

A Study on the Relationship between ESG Competency and Firm Value: Moderating Effect of Customer's Awareness*

기업의 ESG역량과 기업가치의 관계에 대한 연구: 소비자 인지의 조절효과를 중심으로

Yanghee Kim(First Author)

Seoul National University Business School
(bigtoki07@snu.ac.kr)

Junhee Seok(Corresponding Author)

KT Economics and Management Research Institute
(boss825@snu.ac.kr)

Byungdo Kim(Co-Author)

Seoul National University Business School
(bxk@snu.ac.kr)

.....

Given that consumers' awareness of a company's positive ESG activities can help improve the image and value of such a company, it raises the need for research that examines the role of consumer awareness in the relationship between ESG competency and firm value. This study examines the relationship between ESG competency and firm value by looking at the customer's awareness. The analysis showed the following two results. First, among ESG competencies, the environment and social evaluations had significantly positive effects on firm value, while the governance structure evaluation had no significant effect. In other words, a company's environmental and social competence, excluding that of corporate governance, is valuable information in enhancing its firm value to the stakeholders. Second, the effect of ESG competency on corporate value highly depends on the level of consumer awareness. In other words, the higher the level of consumers' awareness of ESG competency, the more significant the effect of ESG competency on the firm value. This study provides a variety of practical implications to corporate decision-makers by empirically verifying the effect of a company's ESG competency on its firm value and looking at ways to maximize such effect.

Key Words: ESG, Customer awareness, Advertising, Firm value

.....

Submission Date: 05. 03. 2021 Revised Date: (1st: 07. 19. 2021) Accepted Date: 08. 05. 2021

* This Study is supported by the Institute of Management Research at Seoul National University Research Fund (in 2021).

Copyright 2011 THE KOREAN ACADEMIC SOCIETY OF BUSINESS ADMINISTRATION

This is an open access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0, which permits unrestricted, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

1. 서론

ESG는 기업의 환경(Environment), 사회(Social), 지배구조(Governance)의 머리글자를 딴 단어로 기업의 지속가능성을 평가하는 프레임이다. ESG는 매출, 영업이익과 같은 재무적 요소뿐 아니라 환경보호, 사회문제 해결, 지배구조 개선 등 비재무적 요소를 고려한다면 지속가능성을 제고할 수 있다는 핵심 가치를 담고 있다(Son and Hwang 2021). 최근 들어 ESG는 투자자들에게 높은 관심의 대상이 되었다(KCGS Report 2020). 2006년에 UN의 책임투자원칙(Principles for Responsible Investment, PRI)이 수립된 이후, 기관투자자를 중심으로 ESG 평가가 투자 상품을 선정하는데 있어 중요한 기준으로 이용되고 있으며, 미국 회계감사기관(U.S. Government Accountability Office; U.S. GAO)은 미국 상장 기업들을 평가하는 중요한 항목 중 하나로 각 기업들의 ESG 공시를 채택하고 있다. 뿐만 아니라, 미국 증권거래위원회(U.S. Securities and Exchange Commission; U.S. SEC)는 ESG 공시를 개선하고 규제할 옵션을 포함한 보고서를 지속적으로 발간하고 있다. 한국 역시 ESG에 대한 관심이 점차 높아지고 있다. 국민연금은 스튜어드십코드 도입과 함께 ESG 기반 투자를 강화하였고, 보건복지부는 사회책임 투자형 펀드에 ESG를 적용해 온 것을 확장하여 2018년부터 국민연금의 사회책임투자 확대방안에 대한 계획을 발표한 바 있다. 한국표준협회에 따르면 지속가능보고서를 발간하는 국내 기업은 2004년 2개 기업에서 2018년 133개 기업으로 크게 증가하였으며, 2019년부터 한국거래소는 공시 내용의 확대 뿐 아니라 자산총액 2조원 이상의 상장사에게 기업지배구조 공시를 의무화하고

있다(Kim 2020).

여러 선행연구는 ESG 역량이 기업가치를 증가시킨다고 주장하였다(El Ghouli, Guedhami and Kim 2015; Margolis et al. 2009; Qureshi et al 2019; Rezaee and Zabihollah 2016; Tarmuji, Maelah, and Tarmuji 2016; Yu, Guo and Luu 2018; Kang and Jung 2020; Oh and Lee 2019). 하지만 ESG 역량에 대한 투자가 기업의 불필요한 투자로 간주되어 오히려 투자수익률에 악영향을 미칠 수 있고(Dorfleitner, Halbritter and Nguyen 2015, Barnea and Rubin 2010; Dorfleitner, Kreuzer and Sparrer 2020; Farooq 2015; Kim 2020; Shin, Kim and Kim 2011), ESG 평가의 공시에 대한 인식 수준에 따라 기업 평가가 달라질 수 있다고 주장하는 연구도 수행된 바 있다(McWilliams and Siegel 2000; Mervelskemper and Streit 2017; Pedersen, Fitzgibbons and Pomorski 2020; Kim and Kim 2008; Byun and Cho 2010). 특히 Kim(2020)은 ESG 공시 항목이 시장가치에 미치는 영향을 분석한 결과, 모든 항목이 통계적으로 유의하지 않다는 결과를 발표한 바 있다. 이러한 선행연구의 결과를 종합적으로 검토해 보면, ESG 역량이 기업가치를 증가시킨다는 전반적인 흐름 속에서 부정적인 견해가 일부 보고되고 있음을 알 수 있다. 본 연구는 선행연구에서 나타난 분석결과의 차이가 소비자 인지 수준에 기인한 것이라 예상하였다. 소비자는 비재무적 요소인 ESG 역량의 수준을 자체적으로 판단하기 어렵기 때문에 기업이 제공하는 정보에 크게 의존할 수 밖에 없다. 따라서 본 연구는 기업이 자사의 우수한 ESG 역량을 기업가치 제고로 연결하기 위해서는 이를 적극적으로 알리려는 노력을 병행해야 하고 이를 판단할 수 있는 중요한 요소가 소비자 인지 수준이라고

보았다.

본 연구는 크게 두 가지 측면에서 그 의의를 가진다. 첫째는 기업의 ESG 역량이 기업가치에 미치는 영향을 보다 면밀히 확인하였다는 점이다. ESG 역량과 기업가치의 관계는 여러 경영학 및 경제학 연구에서 주목한 주제임에도 불구하고, 연구에 따라 상이한 결과를 보고한 바 있다. 본 연구는 비교적 긴 시간 동안 관찰된 ESG 평가점수와 기업가치 간의 관계를 면밀히 조명함으로써, 기업의 ESG 역량 중 환경과 사회 역량이 실질적으로 기업가치 제고에 영향을 주는 변수임을 밝혔다. 두 번째는 ESG 역량과 기업가치 간의 관계에서 소비자 인지의 역할을 밝혔다. 이를 통해 우리는 ESG 역량과 기업가치와의 관계가 단선적이지 않으며, 그 효과를 조절, 매개하는 효과가 존재할 수 있다는 가능성을 제시했다. 분석을 위해 본 연구는 광고비 지출을 소비자 인지의 대용변수로 활용하였다. 광고비 지출은 소비자가 ESG 역량을 포함한 기업의 전반적인 정보에 접근할 수 있도록 장려한다(Servaes and Tamayo 2013; Seok et al. 2017). 분석 결과, 소비자 인지는 ESG 역량 중 환경과 사회 역량은 기업가치에 미치는 영향을 유의하게 증가시켰으나, 지배구조 역량은 유의하지 않았다. 우리는 지배구조 역량의 효과가 유의하지 않은 것은 기업의 내부의사결정, 지배구조 투명성을 포함한 지배구조 개선 노력이 소비자들에게 쉽게 인지되기 어려운 개념이기 때문이라고 추정하였다. 따라서 기업이 보다 적극적으로 자사의 지배구조 개선 노력과 이로 인한 효과를 알린다면 전술한 결과는 다르게 나타날 수 있다. 본 연구는 이러한 점을 고려하여 추가분석을 실시하였다. 그 결과, 기업이 지배구조 개선을 소비자에게 알리기 위해 광고비를 집중적으로 집행한 경우에 지배구조 역량과 광고비의 상호작용항이 유의하게 도출됨을 확인

하였다.

본 논문은 구성은 다음과 같다. 이어지는 2장에서 국내외 문헌검토에 기반해 가설을 설정하였고, 3장에서 자료수집과 표본 추출 방법을 설명한 후 변수와 연구모형을 구축하였다. 4장에서는 실증분석을 실시하였으며, 마지막으로 5장에서 연구요약 및 시사점을 제시하였다.

II. 문헌연구 및 가설도출

2.1 ESG의 개념과 효과

유엔 책임투자 원칙 보고서 발표 이후, 여러 기관은 ESG 평가를 비교 가능한 정보로 표준화하였다. 이로 인해 기업의 ESG 활동은 점차 기업의 비재무적 성과를 가늠하는 중요한 요인 중 하나로 부각되고 있다(Fatemi, Glaum and Kaiser 2018). 실제로 세계 최대 자산운용사인 미국 블랙락(BlackRock)은 투자 의사결정 시 '환경' 경영 활동을 핵심기준으로 고려하겠다고 밝혔으며, 석탄 등 화력 생산으로 매출을 일으키는 기업은 투자에서 제외할 것을 선언하였다(BlackRock 2020). 한국의 경우에도 한국기업 지배구조원이 2011년부터 매년 기업의 ESG 평가 지표를 공표하여 투자자들의 의사결정에 도움을 주고 있다. 이러한 배경 하에 기업은 ESG 성과 공표로 경제적 성과 창출 및 기업가치 제고를 꾀할 수 있다(Rezaee 2016).

