

# Credibility Enhancing Mechanisms of ESG Reports and Capital Market Response: Combination of Corporate Governance and External Assurance\*

## ESG보고서의 신뢰성 향상 메커니즘과 자본시장 반응: 기업지배구조와 외부검증의 결합 효과

Keun-Hyo Yook(First Author)  
Busan University of Foreign Studies  
([yook@bufs.ac.kr](mailto:yook@bufs.ac.kr))

Mi-Hwa Choi(Corresponding Author)  
Busan University of Foreign Studies  
([choimh@bufs.ac.kr](mailto:choimh@bufs.ac.kr))

Su-Jeon Ryu(Co-Author)  
Pusan National University  
([soojeon@pusan.ac.kr](mailto:soojeon@pusan.ac.kr))

.....

This study examines the comprehensive effects of internal and external corporate governance mechanisms on the capital market response to corporate ESG reports. Based on a sample of 342 firm-year observations from the period 2016 - 2021, the study tested direct and bundling effects of internal governance and external assurance mechanisms on the capital market. The main empirical findings are as follows: (i) CEO duality, sustainability committee, and double assurance (third-party assurance with greenhouse gas emission certificate), have a direct and significant impact on cost of debt (negative) and Tobin\_Q (positive); (ii) there are complementarities between the CEO duality and sustainability committee, Big4 assurance and the CEO duality, Big4 assurance and double assurance, enhancing the effect of debt financing. On the other hand, CEO duality and external assurance, as well as Big4 assurance and double assurance, show positive response in the capital market (Tobin\_Q). However, the existence of a sustainability committee did not have a synergistic effect with any other variables. Finally, the combined effect of reliability enhancing mechanisms is slightly greater for companies issuing sustainability reports than for companies issuing integrated reports.

Key Words: credibility enhancing mechanism, ESG Reports, third-party assurance, corporate governance, BIG4 assurance

.....

---

Submission Date: 10. 10. 2023      Accepted Date: 11. 06. 2023

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

## 1. 서론

최근 수년 동안 기업은 기존 재무보고와 함께 기업의 사회적 책임(CSR) 보고서, 지속가능성 보고서 그리고 새로운 통합보고서와 같은 소위 비재무적 또는 ESG(환경, 사회, 지배구조) 관련 내용을 확장한 외부 보고서(Extended External Reports)를 통해 시장에 추가 정보를 제공해 오고 있다.<sup>1)</sup> ESG보고서는 조직 활동의 재무상태와 손익계산서 등의 과거 재무정보는 물론 비재무적 결과에 관한 미래지향적 정보를 제공하는 다양한 유형의 보고를 총칭한다고 할 수 있다. 일반적으로 비재무정보 위주로 구성되어 있는 ESG보고서에 내포된 정보는 자본 제공자와 기타 이해관계자에게 기업의 중장기적 가치창조 능력과 ESG에 대한 관련 위험을 전달하기 때문에 이용자의 의사결정에 유용한 것으로 인식된다.

ESG보고서의 발행 추세를 보면 Fortune 글로벌 상위 250대 기업의 경우 1993년 35%에서 2022년 기준 96%로 발간 비율이 점증하고 있다(KPMG, 2022). 우리나라에서도 국민연금공단이 2018년 스톡홀름 코덱스를 채택했으며 책임투자 관행과 기업 참여를 확대하기 위해 ESG 투자 지침을 발표했다. 또한 2019년부터 한국증권거래소는 상장기업(총자산 2조원 이상)에 연차 지배구조 보고서를 제출하도록 했으며 이에 따라 ESG 정보에 주목하면서 지속가능성과 미래의 리스크·기회 등을 고려한 ESG보고서를 발행하는 기업이 증가하고 있다.

ESG보고서의 특징을 보면 자발적으로 공개되는 경우가 많고, 규제되지 않은 다양한 숨겨진 주제로

구성되며 상이한 구조로 도입된다. 또한 일반적으로 정량화가 곤란하고 복잡한 서술적 정보와 미래 지향적 정보를 통합하기 때문에 측정·평가의 불확실성·주관성이 높아지고 신뢰성·타당성이 결여될 위험이 있다(IAASB, 2020). ESG보고서 정보 공시에서의 비재무적 정보(서술정보)의 중요성이 높아지고 비재무적 정보의 질에 대한 관심도 고조됨에 따라 그 신뢰성 확보가 무엇보다 중요하며 이에 대한 요청도 높아지고 있다.

여기서 핵심 문제는 ESG보고서가 제공하는 정보가 사용자의 유용성을 높이기 위해 충분하고 신뢰할 수 있는지 여부이다. 재무 보고서와 달리 ESG보고서는 자발적으로 채택되며 경영자는 이러한 보고서에서 전략적이고 미래 지향적 접근 방식을 채택하도록 지시하는 광범위한 재량권을 갖는다(Simnett, 2016). 따라서 선행연구에서는 제공된 정보의 신뢰성을 보장할 수 있는 독립적인 제3자 검증(Third-Party Assurance) 또는 기타 신뢰성 향상 메커니즘 없이는 ESG보고서가 또 다른 마케팅 문서 또는 수사적 스토리텔링 형식에 지나지 않는다고 주장했다(Corrado et al, 2019).

일반적으로 지금까지 ESG보고서의 비재무정보에 대한 신뢰성 확보는 독립적인 제3자 검증에 의해 이루어져 왔다. 그러나 이 방식은 검증 주체의 전문성, 평가기준, 비용문제 등으로 인해 신뢰에 부정적인 사태를 유발하였다. 이에 국제통합보고평의회(IIRC)에서는 다양한 검증 메커니즘에 의해 신뢰성이 개선되어야 한다는 소위 복합검증(combined assurance)의 견해를 제시했다.<sup>2)</sup> IIRC(2014) 프레임워크와 선행연구를 종합하면 크게 세 가지 요인이 복합적으

1) 본고에서는 다양한 확장된 외부보고서가 공통적으로 ESG요인을 포함하므로 광의의 외부보고서라는 측면에서 ESG보고서로 통일하기로 한다.

2) 복합검증(combined assurance)은 결합 검증이라고도 부르며, 검증의 비용-효과를 높이기 위해 실시되는 다양한 검증 방식의 통합·

로 기능함으로써 신뢰성이 담보되는 것을 알 수 있다. 첫째 기업가치의 전체상을 이해하도록 일정한 규범성을 가진 공시서류가 존재해야 한다, 둘째 정보공시에 관한 지배구조(이사회 역할 등)와 프로세스의 정비 및 운용이 강화되어야 한다(JICPA, 2021). 셋째 비재무정보 자체에 대한 독립된 제3자에 의한 감사·검증이 통합보고 및 미래지향 정보의 신뢰성 향상으로 이어지도록 투자자에게 편익을 제공해야 한다(Venter & Van Eck, 2021).

비재무정보의 신뢰성 향상에 관한 선행연구는 대부분 지속가능성 정보의 신뢰성 인식에 대한 외부검증(제3자 검증)의 긍정적인 효과에 대한 증거를 제공했다(Brown-Liburd & Zamora, 2015). 그러나 ESG보고서(확장된 외부 보고서) 관련 정보에 대한 다양한 신뢰성 향상 메커니즘의 결합은 기업 실무 및 학술 연구에서 미지의 영역이다. 아직까지 이러한 메커니즘에 대한 실질적인 지침이 거의 없을 뿐만 아니라(Cohen & Simnett, 2015), 우리가 아는 한 신뢰성 향상 방안과 관련 주체 간의 잠재적 상호작용을 다룬 연구도 극소수에 그치고 있으며, 이러한 방안들이 자본시장에 미치는 포괄적인 경험적 연구도 여전히 부족하다(Hoang & Phang, 2021; Reimsbach et al, 2018). 또한 소수의 연구에서 조차 신뢰성 향상의 결정 요인이 되는 제3자 검증과 지배구조 특성 등이 비재무정보 보고의 자본시장에 미치는 효과가 혼합되어 나타나 일반화되지 않고 있다(Maniora, 2017). 또한 복합적 정보 신뢰성 향상 메커니즘의 성공 여부는 조직 내 다른 주체(제공자)의 강력한 지원과 참여에 달려 있으며 동기화된 커뮤니케이션이 필수적인데 이를 체계적으로 측정할 선행연구는 찾기 힘들다(Prinsloo & Maroun, 2021).

본 연구에서는 이러한 선행연구의 한계를 개선하기 위해 IIRC(2014) 등에서 강조하는 비재무적 정보의 신뢰성 향상 수단 이외에 새로운 방안을 추가하고자 한다. 구체적으로 기업 외부적 수단으로서의 제3자 검증보고서는 물론 온실가스배출 인증서 등의 항목을 포함시키는 것이다. 동시에 기업 내부적 수단으로서 ESG보고서 공시 품질에 영향을 미치는 지배구조 특성(CEO 파위, 지속가능성위원회)을 추가하여 기업 내부와 외부의 정보 신뢰성 향상 메커니즘의 결합 효과를 분석한다. 이는 서로 다른 메커니즘 간의 상호작용을 포함할 때 보완(complementary) 및 대체(substitution) 효과를 관찰할 수 있으며 자본시장 반응에 영향을 줄 수 있는 최적의 구성을 규명할 수 있기 때문이다(Garcia-Sanchez et al, 2022).

본 연구는 ESG보고서의 신뢰성을 향상시키는 메커니즘 간의 결합과 자본시장 반응의 관계를 다룬 최초의 연구로서 실질적 시사점을 갖는다. 특히 실증분석 결과를 통해 내부 지배구조 및 외부 검증 메커니즘이 독립적으로 작동하는 것보다 다양한 신뢰성 향상 메커니즘을 효과적으로 묶어 분석함으로써 어떠한 조합이 시너지 효과를 일으켜 자본시장에 긍정적 반응을 가져오는지 파악하는데 유용한 수단을 제공한다.

## II. 선행연구 검토와 가설 설정

### 2.1 ESG보고서에 대한 복합적 신뢰성 구축 시스템

ESG보고서(확장된 외부보고서)는 기업 활동의 재무적 및 비재무적 결과에 관한 정보만이 아니라 미래

연계를 의미한다. King Code(KING III, IV)에서는 전체적인 검증 제공을 최적화하기 위해 복수의 검증 프로세스를 통합·제휴하는 것으로 정의한다.(IOD 2009, King Code of Governance for South Africa 2009; Institute of Directors in Southern Africa)

지향적 정보를 제공하는 다양한 형식의 보고서를 모두 포함하는 용어이다(IAASB, 2021).<sup>3)</sup> 이와 같이 다양한 종류의 정보를 통합함으로써 그 자체만으로 정보 수집, 분석 및 의사결정에서 보고서 사용자를 지원하며 상호 연결된 방식으로 정보 비대칭성을 감소시키고 가치 관련 정보를 제공한다(Zhou et al, 2019). 예를 들면 Barth et al.(2017)은 ESG보고서 공시 품질이 유동성, 예상 및 실현된 미래현금 흐름, 높은 투자 효율성과 긍정적으로 연관되어 외부정보 개선 및 내부 의사결정 개선이라는 두 가지 목적을 지원한다는 사실을 발견했다.

그런데 ESG보고서 발행 자체가 정보 환경에 도움이 되고 투자자 간의 정보 비대칭성을 줄일 수 있음을 나타내지만, 정보의 신뢰성을 보장할 수 있는 독립적인 제3자 검증과 같은 신뢰성 향상 시스템 없이는 보고서의 주장에 대한 확신을 얻기 어렵다. KPMG (2020)에서는 ESG보고서 공시 내용에 대한 확신을 얻으려면 전략, 지배구조, 자원 할당 및 관계 관리, 비즈니스 모델, 위험 및 기회 관리에 대한 보고서의 기록에 대해 신뢰성이 부여되어야 한다고 주장했다. 또한 보고서의 신뢰성 향상은 내부 보고 시스템 외에 이해관계자와의 참여나 독립적인 제3자 기관에 의한 검증 등을 통해 실현할 수 있다고 하고, 기업 경영진은 이러한 구조를 활용하여 보고서의 내용이 신뢰할 만한 것인지 여부를 판단해야 한다고 강조하였다. IAASB(2021)는 ESG보고서의 신뢰성을 높이는 요인으로 검증 업무를 포함한 4가지 요인(견고한 ESG보고서의 프레임워크, 보고 프로세스에 대한 강고한 지배구조, 폭넓은 정보의 일관성, 외부 전문직에 의한 업무 및 기타 보고서)을 들고 있다.

