Asian Tax Journal Vol.27, No.3 (October 2026) pp.565－611 https://doi.org/10.35850/KJTA.27.3.18
KOREAN ACADEMIC SOCIETY OF TAXATION ISSN 3140－6092

ESG 평가 체계 변경에 따른 평가 등급-점수 간 연계성 분석

ESG Rating-Score Linkage under Changes in the KCGS Evaluation Framework

김미옥* · 이현경** · 정형록*** · 허성준****
Mi-Ok Kim · Hyun-Kyung Lee · Hyung-Rok Jung · Sung-Joon Huh

〈요 약〉

본 연구는 한국ESG기준원(KCGS)의 평가 체계 변경에 따른 ESG 평가등급과 평가점수 간 연계성을 실증 분석하고, 인접 등급 간 점수 구간의 중복이 평가 체계 자체의 속성인지 아니면 상이한 등급 기준이 적용된 연도들의 통합에 의한 현상인지를 규명하는 데 목적이 있다. 이를 위해 2011년부터 2022년까지의 KCGS 평가 자료를 이용하여 ESG 평가 체계와 평가 결과의 시계열적 변화를 확인하고 등급－점수 연계성을 연도별 분석과 연도 통합 분석으로 구분하였다.

분석 결과, 연도 내에서는 ESG 등급과 총점 간 대응 관계가 매우 높고 인접 등급 간 점수 중복도 제한적으로 나타났다. 반면 여러 연도를 통합하면 등급의 설명력과 판별 정확도가 낮아지고 모든 인접 등급에서 점수 구간의 중복이 확대되었다. 또한 하위 등급일수록 동일 등급 내 점수의 산포가 크게 나타났으며, 2022년 평가 모형 개편 이후에는 동일 연도 내에서도 등급과 총점 간 대응 관계가 일부 약화된 것으로 확인되었다.

* 제1저자(First Author), 한양사이버대학교 재무 · 회계 · 세무학과 조교수,
Assistant Professor, Department of Finance, Accounting and Taxation, Hanyang Cyber University, oki8383@hycu.ac.kr
** 교신저자(Corresponding Author), LH토지주택연구원 수석연구원,
Research Fellow, Land & Housing Research Institute, hohohk@lh.or.kr
*** 공동저자(Co-author), 경희대학교 회계학과 교수,
Professor, Department of Accounting, Kyung Hee University, jhrjhr@khu.ac.kr
**** 공동저자(Co-author), 가톨릭대학교 IT파이낸스학과 조교수,
Assistant Professor, Department of Tax IT and Financing, The Catholic University of Korea, shuh5@catholic.ac.kr

Received 8 September 2026 **Revised** 8 October 2026 **Accepted** 12 October 2026

이러한 결과는 기존 연구에서 ESG 등급의 한계로 지적되어 온 등급 간 점수 중복이 상당 부분 평가 체계 자체의 내재적 속성이라기보다 연도별로 상이한 등급 기준을 통합하는 과정에서 발생하는 현상임을 보여준다. 따라서 KCGS 자료를 이용한 장기 패널분석에서는 ESG 등급과 총점이 모든 연도에 걸쳐 동일한 경제적 의미를 갖는다는 가정을 사전에 검토할 필요가 있다. 점수 수준이나 분포의 변화에는 연도 고정 효과와 연도별 표준화 또는 순위 변환을 적용할 수 있으나, 등급 부여 방식이나 평가 방법 자체가 변경되었으면 개편 전후의 표본분할, 연도별 회귀분석 및 구조변화 검정을 병행할 필요가 있다. 본 연구는 KCGS 평가 자료의 시계열적 비교가능성과 측정오차 가능성을 실증적으로 제시하고, ESG 평가 자료를 활용하는 후속 실증연구를 위한 방법론적 기준을 제시한다는 점에서 의의가 있다.

<주제어> 한국ESG기준원, KCGS, ESG, ESG 평가, 평가등급, 평가점수

<Abstract>

This study examines the relationship between ESG ratings and ESG scores in the context of changes to the evaluation framework of the Korea Institute of Corporate Governance and Sustainability (KCGS). In particular, it investigates whether overlaps in score ranges across adjacent rating categories are inherent to the rating system or arise from pooling observations from years in which different rating criteria were applied. Using KCGS evaluation data from 2011 to 2022, we examine changes in the evaluation framework and evaluation outcomes over time and analyze the rating–score relationship separately within individual years and in the pooled sample.

The results show a strong correspondence between ESG ratings and scores within individual years, with only limited overlap across adjacent rating categories. In contrast, pooling observations across years weakens the explanatory power and classification accuracy of the ratings and substantially increases overlap across rating categories. Within-rating dispersion also increases as ratings decline, while the 2022 revision is associated with a weaker correspondence between ratings and scores even within the same year.

These findings indicate that the score overlap often regarded as a limitation of ESG ratings is largely attributable to pooling observations across years with different rating cutoffs rather than to an inherent ambiguity in the rating system itself. Accordingly, empirical studies using long-term KCGS panel data should first assess whether ESG ratings and scores have comparable economic meaning across years. Year fixed effects and within-year standardization or ranking may address changes in score levels and distributions, whereas changes in the rating scheme or evaluation methodology call for more stringent approaches, such as splitting the sample around major revisions, conducting year-by-year regressions, or explicitly testing for structural breaks. By documenting the temporal comparability and potential measurement-error issues in KCGS evaluation data, this study provides methodological guidance for subsequent empirical research using ESG ratings and scores.

<Key words> Korea Institute of Corporate Governance and Sustainability, KCGS, ESG, ESG evaluation, ESG ratings, ESG scores

Ⅰ. 서 론

최근 글로벌 자본시장에서 기업의 지속가능성과 사회적 책임에 대한 요구가 증가함에 따라, ESG(Environmental, Social, Governance) 경영이 기업경영의 핵심 요소로 자리 잡고 있다. 투자자, 주주 등 외부 이해관계자들은 기업의 ESG 성과에 대한 신뢰성 있는 정보 제공을 요구하고 있으며, 각국의 평가기관들은 다양한 ESG 평가 체계를 개발·운영하고 있다.

한국ESG기준원(Korea Institute of Corporate Governance and Sustainability, 이하 KCGS)은 국내 대표적인 ESG 평가기관으로, 2003년 지배구조 평가를 시작으로 2011년부터 환경과 사회 영역을 포함한 ESG 통합 평가를 시행해 왔다. KCGS는 ESG 평가를 통해 기업의 지속가능경영 관행을 개선하고, 외부 이해관계자에게 정확한 판단 정보를 제공하기 위해 노력하고 있다. 특히, ESG 정보 공시가 의무화되지 않은 국내 환경에서 KCGS의 평가 결과는 기업의 모범 관행 준수 수준을 계량적으로 측정·평가하여 외부 이해관계자에게 객관적이고 신뢰성 있는 정보를 제공하는 데 중요한 역할을 하고 있다.

KCGS의 ESG 평가는 상장회사가 현재 지속가능경영 수준을 점검하고 개선에 활용할 수 있도록 지원하는 것을 목적으로 하며, OECD 기업지배구조 원칙, ISO 26000 등 국제 기준에 부합할 뿐만 아니라 국내 법제 및 경영 환경을 충실히 반영하여 개발된 독자적 평가 모형을 적용하고 있다. 평가대상은 모든 유가증권시장 상장회사와 일부 코스닥 시장 상장회사로, 기업공시(사업보고서, 지속가능성 경영보고서, 누리집 등), 감독 기구 및 기관 자료, 미디어 자료 등 다양한 출처의 자료를 기반으로 평가가 이루어진다. 평가 프로세스는 기초 자료 수집, 기본 및 심화 평가, 검증 및 피드백, 등급 부여 및 공표의 단계로 구성되며, 기업은 평가 홈페이지를 통해 피드백에 참여할 수 있다.

KCGS의 ESG 평가 등급은 환경(E), 사회(S), 지배구조(G) 영역별 등급과 ESG 등급 등 총 4가지가 부여되며, S(탁월), A+(매우 우수), A(우수), B+(양호), B(보통), C(취약), D(매우 취약) 등 7단계로 구분된다. 영역별로 세부 평가 항목과 가중치가 다르게 적용되며, 평가 결과는 기업의 홈페이지 및 홍보자료 등에 활용할 수 있도록 등급 마크와 배너로 제공된다.

본 연구에서 사용하는 두 가지 '점수'는 척도가 서로 다르다는 점에 유의할 필요가 있다. KCGS는 환경(E)·사회(S)·지배구조(G) 각 영역의 평가점수를 100점 만점으로 산출하는 반면, ESG 통합 평가에서 공표하는 ESG 총점은 영역별 등급을 등급 점수로 환산하여 가중 합산한 값이다. 따라서 ESG 총점과 영역별 총점은 직접 비교할 수 없으며, 이하에서는 전자를 'ESG 총점', 후자를 '영역별 총점'으로 구분하여 서술한다.

본 연구는 KCGS에서 수행하는 ESG 평가 결과 자료를 기반으로 평가 방법론과 평가 결과를 분석하였다. 구체적으로는 (1) 2011년부터 2022년까지 ESG 평가 체계는 어떻게 변경되었으며, 그 변경은 영역별·산업별 평가 결과에 어떠한 구조적 변화를 초래하였는가? (2) ESG 등급과

ESG 총점 간의 대응 관계는 연도 내에서 얼마나 일관적이며, 인접 등급 간 점수 구간의 중복은 어느 정도인가? (3) 관찰되는 등급 간 점수 중복은 평가 체계 자체의 속성에서 비롯된 것인가, 아니면 서로 다른 등급 기준이 적용된 연도를 통합함으로써 발생하는 현상인가를 중점적으로 분석한다. 이를 위해 2011년부터 2022년까지의 평가 결과를 통계적으로 분석하고, 환경, 사회, 지배구조 영역별로 평가 결과의 시계열적 변화와 산업별 특성을 비교·분석하였다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 첫째, 선행 연구가 ESG 등급을 점수나 더미변수로 치환하여 사용해 온 것과 달리, 본 연구는 등급과 총점을 함께 관찰함으로써 평가 자료 자체에 대해 검토하였다. 둘째, 등급 간 점수 분포의 차이를 통계적으로 검정하고 등급의 정보량을 정량적으로 제시한다. 마지막으로 연도별 분석과 연도 통합 분석을 분리함으로써 관찰되는 등급−점수 중복의 대부분이 연도별 등급 기준의 변경에 의한 것임을 제시하고 KCGS 자료를 이용하는 후속 연구가 연도 고정 효과 또는 연도별 표준화를 적용해야 하는 실증적 근거를 제공한다.

서론 이후 본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 ESG 평가 관련 선행 연구를, 제Ⅲ장에서는 ESG 평가 체계의 변경 연혁을 살펴보고, 제Ⅳ장에서는 ESG 평가 결과를 분석한다. 제Ⅴ장에서는 ESG 등급과 ESG 총점의 관련성을 분석하고, 제Ⅵ장에서는 실증연구의 방법론적 유의사항을 제시하며, 제Ⅶ장에서 결론을 제시한다.

Ⅱ. 선행 연구

회계학 및 경영학 분야의 ESG 평가 결과를 이용한 선행 연구를 살펴보기 위해 한국학술지인용색인(https://www.kci.go.kr) 논문 검색에서 'KCGS'가 포함되는, 발행 연도가 2020년부터 2024년까지인 논문을 살펴보았다. 사회과학 분야의 우수 등재 학술지, KCI 등재 학술지로 ESG 등급을 분석 변수로 사용하지 않은 논문, 사례 연구논문, 연구 동향 분석 논문, 발전 방안 제시 등의 비실증연구는 제외하였다.

환경(E), 사회(S), 지배구조(G) 영역별 등급과 ESG 등급을 관심 변수 및 종속변수로 사용한 논문을 살펴본 결과 각각의 등급별로 점수를 차등 부여한 논문과 더미변수를 사용한 논문이 가장 빈번한 것으로 나타났다. 예를 들어 등급별로 점수를 차등 부여한 논문은 A+등급에는 6점, A등급에는 5점을 부여하여 가장 낮은 D등급에는 1점을 부여하는 방식이며 다수의 논문에서 이 방법을 사용하였다. 최정혁(2021)은 ESG 평가 등급과 기업 가치 간의 관계를 살펴보았으며 이대현 등(2022)은 기업 특성이 ESG 경영 수준에 미치는 영향에 대해 분석하였다. 임욱빈과 김동현(2022)은 차분법을 적용한 변화량 변수를 활용하여 ESG 등급이 감사 보수 및 시간에 미치는 영향을 살펴본 결과 국외 선행 연구의 결과와는 다르게 사회(S)적 성과의 변화만 차기 감사 보수 변화에 양(+)의 관련성을 가지는 것으로 나타났다. 김동하와 배진철(2022)은 ESG 정보가 재

무분석가의 장기 예측에 미치는 영향을 분석하였고 박도준 등(2023)은 기업의 ESG 활동이 신용위험 및 평가에 미치는 영향을 살펴본 결과 기업의 ESG 등급은 신용위험 및 신용등급과 통계적으로 유의한 영향을 미치고 있지만 각각의 영역별 등급은 신용위험 및 신용평가 반영에 차이가 있는 것으로 나타났다. 최승로 등(2023)은 감사 품질이 ESG 수준에 미친 영향을 분석한 결과 감사 품질 측정치와 기업의 ESG 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 발견하였고, 김용미와 이상혁(2023)은 우수한 ESG 등급을 받은 기업일수록 높은 수준의 재무제표 비교가능성을 나타내는 것을 확인하였다. 인신환(2023)은 ESG 활동이 기업 조세 혜택에 미치는 영향을 연구하였고 권예경(2023)은 기업 성과 및 규모가 경영자보상과 ESG 관계에 미치는 영향을 살펴보았다.

한편, 더미변수를 사용한 논문은 B+등급 이상이면 1, B+미만에는 0을 부여하는 방식이다. 김은혜와 마희영(2020)은 ESG 등급과 각각의 영역별 등급 모두 기업 가치와 유의한 양(+)의 관련성을 가지는 것을 발견하였으며 이용대와 이치송(2021)은 재무성과가 우수하며 사회적 책임활동도 성실하게 수행하는 기업의 추가적인 기업 가치의 상승을 확인하였다. 이윤정과 박종일(2023)은 투자자들의 보유 현금에 대한 가치 관련성이 ESG 등급에 따라 차별적임을 주장하였다.

반면, ESG 등급을 사용하지 않고 ESG 총점을 사용한 연구도 있었는데 황성준과 신찬휴(2022)는 경영자보상이 높을수록 ESG 평가점수가 높아지는 것을 확인하였고 원용연과 신상윤(2023)은 환경(E) 항목의 점수와 지배구조(G) 항목의 공시 점수를 사용하여 환경경영이 기업의 공시와 재무성과 간의 관계에 영향을 미치는 것을 발견하였다.

이 외에도 등급별로 점수를 차등 부여하는 방법과 더미변수를 병행하여 사용한 논문(박종일과 이윤정 2022 ; 박종일과 이윤정 2024), 더미변수를 사용하지만 B등급을 기준으로 사용한 연구(김정모 2022 ; 심선택과 신동훈 2024), 등급 구간을 설정해 점수를 차등 부여한 논문(정우준 등 2023) 등 선행 연구들은 환경(E), 사회(S), 지배구조(G) 영역별 등급과 ESG 등급 및 ESG 평가점수를 다양한 방법으로 활용하여 분석하고 있다.

이상의 선행 연구의 한계점을 정리하면 다음과 같다. 첫째, 대부분의 연구가 KCGS 등급을 등간척도로 간주하여 점수로 변환하거나 특정 등급을 기준으로 이분화하고 있으나, 이러한 변환이 타당한지를 평가 자료 자체에 관해 검증한 연구는 찾기 어렵다. 김미옥 등(2025)은 텍스트 분석을 통해 KCGS 평가 자료를 이용한 연구 동향을 정리하면서 등급의 변환 방식이 연구마다 상이함을 보고하였으나, 변환의 타당성 자체를 자료로 검토하지는 않았다. 둘째, KCGS 평가 체계는 2013년과 2022년 두 차례에 걸쳐 등급 체계와 평가지표가 크게 개편되었음에도, 개편 전후의 자료를 하나의 표본으로 통합하여 사용하는 것이 초래하는 문제를 명시적으로 다룬 연구는 확인되지 않았다. 본 연구는 이러한 선행 연구의 한계점을 보완하는 데 목적이 있다.

Ⅲ. ESG 평가 체계 변경 연혁

다음 <Table 1>은 KCGS 모범규준 및 ESG 평가 연혁을 보여주고 있다. KCGS는 환경경영, 사회책임경영 및 지배구조의 E・S・G 모범규준을 제정하여 발표하고 있다. 지배구조 모범규준은 1999년 제정 후 2021년 3차 개정이 이루어졌으며, 환경과 사회 모범규준은 2010년 제정 후 2021년 1차 개정이 이루어졌다.

KCGS ESG 평가(이하 ESG 평가)는 2003년 지배구조 영역을 시작으로 2011년부터 환경과 사회 영역을 추가하여 ESG 통합 평가를 수행해 왔다. 2018년 금융사 지배구조 영역을 분리・신설하여 환경, 사회, 일반 상장사 지배구조, 금융사 지배구조 평가 체계를 운영하고 있다.

