

기업의 ESG활동과 자율공시가 기업가치에 미치는 영향

김영환* · 허정하** · 송동엽***

〈요 약〉

본 연구의 목적은 기업의 ESG 활동과 자율공시가 기업가치에 미치는 영향을 분석하고자 하였다. 분석대상은 2013년부터 2019년까지 유가증권시장에 상장된 비금융업 12월 결산법인 대상으로 2단계 패널분석을 실시하였다. 본 연구의 주요 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 기업의 ESG 활동은 기업의 자율공시수준에 부정적인 영향을 주는 것으로 나타났다. 반면에, 환경활동은 자율공시수준을 향상시키며, 사회활동과 지배구조는 자율공시수준에 유의한 영향을 주지 않았다. 둘째, 자율공시는 Tobin-Q에 유의한 양(+)의 영향을 주고 있으나, 기업의 ESG 활동은 유의한 영향을 주지 않는 것으로 분석되었다. 셋째, 기업의 ESG 활동(환경, 사회, 지배구조)은 기업의 누적초과수익률에는 유의한 양(+)의 영향을 주는 것으로 나타났으며, 자율공시는 유의한 영향을 주지 않았다. 넷째, ESG 활동이 양호한 집단에서는 자율공시가 Tobin-Q에 유의한 영향을 주지 않으나, ESG 활동이 저조한 집단에서는 자율공시가 Tobin-Q에 유의한 영향을 주고 있음을 확인하였다. 따라서, 본 연구의 시사점은 ESG 정보의 자발적 공시와 의무공시에 대한 균형적인 접근이 필요하다고 할 수 있다.

주제어 : ESG 활동, 자율공시, 기업가치, 이해관계자이론, 대리인이론

논문접수일 : 2022년 01월 19일 논문게재확정일 : 2022년 01월 25일

* 제1저자, 전남대학교 경영학부 강사, E-mail: podo92@hanmail.net

** 공동저자, 전남대학교 경영학과 박사과정, E-mail: jhher0759@naver.com

*** 교신저자, 목포대학교 경영학과 강사, E-mail: angels1005@hanmail.net

I. 서 론

본 연구는 기업의 ESG 활동이 자율공시에 미치는 영향과, ESG 활동과 자율공시가 기업가치에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 이를 통하여, 기업의 지속가능경영에 대한 공시의 의무화와 자율화에 대한 시사점을 제공하고자 한다. 최근 머니투데이의 2021년 10월 26일 기사에 의하면, 금융위원회는 2025년부터 일정규모 이상 코스피 상장사에 대해 ESG 지속가능경영 보고서 공시를 의무화한다고 밝혔으며, 한국상장회사협의회는 ESG 규제화 움직임이 이뤄지고 있는데 이에 대해선 신중한 접근이 필요하다고 하였다.

지속가능경영이란 경제적 수익성, 환경적 건전성, 사회적 책임성이라는 세 개의 축을 토대로 지속적 성장을 추구하는 경영활동이다(전영승, 2018). 지속가능경영을 ESG(Environmental, Social, and Governance)로 표현하는데, ESG는 기업의 전략을 실행하고 기업의 가치를 높이기 위한 능력에 영향을 미칠 수 있는 환경, 사회 및 지배구조에 관한 요소들을 포괄하는 개념으로 이해되고 있다(한국거래소, 2021). 또한, ESG 경영은 기업의 목적을 경제적 가치뿐만 아니라 사회적 가치의 공동 제고로 설정하고, 다양한 이해관계자의 이해증대를 목표로 경제적·사회적 가치 사이에 적절한 균형을 찾아 경영자원을 효율적으로 배분하는 전략이다(박영석, 이효섭, 2021).

ESG는 장기적 관점에서 기업의 이익을 추구하며, 사업과 윤리를 구분하여 인식하지 않으며, 다양한 이해관계자의 이해를 일치시키려는 노력으로 이해관계자이론으로 설명될 수 있다(Hörisch et al., 2014). ESG는 기업가치에 양(+)의 영향을 주며(Gillan et al., 2010; 장승욱, 김용현, 2013; 강원, 정무권, 2020; 김소정, 김우찬, 2021; Irawan, 2021; 이용대, 이치송, 2021; 이연지, 신정순, 2021; 최정혁, 2021), 주식수익률에 영향을 주며, 주가수익률의 변동성을 완화시키며, 추가급락위험을 감소시킨다(여은정, 2017; 김명애, 우민철, 2021; Bae et al., 2021; 이은정, 이유경, 2021; 여환영, 송인욱, 2022). 또한, ESG는 신용등급에 긍정적인 영향을 준다(전진규, 2021).

반면에, Friedman(1970)은 사회적 책임활동은 경영자의 사적이익을 추구하기 위한 수단이기 때문에 대리인 비용을 야기한다고 하였다. ESG는 기업가치에 부정적인 영향을 주며(Fatemi et al., 2018; 변해영, 2018; Duque-Grisales et al., 2019), ESG 공시는 기업가치와 무관하다(김윤경, 2020).

Waddock and Graves(1997)에 의하면, 기업의 사회적 책임활동은 기업의 성과가 좋을수록 증가한다고 하였다. 이는, 기업의 ESG 활동이 양호하기 때문에 기업가치가 증가한 것일 수 있지만, 기업가치가 높기 때문에 ESG 활동이 증가하는 내생성의 문제가 존재할 수

있다. Cahan et al.(2015)에 의하면 기업의 ESG 활동이 양호할수록 기업의 자발적 공시의 증대로 인한 기업의 정보비대칭이 완화되며, 정보비대칭의 완화로 인하여 기업가치가 증대된다고 하였다. 따라서, 본 연구에서는 기업의 ESG 활동과 기업가치와의 내생성 문제를 고려하여, 기업의 ESG 활동과 기업가치와의 관계를 직접적으로 분석하기 보다는 기업의 ESG 활동이 기업의 자율공시를 증대시킴으로써 기업의 정보비대칭을 완화시켜 기업가치에 긍정적인 영향을 주는지를 분석하고자 한다.

