

시장은 기업의 윤리 수준에 관심이 있는가? Does the Market Care About the Ethical Standards of Firms?

김희주(주저자) · 이종은(교신저자) · 유현정(공저자)
Heeju Kim(First Author) · Jong Eun Lee(Corresponding Author) · Hyunjeong Yoo(Co-Author)

성균관대학교 Sungkyunkwan University(khj1210@skku.edu)
성균관대학교 Sungkyunkwan University(jelee2012@skku.edu)
한국조세재정연구원 Korea Institute of Public Finance(hj21051012@skku.edu)

본 연구에서는 윤리적 결함기업의 습관적인 비윤리적 행태와 공시 정보의 질 사이의 유의적인 음(-)의 관계를 제시한 선행 연구를 토대로 시장참여자 관점에서 기업의 윤리정보가 공시의 질을 판단하는 도구로 활용되는지를 실증분석으로 검증하였다. 분석은 윤리위험의 수준을 세분화(확정적 윤리위험: 윤리스캔들 공시, 잠정적 윤리위험: 조세회피수준)하여 윤리정보로 정의하고, 해당 정보의 특성에 따라 공시정보에 대한 시장반응이 차별적인지 검증하였다. 분석 결과, 잠정적 윤리위험이 높은 경우 애널리스트 이익예측오차 및 주가에측과리도도 측정된 예측오차가 증가하지만, 확정적 윤리위험정보와 결합된 잠정적 윤리위험은 애널리스트 예측오차를 낮추는 것으로 나타났다. 또한, 비기대이익 및 ESG 성과 개선 등 호재성 정보공시라 하더라도 윤리위험 수준이 높은 기업의 공시정보는 시장에서 유의한 반응이 없음을 확인하였다. 이러한 결과는 윤리정보가 기업과 시장참여자 간의 정보비대칭을 감소시킬 뿐만 아니라 기업의 공시정보의 신뢰성을 포함한 전반적인 질적 수준을 사전적으로 판단하는데 활용됨을 지지하는 결과로 해석될 수 있다. 본 연구는 윤리위험기업의 공시정보의 특징을 제시한 기존 연구에서 더 나아가 윤리위험기업의 특징을 학습한 시장이 윤리정보를 다른 공시정보를 해석하는데 활용하고 있음을 시사한 연구라는 측면에서 공헌점과 차별성을 갖는다.

주제어: 윤리위험, 차별적 시장반응, 정보비대칭, 잠정이익, ESG 성과

This study investigates the role of ethical information in enhancing the reliability of disclosed data. We test whether the market recognizes the patterns in unethical firms and reacts differently to their disclosures, such as unethical events or high tax avoidance. Based on previous research, which links habitual unethical behavior to low-quality disclosures in ethically deficient firms, we find that preliminary ethical risk (e.g., tax avoidance) helps reduce information asymmetry. Furthermore, even when provisional ethical risk information is provided alongside preliminary ethical risk, it continues to reduce information asymmetry. However, we also find that good news disclosed by unethical firms, such as increased provisional earnings or high ESG scores, does not result in significant market reactions (abnormal returns or abnormal trading volumes). These results suggest that when ethical information is disclosed in advance, the market has time to assess its credibility, thereby making the information valuable for interpreting other disclosures. This research contributes to the literature by demonstrating that ethical information is used by the market to assess the credibility of other disclosed information.

Keyword: ethical risk, differential market reaction, information asymmetry, provisional earnings, ESG Score

1. 서론

국내외를 막론하고 최근의 공시 변화는 전반적으로 재무 및 비재무 정보 확대 추세를 보이지만, 공시 항목의 증가와 공시내용의 복잡성이 반드시 공시정보의 질 향상으로 이어지는 것은 아니다(Brown and Hillegeist 2007; Keller and Staelin 1987). Chen et al.(2022)은 공급자의 왜곡된 정보(defective information)가 시장 실패(제품선택 실패)를 초래하며 도덕적 해이와 제품의 정보 비대칭이 공존하는 상황에서 정보이용자의 의사결정 실패 확률이 상대적으로 높다고 이론적으로 설명하였으며, Lang and Lundholm(1996)은 공시되는 재무 및 비재무정보의 질이 높을수록 애널리스트 이익예측 정확성이 증가한다고 언급한다. 즉, 공시 정보의 양이 증가하더라도 정보의 질이 낮으면 오히려 정보비대칭이 증가할 수 있어 질적으로 우수한 정보의 공시 확대 상황에서만 정보비대칭 해소 효과를 기대할 수 있기 때문에, 정보이용자는 제공된 정보의 질을 판단하기 위한 노력을 투입할 가능성이 있다. 본 연구에서는 정보의 양이 증가하고 내용도 복잡해지는 최근의 환경 변화 속에서 다양한 공시정보에 제한된 시간을 분배(할당)해야 하는 정보이용자의 상황(Lu 2022; Hirshleifer and Teoh 2003)을 고려하여, 정보이용자가 공시 정보의 질을 사전적으로 선별할 가능성이 있다고 예상하고, 선행연구를 토대로 선별하는 기준은 기업의 윤리(도덕성) 수준과 관계가 있을 것으로 기대하였다(Godfrey 2005; Francis and Armstrong 2003).

기업의 윤리 수준과 정보의 질 간 밀접한 관계를 시사한 선행연구를 살펴보면, 기업윤리수준(Ethical level of firms)과 정보의 질 간 관계를 제시한 연구(Ma 2009), 애널리스트의 기업분석 대상이 거버넌스 및 운영 등 전반으로 확대됨을 보인 연구(Gullapalli 2004), 윤리정보가 기업 성과(Godfrey 2005; Francis and Armstrong 2003) 뿐만 아닌 조세회피 수준과도 관련성 높음을 제시한 연구(홍지연&김수인 2021; Chang and Choi 2017; Francis et al. 2022) 등이 있다. 이를 토대로, 본 연구에서는 정보의 신뢰성 측면에서 주요한 역할을 하는 기업의 윤리정보가 정보비대칭 축소 및 공시의 질을 판단하는 도구(tool)로 활용될 수 있는지를 시장참여자의 관점에서 실증 분석하였다.

일반적으로 기업의 윤리수준은 외부에서 관찰되기 어렵기 때문에 본 연구에서는 해당 수준을 Cormier and Magnan(2017)의 위험윤리지표¹⁾를 활용하여 윤리위험 관점에서 정의하였다. 만약, 정보이용자가 기업이 공시하는 정보를 해석할 때 기업의 윤리정보를 활용한다면 불공정거래, 횡령 등으로 이미 윤리위험이 확정적으로 높은 경우와 잠정적으로 의심이 되는 경우 각각에서 윤리정보의 활용 수준은 다를 수 있을 것이다. 따라서, 본 연구에서는 윤리수준의 활용 분석을 윤리위험정보에 대한 정보이용자의 반응을 조사한 후 윤리위험확정 여부에 따라 확정적 또는 잠정적 윤리위험정보로 세분화하여 각 정보에 대한 시장반응이 차별적인지를 검증하는 방법으로 수행하였다. 본 연구의 분석에 사용된 잠정윤리위험은 선행연구를 토대로 조세회피 수준(양혜연&노길관 2019; Dyreng et al. 2010; Avi-Yonah 2008; Christensen

1) Cormier and Magnan(2017)에서는 ethical failure라는 관심 지표를 설정하여 분석하였는데 본 연구에서는 윤리적 문제로 인한 제재(불공정, 횡령 등 ethical violation 중심)로 13개의 위험요소의 결합으로 제시하였다. 이를 토대로 본 연구에서는 공시정보에서 윤리와 연관된 제재항목을 고려하였다.

and Murphy 2004)으로 설정하였고, 확정윤리위험은 윤리적 결함사건인 제재정보 공시(Cormier and Magnan 2017)로 설정하였다. 한편, 정보이용자의 의사결정 시 윤리정보를 활용하는가에 대한 검증은 정보비대칭 변화와 공시정보에 대한 시장의 반응으로 확인하였다. 정보비대칭은 윤리위험과 정보비대칭 변화를 검증했던 선행연구(Cormier and Magnan 2017)에서 사용한 애널리스트 이익예측오차와 주가에측과리도를 사용하였고, 공시정보에 대한 시장의 반응은 선행연구(Kimbrough and Louis 2011; Callen et al. 2023; Adams Bonaimé 2015)를 따라 정보공시일의 초과수익률과 비정상거래량으로 검증하였다.

분석 결과, 정보이용자는 윤리정보에 반응하되 윤리위험 수준에 따라 차별적으로 반응하는 것으로 관찰되었다. 구체적으로, 정보비대칭 측면에서는 잠정 윤리위험의 경우 선행연구(Cormier and Magnan 2017)와 유사하게 정보비대칭을 더욱 높이지만 확정 윤리위험 및 확정윤리위험과 함께 제공된 잠정윤리위험은 정보비대칭을 낮추는 것으로 나타났다. 공시정보에 대한 반응 측면에서는 시장은 윤리적으로 결함이 없는 기업의 초과 잠정이익 공시에 대해서만 가치정보로 반응하는(초과수익률 및 거래량 증가) 결과를 나타내 윤리위험 수준에 따른 차별적 시장 반응이 확인되었다.

본 결과는 과도한 경영자 보상을 잠정윤리위험의 대응치로 사용하거나 윤리수준을 윤리위험이 아닌 존경받는 최고경영자와 같은 긍정적 윤리정보를 사용

하여 회귀분석을 재실행한 분석에서도 동일한 결과가 관찰되었다. 추가분석에서는 공시항목의 증가에도 불구하고 해석의 어려움²⁾이 있는 ESG 성과정보의 반응도 검증하였으며, 분석 결과 윤리위험이 높은 기업의 ESG 성과(점수)에 대해 부정적인 시장 반응(음(-)의 수익률)을 확인하였다. 이러한 결과는 시장은 우수한 윤리기업의 공시정보에는 더욱 유의하게 반응하지만, 비윤리기업 공시정보의 경우 ESG 성과 개선 등 긍정적인 정보라 하더라도 유의한 반응이 없거나 부정적인 반응이 나타남을 제시하여 기업의 윤리 수준에 따른 시장의 차별적 반응을 지지하는 것으로 해석될 수 있다.

본 연구의 가설 검증 및 추가분석 결과는 기업의 윤리정보가 정보이용자의 공시정보 해석에서 중요한 역할을 하고 있음을 시사하며, 시장이 확정윤리위험과 같이 기업의 윤리위험을 사전적으로 확인할 수 있을 때 유의한 정보비대칭 감소를 보여 정보이용자가 정보의 질을 판단하는 과정에 정보제공자인 기업의 윤리 정보가 고려됨을 암시한다. 그동안 경영자를 포함한 기업의 윤리를 공시정보의 질과 연결하여 검토했던 주요 연구는 이론연구와 제한적 실증분석 연구가 있었다. 먼저, 이론적으로는 경영자의 보상이 외부요인(주가)이 아닌 내부요인(경영자 역량)에 의해 설정되어야 함에도 현실적으로 개인의 이익과 연결되어 스톡옵션 회계처리 조정 가능성³⁾을 경영진의 윤리적 갈등 측면에서 설명한 연구가(Angel and McCabe 2008) 있었고, 실증분석 연구로는 Francis and

2) 선행연구에서는 ESG 성과에 대한 해석이 재무적인 목적(자금조달) 달성을 위한 수단(Boffo and Patalano 2020; Amel-Zadeh and Serafeim 2018)과 윤리적 수준(임형주&최종서 2013; 이동하&나영 2021)의 의미를 모두 제시하여 ESG 성과(점수)에 대한 판단의 어려움을 시사한다.

3) APB(Accounting Principles Board) 25에 따라 스톡옵션을 주식가치 전부 비용 인식하는 내용에서 내재가치 한정 비용인식으로 바뀌는 회계기준이 윤리적 이슈와 연결되어 이익조정으로 이어질 가능성을 언급한다(내재가치 인식 시 이사회(경영진)는 외부에서 알기 어려운 행사가액, 배당, 이자율 등을 통해 실제로는 가치가 있는 옵션을 내재가치 0인 옵션으로 수정할 수 있다고 언급). 그리고, 본 현상의 원인을 투자자 및 경영진의 이익과 윤리적 기준 간 딜레마로 설명하였다.

Armstrong(2003)에서는 윤리수준이 기업의 위험관리와 관련이 있음을 제시하고, Cormier and Magnan(2017)에서는 윤리실패기업(Ethical Fail)의 정보 비대칭과 시장의 부정적 평가를 제시했다. 그러나, 본 연구는 윤리정보가 사전적으로 검토될 가능성을 시사한 선행연구(Dhaliwal et al. 2012; Ma 2009)를 발전시켜 기업의 윤리정보가 다른 공시정보의 질을 판단하는데 유용한 도구(tool)로 사용될 가능성을 예상하고, 이를 실증분석으로 검증한 연구라는 점에서 차별성을 갖는다. 특히, 유사한 관점의 실증분석 연구(Cormier and Magnan 2017)와 비교해 보더라도, 본 연구는 윤리위험⁴⁾ 정보를 정보비대칭 대리 지표와 동일시점(t)이 아닌 사전적 정보(t-1)를 고려하고 윤리정보의 특성(확정위험 vs. 잠정위험)을 구분하여 공시정보의 질 판단 시 윤리정보의 활용 차이를 제시하였다는 점에서 의미를 갖는다. 더 나아가 윤리위험 기업의 특징을 학습한 시장이 윤리정보를 다른 공시정보를 해석하는데 활용하고 있음을 시사한 실증분석 연구라는 측면에서 관련 문헌 연구에 공헌할 것으로 기대된다.

이하에서 본 논문의 구성은 다음과 같다. II절에서는 이론적 배경 및 선행연구를, III절에서는 연구 설계, IV절에서는 실증분석 결과를 기술하고 V절에서는 추가 분석 그리고 마지막 VI절에서는 본 연구의 결론과 한계점을 기술하였다.

II. 이론적 배경 및 선행연구

2.1 정보의 양과 정보 비대칭

최근의 공시 변화는 전반적으로 재무 및 비재무 정보 확대 추세를 보인다. 재무 공시의 경우 2011년 국제회계기준(International Financial Reporting Standards, 이하 IFRS) 도입 이후 지속적인 기준서 제·개정을 통해 주식 공시사항이 확대되었고, 외부감사⁵⁾에 관한 법률 개정으로 외부감사 관련 공시 사항도 증가하였다. ESG 공시의 경우 2000년 글로벌이니셔티브 주도로 시작된 초기 비재무 정보 공시에서 현재 전·후방 가치(영향) 정보를 포함하는 공시⁶⁾로 확대되었고, EU(2024회계연도)와 미국(2025회계연도)에 이어 우리나라도 의무 공시(2025회계연도)를 예정하고 있어 관련 공시는 더욱 강화될 것으로 보인다. 그러나, 최근의 재무 및 비재무 공시의 증가 추세 이후 정보의 질 해석은 더욱 어려워지고 있는데, 우리나라를 포함한 ESG 의무 공시 예정 국가들은 현재 일관된 공시지침 수립에 난항을 겪고 있으며,⁷⁾ IFRS 도입에 의한 원칙중심 회계처리 적용 및 확대된 주식공시의 경우 작성 지침 및 해석 측면에서 갈등이 지속되고 있다.⁸⁾

선행연구에 따르면 일반적으로 정보의 확대는 정보비대칭을 해소하지만(Bian et al. 2023; Laura

4) Cormier and Magnan(2017)에서는 13개의 윤리적 결합을(Table 7 and Appendix, (1)근로자 관련 법령위반, (2)인종 또는 성 차별, (3)가격 설정 시 무역 관련 법령 위반, (4)아동 노동력 착취, (5)불공정 경쟁 벌금부과, (6)안전 및 인권 관련 상품 기업, (7)허위 광고, (8)산업 스파이, (9)영향력 행사, (10)사기, (11)부정부패, (12)불법정치자금, (13)뇌물) 그리드 조합으로 설정하고 윤리실패로 정의하였다.

5) 주식회사 등의 외부감사에 관한 법률 전면 개정(2017.10.31), 동법 시행령 전부 개정(2018.10.30) 및 동법 시행규칙 전부 개정(2018.11.1)

6) IASB, '기후 관련 기타 불확실성의 재무제표 반영 사례 제시(2024.7.31.)'

7) 한국거래소, '글로벌 ESG 공시 논의 동향 및 시사점 (2023.05)'

8) 금융감독원 보도설명자료 중 '계약, 바이오 기업의 개발비 회계처리 감독지침에 대해 추가 설명드립니다.(2022.9.27.)' '삼성생명의 유배당 계약자 배당금 회계처리는 검토 중으로 확정되지 않았습니다.(2022.12.22.)'

et al. 2022; Dye 1986; Verrecchia 1983), 단순한 정보의 양은 정보비대칭을 해소할 수 없다고도 (Brown and Hillegeist 2007; Butler et al. 2007; Keller and Staelin 1987) 언급한다. Brown and Hillegeist(2007)는 질이 높은 정보일수록 소수의 이해관계자(informed investor, analyst 등)에게만 정보를 제공하기 때문에 정보의 양은 적다고 언급하였고, Keller and Staelin(1987)은 소비자 의사결정의 효과성 측면에서 정보의 질은 긍정적인 역할을 하지만 정보의 양은 부정적인 역할을 함을 이론과 실험연구를 토대로 제시하였다. 최근의 실증분석 연구에서도 이와 유사한 관점의 증거가 확인되는데, McMullin et al.(2019)은 의무적 수시공시 항목 증가가 규제의 취지와 다르게 가치관련성 개선 효과가 없음을 보였으며, Bao et al.(2019)은 자발적 공시 내용에서 부정적 공시를 의도적으로 숨기려는 경향이 있음을 입증하여 공시 증가가 정보이용자에게 가치 있는 정보의 증가를 의미하는 것이 아닐 수 있음을 시사한다.

