

# 중소기업의 ESG 평가지표 활용 방안: ESG 평가지표와 기업가치의 관계를 중심으로

박재현 (한국벤처투자 연구위원)\*

한향원 (하이퍼웨이브 대표이사)\*\*

## 국문 요약

최근 COVID-19 장기화 영향과 원자재 가격 급등으로 국내 대출금리가 가파르게 오르면서 빚으로 버티는 중소기업에 대한 우려가 커지고 있다. 또한, 높은 대출금리와 금융권의 대출심사 시 과도한 제출서류와 재무제표 위주의 심사로 인해 경영 환경에 힘든 중소기업의 대출은 거절되는 경우도 증가하고 있다. 따라서 중소기업의 자금조달과 투자 활성화 방안에 대한 논의가 필요하기에 본 연구는 중소기업의 ESG 제도의 활용을 통한 투자증진방안을 확인하였다. 본 연구의 목적은 비재무적 지표로 활용되는 ESG 평가지표의 활용이 중소기업의 기업가치를 예측하는 데 도움이 되며, 중소기업이 ESG 정보공시에 적극적으로 참여해야 하는 중요성을 제시하는 것이다. 본 연구는 자금조달이 중요한 중소기업의 ESG 도입과 실천의 필요성을 제언하며, 비재무적 지표의 활용이 기업가치를 예측하는 데 도움이 된다는 것을 실증적인 결과로 제시하였다. 연구결과, 중소기업의 ESG 성과와 기업가치는 정(+)의 관계를 가졌다. 중소기업의 ESG 부문별 등급과 기업가치는 모두 정(+)의 영향 관계를 맺는 것으로 볼 수 있다. ESG 종합등급은 기업가치에 긍정적 영향을 미치는 것으로 확인되었고 뿐만 아니라 ESG 환경, 사회, 지배구조 등급이 높은 중소기업일수록 기업가치를 높게 평가받았다는 것을 확인할 수 있었다. 연구결과에 따르면, 중소기업에게도 ESG 평가지표의 활용이 필요함을 제시하고, 중소기업의 성장을 도모하기 위해서는 중소기업의 기업가치를 재조명하는 방안을 연구하는 것이 필요함을 제언한다. 따라서, 본 연구는 중소기업의 ESG 경영과 기업가치의 관계에 대한 이해를 통해 중소기업의 ESG 경영 전략 수립 방안이 필요하다는 점과 ESG 정보공시를 위한 노력이 곧 중소기업의 정보 비대칭성을 해결하는 데 도움이 될 수 있음을 시사한다.

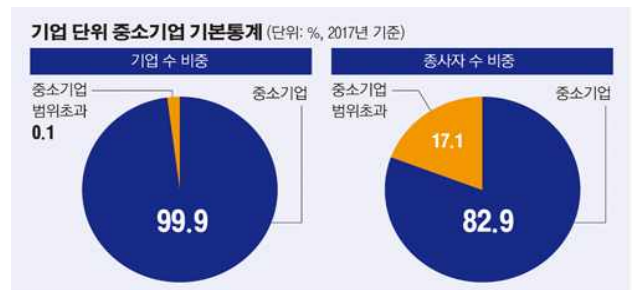
핵심주제어: 중소기업, ESG, ESG 평가지표, 비재무적 지표, ESG 정보공시, ESG 등급, 기업가치, Tobin's Q, 중소기업 투자

## 1. 서론

중소기업의 중요성은 지속해서 쟁점이 되고 있고 특히 일자리 창출과 경제 성장의 측면에 있어서 중소기업은 핵심 주체의 역할을 한다(김주일, 2019). 중소기업은 대기업과 비교하였을 때 규모가 상대적으로 작은 기업을 의미하며, 이때 구분 기준은 총자산, 매출액, 자기자본, 자본금, 종업원 수 등이 있다. 중소기업은 고용 창출에 많은 도움을 주고 있다. 그뿐만 아니라 중소기업은 시장에서 신규 고용의 대부분을 책임지고 있고 신기술을 창출할 성장 동력의 중요역할을 담당하고 있다(남유선, 2013). 또한, 4차 산업혁명의 시대에서는 급격히 변화하는 기술과 시장 환경에 대한 빠른 적응이 요구되기 때문에 그 중요성이 더 커질 것이라고 볼 수 있다.

2019년 기준 중소벤처기업 조사에 의하면 국내 기업의 대부분이 중소기업으로 조사되었으며 10곳 중 9곳(88.3%) 정도는 개인 기업이고, 근로자의 대다수는 중소기업에 근무하고 있다

(중소벤처기업부, 2020). 중소벤처기업부와 통계청 협업을 통해 ‘중소기업 기본통계’에 의하면 전체 기업의 99.9%, 전체 기업 중 중소기업이 대다수 차지하고 있으며 중소기업 종사자들도 82.9% 차지하는 등의 산업 전반에 걸쳐 핵심 성장 동력을 이끄는 만큼 이에 관한 연구는 필요하다고 할 수 있다.



출처: 이투데이(2019)

<그림 1> 중소기업·종사자 수 추이

\* 주저자, 한국벤처투자 연구위원, woguswpfh@gmail.com

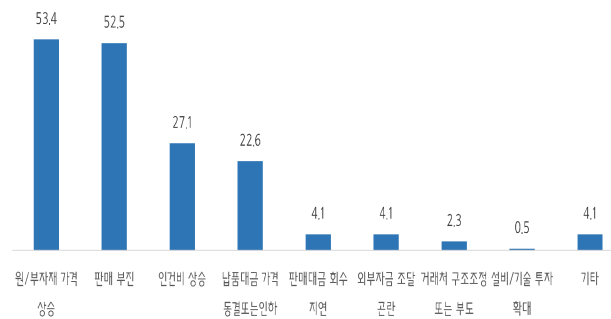
\*\* 공동저자, 하이퍼웨이브 대표이사, hanhyangwon@gmail.com

· 투고일: 2023-11-14 · 수정일: 2023-12-13 · 게재확정일: 2023-12-20

이러한 결과는 중소기업이 우리나라 경제에서 중추적인 역할을 담당하고 있다는 점을 보여주며 시대의 변화에 따른 대비도 필요하다는 것을 시사한다(홍광표 외, 2021).

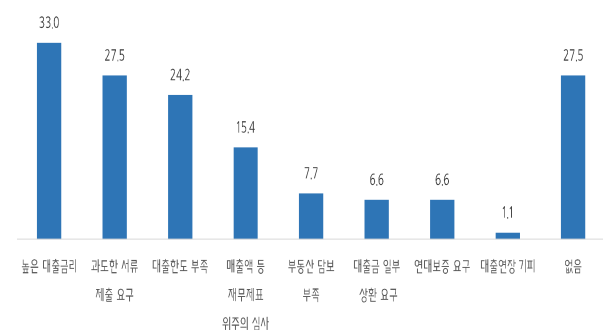
최근에는 코로나 팬데믹으로 인해 예측 불가의 미래와 산업 구조 전환, 디지털 전환 등의 과제 속에서 내부 자원이 부족하고 이에 따라 대응력이 약한 중소기업들은 위험에 노출되어 있다(나경환, 2021). 이러한 변화로 인해 중소기업들은 더욱 어려움 속에서 경쟁력 유지가 힘든 상황에 놓이게 되었다. 물론 중소기업 존재의 중요성이 강조되는 사회적 요구는 여전히 존재하지만, 중소기업에 대한 투자는 실제로 활성화되지 않고 있다. 또한 중소기업이 짊어진 ‘빚 폭탄’도 커지고 있는 가운데 대출금리가 가파르게 오르면서 빚으로 버티는 중소기업이 ‘이자 폭탄’을 맞을 수 있다는 우려가 더욱더 커지고 있다(중앙일보, 2022).

코로나 팬데믹 장기화로 인해 2021년 중소기업 자금 사정이 악화하였고 그 원인은 대표적으로 원부자재가 가격상승과 글로벌 공급망 문제가 있다. 중소기업중앙회의 조사에 따르면, 2020년보다 2021년에 그 정도가 더 심해졌고 중소기업의 피해가 더 증가하였다고 한다(중소기업중앙회, 2021).



<그림 2> 2021년 자금 사정이 악화된 기업 현황

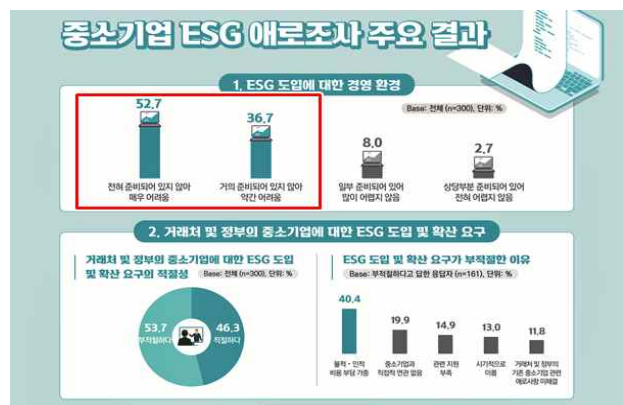
2021년 중소기업 대상 은행에서 신규대출을 신청한 기업을 대상으로 자금조달 시 애로사항을 물어본 결과, 은행을 통한 자금조달 시 높은 대출금리와 과도한 서류제출 요구와 매출액 등 재무제표 위주의 심사와 대출한도 부족 등의 문제가 있음이 조사되었다(중소기업중앙회, 2021).



<그림 3> 2021년 은행을 통한 자금조달 시 애로사항

중소기업중앙회(2021) 조사에 따르면 중소기업의 자금 사정은 악화하고 있으며 이에 따라 은행을 통해 자금조달을 진행하려 해도 높은 대출금리와 매출액 등의 재무제표 위주의 심사로 인한 문제로 많은 중소기업이 부담을 느끼고 원활한 자금조달을 하지 못하고 있다. IBK기업은행(2023)에서 발표한 ‘2023년 중소기업 금융실태조사’ 결과에 따르면, 2022년 중소기업이 신규 자금 조달한 금액은 실제 필요 자금 대비 약 81.2% 충족했으며 금리 인상과 대출한도액의 축소로 차입여건이 부진하다는 조사가 나왔다. 특히 중소기업의 자금 사정 악화, 구매 판매자금 결제기일은 길어지고 있어 이에 따라 다양한 자금지원정책과 함께 금리인하 등 비용 부담 완화지원이 필요하다는 연구 결과가 나왔다(IBK기업은행, 2023). 국내 중소기업의 자금조달 현황에 따르면 벤처기업이 성장형 기업에 투자하는 기간이 일반적으로 6년~7년이다. 이 기간은 기업 설립 이후 코스닥 상장까지 보통 걸리는 기간인 12년과는 불일치하므로 중소기업은 필연적으로 자금공급에 있어 단절 현상을 경험하게 된다. 그러므로 국내 중소기업은 창업 이후 성숙단계로 진입하는 데 어려움을 겪을 수밖에 없는 것이다(한국거래소, 2012). 또한, 2019년 국내 투자 동향 보고서에 따르면 업력 1~2년 차 창업기업이 최다 투자유치를 받았으며 업력 3년 이상 투자 건수 및 금액이 현저히 줄어들고 있으며 이는 정부 정책이 3년 미만의 창업기업이 집중되어 액셀러레이터와 벤처캐피털 등도 정부 정책과 호흡을 맞추고 있기 때문이라는 지적을 받고 있다(아이티동아, 2022).

이러한 상황에서 중소기업중앙회(2021)는 ESG 경영 도입의 필요성을 인지하는 중소기업이 절반을 차지하였으나, 아직도 도입환경은 준비되어 있지 않아 어렵게 느끼는 기업이 약 89%를 차지하였으며, 이미 ESG 평가를 요구받는 경험이 있는 중소기업 중 대기업으로부터 요구받는 경우가 가장 높게 나타났다.



출처: 중소기업중앙회(2021)

<그림 4> 중소기업 ESG 애로사항 조사 결과

중소기업중앙회의 ESG 도입과 관련한 중소기업 조사에 의하면 국내 중소기업의 대부분은 ESG 경영을 도입할 준비가 되지 않거나 그 환경이 마련되지 않아 어려움을 경험한다고 한다. 중소기업에 대한 ESG 경영 도입 요구가 적절하지 않다

고 느끼는 기업도 전체 대상 중 절반 이상을 차지하였으며, 이들 중 약 40%의 기업들은 ESG 경영 도입 요구가 불필요한 원인을 인적, 물적 비용 부담으로 응답하였다(중소기업중앙회, 2021). 즉, 중소기업 대부분이 ESG 경영의 도입을 어렵게 인지하고 있으며 이에 따라 중소기업이 ESG 경영을 도입하여 실천하는 시기의 도래도 지연된다고 볼 수 있다(임해원, 2022).

따라서 본 연구는 중소기업의 ESG 연구 동향을 살펴보고, 이해관계자 이론(Stakeholder Theory)<sup>1)</sup>과 대리인 이론(Agency Theory)<sup>2)</sup>을 바탕으로 중소기업의 ESG 도입과 실천의 필요성을 제안하고자 한다. 또한, 중소기업을 대상으로 한 연구가 미흡함을 고려할 때 본 연구는 ESG를 도입한 중소기업의 기업가치의 영향 관계를 실증적으로 분석한 결과를 제시하면서 대기업 및 상장기업들에 대한 ESG와 기업의 재무적 성과의 관계에 관한 연구가 부족함을 파악하고 중소기업의 기업가치를 재발견하고 ESG 등급과의 연관성을 살펴볼 수 있다.

