Negative ESG Reputation and Financial Reporting Quality: The Effect of the Introduction of Stewardship Code in Korea*
부정적인 ESG 평판과 재무보고 성향: 스튜어드십 코드 도입의 영향

Hyorim Lee(First Author)
Korea University Business School
(*hyorim17@korea.ac.kr*)
Wooseok Choi(Corresponding Author)
Korea University Business School
(*choiw@korea.ac.kr*)

This study examines whether negative ESG (Environment, Social, and Governance) reputation affects corporate financial reporting quality after the introduction of stewardship code and how institutional investors' monitoring influences the relationship. Since the stewardship code focuses on improving long-term shareholder value by considering non-financial factors, we predict that the monitoring role of institutional investors is strengthened in companies with increased ESG risks after the introduction of the code. To measure the ESG risks, we select 18 keywords related to MSCI ESG key issues and collect negative ESG news using these keywords. Utilizing the news and C-score(Khan and Watts 2009), we find that conditional conservatism in corporate financial reporting of companies with negative ESG reputation has weakened, while the negative correlation between conditional conservatism in financial reporting and tainted ESG reputation was alleviated after the introduction of the stewardship code. This suggests that the potential losses that may be caused by negative ESG news are conservatively reflected in financial reporting because the stewardship code aims at long-term sustainable growth. Moreover, the higher the stake of institutional investors, the stronger demand for conservative financial reporting, indicating that institutional investors pay more attention to ESG risks after the introduction of the stewardship code.

Key Words: ESG reputation, stewardship code, conditional conservatism, financial reporting quality, institutional investor

Submission Date: 08. 30. 2023 Revised Date: (1st: 10. 26. 2023) Accepted Date: 11. 21. 2023

* This research is supported by Korea Univerisy Business School Research Fund

Copyright 2024 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.

Ⅰ. 서 론

본 연구는 스튜어드십 코드가 도입된 이후 기업의 재무보고 성향을 조건부 보수주의 관점에서 고찰하고, 부정적인 ESG 평판이 존재하는 경우 이러한 재무보고 성향이 달라지는지를 분석하고자 한다. 기업을 둘러싼 정보 환경에서 환경, 사회, 지배구조(ESG: Environment, Social, and Governance)[1)]의 중요성은 점차 증대되어 왔다. 미국의 S&P 500 기업 중 지속가능경영(Sustainability) 공시를 하는 기업은 2011년 20%에서, 2018년 86%로 급격하게 증가하였고,[2)] Russell 3000 편입 기업의 주주총회에서 상정된 주주 제안 중 ESG 관련 주제는 지속적으로 증가하여 2021년에는 638건의 주주 제안이 ESG와 관련한 논의를 위해 이루어졌다.[3)] 또한, 지속가능보고서의 발간을 요구하는 주주 제안은 2017년 10건에서, 2018년 20건으로 두배 증가한 것으로 나타났다.[4)] 이처럼 ESG 활동에 대한 주주들의 적극적인 정보 공개 요구는 연기금을 비롯한 기관 투자자들의 책임투자원칙(Principle for Responsible Investment, PRI)과 밀접한 관련이 있다. 기관 투자자들은 투자 의사결정을 내릴 때, 재무적인 성과 이외에도 비재무적인 ESG 성과를 중요하게 고려하게 되었고, 이로 인해 기업의 자금 조달 및 재무보고 환경에 ESG 정보는 중요한 변수로 자리잡았다.

ESG의 발전은 기관투자자자의 신인의무(fiduciary duty) 및 스튜어드십 코드(stewardship code)의 흐름과 맥을 같이 한다. 스튜어드십 코드는 기관투자자가 투자기업에 대한 적극적인 관여와 주주권을 행사하여 장기적 측면에서 기업의 성과와 가치를 증진하고자 하는 원칙을 의미한다(Park et al, 2021). 2016년 12월, 국내 자본시장에 스튜어드십 코드가 도입된 이후 기관투자자의 적극적인 주주권 행사에 대한 관심이 높아진 가운데, 국내 최대 규모의 기관투자자인 국민연금이 2018년 7월 한국 스튜어드십 코드에 참여한 다음 해인 2019년 3월에, 갑질 논란으로 물의를 일으켰던 대한한공의 사내이사 선임 안건이 부결된 사례(Kim et al, 2020)는 국민연금을 비롯한 기관투자자들이 ESG 위험에 적극적으로 대응하고 있음을 보여준다. 『국민연금기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침』의 제3조(기본원칙) 제4항에 따르면, 기금은 장기적이고 안정적인 수익 증대를 위하여 투자 대상과 관련한 환경, 사회, 지배구조 등의 요소를 고려하여 수탁자 책임 활동을 이행할 수 있다고 명시되어 있다. 또한, 책임투자와 관련한 제7조(환경, 사회, 지배구조 등 비재무적 요소)에서 기금은 환경, 사회, 지배구조 등 비재무적 요소에 관한 기준을 정함에 있어 재무성과와 연관성 등을 고려하고, 변경내용 등은 기금운용위원회에 보고한다고 규정되어 있다. 이러한 배경을 바탕으로 본 연구에서는 국내에 스튜어드십 코드가 도입된 2016년 이후, 부정적인 ESG 뉴스가 발생한 기업에서 조건부 보수주의로 측정한 재무보고 성향이 차별적으로 나타나는지를 고찰하고, 기관투자자의 감시감독에 따라 이러한 관계가 달라지는지를 분석하고자 한다. 이러한 방식은 스튜

1) 환경, 사회, 지배구조(ESG: Environment, Social, and Governance)의 용어는 선행 연구에서 기업의 사회적 책임(CSR, Corporate Social Responsibility), 또는 지속가능성(Sustainability) 용어와 함께 사용되고 있다(Sheehy 2015). 세가지 용어의 정의는 유사하지만, 각 용어가 지닌 차별적 의미를 감안하여 선행 연구를 인용할 때에는 해당 연구에서 사용한 용어를 그대로 기술하기로 하고, 본 연구에서는 연구의 목적에 맞는 ESG 용어를 사용하기로 한다. 각 용어의 개념 차이는 II. 선행연구 및 연구가설 설정에서 설명하였다.
2) Deloitte, Heads up volume 26, issue 21, September 24, 2019
3) Shareholder proposal developments during the 2021 proxy season, Gibson Dunn 2021 annual report
4) 2018 Russell 3000에 대한 주주제안 현황, KCGS Report 8권 4호, KCGS

어드십 코드 도입 이후 기관투자자의 감시가 더욱 강하게 나타날 것으로 예상되는, 부정적인 ESG 뉴스가 발생한 기업을 분석대상으로 한정함으로써, 스튜어드십 코드 도입과 재무보고의 질 간의 관계에 있어 유의하지 않은 결과가 도출되었던 기존 선행연구를 보완하는 데에 그 목적이 있다.

최근 들어 ESG 경영을 소홀히 한 기업에서 기관투자자를 중심으로 한 주주 제안이 실제 2022년 정기주주총회에서 통과된 사례는 스튜어드십 코드 도입 이후 강화된 주주행동주의를 반영한다. 일례로, 대주주 1인에 의한 경영으로 취약한 지배구조를 드러냈던 에스엠엔터테인먼트의 경우 얼라인파트너스자산운용의 제안으로 사외이사 중심의 이사회 구성 및 내부통제 조항을 신설하는 등의 안건이 통과되었고, 2013년 대리점 갑질 사태 이후 논란이 되었던 남양유업의 경우 차파트너스자산운용의 제안에 따라 독립적인 감사위원이 선임되었다. 이러한 사례를 통해 스튜어드십 코드 도입 이후 기관투자자를 중심으로 한 주주행동주의가 기업의 내부통제 환경에 실질적인 영향을 미치게 되었고, 그 결과 부정적인 ESG 뉴스가 발생한 기업의 경영자는 보다 보수적으로 재무보고를 할 것으로 예측할 수 있다.

조건부 보수주의는 경제적인 사건이 발생했을 때 예상 손실은 적시에 인식하는 데에 반해, 예상 수익은 인식하지 않는 차별적인 회계처리 방식을 의미한다(Ball & Shivakumar, 2006; Watts, 2003a). 따라서, 부정적인 뉴스가 발생했을 때 조건부 보수주의는 그러한 사건이 발생한 이유에 대한 신속한 조사와 회계적 인식을 가능하게 함으로써 이해 관계자들에게 조기 위험신호를 보내는 역할을 수행한다(Lara et al, 2009). 조건부 보수주의는 경영자의 기회주의적 인센티브를 제한하는 역할을 하기 때문에, 부정적인 ESG 뉴스가 발생한 기업에서 조건부 보수주의에 의한 재무보고 성향이 차별적으로 나타난다면, 이는 우수한 지배구조 하에서 더욱 강화될 것으로 예측된다. 특히, 스튜어드십 코드는 환경, 사회, 지배구조 등 비재무적 요소를 고려하여 장기적인 주주가치 향상에 중점을 두기 때문에, ESG와 관련한 부정적인 뉴스로 인해 ESG 위험이 증가한 기업에서는 스튜어드십 코드의 도입 후, 기관투자자의 감시 감독효과가 더욱 강하게 나타날 것으로 예상된다.

본 연구의 표본은 유가증권 시장 및 코스닥 시장에 상장된, 2012년부터 2019년까지의 10,374 기업-년 표본이다. 기업의 재무보고 성향은 Basu(1997) 모형을 기초로 기업-연도별 조건부 보수주의를 측정한 Khan & Watts(2009)의 C-score를 이용하여 측정하였고, 부정적인 ESG 평판은 미디어에 보도된 ESG와 관련된 부정적인 뉴스를 수집하여 측정하였다. 이를 위해 먼저, MSCI(Morgan Stanley Capital International)의 ESG 성과 평가 지표와 관련된 18개의 키워드("기업 사기", "기업 소송", "기업 스캔들", "기업 혐의", "기업 투명성", "노동인권차별", "기업 벌과금", "환경오염기업", "노동자인권", "배임 횡령 뇌물", "제품안전", "분식회계", "조세회피기업", "노사갈등", "가격담합 카르텔", "노동자 학대", "기업 불공정행위", "기업 과징금")를 선정하였고, 해당 키워드를 이용하여 2012년부터 2019년까지 네이버 뉴스를 통해 보도된 각 언론사의 뉴스를 파이썬(Python) 프로그램의 웹 크롤링(web crawling)을 통해 수집하였다. 이렇게 수집한 뉴스는 뉴스의 URL을 통해 수작업으로 각 뉴스별 내용을 확인함으로써 기업-년도별로 부정적인 ESG 뉴스를 선별하였다. 또한, 표본기간(2012~2019) 중 스튜어드십 코드가 도입된 2016년 이후 부정적인 ESG 뉴스가 발생한 기업에서 기관투자자의 감시 효과가 더욱 강하게 나타나는지를 이중차분법(DID: difference

in differences)을 통해 검증하였다. 본 연구의 분석 결과는 다음과 같이 요약된다.

첫째, 부정적인 ESG 뉴스가 발생한 경우 조건부 보수주의로 측정한 기업의 재무보고 성향은 전반적으로 약화되었다. 이러한 결과는 미디어에 보도된 부정적인 ESG 뉴스로 인해 하락한 평판을 만회하기 위한 경영자의 기회주의적 인센티브가 조건부 보수주의를 채택하고자 하는 유인을 감소시킴을 의미한다. 둘째, 스튜어드십 코드가 도입된 2016년 이후에는 부정적인 ESG 뉴스와 조건부 보수주의적 재무보고 성향 간의 음의 상관관계가 약화되는 것으로 나타났다. 2016년 국내에 도입된 스튜어드십 코드는 기관투자자들이 단기적인 재무 성과보다는 장기적인 기업가치에 높은 가중치를 부여하도록 유도함과 동시에, ESG의 중요성을 시장에 환기시켰다. 투자자를 비롯한 시장의 이해관계자들은 부정적인 ESG 뉴스가 발생한 경우, 해당 뉴스가 야기할 수 있는 잠재적 위험에 보다 민감하게 반응하게 되었고, 이로 인해 부정적인 ESG 평판을 얻은 기업에 대한 조건부 보수주의의 수요가 증가하였음을 알 수 있다. 셋째, 스튜어드십 코드가 도입된 이후, 부정적인 ESG 평판을 얻은 기업의 기관투자자 지분율이 높을수록 부정적인 ESG 뉴스와 조건부 보수주의 재무보고 성향 간의 음의 상관관계는 더욱 약화되는 것으로 나타났다. 이와 같은 결과는 스튜어드십 코드 도입 이후 기관투자자들이 비재무적인 ESG 위험에 보다 적극적으로 대응함으로써 경영자의 기회주의적 인센티브를 제한하고, 경영자의 보수적 재무보고를 유도하고 있다고 해석할 수 있다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 첫째, 미디어에 보도된 ESG와 관련된 뉴스를 분석대상으로 하여 회사가 통제하지 못하는 외생적 ESG 위험이 기업의 재무보고 성향에 미치는 영향을 분석하였다. 선행연구를 통해 부정적인 ESG 뉴스는 경영자의 재무공시 의사결정에 영향을 미치는 것으로 밝혀졌는데(Lee & Yoo, 2022), 본 연구는 미디어에 보도된 부정적인 ESG 뉴스가 경영자의 재무보고 의사결정에도 영향을 미칠 수 있음을 실증하였다. 둘째, 스튜어드십 코드 도입 후 기관투자자의 감시가 특히 강하게 나타날 것으로 예상되는, 부정적인 ESG 뉴스가 발생한 기업을 분석대상으로 한정하여 스튜어드십 코드 도입으로 인한 재무정보의 질적 차이를 고찰하였다는 점에서 의의가 있다. 2016년말 국내에 도입된 스튜어드십 코드는 기관투자자들이 ESG 위험에 보다 적극적으로 대응함으로써 재무보고의 질에 기여하는지를 검증하는 데에 유용한 토대를 제공한다. 스튜어드십 코드와 관련한 선행연구들은 주로 코드의 도입 후 기관투자자의 거버넌스를 전반적인 이익의 질적 관점에서 실증하고 있지만, 대부분의 연구에서 그 결과가 유의하게 도출되지 않았다. 또한, 스튜어드십 코드 도입 이전에도 기관투자자가 이익의 질을 향상시키는 데에 기여하는지에 대한 선행연구는 다수 존재하지만(Bushee, 1998; Jeon, 2003; Kim & Bae, 2006; Lee & Lee, 2017), 이들의 연구에서도 다소 상반된 결과를 보이고 있으며, 스튜어드십 코드에서 강조하고 있는 수탁자 책임에 ESG 위험이 영향을 미치는지에 대한 선행연구는 거의 없는 실정이다. 따라서 본 연구는 스튜어드십 코드에서 중요시하는 ESG와 관련한 위험이 증가한 기업에 초점을 맞춤으로써 선행연구의 결과를 보완하고자 하였으며, 연구의 실증결과는 스튜어드십 코드에서 규정하고 있는 환경, 사회, 지배구조 등의 비재무적 요소에 기관투자자가 실제로 높은 가중치를 부여하는지를 밝혔다는 점에서 그 공헌점이 있다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제 II장에서는 선행연구 및 연구 가설을 설정하고 제 III장에서는 연