ESG의 영향력은 선행연구에서도 밝혀진 바 있다. Bhattacharya, Sen and Korschun(2008)은 기업의 긍정적 ESG 역량은 직원들에게 일에 대한 타당한 동기를 부여하고, 유대감을 증가시킴으로써 기

업 역량에 유의한 영향을 미친다고 주장하였으며, Ramlugun and Raboute(2015)은 기업의 자선적, 경제적, 윤리적인 사회환원 노력이 고객 만족도와 충성도를 향상시킬 수 있는 중요한 예측 변수이고 기업은 이를 통해 경쟁우위를 선점할 수 있음을 제시하였다. 또한 Cahan et al.(2015)은 기업이 미디어 이미지를 개선하기 위해 CSR 성과를 적극적으로 관리한다고 주장하였다. 즉, 담배 회사처럼 공공에 대한 이미지가 부정적인 회사는 기업 이미지를 개선하기 위해 CSR에 참여할 가능성이 더 높다는 것이다. 이 외에도 CSR은 규제 부담의 감소(Freeman 1984), 전반적인 고객 만족도(Pérez and del Bosque 2015; Sen and Bhattacharya 2001; Walsh and Bartikowski 2013)에 긍정적인 영향을 미친다.

국내에서도 ESG에 대한 연구들이 다수 이루어졌다. 먼저 Kang and Jung(2020)은 수익성과 공시의 투명성이 높은 기업에서 ESG 활동이 기업가치에 유의한 양의 영향을 미친다고 주장하였다. 한편, Kim and Min(2016)은 비재무적 성과가 좋은 기업에서 투자활동, 수익성, 현금창출능력 등이 우수함을 확인하였다. 여기에 더해, Park(2017)은 투자 포트폴리오에 ESG 평가를 활용한 결과, ESG 평가가 상위에 있는 기업의 비중을 늘리는 매수 전략이 유효함을 실증하였다. 이러한 결과는 기업의 ESG 역량이 수익성에 긍정적인 영향을 줄 수 있음을 시사한다.

2.2 ESG 역량과 기업가치

ESG 개념은 다른 비재무적 요소에 비해 비교적 늦게 사용되었지만, 이에 대한 연구는 활발히 진행되고 있다. Margolis et al.(2009)은 메타 분석을 토대로 ESG 활동과 재무성과 및 기업가치 간의 관

계는 대부분 긍정적인 연관성이 있다고 보고하였으며, Aouadi and Marsat(2018)는 ESG 역량이 투자자들에 대한 기업 가시성을 향상시켜 기업의 시장 가치에 긍정적인 영향을 준다고 하였다. 또한, Mervelskemper and Streit(2017)는 2010-2014년 동안 852개의 다국적 기업을 대상으로 분석을 실시한 결과, 단순히 ESG 활동만 공시하는 것보다 글로벌 기준의 통합공시를 하는 경우, ESG 평가가 기업가치에 미치는 영향이 더 긍정적이라는 사실을 밝혔다. 이 연구는 전술한 결과가 나타난 이유를 재무보고서와 비재무보고서를 통합 공시하는 것은 ESG 활동의 경제적 효용의 투명성을 향상시켜, 투자자들에게 양질의 정보를 제공하기 때문이라고 해석하였다. 이 외에도 많은 연구들이 ESG 평가와 기업가치 간의 유의한 정의 관계를 확인한 바 있다(Bajic and Yurtoglu 2017; Dimson, Karakas and Li 2015; Eccles, Ioannou and Serafeim 2014; Edmans 2011; El Ghouli, Guedhami, and Kim 2015; Fatemi et al. 2015; Ge and Liu 2015; Kruger 2015; Qureshi, Kirkerud and Theresa Ahsan 2019).

해외 뿐 아니라, 국내의 연구자들도 ESG 역량과 기업가치의 관계를 다양한 관점에서 검증하였다. Jung and Joo (1992)는 공해물질의 누출로 인하여 기대 청소비용이 발생할 경우, 증권시장에 부정적인 반응이 유발될 수 있음을 지적하였으며, Kwak and Seok (2001)은 친환경 기사로 인한 긍정적인 효과보다 반환경 기사에 따른 부정적인 효과의 절대값이 더 크음을 밝혔다. Kwak and Seok(2001)은 전술한 결과를 기업의 이해관계자들에게 환경정보의 중요성이 증대되고 있음을 시사한다고 주장하였다. Kim(2004)은 환경회계정보 공시에 대한 자본시장의 반응을 연구한 결과, 부정적 환경회계정보로 인해 비정상수익률

이 유의하게 감소하는 것을 확인하였다. Park et al.(2014)은 기업의 캠페인 활동과 친환경 제품생산 활동이 기업의 전문성 및 신뢰와 밀접한 관계가 있고 이는 기업의 긍정적 이미지에 영향을 준다고 주장하였다. 한편, Yoo(2017)는 여러 이해관계자들과의 관계 개선을 위해 기업이 적극적으로 CSR 활동을 한다면, 결국 이는 기업성과 개선으로 이어진다고 보았다. 같은 맥락에서 Seok et al.(2017)은 CSR 활동의 홍보 수준은 기업가치에 유의미하게 긍정적인 영향을 미치고 그 관계는 기업평판에 의해 매개된다고 주장한 바 있다. 나아가 Leem(2019)은 ESG 평가의 환경, 사회, 지배구조에 대한 개별 점수를 독립변수로 상정하여 각 기업의 ESG 활동을 세분화한 후 분석을 실시하였다. 이 연구는 환경(E)은 당기 및 차기의 기업가치에 유의한 영향을 미치지 않았으나, 사회(S)와 지배구조(G)는 당기 및 차기의 기업가치에 유의한 영향을 미친다는 결과를 도출하였다. Lee and Lee(2019) 또한 ESG 평가지표와 기업의 재무성과 사이에 유의한 양의 관계가 존재함을 확인하였으며, Oh and Lee(2019)의 연구에서도 ESG 평가점수의 각 요소가 실질적인 경영성과에 긍정적인 영향을 미친다고 주장하였다. 본 연구는 상기한 선행연구를 바탕으로 기업의 ESG 역량과 기업가치 간의 관계에 대한 가설을 구축하였다. 특히 환경, 사회, 그리고 지배구조에 대한 역량을 세분화하여 분석함으로써 기업이 자사의 가치를 제고하기 위해 보다 중점을 두어야 할 역량을 특정해보고자 한다. 이를 위해 본 연구는 다음의 세 가지 가설을 제시하였다.

가설 1: 환경 역량이 높을 수록 기업가치가 증가한다.

가설 2: 사회 역량이 높을 수록 기업가치가 증가

한다.

가설 3: 지배구조 역량이 높을 수록 기업가치가 증가한다.

2.3 소비자 인지와 ESG평가

다수의 선행연구에서 기업의 ESG 역량과 기업가치 간의 긍정적인 관계를 확인하였지만, 유의하지 않은 관계 혹은 음의 관계를 제시한 연구도 존재한다. Dorfleitner, Halbritter and Nguyen(2015)는 기관이 평가하는 ESG의 복잡성과 투명성이 상이하여 ESG 평가점수가 기업가치에 미치는 영향이 일정하지 않음을 실증하였고, Barnea and Rubin(2010)은 경영자가 사적 이익 추구 혹은 개인적 명성을 위해 사회적 책임활동을 수행함으로써 인해 대리인 비용이 발생하고 이는 결국 기업가치를 감소시킨다고 주장했다. 본 연구는 이처럼 같은 주제에 대해 상이한 결과가 나타나는 이유가 사회적 책임활동과 기업가치 간의 관계를 둘러싼 외부요인의 차이에 기인한 것이라고 예상하였다. 특히 우리는 ESG와 기업가치 간 관계가 소비자 인지 수준에 따라 달라질 수 있음을 제시한 선행연구에 집중하였다(Bhattacharya and Sen 2004; Servaes and Tamayo 2013; Seok et al. 2017). 소비자는 기업의 주요 이해관계자 중 하나지만, 기업의 내부정보를 상세히 파악하기 어려운 외부인이다. 만약 소비자가 기업의 ESG 역량을 인지하지 못한다면 이에 대해 평가할 수 없다. 같은 논리로 기업은 자사의 ESG 역량이 소비자에게 잘 알려졌을 때, 비로소 기업가치 제고를 달성할 수 있을 것이다.

ESG 역량과 기업가치의 관계에서 소비자 인지의 역할을 탐구하기 위해서는 소비자 인지수준을 정량적으로 측정해야 한다. 가장 좋은 방법은 소비자 조

사를 통해 직접적으로 측정하는 것이다(Clark et al. 2009). 하지만 이러한 방법은 다수의 기업에 대한 다년간의 실증연구에 적용하기 어렵다. 이에 본 연구는 선행연구에 기반해 기업이 지출한 광고비를 기업 활동에 대한 소비자 인지의 대용변수로 활용하였다(Servaes and Tamayo 2013; Seok et al. 2019). 전통적으로 광고는 기업 활동에 대한 소비자의 정보 수준을 향상시키는 역할을 하며, 기업은 광고를 이용해 자사의 경쟁력 혹은 가능성을 대중에게 나타낼 수 있다(McWilliams and Siegel 2001; Servaes and Tamayo 2013; Seok et al. 2017). Clark et al.(2009)은 300개 이상의 브랜드에 대한 연간 광고비 지출액과 설문 조사를 통해 얻은 브랜드 인지도 및 지각된 품질정보를 수집하여 그들 간의 관계를 분석하였다. 이 연구는 광고비 지출의 증가로 인한 광고효과가 브랜드의 품질보다 소비자의 인지 수준에 더 강한 영향을 미친다는 사실을 확인하였다. 한편, Barroso and Llobet(2012)은 자동차 시장의 데이터를 사용하여 광고가 소비자 인지에 미치는 영향을 살펴보았다. 그 결과 광고는 소비자의 브랜드 인지수준에 긍정적인 영향을 미치고 광고비 지출액이 증가하면 특정 상품에 대한 소비자 인지의 속도도 함께 증가한다는 사실을 밝혔다. 또한, Honka et al.(2017)은 은행 계좌에 드러난 쇼핑행동 데이터를 활용하여 광고 효과를 조사한 결과, 광고는 소비자가 보다 많은 옵션에 대해 인지하도록 할 뿐만 아니라, 더 많은 정보를 검색하게 만든다는 사실을 밝혔다. 이처럼 선행연구는 공통적으로 광고가 소비자 인지에 긍정적인 영향을 미친다는 사실을 실증하였다. 따라서 기업이 광고비 지출액을 늘리면, 그 기업과 이들의 활동에 대한 소비자 인지 역시 증가한다는 추론이 가능하다.