최근 코로나 팬데믹 장기화에 따른 중소기업의 자금 사정은 해마다 악화하고 있으며, 이에 따른 고금리로 인한 기존 은행권 대출 또한 어려워지고 있는 상황에서 중소기업의 ESG를 활용한 투자증진방안 연구와 ESG 등급과 기업가치의 관계를 분석함으로써 중소기업에서 ESG 도입을 통해 원활한 자금조달과 자금 투자가 활성화될 수 있도록 하는 데 기여할 수 있는 기초 연구라고 볼 수 있다.

## II. 이론적 배경

### 2.1. 투자 의사 결정과 비재무적 지표

자본시장 또는 의사결정 핵심 요소로 ESG는 주목되는 요소이며 세계 최대 자산운용사인 BLACKROCK은 ESG ETF 수를 2배를 늘리고 화석연료 섹터 및 기업의 스크리닝을 공식 발표하면서 수탁자의 책임투자 이행관점에서 투자 의사 결정에 의한 환경적, 사회적, 지배구조의 요인들이 반영되고 있다(태정림, 2021). 또한 전 세계적으로 3,000여 개가 넘는 기관들이 이 원칙에 동의하고 우리나라의 연기금과 국민연금 등 사회적 책임투자에 참여하고 있을 만큼 ESG의 중요성이 커지고 있다고 볼 수 있다(태정림, 2021).

특히 코로나 위기로 환경과 연계된 위험과 ESG 관련 요인들이 기업가치에 대한 평가 관점과 투자에 대한 의사결정에 영향을 미치게 되었다. 이에 따라 기업은 지속가능경영에 대한 도입이 불가피한 상황에 직면하게 되고 투자자나 이해관계자들로부터 요구되는 ESG 위험 관리와 ESG 경영 체계 등

투명한 정보 공시가 중요한 사안으로 나타났다(이준희, 2020).

비재무적 지표인 ESG는 전 금융, 기업, 투자자들을 중심으로 급속도로 확산하고 있으며, 기업에 있어 선택이 아닌 필수적인 요소라고 볼 수 있다. 가령 EU와 미국 한국 등이 탄소 제로를 선언하고 있으며, 경제와 산업정책 전반에 걸쳐 ESG를 투자지표로 활용하는 글로벌 투자 금액도 2014년 21.4조 달러에서 2020년에는 2배 규모인 40.5조 달러로 증가하였다(이규석, 2021)는 점을 고려할 때 ESG 지표는 투자 의사 결정에 있어 앞으로도 중요하게 다뤄질 수 있다고 할 수 있다. 과거 기업의 가치는 재무제표와 같은 정량적이고 단기적인 지표에 의해 주로 평가되었지만, 전 세계적 기후변화 위기와 코로나19 팬데믹 현상으로 인해 비재무적 평가 요소인 ESG의 중요성이 더욱 증가하고 있다(삼정KPMG 경제연구원, 2021).

한국벤처투자(2021)는 ESG 벤처투자 가이드라인 및 모태펀드의 ESG 도입방안 연구 제안을 통해 ESG 벤처투자 가이드라인을 제시하고 벤처캐피털이 ESG 투자를 실행할 수 있도록 단계별로 가이드를 하되 투자기업 발굴, 기업 실사, 투자 심사 등 투자 의사 결정 프로세스의 중요성을 강조하고 있다. ESG 투자가 금융시장의 대세로 자리 잡은 시점에서, 투자자들은 보통 주주 이익 극대화 관점에서 기업의 영업이익과 매출액 등 실적 개선이 가능한지를 중요하게 평가하였지만, 오늘날 투자자들은 재무적 요소만큼 기업의 비재무적 요소들을 투자 의사 결정 시 주요한 요인으로 고려하고 있다(박준식 외, 2021).

가령 전통적 방식을 따르는 자산운용자들도 ESG 관련 지표들을 투자 의사 결정에 활용하고 있다는 점에서 ESG 활용도는 점차 증가한다고 볼 수 있다(Duuren et al., 2016). Chen & Mussalli(2020)은 ESG 요인들이 주가에 긍정적 영향을 주고 있음을 주장하였다. 특히 코로나 시대처럼 위기의 국면 속에서도 ESG 투자가 상대적으로 기업의 운영 위험성을 감소시키는 효과가 있으며 수익성 관점에서는 전통적 방식의 투자보다 같거나 더 좋은 결과를 확보할 수 있음을 주장하였다(박준식 외, 2021). 따라서 아직 ESG 평가 요소를 고려하지 않는 투자자들에게도 ESG 지표를 활용한 투자의 중요성이 크게 다가올 수 있으며 ESG 투자 가능성의 확대를 증가시킨다고 볼 수 있다(박준식 외, 2021).

일반적으로 중소기업이 금융기관으로부터 투자받거나 대출이 필요한 경우, 신청 기업의 3개년 재무제표와 부채비율 등의 재무적 지표의 정보제공이 필요하다. 중소기업에서 자본조달은 기업의 성과와 생존으로 연결된다고 볼 수 있다. 이때 중소기업은 대기업에 비해 재무적 자원이 부족하므로 중소기업의 자본조달전략은 기업성과를 결정하는 요인 중 하나라고 볼 수 있다(김문겸 외, 2012; Blundell et al., 1992). 즉, 중소기업

1) 이해관계자 이론(Stakeholder Theory)은 기업의 지속가능성을 설명하는 이론적 틀로 학계에서 활용되며, 기업과 기업을 둘러싼 이해관계자들 간의 관계를 중시하는 이론이다(Freeman et al., 2010). 이 이론에 의하면 이해관계자들은 거시적 관점에서 사회의 구성원들 역할을 하고, 기업은 이들과 지속적으로 소통하고 구성원 및 사회에 영향을 주며 살아가는 존재이므로 이해관계자들이 해당 기업의 지속가능성에 관심을 기울인다고 볼 수 있다.

2) 대리인 이론(Agency Theory)은 정보의 생산자인 경영자와 정보 이용자 간의 정보비대칭 문제로 발생하는 비용에 대한 논의를 제공하는 이론이다(Jensen & Meckling, 1976). 기업가치의 지속가능성을 극대화하기 위해 이해관계자와 경영자 사이의 대리인 비용을 최소화하기 위한 체계를 모색하며, 가령 기업지배구조 모니터링의 문제점 중 기업 내부의 의사결정자와 외부 이용자들 사이에 정보의 불균형이 발생하는 문제를 다루기도 한다.

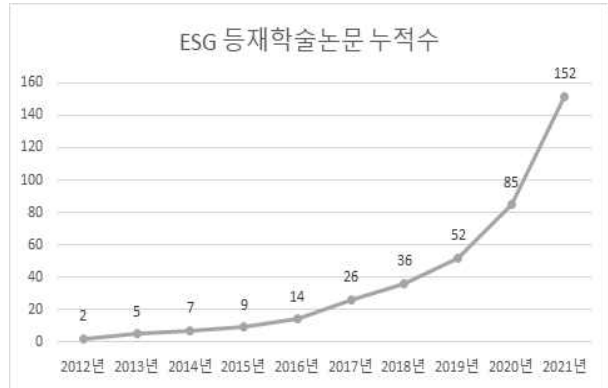
업의 생존과 발전을 위해서는 중소기업은 끊임없는 기술 혁신을 추구해야 하며, 이에 따른 투자도 활발히 이루어져야 한다고 볼 수 있다.

배창현 외(2021)는 자본시장에서 지속 가능 투자에 관한 관심이 증대되고 ESG 데이터와 기업의 ESG 성과를 평가하는 평가기관의 신뢰성이 언급되고 있으며, 회계학 분야에서 비재무적 측정지표(이하 ESG 지표)를 활용한 연구 흐름을 분석하였다. 장윤재(2021)는 ESG 생태계의 소비자와 공급자는 투자자와 기업이며, ESG 활성화의 전제조건으로 투자자는 ESG를 고려한 수탁자책임을 위반하지 않는지 중요하게 인식하고 있다. 또한, ESG가 투자자에 계속된 수익을 보장할 것인지 분명하지 않으며, ESG 지표를 재무적으로 환산하는 과정에서 발생하는 불명확성이 ESG의 신뢰성에 영향을 주기 때문이라고 하였다(장우영, 2021). IT 투자 자체가 유형적 가치만 내재하고 있는 것이 아니라 무형적 가치도 내재하고 있어서 IT에 대한 투자 의사 결정이 기존 재무적 관점에 한정되어 수행되었다면 비재무적 요인으로 의사결정자의 다각적인 요인의 필요성을 강조하였다(최성욱 외, 2010). 또한 기후 환경의 변화에 관한 관심이 높아지면서 기업을 평가할 때 단편적인 재무성과만을 가지고 판단하는 것은 한계가 있는 시점에 도달하였으며, 기업의 비재무적인 요소들도 함께 고려하여 적절한 기업가치와 장기적 지속가능성을 평가하는 것이 중요해졌다고 볼 수 있다(최동호, 2021). 따라서 중소기업도 ESG 경영의 도입을 통해 장기적인 기업가치의 관리와 지속성을 향상하게 시키는 데 힘써야 한다고 할 수 있다.

비재무적 성과의 핵심 요소로 ESG라고 생각하고 이들의 성과와 재무성과와 관계를 실증 분석한 결과 기업이 재무적 책임과 비재무적 책임을 진행하는 경우 기업이 사회적 책임을 다하고 동시에 이윤 창출이 가능함을 확인하였다(민재형 외, 2015). 기업을 평가할 때 매출과 손익을 기반으로 한 성과측정도 중요하나 지속가능경영을 위한 ESG와 같은 비재무적 성과도 중요성이 높아지고 있으며, 비재무적 성과지표의 향상은 기업의 가치를 높이고 기업의 투자 의사 결정에도 큰 영향을 미치고 있다(성자영, 2022).

이렇듯 기업 경영의 불평등, 사회 환경문제가 심각해지면서 기업 경영과 직결되는 ESG는 이러한 문제를 해결해 주기 위해 기업이 주도적으로 실행해야 경영 전략이라고 볼 수 있다. 과거에는 전통적인 매출과 영업이익이 기업평가의 기준이었다면 이제는 해당 기업이 환경과 사회 그리고 의사결정 체계와 많은 소통을 통해 잘 해결해 가는지 아닌지가 더 중요해졌으며, 투자 의사 결정 과정에서 특히 '비재무적' 요소는 중요한 지표로 자리 잡고 있다. 다수 연구자의 주장처럼 국내 중소기업에서 투자 의사 결정 과정에서도 '비재무적' 지표가 빠르게 도입되어야 하는 필요성과 함께 중소기업형 '비재무적' 지표의 고려가 중요해지고 있다.

## 2.2. 중소기업과 ESG의 연구 동향



<그림 5> ESG 등재 학술 논문 누적 수 그래프

국내외 ESG 경영 트렌드 확산에 따라 대기업뿐만 아니라 중소기업 ESG 경영에 관한 관심도 증대되고 있으며, 대기업의 협력사 ESG 관리 요구가 증가함에 따라 중소기업도 ESG 경영 촉진을 준비하기 위해서 ESG에 관한 학문 연구도 활발해지고 있다. 코로나 이후 최근 사회적으로 요구되고 있는 기업의 비재무적 경영활동(ESG)은 이제 중요한 경영 평가 요소로 논의되고 있지만, 중소기업은 ESG에 대한 인식과 대비가 부족한 상황에 놓여있다. 하지만 ESG 연구는 학문적 분야에 대한 논의뿐만 아니라 실제 기업 경영에서 적용할 수 있고 대응하는 방안에 관한 연구들이 많아지고 있다.

지난 10년간 ESG 관련 연구를 계량 서지학 분석을 한 결과 ESG 이슈에 관한 학문적 관심도와 연구 수는 점차 증가하는 것으로 나타났다(박재현 외, 2022).

ESG에 연구는 지속해 진행되어왔으나 학자들의 주요 관심 주제는 ESG와 기업의 재무성과 관계에 관한 연구들이 대부분이다(김양민·박지현, 2021). 기업의 비재무적 정보에 대한 측정치를 활용한 연구 흐름과 ESG 이슈에 관한 연구 결과를 살펴보면, 2010년대부터 ESG 평가지표를 활용한 연구가 수행된 것으로 파악되며, 대부분 제조기업에 관한 연구가 수행된 것으로 조사되었다(배창현 외, 2021). 기업의 비재무적 요소들이 중요해지면서 기업가치를 예측하는 기업가치의 대표 측정 지표인 Tobin's Q는 기업의 ESG 등급 중 환경등급과는 양의 상관관계를 보이지 않았다. 또한 기업 업종에 따라 기업성과 및 기업가치에 미치는 영향 요인들과 그 효과는 차이가 존재한다는 것을 확인하였다(고길곤, 2021).

국내외 ESG 연구는 대기업을 대상으로 한 연구가 대부분이며, 일부 중견·중소기업에 관한 연구가 존재하지만 그나마 중소기업에 관한 연구도 CSR과 기업성과 간의 연구들이었다(이호석 외, 2021). ESG의 경영 중요성이 확대되고 있으나 중소기업의 ESG에 대한 낮은 인식으로 경영 안착을 위해서는 정부와 금융기관에서 중소기업과의 지속 가능한 협력 체계를 구축해야 한다고 볼 수 있다(서경란, 2021).

