

ISSN 2982-7124

ESG 리뷰

ESG Review

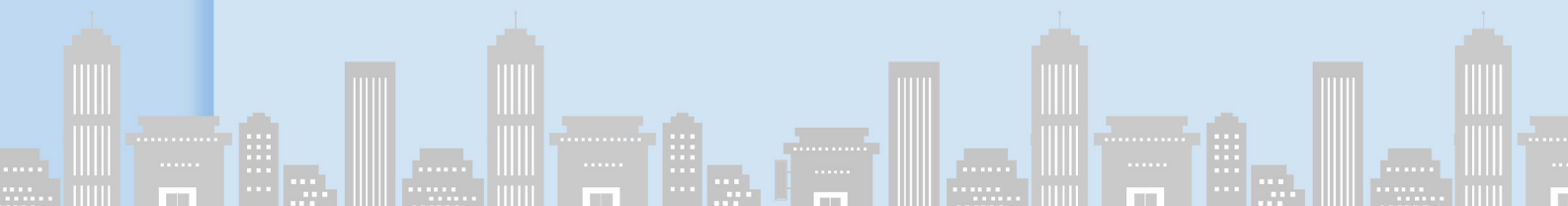
2025-03호 | Vol. 116

2025.9.26.

Contents

Vol.116 | 2025. 3호

- 03 연구논단** ESG 정보, 어떻게 하면 더 믿을 수 있을까?
: 2016-2023년 지속가능보고서 인증 현황과 시사점 분석
최종원 | 연세대학교 경영학부 교수
현 석 | 연세대학교 환경금융학과 교수
- 33 연구논단** 밸류업 프로그램이 기업가치에 미치는 영향
: ESG 수준을 중심으로
이은정 | 한양대학교 경영학부 교수
이유경 | 부경대학교 경영학부 교수



ESG 정보, 어떻게 하면 더 믿을 수 있을까?

: 2016-2023년 지속가능보고서 인증 현황과 시사점 분석*

연구논단 I

최종원 | 연세대학교 경영학부 교수

현 석 | 연세대학교 환경금융학과 교수

I. 서론

최근 국제사회에서는 기업의 지속가능경영(sustainability management)이 단순한 경영철학을 넘어 글로벌 금융시장과 자본조달의 필수 요건으로 자리잡고 있다. 특히 ESG(환경·사회·지배구조) 정보의 공시와 이의 외부 인증(external assurance)은 기업의 비재무 정보 신뢰성을 제고하는 핵심 수단으로 인식되며, 관련 제도화 논의가 선진국을 중심으로 빠르게 진행되고 있다. EU의 기업지속가능성보고지침(CSRD)과 IFRS 재단 산하 국제지속가능성기준위원회(ISSB)의 IFRS S1·S2 제정은 이러한 흐름을 대표하는 대표적 사례라 할 수 있다.

국내 기업들 역시 지속가능성 보고서 공시 관행을 착실하게 정착시켜 왔으며, 대다수 상장사가 지속가능성 보고서를 발간하고 외부 인증을 수행하는 등 양적 확산 측면에서는 이미 성과를 축적한 바 있다. 최종원 등(2025)의 선행연구는 2016년부터 2021년까지의 데이터를 토대로, 국내 상장사의 지속가능성 보고서 외부 인증 현황과 그 효과성을 실증적으로 제시하며, 외부 인증이 ESG 성과 및 기업가치에 긍정적 영향을 미칠 가능성을 보여주었다. 그러나 해당 연구에서도 지적되었듯, 국내 인증시장은 여전히 대형회계법인(BIG4)이나 ISAE3000 등 국제 기준의 활용도가 낮고, 중소 인

* 본고는 2025년 『회계저널』 제34권 제2호에 게재된 「국내 상장사의 지속가능성 공시 인증 분석: 인증 현황, ESG 성과 및 기업가치와의 관련성 연구」를 기반으로 하여, 표본 기간을 확대하고 최신 데이터를 반영함으로써 내용을 전면적으로 수정·보완한 연구이다. 특히 본고는 서스틴베스트(이하, 국내 ESG평가기관인 S사)의 ESG 평가자료를 새롭게 활용함으로써, 분석의 시의성을 제고하고 실효성 있는 정책적 시사점을 도출하는 데 주안점을 두었다.

증기관 및 Accountability(AA1000AS) 기준 의존도가 높아, 국제 정합성 측면에서 구조적 한계를 노출하고 있는 것이 현실이다.

이에 따라 국내 상장사의 지속가능성 보고서 외부 인증은 외형적 확산에 비해 인증 품질의 신뢰성 및 국제 기준과의 정합성 확보라는 측면에서 여전히 후속 연구가 요구된다. 특히 최근 지속가능성 보고서 공시 의무화가 확대되고, 코스닥 등 중견·기술기업군으로 지속가능성 보고서 발간이 확산됨에 따라 인증기관의 전문성, 인증 기준의 국제 표준화 및 산업별 적용 적합성에 관한 실증적 진단이 시급하다.

본고는 이와 같은 문제 의식하에, 최종원 등(2025)의 분석을 기반으로 표본 기간을 2016년부터 2023년까지로 연장하고, 추가로 서스틴베스트 ESG 평가자료 등 신규 데이터셋을 활용함으로써 국내 상장사의 최신 지속가능성 보고서 인증 현황을 보다 심층적으로 재검토하고자 한다. 본 연구의 주요 목적은 다음과 같다.

첫째, 국내 상장사의 지속가능성 보고서의 외부 인증이 연도별로 어떠한 변화를 거쳐 왔는지를 기술적 분석결과(descriptive analysis)를 제시한다.

둘째, 인증기관 유형(회계법인/비회계법인) 및 인증기준(국제기준/비국제기준)의 선택 추이를 분석하여 국내 인증시장의 구조적 특성을 밝힌다.

셋째, 이러한 분석 결과를 바탕으로 국내 지속가능성 보고서 공시 인증제도의 정책적 개선방향과 기업의 실무적 대응전략 수립에 시사점을 제시한다.

본 논문은 II장에서 지속가능성 보고서 외부 인증과 관련된 선행연구를 살펴보고 이를 바탕으로 가설을 도출한다. III장에서는 국내 상장사의 연도별 및 시장별(유가증권시장·코스닥) 인증 현황을 체계적으로 검토하며, 인증기관과 인증기준별 특징 및 산업별 차이를 실증적으로 분석한다. IV장에서는 지속가능성 보고서 외부 인증이 ESG 성과 및 기업가치에 미치는 영향을 실증적으로 검토한다. 마지막으로 V장에서는 연구 결과를 종합하여 국내 지속가능성 공시 인증제도의 구조적 과제와 발전 방향을 논의한다.

II. 선행연구 및 가설 설정

1. 지속가능성 공시 인증에 관한 선행연구

지속가능성 공시 인증에 관한 연구는 아직 초기 단계에 머무르고 있으며, 공시 품질, ESG 성과, 기업가치와의 관련성을 실증적으로 검토한 연구는 매우 제한적이다. 먼저, 지속가능성 공시와 외부 인증의 제도적 역할에 대해 이론적으로 접근한 문헌연구로는 Christensen et al. (2021)이 있다. 이들은 CSR 및 지속가능성 정보의 의무 공시 제도가 자발적 공시에 비해 정보의 비교가능성과 신뢰성을 제고할 수 있다는 점을 강조하며, 외부 인증과 같은 절차적 장치가 이러한 효과를 뒷받침할 수 있음을 지적하였다. 특히 외부 인증이 수행된 지속가능성 보고서는 투자자에게 보다 높은 신뢰를 제공하고, 정보비대칭 해소를 통한 긍정적 시장 반응으로 이어질 수 있음을 실증분석 없이 선행연구를 통해서 제시하였다. 다음으로, 외부 인증의 정보 신뢰성 제고 효과를 실험적으로 검증한 연구로는 Pflugrath et al. (2011)이 있다. 이들은 호주, 미국, 영국의 금융분석가를 대상으로 설계된 행동실험을 통해, CSR 보고서에 외부 인증이 수반될 경우 정보에 대한 신뢰성 인식이 유의하게 향상됨을 확인하였다. 특히 인증 제공자가 지속가능성 전문가보다 회계전문가일 경우, 정보의 신뢰성, 전문성, 전반적 신뢰성에 대한 평가는 더 높게 나타났다. 다만, 이러한 효과는 국가별 및 산업별 맥락에 따라 상이하게 나타났는데, 예를 들어 미국의 분석가들은 회계전문가에 의한 인증을 선호한 반면, 호주와 영국에서는 인증 제공자의 유형에 따른 유의한 차이가 나타나지 않았다. 또한 CSR 인증이 보편화된 광산업에서는 인증의 신뢰성 제고 효과가 특히 뚜렷하게 나타났다.

한편, 지속가능성 공시 인증의 효과를 실증적으로 분석한 연구들도 최근 들어 점차 증가되고 있다. 먼저, 공시 품질과의 관계를 분석한 연구로는 Ballou et al. (2018)과 Maroun(2019)이 있다. Ballou et al. (2018)은 CSR 보고서의 인증 여부와 보고서 재작성 간의 관계를 분석하였으며, 인증을 받은 기업일수록 보고서를 재작성할 가능성이 높다는 결과를 도출하였다. 이는 외부 인증 과정에서 정보의 정확성이 검토되고, 그 과정에서 부정확한 정보가 식별되는 데서 기인한 것으로 해석된다. Maroun(2019)은 남아프리카공화국 상장기업을 대상으로 한 분석을 통해, 지속가능성 보고서 외부 인증이 공시 품질 향상에 기여함을 실증적으로 확인하였다. 이는 외부 인증이 지속가능

성 보고서에 공시된 정보의 신뢰성을 높이는 신호로 작용함으로써 공시의 질적 수준을 제고한다고 주장하였다.

지속가능성 공시 인증과 ESG 성과 간의 관계를 분석한 연구로는 Abay(2022)와 Gipper et al. (2024)이 있다. Abay(2022)는 유럽 상장기업을 대상으로 ESG 보고서 인증 여부와 Thomson Reuters ESG 성과 간의 관계를 실증 분석한 결과, 인증을 받은 기업이 상대적으로 더 우수한 ESG 성과를 보이는 것으로 나타났다. 이는 외부 인증이 정보의 신뢰성을 제고하고, 이를 바탕으로 ESG 성과에도 긍정적 영향을 미친다는 점에서 의미가 있다. 유사하게 Gipper et al. (2024)은 2010년부터 2020년까지 발간된 ESG 보고서를 분석하여, Refinitiv 및 S&P ESG 성과 지표 모두에서 인증을 받은 기업이 더 높은 성과를 보였음을 보고하였다. 이는 인증 과정에서 정보 오류가 사전에 교정되고, 공시의 질이 개선되어 궁극적으로 ESG 성과 향상으로 연결된다는 해석을 가능케 한다.

기업가치와의 관계를 검토한 연구로는 Thompson et al. (2022)과 Friske et al. (2023)이 대표적이다. Thompson et al. (2022)은 남아프리카 공화국 상장기업을 대상으로 CSR 보고서 인증 여부와 Tobin's Q 간의 관계를 분석하였으며, 외부 인증이 기업가치에 유의한 정(+)의 영향을 미친다는 결과를 도출하였다. Friske et al. (2023)은 GRI 데이터베이스에 기반한 분석을 통해, 인증을 받은 기업의 Tobin's Q가 유의하게 높게 나타났음을 확인하였다. 이는 지속가능성 보고서에 대한 인증이 이해관계자에게 신뢰를 제공하고, 기업의 투명성을 강화함으로써 기업가치를 제고할 수 있다는 점을 시사한다.

최종원 등(2025)는 2016년부터 2021년까지 지속가능성 보고서를 발간한 548개 상장기업을 대상으로 지속가능성 보고서의 외부 인증 여부와 유형이 ESG 성과 및 기업가치에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였다. 연구 결과, 외부 인증은 ESG 성과 및 기업가치에 유의미한 긍정적 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 추가분석결과 환경민감산업 표본에서 대형회계법인(BIG4)에 의한 인증을 받은 경우가 ESG 성과가 유의하게 높게 나타났음을 확인하였다. 이는 산업 특성이 인증의 효과에 중요한 조절 변수로 작용함을 보여주었다.

본 연구는 최종원 등(2025)의 선행연구를 토대로 하되, 2022년 이후 지속가능성 보고서 발간이 급증한 현실을 반영하여 분석 대상 기간을 2023년까지 확장하였다.

아울러 ESG 평가지표로는 국내 ESG평가기관인 S사의 데이터를 활용하여 최근의 평가 기준과 시장 환경을 보다 충실히 반영하고자 하였다. 이를 바탕으로 본 연구는 지속가능성 보고서 외부 인증이 기업의 정보 신뢰성, ESG 성과, 나아가 기업가치에 미치는 영향을 보다 시의성 있게 재조명하고, 이를 통해 정책적 시사점을 도출하는 것을 목적으로 한다.

2. 연구 가설 설정

본 연구는 국내 상장회사의 지속가능성 보고서에 대한 외부 인증 여부가 기업의 ESG 성과 및 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하고자 한다. 특히 외부 인증이 기업의 ESG 성과에 영향을 미칠 수 있는 까닭은 다음과 같은 두 측면에서 논의될 수 있다.

첫째, 외부 인증은 지속가능성 보고서의 공시 품질을 제고함으로써 ESG 성과 평가에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다(Sethi et al. 2017; Ballou et al. 2018; Abay 2022). 지속가능성 공시는 아직 제도적으로 완전히 정착되지 않은 초기 단계에 머물러 있으며, 이로 인해 정보의 오류나 부정확성이 보고서 작성 과정에서 빈번하게 발생할 가능성이 있다(Ballou et al. 2018). 외부 인증은 이러한 정보의 오류를 사전에 차단하고 보고서의 신뢰성과 정확성을 제고하는 역할을 수행한다(Gipper et al. 2024). 인증기관은 기업의 보고 범위 및 작성 방법론에 대한 개선을 유도하며, 내부 통제 시스템의 취약점을 식별하고 이에 대한 보완책을 제시할 수 있다(Owen et al. 2000; Corbett et al. 2005; Darnall et al. 2009; Edgley et al. 2010; O'Dwyer et al. 2011). 이와 같은 절차를 통해 보고서의 전반적인 공시 품질이 향상되고, 결과적으로 ESG 성과에 대한 외부 평가 역시 긍정적인 영향을 받을 것으로 기대된다(Gipper et al. 2024).

둘째, 외부 인증은 기업이 ESG 평가기관 및 이해관계자에게 신뢰성과 진정성을 갖춘 지속가능경영 의지를 표명하는 데 긍정적 신호로 작용할 수 있다(Alon & Vidovic 2015). 기업이 독립적인 제3자로부터 인증을 획득함으로써, 자사의 지속가능성 보고 시스템이 외부 기준에 부합함을 입증하게 되며, 이는 평가기관에 대한 신뢰를 증진시키는 역할을 한다(Braam & Peeters 2018). 일반적으로 ESG 평가기관은 기업의 지속가능성 보고서 및 공식 웹사이트에 공개된 정보를 주요 평가 자료로 활용하며

(Jackson et al. 2019), 외부 인증을 받은 보고서는 보다 신뢰할 수 있는 정보로 간주될 가능성이 높다(Scalet & Kelly 2010). 따라서 외부 인증은 정보의 신뢰성을 보장하는 신호(signal)로 작용하며, ESG 성과 평가에 유리한 영향을 미칠 수 있다.