최근 강화되는 ESG 및 CSR 공시 역시 활동 강화(공시 정보 증가)가 항상 가치정보로 해석될 수 없을 가능성을 시사하는 연구 결과가 관찰된다. 구체적으로, Boffo and Patalano(2020) 및 Friede et al.(2015)는 ESG 활동이 실제 ESG 경영 측면보다는 재무적인 목적(자금조달 등)과 유의한 관계가 있다고 제시하고, Davis et al.(2016)에서는 세금이야말로 기업의 사회적 책임수준을 볼 수 있는 지표임에도 불구하고 CSR 또는 ESG 활동 우수기업의 조세회피와 세금로비 가능성이 높음을 나타내 본래 속성과는 다르게 관련 활동이 기업의 기회주의적 행동 및 실리 추구하고 밀접한 관계가 있을 가능성을 시사한다.

따라서, 지속적인 공시 정보의 양이 증가하는 환경

은 정보이용자가 의사결정에 활용할 정보의 범위를 증가시켜 정보비대칭을 줄이는데 기여할 수 있지만, 이로 인해 정보이용자가 정보해석을 위해 투입하여야 할 시간이 증가하고, 특히 검증이 어렵고 복잡한 정보의 경우에는 경영자의 의도를 파악하기가 쉽지 않아 정보비대칭 감소에 유의한 영향을 미치지 못하거나 도리어 증가할 가능성이 공존할 수 있다.

2.2 경영자 윤리와 윤리위험

윤리수준이나 윤리정보는 눈에 보이지 않는 내재적 정보이지만 외부에 실현되는 정보의 질을 결정하는 핵심 기준으로 작용하므로(Olubusola et al. 2024; Payne et al. 2019) 가치정보가 될 수 있다. 선행 연구에서는 정보의 원천인 경영자와 정보의 신뢰성을 검증해야 하는 전문가의 윤리적 정보의 경우 더욱 파급효과가 크다고 제시하지만(Hameed et al. 2024; Karmańska 2017), 동시에 윤리수준이 미치는 범주나 영향을 객관화하기는 어려운 한계점도 언급한다(Mullen and Klimaitis 2021).

지금까지 연구들을 살펴보면 경영자 윤리(Ethical Leadership)를 경영자 개인과 조직 내의 윤리적 의사결정 구조를 포함하여 정의하며(Brown et al. 2005), 윤리 주요 지표는 경영자 관점에서 진실성, 신뢰성, 공정성(integrity, responsibility, fairness)으로, 조직 측면에서는 주주와의 지속적인 관계를 형성하는 문화 또는 기업성과에 따라 좌우되지 않는 원칙 및 규칙 중심의 의사결정 구조(Elsenbeiss et al. 2015)로 보고하고 있다. 한편, 윤리적 수준을 위험요소를 통해 검증한 연구도 관찰되는데, Cormier and Magnan (2017)에서는 13개 지표의 윤리적 결함정보를 토대로 정의한 윤리실패기업(Ethical Fail)의 특징을 에널리스트 이익예측오차와 주가예측과리도를 사용하

여 정보비대칭으로 검증하였고, Dyreng et al.(2010)은 합법적인 세금 절감이라는 긍정적인 측면과 위법한 세금 포탈의 부정적인 측면을 모두 함축하는 조세 회피를 중심으로 비윤리적 기업의 특징을 제시한다. 세금과 기업윤리 간의 관계를 비교한 연구들은 기업 윤리가 조세 회피(양해연&노길관 2019; 홍지연&김수인 2021; Chang et al. 2017; Francis et al. 2022) 뿐만이 아니라, 조세정책(이혜미&홍장목 2021)과도 연결됨을 보이며 윤리수준이 세무의사결정과 유의한 관계가 있음을 시사하고 있다.

본 연구에서는 윤리 수준을 객관화하기 어렵다는 점(Mullen and Klimaitis 2021)과 위험지표를 중심으로 윤리위험 기업의 특성을 제시한 선행연구(Cormier and Magnan 2017; Dyreng et al. 2010)를 토대로 경영자를 포함한 기업의 윤리 수준에 대한 시장의 인식은 관찰 가능한 윤리위험을 중심으로 이루어질 가능성이 높을 것으로 가정하고 윤리 수준을 윤리위험 관점에서 검토하였다.

2.3 경영자 윤리와 정보 비대칭

Downar et al.(2017)에서는 공시확대 환경이 항상 가치관련성 개선을 가져오는 것이 아닌 모니터링 강화가 함께 존재할 때 가치관련성 증가가 나타난다고 언급하고, 이동하&나영(2021)에서는 경영자의 내면적 특성이 공시의 질에 영향을 미칠 가능성이 높다고 제시한다. 또한, 선행연구에 따르면, 경영자의 윤리정보는 개인의 이해관계 뿐만이 아니라 조직문화의 통로로서 정보의 질과(Downar et al. 2017; Godfrey 2005; Lin and Wu 2014; Ren et al. 2020), 위험관리(Francis and Armstrong 2003)

등 경영 의사결정에도 영향을 줄 수 있다. 즉, 경영자의 윤리정보는 정보 자체로서 의미를 가질 수도 있지만 다른 정보를 해석하는 도구로서 정보비대칭에 영향을 미칠 가능성도 있다.

게임이론(Rasmusen 2013)의 균형(equilibrium)은 참여자(player) 간 조정할 유인(incentive)이 없는 안정된 상태를 의미하며 균형의 실패는 경제적 손실로 이어질 수 있다. 만약, 경영자가 제공하는 공시정보의 양을 시장의 균형 관점으로 해석해 본다면 경영자는 정보이용자(수요자)에게 공시정보(제품)를 제공하는 공급자가 되며, 제공되는 정보 수준은 공급자와 수요자 모두 이익을 얻을 수 있는 균형에서 결정될 것이다. 즉, 공시 정보가 공급자와 수요자 모두에게 적절하다면 균형은 유지될 것이나, 공급자 또는 수요자 중 일방의 이익이 강조된다면 경제적 손실(정보비대칭)이 나타날 수 있다. Chen et al.(2022)의 이론연구에서는 공급자의 내재적 특성(inherent quality, 윤리)을 통제 한 이후 순수한 도덕적 해이 발생은 소비자의 의사결정 실패로 이어지지 않지만 도덕적 해이와 제품의 정보 비대칭이 공존하는 상황에서는 의사결정 실패로 이어짐을 보여 윤리수준이 정보의 예측 측면에서 활용될 수 있음을 나타낸다.

2.4 선행연구와의 차이

지금까지 경영자 윤리와 관련된 연구는 윤리정보 접근의 제한, 실증분석의 어려움 등으로 주로 실험연구, 설문조사 또는 이론적 검토 연구로 진행되었다. 제한적으로 수행된 실증분석 연구들은 윤리적 특성(Global Economic Policy Forum 2013⁹⁾)을 파악할 수 있는 윤리 실추 사건을 중심으로 윤리적으로

9) 본 포럼에서 윤리는 총 8가지 항목(8 P's)에서 논의될 수 있음을 제시하였다. (1) 원칙(Principles of ethics), (2) 참여(Participation through access for all), (3) 사람들(People and their rights and obligations), (4) 직업(Profession and the codes of ethics),

결함이 있었던 기업의 특성을 검토한 연구(Cormier and Magnan 2017; Angel and McCabe 2008; Baucus and Dworkin 1994)들이 많았다. 그러나, 최근 윤리정보의 중요성을 시사한 연구가 증가하면서 윤리적 수준과 경영성과를 연결한 연구(Ezenwakwelu et al. 2024; Gorfie and Wube 2023)가 확대되고 있으며, 기존 윤리수준과 환경활동 간 관계(Ren et al. 2020) 또는 윤리정보와 공시행태의 관계(Francis and Armstrong 2003) 등 윤리수준이 의사결정과 관련이 있을 가능성을 지지하는 연구들이 다양하게 확인된다.

그럼에도 불구하고, 정보이용자가 의사결정 과정에서 경영자의 윤리정보를 활용함을 실증분석으로 검증한 연구는 찾기 어렵다. 본 연구는 선행연구에서 제시한 기업의 고정적 윤리 성향, 즉 불법행위가 있었던 기업에서 향후 불법행위가 다시 나타날 습관적 행위 가능성(Kesner et al. 1986)과 비윤리적 기업의 공시 행태(Downar et al. 2017; Francis and Armstrong 2003)를 토대로 경영자의 윤리적 행태를 시장이 학습했을 것으로 예상하고 실증분석으로 검증한 연구로 차별성이 있다. 공시 정보가 증가하는 환경에서 정보이용자가 학습한 정보를 의사결정 과정에서 활용한다면(Lu 2022; Hirshleifer and Teoh 2003), 공시 정보를 사전에 선별하는 과정이 실증분석을 통해 나타날 것이다. 본 연구는 공시정보의 질을 판단할 때 시장참여자가 정보제공자의 윤리수준을 고려한다면 동일한 정보라 하더라도 윤리수준 및 윤리정보의 질에 따라 반응은 차별적일 수 있을 것으로 예상하여 시장참여자의 의사결정 과정

에 초점을 두고 실증분석으로 검증한 연구로 의미가 있다. 이와 더불어, 전반적인 기업의 윤리위험 증가는 관련 기업의 공시 정보 해석이나 질에 미치는 영향 뿐만이 아닌 시장 전반의 공시정보에 대한 신뢰성과 가치관련성 감소 측면으로도 작용할 수 있음을 시사한 연구라는 측면에서 시사점이 있을 것으로 사료된다.

III. 연구 설계

3.1 경영자 윤리

선행연구에서는 경영자 윤리를 객관적으로 측정하는 것은 어렵지만, 윤리적 결함 수준이 높을 때 나타나는 불법사건 및 공시 자료를 토대로 직·간접적으로 확인이 가능함을 제시한다(Cormier and Magnan 2017; Dyreng et al. 2010; Blanthorne and Kaplan 2008). 현재 우리나라 사업보고서와 감사보고서 공시자료를 통해 확인 가능한 윤리적 결함 지표로는 세금 추징(*EVASION*), 횡령(*EMBEZZLE*), 이사회 및 경영진을 대상으로 한 소송(*LITIGATION*) 사건¹⁰⁾을 꼽을 수 있다. 다만, 세금 추징과 관련한 측면에서는 해외 선행연구(Blanthorne and Kaplan 2008)에서 언급한 윤리적 수준이 탈세의 징조가 될 가능성을 언급한 측면과 달리 우리나라의 경우 사업보고서 공시에 포함된 결과가 대부분 정기 세무조사에 따른 적발 공시로 추정된다.

(5) 개인정보보호(Privacy), (6) 불법복제(Piracy), (7) 권력(Power of economic and political), (8) 정책(Policy the ethical relevance of the regulatory frame).

10) (1)세금추징은 감사보고서 법인세 주식 기재 사항에서, (2)횡령 및 (3)소송사건은 감사보고서 주석 또는 사업보고서 중 'XI. 그 밖에 투자자 보호를 위하여 필요한 사항'의 기재 사항에서 발췌하였다.

〈Table 1〉 Number of yearly listed firms with ethical failure disclosures.

Year	<i>EVADE</i>	<i>EMBEZZLE</i>	<i>LITIGATION</i>
2011	6	8	16
2012	22	37	6
2013	33	5	12
2014	24	18	12
2015	28	8	20
2016	19	19	25
2017	32	17	35
2018	19	23	33
2019	49	29	39
2020	26	26	48
2021	4	29	52
TOTAL	264	197	298

This table represents the number of firms with unethical cases in the annual report of listed firms.

〈Table 1〉에서는 2011년부터 2021년까지 우리나라 상장기업의 윤리적 결함사건 공시 현황을 제시하였다. 내용을 살펴보면 횡령(*EMBEZZLE*)은 2015년 이후 증가하고, 이사회 및 경영진을 대상으로 한 소송(*LITIGATION*) 역시 지속적인 증가 추세를 보여 자본시장의 급격한 성장과 함께 윤리 수준의 결함사건도 증가하는 추세를 나타낸다. 그러나, 세금 추징(*EVADE*)의 경우 앞서 언급한 바와 같이 공시된 세금추징은 정기 세무조사에 따른 세금추징으로 2020년과 2021년의 감소는 정부정책 기조¹¹⁾와도 관련이 있는 것으로 보인다.

3.2 가설 설정

3.2.1 윤리정보와 정보비대칭

선행연구에서는 윤리수준이 낮은 기업일수록 이익

조정할 가능성이 높고(김성혜&박하연 2018) 공시 정보의 질이 낮다고 언급(Cho and Jo 2009)하며, 애널리스트가 판단해야 할 정보가 복잡하거나 일반적이지 않은 경우 이익 및 주가에 측정확도가 낮아지는 특성이 있다고 제시(선우혜정 외 2010; Lang and Lundholm 1996; Elliott and Philbrick 1990)한다. 이를 고려할 때, 윤리적 결함수준이 높은 기업의 공시정보는 신뢰성이 낮거나 필수 정보를 충분히 제시하지 않을 가능성이 있으므로 선행연구(Cormier and Magnan 2017)에서 제시한 바와 같이 애널리스트 이익예측오차 및 주가에 측정과리도 또한 높을 수 있다(Dhaliwal et al. 2012). 그러나, 투자자가 경영자의 윤리적 결함이 가져올 부정적 영향을 인지하고 있다면, 본 정보를 의사결정 과정에서 활용할 수 있을 것이다. 이를 토대로, 본 연구에서는 선행연구에서 제시한 윤리적 위험이 높은 기업의 자의적 공시 가능성에 대한 증거와 함께 최근

11) 출처: 국세청 보도자료 '민생경제 지원 및 신중한 세무조사 운용을 통한 경제위기 극복 뒷받침'의 코로나 기간 세무조사 건수 감소내용

공시항목 증가 환경에서 관찰되는 투자자의 선별적 정보 활용 가능성(Lu 2022; Ma 2009; Hirshleifer and Teoh 2003)을 토대로 기업의 윤리정보가 다른 정보의 해석에 활용될 수 있을 것으로 기대하였다.

만약, 시장에서 기업의 윤리위험(윤리수준)이 공시 정보 질 하락과 유의한 관계가 있다는 일반적인 이해(학습)가 있었다면(prior belief), 기업의 윤리정보는 투자자 관점에서 공시정보의 질 판단에 유용한 정보가 될 수 있다. 그리고, 윤리정보가 다른 정보의 해석에 활용된다면 윤리위험정보의 명확성 수준에 따라 도구로서의 기능은 차별적일 것이다. 즉, 확인된 윤리정보가 명확한 윤리수준을 나타낸다면(확정윤리위험) 경영자의 윤리수준 판단이 용이할 것이지만, 잠정적으로 윤리수준이 낮을 가능성을 제시한다면(잠정윤리위험) 윤리수준 판단이 어려울 수도 있을 것이다. 즉, 확정윤리위험정보는 잠정윤리위험정보에 비해 정보의 활용도가 더욱 높을 것이므로 윤리위험 정보가 정보 비대칭에 미치는 영향은 확정 여부에 따라 다를 것이다.

이상의 논의를 토대로 다음과 같이 대립가설 형태의 가설 1을 설정하였다.

가설 1: 사전에 확인된 윤리위험정보는 정보비대칭을 낮출 것이며, 정보비대칭에 미치는 영향은 확정윤리위험정보가 잠정윤리위험정보에 비해 클 것이다.

3.2.2 윤리정보와 잠정이익에 대한 차별적 반응

본 연구에서는 애널리스트의 기업 윤리정보 검토의 이유가 선행연구에서 언급된 윤리위험과 공시정보 질 간 유의한 관계(Ogbomo et al. 2022; Masulis and Reza 2015; Giuli and Kostovetsky 2014;

Dhaliwal et al. 2012)와 관련이 있을 것으로 기대하였다. 즉, 애널리스트가 기업의 재무적 성과를 예측할 때 기업의 윤리를 고려(배성호 2014; 박정운 & 이미용 2003)하고, 시장에서 윤리적 결합기업의 공시 정보의 질이 낮다는 사전적 이해가 있으며, 자발적으로 정보를 공시하는 과정에서 경영자의 기회주의적 행동이 개입될 가능성이 높음을(Giuli and Kostovetsky 2014; Masulis and Reza 2015) 알고 있다면, 기업이 공시하는 자발적 가치정보에 대한 시장의 반응은 기업의 윤리위험수준에 따라 다를 수 있을 것이다. 이를 고려하여, 본 연구에서는 자발적 공시 항목 중 시장의 반응이 유의하게 높다고 제시된 가결산이익(잠정이익) 공시정보(백복현 외 2012; Aboody and Kasznik 2000; Ball and Brown 1968)를 검증 대상 공시 항목으로 선정하였다.