최근 금융위원회는 상장기업 대상으로 ESG 전 분야에 대한

공시를 의무화하는 것에 대한 논의를 진행하고 있고, 여유 자원이 있어 ESG 전담 조직을 꾸릴 수 있는 대기업에 비해 중소·중견기업들은 급격한 변화로 단기적 손실이 노출될 수 있다. 그러나 대기업, 중견기업, 중소기업 모두 장기적인 기업가치와 ESG 등급 간 통계적 유의한 차이가 있음이 조사되었다(박순애·신은혜, 2021). 하지만 중소기업 대상의 ESG 성과와 기업가치의 관계에 대한 논의가 있음에도 불구하고, 중소기업 가치에 관한 연구는 부족한 실정이다. 10년간 ESG 주요 연구 대상들은 대기업 및 상장기업과 중소기업으로 분류되지만, 중소기업을 연구 대상으로 한 경우가 미미함을 확인할 수 있다. 이 중 중소기업을 대상으로 한 연구들은 8편으로 약 5%를 차지하였고 중소기업 대상의 연구는 미흡함을 알 수 있다(박재현 외, 2022).

<표 1> 연도별 ESG 중소기업 연구 대상 논문 편수

구분	연도	논문 편수	중소기업 연구대상 논문 편수
국내 논문	2012	2편	0편
	2013	3편	1편
	2014	2편	0편
	2015	2편	0편
	2016	5편	1편
	2017	12편	1편
	2018	10편	0편
	2019	16편	0편
	2020	33편	1편
	2021	67편	4편
합계		152편	8편

(출처: 박재현 외, 2022)

중견기업 및 대기업의 지주회사 금융회사 그룹 대비 중소기업은 ESG 평가에서 낮은 점수를 받고 있으며, ESG 환경이 중요해지는 상황에서 중소기업의 가치에 긍정적인 변화를 이끌기가 어렵지만 중소기업이 새로운 시장에 진입하기 위해서나 지금보다 활성화된 ESG 경영이 필요하다고 볼 수 있다(오덕규, 2012). 따라서 확고한 ESG 개념 정립과 활발한 경영 활성화 연구가 추가로 진행된다면 중소기업만의 자생적인 경영 방법이 도출될 수 있으며 이에 따라 중소기업 ESG에 대한 논의가 활발히 이루어져야 한다고 볼 수 있다(임형철·정무섭, 2021).

### 2.3. ESG 평가 등급과 기업가치

국내 선행연구에서는 주요 대기업 ESG 등급과 기업가치 영향 관계 분석 및 CSR 활동과 기업가치의 영향 관계를 분석하는 논문들이 다수를 이루고 있다. 기존 논문을 살펴보면 대부분 KEJI와 CGS의 ESG 등급을 활용하고 있으며, 기업가치는 국내의 대다수가 Tobin's Q와 ROA를 사용하고 있고, CSR 활동과 기업가치의 관련성 연구는 대체로 다수의 연구 결과 양의 유의적 영향 관계가 있음을 확인하였다(이경수, 2020).

국내 상장기업을 대상으로 ESG 요인과 기업가치(Tobin's Q)에 미치는 영향을 분석한 연구에서는, ESG 통합 및 개별요인

모두 기업가치와 긍정적인 관계를 함을 확인하였다(이정은·김진섭, 2013). 최근 다수의 연구에서 기업가치를 측정하는 지표로 Tobin's Q가 활용되며 이 지표는 기업 자산의 시장가치를 대체비용으로 나눈 값으로써 Tobin's Q의 값이 클수록 투자 가능성이 있다는 것으로 평가되고 있다(김남균, 2021).

비재무적 성과의 핵심 요소로 ESG라고 생각하고 이들의 성과와 재무성과와 관계를 실증 분석한 결과 기업이 재무적 책임과 비재무적 책임을 다하는 기업은 사회적 책임 또한 수행함과 동시에 이윤 창출을 위해 노력하는 것을 확인하였다(민재형 외, 2015). 기업을 평가할 때 매출과 손익을 기반으로 성과측정도 중요하나 지속가능경영을 위한 ESG와 같은 비재무적 성과도 중요성이 높아지고 있으며, 기업의 가치를 향상하고 기업의 투자 의사 결정에 활용되는 등 중요한 역할이 되고 있다(성자영, 2022).

기업가치 변수로 MB Ratio(Market to Book ratio)과 Tobin's Q를 활용한 연구에서는, 분석 결과 ESG 통합 부문과 사회 부문과 지배구조 부문의 CSR 활동이 M/B Ratio와 Tobin's Q와의 유의적 양(+)의 영향을 주는 것으로 확인되었다(이호갑·이길주, 2017). 최근 들어 지속 가능한 경영에 대한 정의들이 공통으로 강조하는 비재무적 성과는 경제와 사회 및 환경 등과 같이 ESG 성과와 중요성을 연관 지어 강조되고 있으며, ESG 성과를 바탕으로 사회책임투자(SRI, socially responsible investment)에 대한 역할과 투자 활동이 더 중요성이 커지고 있다(성자영, 2022). 이러한 기업 경영에서 논의되는 주요 검토사항 중 하나는 ESG 이슈와 관련하여 기업의 지속가능성이 부족한 경우에는 경영 위험으로 빠지게 될 수 있는 것이다(Holden et al., 2017).

EU는 올해부터 ESG 요건을 충족하기 어려운 금융사의 투자 활동을 제한하고 기존 기업에 ESG 활동을 요구하게 되면서 현대 기업들은 단편적인 이익 추구에서 나아가 기업의 사회적 책임 활동과 기업의 가치의 필요성을 강조하는 CSR 부문이 점차 확장되었고, 이러한 영향은 ESG 경영으로 이어지고 있다(임형철·정무섭, 2021). 기업들의 경영환경의 개선이 필요해지는 시점에서 재무성과도 중요한 요인 중 하나로 고려되지만, 환경보호, 사회공헌활동 및 윤리경영 등 비재무적 성과도 고려해야 하며, 이러한 비재무적 성과는 기업의 투자의사를 결정하는 데 중요하며, 기업의 가치를 향상하고 지속가능성을 증가시킨다(성자영, 2022). 최근 경영자의 ESG 평가는 재무적인 요소로만 평가하던 기업의 가치를 환경, 사회적 요인 등 기업의 비재무적 요소들을 새로이 추가한 형태를 보인다(임형철·정무섭, 2021).

ESG는 비재무적 위험을 관리하는 지표로 사용되기도 하지만, 투자자 입장에서는 투자 포트폴리오를 구성할 때 투자 대상 기업의 비재무적 위험을 고려한 다음 회사를 파악할 수 있는 투자가이드로써 활용될 수 있다고 하였다(강원·정무권, 2020a). 또한, KLD의 ESG 지표를 활용한 연구에서는 CEO 급여와 영업비용은 ESG의 환경, 사회, 지배구조의 3개 요인과 모두 부(-)의 관계를 가진다고 주장이 있다(Gillan et al., 2010).

기업의 ESG 활동과 정보공시의 관계를 이해관계자 이론을 바탕으로 이해해 볼 때, 재무적 정보와 비재무적 정보의 공개가 더 필요해질 것이고 정보공시에 따라 해당 기업의 사회적 인식이 향상될 것이고 기업 경영의 투명성과 정당성을 확보할 수 있다(Naser et al., 2006).

최근 경영지표 중에서 비재무적 성과지표인 ESG는 지속 가능 여부를 좌우하는 중요한 지표로서 지속가능경영의 실천적 방법을 고민하여 ESG를 실행하는 데 있어 ISO 경영시스템 인증심사보고서에 나타난 심사 발견사항을 기반으로 지속 가능 경영을 위한 방향성을 탐색하고 발견하는 데 도움이 된다(김중현·구일섭, 2021). 즉, 기업의 지속 가능 경영을 도모하기 위해 정보공시와 ESG 도입이 점차 요구되는 사회가 올 것이며 장기적 관점에서 기업가치를 함께 살펴보는 것도 필요하다고 볼 수 있다. 물론 ESG 활동과 기업가치의 관계를 분석한 결과, 자율 공시는 Tobin's Q에 유의한 영향을 미치나 기업의 ESG 활동은 유의한 영향 관계를 주지 않으며, 대리인 이론에 따르면 기업의 ESG 활동은 경영자의 개인적 이득을 추구하는 행동이므로 기업가치에는 부정적 영향을 미칠 수 있는 것으로 기대한다는 연구도 존재한다(김영환 외, 2022).

기업의 경영 전략과 기업가치의 관계를 검증한 결과, 환경등급 부문을 제외하고는 기업의 사회적 활동이 기업의 기업가치를 높이는 것으로 확인하였다(임옥빈, 2019). 정지영(2022)은 국내 기업들도 ESG 경영을 추진하고 있지만, ESG 경영에 대한 이해도 부족과 평가 기준, 평가지표 확보에 어려움을 겪는 기업이 많은 것이 현실이며, 산업통상자원부에서 발표한 K-ESG 가이드라인도 초기 단계라 활용하기 위한 사례나 관련 연구들이 부족한 상황이다. IT 기업의 디지털 ESG 플랫폼 서비스의 수용 의도의 관계를 분석한 연구에서는 중소기업과 중견기업에서는 혁신성과 자기효능감이 높은 집단이 상대적으로 높은 분석 결과가 나왔다(정지영, 2022). ESG 성과 중에서 특히 환경과 사회적 성과가 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 주장한 연구도 있다(최정혁, 2021). 또한 기업의 ESG 요소가 장기적 재무성과와의 연구에서 영업 성과와 관련된 기업가치는 우수한 것으로 나타났다(김남균, 2021). 이는 ESG 등급이 높을수록 재무성과가 높아지므로 기업은 ESG 지표를 전략적 요소로 활용하여야 한다고 할 수 있다(장승욱·김용현, 2013).

### III. 연구방법

#### 3.1. 연구의 모형 및 가설의 설정

국내 ESG 등급을 부여하는 기관 중 하나인 한국기업지배구조원은 ESG 평가를 통해 이해관계자들에게 의사결정과 판단에 있어 정보를 제공하며 나아가 기업의 지속가능성 개선을 유도할 수 있다고 하였다. 또한 ESG 평가 결과들은 종합등급과 환경, 사회, 지배구조의 개별 등급으로 제시되며 한국거래소의 KRX(사회책임투자지수) 중목을 구성하는 데 사용된다고

하였다. 즉 ESG 평가 목적은 책임투자시장에 대한 자본의 접근성을 높이고 비재무적 기회와 위험들을 관리함으로써 기업 지속가능경영의 실천을 도모하는 것이다(한국기업지배구조원, 2022). 한국기업지배구조원이 제시하는 KRX(사회책임투자지수) 중목구성의 구체적인 활용 사안은 다음과 같다.

ESG 등급이 기업가치와 부채비용과 신용등급에 미치는 연구도 있는데, 한국거래소의 유가증권시장 상장된 기업지배구조원 ESG 평가 기업의 연관성을 실증 분석한 결과 ESG는 기업의 경영 성과와 기업가치와 영향 관계를 맺으며 금융기관 등의 대출을 실행하면서 ESG 평가 요인은 유의한 정보로 활용하지 않음을 확인하였다(김광민·이현상, 2021). 코스피 기업을 대상으로 한 연구에서는 각 기업의 신용등급과 ESG 종합등급을 통해 기업가치의 관련성을 분석하였고, 투자자들에게 기업가치에 관한 양질의 정보를 제공하는 데 있어 ESG 정보와 기업가치 관련성을 검증했는데, ESG 등급이 높을수록 기업가치가 높은 것으로 나타났으며, ESG와 신용등급 모두 통계적으로 유의한 수준에서 기업가치와 양(+)의 관계를 맺었다(오상희, 2021). 자원제약이론에 따르면, ESG 평가점수를 이용하여 ESG 결정요인은 기업의 ESG 활동을 의미하며 경제의 불확실성이 높아질수록 기업의 ESG 활동이 감소하며, 영업이익 변동성이 높은 기업의 ESG 활동은 기업가치를 향상하는 효과가 있음을 확인하였다(이창섭 외, 2021).

ESG 평가 등급 자료를 활용하여 비재무적 지표인 ESG 성과와 기업가치 간의 관계를 분석한 연구에서는 환경과 사회 부문은 기업가치와 양(+)의 관계를 맺으며 종합등급과도 양(+)의 관계가 확인하였으며 특히 외국인 투자자의 경우 모든 ESG 성과가 기업가치와 양(+)의 관계를 맺음을 확인하였다(최정혁, 2021).

기존 연구 결과와 다른 연구 결과도 연구되고 있다. 비재무적 지표가 기업가치에 미치는 영향력을 살펴본 연구들에 의하면, 기업의 지속가능성과 책임이 요구되면서 재무 정보 외에도 기업의 비재무적 정보의 중요성이 강조되고 있는데 Bloomberg ESG Disclosure Score 데이터를 활용하여 비재무적 정보공시의 기업가치를 분석한 연구에서는 모든 ESG 공시 항목이 통계적으로 유의하지는 않았으며 때로는 비재무적 정보가 투자자에게 유의한 정보만을 전달하는 것은 아니었다(김윤경, 2020). 즉, 기업의 ESG 역량은 투자자들에 대한 기업 인식을 향상하고 결과적으로 기업의 시장가치에 긍정적인 영향을 준다(Aouadi & Marsat, 2018). Mervelskemper & Streit(2017)의 연구에서는 ESG 정보만 단순히 공시하기보다는 글로벌 기준의 ESG 통합공시를 하는 것이 ESG 평가가 기업가치에 미치는 영향력을 강화한다고 주장하였다.

