향후 발전 방향," 『전략경영연구』, 24(2), pp.75-114.
- 김종희, 2020, "기업의 사회적 책임활동과 기업가치 간의 비선형 관계와 임계수준의 추정에 관한 연구," 『산업연구』.
- 라영수, 2022, "ESG와 기업가치의 관계에 관한 연구," 『경영컨설팅연구』, 22(6), pp.1-18.
- _____, 2023, "ESG성과를 위한 기업 재무적 역량에 관한 연구," 『경영컨설팅연구』, 23(3), pp.135-150.
- 민재형·김범석, 2019, "기업의 ESG 노력은 지속가능경영의 당위적 명제인가? 기업의 재무상태에 따른 비재무적 책임 향상 노력의 차별적 효과," 『경영과학』, 36(1),

pp.17-35.

- 민재형·김법석·하승인, 2015, “기업의 환경, 사회, 지배구조 요인과 재무성과의 관계: 공유가치창출의 경험적 근거,” 『경영과학』, 32(1), pp.113-131.
- 박순애·신은혜, 2021, “대·중소 및 중견기업의 ESG성과와 재무가치 간의 상관관계,” 『환경정책』, 29(4), pp.151-199.
- 박윤수, 2023, “중소기업의 ESG 평가에 대한 전략적 대응방안 탐색적 연구,” 『벤처창업연구』, 18(1), pp.47-65.
- 박재현·한향원·김나라, 2022, “국내 ESG 연구동향 탐색: 2012~2021년 진행된 국내 학술연구 중심으로,” 『벤처창업연구』, 17(1), pp.191-211.
- 백상미·최정미, 2022, “ESG 등급이 이익의 가치 관련성에 미치는 영향,” 『기업경영연구』, 29(3), pp.125-145.
- 신동주·유연우, 2011, “기업의 사회적 책임 활동이 조직신뢰 및 노사관계에 미치는 영향에 관한 연구,” 『디지털융복합연구』, 9(5), pp.123-140.
- 양병모·양오석, 2021, “ESG 활동이 기업성과에 미치는 영향: 균형적 ESG 경영전략의 조절 효과를 중심으로,” 『국제경영리뷰』, 27(2), pp.115-128.
- 양오석·한재훈, 2023, “중소기업 ESG 경영성과 분석을 통한 ESG 규제 정책 방향 제언,” 『경영컨설팅연구』, 23(3), pp.179-199.
- 오상희·이승태, 2019, “ESG 평가요소와 기업가치의 관계에 관한 연구,” 『전산회계연구』, 17(2), pp.205-223.
- 오상희·이승태, 2021, “신용등급 및 ESG등급이 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구,” 『세무회계연구』, (69), pp.125-144.
- 유현경·이성호·남정민, 2021, “소비자의 ESG 경영요구가 ESG 경영지지에 미치는 영향,” 『Entrepreneurship & ESG 연구』, 1(2), pp.1-24.
- 이소정·남정민, 2022, “창업자 및 창업경험자 입장의 ESG 요인 우선순위 도출,” 『Entrepreneurship & ESG 연구』, 2(2), pp.1-22.
- 이정기·이재혁, 2020, “지속가능경영연구의 현황 및 발전방향: ESG 평가지표를 중심으로,” 『전략경영연구』, 23(2), pp.65-92.
- 이지혜, 2022, “ESG 평점의 실증분석을 통한 중견·중소기업의 ESG 경영 촉진의 필요성에 대한 연구,” 『인문사회21』, 13(2), pp.2787-2802.
- 이진권, 2022, “한국 제조업 중견기업의 경영활동과 경영성과에 관한 연구: 정부의 월드클래스300 프로젝트 선정기업 경영활동을 중심으로,” 『경영컨설팅연구』, 22(3), pp.173-189.
- 이호석·남정민·이성호·박재훈, 2021, “중소기업 CSR의 성과에 관한 연구,” 『Entrepreneurship & ESG 연구』, 1(1), pp.1-27.
- 전진규, 2022, “ESG와 투자효율성에 대한 실증연구,” 『금융정보연구』, 11(1), pp.33-53.
- 정강원, 2020, “기업의 사회적 책임과 재무적 성과와의 관계에 관한 연구,” 『기업경영리