위의 논의에 의하면 잠정이익 공시 시점에서 가치 정보에 대한 유의한 시장 반응과 함께 경영자의 기회주의적 행태도 증가하므로(기도훈&박재환 2019; 김준현 2018), 시장은 잠정이익 공시정보의 질을 판단하고 해석할 때 기업의 윤리수준을 활용할 것으로 기대된다. 물론 윤리적 위험수준이 높은 기업이라 할 지라도 대내외적인 모니터링 강화를 통해 공시정보의 질을 적정 수준으로 가능성이 존재한다. 그러나, 윤리위험이 높은 경영자가 비윤리적 조직문화 형성에 기여하고(Bhagat and Jha 2024; Ezeigweneme et al. 2024), 비윤리적 기업의 직원 이직률이 일반 기업에 비해 6배 이상 높다는(Batstone 2003) 선행연구를 근거로 비윤리적 기업이 공시하는 이익의 질(이익지속성)은 상대적으로 낮을 것으로 예상된다.

상기 논의를 토대로 만약, 시장에서 이익정보의 질을 판단할 때 윤리정보를 도구로서 활용한다면, 윤리위험이 높은 기업이 제시하는 잠정이익 정보에 대해 시장은 유의한 반응을 보이지 않을 것으로 예상된다.

이에 본 연구에서는 결산 후 공시하는 주요 실적 정보이면서 확정 재무제표가 공표되기 전 기업이 스스로 공시하는 잠정이익(회계연도 종료 후 자발적으로 공시하는 결산 실적)에 대한 시장 반응은 기업의 윤리위험 수준에 따라 다를 것으로 기대하였다.

이상의 논의를 토대로 다음과 같이 대립가설 형태의 가설 2를 설정하였다.

가설 2: 윤리위험이 높은 기업의 잠정이익 공시에 대해 시장은 유의한 반응을 보이지 않을 것이다.

3.3 연구 모형

3.3.1 윤리정보와 애널리스트 예측오차 변화

가설 1의 윤리정보가 정보비대칭에 미치는 영향을 잠정윤리위험과 확정윤리위험으로 구분하여 검증하기 위해 회귀분석 모형 (1-1)과 (1-2)를 설정하였다. 본 연구에서는 선행연구(양해연&노길관 2019; 유지선&최기호 2017; 정준오&전병욱 2010; Dyreng et al. 2010)에서 조세회피가 윤리적 위험과 관련이 있지만 방향성을 특정하기 어려운 정보임을 제시하였기에, 이를 고려하여 잠정윤리위험은 조세회피(Hsu and Liu 2023; Davis et al. 2016) 수준으로 측정하였다. 분석 시 조세회피의 대용치는 관련 연구에서 가장 널리 사용되는 재량적 BTD(신영호 외 2017; Frank et al. 2009)를 사용하였고, 윤리위험 수준에 따른 영향을 구분하고자 재량적 BTD가 연도별 산업별 평균 대비 높은 집단을 잠정윤리위험이 높은 기업($HIGH_BTD = 1$)으로 분류하여 비교하였다. 확정윤리위험은 선행연구(Cormier and Magnan 2017)에서 제시한 윤리적 결함 사건으로 선정하되,

우리나라 공시자료에서 확인 가능한 세금 추징(*EVADÉ*), 횡령(*EMBEZZLE*), 이사회 및 경영진 상대로 한 소송(*LITIGATION*) 중 국내기업의 특수성(정기 세무조사에 따른 세금추징)을 반영하여 직접적인 윤리적 결함정보인 횡령(*EMBEZZLE*)과 경영진 대상 소송(*LITIGATION*)이 발생한 경우를 윤리위험집단을 구분하여 비교하였다(*LOW_E_All*, *LOW_E_Mgt*). 종속변수는 윤리수준과 정보비대칭 간 관계를 검토한 선행연구(Cormier and Magnan 2017)에서 정보비대칭의 대용치로 사용되고 있는 애널리스트 이익 예측오차수준(*ERROR*)과 주가예측과리도(*DISPARITY*)로 설정하였다. 그 밖에 선행연구에서 애널리스트 예측오차와 관련이 있다고 제시된 변수를 통제하였다.

만약, 윤리정보가 재무정보 해석에 활용된다면 확정윤리위험을 나타내는 변수 *EMBEZZLE*과 *LITIGATION*의 회귀계수 α_2 , α_3 는 각각 유의한 음(-)의 값을 가질 것이며, 잠정윤리위험과 확정윤리위험의 상호변수 *LOW_E*HIGH_BTD*의 회귀계수 β_3 는 유의한 음(-)의 값을 가질 것으로 예상된다.

$$\begin{aligned} ASYMMETRY_t = & \alpha_0 + \alpha_1*EVADÉ \\ & + \alpha_2*EMBEZZLE + \alpha_3*LITIGATION \\ & + \alpha_4*HIGH_BTD + \sum Controls \\ & + \varepsilon \end{aligned} \quad (1-1)$$

$$\begin{aligned} ASYMMETRY_t = & \beta_0 + \beta_1*LOW_E \\ & + \beta_2*HIGH_BTD + \beta_3*LOW_E*HIGH_BTD \\ & + \beta_4*EVADÉ + \sum Controls + \varepsilon \end{aligned} \quad (1-2)$$

$$\begin{aligned} \sum Controls = & SIZE, LOSS, Board_SIZE, \\ & LEV, ROA, BIG4, Lag_ERROR, CON, \\ & Follower, Foreign \end{aligned}$$

Variable definitions:

ASYMMETRY= ① or ②
 ① *ERROR* (|실제 EPS - 1개월 내 예측 EPS|/전기 증가)
 ② *DISPARITY* (1개월 이내 발표된 증권사별 최근 증가에 대한 적정 증가 컨센서스의 괴리율, (적정 증가/기준일증가 - 1))

EVADE = 1 if the firm discloses tax evasion, and 0 otherwise ;

EMBEZZLE = 1 if the firm discloses embezzlement, and 0 otherwise ;

LITIGATION = 1 if the firm discloses lawsuits against board or CEO, and 0 otherwise ;

LOW_E = *LOW_E_All* or *LOW_E_Mgt* ;
LOW_E_All = 1 if the firm discloses one of ethical issues (*EMBEZZLE*, *LITIGATION*, *EVADE*) for fiscal year *t*, and 0 otherwise ;
LOW_E_Mgt = 1 if the firm discloses one of the issues highly susceptible to managerial ethics (*EMBEZZLE*, *LITIGATION*) for fiscal year *t*, and 0 otherwise ;

SIZE = natural log of market value of equity ;

LOSS = 1 if negative net income for fiscal year *t*, and 0 otherwise ;

Board_SIZE = natural log of number of board members ;

LEV = ratio of total liability to total equity ;

ROA = net income divided by average total assets ;

BIG4 = 1 if the audit firm is in Big4

(PWC, Deloitte, KPMG, EY), and 0 otherwise ;

Lag_ERROR = analyst forecast error of prior year ;

CON = 1 if consolidation firm, and 0 otherwise ;

Follower = natural log of number of analyst follower ;

Foreign = foreign ownership ratio ;

BTD = book tax difference (follow Frank et al. 2009) ; and

HIGH_BTD = 1 if upper than median of *BTD* by same industry and year, and 0 otherwise.

3.3.2 윤리정보와 비기대 잠정이익에 대한 반응

가설 2의 윤리위험이 높은 기업이 자발적으로 공시한 비기대 이익정보에 대한 시장 반응을 검증하기 위한 모형은 선행연구(Kimbrough and Louis 2011; Callen et al. 2023; Adams Bonaimé 2015)를 토대로 회귀분석 모형 (2-1)과 (2-2)로 설정하였다. 모형 (2-1)과 (2-2)는 비기대 잠정이익(UX_{Prov_t})의 시장반응이 기업의 사전적 윤리정보($LOW_{E_{t-1}}$)인 확정윤리위험에 따라 다르게 반영되는지 검증하기 위한 모형으로, 시장의 반응을 볼 수 있는 지표를 구분하여 설정하였다. 먼저, (2-1)은 시장반응을 잠정이익 공시일(공시일, $t=0$) 전후 총 3일의 초과수익률($CAR_{-1,+1}$) 또는 Kimbrough and Louis(2011)에 따른 공시일 이후 3일간 초과수익률($CAR_{0,+2}$)로 설정한 모형이고, 모형 (2-2)는 잠정이익 공시에 따라 거래량이 차이(5일 평균 거래량 대비 증가한 규모)¹²⁾를 보이는지 검증하는 비정상 거래량(LN_{AbVol_t} ,

12) 비정상 거래량은 선행연구 Chang and Choi(2017) 및 여상은 외(2023)의 방법을 차용하여, 공시 시점 당일 거래량에서 공시 시점 이전 5일간의 평균거래량의 차이로 추정하였다. 본 연구에서는 선행연구와 달리 공시 시점 이전 기간을 5일로 설정하였는데, 이는

$Ratio_AbVol_t$)으로 설정한 모형이다. 만약, 시장이 자발적으로 공시한 호재성 정보인 비기대 잠정이익 (UX_Prov)이 사전적 윤리정보(LOW_E)인 확정윤리위험에 의해 축소해석·평가된다면 회귀계수 γ_3 , δ_3 은 유의하지 않거나 또는 유의한 음(-)의 값을 가질 것이다.

$$CAR_{-1,+1(0,+2)} = \gamma_0 + \gamma_1 * RANK(UX_Pv_t) + \gamma_2 * LOW_E_{t-1} + \gamma_3 * RANK(UX_Pv_t) * LOW_E_{t-1} + \sum Controls + \varepsilon \quad (2-1)$$

$$LN_AbVol_t = \delta_0 + \delta_1 * RANK(UX_Pv_t) + \delta_2 * LOW_E_{t-1} + \delta_3 * RANK(UX_Pv_t) * LOW_E_{t-1} + \sum Controls + \varepsilon \quad (Ratio_AbVol) \quad (2-2)$$

$$\sum Controls = SIZE_t, Board_SIZE_t, LEV_t, LOSS_t, BIG4_t, Foreign_t, ROA_t, CON_t, Follower_t, CAR_{t-1}$$

Variable definitions: Variables are as defined in equation 1, except

- $CAR_{-1,+1}$ = cumulative abnormal return from market model over 3days from announcement day -1 to day +1 ;
- $CAR_{0,+2}$ = cumulative abnormal return from market model over 3days from announcement day 0 to day +2 ;
- UX_Prov_t = provisional earnings per share after fiscal year end but before audit report date minus prior earnings per share divided by

the initial price ;

- $RANK(UX_Pv_t)$ = the quintile rank of UX_Prov_t within same industry and year ;
- LN_AbVol_t = natural logarithm of the announcement day trading volume minus the recent 5days average trading volume ; and
- $Ratio_AbVol_t$ = LN_AbVol divided by natural logarithm of the recent 5 days average trading volume.

3.4 표본 설정

〈Table 2〉에 표본 선정절차를 요약하였다. 표본 기업은 비금융 상장기업으로 하고, 표본기업은 유가증권 상장기업과 코스닥 상장 기업 중 비금융 상장기업으로 제한하였고, 표본기간은 IFRS 도입 이후인 2012년부터 2020년까지 총 9개 연도로 설정하였다. 실증분석에 사용된 변수(ESG 점수 포함) 누락 표본 및 2개년도 연속 주가 정보를 확인할 수 없는 표본 14,326개 기업-년을 제외하고, 감사의견이 적정이 아닌 2,147개 기업-년을 제외하여 최종 표본은 총 5,312개 기업-년으로 선정하였다. 다만, 본 연구에서 애널리스트 예측오차를 검증하는 분석 등은 전기를 포함한 애널리스트 컨센서스를 확인할 수 있는 기업으로 제한하고 애널리스트 추종 기관 2곳 이상인 기업을 대상으로 제한하여 1,373개 기업-년을 주된 표본으로 설정하였다.

ESG점수는 ESG기준원으로부터 별도 제공받은 자료를 사용하였고, 기타 재무 자료는 Data-Guide와 TS-2000, 감사보고서 및 사업보고서 주석자료에서 추출하였다. 분석을 위해 사용된 변수는 주식수익률을 제외한 모든 변수에 대하여 상·하위 1%의 극단치를 조정(winsorize)하였다.

〈Table 2〉 Sample Selection

Criteria	Number of firm-years
Firm-years of non-financial listed firms (KOSPI & KOSDAQ) from 2012 to 2020	21,785
Less : firm-years with missing variables ¹³⁾	(14,326)
Less : firm-years with qualified opinions	(2,147)
Final sample	5,312
analyst following firm-years	3,467
(1) follower = 1	(1) 2,094
(2) follower(at least two years) > 1	(2) 1,373
Others	1,845

This table summarizes sample selection procedure.

IV. 실증분석 결과

4.1 기술 통계

〈Table 3〉에서는 주요 변수의 기술통계량을 제시하였다. 먼저, Panel A의 전체 변수의 분포를 보면 주가예측과리도(DISPARIITY)의 평균은 약 0.071 이고 애널리스트 이익예측오차(ERROR)는 0.031로 확인되며, 애널리스트 추종 표본의 경우 주가예측과리도의 평균은 높지만(0.125 vs 0.071) 이익예측오차는 낮은 것(0.017 vs 0.031)으로 확인된다. 윤리위험 측면에서 보면 확정윤리위험은 각 항목별로 조세포탈 2%, 횡령 1.2%, 경영진 대상 소송은 약 0.9% 수준으로 나타나 전체에서 차지하는 비중이 높지 않으며 애널리스트 추종 표본의 경우 경영진 상대 소송이 전체 표본 대비 낮게(0.5%) 나타나 모니터링에 의한 차이로 추론된다.

한편, 잠정이익 공시 표본의 비중은 전체 대비 약

75% 수준으로 전체표본의 전기 대비 초과 잠정이익(UX_Prov_t)은 -0.14, 애널리스트 추종표본은 -0.06으로 확인된다. 잠정이익 공시일 전후 또는 이후 3일간 초과수익률(CAR_{0+2} , CAR_{-1+1})의 경우 전체 표본은 잠정이익 공시일 전후 3일간 초과수익률(CAR_{-1+1})과 공시일 이후 3일 간 초과수익률(CAR_{0+2}) 간 차이(0.004 vs 0.001)가 나타나지만 애널리스트 추종그룹은 유사하고 상대적으로 높게(0.005) 확인된다. 잠정이익 공시일의 최근 5일간 거래량 대비 비정상 거래량 수준은(LN_AbVol_t) 애널리스트 추종 표본(0.112)이 전체 표본(0.036) 대비 3배 가까이 되며 비중($Ratio_AbVol_t$)도 유사한 차이(0.009 vs 0.004)를 보여 상대적으로 잠정이익에 대한 시장반응은 애널리스트 추종표본이 큰 것으로 관찰된다.

그 밖에 애널리스트 추종그룹의 경우 상대적으로 기업규모($SIZE$)가 크고(21.512), 손실기업 비중($LOSS$)은 낮으며(0.147), 이익률(ROA)이 높게(0.071) 제시되어 전체적으로 전체 표본 대비 기업 규모와 재무구조 모두 건전한 특성을 제시하고 있으

13) 정보비대칭 변화의 검증의 신뢰도를 위해 2년 이상 주가 및 수익률을 관측할 수 없는 기업도 제외하였다.

〈Table 3〉 Descriptive Statistics

Variable	ALL						Analyst Following firms (Exclude solo following firms)		
	N	Mean	STD	1Q	Median	3Q	N	Mean	Median
<i>EVADE</i>	5,312	0.020	0.141	0.000	0.000	0.000	1,373	0.022	0.000
<i>EMBEZZLE</i>	5,312	0.012	0.109	0.000	0.000	0.000	1,373	0.017	0.000
<i>LITIGATION</i>	5,312	0.009	0.093	0.000	0.000	0.000	1,373	0.005	0.000
<i>LOW_E</i>	5,312	0.019	0.137	0.000	0.000	0.000	1,373	0.022	0.000
<i>HIGH_BTD</i>	5,312	0.508	0.499	0.000	1.000	1.000	1,373	0.539	1.000
<i>Follower</i>	3,467	3.186	3.998	1.000	1.000	3.000	1,373	6.519	5.000
<i>DISPARITY¹⁴⁾</i>	3,467	0.071	0.110	0.000	0.000	0.033	1,373	0.125	0.099
<i>ERROR¹⁵⁾</i>	3,467	0.031	0.097	0.000	0.008	0.029	1,373	0.017	0.099
<i>UX_Prov¹⁶⁾</i>	4,009	-0.122	0.969	-0.161	-0.014	0.037	1,053	-0.062	0.002
<i>CAR₀₊₂</i>	3,368	0.001	0.077	-0.001	-0.003	0.033	1,045	0.005	0.001
<i>CAR₋₁₊₁</i>	3,368	0.004	0.062	-0.026	0.001	0.031	1,045	0.005	0.001
<i>LN_AbVol</i>	3,079	0.036	0.523	0.034	-0.276	0.371	954	0.112	0.091
<i>Ratio_AbVol</i>	3,079	0.004	0.049	-0.024	0.003	0.032	954	0.009	0.007
<i>RET</i>	5,312	0.125	0.784	-0.195	-0.013	0.234	1,373	0.106	-0.004
<i>Foreign</i>	5,312	0.109	0.132	0.017	0.055	0.154	1,373	0.201	0.173
<i>SUB</i>	5,312	1.816	1.024	0.693	1.609	2.485	1,373	2.535	0.675
<i>LOSS</i>	5,312	0.249	0.432	0.000	0.000	0.000	1,373	0.147	0.000
<i>LEV</i>	5,312	1.094	3.481	0.288	0.656	1.208	1,373	0.953	0.675
<i>ROA</i>	5,312	0.028	0.206	-0.001	0.022	0.067	1,373	0.071	0.058
<i>SIZE</i>	5,312	20.195	1.465	19.039	19.695	20.752	1,373	21.512	21.493
<i>CON</i>	5,312	0.910	0.286	1.000	1.000	1.000	1,373	0.961	1.000
<i>Board_Size</i>	5,312	0.574	0.152	0.506	0.603	0.676	1,373	0.557	0.591
<i>MTB</i>	5,312	1.872	7.705	0.670	1.094	1.944	1,373	2.104	1.463
<i>Big4</i>	5,312	0.665	0.472	0.000	0.000	1.000	1,373	0.891	1.000

This table presents descriptive statistics for main variables used in empirical analysis for entire sample period.