가설 1: 지속가능성 보고서의 외부 인증 여부는 기업의 ESG 성과와 양(+의 관계를 갖는다.

본 연구는 지속가능성 보고서에 대한 외부 인증이 기업가치에 미치는 영향을 다음과 같은 관점에서 분석하고자 한다. 외부 인증이 기업가치에 긍정적 영향을 미칠 수 있는 논거는 다음과 같다.

첫째, 외부 인증은 지속가능성 보고서의 신뢰성(reliability)과 검증가능성(verifiability)을 제고함으로써, 정보의 품질에 대한 자본시장 참여자의 신뢰를 높인다(Pflugrath et al. 2011). 인증을 받은 보고서는 보다 신뢰할 수 있는 정보로 인식되며, 이는 기업의 지속가능성 이니셔티브에 대한 정보비대칭을 완화시키고(Sethi et al. 2017), 기업가치에 대한 평가에 긍정적인 영향을 줄 수 있다(Ballou et al. 2018; Abay 2022).

둘째, 외부 인증은 기업의 ESG 활동 및 비재무적 성과에 대한 신호효과(signaling effect)를 자본시장에 제공함으로써, 기업의 평판을 강화하는 역할을 한다(Simnett et al. 2009; Hahn & Kuhnen 2013). 특히 독립적인 제3자의 인증을 통해 기업은 자신의 지속가능경영 노력에 대한 신호의 신뢰성을 높일 수 있으며, 이는 투자자의 신뢰와 기업가치 제고로 연결된다(Casey & Grenier 2015). 결과적으로 외부 인증은 자본시장 참여자의 인식과 반응에 영향을 미쳐 기업가치 상승에 기여할 수 있다.

가설 2: 지속가능성 보고서의 외부 인증 여부는 기업가치와 양(+의 관계를 갖는다.

Ⅲ. 국내 상장사의 지속가능성 보고서 발간 현황 분석

1. 지속가능성 보고서 발간 기업의 인증 현황

최근 지속가능경영 및 ESG 정보공시의 중요성이 부각됨에 따라, 국내 상장기업들 사이에서 지속가능성 보고서의 발간이 점진적으로 확산되고 있으며, 이와 더불어 보

고서에 대한 외부 인증의 채택 또한 꾸준히 증가하는 추세에 있다. 이에 본 절에서는 유가증권시장(KOSPI) 및 코스닥시장(KOSDAQ) 상장사를 대상으로 하여 2016년부터 2023년까지의 지속가능성 보고서 발간 기업에 대한 외부 인증 현황을 연도별로 분석하였다. 분석대상은 총 1,069개 기업(유가증권시장 992개, 코스닥시장 77개)이며, 본 분석은 보고서의 인증 여부뿐 아니라 인증기관의 유형 및 인증기준을 기준으로 보다 세분화된 현황을 제시한다.

1) 유가증권시장 상장사의 인증 현황

〈표 1〉에 따르면, 유가증권시장(KOSPI)에 상장된 기업 중 지속가능성 보고서를 발간한 기업 수는 2016년 70개에서 2023년 256개로 꾸준히 증가하였다. 특히 2021년(136개)에서 2022년(200개), 그리고 2023년(256개)으로 이어지는 시기에는 증가폭이 더욱 뚜렷해지고 있어, 최근 몇 년 사이 지속가능성 보고서 발간이 가속화되고 있음을 보여준다.

한편, 〈표 2〉에 제시된 코스닥시장(KOSDAQ) 상장사의 경우, 지속가능성 보고서 발간 기업 수는 동일 기간 동안 증가 추세를 보이고 있으나, 절대적인 수치에서는 여전히 KOSPI 시장에 비해 매우 낮은 수준에 머물러 있다. 그럼에도 불구하고, 코스닥 시장 역시 2022년 이후 발간 기업 수가 큰 폭으로 증가하고 있어, 향후 코스닥시장에서도 지속가능성 정보공시가 확산될 가능성을 시사한다.

먼저 유가증권시장(KOSPI)에 상장된 지속가능성 보고서 발간 기업 992개사를 기준으로 분석한 결과, 외부 인증을 받은 기업의 비율은 전체의 93.8%(930개)로 나타났다. 이는 지속가능성 보고서의 외부 인증이 해당 시장 내에서 사실상 관행으로 정착되었음을 의미한다. 연도별로 살펴보면, 2016년 94.3%에서 시작하여 2021년 95.6%로 최고치를 기록한 뒤, 2023년에는 93.0%로 소폭 하락하였다. 이는 인증의 전반적 확산세 속에서도 일부 기업이 자발적으로 인증을 생략하거나 인증범위를 축소했을 가능성을 내포한다.

대형회계법인(BIG4)에 의한 인증(Assurance^{BIG4}=1)은 인증을 수행한 표본 중 5.3%(49개)에 불과하였다. 이는 최종원 등(2025)의 연구에서 제기한 바와 같이 국내에서는 여전히 다수의 기업이 BIG4가 아닌 기타 중소 인증기관 또는 비회계기관을 통해 인증을 수행하고 있음을 재확인시켜주는 결과이다. 특히, 2016년에는 BIG4 인

증 비율이 16.7%로 비교적 높았으나 이후 점진적으로 감소하여 2023년에는 4.2%로 나타났다. 이는 기업들이 인증기관 선택 시 비용 효율성과 접근 용이성을 고려하고 있음을 시사한다.

인증기준별로는 Accountability의 인증기준(예: AA1000AS 등)을 채택한 기업이 가장 많은 비중을 차지하였다. 외부 인증을 수행한 표본 중 82.9%(771개)가 Accountability가 개발한 기준 기반의 인증을 받았으며($Assurance^{Accountability}=1$), 이는 2016년 77.3%에서 2023년 87.0%로 꾸준한 증가세를 나타냈다. 이는 국내 인증기관이 국제적으로 인정받는 사회책임 회계 프레임워크를 적용함으로써, 지속가능성 보고서에 이해관계자 수용성과 투명성을 제고하려는 경향을 보여준다.

한편 IAASB의 ISAE3000 등 국제인증기준을 따르는 기업($Assurance^{IAASB}=1$)은 외부 인증을 수행한 표본 중 12.2%(113개)에 불과하였다. 2016년에는 37.9%로 상대적으로 높은 수치를 보였으나, 이후 지속적으로 하락하여 2021년에는 6.9%, 2023년에도 10.9%에 머물렀다. 이러한 경향은 국내 시장에서 ISAE3000의 적용이 점차 축소되고 있음을 의미하며, 이는 인증범위 및 요구사항이 상대적으로 엄격하고 복잡한 점이 일정 부분 영향을 미친 것으로 판단된다.

기타 인증기준을 채택한 기업($Assurance^{Other}=1$)은 인증을 수행한 표본 중 39.4%(366개)로, 연도별로 보면 2016년 28.8%에서 2020년 53.4%까지 상승한 뒤, 2023년에는 35.7%로 다소 감소하였다. 이는 인증 기준이 한때 다양화되었으나, 최근에는 글로벌 기준(AA1000AS, ISAE3000 등)의 중요성이 다시 부각되고 있어, 인증 품질에 대한 시장의 민감성을 반영한 결과로 볼 수 있다.

또한, 두 개 이상의 인증기준을 활용하는 인증 사례($Assurance^{Dual}=1$)는 인증을 수행한 표본 중 43.3%(403개)로 나타났으며, 2016년 66.7%에서 2023년 34.9%까지 지속적인 감소세를 보였다. 이는 복수 인증의 부담이나 실효성 논란이 반영된 결과로 보이며, 이는 인증의 형식적 요건보다 실질적 효용을 중시하는 기업 전략이 강화되고 있음을 보여준다.

〈표 1〉 지속가능성 보고서 발간 기업의 연도별 인증 현황(KOSPI, 2016-2023)

var	Full sample (n=992)		2016(n=70)		2017(n=73)		2018(n=76)		2019(n=84)		2020(n=97)		2021(n=136)		2022(n=200)		2023(n=256)	
	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%
Assurance	930	93.8%	66	94.3%	70	95.9%	72	94.7%	78	92.9%	88	90.7%	130	95.6%	188	94.0%	238	93.0%
Assurance ^{BIG4}	49	5.3%	11	16.7%	4	5.7%	5	6.9%	3	3.8%	4	4.5%	5	3.8%	7	3.7%	10	4.2%
Assurance ^{Accountability}	771	82.9%	51	77.3%	50	71.4%	55	76.4%	64	82.1%	71	80.7%	112	86.2%	161	85.6%	207	87.0%
Assurance ^{IAASB}	113	12.2%	25	37.9%	11	15.7%	10	13.9%	9	11.5%	9	10.2%	9	6.9%	14	7.4%	26	10.9%
Assurance ^{Other}	366	39.4%	19	28.8%	22	31.4%	21	29.2%	37	47.4%	47	53.4%	53	40.8%	82	43.6%	85	35.7%
Assurance ^{Dual}	403	43.3%	44	66.7%	26	37.1%	26	36.1%	43	55.1%	49	55.7%	59	45.4%	73	38.8%	83	34.9%

여기서,

- Assurance = 지속가능성 보고서 인증을 수행한 경우 1, 그렇지 않으면 0;
- Assurance^{BIG4} = 지속가능성 보고서 외부 인증을 수행한 기업 중 대형회계법인(BIG4)으로부터 인증을 수행한 경우 1, 그렇지 않으면 0;
- Assurance^{Accountability} = 지속가능성 보고서 외부 인증을 수행한 기업 중 Accountability가 개발한 인증기준을 활용한 경우 1, 그렇지 않으면 0;
- Assurance^{IAASB} = 지속가능성 보고서 외부 인증을 수행한 기업 중 IAASB가 개발한 인증기준을 활용한 경우 1, 그렇지 않으면 0;
- Assurance^{Other} = 지속가능성 보고서 외부 인증을 수행한 기업 중 Accountability, IAASB가 개발한 인증기준 이외의 기준을 활용한 경우 1, 그렇지 않으면 0;
- Assurance^{Dual} = 지속가능성 보고서 외부 인증을 수행한 기업 중 복수 이상의 인증기준을 활용한 경우 1, 그렇지 않으면 0;

〈그림 1〉 지속가능성 보고서 인증 및 BIG4 회계법인 인증 현황(KOSPI, 2016-2023)



2) 코스닥시장 상장사의 인증 현황

한편 <표 2>에 따르면, 코스닥(KOSDAQ)시장에 상장된 보고서 발간 기업은 2016년부터 2023년까지 총 77개로, 규모 면에서는 유가증권시장에 비해 제한적인 수준이다. 그러나 2021년 이후 지속가능성 보고서를 발간하는 코스닥 기업의 수가 급증하고 있으며, 이는 지속가능성 보고서 공시가 중견기업 및 기술기업군으로 확산되고 있음을 보여준다.

외부 인증을 받은 코스닥 기업은 전체의 75.3%(58개)로, 유가증권시장보다 낮은 수준이지만 여전히 다수의 기업이 인증을 채택하고 있는 것으로 나타났다. 특히 2022년과 2023년의 인증률은 각각 81.8%, 74.4%로, 지속가능성 보고서 공시에 대한 인식과 대응이 단기간 내에 빠르게 진전되고 있음을 시사한다.

BIG4 회계법인에 의한 인증은 인증을 수행한 기업 중 6.9%(4개)로, 유가증권시장과 유사한 수준에서 제한적으로 활용되고 있다. 2021년 이후에만 해당 유형의 인증이 확인되며, 2023년 기준으로는 단 2개 기업만이 BIG4 인증을 받은 것으로 파악된다.

Accountability가 개발한 인증기준을 활용한 기업($Assurance^{Accountability}=1$)은 인증을 수행한 기업 중 81.0%(47개)로 확인되었으며, 이 또한 2020년 이후 급격히 증가하고 있다. 특히 2023년에는 84.4%로 상승하여, 코스닥 기업 역시 신뢰성과 투명성 제고를 위한 표준적 인증체계를 적극 수용하고 있는 것으로 분석된다.

ISAE3000을 포함한 IAASB 기준에 따른 인증($Assurance^{IAASB}=1$)은 인증을 수행한 기업 중 총 4건(6.9%)으로 매우 제한적으로 나타났으며, 기타 인증기관을 통한 인증도 전체의 50.0%(29개)로 파악되었다. 복수 인증 기준을 채택한 기업은 41.4%(24개)이며, 이는 코스닥 기업들이 점진적으로 인증의 복합성과 다양성을 수용하고 있다는 점에서 긍정적인 변화로 평가할 수 있다.

국내 상장기업의 지속가능성 보고서는 발간 기업들 사이에서 외부 인증이 이미 보편화된 것으로 판단되며, 특히 유가증권시장에서는 90% 이상의 기업이 인증을 수행하고 있다. 이는 지속가능성 보고서 공시가 단순한 자발적 보고 수준을 넘어, 신뢰성 있는 정보로써 시장과 이해관계자에게 전달되어야 한다는 사회적 요구가 제도적 압력으로 전환되고 있음을 반영한다.

인증기관 및 인증기준의 선택에 있어서는 Accountability가 개발한 기준이 가장 보편적으로 사용되고 있으며, 이는 이해관계자 중심의 평가 및 윤리적 기준을 강조하는 점에서 지속가능성 보고서 공시의 목적과 부합한다. 반면, IAASB가 제정한 기준(ISAE3000 등)의 채택 비율은 낮아지고 있는 것으로 나타났다. 이는 국내 인증 생태계가 보다 유연하고 실천지향적인 접근을 선호하고 있음을 보여준다.

또한 복수 인증 사용 비율이 전반적으로 감소하고 있는 점은 기업들이 인증의 효과성과 비용 대비 효용을 보다 전략적으로 고려하고 있다는 점에서 주목할 만하다. 이는 인증이 단순한 형식적 요건을 넘어서, 실질적인 기업 전략의 일부로 내재화되고 있음

을 의미한다.

코스닥 시장의 경우, 아직 전체 규모는 작지만, 보고서 발간 및 인증 채택률이 빠르게 증가하고 있다는 점에서 향후 지속가능성 보고서 공시의 제도화 및 보편화가 중소기업 영역으로 확대될 가능성을 시사한다.

결론적으로 본 분석은 국내 지속가능성 보고서 인증의 발전 경로를 연도별, 시장별, 인증유형별로 상세히 조명함으로써, 향후 정책설계 및 기업 전략 수립에 있어 실증적 토대를 제공하고 있다.

