

# The Influence of Corporate Governance toward Materiality Disclosure in ESG/Integrated Reporting: Interaction of CEO Power and Board Characteristics\*

## 기업지배구조와 ESG/통합보고서의 중요성 공시 품질: CEO 파워와 이사회 특성의 상호작용

Keun-Hyo Yook(First Author)

Professor of Division of Business Administration  
at Busan University of Foreign Studies  
([yook@bufs.ac.kr](mailto:yook@bufs.ac.kr))

Mi-Hwa Choi(Corresponding Author)

Associate professor of Division of Business Administration  
at Busan University of Foreign Studies  
([choimh@bufs.ac.kr](mailto:choimh@bufs.ac.kr))

.....

This paper empirically examines the effect of corporate governance on MDQ(materiality disclosure quality), especially the interaction effect between CEO power and characteristics of the board of directors. The results of this study are as follows: DUALITY (CEO and chairperson are the same person) negatively affect the MDQ but CEO tenure did not significantly affect the MDQ. Board Size has a significant positive relationship with the MDQ, whereas Board Independence had no significant effect on the MDQ. The activities of the audit committee have a no significant association with the MDQ. We find that MDQ tends to increase when non-DUALITY are combined with large size of the board of directors. Next this study confirmed that the relationship between governance and MDQ varies depending on the report type. The contribution of the study is, first of all, that we are the first to show that the interplay between powerful CEOs(non-DUALITY) and the size of their boards, also the results could be beneficial for a number of users of non-financial information, such as regulators, investors, auditors and NPO/NGOs to make better decisions.

Key Words: Corporate Governance, Materiality Disclosure Quality, ESG/integrated reporting, CEO power, Board Characteristics

.....

---

Submission Date: 08. 26. 2022      Revised Date: (1st: 10. 23. 2022)      Accepted Date: 11. 09. 2022

\* This work was supported by the Ministry of Education of the Republic of Korea and the National Research Foundation of Korea(NRF-2021S1A5A2A01067418)

Copyright 2011 THE KOREAN ACADEMIC SOCIETY OF BUSINESS ADMINISTRATION

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

## 1. 서론

기업의 단년도 재무성과나 재무 상황을 나타내는 재무 보고서와 기업의 사업 활동이 환경·사회에 미치는 영향을 보여주는 ESG(CSR·지속가능성) 보고서는 기본적으로 지향하는 바가 다르다. 전자는 재무적 지표를 중시하는데 반해 후자는 비재무적 지표에 초점을 맞춘다.

그런데 기업의 진정한 가치나 지속가능한 경영을 판별하는 방법을 투자자와 이해관계자 등이 단적으로 이해할 수 있도록 하기 위해서는 ESG(또는 통합) 보고서에 어떠한 정보가 어떻게 정리되고 공개되는지를 명시해야 한다. 이에 대응하여 지속가능성 보고서의 가이드라인인 GRI Standard에서는 기업 활동에 의한 경제, 환경, 사회에의 영향이 크며 이해관계자의 평가나 의사결정에 실질적인 영향을 미치는 중요 과제 즉 중요성(Materiality) 이슈를 공시하도록 하고 있다.

여기서 중요성은 원래 재무보고에 대해 사용되던 용어이다. 재무정보 누락이나 오류가 발생하면 투자자들의 의사결정에 중대한 영향을 미치므로 이러한 사태를 피하기 위해 정보를 「중요성」으로서 평가해 필요한 정보가 모두 갖추어져 있다는 것을 보증해 왔다. 이러한 의미가 시간이 흘러 현대사회에서 중요한 정보란 재무제표에만 국한되지 않고 사회나 환경에 대해 어떠한 영향을 미치는가 하는 점도 미래의 기업가치를 추정하기 위한 중요한 정보가 되었다. 한편 기업이 중장기적으로 가치창조 능력을 갖는 것

을 이해관계자에게 설득하기 위해서는 기업의 지속가능성을 판단하는 GRI의 중요성 개념도 필요하지만 지속적인 기업 가치 향상에 실질적인 영향을 미치는 「경영의 중요성」을 강조하는 국제통합평의회(IIRC)의 중요성 개념도 고려되어야 한다.

구체적으로 GRI와 IIRC의 중요성 개념을 비교해보면 CSR·지속가능성 보고서에 기재되는 전형적인 중요성은 GRI 가이드라인에 근거하여 CSR·지속가능성 과제의 우선순위를 기업과 사회(이해관계자)의 두 축으로 표현한 것이다. 이에 비해 통합보고서에 있어서의 중요성은 가치 창조와 가치의 훼손을 방지하기 위한 경영 과제와 불가분의 관계에 있다. 따라서 CSR·지속가능성(ESG) 보고서와 통합보고서를 포함하는 다양한 기업 보고서에서는 투자자 위주의 재무보고서와 달리 보다 폭넓은 이해관계자가 요구하는 정보를 적극적으로 공개하고 대화 속에서 신뢰관계를 심화시켜 나가는 것이 중요하다.<sup>1)</sup> 중요성이 그것을 위한 중요한 역할을 하고 있는 것이다. 즉 투자자를 포함한 이해관계자의 의사결정은 실질적으로 보고서에 포함된 내용에 따라 정해지며 중요성과 통합된 사고(integrated thinking)에 대한 강한 믿음이야말로 그린워싱(green washing) 및 정보과부하의 위험을 완화시킬 수 있다.

이와 같이 중요성에 대한 유용성이 높아짐에 따라 연구자들은 자발적 지속가능성 및 통합 보고의 맥락에서 광범위한 중요성에 관한 담론에 집중하기 시작했다. 그러나 중요성 및 비중요성 이슈 사이에 명확한 구분이 없기 때문에 그 개념이 여전히 본질적으로 명확하지 않으며(Whitehead, 2017), 결과적으로

1) CSR(기업의 사회적 책임), 지속가능성 및 ESG(환경, 사회, 지배구조)라는 용어는 지금까지 주로 환경과 사회를 관리하기 위한 기업의 자발적인 행동을 설명하기 위해 상호 교환적으로 사용되었으나(Khan et al., 2016) 실제 공개되는 정보는 통합보고서와 같이 경제, 환경, 사회, 지배구조를 망라하고 있다. 다만 통합보고서는 기업이 장기간에 걸쳐 어떻게 가치를 창조할 것인가를 강조하고 있다. 본고에서는 이들 보고서를 ESG보고와 통합보고로 구분하여 논의를 진행한다.

로 중요성에 관한 이론적 실증적 연구는 제한적으로 수행되었다(Beske et al., 2020). ESG/통합보고서에서 중요성 공시의 품질에 영향을 미치는 요인(주로 이사회 의 범위 및 다양성, 제3자 보증)을 분석한 연구가 일부 시도되었으나 중요성 관련 정보의 자발적 공개 동기를 설명하는 연구는 매우 드물며 실증적 방법론을 사용하는 연구도 극소수에 그치고 있다(Calabrese et al., 2017).

이러한 한계를 극복하기 위해서는 광범위한 문헌 검토를 통해 추출한 이론적 관점을 바탕으로 ESG/통합보고(재무와 비재무 정보 통합)에 있어서 중요성 공시 품질과 관련되는 일련의 결정 요인을 지배구조를 중심으로 분석할 필요가 있다. 중요성은 가치 창조·훼손 방지를 위한 경영 과제와 불가분의 관계임에도 불구하고 지금까지 ESG/통합보고서 평가에서 핵심요소가 되는 가치창조력의 중요성과 관련된 지배구조의 역할이 충분히 검토되지 않았기 때문이다. 이에 본고에서는 기업지배구조를 최고경영자(CEO)와 이사회, 감사위원회로 나누어 중요성 공시에 미치는 영향의 차이 및 상호작용 효과를 실증한다. 이것은 선행연구에서 중요성 공시에 대한 지배구조의 영향은 대부분 이사회 특성 위주로 검토되었으나 실제 모든 경영 영역은 대부분 최고경영자(CEO)와 이사회가 주도적 역할을 하며, 이들 양자의 관계는 상호 견제의 관계이면서도 보완적 내지 동반자 관계의 양면성을 갖기 때문이다. 중요성을 특정할 때의 실무 사례에서도 이해관계자의 의견을 참고하면서 각 부문의 총수나 집행임원, 나아가 이사 등이 논의를 거듭해 경영이념이나 존재의의에 합치한 독자성이 있는 경영과제를 특정하고 이를 성장전략이나 기업가치 창조 스토리에 포함시키는 것을 강조하고 있다(ESG Ito Report 2022). 또한 본고에서는 지속가능(ESG)보고서 또는 통합보고서와 같은 보고서

유형별로 중요성 공시 품질이 어떻게 다르며 지배구조가 중요성 공시 품질이 미치는 영향이 어떤 차이를 보이는가도 실증한다. 이것은 통합보고서 형태가 재무 및 비재무적 정보 공시의 주류로 전환되는 과도기에 기업이 전략적으로 채택해야 하는 보고서 유형에 다양한 시사점을 제공한다.

## II. 선행연구의 검토와 가설 설정

### 2.1 ESG/통합 보고서에서의 중요성 개념과 공시

ESG/통합보고서에서 중요성(Materiality)은 자기 조직에 관련된 중요 과제를 의미하며, 기업 활동이 사회 과제에 미치는 영향 정도를 평가하고 우선순위를 매겨 「기업으로서 각각의 과제를 어느 정도 중요하다고 인식하고 있는지」를 알기 쉽게 나타내는 접근법이다.

중요성 정보를 이해하기 위해서는 먼저 ESG/통합보고서에서 공시되는 중요성 정보에 대한 핵심 사항을 살펴볼 필요가 있다. 첫째 ESG/통합보고서에서 중요성 및 비중요성 이슈 사이의 구분을 보면 중요성이란 상대적인 것이기 때문에 그 용어를 사용할 때는 중요성을 판단하는 대상과 관점이 필요하다. 먼저 어떤 중요성을 검토하는가(대상) 그 정보의 유무에 의해 투자가 등이 내리는 결정이 변하는가를 보는 것이다. 누구에게 그 정보가 중요한가의 관점에 따르면 중요과제의 우선순위가 달라진다. 예를 들면 투자가들도 장단기의 투자 기간에 따라 관심 있는 이슈가 바뀌게 된다.

둘째 중요성 정보의 명확한 이해를 위해 구체적인 사례를 들면 다음과 같다. ESG보고서와 통합보고

서의 중요성 정보가 구별되는 것은 아니며 중요성 정보는 업종별로 다중 이해관계자가 누구인가에 따라 완전히 달라진다(van Tulder & Lucht, 2019). 모 글로벌 바이오기업을 예로 들면 자사 비즈니스에의 영향이라는 측면과 이해관계자(투자자)에의 관심도라는 양축을 고려한 중요성 정보를 보면 혁신적 의약품 창출, 제품 안전성 관리, 기업지배구조 개선, 법규준수와 리스크 관리, 윤리성과 투명성 확보, 지적재산의 보호, 적정가격의 실현 등이 높은 우선순위를 차지하고 있다.