이와 같이 ESG보고서에 관련된 비재무 데이터를 일관되게 신뢰하기 위해서는 일차적으로 보고서에 대한 독립적인 검증이 중요하지만, 이 이외에도 강력한 지배구조 및 통제시스템을 구축하고 신뢰성을 부여하는 다른 메커니즘이 필요하다(Zhou et al, 2019). 그 대표적인 것이 '복합적 검증 시스템'인데 이것은 다양한 대안적인 신뢰성 향상 메커니즘(이사회 활동, 내부감사, 외부감사 등)이 상호 복합적으로 작용하여 관련 검증 업무와 역할 모두에 협업과 커뮤니케이션이 이루어지게 하는 것이다. 즉 경영자와 검증 제공자(사내 및 사외)를 효율적으로 조정하고 공동 작업을 늘려 리스크의 전체상을 파악함으로써 ESG보고서 검증에 관련된 불필요한 중복, 중첩 또는 격차가 줄어드는 효과가 나타난다(Hoang & Phang, 2021).

복합적 검증 모형에서는 서로 다른 검증 제공자가 협력하여 조직의 이해관계자에게 포괄적인 보증을 제공한다. 이 때 복합적 검증 시스템을 실제로 수행하는 주체는 누구이며 이들 주체 간의 상호작용(조정 및 협업)은 어떻게 이루어지는가를 밝히는 것이 무엇보다 중요하다. IIA(2013)에서는 운영 관리, 위험 관리 및 내부 감사로 구성되는 "3가지 방어선(Three Lines of Defence)"이 조직의 핵심 목표를 달성할 수 있도록 설계하였다. 그러나 이 접근법은 각 방어선 내의 활동 책임자가 자신의 관점에서만 리스크 관리나 검증을 제공하므로 각 방어선 간의 수비 범위에 괴리가 생겨 중요한 리스크 영역의 관리가 소홀해질 가능성이 있다. 이에 IIA(2020)에서는 3가지 방어선을 지배구조 관점에서 3개의 역할(기관)로 재정리함으로써 관계성을 알기 쉽게 나타낸 Discussion

3) IAASB(2021)가 확장된 외부보고서라는 일견 생소한 용어를 사용한 것은 특정한 보고 유형에 그치지 않는 보다 넓은 범위에 ESG보고서 검증 업무 지침을 적용하려는 의도 때문이다(Seidenstein 2021).

Paper “THE IIA’S THREE LINE MODEL”을 공표했다. 구체적으로 Accountability(지배구조 조직)는 조직체의 감독에 대해 이해관계자에 대한 설명 책임을 다하며 Actions(경영진)은 리스크 기반 의사결정과 자원배분을 통해 조직목표를 달성하며 Assurance and Advice(감사기능)은 독립된 제3자 검증 등을 실시하는 것이다. 본고에서도 이러한 모형을 원용하여 이사회, 경영자, 제3자 검증인을 신뢰성 향상 시스템을 실시하는 주체로 파악하여 이들 주체 간의 상호작용(조정 및 협업)이 어떻게 이루어지며, 궁극적으로 어떠한 효과(자본시장 반응)가 나타나는가를 규명하고자 한다.

## 2.2 자본시장에 대한 지배구조와 외부검증의 영향

ESG보고서는 재무 정보와 비재무 정보를 통합함으로써 그 자체만으로 정보 수집, 분석 및 의사결정에서 보고서 사용자를 지원하며 상호 연결된 방식으로 정보 비대칭성을 감소시키고 가치 관련 정보를 제공한다(Zhou et al, 2019). 그러나 ESG보고서 정보 제공만으로 자본시장이 긍정적으로 반응하는 것은 한계가 있으며 기업 내부 지배구조와 외부검증 시스템이 결합해야 비로소 자본시장에 보다 가치 관련성 있는 정보를 제공하며 애널리스트의 예측 오류 및 자본 비용을 저감시킬 수 있게 된다(Zhou et al, 2017). 이에 관한 선행연구를 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

### 2.2.1 조직요인(지배구조)과 자본시장 반응

Dienes et al.(2016)은 조직 요인이 CSR 보고서 개발에 미치는 영향에 대한 문헌을 검토했다. 이들은 비재무적 정보 공시에 가장 중요한 결정 요인은

기업 규모, 미디어 가시성, CEO 소유권 구조 및 이사회에 있는 두 개의 전문위원회, 즉 감사위원회 및 지속가능성(또는 CSR)위원회의 존재임을 입증했다.

먼저 기업지배구조 중에서 CEO 특성과 자본시장의 관련성에 대해 살펴보면 연구결과가 일관되지 않고 혼재되어 있다. CEO와 이사회 의장을 겸임하는 CEO 이중성(Duality)과 기업 성과 사이의 관계는 두 가지 상충되는 관점(대리인 및 청지기 이론에 기반)이 깔려 있다(Singh et al, 2018). 대리인 이론에서는 CEO 이중성이 이사회 독립성과 모니터링 구조를 약화시키고 CEO를 견제하는 이사회 능력을 손상시킬 수 있으며 이로 인해 기업가치가 낮아지게 된다고 설명한다(Mubeen et al, 2021). 한편 일부 연구에서는 대리인 이론에 근거한 주장은 이중 권한을 가진 CEO가 보다 강력한 의사결정 구조를 제공하여 더 높은 기업 성과를 가져온다고 주장한다(Youn et al, 2015). 이에 비해 청지기(stewardship) 이론에서는 CEO의 이중성이 조직 내에서 명확한 권한 체계를 형성하고 임원 갈등과 정치적 음모의 가능성을 최소화하여 효과적인 의사결정을 촉진하고 조직의 효율성을 향상시켜 궁극적으로 더 높은 기업 가치 평가를 가져오게 된다고 강조한다(Pham et al, 2015). Li et al.(2018)에서는 이해관계자들이 ESG 정보 공시를 기업의 확실한 참여에 대한 신호로 인식하기 때문에 CEO 파워가 강력할수록 ESG 공시를 적극 도입하며 이로 인한 기업 가치 증가는 더 강해질 것이라고 주장했다.

다음으로 이사회와 자본시장의 관계를 보면 이사회가 지속가능성 보고 및 성과에 영향을 미칠 수 있다는 것은 널리 알려져 있다(Al-Shaer & Zaman, 2018). 그것은 이사회가 모든 이해관계자의 이익을 보호하기 위한 가장 중요한 기업 지배구조 중 하나이며 기업 책임 유지 및 강화, 정보 보급을 통한 정보

비대칭 감소, 보고의 신뢰성, 품질 및 투명성을 보장하기 때문이다(Liao et al, 2018). 이사회와 하부구조인 감사위원회와 지속가능위원회도 각종 ESG 관련 보고서의 신뢰성을 증진시키는 중요한 기능을 담당한다.

본고에서는 이중에서 최근 지배구조 구성요인으로 관심을 모으고 있는 지속가능위원회(또는 CSR위원회)와 자본시장의 관계를 살펴보기로 한다.<sup>4)</sup> Burke et al.(2019)은 지속가능성 위원회의 존재와 관련 활동이 공유가치 창출을 동기로 하여 다양한 이해관계자 그룹의 효익이 충족되고 충분한 이익이 달성된다는 이론적 틀을 제시하였다. Velte & Stavinoga (2020)는 지속가능위원회의 구성과 기능이 ESG성과를 향상시키는 데 있어 적극적인 역할을 한다고 하였다. Elmaghrabi(2021)에서도 CSR 위원회의 존재가 ESG 성과와 긍정적인 상관관계가 있음을 시사하였다. 반면에 Rodrigue et al.(2013)은 지속가능성 위원회의 존재가 Greenwashing을 위한 상징적인 것이며 환경 성과와 관련이 없다는 것을 발견했다. Panwar et al.(2018)도 CSR위원회가 지속가능한 활동의 성과를 향상시키는 유용한 도구로 인식하지 않으며 CSR 위원회가 있는 기업의 수익성이 없는 기업과 크게 다르지 않다는 것을 보여주었다.

이상과 같이 기업지배구조를 형성하는 대표적 요인인 CEO 이중성, 지속가능위원회 존재는 신용등급, 부채비용, 시장가치 등의 자본시장에 긍정 또는 부정적 영향을 미친다는 연구결과가 혼재되어 나타나고 있다. 이에 본고에서는 가설 1을 통해 지배구조와 자본시장 반응의 관련성을 다시 한번 규명하고자 한다.

가설 1: 기업지배구조는 자본시장에 영향을 미칠 것이다.

## 2.2.2 외부검증과 자본시장 반응

Gray(2006)는 대부분의 지속가능성 보고 실무는 자발적이고 부분적이므로 이러한 데이터로는 어떤 독자도 조직의 사회적 또는 환경적 성과에 대해 특정 종류의 신뢰할 수 있는 추정을 할 수 없다고 강조하였다. 이는 역으로 지속가능성 보고가 실제로 시장에 우수한 사회 및 환경 전략을 나타내는 데 사용되고 제3자 검증(Third-Party Assurance)이 해당 지속가능성 메시지의 신뢰성을 높인다면 시장 참가자는 검증된 보고서를 공개하는 기업을 더 높이 평가할 것으로 추정할 수 있다. 이를 실증하기 위해 Cho et al.(2014)은 CSR 보고서에 대한 검증이 보고서 발행 기업의 시장가치에 미치는 영향을 검토했으나 관련성이 없다는 것을 발견했으며 이는 해당 기업들이 CSR 보고 패키지의 신뢰성을 높이기 위해 검증을 받지만 투자자들에게 검증이 가치 있는 것으로 보이지 않는다는 것을 의미한다. Maroun (2020)에서도 제3자에 의한 비재무정보의 검증은 기업 보고 전체의 신뢰성을 높여 자본시장이나 사회에 대해 보다 강고한 신뢰 있는 기반을 제공한다고 주장하였다. Jeriji & Nasfi(2022)는 지속가능성 보고서에 대한 의무적 검증이 기업의 정당성(legitimacy)을 강화하고 좋은 평판을 얻을 수 있으며 또한 검증의 채택은 다양한 행위자 간의 비대칭 정보를 줄이고 대리인 문제를 해결하는 데 중요한 역할을 하므로 기업 가치에 대한 투자자의 인식에 긍정적인 영향을 미

4) 본 연구에서는 이사회 특성(규모, 독립성 등)과 하부구조인 감사위원회는 사전 테스트에서 자본시장 반응과 유의한 관련성이 나타나지 않아 연구모형에서 제외하였다.

친다고 하였다.

최근에는 지속가능성에 대한 제3자 검증 이외에 온실가스배출량 인증을 병행해서 보고하는 기업이 증가하고 있다(Zhou, 2022).<sup>5)</sup> 기업이 ESG보고서에 제3자 검증 및 온실가스 인증을 동시에 모두 공개하는 것은 규제 요구 사항을 충족하고 보고서 내용에 대한 투명성과 신뢰성에 대한 약속을 강화할 수 있기 때문이다. 또한 이 두 가지를 모두 공개함으로써 기업은 이해관계자에게 사회적 환경적 영향에 대한 보다 포괄적인 관점도 제공할 수 있다(IFRS 2022).