〈표 2〉 지속가능성 보고서 발간 기업의 연도별 인증 현황(KOSDAQ, 2016-2023)

var	Full sample (n=77)		2016 (n=0)		2017 (n=1)		2018 (n=1)		2019 (n=1)		2020 (n=2)		2021 (n=7)		2022 (n=22)		2023 (n=43)	
	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%
Assurance	58	75.3%	-	-	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	1	50.0%	7	100.0%	18	81.8%	32	74.4%
Assurance ^{BIG4}	4	6.9%	-	-	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	1	14.3%	1	5.6%	2	6.3%
Assurance ^{Accountability}	47	81.0%	-	-	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	1	100.0%	4	57.1%	15	83.3%	27	84.4%
Assurance ^{IAASB}	4	6.9%	-	-	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	1	14.3%	1	5.6%	2	6.3%
Assurance ^{Other}	29	50.0%	-	-	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	1	100.0%	3	42.9%	8	44.4%	17	53.1%
Assurance ^{Dual}	24	41.4%	-	-	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	1	100.0%	1	14.3%	7	38.9%	15	46.9%

3) 지속가능성 보고서 발간 기업 현황 분석 (산업별 분석 포함)

지속가능경영에 대한 국내 기업들의 관심이 증대됨에 따라, 지속가능성 보고서 발간이 특정 산업을 중심으로 빠르게 확산되고 있다. 본 절에서는 2016년부터 2023년까지 지속가능성 보고서를 발간한 992개 상장기업을 대상으로 산업별 분포 현황을 분석하고, 산업별 특징과 시사점을 도출하고자 한다.

〈표 3〉에 제시된 바와 같이 제조업이 전체의 49.4%(490개)를 차지하며 가장 높은 비중을 보였다. 이는 제조업이 환경적·사회적 영향력이 상대적으로 크고, 규제 및 이해관계자의 요구가 강하게 작용하는 산업이라는 점에서 지속가능성 보고서 공시의 필요성이 보다 명확히 인식되고 있음을 시사한다. 제조업은 자원·에너지 사용량, 온실가스 배출량, 공급망 관리 등 다양한 지속가능성 이슈에 직면해 있으며, 이에 따라 지속가능경영의 제도화 및 보고서 발간이 선도적으로 이루어지고 있다.

다음으로 금융 및 보험업이 전체의 15.6%(155개)를 차지하며 두 번째로 높은 비중을 보였다. 이는 금융산업이 자본 배분 기능을 수행함에 따라 ESG 투자, 지속가능금융 등과 직접적인 연관성을 가지기 때문으로 해석된다. 특히 ESG 요소를 통합한 리스크 관리 및 투자 전략의 중요성이 부각되면서, 금융기관 스스로의 지속가능성 보고 요구도 강화되고 있는 추세이다. 금융기관은 환경적 외부효과보다는 ‘금융 내재 리스크’와 ‘사회적 책임투자(SRI)’의 맥락에서 지속가능성 보고서 정보공시의 필요성을 내재화하고 있는 것으로 보인다.

도매 및 소매업, 운수 및 창고업, 정보통신업은 각각 전체의 6.1%(61개), 4.8%(48개), 5.3%(53개)를 차지하였다. 이들 산업은 제조업이나 금융업에 비해 지속가능성 보고서 공시에 대한 외부 요구 수준이 상대적으로 낮지만, 최근에는 공급망 지속가능성 관리, 물류 부문의 탄소 배출 저감, 정보보호 및 디지털 책임 등의 이슈가 부상하면서 공시 비중이 점차 증가하는 추세에 있다. 특히 정보통신업은 2021년을 기점으로 보고서 발간 수가 가시적으로 증가하였으며, 이는 데이터 보안, 개인정보 보호, 인공지능 윤리 등 ICT 기반 기업의 새로운 ESG 의제가 본격적으로 제기되었기 때문으로 풀이된다.

종합적으로, 산업별 보고서 발간 현황은 지속가능성 보고서 공시의 확산이 특정 산업군을 중심으로 이루어지고 있으며, 이는 산업 특성과 ESG 리스크 노출 수준의 차이에 기인하는 것으로 해석된다. 제조업과 금융업은 공시 선도 산업으로 기능하며, 서비스업과 정보통신업은 새로운 ESG 의제의 확산에 따라 성장세를 보이고 있다. 향후 제도화가 본격화될 경우, 모든 산업군에 걸쳐 지속가능성 보고서 공시 요구가 확대될 것이며, 이에 대비한 산업별 맞춤형 가이드라인과 역량 강화 지원이 필요할 것으로 보인다.

〈표 3〉 지속가능성 보고서 발간 기업의 산업별 현황(KOSPI, 2016-2023)

Industry classification	Full sample (n=992)		2016(n=70)		2017(n=73)		2018(n=76)		2019(n=84)		2020(n=97)		2021(n=136)		2022(n=200)		2023(n=256)	
	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%
건설업	44	4.4%	3	4.3%	4	5.5%	3	3.9%	4	4.8%	3	3.1%	5	3.7%	10	5.0%	12	4.7%
금융 및 보험업	155	15.6%	10	14.3%	13	17.8%	16	21.1%	15	17.9%	18	18.6%	22	16.2%	28	14.0%	33	12.9%
농업, 임업 및 어업	4	0.4%	1	1.4%	0	0.0%	1	1.3%	0	0.0%	1	1.0%	0	0.0%	1	0.5%	0	0.0%
도매 및 소매업	61	6.1%	2	2.9%	3	4.1%	5	6.6%	4	4.8%	6	6.2%	9	6.6%	15	7.5%	17	6.6%
부동산 임대 및 공급업	3	0.3%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	1	0.5%	2	0.8%
사업시설 관리, 사업 지원 및 임대 서비스업	10	1.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	4	2.0%	5	2.0%
숙박 및 음식점업	1	0.1%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	1	0.4%
예술, 스포츠 및 여가관련 서비스업	5	0.5%	1	1.4%	1	1.4%	0	0.0%	0	0.0%	1	1.0%	0	0.0%	1	0.5%	1	0.4%
운수 및 창고업	48	4.8%	4	5.7%	3	4.1%	4	5.3%	4	4.8%	4	4.1%	6	4.4%	10	5.0%	13	5.1%
전기, 가스, 증기 및 공기조절 공급업	21	2.1%	2	2.9%	2	2.7%	2	2.6%	2	2.4%	3	3.1%	2	1.5%	4	2.0%	4	1.6%
전문, 과학 및 기술 서비스업	88	8.9%	5	7.1%	6	8.2%	4	5.3%	6	7.1%	8	8.2%	11	8.1%	20	10.0%	28	10.9%
정보통신업	53	5.3%	3	4.3%	3	4.1%	3	3.9%	3	3.6%	4	4.1%	9	6.6%	11	5.5%	17	6.6%
제조업	490	49.4%	38	54.3%	37	50.7%	37	48.7%	45	53.6%	48	49.5%	69	50.7%	94	47.0%	122	47.7%
출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업	1	0.1%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%	1	0.7%	0	0.0%	0	0.0%
협회 및 단체, 수리 및 기타 개인 서비스업	8	0.8%	1	1.4%	1	1.4%	1	1.3%	1	1.2%	1	1.0%	1	0.7%	1	0.5%	1	0.4%

2. 지속가능성 보고서 발간 기업의 인증 현황: 국제분석과 한국의 현황 분석

글로벌 차원에서 ESG(환경·사회·지배구조) 정보 공개와 이에 대한 외부 인증은 기업의 지속가능성 투명성 제고 및 이해관계자 신뢰 구축에 필수적인 요소로 자리잡고 있다. 최근 International Federation of Accountants(IFAC)의 보고서(2025)는 22개국 1,400개 대기업을 대상으로 2019년부터 2023년까지 지속가능성 보고서 발간 및 인증 동향을 분석하였다. <그림 2>에 제시된 바와 같이 2023년 기준으로 대상 기업의 약 98%가 ESG 관련 정보를 공개하고 있으며, 그 중 약 73%가 지속가능성 정보에 대한 외부 인증을 수행한 것으로 나타났다.

한편 <그림 3>에 제시된 주요국들의 지속가능성 보고서 외부 인증 현황에 따르면, 한국은 글로벌 평균을 상회하는 ESG 정보 공개 및 인증 비율을 기록하고 있다. 2023년 기준, 조사대상 한국 기업의 약 98% 이상이 지속가능성 보고서를 공시했으며, 인증을 수행한 기업의 비율도 100%에 육박한다. 이는 한국 기업들이 지속가능성 보고서 공시 확대에 적극적으로 대응하고 있으며, 정보의 신뢰성 확보를 위한 제3자 인증의 중요성을 인식하고 있음을 반영한다.

그러나 본 연구에서 도출된 결과와 IFAC 보고서 내 <그림 1> 및 <그림 2>의 비교를 통해, 한국은 인증 비율이 매우 높음에도 불구하고 인증받은 기업 중 회계법인(특히 BIG4 회계법인)에 의한 인증 비율이 상대적으로 낮은 점이 주목된다. 이는 한국 내에서 회계법인 외 다양한 전문 서비스 제공자가 지속가능성 보고서 인증 시장에서 활발하게 활동하고 있음을 나타낸다.

이에 반해, 유럽연합(EU) 국가들은 지속가능성 보고서 공시 및 인증이 법적으로 의무화되어 있으며, 금융감사와 지속가능성 보고서 인증이 동일한 감사법인에 의해 수행되는 경우가 대다수이다. 이러한 법적·제도적 환경은 EU 내에서 회계법인 인증 비율이 높은 주요 원인으로 작용한다(IFAC, 2025). EU 기업들은 인증 품질의 신뢰성 확보와 회계감사와의 연계성을 통해 지속가능성 보고서 공시 신뢰성을 제고하는 데 집중하고 있다.

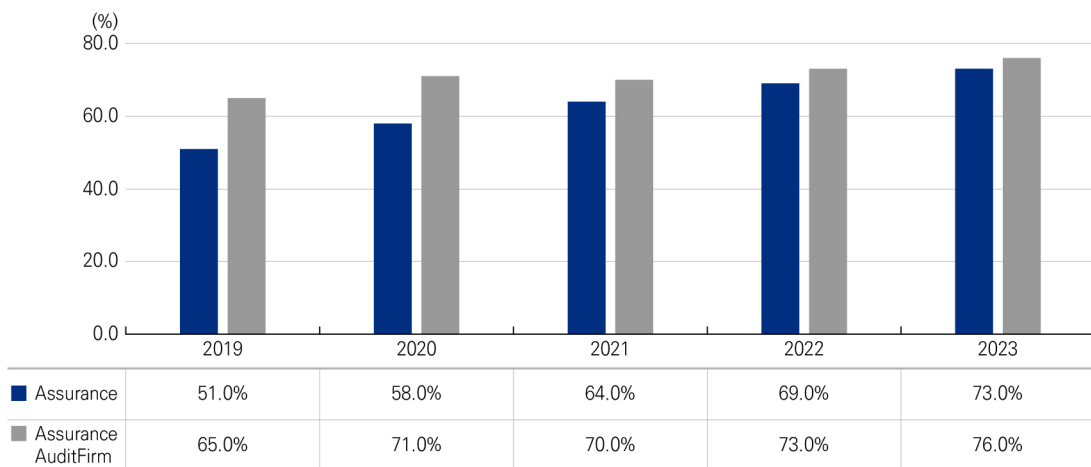
한국의 경우, 아직까지 지속가능성 보고서 공시 및 인증에 관한 법적 규제가 EU만큼 엄격하지 않으며, 이로 인해 인증 시장 내 회계법인 참여가 상대적으로 제한되는 것으로 판단된다. 또한, 비회계법인 전문기관들의 인증 시장 진입이 활발하여 시장 다변화가 이루어지고 있다. 이러한 환경은 한국의 높은 인증 비율과 낮은 회계법인 인증 비율 간 차이를 설명하는 데 중요한 요인으로 작용한다.

더욱이, 지속가능성 보고서 인증에 대한 기업 내 거버넌스 체계도 여전히 개선이 필요한 부분으로 평가된다. IFAC 보고서에 따르면, 전 세계적으로 인증과 관련한 이사회 감독을 명확히 공개하는 기업은 약 24%에 불과하며, 한국 역시 이사회 차원의 지속가능성 인증 감독 체계 강화가 요구되는 상황이다(IFAC 2025).

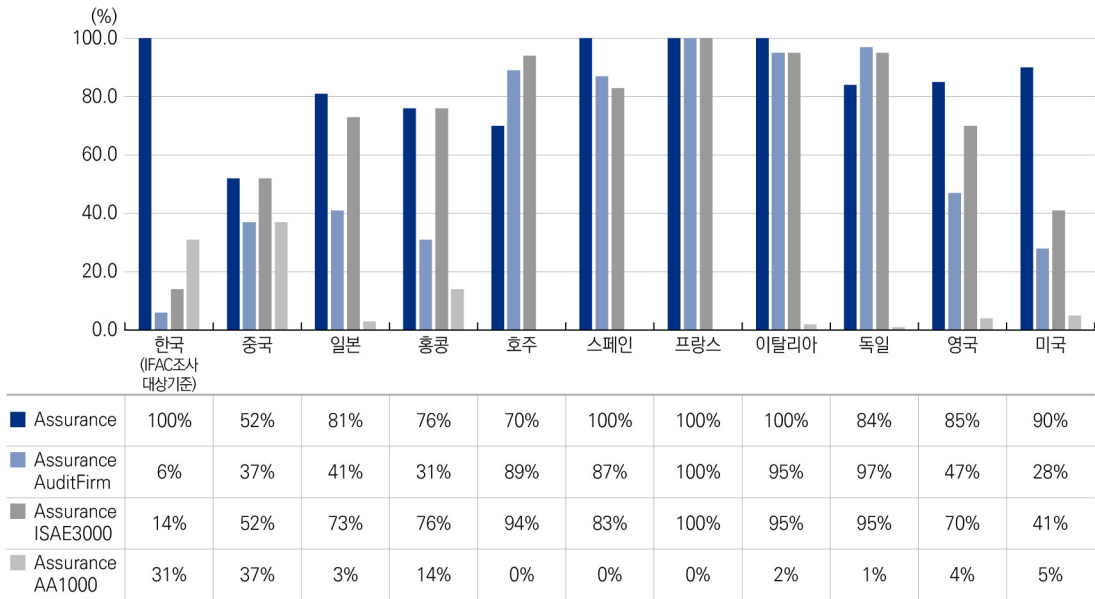
특히 회계법인에 의한 인증 확대는 다음과 같은 이유로 그 중요성이 부각된다. 첫째, 회계법인은 전통적으로 재무정보 감사 경험과 엄격한 품질관리 시스템을 통해 높은 수준의 독립성과 전문성을 유지해왔으며, 이는 복잡한 지속가능성 보고서에 대한 정확하고 신뢰할 만한 검증을 가능하게 한다. 둘째, 국제감사기준(International Standards on Auditing, ISA) 및 국제인증업무기준(International Standard on Assurance Engagements(ISAE) 3000 Revised) 준수를 통해 인증 절차와 결과의 표준화 및 일관성을 확보함으로써 글로벌 이해관계자에게 비교가능한 정보를 제공한다. 셋째, 금융 감사와 지속가능성 인증을 동일 법인이 수행함으로써 보고서 내 정보의 연결성과 신뢰성을 증진시키며, 리스크 평가 및 기업 실태 파악의 통합적 접근이 가능하다. 마지막으로, EU 등 주요 국가에서 회계법인 인증 확대가 법적·제도적으로 요구되고 있어, 시장 및 규제 환경 변화에 효과적으로 대응할 수 있는 조직적 역량을 갖추고 있다.