앞서 제시한 광고와 소비자 인지 연구를 확장한

선행연구는 기업의 긍정적 활동과 기업성과의 관계에서 소비자 인지의 역할에 집중하였다. Servaes and Tamayo(2013)는 기업이 광고를 통해 소비자 인지를 증진함으로써 CSR 활동의 효과를 극대화할 수 있음을 실증하였다. 같은 맥락에서, Bhattacharya and Sen(2004)과 Schuler and Cording(2006)은 CSR에 대한 고객의 인지 부족은 CSR 활동이 기업가치에 미치는 효과를 제한시키는 주요 요인이며, CSR이 수익성 있는 전략적 투자가 되기 위해 이에 대한 소비자 인지 수준을 향상시켜야 한다고 주장하였다. ESG 역량은 기업의 무형자산을 형성하는 주요 구성요소 중 하나다. 하지만 소비자는 기업의 ESG 역량 확보를 위한 노력이 기업의 재무적 성과로 나타나기 전에는 이를 인지할 수 없다. 본 연구는 이러한 점에 착안하여 기업이 자사의 ESG 역량을 외부의 소비자들에게 적극적으로 알림으로써 더 높은 기업가치 향상을 기대할 수 있을 것으로 예상하였다. 또한 이 상황에서 기업의 광고비 지출은 기업활동에 대한 소비자 인지 향상을 도모하는 수단으로 활용될 수 있을 것이라 보았다. 본 연구는 이를 검증하기 위해 다음과 같은 가설을 제시하였다.

가설 4: 광고비 투자가 클수록 환경 역량이 기업가치에 미치는 영향력이 더 크다.

가설 5: 광고비 투자가 클수록 사회적 역량이 기업가치에 미치는 영향력이 더 크다.

가설 6: 광고비 투자가 클수록 지배구조 역량이 기업가치에 미치는 영향력이 더 크다.

III. 연구 설계

3.1 변수측정

본 연구에서는 종속변수인 기업가치를 측정하기 위해서 Tobin's q를 도입하였다. Tobin's q는 기업의 시장가치를 그 기업의 대체가치로 나누어 산출하며, 경영학, 경제학을 비롯한 다양한 학문분야에서 널리 쓰이고 있다. 국내에서는 자산의 대체가치에 대한 자료를 수집하기 어렵기 때문에, 선행연구를 따라 이를 장부가치로 치환하여 Tobin's q를 계산하였다(Chung and Pruitt 1994; Griliches 1981; Seok et al. 2017; Shin, Kim and Kim 2011; Choi, Lee and Hong 2009). 각 기업의 ESG 역량은 한국기업지배구조원의 통합 ESG 평가 모형을 사용하여 측정하였다(Kang and jung 2020; Na and Leem 2011; Lee and Lee 2019; Oh and Lee 2019). 한국기업지배구조원의 ESG 평가는 상장회사의 현재 지속가능경영 수준을 통합적으로 점검하고, 평가결과를 기업의 경영 환경 개선에 활용할 수 있도록 지원하는 것을 목적으로 하고 있다. 이 평가는 국제 기준을 준수할 뿐만 아니라 국내 경영환경을 반영하여 개발된 독자적 평가모형이다(KCGS Report 2020). 한편, 본 연구의 조절변수인 소비자 인지는 매출액 대비 광고비 비율로 측정하였다(Servaes and Tamayo 2013). 본 연구는 비록 연별로 보고된 광고비의 용처를 특정할 수는 없지만, 기업이 지출한 광고비가 ESG 역량을 포함한 기업 전반에 대한 소비자 인지를 높이는 요소로 작용할 수 있을 것으로 보았다(Barroso and Llobet 2012; Clark, Doraszelski, and Draganska 2009; Honka, Hortaçsu, and Vitorino 2017).

즉, 우리는 광고비 지출이 ESG 역량 수준을 포함한 기업 전반에 대한 소비자 인지의 대용변수(proxy variable)로 활용될 수 있을 것으로 예상하였다. 마지막으로 기업가치에 영향을 미치는 다양한 재무요인을 통제변수로 고려하였다. 여기에는 매출액 증가율, 기업 크기, 외국인주식보유비율이 포함되었다. 또한, 각 연도별 특수성을 통제하기 위한 연도더미와 거시경제적 영향력을 통제하기 위해 통계청에서 발표하는 연도별 경제성장률(실질GDP성장률)을 고려하였다. 변수의 계산에 대한 자세한 설명은 <Table 1>에 정리하였다.

3.2 표본선정

본 연구는 다음과 같은 기준으로 표본을 선정하였다. 먼저 2014년부터 2018년까지 한국 유가증권시장과 코스닥시장에 연속으로 상장된 기업 중 산업분류 상 금융업을 제외한 모든 기업의 재무정보를 수집하였다. 은행, 증권, 보험 등 금융업종을 제외한 이유는 자본구조, 영업방법, 정부의 규제 등에서 일반 제조업, 서비스업과 차이가 있기 때문이다(Shin et al. 2011). 다음으로 분석기간 동안 자본잠식상태에 있는 기업, 즉, 타인자본비율이 1 이상인 기업을 제외하고 회계연도로부터 적어도 1년 전에 상장된 기업이면서 분석기간동안 모든 연도의 주가 및 재무 정보가 한국상장사협의회 정보공개 시스템에 제공된 기업을 선정하였다. 마지막으로 이들 기업 중 분석기간 동안 한국기업지배구조원이 발표하는 ESG 평가 리스트에 전부 포함된 기업을 선택하였다. 상기한 절차에 따라 본 연구는 343개 기업에 대한 1715개의 기업-년도 관측치를 최종 데이터로 선정하였다.

Tobin's q 이론은 장기적으로 시장가치와 장부가치

〈Table 1〉 변수의 측정

변수	조작적 정의	측정 방법
기업가치 (TQ)	투자자들이 평가한 기업의 미래가치	$\{(\text{보통주종가} \times \text{보통주 주식수}) + (\text{우선주액면가} \times \text{우선주 주식수}) + \text{총 부채 장부가액}\} / \text{총 자산의 장부가액}$
환경 역량 (ESGECO)	기업의 환경 역량을 평가한 점수	기업의 환경, 사회 역량에 대해 각 평가 항목을 기반으로 1점에서 4점까지의 종합점수를 산출 A+ : 4, A : 3, B+ : 2, B+이하 : 1
사회 역량 (ESGSOC)	기업의 사회 역량을 평가한 점수	
지배구조 역량 (ESGGOV)	기업의 지배구조 역량을 평가한 점수	기업의 지배구조 역량에 대해 각 평가 항목을 기반으로 1점에서 6점까지의 종합점수를 산출 A+ : 6, A : 5, B+ : 4, B : 3, C : 2, D : 1
광고비 비율 (ADV)	소비자 인지 수준	광고비/매출액
총자산순이익율 (ROA)	기업의 수익성	당기 순이익/총자산장부가액
매출액증가율 (SG)	연 매출액 증가율	(당기 매출액 - 전기 매출액)/전기 매출액
기업규모 (SIZE)	기업의 총자산에 기반한 기업의 규모	총자산장부가액의 자연로그
외국인주식비율 (FOR)	전체 주식 중 외국인 투자자의 지분 비율	외국인 보유 주식수/총 발행 주식수
경제성장률 (EGR)	국내 경제 상황 (실질 GDP 성장률)	(당기 실질 GDP - 전기 실질 GDP)/전기 실질 GDP

※ 괄호 안은 모형에 사용한 변수명

가 같아져 Tobin's q 값이 1로 수렴할 것이라고 주장한다(Tobin and Brainard 1976). 즉, Tobin's q 값 중 지나치게 높거나 낮은 값은 극단치(outlier)로 보아야 하고, 이는 연구결과에 편의(bias)를 유발시킬 가능성이 있다. Servaes and Tamayo(2013)은 이 점을 고려하여, Tobin's q 값의 1st - 99th 백분위수(percentile) 이외의 관측치를 보정한 후 모형을 추정하였다. 우리는 선행연구에 기반해 종속 변수인 Tobin's q를 1%와 99%의 값에서 극단치를 윈저화(winsorization)한 후 분석을 진행하였다(Servaes and Tamayo 2013).

3.3 연구모형

ESG 역량과 기업가치 간의 관계를 규명하기 위해 네 개의 모형을 설정하였다. 먼저 모형(1)에서 종속 변수는 기업가치의 대응변수인 Tobin's q(TQ)이고, 독립변수는 각각 1)환경(ESGECO), 2)사회(ESGSOC), 3)지배구조(ESGGOV) 점수이다. 또한 광고비율(ADV), 총자산순이익율(ROA), 매출액증가율(SG), 기업크기(SIZE), 대주주주식비율(OWR), 외국인주식비율(FOR)과 경제성장률(EGR) 그리고 연도더미(YD)를 통제변수로 고려하였다.

$$\begin{aligned}
 TQ_{it} = & \beta_0 + \beta_1 ESGECO_{it} + \beta_2 ESGSOC_{it} & + \beta_6 SG_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 FOR_{it} \\
 & + \beta_3 ESGGOV_{it} + \beta_4 ADV_{it} + \beta_5 ROA_{it} & + \beta_9 EGR_{it} + \beta_{10} MD_{it} \\
 & + \beta_6 SG_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 FOR_{it} & + \beta_{11} (ESGGOV_{it} \times ADV_{it}) \\
 & + \beta_9 EGR_{it} + \beta_{10} MD_{it} + \sum_{p=1}^4 \gamma_p YD_p & + \sum_{p=1}^4 \gamma_p YD_p + \varepsilon_{it}, \\
 & + \varepsilon_{it}, i = 1, \dots, 343, t = 1 \dots 5 & i = 1, \dots, 343, t = 1 \dots 5 \quad \text{모형(4)}
 \end{aligned}$$

모형(1)

다음으로 모형(2), (3), (4)는 ESG평가의 각 점수가 기업가치에 미치는 영향이 광고비율로 측정된 소비자 인지에 의해 달라질 것이라는 가설을 검증하고자 설정되었다. 가설의 검정을 위해 각 ESG평가 요인과 광고비율의 상호작용항을 모형에 삽입하였다.