구모형의 설계 및 표본을 선정한다. 제 IV장에서는 실증분석 결과를, V장에서는 추가 분석 결과를 제시하고 VI장에서는 연구의 결론을 제시한다.

Ⅱ. 선행연구 및 연구 가설 설정

2.1 선행연구

2.1.1 ESG와 재무보고의 질

ESG 용어는 사회적 책임(Corporate Social Responsibility), 또는 지속가능성(sustainability) 용어와 함께 선행 연구에서 유사한 의미로 혼용하여 사용되고 있다. 각 용어는 개념적으로는 유사하지만, 용어가 발전해 온 과정에 따라 그 쓰임에서 다소 차이를 보이는 것을 알 수 있다. 가장 오래전부터 사용되었던 사회적 책임(CSR) 개념은 선행연구에서 다양하게 정의되고 있는데, Mcwilliams & Siegel (2001)에 따르면, 사회적 책인(CSR)은 기업의 이익을 추구하고 법을 지키는 차원에서 나아가, 사회적 선을 실현하는 행동을 의미한다. 한편, 지속가능성(sustainability)은 1987년 UN 총회 산하 세계 환경과 개발 위원회의 지속개발 보고서에서 처음 소개된 개념으로(Han et al, 2021), ESG 성과를 향상시키기 위한 전략적인 활동을 강조하는 의미로 많이 사용되고 있다(Khan et al, 2016). 이와 달리, ESG는 지속가능성을 달성하기 위해 필요한 요소들을 E(환경), S(사회), 그리고 G(기업지배구조)로 그룹화하는 노력을 나타내는 개념으로, 비재무적 성과를 구성하는 대표적인 요소이다(Han et al, 2021). 본 연구에서는 환경(E), 사회(S), 지배구조의(G)의 각 요소와 관련된 구체적인 사건을 기반으로 한 부정적인 뉴스를 수집하여 분석에 사용하였기 때문에, ESG 개념이 가장 연구 목적에 부합한다고 판단됨에 따라 ESG 용어를 사용하기로 한다.

기업의 ESG와 관련된 활동들은 선행연구들을 통해 재무보고의 투명성에 기여한다는 견해와 경영자가 이익 조정이나 부진한 영업 성과를 감추기 위한 전략적인 수단으로 이용한다는 견해가 공존하고 있다. 전자의 시각에서 ESG 활동은 기업의 내부자와 외부자 사이의 정보 비대칭을 완화시키고 정보환경을 개선함으로써(Cho et al, 2013) 재무정보의 질을 향상시키는 역할을 한다(Kim et al, 2012). 이와는 대조적으로, 만일 ESG 활동이 경영자의 대리인 문제와 관련이 있는 경우에는 재무보고의 질과 음의 상관관계를 보이는 것으로 나타났다(Petrovits, 2006; Prior et al, 2008).

기업의 재무보고의 질을 나타내는 다양한 대용치 중 조건부 보수주의는 정보 비대칭을 완화하고 경영자의 기회주의적 인센티브를 제한하는 역할을 하기 때문에(Hui et al, 2012; LaFond & Watts, 2008), 재무 보고 과정에서 경영자의 대리인 문제를 완화시켜 주는 것으로 알려져 있다. ESG 활동과 조건부 보수주의와의 관계를 고찰한 선행연구에서 높은 ESG 성과를 보유한 기업에서는 조건부 보수주의에 대한 수요가 낮은 것으로 나타났고, 우수한 지배구조 하에서는 조건부 보수주의에 대한 수요가 더욱 낮은 것으로 밝혀졌다(Burke et al, 2020). Burke et al.(2020)은 기업의 긍정적인 ESG 활동이 장기적인 주주가치에 긍정적인 영향을 미친다는 견해를 지지하고 있지만, ESG에 대한 부정적인 평판을 얻은 경우에 어떠한 관계가 나타나는지에 대해서는 실증되지 않았다. 특히, ESG 위험에 대한 반응으로 나타나는 재무보고 성향을 다룬 기존의 선행 연구는 스

튜어드십 코드 도입 이전의 기간을 주로 분석하였기 때문에, 스튜어드십 코드 도입이 경영자의 재무보고 성향에 차별적 영향을 미치는지에 대한 연구는 거의 없는 실정이다. 이에 본 연구는 스튜어드십 코드의 도입 이후 조건부 보수주의로 측정한 재무보고의 질이 부정적인 ESG 평판에 따라 달라지는지를 고찰함으로써 관련 연구에 공헌하고자 한다.

2.1.2 기관투자자의 스튜어드십 코드

기관투자자의 스튜어드십 코드는 기업가치 제고 및 투자자 보호라는 취지로 도입되었지만, 스튜어드십 코드의 실효성에 대한 의문은 선행연구를 통해 꾸준히 제기되어 왔다(Cheffins, 2010; Ho, 2016; Lu et al, 2018; Reisberg, 2015; Roach, 2011). 이 중 Lu et al.(2018)은 스튜어드십을 최초로 채택한 영국의 데이터를 통해 스튜어드십 코드 도입이 이익의 질과 유의한 관계를 갖지 않음을 밝혔고, Ho (2016)는 홍콩의 스튜어드십 코드 도입이 주주 행동주의와 참여를 이끌어내지 못했다고 주장하였다. Shim et al.(2019)는 실험연구를 통해 스튜어드십 코드 적용이 기업의 부정적 정보에 대한 비전문 투자자의 투자 의사결정에 더욱 부정적인 영향을 미친다는 사실을 밝힘으로써, 스튜어드십 코드가 도입 취지와는 다르게 전개될 수 있음을 암시하였다. 또한, 스튜어드십 코드 도입의 효과를 주주 행동주의에 대한 연구로 확장하면, 선행연구에서 주주 행동주의가 기업가치에 미치는 영향은 혼재된 결과를 보이고 있다(Shim et al, 2019). 즉, 주주 행동주의는 주주가치 및 회계성과, 지배구조에 긍정적인 영향을 미치지만(Brav et al, 2008; Dimson et al, 2015; Klein & Zur, 2009), 채권자의 부에는 부정적인 영향을 미칠 수 있고(Mary et al, 2011), 기업의 특성 및 주주 행동주의의 특성별로 그 양상이 다르게 전개될 수 있다(Gillan & Starks, 2007; Nesbitt, 1994; Prevost & Rao, 2000; Smith, 1996).

이와 관련하여, 기관투자자의 스튜어드십 코드 도입과 관련한 국내 선행연구들은 대부분 기관투자자의 반대 의결권 행사 및 배당결정에 코드가 미치는 영향을 주로 분석하고 있다. Kim et al.(2020)은 기관투자자가 코드에 참여하는 경우 반대의결권을 행사할 가능성이 큼을 밝혔고, Kang & Bark(2020)은 코드 참여에 따라 현금 배당 결정 가능성이 높아졌고 배당 규모도 유의하게 증가함을 밝힘으로써 코드 도입이 주주 환원 정책에 긍정적인 영향을 미쳤다고 주장하였다. Kim & Lim(2018)의 연구에서는 국민연금의 코드 도입이 기업가치 증가와 양의 상관관계가 있음을 보였고, 이러한 관계는 지배구조가 취약할수록, 국민연금의 지분율이 높을수록 두드러진다고 보고하고 있다. Lee & Pae(2020)은 국민연금의 코드 도입 이후, 지배구조가 취약하거나 최대주주 지분율이 높은 기업에 대해 반대의결권을 행사할 가능성이 높았으나, 그 이후 지분 축소 등을 통해 실질적인 영향력을 행사하진 않았음을 밝혔다. 또한, Kim & Koh(2020)는 국민연금이 배당률을 증가시키는 데에 기여하였고, 이러한 관계는 스튜어드십 코드 도입 이후 더 두드러지는 것으로 나타났으나, 이러한 기업의 가치는 국민연금의 지분율과 음의 상관관계를 보임으로써 기관투자자 내 대리인 문제가 존재할 수 있음을 암시하였다. 이와 같이, 선행연구는 스튜어드십 코드를 주주행동주의 관점에서 주로 고찰해왔고, 코드에서 강조하고 있는 ESG 관련 요소와의 관련성에 대한 연구는 희박한 실정이다.

한편, 스튜어드십 코드에 대한 논의가 있기 전부터 기관투자자의 지분이 재무보고의 질에 기여하는지를 다룬 연구는 다수 존재하나 이들 연구 역시 혼재된

견해를 보이고 있다. Lee & Lee(2017)의 연구에서는 피투자기업의 관계회사가 아닌 기관투자자의 지분율이 높을수록 경영자의 이익조정이 감소하는 것으로 나타났으며, 국민연금이 주요주주로 참여하고 있는 기업에서는 발생액 뿐만 아니라 실제이익조정이 낮게 나타나(Jung & Kim, 2015), 기관투자자 지분율이 이익의 질에 긍정적인 영향을 미치고 있음을 보였다. 반면, 기관투자자가 단기적인 성과에 초점을 맞추는 경우 경영자의 이익조정이 오히려 증가할 수도 있다는 연구 결과도 있다(Bushee, 1998). 또한, Jeon(2003)은 기관투자자 지분율이 이익의 변동성을 제외한 회계이익의 질적 수준과 유의한 관계가 없음을 밝혔고, Kim & Bae(2006)는 1986년과 2003년까지의 표본을 대상으로 기관투자자 지분율이 높은 그룹과 낮은 그룹간 보수주의를 비교하였는데, 기관투자자 지분율은 보수주의와 유의한 관계를 보이지 않는 것으로 나타났다. 이처럼 기관투자자의 감시기능을 스튜어드십 코드 도입 이후의 기간에 초점을 맞추어 분석한 연구는 희박하고, 특히, 부정적인 ESG 평판이 존재하는 경우 기관투자자가 경영자의 기회주의적 인센티브를 제한함으로써 재무보고의 질에 기여하는지를 검증한 선행연구는 거의 없는 실정이다. 따라서, 본 연구는 기관투자자의 스튜어드십 코드 도입이 실질적으로 ESG 위험에 대한 감독감시 기능을 수행하는 데에 기여하고 있는지를 분석하고자 한다.