따라서 한국 기업들은 높은 인증 비율 유지와 더불어, 회계법인 중심의 인증 참여 확대 및 인증에 대한 거버넌스 체계를 강화하고 전략적으로 대응할 필요가 있다고 할 수 있다. 이를 통해 지속가능성 정보의 국제적 신뢰성과 투명성을 제고할 수 있으며, 이는 투자자 및 시장의 신뢰 확보로 이어져 궁극적으로 기업가치 향상에 기여할 것으로 사료된다.

〈그림 2〉 지속가능성 보고서 글로벌 인증 현황(IFAC 보고서 기준)



〈그림 3〉 지속가능성 보고서 주요국 인증 현황(IFAC, 2025년 보고서 기준, 2023년 데이터)



IV. 연구설계 및 가설검증 결과

1. 연구설계

1) 표본선정과정

본 연구는 2016년부터 2023년까지 한국공인회계사회(KICPA)가 제공하는 지속가능성 보고서 현황 데이터베이스를 활용하여 코스피 상장기업 중 지속가능성 보고서 인증 관련 정보를 확인할 수 있는 표본을 설정하였다. 분석에 투입된 표본의 동질성 확보를 위해 실증분석에 투입된 표본은 아래의 조건을 만족하는 820개 표본을 최종 선정하여 분석을 실시하였다. 또한 극단치로 인한 분석 결과의 왜곡을 완화할 목적으로 모든 연속형 변수는 상하위 1% 수준에서 Winsorizing을 실시하여 분석에 투입하였다.

(1) 2016년부터 2023년까지 KICPA의 지속가능성 보고서 현황 데이터를 통해 분석에 필요한 변수를 확보할 수 있는 표본	992
(2) (12월 이외 결산 및 금융, 보험업에 속하는 표본)	(155)
(3) (국내 ESG 평가기관인 S사의 ESG 점수 자료를 활용할 수 없는 표본)	(7)
(4) (TS-2000 및 FN-Guide를 통해 분석에 필요한 재무변수 등을 활용할 수 없는 표본)	(10)
분석에 활용된 최종표본	820

2) 연구모형

본 연구의 목적은 국내 KOSPI 상장사의 지속가능성 보고서에 대한 외부 인증 여부가 기업의 ESG 성과, 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하는데 있다. 이를 위해 지속가능성 보고서 외부 인증이 ESG 성과(혹은 기업가치)에 미치는 영향을 실증 분석한 선행연구(Abay 2022; Friske et al. 2023 등)을 참고하여 아래와 같은 식을 설정하여 분석을 실시하였다.

$$\begin{aligned}
 ESG_Score_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 Assurance_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t-1} + \beta_3 LEV_{i,t-1} + \beta_4 ROA_{i,t-1} + \beta_5 RND_{i,t-1} \\
 &\quad + \beta_6 ADV_{i,t-1} + \beta_7 CASHR_{i,t-1} + \beta_8 LOSS_{i,t-1} + \beta_9 FOR_{i,t-1} + \beta_{10} FIRM^{AGE}_{i,t-1} \quad \text{식(1)} \\
 &\quad + \Sigma IND + \Sigma YR + \varepsilon \\
 TobinQ_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 Assurance_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t-1} + \beta_3 LEV_{i,t-1} + \beta_4 ROA_{i,t-1} + \beta_5 RND_{i,t-1} \\
 &\quad + \beta_6 ADV_{i,t-1} + \beta_7 CASHR_{i,t-1} + \beta_8 LOSS_{i,t-1} + \beta_9 FOR_{i,t-1} + \beta_{10} FIRMAGE_{i,t-1} \quad \text{식(2)} \\
 &\quad + \Sigma IND + \Sigma YR + \varepsilon
 \end{aligned}$$

여기서,

종속변수

ESG_Score = ESG 성과(=국내 ESG 평가기관인 S사가 평가한 ESG 점수);
TobinQ = 기업가치(=기업의 시장가치 + 부채의 장부가치) / 자산의 장부가치);

관심변수

Assurance = 지속가능성 보고서 외부 인증 여부(=지속가능성 보고서 인증을 수행한 경우 1, 그렇지 않으면 0);

통제변수

SIZE = 기업규모(=총자산의 자연로그 값);
LEV = 부채비율(=총부채 / 총자산);
ROA = 경영성과(=당기순이익 / 총자산);
RND = 연구개발비 투자 비중(=연구개발비 / 총매출);
ADV = 광고선전비 투자 비중(=광고선전비 / 총매출);
CASHR = 현금성자산 보유 비중(=현금 및 현금성자산 / 총자산);
LOSS = 순손실 보고 여부(=순손실을 보고한 경우 1, 그렇지 않으면 0);
FOR = 외국인 보유 지분율;
FIRM^{AGE} = 기업연령(=기업연령의 자연로그 값);
IND = 산업더미;
YR = 연도더미;
ε = 잔차항.

본 연구의 첫 번째 가설은 지속가능성 보고서에 대한 외부 인증을 수행한 기업일수록 높은 ESG 성과를 보이는지 검증하고자 한다. 이를 위해 식(1)을 활용하여 분석을 진행하였다. 구체적으로 식(1)의 종속변수는 국내 ESG 평가기관인 S사가 평가한 ESG 성과 (ESG_Score)다. 본 연구의 관심변수는 지속가능성 보고서 인증 여부($Assurance$)이며, 지속가능성 보고서에 대한 외부 인증을 수행한 기업의 경우 1, 그렇지 않으면 0으로 측정하였다(Maroun 2019). 가설1이 지지되는 경우, 지속가능성 보고서 외부 인증 여부 ($Assurance$)의 회귀계수인 β_1 은 통계적으로 유의한 양(+)의 값이 나타날 것으로 예상된다.

두 번째 가설은 지속가능성 보고서에 대한 외부 인증이 기업가치가 높게 나타나는지 검증하고자 한다. 이때, 기업가치는 $TobinQ$ 로 설정하여 식(2)의 종속변수로 투입하였다. 가설2가 지지되는 경우, 지속가능성 보고서 외부 인증 여부($Assurance$)의 회귀계수인 β_1 은 통계적으로 유의한 양(+)의 값이 나타날 것으로 예상된다.

한편 선행연구(Kaspereit & Lopatta 2016; Gupta et al. 2017; 강원과 정무권 2020 등)를 참고하여 ESG 성과(혹은 기업가치) 등에 미칠 수 있는 변수들을 통제변수로 설정하고 식(1)과 식(2)에 포함하여 분석을 실시하였다. 이때 Slack Resource Theory(여유자원이론)에 근거하여 기업이 전기에 보유한 자원이 많은 경우, ESG와 관련된 경영활동을 수행하는데 중요한 영향을 미칠 것으로 예상된다. 즉 기업이 보유한 여유 자원은 지속가능성 보고서 외부 인증 채택의 선행요인으로 작용할 가능성이 존재한다(Chams et al. 2021). 이에 본 연구에서는 변수 간 내생성 문제가 발생할 가능성(Beji et al. 2021)을 최소화하기 위해 종속변수인 ESG 성과(ESG_Score)와 기업가치($TobinQ$) 및 관심변수인 지속가능성 보고서 외부 인증 여부($Assurance$)는 t 기 시점으로 측정하였으며, 분석에 활용된 통제변수는 $t-1$ 기 시점으로 측정하여 실증분석을 진행하였다.

2. 가설검증 결과

1) 기술통계량 및 상관관계분석 결과

본 절에서는 실증 분석에 투입된 변수에 대한 기술통계량 및 상관관계분석을 수행하였다. 분석에 투입된 최종표본은 총 820개 기업-연도에 해당하며, ESG 성과는 국내 ESG 평가기관인 S사의 평가점수를 활용하였다.

실증분석에 투입된 변수들의 기술통계량 분석 결과는 <표 4>에 제시되어 있으며, 주요 변수들에 대한 분석 결과는 다음과 같다. 첫째, *ESG_Score* 변수의 평균값은 87.952이며, 표준편차는 10.735로 나타났다. 점수 분포는 최소 47.252에서 최대 99.100 사이에 위치하고 있으며, 중앙값은 91.472로 상대적으로 고평가된 기업이 다수를 차지함을 시사한다. 이는 지속가능성 이슈에 대한 국내 상장기업의 전반적인 대응 수준이 일정 수준 이상에 도달해 있음을 나타내며, 지속가능성 보고서 외부 인증의 확산과 연관된 신호로 해석될 수 있다.

둘째, 기업가치를 나타내는 *TobinQ* 변수의 평균은 1.135, 표준편차는 0.811로, 기업의 시장가치가 장부가치를 다소 초과하는 수준에서 평가되고 있는 것으로 나타났다. *TobinQ* 변수의 최솟값은 0.179, 최댓값은 5.203으로, 분포의 비대칭성이 존재함을 확인할 수 있다. 이는 일부 고성장 기업이 시장에서 높은 가치 평가를 받고 있음을 시사하는 동시에, 기업 간 이질적 평가가 존재함을 의미한다.

셋째, 지속가능성 보고서의 외부 인증 여부를 나타내는 *Assurance* 변수는 평균 0.930으로, 전체 표본 중 약 93%가 외부 인증을 수행하였음을 보여준다. 이는 기존 분석(예: 최종원 등, 2025)의 결과와 유사한 결과를 보였으며, 지속가능성 보고서의 외부 인증이 사실상 표준적 관행으로 정착하고 있음을 나타낸다.

〈표 4〉 기술통계량(n= 820)

Variable	Min	25%	Mean	Median	75%	max	std.
<i>ESG_Score</i>	47.252	84.040	87.952	91.472	95.343	99.100	10.735
<i>TobinQ</i>	0.179	0.718	1.135	0.939	1.257	5.203	0.811
<i>Assurance</i>	0	1	0.930	1	1	1	0.254
<i>SIZE</i>	25.786	28.116	29.106	29.044	30.111	32.506	1.450
<i>LEV</i>	0.027	0.274	0.440	0.456	0.588	0.872	0.199
<i>ROA</i>	-0.204	0.009	0.033	0.031	0.059	0.205	0.059
<i>RND</i>	0.000	0.000	0.012	0.002	0.010	0.142	0.024
<i>ADV</i>	0.000	0.000	0.006	0.001	0.004	0.080	0.013
<i>CASHR</i>	0.000	0.019	0.056	0.040	0.075	0.245	0.053
<i>LOSS</i>	0	0	0.179	0	0	1	0.384
<i>FOR</i>	0.690	7.520	19.945	15.290	27.645	74.320	15.912
<i>FIRM^{AGE}</i>	0.000	2.485	2.936	3.091	3.584	4.205	0.845

여기서,

- ESG_Score* = ESG 성과(=국내 ESG 평가기관인 S사가 평가한 ESG 점수);
TobinQ = 기업가치(=기업의 시장가치 + 부채의 장부가치) / 자산의 장부가치;
Assurance = 지속가능성 보고서 외부 인증 여부(=지속가능성 보고서 인증을 수행한 경우 1, 그렇지 않으면 0);
SIZE = 기업규모(=총자산의 자연로그 값);
LEV = 부채비율(=총부채 / 총자산);
ROA = 경영성과(=당기순이익 / 총자산);
RND = 연구개발비 투자 비중(=연구개발비 / 총매출);
ADV = 광고선전비 투자 비중(=광고선전비 / 총매출);
CASHR = 현금성자산 보유 비중(=현금 및 현금성자산 / 총자산);
LOSS = 손실실 보고 여부(=손실실을 보고한 경우 1, 그렇지 않으면 0);
FOR = 외국인 보유 지분율;
FIRM^{AGE} = 기업연령(=기업연령의 자연로그 값).

한편 〈표 5〉는 변수 간의 Pearson 상관관계분석 결과를 제시한 표이다. 결과를 요약하면 다음과 같다. 우선 *ESG_Score*는 외부 인증여부(*Assurance*, $r=0.157$), 기업 규모(*SIZE*, $r=0.267$), 외국인지분율(*FOR*, $r=0.274$) 등과 통계적으로 유의미한 양(+)의 상관관계를 보였다($p<0.01$). 이는 외부 인증과 기업규모, 외국인 투자자 보유 지분율이 ESG 평가 결과에 직간접적으로 영향을 미칠 수 있는 주요 요인임을 시사한다. *RND*와 *ESG_Score* 간에도 유의미한 양의 상관관계($r=0.081$, $p<0.05$)가 관측되어 기술혁신 노력과 ESG 성과 간의 연계 가능성을 뒷받침한다.

*TobinQ*는 기업의 재무적 성과(*ROA*, $r=0.100$), *RND*($r=0.306$), *ADV*($r=0.239$), 외국인지분율(*FOR*, $r=0.130$) 등과 유의한 양(+)의 상관관계를 보였다($p<0.01$). 반면

기업규모($SIZE$, $r=-0.107$) 및 기업연령($FIRM^{AGE}$, $r=-0.264$)과는 유의미한 음의 상관관계를 보였으며, 이는 시장이 젊고 유연한 기업에 보다 높은 평가를 부여하는 경향을 일부 반영하는 결과로 해석될 수 있다.

Assurance 변수는 기업규모($SIZE$, $r=0.313$)와 유의한 양(+)의 상관관계를 보였다. 이는 기업규모가 클수록 ESG와 관련된 활동에 투자할 여력이 상대적으로 충분(최종원과 조은혜 2022)하여 지속가능성 보고서에 대한 인증을 자발적으로 수행하는 것으로 해석된다. 또한 외국인지분율(FOR , $r=0.180$)과도 유의한 양(+)의 상관관계를 보이며, 외부 인증이 정보 신뢰성뿐 아니라 시장에서의 신호 역할을 수행하고 있음을 보여준다. 특히 FOR 변수와는 *ESG_Score*, *TobinQ*, *Assurance* 등 모든 주요 변수들과 높은 상관계수를 가지며(모두 $p<0.01$), 이는 외국인 투자자들이 ESG 및 지속가능성 관련 정보에 민감하게 반응한다는 선행연구(Simnett et al. 2009; 강원과 정무권 2020)의 논의와 부합한다.