$$\begin{aligned}
 TQ_{it} = & \beta_0 + \beta_1 ESGECO_{it} + \beta_2 ESGSOC_{it} \\
 & + \beta_3 ESGGOV_{it} + \beta_4 ADV_{it} + \beta_5 ROA_{it} \\
 & + \beta_6 SG_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 FOR_{it} \\
 & + \beta_9 EGR_{it} + \beta_{10} MD_{it} \\
 & + \beta_{11} (ESGECO_{it} \times ADV_{it}) \\
 & + \sum_{p=1}^4 \gamma_p YD_p + \varepsilon_{it}, \\
 & i = 1, \dots, 343, t = 1 \dots 5 \quad \text{모형(2)}
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 TQ_{it} = & \beta_0 + \beta_1 ESGECO_{it} + \beta_2 ESGSOC_{it} \\
 & + \beta_3 ESGGOV_{it} + \beta_4 ADV_{it} + \beta_5 ROA_{it} \\
 & + \beta_6 SG_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 FOR_{it} \\
 & + \beta_9 EGR_{it} + \beta_{10} MD_{it} \\
 & + \beta_{11} (ESGSOC_{it} \times ADV_{it}) \\
 & + \sum_{p=1}^4 \gamma_p YD_p + \varepsilon_{it}, \\
 & i = 1, \dots, 343, t = 1 \dots 5 \quad \text{모형(3)}
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 TQ_{it} = & \beta_0 + \beta_1 ESGECO_{it} + \beta_2 ESGSOC_{it} \\
 & + \beta_3 ESGGOV_{it} + \beta_4 ADV_{it} + \beta_5 ROA_{it}
 \end{aligned}$$

3.4 연구방법

본 연구는 기업의 ESG 역량과 기업가치 간의 관계를 살펴보기 위해 2014년부터 2018년까지 5년간의 종단면 자료를 사용하였다. 종단면 자료(longitudinal data or panel data)는 횡단면 자료(cross-sectional data)와 시계열 자료(time-series data)가 통합된 형태로 측정대상인 패널개체가 반복되어 관찰되어 변수 간 관계를 보다 면밀히 추정할 수 있다. 하지만, 종단면 자료는 횡단면 자료와 시계열 자료의 특성을 동시에 가지고 있기 때문에 오차항에 이분산성이나 자기상관이 존재할 수 있다. 따라서 종단면 자료를 OLS(ordinary least squares)로 추정하면 관찰되지 않은 이질성(unobserved heterogeneity) 요인으로 편의(bias)와 비효율성 문제가 발생할 수 있다(Min and Choi 2016). 본 연구는 데이터의 패널개체 간 동분산성 위배, 자기상관, 그리고 동시적 상관성 등의 문제를 해결하기 위해 PCSE(panel corrected standard error)모형을 적용하였다(Jung 2017). 본 연구에서 활용한 PCSE 모형은 패널개체 간 이분산(heteroskedasticity)과 동시상관(contemporaneous correlation) 그리고 패널 내 1차 자기상관(serial correlation)을 고려한다.

IV. 실증분석

4.1 기초통계량

〈Table 2〉는 각 변수에 대한 기초통계량을 제시하였다. 먼저 기업가치를 측정하기 위해 도입된 Tobin's q는 평균이 .975로 표본기업들의 평균적인 시장가치는 장부가치와 큰 차이가 없는 것으로 나타났다. 이는 기업의 시장가치가 장부가치에 비해 과소평가되면 투자자들은 투자를 확대하고, 반대의 경우에는 투자를 축소하여 장기적으로 Tobin's q는 1에 수렴한다는 Tobin's q 이론에 부합하는 결과로 볼 수 있다. 다음으로 ESG 평가 점수의 평균은 환경이 1.402, 사회가 1.370, 지배구조는 2.884로 나타났다. 환경 및 사회점수와 지배구조 점수의 평균에 상당한 차이가 있는 것은 한국지배구조원에서 각 항목을 측정할 때, 환경과 사회는 4점 척도를, 지배

구조는 6점 척도를 사용하였기 때문이다. 소비자 인지에 대한 대응변수로 채택한 매출액 대비 광고선전비 비율의 평균은 .9%, 총자산 순이익률의 평균은 2.3%인 것으로 보고되었다. 표본기업들의 연평균 매출액 성장률은 3.4%이며, 자산에 자연로그를 씌워 기업의 규모를 통제하기 위해 도입된 SIZE 변수의 평균은 20.548인 것으로 나타났다. 또한 투자자가 그 기업에 대한 투자여부를 결정하는데 영향을 주는 것으로 여겨지는 외국인 주식보유비율의 평균은 12.2%로 보고되었고, 관측기간 동안 대한민국은 연평균 3%의 경제성장률을 보였다. 마지막으로 표본기업의 종사산업에 따른 영향력을 통제하기 위해 삼입한 제조업 더미변수에서 제조업 종사 기업은 1,170개, 비제조업 종사 기업은 545개임을 확인할 수 있다.

변수 간의 상관관계 분석결과는 〈Table 3〉과 같다. 이 중 .5 이상의 높은 상관관계를 가진 변수쌍은 ESGECO과 ESGSOC ($\rho = .674$), ESGECO와

〈Table 2〉 기술통계

변수명		평균	표준 편차	최대값	최소값
TQ	기업가치	.975	.473	3.200	.333
ESGECO	ESG환경	1.402	.670	4.000	1.000
ESGSOC	ESG사회	1.370	.741	4.000	1.000
ESGGOV	ESG지배구조	2.884	.880	6.000	1.000
ADV	광고비율	.009	.018	.144	.000
ROA	총자산순이익률	.023	.052	.295	-.296
SG	매출액증가율	.034	.178	3.331	-.772
SIZE	기업크기	20.548	1.636	26.549	17.230
FOR	외국인주식비율	.122	14.230	77.170	.000
EGR	경제성장률	.003	.167	3.200	2.800
MD	제조업 더미			제조업: 1,170 비제조업: 545	
Observation:		1715			

〈Table 3〉 상관계수

변수	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1. 기업가치 (TQ)	1									
2. 환경 역량 (ESGECO)	.015	1								
3. 사회 역량 (ESGSOC)	.069*	.674*	1							
4. 지배구조 역량 (ESGGOV)	-.013	.317*	.350*	1						
5. 광고비 비율 (ADV)	.209*	-.042	.057*	.027	1					
6. 총자산순이익율 (ROA)	.131*	.021	.080*	.121*	.056*	1				
7. 매출액증가율 (SG)	.130*	-.004	.015	-.027	.044	.178*	1			
8. 기업규모 (SIZE)	-.089*	.632*	.655*	.350*	.047	.109*	.050*	1		
9. 외국인주식비율 (FOR)	.050*	.351*	.364*	.283*	.092*	.236*	.002	.454*	1	
10. 경제성장률 (EGR)	-.032	-.007	.002	.093*	-.005	.014	.025	-.006	.006	1

※ *: $p < 0.5$

SIZE ($\rho = .632$), 그리고 ESGSOC와 SIZE($\rho = .655$)이다. 비록 .5에는 못 미치지만, FOR과 SIZE ($\rho = .454$)도 타변수 쌍에 비해 상대적으로 높은 상관계수를 보고하였다. 본 연구는 높은 상관관계로 인한 다중공선성의 문제(multicollinearity problem)를 우려하여 모형을 합동 OLS로 추정한 후, 각 변수의 VIF(variation inflation factor) 값을 산출하였다. 그 결과, 삽입된 변수들의 평균 VIF 값은 1.75이며, 이 값이 가장 큰 변수는 ESGECO로 그 값은 2.30로 나타났다. 상기한 VIF 값은 다중공선성을 우려할 정도가 아니므로, 본 연구는 변수 간 다중공선성의 문제는 발생하지 않았다고 판단하였다.

4.2 가설분석결과

〈Table 4〉에는 가설검정을 위한 회귀분석의 결과가 제시되어있다. 앞서 설명한 바와 같이, 모든 모형은 343개 기업에 대한 1,715개의 관측치를 토대로 추정되었다. 제시된 네 개의 모형은 모두 60% 이상의 높은 설명력을 보여준다. 모형(1)은 ESG 역량과 기업가치 간의 관계를 살펴보고자 한 세 개의 가설을 검증하기 위해 수행되었다. 분석결과, ESG 환경($\beta = .034$; $p < .05$)과 ESG 사회는($\beta = .060$; $p < .01$) 기업가치에 유의미한 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉, 기업이 환경과 사회적 문제

〈Table 4〉 회귀분석 결과

독립변수	모델1	모델2	모델3	모델4
환경 역량 (ESGECO)	.034** (.016)	.017 (.017)	.035* (.018)	.034** (.017)
사회 역량 (ESGSOC)	.060*** (.023)	.059** (.023)	.045** (.023)	.060** (.023)
지배구조 역량 (ESGGOV)	-.005 (.006)	-.003 (.006)	-.004 (.006)	-.009 (.006)
광고비 비율 (ADV)	4.720*** (1.188)	1.614 (2.383)	2.908** (1.466)	3.115 (1.984)
총자산순이익율 (ROA)	.343 (.255)	.311 (.251)	.330 (.251)	.339 (.252)
매출액증가율 (SG)	.169** (.074)	.168** (.074)	.171** (.074)	.169** (.074)
기업규모 (SIZE)	-.080*** (.018)	-.082*** (.018)	-.081*** (.018)	-.080*** (.018)
외국인주식비율 (FOR)	.004*** (.001)	.004*** (.001)	.004*** (.001)	.004*** (.001)
경제성장률 (EGR)	.761*** (.107)	.780*** (.113)	.768*** (.110)	.759*** (.107)
산업더미 (MD)	-.041*** (.015)	-.047*** (.016)	-.046*** (.016)	-.039** (.016)
환경 역량 × 광고비 비율 (ESGECO×ADV)		2.650* (1.543)		
사회 역량 × 광고비 비율 (ESGSOC×ADV)			1.448* (.857)	
지배구조 역량 × 광고비 비율 (ESGGOV×ADV)				.446 (.389)
수정 R^2	.607	.605	.603	.606
기업 수	343	343	343	343