〈Table 1〉 History of KCGS Codes and ESG Evaluation

Year	Environmental (E)	Social (S)	Governance (G)	ESG evaluation
1999			Governance code established	
2003			Governance code : 1st revision	G evaluation launched
2004				Coverage : all KOSPI/KOSDAQ companies
2010	E/S codes established			
2011	Integrated ESG evaluation launched			
2015				KOSDAQ coverage : companies above a size threshold
2016			Governance code : 2nd revision	
2018				Separate FG evaluation launched
2021	E/S codes : 1st revision		Governance code : 3rd revision	
2022	Integrated ESG model revised			

1) Note : E=environmental ; S=social ; G=governance ; FG=governance of financial companies. Codes refer to KCGS best practice codes.
2) Source : KCGS (2023a).

ESG 평가는 코스피, 코스닥 상장사 등을 대상으로 시행하고 있다. 2003년에는 425개사를 대상으로 시험평가를 하고, 2004년부터 전체 코스피, 코스닥 상장사로 확대하였다. 2015년부터는 평가의 실효성 등을 고려하여 코스닥 상장사는 특정 규모 이상의 기업만 포함하였고, 2015년 839개사에서 2023년에는 1,049개사까지 평가 대상기업을 확대하여 ESG 평가를 시행하고 있다. 2011년에는 평가 대상기업이 KCGS의 판단 근거나 평가 결과에 대해 의견을 제시할 수 있는 피드백 시스템을 도입하였다.

글로벌 자본시장에서 기후변화 관련 재무적 정보 공개에 관한 투자자들의 요구가 증가함에 따라 기후변화 관련 정보 공시 및 주요 환경 이슈를 반영하여 글로벌 공시 체계와 연계하고 있다.

다음 <Table 2>는 환경 영역(E) 평가지표 대분류 체계 변경 연혁을 보여주고 있다. 2011년~2018년은 5개, 2019년~2021년은 3개, 2022년부터는 4개 대분류로 분류하고 있다. 대분류 체계의 축소와 재편은 개별 지표의 구성과 가중치가 함께 변경되었음을 의미한다. 따라서 연도를 통합하여 환경 영역 점수를 사용하는 경우, 지표 구성의 변화에 따른 점수 변동이 기업의 실질적 환경성과 변화로 오인될 수 있다.

〈Table 2〉 Changes in Major Environmental Evaluation Categories

Category	2011~2018	2019~2021	2022~
Major categories	Environmental strategy	–	Leadership and governance
	Environmental organization	–	Risk management
	Environmental management	Environmental management	–
	Environmental performance	Environmental performance	Operations and performance
	Stakeholder engagement	Stakeholder engagement	Stakeholder communication
No. of categories	5	3	4

1) Source : KCGS (2023a).

기업의 사회책임경영을 평가하기 위해 비재무 정보 공개에 관한 글로벌 가이드라인, ISO 26000 등 사회책임경영이 관련된 국제표준, 지침, 사회 모범규준과 평가 모형을 연계하고 있다.

다음 <Table 3>은 사회 영역(S) 평가지표 대분류 체계 변경 연혁을 보여주고 있다. 2011년~2021년에는 평가지표를 4개의 대분류로 구성하였다. 2022년 평가 모형 개정에 따라 대분류 체계가 크게 변화하였으며, 평가점수에 반영되지 않으나 향후 신규 평가 문항의 연착륙을 유도하기 위해 시범 적용 문항이 도입되었다. 이에 따라 사회 영역에서 '리더십과 거버넌스' 대분류는 시범 적용 문항으로만 구성되어 대분류 점수가 산출되지 않았다. 사회 영역 '공정 운영 관행'과 '지속 가능한 소비' 대분류는 산업 분류에 따라 일부 회사에 적용되지 않으며, 해당 회사의 경우

점수가 산출되지 않는다. 이는 2022년 개편으로 사회 영역의 대분류 체계가 전면 재구성되었으므로, 2021년 이전과 2022년 이후의 사회 영역 점수를 동일한 척도로 취급하여 시계열 비교하는 것은 적절하지 않음을 시사한다.

〈Table 3〉 Changes in Major Social Evaluation Categories

Category	2011~2021	2022~
Major categories	–	Leadership and governance
	Employees	Labor practices
	–	Occupational health and safety
	–	Human rights
	Suppliers and competitors	Fair operating practices
	Consumers	Sustainable consumption
	–	Information security and privacy protection
	Local communities	Community involvement and development
	–	Stakeholder communication
No. of categories	4	9

1) Source : KCGS (2023a).

다음 <Table 4>는 일반 상장사 지배구조 영역(G) 평가지표 대분류 체계 변경 연혁을 보여주고 있다. 2006년~2014년은 5개, 2015년부터는 '경영 과실 분배'가 빠진 4개 대분류로 분류하고 있다. '경영 과실 분배' 대분류의 삭제는 배당 등 주주환원 관련 지표의 비중 축소를 의미하므로, 2014년 이전과 이후의 지배구조 점수를 비교할 때는 이러한 지표 구성의 변화를 함께 고려하여야 한다.

〈Table 4〉 Changes in Major Governance Evaluation Categories : General Listed Companies

Category	2006~2014	2015~2018	2018~2021	2022~
Coverage	Listed companies	Listed companies	Listed nonfinancial companies	Listed nonfinancial companies
Major categories	Board	Board	Board	Board leadership
	Shareholder rights	Shareholder rights	Shareholder rights	Shareholder rights
	Audit bodies	Audit bodies	Audit bodies	Audit
	Disclosure	Disclosure	Disclosure	Stakeholder communication
	Earnings distribution	–	–	–
No. of categories	5	4	4	4

1) Source : KCGS (2023b).

다음 <Table 5>는 금융사 지배구조 영역 평가지표 대분류 변경 연혁을 보여주고 있다. 2018년~2021년 기간에는 '공시(정보 공개)' 대분류를 사용했지만 2022년 이후에는 '이해관계자 소통' 대분류를 사용한다. 이는 2018년 이후 금융사 지배구조 평가에서는 '공시(정보 공개)' 항목이 '이해관계자 소통'으로 변경되어, 정보 공개와 소통의 중요성이 더 강조되었음을 시사하고 있다.

〈Table 5〉 Changes in Major Governance Evaluation Categories : Financial Companies

Category	2018~2021	2022~
Coverage	Listed/unlisted financial companies	Listed/unlisted financial companies
Major categories	Board	Board
	Shareholder rights	Shareholder rights
	CEO	CEO
	Remuneration	Remuneration
	Risk management	Risk management
	Audit bodies and internal controls	Audit bodies and internal controls
	Disclosure	Stakeholder communication
No. of categories	7	7

1) Source : KCGS (2023b).

다음 <Table 6>은 등급 체계 변경 연혁을 보여주고 있다. 2006년~2010년에는 지배구조 영역에서 8개 등급으로 평가를 수행하였다. 2011년~2012년에는 ESG 통합, 환경, 사회, 지배구조 영역에서 5개 등급으로 평가를 수행하였다. 2013년 이후에는 ESG 통합, 환경, 사회, 지배구조 영역에서 7개 등급으로 평가를 수행하고 있다. 2013년의 7등급 체계 전환은 2011년 환경·사회 영역 평가가 도입된 이후 평가대상과 평가항목이 확대되면서 기존 5등급 체계의 변별력이 충분하지 않다는 문제의식이 반영된 것으로, 최상위 S등급과 최하위 D등급을 신설[1]하여 등급 분포의 상단과 하단을 확장한 조치로 해석된다. 2022년 개편은 평가지표 체계의 전면 개정과 함께 이루어져 등급 컷오프가 다시 조정되었으며, 이러한 개편에 의한 효과는 제Ⅳ장과 제Ⅴ장에서 확인할 수 있다.

1) D등급은 2013년 체계에 신설되었으나 실제 부여는 2014년부터이다.

〈Table 6〉 Changes in the Rating System

Category	2006~2010	2011~2012	2013~
Dimension	G	ESG, E, S, G	ESG, E, S, G
Rating system	Outstanding	A+	S
	Excellent+	A	A+
	Excellent	B+	A
	Good+	B	B+
	Good	C	B
	Average	−	C
	Weak	−	D
	Very weak	−	−
No. of ratings	8	5	7

1) Source : KCGS (2023a).

Ⅳ. ESG 평가 결과 분석

1. 분석 자료 및 표본 구성

본 연구는 KCGS가 공표한 2011년~2022년 ESG 평가 결과를 분석 대상으로 한다. KCGS의 ESG 평가는 영역별로 도입 시점과 평가대상이 상이하므로, 분석 항목에 따라 이용 가능한 표본 수가 달라진다. <Table 7>은 각 분석에 사용된 표본 수를 정리한 것이다. ESG 통합 등급과 ESG 총점을 이용하는 분석은 환경・사회・지배구조 세 영역의 평가가 모두 이루어져 통합 등급이 부여된 기업만을 대상으로 하므로 10,202개 기업−연도이다. 반면 영역별 분석은 해당 영역의 평가를 받은 기업 전체를 대상으로 하므로 표본이 더 크다. 특히 일반 상장사 지배구조 영역은 2003년부터 평가가 이루어져 표본이 가장 크고(12,085개 기업−연도), 사회 영역은 10,544개, 환경 영역은 2011년 도입에 더하여 2018년 총점 자료가 24개사에 대해서만 확보되어 9,853개 기업−연도이다. 금융사 지배구조 영역은 2018년 분리・신설되어 412개 기업−연도로 가장 작다. 이러한 표본 수의 차이는 평가 도입 시점과 자료 가용성에 기인한 것으로, 각 표의 해석은 해당 표본의 범위 내에서 이루어져야 한다.

〈Table 7〉 Sample Size by Analysis Item

Analysis item	Tables	Period	N (firm-years)	Sample definition
Integrated ESG ratings and total scores	Tables 8, 9, 10, 11, and 23	2011~2022	10,202	Companies with integrated ESG ratings based on all three dimensions
Environmental (E)	Tables 12, 13, and 14	2011~2022	9,853	Companies with E total scores (24 in 2018)
Social (S)	Tables 15, 16, and 17	2011~2022	10,544	Companies with S total scores
G : general listed companies	Tables 18, 19, and 20	2011~2022	12,085	Companies evaluated for G
FG : financial companies	Tables 21 and 22	2018~2022	412	Companies evaluated for FG

2. ESG 등급 및 ESG 총점 분석

다음 <Table 8>은 KCGS의 등급 체계 변경 전후 ESG 등급 분포의 구조적 변화를 보여주고 있다. 등급 체계 변경 전인 2011년~2012년에는 5개 등급(A+, A, B+, B, C) 체계하에서 B등급이 63.4%로 가장 높은 비중을 차지하며, 상위 등급인 A+ 및 A등급은 합계 7.6%에 불과하였다. 이는 당시 평가 체계가 대부분의 기업을 중간 등급에 집중시키는 특성을 보였음을 의미한다.

2013년 7개 등급(S, A+, A, B+, B, C, D) 체계로 변경된 이후에도 등급 분포의 기본 구조는 크게 달라지지 않았다. 주목할 점은 새로 도입된 최고 등급인 S등급을 달성한 기업이 없는 것으로 나타났다. S등급은 이론적으로 설정된 최고 등급이나, 분석 기간에 실제 부여된 사례는 없었다. 따라서 실질적으로 관찰된 최고 등급은 A+등급이다. 이 등급은 전체 기간에 걸쳐 평균적으로 0.8%에 불과하여 여전히 매우 제한적이다. 또한 2022년 평가 모형 개정 이후 나타난 급격한 변화로 D등급이 35.2%로 급증하여 전 기간 중 가장 높은 비율을 기록했지만, B등급은 9.9%로 급감하였다. 이는 기존의 중간 등급 집중 현상이 하위 등급으로 대규모 이동이 되었음을 시사하며, 2022년 ESG 평가 모형 개정으로 인한 평가 기준 강화의 직접적인 결과로 해석된다.

〈Table 8〉 Distribution of ESG Ratings by Year

Panel A : Before the rating system change (2011−2012)

Year	A+	A	B+	B	C	Total
2011	5 1.3%	40 10.4%	55 14.2%	230 59.6%	56 14.5%	386 100%
2012	6 0.7%	40 5.0%	94 11.7%	524 65.3%	139 17.3%	803 100%
Total	11 0.9%	80 6.7%	149 12.5%	754 63.4%	195 16.4%	1,189 100%

Panel B : After the rating system change (2013−2022)

Year	S	A+	A	B+	B	C	D	Total
2013	−	6 0.7%	37 4.1%	104 11.4%	477 52.3%	288 31.6%	0 0.0%	912 100%
2014	−	2 0.2%	46 5.1%	93 10.4%	456 50.8%	299 33.3%	1 0.1%	897 100%
2015	−	1 0.1%	32 3.8%	83 9.9%	406 48.3%	311 37.0%	8 1.0%	841 100%
2016	−	9 1.0%	40 4.6%	110 12.5%	413 47.1%	293 33.4%	12 1.4%	877 100%
2017	−	5 0.6%	40 4.6%	123 14.3%	346 40.2%	322 37.4%	25 2.9%	861 100%
2018	−	11 1.2%	42 4.7%	114 12.8%	313 35.2%	365 41.0%	45 5.1%	890 100%
2019	−	8 0.9%	52 5.9%	143 16.2%	310 35.1%	337 38.2%	32 3.6%	882 100%
2020	−	16 1.7%	95 10.4%	147 16.0%	323 35.3%	307 33.5%	28 3.1%	916 100%
2021	−	12 1.3%	180 18.8%	157 16.4%	286 29.9%	300 31.4%	21 2.2%	956 100%
2022	−	5 0.5%	124 12.6%	135 13.8%	97 9.9%	275 28.0%	345 35.2%	981 100%
Total	−	75 0.8%	688 7.6%	1,209 13.4%	3,427 38.0%	3,097 34.4%	517 5.7%	9,013 100%

다음 <Table 9>는 산업별[2] ESG 등급 빈도수 및 비율을 보여주고 있다. 2013년 도입된 7등급 체계에서 S등급은 이론적 최고 기준으로 실질적 최고 등급은 A+등급이며, 이 등급의 산업별 분포의 불균형이 존재하는 것으로 보인다. '금융 및 보험업'이 A+등급에서 26개사(3.9%)로 절대적 우위를 보이지만, '제조업'은 동일하게 26개사이지만 전체 제조업 대비 비율로는 0.5%에 불과하여 상대적 성과가 매우 저조한 것으로 나타났다. '농업・임업 및 어업', '부동산업', '수도・하수 및 폐기물처리업' 등 다수 산업에서 A+ 및 A등급 기업이 전혀 없어, 산업 간 ESG 성과의 극명한 양극화 현상을 보여주고 있다. 특히 2013년~2022년 기간 중 D등급의 산업별 분포를 보면, '제조업'이 346개사(6.5%)로 가장 많고, '도매 및 소매업'이 57개사(8.1%)로 높은 비율을 차지하여, 이들 대규모 산업군에서도 상당수 기업이 ESG 최하위 등급에 머물러 있음을 확인할 수 있다.

2) 본 연구의 산업 구분은 통계청 한국표준산업분류(KSIC) 대분류를 따르며, 필요한 경우 중분류를 병기한다.