셋째 ESG/통합보고서에서 공시되는 중요성 정보가 ESG/통합보고서의 전체적인 공시 품질과 구분되는 특징을 살펴본다. 기업 활동에 관계하는 ESG 이슈는 매우 다양하여 이것을 투자자 등 다양한 정보이용자는 그 필요로 하는 정보를 효율적으로 입수할 수 없어 합리적인 판단이 방해될 가능성이 높다. 또한 ESG이슈에 대한 대처를 외부에 알기 쉽게 발신하는 것이 필요하다. 이에 중요성의 공시는 기업의 가치창조능력에 영향을 주는 실질적인 사항만을 기재함으로써 ESG/통합보고서를 보다 간결하고 일관성 있게 만들게 되었다. 즉 중요성 공시는 중장기적 가치창조능력에 실질적 영향을 미치는 원천이며 이를 공개함으로써 리스크 관리체제에 대한 투자자로부터의 신뢰성을 높일 수 있다. 나아가 기업이 스스로가 공시하는 일차정보로서의 중요성에 착안해 공시 효과를 보는 것은 경영자와 이사회가 중시하는 이슈가 무엇인지를 파악하고 정보의 비대칭성 해소로 이어지는 결정인자를 투자자 등에게 제공할 수 있기 때문이다(Leuz & Verrecchia, 2000).

중요성 공시 품질에 관한 최근 연구에서는 이해관계자에게 중요한 것이 무엇인지 재평가하고, 이해관계자의 포괄적인 수준이 높을수록 ESG/통합보고서의 중요성 분석 품질이 향상되며 중요성 분석과 경

영진의 의견이 연결되어 있다는 점은 주목할 가치가 있다(Beske et al., 2020). 중요성에 관련된 이론적 측면 중 대리인 이론에서는 이사회는 재무 및 비재무 정보와 관련하여 경영자와 주주 모두의 이익을 일치시키는 데 유용한 통제 메커니즘을 수행하며 고품질 자발적 공시의 보급을 촉진한다(Vitolla et al., 2020). 또한 CEO 보상은 이사회 통제 및 모니터링 능력에 영향을 미치므로 기업이 보고하는 ESG 정보의 양과 질에도 영향을 미친다(Borlea et al., 2017). 이해관계자 이론(Stakeholder Theory)에서는 예를 들어, CEO가 모든 이해관계자에 대한 책임 이행의 일환으로 ESG정보 공개에 관여하며(Rashid et al., 2020), 이사회는 그 규모가 클수록 광범위한 이해관계자를 대표할 가능성이 높고, 정보 공개의 질에 증대하고 긍정적인 영향을 미친다(Nursimloo et al., 2020). 한편 정당성 이론(legitimacy theory)에서는 지배구조 체제가 본질적으로 조직의 정당성을 획득하기 위한 상징적 시스템이라고 보기 때문에 지배구조 기능과 보고서의 품질 사이에 부정적 관계를 암시한다(Patten, 2020).

본고에서는 ESG보고의 중요성에 관한 공시의 영향요인을 CEO특성과 이사회 구조 및 감사위원회의 다양한 측면에서 파악하므로 대리인, 이해관계자, 정당성 이론을 중점적으로 중복해서 사용하는 다중 이론 접근법을 채택하여 지배구조 특성과 중요성 공시 품질의 관련성을 실증적으로 분석한다.

## 2.2 CEO 파워와 중요성 공시 품질

선행연구에서는 ESG/통합보고를 실시하는 결정요인에 재무 특성, 공시 특성, 소유권 구조, 기업 지배구조, 외부 압력 등을 제시하였다. 이중에서 CEO 특성은 공시와 관련된 결정에서 중요한 역할을 한다.

그런데 지금까지 대부분 연구는 CEO 특성과 자발적 공시 간의 관계를 조사하여 공시 선택에 대한 CEO의 영향을 분석했으며 CEO 파워에 초점을 맞춘 연구는 소수에 그치고 있다(Muttakin et al., 2018)

CEO 파워와 ESG정보 공시 간의 관계를 보면 혼재된 결과를 볼 수 있다. 먼저 부정적 관계를 보면 McWilliams et al.(2006)은 강력한 CEO 파워가 CSR 공시와 같은 CSR 실수가 자신의 이익과 연결되지 않는 경우 CSR에 대한 투자 동기가 없을 수 있다고 주장했다. Jiraporn & Chintrakarn (2013)은 CEO 권력과 CSR의 관계가 비단조적(non-monotonic)이며 CEO 파워가 상대적으로 더 강력할 때 CEO 파워와 CSR 공시는 부정적인 관련이 있다고 하였다. Harper & Sun(2019)와 Sheikh (2019)도 CEO가 보다 강력해지면 이해관계자와 주주에게 최선의 이익이 되도록 행동하지 않을 수 있으며 CEO 파워가 높은 기업이 CSR 공시와 부정적인 관련이 있음을 발견했다.

반면에 CEO 파워와 공시 간의 관계가 긍정적으로 나타난 결과를 보면 Harjoto & Jo (2011)와 Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez (2021)는 CEO 권한의 증가가 더 큰 CSR 참여로 이어진다고 보고했다. Li et al.(2018)에서는 이해관계자들이 ESG 정보공개의 신호 효과를 기업이 보다 확실한 참여로 인식하기 때문에 CEO 파워가 강력할수록 ESG 공시로 인한 기업 가치 증가는 더 강해질 것이라고 주장했다. 이들 연구를 요약하면 CEO 파워는 CEO의 이사회 의장 겸임(Duality), CEO의 책임기간, CEO 보수, CEO 소유권으로 구성된다는 것을 알 수 있다. 이 네 가지 구성요소 중에서 본고

에서는 이사회 의장 겸임, 책임기간을 CEO 파워의 특성으로 인식하여 ESG보고서 중요성 공시 간의 관계를 파악하고자 한다.<sup>2)</sup>

첫째 CEO의 이사회 의장 겸임(Duality)과 공시의 관계를 살펴본다. CEO의 이사회 의장 겸임(Duality)은 동일인이 기업의 CEO 겸 회장(이사회 의장)을 겸임하는 상황을 뜻하는데 CEO의 겸임 역할은 정보 공시에 긍정적이거나 부정적 영향을 미칠 수 있다. 먼저 부정적 관련성은 CEO가 다른 이사회 구성원에게 배포되는 정보를 통제하므로 투명성이 감소하여 자발적인 정보 공개를 잠재적으로 방해할 수 있다는 점이다(Garcia-Sanchez et al., 2021). CEO의 겸임 역할은 통합보고서 품질 수준이 낮은 원인이기도 하며 환경성과 및 지적자본 보고와 부정적인 관련이 있다(Cooray et al., 2020).

한편 긍정적 측면은 CEO와 이사회 의장 간의 대리인 갈등을 최소화할 수 있다는 점이다(Zouari & Dhifi, 2021). 실제로 CEO의 이중성은 탄소 성과와 통계적으로 유의미한 긍정적인 연관성이 있음을 보여 주었으며(Elsayih et al., 2021), 이해관계자에게 환경 공시 정보를 전달하기 위해 독립적(자발적)인 지속가능성 보고를 선택하는 경우 CEO 이중성의 특성과 결합되었을 때 긍정적인 연관성이 나타났다(Oware & Awunyo-Vitor, 2021).

둘째 CEO의 책임기간과 공시의 관계를 살펴본다. 신임 CEO는 장기근속 CEO보다 기존 규범에 얽매이지 않고 조직 운영 방식에 더 개방적이기 때문에 자발적 공시 요구에 더 기꺼이 응할 가능성이 높다(Miller & Shamsie, 2001). 반면에 장기근속 CEO는 비공식적 권한이 더 크기 때문에 비즈니스

2) CEO 파워를 구성하는 변수 중에서 CEO보수, 소유권 비율 등은 사전 분석에서 MDQ(중요성 공시 품질)와 유의적 관계가 전혀 없어 모형에서 제외하였다.



방식의 변화를 요구하는 요청을 무시하기 쉽다. CEO 재임 기간은 탄소성과 공개와 통계적으로 유의미한 음(-)의 연관성이 있는 것으로 나타났다(Elsayih et al., 2021).

반면에 CEO 재임 기간은 기업의 환경성과 공시와 긍정적인 연관성을 보여 주며, CEO 재임 기간이 지속가능한 발전 모델에 긍정적으로 유의미한 영향을 미치는 경우도 있다(Sannino et al., 2020). 재임기간이 긴 CEO는 자연 자원을 개발한 후 환경문제를 해결해야 하는 기업의 책임을 주주들에게 지속적으로 확인시켜야 할 필요성을 이해하고 있으므로 환경정보 공시의 증가에 기여할 가능성이 높다(Oware & Awunyo-Vitor, 2021).

H1: CEO가 이사회 의장을 겸임하고, 재임기간이 길수록 ESG/통합보고서의 중요성 공시 품질에 부정적 영향을 미칠 것이다.

### 2.3 이사회 특성과 중요성 공시

이사회는 대표적인 기업 지배구조의 틀인데 이사회회의 모니터링 역할 때문에 효과적인 이사회가 있는 기업은 정보 공개를 강화하기 위한 경영진 결정에 영향을 미친다. 따라서 이사회회의 특성은 기업 공시에 중대한 영향을 미칠 수 있다. 이사회 특성 두 가지와 중요성 공시의 관계를 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.<sup>3)</sup>

첫째 이사회 규모와 공시의 관계를 살펴보면 이사회 규모와 자발적 공시 사이의 연관성에 관한 실증적 연구 결과는 일관되게 나타나지 않았다. 먼저 긍정적

정적 관련성을 살펴본다. Aggarwal & Nanda (2004)에 따르면 규모가 큰 이사회는 더 많은 전문성을 갖거나 더 넓은 범위의 이해관계자를 대표할 가능성이 높고, 더 높은 수준의 사회적 성과를 촉진하고, 기업의 중요한 이슈가 무엇인지에 대한 토론의 기회가 더 많기 때문에 이사회 규모가 클수록 더 높은 수준의 중요성 공시를 실현한다고 주장했다. Amran et al.(2014)와 Qu et al.(2015)는 이사회 규모가 이사회 효율성의 주요 결정 요인 중 하나로 간주하여 지속가능성 보고 품질을 높인다고 보고했다. 규모가 큰 이사회는 다양한 지식, 회원의 경험 및 이해관계자의 더 나은 대표성을 제공하며(Nursimloo et al., 2020) 이러한 요소는 통합보고와 같은 복잡한 프로세스의 품질을 높이는 데 필요하며, 정보비대칭도 감소시킨다(Vitolla et al., 2020).

한편 부정적 관련성을 보면, 중요성 공시의 맥락에서 규모가 큰 이사회는 관련 문제 식별에 대한 합의에 도달하는 데 어려움을 겪을 수 있으며 따라서 중요성 공시가 더 나빠질 수 있다(Kılıç & Kuzey, 2018), Wang & Hussainey(2013)에 따르면 매우 큰 이사회는 일반적으로 커뮤니케이션 및 조정 관련 문제로 인해 소규모 이사회에 비해 비효율적이며 재무 공시의 질을 떨어뜨린다.

둘째 이사회 구성(독립성)과 공시의 관계를 살펴본다. 이사회는 일반적으로 임원(이사)과 비상임(사외)이사로 구성된다. Wang & Hussainey(2013)는 이사회 독립성이 수익 예측과 관련된 공시 및 미래 예측 공시와 유의하게 연관되어 있다고 보고했다. 대리인 관점에서 볼 때 사외이사 비율이 높은 이사회

3) 이사회 특성을 다룬 선행연구에서는 다양성(여성이사 비율)과 활동성(개회 빈도)을 포함하고 있으나 본 연구의 사전 분석에서 MDQ와 관련성이 없는 것으로 나타나 제외하였다.