다음으로 외부검증과 관련하여 중요한 이슈는 외부검증의 주체(제공자)가 누구인가 하는 것이다. 일반적으로 검증 제공자를 대형 회계법인(BIG4)과 전문 컨설팅 기업으로 나눌 수 있다. Maso et al. (2020)은 재무제표 감사 및 CSR 검증에 대해 동일한 BIG4 법인을 활용하는 기업이 수정 사항을 줄이고 공시 품질을 개선하고 지속적이고 가치 있는 관련 수익을 얻는다고 하였다. Clarkson et al. (2019)은 자본시장 참가자가 특히 BIG4 회계법인이 제공하는 검증을 중요하게 생각한다는 사실을 발견했다. 이에 비해 Farooq & de Villiers(2019)는 오히려 비회계법인(예: 컨설팅 법인)이 테스트 및 보고에 대한 접근 방식이 더 전문적이고 덜 보수적이므로 지속가능성 실무를 개선하는 방법을 제시하고 보고 품질을 중시하는 경향이 있다고 주장했다.<sup>6)</sup>

본고에서는 이 중에서 BIG4에 의한 검증과 선행연

구에서 다루지 않았던 복수의 외부검증(지속가능성 검증과 온실가스 인증의 병행)이 자본시장에 미치는 영향을 가설 2를 통해 실증하고자 한다.<sup>7)</sup>

가설 2: 자발적 외부검증은 자본시장에 긍정적 영향을 미칠 것이다.

### 2.3 자본시장에 대한 지배구조와 외부검증의 결합 효과

ESG보고서 품질에 관련되는 지배구조 특성(CEO 파워, 이사회 특성, 지속가능성위원회)과 외부검증(복수의 검증, Big4검증)이 각각 자본시장과 기업 성과에 미치는 영향도 중요하지만 보다 핵심적 이슈는 기업 내부와 외부의 정보 신뢰성 향상 메커니즘의 결합 효과를 분석하는 것이다. 이는 서로 다른 메커니즘 간의 상호작용을 포함할 때 보완 및 대체 효과를 관찰할 수 있으며 자본시장 반응에 영향을 줄 수 있는 최적의 구성을 규명할 수 있기 때문이다(Garcia-Sanchez et al, 2022). Dharmastuti & Wahyudi(2013)도 기업의 외부 및 내부 지배구조 메커니즘을 결합한 통합 접근 방식이 다양한 기업 신뢰성 향상 메커니즘의 효과성과 효율성을 높여서 더 나은 기업 운영 성과를 초래할 수 있다고 강조하였다. 이를 바탕으로 본고에서는 기업 내부 지배구조 및 외부 검증 메커니즘을 모두 포함하여 이러한 구성 요소의 연결을 통해 자본시장과 기업성과에 미치는 영향을 분석한다.

5) 지속가능성에 대한 제3자 검증은 회계 또는 컨설팅 회사와 같은 적격 제3자가 기업의 지속가능성 성과 관련 데이터 및 보고 프로세스에 대한 독립적인 평가를 통해 국제적인 기준에 맞게 적절하게 공시했다는 사실을 인증해 주는 시스템이다. 온실가스 인증은 ISO 14064 표준 등에서 온실가스 배출에 대한 특정 기준을 충족하고 있는 것을 제3의 독립적 인증기관이 보증해 주는 것이다.

6) 이 이외에 IIRC(2014) 등에서 강조하는 비재무적 정보의 신뢰성 향상 시스템 중에서 기업 외부적 수단으로서 외부 전문가 검토(Review) 또는 패널 의견 등이 있다. 이것은 비재무보고서의 평가에 대해서 비영리법인, ESG연구자가 독자적 견지에서 보고서를 평가하고 제3자의 입장에서 의견을 표명하는 것이다(Boiral et al, 2019). 이것은 실시하는 기업의 비중이 매우 낮고 사전 테스트에서 자본시장 반응이 유의하지 않아 제외시켰다.

7) 선행연구에서는 제3자 검증과 자본시장 효과 간의 관계를 다루나 본 연구의 샘플 기업에서는 제3자 검증의 채택 비율이 95%를 넘어 제3자 검증 변수만의 효과를 분석하는 의미가 상실된다.

### 2.3.1 CEO 특성과 이사회(지속가능위원회)의 상호작용 효과

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 파워는 CEO에게 종속된 구성원(임원)과 CEO가 이사회 의장이기도 한 경우(CEO 이중성)를 포함하는 이사회 의 구성적 구조와 관련이 있다(Jackling & Johl, 2009). CEO와 이사회 간의 갈등은 CEO 권한이 CEO의 결정에 대한 이사회 통제력을 감소시키는 기업에서 발생할 가능성이 더 높다(Muttakin et al., 2018). 이중 통제권을 가진 CEO는 권위 역할을 달성하기 위해 이사회 독립성을 제한하며 이사회 활동 모니터링에 덜 적극적일 수 있는 이사회 구성원을 고용하여 기업 성과가 저하되는 경우가 있다. 실증결과에서도 CEO의 과신은 이중적 리더십과 관련이 깊으며 이사회 독립성을 견제하여 기업성과의 관계에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다(Guluma, 2021). 그러나 여전히 이사회와 CEO 특성 간의 상호관계가 자본시장에 미치는 영향은 제대로 조사되지 않아 추가분석의 필요성을 높이고 있다.

이에 특히 본고에서는 이사회 하부구조인 지속가능위원회(CSR위원회, ESG위원회)와 CEO 이중성의 결합 효과를 살펴본다. 그것은 CEO 파워와 이사회(지속가능위원회) 특성·활동의 관계는 상호 견

제의 관계이면서도 보완적 내지 동반자 관계의 양면성을 가지기 때문이다. CSR위원회는 경영활동을 모니터링하는 데 있어 핵심적인 역할을 담당하며 경영자가 이해관계자의 기대를 더 잘 이해하고 대응하는데 도움이 될 수 있다(Bifulco et al., 2023). 이해관계자 이론에 따르면 CSR 위원회는 이해관계자의 요구를 충족시킬 수 있는 지배구조 기관이지만, 동시에 대리인 이론에 따르면 경영자 및 주주 간의 관계를 개선하는 데 사용되는 도구가 된다(Jo & Harjoto, 2011).

Velte & Stawinoga(2020)은 최고경영진(CEO, CFO 등)은 CSR 위원회와 결합하여 CSR 성과에 영향을 미친다고 하였다. 최고경영진(CEO, CFO 등) 또는 CSR 위원회를 통해 제도화된 지속가능성 관련 이사회 전문 지식은 기업을 위한 상징적 제스처(Greenwashing 위험 관련)를 나타내거나 기업의 CSR 활동(경영진의 내재적 동기)에 실질적으로 기여할 수 있다. Garcia-Sanchez, et al.(2022)에서는 CSR 위원회의 존재가 이사회 독립성을 제외하고 내부 및 외부 기업 지배구조 메커니즘의 효과를 강화한다는 것을 보여주었다.

따라서 CSR 위원회와 최고경영진(CEO, CFO 등)은 CSR 결과에 긍정적 또는 부정적으로 관련될 수도 있고 CSR 활동과 이해관계자의 신뢰 구축 효과에 큰 영향을 미치지 않을 수도 있다. 이에 가설 3에서는 CEO 파워와 지속가능위원회 간의 관련성을 분석하여 자본시장에 미치는 상호작용 효과를 구체적으로 규명하고자 한다.

가설 3: CEO 이중성과 지속가능위원회의 결합은 자본시장에 영향을 미칠 것이다.

## 2.4 CEO 파워와 외부검증의 상호작용 효과

CEO 파워(이중성)와 복수의 외부검증의 결합 효과에 관한 선행연구는 찾기 어렵다. CEO 파워와 외부검증의 관계를 보면 Liao et al.(2016)는 비겸임(Non-Duality) CEO 및 이사회 다양성을 갖춘 기업이 보고서 품질을 위한 외부 검증(CSR 검증)에 참여할 가능성이 더 높다는 것을 입증했다. 강한 파워를 가진 CEO는 외부 검증을 자신의 권위와 평판에 대한 위협으로 인식하고 이에 저항하거나 회피할 수도 있으며(부정적 관련성) 반면에 외부 검증을 적법성과 신뢰성을 강화하고 지속가능성에 대한 의지를 표명할 수 있는 기회로 볼 수도 있는 면에서 긍정적인 관련성도 있다(Al-Shaer & Zaman, 2019). 그런데 일반적으로 CEO나 최고경영진의 의사결정과 기업 성과 사이에는 중요한 연관성이 있으며, 검증 제공자는 이를 원활하게 하기 위해 '공공 감시자' 역할을 한다고 알려져 있다(Banbhan et al, 2019). 이러한 연결고리를 원용하면 CEO 파워(이중성)와 복수의 외부검증의 결합은 어떤 형태로든 자본시장에 유의한 영향을 미친다는 로직이 성립한다.

다음으로 CEO 특성(이중성)과 대형 회계법인(BIG 4)에 의한 검증의 결합 효과에 대해 살펴본다. Liu et al.(2015)는 강력한 CEO가 자기자본비용과 같은 유리한 계약 조건을 얻고 정보 비대칭성을 낮추기 위해 우수한 보고 품질의 신호로 고품질 감사인(BIG 4)을 고용할 가능성이 더 높다는 것을 실증하였다. Oware & Mallikarjunappa (2021)는 CEO 재임기간이 주로 경영진이 환경의 불확실성을 줄이려고 할 때 검증 서비스 제공자를 선택하는 환경에 영향을 미치며, 장기 재임의 CEO일수록 외부검증 서

비스 제공자로서 회계법인보다 컨설팅 기업을 선호한다는 것을 보여주었다.

본고에서는 선행연구에서 많이 다루지 않은 CEO 파워(이중성)에 초점을 맞추어<sup>8)</sup> 파워가 강한 CEO가 ESG보고서 공시 품질을 개선시키기 위해 외부검증(BIG4에 의한 검증, 복수의 제3자 검증(지속가능성 검증과 온실가스 인증의 병행))을 선호하며 이것이 자본시장에 긍정적 반응을 일으키는지를 가설 4를 통해 검토하고자 한다.

가설 4: ESG보고서의 외부검증과 CEO 이중성의 결합은 자본시장에 영향을 미칠 것이다.

## 2.5 지속가능위원회와 외부검증의 상호작용 효과

지배구조 메커니즘과 관련하여 Liao et al.(2018)은 이사회 규모와 이사회 다양성이 CSR 검증 성향에 긍정적인 영향을 미친다는 사실을 발견했다. 이사회 하부구조인 지속가능성(CSR) 위원회의 존재는 이해관계자와의 적절한 의사소통을 포함하는 ESG 책임에 대한 기업의 방향을 나타낸다. 또한 ESG 문제에 대한 기업의 의지와 다양한 이해관계자 그룹 간의 갈등을 관리하려는 의지를 보여준다(Baalouch et al, 2019). Al-Shaer & Zaman(2018)은 CSR 위원회의 특성이 자발적 CSR 검증에 영향을 미친다고 하였다. Peters & Romi(2015)는 지속가능위원회의 최고 책임자의 역할을 조사하여 그 존재가 CSR 검증 서비스와 긍정적으로 연관되어 있으며 위원회 책임자가 지속가능성 전문성을 보유할 때 위원회 특성과 외부검증의 관련성이 증가한다는 사실을 발견했다. 또한 지속가능위원회는 검증 제공자의 선택

8) CEO 파워를 형성하는 요인 중에서 CEO 재임기간은 사전 테스트에서 자본시장 반응과 유의한 관련이 없어 실증모형에서 제외하였다.

(회계법인 또는 비회계법인)을 통해서도 비재무적 보고서 품질과 신뢰성에 영향을 미칠 수 있다(Al-Rassas & Kamardin, 2016). 이 주제는 매우 흥미로우나 지속가능위원회와 외부검증 정책 간의 긴밀한 관계에도 불구하고 아직 선행연구에서 본격적으로 탐구되지 않았다. 이에 본고에서는 탐색적 관점에서 기업지배구조 구성요소인 지속가능위원회 존재와 외부검증(BIG4에 의한 검증, 복수의 제3자 검증)이 결합하여 이것이 자본시장에 어떠한 반응을 일으키는지 가설 5를 통해 실증하고자 한다.

가설 5: ESG보고서의 외부검증과 지속가능위원회의 결합은 자본시장에 영향을 미칠 것이다.