〈표 5〉 상관관계분석(n= 820)

Var	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
(1)ESG_Score	1												
(2)TobinQ	0.030	1											
(3)Assurance	0.157 ***	0.051	1										
(4)SIZE	0.267 ***	-0.107 ***	0.313 ***	1									
(5)LEV	-0.040	-0.026	0.002	0.114 ***	1								
(6)ROA	0.108 ***	0.100 ***	-0.020	0.013	-0.354 ***	1							
(7)RND	0.081 **	0.306 ***	0.013	0.069 **	-0.097 ***	0.065 *	1						
(8)ADV	-0.017	0.239 ***	0.032	-0.089 **	-0.105 ***	0.012	0.099 ***	1					
(9)CASHR	0.036	0.102 ***	-0.032	-0.200 ***	0.028	0.027	0.009	0.050	1				
(10)LOSS	-0.001	-0.012	0.040	0.033	0.268 ***	-0.643 ***	-0.016	-0.025	0.043	1			
(11)FOR	0.274 ***	0.130 ***	0.180 ***	0.558 ***	-0.223 ***	0.295 ***	0.152 ***	0.135 ***	-0.107 ***	-0.162 ***	1		
(12)FIRM ^{AGE}	0.024	-0.264 ***	0.071 **	0.176 ***	-0.041	0.043	-0.090 **	-0.114 ***	-0.096 ***	-0.035 ***	0.160 ***	1	

1) 변수의 대한 정의는 〈표 4〉 참조

2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타냄

2) 지속가능성 보고서 인증과 ESG 성과

본 연구는 2016년부터 2023년까지 KOSPI 상장기업을 대상으로, 지속가능성 보고서의 외부 인증 여부가 ESG 성과 및 기업가치에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였다.

〈표 6〉의 (1)열은 식(1)을 활용하여 외부 인증 여부(*Assurance*)가 ESG 성과에 미치는 영향을 실증한 결과로, 가설 1의 검증을 위한 분석 결과를 제시한 표이다.

분석에 사용된 종속변수는 국내 ESG 평가기관인 S사의 ESG 종합평가 점수 (*ESG_Score*)이며, 주요 관심 변수는 지속가능성 보고서의 외부 인증 여부이다. 가설 1이 지지될 경우, *Assurance* 변수의 회귀계수(β_1)는 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 나타낼 것으로 예상된다.

회귀 분석 결과, 모형 전체의 적합도는 유의수준 1%에서 통계적으로 유의하였다 (F-stat. = 4.99). 외부 인증 여부의 회귀계수는 3.351이며, t값은 2.17로 나타나 ESG 성과와의 관계에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관련성이 확인되었다($p < 0.05$).

이는 2023년까지의 확대 표본을 사용한 본 연구의 결과가, 최종원 등(2025)의 선행연구와 유사하게, 외부 인증을 실시한 기업들이 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 높은 ESG 성과를 나타내고 있음을 시사한다. 따라서 본 연구의 가설 1은 지지된다.

이러한 결과는, 외부 인증이 지속가능성 보고서의 작성 기준과 절차를 명확히 하고, 정보의 범위 및 작성 방식의 개선을 유도함으로써, 전반적인 공시 품질(*disclosure quality*)을 향상시키는 역할을 수행하고 있음을 의미한다(Gipper et al. 2024). 또한 외부 인증을 받은 보고서는 정보 신뢰성이 보다 높게 인식될 가능성이 있어, ESG 평가기관의 평가 결과에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있다(Scalet & Kelly 2010).

결론적으로, 외부 인증은 공시정보의 신뢰성과 타당성을 제고하고, 기업의 ESG 관련 활동에 대한 이행 의지를 외부 이해관계자에게 신호(*signaling*)함으로써, ESG 성과에 긍정적인 영향을 미치는 요인으로 기능하는 것으로 평가된다(Braam & Peeters 2018).

3) 지속가능성 보고서 공시 인증과 기업가치

〈표 6〉의 (2)열은 식(2)을 활용하여 외부 인증 여부(*Assurance*)가 기업가치(*TobinQ*)에 미치는 영향을 분석한 결과를 제시한 것이다. 이는 가설 2의 검증을 위한 분석으로, 외부 인증이 기업가치에 양(+)의 유의한 효과를 가지는지를 분석하였다.

분석 결과, 전체 모형의 적합도는 유의수준 1%에서 통계적으로 유의하였다(F-stat. = 11.03). 외부 인증 여부(*Assurance*) 변수의 회귀계수는 0.201, t값은 1.98로 나타나, 기업가치(*TobinQ*)와의 관계에서 유의한 양(+)의 관련성이 확인되었다($p < 0.05$).

이 결과는 2023년까지의 표본을 활용한 본 연구에서도, 최종원 등(2025)의 분석과 마찬가지로, 외부 인증을 수행한 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 높은 기업가치를 나타낸다는 사실을 확인시켜준다. 따라서 본 연구의 가설 2 또한 실증적으로 지지된다.

외부 인증은 보고서의 신뢰성을 제고하여 자본시장 참여자들의 정보 신뢰도를 높이며(Pflugrath et al. 2011), 정보비대칭(asymmetric information)을 완화함으로써 기업가치 평가에 긍정적으로 작용할 수 있다(Sethi et al. 2017; Abay 2022).

또한, ESG 활동과 성과에 대한 정보를 외부 인증을 통해 검증된 결과를 제공함으로써, 시장에 긍정적 신호(signaling effect)를 전달하는 기능 역시 수행하는 것으로 해석된다.

결론적으로, 외부 인증은 지속가능성 보고서의 정보 신뢰성을 강화함으로써, 자본시장 참여자들의 기업가치 평가에 유의미한 영향을 미치는 요소로 작용함을 본 연구는 실증적으로 보여준다.

〈표 6〉 지속가능성 보고서 인증 여부가 ESG 성과(혹은 기업가치)에 미치는 영향(KOSPI, 2016–2023)

<i>Variable</i>	(1) $Y=ESG_Score$	(2) $Y=TobinQ$
	Estimate (t-Value)	Estimate (t-Value)
<i>Intercept</i>	51.978*** (5.14)	4.290*** (6.47)
<i>Assurance</i>	3.351** (2.17)	0.201** (1.98)
<i>SIZE</i>	1.218*** (3.28)	-0.091*** (-3.76)

<i>Variable</i>	(1) <i>Y=ESG_Score</i> Estimate (t-Value)	(2) <i>Y=TobinQ</i> Estimate (t-Value)
<i>LEV</i>	-1.433 (-0.59)	0.452*** (2.86)
<i>ROA</i>	15.575* (1.84)	1.395** (2.52)
<i>RND</i>	18.147 (0.84)	-0.657 (-0.46)
<i>ADV</i>	-47.848 (-1.33)	5.516** (2.33)
<i>CASHR</i>	14.017* (1.89)	-0.134 (-0.27)
<i>LOSS</i>	1.286 (1.05)	0.134* (1.67)
<i>FOR</i>	0.075** (2.03)	0.013*** (5.25)
<i>FIRM^{AGE}</i>	-0.140 (-0.31)	-0.161*** (-5.45)
$\Sigma IND, \Sigma YR$	included	included
F-stat.	4.99***	11.03***
Adj_R ²	0.2175	0.4111
ods	820	820

1) 변수의 대한 정의는 <표 4> 참조

2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타냄

V. 결론

본고는 국내 상장사의 지속가능성 보고서 외부 인증 현황을 최근 2016년부터 2023년까지의 확장된 표본과 신규 ESG 평가자료를 바탕으로 실증적으로 분석하였다. 그 결과, 국내 상장사들은 전반적으로 높은 수준의 외부 인증 채택률을 유지하고 있으나, 인증기관 유형과 인증기준 선택에 있어서는 국제적 기준과의 정합성이 여전히 제한적인 것으로 나타났다.

구체적으로, 유가증권시장(KOSPI) 상장사들 다수는 지속가능성 보고서에 대해 외부 인증을 수행하고 있으나, 대형회계법인(BIG4)을 통한 인증 비율은 지속적으로 감소 추세를 보였으며, Accountability(AA1000AS 등) 기준의 활용은 오히려 확대되는 경향을 보였다. 이는 국내 인증시장이 비용 효율성과 접근성 등을 고려하여 비교적 유연한 인증기관과 실천지향적 기준을 선호하는 구조로 작동하고 있음을 나타낸다. 반면 ISAE3000 등 국제적 인증기준의 활용도는 감소세를 보이고 있어, 인증 품질의 표준화 및 국제 비교 가능성 확보 측면에서는 여전히 개선의 여지가 존재한다.

또한, 코스닥(KOSDAQ) 상장사의 경우 보고서 발간 및 외부 인증 채택이 최근 몇 년간 급속도로 확산되고 있어, 향후 지속가능성 보고서 공시 및 인증의 제도화가 대기업을 넘어 중견·기술기업군으로 확장될 가능성을 확인할 수 있었다. 이는 지속가능성 보고서 외부 인증이 단일 산업군이나 대기업에 한정된 과제가 아님을 나타내고 있으며, 산업별 리스크 노출 정도에 따른 인증 품질 관리와 표준화 방안이 함께 논의되어야 함을 시사한다.

이상의 분석을 종합하면, 국내 상장사의 ESG 보고서 인증은 양적으로는 이미 높은 보급 수준에 도달하였으나, 인증기관의 전문성 강화, 대형 회계법인의 참여 확대, 국제 인증기준 활용 증대 등 인증 품질의 고도화는 향후 주요 과제로 남아 있음을 확인할 수 있다. 특히 국제적으로 지속가능성 보고서 공시의 법적 의무화가 강화되는 상황에서, 국내 인증제도 역시 국제 감사기준과의 정합성을 확보하고, 이해관계자 신뢰를 강화할 수 있도록 체계적 개선이 요구된다.

향후 연구는 지속가능성 보고서 공시 인증의 효과성을 보다 다각적으로 검증하기 위해, 개별 기업의 ESG 성과 개선과 자본시장 평가 간의 연계성, 인증기관별 인증 품질의 비교, 그리고 지속가능성 보고서의 외부 인증이 기업의 실질적 지속가능경영 역량 강화에 미치는 기여도를 정량적으로 검증하는 후속 실증연구로 이어져야 할 것이다. 이를 통해 국내 지속가능성 보고서 외부 인증제도가 형식적 요건을 넘어 실질적 가치창출 메커니즘으로 자리잡을 수 있을 것으로 기대된다.

〈참고문헌〉

- Abay, Z. 2022. The signalling role of voluntary ESG assurance. *International Journal of Managerial and Financial Accounting* 14 (3): 265-294.
- Alon, A and M. Vidovic. 2015. Sustainability performance and assurance: Influence on reputation. *Corporate Reputation Review* 18: 337-352.
- Ballou, B., P. C. Chen, J. H. Grenier, and D. L. Heitger. 2018. Corporate social responsibility assurance and reporting quality: Evidence from restatements. *Journal of Accounting and Public Policy* 37 (2): 167-188.
- Beji, R., O. Yousfi, N. Loukil, and A. Omri. 2021. Board diversity and corporate social responsibility: Empirical evidence from France. *Journal of Business Ethics* 173: 133-155.
- Braam, G and R. Peeters. 2018. Corporate sustainability performance and assurance on sustainability reports: Diffusion of accounting practices in the realm of sustainable development. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 25 (2): 164-181.
- Casey, R. J and J. H. Grenier. 2015. Understanding and contributing to the enigma of corporate social responsibility (CSR) assurance in the United States. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 34 (1): 97-130.
- Chams, N., J. García-Blandón, and K. Hassan. 2021. Role reversal! Financial performance as an antecedent of ESG: The moderating effect of total quality management. *Sustainability* 13 (13): 7026.
- Christensen, H. B., L. Hail, and C. Leuz. 2021. Mandatory CSR and sustainability reporting: Economic analysis and literature review. *Review of accounting studies* 26(3): 1176-1248.
- Corbett, C. J., M. J. Montes-Sancho, and D. A. Kirsch. 2005. The financial impact of ISO 9000 certification in the United States: An empirical analysis. *Management Science* 51 (7): 1046-1059.
- Darnall, N., I. Seol, and J. Sarkis. 2009. Perceived stakeholder influences and organizations' use of environmental audits. *Accounting, Organizations and Society* 34 (2): 170-187.
- Edgley, C. R., M. J. Jones, and J. F. Solomon. 2010. Stakeholder inclusivity in social and environmental report assurance. *Accounting, Auditing & Accountability*

- Journal* 23 (4): 532-557.
- Friske, W., S. A. Hoelscher, and A. N. Nikolov. 2023. The impact of voluntary sustainability reporting on firm value: Insights from signaling theory. *Journal of the Academy of Marketing Science* 51 (2): 372-392.
- Gipper, B., S. Ross, and S. X. Shi. 2024. ESG assurance in the United States. *Review of Accounting Studies*. 1-51.
- Gupta, K., R. Banerjee, and I. Onur. 2017. The effects of R&D and competition on firm value: International evidence. *International Review of Economics & Finance* 51: 391-404.
- Hahn, R and M. Kühnen. 2013. Determinants of sustainability reporting: A review of results, trends, theory, and opportunities in an expanding field of research. *Journal of Cleaner Production* 59: 5-21.
- IFAC. 2025. The state of play: Sustainability Disclosure and Assurance Five-Year Trend & Analysis(2019-2023), *IFAC Surveys & Reports(May 12, 2025)*
- Jackson, R. B., P. Friedlingstein, R. M. Andrew, J. G. Canadell, C. Le Quéré, and G. P. Peters. 2019. Persistent fossil fuel growth threatens the Paris Agreement and planetary health. *Environmental Research Letters* 14 (12): 121001.
- Kaspereit, T and K. Lopatta. 2016. The value relevance of SAM's corporate sustainability ranking and GRI sustainability reporting in the European stock markets. *Business Ethics: A European Review* 25 (1): 1-24.
- Maroun, W. 2019. Does external assurance contribute to higher quality integrated reports?. *Journal of Accounting and Public Policy* 38 (4): 106670.
- O'Dwyer, B., D. Owen, and J. Unerman. 2011. Seeking legitimacy for new assurance forms: The case of assurance on sustainability reporting. *Accounting, Organizations and Society* 36 (1): 31-52.
- Owen, D. L., T. A. Swift, C. Humphrey, and M. Bowerman. 2000. The new social audits: Accountability, managerial capture or the agenda of social champions?. *European Accounting Review* 9 (1): 81-98.
- Pflugrath, G., P. Roebuck, and R. Simnett. 2011. Impact of assurance and assurer's professional affiliation on financial analysts' assessment of credibility of corporate social responsibility information. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 30 (3): 239-254.
- Scalet, S and T. F. Kelly. 2010. CSR rating agencies: What is their global impact?.