〈Table 9〉 Distribution of ESG Ratings by Industry

Panel A : 2011−2012

Industry	A+	A	B+	B	C	Total
Construction	0 0.0%	4 6.3%	8 12.7%	44 69.8%	7 11.1%	63 100%
Education	0 0.0%	0 0.0%	2 66.7%	1 33.3%	0 0.0%	3 100%
Financial and insurance activities	2 2.9%	15 22.1%	19 27.9%	29 42.6%	3 4.4%	68 100%
Agriculture, forestry and fishing	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	1 33.3%	2 66.7%	3 100%
Wholesale and retail trade	0 0.0%	5 5.3%	8 8.5%	57 60.6%	24 25.5%	94 100%
Facilities management, business support and rental services	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	4 80.0%	1 20.0%	5 100%
Water supply, sewage, waste management and materials recovery	0 0.0%	0 0.0%	1 50.0%	1 50.0%	0 0.0%	2 100%
Accommodation and food service activities	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	2 100.0%	0 0.0%	2 100%
Arts, sports and recreation services	0 0.0%	0 0.0%	1 100.0%	0 0.0%	0 0.0%	1 100%
Transportation and storage	0 0.0%	3 9.1%	7 21.2%	19 57.6%	4 12.1%	33 100%
Electricity, gas, steam and air conditioning	0 0.0%	3 18.8%	3 18.8%	10 62.5%	0 0.0%	16 100%
Professional, scientific and technical services	1 1.0%	6 6.3%	17 17.7%	59 61.5%	13 13.5%	96 100%
Information and communication	1 3.3%	5 16.7%	9 30.0%	10 33.3%	5 16.7%	30 100%
Manufacturing	7 0.9%	38 4.9%	73 9.5%	517 67.1%	136 17.6%	771 100%
Membership organizations, repair and other personal services	0 0.0%	1 50.0%	1 50.0%	0 0.0%	0 0.0%	2 100%
Total	11 0.9%	80 6.7%	149 12.5%	754 63.4%	195 16.4%	1,189 100%

〈Table 9〉 Distribution of ESG Ratings by Industry (continued)

Panel B : 2013−2022

Industry	S	A+	A	B+	B	C	D	Total
Construction	−	0 0.0%	23 7.5%	47 15.4%	123 40.3%	98 32.1%	14 4.6%	305 100%
Education	−	0 0.0%	0 0.0%	8 22.2%	17 47.2%	11 30.6%	0 0.0%	36 100%
Financial and insurance activities	−	26 3.9%	89 13.5%	166 25.2%	225 34.1%	131 19.8%	23 3.5%	660 100%
Agriculture, forestry and fishing	−	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	6 15.0%	30 75.0%	4 10.0%	40 100%
Wholesale and retail trade	−	8 1.1%	69 9.7%	84 11.9%	207 29.2%	283 40.0%	57 8.1%	708 100%
Real estate activities	−	0 0.0%	2 9.1%	0 0.0%	7 31.8%	11 50.0%	2 9.1%	22 100%
Facilities management, business support and rental services	−	0 0.0%	2 2.6%	10 12.8%	35 44.9%	25 32.1%	6 7.7%	78 100%
Water supply, sewage, waste management and materials recovery	−	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	1 16.7%	4 66.7%	1 16.7%	6 100%
Accommodation and food service activities	−	0 0.0%	1 3.2%	3 9.7%	9 29.0%	14 45.2%	4 12.9%	31 100%
Arts, sports and recreation services	−	0 0.0%	5 10.0%	8 16.0%	23 46.0%	10 20.0%	4 8.0%	50 100%
Transportation and storage	−	0 0.0%	16 7.4%	50 23.0%	90 41.5%	51 23.5%	10 4.6%	217 100%
Electricity, gas, steam and air conditioning	−	1 0.9%	13 11.9%	30 27.5%	43 39.4%	21 19.3%	1 0.9%	109 100%
Professional, scientific and technical services	−	8 1.0%	86 11.2%	144 18.7%	293 38.1%	218 28.3%	20 2.6%	769 100%
Information and communication	−	6 0.9%	49 7.7%	67 10.5%	210 32.9%	281 44.0%	25 3.9%	638 100%
Manufacturing	−	26 0.5%	329 6.2%	586 11.0%	2,138 40.1%	1,909 35.8%	346 6.5%	5,334 100%
Membership organizations, repair and other personal services	−	0 0.0%	4 40.0%	6 60.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	10 100%
Total	−	75 0.8%	688 7.6%	1,209 13.4%	3,427 38.0%	3,097 34.4%	517 5.7%	9,013 100%

1) Note : Industries follow the major categories of the 10th revision of the Korean Standard Industrial Classification (KSIC).

다음 <Table 10>은 연도, ESG 총점의 기술 통계량을 보여주고 있다. 2011년~2012년 평균 2.08점에서 2013년~2022년 평균 2.71점으로 0.63점 상승하였으며, 표준편차 역시 0.74에서 1.15로 증가하여 평가의 변별력이 크게 향상되었다고 해석할 수 있다. 전체 연도별 기술 통계량을 통해 세 가지 구간의 변화를 확인할 수 있다. 초기 적응기(2011년~2014년)에는 새로운 등급 체계 도입으로 평균 점수가 2.22에서 2.85로 급상승하였다. 안정화기(2015년~2021년)에는 평균 점수가 2.76에서 3.12 수준으로, 점진적으로 상승하며 상대적 안정성을 보였으며 급격한 변화기인 2022년에는 평균 점수가 3.12에서 2.03으로 급락하고 표준편차가 1.73으로 최고치를 기록하여, 평가 모형 개정의 파급효과가 극명하게 나타난 것으로 판단된다.

〈Table 10〉 Descriptive Statistics of ESG Total Scores by Year

Panel A : By rating system period								
Year	N	Min.	25%	Median	Mean	75%	Max.	SD
2011~2012	1,189	1.00	1.60	2.00	2.08	2.30	5.00	0.7424
2013~2022	9,013	0.00	2.05	2.70	2.71	3.30	6.35	1.1486
Panel B : By year								
Year	N	Min.	25%	Median	Mean	75%	Max.	SD
2011	386	1.00	1.70	2.00	2.22	2.60	5.00	0.8376
2012	803	1.00	1.60	1.90	2.01	2.30	5.00	0.6822
2013	912	1.50	2.30	2.70	2.85	3.00	6.00	0.7275
2014	897	1.30	2.30	2.70	2.85	3.10	5.70	0.7334
2015	841	1.30	2.30	2.70	2.76	3.10	5.70	0.7490
2016	877	1.00	2.30	2.70	2.85	3.30	6.00	0.8195
2017	861	0.25	2.00	2.55	2.65	3.25	6.35	1.0233
2018	890	0.25	1.60	2.50	2.51	3.25	5.85	1.1468
2019	882	0.25	1.75	2.55	2.65	3.40	6.00	1.1495
2020	916	0.25	2.00	2.80	2.84	3.55	6.00	1.2347
2021	956	0.25	2.25	2.95	3.12	4.13	6.00	1.2881
2022	981	0.00	0.45	1.75	2.03	3.55	6.00	1.7263
Full period	10,202	0.00	2.00	2.55	2.63	3.25	6.35	1.1271

다음 <Table 11>의 기술 통계량 분석에서는 산업 간 ESG 총점의 구조적 불균형이 극명한 것으로 나타났다. '협회 및 단체・수리 및 기타 개인 서비스업'이 평균 4.15점으로 최고점이지만 '농업・임업 및 어업'은 평균 1.73점으로 최저점을 보여 2.42점의 차이가 나타났다. '금융 및 보험업'은 평균 3.20점으로 상위권을 형성하며 <Table 9> A+등급 우위와 일치하는 결과가 나타났다. 반면 '제조업'은 전체 표본의 59.9%(6,105개사)를 차지하지만, 평균 2.53점으로 전체 평균

(2.63점)을 밑돌며, 표준편차가 1.0708로 산업 내 기업 간 편차가 크다. 이는 동일 산업 내에서도 ESG 선도기업과 후발기업 간의 격차가 큰 것으로 해석할 수 있다.

분석 결과를 종합하면, ESG 등급과 총점 분석에서 확인된 S등급의 부재와 산업별 극명한 격차는 세부 영역별 분석이 필요하다는 것을 시사한다. ESG 등급이 환경(E), 사회(S), 지배구조(G) 세 영역의 가중평균으로 산출되는 구조적 특성을 고려할 때, 영역별 분석을 수행한다.

〈Table 11〉 Descriptive Statistics of ESG Total Scores by Industry

Industry	N	Min.	25%	Median	Mean	75%	Max.	SD
Construction	368	0.00	2.00	2.60	2.68	3.30	5.30	1.0226
Education	39	1.35	2.30	2.55	2.79	3.40	4.10	0.7323
Financial and insurance activities	728	0.00	2.40	3.20	3.20	4.00	6.35	1.2634
Agriculture, forestry and fishing	43	0.00	1.25	2.00	1.73	2.30	3.00	0.7683
Wholesale and retail trade	802	0.00	1.70	2.40	2.53	3.25	5.85	1.2408
Real estate activities	22	0.25	1.70	2.18	2.30	2.85	5.25	1.2448
Facilities management, business support and rental services	83	0.00	1.80	2.55	2.43	3.10	4.70	1.0133
Water supply, sewage, waste management and materials recovery	8	0.40	1.28	2.00	1.78	2.35	2.60	0.8026
Accommodation and food service activities	33	0.15	0.90	2.05	2.11	3.00	4.75	1.1658
Arts, sports and recreation services	51	0.00	1.80	2.95	2.82	3.65	5.10	1.2686
Transportation and storage	250	0.00	2.00	2.75	2.81	3.50	5.25	1.0972
Electricity, gas, steam and air conditioning	125	0.15	2.40	3.00	3.18	4.00	5.70	1.0090
Professional, scientific and technical services	865	0.00	2.10	2.80	2.92	3.60	6.00	1.1059
Information and communication	668	0.00	2.00	2.55	2.63	3.30	5.75	1.1549
Manufacturing	6,105	0.00	1.90	2.50	2.53	3.00	6.00	1.0708
Membership organizations, repair and other personal services	12	3.20	3.93	4.20	4.15	4.53	4.65	0.4400
Total	10,202	0.00	2.00	2.55	2.63	3.25	6.35	1.1271

1) Note : Industries follow the major categories of the 10th revision of the Korean Standard Industrial Classification (KSIC).

3. 환경 영역 등급 및 총점 분석

다음 <Table 12>는 연도별 환경 영역 등급 빈도수 및 비율을 보여주고 있다. KCGS의 환경 영역 평가 결과를 시계열적으로 분석한 결과, 기업들의 환경경영 수준에서 뚜렷한 변화 추이와 특징적인 패턴을 확인할 수 있었다. 2011년~2012년 기간에 비해 2013년~2022년 기간 환경 영역에서 상당한 구조적 변화가 발생하였다. 2011년~2012년 기간에는 B등급이 49.6%로 가장 높은 비중을 차지하였으나, 2013년 이후에는 D등급의 비중이 급격히 증가하여 27.9%에 달하는 것으로 나타났다. 특히 주목할 점은 A+등급 및 A등급의 비중이 2011년~2012년 7.0%에서 2013년~2022년 7.4%로 소폭 증가에 그쳤다는 것이다. 이는 환경 영역에서 우수한 성과를 보이는 기업의 수가 제한적임을 보여주며, 대다수 기업이 여전히 환경경영의 초기 단계에 머무르고 있음을 시사한다.

〈Table 12〉 Distribution of Environmental Ratings by Year

Panel A : 2011-2012

Year	A+	A	B+	B	C	Total
2011	9 2.0%	39 8.6%	38 8.4%	285 62.9%	82 18.1%	453 100%
2012	10 1.2%	30 3.7%	146 18.0%	342 42.2%	283 34.9%	811 100%
Total	19 1.5%	69 5.5%	184 14.6%	627 49.6%	365 28.9%	1,264 100%

Panel B : 2013-2022

Year	S	A+	A	B+	B	C	D	Total
2013	-	6 0.7%	38 4.2%	137 15.0%	402 44.1%	265 29.1%	64 7.0%	912 100%
2014	-	6 0.7%	40 4.5%	153 17.1%	397 44.3%	199 22.2%	102 11.4%	897 100%
2015	-	5 0.6%	41 4.9%	154 18.3%	280 33.3%	160 19.0%	201 23.9%	841 100%
2016	-	3 0.3%	64 7.3%	148 16.9%	283 32.3%	134 15.3%	245 27.9%	877 100%
2017	-	4 0.5%	59 6.9%	158 18.4%	250 29.0%	92 10.7%	298 34.6%	861 100%
2018	-	0 0.0%	1 4.2%	3 12.5%	2 8.3%	2 8.3%	16 66.7%	24 100%
2019	-	5 0.6%	36 4.1%	95 10.8%	268 30.4%	206 23.4%	272 30.8%	882 100%
2020	-	10 1.1%	58 6.3%	105 11.5%	243 26.5%	201 21.9%	299 32.6%	916 100%
2021	-	11 1.1%	120 12.5%	128 13.3%	197 20.5%	194 20.2%	309 32.2%	959 100%
2022	-	9 0.9%	88 9.0%	108 11.0%	94 9.6%	213 21.7%	469 47.8%	981 100%
Total	-	59 0.7%	545 6.7%	1,189 14.6%	2,416 29.6%	1,666 20.4%	2,275 27.9%	8,150 100%

2018년 이후 환경 영역에서 D등급 기업의 비중이 급속히 증가하는 추세를 보였다. 2017년 34.6%였던 D등급 비중이 2022년 47.8%까지 상승하였으며, 이는 2019년과 2022년 두 차례에 걸친 환경 영역 평가지표 대분류 체계 개편(<Table 2> 참조)과 시기적으로 일치한다. 반면, B등급 이상의 기업 비중은 지속적으로 감소하여 2022년 기준 30.5%에 머무르고 있어, 환경 영역에서 기업 간 평가 결과의 분산이 확대되고 있음을 확인할 수 있다.

다음 <Table 13>은 연도별 환경 영역 총점 기술 통계량을 보여주고 있다. 환경 영역 점수 분포를 살펴보면, 2011년~2012년 기간 대비 2013년~2022년 기간의 환경 영역 점수 분산도가 크게 증가한 것을 확인할 수 있다. 표준편차가 21.23에서 23.40으로 증가하였으며, 이는 기업 간 환경경영 성과의 격차가 확대되고 있음을 의미한다. 또한 25% 값이 4.67에서 3.58로 하락하여 하위 기업들의 환경성과가 더욱 저조해졌음을 보여준다.

다만 <Table 13> [패널 C]의 두 연도는 해석에 유의가 필요하다. 첫째, 2018년은 환경 영역 총점 자료가 24개사에 대해서만 확보되어 표본의 대표성이 없으므로 연도 간 비교에서 제외하고 해석한다. 2018년 환경 영역 등급은 890개사 전체에 대해 공표되었으나 총점 자료는 제공되지 않았으며, 이는 자료 가용성의 제약에 따른 것이다. 둘째, 2011년의 평균 11.17점은 환경 영역 평가가 처음 도입된 해로서 관련 정보를 공시하지 않아 0점으로 평가된 기업이 다수 포함된 데 기인한다. 실제로 같은 해의 25% 값은 0.00점, 중위수는 5.00점으로 분포가 크게 왼쪽으로 치우쳐 있으며, 자료 오류나 이상치가 아니다. 2012년 이후 0점 기업의 비중이 빠르게 감소하면서 평균은 32.31점으로 상승하였다.

〈Table 13〉 Descriptive Statistics of Environmental Total Scores by Year

Panel A : By rating system period								
Year	N	Min.	25%	Median	Mean	75%	Max.	SD
2011~2012	1,703	0.00	4.67	14.33	22.23	39.67	88.10	21.23
2013~2022	8,150	0.00	3.58	29.02	28.29	44.97	98.90	23.40
Panel B : By Environmental Evaluation Category Structure								
Year	N	Min.	25%	Median	Mean	75%	Max.	SD
2011~2018	6,115	0.00	9.33	31.67	29.97	46.00	93.27	22.43
2019~2021	2,757	0.00	0.00	24.43	24.08	38.25	98.90	23.11
2022	981	0.00	0.00	4.70	19.16	36.20	97.70	24.66

〈Table 13〉 Descriptive Statistics of Environmental Total Scores by Year (continued)

Panel C : By year								
Year	N	Min.	25%	Median	Mean	75%	Max.	SD
2011	812	0.00	0.00	5.00	11.17	12.33	86.83	17.28
2012	891	4.67	15.00	36.00	32.31	44.67	88.10	19.41
2013	912	6.50	25.82	44.00	40.43	49.70	92.57	18.34
2014	897	3.33	28.00	41.67	40.52	50.33	93.27	19.55
2015	841	0.00	9.33	30.33	29.00	43.33	88.13	22.25
2016	877	0.00	9.00	30.67	28.58	42.67	84.23	21.97
2017	861	0.00	0.00	32.50	26.02	43.00	85.77	23.73
2018	24	0.00	0.00	0.00	13.21	28.67	70.13	21.65
2019	882	0.00	0.00	24.43	21.76	34.50	91.30	20.64
2020	916	0.00	0.00	23.30	22.66	36.56	93.80	22.37
2021	959	0.00	0.00	25.30	27.58	44.30	98.90	25.44
2022	981	0.00	0.00	4.70	19.16	36.20	97.70	24.66
Full period	9,853	0.00	4.00	26.88	27.24	44.00	98.90	23.15

다음 <Table 14>는 산업별 환경 영역 총점의 기술 통계량을 보여주고 있다. 산업별 환경 영역 분석에서는 업종별로 뚜렷한 차이가 나타났다. 표본 수에 비해 '협회 및 단체, 수리 및 기타 개인 서비스업'이 75.38점으로 가장 높은 평균 점수를 기록했지만, '농업, 임업 및 어업'은 8.58점으로, 상대적으로 낮은 수준을 보였다. 이는 업종별 환경 영향도와 규제 강도의 차이가 존재한다는 점을 시사한다.

특히 주목할 점은 대분류 기준으로는 드러나지 않는 제조업 내부의 세부 업종 간 격차이다. 한국표준산업분류 중분류 기준으로 '화학물질 및 화학제품 제조업(의약품 제외)'의 환경 영역 평균은 37.04점(776개 기업－연도)으로 제조업 전체 평균 31.54점을 상회하는 반면, 정보통신업(16.01점), 부동산업(11.39점), 농업・임업 및 어업(9.23점) 등 비제조 업종은 이를 크게 밑돈다. 이는 환경 영역 평가에서 업종의 환경 영향도와 규제 강도가 중요한 요인으로 작용하고 있음을 시사하며, 향후 업종별 특성을 고려한 차별화된 환경경영 전략 수립이 필요함을 보여준다.