오상희(2021)는 투자자들에게 기업가치에 관한 양질의 정보를 제공하기 위해 ESG 정보와 신용평가 정보 객관성, 신뢰성을 평가하기 위해 코스피 기업을 대상으로 ESG 등급이 높을수록 기업가치가 높은 것은 확인하였다. 기업의 재무적 특성에 따라 ESG 활동이 기업가치에 미치는 효과를 살펴본 연구에서는 ESG 성과는 부분에 따라 차이는 있지만, 기업가치에

는 유의한 양의 영향을 미치는 것으로 나왔으며, 특히 기업가치의 양(+)의 관계는 외국인 지분율이 높은 기업이거나 수익성이 높은 기업으로 나타났다(강원·정무권, 2020b). ESG 경영과 기업가치의 관계를 재무제표 비교 가능성의 관점에서 실증적으로 분석하였는데 ESG 평가점수 총점은 차기 연도의 수정 토빈의 Q로 대용한 기업가치와 유의한 양의 관계가 있다(정광화·최승욱, 2022).

따라서, 기존 선행연구들에 의하면 비재무적 지표와 재무적 성과 사이에 영향 관계는 존재하며 비재무적 지표인 ESG 등급 지표는 재무적 지표인 기업가치를 예측할 수 있다는 것을 할 수 있다. 따라서 본 연구는 다음과 같이 가설 1을 제안한다.

**가설 1: 중소기업 ESG 등급은 기업가치와 양(+)의 관계를 가질 것이다.**

2014년부터 2020년까지 한국지배구조연구원에서 발표하는 ESG 등급이 기업가치 및 기업성과에 미치는 영향을 분석하였는데, ESG 중 환경 부문의 평가가 좋으면 조세회피와 기업가치 및 기업성과에 영향을 미치는 것으로 나타났다(조선애·최원욱, 2022). 기업의 긍정적인 ESG 활동에 대한 소비자들의 인식이 기업의 이미지와 가치 향상에 ESG 역량과 기업가치의 관계에서 소비자 인식의 역할을 규명하는 연구의 필요성이 제기되면서 ESG 역량과 기업가치의 관계를 규명하였는데 ESG 역량 중 환경 및 사회적 평가는 기업가치에 유의한 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 지배구조 평가는 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났으며, ESG 역량에 대한 소비자의 인식 수준이 높을수록 ESG 역량이 기업가치에 미치는 영향이 더 크다는 것을 확인하였다(김양희 외, 2021).

**가설 1-1: 중소기업 ESG 환경등급은 기업가치와 양(+)의 관계를 가질 것이다.**

ESG 평가정보가 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구는 최근 경제정의연구와 경제정의지수(KEJI)와 한국기업지배구조원의 ESG 등급 평가가 발표되면서 연구가 활성화되었다. 이해관계자들의 잠재적 갈등을 조절하는 데 도움을 주는 기업의 사회적 책임 활동과 기업가치의 긍정적 관계를 주장하였다(Clarkson, 1995). 기업의 사회적 책임 활동은 결과적으로 조직구성원들의 사기를 증진한다고 하였다(Pfeffer & Davis-Blake, 1990). 기업의 사회적 책임 활동과 기업의 재무성과는 긍정적인 관계를 맺는다고 설명하였으며(여영준 외, 2015), 기업의 사회적 책임 활동으로 설명되는 CSR과 기업의 성과는 일반적으로 유의한 양(+)의 관계를 맺고 있으며, 기업의 태도와 지속성이 긍정적 영향력을 더 증가시킨다고 볼 수 있다(천미림·유재미, 2013). ESG 정보와 이익관리가 기업가치에 미치는 연구에서는 ESG 평가정보 중 환경과 사회 부문은 기업가치에 양(+)의 영향을 미치고, 이에 따라 ESG 평가를 잘 받도록 많은 지속 가능 경영을 하기 위해 노력해야 한다고 주장하였

다(임종욱, 2016).

따라서 사회적 책임 활동에 따르는 비용들의 발생은 불가피하지만, 장기적으로는 기업의 가치와 경쟁력을 강화한다는 점에서 기업의 자산적 성격의 지출이라고 할 수 있다(Freeman, 1984). 따라서 본 연구는 다음과 같은 가설을 제시하고자 한다.

**가설 1-2: 중소기업 ESG 사회 등급은 기업가치와 양(+)의 관계를 가질 것이다.**

지배구조 수준과 기업가치 간의 관계를 살펴본 또 다른 연구에서는 Tobin's Q와 기업 수익성을 나타내는 영업이익률은 ESG 통합 등급과 사회 등급에서 양호기업군과 취약 기업군 사이에 통계적으로 유의한 수준 차이를 보여주었으며, 이는 ESG 우수기업의 경우 그렇지 않은 기업에 비해 잠재적 위험을 감소시킬 확률이 높고 보다 더 높은 수익 창출이 이루어짐에 따라 기업가치를 높일 수 있음을 증명하였다(한국기업지배구조원, 2014). 기업의 지배구조와 사회활동과 환경경영이 기업가치에 미치는 영향을 ESG 평가지수와 Tobin's Q로 측정된 기업가치가 모두 관련성을 가지는 것으로 분석하였다(이정은·김진섭, 2013). ESG 성과는 Tobin's Q에는 영향이 없으나, ROA에는 긍정적 효과가 있으며 지배구조가 가장 강한 영향을 미치는 것을 확인한 연구도 존재한다(Velte, 2017).

**가설 1-3: 중소기업 ESG 지배구조 등급은 기업가치와 양(+)의 관계를 가질 것이다.**

구체적으로 [연구모형: OLS]은 본 연구의 가설을 실증 분석하기 위한 모형으로 ESG 등급이 중소기업의 기업가치에 미치는 영향을 살펴본다.

먼저, 본 연구에서 기업가치는 측정하는 변수로 Tobin's Q를 활용하였다. Tobin's Q는 기업의 시가총액을 기업의 자산 장부가치로 나눈 값을 Log 값으로 환산하여 계산하였다. 한국기업지배구조원의 ESG 등급 평가는 환경, 사회, 그리고 지배구조로 이루어진다. 통제변수로는 기업의 규모 수준을 통제하기 위해 총자산을 Log 값으로 환산하여 계산하였다(Francis et al., 2004). 또한, 기업의 경쟁 위치를 변화시킬 수 있는 광고선전비도 통제변수로 활용하였다.

[연구모형: OLS]

Tobin's Q =

$$a_0 + a_1Env + a_2Soc + a_3Gov + a_4AD + a_5Size + \epsilon$$

Tobin's Q : 기업가치

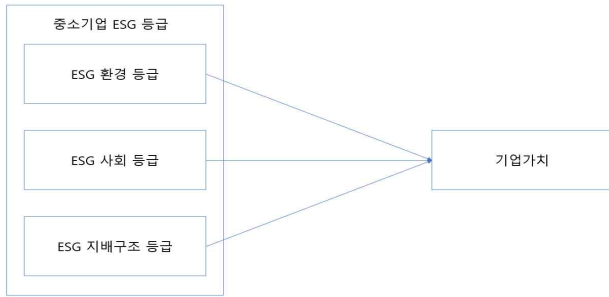
Env : ESG 환경 등급

Soc : ESG 사회 등급

Gov : ESG 지배구조 등급

AD : 광고선전비

Size : 기업규모



<그림 6> 연구의 모형

### 3.2. 자료수집 및 분석방법

#### 3.2.1. 자료수집

본 연구의 자료수집은 다음과 같이 진행되었다. 먼저 본 연구는 한국기업지배구조원에서 제공하는 ESG 등급 평가데이터를 활용하였다. 한국기업지배구조원의 ESG 등급 발행기준은 유사 증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업들을 대상으로 하며 이 기준을 만족하는 중소기업들의 개별데이터를 확인할 수 있다. 상장회사의 기업 데이터는 금융감독원 전자 시스템(DART)을 활용하여 기업의 재무성과 및 기업의 경쟁력을 측정할 때 사용할 수 있는 주요 변수들을 추출하여 수집하였다. 본 연구는 한국기업지배구조원으로부터 ESG 등급을 부여받은 총 774개 기업 중에서 중소기업 분류기준에 적합한 기업 369개를 선정하였다. 중소기업 분류기준은 중소벤처기업부에서 제공하는 정의인 중소기업 범위 기준 중 중소기업기본법 제 2조 및 같은 법 시행령 제 3조의 상한기준에 의거하여 ‘업종과 관계없이 자산총액 5,000억 원 미만인 기업’으로 정의하였다.

본 연구에서 활용하는 ESG 등급 데이터는 한국기업지배구조원에서 발간하는 자료이며 KRX(<http://esg.krx.co.kr/>)에서 ESG 등급 자료를 수집하였다. 본 연구는 중소기업 분류기준에 따라 분석 대상이 되는 기업으로 2019년부터 2021년까지 총 369개 기업을 선정하고 해당 기업들의 3개년도 자료를 연구 대상으로 선정하여 실증 분석하였다. 3개년 간 369개의 중소기업에 관한 데이터를 총 1107개 수집하였는데, 변수의 결측치를 제외하고 총 677개의 데이터로 분석을 하였다. 이때, 2019년부터 2021년 자산총액이 3개년 모두 중소기업의 정의에 해당하는 기업만을 분석 대상으로 하였다.

<표 2> 변수의 조작적 정의

분류	변수	정의
독립변수	ESG 환경등급	S=7점, A+=6점, A=5점, B+=4점, B=3점, C=2점, D=1점
독립변수	ESG 사회 등급	S=7점, A+=6점, A=5점, B+=4점, B=3점, C=2점, D=1점
독립변수	ESG 지배구조 등급	S=7점, A+=6점, A=5점, B+=4점, B=3점, C=2점, D=1점
통제변수	기업 규모	Log(총자산)
통제변수	광고선전비	Log(광고선전비)
종속변수	기업가치(Tobin's Q)	Log(시가총액+총부채)/(자산장부가치)

#### 3.2.2. 측정변수

##### 3.2.2.1. ESG 등급

본 연구에서 독립변수로 활용하는 기업의 ESG 등급은 한국기업지배구조원의 ESG 연간별 데이터이다. 한국기업지배구조원의 ESG 등급은 환경, 사회, 지배구조 부문들의 수준을 평가하고 있으며 ESG 환경등급, 사회 등급, 지배구조 등급 모두 S등급부터 D등급까지로 구분되며, 통계분석을 위하여 각 등급은 7점부터 1점까지의 값을 부여하였다.

##### 3.2.2.2. 기업가치

Tobin's Q는 일반적으로 기업의 가치를 반영하는 지표로 사용된다. Tobin's Q는 한 기업이 보유하고 있는 자산의 시장가치를 그 대체비용으로 나눈 값을 의미하며, 이때 대체비용은 해당 기업이 보유하고 있는 모든 자산을 실제로 시장에서 구매하는 데 필요한 비용을 의미한다. 시장가치의 성과지표 중 하나인 Tobin's Q는 주주들에게 배분되는 성과의 몫을 직접 반영하지 못하는 회계 성과지표와는 달리, 주주들의 몫을 반영한다는 특징이 있다. 또한, 시장가치의 지표는 회계적 조작으로 언급되는 세금이나 감가상각 등의 문제에서 벗어난다는 점에서 기업 간의 성과 차이를 직접 비교할 수 있다. 효율적 시장이론에 의하면 시장가치 지표는 기대되는 미래 수익을 반영한다는 점에서 의의가 있다. Tobin's Q는 기업의 시장가치와 실물 자본의 대체비용과의 비율을 나타내며, 많은 선행 연구에서 기업의 투자 동향 및 장기적 관점에서의 기업가치를 측정하는데 변수로 활용되고 있다(이상철 외, 2005; 손평식, 2010; 나영·임옥빈, 2011; 장승욱·김용현, 2013). 이처럼 Tobin's Q는 기업성적을 측정하는 방법으로 활용되고 있으며 기업가치를 제시하는 지표로 사용되는 것이 적합하다고 볼 수 있다. 즉 Tobin's Q가 높을수록 해당 기업이 효율적으로 운영되고 있다는 것을 뜻하며, 시장에서 다른 경쟁사들보다 유리한 사업 기회를 얻고 있음을 의미한다. Tobin's Q가 높은 경우는 자산을 효율적으로 운영하며 미래 성장을 위한 연구 개발에 투자를 활발히 하고 있고 무형자산도 많이 보유하고 있다는 것을 말하며, 이때 기업의 시장가치는 자산의 대체원가에 비해서 높게 나타나는 것을 의미한다. 일반적으로 Tobin's Q는 아래와 같은 식으로 표현된다.

$$\text{Tobin's Q} =$$

$$\frac{\text{보통주주식수} * \text{보통주연말종가} + \text{우선주주식수} * \text{우선주연말종가} - \text{부채의장부가액}}{\text{자산의 시장가치}}$$

하지만 자산의 대체비용을 실제로 계산하는 것이 특히 중소기업의 경우에는 자료수집이 어려우므로 장부가치 대비 시장가치 비율을 대용 변수로 활용할 수 있다(Chung & Pruitt, 1994, 민재형 외, 2014). 따라서 본 연구에서도 Tobin's Q를 측정할 때 대용 변수를 활용하였다. 일반적으로 Tobin's Q의 대용변수로 활용되는 것은 대체비용을 시가총액과 부채비용의 합계로 대체하는 방법이 있다(Chung & Pruitt, 1994, 민재



형 외, 2014). 그러므로 본 연구에서는 Tobin's Q의 대체산식으로 아래의 식을 활용하고자 한다.

$$\text{Tobin's Q} = \text{Log} \frac{\text{시가총액} + \text{총부채}}{\text{자산장부가치}}$$

### 3.2.2.3. 기업 규모

본 연구에서는 재무성과, 시장가치, 수익성 기업 규모는 총자산의 로그값을 사용하여 정의하였다. Gulati(1993)에 의하면 규모 변수는 기업의 경제 규모와 자원의 풍부성에 관한 정보를 제공해준다. 그리고 연구모형에서 종속변수가 Tobin's Q인 다중회귀분석모형의 경우, 기업 규모의 통제가 필요하며 일반적으로 총자산에 자연로그를 취해준  $\ln(\text{총자산})$ 을 활용한다(민재형 외, 2014). 이때, 기업규모가 커질수록 규모의 경제(economy of scale) 영향이 있으며 기업규모가 기업성과에 영향을 미칠 수 있다는 점에서 기업규모는 기업성과에 미치는 영향변수로 볼 수 있다(김병기, 2010; 신용재·홍미영, 2014; 임인섭, 2015; 신용재·홍미영, 2020). 즉 기업 규모가 클수록 시장에서 규모가 작은 기업들에 비해 수익 창출 능력이 더 가시적일 것이고 수익성과와도 영향 관계를 맺기 때문에 본 연구에서는 규모의 효과를 통제할 필요가 있다고 보았다.