자율공시란 상장기업의 자율적인 판단에 의해 주요경영사항 이외의 사항에 관하여 공시할 수 있도록 하는 제도이다. 대리인이론(agency theory)에 의하면 경영자와 주주간의 정보비대칭으로 인하여 경영자가 주주간의 대리인문제가 발생하므로, 정보비대칭의 문제를 완화시키기 위해서 경영자가 기업의 대한 정보를 자발적으로 공개한다는 것이다(Healy and Palepu, 2001). 반면에, Marquis et al.(2016)은 환경적 영향에 대한 공시 압력의 증가로 인하여 경영자는 자신에게 유리한 정보만을 자발적으로 공시하는 경영자의 기회주의적 행동에 의해서 자발적 공시가 증대한다는 것이다. 즉, 경영자가 자율공시를 자신의 사적이익을 추구하기 위한 기회주의적인 선택으로 정보비대칭을 보다 더 심화시킬 수 있다(신영직, 2018). 이해관계자이론(stakeholder theory)에 의하면 기업의 이해관계자들은 기업의 사회적 인식 개선과 기업경영의 정당성, 기업경영의 효율성과 투명성을 증대시키기 위하여 경영자에게 재무적 정보를 포함한 비재무적 정보에 대한 공개를 보다 더 많이 요구하기 때문이다(Naser et al., 2006).

오현민, 신호영(2016)은 자율공시수준의 증가는 기업의 정보비대칭을 심화시키지만, 기업지배구조가 양호할수록 자율공시의 정보비대칭이 완화된다고 하였으며, 신영직(2018)은 자율공시수준이 기업의 주가붕괴위험을 증대시키므로 자율공시수준이 증가할수록 경영자와 투자자간의 정보비대칭이 심화된다는 연구결과를 제시하고 있다. 또한, 김여진 외(2020)는 자율적 공시환경 하에서는 기업지배구조보고서의 자발적 공시는 저조하였으며, 외국인 지분이 높을수록 자발적 공시는 증가하였으나 지배주주의 지분율이 높을수록 자발적 공시가 감소함을 보여주고 있다. 나영, 임옥빈(2011)은 ESG 관련 정보의 공시효과가 존재하며, 기업가치에도 긍정적인 영향을 준다고 하였으며, 박범진(2020)은 자율공시수준이 증가할수록 감사보고서차가 줄어들며, 이는 자율공시수준의 증대는 경영자와 외부이해관계자들과의 정보비대칭을 완화시킨다고 주장한다. 또한, 정광화(2018)는 기업의 지속가능성이 우수할수록 공정공시 빈도가 증가하며, 공정공시가 증가할수록 기업가치에 긍정적인 영향을 주고 있어, 자율공시수준의 증가는 정보비대칭을 완화한다고 주장하고 있다.

국내의 선행연구는 주로 기업의 ESG와 기업가치, 자율공시와 기업가치에 대한 연구들은

진행되어 왔으며, 기업가치는 주로 Tobin-Q만을 사용하고 있다. 국내의 선행연구에서는 기업의 ESG활동, 자율공시, 기업가치와의 관련성을 분석하는 연구를 발견하지 못하여, 본 연구의 공헌점이 크다고 할 수 있다. 또한, 본 연구는 패널분석 및 내생성을 고려한 분석을 실시함으로써 선행연구와 차별성을 가지며, 기업가치 변수를 Tobin-Q와 CAR를 사용하여 분석하였다.

분석결과는 첫째, 기업의 ESG 활동은 기업의 자율공시수준에 미치는 영향이 상이하였다. 기업의 ESG 활동은 자율공시수준에 음(-)의 영향을, 환경활동은 자율공시수준에 양(+)의 영향을, 사회활동과 지배구조는 유의한 영향을 주지 않았다. 둘째, 자율공시는 Tobin-Q에 유의한 양(+)의 영향을, ESG 활동은 누적초과수익률(CAR)에 유의한 양(+)의 영향을 주고 있음을 확인하였다. 셋째, ESG 활동이 양호한 집단에서는 자율공시가 Tobin-Q에 유의한 영향을 주지 않으나, ESG 활동이 저조한 집단에서는 자율공시가 Tobin-Q에 유의한 영향을 주고 있음을 확인하였다.

II. 가설의 설정

ESG는 구체적으로 환경(Environment), 사회(Social), 지배구조(Governance)를 나타내는 약자로, 사회적 책임투자(Socially Responsible Investment, SRI)가 활성화되어 있고, 더 나아가 기업의 지속가능성에 영향을 주는 비재무적 요소인 ESG에 투자함으로써 장기적 투자수익을 추구하는 것이 보편화 되어 가고 있다(강원, 정무권, 2020). 기업의 ESG활동과 공시와의 관계를 이해관계자이론에 의하면 기업의 사회적 인식 개선과 기업경영의 정당성, 기업경영의 효율성과 투명성을 증대시키기 위하여 경영자에게 재무적 정보를 포함한 비재무적 정보에 대한 공개를 보다 더 많이 요구한다는 것이다(Naser et al., 2006). 또한, 자발적 공시이론(voluntary disclosure theory)에서는 ESG 성과가 좋은 기업일수록 ESG 성과가 좋지 않은 기업과 구별되기 위하여 자발적으로 재무적 정보뿐만 아니라 비재무적 정보를 보다 더 많이 공개하므로, 자발적 공시가 기업가치에 긍정적인 영향을 준다는 것이다(Cahan et al., 2015). 반면에, Kim and Lyon(2015)에 의하면 ESG 성과가 좋지 않은 기업이 비재무적 정보의 자발적 공시를 통하여 친환경적인 이미지를 내세우거나, 사회적 책임투자에 대한 부정적인 인식이 있을 경우에는 ESG 성과가 좋은 기업일수록 비재무적 정보의 자발적 공시가 감소한다고 하였다.

최준혁 외(2017)는 자발적 공시의 형태인 지속가능보고서와 기업의 사회적 책임활동과 유의한 관계가 없음을 보이고 있으며, 김여진 외(2020)의 연구에서는 자율적 공시환경

하에서는 기업지배구조보고서의 자발적 공시 유인이 낮았으며, 지배주주의 지분율이 높을수록 그러한 현상이 두드러지게 나타난다고 하였다. 반면에, Campbell et al.(2001)에 의하면 강압적인 의무공시가 증가하면 보다 더 많은 자발적 공시를 통해 외부이해관계자에게 보다 더 좋은 기업이라는 신호를 보낸다고 하였으며, Gao et al.(2016)은 기업의 사회적 책임활동이 우수한 기업일수록, 거액의 외부자금조달이 필요한 기업일수록, 기업지배구조가 양호한 기업일수록 사회적 책임활동에 대한 공시가 증가한다고 하였다. 따라서, 다음과 같은 가설을 설정하고자 한다.