Two-tailed t-test: ***, **, * indicate the significance levels at 1, 5, and 10% levels, respectively.

See Appendix for variable definitions.

14) 애널리스트 추종그룹은 전체 4,009개(2곳이상 추종그룹 1,053개) 기업년이나, 애널리스트 예측오차를 제시한 표본은 3,368개(2곳 이상 추종그룹 1,045개) 기업-년에 불과하다.

15) 본 분석에서는 결산 월 1개월 이전 컨센서스가 전기와 당기 모두 관찰된 집단으로 한정하여 애널리스트 예측오차 분석대상 표본으로 설정하였다.

16) 잠정이익을 공시한 기업은 전체 표본 중 일부인 4,707개 기업-년이나, 잠정이익 공시일 전후 초과수익률을 확인할 수 있는 기업-년은 4,050개이며, 비정상 거래량을 확인할 수 있는 기업-년은 4,455개에 불과하다.

나, 수익률(*RET*)은 상대적으로 낮고(0.106), 주가대장부가치(*MTB*)는 높은 편으로(2.104) 관찰된다. 한편, 애널리스트의 추종그룹의 평균 추종기관수는 3.186으로 전체의 3분위 수(3.0)보다 높았고, 전체 표본의 추종기관 비중(65.2%)과 추종기관이 2곳 이상 비중(25.8%) 차이도 크게 나타나 추종기관 편차가 큼을 보인다.

〈Table 4〉에서는 주요 변수 간 상관관계를 제시하였다. 분석 결과를 살펴보면, 확정윤리위험(*EVADE*, *EMBEZZLE*, *LITIGATION*) 간 상관관계의 경우 경영진 상대로 한 횡령(*EMBEZZLE*)과 소송(*LITIGATION*)에서만 유의한 양의 관계(0.157)가 관찰되었으나 다른 윤리지표 간에는 유의한 관계가 관찰되지 않았다. 정보비대칭 관련 지표인 주가예측과리도와 애널리스트 예측정보(*DISPARITY*, *ERROR*)는 유의한 음의 관계(-0.085)를 나타내 애널리스트 간 이견(주가과리도)이 높을 때에도 애널리스트 예측정보의 질이 증가할 수 있음을 시사하였다. 또한, 주가예측과리도(*DISPARITY*)는 성과가(*ROA*, *RET*) 높을 때 증가(0.049, 0.039)하고 추종기관이(*Follower*) 많을 때 높게(0.288) 확인된다. 반면, 애널리스트 이익예측오차(*ERROR*)는 손실기업(*LOSS*) 일 때와 부채비율(*LEV*)이 높을 때 증가하는 경향이 있는 것(0.236, 0.110)으로 나타났다. 잠정이익 공시일 시점의 시장반응 측면에서는 공시일 전후 3일간 초과수익률(*CAR*_{-1, +1}), 공시일 이후 3일간 초과수익률(*CAR*_{0, +2}), 공시일자의 비정상거래량(*LN_AbVol*, *Ratio_AbVol*)은 모두 유의한 양(+)의 상관관계(0.150, 0.126, 0.103, 0.085)를 나타냈으나 비기대잠정이익(*UX_Prov*)과는 유의한 관계를 제시하지 않았다.

4.2 윤리정보와 애널리스트 예측오차 변화

가설 1의 윤리정보와 정보비대칭 변화에 대한 분석결과를 〈Table 5〉에 제시하였다. 본 분석의 종속변수는 정보비대칭(*ASYMMETRY*)의 대응치로 애널리스트의 주가예측과리도(*DISPARITY*)와 이익예측오차(*ERROR*)를 설정하였다. 본 연구에서는 정보비대칭 변화에 대한 분석의 신뢰도를 높이고자 애널리스트 이익예측오차(*ERROR*)는 2개 이상의 추종기관이 있는 기업을 대상으로 하였고, 윤리수준이 지속적인 기업의 특성일 가능성을 고려해 기업을 고정효과에 포함하여 검증하였다.

먼저, 〈Table 5〉 Panel A의 각 윤리적 결함 공시(*EVADE*, *EMBEZZLE*, *LITIGATION*) 및 잠정윤리위험(*HIGH_BTD*)과 정보비대칭(*ASYMMETRY*) 변화 관계를 분석한 결과를 보면 통제변수 포함 여부와 관계 없이 주가예측과리도(*DISPARITY*)를 종속변수로 한 경우 확정윤리위험인 소송정보(*LITIGATION*)가 정보비대칭과 음의 관계(-0.049, -0.766)를 가지는 것으로 제시되었으며, 잠정윤리위험(*HIGH_BTD*)만 정보비대칭과 유의한 양(+)의 관계가(0.008) 있는 것으로 확인되었다. 다만, 애널리스트 이익예측오차(*ERROR*)를 종속변수로 설정한 분석에서는 윤리위험에 따른 유의한 변화가 관찰되지 않았다. 본 결과는 선행연구(Cormier and Magnan 2017)에서 제시한 윤리실패기업의 정보비대칭이 높은 특성은 윤리정보에 따른 영향이 아니라 윤리실패기업이 갖는 특징일 가능성을 시사한다.

다음으로, Panel B와 Panel C에서는 확정윤리위험정보(*LOW_E*)와 잠정윤리위험정보(*HIGH_BTD*)를 함께 고려하여 윤리위험 정보에 따른 정보비대칭 변화 검증 결과를 제시하였다. 본 연구에서는 윤리위험이 높은 기업에 대해서 시장이 학습하고 있을 것

〈Table 4〉 Pearson Correlation

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)
(1) EVADE	1	0.021	-0.013	0.001	0.715	-0.003	0.096	0.004	0.004	0.009	0.009	0.013	0.016	0.006	0.013	-0.003	-0.014	0.019	0.027	-0.004	-0.016	0.022
(2) EMBEZZLE		1	0.157	0.008	0.551	0.017	0.142	0.017	0.007	0.007	0.022	0.021	0.011	-0.013	0.012	0.033	-0.009	0.072	-0.037	-0.004	0.055	0.027
(3) LITIGATION			1	0.006	0.466	-0.024	0.014	0.013	0.018	0.004	0.000	0.001	-0.001	0.004	0.068	0.018	-0.027	-0.036	-0.032	0.002	-0.007	-0.016
(4) HIGH_BTD				1	0.007	0.040	-0.006	-0.023	0.017	0.022	0.032	0.031	-0.035	0.010	0.055	0.019	-0.006	-0.031	0.032	0.034	0.007	-0.005
(5) LOW_E					1	0.003	0.092	0.017	0.014	0.010	0.016	0.020	0.007	-0.002	0.041	0.020	-0.022	0.041	-0.019	-0.006	0.022	0.026
(6) DISPARITY						1	-0.085	0.019	0.022	-0.006	0.044	0.037	0.015	0.039	-0.060	-0.050	0.049	0.044	0.178	0.026	0.288	0.137
(7) ERROR							1	-0.027	-0.061	-0.047	-0.040	-0.033	-0.025	-0.018	0.236	0.110	-0.072	0.033	0.061	0.005	-0.099	-0.060
(8) UX_Prov								1	-0.003	-0.001	-0.017	-0.017	0.062	0.025	0.005	-0.096	0.049	0.023	-0.029	0.006	0.056	0.055
(9) CAR02									1	0.840	0.103	0.085	-0.023	-0.086	-0.049	-0.037	0.009	0.011	0.013	-0.063	0.010	0.034
(10) CAR11										1	0.150	0.126	-0.032	-0.086	-0.035	0.029	-0.000	0.000	0.016	-0.058	-0.004	0.016
(11) LN_AbVol											1	0.974	-0.040	-0.004	-0.058	0.021	0.051	0.071	0.009	0.005	0.132	0.034
(12) Ratio_AbVol												1	-0.024	-0.002	-0.051	0.018	0.043	0.057	0.012	0.005	0.116	0.017
(13) SUB													1	-0.055	-0.074	0.020	0.015	0.112	-0.011	-0.032	0.433	0.288
(14) RET														1	-0.042	0.036	-0.008	-0.086	0.024	0.084	-0.013	-0.054
(15) LOSS															1	0.165	-0.315	-0.132	0.002	0.033	-0.053	-0.122
(16) LEV																1	-0.069	0.072	-0.005	0.062	0.022	0.031
(17) ROA																	1	0.098	-0.014	-0.009	0.106	0.059
(18) SIZE																		1	-0.110	-0.072	0.671	0.433
(19) Board_Size																			1	0.015	-0.045	-0.036
(20) MTB																				1	-0.002	-0.018
(21) Follower																					1	0.232
(22) Blg4																						1

This table presents Pearson correlation coefficients between main variables used in empirical analysis.

Correlation coefficients in **bold** are significant at the 5% level.

See Appendix for variable definitions.

〈Table 5〉 Asymmetry of information vs. firm's ethical risk

Panel. A

$$ASYMMETRY_t = \alpha_0 + \alpha_1 * EVADE_t + \alpha_2 * EMBEZZLE_t + \alpha_3 * LITIGATION_t + \alpha_4 * HIGH_BTD_t + \sum Controls + \varepsilon$$

Variables	(1) Analyst following firms				(2) Exclude Solo Following firms			
	Dep Var = DISPARITY		Dep Var = DISPARITY		Dep Var = ERROR		Dep Var = ERROR ¹⁷⁾	
	Coeff	(t.stat)	Coeff	(t.stat)	Coeff	(t.stat)	Coeff	(t.stat)
<i>INTERCEPT</i>	-0.021***	(-3.58)	-0.422***	(-10.56)	0.013***	(3.22)	-0.037	(-1.43)
<i>EVADE_t</i>	-0.009	(-0.73)	-0.013	(-1.09)	0.011	(1.54)	0.008	(1.24)
<i>EMBEZZLE_t</i>	0.021*	(1.72)	-0.003	(-0.22)	0.052	(0.88)	0.049	(0.90)
<i>LITIGATION_t</i>	-0.049***	(-2.90)	-0.766**	(-2.57)	-0.006	(-0.66)	-0.006	(-0.78)
<i>HIGH_BTD_t</i>	0.005	(1.49)	0.008**	(2.40)	-0.003	(-1.24)	-0.002	(-0.93)
<i>ERROR_{t-1}</i>							0.269***	(14.92)
<i>Follower_t</i>			0.004***	(6.34)			-0.001***	(-3.16)
<i>Foreign_t</i>			0.038**	(2.43)			-0.022**	(-2.03)
<i>Board_Size_t</i>			0.016	(0.76)			-0.002	(0.17)
<i>LN_SUB_t</i>			-0.001	(-0.51)			0.000	(0.16)
<i>LEV_t</i>			-0.000	(-0.28)			0.005	(1.42)
<i>ROA_t</i>			0.022***	(2.75)			-0.004	(-1.19)
<i>SIZE_t</i>			0.016***	(7.88)			0.003**	(2.31)
<i>MTB_t</i>			0.000	(1.24)			-0.001*	(-1.70)
<i>LOSS_t</i>			-0.011***	(-2.74)			0.025***	(4.49)
<i>BIG4_t</i>			0.013***	(2.93)			0.002	(0.79)
<i>CON_t</i>			0.023***	(4.42)			-0.009*	(-1.73)
<i>COVID_t</i>			-0.009*	(-1.71)			-0.008	(-1.57)
Controls	No		YES		No		YES	
Adj_R ²	0.1895		0.3074		0.0437		0.1921	
Firm	Cluster / Fixed		Cluster / Fixed		Cluster / Fixed		Cluster / Fixed	
Year, IND	Fixed		Fixed		Fixed		Fixed	
N	3,467		3,467		1,373		1,373	

17) 애널리스트 예측오차의 경우 당기와 전기 애널리스트 예측오차를 모두 관찰할 수 있는 추종그룹 2곳 이상의 기업으로 제한하였다.

<Table 5> Asymmetry of information vs. firm's ethical risk (continue)

Panel. B

$$ASYMMETRY_t = \beta_0 + \beta_1 * LOW_E_t + \beta_2 * \sum Controls + \varepsilon$$

Variables	Dep Var = DISPARITY (N=3,467)				Dep Var = ERROR (N=1,373)			
	HIGH_BTD = 0		HIGH_BTD = 1		HIGH_BTD = 0		HIGH_BTD = 1	
	Coeff	(t.stat)	Coeff	(t.stat)	Coeff	(t.stat)	Coeff	(t.stat)
INTERCEPT	-0.575***	(-8.01)	-0.372***	(-5.65)	-0.032	(-0.60)	-0.044**	(-2.28)
LOW_E_All _t	-0.005	(-0.41)	-0.022*	(-1.70)	0.039*	(1.78)	0.014	(-1.36)
ERROR _{t-1}					1.109*	(1.96)	0.027	(0.65)
Follower _t	0.002**	(2.37)	0.004***	(3.97)	-0.001	(-1.22)	-0.001***	(-2.76)
Foreign _t	-0.003	(-0.10)	0.063***	(2.69)	0.015	(0.79)	-0.024***	(-2.96)
Board_Size _t	0.009	(0.29)	0.011	(0.35)	0.005	(0.16)	-0.007	(-0.32)
LN_SUB _t	-0.002	(-0.41)	-0.002	(-0.44)	-0.002	(-0.81)	-0.001	(-0.66)
LEV _t	-0.003*	(-1.73)	0.001	(1.31)	0.007	(1.49)	0.004	(1.66)
ROA _t	0.009	(0.49)	0.023***	(2.86)	-0.002	(-0.36)	-0.006	(-1.44)
SIZE _t	0.023***	(6.55)	0.013***	(4.08)	0.002	(0.78)	0.004***	(2.84)
MTB _t	0.007***	(2.96)	0.000	(0.87)	-0.001	(-1.49)	-0.000	(-0.93)
LOSS _t	-0.007	(-1.01)	-0.014**	(-2.19)	0.009	(0.63)	0.035***	(5.84)
BIG4 _t	0.016***	(2.29)	0.011	(1.26)	0.002	(0.39)	0.002	(0.88)
CON _t	0.010	(1.30)	0.030***	(4.09)	-0.034*	(-1.87)	-0.005	(-1.11)
COVID _t	-0.013*	(-1.83)	-0.006	(-0.85)	-0.008	(-0.69)	-0.007	(-1.17)
Adj_R ²	0.3222		0.3037		0.4057		0.2922	
Firm	Cluster / Fixed		Cluster / Fixed		Cluster / Fixed		Cluster / Fixed	
Year, IND	Fixed		Fixed		Fixed		Fixed	
N	1,655		1,812		632		741	

을 기대하였으므로 한가지 윤리위험 정보가 제시되는 경우보다는 복합적인 윤리위험 정보가 제시되거나 순차적으로 제시될 경우 상대적으로 해석이 용이할 것으로 기대하였다. 이를 고려하여 Panel B와 Panel C에서는 잠정윤리위험정보(HIGH_BTD)와 확정윤리위험정보(LOW_E_t)가 동시에 제공될 때 해석의 용이도가 변화되는지 검토하였다. 만약, 정보이용자가

사전적 윤리위험정보를 활용하여 공시정보를 해석한다면 학습할 시간이 확보된 전기 확정윤리위험정보(LOW_E_{t-1})를 확인할 수 있을 때 유의한 정보비대칭 감소가 나타날 것이 예상된다. 이를 고려해 Panel B에서는 당기 확정윤리위험정보(LOW_E_t)를 Panel C에서는 전기 확정윤리위험정보(LOW_E_{t-1})를 고려하여 비교하였다.