는 경영진을 모니터링하고 통제하는데 더 효과적이며 따라서 더 높은 수준의 자발적인 정보를 공개하도록 장려하게 된다(Jizi et al., 2014; Cooray et al., 2020). 반면에 Uyar et al.(2014)는 사외이사의 비율이 미래 예측 공시에 미미한 영향을 미친다고 했다. 이런 혼재된 결과를 재검토하기 위해 다음 가설 H2를 설정한다.

H2: 이사회 규모가 크고 독립된 사외이사 비율이 높을수록 ESG/통합보고서 중요성 공시 품질에 긍정적 영향을 미칠 것이다.

## 2.4 감사위원회와 중요성 공시

재무 보고 프로세스에서 감사위원회(Audit Committee)의 역할에 대해서는 광범위한 연구가 있지만 비재무적 정보 공시(보고) 프로세스에서 감사위원회의 기능에 대해서는 알려진 바가 거의 없다. 감사위원회의 활동은 주로 회의 빈도와 독립성으로 측정되는데 회의 빈도는 구성원이 모니터링 책임을 적극적으로 수행하고 있음을 나타내며, 대리인 이론에 의하면 독립성이 있는 사외이사 비율이 높을수록 경영진과 긴밀한 관계가 없기 때문에 모니터링 역할을 효과적으로 수행할 것으로 기대된다((Raimo et al., 2021). 따라서 독립적이고 적극적인 감사위원회는 통합보고 및 기타 비재무 공시의 품질을 높일 수 있다(Ahmed Haji & Anifowose, 2016).

이와 같이 경제 기반 이론(예: 대리인 이론)은 감사위원회 기능과 조직 보고서의 품질 사이에 긍정적인 연관성을 예측하는 반면, 사회정치적 이론(예: 정당성 이론)은 부정적인 관계를 암시한다. 그것은 감사위원회 기능을 포함한 기업지배구조 체계가 본질적으로 조직의 정당성을 획득하기 위한 상징적 시스

템이라고 보기 때문이다(Michelon & Parbonetti, 2012). 실제로 사회정치적 이론(정당성 이론) 측면에서는 감사위원 독립성, 재정적 전문성과 같은 위원회 기능과 비재무 보고 측면 사이에 유의미한 연관성이 나타나지 않았다(Ahmed Haji & Anifowose, 2016). 선행연구에서 감사위원회가 비재무적 정보 공시의 품질을 향상시킨다는 일부 증거가 있지만 소수에 그치고 있다. 이에 본고에서는 새롭게 ESG/통합 보고서에서 중요성 공시 수준과 감사위원회 특성 간의 관계를 식별하고자 한다.

H3: 감사위원회의 활동이 적극적일수록 ESG/통합보고서 중요성 공시 품질에 긍정적 영향을 미칠 것이다.

## 2.5 지배구조 간의 상호작용이 중요성 공시에 미치는 영향

선행연구에 따르면 지금까지 공통적으로 확인된 것은 이사회 차원의 큰 결정과 일상적인 CEO 수준의 결정, 그리고 계획 수립과 실행 사이의 구분선이 항상 명확하지는 않아 CEO가 이사회와 연계를 하지 않으면 문제가 발생할 수 있으므로 좋은 관계를 유지하는 것이 필수적이라는 점이다. 양자의 관계는 상호 견제의 관계이면서도 보완적 내지 동반자 관계의 양면성을 갖는다. 따라서 효과적인 기업 성과를 보장하기 위해서는 CEO와 이사회 권력 간의 건전한 균형이 필요하다(Pearce & Robinson, 1987).

CEO 파워와 이사회 지위의 관계는 CEO 파워가 강하고 사외이사가 이사회를 지배하거나, CEO 파워가 약하고 사내이사가 이사회를 지배하는 경우는 시장에서 부정적 평가를 받으며 역으로 구성되면 긍정적 평가를 받는다(Combs et al., 2007). CEO 파

위는 이사회에 경영 모니터링의 효율성과 권한을 감소시키고 내부통제시스템을 약화시키며 사회 활동에 대한 이사회 참여를 축소시킬 수 있다(Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez 2021). 반면에 강력한 CEO와 우호적 이사회가 있는 기업은 이사회와 사회적 연계가 없는 강력한 CEO가 있는 기업보다 가치가 높다는 주장도 있다(Caton et al., 2019).

CEO파워와 감사위원회 관계가 공시 품질에 미치는 연구를 보면 자기과신 성향이 강한 경영자는 감사위원회와 같은 내부통제제도를 효과적으로 운영하기 위한 투자를 회피하는 경향이 있다(Lin et al. 2014). CEO파워에서 독립적이며 적극적인 감사위원회는 통합보고의 품질을 높일 수 있다(Raimo et al., 2021). 그러나 여전히 감사위원회와 CEO 특성 간의 상호관계가 공시품질에 미치는 영향은 제대로 조사되지 않아 실증분석의 필요성을 높이고 있다.

이와 같이 CEO 파워와 이사회 특성·감사위원회 활동의 관계는 상호 견제의 관계이면서도 보완적 내지 동반자 관계의 양면성을 가진다. 이에 본고에서는 CEO 파워와 이사회 특성·감사위원회 활동 간의 관계를 분석하여 중요성 공시 품질에 미치는 상호작용 효과를 구체적으로 규명하고자 한다.

H4: CEO 파워와 이사회 특성·감사위원회 활동 간의 상호작용은 ESG/통합 보고서 중요성 공시 품질에 영향을 미칠 것이다.

## 2.6 보고서 유형에 따른 지배구조와 중요성 공시 품질의 관계

ESG보고서는 비즈니스의 환경·사회 임팩트 및

그 해결을 향한 전략과 목표에 대해 소통하는 것이 목적이며 예상되는 독자는 다중 이해관계자와 장기 관점의 투자자가 된다. 공시내용은 기업의 의사결정과 활동이 환경·사회에 미치는 중대한 영향(중요성), 대응방법, 결과로 구성되며 경제, 환경, 사회, 지배구조가 포함된다. 이에 비해 통합보고서에서는 기업이 장기에 걸쳐 어떻게 가치를 창조해 나가는가에 대해 소통하는 것이 목적이며 예상 독자는 재무자본 제공자와 가치창조력에 관심이 있는 관계자이다. 공시내용은 중장기적인 가치창조력에 영향을 미치는 사상(중요성)이며 비즈니스 모델, 리스크와 기회, 전략과 자원배분, 향후 전망 등이 포함된다(IIRC, 2013). <Appendix 1>에 통합보고서와 ESG보고서 특징과 중요성 관련 부분을 비교 정리하였다.

Fasan & Mio(2017)는 중요성의 개념과 중요성이 정의될 수 있는 프로세스에 대한 국제통합평의회(IIRC)의 많은 관심과 시간을 감안할 때 IIRC 파일럿 프로그램 기업이<sup>4)</sup> 프로그램에 참여하지 않은 경쟁업체보다 더 높은 수준의 중요성을 공개하는 것을 실증했다. 이 연구는 중요성 공시 수준을 단순 비교하는데 그쳤으며 이를 제외하고는 IIRC에 따르는 통합보고서와 GRI 등에 따르는 ESG 또는 지속가능성 보고서 발행 기업 간에 중요성 공시 품질의 결정요인이 어떻게 다른지를 조사한 연구는 찾아보기 어렵다. 이에 본고에서는 특히 보고서 유형별로 지배구조가 중요성 공시 품질에 미치는 영향이 상이할 것이라는 다음 가설을 제안한다.

H5: 지배구조가 중요성 공시 품질에 미치는 영향은 보고서 유형에 따라 다를 것이다.

4) 2011년 IIRC는 자신들과 함께 보고 프로세스를 개발하여 통합보고의 길을 걷기로 결정한 전 세계 90개 이상의 기업을 포함하는 파일럿(pilot) 프로그램을 시작했다. 이 프로그램은 2014년 9월에 종료되었다.



### III. 연구설계

#### 3.1 데이터 수집

본고에서의 실증분석을 위해 수집한 최초 샘플 기업은 2016년에서 2020년까지 자발적으로 지속가능 보고서(또는 통합보고서)를 연속적으로 공시한 55개 기업의 275개(기업-연도) 관측치를 대상으로 하였다. 여기서 일반 민간기업과는 소유구조, 설립목적, 회계기준, 공시 규정 등이 다른 공기업과 공공기관과 일부 데이터가 수집 불가능한 61개(기업-연도) 관측치를 제외하였다. 최종 샘플 기업은 이상치를 제외하고 4년간 194개(기업-연도)이다. MDQ(중요성 공시 품질)에 관한 데이터는 해당 기업의 지속가능 보고서 또는 통합보고서에서 수집하였다.<sup>5)</sup> 지배구조에 관한 자료는 DART 시스템에서 추출하였으며 누락된 부분은 해당 기업의 웹사이트와 검색 사이트에서 추출하였다. 지배구조평가점수는 기업지배구조원의 공표자료를 활용한다. 기타 관련 데이터는 KIS-Value와 FN-Guide 등에서 수집한다.

#### 3.2 변수측정

##### 3.2.1 종속변수

종속변수인 MDQ(중요성 공시 품질: materiality disclosure quality)에 대해 살펴본다. Eccles & Krzus(2015)에서는 중요성 개념의 기초가 되는 가

정과 역사적 선례를 면밀히 조사하면서, 누가 중요성을 정의해야 하고 누구를 위해 결정되어야 하는지에 초점을 맞추어 중요성이 어떻게 결정되어야 하는지를 보여주었다. Lai et al.(2016)은 중요성 원칙이 구현되는 방식과 중요성 이슈를 식별하는데 관련된 이해관계자, 그리고 중요성을 해석하는 방법과 이 해석이 시간이 지남에 따라 어떻게 발전해 왔는지를 다루었다.<sup>6)</sup> Fasan & Mio(2017)에서는 기업이 중요성 결정 프로세스 및 중요하다고 생각하는 이슈를 공개하는 정도를 첫째 중대한(material) 또는 중요성이라는 단어 수를 보고서 페이지 수로 나누는 값으로 측정하고 둘째는 보고서에서 중요성 공개의 적합성(Relevance)을 설명하여 정보를 공개하는 정도를 범주형 변수(0~5)로 측정한다. Eccles et al.(2019)는 주요 10개국의 통합보고서에서 중요성 논의가 이루어지는 정도를 5가지(식별 프로세스, 사용된 프레임워크, 우선순위 설명, 이사회 역할, 평가에 포함된 주제 식별)로 측정하여 비교하였다. Gerwanski et al.(2019)는 MDQ 점수를 측정하기 위해 일곱 가지 채점 요소, (a) 중요성 섹션, (b) 식별 프로세스, (c) 시간적 측면, (d) 시간적 범위, (e)중요성 매트릭스 (f) 위험 및 기회, (g) 완화 조치(mitigation actions)를 인식했다. Beske et al.(2020)에서는 중요성 점수를 내부와 외부 이해관계자 그룹을 식별한 방법과 이러한 목적에 사용된 방법, 중요성 관련 주제(topics and aspects)의 상세함을 기준으로 9개 범주로 구성하였다.