### 3.2.2.4. 광고선전비

본 연구모형에서는 광고선전비를 통제변수로 사용하였다. Rumelt(1987)과 Fombrun & Shanley(1990)에 의하면 기업 광고는 경쟁사들과의 차별화를 부각함에 따라 기업의 수익성과 시장가치에 영향을 미친다고 한다. 기존 선행연구들은 광고선전비가 기업성과에 긍정적인 영향을 미친다고 주장하였고 가령 여행 업종 기업의 경우 광고비는 기업성과에 유의한 부(-)의 관계를 가진다는 것을 주장한 연구도 있었다(Megna & Mueller, 1991; Simon & Sullivan, 1993; Bharadwaj et al., 1999; 김병기, 2010; 신용재·홍미영, 2014). 또한 광고선전비가 증가할수록 기업가치에 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상되어 통제변수로 포함시켰다(김수정·오원정, 2022). 따라서 기업가치를 측정하는 Tobin's Q를 활용하는 데 있어 기업 광고가 기업의 경쟁적 위치를 변화시킬 수 있어서 통제변수로 사용하고 자 한다.

### 3.2.3. 연구방법

본 연구에서 활용한 데이터 중 ESG 환경등급, 사회 등급, 지배구조 등급, 광고비, 기업가치가 결측인 기업데이터들은 분석 대상에서 제외하였다. 또한, 기업가치가 1보다 작은 값은 로그를 취하였을 때 음수가 나오기 때문에 기업가치가 1보다 큰 기업들만을 분석 대상으로 하였다. 따라서 3개년의 중소기업 데이터는 개별 회사의 연도에 따라 수집된 총 677

개의 기업 데이터로 다중회귀분석을 하였다.

## IV. 실증 분석 결과

### 4.1. 기술통계 및 상관분석

다음의 <표 3>은 본 연구 변수의 기술 통계량을 나타낸다.

<표 3> 기술통계량

	N <sup>a)</sup>	최소값	최대값	평균	표준편차	분산
ESG 환경등급	677	1	5	2.02	0.94	0.89
ESG 사회등급	677	1	6	2.70	0.88	0.77
ESG 지배구조등급	677	1	5	3.02	0.85	0.71
기업규모	677	20.88	26.93	25.92	0.80	0.63
광고선전비	677	7.38	24.77	18.81	2.57	6.60
기업가치	677	0	8.27	0.97	0.90	0.81

분석의 대상인 ESG 부문별 등급의 평균을 살펴보면, 환경등급은 2.02점, ESG 사회 등급은 2.70점, ESG 지배구조 경우 3.02점으로 환경과 사회 부문과 비교하면 지배구조 등급의 평균이 높은 것으로 나타났다. ESG 등급은 D 등급부터 S등급까지 최소 1점부터 7점까지로 구분된다. 영역별 ESG 등급의 최소값과 최대값은 환경은 최소값 1(ESG 등급 변환 기준 D 등급), 최대값 5(ESG 등급 변환 기준 A 등급), 사회 등급은 최소값 1(ESG 등급 변환 기준 D 등급), 최대값 6(ESG 등급 변환 기준 A+), 지배구조 등급은 최소값 1(ESG 등급 변환 기준 D 등급), 최대값 5(ESG 등급 변환 기준 A 등급)이다. 각 영역 간의 등급의 최소값과 최대값은 전반적으로 큰 차이는 보이지 않았으며 ESG 사회 등급의 경우 최대값이 다른 등급과 달리 6의 값을 가지는 것을 알 수 있다. 분산의 경우 ESG 환경등급은 0.89, 사회등급은 0.77, 지배구조등급은 0.71로 나타났다. 기업 규모의 평균은 25.92, 광고선전비의 평균은 18.81, 그리고 기업가치의 평균은 0.97이다.

다음의 <표 4>는 변수 간 상관관계분석 결과이다(N=677)<sup>4)</sup>

본 연구모형의 독립변수인 ESG 환경, 사회, 지배구조 등급 간의 상관관계를 살펴보면, ESG 환경등급과 사회 등급은 Pearson 상관계수가 0.28로 유의수준 1%에서 양(+)의 상관관계를 가졌다. ESG 환경등급과 지배구조등급은 Pearson 상관계수 0.11로 1%의 유의수준에서 양(+)의 상관관계를 보였다. 또한, ESG 사회 등급과 지배구조등급은 Pearson 상관계수 0.30으로 1% 유의수준에서 양(+)의 상관관계를 찾을 수 있다. 따라서 각 ESG 등급 간에 양(+)의 상관성을 확인할 수 있다.

3) N(677) 값은 연구대상인 369개 중소기업의 3개년 데이터 중 결측치를 제외하고 수집한 총 데이터 개수를 의미함

4) \*\* 상관계수가 0.01 수준에서 유의합니다(양측).

\* 상관계수가 0.05 수준에서 유의합니다(양측).

연구모형의 종속변수인 기업가치(Tobin's Q)와 독립변수 간의 상관관계를 분석한 결과, 기업가치와 ESG 사회 등급은 Pearson 상관관계수가 0.21로 유의수준 1%에서 기업 규모와 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계를 찾을 수 있다. 또한, 기업가치와 ESG 지배구조등급은 Pearson 상관관계수가 0.15로 유의수준 1%에서 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계가 있음을 알 수 있다. ESG 환경등급은 기업가치와 Pearson 상관관계가 0.07로 양의 상관관계를 보이지만 통계적으로 유의하지는 않았다. 통제변수와 종속변수와의 상관관계를 살펴보면 기업 규모는 Pearson 상관관계가 -0.53으로 1% 유의수준에서 유의한 (-)의 상관관계가 있었다. 그리고 광고선전비는 Pearson 상관관계수가 0.11이며, 기업가치와 유의수준 1%에서 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계를 확인할 수 있다.

### 4.2. 다중회귀분석 및 가설검증

<표 5>는 ESG 각 등급을 독립변수로 활용하고 광고선전비와 기업 규모를 통제변수로 사용하여 다중선형회귀분석(OLS)

을 실시한 결과표이다. 이때 연도는 더미 변수로 처리하여 연구모형에 추가하였다. 먼저 연구모형의 R-Square는 37.3%로 높은 수준의 모형 설명력을 보인다. 중소기업 ESG의 각 등급과 기업가치의 관계는 회귀분석 결과에 의하면 모두 유의한 관계를 맺고 있다. 중소기업의 ESG 환경등급은 B=0.07의 값으로 기업가치와 정(+)의 영향 관계를 맺는 것으로 나타났다. 중소기업의 ESG 사회 부문 등급은 B=0.15의 값으로 기업가치와 정(+)의 영향력을 가지는 것으로 나타났다. 중소기업의 ESG 지배구조 등급도 B=0.13으로 기업가치와 정(+)의 관계로 증명되었다. 결과적으로 중소기업의 ESG 부분별 등급과 기업가치는 모두 정(+)의 영향 관계를 맺는 것으로 볼 수 있다. 이는 ESG 환경, 사회, 지배구조 등급이 높은 중소기업일수록 기업가치를 높게 평가받는다 것을 의미한다.

통제변수로 활용된 광고선전비와 기업 규모도 기업가치와 관계가 통계적으로 유의하다는 것을 확인하였으며, 통제변수를 선택한 이유는 다음과 같다.

<표 4> 상관관계분석

		ESG 환경등급	ESG 사회 등급	ESG 지배구조 등급	기업 규모	광고 선전비	기업 가치
ESG 환경등급	Pearson 상관	1					
	유의확률						
ESG 사회등급	Pearson 상관	0.28**	1				
	유의확률	0.000					
ESG 지배구조 등급	Pearson 상관	0.11**	0.30**	1			
	유의확률	0.005	0.000				
기업규모	Pearson 상관	0.09*	0.08*	0.08*	1		
	유의확률	0.018	0.034	0.030			
광고 선전비	Pearson 상관	-0.06	0.35**	0.19**	0.17**	1	
	유의확률	0.093	0.000	0.000	0.000		
기업가치	Pearson 상관	0.07	0.21**	0.15**	-0.53**	0.11**	1
	유의확률	0.07	0.000	0.000	0.000	0.004	

광고선전비용은 기업의 경쟁적 위치에 영향을 주고 기업 매출과도 관련성이 있어서 기업가치를 측정하는 모형에서는 통제되어야 한다고 판단하였다. 광고선전비와 기업가치 간의 양(+)의 영향력이 있는 것을 확인할 수 있고, 통제변수로 유의하였다.

기업 규모 변수의 경우 중소기업을 대상으로 기업 자산총액을 고려하여 규모를 분류하였으며 곧 규모의 상대성이 있다는 것을 고려해야 하므로 통제변수로 활용하였다. 이는 자산수준이 높은 상장중소기업의 경우 ESG 투자보다는 안정적인 운영을 선호할 수 있으며, 높은 자산을 보유한 기업이 아닌 경우 자산규모가 작더라도 기업가치가 높게 평가되는 경우들도 존재할 수 있다. 분석결과, 기업 규모는 기업가치와의 관계가 유의하지만 부(-)의 영향력이 있는 것으로 나타났다.

<표 5> ESG 등급과 기업가치 검정결과

	B	표준오차	t	유의확률	VIF
(상수)	16.115***	0.892	18.057	< 0.001	
ESG 환경등급	0.072*	0.031	2.324	0.020	1.136
ESG 사회등급	0.154***	0.036	4.273	< 0.001	1.341
ESG 지배구조 등급	0.128***	0.034	3.744	< 0.001	1.111
광고 선전비	0.048***	0.012	4.085	< 0.001	1.225
기업 규모	-0.656***	0.035	-18.696	< 0.001	1.042

유의수준: 0 \*\*\*\* 0.001 \*\*\* 0.01 \*\* 0.05 \* 0.1 ' ' 1  
R-Square: 37.3%

## V. 결론 및 시사점

### 5.1. 결론

본 연구는 중소기업의 ESG 활동이 기업가치에 미치는 효과를 살펴봄에 따라 중소기업 투자 활성화 방안으로 비재무적 지표의 활용, 특히 ESG 활용에 대한 의의를 논의하고자 하였다. 실증분석 결과를 살펴보면 ESG 등급의 세부 요인들과 중소기업의 기업가치는 양(+)의 영향을 미치는 것을 확인하였다. Hanson(2013)은 기업의 비재무적 활동은 기업의 수익성과 경쟁력에 영향을 미치는 중요한 자산이라고 볼 수 있으며, 이러한 활동에 대한 투자는 기업가치에 반영될 수 있는 장부가치에 대한 프리미엄이라고 주장하였다. 따라서 본 연구는 중소기업에 대한 투자 활성화를 위한 방안을 모색하는데, ESG 평가지표의 활용이 필요함을 제시하고 중소기업의 성장을 도모하기 위해 중소기업의 기업가치를 재조명하는 방안을 연구하는 것이 필요함을 제안한다.

추가로 통제변수의 결과 분석에서 기업규모와 기업가치의 관계가 음(-)의 영향을 미치는 것을 확인할 수 있었다. 다중회귀분석 결과 자산 로그값으로 계산된 기업규모의 경우 기업가치와 유의한 부(-)의 관계를 보였는데, 이는 기존 연구에 의하면 빈기범 외(2007)는 자금 조달제한기업과 비제한 기업을 대상으로 한 연구에서 기업규모의 계수와 기업가치의 관계는 통계적 유의성은 있으나 모두 음의 값으로 측정되었는데 이는 신생기업이 역사가 오랜 기업에 비해 기업가치가 크고, 대규모 집단보다는 기업규모가 작을수록 기업가치가 클 수 있다는 통상적 직관과 일치한다고 보았다. 또한, 현금 축적이 될수록 잉여현금흐름의 대리인 비용이 발생 될 수 있어 기업가치에 부정적 영향을 미칠 수 있다고 볼 수 있다.

### 5.2. 시사점 및 한계

#### 5.2.1. 학문적 시사점

먼저 기존 연구들은 대기업 및 상장기업들에 대한 ESG와 기업의 재무적 성과와 기업가치를 주로 다루었지만, 본 연구는 중소기업의 기업가치를 재발견하고 중소기업을 대상으로 ESG와 기업가치의 관계를 분석함으로써 학문적 기여도가 있다. ESG에 연구는 무수히 많이 진행되었으나 학자들이 주요 관심 주제는 ESG와 기업의 재무성과 관계에 관한 연구들이 대부분이다(김양민·박지현, 2021). 또한 다수 연구자의 주장처럼 중소기업에 대한 ESG는 중요성을 강조되고 있으나 실제로 중소기업에서 ESG 연구는 한계가 있고 미흡하다. 그뿐만 아니라 국내의 ESG 연구는 대기업을 대상으로 한 연구가 대부분이며, 일부 중견·중소기업에 관한 연구가 존재하지만 그나마 중소기업에 관한 연구도 CSR과 기업성과 간의 연구들 뿐이다(이호석 외, 2021). 이처럼 본 연구는 중소기업과 기업가치를 연구한 선행연구들이 미흡하고, 중소기업 대상으로 ESG와 기업가치의 관계를 연구한 결과는 더더욱 미비한 점

을 고려하여 중소기업의 연구실정을 보완하고자 하였다. 따라서, 본 연구는 ESG를 도입한 중소기업의 기업가치와의 영향 관계를 실증적으로 분석하고 그 영향 관계를 증명함에 따라 그동안 중소기업 관련 연구들이 제시하였던 연구 한계를 보완하였다는 점에서 학문적 의의가 있다.