<Table 5> Asymmetry of information vs. firm's ethical risk (continue)

Panel. C¹⁸⁾

$$ERROR_t = \beta_0 + \beta_1*LOW_E_{t-1} + \beta_2*HIGH_BTD_t + \beta_3*LOW_E_{t-1}*HIGH_BTD_t + \Sigma Controls + \varepsilon$$

Variables	Dep. Var = ERROR (LOW_E_All_All _{t-1} , year = 2013~2020)				Dep. Var = ERROR (LOW_E_Mgt_E_Mgt _{t-1} , year = 2013~2020)			
	HIGH_BTD = 0		HIGH_BTD = 1		HIGH_BTD = 0		HIGH_BTD = 1	
	Coeff	(t.stat)	Coeff	(t.stat)	Coeff	(t.stat)	Coeff	(t.stat)
	INTERCEPT	-0.053	(-0.83)	-0.070**	(-2.05)	-0.048	(-0.77)	-0.070**
LOW_E_All _{t-1}	-0.014	(-0.95)	-0.011***	(-3.01)				
LOW_E_Mgt _{t-1}					0.006	(0.66)	-0.017***	(-2.49)
EVADE _{t-1}					-0.033	(-1.24)	-0.006*	(-1.75)
ERROR _{t-1}	1.135*	(1.90)	0.033	(0.90)	1.147*	(1.91)	0.037	(1.04)
Controls	YESYES		YES		YESYES		YES	
Adj_R ²	0.3941		0.3024		0.3965		0.3025	
Cluster	Cluster / Fixed		Cluster / Fixed		Cluster / Fixed		Cluster / Fixed	
Year, IND	Fixed		Fixed		Fixed		Fixed	
N	560		661		560		661	

Panel D.

$$ERROR_t = \omega_0 + \omega_1*EVADE_t + \omega_2*EVADE_{t-1} + \omega_3*EMBEZZLE_t + \omega_4*EMBEZZLE_{t-1} + \omega_5*LITIGATION_t + \omega_6*LITIGATION_{t-1} + \Sigma Controls + \varepsilon$$

Variables	Dep. Var = ERROR (LOW_E_All_All _{t-1} , year = 2013~2020)				Dep. Var = ERROR (LOW_E_Mgt_E_Mgt _{t-1} , year = 2013~2020)			
	HIGH_BTD = 0		HIGH_BTD = 1		HIGH_BTD = 0		HIGH_BTD = 1	
	Coeff	(t.stat)	Coeff	(t.stat)	Coeff	(t.stat)	Coeff	(t.stat)
	INTERCEPT	-0.052	(-0.82)	-0.072**	(-2.07)	-0.043	(-0.70)	-0.043**
EVADE _{t-1}	-0.033	(-1.24)	-0.006*	(-1.73)	-0.026	(-1.13)	-0.003*	(-1.74)
EVADE _t					0.028*	(1.87)	-0.001	(-0.12)
EMBEZZLE _{t-1}	0.002	(0.03)	-0.019**	(-2.42)	-0.022	(-1.05)	-0.025**	(-2.42)
EMBEZZLE _t					0.091	(1.36)	-0.001	(-0.20)
LITIGATION _{t-1}	0.019	(0.84)	-0.006	(-0.69)	0.028	(0.84)	-0.001	(-0.03)
LITIGATION _t					-0.012	(-0.51)	-0.014	(-1.16)
Controls	YES		YES		YES		YES	
Adj_R ²	0.3957		0.3018		0.4222		0.2987	
Cluster	Cluster / Fixed		Cluster / Fixed		Cluster / Fixed		Cluster / Fixed	
Year, IND	Fixed		Fixed		Fixed		Fixed	
N	560		661		560		661	

This table presents results of regression that of dependent variables are asymmetry(disparity of target price or analyst forecast error) and independent variables are actual ethic risk(EVADE EMBEZZLE, LITIGATION) based on probable ethic risk(HIGH_BTD). Two-tailed t-test: ***, **, * indicate the significance levels at 1, 5, and 10% levels, respectively. See Appendix for variable definitions.

18) 본 분석에서 전기 경영자 윤리결합정보 공시 기업이 미미했던 2012년이 제외되어 표본수가 감소하였다.

먼저, Panel B의 결과를 살펴보면 잠정윤리위험이 높은 집단은($HIGH_BTD=1$) 당기 확정윤리위험정보(LOW_E_t)가 제공될 때 정보비대칭이 감소(-0.022)하거나 유의한 변화를 제시하지 않은 반면, 잠정윤리위험이 낮은 집단($HIGH_BTD=0$)은 확정윤리위험정보가 제공될 때 정보비대칭이 증가하는(0.039) 결과를 보였다. Panel C에서는 시장의 윤리정보 학습 시간을 고려하여 전기 확정윤리위험정보(LOW_E_{t-1})에 따른 애널리스트 이익예측오차($ERROR$) 변화를 검증하였다. 본 분석에서는 윤리위험의 상대적 정보력을 비교하고자 확정윤리위험정보의 종류를 경영자의 의지 관련성으로 구분(LOW_E_All , LOW_E_Mgt)하였다. 분석 결과를 살펴보면, Panel B와 유사하게 잠정윤리위험이 높은 집단($HIGH_BTD=1$)에서만 정보비대칭 감소가(-0.011, -0.017, -0.006) 관찰되었고 상대적으로 조세포탈보다는 횡령이나 소송사건에 더욱 크게 영향을 받는 것으로 확인된다.

Panel D에서는 Panel B와 Panel C 결과를 좀 더 세부적으로 확인하고자 각 윤리위험($EVADE$, $EMBEZZLE$, $LITIGATION$) 별 공시 시점(t , $t-1$)을 구분하여 애널리스트 이익예측오차($ERROR$) 변화를 확인하였다. 분석 결과를 보면 당기(t)의 확정윤리위험정보는 잠정윤리위험정보의 정보비대칭 감소에 영향을 주지 못하지만, 전기($t-1$)의 확정윤리위험정보는 애널리스트 이익예측오차를 낮추는 것(-0.006, -0.019, -0.003, -0.025)으로 관찰되었다.

〈Table 5〉의 결과는 윤리위험정보가 정보이용자의 의사결정에 관여되는 정보임을 제시하는 결과로서, 윤리위험정보가 잠정윤리위험($HIGH_BTD$) 인지 확정윤리위험($EVADE$, $EMBEZZLE$, $LITIGATION$) 인지 여부에 따라, 또는 한가지가 아닌 복합정보 제공 여부에 따라 정보비대칭에 미치는 영향이 차별적일 수 있음을 보인다. 이와 더불어, 학습할 시간이

확보된 사전 윤리위험정보일 때 더욱 정보로서 유용성이 증가하는 결과를 제시하여, 선행연구(Cormier and Magnan 2017)에서 확인된 윤리실패기업의 주가예측과리도($DISPARITY$) 및 애널리스트 이익예측오차($ERROR$) 증가 현상이 윤리위험정보 제공 시점이나 복합적 정보 수준에 따라 달라질 수 있음을 암시하는 결과로도 볼 수 있다. 즉, 분석 결과는 일반적으로 윤리위험이 높을 때 정보비대칭이 증가하지만 사전적 확정윤리위험정보가 제공될 때 정보비대칭이 감소하고, 확정윤리위험정보와 잠정윤리위험 정보가 함께 제공될 때 정보비대칭 감소가 나타나는 결과로 해석된다.

따라서, 〈Table 5〉를 통하여 사전에 확인된 윤리위험은 정보비대칭을 낮출 것이며 사전에 확인된 윤리위험정보의 정보비대칭 영향은 확정윤리위험정보가 잠정윤리위험정보에 비해 클 것이라는 가설 1은 지지된다.

4.3 윤리정보와 잠정이익 정보에 대한 해석

가설 2는 윤리정보가 자발적 재무정보 공시의 평가에서도 영향을 미치는지 검증하기 위한 분석으로 본 연구에서 자발적 재무정보는 회계연도가 종료된 이후 기업이 보고한 잠정이익으로 설정하였다. 만약, 시장이 윤리정보를 토대로 경영자가 공시한 재무정보의 질을 판단한다면 윤리수준이 높은 기업의 비기대 잠정이익 정보는 시장에서 가치정보로 반영될 것이 기대되고 윤리수준이 낮은 기업의 비기대 잠정이익 정보는 유의한 반응이 없거나 부정적 반응이 예상된다. 본 분석에서는 잠정이익이 회계연도 종료 후 감사보고서 공시 전 실적정보임을 고려하여 가설 1과 달리 결산일(t)까지 확인된 윤리위험 기업을 윤리위험(LOW_E_{t-1}) 집단으로 설정하였고, 정보의 활용성 및

정보비대칭 수준을 고려해 전체 표본과 애널리스트 추종 표본으로 구분하여 검토하였다.

분석 결과는 <Table 6>에 제시하였다. 먼저 Panel A의 종속변수를 잠정이익 공시일 전후 3일간 초과

수익률로 설정한 분석 결과를 보면 일반적인 기업의 경우 잠정이익 공시일 기준 전후 3일과(CAR_{-1,+1}) 공시일 이후 3일(CAR_{-0,+2}) 초과수익률 모두 동종 산업 대비 비기대 잠정이익수준(RANK(UX_PV_t))

<Table 6> Differential market responses to potential profits by ethical level

Panel A. CAR

$$CAR_{-1,+1(0,+2)} = \gamma_0 + \gamma_1 * RANK(UX_PV_t) + \gamma_2 * LOW_E_{t-1} + \gamma_3 * RANK(UX_PV_t) * LOW_E_{t-1} + \sum Controls + \epsilon$$

Variables	(1) Analyst following firms				(2) Exclude Solo Following firms			
	Dep.Var = CAR _{-1,+1}		Dep.Var = CAR _{-0,+2}		Dep.Var = CAR _{-1,+1}		Dep.Var = CAR _{-0,+2}	
	Coeff	(t.stat)	Coeff	(t.stat)	Coeff	(t.stat)	Coeff	(t.stat)
INTERCEPT	0.211	(0.78)	0.038	(0.12)	-0.264	(-0.56)	-0.244	(-0.45)
RANK(UX_PV _t)	0.005***	(2.72)	0.007***	(3.00)	0.004*	(1.85)	0.006*	(1.89)
LOW_E _{t-1}	0.004	(0.24)	0.016	(0.72)	0.021	(0.84)	0.039	(1.35)
RANK(UX_PV _t)*LOW_E _{t-1}	-0.003	(-0.44)	-0.005	(-0.60)	-0.011	(-1.26)	-0.018*	(-1.73)
CAR _t	-0.009**	(-2.31)	-0.015***	(-2.92)	-0.011**	(-2.01)	-0.011	(-1.55)
Controls	YES		YES		YES		YES	
Adj_R ²	0.0649		0.0520		0.066		0.0791	
Firm	Cluster / Fixed		Cluster / Fixed		Cluster / Fixed		Cluster / Fixed	
Year, IND	Fixed		Fixed		Fixed		Fixed	
N	1,967		1,967		857		857	

Panel B. CAR (Exclude Solo Following firms)

$$CAR_{-1,+1(0,+2)} = \gamma_0 + \gamma_1 * UX_Prov_t + \gamma_2 * LOW_E_{t-1} + \gamma_3 * UX_Prov_t * LOW_E_{t-1} + \sum Controls + \epsilon$$

Variables	Dep.Var = CAR _{-1,+1}				Dep.Var = CAR _{-0,+2}			
	Control CAR _{t-1}		Control CAR _t		Control CAR _{t-1}		Control CAR _t	
	Coeff	(t.stat)	Coeff	(t.stat)	Coeff	(t.stat)	Coeff	(t.stat)
INTERCEPT	-0.118	(-0.27)	-0.224	(-0.49)	-0.061	(-0.11)	-0.148	(-0.28)
UX_Prov _t	0.026	(1.26)	0.030*	(1.67)	-0.001	(-0.05)	0.003	(0.12)
LOW_E _{t-1}	-0.006	(-0.55)	-0.006	(-0.57)	-0.005	(-0.28)	-0.005	(-0.28)
UX_Prov _t *LOW_E _{t-1}	-0.051**	(-2.30)	-0.058***	(-2.85)	-0.027	(-0.86)	-0.034	(-1.16)
CAR _t			-0.012**	(-2.10)			-0.009	(-1.39)
CAR _{t-1}	0.004	(0.86)			0.002	(0.23)		
Controls	YES		YES		YES		YES	
Adj_R ²	0.0753		0.0835		0.0718		0.0751	
Firm	Cluster / Fixed		Cluster / Fixed		Cluster / Fixed		Cluster / Fixed	
Year, IND	Fixed		Fixed		Fixed		Fixed	
N	857		857		857		857	

〈Table 6〉 Differential market responses to potential profits by ethical level (continue)

Panel C. *LN_AbVol*

$$LN_AbVol = \delta_0 + \delta_1 * RANK(UX_Pv_t) + \delta_2 * RANK(UX_Pv_t) + \sum Controls + \varepsilon$$

Variables	(1) Analyst following firms ¹⁹⁾				(2) Exclude Solo Following firms			
	<i>LOW_E</i> _{t-1} = 0		<i>LOW_E</i> _{t-1} = 1		<i>LOW_E</i> _{t-1} = 0		<i>LOW_E</i> _{t-1} = 1	
	Coeff	(t.stat)	Coeff	(t.stat)	Coeff	(t.stat)	Coeff	(t.stat)
<i>INTERCEPT</i>	-0.299	(-0.82)	-0.563	(-0.27)	-0.323	(-0.67)	1.857	(0.39)
<i>RANK(UX_Pv_t)</i>	0.025**	(2.45)	-0.017	(-0.29)	0.005	(0.32)	-0.215*	(-1.97)
<i>AVG_Vol_t</i>	0.009	(0.86)	0.100*	(1.76)	-0.001	(-0.07)	-0.398	(-1.19)
Controls	YES		YES		YES		YES	
Adj_R ²	0.044		0.2209		0.067		0.1174	
Cluster	firm		firm		firm		firm	
Year, IND	Fixed		Fixed		Fixed		Fixed	
N	1,886		78		815		42	

Panel D. *Ratio_AbVol₀*

$$Ratio_AbVol_0 = \delta_0 + \delta_1 * RANK(UX_Pv_t) + \sum Controls + \varepsilon$$

Variables	(1) Analyst following firms				(2) Exclude Solo Following firms			
	<i>LOW_E</i> _{t-1,t} = 0		<i>LOW_E</i> _{t-1,t} = 1		<i>LOW_E</i> _{t-1,t} = 0		<i>LOW_E</i> _{t-1,t} = 1	
	Coeff	(t.stat)	Coeff	(t.stat)	Coeff	(t.stat)	Coeff	(t.stat)
<i>INTERCEPT</i>	-0.036	(-1.05)	-0.034	(-0.19)	-0.024	(-0.63)	0.126	(0.36)
<i>RANK(UX_Pv_t)</i>	0.002**	(2.08)	-0.002	(-0.36)	0.001	(0.41)	-0.018**	(-2.17)
<i>AVG_Vol_t</i>	0.001	(0.90)	0.010*	(1.85)	-0.001	(-0.22)	-0.032	(-1.27)
Controls	YES		YES		YES		YES	
Adj_R ²	3.87%		0.077		0.054		-1.623	
Cluster	firm		firm		firm		firm	
Year, IND	Fixed		Fixed		Fixed		Fixed	
N	1,886		78		815		42	

This table presents results of regression that of differential market reaction(*CAR*, *LNAbVol*, *Ratio_Abvol*) to disclose of provisional earnings. Two-tailed t-test: ***, **, * indicate the significance levels at 1, 5, and 10% levels, respectively. See Appendix for variable definitions.

19) 1곳 이상의 애널리스트 추종표본은 3,467 기업-년이나, 이 중 잠정이익 공시 표본은 2,671 기업-년이며, 전기 경영자 윤리정보와 함께 비정상 거래량을 확인할 수 있는 표본은 2013년부터 2020년까지의 표본으로 총 1,964 기업-년이다.

과 유의한 양(+)(0.005, 0.007, 0.004, 0.006)의 관계를 나타내 공시정보가 시장에서 가치정보로 반응함을 보인다. 그러나, 추종기관이 2곳 이상인 애널리스트 추종표본의 경우 윤리적 결합이 공시된 기업($LOW_{E_{t,t-1}}$)의 동종 산업 대비 비기대 잠정이익수준($RANK(UX_{PV_t})$)은 잠정이익 공시일 이후 3일의 초과수익률($CAR_{0,+2}$)에서 유의한 음(-)(-0.018)의 반응을 제시하여 윤리적 결합기업의 자발적 재무정보의 공시에 대해서는 축소 인식할 가능성을 시사한다. Panel B에서는 Panel A의 결과를 좀 더 면밀히 확인하고자 추종기관이 2곳 이상인 애널리스트 추종표본을 대상으로 비기대 잠정이익수준($RANK(UX_{PV_t})$) 대신 비기대 잠정이익값을(UX_{Prov_t}) 고려하여 윤리적 결합기업의 반응 차이를 검증하였다. 분석 결과, 동종 산업 대비 비기대 잠정이익수준($RANK(UX_{PV_t})$)에서는 유의한 변화가 없었던 잠정이익 공시일 기준 전후 3일의 초과수익률($CAR_{-1,+1}$)에서 윤리적 결합기업의 유의한 감소(-0.051, -0.058)가 관찰되었다.