※ ***: $p < .01$, **: $p < .05$, *: $p < .1$

개선을 위해 그들의 역량을 투입하면 기업가치는 유의미하게 증가한다. 따라서 가설1과 2는 지지되었다. 이와는 달리, 기업의 지배구조 개선을 위한 노력은 기업가치에 유의한 영향이 존재하지 않는 것으로 보고되었다($\beta = -.005$; $p > .1$). 따라서 가설3은 지

지되지 않았다. 모형(2)는 기업의 환경개선 노력에 대한 소비자 인지가 기업가치에 미치는 영향을 검증하였다. 분석결과, ESG 환경은 유의하지 않았으나 ($\beta = .017$; $p > .1$), ESG 환경과 광고비 비율의 상호작용항은 유의미한 양의 값을 보고하였다($\beta =$

2.650; $p < .1$). 따라서 소비자 인지는 기업의 환경 개선 노력과 기업가치의 관계를 양의 방향으로 조절한다. 다음으로 모형(3)에서는 ESG 사회($\beta = .035$; $p < .1$) 그리고 ESG 사회와 광고 비율과의 상호작용항($\beta = 1.448$; $p < .1$) 모두 유의미하게 기업가치를 증가시키는 것으로 보고되었다. 전술한 결과는 기업의 사회문제 해결 의지에 대해 소비자들이 더 많이 인지할수록 더 큰 기업가치 제고가 가능함을 시사한다. 따라서 본 연구의 가설 4와 5는 지지되었다. 마지막으로 모형(4)에서는 기업의 지배구조 개선 노력($\beta = -.009$; $p > .1$) 및 광고 비율과의 상호작용항($\beta = .446$; $p > .1$) 모두 유의하지 않은 것으로 나타났다. 즉 기업의 지배구조 개선에 대한 노력과 이에 대한 소비자 인지는 기업가치에 유의한 영향을 주지 않았다. 따라서, 본 연구의 여섯 번째 가설은 지지되지 않았다.

모든 모형에서 기업 크기는 기업가치에 유의미한 부의 영향을 가지는 것으로 보고되었다. 이러한 결과는 종속변수를 산출하는 식에 기인한 결과로 볼 수 있다. 본 연구는 Tobin's q를 계산하는 식에서 분모인 대체가치를 자산의 장부가치로 치환하고, 분자에 총 부채 장부가액과 시장가치를 합하여 Tobin's q를 산출하였다. 즉 자산으로 측정된 기업의 크기는 Tobin's q의 분모로 삽입되었기 때문에 이 두 변수는 음의 관계를 가질 수밖에 없는 것이다(Seok et al. 2017; Shin and Choi 2016; Choi, Lee and Hong 2009). 다음으로 총자산순이익률, 매출액 증가율, 그리고 외국인주식비율은 기업가치에 유의미한 정의 영향을 미쳤는데, 이는 투자자들이 기업을 평가할 때 사용하는 지표로 활용되기 때문인 것으로 볼 수 있다. 투자자들은 일반적으로 이 세가지 지표가 높은 기업을 타 기업 대비 더 큰 가치를 지닌 것으로 평가한다. 한편, 경제성장률은 기업가치에 일

관적으로 양의 영향력을 미쳤다. 이는 거시경제상황이 좋을 때, 평균적인 기업가치가 높아진다는 해석을 가능하게 한다. 마지막으로 제조업 더미변수가 음의 값을 지니는 점을 통해 전반적으로 제조업에 종사하는 기업의 기업가치가 비제조업 종사 기업에 비해 저평가 되어있음을 확인할 수 있다.

4.3 ESG 역량에 대한 소비자 인지와 기업가치

본 연구는 앞선 4.2 가설분석 결과에서 ESG 역량 중 환경과 사회 역량이 기업가치에 긍정적인 영향을 미치며, 광고 비율로 측정된 소비자 인지에 의해 그 영향력이 양의 방향으로 조절된다는 것을 확인하였다. 하지만 이 분석 결과는 소비자 인지에 대한 대응 변수로 기업의 총 광고비를 활용했기 때문에 이 광고비가 실질적으로 해당 기업의 ESG 역량에 대한 사실을 알리기 위해 지출된 것인지를 명확히 확인할 수 없다는 한계가 있다. 즉, 기업이 지출한 광고비가 기업의 ESG 역량을 알리기 위해 사용된 것일 수도 있지만, 다른 목적을 위해 사용되었을 가능성을 배제할 수 없다. 이는 광고비를 소비자 인지에 대한 대응변수로 사용한 연구가 공통적으로 가지는 한계점 중 하나다(Servaes and Tamayo 2013; Seok et al. 2019). 이 한계점을 극복하기 위해 본 연구는 기업의 광고비와 ESG 관련 뉴스 기사 수 간의 관계를 활용하였다. 뉴스 기사는 기업이 특정 이슈에 대한 소비자 인지를 높이기 위해 활용하는 대표적인 홍보 수단 중 하나다(Salmon et al 1985; Waal and Schoenbach 2008; Seok et al. 2017). 따라서 만약 한 기업이 자사의 ESG 관련 이슈를 소비자들에게 널리 알리고자 많은 광고비를 지출했다면 ESG 관련 뉴스 보도 수가 함께 증가할 것이고, ESG가 아닌 다른 이슈를 알리기 위해 광고비를 지

출했다면 ESG 관련 뉴스 보도 수는 증가하지 않을 것이라고 예상할 수 있다. 이러한 가정하에 본 연구는 먼저 표본기업의 연별 ESG 관련 뉴스 기사를 수집하였다. ESG 관련 뉴스 기사 자료는 한국언론진흥재단에서 제공하는 뉴스 빅데이터 분석 서비스인 BIGKINDS(www.bigkinds.or.kr)를 통해 수집하였다. 우리는 이곳에서 각 기업의 이름과 ESG 관련 키워드(환경보호, 사회공헌, 지배구조 개선)가 함께 등장한 뉴스 기사를 검색한 후 결과를 추출하였다. 다음으로 ESG 관련 뉴스기사 자료와 광고비율 간 상관계수를 계산한 후, 양의 상관계수를 가지는 기업집단은 ESG 관련 이슈를 알리기 위해 많은 광고비를 투자한 기업집단으로, 0 이하의 상관계수를 가진 기업집단은 그렇지 않은 집단으로 구분하였다. 마지막으로 두 집단에 다음의 모형을 각각 설정한 후 추정을 수행하였다.

$$\begin{aligned}
 TQ_{it} = & \beta_0 + \beta_1 ESGECO_{it} + \beta_2 ADV_{it} + \beta_3 ROA_{it} \\
 & + \beta_4 SG_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 FOR_{it} \\
 & + \beta_7 EGR_{it} + \beta_8 MD_{it} \\
 & + \beta_9 (ESGECO_{it} \times ADV_{it}) \\
 & + \sum_{p=1}^4 \gamma_p YD_p + \varepsilon_{it}, \\
 & i = 1, \dots, 343, t = 1 \dots 5 \quad \text{모형(5)}
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 TQ_{it} = & \beta_0 + \beta_1 ESGSOC_{it} + \beta_2 ADV_{it} + \beta_3 ROA_{it} \\
 & + \beta_4 SG_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 FOR_{it} \\
 & + \beta_7 EGR_{it} + \beta_8 MD_{it} \\
 & + \beta_9 (ESGSOC_{it} \times ADV_{it}) \\
 & + \sum_{p=1}^4 \gamma_p YD_p + \varepsilon_{it}, \\
 & i = 1, \dots, 343, t = 1 \dots 5 \quad \text{모형(6)}
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 TQ_{it} = & \beta_0 + \beta_1 ESGGOV_{it} + \beta_2 ADV_{it} + \beta_3 ROA_{it} \\
 & + \beta_4 SG_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 FOR_{it} \\
 & + \beta_7 EGR_{it} + \beta_8 MD_{it} \\
 & + \beta_9 (ESGGOV_{it} \times ADV_{it}) \\
 & + \sum_{p=1}^4 \gamma_p YD_p + \varepsilon_{it}, \\
 & i = 1, \dots, 343, t = 1 \dots 5 \quad \text{모형(7)}
 \end{aligned}$$

분석 결과는 <표 5>와 같다. 전체 표본기업 중 상관계수가 0을 초과하는 그룹1에 속한 기업의 수는 93개이고, 0 이하인 그룹2에 속한 기업의 수는 250개인 것으로 보고되었다. 먼저 그룹1에 대한 분석에서 환경, 사회, 지배구조 역량과 광고비율의 상호작용항이 모두 유의미한 양의 값을 가졌다($\beta_{ENV \times ADV} = 6.117, p < .01$; $\beta_{SOC \times ADV} = 2.651, p < .05$; $\beta_{GOV \times ADV} = 1.233, p < .05$). 이 결과는 ESG역량이 기업가치에 미치는 영향력이 광고비율에 의해 긍정적으로 조절된다고 해석할 수 있다. 한편, 그룹2에 대한 분석에서는 ESG 역량 중 환경 역량과 사회 역량은 기업가치에 유의미한 양의 영향을 주지만($\beta_{ENV} = .062, p < .05$; $\beta_{SOC} = .088, p < .01$), 광고비율과의 상호작용항은 기업가치에 유의미한 영향을 미치지 않았다. 즉 ESG 관련 뉴스 기사의 수와 광고비율의 상관계수가 0 이하인 집단에서는 ESG역량이 광고비율과 무관하게 기업가치에 영향을 미친다. 상기한 결과는 본 연구의 가설 4, 5, 6에서 주장한 바를 더욱 명확히 보여준다. 즉 기업이 ESG역량을 제고하고자 노력함과 동시에 이를 소비자에게 적극적으로 알린다면, 기업은 ESG 활동으로 인한 긍정적인 효과를 증폭시킬 수 있다. 하지만 ESG역량을 알리려고 노력하지 않으면 소비자 인지로 인한 부가적인 효과를 누릴 수 없다.