본고에서는 IIRC(2013) 중요성 프레임워크, Fasan & Mio(2017)의 중요성 관련 단어 수, Gerwanski

5) 통합보고서는 IIRC Examples Database에 등재되어 있는 기업과 자체적으로 통합보고서라고 명명한 기업을 대상으로 하였다.

6) 몇 가지 예시 질문을 보면 중요성 결정 과정에는 누가 참여하는가, 중요성 결정 프로세스에 어떻게 참여하는가, 어떤 이슈가 중요한지 결정할 때 기업은 누구를 언급하는가, 중요성 결정 프로세스가 시간이 지남에 따라 변경되었는가, IR 맥락에서 중요성은 무엇을 의미하는가, 시간이 지나면서 중요성의 의미가 변해왔는가 등이다.

et al. (2019)에서 3가지 요소와 Eccles et al. (2019)에서 3가지, 그리고 Edge International (2020)에서 1개 항목 총 8개를 추출하여 중요성 공시의 수준(품질)을 평가하였다.

〈Table 1〉의 중요성 공시 품질의 구성요소를 구체적으로 살펴본다. 먼저 (1) ESG/통합보고서에 독립된 별도의 중요성 섹션의 포함 여부는 보고서에 중요성 개념의 중요성을 어느 정도 강조하고 명확하고 간결하게 표시하는가를 측정하는 것이다(0: 중요성 섹션 없음, 1: 중요성 섹션 포함, 2: 목차에 나열된 중요성 섹션과 함께 중요성 개념의 높은 중요성). (2) 인식(identification) 프로세스는 중요성 원칙의 핵심 요소인데, 고위 경영진은 잠재적인 이슈가 기업의 가치 창출에 미치는 영향을 평가할 것을 요구한다(Simnett & Huggins, 2015). 여기에는 내부 및 외부 가치 요소를 모두 다루기 위해 적극적이고 지속적인 이해관계자 상호작용이 포함되어야 한다(0: 공시된 정보 없음, 1: 인식 프로세스 언급, 2: 이해관계자 상호작용과 함께 상세하게 서술된 인식 프로세스). (3) 정보의 상세성, 간결성 및 유용성 측면에서 중요한 이슈에 대한 설명이 어느 정도인지를 0과 2 사이에서 채점한다. (4) 전략적인 의사결정과

미래 전망의 평가에 중요성 정보가 필요하기 때문에 중요한 이슈의 시간적 영향(지평선)에 초점을 맞춘다(0: 시간 기준 없음, 1: 종합적(포괄적)이고 선언적 정보, 2: 중요 사항이 단기적, 중기적, 장기적 영향에 따라 분류되고 설명됨). (5) 중요성 매트릭스는 이슈 영향력이나 내부(외부) 이해관계자에 대한 목적적합성과 같은 관련 차원에 따라 투명하게 이슈의 우선순위를 정하는 수단으로 사용된다(0: 중요성 매트릭스 없음, 1: 중요성 매트릭스 있음)(Eccles & Krzus, 2015). (6) 보고서에 긍정적 이슈와 부정적 이슈가 모두 포함되어야 한다는 IIRC의 명시적 공식화에도 불구하고(IIRC, 2013) 상당수의 보고서는 중요한 기회를 생략한다. 따라서 보고서에서 위험과 기회를 모두 중요한 주제와 연관시킬 경우 1점이 추가되는 이진법 기준을 채택한다(Bertinetti & Gardenal, 2016). (7) IIRC(2013)에서 제시한 지침에 따라 ESG/통합보고서에 있어서의 “중요성”에 관련된 내용을 서술한 페이지 수를 기반으로 중요성 개념의 관련성을 측정한다(=중요성 페이지 수/전체 페이지)(Fasan & Mio, 2017). 끝으로 (8) 중요성 이슈와 SDGs 개념의 연계가 이루어지고 있는지(0: 연계 없음 1: 연계됨)를 고려한다. 8번

〈Table 1〉 중요성 공시 품질의 구성요소

항목	구성요소	점수범위	출처
1	중요성 섹션 포함	0-2	Eccles & Krzus(2015) Gerwanski et al.(2019)
2	인식 프로세스	0-2	IIRC(2013), Eccles & Krzus(2015) Gerwanski et al.(2019)
3	중요 이슈 설명 정도	0-2	IIRC(2013), Eccles & Krzus(2015) Gerwanski et al.(2019)
4	중요 이슈 시간적 영향	0-2	IIRC(2013), Gerwanski et al.(2019)
5	중요성 매트릭스	0-1	Eccles & Krzus(2015) Gerwanski et al.(2019)
6	위험과 기회	0-1	IIRC(2013), Eccles & Krzus(2015) Gerwanski et al.(2019)
7	중요성 관련 정보 크기	0-3	Fasan & Mio(2017)
8	SDGs개념의 통합	0-1	Edge International (2020)

항목이 포함된 것은 다중 이해관계자 관점을 포함하는 기업이 증가하고 있고 지속가능성 보고의 공개 기준인 GRI가 요구하는 「중요한 항목」에 준거하기 때문이다.

### 3.2.2 설명변수

본 연구의 설명변수인 기업 지배구조 변수에 대해 살펴본다. 먼저 CEO 파워 변수는 CEO의 이사회 의장 겸임(DUALITY)과 CEO 재임기간(TENURE) 두 가지로 구성된다. 여기서 CEO가 이사회 의장 겸임하면 1, 그렇지 않으면 0으로 측정한다. CEO 재임기간은 해당 기업에서 CEO로서 재직할 기간으로 계산한다. 이사회 특성을 나타내는 변수는 이사회 크기(BSIZE)와 이사회 독립성(BIND)이 포함된다. 이사회 크기는 총 이사회 구성원 수이며 이사회 독립성은 이사회 멤버 중에서 사외이사 비율로 계산한다. 감사위원회 변수(AACT)는 감사위원회 활동성 즉 회계 연도 동안 위원회가 개최된 회의 횟수로 측정한다.

### 3.2.3 통제변수

선행연구에서는 기업 규모는 기업 공시 범위를 이해하기 위해 가장 널리 사용되는 변수 중 하나이며 실제 기업 규모와 통합보고 채택 간의 긍정적 연관성을 검토했다(Kılıç & Kuzey, 2018). 기업 수준 통제와 관련하여 회계 연도 말 총 자산의 자연 로그로 계산되는 기업 규모(SIZE)를 통제 변수로 모형에 포함하였다.

기업 공시와 수익성 사이의 관계는 일반적으로 선행연구에서 긍정적인 것으로 가정되었다. 수익성이 높은 기업이 정보 공개에 더 많은 자원을 투자하여

자신의 운영을 대중에게 알릴 수 있다고 주장한다(Dumitru & Dragomir, 2021). 수익성은 ROA(당기순이익/총자산)로 측정한다. 레버리지가 높고 정보 비대칭이 높은 기업이 채권자의 신뢰를 유지하기 위해 더 많은 자발적인 정보를 제공한다(Rashid et al., 2020)는 논리에 따라 레버리지(총부채/자본총계)를 통제변수에 포함한다. 기업의 지배구조와 MDQ 간의 연관성을 통제하기 위해 균등하게 가중치 부여한 ESG 등급을 포함했다(Hummel & Schlick, 2016). Hassan & Ibrahim(2012)은 환경에 더 큰 영향을 미치는 산업의 기업이 환경적으로 덜 민감한 산업의 기업보다 더 광범위한 정보를 공개하는 경향이 있다고 주장했다. 환경민감도(ENV\_SEN) 변수는 기업의 활동이 환경에 중요한 영향을 미치는 경우 1의 값을 취하고 그렇지 않은 경우 0의 값을 취한다. 또한 MDQ가 국가보다는 산업별로 다르다는 연구 결과를 인용하여 공시 품질에 대한 산업 제후의 설명력을 포착하기 위해 산업특성을 통제변수에 포함한다(Gerwanski et al., 2019). 그리고 각각 다른 네 개의 년도로 분류하는 범주형 변수(TIME)를 고려하였다.

### 3.3 연구모형 설정

본고에서는 기업 지배구조가 MDQ에 미치는 영향을 검증하기 위해 다음과 같은 선형 회귀모형을 설정하였다.

$$MDQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CEOPower_{i,t} + \beta_2 BOARDChar_{i,t} + \beta_3 AACT_{i,t} + \beta_4 CTRL_{i,t} + \mu_t + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

패널 자료는 특정 시점의 횡단면 자료와 시계열자료

가 결합된 형태의 자료이며 모형에 따라 시간과 산업 고정 효과가 모형에 포함된다. 기본 패널 데이터 구조는 순수 단면 및 시계열 설계에서는 감지할 수 없는 효과를 포착한다. 본 연구에서는 일반화된 최소제곱(GLS: generalised least squares) 랜덤 효과(RE) 모형을 적용했으며, 이는 랜덤효과 패널 분석할 경우 나타나는 자기상관관계와 이분산성을 해결하기 위해 OLS(ordinary least squares)가 아니라 GLS 추정량을 사용하는 것이다.

실제 독립변수 간에 높은 상관관계가 있는지 확인하기 위해 다중공선성 가정을 조사하였으며 결과는 변동팽창계수(VIF) 범위가 1.31에서 3.90 사이인 것으로 나타났다. 이는 임계값 10보다 훨씬 낮아 공선성은 문제가 없다고 할 수 있다. 오차항이 이분산성(Heteroskedasticity)일 경우에는 추정 회귀계수 유의성과 신뢰성이 심각하게 흔들리는데 Breusch-Pagan test를 실시한 결과 BP = 28.885, p-value = 0.00067로 나타나 이분산성이 없다는 가설이 기각되므로 OLS 대신에 패널분석 모형을 적용한다. 또한 Hausman Test에서 chisq = 8.2601, p-value = 0.4085로 나와 고정효과 대신에 랜덤효과가 효율적이라는 가설이 채택되므로 본 연구에서는 랜덤효과모형(random effect model)을 적용한다.

기본 모형1에서는 환경에 민감한 산업(ENV\_SEN)이 MDQ에 미치는 영향을 명시적으로 모형화 하는 대신, 모형 2에는 MDQ 점수에 대한 산업 단체(industry affiliation)의 시간 불변 영향을 포착하는 산업별 고정효과가 포함된다(Gerwanski et al., 2019). 모형 3은 시간 고정 효과도 포함하도록 하였으며 모형 4는 산업 및 시간 고정효과와 모든 더미변수를 고려하도록 확장되었다.

다음으로 지배변수 간의 상호작용 효과가 MDQ에 어떤 영향을 미치는지 조사하기 위해 다음과 같은

회귀모형을 추정하였다.

$$\begin{aligned}
 MDQ_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 CEOPower_{i,t} \\
 & + \beta_2 BOARDChar_{i,t} + \beta_3 AACT_{i,t} \\
 & + \beta_4 CEOPower \times BOARDChar_{i,t} \\
 & + \beta_5 CEOPower \times AACT_{i,t} + \beta_6 CTRL_{i,t} \\
 & + \mu_t + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned} \quad (2)$$

여기에서 CEO\_Power(CEO 파워)는 CEO의 이사회 의장 겸임 여부와 재임기간으로 구성하였으며, BOARD\_Char(이사회 특성)은 이사회의 규모(이사회 구성원 크기)와 독립성(사외이사 비율)으로 측정하였고, AACT (감사위원회 지수)는 위원회 활동 빈도(개최 횟수)를 채택하였다.