## 2.6 지속가능성 검증과 BIG4 검증의 상호작용 효과

최근에는 지속가능성에 대한 제3자 검증 이외에 온실가스배출량 인증을 병행해서 보고하는 복수의 외부검증을 채택하는 기업이 증가하고 있다. 이 두 가지를 모두 공개하는 것은 이해관계자에게 사회적 환경적 영향에 대한 보다 포괄적인 관점을 제공하고(IFRS, 2022) 이해관계자와의 신뢰를 구축하고 책임감 있고 지속가능한 기업으로서의 명성을 더 높일 수 있기 때문이다(Gruitt, 2023). 이와 동시에 ESG 보고서 내용에 대한 투명성과 신뢰성에 대한 약속을 강화하는 수단으로 대형 회계법인(BIG4)에 의한 외부검증을 실시하는 방안도 연구의 관심을 모으고 있다. Clarkson et al.(2019)은 자본시장 참가자가 특히 BIG4 회계법인이 제공하는 검증을 중요하게 생각한다는 사실을 발견했다. Maso et al.(2020)은 재무제표 감사 및 CSR 검증에 대해 동일한 BIG4

법인을 활용하는 기업이 수정 사항을 줄이고 공시 품질을 개선하고 지속적이고 가치 있는 관련 수익을 얻는다고 하였다.

이와 같이 복수의 외부검증과 BIG4에 의한 검증이 각각 개별적으로 가치 관련성에 긍정적 영향을 미친다는 것은 보편적으로 증명되고 있다. 그러나 이 두 가지 검증 요인이 결합하면 어떠한 효과(특히 자본시장 반응)가 나타나는지는 규명되지 않고 있다. 이에 본고에서는 가설 6을 통해 이 두 요인의 상호작용 효과를 검토하고자 한다.

가설 6: ESG보고서에 대한 복수의 검증과 BIG4 검증의 결합은 자본시장에 영향을 미친다.

## III. 연구 설계

### 3.1 데이터 수집

본고에서의 실증분석을 위해 수집한 최초 샘플 기업은 2016년에서 2021년까지 자발적으로 ESG보고서(지속가능보고서 또는 통합보고서)를 연속적으로 공시한 82개 기업의 492개(기업-연도) 관측치를 대상으로 하였다. 여기서 일반 민간기업과는 소유구조, 설립목적, 회계기준, 공시 규정 등이 다른 공기업과 공공기관과 일부 데이터가 수집 불가능한 12개 기업 72개(기업-연도) 관측치를 제외하였다. 최종 샘플 기업은 이상치 8개를 제외하고 6년간 70개 기업의 412개(기업-연도)이다.<sup>9)</sup> 부채조달비용 데이터는 FN-Guide 등에서 수집했으며 제3자 검증에 관

9) 실제 분석에 사용된 관측치는 종속변수를 t+1기로 설정한 경우 5년간 342개(기업-연도)가 된다.

〈Table 1〉 Industry Distribution

산업	빈도	비율	누적빈도	누적비율
건설	4	5.71%	4	5.71%
금융	15	21.43%	19	27.14%
기타	3	4.29%	22	31.43%
식품	2	2.86%	24	34.29%
유틸리티	3	4.29%	27	38.57%
일반제조	26	37.14%	53	75.71%
정보통신	6	8.57%	59	84.29%
화학	11	15.71%	70	100.00%
Total	70	100%	70	100%

런된 데이터는 해당 기업의 지속가능보고서 또는 통합보고서에서 수집하였다. 지배구조에 관한 자료는 DART 시스템에서 추출하였으며 누락된 부분은 해당 기업의 웹사이트와 검색 사이트에서 보완하였다. 지속가능위원회는 한국ESG기준원의 공표자료와 해당 ESG보고서를 활용하였다. 기타 관련 데이터는 KIS-Value 등에서 수집하였다. 샘플기업의 산업별 구성을 보면 〈Table 1〉과 같다.

### 3.2 연구모형과 변수 측정

#### 3.2.1 연구모형

본고에서는 ESG보고서의 신뢰성 향상을 목표로 하는 메커니즘을 직접 조사하여 기업 지배구조와 다양한 외부 검증이 자본시장에 미치는 효과(가설 1, 2, 3)를 실증한다. 이를 위해 다음과 같은 회귀모형 (1)을 설정하였다.

$$CME_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{i,t} + \beta_2 ASSURE_{i,t} + \beta_3 CTRL_{i,t} + \Sigma YEAR + \Sigma IND + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

회귀식 (1)에서는 자본시장효과(CME: capital market effects)에 영향을 미치는 변수를 지배구조 변수(GOV)의 구성요인인 CEO 이중성(DUALITY)과 지속가능위원회 활동(CMTE), 그리고 외부검증(ASSURE) 관련 변수인 복수의 검증(DBLA)과 대형회계법인(BIG4) 검증으로 나누어 분석한다. 종속변수인 자본시장효과(CME) 변수는 부채조달비용(CoD: cost of debt)과 Tobin\_Q 두 가지로 설정한다. 먼저 부채조달비용을 보면 이해관계자의 요구에 대응하여 지속가능보고서 검증을 선택하면 이해관계자 관계도 개선되고(Velte, 2020). 또한 기업 평판 향상 측면에서 도움이 될 수 있으며 부채 및 자기자본 비용 감소와 같은 긍정적인 자본시장 효과로 나타난다(Vander Bauwhede & Van Cauwenberge, 2022).

기업 가치와 지배구조의 관계를 보면 Singh et al.(2017)에서는 지배구조 요인 중에서 이사회 특성(이사회 규모, 산하 위원회)은 Tobin\_Q와 양의 관련성을 나타냈으나 이사회 독립성과 CEO 이중성은 부정적 관련성을 보여주었다. 기업 가치와 외부검증의 관계를 보면 Peters & Romi(2015)는 주가

지속가능성 검증 자체 사이에 연관성을 발견하지 못했지만, 시간이 지남에 따라 지속가능성 검증의 가치 관련성이 증가하는 것을 확인하였다. Fazzini & Dal Maso(2016)는 ESG 정보의 공시 및 검증이 기업의 시장가치에 대한 중요한 설명 요소임을 보여주었다. Benschop(2017)은 유럽 상장기업에 대한 지속가능성 검증의 가치 관련성을 조사하여 긍정적인 연관성을 보고했다. Sharma et al.(2018)은 외부 검증이 기업과 투자자 간의 정보 비대칭을 줄여 기업 가치(Tobin\_Q)에 긍정적인 영향을 미치는 효과적 인 신호라고 결론지었다.

이상을 종합해 보면 ESG보고서에 대한 내부 지배 구조와 외부 검증 변수는 재정적 위기의 인지된 위험을 감소시키고 기업 신용등급에 긍정적인 영향을 미치며 부채조달비용을 감소시키고 기업 가치를 증대시킨다는 것을 알 수 있다. 부채조달비용(CoD)은 부채차입이자율에서 기준이자율(prime rate)을 차감한 차입이자율 스프레드를 구한 후 이를 순위등급 변수로 환산하여 분석하였다. Tobin\_Q는 시장주식 가격+총부채/총자산가격으로 계산했다(Sharma et al, 2018).

다음으로 본고에서는 회귀식 (1)에 이어 지배구조 변수인 CEO 이중성(DUALITY), 지속가능위원회 활동(CMTE), 외부검증 변수인 복수의 검증(DBLA), 대형 회계법인(BIG4)에 의한 검증 간의 상호작용이 자본시장 변수(CME)에 어떤 영향을 미치는지(가설 3, 4, 5, 6) 조사하기 위해 다음과 같은 회귀모형 (2)를 설정하였다. 이는 서로 다른 신뢰성 향상 메커니즘 간의 상호작용 항을 포함하면 변수 간의 보완(complementary) 및 대체(substitution) 효과를 관찰할 수 있으며 자본시장에 긍정적 영향을 줄 수 있는 최적의 구성이 무엇인지를 규명할 수 있기 때문이다(Garcia-Sanchez et al, 2022).

$$CME_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{i,t} + \beta_2 ASSURE_{i,t} + \beta_3 GOV \times ASSURE_{i,t} + \beta_4 CTRL_{i,t} + \Sigma YEAR + \Sigma IND + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

### 3.2.2 설명변수

본 연구의 설명변수인 기업지배구조와 외부검증 변수 측정에 대해 살펴본다. 먼저 CEO 이중성(DUALITY)은 CEO가 이사회 의장을 겸임하면 1, 아니면 0을 부여한다. 지속가능위원회(CMTE) 변수는 위원회의 존재 여부에 따라 1 또는 0으로 측정한다. 외부검증 변수로서 BIG4는 제3자 검증을 4대 대형 회계법인(BIG4)이 수행하면 1 그렇지 않으면 0으로 나타낸다. 복수의 검증(DBLA)는 지속가능성 정보의 제3자 검증과 온실가스배출 검증을 동시에 공시한 기업은 1 아니면 0으로 표시한다.

### 3.2.3 통제변수

선행연구에서는 기업 규모는 ESG보고서 공시 범위를 이해하기 위해 가장 널리 사용되는 통제변수 중 하나이며 실제 기업 규모와 ESG보고서 채택 간의 긍정적 연관성이 확인되었다(Kilic & Kuzey, 2018). 기업 규모(SIZE)는 회계연도 말 총자산의 자연로그로 계산하였다. 레버리지(LEV)가 높고 정보 비대칭이 높은 기업이 채권자의 신뢰를 유지하기 위해 더 많은 자발적인 정보를 제공한다는 논리에 따라 레버리지(총부채/자본총계)를 통제변수에 포함한다(Rashid et al, 2020). 수익성이 높은 기업이 시장에서 더 높은 평가를 받는 경우가 많기 때문에 순이익을 총자산으로 나눈 값으로 측정된 수익성(ROA)을 통제한다. 또한 전년도 순매출 대비 당해 연도 순매출에서 1을 빼서 측정된 매출액성장률(SALEG)을 통제한다.

ESG성과는 신용등급, 애널리스트 예측 정확도와 연관성을 보여주므로 ESG 등급 점수(SCORE)를 통제변수로 사용하였다(Bernardi & Stark, 2018).

#### IV. 실증분석 결과

##### 4.1 기술적 통계와 상관관계 분석

〈Table 2〉는 이 연구에 포함된 변수에 대한 기술 통계를 나타낸다. 종속변수를 보면 CoD(부채조달비용) 평균은 2.67% 표준편차는 1.02%이며 Tobin\_Q의 평균은 1.14 표준편차는 0.58 이다. 설명변수인

기업지배구조에 관한 변수를 보면 DUALITY(CEO 이중성)의 평균은 0.497로서 대략 전체 샘플의 절반 정도를 차지한다. CMTE(지속가능위원회)의 평균은 0.22로서 아직 이 위원회를 설치한 기업의 비중은 크지 않다는 것을 알 수 있다. 외부검증에 관한 변수를 보면 DBLA(제3자 검증 및 온실가스 검증의 병행 실시)는 평균 0.507로 샘플기업의 절반 정도가 제3자 검증 이외에 온실가스 검증을 동시에 공시하고 있다. BIG4(4대 대형회계법인)에 의한 검증은 평균 8%로서 대부분 비회계법인(예: 컨설팅 기업)에 의한 외부검증이 실시되고 있다. 통제변수를 보면 SIZE(총 자산, 백만 단위)의 평균(로그)은 16.8이며 수익성 비율(ROA)은 -0.16에서 0.48 사이이며 평균은 0.03이다. 또한 LEV(레버리지) 평균은 3.28로 최

〈Table 2〉 Descriptive Statistics

Variables	Mean	Median	Std.	Min	Max
CoD	2.68	2.66	1.05	0.0900	5.87
Tobin_Q	1.14	0.956	0.589	0.618	4.02
DUALITY	0.497	0.00	0.501	0	1
CMTE	0.220	0.00	0.415	0	1
DBLA	0.507	1	0.501	0	1
BIG4	0.0772	0	0.267	0	1
SIZE	16.8	16.8	1.58	13.8	20.3
ROA	0.0304	0.0220	0.0524	-0.168	0.489
LEV	3.28	1.49	4.01	1.12	15.9
SALESG	0.0584	0.0400	0.189	-0.580	0.780
SCORE	4.63	5	0.790	2	6

- CoD = 부채차입이자율에서 기준이자율을 차감
- Tobin\_Q = 시장주식가격 + 총부채 / 총자산가격
- DUALITY = CEO이중성(CEO가 이사회 의장을 겸임) 존재: 1 또는 0
- DBLA = 복수검증(지속가능성검증/온실가스검증 병행): 1 또는 0
- BIG4 = 4대 대형회계법인 여부: 1 또는 0
- CMTE = 지속가능위원회 존재 여부: 1 또는 0
- SIZE = 기업규모 (자산총계에 자연로그를 취한 값)
- ROA = 총자산이익률 (당기순이익 / 자산총계)
- LEV = 부채비율 (부채총계 / 자본총계)
- SALESG = 매출액성장률((당기매출액 - 전기매출액) / 전기매출액)
- SCORE = ESG 등급 점수

소 -1.12, 최대 15.9로 나타났다. SALESG(매출액 증가율)의 평균은 0.06 이다. ESG 관련 위원회 존재를 뜻하는 ESG\_CMTE는 평균 0.22로 나타나 아직 대다수 기업에서 설치하고 있지 않으나 2021년 말 기준 0.36으로서 증가 추세에 있음을 알 수 있다.