환경 영역 분석 결과가 시사하는 바는 다음과 같다. 첫째, 국내 기업들의 환경경영 역량이 전반적으로 미흡한 수준에 있으며, 특히 중소기업과 전통 제조업종에서 환경성과 개선이 시급하다. 둘째, 기업 간 환경성과 격차가 지속적으로 확대되고 있어, 환경경영 후발 기업들에 대한 체계적인 지원방안 마련이 필요하다. 셋째, 업종별 특성을 반영한 환경 평가 체계의 정교화가 요구되며, 이를 통해 보다 공정하고 실효성 있는 환경성과 평가가 이루어져야 한다.

〈Table 14〉 Descriptive Statistics of Environmental Total Scores by Industry

Industry	N	Min.	25%	Median	Mean	75%	Max.	SD
Construction	351	0.00	12.00	33.67	31.96	45.67	82.63	21.79
Education	43	0.00	0.00	5.83	9.37	12.00	61.47	14.75
Financial and insurance activities	718	0.00	0.00	12.00	22.44	37.69	98.90	26.37
Agriculture, forestry and fishing	43	0.00	0.00	4.67	8.58	15.33	31.67	10.17
Wholesale and retail trade	773	0.00	0.00	12.00	20.13	34.67	90.91	22.74
Real estate activities	22	0.00	0.00	4.35	10.57	8.00	76.90	20.19
Facilities management, business support and rental services	82	0.00	0.00	4.67	13.27	28.26	69.20	16.50
Water supply, sewage, waste management and materials recovery	8	3.29	6.90	33.54	28.35	43.62	55.37	20.10
Accommodation and food service activities	30	0.00	0.00	14.52	18.97	34.78	54.20	18.87
Arts, sports and recreation services	55	0.00	0.00	4.67	15.38	17.00	74.27	22.85
Transportation and storage	234	0.00	18.60	34.25	35.32	49.33	83.20	22.09
Electricity, gas, steam and air conditioning	121	0.00	12.00	38.30	35.29	51.20	78.10	22.01
Professional, scientific and technical services	833	0.00	2.33	18.67	25.56	43.60	91.50	24.35
Information and communication	682	0.00	0.00	4.67	14.51	22.00	87.57	20.99
Manufacturing	5,847	0.00	9.00	31.97	30.31	45.67	93.27	21.97
Membership organizations, repair and other personal services	11	63.20	69.00	80.60	76.38	82.28	84.10	7.08
Total	9,853	0.00	4.00	26.88	27.24	44.00	98.90	23.15

1) Note : Industries follow the major categories of the 10th revision of the Korean Standard Industrial Classification (KSIC).

4. 사회 영역 등급 및 총점 분석

KCGS의 사회 영역 평가 결과를 시계열적으로 분석한 결과, 사회 영역에서는 환경 영역과는 대조적인 개선 추세를 확인할 수 있었으며, 그 결과는 다음과 같다.

우선 다음 <Table 15>는 연도별 사회 영역 등급 빈도수 및 비율을 보여주고 있다. 사회 영역 등급 분포 분석에 따르면, 2011년~2021년 기간 상위 등급 기업의 비중이 지속적으로 증가하는 양상을 보였으나, 2022년에는 급격한 변화가 발생하였다. 2011년에 A+등급과 A등급의 비중은 각각 1.8%, 6.4%에 불과하였으나, 2021년에는 각각 14.6%, 13.1%로 크게 향상되었다. 이는 국내 기업들의 사회적 책임경영 수준이 점진적으로 개선되고 있음을 보여주는 결과이다. 특히 2016년 이후 A등급의 비중이 급속히 증가하여 2021년에는 14.6%에 달하였으며, 이는 사회 영역에서 우수한 성과를 보이는 기업이 크게 증가하였음을 의미한다.

〈Table 15〉 Distribution of Social Ratings by Year

Panel A : 2011-2021

Year	A+	A	B+	B	C	D	Total
2011	12 1.8%	42 6.4%	67 10.2%	350 53.1%	188 28.5%	0.0%	659 100%
2012	15 1.7%	49 5.5%	98 11.1%	511 57.7%	213 24.0%	0.0%	886 100%
2013	11 1.2%	49 5.4%	106 11.6%	343 37.6%	403 44.2%	0.0%	912 100%
2014	4 0.4%	62 6.9%	85 9.5%	346 38.6%	400 44.6%	0.0%	897 100%
2015	5 0.6%	40 4.8%	110 13.1%	294 35.0%	381 45.3%	11 1.3%	841 100%
2016	36 4.1%	42 4.8%	128 14.6%	277 31.6%	368 42.0%	26 3.0%	877 100%
2017	28 3.3%	50 5.8%	117 13.6%	321 37.3%	325 37.7%	20 2.3%	861 100%
2018	38 4.3%	56 6.3%	155 17.4%	303 34.0%	326 36.6%	12 1.3%	890 100%
2019	38 4.3%	97 11.0%	176 20.0%	299 33.9%	254 28.8%	18 2.0%	882 100%
2020	70 7.8%	84 9.4%	205 23.0%	309 34.6%	219 24.6%	5 0.6%	892 100%
2021	141 14.6%	127 13.1%	144 14.9%	214 22.2%	299 31.0%	41 4.2%	966 100%
Total	398 4.2%	698 7.3%	1,391 14.5%	3,567 37.3%	3,376 35.3%	133 1.4%	9,563 100%

Panel B : 2022

Year	S	A+	A	B+	B	C	D	Total
2022	-	80 8.2%	157 16.0%	135 13.8%	93 9.5%	210 21.4%	306 31.2%	981 100%

그러나 2022년에는 전체적인 등급 분포에서 급격한 변화가 관찰되었다. A+등급의 비중이 8.2%로 감소하였고, D등급의 비중이 31.2%로 급증하여 사회 영역에서도 평가 기준의 엄격화

효과가 나타났음을 확인할 수 있다. 이러한 변화는 2022년 ESG 평가 체계 개편에 따른 것으로, 사회 영역 평가 항목의 세분화와 평가 기준 강화가 반영된 결과로 해석된다.

시계열 분석을 통해 확인된 주요 특징은 2019년 이후 사회 영역에서 상위 등급 기업의 급격한 증가이다. 2019년 A등급 이상(A+, A)의 비중이 15.3%였던 것이 2021년에는 27.7%로 크게 증가하였다. 이는 코로나19 팬데믹 이후 ESG 경영의 중요성이 부각되면서 기업들의 사회적 책임경영 노력이 강화된 결과로 해석된다.

다음 <Table 16>은 연도별 사회 영역 총점 기술 통계량을 보여주고 있다.

〈Table 16〉 Descriptive Statistics of Social Total Scores by Year

Panel A : By rating system period								
Year	N	Min.	25%	Median	Mean	75%	Max.	SD
2011～2012	1,545	10.30	17.33	22.67	26.49	31.00	88.67	14.22
2013～2022	8,999	0.00	14.60	23.67	28.22	36.00	98.80	19.34
Panel B : By Social Evaluation Category Structure								
Year	N	Min.	25%	Median	Mean	75%	Max.	SD
2011～2021	9,563	0.00	16.00	23.67	28.35	34.70	98.80	17.95
2022	981	0.00	3.30	13.20	24.22	43.00	87.00	24.43
Panel C : By year								
Year	N	Min.	25%	Median	Mean	75%	Max.	SD
2011	659	10.30	13.00	17.67	22.36	25.70	80.00	13.93
2012	886	10.70	20.67	25.00	29.57	33.30	88.67	13.65
2013	912	10.00	24.67	29.67	34.67	39.00	91.33	15.26
2014	897	14.30	24.00	29.33	34.95	38.70	93.33	16.30
2015	841	0.67	16.33	22.33	26.41	32.00	88.33	15.37
2016	877	1.00	18.00	25.00	30.06	37.70	91.67	17.82
2017	861	0.00	12.33	18.00	22.26	26.30	87.67	15.74
2018	890	0.00	12.33	18.00	23.12	28.00	90.33	16.63
2019	882	0.00	12.92	20.79	25.71	32.50	92.13	17.60
2020	892	2.96	14.61	22.16	28.54	34.00	91.57	19.08
2021	966	0.00	11.30	21.90	31.85	48.50	98.80	25.46
2022	981	0.00	3.30	13.20	24.22	43.00	87.00	24.43
Full period	10,544	0.00	15.00	23.33	27.97	35.10	98.80	18.69

사회 영역 점수 분포를 살펴보면, 2011년~2012년 기간 대비 2013년~2022년 기간의 평균 점수가 26.49점에서 28.22점으로 상승하였으며, 이는 전반적인 사회 영역 성과 개선을 보여준다. 특히 주목할 점은 표준편차가 14.22에서 19.34로 증가하여 기업 간 사회 성과의 격차가 확대되었다는 것이다. 75% 값이 31점에서 36점으로 상승했지만, 25% 값은 17.33점에서 14.6점으로 하락하여 우수 성과기업과 낮은 성과기업 간의 양극화 현상이 심화하고 있음을 보여준다.

2022년은 평균 점수가 24.22점으로 급격히 하락하였으며, 이는 평가 기준 변경의 직접적인 영향으로 분석된다. 최솟값이 0점으로 나타났고, 25% 값이 3.3점에 그쳐 상당수 기업이 새로운 평가 기준에 적응하지 못하고 있음을 시사한다.

다음 <Table 17>은 산업별 사회 영역 총점 기술 통계량을 보여주고 있다. 산업별 사회 영역 분석에서는 업종별로 뚜렷한 차이가 나타났다. '협회 및 단체, 수리 및 기타 개인 서비스업'이 68.43점으로 가장 높은 평균 점수를 기록했지만, '농업, 임업 및 어업'은 15.47점으로, 상대적으로 낮은 수준을 보였다. 이는 업종의 특성과 사회적 영향도가 사회 영역 평가에 중요한 요인으로 작용하고 있음을 보여준다. 환경 영역과 마찬가지로 제조업 내부에서도 세부 업종별 편차가 확인된다. 중분류 기준 '화학물질 및 화학제품 제조업(의약품 제외)'의 사회 영역 평균은 30.13점으로 제조업 전체 평균 26.45점을 상회한다. 이는 업종별 노동환경, 제품 안전성, 지역사회 기여도 등의 차이가 평가 결과에 반영된 것으로 해석된다.

사회 영역 분석 결과가 시사하는 바는 다음과 같다. 첫째, 국내 기업의 사회적 책임경영 수준이 전반적으로 개선되고 있으나, 2022년 평가 체계 개편으로 인해 새로운 도전에 직면하고 있다. 둘째, 업종별 특성에 따른 사회성과 격차가 상당하여, 업종별 특성을 고려한 차별화된 사회경영 전략 수립이 필요하다. 셋째, 기업 간 사회성과 격차가 지속적으로 확대되고 있어, 사회경영 후발 기업들에 대한 체계적인 지원방안과 함께 우수 사례 공유 체계 구축이 요구된다.

〈Table 17〉 Descriptive Statistics of Social Total Scores by Industry

Industry	N	Min.	25%	Median	Mean	75%	Max.	SD
Construction	377	0.00	18.00	25.92	30.08	39.50	83.70	18.47
Education	46	11.00	18.70	25.36	27.71	36.30	52.67	11.07
Financial and insurance activities	777	0.00	19.50	30.33	36.15	51.70	95.70	21.70
Agriculture, forestry and fishing	44	0.00	10.50	16.53	15.47	21.00	26.33	7.21
Wholesale and retail trade	830	0.00	12.67	21.79	27.27	36.30	93.80	19.87
Real estate activities	24	0.00	10.70	17.67	19.92	22.00	66.10	15.03

〈Table 17〉 Descriptive Statistics of Social Total Scores by Industry (continued)

Industry	N	Min.	25%	Median	Mean	75%	Max.	SD
Facilities management, business support and rental services	89	0.00	17.68	25.26	27.13	33.30	75.20	14.08
Water supply, sewage, waste management and materials recovery	8	8.99	12.87	32.64	28.21	41.50	42.67	14.74
Accommodation and food service activities	32	0.00	8.47	17.27	22.29	34.10	60.33	16.84
Arts, sports and recreation services	59	0.00	19.67	33.33	32.53	47.70	69.10	19.37
Transportation and storage	253	0.00	18.54	29.00	31.96	41.30	82.00	18.16
Electricity, gas, steam and air conditioning	132	3.00	22.67	35.33	37.09	51.30	83.33	17.99
Professional, scientific and technical services	885	0.00	17.67	26.99	31.65	41.00	94.40	19.35
Information and communication	733	0.00	14.67	22.33	27.02	34.30	91.10	17.65
Manufacturing	6,243	0.00	14.43	22.00	26.19	31.70	98.80	17.81
Membership organizations, repair and other personal services	12	49.70	61.43	67.67	68.43	77.10	85.67	10.89
Total	10,544	0.00	15.00	23.33	27.97	35.10	98.80	18.69

1) Note : Industries follow the major categories of the 10th revision of the Korean Standard Industrial Classification (KSIC).

5. 일반 상장사 지배구조 영역 등급 및 총점 분석

KCGS의 지배구조 영역 중 일반 상장사를 분석한 결과는 다음과 같다. 다음 <Table 18>은 연도별, 일반 상장사 지배구조 영역 등급 빈도수 및 비율을 보여주고 있다. 지배구조 영역은 다른 영역에 비해 상대적으로 안정적인 평가 패턴을 보였다. 지배구조 영역 등급 분포 분석에 따르면, 2011년~2014년 기간과 2015년~2022년 기간 사이에 뚜렷한 차이가 나타났다. 2011년~2014년 기간에는 B등급과 C등급이 각각 전체의 48.4%, 41.1%를 각각 차지하여 중위권 등급에 집중된 분포를 보였다. 특히 주목할 점은 2015년 이후 등급 분포에서 상당한 변화가 발생했다는 것이

다. A등급의 비중이 2014년 2.4%에서 2021년 18.4%로 급격히 증가하였으며, 이는 기업들의 지배구조 개선 노력이 성과를 거두고 있음을 의미한다. 반면 2022년에는 평가 체계 개편으로 인해 A등급 비중이 8.9%로 감소하고 D등급 비중이 29.3%로 급증하여 평가 기준 강화의 영향이 나타났다.

시계열 분석을 통해 확인된 주요 특징은 2017년 이후 상위 등급 기업의 지속적인 증가였다. 2017년 A+등급과 A등급의 합계 비중이 2.8%에서 2021년 19.3%로 크게 확대되었다. 이는 기업 지배구조 개선에 대한 투자자들의 관심 증대와 스튜어드십 코드(stewardship code) 도입 등 제도적 변화가 기업의 지배구조 개선을 촉진한 결과로 해석된다.

〈Table 18〉 Distribution of Governance Ratings by Year : General Listed Companies

Panel A : 2011−2014

Year	A+	A	B+	B	C	D	Total
2011	9 0.6%	25 1.7%	98 6.8%	742 51.1%	577 39.8%	0 0.0%	1,451 100%
2012	6 0.4%	18 1.2%	108 7.0%	836 54.4%	570 37.1%	0 0.0%	1,538 100%
2013	4 0.3%	19 1.2%	103 6.7%	618 40.0%	768 49.7%	34 2.2%	1,546 100%
2014	8 1.0%	20 2.4%	102 12.2%	401 48.1%	291 34.9%	12 1.4%	834 100%
Total	27 0.5%	82 1.5%	411 7.7%	2,597 48.4%	2,206 41.1%	46 0.9%	5,369 100%

Panel B : 2015−2022

Year	S	A+	A	B+	B	C	D	Total
2015	−	2 0.3%	18 2.3%	95 12.3%	331 42.8%	300 38.8%	27 3.5%	773 100%
2016	−	7 0.9%	17 2.1%	113 13.8%	384 47.1%	266 32.6%	29 3.6%	816 100%
2017	−	3 0.4%	19 2.4%	172 21.4%	400 49.8%	190 23.6%	20 2.5%	804 100%
2018	−	6 0.7%	21 2.6%	153 18.6%	344 41.9%	267 32.5%	30 3.7%	821 100%
2019	−	7 0.8%	43 5.2%	229 27.8%	322 39.0%	194 23.5%	30 3.6%	825 100%
2020	−	9 1.1%	98 11.5%	234 27.4%	320 37.5%	168 19.7%	24 2.8%	853 100%
2021	−	8 0.9%	167 18.4%	391 43.1%	262 28.9%	68 7.5%	11 1.2%	907 100%
2022	−	5 0.5%	82 8.9%	164 17.9%	181 19.7%	216 23.6%	269 29.3%	917 100%
Total	−	47 0.7%	465 6.9%	1,551 23.1%	2,544 37.9%	1,669 24.9%	440 6.6%	6,716 100%

다음 <Table 19>는 연도별, 일반 상장사 지배구조 영역 등급 총점 기술 통계량을 보여주고 있다. 지배구조 영역 점수 분포를 살펴보면, 2011년~2012년 기간 대비 2013년~2022년 기간의 평균 점수가 32.24점에서 28.23점으로 하락한 것으로 나타났다. 이는 2013년 평가 체계 개편으로 인한 평가 기준 강화와 새로운 평가 항목 추가의 영향으로 분석된다. 특히 표준편차가 6.68에

서 10.34로 크게 증가하여 기업 간 지배구조 성과의 격차가 확대되었음을 보여준다.