귀무가설 1: 기업의 ESG 활동은 기업의 자율공시수준에 유의한 영향을 주지 않는다.

대리인이론(agency theory)에 의하면 정보비대칭의 문제를 완화시키기 위해서 경영자가 기업의 대한 정보를 자발적으로 공개하며(Healy and Palepu, 2001), Cahan et al.(2005)은 기업의 다양한 이해관계자들은 경영자를 감시하고, 정보비대칭의 문제를 완화시키기 위하여 자발적 공시를 증대한다고 하였다. 즉, 자발적 공시의 증가는 정보비대칭의 문제를 줄여줌으로써 기업가치에 긍정적인 영향을 준다는 것이다. 반면에, Marquis et al.(2016)은 자발적 공시는 경영자의 기회주의적 행동을 증가시키기 때문에 기업가치에 부정적인 영향을 준다고 하였다.

Gomes et al.(2007)에 의하면 자율공시수준의 증가는 기업의 자본비용을 증대시킨다는 연구결과를 제시하고 있으며, 신영직(2018)은 자율공시수준이 높을수록 기업의 추가붕괴 위험이 증대된다고 하였으며, 정현욱, 이미영(2020)은 자율공시수준이 하방경직적인 원가 행태에 유의한 양(+)의 영향을 주고 있다고 하였다. 이는, 자율공시의 증대는 기업의 정보비대칭이 완화되기 보다는 보다 더 증가된다는 것을 보여주고 있다. 또한, 이정은, 노길관(2021)은 경영자의 재량성이 자율공시는 경영자의 기회주의적 행동의 증가로 기업의 정보비대칭을 심화시킨다는 연구결과를 제시하고 있다. 반면에, Francis et al.(2008)은 자율공시가 기업의 정보비대칭을 완화시켜 자본비용을 감소시킨다고 하였으며, 박미희, 노باط은(2015)은 자율공시가 경영자와 외부투자자간의 정보비대칭을 완화시켜 기업의 신용평가등급에 긍정적인 영향을 준다고 하였다. 또한, 권오진(2019)은 정보비대칭과 대리인문제가 발생할 가능성이 큰 사업다각화 기업일수록 자율공시가 증가한다고 하였으며, 이기세, 전성일(2019)은 탄소배출량을 공시한 기업은 그렇지 않은 기업에 비하여 기업가치가 낮은 것으로 분석되었으나, 탄소배출량을 의무공시한 기업보다 탄소배출량을 자발적으로 공시한 기업일수록 기업가치가 높다고 하였다. 따라서, 다음과 같은 가설을 설정하고자

한다.

귀무가설 2: 기업의 자율공시수준은 기업가치에 유의한 영향을 주지 않는다.

이해관계자이론에 의하면 기업의 ESG 활동은 기업의 다양한 이해관계자의 이익을 극대화하는 경영을 통하여 기업가치에 긍정적인 영향을 줄 것으로 기대되며, 대리인이론에 의하면 기업의 ESG 활동은 경영자의 사적이익을 추구하는 행동임으로 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 것으로 기대할 수 있다. Duque-Grisales et al(2019)은 남미국가들을 대상으로 ESG와 기업가치와의 관계를 분석하였는데, 기업의 ESG 활동이 증가할수록 기업가치에 부정적인 영향을 준다는 연구결과를 제시하고 있으며, 변혜영(2018)은 기업의 ESG 활동은 토빈-q로 측정된 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 분석결과를 제시하고 있다. 반면에, 강원, 정무권(2020)은 기업의 ESG 활동이 기업가치에 긍정적인 영향을 주며, 특히 수익성이 양호하거나 외국인 지분이 많을수록 ESG 활동이 기업가치에 보다 더 긍정적인 영향을 준다고 하였다. Irawan(2021)에 의하면 2011년 이후에 ESG 성과가 기업가치에 보다 더 긍정적인 영향을 준다고 하였으며, ESG 성과가 과대투자를 유인하지는 않는다고 하였다. 최정혁(2021)은 ESG 성과 중에서 기업지배구조를 제외한 환경, 사회 성과가 기업가치에 긍정적인 영향을 준다고 하였다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정하고자 한다.

귀무가설 3: 기업의 ESG는 기업가치에 유의한 영향을 주지 않는다.

신호영, 이상인(2014)은 자율공시가 기업의 정보비대칭을 심화시켜 기업의 자본비용을 증가시킨다고 하였다. 반면에, 기업지배구조의 구성요소인 사외이사비율과 자율공시와의 상호작용은 자본비용에 음(-)의 영향을 준다고 하였다. 이는, 기업지배구조가 자율공시의 정보비대칭의 심화를 완화시켜 주는 완충역할을 수행한다고 하였다. 오현민, 신호영(2016)은 K-IFRS 도입 이후에도 자율공시수준의 증가는 기업의 정보비대칭을 심화시키지만, 기업지배구조와 자율공시수준과의 상호작용은 정보비대칭을 완화시킨다는 분석결과를 제시하고 있다. 즉, 기업지배구조가 자율공시의 역기능을 완화시켜주는 효과가 있음을 보여주고 있다. 김용식, 박상훈(2021)은 기업의 ESG 활동과 자발적인 탄소배출공시가 국제적인 성과에 긍정적인 영향을 미친다고 하였다. 또한, 기업의 ESG 활동과 자율공시와의 상호작용은 자율공시의 긍정적인 영향을 강화시키며, 자율공시의 부정적인 영향을 줄인다고 하였다. 김여진 외(2020)는 기업지배구조보고서의 자발적 공시는 기업가치에 긍정적인

영향을 주며, 기업지배구조가 양호하지 않은 기업일수록 자발적 공시가 기업가치에 보다 더 긍정적인 영향을 준다고 하였다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정하고자 한다.