〈Table 5〉

변수	그룹1 ($p > 0$)			그룹2 ($p \leq 0$)		
	모델1	모델2	모델3	모델4	모델5	모델6
환경 역량 (ESGECO)	.035 (.042)			.062** (.025)		
사회 역량 (ESGSOC)		.005 (.027)			.088*** (.031)	
지배구조 역량 (ESGGOV)			.001 (.011)			-.003 (.01)
광고비 비율 (ADV)	-4.108 (2.572)	.684 (1.946)	-.047 (2.329)	1.912 (3.011)	2.59 (1.785)	4.591 (4.229)
총자산순이익율 (ROA)	.554 (.566)	.491 (.536)	.406 (.498)	.231 (.298)	.229 (.298)	.221 (.302)
매출액증가율 (SG)	.143* (.078)	.130* (.071)	.122* (.067)	.123 (.091)	.134 (.09)	.122 (.089)
기업규모 (SIZE)	-.133*** (.022)	-.104*** (.022)	-.096*** (.018)	-.051*** (.018)	-.059*** (.02)	-.032** (.015)
외국인주식비율 (FOR)	.012*** (.001)	.011*** (.002)	.012*** (.001)	.001 (.001)	.001 (.001)	.001 (.001)
경제성장률 (EGR)	1.136*** (.133)	0.951*** (.132)	0.889*** (.112)	0.565*** (.114)	0.607*** (.123)	0.474*** (.102)
산업더미 (MD)	-.065** (.031)	-.095*** (.028)	.002 (.024)	.013 (.024)	-.146*** (.03)	.015 (.026)
환경 역량× 광고비 비율 (ESGECO×ADV)	6.117*** (1.428)			1.072 (2.6)		
사회 역량× 광고비 비율 (ESGSOC×ADV)		2.651** (1.144)			0.361 (1.465)	
지배구조역량×광고비비율 (ESGGOV×ADV)			1.233** (.56)			-.442 (.92)
수정 R^2	0.397	0.392	0.401	0.148	0.151	0.144
기업 수	93	93	93	250	250	250

V. 결론

5.1 연구요약

기업이 투명한 지배구조로 건전성을 높이고 환경과 사회에 긍정적인 영향을 미침으로써 장기적인 성

장을 꾀하는 지속가능경영에 대한 논의는 현대사회의 중요한 화두 중 하나다. 치열한 경영환경에 놓인 기업들은 책임경영에 대한 원칙과 기준을 지키고 이를 적극적으로 알림으로써 경쟁우위를 점할 수 있다. 한편, 소비자는 기업의 ESG 역량이 재무적 성과로 나타나기 전에는 이에 대해 인지할 수 없다. 만약 기업이 자사의 ESG 역량을 소비자에게 효과적으로

알릴 수 있다면, 소비자는 그 기업의 가치를 평가할 때 이점을 고려할 것이다. 이러한 관점에서 본 연구는 기업의 ESG 역량과 기업가치 간의 관계, 그리고 이 관계에서 소비자 인지의 역할을 집중적으로 조명하였다.

실증분석을 위해 본 연구는 343개 기업에 대한 1,715개의 종단면 자료를 구축하여 분석에 활용하였다. 우리는 기업가치를 측정하기 위해 Tobin's q 를 도입하였으며, 주요 독립변수인 ESG 역량은 한국지배구조원이 매년 발표하는 환경, 사회, 지배구조 평가점수를 활용하였다. 조절 변수로 활용된 소비자 인지는 기존 연구를 따라 매출액 대비 광고비 비율로 측정하였다(Servaes and Tamayo 2013). 더불어, 기업가치에 영향을 미칠 것으로 예상되는 매출액 증가율, 기업 크기, 총자산순이익률, 외국인 주식 보유 비율 및 경제성장률을 모두 모형에 고려하여 누락 변수 편의(omitted variable bias)를 최소화하고자 하였다.

실증분석을 통해 확인한 ESG 역량과 기업가치의 관계에 대한 결과는 다음과 같다. 첫째, ESG 역량 중 환경 역량은 기업가치에 유의미한 양의 영향을 미친다. 이를 통해 최근 환경보호에 대한 국제적 인식 증대로 기업이 환경보호를 위해 노력하고 있는지가 기업가치를 평가하는데 중요한 요인으로 인식되고 있음을 확인할 수 있다. 둘째, 사회 역량은 기업가치에 유의미한 양의 영향을 미친다. 이는 사회적 가치를 실현하기 위한 기업의 행동이 장기적으로 사회 전체의 편익을 높이는 양의 외부성을 발생시킴과 동시에 기업가치 증진에 도움이 되는 행위라는 선행연구의 주장을 뒷받침한다. 셋째, 본 연구의 가설과 다르게, 지배구조 역량은 기업가치에 유의미한 영향을 미치지 않았다. 우리는 지배구조의 주 효과가 유의하지 않은 것을 소비자 인지적 측면에서 해석하였다. 친

환경 소재 활용, 불우이웃 돕기 등 환경보호 및 사회 공헌 활동은 비교적 쉽게 소비자의 이목을 끌 수 있지만, 기업의 지배구조 개선 노력은 상대적으로 눈에 잘 띄지 않는다. 기업 내부의 의사결정시스템, 이사회와 감사의 역할과 기능, 경영자와 주주의 관계 등을 총칭하는 지배구조 개념에 대한 이해가 부족한 소비자는 이러한 정보에 쉽게 접근할 수 없다. 또한, 기업의 실질적인 회계처리가 정확하고 투명하며 비즈니스 관행이 윤리적이라는 사실을 소비자들이 판단하기 쉽지 않고 그 기준 또한 기업마다 달라서 더욱 소비자들은 판단이 어려울 수밖에 없다. 국내에서는 2019년부터 자산총액 2조 이상 기업들이 매년 기업 지배구조 보고서를 공시하고 있지만, 공시내용이 전자투표제 도입 여부, 이사회 구성원 등 대다수 정량적인 정보에 집중된다. 이러한 점도 소비자들이 관심 기업의 지배구조를 쉽게 파악할 수 없는 원인으로 볼 수 있다. 후술하겠지만, 이러한 추정본 연구의 차후 분석 결과에서 일부분 증명된다. 넷째, 소비자 인지수준은 ESG 역량이 기업가치에 미치는 영향력을 긍정적으로 조절하였다. 이는 기업이 자사의 ESG 역량을 소비자에게 적극적으로 알리면, 보다 높은 기업가치 획득이 가능하다는 본 연구의 가설과 일치한다. 다만, <Table 4>에서 지배구조 역량과 광고비 비율의 상호작용항이 유의하지 않은 것으로 보고되었다는 점은 가설과 달랐다. 우리는 이러한 결과가 소비자 인지를 광고비로 측정한 방법의 한계로 인해 발생할 수 있다는 점을 고려하여 추가분석을 시행하였다. 그 결과, 지배구조 개선에 대한 뉴스와 광고비 비율의 상관관계 계수가 높은 상황, 즉 지배구조 개선을 소비자에게 알리기 위한 광고비를 집행하였을 것으로 예상되는 그룹1에서 지배구조 역량과 광고비의 상호작용항이 유의하게 보고되었다. 앞서 언급했듯이, 환경과 사회 역량은 이슈화가 비교적

수월하고 소비자가 이를 평가하기에 용이하다는 특징을 가지고 있다. 하지만 지배구조 역량은 일반적인 소비자가 접근하기 어려운 개념이고 이로 인하여 소비자는 관련 사항에 대한 제3자의 평가에 의존할 가능성이 높다. 상기한 이유로 <Table 5>의 그룹1에서 기존에 유의하지 않았던 지배구조 역량과 광고비의 상호작용항이 유의하게 보고되었다고 추측해볼 수 있다.

5.2 이론 및 실무적 의의

본 연구의 이론적 의의는 다음과 같다. 첫째, 기업의 ESG 역량이 기업가치에 미치는 영향을 보다 면밀히 확인하였다는 점이다. 본 연구는 기업의 재무적 변화를 비교적 장기적인 기간에 걸쳐 관찰하였고, 각 패널 간 이질성과 동시적 자기상관, 그리고 패널 내 자기상관을 모두 고려한 PCSE 모형을 적용하였다. 뿐만 아니라, 기업가치에 영향을 줄 것으로 예상되는 다양한 요인을 고려하여 누락 변수로 인한 편의를 최소화하고자 하였다. 둘째, 기업의 ESG 역량이 기업가치에 미치는 영향력이 제3의 변수인 소비자 인지에 따라 달라질 수 있음을 확인하였다는 점이다. 여러 선행연구가 기업이 처한 다양한 환경 또는 상황에서의 ESG 역량과 기업가치 간 관계를 살펴보았지만(McWilliams and Siegel 2000; Pedersen, Fitzgibbons and Pomorski 2020; Mervelskemper and Streit 2017; Kim and Kim 2008; Byun and Cho 2010), 그 관계에서 소비자 인지의 역할을 살펴본 연구는 많지 않다. 본 연구는 ESG 역량과 기업가치 간의 관계에서 소비자 인지의 역할을 확인함으로써 그 관계가 마케팅 노력에 따라 달라질 수 있음을 검증하였다. 여기서 한 걸음 더 나아가, 본 연구는 특정 이슈에 대한 소비자

인지를 광고비 비율로 측정하였던 기존 연구의 한계점을 일정 부분 보완하였다(Servaes and Tamayo 2013; Seok et al. 2019). 우리는 '4.3 ESG 역량에 대한 소비자 인지와 기업가치'에서 기업의 ESG 개선 노력에 대한 뉴스 보도량과 광고비율 간 상관계수를 이용해 ESG 관련 마케팅 활동을 활발히 수행하였을 것으로 추정되는 기업집단과 그렇지 않은 기업집단을 구분하였다. 이후 각 집단에 대한 추가 분석을 통해 ESG 역량과 기업가치 간의 관계에서 관찰된 소비자 인지의 역할을 보다 정교하게 규명할 수 있었다.