두 번째로, 본 연구는 중소기업의 최근 ESG 및 재무 데이터를 활용하며, 이해관계자 이론(Stakeholder Theory)과 대리인 이론(Agency Theory)을 근간으로 하여 중소기업의 ESG 현황과 비재무적 지표의 연관성을 설명하고 중소기업의 ESG 도입과 실천의 필요성을 증명한 점에서 학문적 의의가 있다. 대기업에 비해 중소기업의 재무적 자원이 충분하지 않으므로(이주일·김상준, 2019) 중소기업의 비재무적 지표를 활용한 ESG 경영 전략은 기업성과에 큰 영향을 미친다고 볼 수 있다. 따라서, 중소기업에 있어 적절한 경영 전략 수립은 매우 중요한 요소이며 기업 생존 주기에서 꼭 필요한 경영활동이다. 최근 중소기업들도 환경적, 사회적, 경제적 측면들을 아우르는 지속가능한 경영에 주목하고 있다. 특히 본 연구는 중소기업의 ESG 등급은 세부 요인들과 기업가치를 영향 관계를 실증 확인함으로써 중소기업과 비재무적 지표인 ESG 평가지표에 따른 투자 활성화에 대한 타당성을 입증하였다.

#### 5.2.2. 실무적 시사점

현재 우리나라 중소기업의 ESG 연구가 활발히 연구가 진행되지 않는 점을 고려할 때, 본 연구의 실무적 시사점은 첫째, 중소기업의 기업 전략 수립 방안에 대한 ESG 활용이 적극적으로 권장되어야 함을 제시한다. 특히 투자자와 이해관계자의 의사결정의 정확성을 높이기 위해서는 비재무적 정보의 특성을 파악하는 것이 필요하다. UN의 책임투자원칙에 따르면 ESG가 투자 포트폴리오 선정 시 기관투자자들 중심으로 중요한 투자 기준으로 활용되고 있다. 전 세계적으로도 ESG에 관한 관심이 지속해서 증가하는 추세이며, 특히 투자자들에게는 ESG 점수를 반영한 적극적 활동이 권장되고 있다(김윤경, 2020). 특히 한국에서도 투자자의 자율적 투자 결정 외에도 정책적 관점을 고려해서 ESG를 적극적으로 반영해야 한다는 의견들이 강화되고 있다(김윤경, 2020). 즉, 비재무적 정보의 활용에 대한 비용과 효용 가치를 정확하게 이해하고 다국적 기업과의 경쟁을 반영하고 자본시장이 변화하는 것을 수용하여 비재무적 정보를 적극적으로 활용해야 할 것이다. 또한, 본 연구는 중소기업이 투자자금이나 금융자금 조달 시 재무적 경영 성과를 근간으로 거절되는 근본 문제를 해결하고 글로벌 비재무적 가치 및 ESG 지표 등과 같이 비재무적 지표에 대한 중요성이 강조되고 있는 현시점에서 중소기업의 투자 활성화와 ESG 경영 도입의 중요성을 제시한다는 점에서 의의가 있다.

둘째, ESG 등급 평가가 곧 ESG 정보공시를 의미하는 것이기 때문에 ESG 정보공시를 위한 노력이 곧 중소기업의 정보비대칭성을 해결하는 데 도움이 될 수 있음을 제시한다. 기업

의 비재무적 정보는 기업의 재무 정보와는 달리 기업이 공개하지 않으면 내용을 확인할 수 없다. 기업의 비재무적 정보 공개는 기업의 책임을 강화하기 위한 목적에 따라 강제성이 필요하다는 주장도 있다. 이에 따라 지속 가능 보고서 발간뿐만 아니라 ESG 통합 보고서를 발간하는 등 2017년부터는 상장기업의 자율공시가 권장되고 있지만, 국제적 요구의 증가와 자본시장에서의 투자자의 압력 등의 이유로 비재무적 정보공시의 중요성은 날이 갈수록 증가한다고 볼 수 있다. 아울러, 중소기업에서는 ESG는 더 이상 자금 부족이나 인원 부족 등의 실천하기 어려운 것으로 인식되는 것이 아니라 ESG 지표를 실천하기 위한 노력과 비재무적 가치를 강화 하기 위한 필수적인 전략들을 도입하는 등의 체계적이고 다각적인 노력을 해야 하고 이를 통해 정부에서는 중소기업의 기업가치를 증대하고 비재무적 지표인 ESG 지표를 통한 투자까지 연결될 수 있도록 제도적 장치가 준비되어야 한다. 이는 결과적으로 중소기업은 금융권에서 대출이나 자금 투자를 유치하기 위해서는 반드시 ESG 요인들을 확인할 수밖에 없으며, 이는 기업가치와 직결되기 때문에 기업의 생존과도 연결된다는 것을 반드시 인식해야 한다.

셋째, 중소기업으로서는 ESG 도입과 실천이 투자 활성화로 이어지는 메커니즘을 이해하고 적극적으로 ESG 정책에 대한 고려가 필요함을 제안할 수 있다. 이해관계자 이론(Stakeholder Theory)을 고려할 때 기업의 ESG 도입은 기업의 이해관계자들에게 이득일 수 있다. Broadstock et al.(2021)에 따르면 ESG에 투자하는 것은 도덕적 투자 행동을 홍보할 수 있으며 ESG 투자가 곧 이익을 증가시킨다는 점에서 기관투자자들의 주 관심을 자극한다고 볼 수 있다. Friede et al.(2015)는 ESG와 SRI 선행연구들을 기반으로 ESG 실적과 재무성과 실적 간의 긍정적 관계를 발견하였다. Verga et al.(2020)는 지속 가능한 기업들은 안정적인 배당금 지급의 기회가 더 크다고 하였다. Lee et al(2013)는 좋은 ESG 사례가 있는 기업에 투자하는 것은 높은 투자 수익률을 가져온다고 주장하였다. 따라서 이해관계자들은 기업들이 향후 미래에 더 나은 지속가능성과 경제실적을 낼 것이라고 예상하는 경향이 있는 만큼(Park & Jang, 2021) ESG 실천과 투자 활성화의 관련성에 대한 이해를 높일 필요가 있다고 할 수 있다.

넷째, 이해관계자 이론(Stakeholder Theory)과 대리인 이론(Agency Theory)을 근간으로 하여 중소기업에 대한 투자와 비재무적 지표의 연관성을 설명하고 중소기업의 ESG 도입과 실천의 필요성을 제안한다. 본 연구 결과를 바탕으로 ESG의 도입은 기업과 관련된 이해관계자들은 중소기업들이 윤리적 경영을 수행하는지 혹은 사회적 책임을 다하는지를 살펴볼 수 있게 한다. 또한, 기업이 지속 가능한 경영을 지속해서 수행할 수 있도록 동기부여를 하는 계기를 마련해줄 수 있다.

다섯 번째, 중소기업의 자본조달은 기업의 생존과도 연결되는 증대한 요인으로 특히 금융권의 자금 대출과 투자자금 확보는 기업의 생존율을 결정하는 핵심적인 요소이다. 특히 현재 글로벌 경제위기에 따른 원자재 상승과 금리상승으로 인

해 중소기업에서 자금압박과 대출이자로 인해 어려운 환경 관련 문제에 직면하고 있는 가운데 비재무적 지표인 ESG를 활용한 중소기업형 투자가 활성화의 중요성을 강조하고 이를 통해 정부와 금융권과 유기적인 선순환 투자시스템이 제도적으로 도입되어야 함을 시사한다.

### 5.2.3. 연구의 한계점 및 향후 연구 방향

본 연구는 다음과 같은 한계점을 가지고 있다.

첫째, ESG 등급 제도에 참여하는 중소기업만을 대상으로 하여 산업군마다의 분석이 미흡하다. 향후 연구에서는 중소기업의 산업군 분류를 통해 각 산업 및 시장 현황과 관련하여 ESG 경영 도입현황과 그 효과를 살펴볼 필요가 있다. ESG 등급 산정에 참여하는 기업 대부분이 제조업인 점을 고려할 때, 실증분석에 필요한 연구 대상 샘플 모집에 한계가 있다. 이 점을 고려하여 ESG 경영 도입을 시행한 중소기업과 그렇지 않은 기업을 제조업을 제외한 산업군 별로 질적 연구를 진행하는 것도 연구 확장에 도움이 된다고 볼 수 있다.

둘째, 비재무적 성과와 재무적 성과의 관계를 살펴보는 데 있어, 기업가치 요인만 고려하였다는 점에서 변수고려에 대한 한계점이 존재한다. 재무적 성과를 측정하는 지표들은 여러 가지가 있지만 본 연구에서는 장기적 성과를 나타내는 기업가치 변수를 활용하였다. 중소기업에 대한 투자 의사 결정 시 기업가치는 계속해서 주요한 지표로 논의됐다. 그러므로 본 연구는 투자 활성화 방안 마련에 목적을 두고 기업가치 변수를 주 변수로 활용하였지만, 향후 연구에서는 재무적 성과의 대표적인 변수들을 다양하게 고려하여 종합적 관점에서 실증 분석을 진행할 필요가 있다.

셋째, 중소기업들의 본격적인 ESG 공시 참여 현황에 따라 본 연구에서는 3개년도 자료를 수집하여 분석하였다. 장기적 기업가치를 살펴보기 위해 향후 자료수집 기간을 확장하여 중소기업의 기업가치 변화를 살펴볼 필요가 있다.

## REFERENCE

- 강원·정무권(2020a). 비재무 지표와 기업의 시장성과 간의 관계에 관한 연구: ESG 지표 개발에 사용되는 사건의 시장 반응 분석. *연세경영연구*, 57(2), 1-22.
- 강원·정무권(2020b). ESG 활동의 효과와 기업의 재무적 특성. *한국증권학회지*, 49(5), 681-707.
- 김광민·이현상(2021). ESG 등급이 기업가치와 부채비용, 신용등급에 미치는 영향. *아태 경제 저널*, 13(3), 94-121.
- 김양민·박지현(2021). ESG 또는 기업의 사회적 책임, 그리고 기업 재무성과: 실증연구 고찰과 향후 발전 방향. *전략경영연구*, 24(2), 75-114.
- 김양희·석준희·김병도(2021). 기업의 ESG 역량과 기업가치의 관계에 대한 연구: 소비자 인지의 조절효과를 중심으로. *경영학 연구*, 50(6), 1571-1593.
- 김주일(2019). 직접지원 vs 간접지원 중소기업 R&D 투자 촉진을 위한 정책조합 모색. *기술혁신연구*, 27(1), 1-43.
- 김남균(2021). 기업의 ESG 중 환경적 요인이 단기 성과와 중장기