〈Table 3〉은 자본시장 효과 변수와 관심 변수 간의 가능한 관계에 대한 예비 결과를 제공하는 피어선 상관관계 분석 결과를 보여주고 있다. 설명변수 중에서는 DUALITY (CEO 이중성)과 DBLA(지속가능성과 온실가스 동시 검증), CMTE(지속가능위원회) 모두 CoD(부채조달비용)과 유의한 음(-)의 관련성을 나타냈으나 BIG4에 의한 검증은 양의 관련성을 나타내었다. 역으로 DUALITY (CEO 이중성), DBLA(지속가능성과 온실가스 동시 검증), CMTE(지속가능위원회)는 모두 Tobin\_Q와 유의한 긍정적 상관관계를 보여주었으며 BIG4에 의한 검증은 음(-)의 관련성을 보여주었다. 통제변수 중에서 먼저 SIZE(기업 규모)와 ROA(총자산이익률)

은 Tobin\_Q에 긍정적이며 통계적으로 유의한 양의 연관성을 나타내나, CoD(부채조달비용)에는 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. LEV(레버리지 비율)은 Tobin\_Q와는 유의한 음(-)의 관련성을 보여 주었으나, CoD(부채조달비용)와도 예상과 달리 음(-)의 상관관계가 나타났다. SALESG(매출액증가율)와 SCORE(ESG등급 점수)는 자본시장 관련 종속변수와 대체로 유의미한 관계가 없는 것이 확인되었다.

## 4.2 실증분석 결과

### 4.2.1 기업지배구조와 외부검증이 자본시장에 미치는 효과

〈Table 4〉에서는 먼저 전체 샘플기업을 대상으로 각 기업 지배구조 메커니즘과 외부보증 결정이 자본시장(CoD, Tobin\_Q)에 미치는 직접적인 관계에 대

〈Table 3〉 Pairwise Correlations Matrix

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1 CoD	1									
2 Tobin_Q	<b>0.382</b>	1								
3 DUALITY	<b>-0.152</b>	<b>0.102</b>	1							
4 CMTE	<b>-0.140</b>	<b>0.140</b>	<b>-0.114</b>	1						
5 DBLA	<b>-0.111</b>	<b>0.226</b>	-0.098	0.098	1					
6 BIG4	<b>0.196</b>	<b>-0.251</b>	<b>-0.097</b>	-0.025	0.086	1				
7 SIZE	<b>-0.411</b>	<b>0.629</b>	<b>-0.332</b>	0.088	<b>0.139</b>	<b>0.098</b>	1			
8 ROA	<b>-0.128</b>	<b>0.366</b>	0.084	<b>0.194</b>	<b>0.165</b>	<b>0.163</b>	<b>-0.119</b>	1		
9 LEV	<b>-0.266</b>	<b>-0.126</b>	<b>-0.321</b>	<b>-0.026</b>	-0.062	<b>-0.168</b>	<b>0.577</b>	<b>-0.297</b>	1	
10 SALESG	-0.095	0.064	-0.053	0.120	0.031	0.063	0.071	<b>0.211</b>	0.100	1
11 SCORE	<b>-0.143</b>	0.215	<b>-0.150</b>	<b>0.155</b>	<b>0.107</b>	0.018	<b>0.211</b>	0.069	<b>0.108</b>	0.035

1) Definitions of variables are the same as those in the research model (1).

2) Correlations significant at the two-tailed 0.05 level are in bold.

한 결과를 보여준다.<sup>10)</sup> CEO 이중성(DUALITY), 지속가능위원회(CMTE) 존재, 복수의 외부검증(DBLA)이 부채조달비용(CoD)을 감소시키는 것을 관찰할 수 있다. 이 세 가지 변수는 ESG보고서에 대한 신뢰성 향상 메커니즘이 시장 평가를 개선함을 확인시켜 주었다. 반면에 BIG4에 의한 검증은 부채

조달비용(CoD)과 양의 관련성을 나타내었다(회귀계수 = 0.107,  $p < 0.001$ ). 또한 Tobin\_Q에 대해서는 CEO 이중성(DUALITY), 지속가능위원회(CMTE) 존재, 복수의 외부검증(DBLA)이 긍정적 영향을 미쳤으며 BIG4에 의한 검증은 부정적 연관성을 보여 주었다. BIG4에 의한 검증이 자본시장에 음(-)의 유

〈Table 4〉 Regression of Capital Market on Corporate Governance and Assurance

Variable	Full Sample		PSM Sample	
	Cost of Debt	Tobin_Q	Cost of Debt	Tobin_Q
Intercept	1.920*** (0.013)	6.931*** (0.755)	1.936*** (0.017)	6.283*** (0.189)
<i>DUALITY</i>	-0.039*** (0.014)	0.180** (0.093)	-0.075*** (0.019)	0.599** (0.201)
<i>CMTE</i>	-0.034* (0.016)	0.374*** (0.175)	-0.021*** (0.017)	0.318· (0.185)
<i>DBLA</i>	-0.027· (0.014)	0.518*** (0.147)	-0.039* (0.020)	0.869*** (0.208)
<i>BIG4</i>	0.107*** (0.031)	-1.215** (0.285)	0.123*** (0.030)	-1.087*** (0.317)
<i>SIZE</i>	-0.034*** (0.005)	0.565*** (0.039)	-0.026*** (0.006)	0.870*** (0.041)
<i>ROA</i>	-0.606*** (0.133)	4.629*** (0.580)	-0.612*** (0.136)	4.238*** (1.040)
<i>LEV</i>	0.015*** (0.003)	0.191*** (0.022)	0.016*** (0.003)	0.197*** (0.022)
<i>SALESG</i>	-0.056 (0.035)	0.227 (0.210)	-0.093 (0.041)	0.226 (0.211)
<i>SCORE</i>	-0.013 (0.008)	0.134· (0.073)	-0.014* (0.007)	0.179*** (0.053)
IND effects	Included	Included	Included	Included
YEAR effects	Included	Included	Included	Included
Adj. R <sup>2</sup>	0.315	0.760	0.322	0.758
F-value	10.76***	69.52***	9.62***	62.38***
Observations	342	336	104	102

1) Definitions of variables are the same as those in the research model (1). Robust standard errors in parentheses.

2) \*\*\*, \*\*, \*, and · indicate statistical significance at 0.1%, 1%, 5%, and 10%, respectively, in two-tailed tests.

3) The PSM Sample is a propensity score matched sample as described in the text.

10) 종속변수 CoD와 Tobin\_Q에 대한 샘플 크기가 다른 것은 후자의 경우 비상장기업이 일부 포함되어 있기 때문이다.

의한 반응을 나타내는 것은 BIG4 보다 비회계법인(예: 컨설팅 법인)이 테스트 및 보고에 대한 접근 방식이 더 전문적이고 덜 보수적이므로 지속가능성 실무를 개선하는 방법을 제시한다는 Farooq & de Villiers(2019)의 결과와 일치한다.

통제변수에 대한 결과는 대부분 선행연구와 일치한다. 결과를 보면 부채조달비용(CoD)이 낮은 기업과 Tobin\_Q가 높은 기업은 규모(SIZE)가 크고, 수익성(ROA)이 높으며 레버리지비율(LEV)이 낮다는 것을 알 수 있다. 반면에 매출액증가율(SALESG), ESG등급점수는 예상과 달리 대체로 자본시장 효과와 유의한 관련성이 없다는 결과를 제시하고 있다.

이상의 분석 결과는 지배구조 및 외부검증과 자본시장 효과 사이에 상당히 긍정적인 연관성을 보여준다. 그러나 이 결과는 변수의 생략이나 자기선택의 문제 등으로 인해 내생성(endogeneity) 이슈 대상이 될 가능성이 있다. 이러한 우려를 완화하고 검증의 신뢰도를 높이기 위해 성향점수매칭(PSM: propensity score mapping) 분석을 실시한다(Lennox, Francis, Wang 2012). 이 기법은 실험집단과 대조집단에서 성향점수가 같은 피험자끼리 매칭하면 랜덤하게 배정된 것과 같은 효과를 가질 수 있다.

성향 점수 절차는 통합보고서를 발간하고 있는 기업과 발간하지 않는 기업을 대응시킨다. 이 접근법의 아이디어는 자본시장 반응 테스트를 수행할 때 다른 변수의 영향을 줄이기 위해 보고서의 신뢰성 향상 메커니즘을 설명할 수 있는 모든 관련된 변수에서 가장 적합한 대응 쌍(matched-pairs)을 찾는 것이다. 표본에서 각 연도의 성향 점수를 추정 한 후 52개의 대응 쌍으로 구성된 104개(Tobin\_Q의 경우는 102개)의 관측치 표본 크기를 얻었다.<sup>11)</sup> 대응 샘플

에서 실험집단과 대조집단 사이의 유의한 차이는 없었으며, 이 최종 대응 샘플을 사용하여 자본시장에 설명변수(지배구조, 외부검증)가 미치는 영향을 재추정한 결과 Full sample에서 나타난 설명변수의 모두 추정계수 크기와 부호가 유의미하게 유사하다는 것을 확인하였다. 그것은 분석 결과가 성향점수 매칭 방법을 사용하여 견고하다는 것을 나타낸다.

성향점수매칭 표본을 도출하는데 사용된 변수에 대한 lag 값을 이용한 2-stage IV regression으로 추정하여도 동일한 결과를 발견하였다.

ESG보고서 공시 정보의 신뢰성 향상 메커니즘에 대한 실증연구에서는 개별 설명변수뿐만 아니라 이들의 상호작용을 추정하는 것이 중요하다. 신뢰성 향상 메커니즘의 유효성은 서로 다른 설명변수가 서로 어떻게 상호작용하는지에 따라 달라지기 때문이다. <Table 5>에서는 종속변수인 부채조달비용(CoD)에 대해 각각의 선택된 신뢰성 향상을 위한 내부 지배구조 및 외부 메커니즘 간의 상호작용 효과를 보여준다. 일반적으로 <Table 4>에서와 같이 부채조달비용(CoD)에 미치는 설명변수의 개별 효과에 대한 결과는 비슷하다. 그러나 서로 다른 상호작용을 포함할 때 변수 간의 보완(complementary) 및 대체(substitution) 효과가 상이하게 나타났다.

구체적으로 보면 지배구조 중에서 CEO 이중성(DUALITY)의 존재가 대내외 신뢰성 향상 메커니즘의 효과를 강화하는 결과를 보였다. 예를 들어 모형6에서 CEO 이중성(DUALITY)은 지속가능위원회 존재와의 사이에서 상호작용이 긍정적이고 유의미하다는 것을 나타낸다(회귀계수 = -0.468 p < 0.05). 모형 6의 경우, CEO 이중성(DUALITY)과 부채조달비용(CoD)의 직접적인 관계에 비해 이사회 내에

11) 대응표본(matching)을 구성할 때 실험집단과 통제집단의 성향점수 차이(caliper distance)를 10%로 설정하였다.