2.2 연구 가설 설정

2.2.1 부정적 ESG 평판과 조건부 보수주의의 관계 및 스튜어드십 코드 도입의 영향

ESG와 관련된 부정적인 경제적 사건이 발생했을 때, 경영자는 조건부 보수주의[5)]에 따라 예상손실을 적시성 있게 인식하고 관련 내용을 공시할 수도 있지만, 자신의 사적 이익을 위해 이익을 조정하거나 조건부 보수주의를 채택하지 않을 유인 또한 존재한다. 일반적으로 경영자는 이익조정시 미실현 이익은 포함하고 미실현 손실은 제외하는 경향이 있기 때문에 경영자의 이러한 보고 성향은 악재는 조기인식하고 호재는 지연인식하는 보수주의와 상반된 특성을 보인다(Kim, 2020). 조건부 보수주의는 정보 비대칭을 완화하고 경영자의 기회주의적 인센티브를 제한하는 역할을 하기 때문에(Hui et al, 2012; Lafond & Watts, 2008; Watts, 2003a), 재무보고 과정에서 경영자의 대리인 문제를 완화시켜 주는 것으로 알려져 있다. 경영자는 조건부 보수주의에 대한 수요에 부응함으로써 자본 조달비용을 감소시킬 수 있고, 좋은 거래조건으로 계약을 체결할 수 있는 혜택을 얻게 된다. 또한, 이해관계자들의 조건부 보수주의에 대한 수요는 특히 내부자와 외부자간 정보 비대칭 격차가 커질 때 증가하는데, 경영자는 불확실성이 증가하는 상황에서는 조건부 보수주의를 채

5) 보수주의는 조건부 보수주의(conditional conservatism)와 비조건부 보수주의(unconditional conservatism)로 나뉜다(Basu, 2005; Beaver & Ryan, 2005). 조건부 보수주의는 경제적 사건이 발생했을 때 예상 손실에 대해서는 인식하는 데에 반해, 예상 수익은 인식하지 않는 차별적인 회계처리 방식을 의미한다(Ball & Shivakumar, 2006; Watts, 2003a). 비조건부 보수주의는 경제적 사건과 무관하게 순자산 및 이익의 장부가치를 낮게 계상하는 것을 의미한다(Ball & Shivakumar, 2005). Watts(1993)에 의하면, 계약관계에서의 회계의 역할에 기인하여 보수주의가 진화하였기 때문에, 보수주의는 선순위 채권자들을 보호하기 위해 경영자의 기회주의적 인센티브를 제한하는 역할을 한다고 주장하였다. Watts(1993)는 이러한 계약관계의 효율성을 언급함에 있어서 조건부 보수주의와 비조건부 보수주의를 구분하지 않았으나, Ball & Shivakumar(2005)는 비조건부 보수주의는 계약 시점의 어떠한 정보도 제공하지 않기 때문에 계약의 효율성을 증가시키지 않지만, 조건부 보수주의는 예상 손실을 적시에 인식함으로써 계약의 효율성에 기여한다고 주장하였다. 또한, 조건부 보수주의는 선행연구를 통해 이익의 질을 높이는 것으로 나타났지만(Watts, 2003a, 2003b), 비조건부 보수주의는 중립적 또는 이익의 질을 저해하는 것으로 인식되고 있다(Ball & Shivakumar, 2006; Kim & Ko, 2009).

택함에 따른 긍정적인 혜택이 조건부 보수주의를 채택함에 따른 부정적인 영향을 상회하는 경우에만 조건부 보수주의를 채택할 것이다(Martin et al, 2016).

선행 연구들을 통해 ESG에 대한 부정적인 평판은 기업과 관련된 재무위험 및 고유위험을 증가시키는 것으로 나타났는데, Kölbel et al.(2017)은 미디어를 통해 알려진 부정적인 평판이 CDS(Credit default swap)로 측정한 재무위험과 양의 상관관계를 갖음을 밝혔고, ESG 관련 공시와 미디어의 보도는 기업 가치 하락과 관련이 있는 것으로 나타났다(Matsumura et al, 2014). 또한, 미디어에 보도된 부정적인 ESG 뉴스는 재무제표의 중대한 왜곡표시 위험을 증가시킬 가능성이 있기 때문에 부정적인 ESG 뉴스와 감사인의 사임 및 감사 수수료, 감사노력은 양의 상관관계를 갖는다는 것이 밝혀졌다(Burke et al, 2019; Appiah, 2020). 이처럼 미디어를 통해 촉발된 부정적인 ESG 평판은 기업의 위험을 증가시키고 경영자의 기회주의적 인센티브를 증가시킴으로써 기업의 재무보고 환경의 불확실성을 증가시킬 것으로 예측할 수 있다. 따라서, 본 연구에서는 기업이 통제할 수 없는, 미디어에 보도된 부정적인 ESG 뉴스로 인해 기업의 평판이 하락한 경우 경영자의 사적 인센티브를 증가시킴으로써 조건부 보수주의를 채택하고자 하는 유인을 감소시킬 것이라고 예상하였고, 이에 따라 아래와 같이 첫번째 가설을 설정하였다.

가설 1: 부정적 ESG 뉴스는 기업의 조건부 보수주의 재무보고 성향을 감소시킬 것이다.

보수주의는 계약이론의 관점에 따라 경영자의 기회주의적 인센티브를 제한하고 이익조정 유인을 제한하기 때문에 이익조정과 보수주의 간에는 음의 상관관계가 있음이 밝혀졌고(Gao, 2013), 채권, 채무 관계 내에서 정보 비대칭 완화에 기여한다(Ball et al, 2008; Beatty et al, 2008; Nikolaev, 2010). 따라서 본 연구는 부정적인 뉴스를 조기에 인식하는 조건부 보수주의가 경영자가 보유한 사적 정보를 시장의 이해관계자에게 적시에 보고하도록 유도하는 긍정적 역할을 함에 주목하였다. 특히, 스튜어드십 코드의 도입 이후 시장의 이해관계자들은 ESG와 관련된 부정적인 평판에 보다 민감하게 반응하게 됨에 따라, ESG 위험을 재무보고에 적시에 반영하고자 하는 조건부 보수주의가 스튜어드십 코드 도입 이전과 이후에 차별적으로 나타날 것으로 예측하였다. 스튜어드십 코드는 재무적인 성과뿐 아니라 환경, 사회, 지배구조 등 비재무적 요소를 고려하여 장기적인 주주가치를 향상시키는 데에 초점을 두기 때문에, 스튜어드십 코드 도입 이전과 달리 코드 도입 이후, 부정적인 ESG 뉴스가 발생한 기업의 경영자는 조건부 보수주의를 채택해 이해관계자들의 요구를 충족시키고자 할 유인이 높아질 것이라고 예상된다. 이와 같은 예상을 바탕으로 본 연구의 두번째 가설을 아래와 같이 설정하였다.

가설 2: 스튜어드십 코드 도입 이후, 부정적인 ESG 뉴스와 조건부 보수주의 재무보고 성향간의 음의 상관관계는 약화될 것이다.

2.2.2 스튜어드십 코드 도입 이후 ESG 위험에 대한 기관투자자의 감시기능

기관투자자는 경영자로 하여금 장기적인 기업가치를 높일 수 있도록 감시하는 유인과 능력을 갖추고 있기 때문에 경영자의 이익조정을 억제할 수 있다(Chung et al, 2002). 또한, 개인 투자자와 달리, 경영자로 하여금 ESG 위험이 야기할 수 있는 예상 손실을 재무보고 과정에 투명하게 반영하고 외부의

투자자들에게 적극적으로 해명하도록 유도하는 역할을 수행하며, 경영자가 이러한 책임을 다하지 않았을 때 적극적으로 압력을 행사한다. 따라서, 스튜어드십 코드 도입 이후 미디어에 발생한 부정적인 ESG 뉴스에 대해 기관투자자들은 보다 적극적으로 주주권을 행사함으로써 비재무적인 ESG 위험이 야기할 수 있는 예상 손실 및 관련 내용을 재무보고에 반영하도록 유도하는 거버넌스 역할을 수행할 것으로 예상된다.

우수한 기업 지배구조 하에서 조건부 보수주의는 신뢰성 있는 재무정보를 제공하고 부정적인 뉴스가 발생했을 때 그러한 사건이 발생한 이유에 대한 신속한 조사와 회계적 인식을 가능하게 함으로써 이해관계자들에게 조기 위험신호를 보내는 역할을 한다. 따라서, 우수한 지배구조를 가진 기업에서는 조건부 보수주의가 강하게 나타났는데, 특히 부정적인 뉴스가 발생했을 때 우수한 지배구조를 가진 기업은 투자자에게 이러한 사실을 적시에 알리기 위해 재량적 발생액을 이용한 조건부 보수주의 성향이 높아지는 것으로 나타났다(Lara et al, 2009). 반면, 취약한 지배구조를 가진 기업은 이익조정에 더 많이 개입하는 것으로 나타났고, 이익 또는 발생액의 질이 낮게 나타났다(Becker et al, 1998; Dechow et al, 1996). 이처럼 기관투자자는 경영자로 하여금 장기적인 기업가치를 높일 수 있도록 감시하는 유인과 능력을 갖추고 있기 때문에 경영자의 이익조정을 억제할 수 있고(Chung et al, 2002), 이러한 기관투자자의 감시기능은 국민연금의 예에서 볼 수 있듯이 스튜어드십 코드 도입 이후에 더욱 강화될 것으로 예상된다.

스튜어드십 코드와 관련한 선행연구들은 주로 코드의 도입 후 기관투자자의 거버넌스를 이익의 질적 관점에서 실증하고 있지만, 대부분의 연구에서 그 결과가 유의하게 도출되지 않았다. Lu et al.(2018)은 스튜어드십 코드를 가장 먼저 도입한 영국의 데이터를 통해 기관투자자의 코드 도입과 이익의 질 간의 관계를 고찰하였는데 유의한 관계가 발견되지 않았고, 국내 선행 연구 중 Park et al.(2021)은 2017년부터 2019년까지의 표본을 대상으로 재량적 발생액의 절대값으로 측정한 이익의 질과 스튜어드십 코드 참여와의 관계를 밝히고자 하였으나, 단변량 상관관계 분석에서만 유의한 상관관계가 도출되었다. 앞서 언급한 선행연구에서는 재무보고의 질에 대한 대용치로서 양(+)의 이익조정 뿐만 아니라 음(-)의 이익조정을 포함하는 재량적 발생액의 절대값을 사용하고 있는 반면, 본 연구에서는 기관투자자의 감시가 특히 강하게 나타날 것으로 예상되는, 부정적인 ESG 뉴스가 발생한 기업의 조건부 보수주의 재무보고 성향을 이용함으로써 지속가능성장 및 장기적 기업가치 제고를 중시하는 스튜어드십 코드 도입의 영향을 보다 명확히 밝히고자 하였다.

부정적인 ESG 뉴스가 발생하면 일반적으로 기업을 둘러싼 정보환경 내에 불확실성이 증가하고 정보비대칭이 심화됨에 따라 조건부 보수주의에 대한 수요가 증가하게 된다. 이러한 이해관계자들의 요구는 경영자의 기회주의적 인센티브와 충돌하게 되는데, 이때 기관투자자는 개인 투자자와 달리, 경영자로 하여금 ESG 위험이 야기할 수 있는 예상 손실을 재무보고 과정에 투명하게 반영하고 외부의 투자자들에게 적극적으로 해명하도록 유도하는 역할을 수행하며 경영자가 이러한 책임을 다하지 않았을 때 적극적으로 압력을 행사할 수 있다. 2016년 이후 국민연금을 비롯한 기관투자자의 스튜어드십 코드 참여가 빠르게 증가하고 있다는 점[6]을 감안할 때, 미디어에 발생한

6) 한국 스튜어드십 코드 홈페이지(sc.cgs.or.kr)에 따르면, 한국 스튜어드십 코드에 참여한 기관투자자 수는 2017년 15개에서, 2023년 5월 기준 211개로 크게 증가하였다.

부정적인 ESG 뉴스에 대해 기관투자자들은 이전보다 적극적으로 주주권을 행사함으로써, 비재무적인 ESG 위험이 야기할 수 있는 예상 손실 및 관련 내용을 재무보고에 공시하도록 유도하는 거버넌스 역할을 수행할 것으로 예상된다. 그리고 기관투자자의 적극적 모니터링은 경영자가 조건부 보수주의를 채택하지 않음에 따른 손실을 증가시키기 때문에 경영자는 보수적인 재무보고를 통해 기관투자자의 수요에 부응하고자 할 것이다. 즉, 우리나라에 스튜어드십 코드가 도입된 2016년 이후 부정적인 ESG 뉴스가 발생한 기업의 경영자들이 조건부 보수주의를 채택하고자 하는 인센티브가 높아졌고, 기관투자자 지분율이 높은 경우 이러한 인센티브가 더욱 강화될 것으로 예상된다. 이와 같은 예상에 따라 본 연구의 세 번째 가설은 아래와 같이 설정하였다.

가설 3: 스튜어드십 코드 도입 이후, 부정적인 ESG 뉴스가 발생한 기업의 기관투자자 지분율이 높을수록 부정적인 ESG 뉴스와 조건부 보수주의 재무보고 성향 간의 음의 상관관계는 약화될 것이다.