CTRL(통제변수)를 보면 ROA(수익성)이 높은 기업은 공시에 더 많은 자원을 할당할 수 있으며, LEV(레버리지)가 높은 기업은 신뢰회복을 위해 자발적 정보를 적극적으로 공시하며, ESG 등급은 지배구조 요소와 관련하여 ESG성과와 MDQ의 연관성을 통제하며 SIZE(기업규모)는 대기업일수록 인적 정보자원이 풍부하여 보고서 공시에 긍정적이기 때문이다(Vitolla aimo & Rubino, 2020). 이 이외에 더미변수로서 ENV(환경-민감 산업) 변수와  $\mu$ (산업고정효과)변수 등이 포함된다.

## IV. 실증분석 결과

### 4.1 기술적 통계와 상관관계 분석

(Table 2)는 본 연구에 포함된 변수에 대한 기술 통계를 나타낸다. 종속 변수 MDQ의 평균은 6.737

〈Table 2〉 기술통계

변수		통계량				
		N	Mean	St. Dev.	Min	Max
MDQ	중요성 공시 품질	194	6.737	1.833	3.000	14.00
DUALITY	CEO의 이사회의장 겸임	194	0.460	0.500	0.000	1.00
TENURE	CEO 재임기간	194	7.987	9.365	0.300	37.00
BSIZE	이사회 규모	194	7.282	1.795	3.000	12.00
BIND	이사회 독립성	194	0.571	0.181	0.000	0.89
AACT	감사위원회 활동성	194	6.718	2.479	1.000	14.00
SIZE	기업 규모	194	9.794	1.584	6.848	13.32
ROA	자산이익률	194	0.021	0.024	-0.045	0.11
LEV	부채비율	194	0.665	0.199	0.214	0.93
ESG	ESG 등급 점수	194	3.632	0.762	2.000	5.00
ENV	환경침해산업	194	0.546	0.499	0.000	1.00

이고 표준 편차는 1.833이며, 이는 ESG보고서에서 평균적인 MDQ가 최대치의 약 절반 이하에 머물고 있다는 것을 의미한다. CEO파위에 관한 변수를 보면 DUALITY(CEO의 이사회의장 겸임 여부)의 평균은 0.46으로 샘플기업의 절반 이하에서 CEO가 이사회의장을 겸임하고 있으며 TENURE(CEO 재임기간)의 평균은 8년으로 나타났다. BSIZE(이사회 크기)는 최소 3명에서 최대 12명까지이며 평균은 7.3명이다. 이사회 독립성을 뜻하는 BIND(사외이사 비율)의 평균은 0.57로서 사외이사가 사내이사보다 많았다. 통제변수를 보면 SIZE(총 자산)의 평균(로그)은 9.79이며 수익성 비율(ROA)은 -0.04에서 0.11 사이이며 평균은 0.02이다. 또한 LEV(레버리지) 평균은 0.66으로 최소 0.21, 최대 0.93으로 나타났다. ESG 등급 점수는 3.63이며 ENV(환경침해산업)와 그렇지 않은 산업에 속한 기업이 각각 54.6%와 45.4%를 차지했다.

〈Table 3〉은 각각 시간 경과에 따른 MDQ(패널

A)와 산업 간 MDQ(패널 B) 차이를 나타낸다. 패널 A는 시간 경과에 따른 MDQ 점수 분포를 보여주는데 패널 A는 성장률은 정체 또는 감소하나 시간이 지남에 따라 증가하는 MDQ를 보여준다. ANOVA 분석에서는 MDQ와 관련하여 시간 경과에 따른 차이가 나타났다(F value=5.447 p value=0.021\*\*). 이는 중요성에 대한 명확한 지침이나 지침이 없는 경우 전년도 경험을 통해 보고 프로세스를 매년 개선하려고 한다는 주장과 일치한다(Feng et al., 2017). 패널 B에 제시된 바와 같이 산업 부문 간 MDQ의 차별화는 제조 및 정보통신(IT) 산업에서 평균이 가장 높았으며 ANOVA 분석에서는 MDQ와 관련하여 산업 부문 간에 유의한 차이가 나타나지 않았다(F value=1.125 p value=0.29). 여기서 평균은 해당 산업의 평균 MDQ를 나타내고, 평균 나머지(mean rest)는 해당 산업을 제외한 나머지 표본의 평균 MDQ 점수를 의미하며 p 값은 평균 차이에 대한 t 검정의 결과이다. 한편 보고서별로 MDQ의 차



(Table 3) 산업별 MDQ 차이와 연도별 MDQ 차이 검증

	표본수	연도평균	타연도평균	평균차이	t-test(p value)
Panel A					
2017	48	6.285	6.863	-0.578	0.065*
2018	48	6.545	6.833	-0.288	0.424
2019	48	6.888	6.683	-0.206	0.514
2020	50	7.142	6.591	-0.551	0.081*
<i>F</i> test	<i>F</i> value=5.447		<i>p</i> value=0.021**		
	표본수	산업평균	타산업평균	평균차이	t-test(p value)
Panel B					
금융	66	6.417	6.948	-0.531	0.069*
제조	84	6.552	6.879	-0.297	0.234
정보통신	20	8.783	6.486	0.947	0.000***
건설	16	6.140	6.837	-0.698	0.156
과학기술서비스	8	6.515	6.747	-0.233	0.727
<i>F</i> test	<i>F</i> value=1.125		<i>p</i> value=0.29		

Notes: \*10% 수준에서 유의 \*\*5% 수준에서 유의 \*\*\*1% 수준에서 유의

이를 보면 통합보고서가 ESG보고서보다 유의적으로 점수가 높게 나타났다.<sup>7)</sup>

(Table 4)는 MDQ 점수와 관심 변수 간의 가능한 관계에 대한 예비 결과를 제공하는 피어슨 상관관계 분석 결과를 보여주고 있다. 통제변수 중에서 먼저 SIZE(기업규모)와 ESG(ESG 등급 점수)가 MDQ에 긍정적이며 통계적으로 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 지배구조 변수 중에서는 DUALITY(CEO의 이사회 의장 겸임)는 MDQ 점수와 유의한 부정적 관련성을 나타냈으며 BSIZE(이사회 규모)와 BIND(이사회 독립성)는 MDQ 점수와 유의한 긍정적 상관관계를 보여주었다. AACT

(감사위원회의 활동성)도 MDQ와 통계적으로 유의한 양의 연관성을 나타낸다. 우리의 예상과 달리 TENURE(CEO 재임기간)와 ROA(수익성)는 MDQ와 유의한 상관관계가 없다.

#### 4.2 가설검증 결과

(Table 5)에서는 기업 지배구조 특성이 중요성 공시에 미치는 영향에 대한 결과를 제공한다. 기본모형 1에서 먼저 CEO 파위와 중요성 공시 품질의 관계를 보면 DUALITY(CEO의 이사회 의장 겸직)는 중요성 공시 품질에 부정적 영향을 미치나 TENURE(CEO

7) 두 보고서에서 대표적으로 유의한 차이가 나는 MDQ 항목은 ESG보고서의 경우 인식 프로세스(평균:1.71 표준편차:0.456), 시간적 영향(평균:0.117 표준편차:0.323) 중요성 페이지 수(평균:1.878 표준편차:0.678), 위험/기회연동(평균:0.149 표준편차:0.387)이며 통합보고서의 경우 인식 프로세스(평균:1.319 표준편차:0.572), 시간적 영향(평균:0.462 표준편차:0.685) 중요성 페이지 수(평균:2.602 표준편차:1.519), 위험/기회연동(평균:0.339 표준편차:0.595) 이다. 인식 프로세스, 시간적 영향, 중요성 페이지 수, 위험/기회연동 항목은 두 보고서의 t-test 결과 t-통계량이 각각 5.071 4.322 4.169 2.539 로서 유의한 차이가 발생했으며 나머지 항목은 유의한 차이가 없었다.

〈Table 4〉 상관관계 매트릭스

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1 DUALITY	1								
2 TENURE	0.24**	1							
3 BSIZE	-0.31***	0.13*	1						
4 BIND	-0.21**	0.10	0.33***	1					
5 AACT	-0.24**	-0.16*	0.27***	0.21**	1				
6 SIZE	-0.38***	-0.24**	0.21**	0.42***	0.47***	1			
7 ROA	0.12	0.00	-0.10	-0.27***	-0.21**	-0.30***	1		
8 LEV	-0.35***	-0.07	0.05	0.37***	0.49***	0.69***	-0.43***	1	
9 ESG	-0.24**	0.05	0.30***	0.36***	0.23**	0.21**	-0.04	0.10	1
10 MDQ	-0.22**	-0.12	0.29***	0.14*	0.18*	0.17*	0.11	-0.03	0.24**

Notes: \*10% 수준에서 유의 \*\*5% 수준에서 유의 \*\*\*1% 수준에서 유의

재임기간)은 중요성 공시 품질에 유의한 영향을 미치지 않았다. 따라서 가설 1은 일부 지지되었다.

이사회 특성과 중요성 공시 품질의 관계를 보면 *BSIZE*(이사회 규모)는 중요성 공시 품질에 긍정적 영향을 미치는 것을 알 수 있다. 이 결과는 이사회 구성원 수가 많을수록 합의를 찾기가 더 어려울 것이라고 주장하는 선행연구와는 달리 중요성 결정 과정이 상충되지 않고 오히려 협력적이어서 중요성 공시와 양(+)의 관계가 나타난 것이다. 이에 대한 가능한 해석은 광범위한 이사회 구성원의 역량을 발휘하여 중요성 공시를 더 효율적으로 쉽게 표현할 수 있다는 것이다. 반면에 *BIND*(이사회 독립성)은 중요성 공시 과정과 품질에 유의한 영향을 미치지 않았다. 이사의 독립성은 경영진에 종속되지 않고 기업에 대한 재정적 이해관계가 없으며 다양한 이해관계자의 정보 요구에 더 많은 관심을 기울이므로 ESG/통합보고서 품질에 긍정적 영향을 미친다는 대부분의 결과와는 상반된다. 이것은 우리나라의 경우 기업평가사이트 ‘CEO스코어’ 등의 조사(2020)에 의하면 이사회에 상정된 안건 중 사외이사가 부결시킨 비율

은 전체의 1%에도 미치지 않는다는 결과에서 간접적으로 유추할 수 있다. 따라서 가설 2는 일부가 지지되었다. 감사위원회의 특성과 중요성 공시 품질의 관계를 보면 *AACT*(감사위원회 활동성)은 중요성 공시 품질에 약하게 양(+)의 유의적 영향을 미치는 것으로 나타나 가설 3은 지지되었다.

〈Table 6〉의 모형(2)에서 산업-고정효과 변수를 포함할 때 수정  $R^2$ 가 0.264로 1% 수준에서 모형이 전체적으로 유의하며 모형(1)에 비해 결정계수가 증가하는 것이 확인되었다. 모형(4)에서 시간(연도) 및 산업 변수를 모두 포함하여 최고 수준의 회귀식 적합도(결정계수)에 도달하였다. 따라서 산업과 연도(시간) 변수는 중요성 공시 품질의 주요 결정 요인이라는 것을 알 수 있다.