〈Table 5〉 Regression of Cost of Debt on Corporate Governance and Assurance

Variable	Model1	Model2	Model3	Model4	Model5	Model6
Intercept	1.362*** (0.098)	1.365*** (0.755)	1.383*** (0.098)	1.383*** (0.098)	1.364*** (0.097)	1.358*** (0.097)
<i>DUALITY</i>	-0.019 (0.015)	-0.017 (0.015)	-0.013 (0.015)	-0.011 (0.016)	-0.017 (0.015)	-0.016 (0.016)
<i>CMTE</i>	-0.041* (0.020)	-0.033 (0.026)	-0.039* (0.019)	-0.040* (0.019)	-0.021 (0.017)	-0.019 (0.024)
<i>DBLA</i>	-0.032· (0.019)	-0.027· (0.015)	-0.026· (0.013)	-0.027· (0.013)	-0.030* (0.013)	-0.031* (0.013)
<i>BIG4</i>	0.086** (0.026)	0.087** (0.026)	0.131** (0.043)	0.112** (0.034)	0.086** (0.029)	0.089** (0.026)
<i>DBLA*DUALITY</i>	0.112 (0.092)					
<i>DBLA*CMTE</i>		-0.446 (0.276)				
<i>DBLA*BIG4</i>			-0.113* (0.055)			
<i>DUALITY*BIG4</i>				-0.152** (0.055)		
<i>CMTE*BIG4</i>					-0.891* (0.438)	
<i>CMTE*DUALITY</i>						-0.468· (0.257)
<i>SIZE</i>	-0.035*** (0.005)	-0.035*** (0.005)	-0.033*** (0.005)	-0.034*** (0.005)	-0.035*** (0.005)	-0.035*** (0.005)
<i>ROA</i>	-0.584*** (0.139)	-0.582*** (0.139)	-0.576*** (0.139)	0.560*** (0.138)	-0.581*** (0.139)	-0.568*** (0.139)
<i>LEV</i>	0.018 (0.015)	0.015 (0.012)	0.015 (0.012)	0.014 (0.012)	0.014 (0.012)	0.015 (0.012)
<i>SALESG</i>	-0.019* (0.036)	-0.019** (0.035)	-0.019** (0.035)	-0.021** (0.035)	-0.025** (0.036)	-0.019** (0.035)
<i>SCORE</i>	-0.011 (0.008)	-0.011 (0.008)	-0.011 (0.009)	-0.010 (0.008)	-0.011 (0.009)	-0.011 (0.009)
IND effects	Included	Included	Included	Included	Included	Included
YEAR effects	Included	Included	Included	Included	Included	Included
Adj. R <sup>2</sup>	0.248	0.249	0.252	0.251	0.248	0.255
F-value	8.79***	8.81***	8.95***	8.93***	8.79***	9.06***
Observations	342	342	342	342	342	342

1) Definitions of variables are the same as those in the research model (1). Robust standard errors in parentheses.  
2) \*\*\*, \*\*, \*, and · indicate statistical significance at 0.1%, 1%, 5%, and 10%, respectively, in two-tailed tests.

지속가능위원회가 있는 경우 CEO 이중성(DUALITY)과 부채조달비용(CoD) 결정 간의 관계가 강화되는 것으로 나타났다(회귀계수 =  $-0.016 - 0.468 = -0.484$ ).

또한 모형 3, 4, 5에서 외부 메커니즘 중에서 BIG4에 의한 검증의 존재가 대내외 신뢰성 향상 메커니즘의 효과를 강화하는 결과를 보였다. BIG4에 의한 검증은 각각 복수의 외부검증(DBLA), CEO 이중성(DUALITY) 및 지속가능위원회 존재와의 사이에서 상호작용이 발생하여 부채조달비용(CoD)에 긍정적이고 유의미한 효과를 가져다주었다. BIG4에 의한 검증과 CEO 이중성(DUALITY)이 부채조달비용에 미치는 개별 효과를 보면 CEO 이중성이 부채조달비용(CoD)의 감소 확률을 높이는 반면(계수 =  $-0.019$ ,  $p < 0.15$ ), BIG4에 의한 검증(비회계법인에 의한 검증)이 부채조달비용을 증가(감소)시키는 것으로 나타났다(계수 =  $0.086$ ,  $p < 0.01$ ).<sup>12)</sup> 이들 변수의 상호작용은 음의 유의미함을 보여준다(계수 =  $-0.112$ ,  $p < 0.01$ ). 이러한 계수를 고려하면 BIG4 검증이 증가(비회계법인에 의한 검증이 감소)할 경우 CEO 이중성과 부채조달비용 사이의 관계가 약화된다(계수 =  $0.086 + (-0.112) = -0.026$ )는 결과를 초래한다. 이것은 파워 있는 CEO일수록 외부검증 서비스 제공자로서 BIG4 회계법인보다 컨설팅 기업을 선호한다는 Oware & Mallikarjunappa (2020)의 결과와 일치한다.

따라서 우리는 ESG보고서 신뢰성 향상을 위한 기업의 결정에 유의적인 영향을 미치는 BIG4에 의한 검증과 나머지 세 가지 신뢰성 향상 변수인 복수의 외부검증(DBLA), CEO 이중성(DUALITY), 지속

가능성위원회(CMTE)의 존재 사이에 보완성이 있고 또한 CEO 이중성(DUALITY)과 복수의 외부검증(DBLA) 사이에도 보완성이 있음을 보여줌으로써 가설 4, 5, 6에서 제안된 주장을 대체로 뒷받침한다.

〈Table 6〉에서는 기업지배구조와 외부검증의 결합이 Tobin\_Q에 미치는 영향을 보여준다. 먼저 CEO 파워를 대표하는 CEO 이중성(DUALITY)이 보고서의 신뢰성을 개선시키기 위해 외부검증(BIG4에 의한 검증, 복수의 외부검증)을 선호하며 이것이 자본시장(Tobin\_Q)에 긍정적 반응을 일으킨다는 것을 실증하였다. 예를 들어 모형7에서는 CEO 이중성이 존재하고 복수의 외부검증(지속가능성에 대한 제3자 검증과 온실가스배출 인증의 병행)이 뒤따를수록 Tobin\_Q에 미치는 영향은 복수의 외부검증과 Tobin\_Q 사이의 직접적인 관계에 비해 증가하였다(회귀계수 =  $0.481 + 0.027 = 0.508$ ). 또한 복수의 외부검증과 BIG4에 의한 검증이 각각 개별적으로 가치 관련성에 긍정적 영향을 미쳤으며, 이 두 가지 검증 요인이 결합하여 해당 기업이 투자자들로부터 긍정적인 평가를 받으며 결과적으로 자본시장에 대해 시너지 효과를 보여주었다. 그러나 흥미로운 것은 지속가능위원회(CMTE)의 존재는 나머지 세 가지 신뢰성 향상 변수인 복수의 외부검증, BIG4에 의한 검증, CEO 이중성(DUALITY)과의 사이에 동시에 작동하지 않아 보완성이 아닌 대체(substitution) 효과의 존재를 뒷받침한다. 이는 다른 요인에 비해 지속가능위원회(CMTE)의 역할에 한계가 있음을 보여주는 것이다. 전반적으로 〈Table 5〉와 〈Table 6〉의 결과를 통해 내부 지배구조 및 외부 메커니즘이 독립적으로 작동

12) 이 결과를 보다 직관적으로 해석하면 BIG4에 의한 검증이 부채조달비용(CoD)에 미치는 회귀계수 부호가 양수이므로, BIG4가 아닌 비회계법인(예: 컨설팅 법인)에 의한 검증이 부채조달비용(CoD)을 감소시키고 따라서 비회계법인에 의한 검증과 복수의 외부검증(DBLA), CEO 이중성(DUALITY) 및 지속가능위원회 존재가 결합할 때 부채조달비용(CoD)을 감소시키는 효과가 강화된다는 것이다.

〈Table 6〉 Regression of Tobin's Q on Corporate Governance and Assurance

Variable	Model7	Model8	Model9	Model10	Model11	Model12
Intercept	1.920*** (0.013)	-6.823*** (0.665)	-6.511*** (0.669)	-6.788*** (0.678)	-6.820*** (0.667)	-6.819*** (0.667)
<i>DUALITY</i>	0.039*** (0.014)	0.210* (0.102)	0.170 • (0.101)	0.216* (0.108)	0.222* (0.102)	0.188 • (0.112)
<i>CMTE</i>	0.034* (0.016)	0.280 (0.188)	0.061 (0.138)	0.082 (0.140)	0.068 (0.142)	0.017 (0.162)
<i>DBLA</i>	0.027 • (0.014)	0.419*** (0.102)	0.292** (0.091)	0.339*** (0.091)	0.342*** (0.090)	0.348*** (0.090)
<i>BIG4</i>	-0.107*** (0.031)	-0.187 (0.185)	-0.519 • (0.309)	-0.276* (0.127)	-0.119 (0.215)	0.170 (0.190)
<i>DBLA*DUALITY</i>	0.481** (0.178)					
<i>DBLA*CMTE</i>		-0.327 (0.210)				
<i>DBLA*BIG4</i>			1.053** (0.389)			
<i>DUALITY*BIG4</i>				1.201* (0.609)		
<i>CMTE*BIG4</i>					0.240 (0.403)	
<i>CMTE*DUALITY</i>						0.173 (0.213)
<i>SIZE</i>	0.844*** (0.036)	0.850*** (0.037)	0.833*** (0.037)	0.852*** (0.037)	0.853*** (0.037)	0.854*** (0.037)
<i>ROA</i>	6.226*** (0.752)	6.386*** (0.761)	6.402*** (0.760)	6.356*** (0.767)	6.384*** (0.766)	6.391*** (0.765)
<i>LEV</i>	-0.208*** (0.012)	-0.205*** (0.012)	-0.202*** (0.012)	-0.204*** (0.012)	-0.204*** (0.012)	-0.204*** (0.012)
<i>SALESG</i>	0.008 (0.019)	0.013 (0.019)	0.021 (0.029)	0.012 (0.019)	-0.013 (0.014)	0.012 (0.019)
<i>SCORE</i>	0.131** (0.057)	0.143* (0.058)	0.139* (0.057)	0.140* (0.058)	0.141* (0.057)	0.143* (0.058)
IND effects	Included	Included	Included	Included	Included	Included
YEAR effects	Included	Included	Included	Included	Included	Included
Adj. R <sup>2</sup>	0.707	0.701	0.706	0.698	0.686	0.699
F-value	52.84***	51.63***	52.85***	51.04***	51.12***	51.63***
Observations	336	336	336	336	336	336

1) Definitions of variables are the same as those in the research model (1). Robust standard errors in parentheses.

2) \*\*\*, \*\*, \*, and • indicate statistical significance at 0.1%, 1%, 5%, and 10%, respectively, in two-tailed tests.

하는 것보다 다양한 신뢰성 향상 메커니즘을 효과적으로 묶는 것이 개별 메커니즘보다 자본시장 반응을 파악하는데 보다 유용한 수단이 됨을 알 수 있다. 즉 개별 메커니즘을 서로 결합해 묶으로써 자본시장 반응에 영향을 줄 수 있는 최적의 구성을 찾을 수 있고 이를 근거로 지배구조의 문제점이나 외부검증 방식을 개선한다는 것이다.

#### 4.3 추가분석 (외부보고서 유형의 조절효과)

지속가능성 보고서는 일반적으로 ESG 성과에 중점을 두는 반면, 통합보고서는 기업의 전략, 성과 및 이해관계자와의 관계를 보다 포괄적으로 제시한다. 통합 보고는 사회적 책임의 투명성을 개선하고 기업이 시간이 지남에 따라 투자자, 고객, 직원 등 이해관계자들에게 기업의 지속가능성 성과가 기업의 장기적인 가치 창출에 어떻게 기여하는지를 이해하는 데 도움이 된다. 따라서 가치 관련성 측면에서 통합보고서가 지속가능성 보고서보다 더 유용할 수 있다.