Ⅲ. 연구모형 및 표본

3.1 ESG 평판의 측정

MSCI(Morgan Stanley Capital International)의 ESG 데이터는 커뮤니티, 기업 지배구조, 환경, 노사관계, 다양성, 인권, 그리고 제품과 관련된 영역에서의 성과를 측정한 지표로서 가장 영향력 있는 ESG 성과 측정치이며(Chatterji et al, 2009), 그동안 많은 선행연구들이 MSCI의 등급을 이용하여 관련 연구를 진행하였다(Cui et al, 2016; Godfrey et al, 2009; Kim et al, 2012; King & Lenox, 2002; Russo & Fouts, 1997; Waddock & Graves, 1997). 이 중 Shiu & Yang(2017)은 MSCI에서 사용되는 성과 평가 지표와 관련된 키워드를 사용하여 부정적인 CSR 뉴스가 발생한 기업의 주가와 채권 가격을 이용하여 장기적인 CSR 투자가 부정적 사건이 발생한 상황에서 보험과 같은 역할을 한다는 사실을 밝혔다. 본 연구는 Shiu & Yang (2017)이 사용한 18개의 키워드("controversy," "dispute," "local," "compensation," "transparency," "discrimination," "minority," "damage," "fines," "pollution," "regulation," "labor rights," "product safety," "allegation," "fraud," "lawsuits," "litigation," and "scandal")를 참조하여 부정적인 ESG 뉴스 수집에 사용될 키워드로 "기업 사기", "기업 소송", "기업 스캔들", "기업 혐의", "기업 투명성", "노동인권차별", "기업 벌과금", "환경오염기업", "노동자인권", "배임 횡령 뇌물", "제품안전", "분식회계", "조세회피 기업", "노사갈등", "가격담합 카르텔", "노동자 학대", "기업 불공정행위", "기업 과징금"의 18개 키워드를 선정하였다. 해당 키워드별로 2012년부터 2019년까지 네이버 뉴스를 통해 보도된 각 언론사의 뉴스를 파이썬을 이용하여 수집하였고,[7] 해당 뉴스가 발생한 날짜

7) 네이버 뉴스가 다루는 언론사 및 매체수는 2023년 8월 기준 한국언론진흥재단의 뉴스 저작권 참여 언론사 및 매체수를 기준으로, 전국종합일간지의 83%를 커버하고 있으며, 경제일간지의 50%를 커버하고 있다. 또한, 본 연구는 네이버 포탈 메인 페이지에 등장하는 뉴스만을 대상으로 한 것이 아니라, 네이버 뉴스의 검색창에서 키워드 검색을 통해 해당 키워드를 포함한 모든 뉴스를 대상으로 하기 때문에, 특정 포탈 사이트가 갖는 정보 편향에 대한 우려가 크지 않은 것으로 판단된다.

및 내용을 확인함으로써 부정적인 ESG 뉴스를 기업-년도별로 선별하였다. 동일한 뉴스가 여러 언론사를 통해 보도되는 경우 최초에 보도된 뉴스를 기준으로 이벤트 일자를 선정하였다. 또한, 동일한 기업에서 하나의 뉴스 발생 후 한 달 이내에 또다른 뉴스가 발생한 경우에는 한 달 이내에 발생한 두번째 뉴스는 샘플에서 제외하였다. 이러한 과정을 통해 부정적인 ESG 뉴스가 발생한 기업-년 표본의 경우를 1로 하는 *ESGBN* 변수를 측정하여 부정적인 ESG 평판의 대용치로 사용하였다. 〈Table 1〉은 연구의 분석을 위해 수집된 부정적인 ESG 뉴스의 키워드별 표본 개수를 년도별로 보여주고 있다. 총 553개의 부정적인 ESG 뉴스가 수집되었고, 동일한 기업에서 한 해에 2개 이상의 뉴스가 발생한 경우도 포함하기 때문에 기업-년 표본수는 총 342개로 확인되었다. 뉴스 수집 결과, 2012년부터 2019년까지 "가격담합 카르텔" 키워드에서 부정적인 ESG 뉴스가 가장 많이 발생하였음을 알 수 있고, 국내에 스튜어드십 코드가 도입된 2016년 이전의 기간 동안 발생한 부정적인 ESG 뉴스는 320건, 196개의 기업-년 표본으로, 2016년 이후의 기간 동안 발생한 부정적인 ESG 뉴스는 233건, 146개의 기업-년 표본으로 확인되었다.

〈Table 1〉 검색 키워드에 따른 부정적인 ESG 뉴스의 년도별 빈도수

뉴스 키워드	빈도수	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
기업 사기	16	-	6	2	1	1	1	1	4
기업 소송	97	5	18	7	18	5	18	-	26
기업 스캔들	3	2	-	-	-	1	-	-	-
기업 혐의	58	3	14	1	7	4	13	3	13
기업 투명성	15	2	10	-	2	-	1	-	-
노동인권차별	14	2	4	2	1	1	1	-	3
기업 벌과금	10	-	2	-	-	-	6	2	-
환경오염기업	30	-	17	-	1	-	-	6	6
노동자인권	18	3	6	-	1	3	2	1	2
배임 횡령 뇌물	18	3	9	3	-	2	1	-	-
제품안전	6	-	1	-	-	4	1	-	-
분식회계	29	2	3	12	3	2	6	-	1
조세회피 기업	4	-	3	-	-	-	-	1	-
노사갈등	25	6	3	2	2	5	3	4	-
가격담합 카르텔	115	13	5	19	30	18	13	5	12
노동자 학대	10	4	4	-	1	1	-	-	-
기업 불공정행위	16	-	5	7	1	1	1	-	1
기업 과징금	69	2	18	-	22	2	8	11	6
합계	553	47	128	55	90	50	75	34	74

3.2 연구모형

스튜어드십 코드의 도입과 부정적인 ESG 뉴스와 재무보고 성향 간의 관계를 검증하는 가설 1과 2의 연구모형은 다음과 같이 설정하였다. 먼저, 종속변수인 재무보고 성향은 조건부 보수주의를 측정하는 C-score(Khan & Watts, 2009)를 대용치로 사용하였다. Basu(1997)는 순이익과 주식 수익률 간의 관계를 〈Equation 1〉의 회귀모형으로 추정하면서 음의 주식 수익률에 대한 순이익의 추가적인 반응 정도를 나타내는 계수값(β_3)이 클수록 보수주의가 증가함을 밝혔고, Khan & Watts(2009)는 기업-연도별 수준에서 조건부 보수주의 측정치를 구하기 위해 Basu(1997) 모형에 기업규모(*TA*), 장부가치 대비 시장가치 비율(*MB*)과 레버리지(*LEVERAGE*)를 포함한 〈Equation 2〉를 통해 C-score와 G-score를 추정하였다. 본 연구에서는 Burke et al.(2020)의 연구와 동일하게 〈Equation 3〉의 C-score를 조건부 보수주의의 대용치(*CONS*)로 사용하였다.

$$EP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RET_{i,t} + \beta_2 NEGRET_{i,t} + \beta_3 NEGRET_{i,t} * RET_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

〈Equation 1〉

- $EP_{i,t}$: t년도 순이익을 기초 시장가치로 나눈 비율;
- $RET_{i,t}$: t년도 4월부터 t+1년도 3월까지 누적한 연간주식수익률;
- $NEGRET_{i,t}$: $RET_{i,t}$가 음이면 1, 그렇지 않으면 0.

$$EP_{i,t} = \beta_0 + RET_{i,t} \left(\gamma_0 + \gamma_1 TA_{i,t} + \gamma_2 MB_{i,t} + \gamma_3 LEVERAGE_{i,t}\right) + \beta_2 NEGRET_{i,t} + NEGRET_{i,t} * RET_{i,t} \left(\mu_0 + \mu_1 TA_{i,t} + \mu_2 MB_{i,t+\mu_3} LEVERAGE_{i,t}\right) + \left(\delta_1 TA_{i,t} + \delta_2 MB_{i,t} + \delta_3 LEVERAGE_{i,t} + \delta_4 NEGRET_{i,t} * TA_{i,t} + \delta_5 NEGRET_{i,t} * MB_{i,t} + \delta_6 NEGRET_{i,t} * LEVERAGE_{i,t}\right) + \epsilon_{i,t}$$

〈Equation 2〉

- $TA_{i,t}$: 총자산의 자연로그 값;
- $MB_{i,t}$: 총자본의 장부가치 대비 시장가치 비율;
- $LEVERAGE_{i,t}$: 총자산 대비 총부채 비율.

$$G-SCORE_{i,t} = \beta_1 = \gamma_0 + \gamma_1 TA_{i,t} + \gamma_2 MB_{i,t} + \gamma_3 LEVERAGE_{i,t}$$

$$C-SCORE_{i,t} = \beta_3 = \mu_0 + \mu_1 TA_{i,t} + \mu_2 MB_{i,t} + \mu_3 LEVERAGE_{i,t} = CONS_{i,t}$$

〈Equation 3〉

〈Equation 4〉는 가설 1을 검증하기 위해 *CONS* 변수(C-score)를 종속변수로 하는 OLS 회귀분석 모형을 나타낸다. 관심변수인 *ESGBN* 변수는 부정적인 ESG 뉴스가 발생한 기업-년 표본인 경우 1을 의미하는 더미변수이고, *STEWARD* 변수는 국내에 스튜어드십 코드가 도입된 2016년 이후의 기간인 경우 1을 나타내는 더미변수이다. 만일 가설 1에 따라 부정적인 ESG 뉴스가 경영자의 조건부 보수주의 보고 유인을 전반적으로 감소시킨다면, *ESGBN* 변수의 계수값(β_1)이 유의한 음(-)의 값을 가질 것이다. 또한, 가설 2에 따라 스튜어드십 코드 도입 이후 부정적인 ESG 뉴스와 조건부 보수주의 간의 음(-)의 상관관계가 약화된다면, 〈Equation 5〉의 *ESGBN* 변수와 *STEWARD* 변수 교호항의 계수값(β_2)이 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 가질 것이다.

$$CONS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESGBN_{i,t} + \beta_2 STEWARD_t + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 MB_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t}$$

$$+\beta_6 RDAD_{i,t}+\beta_7 CFO_{i,t}$$
$$+\beta_8 GROWTH_{i,t}+\beta_9 ZSCORE_{i,t}$$
$$+\beta_{10} AGE_{i,t}+\beta_{11} BIG4_{i,t}$$
$$+\beta_{12} IndustryFE_{i,t}+\beta_{13} YearFE_{i,t}$$
$$+\epsilon_{i,t} \qquad \langle\text{Equation 4}\rangle$$

$$CONS_{i,t}=\beta_0+\beta_1 ESGBN_{i,t}$$
$$+\beta_2 ESGBN_{i,t}{*}\,STEWARD_t$$
$$+\beta_3 STEWARD_t+\beta_4 SIZE_{i,t}+\beta_5 MB_{i,t}$$
$$+\beta_6 LEV_{i,t}+\beta_7 RDAD_{i,t}+\beta_8 CFO_{i,t}$$
$$+\beta_9 GROWTH_{i,t}+\beta_{10} ZSCORE_{i,t}$$
$$+\beta_{11} AGE_{i,t}+\beta_{12} BIG4_{i,t}$$
$$+\beta_{13} IndustryFE_{i,t}+\beta_{14} YearFE_{i,t}$$
$$+\epsilon_{i,t} \qquad \langle\text{Equation 5}\rangle$$

- $CONS_{i,t}$: Khan and Watts(2009)에 의한 기업-연도별로 측정한 악재에 대한 적시성 계수값(C-score);
- $ESGBN_{i,t}$: 부정적인 ESG 뉴스가 발생한 경우는 1, 그렇지 않으면 0;
- $STEWARD_t$: 국내에 스튜어드십 코드가 도입된 2016년 이후이면 1, 그렇지 않으면 0;
- $SIZE_{i,t}$: 총매출의 자연로그 값;
- $MB_{i,t}$: 총자본 장부가치 대비 시장가치 비율;
- $LEV_{i,t}$: 총자본 대비 총부채의 비율;
- $RDAD_{i,t}$: (연구개발비+광고선전비)/총매출;
- $CFO_{i,t}$: 영업현금흐름/총자산;
- $GROWTH_{i,t}$: 매출 증가율;
- $ZSCORE_{i,t}$: Altman(1968)에 의한 Z-score;
- $AGE_{i,t}$: 기업 설립 연수;
- $BIG4_{i,t}$: Big 4 감사인이 감사한 경우는 1, 그렇지 않으면 0.

재무보고의 질에 영향을 미칠 수 있는 통제변수로는 기업의 규모(*SIZE*), 장부가치 대비 시장가치 비율(*MB*), 레버리지 비율(*LEV*), 연구개발비와 광고선전비 비율(*RDAD*), 영업현금흐름(*CFO*), 매출 성장률(*GROWTH*), Altman(1968)의 Z-score (*ZSCORE*), 그리고 설립 연수(*AGE*), big 4 감사인 여부(*BIG4*)를 모형에 포함하였다. 규모가 큰 기업은 이익과 손실 인식의 비대칭성이 낮고(Givoly et al, 2007), 조건부 보수주의는 비조건부 보수주의의 누적된 크기의 영향을 받는다는 선행연구의 발견에 따라(Beaver & Ryan, 2005), 규모(*SIZE)* 변수와 장부가치 대비 시장가치 비율(*MB)* 변수를 통제하였다. 또한, 레버리지 비율이 높은 기업의 경우 보수적 회계처리를 할 가능성이 높고(Watts, 2003a), 연구 개발비 및 광고선전비는 회계 기준에서 규정하고 있는 대표적인 비조건부 보수주의의 예로서, 조건부 보수주의에 영향을 미칠 수 있기 때문에 총자산 대비 총부채의 비율을 나타내는 *LEV* 변수와 총 매출 대비 연구개발비와 광고선전비의 비율을 나타내는 *RDAD* 변수를 모형에 추가하였다. 또한, 기업의 성장성 및 수익성을 통제하기 위해 영업현금흐름을 나타내는 *CFO* 변수와 매출 성장률을 나타내는 *GROWTH* 변수를 추가하였으며, 재무적인 곤경에 처한 기업은 주주와 채권자들의 조건부 보수주의에 대한 수요가 증가하기 때문에, Altman(1968)에 의한 Z-score를 통제하였다. 신생 기업의 경우에는 높은 불확실성으로 인해 보수적인 회계처리를 할 가능성이 높으므로(Khan & Watts, 2009), 기업의 설립 연수를 나타내는 *AGE* 변수를 모형에 추가하였다. 그 밖에 재무보고의 질에 영향을 미칠 수 있는 감사인 효과를 통제하기 위해 *BIG4* 변수를 포함하였다.