귀무가설 4 : ESG 집단별로 자율공시가 기업가치에 미치는 영향은 차이가 없을 것이다.

Ⅲ. 표본 및 연구모형

1. 표본

본 연구의 주요한 독립변수인 기업의 ESG 활동은 한국기업지배구조원의 ESG 등급을 활용하였다. 한국기업지배구조원의 ESG 등급은 다양한 이해관계자들에게 유가증권 상장 회사들의 ESG와 관련된 위험수준을 직관적으로 파악하게 하고, 투자의사결정에 활용할 수 있도록 하기 위하여 2011년부터 제공하고 있다. ESG 등급은 환경경영, 사회적책임경영, 지배구조수준에 통합등급이며, E(환경)은 환경경영, 환경성과, 이해관계자 대응에 대한 환경경영의 평가이며, S(사회)는 근로자, 협력사 및 경쟁사, 소비자, 지역사회에 대한 사회적책임경영의 평가이다. G(지배구조)는 주주권리보호, 이사회, 감사기구, 정보공개에 대한 기업지배구조에 대한 평가이다. 평가등급은 탁월(S), 매우우수(A+), 우수(A), 양호(B+), 보통(B), 취약(C), 매우취약(D) 7 등급으로 구분하고 있다. 한국기업지배구조원의 ESG평가 보도자료와 홈페이지에서 제공되는 등급조회 자료를 수집하여 분석하였다.

기업의 자발적 공시는 투자설명회 개최, 경영성과에 대한 예측정보의 공시, 수시공시형태의 자율공시가 있다(이정은, 노길관, 2021). 자율공시 사항은 유가증권시장공시규정 제28조에 의하면 유가증권시장 주권상장법인은 제7조에 따른 주요경영사항 외에 투자자에게 알릴 필요가 있다고 판단되는 사항으로서 세칙에서 정하는 사항의 발생 또는 결정이 있는 때에는 그 내용을 거래소에 신고할 수 있는데, 자원개발 관련 사항, 녹색경영정보와 관련한 사항, 기업지배구조 보고서, 회사의 합병, 영업양수·도, 분할·분할합병 또는 주식의 포괄적 교환·이전을 위한 주주총회결의의 무효 또는 취소소송이 제기·신청되거나 그 소송에 대한 판결·결정 사실, 주요경영사항 중 신고의무비용에 미달하는 사항 등 투자자에게 알릴 필요가 있다고 판단되는 사항 등에 대하여 자발적으로 공시하여야 한다. 자율공시는 한국거래소 전자공시시스템(KIND)의 수시공시 중에서 기타주요경영사항의 공시를 수작업으로 수집하였다.

임종욱(2018)에 의하면 한국기업지배구조원의 환경과 사회등급의 부여체계가 2013년에

변동되어서, 본 연구에서도 2013년부터 2019년까지 유가증권시장에 상장된 비금융업 12월 결산법인을 대상으로 분석하였다. 분석에 필요한 재무자료 및 수익률 자료는 한국신용평가 정보(주)의 Kis-Value를 사용하였으며, 대주주지분은 사업보고서의 최대주주 및 특수관계인의 지분을 수집하여 사용하였다. 본 연구에 사용된 데이터는 기업-연도별 불균형 패널데이터로, 표본수는 4,031개이다.

2. 연구모형

본 연구의 첫 번째 가설은 기업의 ESG 활동이 기업의 자율공시수준에 유의한 영향을 주는지를 분석하는 것이다. 본 연구에 사용된 데이터는 기업-연도 불균형 데이터이므로, 관측되지 않은 기업의 고유효과가 존재할 것으로 판단되어 식(1)과 같은 패널모형을 설정하여 분석하였다.

$$VD_{i,t} = \alpha + \beta_1 ESG_{i,t} + \beta_2 DEBT_{i,t} + \beta_3 EBIT_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 FOR_{i,t} + \beta_6 OWN_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

종속변수인 자율공시수준(VD)는 당해연도 기업의 자율공시 건수를 총자산의 로그값으로 나누어 계산하였다(신호영, 이상인, 2014; 정현욱, 2015). 독립변수인 기업의 ESG 활동(ESG)은 한국기업지배구조원의 ESG 등급, 환경(E)등급, 사회(S)등급, 지배구조(G)등급을 활용하였다(변혜영, 2018; 김여진 외, 2020; 최정혁, 2021). S등급은 7점, A+등급은 6점, A등급은 5점, B+등급은 4점, B이하 등급은 3점을 부여하였다. ESG 활동이 양호한 기업일수록 다양한 이해관계자의 이익을 위하여 자발적인 공시가 증가할 수 있으며, ESG 활동은 비재무적인 정보이며, 이에 대한 검증이 어려울수록 ESG 성과가 좋지 않은 기업이 보다 더 적극적으로 자발적인 공시를 할 수 있다(Cahan et al., 2015; Kim and Lyon, 2015).

기업의 자발적 공시에 대한 통제변수는 선행연구를 토대로 레버리지비율, 수익성비율, 기업규모, 소유구조(대주주지분, 외국인지분)변수를 사용하였다(이민영, 신호영, 2010; 김경옥, 2017; 권오진, 2019). 레버리지비율의 대용치인 부채비율($DEBT$)은 총부채/자기자본으로 계산하였다. 부채비율은 기업의 부채상환능력과 타인자본에 대한 의존도로, 부채비율이 높을수록 채권자들이 기업 정보공개에 대한 요구가 증가하며, 부채비율의 증가로 인한 수익성 악화로 인한 기업가치 하락을 방지하기 위하여 자발적 공시가 증가할 수 있다(Hope and Thomas 2008; 김경옥, 2017; 권오진, 2019, 김여진 외, 2020).

수익성비율의 대용치인 총자산영업이익률($EBIT$)은 영업이익/총자산으로 계산하였다.