- 뷰』, 11(1), pp.15-34.
- 정진호·박현숙, 2022, “기업 ESG 활동이 경영성과에 미치는 영향에 관한 연구: 기업 가치관 인식의 조절효과를 중심으로,” 『산업진흥연구』, 7(2), pp.15-29.
- 조성택, 2017, “환경성평가 기업수익성에 미치는 영향 분석,” 『환경정책』, 25(2), pp.87-105.
- 최병권·문형구·주영란, 2017, “CSR 인식의 국내 연구동향과 향후 연구방향: ‘종업원의 CSR 인식’ 연구를 중심으로,” 『경영학연구』, 46(5), pp.1247-1302.
- 황주희·정동진·김현아, 2023, “고객기업의 ESG 성과가 공급기업의 매출집중도와 기업 가치에 미치는 영향,” 『회계저널』, 32(1), pp.71-107.
- Abrams, R., Han, S., and Hossain, M. T., 2021, “Environmental performance, environmental management and company valuation,” *Journal of Global Responsibility*, 12(4), pp.400-415.
- Ademi, Bejtush, and Nora Johanne Klungseth, 2022, “Does it pay to deliver superior ESG performance? Evidence from US S&P 500 companies,” *Journal of Global Responsibility* 13: pp.421-49.
- Agarwal, B., Gautam, R. S., Jain, P., Rastogi, S., Bhimavarapu, V. M., and Singh, S., 2023, “Impact of Environmental, Social, and Governance Activities on the Financial Performance of Indian Health Care Sector Firms: Using Competition as a Moderator,” *Journal of Risk and Financial Management*, 16(2). <https://doi.org/10.3390/jrfm16020109>
- Aithal, A., and Aithal, P., 2020, “Development and validation of survey questionnaire & experimental data-a systematical review-based statistical approach,” *International Journal of Management, Technology, and Social Sciences (IJMTS)*, 5(2), pp.233-251.
- Anderson, D. R., D. J. Sweeney and T. A. Williams, 1996, *Statistics for Business and Economics*. St. Paul, MN: West Publishing Company.
- Ashforth, B.E. and Mael, F., 1989, “Social identity theory and the organization,” *Academy of management review*, 14(1), pp.20-39.
- Barnett, M. L., and Salomon, R. M., 2006, “Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance,” *Strategic management journal*, 27(11), pp.1101-1122.
- Baron, D. P., Harjoto, M. A., and Jo, H., 2011, “The economics and politics of corporate social performance,” *Business and Politics*, 13(2), pp.1-46.
- Beck, T., Demirguc-Kunt, A., Laeven, L., and Levine, R., 2008, “Finance, Firm Size, and Growth,” *Journal of Money, Credit and Banking*, 40(7), pp.1379-1405. <http://www.jstor.org/stable/25096315>
- Belsley, D. A., Kuh, E., and Welsch, R. E., 2005, “Regression diagnostics: Identifying

- influential data and sources of collinearity," *John Wiley & Sons*.
- Bishop, G. F., Oldendick, R. W., Tuchfarber, A. J., and Bennett, S. E., 1980, "Pseudo-opinions on public affairs," *Public Opinion Quarterly*, 44(2), pp.198-209.
- Bocken, N. M., and Geradts, T. H. , 2020, "Barriers and drivers to sustainable business model innovation: Organization design and dynamic capabilities," *Long Range Planning*, 53(4), 101950.
- Bolton, P., and Kacperczyk, M., 2021, "Do investors care about carbon risk?," *Journal of financial economics*, 142(2), pp.517-549.
- Chang, Y.-J., and Lee, B. H., 2022, "The impact of ESG activities on firm value: Multi-level analysis of industrial characteristics," *Sustainability*, 14(21), 14444.
- Chang, Y. J., and Lee, B. H., 2021, "The Impact of ESG activities on Firm Value: Focusing on the Moderating Effect of Competition within the Industry," *한국경영학회 융합학술대회*, pp.2210-2233.
- Dakhli, A., 2021, "Does financial performance moderate the relationship between board attributes and corporate social responsibility in French firms?," *Journal of Global Responsibility*, 12(4), pp.373-399.
- Dobers, P. and Halme, M., 2009, "Corporate Social Responsibility and Developing Countries," *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 16 No. 5, pp.237-249.
- Drempetic, S., Klein, C., and Zwergel, B., 2019, "The Influence of Firm Size on the ESG Score: Corporate Sustainability Ratings Under Review," *Journal of Business Ethics*, 167(2), pp.333-360.
- Dutton, J. E., Dukerich, J. M., and Harquail, C. V., 1994, "Organizational images and member identification," *Administrative science quarterly*, pp.239-263.
- Farooq, O., Payaud, M., Merunka, D., and Valette-Florence, P., 2014, "The impact of corporate social responsibility on organizational commitment: Exploring multiple mediation mechanisms," *Journal of Business Ethics*, 125, pp.563-580.
- Flammer, C., and Luo, J., 2017, "Corporate social responsibility as an employee governance tool: Evidence from a quasi-experiment," *Strategic management journal*, 38(2), pp.163-183.
- Friede, G., Busch, T., and Bassen, A., 2015, "ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies," *Journal of sustainable finance & investment*, 5(4), pp.210-233.
- Geissdoerfer, M., Vladimirova, D., and Evans, S., 2018, "Sustainable business model