스튜어드십 코드 도입 이후 부정적인 ESG 평판에 대한 기관투자자의 거버넌스가 부정적인 ESG 뉴스와 조건부 보수주의 간의 음(-)의 상관관계를 약화시키는지를 분석한 가설 3의 연구모형은 다음의 〈Equation 6〉과 같이 설정하였다. 기관투자자의 정의

와 기준은 다양하게 사용되고 있는데, 경제협력개발기구(Organization for Economic Cooperation and Development: OECD)는 기관투자자를 보험회사, 연금펀드, 투자회사(뮤추얼펀드 등) 및 기타(기부금펀드, 사적투자조합 등)의 4가지 유형으로 분류한 반면, 한국은 법인세법 시행령 제23조의 3 제1항에서 증권회사, 보험회사, 투자신탁회사, 은행, 투자금융회사, 종합금융회사, 상호신용금고, 정부관리기금, 민간기금 및 각종공제회를 기관투자자로 정의하고 있다(Lee & Lee, 2016). Lee & Lee(2016)에 따르면, 대부분의 국가에서 5% 지분율을 지배권에 영향을 미칠 수 있는 상당한 지분을 정의하는데 사용하고 있으며, 이 지분을 초과하면 주주로서 중요한 권리와 의무를 지니게 된다고 하였다. 따라서, 본 연구에서는 매년 공시되는 사업 보고서의 "주주에 관한 사항"에 보고되는 5% 이상 주주 중 관계회사를 제외한, 외부의 재무적 투자자만을 기관투자자로 정의하였고, *INS* 변수는 이들의 지분율을 반영한다.

$$\begin{aligned} CONS_{i,t} = {} & \beta_0 + \beta_1 ESGBN_{i,t} + \beta_2 INS_{i,t} \\ & + \beta_3 ESGBN_{i,t} * INS_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} \\ & + \beta_5 MB_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 RDAD_{i,t} \\ & + \beta_8 CFO_{i,t} + \beta_9 GROWTH_{i,t} \\ & + \beta_{10} ZSCORE_{i,t} + \beta_{11} AGE_{i,t} \\ & + \beta_{12} BIG4_{i,t} + \beta_{13} IndustryFE_{i,t} \\ & + \beta_{14} YearFE_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned}$$ 〈Equation 6〉

- $INS_{i,t}$: 사업보고서에 공시된 5% 이상 주주 중 관계회사를 제외한 기관투자자 지분율;
- 기타 변수는 〈Equation 4〉와 동일.

가설 2에서 밝힌, 스튜어드십 코드가 도입된 이후 부정적인 ESG 평판을 얻은 기업의 보수적 재무보고 성향이 가설 3의 예측대로 기관투자자의 감독감시에 의해 강화되는지를 분석하기 위해 스튜어드십 코드가 도입된 2016년 이전 및 이후의 표본을 대상으로 〈Equation 6〉에 의한 회귀분석을 각각 수행하였다. 만일 〈Equation 6〉에 의한 회귀분석을 수행한 결과, 스튜어드십 코드 도입 이후의 표본에서 *ESGBN* 변수와 *INS* 변수의 교호항의 계수값(β_3)이 유의한 양의 값을 나타낸다면, 이는 스튜어드십 코드 도입 이후 부정적인 ESG 뉴스가 발생한 기업 중 기관투자자의 지분율이 높을수록 부정적인 ESG 뉴스와 조건부 보수주의 재무보고 성향 간의 음(-)의 상관관계가 약화된다는 가설 3를 지지하는 결과이다.

3.3 표본의 선정

본 연구에서는 2012년부터 2019년까지의 기간 동안 유가증권 시장 및 코스닥 시장에 상장된 기업을 대상으로 다음의 조건을 만족하는 기업을 표본으로 선정하였다. 표본 기간은 재무 데이터의 비교가능성을 위해 우리나라에 IFRS가 도입된 시점이 2011년인 점을 감안하여 선정되었다.

(1) 금융, 보험업을 영위하지 않는 기업
(2) TS-2000에서 감사 데이터의 입수가 가능한 기업
(3) FnGuide를 통해 재무 데이터의 입수가 가능한 기업
(4) KIS-Value를 통해 주가 데이터의 입수가 가능한 기업
(5) 결산월이 12월인 기업

금융, 보험업종의 경우 영업의 성격 및 계정과목의 성격이 타 업종과 상이하기 때문에 비교 가능성을 제고하기 위해 표본에서 제외하였다. 최종 표본은 2012년부터 2019년까지의 총 10,374 기업-년 표본으로, 〈Table 2〉에 요약된 바와 같다. 〈Table 3〉은 표본

〈Table 2〉 표본 선정 과정

표본 선정 기준	기업-년 표본수
2012년부터 2019년까지 감사 데이터의 입수가 가능한 기업	15,815
차감: 금융 및 보험업에 속하는 기업	(48)
차감: 그 외 변수를 측정할 수 없는 기업	(5,393)
Total	10,374

〈Table 3〉 표본 기업의 산업별 분포

산업의 구분	기업-년 표본수
제조업	6,746
정보통신업	1,126
도매 및 소매업	940
전문, 과학 및 기술 서비스업	594
건설업	364
운수 및 창고업	182
사업시설 관리, 사업 지원 및 임대 서비스업	112
전기, 가스, 증기 및 공기조절 공급업	88
교육 서비스업	56
수도, 하수 및 폐기물 처리, 원료 재생업	40
예술, 스포츠 및 여가관련 서비스업	40
농업, 임업 및 어업	32
숙박 및 음식점업	24
광업	16
기타	14
합계	10,374

기업의 산업별 분포를 보여준다. 산업의 구분은 통계청 한국표준산업분류 10차 대분류 기준에 따라 보고하고 있으며, 총 16개의 산업군이 최종 표본으로 선정되었다.

Ⅳ. 실증분석

4.1 기술 통계량

〈Table 4〉는 실증분석에 사용된 변수들의 기술 통계량을 보여준다. 연속 변수의 경우 극단치의 영향을 배제하기 위해, 상, 하위 1% 초과값은 1% 값으로 조정(winsorizing)하였다. 재무보고의 질에 대한 대용치로 사용된 *CONS* 변수의 평균(중위수)은 전체 표본(가설1, 2)에서는 0.235(0.029), 스튜어드십 코드 도입 이후의 기간(가설3)에서는 0.088(-0.001)인 것으로 나타나, 코드 도입 이후 조건부 보수주의 성향은 전반적으로 약화되는 경향을 보여주고 있다. 관심변수인 부정적인 ESG 뉴스가 발생한 기업/년 표본인 경우 1을 나타내는 *ESGBN* 변수의 평균은 전체 표본에서 0.033, 코드 도입 이후의 기간에서는 0.028로 나타나, 코드 도입 이후 부정적인 ESG 뉴

〈Table 4〉 기술통계량

변수명	표본수	평균	표준편차	중위수	최소값	최대값
가설 1, 2						
CONS	10.374	0.235	2.037	0.029	-26.490	6.842
ESGBN	10.374	0.033	0.179	0	0	1
STEWARD	10.374	0.497	0.5	0	0	1
SIZE	10.374	19.036	1.635	18.850	15.548	24.053
MB	10.374	1.538	1.632	1.027	0.161	13.17
LEV	10.374	1.119	1.260	0.758	0.051	9.672
RDAD	10.374	0.027	0.046	0.008	0.000	0.344
CFO	10.374	0.044	0.081	0.046	-0.248	0.301
GROWTH	10.374	0.065	0.307	0.029	-0.658	1.955
ZSCORE	10.374	3.462	3.405	2.521	-0.941	27.679
AGE	10.374	32.031	15.799	29	3	73
BIG4	10.374	0.502	0.500	1	0	1
가설 3 (*only for STEWARD* =1)						
CONS	5,157	0.088	0.355	-0.001	-0.401	2.428
ESGBN	5,157	0.028	0.166	0	0	1
INS	5,157	3.817	7.228	0	0	31.43
SIZE	5,157	19.089	1.633	18.918	15.699	23.988
MB	5,157	1.586	1.740	1.039	0.168	13.17
LEV	5,157	1.056	1.148	0.734	0.051	8.287
RDAD	5,157	0.028	0.050	0.008	0.000	0.344
CFO	5,157	0.040	0.079	0.043	-0.234	0.262
GROWTH	5,157	0.071	0.310	0.033	-0.634	1.944
ZSCORE	5,157	3.581	3.658	2.533	-0.941	27.679
AGE	5,157	34.026	15.679	31	7	73
BIG4	5,157	0.459	0.498	0	0	1

· *CONS*: Khan and Watts(2009)에 의한 기업-연도별로 측정한 악재에 대한 적시성 계수값(C-score);
· *ESGBN*: 부정적인 ESG 뉴스가 발생한 경우는 1, 그렇지 않으면 0;
· *STEWARD*: 회계연도가 국내에 스튜어드십 코드가 도입된 2016년 이후이면 1, 그렇지 않으면 0;
· *SIZE*: 총매출의 자연로그 값;
· *MB*: 총자본 장부가치 대비 시장가치 비율;
· *LEV*: 총자본 대비 총부채의 비율;
· *RDAD*: (연구개발비+광고선전비)/총매출;
· *CFO*: 영업현금흐름/총자산;
· *GROWTH*: 매출 증가율;
· *ZSCORE*: Altman(1968)의 Z-score를 Zhang(2012)의 변환방식으로 측정한 Z-score;
· *AGE*: 기업 설립 연수;
· *BIG4*: Big 4 감사인이 감사한 경우는 1, 그렇지 않으면 0;
· *INS*: 사업보고서에 공시된 5% 이상 주주 중 관계회사를 제외한 기관투자자 지분율.

스의 발생 확률이 0.5% 감소하였음을 알 수 있다. 스튜어드십 코드 도입 이후의 기간을 분석한 가설 3의 검증에서 기관투자자 지분율(*INS*)은 평균(중위수)이 3.817(0)로, 기관투자자는 표본 기업에서 평균 3.82%의 지분을 보유하고 있는 것으로 나타났다.

전체 표본을 기준으로 통제변수에서는 총매출의 자연로그값으로 측정한 규모(*SIZE*) 변수의 평균(중위수)은 19.04(18.85), 전체 표본의 매출 평균(중위수)은 1,858억원(1,536억원)이며, 자기자본의 장부가치 대비 시장가치 비율을 나타내는 *MB* 변수의 평균(중위수)은 1.54(1.03)이다. 자기자본 대비 타인자본의 비율을 나타내는 레버리지 비율의 평균(중위수)은 1.12(0.76)이며, 총 매출에서 연구개발비 및 광고선전비가 차지하는 비율을 나타내는 *RDAD* 변수의 평균(중위수)은 2.7%(0.8%), 총자산 대비 영업현금흐름의 비율 평균(중위수)은 4.4%(4.6%)인 것으로 나타났다. 또한, 표본 기업들은 평균 6.5%의 매출성장률을 기록하였으며, Altman(1968)의 Z-score를 Zhang(2012)의 변환방식에 따라 측정한 Z-score의 평균(중위수)은 3.46(2.52)으로 나타났다.[8] 평균 설립 연수는 32.03년이었고, 표본의 50.2%가 big 4 감사인으로부터 감사를 받았음을 알 수 있다.

4.2 상관관계 분석

〈Table 5〉는 주요 변수들에 대한 피어슨 및 스피어만 상관계수를 보고하고 있다. 대각선을 중심으로 왼쪽 아래는 피어슨 상관계수를, 오른쪽 위는 스피어만 상관계수를 보여준다. 부정적인 ESG 뉴스가 발생한 경우 1을 나타내는 *ESGBN* 변수는 조건부 보수주의를 나타내는 *CONS* 변수와 스피어만 상관계수에서 통계적으로 유의한 양의 상관관계를 나타내고 있다.[9] 또한, 스튜어드십 코드 도입 이후의 기간을 나타내는 *STEWARD* 변수와 *ESGBN* 변수는 통계적으로 유의한 음의 상관관계를 보여, 스튜어드십 도입 이후 기간동안 부정적인 ESG 뉴스가 평균적으로 적게 발생하였음을 유추할 수 있다. 반면, 기관투자자의 지분율을 나타내는 *INS* 변수는 *CONS* 변수와 통계적으로 유의한 음의 상관관계를 나타냄에 따라 기관투자자의 높은 지분율이 보수적 재무보고를 반드시 보장하는 것은 아님을 알 수 있다. 이러한 단변량 분석의 결과는 1986년과 2003년까지의 표본을 대상으로 기관투자자 지분율과 보수주의간 유의하지 않은 관계를 보고한 국내 선행연구(Kim & Bae, 2006) 결과와 일치한다.