- 기업가치에 미치는 영향 석사학위논문, 서울대학교.
- 김문겸·이상호·김순철(2012). 부채가 수익성에 미치는 영향에 관한 연구: 중소기업과 대기업의 비교. *기업경영연구*(구 *동립경영연구*), 43, 47-70.
- 김윤경(2020). 기업 비재무 정보 (ESG) 공시가 재무성과와 기업가치에 미치는 영향. *규제연구*, 29(1), 35-59.
- 김병기(2010). 부채자본조달이 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구. *기업경영연구*, 17(2), 95-111.
- 김종현·구일섭(2021). ISO 경영시스템의 심사보고서 분석을 통한 지속가능경영 개선 포인트에 관한 연구. *한국경영공학회지*, 26(3), 47-60.
- 김수정·오원정(2022). 지주회사 전환 후 자회사의 기업가치에 영향을 미치는 기업특성. *인문사회과학연구*, 30(1), 50-76.
- 김영환·허정하·송동엽(2022). 기업의 ESG 활동과 자율공시가 기업가치에 미치는 영향. *재무관리연구*, 39(1), 121-144.
- 고길곤(2021). *기업의 ESG 중 환경적 요인이 단기 성과와 중장기 기업가치에 미치는 영향*. 서울대학교 대학원, 석사학위 논문.
- 나경환(2021). *중기부기보 중소기업 개방형 기술혁신 활성화 웹이나 개편*. <http://www.m-i.kr/news/articleView.html?idxno=855060>.
- 나영·임옥빈(2011). ESG 정보의 가치관련성에 관한 실증연구. *경영교육연구*, 26(4), 439-467.
- 남유선(2013). 중소기업의 자금조달 다각화와 KONEX. *증권법연구*, 14(3), 153-194.
- 민재형·김법석·하승인(2014). 지속가능경영을 위한 기업의 환경적, 사회적, 지배구조적 요인이 주가수익률 및 기업 가치에 미치는 영향. *한국경영과학회지*, 39(4), 33-49.
- 민재형·김법석·하승인(2015). 기업의 환경, 사회, 지배구조 요인과 재무성과의 관계: 공유 가치 창출의 경험적 근거. *경영과학*, 32(1), 113-131.
- 박재현·한향원·김나라(2022). 국내 ESG 연구 동향 탐색: 2012~2021년 진행된 국내 학술연구 중심으로. *벤처창업연구*, 17(1), 191-211.
- 박순애·신은혜(2021). 대·중소 및 중견기업의 ESG 성과와 재무가치 간의 상관관계분석. *환경정책*, 29(4), 151-199.
- 박준식·안재준·오경주(2021). 코로나19 이후 ESG 투자전략 평가: ESG 인덱스 성과를 중심으로. *지식경영연구*, 22(4), 87-101.
- 배창현·김태동·신세찬(2021). 비재무적 측정지표를 활용한 연구 동향 및 ESG 이슈. *회계 저널*, 30(2), 235-276.
- 빈기범·서은숙·송민규(2007). 기업 현금성 자산 보유가 기업가치에 미치는 영향. *한국경제연구*, 19, 5-37.
- 삼정KPMG 경제연구원(2021). *ESG의 부상, 기업은 무엇을 준비해야 하는가?*, 74, <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/kr/pdf/2021/kr-insight74-esg-strategy-20210223.pdf>
- 서경란(2021). 중소기업 ESG 경영과 금융의 역할. *글로벌금융리뷰*, 2(2), 171-204.
- 성자영(2022). *호텔기업의 ESG 경영이 주관적 재무성과와 경쟁우위에 미치는 영향*. 박사학위논문, 세종대학교.
- 손평식(2010). 기업지배구조와 기업가치와의 관계분석: 기업지배구조지수를 이용. *산업경제연구*, 23(3), 1443-1465.
- 신용재·홍미영(2014). 여행기업의 자본구조와 기업성과의 관계에 관한 연구. *대한경영학회지*, 27(4), 485-504.
- 신용재·홍미영(2020). 외식기업의 자본구조가 기업성과에 미치는 영향에 관한 연구. *관광학연구*, 44(2), 161-180.
- 아이비케이기업은행(2023). *'2023년 중소기업 금융실태조사'*. IBK 경영연구소.
- 아이티동아(2022). *산적한 난제, 스타트업들의 고민을 공유합니다*. 2022.7.8. 보도자료, <https://it.donga.com/101084/>
- 이경수(2020). *ESG 요인 자산운용 전략 제언: 기업특성을 고려한 ESG 포트폴리오 구성 전략별 위험조정 투자성과 실증분석*. 박사학위논문. 한국외국어대학교.
- 이투데이(2019). *9988 아니라 9983...기업체 수 기준으로 한 새 중소기업 통계 나왔다*, 2019.11.12. 보도자료, <https://www.etoday.co.kr/news/view/1821210>
- 여영준·최순재·권오진(2015). 산업 내 경쟁에 따른 경쟁전략으로써의 CSR 활동의 선택과 기업의 재무성과 간의 관련성 연구: 시장유형별 분석을 중심으로. *회계학 연구*, 40(4), 1-37.
- 오상희(2021). 신용등급 및 ESG 등급이 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구. *세무회계연구*, 69, 125-144.
- 이규석(2021). ESG 지배구조 개선과 기업가치. *한국경제연구원 KERI Brief* 21(3), 1-20.
- 이정은·김진섭(2013). 기업지배구조, 사회 및 환경평가지수와 기업가치의 관련성 분석. *회계와 정책연구*, 18(4), 81-99.
- 이주일·김삼준(2019). 중소기업의 자본조달 방식이 기업가치에 미치는 영향: 내부유보자금과 부채의 선택경쟁. *중소기업연구원*, 41(1), 29-51.
- 이상철·김중화·박에영(2005). 대리인문제와 기업가치. *관리회계연구*, 5(1), 33-55.
- 이준희(2020). *Deloitte Insights, 2020 No. 16. 한국기업들의 ESG 경영을 위한 변화-ESG 경영의 개념과 접근 방법*. 딜로이트 안진회계법인.
- 이창섭·정아름·전홍민(2021). *ESG 결정요인 및 기업가치에 관한 연구: 경제정책 불확실성과 영업이익 변동성을 중심으로 한 국외계학회*, 학술논문발표집, 1-26.
- 이호갑·이걸주(2017). 기업의 사회적 책임활동이 기업가치에 미치는 영향. *회계와 정책연구*, 22(1), 45-74.
- 이호석·남정민·이성호·박재춘(2021). 중소기업 CSR의 성과에 관한 연구: CSR을 넘어 ESG로의 전환. *Entrepreneurship & ESG 연구*, 1(1), 1-27.
- 임종욱(2016). ESG 평가정보 및 이익관리가 기업가치에 미치는 영향. *경영교육연구*, 31(1), 111-139.
- 임옥빈(2019). 비재무적 정보가 기업성가에 미치는 영향: ESG 점수를 중심으로. *국제회계연구*, 86, 119-144.
- 임형철·정무섭(2021). 국내외 ESG 사례를 통해 본 중소기업 ESG 경영 활성화 방안. *아태비즈니스 연구*, 12(4), 179-192.
- 오덕규(2012). 중소기업 ESG 현황분석. *한국기업 거버넌스 서비스*, 65, 70-80.
- 임혜원(2022). *기업 경쟁력 좌우하는 ESG 경영, 중소기업 고립 왜 이코리야?* <http://www.ekoreanews.co.kr/news/articleView.html?idxno=60623>
- 장승욱·김용현(2013). 기업의 ESG와 재무성과. *재무관리연구*, 30(1), 131-152.
- 장우영(2021). 기관투자자의 ESG 투자와 지속가능성. *기업법 연구*, 35(3), 39-73.
- 장윤재(2021). ESG 활성화를 위한 기관투자자와 이사회 역할 재무적 성과의 연계와 관련하여. *기업법연구*, 35(2), 117-153.
- 정광화·최승욱(2022). ESG 경영이 기업가치에 미치는 영향. *회계정보연구*, 40, 73-106.
- 정지영(2022). *IT 기업의 디지털 ESG 플랫폼 서비스의 수용 의도에 영향을 미치는 요인에 관한 연구*. 숭실대학교 대학원 박사학위 논문.
- 조선애·최원욱(2022). ESG 투자가 세계 혜택을 통하여 기업가치 및 기업성과에 미치는 영향. *회계정보연구*, 40, 27-71.
- 중소기업중앙회(2021). *중소기업 금융 이용과 애로 실태 결과보고서*. 중소기업중앙회.
- 중소벤처기업부(2020). *2019년 기준 중소기업실태조사 결과보고서*.

- 중소벤처기업부, K-BIZ 중소기업중앙회.  
 중앙일보(2022). *금리 오르는데... 증기 빔 500조 이자 못 갚는  
 쉼비기업 급증*, 2022.6.26. 보도자료, [https://www.joonga  
 ng.co.kr/article/25074464#home](https://www.joonga<br/>
  ng.co.kr/article/25074464#home).
- 천미림·유재미(2013). 기업의 사회적 책임 활동이 기업 재무성과에 미치는 영향: CSR 활동의 실행 동기(motive)와 몰입(commitment)의 조절 효과를 중심으로. *경영학 연구*, 42(5), 1159-1185.
- 최동호(2021). ESG 경영의 현주소와 미래 전망: 한국 일본 중국의 ESG 경영 중심으로. *지역산업연구*, 44(4), 263-291.
- 최성욱·임명성·남기찬(2010). IT 투자회사 결정에 영향을 미치는 비재무적 요인에 관한 연구. *대한경영학회*, 23(6), 3031-3057.
- 최정혁(2021). ESG 성과와 기업가치에 관한 연구: 소유구조의 조절 효과를 중심으로. *여성 경제연구*, 18(2), 91-115.
- 태정림(2021). ESG(환경, 사회, 지배구조)와 조세 제도에 관한 연구. *조세 연구*, 21(2), 2287-1845.
- 한국거래소(2012). 중소기업 주식시장(KONEX) 신설방안, KRX Market, 90, 32면.
- 한국기업지배구조원(2022). ESG 평가안내.
- 한국벤처투자(2021). *ESG 벤처투자 가이드라인 및 모태펀드의 ESG 도입방안 연구 제안요청서*, 2021.10
- 홍광표·김미란·문상균·윤여인·전성준·김안국·정원호·김영민(2021). *중소기업의 산업구조 변화 대응 및 경쟁력 확보를 위한 인적자원개발 정책에 관한 연구: 제조업을 중심으로*, 한국 직업능력연구원 연구보고서, 2021-07.
- Aouadi, A., & Marsat, S.(2018). Do ESG controversies matter for firm value? Evidence from international data. *Journal of Business Ethics*, 151(4), 1027-1047.
- Bae, C. H., Kim, T. D., & Sin, S. C.(2021). Research trends and ESG issues using non-financial metrics. *accounting journal*, 30(2), 235-276.
- Bin, K. B., Seo, E. S., & Song, M. K.(2007). Impact of holding corporate cash equivalents on corporate value. *Korea Economic Research*, 19, 5-37.
- Blundell, R., Bond, S., Devereux, M., & Schiantarelli, F. (1992). Investment and Tobin's Q: Evidence from company panel data. *Journal of econometrics*, 51(1-2), 233-257.
- Bharadwaj, A. S., Bharadwaj, S. G., & Konsynski, B. R.(1999). Information technology effects on firm performance as measured by tobin's q. *Management Science*, 45(7), 1008-1024.
- Broadstock, D. C., Chan, K., Cheng, L. T., & Wang, X. (2021). *The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China*. *Finance research letters*, 38, 101716.
- Chen, M., & Mussalli, G. (2020). An integrated approach to quantitative ESG investing. *The Journal of Portfolio Management Ethical Investing*, 46(3), 65-74.
- Clarkson, M. E.(1995). A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. *Academy of management review*, 20(1), 92-117.
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W.(1994). A simple approximation of Tobin's q. *Financial management*, 70-74.
- Chun, M. R., & Yoo, J. M.(2013). The impact of corporate social responsibility activities on corporate financial performance: Focusing on the moderating effect of the motivation and commitment of CSR activities. *Business Studies*, 42(5), 1159-1185.
- Cho, S. A., & Choi, W. W.(2022). The impact of ESG investment on corporate value and corporate performance through tax incentives. *Accounting Information Research*, 40, 27-71.
- Choi, D. H.(2021). Current Status and Future Prospects of ESG Management - Focusing on ESG management in Korea, Japan and China. *Regional Industrial Research*, 44(4), 263-291.
- Choi, S. W., Im, M. S., & Nam, G. C.(2010). A Study on Non-financial Factors Influencing IT Investment Decision Making. *Korean Management Association*, 23(6), 3031-3057.
- Choi, J. H.(2021). A study on ESG performance and corporate value focusing on the moderating effect of ownership structure. *Women's Economic Research*, 18(2), 91-115.
- Duuren, E., Plantinga, A., & Scholtens, B.(2016). ESG integration and the investment management process: Fundamental investing reinvented. *Journal of Business Ethics*, (138), 525-533.
- E Today.(2019). Not 9988 but 9983"...New SME statistics based on the number of companies, 2019.11.12. Press release, <https://www.etoday.co.kr/news/view/1821210>.
- Federation of small and medium enterprises.(2021). *Report on the results of financial use and difficulties of small and medium enterprises*, Korea Federation of Small and Medium Enterprises.
- Fombrun, C., & Shanley, M.(1990). What's in a name? Reputation building and corporate strategy. *Academy of management Journal*, 33(2), 233-258.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M., & Schipper, K.(2004). Costs of Equity and Earnings Attributes, *the Accounting Review*, vol. 79.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A.(2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of sustainable finance & investment*, 5(4), 210-233.
- Freeman, R. E.(1984). *Strategic management:A stakeholder approach*, Boston:Pitman.
- Freeman, R. E., Harrison, J. S., Wicks, A. C., Parmar, B. L., & De Colle, S.(2010). *Stakeholder theory: The state of the art*.
- Gillan, S., Hartzell, J., Koch, A., & Starks, L.(2010). *Firms' environmental, social and governance (ESG) choices, performance and managerial motivation*, Working Paper,[https://www.researchgate.net/publication/228847213\\_Firms\\_environmental\\_social\\_and\\_governance\\_ESG\\_choices\\_performance\\_and\\_managerial\\_motivation](https://www.researchgate.net/publication/228847213_Firms_environmental_social_and_governance_ESG_choices_performance_and_managerial_motivation).
- Go, G. G.(2021). *The impact of environmental factors on short-term performance and mid- to long-term corporate value among corporate ESG*, Master's thesis, graduate school of Seoul National University,
- Gulati, R.(1993). *The dynamics of alliance formation*. Harvard University.
- Hanson, D.(2013). ESG investing in Graham & Doddsville. *Journal of Applied Corporate Finance*, 25(3), 20-31.
- Holden, E., Linnerud, K., Banister, D., Schwantz, V. J., &