2015년 이후의 변화를 구체적으로 살펴보면, 2015년~2022년 기간의 평균 점수는 26.52점으로 더 하락하였으며, 이는 지배구조 평가의 엄격화가 지속되었음을 의미한다. 25% 값이 20점으로 하락했지만, 75% 값은 31.7점을 유지하여 우수기업과 저조기업 간의 격차가 심화하고 있음을 확인할 수 있다.

〈Table 19〉 Descriptive Statistics of Governance Total Scores by Year : General Listed Companies

Panel A : By rating system period								
Year	N	Min.	25%	Median	Mean	75%	Max.	SD
2011~2012	2,989	2.67	28.33	31.67	32.24	35.30	77.33	6.68
2013~2022	9,096	0.00	21.67	27.67	28.23	33.70	82.90	10.34
Panel B : By Governance Evaluation Category Structure								
Year	N	Min.	25%	Median	Mean	75%	Max.	SD
2011~2014	5,369	2.67	28.67	32.00	32.61	35.70	77.33	6.71
2015~2022	6,716	0.00	20.00	25.33	26.52	31.70	82.90	10.84
Panel C : By year								
Year	N	Min.	25%	Median	Mean	75%	Max.	SD
2011	1,451	2.67	28.00	31.67	32.04	35.00	77.00	7.15
2012	1,538	10.7	28.67	31.67	32.42	35.30	77.33	6.19
2013	1,546	3.67	28.33	31.67	32.22	35.00	74.67	6.29
2014	834	9.33	30.33	33.67	34.65	37.70	74.67	7.20
2015	773	4.00	17.33	21.33	22.02	25.00	59.33	6.90
2016	816	0.00	18.67	22.33	23.00	26.70	56.33	7.27
2017	804	2.33	21.67	25.67	26.43	30.00	72.00	7.78
2018	821	1.67	20.00	24.33	25.45	29.30	74.33	8.40
2019	825	0.00	21.49	26.43	27.49	32.10	74.64	9.32
2020	853	4.26	22.41	27.79	29.86	35.20	75.71	10.75
2021	907	8.10	27.40	32.50	34.89	40.40	82.90	11.40
2022	917	0.00	11.50	20.90	22.20	31.60	70.60	14.71
Full period	12,085	0.00	23.33	29.33	29.22	34.00	82.90	9.72

2022년 평가 체계 개편의 영향을 구체적으로 살펴보면, 평균 점수가 2021년 34.89점에서 22.2점으로 급격히 하락하였고, D등급 비중이 2021년 1.2%에서 29.3%로 급증하였다. 이는 새로운 평가 기준이 기존 평가 체계보다 훨씬 엄격하게 적용되었음을 의미하며, 기업이 새로운 기준에 적응하는 과도기적 현상으로 해석된다.

다음 <Table 20>은 산업별, 일반 상장사 지배구조 영역 등급 총점 기술 통계량을 보여주고 있다.

〈Table 20〉 Descriptive Statistics of Governance Total Scores by Industry : General Listed Companies

Industry	N	Min.	25%	Median	Mean	75%	Max.	SD
Construction	445	0.00	24.34	29.67	29.91	35.70	63.10	9.14
Mining and quarrying	1	24.30	24.33	24.33	24.33	24.30	24.33	–
Education	57	12.70	26.67	30.60	32.93	38.00	62.33	9.82
Agriculture, forestry and fishing	48	0.40	19.83	26.86	25.68	33.10	41.40	8.96
Wholesale and retail trade	1,063	0.00	23.33	29.33	29.75	34.70	68.10	10.36
Real estate activities	29	6.67	21.33	27.00	27.13	31.00	57.10	10.40
Facilities management, business support and rental services	119	1.30	22.00	29.05	28.41	36.10	45.33	9.43
Water supply, sewage, waste management and materials recovery	14	8.00	20.00	30.17	25.71	31.30	36.00	8.85
Accommodation and food service activities	39	0.00	19.67	25.20	24.09	28.70	53.80	9.29
Arts, sports and recreation services	69	0.70	25.67	31.00	32.06	40.70	57.10	10.30
Transportation and storage	267	2.50	22.33	30.00	29.91	36.30	71.40	11.10
Electricity, gas, steam and air conditioning	139	6.70	27.00	33.00	33.76	40.30	66.30	10.41
Professional, scientific and technical services	969	0.00	26.00	31.67	32.18	37.30	71.20	9.96
Information and communication	1,056	0.00	24.80	29.33	30.34	34.30	82.90	10.88
Manufacturing	7,758	0.00	23.00	29.00	28.50	33.30	80.30	9.27
Membership organizations, repair and other personal services	12	20.70	29.12	34.77	34.26	39.70	45.67	7.19
Total	12,085	0.00	23.33	29.33	29.22	34.00	82.90	9.72

1) Note : Industries follow the major categories of the 10th revision of the Korean Standard Industrial Classification (KSIC).

산업별 지배구조 영역 분석에서는 업종별로 상당한 차이가 나타났다. '협회 및 단체, 수리 및 기타 개인 서비스업'이 낮은 표본 수에도 34.26점으로 가장 높은 평균 점수를 기록했지만, '숙박 및 음식점업'은 24.09점으로, 상대적으로 낮은 수준을 보였다. 이는 업종별 규제환경과 소유 구조의 차이가 지배구조 평가에 반영된 결과로 해석된다.

지배구조 영역 분석 결과가 시사하는 바는 다음과 같다. 첫째, 국내 기업의 지배구조 개선 노력이 2015년 이후 구체적인 성과를 보이고 있으나, 2022년 평가 체계 개편으로 인해 새로운 도전에 직면하고 있다. 둘째, 업종별 특성과 규제 환경의 차이가 지배구조 평가에 상당한 영향을 미치고 있어, 업종별 특성을 고려한 차별화된 지배구조 개선 전략이 필요하다. 셋째, 기업 간 지배구조 성과 격차가 지속적으로 확대되고 있어, 지배구조 후발 기업들에 대한 체계적인 개선 방안과 함께 우수 사례 확산을 위한 정책적 지원이 요구된다.

6. 금융사 지배구조 영역 등급 및 총점 분석

다음 <Table 21>은 연도별 금융사 지배구조 영역 등급 빈도수 및 비율을 보여주고 있다. 연도별 등급 분포를 살펴보면, 2018년~2021년 기간에는 B+등급이 34.8%로 가장 높은 비중을 차지하였고, A+등급과 A등급의 비중도 각각 7.9%, 22.3%로 비교적 높게 나타났다. 이는 금융사들이 전반적으로 지배구조 수준이 양호한 편임을 시사한다. 2022년에는 S등급이 부여되지 않았으며, A+등급 3.6%, A등급 22.6%, B+등급 41.7%로 B+등급의 비중이 더욱 확대되었다. D등급 비중은 7.1%로, 평가 기준 강화에도 불구하고 최하위 등급 기업의 비중은 상대적으로 낮은 편이다.

〈Table 21〉 Distribution of Governance Ratings by Year : Financial Companies

Panel A : 2018−2021

Year	A+	A	B+	B	C	D	Total
2018	3 3.8%	16 20.0%	29 36.3%	12 15.0%	17 21.3%	3 3.8%	80 100%
2019	5 6.6%	18 23.7%	28 36.8%	12 15.8%	9 11.8%	4 5.3%	76 100%
2020	9 10.2%	19 21.6%	31 35.2%	17 19.3%	8 9.1%	4 4.5%	88 100%
2021	9 10.7%	20 23.8%	26 31.0%	16 19.0%	9 10.7%	4 4.8%	84 100%
Total	26 7.9%	73 22.3%	114 34.8%	57 17.4%	43 13.1%	15 4.6%	328 100%

Panel B : 2022

Year	S	A+	A	B+	B	C	D	Total
2022	− −	3 3.6%	19 22.6%	35 41.7%	15 17.9%	6 7.1%	6 7.1%	84 100%

다음 <Table 22>는 연도별 금융사 지배구조 총점 기술 통계량을 보여주고 있다. 총점 기술 통계량을 보면, 2018년~2021년 평균 점수는 44.8점, 2022년에는 49.1점으로 소폭 상승하였다. 표준편차는 18.24~19.41로 기업 간 지배구조 성과의 편차가 다소 확대된 것으로 나타났다. 2022년의 최솟값은 7.7점, 최댓값은 85.4점으로, 금융사 내에서도 지배구조 수준의 격차가 존재함을 알 수 있다.

금융사 지배구조 영역의 주요 특징은 다음과 같다. 첫째, 금융업종은 법적·제도적 규제가 강하게 작용하여 전반적으로 높은 지배구조 수준을 유지하고 있다. 둘째, 평가 기준의 변화에도 불구하고 B+등급 이상 기업의 비중이 높아, 금융사들이 지배구조 개선에 지속적으로 노력하고 있음을 보여준다. 셋째, 기업 간 성과 격차가 존재하므로, 후발 금융사에 대한 맞춤형 지원과 우수 사례 확산이 필요하다.

〈Table 22〉 Descriptive Statistics of Governance Total Scores by Year : Financial Companies

Panel A : By Financial Company Governance Evaluation Category Structure								
Year	N	Min.	25%	Median	Mean	75%	Max.	SD
2018~2021	328	1.60	32.30	46.30	44.80	58.00	92.70	18.24
2022	84	7.70	36.90	50.70	49.10	65.00	85.40	19.41
Panel B : By year								
Year	N	Min.	25%	Median	Mean	75%	Max.	SD
2018	80	10.00	23.20	36.50	35.80	46.00	68.42	14.10
2019	76	6.50	32.20	45.20	43.20	55.00	77.80	16.38
2020	88	10.00	35.30	49.00	47.40	59.00	92.30	18.38
2021	84	1.60	42.70	53.80	52.10	68.00	92.70	19.59
2022	84	7.70	36.90	50.70	49.10	65.00	85.40	19.41
Full period	412	1.60	33.20	46.70	45.70	59.00	92.70	18.54

KCGS의 ESG 평가 결과를 환경, 사회, 일반 상장사 지배구조, 금융사 지배구조 영역별로 분석한 결과, 다음과 같은 주요 특징과 시사점을 도출할 수 있다.

첫째, 환경 영역에서는 평가 기준 강화와 ESG 공시 의무화의 영향으로 D등급 기업의 비중이 크게 증가하였으며, 기업 간 환경경영 성과의 격차가 확대되고 있다. 업종별로는 전기·가스업(37.29점), 운수·창고업(36.06점), 건설업(32.95점)이 상대적으로 높은 점수지만 정보통신업(16.01점), 부동산업(11.39점), 농업·임업 및 어업(9.23점)은 낮은 수준을 보였다. 중분류 기준 화학물질 및 화학제품 제조업은 37.04점으로 오히려 상위권에 속한다.

둘째, 사회 영역에서는 2021년까지 상위 등급 기업의 비중이 꾸준히 증가하였으나, 2022년 평

가 체계 개편 이후 D등급 비중이 급증하는 등 평가 기준 변화의 영향이 뚜렷하게 나타났다. 업종별로는 금융 및 보험업(38.25점)과 전기・가스업(38.15점)이 높은 사회 영역 점수이며, 제조업(26.45점)과 농업・임업 및 어업(15.85점)은 상대적으로 낮은 수준을 보였다.

셋째, 일반 상장사 지배구조 영역에서는 2015년 이후 상위 등급 기업의 비중이 증가하였으나, 2022년 평가 기준 강화로 D등급 비중이 급증하고 평균 점수가 하락하는 등 변화가 있었다. 업종별로 금융업과 전기・전자업종이 높은 점수를 기록하였다. 넷째, 금융사 지배구조 영역에서는 법적・제도적 규제의 영향으로, 전반적으로 높은 지배구조 수준을 유지하고 있으며, B+등급 이상 기업의 비중이 높게 나타났다. 그러나 기업 간 성과 격차가 존재하여, 후발 금융사에 대한 지원이 필요하다.

이상의 결과를 종합하면, 영역별 분석에서 공통으로 확인되는 것은, 등급 분포와 평균 점수의 급격한 변화가 기업의 실질적 성과 변화보다 평가 체계 개편 시점(2013년, 2019년, 2022년)과 밀접하게 연동된 것으로 볼 수 있다. 이는 KCGS 평가 결과를 시계열로 이용할 때 등급과 점수가 연도 간 동일한 의미를 갖는지에 대한 검토가 선행되어야 함을 시사한다.

Ⅴ. ESG 등급-총점 간 연계성 분석

영역별 분석을 통해 확인된 ESG 성과의 구조적 격차와 등급 분포의 변화는, 단순 등급만으로는 기업의 ESG 수준을 판단하기는 어려울 수 있으므로 ESG 등급과 총점과의 관련성을 파악한다. 다음 <Table 23>은 연도별・ESG 등급별 ESG 총점의 평균과 최솟값・최댓값을 보여준다. 각 연도 안에서는 등급이 높아질수록 평균 총점이 단조적으로 상승하여 등급과 점수의 대응 관계가 명확하게 유지된다. 그러나 연도를 가로질러 비교하면 동일 등급의 평균 총점 수준이 연도별로 달라지며, 한 연도의 상위 등급 최솟값이 다른 연도의 하위 등급 최댓값보다 낮은 경우도 관찰된다. 예컨대 A등급의 최솟값은 2012년 3.50점에서 2013년 4.50점으로 상승하는데, 이는 기업의 성과 변화가 아니라 등급 컷오프의 조정에 따른 것이다. 이하에서는 이러한 연도 내 대응 관계와 연도 간 비교가능성을 구분하여 분석한다.

〈Table 23〉 Mean and Range of ESG Total Scores by Year and Rating

Panel A : Mean ESG total scores by year and rating

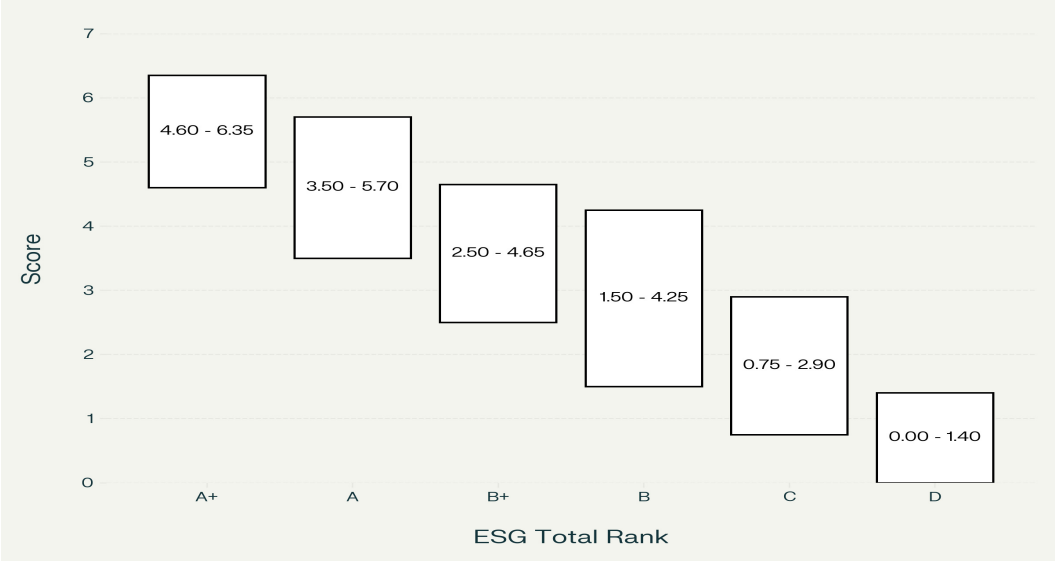
Year	A+	A	B+	B	C	D	Overall
2011	4.86	3.89	2.99	1.92	1.28	–	2.22
2012	4.88	3.83	2.83	1.89	1.27	–	2.01
2013	5.70	4.80	3.88	2.84	2.18	–	2.85
2014	5.65	4.83	3.90	2.87	2.19	1.30	2.85
2015	5.70	4.86	3.89	2.90	2.10	1.31	2.76
2016	5.77	4.82	3.84	2.89	2.11	1.28	2.85
2017	5.79	4.83	3.84	2.90	1.77	0.56	2.65
2018	5.62	4.81	3.88	2.90	1.63	0.55	2.51
2019	5.73	4.85	3.90	2.90	1.67	0.55	2.65
2020	5.71	4.91	3.90	2.90	1.68	0.56	2.84
2021	5.81	4.99	3.96	2.90	1.85	0.47	3.12
2022	5.82	4.92	3.92	2.97	1.58	0.27	2.03
Total	5.62	4.79	3.78	2.71	1.83	0.39	2.63