관심 변수인 *ESGBN* 변수와 다른 통제 변수들 간의 관계를 살펴보면, *ESGBN* 변수는 사이즈(*SIZE*), 레버리지 비율(*LEV*), 영업현금흐름의 비율(*CFO*), 기업 설립연수(*AGE*) 및 big 4 감사인 변수(*BIG4*)와 통계적으로 유의한 양의 상관 관계를 보이는 반면, 장부가치 대비 시장가치 비율(*MB*) 및 재무적 파산위험을 측정하는 Z-score(*ZSCORE*)와는 통계적으로 유의한 음의 상관관계를 보이는 것으로 나타났다. 기관투자자의 지분율을 나타내는 *INS* 변수는 *SIZE* 변수, *AGE* 변수와 통계적으로 유의한 양의 상관관계를 보이며, *CFO* 변수, *BIG4* 변수와는 통계적으로 유의한 음의 상관관계를 보임을 알 수 있다.

8) Z-score의 값이 3.0보다 크면 일반적으로 회사의 재정이 안전하다고 판단하며, 1.8과 3.0 사이에 있으면 단기간(약 2년)내 파산가능성이 존재하고, 1.8 이하인 경우에는 파산가능성이 매우 높다고 본다(Park et al, 2015).

9) *CONS* 변수와 *ESGBN* 변수간 편상관계수(partial correlation)는 (-)0.0161로, 10% 유의수준에서 음(-)의 상관관계를 보이는 것으로 나타났다.

〈Table 5〉 변수간 상관관계 분석

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
(1) *CONS*		0.140***	-0.136***	-0.046***	0.443***	-0.152***	0.245***	-0.048***	0.073***	0.035***	-0.185***	0.124***	0.242***
(2) *ESGBN*	0.018		-0.026***	-0.007	0.226***	-0.053***	0.102***	-0.003	0.015	-0.013	-0.092***	0.100***	0.128***
(3) *STEWARD*	-0.072***	-0.026***		0.412***	0.037***	0.012	-0.046***	0.020**	-0.050***	0.029***	0.014	0.136***	-0.085***
(4) *INS*	-0.023**	-0.005	0.351***		0.029***	0.004	-0.008	0.003	-0.024***	0.012	0.001	0.076***	-0.017*
(5) *SIZE*	0.128***	0.294***	0.032***	0.025**		-0.351***	0.337***	-0.204***	0.218***	0.103***	-0.194***	0.308***	0.413***
(6) *MB*	-0.231***	-0.026***	0.029***	0.004	-0.266***		-0.005	0.316***	0.018***	0.138***	0.342***	-0.278***	-0.091***
(7) *LEV*	0.028***	0.107***	-0.050***	-0.024**	0.249***	0.084***		-0.147***	-0.175***	0.038***	-0.763***	0.095***	0.105***
(8) *RDAD*	-0.089***	-0.018*	0.038***	-0.003	-0.244***	0.323***	-0.139***		-0.046***	0.026***	0.165***	-0.232***	0.012
(9) *CFO*	-0.003	0.021**	-0.053***	-0.021**	0.219***	-0.083***	-0.137***	-0.118***		0.126***	0.265***	-0.035***	0.104***
10) *GROWTH*	-0.019**	-0.023**	0.020**	-0.001	0.044***	0.079***	0.005	-0.028***	0.092***		0.093***	-0.029***	0.008
(11) *ZSCORE*	-0.142***	-0.058***	0.035***	0.023**	-0.243***	0.428***	-0.408***	0.270***	0.154***	0.047***		-0.133***	-0.054***
(12) *AGE*	0.086***	0.115***	0.126***	0.059***	0.306***	-0.175***	0.089***	-0.180***	-0.013	-0.041***	-0.139***		0.054***
(13) *BIG4*	0.060***	0.128***	-0.085***	-0.018*	0.424***	-0.092***	0.089***	0.003	0.107***	-0.027***	-0.077***	0.075***	

1) 변수의 정의는 〈Table 4〉 참조.
2) *, **, *** 는 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미.

4.3 회귀분석 결과

4.3.1 부정적 ESG 평판과 조건부 보수주의의 관계 및 스튜어드십 코드 도입의 영향

〈Table 6〉은 부정적인 ESG 뉴스와 기업의 조건부 보수주의 재무보고 성향 간의 관계가 스튜어드십 코드 도입 이전과 이후에 차별적으로 나타나는지를 검증한 가설 1과 2의 실증분석 결과를 나타낸다. (1) 열은 *ESGBN* 변수와 *STEWARD* 변수의 교호항을 포함하기 전의 회귀분석 결과를 나타내며, (2) 열은 *ESGBN* 변수와 *STEWARD* 변수의 교호항을 포함한 모형의 결과를 보여준다. 부정적인 ESG 뉴스가 발생한 기업-년 표본을 의미하는 *ESGBN* 변수의 계수값은 (1) 열에서 (-)0.198(10% 유의수준), (2) 열에서 (-)0.293(5% 유의수준)으로 나타나, 부정적인 ESG 뉴스로 인해 기업의 평판이 하락한 경우 경영자가 이익을 높여 보고하려는 유인이 높아져 조건부 보수주의 보고 성향이 감소할 것이라는 가설 1의 예측을 지지하고 있다. 한편, 스튜어드십 코드가 도입된 2016년 이후의 기간을 나타내는 *STEWARD* 변수의 계수값은 1% 수준에서 통계적으로 유의한 음의 값으로 나타나, 스튜어드십 코드가 도입된 이후 전체 표본기업의 재무보고에 있어서는 조건부 보수주의 성향이 전반적으로 감소하였음을 알 수 있다. 이러한 결과는 스튜어드십 코드가 주주-대리인 문제에 있어서 지배구조 역할을 대체하기 때문에 대리인 문제를 경감시켜, 조건부 보수주의에 대한 투자자들의 수요가 상대적으로 감소하였다고 해석할 수 있다(Lee et al, 2022).

한편, (2) 열에서 *STEWARD* 변수와 *ESGBN* 변수의 교호항의 계수값은 (+)0.369(10% 유의수준)로, 스튜어드십 코드 도입 이후 부정적인 ESG 뉴스와 조건부 보수주의 재무보고 성향 간의 음의 상관관계가 약화된다는 가설2를 지지하고 있다. 즉, 부정적인 ESG 뉴스가 발생한 기업의 재무보고에 있어 조건부 보수주의는 약화되는 경향이 있지만, 스튜어드십 코드가 도입된 이후에는 ESG 위험이 증가한 기업에서는 이러한 경향이 완화됨을 알 수 있다. 이는 스튜어드십 코드의 도입 후 조건부 보수주의에 대한 전반적인 수요는 상대적으로 감소하였지만, 코드에서 중시하는 지속가능성장에 대한 이해관계자들의 감시기능이 강화됨에 따라, 부정적인 ESG 위험이 발생한 기업에 대해서는 주주들이 여전히 보수적인 재무보고를 요구하고 있음을 나타낸다.

기업의 특성과 관련된 통제변수의 결과에서는 기업의 매출 규모가 크고, 총자본의 장부가치 대비 시장가치 비율이 낮고, 영업현금흐름이 작고, 재무적 안정성이 낮을수록 조건부 보수주의 성향이 높은 것으로 나타났다. 또한, VIF(variance inflation factor)를 통해 주요 변수들 간의 다중 공선성(multicollinearity)을 확인한 결과 최대 VIF 값은 5 이하로, 독립 변수들간 다중공선성이 실증결과에 유의한 영향을 미치지 않음을 확인하였다.

4.3.2 스튜어드십 코드 도입 이후 ESG 위험에 대한 기관투자자의 감시기능

〈Table 7〉은 스튜어드십 코드가 도입된 2016년 이전과 이후의 기간을 대상으로, 부정적인 ESG 평판과 조건부 보수주의 간의 관계가 기관투자자의 지분율이 높을수록 더욱 강화되는지를 밝히는 가설 3의 회귀분석 결과를 비교하여 보고하고 있다. *ESGBN* 변수의 계수값은 스튜어드십 코드가 도입되기 이전의 기간((1) 열)에서는 5% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 나타낸 반면, 스튜어드십 코드가 도입된 이후

〈Table 6〉 스튜어드십 코드 도입 전/후의 조건부 보수주의와 부정적인 ESG 평판의 관계

	Dep Var. = *CONS*	
	(1) Coefficient (t-stat)	(2) Coefficient (t-stat)
Intercept	-0.783** (-2.54)	-0.147 (-0.48)
ESGBN	**-0.198*** **(-1.75)**	**-0.293**** **(-2.01)**
ESGBN * STEWARD		**0.369*** **(1.72)**
STEWARD	**-1.381***** **(-17.76)**	**-1.351***** **(-17.49)**
SIZE	0.124*** (7.95)	0.089*** (5.70)
MB	-0.013*** (-3.53)	-0.231*** (-15.70)
LEV	-0.088*** (-5.04)	0.004 (0.23)
RDAD	-0.811* (-1.77)	0.515 (1.12)
CFO	-0.495* (-1.92)	-0.766*** (-2.99)
GROWTH	-0.152** (-2.40)	-0.065 (-1.03)
ZSCORE	-0.065*** (-9.92)	-0.018** (-2.44)
AGE	0.007*** (5.05)	0.006*** (4.23)
BIG4	0.010 (0.23)	0.004 (0.10)
Industry FE	*Included*	*Included*
Year FE	*Included*	*Included*
Adj R^2	0.086	0.106
N	10,374	10,374

〈Table 6〉은 스튜어드십 코드 도입 전/후의 부정적인 ESG 평판과 조건부 보수주의 간의 관계를 밝히는 Eq.(4)와 Eq.(5)에 의한 회귀분석 결과를 보여주고 있다.

$$CONS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESGBN_{i,t} + \beta_2 STEWARD_t + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 MB_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 RDAD_{i,t} + \beta_7 CFO_{i,t} + \beta_8 GROWTH_{i,t} + \beta_9 ZSCORE_{i,t} + \beta_{10} AGE_{i,t} + \beta_{11} BIG4_{i,t} + \beta_{12} IndustryFE_{i,t} + \beta_{13} YearFE_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad \text{〈Equation 4〉}$$

$$CONS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESGBN_{i,t} + \beta_2 ESGBN_{i,t} * STEWARD_t + \beta_3 STEWARD_t + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 MB_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 RDAD_{i,t} + \beta_8 CFO_{i,t} + \beta_9 GROWTH_{i,t} + \beta_{10} ZSCORE_{i,t} + \beta_{11} AGE_{i,t} + \beta_{12} BIG4_{i,t} + \beta_{13} IndustryFE_{i,t} + \beta_{14} YearFE_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad \text{〈Equation 5〉}$$

1) 모든 변수의 정의는 〈Table 4〉를 참조
2) 연속 변수의 경우 상/하위 1% 초과값은 1% 값으로 조정
3) 괄호 안의 값은 통계적 유의성을 나타내는 t값 의미
4) *, **, *** 는 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미

〈Table 7〉 스튜어드십 코드 도입 전/후의 기관투자자의 지분율에 따른 조건부 보수주의와 부정적인 ESG 평판의 관계

	Dep Var. = *CONS*	
	(1) Before Stewardship Code Coefficient (t-stat)	(2) After Stewardship Code Coefficient (t-stat)
Intercept	0.905 (1.64)	-2.611*** (-59.72)
ESGBN	**-0.508**** **(-2.30)**	**0.060***** **(3.23)**
INS	0.002 (0.36)	0.000 (0.39)
ESGBN * INS	**0.012** **(0.56)**	**0.004*** **(1.86)**
SIZE	0.071** (2.49)	0.137*** (61.77)
MB	-0.663*** (-23.16)	0.117*** (59.54)
LEV	-0.012 (-0.40)	-0.008*** (-2.77)
RDAD	-1.922** (-2.06)	0.515*** (8.69)
CFO	-1.180** (-2.57)	-0.073** (-1.98)
GROWTH	0.030 (0.26)	-0.031*** (-3.60)
ZSCORE	-0.054*** (-3.72)	0.001 (1.16)
AGE	0.007*** (2.73)	0.000*** (2.58)
BIG4	0.038 (0.49)	0.003 (0.43)
Industry FE	*Included*	*Included*
Year FE	*Included*	*Included*
Adj R^2	0.2069	0.7226
N	5,217	5,157

〈Table 7〉은 스튜어드십 코드 도입 전/후의 기관투자자의 지분율에 따른 부정적인 ESG 평판과 조건부 보수주의 간의 관계를 밝히는 Eq.(6)에 의한 회귀분석 결과를 보여주고 있다.

$$\begin{aligned} CONS_{i,t} = {} & \beta_0 + \beta_1 ESGBN_{i,t} + \beta_2 INS_{i,t} + \beta_3 ESGBN_{i,t} * INS_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 MB_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} \\ & + \beta_7 RDAD_{i,t} + \beta_8 CFO_{i,t} + \beta_9 GROWTH_{i,t} + \beta_{10} ZSCORE_{i,t} + \beta_{11} AGE_{i,t} \\ & + \beta_{12} BIG4_{i,t} + \beta_{13} IndustryFE_{i,t} + \beta_{14} YearFE_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned}$$ 〈Equation 6〉

1) 모든 변수의 정의는 〈Table 4〉를 참조
2) 연속 변수의 경우 상/하위 1% 초과값은 1% 값으로 조정
3) 괄호 안의 값은 통계적 유의성을 나타내는 t값 의미
4) *, **, *** 는 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미

의 기간((2) 열)에서는 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타내어, 스튜어드십 코드 도입 이후 부정적인 ESG 평판과 조건부 보수주의간 음의 상관관계가 약화될 것이라는 가설 2를 지지하는 결과를 보여주고 있다. 한편, 주요 관심변수인 *ESGBN* 변수와 기관투자자 지분율을 의미하는 *INS* 변수 교호항의 계수값은 스튜어드십 코드 도입 이후의 기간에서만 0.004로, 10% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타내고 있다. 이러한 결과는 스튜어드십 코드가 도입된 2016년 이후, 기관투자자의 지분율이 높을수록 부정적인 ESG 평판과 조건부 보수주의 재무보고 성향 간의 음(-)의 상관관계가 더욱 약화되는 경향이 있음을 의미하여 가설3을 지지하는 결과를 보여주고 있다. 즉, 스튜어드십 코드 도입으로 부정적인 뉴스가 야기할 수 있는 예상 손실을 재무보고 과정에 투명하게 반영하고 외부의 투자자들에게 적극적으로 해명하도록 유도하는 기관투자자의 역할이 강화되었고, 특히, ESG와 관련된 위험이 존재하는 기업에 대해 기관투자자들은 조건부 보수주의를 더욱 강하게 요구하고 있음을 알 수 있다.