참고로 통제변수가 중요성 공시 품질에 미치는 영향을 보면 재무적 통제변수인 *ROA* (수익성)가 높을수록 *LEV*(레버리지 비율)가 낮을수록 중요성 공시 품질에 긍정적 영향을 미치는 것을 알 수 있다. 수익성이 더 높은 기업은 사회 및 환경 이니셔티브에 더 많은 자원을 할당하고 경쟁자와 차별화를 위해(Vitolla

〈Table 5〉 지배구조와 중요성 공시품질(MDQ) 간의 관련성 분석 결과

변수	모형(1)	모형(2)	모형(3)	모형(4)
<i>DUALITY</i>	-0.385** (0.201)	-0.325* (0.189)	-0.343** (0.204)	-0.322* (0.189)
<i>TENURE</i>	-0.010 (0.010)	-0.007 (0.010)	-0.009 (0.010)	-0.006 (0.010)
<i>BSIZE</i>	0.119** (0.058)	0.106* (0.058)	0.123** (0.058)	0.099* (0.058)
<i>BIND</i>	0.327 (0.581)	0.731 (0.573)	0.569 (0.565)	0.744 (0.574)
<i>AACT</i>	0.076* (0.043)	0.065 (0.042)	0.069 (0.043)	0.059 (0.043)
<i>SIZE</i>	0.130 (0.084)	0.141* (0.085)	0.138* (0.083)	0.147* (0.084)
<i>ROA</i>	6.828* (4.087)	4.210 (4.151)	7.115* (4.098)	2.950 (3.922)
<i>LEV</i>	-0.067*** (0.032)	-0.072** (0.038)	-0.074** (0.033)	-0.024 (0.047)
<i>ESG</i>	0.212* (0.127)	0.112 (0.121)	0.188 (0.127)	0.007 (0.130)
<i>ENV</i>	-0.430* (0.247)		-0.973 (0.715)	
Industry-fixed	no	yes	no	yes
Time-fixed	no	no	yes	yes
Constant	0.942 (0.971)	0.767 (1.019)	0.946 (0.999)	0.842 (0.995)
Observations	194	194	194	194
Adjusted R <sup>2</sup>	0.158	0.264	0.172	0.273
Wald $\chi^2$ (p value)	36.99(0.000)	65.92(0.000)	44.42(0.000)	72.27(0.000)

Notes: ( ) 내는 표준오차를 나타낸다. \*10% 수준, \*\*5% 수준, \*\*\*1% 수준에서 유의

et al., 2020) 그리고 부채 수준이 낮은 기업일수록 정당성을 주장하기 위해 자발적 공시 수준을 높이는 것으로 판단된다(Dumitru & Dragomir, 2021). ESG(ESG 등급 점수)는 중요성 공시 품질과 양(+)의 관계를 나타냈으며 ENV(환경침해에 속하는 산업) 더미변수는 음(-)의 관계를 보여주었다.

〈Table 6〉에서는 지배구조 간의 상호작용과 중요

성 공시 품질(MDQ)의 관계를 나타내고 있다. 구체적으로 살펴보면 *DUALITY*\**BSIZE* 계수는 음(-)의 부호를 보여주고 있어 CEO가 이사회 의장을 겸임하고 이사회 규모가 큰 경우에는(역으로도 성립) MDQ에 악영향을 미친다는 것을 알 수 있다. 그러나 이러한 회귀계수만을 가지고는 합리적 설명에 한계가 있어 구체적으로 다음 그래프를 통하여 상호작

〈Table 6〉 지배구조 간의 상호작용과 중요성 공시 품질(MDQ)의 관계

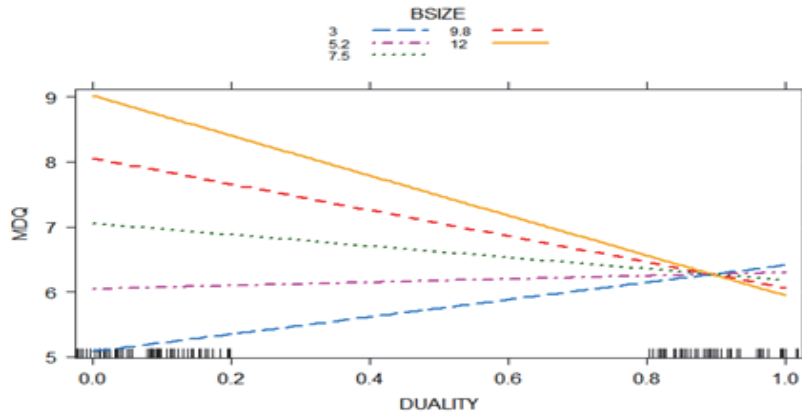
변수	모형(1)	모형(2)	모형(3)	모형(4)
<i>DUALITY</i>	-1.835** (0.765)	-1.800** (0.775)	-0.106 (0.114)	-1.702* (0.861)
<i>TENURE</i>	-0.012 (0.010)	-0.011 (0.010)	-0.009 (0.010)	-0.013 (0.010)
<i>BSIZE</i>	0.247*** (0.070)	0.238*** (0.071)	0.121** (0.058)	0.253*** (0.072)
<i>BIND</i>	0.611 (0.552)	0.464 (0.572)	0.812 (0.819)	0.409 (0.813)
<i>AACT</i>	0.049 (0.042)	0.054 (0.042)	0.064 (0.044)	0.053 (0.044)
<i>DUALITY*BSIZE</i>	-0.306*** (0.104)	-0.286* (0.106)		-0.315*** (0.017)
<i>DUALITY*BIND</i>			-0.433 (0.501)	0.364 (0.731)
<i>DUALITY*AACT</i>				-0.049 (0.084)
<i>CONTROL</i>	yes	yes	yes	yes
Industry-fixed	no	yes	yes	yes
Time-fixed	no	yes	yes	yes
Constant	1.272 (1.266)	0.767 (1.019)	0.909 (1.041)	0.319 (0.381)
Observations	194	194	194	194
Adjusted R <sup>2</sup>	0.179	0.264	0.137	0.177
Wald $\chi^2$ (p value)	47.85(0.000)	56.22(0.000)	40.21(0.000)	48.14(0.000)

Notes: ( ) 내는 표준오차를 나타낸다. \*10% 수준, \*\*5% 수준, \*\*\*1% 수준에서 유의

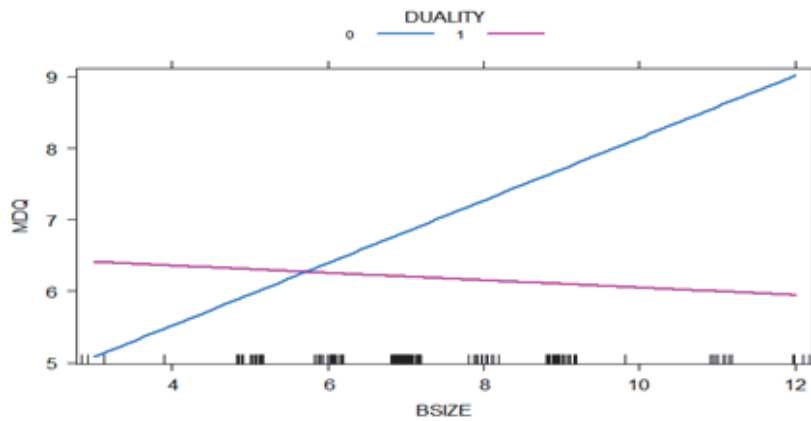
용 효과를 구체적으로 설명한다.

〈Figure 1〉을 보면 이사회 규모(BSIZE)가 상대적으로 큰 경우에는 CEO가 이사회 의장을 겸임하는 것이 MDQ에 부정적 영향을 미치며 이사회 규모가 작은 경우에는 CEO가 이사회 의장을 겸임하는 것이 MDQ에 긍정적 영향을 미치는 것으로 나타났다. 여기서 DUALITY 변수는 0에서 1까지의 연속변수가 아니고 0 또는 1의 값을 지니는 이항변수이다. 〈Figure 2〉를 보면 DUALITY가 1인 경우 즉 CEO

가 이사회 의장을 겸임할 때는 이사회 크기(BSIZE)와 MDQ는 미약한 음(-)의 관계가 나타난다. 반면에 CEO가 이사회 의장을 겸임하지 않을 때는 이사회 크기(BSIZE)와 MDQ는 함께 증가한다. 이 결과는 BSIZE의 중요성 공시에 미치는 긍정적 역할이 CEO가 겸임일 경우에는 작동하지 않는다는 것을 의미한다. 이것은 CEO가 이사회 의장을 겸임하지 않고 이사회의 규모가 큰 경우에는 CEO가 다른 이사회 구성원에게 배포되는 정보를 통제하지 못하므로



〈Figure 1〉 CEO 이중성과 이사회 규모의 상호작용(DUALITY predictor)



〈Figure 2〉 CEO 이중성과 이사회 규모의 상호작용(BSIZE predictor)

투명성이 증가하고 자발적인 정보 공개를 장려하며 규모가 큰 이사회는 다양한 지식, 회원의 경험 및 이해관계자의 더 나은 대표성을 제공하므로 이런 두 가지가 상호작용하여 MDQ에 긍정적 영향을 미친 결과로 해석할 수 있다(Garcia-Sanchez et al., 2021).

다음으로 〈Table 7〉에서는 보고서 유형별 지배구조와 중요성 공시 품질(MDQ)의 관계를 보여준다. 분석 결과를 보면 지속가능성 보고서에 비해 통합보고서의 중요성 공시 품질이 더 높아 중요성에 대해

더 많은 정보를 공개하는 것이 확인되었다. 지속가능성/ESG보고서의 MDQ 점수(평균: 6.07, 표준편차: 1.15, n=97)와 통합보고서의 MDQ 점수(평균: 7.43, 표준편차: 2.14, n=97)를 t-test한 결과 유의한 차이를 보여주었다(t-value: -5.252, p-value: 0.000). 회귀분석 결과를 보면 통합보고서에서는 CEO 재임기간이 길수록 MDQ는 낮아지고 이사회 규모가 크고 사외이사의 비율이 높을수록 MDQ가 높게 나왔다. CEO가 이사회 의장을 겸하



〈Table 7〉 보고서 유형별 지배구조와 중요성 공시 품질(MDQ)의 관계

변수	통합보고서	지속가능보고서
<i>DUALITY</i>	-1.042(1.165)	-0.329(0.402)
<i>TENURE</i>	-0.057(0.016)***	-0.006(0.007)
<i>BSIZE</i>	0.451(0.083)***	0.044(0.036)*
<i>BIND</i>	0.392(0.167)**	0.022(0.301)
<i>AACT</i>	0.099(0.073)*	0.068(0.057)*
<i>DUALITY*BSIZE</i>	-0.159(0.166)*	-0.095(0.108)
<i>CONTROL</i>	yes	yes
Industry-fixed	yes	yes
Time-fixed	yes	yes
Constant	0.967(0.889)*	0.389(0.411)
Observations	97	97
Adjusted R <sup>2</sup>	0.275	0.166
Wald $\chi^2$ (p value)	57.34(0.000)	41.22(0.000)

Notes: ( ) 내는 표준오차를 나타낸다. \*10% 수준, \*\*5% 수준, \*\*\*1% 수준에서 유의

고 이사회 규모가 크면 음(-)의 상호작용 효과가 나타나고 CEO가 이사회 의장을 겸임하지 않을 때는 이사회 크기(BSIZE)와 MDQ는 함께 증가한다. 반면에 지속가능/ESG보고서에서는 이사회 규모와 감사위원회 활동만이 MDQ에 긍정적 영향을 미치고 CEO 이중성과 이사회 규모 간의 상호작용 효과는 나타나지 않았다. 이러한 차이는 중요성 공시에 있어서 통합보고서가 ESG보고서에 비해 보다 장기간에 걸쳐 비즈니스 활동이 ESG에 미치는 임팩트를 넘어 어떻게 가치를 창조할 것인가에 중점을 두고 있으므로 이런 두 보고서의 공시기준과 평가가 상이한 점에 기인한다고 추정된다.