- Journal of Business Ethics* 94: 69-88.
- Sethi, S. P., T. F. Martell, and M. Demir. 2017. Enhancing the role and effectiveness of corporate social responsibility (CSR) reports: The missing element of content verification and integrity assurance. *Journal of Business Ethics* 144: 59-82.
- Simnett, R., A. Vanstraelen, and W. F. Chua. 2009. Assurance on sustainability reports: An international comparison. *The Accounting Review* 84 (3): 937-967.
- Thompson, E. K., O. Ashimwe, S. Buerter, and S. Y. Kim. 2022. The value relevance of sustainability reporting: Does assurance and the type of assurer matter?. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal* 13 (4): 858-877.
- 강원, 정무권. 2020. ESG 활동의 효과와 기업의 재무적 특성. *한국증권학회지* 49 (5): 681-707.
- 최종원, 조은혜. 2022. ESG 활동수준이 ESG 위원회 설치에 미치는 영향. *회계저널* 31(5): 193-222.
- 최종원, 현석, 문승환. 2025. 국내 상장사의 지속가능성 공시 인증 분석: 인증 현황, ESG 성과 및 기업가치와의 관련성 연구. *회계저널* 34(2): 95-129.

밸류업 프로그램이 기업가치에 미치는 영향

: ESG 수준을 중심으로

연구논단II

이은정 | 한양대학교 경영학부 교수

이유경 | 부경대학교 경영학부 교수

I. 서론

한국 자본시장은 오랫동안 “코리아 디스카운트(Korea Discount)”라는 구조적 문제에 직면해 왔다. 이는 한국 기업들의 주가와 기업가치가 글로벌 동종 기업에 비해 낮게 평가되는 현상을 의미하며, 그 원인으로는 기업 지배구조의 불투명성, 낮은 배당 성향과 소극적인 주주환원 정책, 과도한 사내 유보금 축적, 그리고 대주주 및 재벌 중심의 지배구조로 인한 소액주주 권익 제한 등이 지적되어 왔다. 이러한 요인들은 외국인 투자자뿐 아니라 국내 기관투자자들의 투자 매력을 저하시켜 자본시장의 전반적인 활력을 약화시키는 결과를 초래하였다.

이러한 문제의식을 바탕으로 한국 정부와 금융당국은 2024년부터 밸류업(Value-up) 프로그램을 본격적으로 도입하였다. 이 프로그램의 핵심은 각 기업이 자체적인 기업가치 제고 계획을 수립·공시하도록 유도하고, 한국거래소(KRX)가 이를 토대로 Korea Value-up Index를 산출하여 기업가치 제고에 적극적인 기업을 선별해 투자자에게 제시하는 것이다. 이는 단순히 기업 개별의 전략 차원을 넘어 제도적으로 기업가치 제고 문화를 확산시키고 자본시장의 신뢰를 높이는 포괄적 정책으로 평가된다. 밸류업 프로그램의 주요 목표는 크게 세 가지로 요약될 수 있다. 첫째, 자본 효율성의 제고이다. 기업이 자본을 비효율적으로 유보하기보다는 수익성 높은 투자, 적극적인 배당, 자사주 매입 등을 통해 자본 활용도를 높이도록 유도한다는 것이다. 둘째, 지배구조의 개선이다. 독립적인 이사회 구성과 투명한 의사결정 구조를 확립하

여 기업 운영의 신뢰성을 제고하고 투자자와의 소통을 강화하는 것이다. 셋째, 주주가치의 제고이다. 소액주주를 포함한 다양한 이해관계자의 권익을 보호하면서 장기적으로 기업가치 상승을 도모하는 것이다. 이처럼 밸류업 프로그램은 기업의 자본 활용 효율성 제고와 주주친화적 경영 확산을 통해 기업가치를 증대할 것이라는 기대를 바탕으로 도입되었다.

그러나 밸류업 프로그램이 모든 기업에 동일한 효과를 가져오는 것은 아니다. 예를 들어, 일부 기업은 지수 편입 발표와 동시에 유의미한 주가 상승을 경험하는 반면, 다른 기업은 미미한 반응에 그치거나 시장의 관심을 끌지 못하는 경우도 있다. 즉, 동일한 재무적 조치를 취하더라도 기업별 효과는 상이하게 나타날 수 있으며, 이는 궁극적으로 시장 참여자들이 해당 조치를 어느 정도 신뢰하고 어떻게 해석하는가에 의해 결정될 수 있다. 본 논문은 밸류업 프로그램의 효과를 강화하는 요인으로 ESG(Environmental, Social, Governance) 수준에 주목한다. ESG가 우수한 기업은 시장으로부터 이미 높은 신뢰를 확보하고 있기 때문에, 밸류업을 위한 배당 확대나 자사주 매입이 있을 시 투자자들은 이를 경영진의 기회주의적 행위가 아닌 장기적 가치 창출 전략의 일부로 해석할 가능성이 크다. 또한, ESG를 중시하는 글로벌 기관투자자들이 확대되는 상황에서 ESG가 우수한 기업은 밸류업 프로그램 실행 시 더 많은 투자 수요를 유인할 수 있다. 더불어 ESG 수준이 높은 기업은 비재무적 리스크(환경 규제, 사회적 갈등, 지배구조 리스크 등)가 상대적으로 낮기 때문에 요구수익률이 줄어들며, 밸류업 프로그램을 통한 자본비용 관리와 맞물려 더 큰 효과를 발휘할 수 있다.

한편, ESG 수준이 낮은 기업의 경우 밸류업 프로그램의 편입 효과가 오히려 더 크게 나타날 가능성도 존재한다. 이는 해당 기업들이 상대적으로 저평가되어 있는 만큼 배당 확대나 자사주 매입과 같은 밸류업 조치가 투자자들에게 턴어라운드(turnaround) 신호로 해석될 수 있기 때문이다. 즉, 기존에 신뢰가 낮았던 기업이 밸류업 프로그램을 통해 자본 효율성 제고나 주주환원 정책을 강화할 경우, 투자자들이 이를 기업가치 회복의 계기로 인식하여 더욱 강한 주가 반응을 보일 수 있다. 따라서 ESG 수준이 높은 기업은 신뢰성에 기반한 점진적 효과를, ESG 수준이 낮은 기업은 저평가 해소를 통한 급격한 효과를 경험할 수 있다는 점에서, ESG 수준은 밸류업 프로그램의 시장 효과를 설명하는 핵심적 조절 변수라 할 수 있다.

실증분석 결과를 살펴보면, 먼저 밸류업 지수 편입은 기업가치에 긍정적인 시장 반

응을 유발하였다. 사건연구(event study) 결과, 밸류업 지수 편입 기업은 모든 이벤트 윈도우에서 일관되게 유의한 양(+)의 누적비정상수익률(CAR)을 기록하였다. 예컨대, CAR(-1, 1) 구간에서 편입 기업의 평균 CAR은 0.0172($t=3.09$)로 나타나 비편입 기업의 0.0032($t=2.68$)보다 유의하게 높았으며, 두 집단 간 차이검정 결과 역시 0.0140($t=2.45$)으로 통계적 유의성이 확인되었다. 이러한 경향은 CAR(-3, 3), CAR(-5, 5), CAR(-10, 10) 구간에서도 동일하게 나타났다. 이러한 결과는 밸류업 프로그램이 평균적으로 기업가치 제고에 대한 투자자들의 기대를 강화하고, 발표일 전후 유의미한 초과수익을 발생시켰음을 의미한다. 즉, 밸류업 지수 편입 자체가 시장에서 독립적인 호재로 인식되었음을 실증적으로 보여준다.

그러나 기업별 시장 반응은 ESG 수준에 따라 뚜렷한 차이를 보였다. ESG 최상위 그룹(A+)에서는 밸류업 지수 편입 기업과 비편입 기업 간 CAR 차이가 유의하게 음(-)으로 나타나, 밸류업 프로그램 도입이 추가적인 긍정적 반응을 이끌어내지 못했다. 이는 이미 충분히 높은 신뢰를 받고 있어 추가적 호재로 작용하지 않았던 것으로 해석된다. 반면 A 그룹에서는 CAR(-10, 10) 구간에서 0.0454로 통계적으로 유의한 양(+)의 효과가 확인되어, 높은 수준의 ESG를 보유한 기업에서는 밸류업 편입이 신뢰 가능한 가치 제고 신호로 해석되었음을 보여준다. 이에 비해 ESG 중간 수준(B+, B) 기업군에서는 일관된 효과가 나타나지 않아, 시장이 해당 기업들의 밸류업 편입을 뚜렷한 가치 제고 요인으로 평가하지 않은 것으로 해석된다. 흥미롭게도 ESG 수준이 낮은 D 그룹의 경우 CAR 차이가 유의하게 양(+)으로 관찰되어, 투자자들이 저평가된 기업의 잠재적 턴어라운드(turnaround) 가능성에 주목했음을 의미한다. 종합하면, 밸류업 프로그램의 효과는 ESG 수준에 따라 상이하게 해석될 수 있음을 보여주는 결과라 할 수 있다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제2장에서는 한국 밸류업 지수의 개요를 다루며, 제3장에서는 사용된 자료와 분석 방법을 제시한다. 제4장에서는 실증분석 결과를 제시하고, 제5장에서는 연구의 결론과 정책적 시사점을 논의한다.

II. 한국 밸류업 지수(K-Value-up Index)의 개요

한국 밸류업 지수(K-Value-up Index)는 한국거래소(KRX)가 2024년 9월 공식 발표한 지수로, 기업가치 제고 가능성이 높은 상장기업을 선별하여 산출한 정책적 성격의 주가지수이다. 이 지수는 한국 자본시장의 고질적 문제로 지적되어 온 이른바 “코리아 디스카운트(Korea Discount)”를 완화하고, 상장기업의 주주친화적 경영을 제도적으로 유도하기 위한 목적으로 도입되었다. 코리아 디스카운트란 한국 기업의 주가가 글로벌 동종 기업 대비 낮게 평가되는 구조적 현상을 의미하며, 불투명한 지배 구조, 낮은 배당 성향, 과도한 내부 유보금 축적 등으로 인해 지속되어 왔다. 한국 밸류업 지수는 이러한 문제를 해소하기 위해 자본 효율성, 수익성, 주주환원 정책, 그리고 시장 평가 지표 등을 종합적으로 고려하여 우량 기업을 선정함으로써, 자본시장에서 저평가 문제를 완화하고 기업의 가치 제고 활동을 촉진하는 데 그 의의가 있다.

또한 본 지수는 단순히 지수 산출에 그치지 않고, 추후 ETF와 같은 금융투자상품으로 개발·상장될 경우 투자자의 접근성을 제고하고, 기업들로 하여금 시장 친화적 행동을 강화하도록 유도하는 파급 효과를 가져올 것으로 기대된다. 이는 밸류업 프로그램(Value-up Program)의 정책적 효과를 금융상품과 자본시장을 매개로 확산시켜, 제도적·시장적 선순환을 도모하는 장치로 기능할 수 있다.

지수는 총 100개 종목으로 구성되며, 이 중 유가증권시장(코스피) 상장사가 67개, 코스닥 상장사가 33개를 차지한다. 업종별로는 정보기술(IT), 산업재, 헬스케어, 자유소비재, 금융·부동산 부문의 비중이 상대적으로 높은 편이다. 기업 선정 과정은 다음의 다섯 단계 필터링 절차를 통해 이루어진다.

1. 규모 기준: 시가총액 상위 400위 이내 기업을 대상으로 함
2. 재무 안정성 기준: 최근 2년간 연속 적자 기업 및 합산 손익 적자 기업을 제외
3. 주주환원 성과 기준: 최근 2년간 배당 또는 자사주 소각 등 주주환원 실적 보유 여부 확인
4. 시장 평가 기준: PBR(Price-to-Book Ratio)이 전체 또는 업종 내 상위 50% 이내에 해당하는 기업 선별
5. 수익성 기준: ROE(Return on Equity)가 상대적으로 높은 기업을 기준으로 산업군 별 상위 100종목을 최종 선정

한국 밸류업 지수의 도입은 장기간 논의되어 온 한국 자본시장의 저평가 문제를 완화하려는 제도적 노력의 결실이라 할 수 있다. 본 지수는 배당 확대, 자사주 소각, 경영 효율성 제고 등 주주가치 제고 행동을 제도적으로 촉진함으로써, 향후 한국 증시의 구조적 체질 개선과 자본시장의 신뢰 회복에 기여할 것으로 예상된다. 나아가 투자자 관점에서는 해당 지수를 기초자산으로 하는 금융상품을 통해 투자 기회가 확대됨과 동시에, 기업가치 제고 활동이 자본시장 전반으로 확산될 수 있다는 점에서 중요한 의미를 지닌다.

III. 자료 및 분석방법

1. 자료

본 연구의 표본은 한국거래소(KRX)에서 발표한 밸류업 지수(Value-up Index) 편입 기업을 대상으로 구성하였다. 2024년 9월 24일 지수에 편입된 기업을 실험군(treatment group)으로 정의하고, 이에 속하지 않은 기업을 비교군(control group)으로 설정하여 이벤트 스터디(event study)를 수행하였다. 재무자료는 FnGuide의 Dataguide 데이터베이스를 활용하였다. Dataguide는 국내 상장기업의 재무제표, 재무비율, 시장가치 변수 등을 체계적으로 제공하므로, 본 연구에서는 기업 규모, 수익성, 부채비율 등 주요 통제변수를 산출하는 데 사용하였다. 기업의 ESG 수준은 한국ESG기준원(Korea Institute of Corporate Governance and Sustainability, KCGS)에서 매년 발표하는 ESG 평가등급을 활용하였다. 이를 통해 ESG 수준에 따른 밸류업 지수 편입 효과의 이질성을 검증하고자 한다. 추가자료 역시 Dataguide에서 제공하는 일별 종가 데이터를 사용하였다.

2. 분석방법

본 연구는 한국 밸류업 지수(K-Value-up Index) 발표가 자본시장 참여자들에게 어떠한 신호 효과를 가지는지를 검증하기 위하여 사건연구(event study)를 수행하였다. 한국 밸류업 지수는 한국거래소가 2024년 9월 24일 발표한 지수로, 자본 효율성,

수익성, 주주환원 정책 등을 종합적으로 고려하여 기업가치 제고 가능성이 높은 기업을 선별하는 것을 목적으로 한다. 따라서 지수 발표가 긍정적인 신호로 작용한다면, 편입 기업의 주가에서 통계적으로 유의한 반응이 관찰될 것으로 기대된다.

사건일(event day)은 지수 발표일인 2024년 9월 24일로 설정하였다. 분석의 타당성을 높이기 위해 성향점수매칭(propensity score matching, PSM; Rosenbaum & Rubin, 1983)을 적용하였다. 매칭은 기업 규모, 부채 수준, 수익성을 기준으로 수행하였으며, 로지스틱 회귀를 통해 성향점수를 산출한 후 각 밸류업 지수 편입 기업과 가장 근접한 비편입 기업을 1:1로 대응시켰다. 이 과정에서 caliper matching 기법을 사용하고, 동일한 대조군 표본이 여러 처치군과 매칭될 수 있도록 허용(matching with replacement)하였다. 최종적으로 100개의 처치군 기업과 100개의 대조군 기업이 선정되어 총 200개 기업을 대상으로 분석을 진행하였다.