Panel B : Minimum and maximum ESG total scores by year and rating

Year	A+		A		B+		B		C		D	
	Min.	Max.	Min.	Max.	Min.	Max.	Min.	Max.	Min.	Max.	Min.	Max.
2011	4.60	5.00	3.50	4.40	2.60	3.40	1.60	2.40	1.00	1.40	–	–
2012	4.60	5.00	3.50	4.40	2.50	3.40	1.50	2.40	1.00	1.40	–	–
2013	5.60	6.00	4.50	5.40	3.50	4.40	2.50	3.40	1.50	2.40	–	–
2014	5.60	5.70	4.50	5.40	3.50	4.40	2.50	3.40	1.50	2.40	1.30	1.30
2015	5.70	5.70	4.50	5.40	3.50	4.40	2.50	3.40	1.60	2.40	1.30	1.40
2016	5.70	6.00	4.50	5.30	3.50	4.40	2.50	3.40	1.60	2.40	1.00	1.40
2017	5.50	6.35	4.50	5.25	3.50	4.65	2.50	3.45	0.75	2.40	0.25	0.70
2018	5.50	5.85	4.50	5.45	3.50	4.45	2.50	3.45	0.75	2.40	0.25	0.70
2019	5.50	6.00	4.50	5.45	3.50	4.45	2.50	3.45	0.75	2.40	0.25	0.70
2020	5.55	6.00	4.50	5.45	3.50	4.65	2.50	3.45	0.75	2.40	0.25	0.70
2021	5.55	6.00	4.50	5.70	3.50	4.45	2.50	3.45	0.75	2.40	0.25	0.70
2022	5.55	6.00	4.50	5.70	2.75	4.50	2.50	4.25	0.75	2.90	0.00	0.75
Total	4.60	6.35	3.50	5.70	2.50	4.65	1.50	4.25	0.75	2.90	0.00	1.40

다음 <Figure 1>은 ESG 등급별 점수 구간 분석 결과이다. 분석 결과, 등급 간 점수 범위가 상당한 중복(overlap)을 보이는 현상이 관찰되었다. 구체적으로 A+등급(4.6점~6.35점)과 A등급(3.5점~5.7점)의 경우 4.6점~5.7점 구간에서 겹치며, A등급과 B+등급(2.5점~4.65점) 역시 3.5점~4.65점 구간에서 중복된다. 이러한 패턴은 하위 등급들에서도 일관되게 나타나, B와 B+등급(1.5점~4.25점)은 2.5점~4.25점에서, B와 C등급(0.75점~2.9점)은 1.5점~2.9점에서, 그리고 C와 D등급(0.0점~1.4점)은 0.75점~1.4점 구간에서 각각 중복을 보인다. 이러한 등급 간 점수 중복 현상에 대해서는 두 가지 해석이 가능하다. 첫째는 ESG 성과가 연속적인 스펙트럼상에 존재하여 명확한 경계선을 설정하기 어렵고, 평가기관이 정성적 판단을 반영하여 등급을 부여하기 때문이라는 해석이다. 둘째는 <Figure 1>이 2011년부터 2022년까지 12개 연도를 하나로 통합한 분포이므로, 연도별로 상이한 등급 컷오프가 결합되면서 중복이 나타난다는 해석이다. 두 해석은 관찰되는 분포만으로는 구분할 수 없으며, 연도별 분석을 통해서만 판별할 수 있다. 이에 따라 본 연구는 이를 통계적으로 검정하였으며 분석 결과는 <Table 24>에서 확인한다. 다만 어느 해석이 타당하든, 동일 등급 내에서 기업 간 실질적인 성과 차이가 존재할 수 있다는 점은 공통으로 함의된다.

〈Figure 1〉 Distribution of ESG ratings and total ESG scores



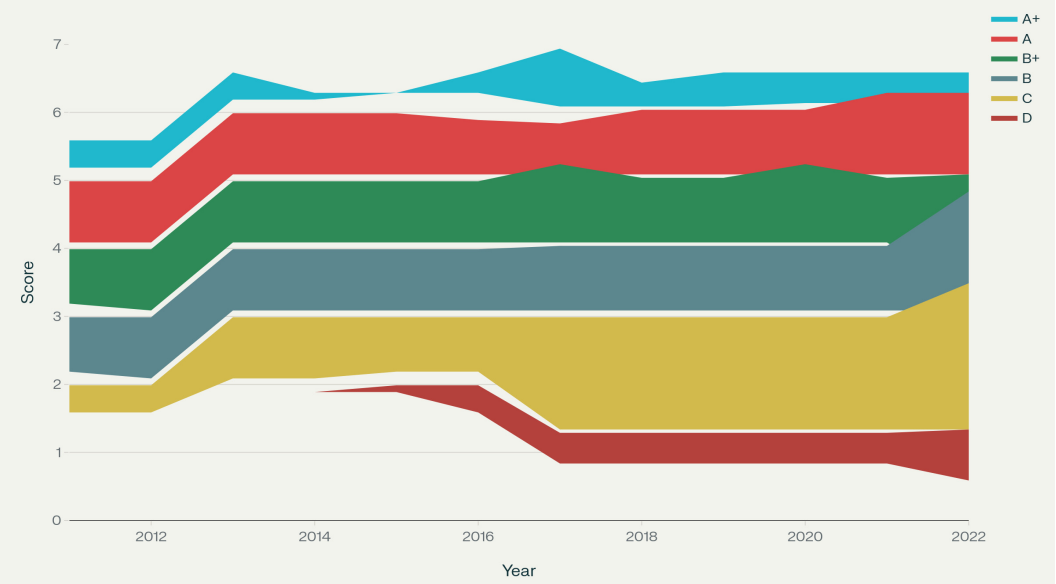
이에 따라 연도별 ESG 등급의 추이를 확인하고 두 가지 분석 방법을 실시하였다. 첫 번째는 2011년부터 2022년까지 12년간의 ESG 등급별 점수 구간 변화를 시계열적으로 분석하기 위해 연도별 점수 구간 변화 그래프(Time Series Range Plot)를 활용하였다. 이 분석 방법은 X축에 연

도(2011년~2022년)를, Y축에 점수(0점~7점)를 설정하고, 각 ESG 등급(A+, A, B+, B, C, D) 별로 최소 점수와 최대 점수 사이의 구간을 음영으로 표시하는 방식이다. 각 등급은 서로 다른 회색 음영으로 구분하여 시각적 식별을 용이하게 하였으며, 연도별 점수 기준의 변화 추이와 등급 간 점수 구간의 겹침 현상을 동시에 관찰할 수 있도록 설계하였다. 이러한 시각화 방법을 통해 ESG 평가 체계의 시간적 변화 패턴과 등급별 점수 기준의 안정성을 종합적으로 평가할 수 있다.

두 번째는 ESG 등급별 점수 구간의 안정성과 변동성을 정량적으로 분석하기 위해 등급별 점수 구간 폭 히트맵(Grade-wise Score Range Width Heat map)을 구성하였다. 이 분석에서는 연도별 각 등급의 점수 구간 폭을 최대 점수에서 최소 점수를 차감한 값으로 계산하였다(구간 폭=최대 점수-최소 점수). 히트맵의 행(Row)은 ESG 등급(A+, A, B+, B, C, D)을, 열(Column)은 연도(2011년~2022년)를 나타내며, 각 셀의 값은 해당 연도 해당 등급의 점수 구간 폭을 소수점 둘째 자리까지 표시하였다. 색상 강도는 구간 폭의 크기에 비례하여 설정하였으며, 구간 폭이 클수록 진한 회색으로, 작을수록 연한 회색으로 표현하여 등급별 점수 기준의 일관성과 변동성을 직관적으로 파악할 수 있도록 하였다.

다음 <Figure 2>는 연도별 점수 구간 변화 그래프 분석 결과이다. 연도별 점수 구간 변화 분석을 통해 ESG 평가 체계의 세 가지 주요 변화 시점을 확인할 수 있었다. 첫째, 2013년 전후 시점에서 전 등급에 걸친 대규모 상향 조정이 발생하였다. A+등급의 최소 점수는 2012년 4.6점에서 2013년 5.6점으로 1.0점 상승하였으며, A등급 역시 최소 점수가 3.5점에서 4.5점으로 동일하게 1.0점 상승하는 등 모든 등급에서 일관된 상향 조정 패턴을 보였다. 이는 ESG 평가 기준이 전반적으로 상향된 것으로 해석할 수 있다. 둘째, 2017년을 기점으로 평가 체계의 구조적 변화가 관찰되었다. 특히 주목할 점은 하위 등급인 C등급과 D등급의 최소 점수가 크게 하향 조정된 것이다. C등급의 최소 점수는 2016년 1.6점에서 2017년 0.75점으로, D등급은 2016년 1.0점에서 2017년 0.25점으로 각각 하향 조정되어 평가 범위가 확장되었다. 반면 A+등급의 최대 점수는 2017년 6.35점까지 상승하여 상위 등급과 하위 등급 모두에서 점수 범위가 확대되는 양극화 현상이 나타남을 확인할 수 있었다. 셋째, 등급 간 점수 구간의 지속적인 겹침 현상이 전 분석 기간에 걸쳐 나타났다. 예를 들어, 2022년 기준으로 A+등급의 최소 점수 5.55점과 A등급의 최대 점수 5.7점이 겹치며, B+등급의 최소 점수 2.75점과 B등급의 최대 점수 4.25점 사이에는 상당한 구간 겹침이 존재한다. 이러한 겹침 현상은 ESG 평가의 복합적 특성과 정성적 요소의 개입 가능성을 시사한다.

〈Figure 2〉 Changes in ESG Score Ranges by Year

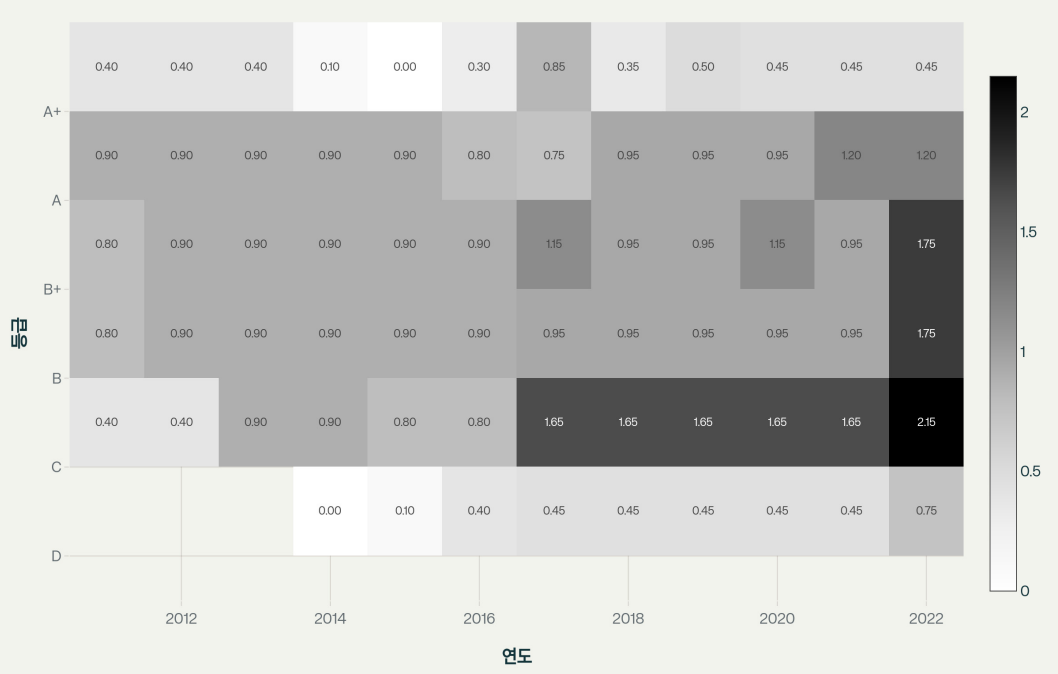


다음 <Figure 3>은 등급별 점수 구간 폭 히트맵(Heat map) 분석 결과이다. 점수 구간 폭 분석을 통해 등급별 평가 기준의 안정성과 변동성에서 차이를 확인할 수 있었다. A+등급의 경우, 구간 폭의 변동성이 가장 크게 나타났다. 2015년 구간 폭이 0.0으로 최솟값을 기록했지만, 2017년에는 0.85로 급격히 확대되었다. 이는 최상위 등급에 대한 평가 기준이 시기별로 상당한 변화가 있었음을 시사한다. A, B+, B등급에서는 2022년을 기점으로 구간 폭의 급격한 확대가 공통으로 관찰되었다. A등급의 구간 폭은 2020년 0.95에서 2021년 1.2로 증가하였으며, B+등급과 B등급은 모두 2022년에 1.75로 동일한 수준까지 확대되었다. 이는 해당 등급 구간에서 평가 기준의 유연성이 향상되었을 것이라 해석된다. 반면에 C등급의 구간 폭은 2016년까지 0.4~0.9 수준을 유지하다가 2017년부터 1.65 이상으로 급격히 확대되어 2022년에는 2.15에 달했다. 이는 분석 대상 등급 중 가장 큰 구간 폭으로, 하위 등급에서 평가의 다양성이 많이 증가하였다고 판단된다.

D등급의 경우, 2014년 도입 초기에는 구간 폭이 0.0~0.1로 매우 협소했으나, 2017년 이후 0.45 수준으로 안정화되었다. 2022년에는 0.75로 소폭 증가하여 최하위 등급에서도 평가 범위가 점진적으로 확대되고 있음을 확인할 수 있었다.

종합적으로, 히트맵 분석 결과는 ESG 평가 체계가 초기의 상대적으로 경직된 구조에서 점차 유연하고 포용적인 구조로 진화하고 있음을 보여준다. 특히 2017년을 기점으로 한 구조적 변화와 2022년의 중간 등급(A, B+, B) 구간 확대는 ESG 평가의 복잡성 증가와 다양한 기업 특성을 수용하려는 평가 체계의 발전 과정을 반영한다고 해석할 수 있다.

〈Figure 3〉 Heatmap of Score Ranges by ESG Rating



앞선 <Table 23>과 <Figure 1>~<Figure 3>의 분석은 기술통계에 근거한 것이다. 따라서 ESG 등급이 총점 정보를 어느 정도 요약하고 있는지, 그리고 관찰된 등급 간 점수 중복이 어느 층위에서 발생하는지를 통계적으로 검정하고자 등급 간 ESG 총점 분포의 차이에 대해서는 일원 배치 분산분석과 효과 크기(η^2)를, 각 등급의 평균 총점에 가장 가까운 등급으로 관측치를 배정하는 최근접 평균 판별법의 정확도를 산출하였다. 또한 인접 등급 간 점수 구간의 중복도 지수(overlapping index, OVL)와 동일 등급 내 점수의 변동계수를 산출하였다. 중복도 지수는 두 등급의 점수 구간이 겹치는 폭을 두 구간의 합집합 폭으로 나눈 값으로, 0이면 두 구간이 완전히 분리되어 있음을, 1이면 완전히 중복됨을 의미한다. 각 지표는 연도별로 산출한 값과 12개 연도를 통합하여 산출한 값을 함께 제시하여 두 층위를 대비한다.

<Table 24>의 [패널 A]는 등급 간 ESG 총점 분포 차이에 대한 검정 및 판별 정확도의 연도별 검정 결과로 모든 연도에서 등급 간 ESG 총점의 평균 차이는 1% 수준에서 유의하며, 효과 크기(η^2)는 0.878~0.959로 나타났다. 이는 연도 내에서 ESG 등급은 총점 변동의 88% 이상을 설명하는 것으로 해석할 수 있다. 또한 총점만으로 등급을 복원하는 판별 정확도 역시 연도별로 86.7%(2018년)~99.2%(2011년)인 것으로 나타났다. 특이한 사항으로는 동일 연도 안에서 같은 총점에 서로 다른 등급이 부여된 관측치의 비율이 2011년~2019년에는 0.0%, 2020년과 2021년에는 각각 0.3%에 불과하다는 사실이다. 즉, 이는 해당 기간 ESG 등급이 총점에 대한 사실상

결정적(deterministic) 구간 분할임을 의미한다. 반면 2022년에는 그 비율이 12.7%로 급증하여, 평가 체계 개편 이후 총점과 등급의 대응이 기계적 구간 분할에서 벗어났음을 보여주고 있다. 12개 연도를 전체 통합한 결과, 효과 크기(η^2)는 0.839로 낮아지고 판별 정확도는 71.3%로 하락하며, 동일 총점에 복수 등급이 대응하는 관측치의 비율은 75.1%인 것으로 나타났다. 연도 내 분석과 통합 분석 사이의 이러한 격차는, 관찰되는 등급−점수 불일치의 대부분이 평가 체계 자체의 모호성이 아니라 연도별 등급 컷오프의 변경에 의한 것으로 해석할 수 있다.

다음으로 <Table 24>의 [패널 B]는 인접 등급 간 점수 구간의 중복도 지수 결과로 2011년~2016년과 2018년~2019년에는 모든 인접 등급쌍에서 중복도가 0으로, 등급 간 점수 구간이 완전히 분리되어 있다. 중복이 확인되는 것은 2017년(A/B+ 0.086), 2020년(A/B+ 0.077), 2021년(A+/A 0.100), 2022년(A+/A 0.100, B+/B 0.750, B/C 0.114)에 한정되며, 산출 가능한 57개 연도−등급쌍 가운데 중복이 발생한 것은 6개(10.5%)에 불과하다.