Panel C와 Panel D에서는 시장의 반응을 잠정이익 공시일의 비정상 거래량(해당 일자의 거래량과 최근 5일 평균 거래량 차이로 설정하였다. 구체적으로, Panel C에서 정의한 시장의 반응은 잠정이익 공시일 이전 5일간 평균 거래량 대비 잠정이익 공시일자의 초과 거래량의 자연로그값(LN_{AbVol})이며, Panel D에서 정의한 시장의 반응은 본 거래량 차이를 이전 5일 평균값으로 나눈 비율($Ratio_{AbVol}$)이다. 먼저, Panel C의 분석 결과를 보면 전체 애널리스트 추종 표본의 경우 윤리적 결합이 없는 기업($LOW_{E_{t-1}} = 0$)에서만 유의한 거래량 증가(0.025)가 관찰되었고, 2곳 이상의 추종 표본의 경우 윤리적 결합이 있는 기업($LOW_{E_{t-1}} = 1$)에서만 유의한 거래량 감소(-0.215)가 확인된다. 본 결과는 Panel

D에서도 유사하게 관찰되는데 비정상 거래량 비율($Ratio_{AbVol}$)을 시장반응으로 검토한 결과 윤리적 결합이 없는 기업($LOW_{E_{t-1}} = 0$)에서만 유의한 거래량 증가(0.002)가 관찰되었고, 2곳 이상의 추종 표본의 경우 윤리적 결합이 있는 기업($LOW_{E_{t-1}} = 1$)에서만 유의한 거래량 감소(-0.018)가 확인된다.

즉, <Table 6>는 기업의 자발적 이익정보에 대한 시장 반응이 기업의 윤리 수준에 따라 차별적임을 나타내므로, 본 결과는 실적과 밀접한 이익정보라 하더라도 윤리수준이 낮을 때 가치정보로 받아들이지 않을 수 있음을 보이는 결과로 해석할 수 있다.

따라서, <Table 6> 결과를 통해 윤리위험이 높은 기업의 비기대 잠정이익 공시에 대해 시장은 유의한 반응을 보이지 않을 것이라는 가설 2 역시 지지된다.

V. 추가 분석

5.1 과도한 경영자 보상을 잠정윤리위험으로 설정한 분석

가설 1에서는 잠정윤리위험을 조세회피수준으로 정의하고 잠정윤리위험과 확정윤리위험간 윤리정보 활용도 차이와 확정윤리위험이 제시될 때 잠정윤리위험의 기여도 의사결정 활용도 차이를 제시하였다. 다만, 잠정윤리위험으로 설정한 조세회피는 합법적 세금 절감을 통해 기업의 유동성을 제고하는 긍정적인 측면으로 볼 수도 있기 때문에 다른 윤리위험지표를 활용하여 가설 1을 재검증하였다.

본 연구에서는 선행연구에서 경영자 보상의 해석의 어려움과 보상이 윤리적 수준과 연결하여 설명될 수 있음을 고려해 과도한 경영자 보상을 잠정윤리위험

으로 설정하였다. 보상 관련 선행연구를 살펴보면, Moriarty(2014)에서는 경영자 보상이 우수한 능력을 보유한 경영자라는 관점에서 미래 성과 개선 시그널로 긍정적인 정보가 될 수도 있다고 제시하지만, 상반된 관점으로 과도한 보상이 기회주의적 경영으로 이어져 위험 증가 및 재무구조 악화로 이어질 수 있음을 보인 연구(Caliskan and Doukas 2015; Shen and Zhang 2013)도 있다. 이를 토대로 본 연구에서는 일반적인 경영자 보수는 해석하기 어려운 정보이지만 경영실적이 좋지 않은 저성과 기업($LOW_ROA=1^{20}$)의 경영자 보수는(Pay_CEO , $Compensation_CEO$) 잠정윤리위험을 나타낼 수 있을 것으로 기대하였다. 본 분석에서 경영자 보상은 사업보고서에 공시된 임원보수 내역에서 대표이사 또는 사장의 직급으로 보수가 공시된 기업으로 제한하였으며, 대표이사과 사장 등 유사한 직급을 가진 인원이 1인을 초과하는 경우 제외하였다. 보상은 실제 급여성 보수와 퇴직 및 기타소득을 포함한 총보수로 구분하여 비교하였으며, 급여와 상여 등 근로에 따른 보상을 당기총자산으로 나눈 변수는 Pay_CEO 로, 기타소득을 합한 총 보수를 당기총자산으로 나눈 변수는 $Compensation_CEO$ 로 설정하고 손실기업의 보상 정보와 확정윤리위험이 동시에 제시될 때 정보 비대칭 변화에 기여하는지 가설 1을 재검증하였다.

분석 결과는 <Table 7>에 제시하였다. 먼저, Panel A의 기초통계량을 보면 경영자의 보수를 확인할 수 있는 애널리스트 추종표본은 708개 기업-년이며, 전체 표본의 총보수($Compensation_CEO$)는 총자산의 약 1% 수준(0.001)로 총자산이익률의 10% 수준을 나타내고 근로에 따른 보상(Pay_CEO)이 총보수와 유사한 수치를 나타냄을 알 수 있다. 이 중 동

종업계 대비 성과가 낮은 집단($LOW_ROA=1$)은 256개 기업-년으로 총자산이익률의 평균이 음수(-0.016)로 확인된다. 그러나, 성과가 높은 집단과 낮은 집단의 보수는 유사한 것으로 확인된다. Panel B에서는 사전 확정윤리위험($LOW_E_{t-1}=1$) 제공 여부에 따라 낮은 성과를 기록하였음에도 CEO보수가 높은 기업의 잠재적 위험요소 정보의 정보력이 달라지는지 애널리스트 예측오차를 중심으로 검증한 결과를 제시하였다. 분석 결과를 살펴보면, 성과가 낮은 집단($LOW_ROA=1$)에서는 사전 확정윤리위험($LOW_E_{t-1}=1$)을 확인한 경우 경영자 보수(Pay_CEO , $Compensation_CEO$)가 증가할 경우 애널리스트 예측오차가 유의하게 낮아짐을(-33.819(t-value -3.68), -33.673(t-value -3.64)) 보였다.

따라서, <Table 7>의 결과는 총보수 관점에서 성과가 낮은 기업의 경영자 보수 증가는 잠정윤리위험을 의미할 가능성과 확정윤리위험과 함께 잠정윤리위험이 제공될 때 애널리스트 예측오차 감소를 제시하여 윤리정보가 기업 정보를 해석하는 도구로서 사용될 가능성을 추가적으로 제시하는 결과로도 해석할 수 있다.

따라서, 본 결과를 토대로 가설 1은 지지된다.

5.2 'The Great Place to Work'의 한국에서 가장 존경받는 CEO기업의 이익의 가치관련성 차이

가설 2에서는 가치정보 공시라 하더라도 확정윤리위험이 높은 기업의 공시 정보에 대해 시장은 유의한 반응을 보이지 않는 결과를 제시하였다. 만약, 공시 정보에 대한 차별적 반응이 기업의 윤리수준과 관련이 있다면 윤리수준이 높은 기업의 공시정보는 일반적인 기업의 공시정보에 비해 더욱 신뢰성있는 정보

20) LOW_ROA is an indicator variable defined as 1 if ROA is below the median within same industry and year, and 0 otherwise.

〈Table 7〉 CEO compensation in underperforming firms and analyst forecast errors

Panel A. Descriptive Statistics

Variable	ALL						LOW_ROA=0		LOW_ROA=1	
	N	Mean	STD	Median	1Q	3Q	N	Mean	N	Mean
Pay_CEO	708	0.001	0.002	0.001	0.001	0.002	452	0.002	256	0.002
Compensation_CEO	708	0.002	0.003	0.001	0.000	0.002	452	0.002	256	0.002
ROA	708	0.069	0.338	0.046	0.009	0.102	452	0.117	256	-0.016

Panel B. Regression Results

$$ERROR_t = \lambda_0 + \lambda_1 * LOW_E_{t-1} + \lambda_2 * Pay_CEO(Compensation_CEO)_t + \lambda_3 * LOW_E_{t-1} * Pay_CEO(Compensation_CEO)_t + \sum Controls + \epsilon$$

Variables	Pay_CEO				Compensation_CEO			
	LOW_ROA=0		LOW_ROA=1		LOW_ROA=0		LOW_ROA=1	
	Coeff	(t.stat)	Coeff	(t.stat)	Coeff	(t.stat)	Coeff	(t.stat)
INTERCEPT	0.122	(1.26)	-0.008	(-0.06)	0.119	(1.36)	0.061	(0.43)
LOW_E _{t-1}	0.002	(0.26)	-0.000	(-0.01)	0.001	(0.27)	0.001	(0.04)
Pay_CEO _t	-0.392	(-0.22)	3.385	(1.45)				
Compensation_CEO _t					-0.219	(-0.21)	0.353	(0.50)
LOW_E _{t-1} *Pay_CEO _t	-12.188	(-1.11)	-33.819***	(-3.68)				
LOW_E _{t-1} *Compensation_CEO _t					-7.409	(-1.24)	-33.673***	(-3.64)
ERROR _{t-1}	0.115	(0.88)	0.672***	(3.45)	0.122	(0.91)	0.669***	(3.40)
Controls	YES		YES		YES		YES	
Adj_R ²	0.1359		0.4471		0.1404		0.4426	
Cluster	firm		firm		firm		firm	
Year, IND	Fixed		Fixed		Fixed		Fixed	
N	452		256		452		256	

This table presents results of additional analysis between ethical risk and analyst forecast error using overpaid CEO compensation(defined as firms with an ROA lower than the industry median for the same year). Panel A presents descriptive statistics for the test, while Panel B shows the regression results between ethical risk and analyst forecast error. Two-tailed t-test: ***, **, * indicate the significance levels at 1, 5, and 10% levels, respectively. See Appendix for variable definitions, except Pay_CEO is the total payroll of CEO divided by total assets, Compensation_CEO is the total compensation of CEO divided by total assets of fiscal year.

로 받아들여질 가능성이 있다.

이를 고려하여, 본 연구에서는 Guiso et al.(2015)에서 활용한 설문조사사이트(The Great Place to

Work)의 조사 결과를 토대로 해당 기관이 수행한

조사결과에서 제시한 한국기업 중 ‘존경받는 CEO 인증 기업’을 윤리우수기업으로 구분하고 윤리우수

21) Guiso et al.(2015)은 CEO의 공식적 발표내용이 기업문화를 대변하는 신호요인이라고 언급하고 기업문화와 기업의 재무성과 간 관계를 비교하였다. Li et al.(2021)의 논문에서는 Guiso et al.(2015)을 활용하여 earnings calls에서 강조되는 문구와 기업문화 간 관계를 토대로 기업문화를 나타낼 수 있는 항목을 소개하였다. Guiso et al.(2015)에서 문화를 나타내는 지표로 Great Place to Work점수(GPTWI)를 포함하여 본 연구에서도 이를 고려하였다. 다만, 미국의 경우 1998년 이후 누적된 자료로 표본이 충분하지만, 우리나라는 2011년 이후 자료로 표본이 다소 제한적이다(See <https://www.greatplacetowork.co.kr/kr/best-workplaces/gwp-special-awards>).

기업의 공시정보에 대해 시장이 차별적으로 반응하는지 검토하였다. 다만, 윤리우수기업은 자발적으로 조직문화진단을 신청한 기업을 대상으로²¹⁾ 평가 점수가 일정수준 이상인 기업 전체를 우수인증기업으로 구분하는 선정 과정을 고려해 볼 때 선정 표본이 전체 모집단을 대표하지 못할 가능성이 있다. 따라서, 본 분석에서는 제한된 표본 가능성을 고려해 자발적 공시 정보(잠정이익)가 아닌 확정이익(EP_t)과 수익률(RET) 및 초과수익률(CAR) 간 관계를 비교하였다. 본 분석에서는 앞서 검토된 결과를 토대로 사전적 윤리정보 설정을 위해 과거 인증을 받은 기업($Great_CEO_{t-1}$)으로 윤리수준을 정의하였다.

〈Table 8〉의 분석 결과를 보면, 사전에 경영자의 윤리수준 우수 가능성을 확인했던 기업($Great_CEO_{t-1}$)

의 경우 일반적인 기업에 비해 이익의 가치관련성($EP_t * Great_CEO_{t-1}$, $UX_t * Great_CEO_{t-1}$)이 유의하게 높게(6.717(t-value 4.16), 14.884(t-value 6.65)) 확인된다. 따라서, 〈Table 8〉의 결과는 윤리위험이 아닌 윤리수준 우수성으로도 시장의 윤리정보 활용가능성을 시사한 결과라는 점에서 가설 검증결과를 추가적으로 지지하는 결과로 해석될 수 있다.

5.3 확정윤리위험 기업의 ESG 성과 개선에 대한 해석

ESG 활동은 자금 조달, 미래성과 등 재무적 성과(Yang et al. 2012) 뿐만이 아니라 이사회 독립성, 경영철학 등 기업의 거버넌스와의 밀접하게 관련이 있다. 이런 특성으로, 선행연구에서는 ESG 활동

〈Table 8〉 The differential value relevance in firms with higher ethical standards

Dep. Var = Value Relevance
 $RET(CAR)_t = \phi_0 + \phi_1 * EP(UX)_t + \phi_2 * Great_CEO_{t-1} + \phi_3 * EP(UX)_t * Great_CEO_t + \sum Controls + \epsilon$

Variables	<i>Dep. Var = RET_t</i>		<i>Dep. Var = CAR_t</i>	
	Coeff	(t.stat)	Coeff	(t.stat)
INTERCEPT	-0.702	(-1.24)	-0.935**	(-1.98)
EP_t	1.374***	(2.69)		
UX_t			0.681***	(3.60)
$Great_CEO_{t-1}$	-0.584***	(-2.77)	-0.319***	(-2.82)
$EP_t * Great_CEO_{t-1}$	6.717***	(4.16)		
$UX_t * Great_CEO_{t-1}$			14.884***	(6.65)
RET_{t-1}	-0.158***	(-2.71)		
CAR_{t-1}			-0.154***	(-4.18)
Controls	YES		YES	
Adj_R ²	0.1903		0.0598	
Cluster	firm		firm	
Year, IND	Fixed		Fixed	
N	588		588	

This table presents results of additional analysis of higher ethical firms' ($Great_CEO$) differential earnings response coefficients (relationship between earnings and returns). See Appendix for variable definitions, except for $Great_CEO_{t-1}$ which is defined as 1 if firms are selected as a respected CEO for fiscal year t, and EP_t is earnings per share divided by initial stock price, UX_t is the earnings per share minus prior earnings per share divided by initial stock price.

정보가 기업의 기회주의적 성향(Giuli and Kostovetsky 2014; Masulis and Reza 2015)과 내면 윤리지표 (Naughton et al. 2019)의 상반된 측면을 모두 함축한다고 언급하며 기업의 윤리수준에 따라 ESG 정보의 질 차이가 다를 수 있다고 제시(Boffo and Patalano 2020; Amel-Zadeh and Serafeim 2018) 한다. 만약, 윤리수준에 따라 ESG 정보의 질이 시장참여자에 의해 다르게 판단된다면 이는 ESG 정보의 질적 판단에 기업의 윤리수준이 고려됨을 시사한다고 볼 수 있다.

이를 토대로, 본 절에서는 ESG 성과개선의 양면성을 토대로 시장에서는 기업의 윤리적 행태를 고려하여 ESG 성과를 해석(Naughton et al. 2019) 할 가능성이 있다고 예상하였다. 즉, 본 연구에서는 ESG 성과 개선이 일반적으로는 기업 가치증대와 관련이 있는 긍정적인 정보일 것이지만 윤리위험이 높은 기업의 ESG 성과개선은 기회주의적 행태를 나타내는 정보(자금조달 등과 관련된 과장된 정보, Guili and Kostovetsky 2014; Masulis and Reza 2015)로 해석될 가능성이 있다고 예상하였다. 만약, 기업의 인센티브에 따라 ESG 정보의 질이 다를 수 있다면 시장이 ESG 점수 증가의 호재 정보를 해석할 때에도 기업의 윤리정보를 활용할 것으로 기대되며 이는 ESG 점수 증가 시 시장의 반응으로 확인될 것으로 예상하고 이를 검증하였다.

이를 고려하여, Panel A에서는 윤리적 결합기업 ($LOW_E_{t-1}=1$)의 ESG 활동 개선을 가치정보로 인식하는지 비교하였고, Panel B에서는 윤리적 결합기업의 ESG 성과 개선이 다른 정보를 해석하는 도구로 사용될 수 있는지 정보비대칭 변화를 통하여 검토하였다. 마지막으로 Panel C에서는 확정윤리위험 (LOW_E_{t-1})과 잠정윤리위험 ($HIGH_BTD$)을 함께 고려하여 동종업계 대비 우수한 ESG 활동에 대한

평가에서도 차이가 관찰되는지 전체 표본에 대해 검토하였다.