기업의 수익성이 양호할수록 경영자가 자발적으로 외부에 공시할 유인이 높아지기 때문에 자율공시가 증가할 수 있으며, 수익성이 높은 기업일수록 초과이익의 보호를 위해 자율공시를 줄일 수 있다(Lang and Lundholm 1993; 김경옥, 2017; 권오진, 2019; 김여진 외, 2020). 대주주 지분(*OWN*)은 사업보고서의 최대주주 및 특수관계인 지분을 사용하였다(김경옥, 2017; 김여진 외, 2020). Garcia-Meca and Sanchez-Ballesta(2010)에 의하면 대주주지분이 높을수록 경영자와 주주간의 대리인문제가 완화되어 있으므로 자율공시가 감소한다고 하였다. 반면에, 이해일치가설에 따르면 대주주 지분의 증가할수록 자발적 공시가 증가한다고 하였다(김경옥, 2017). 외국인 지분(*FOR*)은 보통주발행주식수에서 외국인이 차지하는 비중으로 계산하였다. 외국인 투자자는 국내투자자에 비하여 정보비대칭의 정도가 심하며, 투명한 공시에 대한 압력을 많이 행사할 것이므로 자발적 공시에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다(Khanna et al., 2004; 이민영, 신효영, 2010; Khlif et al. 2017; 김경옥, 2017; 권오진, 2019). 기업규모(*SIZE*)는 총자산에 로그값을 취하여 계산하였다. 기업규모가 클수록 다양한 이해관계자가 존재하며, 많은 정보이용자들로부터 공시압력이 증가할 것이며, 기업규모가 클수록 기업정보 공시에 유리한 조직구조를 가지므로 상대적으로 자발적인 공시가 증가할 것이다(이민영, 신효영, 2010; Khlif et al., 2017; 김경옥, 2017; 권오진, 2019; 김여진 외, 2020).

기업의 ESG 활동과 자율공시수준이 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위하여 식(2)와 같은 패널모형을 설정하였다.

$$VALUE_{i,t} = \alpha + \beta_1 \widehat{VD}_{i,t} + \beta_2 ESG_{i,t} + \beta_3 DEBT_{i,t} + \beta_4 EBIT_{i,t} + \beta_5 FOR_{i,t} + \beta_6 OWN_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

종속변수인 기업가치(*VALUE*)의 대용변수로 저량변수인 Tobin-Q와 유량변수인 누적 초과수익률(*CAR*)을 사용하였다. Tobin Q는 (총부채+시가총액)/총자산으로 계산하였으며, 누적초과수익률(*CAR*)은 당해 연도의 해당기업의 월별수익률에서 종합주가지수 월별수익률을 차감한 초과수익률의 12개월을 합산하여 계산하였다.

기업의 자율공시수준 식(1)에서 추정된 자율공시수준($\widehat{VD}$)을 사용하였다. 기업의 자율공시는 기업의 재무적 특성 및 소유구조에 의해 영향을 받으며, 자율공시에 유의한 영향을 주는 변수의 누락으로 인한 내생성의 문제를 완화시키기 위하여 식(1)의 추정값을 독립변수로 사용하였다. 기업의 재무적 특성과 소유구조의 영향을 통제한 자율공시수준은 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다(김여진 외, 2020).

ESG 활동(ESG)은 한국기업지배구조원의 ESG 등급, 환경(E)등급, 사회(S)등급, 지배구조(G) 등급을 활용하였다(변혜영, 2018; 김여진 외, 2020; 최정혁, 2021). S등급은 7점, A+등급은 6점, A등급은 5점, B+등급은 4점, B이하 등급은 3점을 부여하였다. ESG 활동이 양호한 기업일수록 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다(Friede et al., 2015; 최정혁, 2021).

종속변수인 기업가치(VALU)에 영향을 주는 통제변수는 선행연구를 참고하여 선정하였다(변혜영, 2018; 김여진 외, 2020; 최정혁, 2021). 부채비율(Debt)은 총부채를 자기자본으로 나누어 계산하였으며, 부채비율이 높을수록 채권자의 경영자 감시로 인한 대리인 비용이 감소하여 기업가치에 긍정적인 영향을 줄 수 있으며, 부채비율이 높을수록 파산비용 등의 증가로 인하여 기업가치에 부정적인 영향을 줄 수 있다(김여진 외 2020).

수익성비용의 대용치인 총자산영업이익률(EBIT)은 영업이익/총자산으로 계산하였으며 기업의 수익성이 양호할수록 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다. 대주주 지분(OWN)은 사업보고서의 최대주주 및 특수관계인 지분을 사용하였으며, 대주주지분이 증가할수록 지배주주의 참호구축을 통한 사적이익 추구가 증가하여 기업가치에는 부정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다(김경옥, 2017). 외국인 지분(FOR)은 보통주발행주식수에서 외국인이 차지하는 비중으로 계산하였으며, 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다. 기업규모(SIZE)는 총자산에 로그값을 취하여 계산하였으며, 기업규모가 클수록 정보비대칭으로 인한 대리인문제로 인하여 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다.

IV. 분석결과

1. 기초통계량

본 연구에서 사용된 변수들의 기초통계량을 <표 1>에 제시하였다. 극단치의 영향을 상하 1%에서 원저라이징하였다. 자율공시의 평균값은 0.017이며, Tobin-Q의 기대값은 1.208이며, 누적초과수익률(CAR)의 평균값은 0.038이다. ESG 등급, 환경등급, 사회등급, 지배구조등급의 평균값은 각각 3.242, 3.332, 3.366, 3.262점으로 사회등급의 평균값이 우수한 것으로 나타났다. 부채비율의 평균값은 101.46%이며, 총자산영업이익률의 평균값은 3.55%이며, 기업규모의 평균값은 26.848이다. 외국인 지분의 평균값은 10.21%이며, 대주주 지분의 평균값은 44.338%로 분석되었다.