그러나 12개 연도를 통합하여 분석한 결과는 모든 인접 등급쌍에서 중복이 나타나고 그 크기도 0.224~0.556으로 크게 증가하는 것으로 나타났다. <Figure 1>에서 관찰된 광범위한 중복은 바로 이 통합 기준에 따른 결과이다. 따라서 앞에서 제시한 두 가지 해석 가운데, 등급 간 점수 중복은 평가기관이 설정한 완충 구간이라기보다는 서로 다른 등급 기준이 적용된 연도를 하나의 표본으로 결합함으로써 발생하는 통합 효과(pooling effect)로 이해할 수 있다. 다만 2022년 B+등급과 B등급 사이에서 관찰되는 0.750의 높은 중복도는 연도 내에서 발생한 것으로, 2022년 평가 체계 개편 이후 등급 부여에 총점 이외의 요소가 개입하였을 가능성을 시사한다.

마지막으로 <Table 24>의 [패널 C]는 동일 등급 내 점수의 산포를 보여준다. 변동계수는 A+등급 5.9%에서 A등급 8.8%, B+등급 11.2%, B등급 17.3%, C등급 25.7%, D등급 81.7%로 등급이 낮아질수록 체계적으로 증가하는 것으로 나타났다. 이는 상위 등급일수록 등급이 총점 정보를 충실히 대리하는 반면에 하위 등급에서는 동일 등급 내 기업 간 실질적 성과 차이가 크다는 것을 의미한다. 특히 D등급의 총점 범위는 0.00점~1.40점으로 평균 대비 산포가 매우 큰 것으로 나타나 등급을 등간척도로 치환하는 방식은 상위 등급 중심의 분석에서는 상대적으로 무해하나, 하위 등급을 다수 포함하는 전체 표본 분석에서는 상당한 측정오차를 초래할 수 있음을 시사한다.

<Table 24>를 종합하면 다음과 같다. 연도 내에서 ESG 등급은 총점의 통계적으로 유의한 대리변수로($\eta^2 \geq 0.878$, 판별 정확도≥86.7%), 단일 연도 횡단면 분석에서는 등급을 점수로 치환하는 경우 연구 결과의 차이는 없을 것으로 보인다. 그러나 연도를 통합한 패널 분석에서는 동일한 등급이 연도에 따라 서로 다른 점수 수준을 의미하므로, 연도 고정 효과를 포함하거나 등급·점수를 연도별로 표준화하지 않고 분석한다면, 추정치에 편의를 초래할 수 있다. 마지막으로 2022년 평가 체계 개편 이후에는 연도 내에서도 등급과 총점의 대응이 약화되었으므로, 2022년 이후 자료를 이전 기간과 결합할 때는 구조변화를 명시적으로 통제할 필요가 있다.

〈Table 24〉 Statistical Tests of the Rating-Score Linkage

Panel A : Between-rating score differences and classification accuracy

Year	N	No. of ratings	F	η^2	Classification accuracy (%)	Same-score, multiple-rating observations (%)
2011	386	5	1,079.1	0.919	99.2	0.0
2012	803	5	1,441.1	0.878	93.4	0.0
2013	912	5	1,855.2	0.891	92.5	0.0
2014	897	6	1,871.9	0.894	93.0	0.0
2015	841	6	1,562.0	0.882	90.8	0.0
2016	877	6	1,578.6	0.901	93.0	0.0
2017	861	6	1,245.7	0.879	89.9	0.0
2018	890	6	1,467.6	0.892	86.7	0.0
2019	882	6	1,404.3	0.889	87.0	0.0
2020	916	6	1,746.7	0.906	87.7	0.3
2021	984	6	2,500.2	0.927	92.5	0.3
2022	981	6	4,585.9	0.959	92.7	12.7
Pooled sample	10,230	6	10,630.4	0.839	71.3	75.1

Panel B : Score-range overlap between adjacent ratings (OVL)

Year	A+/A	A/B+	B+/B	B/C	C/D
2011	0.000	0.000	0.000	0.000	–
2012	0.000	0.000	0.000	0.000	–
2013	0.000	0.000	0.000	0.000	–
2014	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
2015	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
2016	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
2017	0.000	0.086	0.000	0.000	0.000
2018	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
2019	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
2020	0.000	0.077	0.000	0.000	0.000
2021	0.100	0.000	0.000	0.000	0.000
2022	0.100	0.000	0.750	0.114	0.000
Pooled sample	0.386	0.359	0.556	0.400	0.224

〈Table 24〉 Statistical Tests of the Rating-Score Linkage (continued)

Panel C : ESG total score statistics and CV by rating (pooled, 2011−2022)						
Rating	N	Mean	SD	Min.	Max.	CV (%)
A+	87	5.623	0.331	4.60	6.35	5.9
A	774	4.792	0.423	3.50	5.70	8.8
B+	1,369	3.787	0.425	2.50	4.65	11.2
B	4,187	2.712	0.470	1.50	4.25	17.3
C	3,296	1.834	0.472	0.75	2.90	25.7
D	517	0.391	0.319	0.00	1.40	81.7

Notes : 1) All F-statistics are significant at $p<0.001$.
2) η^2 is the proportion of variance in ESG total scores explained by ratings.
3) Classification accuracy is the percentage of observations correctly classified when each observation is assigned to the rating category with the nearest mean total score.
4) The share of observations with the same score but multiple ratings is the percentage of observations whose ESG total score corresponds to two or more rating categories.
5) This table uses 10,230 firm-year observations with both ESG ratings and total scores. The difference from the 10,202 observations in Table 10 reflects the inclusion of 28 firm-year observations from 2021 and has no material effect on the results.
6) The overlap index equals the width of the intersection of two rating-specific score ranges divided by the width of their union. Zero indicates complete separation, and one indicates complete overlap.
7) Rating D was introduced in the 2013 rating system but was first assigned in 2014. Thus, the overlap index for the C/D pair cannot be calculated for 2011−2013 and is denoted by "−".
8) CV (%)=(standard deviation / mean)×100.

Ⅵ. 실증연구의 방법론적 유의 사항

본 연구의 분석 결과는 KCGS의 평가 체계와 등급 부여 기준의 변화가 ESG 등급과 총점에 영향을 미치고 있음을 보여준다. 연도 내에서는 등급 간 총점 차이의 효과 크기(η^2)가 0.878~0.959, 판별 정확도가 86.7%~99.2%이지만, 12개 연도를 통합하면 각각 0.839와 71.3%로 하락한다. 이는 KCGS 자료를 패널자료로 이용할 경우, 평가 체계의 시계열적 변화를 통제하지 않으면 관심 변수의 계수와 유의성이 왜곡될 수 있음을 의미한다. 따라서 본 연구에서는 등급 체계 변경, 등급의 중복성, 총점 산정 체계 변경의 세 측면에서 유의 사항과 대응 방안을 제시한다.[3)]

3) 본 장은 ESG 평가 자료를 이용한 실증연구에서 유의해야 할 방법론적 논점을 별도의 장으로 정리할

1. 등급 체계 변경과 시계열 비교가능성

KCGS는 2011년~2012년 A+, A, B+, B, C의 5개 등급 체계를 적용하였으나 2013년부터 S등급과 D등급을 신설한 7개 등급 체계로 변경하였다(<Table 6>). 다만 D등급이 실제로 부여된 것은 2014년부터이며 S등급이 부여된 사례는 없다. 등급 컷오프도 함께 조정되어 A+등급의 최소 점수는 2012년 4.6점에서 2013년 5.6점으로, A등급은 3.5점에서 4.5점으로 각각 1.0점씩 상향되었다. 따라서 개편 전후의 등급을 동일한 척도로 결합하면 기업의 실질적 성과 변화 때문이 아니라 등급 구간과 컷오프의 변경으로 ESG 등급과 기업가치·재무성과·위험 간의 관계가 시기별로 강화 또는 약화되는 것처럼 나타날 수 있다.

이러한 문제는 특정 시점을 전후하여 회귀계수가 달라지는 구조변화(structural change)의 문제로 볼 수 있다. 변화 시점을 사전에 알 수 있는 경우는 Chow(1960)의 검정으로 시점 전후의 계수가 통계적으로 다른지 확인할 수 있고, 변화 시점을 사전에 특정할 수 없는 경우에는 Bai and Perron(1998)의 방법으로 복수의 변화 시점을 자료에서 식별할 수 있다. 따라서 KCGS 자료를 이용하는 연구에서는 2013년 등급 체계 변경과 2022년 평가 모형 개편, 환경 영역 대분류가 재편된 2019년과 하위 등급의 점수 구간이 확장된 2017년을 함께 고려해야 한다. 본 연구는 전체 기간을 하나의 표본으로 분석하는 경우, 연도 고정 효과를 포함하고, 등급을 연도 내 순위나 표준화된 값으로 변환하는 방법을 제안한다. 그러나 연도 고정 효과의 경우 해당 연도의 평균 수준 차이만을 제거하므로 등급 부여 방식 자체가 달라진 경우에는 충분하지 않을 수 있기 때문에, 이 경우는 개편 전후로 표본을 나누거나 동일한 평가 체계가 적용된 기간만을 분석 대상으로 하는 것을 제안한다.

2. ESG 등급의 중복성과 측정오차

등급은 연속적인 총점을 일정 구간으로 범주화한 정보로 동일 등급 내 기업 간 차이를 반영하지 못하거나 동일한 점수가 서로 다른 등급으로 분류될 수 있다. 본 연구의 분석 결과, 연도 내 중복은 산출 가능한 57개 연도−등급쌍 가운데 6개(10.5%)에 그쳤으나, 12개 연도를 통합하면 모든 인접 등급쌍에서 중복도 지수가 0.224~0.556으로 상승하였다. 동일 총점에 복수의 등급이 대응하는 관측치의 비율도 2011년~2019년 0.0%였으나, 2020년과 2021년 각 0.3%에서 2022년 12.7%로 급증하였고 12개 연도를 통합하면 75.1%에 달하였다. 등급 내 총점의 변동계수 역시 A+등급 5.9%에서 D등급 81.7%로 증가하여, 등급을 A+등급 6점, A등급 5점과 같이 등간척도로 치환하는 방식의 왜곡은 하위 등급이 다수 포함된 표본에서 더 커지는 것으로 나타났다.

것을 제안한 익명의 심사자 의견에 따라 추가한 것이다. 유익한 의견을 주신 익명의 심사자님께 깊이 감사드린다.

이러한 현상은 등급이라는 범주형 정보에 내재된 측정오차의 문제로 볼 수 있다. 평가기관 간 비교를 다룬 선행 연구들에서도 유사한 문제를 제시하였다. Chatterji et al.(2016)은 평가기관 간 평가 결과가 서로 수렴하지 않을 수 있음을 주장하였고, Christensen et al.(2022)은 기업의 ESG 공시가 많아질수록 평가기관 간 불일치가 커진다는 결과를 제시하였다. 또한 Berg et al.(2022)은 불일치가 평가대상 범위(scope)·측정 방법(measurement)·가중치(weight)의 차이에서 발생하며 그중 측정 방법의 기여가 가장 크다는 점을 제시하였다. 그러나 등급 부여에 관한 정성적 판단을 연구 대상으로 하는 경우 중복성은 통제 대상이 아니므로, 중복성을 측정오차로 볼 것인지 아니면 연구 주제로 볼 것인지의 판단이 필요하다. 본 연구는 중복성을 측정오차로 볼 때 등급과 총점을 모두 이용할 수 있다면 정보손실이 작은 총점을 사용하고, 등급을 사용할 때는 등간척도로 치환하기보다는 등급 더미변수나 연도 내 순위·백분위 순위로 변환하는 방법을 제안한다. 그러나 2022년의 경우와 같이 B+등급과 B등급 간 중복도가 0.750처럼 크게 나타날 때는 변환 방법으로만은 충분하지 않을 수 있으므로 해당 연도를 제외한 분석을 함께 제시하여 결과의 강건성을 검토하는 방안을 제안한다.

3. 총점 산정 체계 변경과 회귀분석의 편의 가능성

등급 대신 총점을 사용하더라도 총점의 산정 체계가 변경된다면, 측정오차의 문제는 여전히 존재한다. 본 연구의 분석 결과와 같이 환경·사회·지배구조 영역의 평가지표 구성과 대분류 체계는 여러 차례 변경되었다. 환경 영역의 대분류는 2011년~2018년 5개, 2019년~2021년 3개, 2022년 이후 4개로 재편되었고(<Table 2>), 2022년에는 평가 모형이 전면적으로 개편되었다. 대분류의 축소와 재편은 개별 지표의 구성과 가중치가 함께 변경되었음을 의미하므로, 동일한 1점의 차이가 모든 연도의 동일한 ESG 성과 차이라고 보기는 어렵다. 이러한 문제는 설명변수에 측정오차가 포함된 회귀분석의 문제로 볼 수 있다. 즉, 설명변수의 측정오차는 회귀계수의 추정치에 편의를 초래하며, 이러한 오차가 성과와 관계없이 발생한다면 계수의 절댓값에 과소 편의가 발생할 수 있다(Hausman 2001). 그러나 평가 방법의 변경과 같이 측정오차가 체계적으로 발생할 때는 계수가 과대 추정되거나 편의(noise)로 과소 추정될 수도 있어 편의의 방향과 크기를 특정하기가 어렵다. 따라서 총점의 시계열적 변화가 점수의 수준·분산 또는 점수 범위의 변화에 의한 것인지 아니면 측정 방법 자체의 변화에 의한 것인지를 구분하는 것이 중요하다. 본 연구는 전자의 경우에는 연도별 표준화 점수(z-score)나 백분위 순위를 이용한 표준화와 연도 고정 효과를 제안하고, 후자의 경우에는 평가 방법이 변경된 전후로 표본을 나누어 관심 변수의 계수 차이를 비교하는 방법을 제안한다. 또 다른 방법으로는 연도별 횡단면 회귀분석을 실시한 후 관심 변수의 연도별 계수를 이용한 Fama and MacBeth(1973)의 방법을 제안한다. 이 방법은 서로 다른 연도의 횡단면 관계를 분리하여 추정하므로 모든 기업-연도를 하나의 회귀식으로

결합하는 방법보다 연도별 평가 기준 차이의 영향을 완화할 수 있다. 그리고 Petersen(2009)이 지적한 기업 및 시계열 방향의 잔차 상관 문제를 고려해 기업 또는 연도 수준의 군집 표준오차를 적용한 결과와 비교하는 것도 제안한다. 다만, 2013년이나 2022년과 같이 평가 체계가 명확하게 변경된 시점이 존재할 때는 표본분할과 구조변화 분석을 병행하는 것을 제안한다.

종합하면 KCGS의 ESG 등급과 총점을 이용하여 분석하는 경우, 해당 변수가 모든 연도에 걸쳐 동일한 경제적 의미를 갖는다는 가정을 먼저 검토해야 한다. 점수 수준이나 분포의 변화라면 연도 고정 효과와 연도별 표준화로 대응할 수 있으나, 등급 체계나 평가 방법 자체가 변경되면 개편 전후의 표본분할, 연도별 회귀분석 또는 구조변화 검정을 강건성 검정으로 함께 제시하는 것이 해석상의 오류를 줄이는 데 도움이 될 것으로 판단된다.

Ⅶ. 결 론

본 연구는 KCGS의 ESG 평가 방법론과 2011년부터 2022년까지의 평가 결과를 분석하고, 평가 등급과 평가점수 간의 연계성을 연도 내와 연도 통합의 두 층위로 구분하여 검정하였다. 또한 분석 결과를 바탕으로 KCGS 평가 자료를 이용하는 후속 실증연구가 유의해야 할 방법론적 논점과 대응 방안을 제시하였다. 분석 결과는 다음과 같다.

첫째, KCGS의 ESG 평가 체계는 영역별로 평가지표 대분류와 등급 구간이 반복적으로 개정됐으며, 평가 결과 역시 이러한 개정 시점을 전후로 뚜렷한 변화를 보였다. 환경 영역에서는 2022년 평가 체계 개편 이후 하위 등급 기업의 비중이 크게 증가하였고, 사회 영역에서는 2021년까지 상위 등급 비중이 증가하다가 2022년 이후 하위 등급 비중이 급증하였다. 일반 상장사 지배구조 영역에서도 2015년 이후 상위 등급 비중이 증가하다가 2022년 이후 하위 등급 비중이 증가하고 평균 점수가 하락하는 것으로 나타났다. 다만 이러한 변화는 기업의 실제 ESG 성과 변화와 평가 기준 변경의 효과가 결합된 결과이므로, 본 연구의 자료만으로 양자를 분리하여 식별하기는 어렵다. 금융사 지배구조 영역은 법적·제도적 규제의 영향으로, 전반적으로 높은 수준을 유지하되 기업 간 성과 차이가 존재하였다. 산업별로는 환경 영역에서 전기·가스, 운수·창고, 건설업의 평균 점수가 높고 정보통신, 부동산, 농림어업이 낮았으며, 사회 영역에서는 금융·보험과 전기·가스가 높고 농림어업이 낮았다. 중분류 수준에서 화학물질 및 화학제품 제조업은 환경 37.04점, 사회 30.13점으로 제조업 전체(31.54점, 26.45점) 및 전체 평균을 상회하여, 오염 유발 가능성이 큰 업종이 반드시 낮은 평가를 받는 것은 아님을 보여준다.