정상수익률은 시장모형(market model)을 이용하여 추정하였다. 추정기간은 사건일 기준 250거래일 전부터 11거래일 전(-250, -11)까지로 설정하였다. 해당 기간 동안 주가 데이터가 확보되지 않거나 관측치가 30개 미만인 종목은 분석에서 제외하였다. 유가증권시장(KOSPI)에 상장된 종목은 코스피 지수를, 코스닥시장(KOSDAQ)에 상장된 종목은 코스닥 지수를 시장수익률로 사용하였다.

기업 i 의 t 일 수익률은 다음과 같이 표현된다.

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + e_{i,t}$$

$R_{i,t}$: 기업 i 의 실제 수익률

$R_{m,t}$: 시장수익률

β : 추정된 회귀계수

$e_{i,t}$: 오차항

이 회귀식을 통해 산출한 기대수익률과 실제 수익률의 차이를 비정상수익률(Abnormal Return, AR)로 정의한다.

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i R_{m,t}$$

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

이후 사건기간(event window) 동안의 AR을 합산하여 누적비정상수익률(CAR, Cumulative Abnormal Return)을 구하였다.

$$CAR_i(\tau_1, \tau_2) = \sum_{t=\tau_1}^{\tau_2} AR_{i,t}$$

사건기간은 사건일 전후 1거래일(-1, 1), 전후 3거래일(-3, 3), 전후 5거래일(-5, 5), 전후 10거래일(-10, 10)로 설정하였다. 이를 통해 밸류업 지수 발표에 대한 시장 반응을 다각도로 검증하였다.

본 연구는 밸류업 지수 편입 기업과 비편입 기업의 평균 CAR을 비교하여 효과를 검증하였다. 편입 기업의 평균 CAR이 양(+)의 값으로 통계적으로 유의하다면, 지수 발표가 해당 기업 주가에 긍정적인 신호로 작용하여 초과수익을 발생시켰음을 의미한다. 반대로 뚜렷한 효과가 없거나 음(-)의 CAR을 보일 경우, 지수 발표가 시장에서 긍정적 요인으로 인식되지 않았음을 시사한다. 또한 두 집단 간 차이 검정을 병행하여, 지수 편입 여부에 따른 이질적 효과의 존재 여부를 확인하였다.

나아가 본 연구는 이러한 효과가 기업의 ESG 수준에 따라 어떻게 달라지는지 추가적으로 분석하였다. ESG 등급별로 편입 효과를 세분화함으로써, ESG가 우수한 기업과 그렇지 않은 기업 간 시장 반응이 차별적으로 나타나는지를 검증하였다. 만약 ESG 수준이 높은 기업에서 효과가 뚜렷하다면, 이는 투자자들이 밸류업 정책을 기업의 지속가능성과 신뢰성 강화의 신호로 해석하고 있음을 의미한다. 반대로 ESG 수준이 낮은 기업에서 더 큰 효과가 나타난다면, 이는 투자자들이 저평가된 기업의 재평가 가능성에 주목했음을 시사한다.

IV. 분석결과

밸류업 지수 발표일을 전후한 누적비정상수익률(CAR)에 대한 t-검정 결과는 <표 1>에 제시되어 있다. 먼저, CAR(-1, 1) 구간에서 밸류업 지수 편입 기업의 평균 CAR은 0.0172로 나타났으며, t-값은 3.09로 1% 수준에서 통계적으로 유의하였다. 반면, 비편입 기업의 평균 CAR은 0.0032(t=2.68)로 양(+)의 값을 보였으나 그 크기는 상대

적으로 작았다. 두 집단 간 차이검정 결과 (A)-(B)는 0.0140($t=2.45$)으로 나타나, 편입 기업의 주가 반응이 유의하게 더 강했음을 확인할 수 있다.

CAR(-3, 3) 구간에서도 유사한 패턴이 나타났다. 편입 기업은 평균 CAR 0.0182($t=2.83$)로 통계적으로 유의한 양(+)의 반응을 보였으며, 비편입 기업은 0.0033($t=1.99$)으로 제한적 유의성만을 보였다. 두 집단 간 차이는 0.0149($t=2.25$)로, 편입 기업이 비편입 기업에 비해 유의하게 높은 초과수익률을 기록하였다.

CAR(-5, 5) 구간에서 편입 기업은 0.0247($t=3.34$)의 유의한 양(+)의 CAR을 기록한 반면, 비편입 기업은 0.0053($t=2.52$)에 그쳤다. 두 집단 간 차이는 0.0194($t=2.52$)로, 편입 효과가 통계적으로 뚜렷하게 나타났다. 마지막으로 CAR(-10, 10) 구간에서도 편입 기업은 0.0221($t=2.47$)로 유의한 양(+)의 CAR을 보였으나, 비편입 기업은 0.0030($t=1.06$)으로 유의하지 않았다. 두 집단 간 차이는 0.0191($t=2.03$)으로 여전히 유의하였다.

이상의 결과는 밸류업 지수 편입 기업이 발표일 전후 모든 이벤트 윈도우에서 일관되게 유의미한 초과수익률을 기록했음을 보여준다. 특히, 비편입 기업과의 비교에서도 편입 기업이 항상 더 높은 CAR을 나타냈다는 점은, 밸류업 지수 발표가 시장에서 긍정적 신호로 작용했음을 강하게 시사한다. 이는 밸류업 정책이 기업가치 제고에 대한 투자자들의 기대를 강화하고, 단기적 주가 상승 효과를 실질적으로 유발했음을 의미한다.

〈표 1〉 밸류업 지수 발표일 주변 누적비정상수익률(CAR)에 대한 t-test 결과

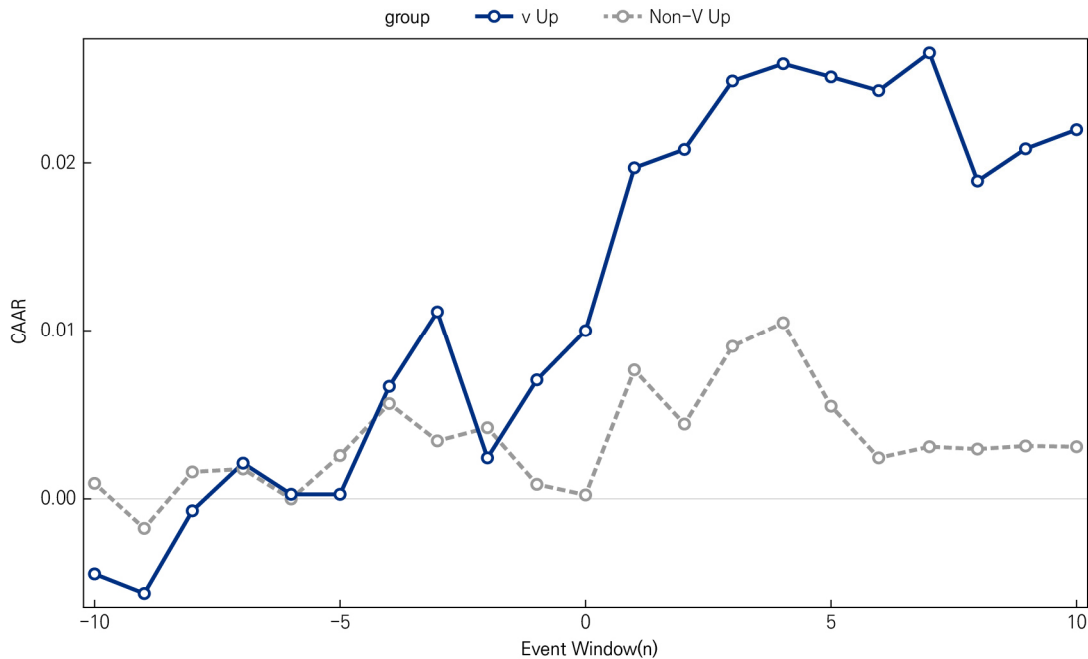
대괄호 안의 숫자는 t-값을 의미하며, (A)와 (B)의 t-값은 “CAR=0”을 t-test한 통계치이고, 차이검정(A)-(B)의 t-값은 “CAR(A)=CAR(B)”을 t-test한 통계치이다.

구분	밸류업 지수 O (A)	밸류업 지수 X (B)	차이 검정 (A)-(B)
CAR(-1, 1)	0.0172 (3.09)	0.0032 (2.68)	0.0140 (2.45)
CAR(-3, 3)	0.0182 (2.83)	0.0033 (1.99)	0.0149 (2.25)
CAR(-5, 5)	0.0247 (3.34)	0.0053 (2.52)	0.0194 (2.52)
CAR(-10, 10)	0.0221 (2.47)	0.0030 (1.06)	0.0191 (2.03)
N	100	2497	

〈그림 1〉은 밸류업 지수(Value-up Index) 편입 기업과 비편입 기업의 사건일(event day, 0일)을 중심으로 한 누적평균비정상수익률(CAAR) 추이를 나타낸다. 분석 결과, 지수 발표 전 기간(-10일 ~ -1일) 동안 두 집단 간의 차이는 거의 관찰되지 않았으며, 이는 사건 이전에는 편입 여부에 따른 차별적 주가 반응이 존재하지 않았음을 의미한다. 그러나 발표일 직전부터 편입 기업(V Up)의 CAAR이 빠르게 상승하기 시작하여, 사건일 전후로 뚜렷한 양(+)의 초과수익이 나타났다. 특히 사건일 이후 +5일 전후 구간에서 V Up 기업군의 CAAR은 2%p 이상 상승하며, 통계적으로 유의미한 수준에서 지속적인 상승세를 보였다. 반면, 비편입 기업(Non-V Up)의 CAAR은 전 기간 동안 0 근처에서 제한적인 등락만을 보이며 유의한 변화가 관찰되지 않았다.

이러한 결과는 밸류업 지수 편입이 자본시장에서 긍정적인 신호 효과(signal effect)로 작용하였음을 보여준다. 편입 기업의 경우, 지수 발표가 투자자들로 하여금 해당 기업의 가치 제고 가능성을 재평가하게 만드는 촉매 역할을 했으며, 그 효과가 단기적인 이벤트에 국한되지 않고 일정 기간 동안 지속되었음을 확인할 수 있다. 반대로 비편입 기업은 발표일 전후로 특별한 주가 반응을 보이지 않아, 지수 편입 여부가 투자자들의 기대 형성에 결정적인 요인으로 작용했음을 시사한다.

〈그림 1〉 밸류업 지수 발표일 주변 누적평균비정상수익률(CAAR) 추이



앞서 전체 표본을 대상으로 한 분석 결과는 밸류업 지수 편입 기업이 발표일 전후 유의미한 초과수익률을 기록했음을 보여주었다. 그러나 이러한 결과는 기업 규모, 부채 수준, 수익성 등 기업 특성의 이질성에서 비롯된 표본 간 비교 편이가 존재할 가능성을 배제하기 어렵다. 이에 본 연구는 보다 엄밀한 분석을 위하여 성향점수매칭(propensity score matching, PSM) 기법을 적용하여, 밸류업 지수 편입 기업과 유사한 특성을 지닌 비편입 기업을 매칭하였다. 매칭을 통해 구성된 통제집단을 활용하여 동일한 이벤트 스터디를 수행한다.

〈표 2〉는 성향점수매칭(PSM)을 통해 유사한 특성을 가진 기업 간 비교를 수행한 결과를 보여준다. 분석 결과, 밸류업 지수 편입 기업(A)은 모든 이벤트 윈도우에서 일관되게 양(+)의 CAR을 기록하였으며, 대부분 5% 또는 1% 수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다.

구체적으로, CAR(-1, 1) 구간에서 편입 기업은 0.0172($t=3.09$)로 뚜렷한 양(+)의 CAR을 보였으나, 비편입 기업(B)은 -0.0052($t=-1.25$)로 통계적으로 유의하지 않았다. 두 집단 간 차이 검정 결과는 0.0224($t=3.23$)로 나타나, 1% 수준에서 유의성을 확보하였다. 이는 단기 이벤트 윈도우에서도 편입 기업 효과가 뚜렷하게 존재함을 의미한다.

CAR(-3, 3) 및 CAR(-5, 5) 구간에서도 유사한 패턴이 확인되었다. 편입 기업은 각각 0.0182(t=2.84)와 0.0247(t=3.35)로 유의한 양(+)의 CAR을 기록한 반면, 비편입 기업은 -0.0025(t=-0.50), 0.0034(t=0.50)로 모두 유의하지 않았다. 차이 검정 결과 역시 0.0208(t=2.54), 0.0213(t=2.12)로 유의성이 확인되었다.

마지막으로, CAR(-10, 10) 구간에서도 편입 기업은 0.0221(t=2.48)로 유의하게 양(+)의 CAR을 기록했으나, 비편입 기업은 -0.0006(t=-0.06)으로 유의성이 없었다. 두 집단 간 차이 검정은 0.0227(t=1.75)로 10% 수준에서 유의하여, 장기 윈도우에서도 편입 기업이 비편입 기업보다 유의하게 높은 초과수익률을 기록했음을 보여준다.

종합하면, 이러한 결과는 기업 특성을 통제한 이후에도 밸류업 지수 편입 효과가 독립적으로 존재함을 시사한다. 특히, 비편입 기업은 모든 이벤트 윈도우에서 유의한 CAR을 보이지 못한 반면, 편입 기업은 단기에서 장기에 이르는 전 구간에서 일관되게 긍정적인 시장 반응을 경험하였다. 이는 밸류업 지수 편입이 단순한 표본 특성의 차이가 아니라, 시장에서 독립적인 호재로 인식되었음을 실증적으로 보여준다.

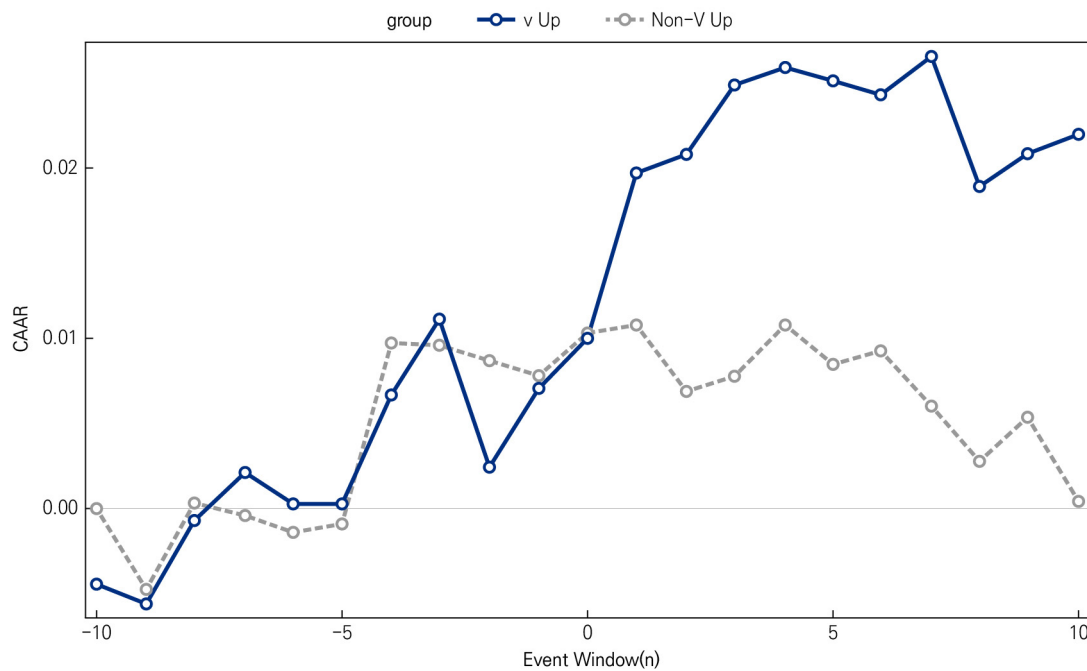
〈표 2〉 매칭기업을 이용한 밸류업 지수 발표일 주변 누적비정상수익률(CAR)에 대한 t-test 결과
 대괄호 안의 숫자는 t-값을 의미하며, (A)와 (B)의 t-값은 “CAR=0”을 t-test한 통계치이고, 차이검정(A)-(B)의 t-값은 “CAR(A)=CAR(B)”을 t-test한 통계치이다.