Permatasari & Narsa(2022)는 두 유형의 보고서 중 어느 보고서가 투자자에게 더 가치가 있는지 분석하여 지속가능성 보고서가 통합보고서보다 가치 관련성이 더 높은 것을 보여 주었다.<sup>13)</sup> Reimsbach et al.(2018)에서도 지속가능성 보고서에 비해 통합보고서의 경우 제3자 검증 효과가 약하게 나타남을 실험을 통해 입증했다. 그것은 지속가능성 보고서가 ESG 전반에 걸친 광범위한 독자를 가지고 있으며 이에 비해 통합보고서는 주주, 금융기관, 증권거래 담당자를 주로 대상으로 하기 때문이다. 궁극적으로, 지속가능성 보고서와 통합보고서 중 어느 것이 가치

관련성이 더 높은지는 기업의 특정 상황에 따라 다르다(Herbert & Graham, 2018).

본고에서는 통합보고서 정보가 지속가능성 보고서에서 찾은 정보보다 자본시장에 더 유의한 효과를 미치는지를 분석하였다. 추가분석에서는 <Table 5, 6>에서 공통적으로 자본시장과 유의한 관련이 나타난 CEO 이중성, 복수의 검증, BIG4에 의한 검증의 상호작용에 의해 자본시장에 미치는 효과가 보고서 유형(통합보고서이면 1 아니면 0)에 따라 차이가 있는지를 검토했다.

<Table 7>의 결과를 보면 전체적으로 통합보고서를 발행하는 기업(IR=1)보다 지속가능보고서를 발행하는 기업(IR=0) 쪽이 부채조달비용이 낮고 Tobin\_Q는 높게 나타났다. 다음으로 ESG보고서 정보의 신뢰성 향상 메커니즘 결합이 자본시장에 미치는 효과가 ESG보고서(확장된 외부보고서) 유형에 따라 달라지는지를 분석하였다. 예를 들어 CEO 이중성이 있고 동시에 BIG4가 아닌 비회계법인에 의한 외부검증을 실시한 ('DUALITY=1'∩'BIG4=0') 기업의 부채조달비용은 지속가능보고서를 발행하는 기업 쪽이 낮게 나타났으며 Tobin\_Q는 높게 나타났다. 또한 CEO 이중성이 존재하고 동시에 복수의 검증이 아닌 단수의 검증이 이루어지고 이 검증이 BIG4가 아닌 비회계법인에 의해 실시된 ('DUALITY=1'∩'DBLA=0'∩'BIG4=0') 기업의 부채조달비용은 지속가능보고서를 발행하는 기업 쪽이 낮게 나타났으며 Tobin\_Q는 높게 나타났다. 이러한 결과는 지속가능성 보고서가 통합보고서에 비해 제3자 검증 효과가 강하게 나타난다는 Reimsbach et al. (2018)의 결론과 상당 부분 일치한다.

13) 다만 기업 보고 양식과 회계정보가 상호작용할 때는 통합보고서에 포함된 정보가 회계정보의 중요성을 강화할 수 있기 때문에 통합보고서의 정보는 지속가능성 보고서에서 찾은 정보보다 더 관련성이 높을 수 있다고 설명하였다.

〈Table 7〉 Types of ESG Report and Capital Market Response

Variable	Cost of Debt		
	ESG Report Type=1	ESG Report Type=0	Diff. t-test
Full Sample	1.932(0.118) n=142	1.888(0.148) n=200	t stats:3.109***
DUALITY(1)∩BIG4(0)	3.108(0.813) n=58	2.744(1.058) n=106	t stats:2.277**
DUALITY(1)∩DBLA(0)∩BIG4(0)	3.107(0.814) n=38	2.692(0.866) n=54	t stats:2.324**
Variable	Tobin_Q		
	ESG Report Type=1	ESG Report Type=0	Diff. t-test
Full Sample	1.025(0.538) n=142	1.203(0.590) n=200	t stats:2,842***
DUALITY(1)∩BIG4(0)	1.113(0.747) n=58	1.323(0.695) n=106	t stats:1.802*
DUALITY(1)∩DBLA(0)∩BIG4(0)	0.944(0.340) n=38	1.163(0.515) n=54	t stats:2,428**

- 1) Report Type 1 if the firm belongs to IR(integrated reports) and 0 otherwise. Standard deviation in parentheses. DUALITY is dummy variable, defined as 1, when CEO and chairman of the board are the same person and 0 when they are not. DBLA is dummy variable, defined as 1, when the firm has double assurance report(sustainability assurance and greenhouse gas certificate) and 0 otherwise. BIG4 is dummy variable if the firm is audited by a Big4 audit firm, 0 otherwise(consulting firm).
- 2) \*\*\*, \*\*, and \* indicate statistical significance at 1%, 5%, and 10%, respectively, in two-tailed tests.
- 3) The symbol ∩ is defined as the set composed of all elements that belong to both A and B.
- 4) Test results are identical when we use non-parametric tests for differences in the median

이 이외에 환경민감산업(에너지 다소비산업)에 속하는지의 여부에 따라 기업지배구조와 외부검증 변수 간의 상호작용이 자본시장에 미치는 효과가 달라지는지 분석했다. 유일하게 환경에 민감한 산업에 속한 기업에서 복수의 검증과 Tobin\_Q 간의 긍정적인 관련성을 보였으나 대부분의 지배구조와 외부검증 간의 결합 효과는 유의하게 나타나지 않았다.

## V. 결론과 시사점

본 연구에서는 확장된 외부 보고서(ESG보고서)를 대상으로 공시 정보의 신뢰성을 향상시키는 메커

니즘(지배구조와 외부검증)의 구현 및 메커니즘 주체(제공자) 간의 커뮤니케이션 품질이 정보 비대칭을 줄이는 데 도움을 주고, 이것이 자본시장에 긍정적 효과를 미치는지에 대한 실증분석을 실시하였다. 이 연구는 두 개의 하위 부분으로 구성된다. 첫째 부분은 어떠한 신뢰성 향상 메커니즘이 각각 자본시장에 어느 정도 영향을 미치는지를 검토하고 두 번째는 이들 관련 메커니즘의 성공 여부는 관련 주체(제공자)의 강력한 지원과 참여에 달려 있으므로 이들 간의 동기화된 상호작용(결합)이 자본시장에 미치는 효과를 실증하였다.

ESG보고서 공시 내용의 신뢰성 향상 요인인 기업 지배구조(CEO 이증성, 지속가능위원회)와 외부검증(복수의 외부검증, BIG4에 의한 검증)이 자본시장에

미치는 효과를 산업 및 연도 고정 효과를 통제하여 추정한 결과를 요약하면 다음과 같다. 먼저 CEO 이증성, 지속가능위원회 존재, 복수의 외부검증의 세 가지 변수는 부채조달비용(CoD)을 감소시키고 Tobin\_Q는 증가시켜 시장 평가를 개선함을 확인시켜 주었다. 반면에 BIG4에 의한 검증은 부채조달비용과 Tobin\_Q에 대해 각각 양(+)과 음(-)의 관련성을 나타내었다. ESG보고서 공시 정보의 신뢰성 향상 메커니즘 간의 상호작용의 효과를 보면 지배구조 중에서 CEO 이증성은 지속가능위원회와 결합함으로써, 그리고 BIG4에 의한 검증은 각각 CEO 이증성, 복수의 외부검증 및 지속가능위원회 존재와의 사이에서 상호작용 함으로써 부채조달비용을 감소시키는 효과를 강화하였다. 메커니즘 간의 상호작용이 Tobin\_Q에 미치는 영향을 보면 강력한 파워의 CEO(이증성)는 보고서의 신뢰성 개선을 위해 외부검증(BIG4에 의한 검증, 복수의 외부검증)을 선호하며, 복수의 외부검증과 BIG4에 의한 검증의 결합은 투자자로부터 긍정적 평가를 받아 이것이 자본시장(Tobin\_Q)에 긍정적 반응을 일으키는 것을 보여주었다. 흥미롭게도 지속가능위원회의 존재는 나머지 세 가지 신뢰성 향상 변수와의 사이에 결합으로 인한 시너지 효과가 나타나지 않았다. 추가분석에서는 외부보고서의 유형에 따라 신뢰성 향상 메커니즘 결합이 자본시장에 미치는 효과는 미약하게 지속가능보고서 채택 기업이 통합보고서 발행 기업보다 큰 것으로 확인되었다.

본 연구의 분석 결과는 ESG보고서의 신뢰성 향상 메커니즘과 자본시장 반응의 관계를 다룬 최초의 연구로서 여러 가지 실질적 시사점을 갖는다. 전반적으로 실증분석 결과를 통해 내부 지배구조 및 외부 검증 메커니즘이 독립적으로 작동하는 것보다 다양한 신뢰성 향상 메커니즘을 효과적으로 묶는 것이 자본시장 반응을 파악하는데 보다 유용한 수단이 될 수

있다는 것이다. 즉 각각의 신뢰성 구축 메커니즘을 서로 결합해 봄으로써 어떠한 조합이 시너지 효과를 일으켜 자본시장에 긍정적 반응을 가져오는지 최적의 구성을 찾을 수 있다. 또한 분석 결과는 외부보고서 정보의 신뢰성 향상을 위해 기업 지배구조 규정과 외부검증의 개선을 위한 제도적 지원을 제공하는 데 있어 투자자, 정부, 정책 입안자 및 공공 기관의 역할과 실천에 유용한 자료를 제공해 준다. 이런 제도와 검증 표준을 구현하기 위한 제도적 압력의 근거를 마련해줄 수도 있다. 나아가 외부 검증과 같은 신뢰성 향상 시스템을 선호하고 추진하는 이사회 구성(CEO 파워, 지속가능위원회 등)을 이해하면 ESG 관련 정책 입안자가 검증 결정과 관련하여 기업 지배구조 규정의 결합 영역을 식별하는 데 도움이 될 수 있을 것이다.

본고의 증거는 ESG보고서 정보의 신뢰성과 보고서의 가치를 높이는 기업의 내부 지배구조와 외부 검증 메커니즘과 관련된 장점(효과)을 뒷받침하고 새로운 관점에서 흥미로운 결과를 제공하지만 신중하게 해석되어야 할 필요가 있다. 본 연구의 데이터와 방법론에는 몇 가지 특정한 한계가 있다. 무엇보다 대규모 기업 풀의 데이터를 이용할 수 없어 향후 연구에서는 결과의 일반화를 위해 해외 표본을 포함하는 수집 원천의 확대가 필요하다. 외부보고서 유형에 따른 신뢰성 향상 메커니즘과 자본시장 반응의 관련성 분석에 있어서도 본 연구 샘플 기업의 경우 상당수가 실제 보고서 내용과 관계없이 외부보고서의 명칭을 통합보고서라고 자의적으로 사용한 기업이 있으나 기존의 지속가능성 보고서와 의미 있는 차이나 특성을 명확하게 확인하기 어렵다는 한계가 있다. 이와 더불어 향후에는 다른 내부 및 외부 신뢰성 향상 메커니즘의 구성요인을 발굴하고 이들 간의 보완성과 대체성을 탐구하는 것도 권장된다.