둘째, ESG 등급과 총점의 연계성은 연도 내와 연도 통합에서 서로 다른 양상을 보였다. 연도별로는 등급 간 ESG 총점의 차이가 통계적으로 유의하고 효과 크기(η^2 0.878~0.959)도 큰 것으로 나타났다. 또한, 총점만으로 등급을 복원하는 판별 정확도는 86.7%~99.2%로 나타났다. 인

접 등급 간 점수 구간의 중복 역시 산출 가능한 57개 연도−등급쌍 가운데 6개에서만 관찰되었다. 반면 12개 연도를 통합하면 효과 크기는 0.839, 판별 정확도는 71.3%로 하락하고 모든 인접 등급쌍에서 중복도 지수는 0.224~0.556으로 상승하는 것으로 나타났다. 이는 선행 연구에서 등급의 한계로 지적되어 온 등급 간 점수 중복이 등급 체계 자체의 속성이기보다는 연도별로 상이한 등급 컷오프를 가진 자료를 통합하는 과정에서 발생하는 통합의 산물(pooling artifact)인 것으로 볼 수 있다.

셋째, 등급이 담아내는 정보의 정밀도는 등급 구간에 따라 균일하지 않은 것으로 나타났다. 동일 등급 내 점수의 변동계수는 A+등급 5.9%에서 D등급 81.7%로 단조적으로 증가하여, 하위 등급일수록 등급이 요약하지 못하는 기업 간 성과 차이가 크다는 점을 보여주고 있다. 또한 2022년에는 연도 내에서도 동일 총점에 복수의 등급이 대응하는 관측치의 비중이 12.7%로 급증하여, 평가 체계 개편 이후 등급 부여 규칙 자체가 변화하였을 가능성을 시사한다. 다만 본 연구는 평가 항목 단위의 세부 배점 자료에 접근하지 못하였으므로, 이러한 변화의 원인에 관해서는 후속 연구가 필요할 것으로 판단된다.

마지막으로 본 연구는 분석 결과를 바탕으로 실증연구의 방법론적 유의 사항을 제Ⅵ장에 제시하였다. 등급 체계가 변경된 2013년과 평가 모형이 개편된 2022년, 그리고 환경 영역 대분류가 재편된 2019년과 하위 등급의 점수 구간이 확장된 2017년은 구조변화의 시점으로 검토될 필요가 있으며, 전체 기간을 하나의 표본으로 이용할 때는 연도 고정 효과와 연도 내 순위·표준화를 제안하며, 등급 부여 방식이나 평가 방법 자체가 변경되면 개편 전후의 표본분할과 연도별 회귀분석, Fama and MacBeth(1973) 방식의 병행을 제안하였다.

본 연구의 결과는 다음과 같은 시사점을 제시한다. 첫째, KCGS 등급 또는 총점을 이용하는 실증연구는 해당 변수가 모든 연도에 걸쳐 동일한 경제적 의미를 갖는다는 가정을 사전에 검토하고, 평가 체계 개편을 구조변화로 통제할 필요가 있다. 특히 하위 등급이 다수 포함된 표본에서는 등급을 등간척도로 치환하기보다 총점을 직접 사용하거나 연도 내 백분위로 변환하는 방식으로 측정오차를 줄일 수 있다. 둘째, 등급 컷오프가 연도별로 변경되었음에도 이를 명시적으로 공표하지 않으면 이용자는 등급의 시계열 변화를 기업 성과의 변화로 오인할 수 있다. 따라서 평가기관은 연도별 등급 컷오프와 평가 모형 개정 내역을 함께 공시하고, 개편 전후를 연결할 수 있는 정보를 제공할 필요가 있다. 셋째, 2022년 개편으로 ESG 통합 등급 기준 D등급 비중이 2021년 2.2%에서 2022년 35.2%로 증가한 사실은 평가 기준 변경이 기업의 ESG 평판에 미치는 영향이 적지 않음을 보여준다. 평가 기준 변경 시 유예기간과 사전 고지 절차를 제도화하고, 등급이 하락한 기업에 대한 개선 지원 프로그램을 병행할 필요가 있다.

또한 본 연구는 다음과 같은 한계점을 갖는다. 첫째, 분석 대상 기간이 2011년부터 2022년까지로 한정되어 있어 이후의 평가 체계 변화와 국제적 동향은 반영하지 못하였다. 둘째, 타 평가기관의 평가 결과와 직접 비교하지 않았으므로, KCGS 평가 체계의 국제적 정합성에 관해서는

판단하지 않는다. 셋째, 평가 결과의 해석에 영향을 미칠 수 있는 정성적 요인(경영전략, 사회적 이슈 대응 등)을 통제하지 못하였다. 넷째, ESG 평가 결과와 기업 가치 및 투자성과 간의 연계성은 본 연구의 범위에 포함되지 않았다. 다섯째, 본 연구는 KCGS가 공표한 등급과 총점의 관계를 분석한 것으로 평가 항목 단위의 세부 배점 자료에는 접근하지 못하였다. 마지막으로 제Ⅵ장에서 제시한 방법론적 대응 방안에 대해서는 실증하지 않았으므로 이는 후속 연구과제로 남긴다.

그럼에도 불구하고 본 연구는 KCGS의 ESG 평가 방법론과 평가 결과의 구조적 특성 및 변화 양상을 제시하고, 등급과 점수의 대응 관계를 연도 내와 연도 통합의 두 층위로 구분하여 검정함으로써, 등급 간 점수 중복이 등급 체계의 내재적 한계가 아니라 자료 통합 방식에서 비롯된 현상임을 실증적으로 밝혔다는 점에서 기여가 있다. 향후에는 평가 기준 변경의 공시 체계 정비, 산업별 특성을 반영한 평가 모형의 정교화, 그리고 평가 결과와 기업의 재무적·비재무적 성과 간 연계성에 대한 실증연구가 이어질 필요가 있다.

"본 논문은 사단법인 한국세무학회 연구윤리규정을 준수하였음을 확인함."
"The study in this manuscript has been conducted in accordance with the Ethical Guidelines set forth by the Korean Academic Society of Taxation."

[AI 사용 공시] 본 연구의 데이터 분석 및 시각화 과정에서 Perplexity AI를 활용하여 도표 작성과 통계적 검증(일원배치 분산분석, 효과크기, 최근접 평균 판별 정확도, 인접 등급 간 중복도 지수 및 등급 내 변동계수)의 산출을 보조하였음. 또한 논문 작성 및 수정 과정에서 ChatGPT(OpenAI, GPT-5.6 Sol)를 활용하여 문장 교정, 선행연구 및 참고문헌 검토, 심사의견을 반영한 문장 수정·보완을 수행하였음. 자료 수집과 정제, 분석방법 설계, 분석 결과의 검증 및 해석은 저자가 직접 수행하였으며, 논문의 내용과 결론에 대한 최종 책임은 저자에게 있음.

[AI Disclosure statement] Perplexity AI was used to assist with data visualization and statistical analyses, including one-way ANOVA, effect size estimation, nearest-mean classification accuracy, adjacent-grade overlap indices, and within-grade coefficients of variation. ChatGPT (OpenAI, GPT-5.6 Sol) was also used to assist with language editing, literature and reference verification, and textual revisions in response to peer-review comments. The author independently conducted data collection and preprocessing, designed the analytical methods, verified and interpreted all analytical results, and takes full responsibility for the content and conclusions of this publication.

[이해상충 공개] 참여 저자 모두는 본 연구와 관련하여 경제적 이해관계 또는 기타 이해상충이 없음을 확인함.
[Conflict of Interest] The authors declare no conflicts of interest associated with this manuscript.

REFERENCES

Bai, J., and Perron, P. 1998. Estimating and testing linear models with multiple structural changes. *Econometrica* 66 (1) : 47－78.

Berg, F., Kölbel, J. F., and Rigobon, R. 2022. Aggregate confusion : The divergence of ESG ratings. *Review of Finance* 26 (6) : 1315－1344.

Chatterji, A. K., Durand, R., Levine, D. I., and Touboul, S. 2016. Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers. *Strategic Management Journal* 37 (8) : 1597－1614.

Chow, G. C. 1960. Tests of equality between sets of coefficients in two linear regressions. *Econometrica* 28 (3) : 591－605.

Christensen, D. M., Serafeim, G., and Sikochi, A. 2022. Why is corporate virtue in the eye of the beholder? The case of ESG ratings. *The Accounting Review* 97 (1) : 147－175.

Choi, S. R., Kim, D. H., and Rhee, C. S. 2023. The effect of audit quality on the level of ESG : Accounting audit and sustainability management. *Accounting Information Review* 41 (3) : 111－140. [Printed in Korean]

Choy, J. H. 2021. A study on ESG performance and firm value : Focusing on moderating effects of ownership structure. *The Journal of Women and Economics* 18 (2) : 91－115. [Printed in Korean]

Fama, E. F., and MacBeth, J. D. 1973. Risk, return, and equilibrium : Empirical tests. *Journal of Political Economy* 81 (3) : 607－636.

Hausman, J. 2001. Mismeasured variables in econometric analysis : Problems from the right and problems from the left. *Journal of Economic Perspectives* 15 (4) : 57－67.

Hwang, S. J., and Shin, C. H. 2022. Effects of managers' compensation structure on ESG performance. *Korean Computers and Accounting Review* 20 (3) : 153－176. [Printed in Korean]

In, S. H. 2023. A study on the impact of ESG activities on corporate tax benefits. *Journal of Humanities and Social Sciences* 31 (3) : 244－269. [Printed in Korean]

Jung, W. J., Ahn, H. J., and Yoon, J. W. 2023. The association between financial statements comparability and ESG activity. *Accounting Information Review* 41 (3) : 83－110. [Printed in Korean]

Kim, D. H., and Bae, J. C. 2022. Effects of ESG information on analysts' long-term forecasts. *Journal of Regional Industry Studies* 45 (4) : 3－21. [Printed in Korean]

Kim, E. H., and Ma, H. Y. 2020. A study on the value relevance of corporate sustainability

management. *Review of Accounting and Policy Studies* 25 (2) : 251－277. [Printed in Korean]

Kim, J. M. 2022. Relationship between corporate environmental and economic performance : Focusing on the moderating effect of corporate visibility. *Korea International Accounting Review* 101 : 141－168. [Printed in Korean]

Kim, M. O., Lee, H. K., Jung, H. R., and Huh, S. J. 2025. Research trends on utilizing Korea ESG Standards Institute (KCGS) ESG evaluation data and interpretation considerations based on evaluation and assignment methods. *Asian Tax Journal* 26 (6) : 87－116. [Printed in Korean]

Kim, Y. M., and Lee, S. H. 2023. The relation between corporate environmental, social, and governance (ESG) performance and financial statement comparability. *Review of Accounting and Policy Studies* 28 (2) : 79－105. [Printed in Korean]

Korea Institute of Corporate Governance and Sustainability (KCGS). 2023a. ESG rating methodology. Seoul : KCGS. [Printed in Korean]

Korea Institute of Corporate Governance and Sustainability (KCGS). 2023b. Guide to KCGS 2023 ESG rating data. Internal document. Seoul : KCGS. [Printed in Korean]

Kwon, Y. K. 2023. Impacts of firm performance and size on the relationship between executive compensation and ESG. *Korean Business Education Review* 38 (6) : 89－109. [Printed in Korean]

Lee, D. H., Seo, J. I., and Lee, G. H. 2022. A study on the effect of corporate characteristics on ESG management. *Korean Journal of Business Ethics* 22 (2) : 49－75. [Printed in Korean]

Lee, Y. D., and Lee, C. S. 2021. A study on the impact of corporate social responsibility activities and financial soundness on corporate value. *The Korean Journal of Financial Management* 38 (3) : 81－100. [Printed in Korean]

Lee, Y. J., and Park, J. I. 2023. The value relevance of cash holdings after COVID-19 crisis and effects of ESG activities. *Yonsei Business Review* 60 (1) : 29－65. [Printed in Korean]

Leem, W. B., and Kim, D. H. 2022. The effect of corporate ESG performance on audit fees and audit hours. *Korean Journal of Management Accounting Research* 22 (3) : 181－209. [Printed in Korean]

Park, D. J., Park, H. J., and Lee, J. Y. 2023. The effect of ESG performance on corporate credit risk. *Asian Review of Financial Research* 36 (1) : 67－102. [Printed in Korean]

Park, J. I., and Lee, Y. J. 2022. The effect of managerial overconfidence and corporate governance on tax avoidance : Focus on ESG evaluation. *Korean Journal of Taxation Research* 39 (1) : 9－59. [Printed in Korean]

Park, J. I., and Lee, Y. J. 2024. The effect of audit effort on the association between ESG and tax avoidance. *Asian Tax Journal* 25 (2) : 9－51. [Printed in Korean]

Petersen, M. A. 2009. Estimating standard errors in finance panel data sets : Comparing approaches. *The Review of Financial Studies* 22 (1) : 435－480.

Shim, S. T., and Shin, D. H. 2024. A study on the relationship between ESG evaluation and corporate value of companies allocated in the emissions trading scheme. *Crisisonomy* 20 (2) : 115－132. [Printed in Korean]

Won, Y. Y., and Shin, S. Y. 2023. Effect of corporate disclosure on financial performance : Focusing on the mediating effect of environmental management. *Productivity Research : An International Interdisciplinary Journal* 37 (2) : 31－67. [Printed in Korean]

국내 참고문헌

권예경. 2023. “기업성과 및 규모가 경영자보상과 ESG 관계에 미치는 영향”. 경영교육연구 제38권 제6호 : 89－109.

김동하 · 배진철. 2022. “ESG 정보가 재무분석가의 장기예측에 미치는 영향”. 지역산업연구 제45권 제4호 : 3－21.

김미옥 · 이현경 · 정형록 · 허성준. 2025. “한국ESG기준원(KCGS) ESG 평가 자료 활용 연구동향과 평가 · 부여 방식에 따른 해석 유의 사항”. 세무와회계저널 제26권 제6호 : 87－116.

김용미 · 이상혁. 2023. “ESG 활동과 재무제표 비교가능성”. 회계와 정책연구 제28권 제2호 : 79－105.

김은혜 · 마희영. 2020. “지속가능경영활동의 가치관련성에 관한 연구”. 회계와 정책연구 제25권 제2호 : 251－277.

김정모. 2022. “기업의 환경성과와 경제성과의 관계 : 기업 가시성(visibility)의 조절효과를 중심으로”. 국제회계연구 제101집 : 141－168.

박도준 · 박혜진 · 이지윤. 2023. “기업의 ESG 활동이 신용위험 및 평가에 미치는 영향”. 재무연구 제36권 제1호 : 67－102.

박종일 · 이윤정. 2022. “경영자 과신성향 및 기업지배구조가 조세회피에 미치는 영향 : ESG 평가를 중심으로”. 세무학연구 제39권 제1호 : 9－59.

박종일 · 이윤정. 2024. “감사노력이 ESG와 조세회피의 관계에 미치는 영향”. 세무와회계저널 제25권 제2호 : 9－51.

심선택 · 신동훈. 2024. “배출권거래제 할당기업의 ESG 평가와 기업가치의 관계 연구”. 한국위기관리논집 제20권 제2호 : 115－132.

원용연 · 신상윤. 2023. “기업의 공시가 재무성과에 미치는 영향 : 환경경영의 매개효과를 중심으

로". 생산성연구 : 국제융합학술지 제37권 제2호 : 31－67.
이대현 · 서정일 · 이경환. 2022. "기업 특성이 ESG 경영 수준에 미치는 영향에 대한 연구". 윤리경영연구 제22권 제2호 : 49－75.
이용대 · 이치송. 2021. "기업의 사회적 책임 활동과 재무 건전성이 기업 가치에 미치는 영향에 관한 연구". 재무관리연구 제38권 제3호 : 81－100.
이윤정 · 박종일. 2023. "코로나19 위기 이후 기업의 현금보유 증가에 대한 가치관련성과 ESG 활동의 영향". 연세경영연구 제60권 제1호 : 29－65.
인신환. 2023. "ESG 활동이 기업 조세혜택에 미치는 영향에 대한 연구". 인문사회과학연구 제31권 제3호 : 244－269.
임욱빈 · 김동현. 2022. "기업의 ESG 성과가 감사보수 및 시간에 미치는 영향". 관리회계연구 제22권 제3호 : 181－209.
정우준 · 안혜진 · 윤재원. 2023. "재무제표의 비교가능성과 기업의 ESG 활동". 회계정보연구 제41권 제3호 : 83－110.
최승로 · 김동현 · 이창섭. 2023. "감사품질이 ESG 수준에 미친 영향 : 회계감사와 지속가능경영". 회계정보연구 제41권 제3호 : 111－140.
최정혁. 2021. "ESG 성과와 기업가치에 관한 연구 : 소유구조의 조절효과를 중심으로". 여성경제연구 제18권 제2호 : 91－115.
한국ESG기준원. 2023a.『한국ESG기준원 ESG 평가 방법론』. 한국ESG기준원.
한국ESG기준원. 2023b.『KCGS 2023년 ESG 평가데이터 안내』. 한국ESG기준원. 내부 자료.
황성준 · 신찬휴. 2022. "경영자 보상구성이 ESG 성과에 미치는 영향". 전산회계연구 제20권 제3호 : 153－176.