- innovation: A review," *Journal of cleaner production*, 198, pp.401-416.
- Gholami, A., Murray, P. A., and Sands, J., 2022, "Environmental, social, governance & financial performance disclosure for large firms: is this different for SME firms?," *Sustainability*, 14(10), 6019.
- Greening, D. W., and Turban, D. B., 2000, "Corporate social performance as a competitive advantage in attracting a quality workforce," *Business & society*, 39(3), pp.254-280.
- Hogg, M. A., 2000, "Social identity and social comparison. In Handbook of social comparison: Theory and research," *Springer*, pp.401-421.
- Kim, S.-I., Shin, H., Shin, H., and Park, S., 2019, "Organizational slack, corporate social responsibility, sustainability, and integrated reporting: Evidence from Korea," *Sustainability*, 11(16), 4445.
- Knauer, Thorsten and Arnt Wöhrmann, 2013, "Working capital management and firm profitability," *Journal of Management Control*, 24(1), pp.77-87.
- Krosnick, J. A., 1991, "Response strategies for coping with the cognitive demands of attitude measures in surveys," *Applied cognitive psychology*, 5(3), pp.213-236.
- Lee, M. T., and Suh, I., 2022, "Understanding the effects of Environment, Social, and Governance conduct on financial performance: Arguments for a process and integrated modelling approach," *Sustainable Technology and Entrepreneurship*, 1(1), <https://doi.org/10.1016/j.stae.2022.100004>
- Li, Y., Gong, M., Zhang, X.-Y., and Koh, L., 2018, "The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: The role of CEO power," *The British Accounting Review*, 50(1), pp.60-75. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.09.007>
- Mascotto, G., 2020, "ESG Outlook: Five Key Trends Are Driving Momentum in 2020," *American Century Investors—Institutional*, March.
- Mael, F., and Ashforth, B. E., 1992, "Alumni and their alma mater: A partial test of the reformulated model of organizational identification," *Journal of Organizational Behavior*, 13(2), pp.103-123.
- Meuer, J., Koelbel, J., and Hoffmann, V. H., 2020, "On the nature of corporate sustainability," *Organization & Environment*, 33(3), pp.319-341.
- Mirvis, P., Googins, B., and Kinnicutt, S., 2010, "Vision, mission, values," *Organizational dynamics*, 39(4), 316.
- Nollet, J., Filis, G., Mitrokostas, E., 2016, "Corporate social responsibility and financial performance: A non-linear and disaggregated approach," *Econ. Model.* 52, pp.400-407.

- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., and Rynes, S. L., 2003, "Corporate social and financial performance: A meta-analysis," *Organization studies*, 24(3), pp.403-441.
- Pandit, S., C. E. Wasley, and T. Zach., 2011, "Information externalities along the supply chain: The economic determinants of suppliers' stock price reaction to their customers' earnings announcements," *Contemporary Accounting Research*, 28(4), pp.1304-1343.
- Pucker, K. P., 2021, "Overselling sustainability reporting," *Harvard business review*, 99(3), pp.134-143.
- Rupp, D. E., Shao, R., Skarlicki, D. P., Paddock, E. L., Kim, T. Y., & Nadisic, T., 2018, "Corporate social responsibility and employee engagement: The moderating role of CSR specific relative autonomy and individualism," *Journal of Organizational Behavior*, 39(5), pp.559-579.
- Shanaev, S., and Ghimire, B., 2022, "When ESG meets AAA: The effect of ESG rating changes on stock returns," *Finance Research Letters*, 46, 102302.
- Taherdoost, H., 2016, "Validity and reliability of the research instrument; how to test the validation of a questionnaire/survey in a research. How to test the validation of a questionnaire/survey in a research," August 10, 2016.
- Shepperd, J., Malone, W., and Sweeny, K., 2008, "Exploring causes of the self-serving bias," *Social and Personality Psychology Compass*, 2(2), pp.895-908.
- Tajfel, H., 1978, "Social categorization, social identity and social comparison. Differentiation between social group," pp.61-76.
- Vásquez, J., Aguirre, S., Fuquene-Retamoso, C. E., Bruno, G., Priarone, P. C., and Settineri, L., 2019, "A conceptual framework for the eco-efficiency assessment of small-and medium-sized enterprises," *Journal of cleaner production*, 237, 117660.
- Velte, P., 2017, "Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany," *Journal of Global Responsibility*, 8(2), pp.169-178. <https://doi.org/10.1108/jgr-11-2016-0029>
- Vriesema, C. C., and Gehlbach, H., 2021, "Assessing survey satisficing: The impact of unmotivated questionnaire responding on data quality," *Educational Researcher*, 50(9), pp.618-627.
- Whelan, T., Atz, U., Van Holt, T., and Clark, C., 2021, "ESG and financial performance," NYU STERN Center for Business 2021, Vol. 1.
- Yoon, B., Lee, J. H., and Byun, R., 2018, "Does ESG performance enhance firm value? Evidence from Korea," *Sustainability*, 10(10), 3635.

김성엽: 고려대학교 기술경영대학원에서 박사과정을 수료하였고, 글로벌 IT, 전기, 기계, 냉동공조회사를 거쳐 최근에는 AI·HPC를 위한 데이터센터업계에서 전문경영인으로 재직 중이다. 주요 관심분야는 Electric Mobility, 배터리, 에너지 효율화를 탄소중립사회 달성과 인재 개발이다. 저서로는 리플렉션: 리더의 시크릿노트, 행복우물, 2019 가 있다 (songyop@korea.ac.kr).

김영준: 고려대학교 기술경영대학원 부원장을 역임하고 현재는 교수로 재직 중이다 (youngjkim@korea.ac.kr).

투 고 일: 2024년 02월 07일
심 사 일: 2024년 03월 22일
게재확정일: 2024년 06월 27일