## 참고문헌

- Al-Rassas, A. H., and H. Kamardin(2016), "Earnings quality and audit attributes in high concentrated ownership market," *Corporate Governance*, 16(2), pp.377-399.
- Al-Shaer, H. and M. Zaman(2018), "Credibility of sustainability reports: The contribution of audit committees," *Bus Strat Env*, 27, pp. 973-986.
- Al-Shaer, H. and M. Zaman(2019), "CEO Compensation and sustainability reporting assurance: Evidence from the UK," *Journal of Business Ethics*, 158(1), pp.233-252.
- Baalouch, F., Ayadi, S. D., and K. Hussainey(2019), "A study of the determinants of environmental disclosure quality: Evidence from French listed companies," *Journal of Management and Governance*, 23(4), pp.939-971.
- Banbhan, A., A. Hussain, and F. Nizamani(2019), "The Relationship between CEO Characteristics & External Auditing Quality: A Longitudinal Assessment," *Global Economics Review*, 4 (IV), pp.141-156.
- Barth, M. E., S. F. Cahan, L. Chen, and E. R. Venter(2017), "The economic consequences associated with integrated report quality: Capital market and real effects," *Accounting, Organizations and Society*, 62, pp.43-64.
- Benschop, W.(2017), "How Do Investors Value Assurance on Corporate Social Responsibility (CSR) Reports? Evidence from European Listed Companies," Master's Thesis, Radboud University, Nijmegen, The Netherlands.
- Belkhir, M.(2009), "Board of directors' size and performance in the banking industry," *Int J Manag Financ*, 5(2), pp. 201-221.
- Bifulco, G. M., R. Savio, F. Paolone, R. Tiscini(2023), "The CSR committee as moderator for the ESG score and market value," *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Forthcoming.
- Boiral, O., Heras-Saizarbitoria, I., Brotherton, M. C., and J. Bernard(2019), "Ethical issues in the assurance of sustainability reports: Perspectives from assurance providers," *Journal of Business Ethics*, 159(4), pp.1111-1125.
- Brown-Liburd, H., and V. L. Zamora(2015), "The role of corporate social responsibility (CSR) assurance in investors' judgments when managerial pay is explicitly tied to CSR performance," *Auditing*, 34(1), pp.75-96.
- Burke, J. J., R. Hoitash, and U. Hoitash(2019), "The heterogeneity of board level sustainability committees and corporate social performance," *Journal of Business Ethics*, 154, pp.1161-1186.
- Cho, C. H., G. Michelon, D. M. Patten, and R. W. Roberts(2014), "CSR report assurance in the USA: An empirical investigation of determinants and effects," *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 5(2), pp. 130-148.
- Clarkson, P. Li, Y. Richardson, G. and A. Tsang (2019), "Causes and consequences of voluntary assurance of CSR reports: International evidence involving Dow Jones Sustainability Index Inclusion and Firm Valuation," *Account. Audit. Account. J.* 32, pp.2451-2474.
- Cohen, J. R., and R. Simnett(2015), "CSR and assurance services: A research agenda," *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 34(1), pp.59-74.

- Corrado, M., P. Demartini, and J. Dumay(2019), "Assurance on Integrated Reporting: A Critical Perspective: Antecedents and Perspectives for Organizations and Stakeholders," In book: *Integrated Reporting*.
- Dharmastuti, C, and S. Wahyudi(2013), "The Effectivity of Internal and External Corporate Governance Mechanisms Towards Corporate Performance," *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(4), pp.132-139.
- Dienes, D., R. Sassen, and J. Fischer(2016), "What are the drivers of sustainability reporting? A systematic review," *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 7(2), pp. 154-189.
- Elmaghrabi, M. E.(2021), "CSR committee attributes and CSR performance: UK evidence," *Corporate Governance*, 21(5), pp.892-919.
- Eisenberg, T., S. Sundgren, and M. T. Welis(1998), "Larger board size and decreasing firm value in small firms," *J Financ Econ*, 48, pp.35-54.
- Farooq, M. B. and C. DeVilliers(2019), "Understanding how managers institutionalise sustainability reporting: evidence from Australia and New Zealand," *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 32(5), pp.1240-1269.
- García-Sánchez, I. M., N. Hussain, S. Khan, and J. Ferrero(2022), "Assurance of corporate social responsibility reports: Examining the role of internal and external corporate governance mechanisms," *Corp Soc Responsib Environ Manag*, 29, pp.89-106.
- Gray, R.(2006), "Social, environmental and sustainability reporting and organisational value creation? Whose value? Whose creation?," *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 19(6), pp.793-819.
- Gruitt, B.(2023), "Emissions auditing and verification for third-party GHG assurance," <https://www.sustain.life/blog/>
- Guluma, T. F.(2021), "The impact of corporate governance measures on firm performance: the influences of managerial overconfidence," *Futur Bus J*, 7(1), pp.50.
- Hoang, H., and S. Y. Phang(2021), "How does combined assurance affect the reliability of integrated reports and investors' judgments?," *European Accounting Review*, 30(1), pp. 175-195.
- IOD(2009), *The King Code of Governance for South Africa (2009)* and *King Report on Governance for South Africa (King-III)*, Lexis Nexus South Africa, Johannesburg.
- IAASB(2020), *Proposed Non-Authoritative Guidance Extended External Reporting (ESG보고서) Assurance*.
- IAASB(2021), *Non-authoritative guidance on applying ISAE 3000 (Revised) to Extended External Reporting (EER) assurance engagements*.
- IFRS(2022), News, *ISSB unanimously confirms Scope 3 GHG emissions disclosure requirements with strong application support, among key decisions*.
- IIA(2013), *Position Paper: The three Lines of Defense in Effective Risk Management and Control*.
- IIA(2020), *Discussion Paper "The Iia's three Line Model"*.
- IIRC(2014), *The International <IR> Framework*.
- Jackling, B., and S. Johl(2009), "Board structure and firm performance: Evidence from India's top companies," *Corporate Governance: An International Review*, 17, pp.492-509.
- Jeriji, M., and A. Nasfi(2022), "The value relevance of mandatory sustainability reporting assu-

- rance," *South African Journal of Accounting Research*, 37(2), pp. 122-138.
- JICPA(2021), *Review of Issues for Improving the Usefulness and Reliability of Corporate Information Disclosure*, Special Committee of Corporate Information Disclosure and Governance.
- Jo, H., and M. A. Harjoto(2011), "The causal effect of corporate governance on corporate social responsibility," *Journal of Business Ethics*, 106, pp.53-72.
- Kilic, M. and C. Kuzey(2018), "Determinants of forward-looking disclosures in integrated reporting," *Manag. Audit. J.*, 33, pp.115-144.
- Kordsachia, O.(2020), "A risk management perspective on CSR and the marginal cost of debt: empirical evidence from Europe".
- KPMG(2022), *Survey of Sustainability Reporting 2022*, KPMG JAPAN.
- KPMG(2020), *The KPMG Survey on Non-financial Reporting 2020, 2021*.
- Lennox, C. S., J. R. Francis, and Z. Wang(2012), "Selection Models in Accounting Research," *The Accounting Review*, 87(2), pp.589-616.
- Li, Y., M. Gong, X. Y. Zhang, and L. Koh(2018), "The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: The role of CEO power," *British Accounting Review*, 50(1), pp.60-75.
- Liao, L., L. Teng (Philip), and Y. Zhang(2018), "Corporate board and corporate social responsibility assurance: Evidence from China," *Journal of Business Ethics*, 150(1), pp.211-225.
- Liu, Z., B. Ouyang, X. Sun(2015), "CEO Power and Auditor Choice," *International Journal of Finance & Banking Studies*, 4(4), pp.44-51.
- Maniora, J.(2017), "Is integrated reporting really the superior mechanism for the integration of ethics into the core business model? An empirical analysis," *Journal of Business Ethics*, 140(4), pp.755-786.
- Maroun, W.(2020), "A conceptual model for understanding corporate social responsibility assurance practice," *Journal of Business Ethics*, 161(1), pp.187-209.
- Maso, L. D., G. J. Lobo, F. Mazzi, and L. Paugam (2020), "Implications of the joint provision of CSR assurance and financial audit for auditors' assessment of going-concern risk," *Contemporary Accounting Research*, 37(2), pp.1248-1289.
- Mubeen, R., D. Han, J. Abbas, S. Álvarez-Otero, and M. S. Sial(2021), "The Relationship Between CEO Duality and Business Firms' Performance: The Moderating Role of Firm Size and Corporate Social Responsibility," *Front. Psychol*, 12, pp. 669-715.
- Muttakin, M. B., A. Khan, and D. G. Mihret(2018), "The effect of board capital and CEO power on corporate social responsibility disclosures," *Journal of Business Ethics*, 150(1), pp.41-56.
- Oware, K. M. and T. Mallikarjunappa(2021), "Assurance service and performance. Effect of CEO characteristics," *Meditari Accountancy Research*, 29(1), pp.39-59.
- Panwar, R., S. Nawani, and V. Pandey(2018), "Legislated CSR: A brief introduction," *Corporate Social Responsibility*, 2, pp.133-146.
- Pearce, J. A. II and 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.

- Peters, G. F. and A. M. Romi(2015), "The association between sustainability governance characteristics and the assurance of corporate sustainability reports," *Auditing*, 34(1), pp. 163-198.
- Pham, N., K. B. Oh, and R. Pech(2015), "Mergers and acquisitions: CEO duality, operating performance and stock returns in Vietnam," *Pacific-Basin Finance J.* 35, pp.298-316.
- Prinsloo, A. and W. Maroun(2021), "An exploratory study on the components and quality of combined assurance in an integrated or a sustainability reporting setting," *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 12(1), pp.1-29.
- Reimsbach, D., R. Hahn, and A. Gurturk(2018), "Integrated reporting and assurance of sustainability information: An experimental study on professional investors' information processing," *European Accounting Review*, 27(3), pp.559-581.
- Rodrigue, M., M. Magnan, and C. H. Cho(2013), "Is environmental governance substantive or symbolic? An empirical investigation," *Journal of Business Ethics*, 114(1), pp.107-129.
- Seidenstein, T.(IAASB Chair)(2021), *Assurance standards keeping pace on non-financial reporting*.
- Sharma, S., D. Sharma, and B. Litt(2018), "Environmental Responsibility, External Assurance, and Firm Valuation," *Auditing: A Journal Of Practice & Theory*, 37(4), pp. 207-233.
- Shaukat, A., Y. Qiu, and G. Trojanowski(2016), "Board attributes, corporate social responsibility strategy and corporate environmental and social performance," *Journal of Business Ethics*, 135(3), pp.569-585.
- Singh, S., N. Tabassum, T. K. Darwish, and G. Batsakis(2018), "Corporate governance and Tobin's Q as a measure of organizational performance," *Br. J. Manag.* 29, pp.171-190.
- Simnett, R., S. Zhou, and H. Hoang(2016), "Assurance and other credibility enhancing mechanisms for integrated reporting," In C. Mio(Eds.), *Integrated Reporting: A New Accounting Disclosure* (pp.269-286). London: Palgrave Macmillan UK.
- Velte, P. and M. Stawinoga(2020), "Do chief sustainability officers and CSR committees influence CSR-related outcomes? A structured literature review based on empirical quantitative research findings," *Journal of Management Control*, 31(4), pp.333-377.
- Venter, E. R. and L. van Eck(2021), "Research on extended external reporting assurance: Trends, themes, and opportunities," *Journal of International Financial Management & Accounting*, 32(1), pp.63-103.
- Youn, H., N. Hua, and S. Lee(2015), "Does size matter? Corporate social responsibility and firm performance in the restaurant industry," *Int. J. Hospitality Manag.* 51, pp.127-134.
- Zhou, S., R. Simnett, and W. Green(2017), "Does Integrated Reporting Matter to The Capital Market?," *Abacus*, 53(1), pp.94-132.
- Zhou, S., R. Simnett, and H. Hoang(2019), "Evaluating combined assurance as a new credibility enhancement technique," *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 38(2), pp.235-259.
- Zhou, S.(2022), "Reporting and Assurance of Climate-Related and Other Sustainability Information: A Review of Research and Practice," *Australian Accounting Review*, 32(3), pp.315-333.

- 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 cost management, strategic management accounting, environmental accounting, and ESG management.
- The author Mi-Hwa Choi is currently a 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, valuation, accounting education, and Edutech.
- The author Su-Jeon Ryu is currently a lecturer in the Department of Business Administration, Kyungsoong University. She received her Ph. D. in the Department of Business Administration from Pusan National University. The author's main research areas are management accounting, executive compensation, and CSR.