## V. 결론 및 시사점

기업이 발행하는 ESG/통합보고서에서는 중요한

경영 과제인 중요성(materiality) 이슈가 다른 경영 평가 항목과 연동하면서 이해관계자에게 가장 핵심 포인트가 되기 때문에 IIRC와 IFRS 등에서도 활발하게 논의되고 있다. 특히 장기간에 걸친 가치창조력의 중요성에 영향을 줄 수 있는 지배구조의 역할이 강조되므로 본 연구는 ESG/통합보고서에서 중요성 공시 품질에 대한 이해를 높이기 위해 CEO 파워, 이사회 특성, 감사위원회 등의 지배구조 요인과 더불어 ROA와 레버리지와 같은 재무적 특성을 나타내는 결정 요인들이 중요성 공시 수준에 어떤 영향을 미치는지 실증하였다.

연구결과를 요약하면 먼저 중요성 공시 품질(MDQ)은 산업별 차이 없이 매년 지속해서 향상되는 것으로 나타났다. 다음으로 기업 지배구조 특성과 중요성 공시의 관계를 보면, 기본모형에서 CEO 파워에 해당하는 *DUALITY* (CEO의 이사회 의장 겸직)와 *TENURE*(CEO 재임기간)은 모두 중요성 공시 품질에 부정적 영향을 미친다. 이사회 특성과 중요성

공시 품질의 관계를 보면 *BFSIZE*(이사회 규모)는 중요성 공시 품질에 긍정적 영향을 미치나 반면에 *BIND*(이사회 독립성)은 중요성 공시 과정과 품질에 유의한 영향을 미치지 않았다. 감사위원회 활동이 중요성 공시 품질 향상에 미친 영향은 사실상 유의미하지 않은 것으로 나타났다. CEO 파워와 이사회 특성 간의 상호작용이 중요성 공시 품질에 미치는 영향을 보면 CEO가 이사회 의장을 겸임하지 않을 때는 이사회 크기(*BFSIZE*)와 *MDQ*는 함께 증가하였으며, *BFSIZE*의 중요성 공시에 미치는 긍정적 역할이 CEO가 겸임일 경우에는 작동하지 않았다. 보고서 유형별 지배구조와 중요성 공시 품질(*MDQ*)의 관계를 보면 ESG보고서에 비해 통합보고서의 중요성 공시 품질이 더 높으며 지배구조와의 관련성도 더 높은 것이 확인되었다.

이러한 연구 결과가 시사하는 점은 다음과 같다. 첫째 ESG보고서 또는 통합보고서와 같은 비재무적 정보를 포함하는 다양한 유형의 기업 보고서 발행 수는 증가하고 있으며, 중요성 공시 품질도 지속적으로 향상되고 있다. 이는 가치를 창출하는 조직의 능력이 실질적으로 영향을 미치는 이슈에 대한 정보를 공개해야 할 필요성을 우리 기업도 인식하고 있다는 것을 의미한다. 둘째 CEO 파워에 해당하는 *DUALITY*(CEO의 이사회 의장 겸직)는 중요성 공시 품질에 부정적 영향을 미치나 *TENURE*(CEO 재임기간)은 중요성 공시 품질에 유의한 영향을 미치지 않았다. 이는 중요성 이슈를 관리하기 위한 조치가 CEO 이중성 즉 CEO가 이사회 의장을 겸직하는 조직에서는 효과적이지 않았다는 것이다. 겸직에 의한 강력한 CEO 파워는 ESG 활동에 대한 투자를 낭비라고 생각할 수 있으며 다양한 이해관계자에 의한 외부 공개 조사 및 통제를 최소화하기 위해 중요성 공시와 같은 정보 공개를 권장하지 않는다고 해석할 수 있

다. 다음으로 CEO 재임기간과 중요성 공시 품질 사이에는 반비례 관계를 일관되게 보여주었다. 이는 장기근속 CEO는 확립된 운영 패러다임에 더 전념하고 자발적 공시를 불필요하게 여길 가능성이 높으며 이에 비해 새로 임명된 CEO는 실험과 혁신을 선호하며 기존 규범에 안주하지 않고 조직 운영 방식에 대해 더 개방적이기 때문에 중요성 이슈와 ESG 정보 공개 요청에 보다 긍정적으로 대처한다고 예상된다.

*BFSIZE*(이사회 규모)는 중요성 공시 품질에 긍정적 영향을 미치는데 이는 이사회 규모가 클수록 중요성 이슈 식별에 대한 합의에 도달하는데 어려움을 겪는다는 기존 연구와는 다르다. 규모가 클수록 이사회가 가진 다양한 전문성(ESG 등)을 활용할 수 있고 기업의 중요한 이슈가 무엇인지에 대한 토론에 더 자주 참여할 가능성이 높다고 설명할 수 있다. 감사위원회 활동(AACT)과 보고서의 중요성 공시 품질 사이에는 대체로 유의한 연관성이 나타나지 않았다. 이것은 위원회 활동이 단지 조직의 정당성을 획득/유지하기 위한 상징적인 조치일 가능성이 높다는 것을 의미한다.

CEO 이중성과 이사회 규모 간의 상호작용이 유의하게 나타난 것은 모든 중요한 이슈가 균형 잡힌 방식으로 포함되어야 하며 중요한 이슈를 식별하고 우선순위를 정하는 데 있어 CEO와 이사회 간의 상호 견제 내지 보완적 역할이 확인되었다는 것이다. 특히 이사회 규모가 상대적으로 큰 경우에는 CEO가 이사회 의장을 겸임하는 것이 *MDQ*에 부정적 영향을 초래한다는 의미이다. 한편 CEO가 이사회 의장을 겸임하지 않고 이사회 규모가 큰 경우에는 CEO가 다른 이사회 구성원에게 배포되는 정보를 통제하기 어려우므로 투명성이 증가하고 자발적인 정보 공개를 장려하는 경향이 있다. 또한 규모가 큰 이사회는 다양한 지식, 회원의 경험 및 이해관계자의 더 나은

대표성을 제공하므로 이런 점이 상호작용하여 MDQ에 긍정적 영향을 미친다고 해석할 수 있다

본 연구는 ESG/통합보고서에서 중요한 이슈를 식별하고 우선순위를 정하는 데 있어 CEO와 이사회회의 역할이 규명되고 이들 간의 상호작용이 확인되었다는 점에서 의의가 있다. 특히 CEO 파워와 이사회 특성 간의 상호작용에 대한 증거를 제시한 것은 중요성 결정 실무에서 지배구조 간의 건전한 균형의 필요성을 인식시키는 계기가 될 것으로 기대된다. 그러나 이런 공헌에도 불구하고 몇 가지 연구 한계를 지니고 있다. 먼저 무엇보다 샘플의 크기로 인해 결과를 일반화시키기가 쉽지 않다는 점이다. 특히 기업지배구조는 내생적으로 결정되는 대표적인 특성이기도 한데 표본의 관측치 수가 한정되어 있기 때문에 내생성 이슈를 계량적 기법으로 다루는 것은 사실상 불가능하여 실증분석 결과가 기업지배구조와 중요성 공시 품질 간의 인과관계를 담보할 수 없다는 한계점을 지닌다. 또한 중요성 공시 품질을 측정하는 다양한 접근법을 개발하는 것이 과제이다. 예로서 텍스트 마이닝 등의 기법을 발전시켜 보고서에 사용된 언어의 감성(sentiment) 분석과 같은 다양한 내용 분석을 시도해야 할 것이다. 나아가 중요성 분석이 실제로 기업의 경영전략상의 소구점으로 인식되고 있는지를 검증할 필요가 있다.

## 참고문헌

- Aggarwal, R. K. and D. Nanda(2004), "Access, Common Agency, and Board Size" (July 2004). <http://ssrn.com/abstract=571801>
- Ahmed Haji, A., and Anifowose, M. (2016), "The Trend of Integrated Reporting Practice in South Africa: Ceremonial or Substantive?," *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 7(2), pp.190-224.
- Amran, A., Lee, S. P., and Devi, S. S.(2014), "The influence of governance structure and strategic corporate social responsibility toward sustainability reporting quality," *Business Strategy and the Environment*, 23(4), pp.217-235.
- Bertinetti, G. and G. Gardenal(2016), *Enterprise Risk Management and Integrated Reporting: Is There a Synergism?* In book: *Integrated Reporting* edited by Chiara Mio. Palgrave Macmillan London.
- Beske, F., E. Haustein and P. C. Lorson(2020), "Materiality analysis in sustainability and integrated reports," *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 11(1), pp. 162-186.
- Borlea, Nicolae, Monica Violeta Achim, and Codrut,a Mare. (2017), "Board Characteristics and Firm Performances in Emerging Economies," *Economic Research*, 30, pp.55-75.
- Calabrese, A., Costa, R., Ghiron, N. L. and Menichini, T.(2017), "Materiality Analysis in Sustainability Reporting: a Method for Making it Work in Practice," *European Journal of Sustainable Development*, 6(3), pp.439-447.
- Caton, G., L. Goh, and J. Ke(2019), "The Interaction Effects of CEO Power, Social Connections and Incentive Compensation on Firm Value," *Corporate Ownership & Control*, 16(4), pp. 19-30.
- CEO스코어(2020), <https://www.ceoscore.co.kr>
- Combs, J. G., Ketchen, D. J., Perryman, A. A. and Donahue, M. S. (2007), "The Moderating Effect of CEO Power on the Board Composition -