본 연구의 실무적 시사점은 다음과 같다. 첫째, 기업은 높은 ESG 경영성과 달성을 목표로 함으로써 자사의 비재무적 자산을 확보하는 전략을 구상해야 한다. 본 연구의 결과에서 확인한 바와 같이, 기업의 ESG 역량은 기업가치에 유의한 양의 영향을 미친다. 높은 ESG 역량은 기업의 지속가능성을 제고하고 이를 통해 투자자의 의사결정에 긍정적 역할을 할 것이다. 둘째, 기업의 마케팅 담당자는 자사의 ESG 경영에 대한 의지를 적극적으로 알림으로써 더 높은 기업 가치를 달성할 수 있다. 기업가치는 기업이 가진 유형적, 무형적 자산의 평가를 통해 결정되지만(Simeth and Cincera 2016), ESG 역량과 같은 무형적 자산은 기업 외부의 소비자들이 쉽게 접근할 수 없다. 따라서 ESG 역량을 포함한 무형적 자산을 적극적으로 알리는 노력은 기업의 가치를 극대화하는데 도움이 될 것이다. 셋째, 투명한 지배구조가 가지는 이점에 대한 소비자 이해를 증진시킬 필요가 있다. 본 연구는 지배구조 역량이 기업가치에 미치는 영향의 주효과가 유의하지 않은 것을 소비자 인지의 부족에 기인한 것으로 해석했다. 그리고 추가 분석을 통해 지배구조 역량에 대한 소비자 인지 증대가 기업가치 제고에 도움이 된다는 점을 밝혔다.

실제로 기업의 지배구조 개선은 일반적인 소비자의 생활과 직접적인 관련을 갖지 않는다. 하지만 기업의 투명하고 선진화된 지배구조는 기업 소유주의 비합리적 의사결정과 사적 이익 추구를 효과적으로 견제할 수 있으며, 이는 종국적으로 기업의 재무성과 개선으로 이어질 수 있다. 지배구조 평가가 높은 기업은 자사의 지배구조가 선진적임을 단순히 알리는 것을 넘어서 그와 같은 선진적 지배구조가 어떤 점에서 기업성과에 도움을 주는지에 대한 소비자의 이해를 돕는 활동을 병행해야 할 것이다. 이를 통해 기업은 자사의 가치 제고를 보다 빠르게 도모할 수 있을 것으로 전망한다.

5.3 한계점 및 향후 연구방향

본 연구는 다양한 학술적, 실무적 기여에도 불구하고 크게 세 가지 점에서 한계를 가지고 있다. 첫째로 본 연구가 한국의 기업을 대상으로 이루어졌다는 점이다. 따라서 본 연구에서 분석한 ESG 역량과 기업가치 간의 관계가 한국의 국가적 특성에 기인한 것일 수 있다는 가능성을 배제할 수 없다. 향후, 후속 연구에서 동일 주제에 대한 국가 간 비교연구가 이루어진다면, 문화권에 따른 ESG 역량의 효과를 살펴볼 수 있을 것이라 기대한다. 두 번째는 본 연구에서 도입한 ESG 평가점수의 공신력에 대한 의문이다. 본 연구는 한국지배구조원의 ESG 평가 점수를 활용하여 연구를 진행하였다. 한국지배구조원은 15년 간 약 900여개 기업을 대상으로 ESG 평가를 진행하고 있으며, 평가모형의 지속적인 개정 작업으로 평가의 정교함을 높이고 있다. 하지만 이들의 평가가 표본기업의 ESG 역량을 정확히 파악한다고 장담할 수는 없다. 국내에는 한국기업지배구조원과 함께 지속가능발전소, 대신경제연구소, 경제

정의연구소 등의 기관이 기업들의 ESG 평가를 수행하고 있고 각 기관이 발표한 결과는 다소의 차이가 있다. 만약 후속 연구에서 다른 기관의 평가점수를 활용하여 분석하고 이를 본 연구의 결과와 비교한다면, 평가지표의 발전 및 ESG 역량의 영향력에 대한 새로운 시각을 제시할 수 있을 것이다. 마지막으로 본 연구가 매출액 대비 광고비 비율을 사용하여 소비자의 인지수준을 측정했다는 점 또한 한계점이 될 수 있다. 하지만 이는 설문조사가 아닌 실증 연구에서 소비자 인지를 측정할 방법이 제한적이라는 점과 소비자 인지와 광고비 지출의 상관관계가 높다는 점(Joshi and Hanssens 2010; Luo and Jong 2012; Vitorino 2014; Wang, Zhang and Ouyang 2009) 등의 이유로 효율적인 차선택이 될 수 있다. 더욱이, 본 연구는 ESG 관련 뉴스보도량을 활용한 추가분석으로 한계점을 보완하고자 하였다. 만약 후속 연구가 소비자 인지 수준을 보다 효과적으로 측정할 수 있는 방법을 개발하여 연구에 활용한다면, 이러한 한계점을 극복할 수 있으리라 기대한다.

참고문헌

- Aouadi, A. and Marsat, S.(2018), "Do ESG Controversies Matter for Firm Value? Evidence from International Data," *Journal of Business Ethics*, 151, pp.1027-1047.
- Albuquerque, R., Durnev, A., and Koskinen, Y. (2019), "Corporate social responsibility and firm risk: theory and empirical evidence," *Management Science*, 65(10), pp.4451-4469.
- Atan, R., Alam, M. M., Said, J. and Zamri, M.

- (2018), "The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance: Panel study of Malaysian companies," *Management of Environmental Quality*, 29(2), pp.182-194.
- Bhattacharya, C.B. and Sen, S.(2004), "Doing better at doing good: when, why, and how consumers respond to corporate social initiatives," *California Management Review*, 47, pp.9-24.
- Bae, S. H., Hong, S. W., Cho, S. H.(2010), "An Empirical Analysis on Costs of Local Water Supply Services," *The Korean Association for Policy Studies*, 19(4), pp.415-440.
- Bajic, S. and Yurtoglu, B.(2018), "Which aspects of CSR predict firm market value?," *Journal of Capital Markets Studies*, 2 (1), 50-69.
- Barnea, A. and A. Rubin(2010), "Corporate Social Responsibility as a Conflict Between Shareholders," *Journal of Business Ethics*, 97, pp.71-86.
- Baron, Reuben M., Kenny, and David A.(1986)," The moderator - mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations," *Journal of Personality and Social Psychology*, 51(6), pp.1173-1182.
- Barroso, A., and Llobet, G.(2012), "Advertising and Consumer Awareness of New, Differentiated Products," *Journal of Marketing Research*, 49(6), pp.773-792.
- Basuroy, S., Desai, K. K., & Talukdar, D.(2006), "An empirical investigation of signaling in the motion picture industry," *Journal of Marketing Research*, 43, pp.287-295.
- Bhattacharya, C. Sen, S and Korschun, D.(2008), "Using Corporate Social Responsibility to Win the War for Talent," *MIT Sloan Management Review*, 49(2).
- BlackRock(2020), "Sustainability as BlackRock's New Standard for Investing."
- Byun, H. S., Cho, Y. H.(2010), "When Does the Information on Corporate Governance Affect Firm Values? : The Relationship Between Information Asymmetry and Cost of Capital," *Asian Review of Financial Research*, 23, pp.213-248.
- Charles T. Salmon, Leonard N. Reid, James Pokrywczynski and Robert W. Willett(1985), "The Effectiveness Of Advocacy Advertising Relative To News Coverage," *Communication Research*, 12(4), pp.546-567.
- Choi, W. Y., Lee, H. S., Hong, C. S.(2009), "Corporate Social Responsibility and Firm Value: Focused on Corporate Contributions," *Korean Management Review*, 38(2), pp.407-432.
- Chung, K. and S. Pruitt(1994), "A Simple Approximation of Tobin's q," *Financial Management*, 23, pp.70-74.
- Dimson, E., Karakas, O., and Li, X.(2015), "Active ownership," *Review of Financial Studies*, 28, pp.3225-3268.
- Clark, C. R., Doraszelski, U. and Draganska, M. (2009), "The effect of advertising on brand awareness and perceived quality: An empirical investigation using panel data," *Quantitative Marketing and Economics*, 7(2), pp.207-236.
- Dorfleitner, G., Halbritter, G., and Nguyen, M. (2015), "Measuring the level and risk of corporate responsibility - An empirical comparison of different ESG rating approaches," *Journal of Asset Management*, 16, 450-466 (2015).
- Dorfleitner, G., Kreuzer, C., and Sparrer, C. (2020),

- "ESG controversies and controversial ESG: about silent saints and small sinners," *Journal of Asset Management*, 21, pp.393-412.
- Eccles, R. G., Ioannou, I., and Serafeim, G. (2014), "The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance," *Management Science*, 60, pp.2835-2857.
- Edmans, A.(2011), "Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices," *Journal of Financial Economics*, 101, pp.621-640.
- El Ghoul, S., Guedhami, O., and Kim, Y.(2015), "Country-level institutions, firm value and the role of corporate social responsibility initiatives," (Working paper) University of Alberta.
- Ester de Waal and Klaus Schoenbach(2008), "Presentation Style and Beyond: How Print Newspapers and Online News Expand Awareness of Public Affairs Issues," *Mass Communication and Society*, 11(2), pp.161-176.
- Fatemi, A. M., Fooladi, I. J., and Tehranian, H. (2015), "Valuation effects of corporate social responsibility," *Journal of Banking & Finance*, 59, pp.182-192.
- Fatemi, A. M., Glaum, M., and Stefanie, K.(2018), "ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure," *Global Finance Journal*, 38, pp.45-64.
- Farooq, O.(2015), "Financial Centers And The Relationship Between ESG Disclosure And Firm Performance: Evidence From An Emerging Market," *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 31(4), pp.1239-1244.
- Freeman, R. E.(1984), "Strategic management: A stakeholder approach," Boston: Pitman.
- Gifford S.(1997), "Limited attention and the role of the venture capitalist," *Journal of Business Venturing*, 12, pp.459-482.
- Henri Servaes and Ane Tamayo(2013), "The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Value: The Role of Customer Awareness," *Management Science*, 59(5), pp.1045-1061.
- Honka, E., Hortaçsu, A. and Vitorino, M.A. (2017), "Advertising, consumer awareness, and choice: evidence from the U.S. banking industry," *The Rand Journal of Economics*, 48, pp.611-646.
- Joshi A, Hanssens DM.(2010), "The Direct and Indirect Effects of Advertising Spending on Firm Value," *Journal of Marketing*, 74(1), pp.20-33.
- Jung, H. Y., Joo, J. K.(1992), "Capital Market Reactions to the Hazardous Wastes Detection in the United States," *Korean Management Review*, 21(2), pp.1-28.
- Jung, S. H.(2017), "Look into STATA," Parkyoungsa, Seoul.
- Kang, W., Jung, M. K.(2020), "Effect of ESG Activities and Firm's Financial Characteristics," *Korean Journal of Financial Studies*, 49(5), pp.681-707.
- Kim, J. M.(2004), "A Study on the Capital Market Reaction to Media Disclosure of Environmental Accounting Information," *Korean Computers and Accounting Review*, 8, 5-25.
- Kim, B. S., Min, J. H.(2016), "An Exploratory Study on the Lead-lag Relationship between Firms' ESG Efforts and Their Financial Performance," *Journal of the Korean Production and Operations Management Society*, 27(4), pp.513-538.