- Wierling, A.(2017). *The imperatives of sustainable development: needs, justice, limits*. Routledge.
- Hong, G. P., Kim, M. R., Moon, S. G., Yoon, Y. I., Jeon, S. J., Kim, A. G., Jeong, W. H., & Kim, Y. M.(2021). A Study on the Human Resource Development Policy to Response to Industrial Structure Changes and Securing Competitiveness of Small and Medium Enterprises. *Research Report of the Korea Vocational Competency Research Institute*, 2021-07.
- IBK Industrial Bank(2023). *IBK Management Research Institute, '2023 Survey on Financial Conditions of Small and Medium Businesses'*.
- Im, W. B.(2019). Impact of non-financial information on corporate performance: Centering on ESG scores. *International Accounting Research*, 86, 119-144.
- Im, J. W.(2016). The impact of ESG evaluation information and profit management on corporate value. *Management Education Research*, 31 (1), 111-139.
- Im, H. C., & Jung, M. S.(2021). Measures to Revitalize ESG Management of SMEs based on domestic and international ESG cases. *Asia-Pacific Business Research*, 12(4), 179-192.
- Im, H. W.(2022). *ESG management, which determines corporate competitiveness, isolation of small and medium-sized businesses, why?* e-Korea, <http://www.ekoreanews.co.kr/news/articleView.html?idxno=60623>
- Jang, W. Y.(2021). ESG Investment and Sustainability of Institutional Investors. *Corporate Law Research*, 35(3), 39-73.
- Jang, S. W., & Kim, Y. H.(2013). ESG and financial performance of the enterprise. *financial management studies*, 30(1), 131-152.
- Jang, Y. J.(2021). The Role of Institutional Investors and the Board of Directors for ESG Revitalization\_In relation to the linkage of financial performance. *Corporate Law Research*, 35(2), 117-153.
- Jeong, G. H., & Choi, S. W.(2022). The influence of ESG management is on corporate value. *Accounting information research*, 40, 73-106.
- Jeong, J. Y.(2022). *A study on the factors influencing IT companies' intention to accept digital ESG platform services*. Doctoral Dissertation, at Soongsil University Graduate School.
- Jensen, M., & Meckling, W.(1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- JoongAng Ilbo(2022). Interest rates are going up... Medium-Term Debt 500 Trillion, Zombie Companies Surging Interest Payback, 2022.6.26. Press Release, <https://www.joongang.co.kr/article/25074464#home>.
- Kang, W., & Jung, M. G.(2020a). A Study on the Relationship between Non-Financial Indicators and Corporate Market Performance: Market Response Analysis of Events Used to Develop ESG Indicators. *Yonsei Management Research*, 57(2), 1-22.
- Kang, W., & Jung, M. G.(2020b). Effectiveness of ESG activities and the financial characteristics of the company. *Journal of the Korean Securities Society*, 49(5), 681-707.
- Kim, B. G.(2010). A study on the effect of debt capital raising on corporate value. *Business management research*, 17(2), 95-111.
- Kim, G. M., & Lee, H. S.(2021). The impact of ESG ratings on corporate value and debt costs, credit ratings, the Asia-Pacific Journal, 13(3), 94-121.
- Kim, S. J., & Oh, W. J.(2022). Characteristics of a company affecting the corporate value of a subsidiary after conversion to a holding company. *Humanities and Social Sciences Research*, 30(1), 50-76.
- Kim, Y. M., & Park, J. H.(2021). ESG or corporate social responsibility, and corporate financial performance: a review of empirical studies and directions for future development. *strategic management studies*, 24(2), 75-114.
- Kim, Y. H., Suk, J. H., & Kim, B. D.(2021). A study on the relationship between ESG competency and corporate value: focusing on the moderating effect of consumer perception. *Business Studies*, 50(6), 1571-1593.
- Kim, J. H., & Ku, I. S.(2021). A study on the improvement points of sustainable management through the analysis of the review report of the ISO management system. *Journal of the Korean Society of Management Engineering*, 26(3), 47-60.
- Kim, J. E.(2019). Direct support vs. indirect support Seeking policy combinations to promote R&D investment in SMEs. *Technology Innovation Research*, 27(1), 1-43.
- Kim, N. G.(2021). *The effect of environmental factors on short-term performance and mid- to long-term corporate value among corporate ESG*. Master's thesis, Seoul National University.
- Kim, M. K., Lee, S. H., Kim, S, C.(2012). A Study on the Impact of Debt on Profitability: Comparison between Small and Medium Enterprises and Large Enterprises. *Corporate Management Research* (formerly Donglim Management Research), 43, 47-70.
- Kim, Y. K.(2020). The impact of corporate non-financial information (ESG) disclosures on financial performance and corporate value. *Regulatory studies*, 29(1), 35-59.
- Kim, Y. H., Heo, J. H., Sung, D. Y.(2022). The Impact of Corporate ESG Activities and Autonomous Disclosure on Corporate Value. *Financial Management Research*, 39(1), 121-144.
- Korea Exchange(2012). *KRX Market of the Small and Medium Business Stock Market (KONEX)*, 90, 32.
- Korea Corporate Governance Service.(2022). ESG Evaluation Guide.
- Korea Venture Investment.(2021). Request for research proposal for ESG venture investment guideline and parent fund's ESG introduction plan, October 2021
- Lee, D. D., Faff, R. W., & Rekker, S. A.(2013). Do high and low-ranked sustainability stocks perform differently?. *International Journal of Accounting & Information Management*, 21(2), 116-132.
- Lee, K. S.(2021). ESG Governance Improvement and Corporate Value. *Korea Economic Research Institute, KERI Brief* 21(3), 1-20.

- Lee, K. S.(2020). *Suggestion of asset management strategy using ESG factors: An empirical analysis of risk adjusted investment performance by ESG portfolio composition strategy considering corporate characteristics*. Doctoral Dissertation, Hankuk University of Foreign Studies
- Lee, J. E., & Kim, J. S.(2013). Analysis of the relationship between corporate governance, social and environmental valuation index and corporate value. *accounting and policy research*, 18(4), 81-99.
- Lee, J. I., & Kim, S. J.(2019). The Effect of SMEs' Capital Raising Method on Corporate Value: Selective Competition for Internal Reserves and Debt. *Asia Pacific Journal of Small Business*, 41(1), 29-51.
- Lee, J. H.(2020). *Change for ESG Management of Korean Companies: Concept and Approach to ESG Management*. Deloitte Insights, 16.
- Lee, C. S., Jung, A. R., & Jun, H. M.(2021). A Study on ESG Determinants and Corporate Value: Focusing on Economic Policy Uncertainty and Operating Profit Volatility. *Korean Accounting Association, Academic Papers Presentation*, 1-26.
- Lee, H. G., & Lee, G. J.(2017). The Impact of Corporate Social Responsibility Activities on Corporate Value. *Accounting and Policy Research*, 22(1), 45-74.
- Lee, H. S., Nam, J. M., Lee, S. H., & Park, J. C.(2021). A Study on the Performance of CSR in Small and Medium Businesses: Transition Beyond CSR to ESG. *Entrepreneurship & ESG Research*, 1(1), 1-27.
- Lee S. C., Lee, Y. G., & Kim, J. W.(2017). The impact of institutional investors' participation in the board of directors on corporate value. *Management Accounting Research*, 17(3), 1-34.
- Lee, S. C., Kim, J. H., & Park, A. Y.(2005). Agency issues and corporate value. *Management Accounting Research*, 5(1), 33-55.
- Min, J. H., Kim, B. S., & Ha, S. I.(2014). The impact of corporate environmental, social, and governance factors for sustainable management on stock price returns and corporate value. *Journal of the Korean Society of Management Sciences*, 39(4), 33-49.
- Min, J. H., Kim, B. S., & Ha, S. I.(2015). Relationship between corporate environmental, social, and governance factors and financial performance: empirical basis for creating shared value. *Business Science*, 32(1), 113-131.
- Megna, P., & Mueller, D. C.(1991). Profit rates and intangible capital. *Review of Economics and Statistics*, 73(4), 632-642.
- Mervelskemper, L., & Streit, D.(2017). Enhancing market valuation of ESG performance: is integrated reporting keeping its promise?. *Business Strategy and the Environment*, 26(4), 536-549.
- Na, K. H.(2021). Open Technology Innovation for Small and Medium Enterprises Held Webinars, <http://www.m-i.kr/news/articleView.html?idxno=855060>.
- Naser, K., Al-Hussaini, A., Al-Kwari, D., & Nuseibeh, R. (2006). Determinants of corporate social disclosure in developing countries: the case of Qatar. *Advances in international accounting*, 19, 1-23.
- Na, Y., & Im, W. B.(2011). An empirical study on the value relevance of ESG information. *Management Education Research*, 26(4), 439-467.
- Nam, Y. S.(2013). Diversification of financing of small and medium venture companies and KONEX. *Securities Law Research*, 14(3), 153-194.
- Oh, S. H.(2021). A Study on the Impact of Credit Rating and ESG Rating on Corporate Value. *Tax Accounting Research*, 69, 125-144.
- Oh, D. K.(2012). Small and Medium Business ESG Status Analysis. *Korea Corporate Governance Service*, 65, 70-80.
- Park, S. R., & Jang, J. Y.(2021). The impact of ESG management on investment decision: Institutional investors' perceptions of country-specific ESG criteria. *International Journal of Financial Studies*, 9(3), 48.
- Park, J. H., Han, H. W., & Kim, N. R.(2022). Exploring domestic ESG research trends: Focusing on domestic academic research conducted from 2012 to 2021. *Venture Start-up Research*, 17(1), 191-211.
- Park, S. A., & Sin, E. H.(2021). Analysis of the correlation between ESG performance and financial value of large, small and medium-sized enterprises, *Environmental Policy*, 29(4), 151-199.
- Park, J. S., An, J. J., & Oh, K. J.(2021). Evaluation of ESG investment strategies after COVID-19: focusing on ESG index performance. *Knowledge management research*, 22(4), 87-101.
- Pfeffer, J., & Davis-Blake, A.(1990). Unions and job satisfaction: an alternative view. *Work and Occupations*, 17(3), 259-283.
- Rumelt, R.(1987). *Theory, strategy, and entrepreneurship*. In D.J. Teece(Ed.), *The competitive challenge: Strategies ofr industrial innovation and renewal* (pp. 137-158). Cambridge, MA: Ballinger.
- Samjeong KPMG Economic Research Institute(2021). *The Rise of ESG, What Should Businesses Prepare?*, 74. <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/kr/pdf/2021/kr-insight74-esg-strategy-20210223.pdf>
- Seo, K. R.(2021). *Small and medium-sized enterprises ESG management and financial resources*, 171-204.
- Seong, J. Y.(2022). *Effect of ESG management of hotel companies on subjective financial performance and competitive advantage*. Doctoral dissertation. Sejong University.
- Song, P. S.(2010). Analysis of the relationship between corporate governance and corporate value: using the corporate governance index. *Industrial Economics Research*, 23(3), 1443-1465.
- Shin, Y. J., & Hong, M. Y.(2014). A study on the relationship between capital structure and corporate performance of travel companies. *Journal of the Korean Society of Management*, 27(4), 485-504.
- Shin, Y. J., & Hong, M. Y.(2020). A study on the effect of the capital structure of food service companies on corporate performance. *Tourism studies*, 44(2), 161-180.



- Simon, C. J., & Sullivan, M. W.(1993). The measurement and determinants of brand equity: A financial approach. *Marketing Science*, 12(1). 28-52.
- Tae, J. R.(2021). Research on ESG (environmental, social, governance) and tax systems. *tax studies*, 21(2), 2287-1845.
- The Haitian Dong-A.(2022). *Stocked challenges, shared startup concerns*. July 8, 2022. Press release, <https://it.donga.com/101084/>
- The Ministry of SMEs and Startups.(2020). *As a result of 2019, the Ministry of SMEs and SMEs and Medium Business Center for SMEs and Medium Business Center*.
- Velte, P.(2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169-178.
- Verga Matos, P., Barros, V., & Miranda Sarmiento, J.(2020). Does ESG affect the stability of dividend policies in Europe?. *Sustainability*, 12(21), 8804.
- Yeo, Y. J., Choi, S. J., & Kwon, O. J.(2015). A study on the relationship between the selection of CSR activities as a competitive strategy according to competition within the industry and the financial performance of a company: Focusing on analysis by market type. *Accounting studies*, 40(4), 1-37.

# A Method of Utilizing ESG Evaluation by Small and Medium Enterprises: Focusing on the relationship between ESG Performance measure and Corporate Value

Park Jae Hyun\*  
Han Hyang Won\*\*

## Abstract

Recently, concerns are growing over small and medium-sized companies holding out on debt as domestic loan interest rates have risen sharply due to the prolonged impact of COVID-19 and soaring raw material prices. In addition, loans from small and medium-sized enterprises, which are difficult in the business environment, are increasingly being rejected due to high loan interest rates and excessive submission documents and financial statements-oriented screening of loans by the financial sector. Therefore, since it is necessary to discuss ways to promote financing and investment by SMEs, this study intends to suggest ways to promote investment through the use of SMEs' ESG systems. The purpose of this study is to suggest that the use of ESG evaluation indicators used as non-financial indicators helps predict the corporate value of SMEs and the importance of SMEs actively participating in ESG information disclosure. This study suggests the necessity of introducing and practicing ESG by SMEs where financing is important, and aims to analyze as an empirical result that the use of non-financial indicators helps predict corporate value. As a result of the study, the ESG performance and corporate value of SMEs showed a positive (+) relationship. It can be seen that both the grades and corporate value of SMEs by ESG sector have a positive (+) influence relationship. The total ESG rating was confirmed to have a positive effect on corporate value, and it was confirmed that SMEs with higher ESG environment, social, and governance ratings were evaluated higher. According to the research results, it is suggested that SMEs also need to use ESG evaluation indicators, and in order to promote the growth of SMEs, it is suggested that research on ways to re-examine the corporate value of SMEs is necessary. Therefore, this study suggests that the use of ESG should be actively recommended and implemented as a way to establish a management strategy for SMEs, and that efforts to disclose ESG information can soon help SMEs solve information asymmetry. In addition, SMEs want to understand the investment mechanism that the introduction and practice of ESG can lead to the improvement of the value of SMEs and suggest the necessity of SME-type ESG policies in the future.

*KeyWords: SMEs, ESG, ESG measure, non-financial indicators, ESG information disclosure, ESG rating, corporate value, Tobin's Q, SME investment*

---

\* First Author, KVIC Researcher, woguswph@gmail.com

\*\* Co-Author, Hyperwave CEO, hanhyangwon@gmail.com