구분	밸류업 지수 O (A)	밸류업 지수 X (B)	차이 검정 (A)-(B)
CAR(-1, 1)	0.0172 (3.09)	-0.0052 (-1.25)	0.0224 (3.23)
CAR(-3, 3)	0.0182 (2.84)	-0.0025 (-0.50)	0.0208 (2.54)
CAR(-5, 5)	0.0247 (3.35)	0.0034 (0.50)	0.0213 (2.12)
CAR(-10, 10)	0.0221 (2.48)	-0.0006 (-0.06)	0.0227 (1.75)
N	100	100	

〈그림 2〉는 밸류업 지수 편입 기업과 비편입 기업의 누적평균비정상수익률(CAAR) 추이를 사건일 전후 21거래일(-10일 ~ +10일) 동안 비교한 결과를 보여준다. 분석 결과, 비편입 기업의 CAAR은 전 기간에 걸쳐 0 부근에서 등락을 반복하며 유의미한 패턴을 보이지 않았다. 반면, 밸류업 지수에 편입된 기업은 사건일 전후 뚜렷한 상승세를 나타냈다. 특히 사건일 직후부터 CAAR이 급격히 증가하여 +3일에서 +5일 구

간에서 약 2%p 이상의 초과수익률을 기록한 후, 이후에도 높은 수준을 유지하는 모습을 확인할 수 있다. 이는 밸류업 지수 편입 발표가 시장에서 긍정적인 신호로 해석되었음을 의미하며, 단기적인 이벤트 효과를 넘어 일정 기간 동안 지속적인 초과수익으로 이어졌음을 시사한다. 다시 말해, 밸류업 프로그램은 단순한 정책적 수사가 아닌, 실제로 시장 참여자들에게 기업가치 제고의 신뢰할 수 있는 신호로 작용했음을 실증적으로 보여준다.

〈그림 2〉 매칭기업을 이용한 밸류업 지수 발표일 주변 누적평균비정상수익률(CAAR) 추이



마지막으로, ESG 수준에 따라 밸류업 프로그램의 효과가 어떻게 달라지는 실증적으로 분석한다. 〈표 3〉은 매칭기업을 이용하여 밸류업 지수 발표일 전후 누적비정상 수익률(CAR)을 ESG 수준별로 비교한 결과를 제시한다. 전반적으로 밸류업 지수 편입 효과는 ESG 등급별로 상이하게 나타났으며, 일부 구간에서는 통계적으로 유의한 차이가 확인되었다. 반면, A 그룹은 CAR(-1, 1)에서 0.0226(t=1.84)으로 유의수준에 근접한 결과를 보였으며, CAR(-10, 10)에서는 0.0454(t=2.28)로 통계적으로 유의한 양(+)의 효과가 나타났다. 이는 ESG 수준이 높은 기업일수록 밸류업 편입이 신뢰할 수 있는 가치 제고 신호로 해석되어 지속적인 시장 반응을 이끌어냄을 의미한다.

다음으로, ESG 중간 수준 기업군 중 B+ 그룹에서는 전 구간에서 차이가 미약하고, 통계적으로 유의하지 않았다. 이는 중간 수준의 ESG 기업에서는 밸류업 지수 편입 효과가 뚜렷하게 나타나지 않음을 보여준다. 또한, B 그룹은 CAR(-1, 1)에서 0.0558(t=1.06), CAR(-3, 3)에서 0.0306(t=0.53), CAR(-10, 10)에서 -0.0612(t=-0.55)로 일관되지 않은 결과를 보였으며, 통계적으로 유의한 효과는 관찰되지 않았다. 이는 ESG 수준이 중간 단계에 머물러 있는 기업의 경우, 시장이 밸류업 편입 발표를 확실한 가치 제고 신호로 인식하지 않았음을 시사한다. 이는 ESG 수준이 중간 단계에 머물러 있는 기업의 경우, 시장이 밸류업 편입 발표를 신뢰할 만한 확실한 가치 제고 신호로 받아들이지 않았음을 시사한다. 즉, ESG가 낮지도 높지도 않은 기업들은 편입 자체만으로는 투자자들의 기대를 자극하지 못하고, 오히려 시장의 무관심 속에 반응이 희석된 것으로 해석할 수 있다.

다음으로, C 그룹은 CAR(-1, 1)에서 0.0640(t=3.44), CAR(-3, 3)에서 0.0598(t=2.65), CAR(-10, 10)에서 0.0929(t=1.38)의 결과가 나타났으며, 특히 CAR(-1, 1)과 CAR(-3, 3)에서는 통계적으로 유의한 차이가 확인되었다. 이는 ESG 수준이 낮은 기업에서는 밸류업 편입이 시장에서 긍정적인 신호로 작용하지 못했음을 보여준다.

마지막으로, D 그룹에서는 CAR(-1, 1)에서 0.0640(t=3.44), CAR(-3, 3)에서 0.0598(t=2.65), CAR(-10, 10)에서 0.0929(t=1.38)의 결과가 나타났으며, 특히 CAR(-1, 1)과 CAR(-3, 3)에서는 통계적으로 유의한 차이가 확인되었다. 이는 ESG가 낮은 기업일수록 밸류업 편입 발표가 주가에 강한 이벤트 효과를 발생시켰음을 보여준다. 이러한 현상은 투자자들이 저평가된 기업의 가치 제고 가능성에 주목했기 때문으로 해석될 수 있다.

종합해보면, 이상의 결과는 밸류업 프로그램의 효과가 ESG 수준에 따라 뚜렷하게 달라진다는 점을 시사한다. ESG 최상위 그룹(A+)의 경우 밸류업 프로그램의 추가적 효과가 나타나지 않았는데, 이는 이미 ESG 프리미엄이 충분히 반영된 기업은 밸류업 편입으로 인한 초과수익이 제한적일 수 있음을 보여준다. 중간 수준(B+, B) 기업은 단기적으로 일부 긍정 반응을 보였으나 지속성이 부족했고, 낮은 수준(D 그룹)의 경우 오히려 단기 및 중기 구간에서 강한 양(+)의 차이가 확인되었다. 이는 밸류업 정책이 상대적으로 저평가된 기업에서 더 강한 재평가 효과를 발생시켰음을 의미한다.

〈표 3〉 ESG 등급에 따른 밸류업 지수 발표일 주변 누적비정상수익률(CAR)

대괄호 안의 숫자는 t-값을 의미하며, (A)와 (B)의 t-값은 “CAR=0”을 t-test한 통계치이고, 차이검정(A)-(B)의 t-값은 “CAR(A)=CAR(B)”을 t-test한 통계치이다.

구분	ESG	밸류업 지수 O (A)	밸류업 지수 X (B)	차이 검정 (A)-(B)
CAR(-1, 1)	A+	-0.0248 (-1.67)	0.0038 (0.64)	-0.0286 (-2.16)
	A	0.0135 (1.56)	-0.0091 (-1.06)	0.0226 (1.84)
	B+	0.0092 (0.84)	-0.0173 (-1.41)	0.0265 (1.61)
	B	0.0338 (1.75)	-0.0220 (-1.02)	0.0558 (1.06)
	C	0.0445 (2.73)	0.0319 (2.39)	0.0126 (0.59)
	D	0.0515 (19.04)	-0.0125 (-0.68)	0.0640 (3.44)
CAR(-3, 3)	A+	-0.0112 (-0.77)	0.0078 (1.04)	-0.0190 (-1.30)
	A	0.0195 (1.78)	-0.0109 (-1.07)	0.0304 (2.01)
	B+	0.0019 (0.16)	-0.0212 (-1.07)	0.0231 (1.05)
	B	0.0367 (1.79)	0.0061 (0.14)	0.0306 (0.53)
	C	0.0231 (1.29)	0.0152 (1.22)	0.0079 (0.35)
	D	0.0688 (4.10)	0.0090 (0.60)	0.0598 (2.65)
CAR(-5, 5)	A+	-0.0014 (-0.07)	0.0470 (2.95)	-0.0484 (-1.82)
	A	0.0174 (1.87)	0.0014 (0.13)	0.0160 (1.09)
	B+	0.0154 (1.04)	0.0052 (0.24)	0.0102 (0.40)
	B	0.0495 (1.77)	0.0847 (0.45)	-0.0352 (-0.38)
	C	0.0202 (0.73)	0.0268 (0.71)	-0.0066 (-0.19)
	D	0.0969 (2.54)	0.0176 (1.38)	0.0701 (1.74)
CAR(-10, 10)	A+	-0.0098 (-0.48)	0.0767 (10.69)	-0.0865 (-5.02)
	A	0.0222 (1.53)	-0.0232 (-1.75)	0.0454 (2.28)
	B+	0.0031 (0.20)	-0.0043 (-0.14)	0.0074 (0.22)
	B	0.0466 (1.82)	0.1078 (0.35)	-0.0612 (-0.55)
	C	0.0063 (0.16)	0.0027 (0.12)	0.0036 (0.08)
	D	0.0927 (2.03)	-0.0002 (-0.00)	0.0929 (1.38)

V. 결론

본 연구는 밸류업(Value-up) 프로그램 발표가 자본시장에 미치는 효과를 사건연구(event study)와 성향점수매칭(PSM)에 기반하여 검증하고, 그 효과가 기업의 ESG 수준에 따라 이질적으로 나타나는지를 분석하였다. 주요 결과는 다음과 같이 요약된다.

첫째, 밸류업 지수 편입 기업은 모든 이벤트 윈도우—CAR(-1,1), (-3,3), (-5,5), (-10,10)—에서 일관되게 유의한 양(+)의 누적비정상수익률(CAR)을 기록하였다. 이는 밸류업 지수 편입이 독립적인 호재로 인식되어 초과수익을 유발한다는 점을 시사한다. 기업 특성(규모·부채·수익성)을 통제하기 위해 PSM을 적용한 이후에도 결과는 변함이 없었으며, 편입/비편입 간 차이검정 역시 통계적으로 유의하였다. 따라서 관측 가능한 특성에 따른 표본선택편의로 설명되기보다는 지수 편입 그 자체의 신호효과로 해석하는 것이 타당하다.

둘째, 편입 효과는 ESG 수준에 따라 뚜렷한 이질성을 보였다. 최상위군(A+)에서는 일부 윈도우에서 유의한 음(-)의 차이가 확인되어 추가적 호재로서의 여지가 제한적이었다. 반면 높은 수준의 A군은 CAR(-10,10) 등에서 유의한 양(+)의 차이를 보여, 신뢰 기반의 점진적 재평가가 이루어졌음을 시사한다. 중간 수준(B+, B)의 경우 효과의 방향과 유의성이 일관되지 않았으며, 이는 시장이 해당 집단의 편입을 명확한 가치제고 신호로 받아들이지 않았음을 의미한다. 한편 낮은 수준(D)에서는 CAR(-1,1), CAR(-3,3)에서 유의한 양(+)의 차이가 관찰되어, 저평가 상태에서의 재평가(re-rating) 및 턴어라운드 기대가 강하게 작동했음을 보여준다.

셋째, 누적평균비정상수익률(CAAR) 궤적은 사건일 직후 편입 집단에서 급격한 상승을 보인 후 일정 기간 고점을 유지하는 패턴을 제시하였다. 이는 단기적 반응을 넘어 일정 기간 지속되는 신호효과 존재를 뒷받침한다.

본 연구는 한국 밸류업(Value-up) 프로그램의 지수 편입이라는 정책 주도형 제도적 이벤트가 단순한 제도적 수사에 그치지 않고, 실제로 자본시장에서 통계적으로 유의한 초과수익을 동반하는 신호효과(signal effect)를 발생시킨다는 점을 체계적으로 보여 주었다. 나아가 동일한 이벤트라 하더라도 그 효과가 모든 기업에서 일관되게 나타나는 것이 아니라, 기업의 ESG(Environmental, Social, Governance) 수준에 따라 차별적으로 조절된다는 사실을 실증적으로 입증하였다. 이러한 결과는 밸류업 정책이 시

장 참여자들에게 신뢰할 수 있는 가치 제고의 신호로 작동하기 위해서는, 단순히 제도적 편입 여부 자체보다도 기업이 보유한 ESG 프로파일이 중요한 전제 조건임을 시사한다. 따라서 정책 설계 측면에서는 ESG 수준에 따른 차별화된 기준과 지원책을 마련할 필요가 있으며, 기업 전략 측면에서도 자사의 ESG 역량을 강화하거나 보완하는 노력이 병행될 때 밸류업 편입의 효과가 극대화될 수 있음을 본 연구는 제시한다.

〈참고문헌〉

- Becht, M., Franks, J., Miyajima, H., & Suzuki, T. (2023). Does ESG engagement create value? Evidence from Japan's GPIF stewardship experiment. RIETI Discussion Paper Series 23-E-062. Research Institute of Economy, Trade and Industry (RIETI).
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1-23.
- Dyck, A., & Zingales, L. (2004). Private benefits of control: An international comparison. *Journal of Finance*, 59(2), 537-600.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56.
- 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.
- Krüger, P. (2015). Corporate goodness and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 115(2), 304-329.
- Rosenbaum, P. R., & Rubin, D. B. (1983). The central role of the propensity score in observational studies for causal effects. *Biometrika*, 70(1), 41-55.
- 금융위원회. (2024). 밸류업 프로그램 추진 방안. 정책보고서.
- 한국거래소. (2024). Korea Value-up Index 지수 산출 개요. 보도자료.
- 한국ESG기준원. (2024). ESG 평가등급 결과보고서.

ESG 리뷰

ESG Review

발행처 한국ESG기준원
발행인 이정희
발행일 2025년 9월
주 소 서울시 영등포구 여의나루로 76 (07329)
Tel 02)3775-3339
Fax 02)3775-2630
E-mail cgsweb@cgs.or.kr
Home <http://www.cgs.or.kr>
인쇄처 경성문화사 Tel (02)786-2999