가설 1, 2와 3의 연구 결과를 요약하면, 부정적인 ESG 평판은 경영자의 기회주의적 인센티브를 증가시키고 조건부 보수주의를 채택하고자 하는 인센티브를 감소시키지만, 스튜어드십 코드 도입 이후 강화된 기관투자자의 감시기능은 경영자로 하여금 보수적인 재무보고를 하도록 유도하고, 이러한 관계는 기관투자자가 실질적인 지배력을 보유한 경우 더 강화됨을 의미한다.

Ⅴ. 엔트로피 밸런싱(entropy balancing)을 이용한 강건성 분석

미디어에 보도된 뉴스를 이용한 분석은 뉴스가 발생한 기업의 관찰되지 않은 다른 특성에 의한 선택편의를 배제하기 어렵기 때문에, 기본분석에서 도출한 결과의 강건성을 확인하기 위해 엔트로피 밸런싱(entropy balancing)을 이용하여 〈Equation 5〉에 의한 회귀분석을 재수행했다. 엔트로피 밸런싱은 처

〈Table 8〉 스튜어드십 코드 도입 이후 조건부 보수주의와 부정적인 ESG 평판의 관계: 엔트로피 밸런싱을 이용한 분석

Panel A: 엔트로피 밸런싱 전/후 기업 특성의 차이

Control Variables	Before Entropy Balancing				After Entropy Balancing			
	ESGBN=1		*ESGBN*=0		*ESGBN*=1		*ESGBN*=0	
	Mean	Variance	Mean	Variance	Mean	Variance	Mean	Variance
SIZE	21.64	3.29	18.95	2.42	21.64	3.29	21.64	3.29
MB	1.31	2.75	1.55	2.66	1.31	2.75	1.31	2.75
LEV	1.85	3.64	1.09	1.50	1.85	3.64	1.85	3.64
RDAD	0.02	0.00	0.03	0.00	0.02	0.00	0.02	0.00
CFO	0.05	0.00	0.04	0.01	0.05	0.00	0.05	0.00
GROWTH	0.03	0.04	0.07	0.10	0.03	0.04	0.03	0.04
ZSCORE	2.40	8.61	3.50	11.66	2.40	8.61	2.40	8.58
AGE	41.83	342.90	31.70	243.10	41.83	342.90	41.83	343.00
BIG4	0.85	0.13	0.49	0.25	0.85	0.13	0.85	0.13

〈Table 8〉 스튜어드십 코드 도입 이후 조건부 보수주의와 부정적인 ESG 평판의 관계: 엔트로피 밸런싱을 이용한 분석 (계속)

Panel B: 엔트로피 밸런싱을 이용한 가설 2의 분석

	Dep Var.= *CONS*			
	(1) Before Entropy Balancing		(2) After Entropy Balancing	
	Coefficient (t-stat)		Coefficient (t-stat)	
Intercept	-0.147	-9.832***	-1.881***	-2.837
	(-0.48)	(-6.30)	(-6.49)	(-1.63)
ESGBN	**-0.293****	**-0.358****	**-0.283*****	**-0.264*****
	(-2.01)	**(-2.13)**	**(-4.92)**	**(-4.34)**
ESGBN * STEWARD	**0.369***	**0.436***	**0.414*****	**0.344*****
	(1.72)	**(1.89)**	**(5.17)**	**(4.45)**
STEWARD	**-1.351*****	**-1.431*****	**-1.18*****	**-1.280*****
	(-17.49)	**(-10.37)**	**(-13.03)**	**(-12.24)**
SIZE	0.089***	0.589***	0.151***	0.283***
	(5.70)	(9.08)	(11.29)	(3.52)
MB	-0.231***	-0.115***	-0.291***	-0.529***
	(-15.70)	(-5.07)	(-17.91)	(-21.65)
LEV	0.004	-0.137***	-0.018	-0.060***
	(0.23)	(-4.50)	(-1.41)	(-2.85)
RDAD	0.515	7.492***	6.450***	10.04***
	(1.12)	(7.71)	(10.70)	(5.15)
CFO	-0.766***	-0.682**	-0.309	-0.945**
	(-2.99)	(-2.10)	(-0.97)	(-2.33)
GROWTH	-0.065	-0.182**	0.739***	0.816***
	(-1.03)	(-2.49)	(7.64)	(7.85)
ZSCORE	-0.018**	-0.023**	-0.026***	0.093***
	(-2.44)	(-1.98)	(-2.76)	(4.26)
AGE	0.006***	-0.003	-0.002	-0.043***
	(4.23)	(-0.18)	(-1.41)	(-4.59)
BIG4	0.004	0.160*	-0.488***	-0.609***
	(0.10)	(1.91)	(-7.76)	(-5.71)
Industry FE	*Included*	*Included*	*Included*	*Included*
Year FE	*Included*	*Included*	*Included*	*Included*
Firm FE	*Not Included*	*Included*	*Not Included*	*Included*
Adj R^2	0.106	0.063	0.116	0.375
N	10,374	10,374	10,374	10,374

〈Table 8〉은 엔트로피 밸런싱 표본을 이용하여 스튜어드십 코드 도입 이후 부정적인 ESG 평판과 조건부 보수주의 간의 관계를 밝히는 Eq.(5)에 의한 회귀분석 결과를 보여주고 있다. 패널 A는 엔트로피 밸런싱 전/후의 통제변수들간 평균 및 분산 차이를 보고하고 있으며, 패널 B는 엔트로피 밸런싱 전/후의 표본을 이용한 가설 2의 분석 결과를, 기업고정효과를 포함하지 않은 경우와 포함한 경우로 구분하여 보고하고 있다.

$$\begin{aligned} CONS_{i,t} = {} & \beta_0 + \beta_1 ESGBN_{i,t} + \beta_2 ESGBN_{i,t} * STEWARD_t + \beta_3 STEWARD_t + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 MB_{i,t} \\ & + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 RDAD_{i,t} + \beta_8 CFO_{i,t} + \beta_9 GROWTH_{i,t} + \beta_{10} ZSCORE_{i,t} + \beta_{11} AGE_{i,t} \\ & + \beta_{12} BIG4_{i,t} + \beta_{13} IndustryFE_{i,t} + \beta_{14} YearFE_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned}$$ 〈Equation 5〉

1) 모든 변수의 정의는 〈Table 4〉를 참조
2) 연속 변수의 경우 상/하위 1% 초과값은 1% 값으로 조정
3) 괄호 안의 값은 통계적 유의성을 나타내는 t값 의미
4) *, **, *** 는 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미

치 그룹(treatment group)을 통제 그룹(control group)에 매칭할 때, 표본의 손실 없이 두 그룹간 통제변수들의 평균 및 분산을 유사하게 매칭할 수 있기 때문에 성향점수매칭(PSM: propensity score matching)을 통해 두 그룹간 특성 차이를 완전히 통제하지 못하는 경우에도 적용할 수 있다는 장점을 갖는다. 본 연구에서 부정적인 ESG 뉴스가 발생한 기업-년 표본은 342개에 불과하기 때문에 엔트로피 밸런싱을 통해 부정적인 ESG 뉴스가 발생한 기업(*ESGBN*=1)을 그렇지 않은 기업(*ESGBN*=0)에 매칭하여 내생성을 통제한 이후에도 주요 결과가 지지되는지 확인하고자 한다.

〈Table 8〉의 패널 A는 부정적인 ESG 뉴스가 발생한 기업(*ESGBN*=1)을 뉴스가 발생하지 않은 기업(*ESGBN*=0)에 매칭하기 위해 사용한 통제변수들의 평균과 분산을, 엔트로피 밸런싱 이전과 이후로 비교하고 있다. 패널 A의 결과는 처치 그룹과 통제 그룹간 통제변수들의 평균 및 분산이 엔트로피 밸런싱을 통해 거의 유사해짐을 보여준다. 〈Table 8〉의 패널 B는 조건부 보수주의로 측정한 재무보고 성향이 스튜어드십 코드 도입 이후 부정적인 ESG 평판하에서 달라지는지를 검증하기 위해, 엔트로피 밸런싱을 수행하기 이전((1) 열)과 이후((2) 열)의 표본을 대상으로 〈Equation 5〉에 의한 회귀분석을 수행한 결과를, 기업 고정효과를 통제하기 전/후의 결과로 보고하고 있다. 패널 B의 (2) 열의 결과에서 보는 바와 같이, 엔트로피 밸런싱을 통해 내생성을 통제한 이후에도 스튜어드십 코드 도입 이후 부정적인 ESG 뉴스와 조건부 보수주의적 재무보고 성향 간의 음(-)의 상관관계가 약화됨을 알 수 있다. 이는 스튜어드십 코드 도입 이후 ESG의 가치를 중시하는 기관투자자의 감시기능이 강화됨에 따라 보수적인 재무보고 성향이 증가한다는 가설 2를 여전히 지지하는 결과이며, 이러한 결과는 시간에 따라 변하지 않는 기업 고유의 특성(고정효과)을 통제한 이후에도 달라지지 않았다.

Ⅵ. 결 론

본 연구는 스튜어드십 코드 도입 이후 기업의 조건부 보수주의에 의한 재무보고 성향에 부정적인 ESG 평판이 차별적인 영향을 미치는지를 고찰하고 이러한 관계가 기관투자자의 감시감독 역할에 의해 강화되는지를 밝히고자 하였다. 스튜어드십 코드는 환경, 사회, 지배구조 등 비재무적 요소를 고려하여 장기적인 주주가치 향상에 중점을 두고 있기 때문에, ESG와 관련한 부정적인 뉴스로 인해 ESG 위험이 증가한 기업에서 스튜어드십 코드의 도입으로 인한 기관투자자의 감시효과가 더욱 강하게 나타날 것이라 예측하였다.

2012년부터 2019년까지의 표본을 대상으로 한 분석 결과, 부정적인 ESG 뉴스가 발생할 경우 기업의 재무보고에 있어 조건부 보수주의 성향은 전반적으로 약화되지만, 국내에 스튜어드십 코드가 도입된 이후에는 부정적인 ESG 뉴스와 조건부 보수주의 재무보고 성향간 음의 상관관계가 약화되는 것으로 나타났다. 이는 코드 도입 이후 부정적인 ESG 뉴스에 이해관계자들이 보다 민감하게 반응함에 따라, 부정적인 ESG 뉴스가 야기할 잠재적 손실을 경영자가 재무보고에 보다 적극적으로 반영하고 있음을 시사한다. 또한, 이러한 재무보고 성향은 기관투자자 지분율이 높을수록 더욱 강화되는 것으로 나타나, 기관투자자는 재무적인 성과 외에 비재무적인 ESG 이슈에 관계된 잠재적인 위험에 보다 주의를 기울이고 있으며, 기관

투자자가 실질적인 지배력을 보유한 경우 조건부 보수주의에 대한 수요가 더욱 증가함을 알 수 있다.

본 연구는 미디어에 보도된 ESG와 관련된 부정적인 뉴스를 분석대상으로 하여 회사가 통제하지 못하는 외생적 ESG 위험이 기업의 재무보고 성향에 미치는 영향을 분석하였다는 점에서 공헌점이 있다. 특히, 기관투자자들이 ESG 위험에 보다 적극적으로 대응함으로써 재무보고의 질에 기여하는지를 검증하는 데에 유용한 토대를 제공하는 스튜어드십 코드 도입 전, 후의 재무보고 성향을 비교함으로써, 비재무적 ESG 위험이 경영자의 재무보고 의사결정에 영향을 미칠 수 있음을 밝히고자 하였다. 스튜어드십 코드에서 강조하고 있는 수탁자 책임에 ESG 위험이 영향을 미치는지에 대한 선행연구가 거의 없는 상황에, 본 연구는 스튜어드십 코드에서 규정하고 있는 환경, 사회, 지배구조 등의 비재무적 요소에 기관투자자가 적극적으로 주주권을 행사함으로써 기업의 재무보고에 영향을 미칠 수 있음을 실증하였다는 점에서 그 의의가 있다.