- Firm Performance Relationship," *Journal of Management Studies*, 44(8), pp.1299-323.
- Cooray, T., Gunarathne, A. D. N., and Senaratne, S. (2020), "Does Corporate Governance Affect the Quality of Integrated Reporting?," *Sustainability (Switzerland)*, 12(10), pp.42-62
- Dumitru, M. and V. D. Dragomir (2021), The Factors of Integrated Reporting Quality: A Meta-Analysis. <https://ssrn.com/abstract=3940094>
- Eccles, R. G. and M. P. Krzus (2015), *The Integrated Reporting Movement: Meaning, Momentum, Motives, and Materiality*. John Wiley & Sons.
- Eccles, R. G., M. P. Krzus, and C. Solano. (2019), A Comparative Analysis of Integrated Reporting in Ten Countries, in "The Routledge Handbook of Financial Geography" Edited by Janelle Knox-Hayes and Dariusz Wojcik, New York: Routledge.
- Edge International (2020). Integrated Report 2020 Survey-Materiality,
- Elsayih, J., Datt, R. and Hamid, A. (2021), "CEO characteristics: Do They Matter for Carbon Performance? An Empirical Investigation of Australian Firms," *Social Responsibility Journal*, 17(8), pp.1279-1298.
- Fasan, M. and Mio, C. (2017), "Fostering Stakeholder Engagement: the Role of Materiality Disclosure in Integrated Reporting," *Business Strategy and the Environment*, 26(3), pp. 288-305.
- Feng, T., Cummings, L., and Tweedie, D. (2017), "Exploring Integrated Thinking in Integrated Reporting—An Exploratory Study in Australia," *Journal of Intellectual Capital*, 18, pp.330-353.
- Garcia-Blandon, J., Argilés-Bosch, J. M., and Ravenda, D. (2019), "Exploring the Relationship between CEO Characteristics and Performance," *Journal of Business Economics and Management*, 20(6), pp.1064-1082
- García-Sánchez, I.-M., Raimo, N. and Vitolla, F. (2021), "CEO Power and Integrated Reporting," *Meditari Accountancy Research*, 29(4), pp. 908-942.
- Gerwanski, J., O. Kordsachia, and P. Velte. (2019), "Determinants of Materiality Disclosure Quality in Integrated Reporting: Empirical Evidence from an International Setting," *Business Strategy and the Environment*, 28 (5), pp.750-770.
- GRI. (2020). *GRI Sustainability Reporting Standards*.
- Harjoto, M. A. and Jo, H. (2011), "Corporate Governance and CSR Nexus," *Journal of Business Ethics*, 100(1), pp.45-67.
- Harper, J., and Sun, L. (2019), "CEO Power and Corporate Social Responsibility", *American Journal of Business*, 34(2), pp.93-115.
- Hassan A, Ibrahim E. (2012), "Corporate Environmental Information Disclosure: Factors Influencing Companies' Success in Attaining Environmental Awards," *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 19(1), pp.32-46.
- Hummel, K., and Schlick, C. (2016), "The Relationship Between Sustainability Performance and Sustainability Disclosure Reconciling Voluntary Disclosure Theory and Legitimacy Theory," *Journal of Accounting and Public Policy*, 35, pp.455-476.
- IIRC (2013), "The International <IR> Framework", Available at: <http://integratedreporting.org/wpcontent/uploads/2013/12/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-2-1.pdf>.

- Jiraporn, P. and Chintrakarn, P. (2013), "How do Powerful CEOs View Corporate Social Responsibility (CSR)? An Empirical Note", *Economics Letters*, 119(3): 344-347.
- Jizi M, Salama A, Dixon R, Stratling R. (2014), "Corporate Governance and Corporate Social Responsibility Disclosure: Evidence from the US Banking Sector," *Journal of Business Ethics* 125, pp.601-615.
- Khan, M., Serafeim, G. and Yoon, A(2016). Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality. *The Accounting Review* 91(6), pp.1697-1724.
- Kılıç, M., and Kuzey, C.(2018), Determinants of Forward-looking Disclosures in Integrated Reporting. *Managerial Auditing Journal*, 33 (1), pp.115-144.
- Lai, A., Melloni, G., and Stacchezzini, R.(2016), "Corporate Sustainable Development: Is 'Integrated Reporting' a Legitimation Strategy?," *Business Strategy and the Environment*, 25 (3), pp.165-177.
- Leuz, C. and R. Verrecchia(2000), "The Economic Consequences of Increased Disclosure," *Journal of Accounting Research*, 38 Supplement 2000, pp.91-124.
- Li, Y., Gong, M., Zhang, X.-Y. and Koh, L. (2018), "The Impact of Environmental, Social, and Governance Disclosure on Firm Value: The role of CEO power," *The British Accounting Review*, 50(1), pp.60-75.
- McWilliams, A., D. Siegel and P. Wright(2006), "Corporate Social Responsibility: Strategic Implications," *Journal of Management Studies*, 43(1), pp.1-18.
- Michelon, G., and Parbonetti, A.(2012), "The Effect of Corporate Governance on Sustainability Disclosure," *Journal of Management and Governance*, 16(3), pp. 477-509.
- Miller, D. and Shamsie, J.(2001), "Learning across the Life Cycle: Experimentation and Performance among the Hollywood Studio Heads," *Strategic Management Journal*, 22, pp.725-745.
- Muttakin, M. B., Khan, A. and Mihret, D. G. (2018), "The Effect of Board Capital and CEO Power on Corporate Social Responsibility Disclosures," *Journal of Business Ethics*, 150(1), pp. 41-56.
- Nursimloo, S., Ramdhony, D., and Mooneeapen, O. (2020), "Influence of Board Characteristics on TBL Reporting," *Corporate Governance (Bingley)*, 20(5), pp.765-780.
- Oware, K. M. and D. Awunyo-Vitor(2021), "CEO Characteristics and Environmental Disclosure of Listed Firms in an Emerging Economy: Does Sustainability Reporting Format Matter?," *Business Strategy and Development* 4, pp. 399-410.
- Patten, D. M. (2020). Seeking Legitimacy. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 11(6), pp.1009-1021.
- Pearce, J.A. II & Robinson, R.B. Jr. (1987), "A measure of CEO Social Power in Strategic Decision Making, Research Note," *Strategic Management Journal*, 8(3), pp.297-304.
- Pucheta-Martínez, M. and I. Gallego-Álvarez(2021), "The Role of CEO Power on CSR Reporting: The Moderating Effect of Linking CEO Compensation to Shareholder Return," *Sustainability*, MDPI, 13(6), pp.1-19.
- Qu, W., Ee, M.S., Liu, L., Wise, V. and Carey, P. (2015), "Corporate Governance and Quality of Forward Looking information: Evidence



- from the Chinese Stock Market," *Asian Review of Accounting*, 23(1), pp.39-67.
- Raimo, N., Vitolla, F., Marrone, A., and Rubino, M. (2021), "Do Audit Committee Attributes Influence Integrated Reporting Quality? An Agency Theory Viewpoint," *Business Strategy and the Environment*, 30(1), pp.522-534.
- Rashid, A., Shams, S., Bose, S. and Khan, H. (2020), "CEO Power and Corporate Social Responsibility (CSR) Disclosure: Does Stakeholder Influence Matter?," *Managerial Auditing Journal*, 35(9), pp.1279-1312.
- Sannino, G., Di Carlo, F., and Lucchese, M. (2020), "CEO Characteristics and Sustainability Business Model in Financial Technologies Firms: Primary Evidence from the Utilization of Innovative Platforms," *Management Decision*, 58(8), pp.1779-1799.
- Sheikh, S. (2019), "An Examination of the Dimensions of CEO Power and Corporate Social Responsibility," *Review of Accounting and Finance*, 18(2), pp.221-244.
- Simnett, R. and A. L. Huggins (2015), "Integrated Reporting and Assurance: Where can Research Add Value?," *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 6(1), pp.29-53.
- van Tulder, R and L. Lucht (2019), Reversing Materiality: from a Reactive Matrix to Pro-active SDG Agenda. in Book: Recent Trends in Communication, Computing, and Electronics, pp.271-289.
- Uyar, A., Kilic, M. and Nizamettin, B. (2014), "Association between Firm Characteristics and Corporate Voluntary Disclosure: Evidence from Turkish Listed Companies," *Intangible Capital*, 9(4), pp.1080-1112.
- Vitolla, F., Raimo, N., and Rubino, M. (2020), "Board Characteristics and Integrated Reporting Quality: an Agency Theory Perspective," *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(2), pp.1152-1163.
- Wang, M. and Hussainey, K. (2013), "Voluntary Forward-looking Statements Driven by Corporate Governance and Their Value Relevance," *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(3), pp.26-49.
- Whitehead, J. (2017), "Prioritizing Sustainability Indicators: Using Materiality Analysis to Guide Sustainability Assessment and Strategy," *Business Strategy and the Environment*, 26(3), pp.399-412.
- Zouari, G., and Dhifi, K. (2021), "The Impact of Board Characteristics on Integrated Reporting: Case of European Companies," *International Journal of Disclosure and Governance*, 18(1), pp.83-94.

### 〈Appendix 1〉 통합보고서와 ESG보고서의 중요성 관련 부분 비교

	ESG보고서 (GRI 기준)	통합보고서 (IIRC 기준)
기준(틀)	The International IR Framework	GRI standards*
보고서 목적	비즈니스의 환경·사회 임팩트, 그 해결을 향한 전략과 목표에 대해 소통	기업이 장기에 걸쳐 어떻게 가치를 창조해 나가는가에 대해 소통하는 것
대상 독자	다중 이해관계자와 장기관점의 투자자	재무자본 제공자와 가치창조력에 관심이 있는 관계자
공시내용	기업의 의사결정과 활동이 환경·사회에 미치는 중대한 영향(중요성), 대응방법, 결과로 구성되며 경제, 환경, 사회, 지배구조가 포함된다	중장기적인 가치창조력에 영향을 미치는 사상(중요성)이며 비즈니스 모델, 리스크와 기회, 전략과 자원배분, 향후 전망 등이 포함된다
중요성 정의	중요 과제는 조직의 중대한 경제적, 환경적, 사회적 영향을 반영한다. 또는 이해관계자의 평가 및 결정에 실질적으로 영향을 미치는 것이다	단기, 중기 또는 장기적으로 가치를 창출하는 조직의 능력에 실질적으로 영향을 미칠 수 있는 이슈는 중요하다
중요성 평가	완전성은 다음 차원을 포함한다. <ul style="list-style-type: none"> <li>• 보고서에서 다루는 중요이슈 목록</li> <li>• 이러한 주제의 경계</li> <li>• 해당 기간</li> </ul>	긍정적이든 부정적이든 모든 중요한 문제를 균형 잡힌 방식으로 중대한 오류 없이 포함해야 한다.
중요성 인식과정	(a) 이슈 인식 (b) 우선순위 지정 (c) 검증 (d) 검토	(a) 이슈 인식 (b) 중요도 결정 (c) 우선순위

\* GRI 2020년까지의 중요성 정의는 기업의 환경, 경제, 사회적 영향과 이해관계자 평가 및 의사결정에 미치는 영향을 고려하는 것이라고 정의하였다. 반면에 GRI standards의 중요성 개정판(2021)에서는 중요한 주제는 "인권에 대한 영향을 포함하여 경제, 환경 및 사람에 대한 조직의 가장 중요한 영향을 나타내는" 주제로 변경했으며 이해관계자를 제외하였다.

- The author Keun-Hyo Yook is currently a professor of Division of Business Administration, Busan University of Foreign Studies. He received master's degree from Pusan National University and master's degree in economics from PuKyong National University, and Ph.D. in business administration from Dong-A University. He has served as a visiting professor at Kobe University, Yokohama National University, Osaka Prefectural University in Japan, and Akron University, USA. The author's main research areas are target costing, strategic management accounting, environmental accounting, and ESG management.
- The author Mi-Hwa Choi is currently an associate professor of Division of Business Administration, Busan University of Foreign Studies. She received her Ph. D. in business administration from Busan National University. She served as a visiting professor at the Akron University, USA. The author's main research areas are ESG management, CSR, valuation, accounting education, and Edutech.