<표 1> 기초통계량(N=4,031)

변수	평균	중위수	표준편차	최소값	최대값
자율공시	0.017	0.000	0.048	0.000	0.669
Tobin-Q	1.208	0.987	0.746	0.432	4.902
CAR	0.038	-0.017	0.376	-0.761	1.471
ESG등급	3.242	3.000	0.559	3.000	6.000
환경등급	3.332	3.000	0.617	3.000	6.000
사회등급	3.366	3.000	0.733	3.000	6.000
지배구조등급	3.262	3.000	0.548	3.000	6.000
부채비율(%)	101.463	66.247	124.492	1.836	814.853
총자산영업이익률(%)	3.551	3.442	5.716	-17.214	21.814
기업규모	26.848	26.600	1.480	24.093	31.164
대주주지분(%)	44.338	44.833	16.570	8.730	82.138
외국인지분(%)	10.210	4.610	13.091	0.000	62.780

<표 2>는 기업의 ESG 등급이 양호한 집단과 그렇지 않은 집단간의 평균의 차이가 있는지 T-검정을 실시한 결과이다. ESG 활동의 성과가 양호한 집단은 그렇지 않은 집단에 비하여 자율공시수준, Tobin-Q, 부채비율, 총자산영업이익률, 기업규모, 외국인 지분이 크며, 상대적으로 누적초과수익률(CAR), 대주주 지분이 낮은 것으로 나타났다. ESG 활동이 양호할수록 자율공시수준이 증가하며, ESG의 성과가 양호할수록 기업가치인 Tobin-Q에 긍정적인 영향을 줄 수 있음을 보여주고 있다. 반면에, ESG 활동이 양호할수록 초과수익률에는 부정적인 영향을 줄 수 있다. 또한, ESG 활동이 양호한 기업과 그렇지 않은 기업간의 소유구조와 재무적 특성이 상이하다는 것을 보여주고 있다.

<표 2> ESG 등급별 차이검정

ESG 등급이 B이하이면 ESG 성과가 낮은 집단이며, ESG 등급이 B+ 이상이면 ESG 성과가 양호한 집단으로 구분함.
*, **, ***는 각각 유의수준 10, 5%, 1%에서 유의함.

	ESG등급이 B이하 (N=3,293)		ESG등급이 B+이상 (N=738)		T-검정
	평균	표준편차	평균	표준편차	
자율공시수준	0.013	0.042	0.035	0.066	-8.38***
Tobin-Q	1.181	0.719	1.329	0.845	-4.43***
CAR	5.086	39.194	-1.985	28.552	5.64***
부채비율(%)	98.320	123.690	115.485	127.152	-3.33***
총자산영업이익률(%)	3.217	5.744	5.044	5.341	-8.28***
기업규모	26.415	1.113	28.782	1.365	-43.97***
외국인지분(%)	7.819	11.019	20.878	15.977	-21.11***
대주주지분(%)	45.105	16.653	40.916	15.756	6.46***

2. 상관분석

본 연구에서 사용한 변수들의 상관관계를 <표 3>에 제시하였다. 기업의 ESG 활동은 기업의 자율공시와 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 분석되었다. 기업가치의 대용변수인 Tobin-Q는 ESG등급, 사회등급, 지배구조등급과 유의한 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 누적초과수익률(CAR)은 기업의 ESG 활동과 유의한 음(-)의 관계가 있는 것으로 분석되었다. ESG 등급은 환경등급, 사회등급, 지배구조등급과 0.7 이상의 높은 양(+)의 상관관계를 보이고 있다. ESG 등급은 기업규모와 0.6의 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다.

<표 3> 상관분석표

VD는 자율공시수준, TQ는 Tobin-Q[(총부채+시가총액)/총자산], CAR는 누적초과수익률, ESG는 ESG등급, E는 환경등급, S는 사회등급, G는 지배구조등급이다. DEBT는 부채비율(총부채/자기자본), EBIT는 총자산영업이익률, SIZE는 기업규모 [log(총자산)]이다. FOR는 외국인 지분이며, OWN은 대주주지분이다. *, **는 각각 유의수준 5%, 1%에서 유의함.

	VD	TQ	CAR	ESG	E	S	G	DEBT	EBIT	SIZE	FOR	OWN
VD	1.00											
TQ	0.02	1.00										
CAR	0.00	-0.04	1.00									
ESG	0.17**	0.08**	-0.06**	1.00								
E	0.20**	0.02	-0.04**	0.71**	1.00							
S	0.15**	0.11**	-0.07**	0.82**	0.61**	1.00						
G	0.10**	0.05**	-0.06**	0.73**	0.40**	0.54**	1.00					
DEBT	0.26**	-0.04**	0.01	0.04*	0.13**	0.03*	-0.03*	1.00				
EBIT	-0.11**	0.19**	-0.02	0.13**	0.10**	0.15**	0.14**	-0.22**	1.00			
SIZE	0.24**	-0.04*	-0.12**	0.62**	0.61**	0.62**	0.49**	0.12**	0.21**	1.00		
FOR	0.05**	0.19**	-0.07**	0.40**	0.36**	0.39**	0.36**	-0.14**	0.30**	0.52**	1.00	
OWN	-0.12**	-0.16**	-0.02	-0.12**	-0.10**	-0.08**	-0.07**	-0.10**	0.12**	0.00	-0.15**	1.00

3. 패널분석

<표 4>는 본 연구의 첫 번째 가설인 기업의 ESG 활동이 기업의 자발적 공시에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 모든 모형에서 패널효과검정은 관측되지 않는 기업효과가 없다는 귀무가설을 기각하고 있으며, 하우스만검정은 고정효과모형과 확률효과모형이 차이가 없다는 귀무가설을 기각하고 있어, 고정효과모형이 보다 더 타당함을 제시하고 있다. 모형 1은 ESG 활동의 통합등급이며, 모형 2는 환경등급, 모형 3은 사회등급, 모형 4는 지배구조 등급을 독립변수로 하여 분석한 결과이다.

<표 4> 기업의 ESG 활동이 자율공시에 미치는 영향

패널효과는 관측되지 않은 기업효과가 있는지 검정한 것이며, 하우스만이 유의하면 고정효과모형이 확률효과모형보다 타당함. *, **, ***는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함. ()의 값은 t통계량 값을 의미함.