분석 결과는 <Table 9>에 제시하였다. 먼저, Panel A의 윤리적 결합이 공시된 기업 (LOW_E_{t-1})의 당기 ESG 성과 개선 ($INC_ESG_E/S/G_t$)에 대한 가치관련성 변화를 살펴보면, 수익률 (RET)과 초과수익률 (CAR)을 종속변수로 설정한 분석에서 윤리적 결합기업 ($LOW_E_{t-1}=1$)의 거버넌스 성과 증가를 (INC_ESG_G) 부정적 가치정보로(-0.685, -0.147) 인식됨을 제시하였다.

다음으로, Panel B에서는 애널리스트 이익예측오차 ($ERROR$)와 주가예측과리도 ($DISPARITY$) 정보를 통하여 정보비대칭 변화를 검토한 결과를 제시하였다. 분석 결과를 살펴보면 확정윤리위험 ($LOW_E_{t-1}=1$) 기업이지만 ESG 점수가 증가한 경우 정보비대칭 감소를(-0.019, -0.061) 나타내 확정윤리위험정보가 다른 정보의 해석을 용이하게 하는 가치정보로 고려될 수 있음을 추가적으로 지지하는 결과로 해석될 수 있다.

마지막으로 Panel C에서는 전체 표본을 대상으로 동종업계 대비 우수한 ESG 활동에서 (Ab_ESG_T) 윤리위험 수준(확정윤리위험 (LOW_E_{t-1})과 잠정윤리위험 ($HIGH_BTD$))에 따라 비정상 ESG 성과에 대해 차별적 반응이 나타나는지 검증하였다. 분석 결과, 세금포탈을 포함한 전체 확정윤리위험 ($LOW_E_All_{t-1}$)과 경영자 확정윤리위험 ($LOW_E_Mgt_{t-1}$) 모두에서 비정상 ESG 성과에 대한 부정적 평가가(-0.150, -0.221) 동일하게 관찰되었다. 따라서, <Table 9>의 분석 결과는 기업의 윤리정보에 따라 ESG 활동 정보의 해석이 달라질 수 있음을 제시하는 결과로 동종업계 대비 우수한 ESG 활동 점수라 하더라도 윤리위험이 높은 기업의 활동 개선에 대해 시장에서는 부정적인 평가를 하고 있음을 시사한다.

<Table 9> Differential market reaction to incremental ESG score among differential ethical level

Panel A. *Dep. Var = Market Value*

$$RET(CAR)_t = \gamma_0 + \gamma_1*LOW_{E_{t-1}} + \gamma_2*INC_ESG_E_t + \gamma_3*INC_ESG_S_t + \gamma_4*INC_ESG_G_t + \gamma_5*LOW_{E_{t-1}}*INC_ESG_E_t + \gamma_6*LOW_{E_{t-1}}*INC_ESG_S_t + \gamma_7*LOW_{E_{t-1}}*INC_ESG_G_t + \sum Controls + \varepsilon$$

Variables	<i>Dep.Var = RET_t</i>				<i>Dep.Var = CAR_t</i>			
	<i>LOW_{E_{t-1}}</i> = 0		<i>LOW_{E_{t-1}}</i> = 1		<i>LOW_{E_{t-1}}</i> = 0		<i>LOW_{E_{t-1}}</i> = 1	
	Coeff	(t.stat)	Coeff	(t.stat)	Coeff	(t.stat)	Coeff	(t.stat)
<i>INTERCEPT</i>	-0.551	(-1.17)	-1.447	(-0.65)	-1.004***	(-2.46)	2.503	(0.57)
<i>INC_ESG_E_t</i>	0.053	(1.24)	-0.074	(-0.32)	0.049	(1.17)	0.079	(0.31)
<i>INC_ESG_S_t</i>	0.021	(0.70)	0.092	(0.46)	-0.012	(-0.37)	0.027	(0.06)
<i>INC_ESG_G_t</i>	0.046	(1.03)	-0.685**	(-2.13)	0.083	(1.47)	-1.047**	(-2.52)
<i>RET_{t-1}</i>	-0.171***	(-6.32)	-0.124	(-0.54)				
<i>CAR_{t-1}</i>					-0.101*	(-1.71)	-0.275	(-1.11)
Controls	YES		YES		YES		YES	
Adj_R ²	0.1877		0.3894		0.2522		0.4455	
Cluster	firm		firm		firm		firm	
Year, IND	Fixed		Fixed		Fixed		Fixed	
N	1,317		56		1,317		56	

Panel B. *Dep. Var = Asymmetry*

$$ERROR(DISPARITY)_t = \gamma_0 + \gamma_1*LOW_{E_{t-1}} + \gamma_2*CH_ESG_E_t + \gamma_3*CH_ESG_S_t + \gamma_4*CH_ESG_G_t + \gamma_5*LOW_{E_{t-1}}*CH_ESG_E_t + \gamma_6*LOW_{E_{t-1}}*CH_ESG_S_t + \gamma_7*LOW_{E_{t-1}}*CH_ESG_G_t + \sum Controls + \varepsilon$$

Variables	<i>Dep.Var = ERROR_t</i>				<i>Dep.Var = DISPARITY_t</i>			
	<i>LOW_{E_{t-1}}</i> = 0		<i>LOW_{E_{t-1}}</i> = 1		<i>LOW_{E_{t-1}}</i> = 0		<i>LOW_{E_{t-1}}</i> = 1	
	Coeff	(t.stat)	Coeff	(t.stat)	Coeff	(t.stat)	Coeff	(t.stat)
<i>INTERCEPT</i>	-0.049*	(-1.70)	-0.198	(-1.45)	-0.254***	(-3.17)	0.293	(0.58)
<i>CH_ESG_E_t</i>	0.002	(0.61)	0.010	(0.96)	-0.004	(-0.46)	-0.061*	(-1.81)
<i>CH_ESG_S_t</i>	0.006	(1.24)	0.031	(1.52)	-0.008	(-0.95)	-0.002	(-0.03)
<i>CH_ESG_G_t</i>	-0.001	(-0.23)	-0.019*	(-1.84)	0.004	(0.45)	0.037	(1.08)
<i>ERROR_{t-1}</i>	0.838*	(1.90)	-0.043**	(-2.01)				
Controls	YES		YES		YES		YES	
Adj_R ²	0.3425		0.5255		0.4337		0.6472	
Cluster	firm		firm		firm		firm	
Year, IND	Fixed		Fixed		Fixed		Fixed	
N	1,317		56		1,317		56	

<Table 9> Differential market reaction to incremental ESG score among differential ethical level (continue)

Panel C. *Abnormal ESG Score (Ab_ESG)*

$$RET_t = \zeta_0 + \zeta_1*LOW_E_{t-1} + \zeta_2*HIGH_BTD_t + \zeta_3*Ab_ESG_t + \zeta_4*LOW_E_{t-1}*HIGH_BTD_t + \zeta_5*HIGH_BTD_t*Ab_ESG_t + \zeta_6*LOW_E_{t-1}*Ab_ESG_t + \zeta_7*LOW_E_{t-1}*Ab_ESG_t*HIGH_BTD_t + \sum Controls + \varepsilon$$

Variables	LOW_E = LOW_E_All _{t-1}		LOW_E = LOW_E_Mgt _{t-1}	
	Coeff	(t.stat)	Coeff	(t.stat)
INTERCEPT	0.832***	(3.43)	0.827***	(3.41)
LOW_E _{t-1}	-0.066	(-1.27)	-0.074	(-1.24)
HIGH_BTD _t	0.030	(1.33)	0.029	(1.29)
Ab_ESG _{T_t}	-0.016	(-1.20)	-0.014	(-1.05)
HIGH_BTD _t *Ab_ESG _{T_t}	0.089**	(2.10)	0.075	(1.41)
LOW_E _{t-1} *HIGH_BTD _t	0.032	(0.44)	0.114	(1.10)
LOW_E _{t-1} *Ab_ESG _{T_t}	-0.004	(-0.20)	-0.006	(-0.31)
LOW_E _{t-1} *HIGH_BTD _t *Ab_ESG _{T_t}	-0.150**	(-2.06)	-0.221*	(-2.01)
Controls	YES		YES	
Adj_R ²	0.054		0.054	
Cluster	firm		firm	
Year, IND	Fixed		Fixed	
N	5,312		5,312	

This table presents the results of a regression analysis, where the dependent variables are market reactions (*RET*, *CAR*) and information asymmetry (forecast error and price divergence). The independent variables are the actual ethical risks from the prior year and the abnormal ESG rating compared to the same industry and year. A two-tailed t-test was conducted, where ***, **, and * indicate significance levels of 1%, 5%, and 10%, respectively. For detailed definitions of the variables, please refer to the Appendix.

추가분석 결과는 기업의 윤리정보가 판단이 난해한 공시 정보 해석 측면에서도 활용될 수 있음을 보여주는 결과로서, 윤리정보가 가치정보이자 타 정보의 해석을 돕는 도구로서 활용될 수 있음을 지지하는 결과로 해석될 수 있다.

VI. 결론 및 한계점

본 연구에서는 경영자의 신뢰성을 투영하는 윤리

정보가 기업이 공시하는 정보의 질을 판단하고 해석하는 도구(tool)로 활용될 수 있을 것으로 기대하고 이를 실증분석으로 검증하였다. 분석에 사용된 윤리(위험)정보는 선행연구를 토대로 조세회피 수준과 윤리적 결함 사건으로 설정하고, 시장참여자에 의한 윤리정보의 활용은 정보비대칭(애널리스트 이익예측 오차와 추가예측과리도) 변화와 자발적으로 이루어진 잠정이익 공시정보에 대한 시장의 반응(초과수익률과 비정상거래량)으로 검증하였다.

분석 결과, 잠정윤리위험(조세회피수준)이 높을 때 정보비대칭은 증가하지만 확정윤리위험과 함께 제공

된 잠정윤리위험은 오히려 정보비대칭을 낮추고, 윤리위험이 낮은 기업의 비기대 잠정이익 실적공시 정보에 대해서만 시장은 가치정보로 반응함을 확인하였다. 본 결과는 잠정윤리위험의 대응치로 과도한 경영자 보상을 활용한 분석, 윤리수준을 윤리위험이 아닌 긍정적 윤리정보로 설정한 분석, 그리고 ESG 점수 증가 및 동종업계 대비 높은 ESG 성과 등의 호재 정보에 대한 차별적 반응 검토의 분석 결과에서도 모두 동일하게 확인되었다.

본 연구는 선행연구(Cormier and Magnan 2017; Angel and McCabe 2008; Baucus and Dworkin 1994)를 토대로 기업의 윤리정보가 공시정보의 질을 판단하고 해석하는 도구(tool)로 사용될 가능성을 예상하고 이를 실증분석으로 검증한 연구라는 점에서 차별성을 가지며, 시장참여자의 의사결정 과정에서 기업의 윤리정보가 활용되고 있음을 실증분석으로 제시하였다는 점에서 공헌점이 있을 것으로 기대된다. 다만, 상대적으로 적은 수의 확정윤리위험 표본 및 주요 분석이 애널리스트 추종 기업을 대상으로 이루어진 점은 본 연구의 결과를 전체 시장으로 일반화하기 어려운 한계점을 지닌다.

참고문헌

- 김성혜, 박하연(2018), "한국기업의 회계투명성과 재무분석가의 예측특성과의 관계," **국제회계연구**, 제77권, pp.157-179.
- (Kim, S. H. and Park, H. Y.(2018), "Accounting transparency and analysts forecast characteristics," *Korea International Accounting Review*, 77, pp.157-178.)
- 김준현(2018), "잠정이익 공정공시에 대한 기업의 전략적 공시 행태," **회계저널**, 제27권 6호, pp.29-60.
- (Kim, J. H.(2018), "Strategic Corporate Behavior on the Fair Disclosure of Preliminary Earnings," *Korean Accounting Journal*, 27(6), pp.29-60.)
- 나영, 임옥빈, 김명서(2013), "ESG 정보와 타인자본비용의 관련성에 대한 실증연구," **회계정보연구**, 제31권 1호, pp.453-487.
- (Na, Y., W. B. Leem, and Kim, M. S.(2013), "An empirical analysis on ESG performance information and cost of debt capital," *Korea Accounting Information Research*, 31(1), pp.453-487.)
- 박정윤, 이미용(2003), "윤리성변수를 이용한 기업부실예측: 접대비 및 복리후생비를 중심으로," **경영학연구**, 제32권 2호, pp.499-522.
- (Park, J. Y. and Lee, M. Y.(2003), "A Bankruptcy Prediction Model Using Ethical Variables-Focused on Reception Expenses and Welfare Expenses," *Korea Management Review*, 32(2), pp.499-522.)
- 배성호(2014), "기업의 사회적 책임활동(CSR)과 재무분석가 이익예측특성," **회계저널**, 제23권 6호, pp.1-36.
- (Bae, S. H.(2014), "The Relation Between Corporate Social Responsibility and Analysts' Forecast Properties," *Korean Accounting Journal*, 23(6), pp.1-36.)
- 백복현, 김영준, 이준일(2012), "연간이익공시 시점에 대한
- 기도훈, 박재환(2019), "잠정이익 공시 이익의 체계적·비체계적 편이에 관한 연구: 중단영업손익을 이용한 분석을 중심으로," **회계학연구**, 제44권 4호, pp. 1-39.
- (Ki, D. and Park, J. W.(2019), "Research on systematic and firm-specific preliminary earnings bias: Focusing on discontinued operations," *Korean Accounting Review*, 44(4), pp.1-39.)

- 연구,” **회계학연구**, 제37권 4호, pp.253-290.
- (Baik, B. Y. J. Kim, and Lee, J.(2012), “A study in the exact timing of annual earnings announcements in the Korean Market,” *Korean Accounting Review*, 37(4), pp.253-290.)
- 선우혜정, 최종학, 이병희(2010), “지분율 괴리도가 재무분석가의 이익예측치오차에 미치는 영향,” **회계학연구**, 제35권 2호, pp.1-34.
- (Sonu, C. H., J. H. Choi, and Lee, B. H.(2010), “The Effect of the Wedge between Voting Right and Cash Flow Right on Error in Analysts’ Earnings Forecasts,” *Korean Accounting Review*, 35(2), pp.1-34.)
- 신영호, 황보영, 정규언(2017), “법인세 추정세액을 이용한 조세회피측정치 비교 연구,” **세무학연구**, 제34권 3호, pp.259-285.
- (Shin, Y. H., B. Y. Whang, and Chung, K. U.(2017), “Assessing the validity of empirical proxies for tax avoidance using the results of tax audits,” *Korean Journal of Taxation Research*, 34(3), pp.259-285.)
- 양혜연, 노길관(2019), “경영자 보상차이와 유효법인세율,” **세무회계연구**, 제60권 pp.145-161.
- (Yang, H. M. and Noh, G. K.(2019), “The CEO pay slice and effective corporate tax rate,” *Tax Accounting Research*, 60, pp.145-161.)
- 여상은, 이윤정, 변진호(2023), “COVID-19로 인한 불확실성 증가가 애널리스트 분석보고서에 미친 영향,” **한국증권학회지**, 제52권 5호, pp.787-820.
- (Yeo, S., Y. Lee, and Byun, J.(2023), “Impact of Increased Uncertainty due to COVID-19 on Analyst Research Reports,” *Korean Journal of Financial Studies*, 52(5), pp.787-820.)
- 유지선, 최기호(2017), “조세소송 판결에 대한 주식가치 반응 분석,” **회계저널**, 제26권 2호, pp.51-81.
- (Yoo, J. and Choi, K.(2017), “An analysis on stock price reactions to tax-related court decisions,” *Korean Accounting Journal*, 26(2), pp.51-81.)
- 이혜미, 홍창목(2021), “조세회피가 재무분석가의 허딩에 미치는 영향,” **회계정보연구**, 제39권 2호, pp.169-200.
- (Lee, H. M. and Hong, C. M.(2021), “The effects of corporate tax avoidance on the analysts’ herding behavior,” *Korea Accounting Information Research*, 39(2), pp.169-200.)
- 이동하, 나영(2021), “기업 경영자의 내면적 특성에 따라 ESG 활동이 내면윤리에 미치는 영향에 차이가 있는가?,” **글로벌경영학회지**, 제18권 6호, pp.1-26.
- (Lee, D. H. and Y. Na(2021), “Is There a difference in the impact of ESG activities on internal ethics according to the internal characteristics of managers?,” *Global Business Administration Review*, 18(6), pp.1-26.)
- 임형주, 최종서(2013), “기업의 사회적 책임과 이익조정: 외면적 기업윤리와 내면윤리는 일치하는가?,” **회계저널**, 제22권 5호, pp.257-309.
- (Lim, H. J. and Choi, J. S.(2013), “Corporate social responsibility and earnings management: Does the external business ethics portray internal ethics?,” *Korean Accounting Journal*, 22(5), pp.257-309.)
- 장승주, 김용길, 이윤규, 노희천(2017), “경영자 과신성향이 조세회피에 미치는 영향,” **세무학연구**, 제34권 2호, pp.41-76.
- (Chang, S. J., W. K. Kim, Y. K. Lee, and Noh, H. C.(2017) “A study on the impact of CEO overconfidence on tax avoidance,” *Korean Journal of Taxation Research*, 34(2), pp.41-76.)
- 정운오, 전병욱(2010), “세무조사와 주가반응,” **세무학연구**, 제27권 3호, pp.179-203.
- (Jung, W. O. and Jun, B. W.(2010), “Stock market