참고문헌

Altman, E.(1968), "Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy," *Journal of Finance,* 23(4), pp. 589-609

Appiah, B. A.(2020), "Does the severity of a client's negative environmental, social and governance reputation affect audit effort and audit quality?," *Journal of Accounting and Public Policy,* 39(3), pp.1-22

Ball, R., A. Robin, and G. Sadka(2008), "Is financial reporting quality shaped by equity markets or by debt markets? An international study of timeliness and conservatism," *Review of Accounting Studies*(13), pp.168-205.

Ball, R. and L. Shivakumar(2005), "Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness," *Journal of Accounting and Economics,* 39(1), pp.83-128.

Ball, R. and L. Shivakumar(2006), "The role of accruals in asymmetrically timely gains and loss recognition," *Journal of Accounting Research,* 44(2), pp.207-242.

Basu, S.(1997), "The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings," *Journal of Accounting and Economics,* 24(1), pp.3-37.

Basu, S.(2005), "Discussion of: "Conditional and unconditional conservatism: concepts and modeling,"" *Review of Accounting Studies,* 10(2/3), pp.311-321.

Beatty, A., J. Weber, and J. J. Yu(2008), "Conservatism and debt," *Journal of Accounting and Economics,* 45, pp.154-174.

Beaver, W. H., and S. G. Ryan(2005), "Conditional and unconditional conservatism: Concepts and modeling," *Review of Accounting Studies,* 10(2/3), pp.269-309.

Becker, C., M. DeFond, J. Jiambalvo, and K. R. Subramanyam(1998), "The effect of audit quality on earnings management," *Contemporary Accounting Research,* 15, pp.1-24.

Brav, A., W. Jiang, F. Partnoy, and R. Thomas(2008), "Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance," *Journal of Finance,* 63(4), pp.1729-1775.

Burke, J., R. Hoitash, and U. Hoistash(2019), "Auditor response to negative media coverage of client

environmental, social, and governance practice," *Accounting Horizons,* 33(3), pp.1-23.

Burke, Q. L., P. C. Chen, and G. J. Lobo(2020), "Is corporate social responsibility performance related to conditional accounting conservatism?" *Accounting Horizons,* 34(2), pp.19-40.

Bushee, B.(1998), "The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior," *The Accounting Review,* 73(3), pp.305-333.

Chatterji, A. K., D. I. Levine, and M. W. Toffel(2009), "How well do social ratings actually measure corporate social responsibility?" *Journal of Economics & Management Strategy,* 18(1), pp.125-169.

Cheffins, B.(2010), "The Stewardship Code's Achilles' Heel," *Modern Law Review,* 73(6), pp.1004-1025.

Cho, S. Y., C. Lee, and Jr. R. J. Pfeiffer(2013), "Corporate social responsibility performance and information asymmetry," *Journal of Accounting and Public Policy,* 32(1), pp. 71-83.

Chung, R., M. Firth, and J. B. Kim(2002), "Institutional monitoring and opportunistic earnings management," *Journal of Corporate Finance,* 8(1), pp.29-48.

Cui, J., H. Jo, and H. Na(2016), "Does corporate social responsibility affect information asymmetry?" *Journal of Business Ethics,* 148(3), pp.1-24.

Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney(1996), "Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC," *Contemporary Accounting Research,* 13(1), pp.1-36.

Dimson, E., O. Karakas, and X. Li(2015), "Active ownership," *The Review of Financial Studies,* 28(12), pp.3225-3268.

Gao, P.(2013), "A measurement approach to conservatism and earnings management," *Journal of Accounting and Economics,* 55(2-3), pp. 251-268.

Gillan, S., and L. Starks(2007), "The evolution of shareholder activism in the United States," *Journal of Applied Corporate Finance,* 19 (1), pp.55-73.

Givoly, D., C. K. Hayn, and A. Natarajan(2007), "Measuring reporting conservatism," *The Accounting Review,* 82(1), pp.65-106.

Godfrey, P. C., C. B. Merrill, and J. M. Hansen (2009), "The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: an empirical test of the risk management hypothesis," *Strategic Management Journal,* 30(4), pp.425-445.

Han, J., J. Kang, and S. Kang(2021), "Implications of corporate sustainability on accounting practice and policy: A literature review," *Korean Accounting Journal,* 30(5), pp.263-336.

Ho, J.(2016), "Bringing responsible ownership to the financial market of Hong Kong: How effective could it be?" *Journal of Corporate Law Studies,* 16(2), pp.437-469.

Hui, K. W., S. Klasa, and P. E. Yeung(2012), "Corporate suppliers and customers and accounting conservatism," *Journal of Accounting and Economics,* 53(1/2), pp.115-135.

Jeon, Y. S.(2003), "The association between foreign and domestic institutional ownership and earnings quality," *Korean Management Review,* 32(4), pp.1001-1032.

Jung, Y. and S. Kim(2015), "Control effects of National Pension Fund activism on firm's

earnings management," *Korean Journal of Business Administration,* 28(9), pp.2205-2239.

Kang, P. K. and J. Bark(2020), "Blockholders' Stewardship Code participation and firms' dividend payout decisions," *Korean Business Education Review,* 35(3), pp.159-179.

Khan, M., G. Serafeim, and A. Yoon(2016), "Corporate sustainability: first evidence on materiality," *The Accounting Review,* 91(6), pp.1697-1724.

Khan, M., and R. L. Watts(2009), "Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism," *Journal of Accounting and Economics,* 48(2/3), pp.132-150.

Kim, H. and H. Lim(2018), "A study on the effect of public pension fund on the introduction of Stewardship Code: Case study of National Pension Service," *Korea Corporate Governance Service,* 02, pp.1-44.

Kim, J. O. and G. S. Bae(2006), "The role of corporate characteristics to conservatism," *Korean Accounting Review,* 31(1), pp.69-96.

Kim, M.(2020), "The effect of earnings management and conditional conservatism on information asymmetry," *Tax Accounting Research,* 65, pp.257-280.

Kim, S. M., K. S. Park, and C. S. Jung(2020), "The effects of Stewardship Code on the exercise of voting rights by institutional investors at shareholders' meetings," *Korean Journal of Financial Studies,* 49(4), pp.515-543.

Kim, W. Y. and J. K. Ko(2009), "The relations of conservatism to book-tax differences and to cost of equity," *Korean Accounting Review,* 34(1), pp.27-65.

Kim, Y., M. S. Park, and B. Wier(2012), "Is earnings quality associated with corporate social responsibility?" *The Accounting Review,* 87(3), pp.761-796.

Kim Y. K. and Y. Koh(2020), "Effects of public pension funds and Stewardship Code on dividends and firm value: Evidence from National Pension Service of Korea," *Asia Pacific Business Review,* 26(4), pp.453-477.

King, A. and M. Lenox(2002), "Exploring the locus of profitable pollution reduction," *Management Science,* 48(2), pp.289-299.

Klein, A., and E. Zur(2009), "Entrepreneurial shareholder activism: Hedge funds and other private investors," *Journal of Finance,* 64(1), pp.187-229.

Kölbel, J. F., T. Busch, and L. M. Jancso(2017), "How media coverage of corporate social irresponsibility increases financial risk," *Strategic Management Journal,* 38(11), pp.2266-2284.

LaFond, R., and R. L. Watts(2008), "The information role of conservatism," *The Accounting Review,* 83(2), pp.447-478.

Lara, J. M. G., B. G. Osma, and F. Penalva(2009), "Accounting conservatism and corporate governance," *Review of Accounting Studies,* 14, pp.161-201.

Lee, B., B. Ha, and J. Hwang(2022), "The effect of ownership of National Pension Service on corporate financial reporting: Evidence from accounting conservatism," *The Journal of the Korea Contents Association,* 22(4), pp.314-323.

Lee, H. and S. W. Yoo(2022), "ESG bad news and management voluntary forecast," *Korean Accounting Review,* 47(5), pp.207-245.

Lee, S. C. and S. Lee(2016), "Institutional investors as outside blockholders and firm value,"

Korean Journal of Management Accounting Research, 16(3), pp.51-81.

Lee, S. C. and Y. Lee(2017), "An effect of institutional investors'monitoring on manager's earnings management," *Accounting Information Review,* 35(4), pp.1-30.

Lee, S. H. and J. Pae(2020), "Introduction of the Stewardship Code and the national pension fund activism in Korea," *Korean Management Review,* 49(2), pp.477-497.

Lu, C., J. Christensen, J. Hollindale, and J. Routledge (2018), "The UK Stewardship Code and investee earnings quality," *Accounting Research Journal,* 31(3), pp.388-404.

Martin, G. W., W. Thomas, and M. Wieland(2016), "S&P 500 membership and managers' supply of conservative financial reports," *Journal of Business Finance & Accounting,* 43(5/6), pp.543-571.

Mary, B., A. Klein, and E. Zur(2011), "Shareholder Class Action Suits and the Bond Market," *Working Paper.*

Matsumura, E. M., R. Prakash, and S. C. Vera-Munoz (2014), "Firm-value effects of carbon emissions and carbon disclosures," *The Accounting Review*, 89(2), pp.695-724.

Mcwilliams, A. and D. Siegel(2001), "Corporate social responsibility: a theory of the firm perspective," *Academy of Management Review,* 26(1), pp.117-127.

Nesbitt, S.(1994), "Long-term rewards from shareholder activism: A study of the "CalPERS effect"," *Journal of Applied Corporate Finance,* 6(4), pp.75-80.

Nikolaev, V.(2010), "Debt covenants and accounting conservatism," *Journal of Accounting Research,* 48(1), pp.137-175.

Park, S. H., P. K. Kang, T. S. Jung, and J. Bark (2021), "Adoption of the stewardship code by institutional investors and financial reporting quality: Focusing on earnings quality," *Korean Accounting Journal,* 30(2), pp.141-181.

Park, S. J., D. W. Kim, and J. H. Cheung(2015), "A qualitative case study on audit failure at the firm in the film investment business using bankruptcy forecasting and non financial information," *Korean Accounting Journal,* 24(3), pp.213-237.

Petrovits, C. M.(2006), "Corporate-sponsored foundations and earnings management," *Journal of Accounting and Economics,* 41(3), pp. 335-362.

Prevost, A, and R. Rao(2000), "Of what value are shareholder proposals sponsored by public pension funds?" *The Journal of Business,* 73(2), pp.177-204.

Prior, D., J. Surroca, and J. A. Tribo(2008), "Are socially responsible managers really ethical? Exploring the relationship between earnings management and corporate social responsibility," *Corporate Governance,* 16(3), pp.160-177.

Reisberg, A.(2015), "The UK Stewardship Code: On the road to nowhere?" *Journal of Corporate Law Studies,* 15(2), pp.217-253.

Roach, L.(2011), "The UK Stewardship Code," *Journal of Corporate Law Studies,* 11(2), pp.463-493.

Russo, M. V. and P. A. Fouts(1997), "A resource-based perspective on corporate environmental performance and profitability," *Academy of Management Journal,* 40(3), pp.534-559.

Sheehy, B.(2015), "Defining CSR: Problems and solutions," *Journal of Business Ethics,* 131 (3), pp.625-648.

Shim, H., J. E. Koo, and T. S. Shim(2019), "Does implementation of the Stewardship Code affect investors' judgment and decision-making on firm's negative information?" *Korean Accounting Association Conference Papers,* 2019(2), pp.1-56.

Shiu, Y. M and S. L. Yang(2017), "Does engagement in corporate social responsibility provide strategic insurance-like effects?" *Strategic Management Journal,* 38(2), pp.455-470.

Smith, M.(1996), "Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS," *Journal of Finance,* 51(1), pp.227-252.

Waddock, S. and S. Graves(1997), "The corporate social performance-financial performance link," *Strategic Management Journal,* 18(4), pp. 303-319.

Watts, R. L.(1993), "A proposal for research on conservatism," *University of Rochester,* unpublished.

Watts, R. L.(2003a), "Conservatism in accounting Part I: Explanations and implications," *Accounting Horizons,* 17(3), pp.207-221.

Watts, R. L.(2003b), "Conservatism in accounting Part II: Evidence and research opportunities," *Accounting Horizons,* 17(4), pp.287-301.

Zhang, A. (2012), "Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management," *The Accounting Review,* 87(2), pp.675-703.

• The author Hyorim Lee is a Ph.D. candidate in accounting at Korea University. She received her M.A. in economics from Yonsei University. She worked for Samil PwC as a CPA(KICPA) and the Export-Import Bank of Korea as a credit analyst. Her current research focuses on auditing, disclosure, and ESG.

• The author Wooseok Choi is a Professor of Accounting at Korea University. He Graduated from Korea University Business School, and obtained a master's degree in accounting from the University of Texas at Austin and a Doctorate in Business Administration from Michigan State University. Areas of interest include financial reporting and corporate governance.