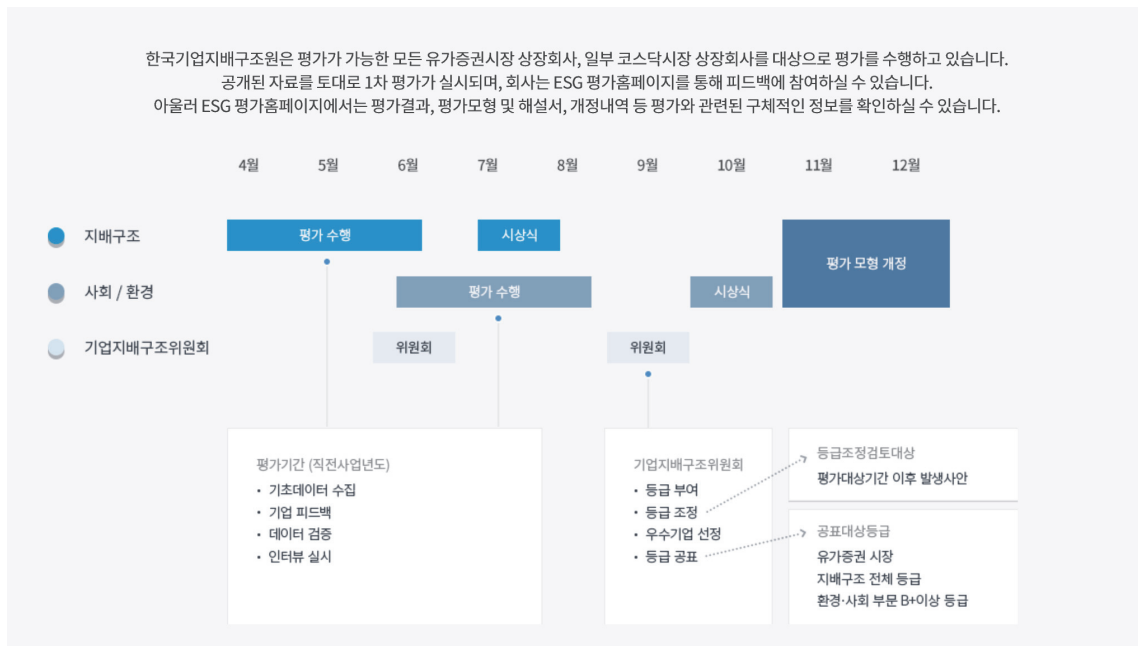
- Kim, M. S., Kim, Y. H. (2008), "The Impact of Environmental Disclosure of Environment Friendly Firms on Firm Value," *Korean Journal of Business Administration*, pp.2655-2679.
- Kim, Y. K. (2020), "Effects of Non-financial Information Disclosure on Firm Performance and Firm Value," *Journal of Regulation Studies*, 29(1), pp.35-59.
- Kwak, S. J., Seok, S. W. (2001), "Information and environmental regulations: Environmental information reporting and stock price reactions," *The Korean Economic Association*, 49(3), pp.145-164.
- Lee, H. G., Son, Y. G. (2009), "The Effect of Corporate Governance on Financial Performance and Firm Value," *Korean Association for Accounting and Policy*, 14(2), pp.317-339.
- Lee, H. J., Lee, J. S. (2019), "A Study on the Relation between ECSR and Earnings Management: Moderating Effect of Financial Performance," *The Korea Academy Of Business Ethics*, 19 (1), pp.37-54.
- Lee, S. W., (2020), "ESG Trends: Publication of Report on Responsibility Activities for Trustees of Overseas Asset Management Companies," KCGS Report, 10(9), pp.2-12.
- Lee, W. B. (2019), "Effect of Non-Financial Information on Firm Performance: Focusing on ESG Score," *Korea International Accounting Review*, 86, pp.119-144.
- Luo, X., de Jong, P.J. (2012), "Does advertising spending really work? The intermediate role of analysts in the impact of advertising on firm value," *Journal of the Academy of Marketing Science*, 40, pp.605-624.
- McWilliams, A. and Siegel, D. (2000), "Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification?," *Strategic Management Journal*, 21, pp.603-609.
- _____ (2001), "Corporate Social Responsibility: a Theory of the Firm Perspective," *Academy of Management Review*, 26, pp.117-127.
- Margolis, J. D., Elfenbein, H. A., and Walsh, J. P. (2009), "Does it pay to be good and does it matter? A meta-analysis of the relationship between corporate social and financial performance," (Working paper) Harvard University.
- Mervelskemper, L., and Streit, D. (2017), "Enhancing Market Valuation of ESG Performance: Is Integrated Reporting Keeping its Promise?," *Business Strategy and Environment*, 26, pp.536-549.
- Min, I. S., Choi, P. S. (2016), "STATA Panel Data Analysis," The Korean Journal of STATA, Seoul.
- Oh, S. H., Lee, S. T., (2019), "A Study on the Relationship between ESG Evaluation Factors and Corporate Value," *Korean Computers and Accounting Review*, 17(2), pp.205-223.
- Park, Y. K. (2017), "The Profitability of ESG Investing," *Journal of The Korean Data Analysis Society*, 19(4), pp.1951-1961.
- Pérez, A. and Rodríguez del Bosque, I. (2015), "Corporate social responsibility and customer loyalty: exploring the role of identification, satisfaction and type of company," *Journal of Services Marketing*, 29(1), pp.15-25.
- Ramlugun and Raboute (2015), "Do CSR Practices Of Banks In Mauritius Lead To Satisfaction And Loyalty?," *Studies in Business and Economics*, 10(2), pp.128-144.
- Rezaee and Zabihollah (2016), "Business sustainability research: A theoretical and integrated perspective," *Journal of Accounting Literature*,

- 36, pp.48-64.
- Schuler, D.A. and Cording, M.(2006), "A corporate social performance - corporate financial performance behavioral model for consumers," *Academy of Management Review*, 31, pp. 540-558.
- Sen, S., and Bhattacharya, C. B.(2001). "Does Doing Good Always Lead to Doing Better? Consumer Reactions to Corporate Social Responsibility," *Journal of Marketing Research*, 38(2), pp.225-243.
- Seok, J. H., Lee, Y. S., Go, S. R., Kim, B. D. (2017), "Impact of Publicizing Corporate Social Responsibility on Firm Value," *Korean management Review*, 46(6), pp.1663-1688.
- Seok, J. H, Kim, B. D., Go, S. R.(2019), "Impact of R&D Investment on Firm Value: The Role of Customer Awareness," *Journal of Consumer Studies*, 30(1), pp.43-67.
- Servaes, Henri, and Ane Tamayo(2013), "The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm Value: The Role of Customer Awareness," *Management Science*, 59(5), pp.1045-1061.
- Shin, M. S., Kim, S. E., Kim, B.S.(2011), "The Effects of Corporate Social Responsibility Expenditure on Firm Value," *Korean Studies Information Service System*, 10(3), pp.99-125.
- Simeth, M., and Cincera, M.(2016), "Corporate science, innovation, and firm value," *Management Science*, 62(7), pp.1970-1981.
- Simpson, M. C.(2008), "Community Benefit Tourism Initiatives: A Conceptual Oxymoron?," *Tourism Management*, 29(1), pp.1-18.
- Son,G.P., Hwang, W. K.(2021), "ESG and eco-friendly consumption behavior seen by consumers (KB Trend Report 1)," *KB Management Research Institute*, pp.1-37.
- Tarmuji, Maelah, and H. Tarmuji(2016), "The Impact of Environmental, Social and Governance Practices (ESG) on Economic Performance: Evidence from ESG Score," *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 7(3), pp.67-74.
- Vitorino, M. A.(2014), "Understanding the effect of advertising on stock returns and firm value: Theory and evidence from a structural model," *Management Science*, 60(1).
- Wang, F., Zhang, XP. & Ouyang, M.(2009), "Does advertising create sustained firm value? The capitalization of brand intangible," *Journal of the Academy Marketing Science*, 37, pp. 130-143.
- Wooldridge, Jeffrey M.(2016), "*Introductory Econometrics: A Modern Approach*," 6th edition, Cengage Learning, Boston.
- Yoo, J. M.(2017), "The Relationship among CSR, CBBE(Customer Based Brand Equity), and Firms' Financial Performance - Focusing on the Mediating Role of CBBE," *Korean Journal of Marketing*, 32(2), pp.27-54.
- Yoon, B. H., Oh, J. Y.(2005), "Korean Case Studies on Corporate Governance & Firm's Performance, Value and Market Returns," *Korean journal of Financial Studies*, 34(1), pp.227-263.
- Yu, EP, Guo, CQ, Luu, BV.(2018), "Environmental, social and governance transparency and firm value," *Business Strategy and the Environment*, 27, pp.987-1004.

〈Appendix〉

한국 지배구조원에서는 〈Figure 1〉과 같은 방법으로 등급을 도출하고 있다.

〈Figure 1〉 ESG 평가절차 (한국기업지배구조원 제공)



- The author Yanghee Kim is a doctoral student at Seoul National University Graduate School of Business. Her main research areas include corporate social responsibility, ESG management, social capital, consumer decision-making, and marketing strategy using statistical modeling.
- The author Junhee Seok is a senior researcher of KT Economics and Management Research Institute. He received his Ph. D in business administration from Seoul National University. His recent research interests lie in corporate innovation, corporate social responsibility, ESG, word-of-mouth, and marketing strategy.
- The author Byungdo Kim is currently a professor at Seoul National University Business School. His major research fields include corporate social responsibility, database marketing, frequent customer compensation system, product/service recommendation model, and deduction of optimal marketing strategy by applying statistical modeling.