- reactions to tax audits," *Korean Journal of Taxation Research*, 27(3), pp.179-203.)
- 홍지연, 김수인(2021), "공동경영자의 영향력 차이와 조세 회피," **회계저널**, 제30권 3호, pp.105-141.
- (Hong, J. Y. and Kim, S. I.(2021), "Power gap of Co-CEOs and tax-avoidance," *Korean Accounting Journal*, 30(3). pp.105-141.)
- Aboody, D. and R. Kasznsnik(2000), "CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures," *Journal of Accounting & Economics*, 29(1), pp.73-100.
- Adams Bonaimé, A.(2015), "Mandatory Disclosure and Firm Behavior: Evidence from Share Repurchases," *The Accounting Review*, 90(4), pp.1333-1362.
- Amel-Zadeh, A. and G. Serafeim(2018), "Why and How investors use ESG information: Evidence from a global survey," *Financial Analysts Journal*, 74(3), pp.87-103.
- Angel, J. J. and D. M. McCabe(2008), "The ethics of managerial compensation: The case of executive stock options," *Journal of Business Ethics*, 78(1), pp.225-235.
- Avi-Yonah, R.(2008), "Aggressive tax behaviour and corporate social responsibility In Beyond Boundaries: Developing Approaches to Tax Avoidance and Tax Risk Management," *Oxford, U.K.: Oxford University Centre for Business Taxation*, pp.137-138.
- Ball, R. and P. Brown(1968), "An empirical evaluation of accounting income numbers," *Journal of Accounting Research*, 6(2), pp.159-178.
- Bamber, L. S.(1987), "Unexpected Earnings, Firm Size, and Trading Volume around Quarterly Earnings Announcements," *The Accounting Review*, 62(3), pp.510-532.
- Bao, D., Y. Kim, G. M. Mian(2019), "Do managers disclose or withhold bad news? Evidence from short interest," *The Accounting Review*, 94(3), pp.1-26.
- Batstone, A.(2003), "Legal paternalism," *University of St. Andrews (United Kingdom)*.
- Baucus, M. S. and T. M. Dworkin(1994), "Wrongful firing in violation of public policy: Who gets fired and why," *Employee Responsibilities and Rights Journal*, 7(3), pp.191-206.
- Bhagat, G., & Jha, K. N.(2024), "Investigating the relationship of the integrity climate of a public organization with corruption in construction projects," *Journal of Management in Engineering*, 40(1), 04023064.
- Bian, X., J. C. Contat, B. D. Waller, and S. A. Wentland(2023), "Why disclose less information? Toward resolving a disclosure puzzle in the housing market," *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 66(2), pp.443-486.
- Boffo, R. and R. Patalano(2020), "ESG Investing: Practices, Progress and Challenges" *OECD 2020 Paris, France*.
- Blanthorne, C., and S. Kaplan(2008), "An egocentric model of the relations among the opportunity to underreport, social norms, ethical beliefs, and underreporting behavior," *Accounting, Organizations and Society*, 33(7), pp.684-703.
- Brown, S. and S. Hillegeist(2007), "How disclosure quality affects the level of information asymmetry," *Review of Accounting Studies*, 12(2), pp.443-477.
- Caliskan, D. and J. A. Doukas(2015), "CEO risk preferences and dividend policy decisions," *Journal of Corporate Finance*, 35, pp.18-42.
- Callen, J. L., R. Kaniel, and D. Segal(2023), "Filing Speed, Information Leakage, and Price

- Formation," *Review of Accounting Studies* 28 (3), pp.1618-1656.
- Chang, J. W. and H. M. Choi(2017), "Analyst Optimism and Incentives under Market Uncertainty," *Financial Review*, 52(3), pp. 307-345.
- Chen, Z., Y. Lan, X. Li, C. Shang, and Q. Shen (2022), "Quality management by warranty contract under dual asymmetric information," *IEEE Transactions on Engineering Management*, 69(4), pp.1022-1036.
- Cho, J. S. and M. H. Jo(2009), "The effect of managerial opportunistic discretion on analysts' earnings forecasts," *Review of Accounting and Policy Studies*, 14(1), pp.147-173.
- Clement, M. B.(1999), "Analyst forecast accuracy: Do ability, resources, and portfolio complexity matter?," *Journal of Accounting and Economics*, 27(3), pp.285-303.
- Cormier, D. and M. Magnan(2017), "Does a firm's exposure to ethical failures matter to financial markets? A governance perspective," *Journal of Management and Governance*, 21(2), pp. 267-289.
- Christensen, J. and R. Murphy(2004), "The Social Irresponsibility of Corporate Tax Avoidance: Taking CSR to the Bottom Line," *Development*, 47(3), pp.37-44.
- Daley, L. A., J. S. Hughes, and J. D. Rayburn(1995), "The Impact of Earnings Announcements on the Permanent Price Effects of Block Trades," *Journal of Accounting Research*, 33(2), pp. 317-334.
- Davis, A. K., D. A. Guenther, L. K. Krull, and B. M. Williams(2016), "Do socially responsible firms pay more taxes?," *The Accounting Review*, 91(1), pp.47-68.
- Dhaliwal, D. S., S. Radhakrishnan, A. Tsang, and Y. G. Yang(2012), "Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure," *The Accounting Review*, 87(3), pp.723-759.
- Downar, B., J. Ernstberger, and B. Link(2018), "The Monitoring Effect of More Frequent Disclosure," *Contemporary Accounting Research*, 35(4), pp.2058-2081.
- Dye, R. A.(1986), "Proprietary and nonproprietary disclosures," *The Journal of Business*, 59 (2), pp.331-366.
- Dyreng, S. D., M. Hanlon, and E. L. Maydew(2010), "The effects of executives on corporate tax avoidance," *The Accounting Review*, 85(4), pp.1163-1189.
- Eddy, A. and B. Seifert(1992), "An examination of hypotheses concerning earnings forecast errors," *Quarterly Journal of Business and Economics*, 31(2), pp.22-37.
- Elliott, J. A. and D. R. Philbrick(1990), "Accounting changes and earnings predictability," *The Accounting Review*, 65(1), pp.157-174.
- Ezeigweneme, C.A., A. A. Umoh, V. I. Ilojiana, and A. O. Adegbite(2024), "Review of telecommunication regulation and policy: comparative analysis USA and AFRICA," *Computer Science & IT Research Journal*, 5(1), pp.81-99.
- Francis, B. B., X. Sun, C. H. Weng, and Q. Wu(2022), "Managerial ability and tax aggressiveness," *China Accounting and Finance Review*, 24, pp.53-75.
- Francis, R. and A. Armstrong(2003), "Ethics as a risk management strategy: The Australian experience," *Journal of Business Ethics* 45

- (4), pp.375-385.
- Frank, M. M., L. J. Lynch, and S. O. Rego(2009), "Tax Reporting Aggressiveness and Its Relation to Aggressive Financial Reporting," *The Accounting Review*, 84(2), pp.467-496.
- Friede, G., T. Busch, and A. Bassen(2015), "ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies," *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 5 (4), pp. 210-233.
- Giuli, A. and L. Kostovetsky(2014), "Are red or blue companies more likely to go green? Politics and corporate social responsibility," *Journal of Financial Economics*, 111(1), pp.158-180.
- Godfrey, P. C.(2005), "The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: A risk management perspective," *Academy of Management Review*, 30, pp. 777-798.
- Gorfie, G. T. and M. C. Wube(2023), "Business Ethics and Organisational Performance: The Mediating Role of Working Conditions," *African Journal of Business & Economic Research*, 18(4) pp.391-413.
- Graham, J. R.(1999), "Herding among Investment Newsletters: Theory and Evidence," *Journal of Finance*, 54(1), pp.237-268.
- Guiso, L., P. Sapienza, and L. Zingales(2015), "The Value of Corporate Culture," *Journal of Financial Economics*, 117(1), pp.60-76.
- Gullapalli, D.(2004), *Goldman's report packs clout, but is governance role right?:* The Wall Street Journal Europe.
- Hameed, Z., R. M. Naeem, T. Islam and S. M. Alshibani(2024), "How does CEO ethical leadership transform Saudi SMEs into green firms? A moderated mediation model," *Corporate Social Responsibility & Environmental Management*, 31(5), pp. 3855-3868.
- Hirshleifer, D. and S. H. Teoh(2003), "Limited attention, information disclosure, and financial reporting," *Journal of Accounting and Economics*, 36 (1), pp.337-386.
- Hong, H., J. D. Kubik, A. Solomon(2000), "Security analysts' career concerns and herding of earnings forecasts," *The RAND Journal of Economics*, 31(1), pp.121-144.
- Hsu, A. and S. Liu(2023), "The Effect of Book-Tax Conformity on the Information Environment: From the Analyst Perspective," *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 61 (2), pp.535-565.
- Jacob, J., T. Z. Lys, and M. A. Neale(1999), "Expertise in forecasting performance of security analysts," *Journal of Accounting and Economics*, 28 (1), pp.51-82.
- Karmańska, A(2017), "*Professional Ethics in Accounting: Case Studies in Lifewide Lifelong Learning Programmes*," proceeding, 5th International Conference on Accounting, Auditing, and Taxation (ICAAT 2016, ISSN 2352-5428)
- Keller, K. L. and R. Staelin(1987), "Effects of quality and quantity of information on decision effectiveness," *Journal of Consumer Research*, 14(2), pp.200-213.
- Kesner, I. F., Victor, B., and Lamont, B. T.(1986). "Board composition and the commission of illegal acts:an investigation of fortune 500 companies," *Academy of Management Journal*, 29(4), pp.789-799.
- Kimbrough, M. D. and H. Louis(2011), "Voluntary Disclosure to Influence Investor Reactions to Merger Announcements: An Examination of Conference Calls," *The Accounting Review*,

- 86(2), pp.637-667.
- Lang, M. H. and R. J. Lundholm(1996), "Corporate disclosure policy and analyst behavior," *The Accounting Review*, 71(4), pp.467-492.
- Laura, M., R. Asheq, and K. Humayun(2022), "Relevance of supplementary fair value disclosures under market uncertainty: effects on audit fees and investors' pricing," *Managerial Auditing Journal*, 37, pp.819-849.
- Li, K., F. Mai, R. Shen, and X. Yan(2021), "Measuring Corporate Culture Using Machine Learning," *Review of Financial Studies*, 34(7), pp. 3265-3315.
- Lu, J.(2022), "Limited attention: Implications for financial reporting," *Journal of Accounting Research*, 60(5), pp.1991-2027.
- Ma, Z.(2009), "The status of contemporary business ethics research: present and future," *Journal of Business Ethics*, 90, pp.255-265.
- Masulis, R. W. and S. W. Reza(2015), "Agency problems of corporate philanthropy," *The Review of Financial Studies*, 28(2), pp.592-636.
- McMullin, J. L., B. Miller, and B. J. Twedt(2019), "Increased mandated disclosure frequency and price formation: evidence from the 8-K expansion regulation," *Review of Accounting Studies*, 24(1), pp.1-33.
- Mikhail, M. B., B. R. Walther, and R. H. Wills (1997), "Do security analysts improve their performance with experience?," *Journal of Accounting Research*, 35(3), pp.131-157.
- Moriarty J.(2014), "Compensation Ethics and Organizational Commitment," *Business Ethics Quarterly*, 24(1), pp.31-53.
- Mullen, C. A. and C. C. Klimaitis(2021), "Defining mentoring: a literature review of issues, types, and applications," *Annals of the New York Academy of Sciences* 1483(1), pp.19-35.
- Naughton, J. P., C. Wang, and I. Yeung(2019), "Investor sentiment for corporate social performance," *The Accounting Review*, 94 (4), pp.401-420.
- Olubusola, O., O. H. Daraojimba, A. O. Ajayi-Nifise, T. Falaiye, and N. Z. Mhlongo(2024), "Ethical challenges in accounting: A review of case studies from the USA and Africa," *Finance & Accounting Research Journal*, 6(2), pp. 146-158.
- Ogbomo, O.L., P. Ojiakor Ijeoma, E. Esenohor, and O. Laurretta(2022), "Fraud schemes and fraudulent accountants prosecution," *Sciences*, 12(1), pp.1143-1169.
- Payne, D. M., C. Corey, C. Raiborn, and M. Zingoni (2019), "An applied code of ethics model for decision-making in the accounting profession," *Management Research Review*, 43(9), pp. 1117-1134.
- Rasmusen, E.(2013), "*Games and information : an introduction to game theory*" 4th edition, Blackwell Publishing(ISBN 978-1-4051-3666-2).
- Ren, W.(2020), "The evolution of interpreters' perception and application of (codes of) ethics in China since 1949: a sociological and historical perspective," *TRANSLATOR*, 26 (3), pp.274-296.
- Runić-Ristić, M., T. Savić Tot, N. Ljepava, and V. Tot(2024), "Work ethic, cultural impact and perceived performance - innovative insights from three countries," *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 17(4), pp.789-810.
- Tucker, L. R.,V. Stathakopolous, and C. H. Patti (1999), "A multidimensional assessment of ethical codes: The professional business

- association perspective," *Journal of Business Ethics*, 19(3), pp.287-300.
- Verrecchia, R. E.(1983), "Discretionary disclosure," *Journal of Accounting and Economics*, 5(3), pp.179-194.
- Welker, M. and H. C. Sparks(2001), "Individual, Institutional, and Specialist Trade Patterns before and after Disclosure," *Journal of Financial Research*, 24(2), pp.261-287.

-
- 저자 김희주는 현재 성균관대학교(SKKU) 경영대학 핀테크융합전공 박사후연구원으로 재직 중이다. 저자는 한국공인회계사(KICPA)로서 경희대학교에서 경영학 학사를, 성균관대학교에서 통계학 석사 및 회계전공 경영학 박사 학위를 취득하였다. 주요 연구 분야는 회계품질, 감사품질, 시장 행태, 그리고 규제 효과이다.
 - 저자 이종은은 현재 성균관대학교(SKKU) 경영대학 회계전공 교수로 재직 중이다. 저자는 한국공인회계사(KICPA)로서 연세대학교에서 경영학 학사, 뉴욕주립대에서 회계학 석사, Temple 대학에서 경영학 박사(회계전공) 학위를 취득하였다. 주요 연구 분야는 재무 보고품질, 감사품질, 내부회계관리제도, 지배구조, 자발적 공시이다.
 - 저자 유현정은 현재 한국조세재정연구원에서 연구원으로 재직 중이다. 성균관대학교 경영학 석박통합으로 박사학위를 취득하였다. 주요 연구 분야는 애널리스트, 투자자 행태, 행동회계 등 이다.

〈Appendix〉 Variable definitions

Name	Definition
<i>ERROR</i>	absolute value of difference actual eps and forecast eps divided by lag price ;
<i>DISPARITY</i>	gap between the consensus price and the last closing price for each security published within 1 month, calculated by (consensus price / closing price on the reference date - 1) ;
<i>CAR_{-1,+1}</i>	cumulative abnormal return from market model over 3days from announcement day -1 to day +1 ;
<i>CAR_{0,+2}</i>	cumulative abnormal return from market model over 3days from announcement day 0 to day +2 ; and
<i>LN_AbVol</i>	natural logarithm of the announcement day trading volume minus the recent 5days average trading volume ;
<i>Ratio_AbVol</i>	<i>LN_AbVol</i> divided by natural logarithm of the recent 5 days average trading volume ;
<i>UX_Prov_t</i>	provisional earnings per share after fiscal year end but before audit report date minus prior earnings per share divided by the initial price.
<i>EVADE</i>	1 if the firm discloses tax evasion, and 0 otherwise ;
<i>EMBEZZLE</i>	1 if the firm discloses embezzlement, and 0 otherwise ;
<i>LITIGATION</i>	1 if the firm discloses lawsuits against board or CEO, and 0 otherwise ;
<i>LOW_E</i>	1 if the firm discloses one of ethical issues (<i>EMBEZZLE</i> , <i>LITIGATION</i> , <i>EVADE</i>) for last year, and 0 otherwise ;
<i>SIZE</i>	natural log of market value of equity ;
<i>LOSS</i>	1 if negative net income for fiscal year <i>t</i> , and 0 otherwise ;
<i>Board_SIZE</i>	natural log of number of board members ;
<i>LEV</i>	ratio of total liability to total equity ;
<i>ROA</i>	net income divided by average total assets ;
<i>BIG4</i>	1 if the audit firm is in Big4 (PWC, Deloitte, KPMG, EY), and 0 otherwise ;
<i>Lag_ERROR</i>	analyst forecast error of prior year ;
<i>CON</i>	1 if consolidation firm, and 0 otherwise ;
<i>Follower</i>	natural log of number of analyst follower ;
<i>BTD</i>	book tax difference (follow Frank et al. 2009) ;
<i>HIGH_BTD</i>	1 if upper than median of <i>BTD</i> by industry and year, and 0 otherwise ;
<i>RET</i>	buy and hold return for fiscal year at fiscal year end ;
<i>CH_ESG</i>	changes in ESG rating of fiscal year ; and
<i>Ab_ESG</i>	difference of ESG rating and median ESG rating by industry and year.