	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4
상수	-0.102** (-2.346)	-0.109** (-2.505)	-0.105** (-2.427)	-0.104** (-2.394)
ESG등급	-0.002** (-2.027)			
환경등급		0.002** (1.978)		
사회등급			0.001 (0.704)	
지배구조등급				-0.001 (-1.290)
부채비율	0.002*** (3.965)	0.002*** (3.918)	0.002*** (3.977)	0.002*** (3.926)
총자산영업이익률	-0.037*** (-4.021)	-0.036*** (-3.975)	-0.036*** (-3.988)	-0.036*** (-3.994)
기업규모	0.004*** (2.580)	0.004** (2.407)	0.004** (2.443)	0.004** (2.544)
외국인지분	0.0029 (0.347)	0.0032 (0.381)	0.0034 (0.404)	0.0033 (0.393)
대주주지분	0.000001 (0.025)	0.00001 (0.176)	0.00001 (0.114)	0.00001 (0.131)
연도더미	포함	포함	포함	포함
R ²	0.1638	0.1640	0.1636	0.1650
패널효과검정	63.83***	61.94***	64.07***	64.42***
고정효과검정	1.40***	1.39***	1.39***	1.40***
하우스만검정	82.70***	24.36**	24.56**	24.06**

모형 1에서 ESG 등급은 기업의 자율공시수준에 유의수준 5%에서 통계적으로 유의한 음(-)의 영향을 주고 있으며, 모형 2에서 환경등급은 유의수준 5%에서 자율공시수준에 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 주고 있다. 모형 3과 모형 4에서는 사회등급과 지배구조 등급이 자율공시수준에 통계적으로 유의한 영향을 주지 않고 있다. 이는, ESG활동이 양호한 기업은 그렇지 않은 기업에 비하여 정보비대칭의 정도가 심하지 않기 때문에 자발적 공시가 감소한다고 볼 수 있어, ESG활동과 자율공시와는 대체적인 관계일 수 있다. 또한, ESG 활동이 저조한 집단은 상대적으로 대주주 지분이 높으며 수익성이 양호하지 않아서 자율공시의 증대로 ESG 친화적인 기업의 이미지를 갖으려고 할 수 있으며, 추가적인 자금조달에 있어서 조달비용을 줄이기 위하여 보다 더 많은 자율공시를 한다고 할 수 있다.

반면에 환경등급은 자율공시수준에 유의한 양(+)의 영향을 주는 것은, ESG 활동영역 중에서 환경경영은 상대적으로 기업에게 강압적인 공시압박이 크며, 이해관계자들이 비재무적 위험요소에 대한 외부기관의 검증가능성이 상대적으로 높으면, 기업의 자발적 공시를 증대시킨다고 하였다(Campbell et al., 2001).

통제변수 중에서는 부채비율과 기업규모는 모든 모형에서 자율공시수준에 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을, 총자산영업이익률은 자율공시수준에 유의한 음(-)의 영향을 주는 것으로 분석되었다. 이는, 부채비율이 높을수록 자본조달의 자본비용을 줄이기 위하여 자율공시가 증대되며, 기업규모가 클수록 다양한 이해관계자들의 이해를 향상시키기 위하여 자율공시가 증대되었다고 할 수 있다. 수익성이 저조한 기업일수록 추가적인 자본조달 비용을 줄이며, 저조한 성과를 감추기 위하여 자발적인 공시가 증가함을 보여준다.

<표 5>는 기업의 ESG 활동과 자율공시수준이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 모형 1, 모형 2, 모형 3, 모형 4는 종속변수가 Tobin-Q이며, 모형 5, 모형 6, 모형 7, 모형 8은 종속변수가 누적초과수익률(CAR)이다.¹⁾ Tobin-Q를 종속변수로 분석한 모형은 패널효과검정은 관측되지 않는 기업효과가 없다는 귀무가설을 기각하고 있으며, 하우스만 검정은 고정효과모형과 확률효과모형이 차이가 없다는 귀무가설을 기각하고 있어, 고정효과 모형이 보다 더 타당함을 제시하고 있다. 반면에, 기업가치의 대용변수를 누적초과수익률을 사용한 경우에는 패널효과가 존재하지 않아서 2단계 다중회귀모형으로 분석한 결과이다.

식 (1)에 의해 추정된 자율공시수준은 일정시점 기업가치의 대용변수인 Tobin-Q에는 유의수준 10%에서 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 주지만, 일정기간 기업가치의 대용변수인 누적초과수익률(CAR)에는 유의한 영향을 주지 않는 것으로 나타났다. 이는, 기업의 자율공시가 증가할수록 장부가치 대비 시장가치를 증가시키지만, 자율공시가 기업가치에 미치는 영향이 지속적이지 않다고 할 수 있다. 즉, 자율공시수준이 증가할수록 기업의 정보비대칭 문제가 완화되며, 다양한 이해관계자의 이해를 향상시킴으로써 기업가치에 긍정적인 영향을 준다는 대리인이론과 이해관계자이론을 어느 정도 지지하는 결과라 할 수 있다.

기업의 ESG 활동은 일정시점 기업가치의 대용변수인 Tobin-Q에는 통계적으로 유의한 영향을 주지 않지만, ESG 등급과 환경등급은 유량변수인 누적초과수익률(CAR)에 유의수준 5%에서 유의한 양(+)의 영향을 주고 있으며, 사회등급과 지배구조등급은 유의수준 10%에서 유의한 양(+)의 영향을 주고 있다. 이는, <표 3>의 상관분석에서 ESG 활동은 자산규모가

1) 누적초과수익률(CAR), 보유기간초과수익률(BHAR)을 사용하여 분석한 결과가 유사하여 보유기간초과수익률(BHAR)의 분석결과는 제시하지 않는다.

클수록 증가하기 때문에 ESG 등급이 장부가치 대비 시장가치에는 유의한 영향을 주지 않지만, ESG 활동이 양호할수록 시장가치에는 지속적으로 유의한 양(+)의 영향을 준다고 할 수 있다. 즉, ESG 활동이 양호할수록 기업가치에 긍정적인 영향을 준다는 이해관계자 이론을 어느 정도 지지한다고 할 수 있다.

<표 5> 기업의 ESG활동과 자율공시가 기업가치에 미치는 영향

패널효과는 관측되지 않은 기업효과가 있는지 검정한 것이며, 하우스만이 유의하면 고정효과모형이 확률효과모형보다 타당함. *, **, ***는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함. ()의 값은 t통계량 값을 의미함.

	Tobin-Q					CAR		
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5	모형 6	모형 7	모형 8
상수	6.170*** (4.938)	6.161*** (4.930)	6.090*** (4.876)	6.115*** (4.894)	1.010*** (8.253)	1.018*** (8.238)	1.018*** (8.118)	0.962*** (8.081)
자율공시	0.829* (1.660)	0.882* (1.766)	0.862* (1.727)	0.848* (1.698)	0.260 (0.883)	0.233 (0.792)	0.256 (0.868)	0.264 (0.897)
ESG등급	-0.052 (-1.533)				0.028** (2.154)			
환경등급		-0.043 (-1.439)				0.026** (2.308)		
사회등급			-0.020 (-0.902)				0.019* (1.918)	
지배구조 등급				-0.022 (-0.828)				0.020* (1.648)
부채비율	0.051*** (3.326)	0.052*** (3.398)	0.051*** (3.364)	0.051*** (3.305)	0.006 (1.266)	0.005 (1.030)	0.006 (1.238)	0.006 (1.302)
총자산영업 이익률	3.112*** (11.826)	3.109*** (11.812)	3.110*** (11.811)	3.117*** (11.841)	0.121 (1.153)	0.121 (1.154)	0.114 (1.087)	0.114 (1.086)
기업규모	-0.185*** (-3.955)	-0.186*** (-3.972)	-0.186*** (-3.973)	-0.187*** (-3.993)	-0.037*** (-6.918)	-0.037*** (-6.984)	-0.036*** (-6.780)	-0.034*** (-6.881)
외국인 지분	1.131*** (4.699)	1.146*** (4.765)	1.142*** (4.748)	1.140*** (4.738)	-0.029 (-0.551)	-0.027 (-0.515)	-0.027 (-0.502)	-0.028 (-0.517)
대주주 지분	-0.005*** (-3.309)	-0.005*** (-3.287)	-0.005*** (-3.245)	-0.005*** (-3.229)	-0.0002 (-0.548)	-0.0002 (-0.609)	-0.0002 (-0.661)	-0.0002 (-0.705)
연도더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
R ²	0.0894	0.0893	0.0889	0.0889	0.1372	0.1373	0.1370	0.1368
패널효과	4148.3***	4242.3***	4002.0***	4228.8***				
고정효과	10.37***	10.46***	10.24***	10.43***				
하우스만	28.83***	27.49***	31.92***	29.94***				

통제변수 중에서 기업규모는 모든 모형에서 통계적으로 유의한 음(-)의 영향을 주고 있어, 기업규모가 클수록 상대적으로 정보비대칭과 대리인문제로 인하여 기업가치에 부정적인 영향을 준다고 할 수 있다. 종속변수를 Tobin-Q로 분석한 모형에서는 부채비율이 높을수록, 총자산영업이익률이 클수록, 외국인 지분이 많을수록 기업가치에 긍정적인 영향을 주며,

대주주 지분이 낮을수록 기업가치에 유의한 양(+의 영향을 준다.

<표 6>은 기업의 ESG 활동이 양호한 집단과 그렇지 않은 집단으로 구분하여 자율공시와 ESG 활동의 상호작용이 기업가치에 미치는 영향을 분석하고자 한다. ESG 활동이 양호한 집단에서 자율공시수준이 기업가치에 보다 더 큰 영향을 준다면, 자율공시와 ESG 활동은 기업의 정보비대칭을 보다 더 완화시켜주는 보완관계로 설명될 수 있으며, ESG 활동이 양호한 집단에서 자율공시수준이 기업가치에 유의한 영향을 주지 않는다면, 자율공시수준의 증가로 인한 정보비대칭의 완화에 ESG 활동이 추가적으로 영향을 주지 않는다는 것을 의미한다. 따라서, 자율공시수준과 ESG 활동은 대체관계를 가진다고 할 수 있다.

Tobin-Q를 종속변수로 분석한 모형은 패널효과검정은 관측되지 않는 기업효과가 없다는 귀무가설을 기각하고 있으며, 하우스만검정은 고정효과모형과 확률효과모형이 차이가 없다는 귀무가설을 기각하고 있어, 고정효과모형이 보다 더 타당함을 제시하고 있다. 반면에, 기업가치의 대용변수를 누적초과수익률을 사용한 경우에는 패널효과가 존재하지 않아서 2단계 다중회귀모형으로 분석한 결과이다.

종속변수인 기업가치의 대용변수인 장부가치 대비 시장가치인 Tobin-Q를 사용하여 분석한 모형에서는 ESG 등급이 낮은 집단에서는 자율공시수준이 증가할수록 기업가치에 긍정적인 영향을 주지만, ESG 등급이 양호한 집단에서는 자율공시수준이 기업가치에 통계적으로 유의한 영향을 주지 않는 것으로 분석되었다. 이는, ESG 등급이 양호한 집단은 상대적으로 정보비대칭의 문제가 심각하지 않기 때문에 자율공시의 증가에 의한 추가적인 정보는 장부가치 대비 시장가치에 유의한 영향을 주지 않지만, ESG 등급이 양호하지 않은 집단은 정보비대칭의 문제가 상대적으로 심각하기 때문에 자율공시의 증가에 의한 정보비대칭의 완화로 인하여 Tobin-Q에 유의한 양(+의 영향을 준다는 것을 알 수 있다. 즉, 자율공시와 ESG 활동은 대체관계를 가진다고 할 수 있다.

반면에, ESG 등급이 양호한 집단이나 그렇지 않은 집단 모두 자율공시가 기업가치의 대용치인 누적초과수익률(CAR)에는 유의한 영향을 주지 않았다. 이는, <표 5>의 분석결과와 마찬가지로 자율공시수준이 지속적으로 시장가치에 유의한 영향을 주지 않기 때문일 것이다. 또한, 기업의 ESG 활동이 우수한 기업의 자율공시수준과 기업의 ESG 활동이 빈약한 기업의 자율공시수준의 증대를 시장에서 제대로 반영하지 못할 수 있다. <표 4>의 분석에서 ESG 성과가 우수하지 않은 기업일수록 자율공시 수준이 증대되는 것으로 분석되었다. 즉, 자율공시와 ESG 활동이 대체관계라면, 실제로 ESG 활동이 양호하지 않은 기업이 ESG 관련 자율공시를 증대시킴으로써, ESG 활동이 양호한 기업으로 판단되었기 때문일 수 있다.

<표 6> 기업의 자율공시가 기업가치에 미치는 영향: ESG 등급 비교

패널효과는 관측되지 않은 기업효과가 있는지 검정한 것이며, 하우스만이 유의하면 고정효과모형이 확률효과모형보다 타당함. *, **, ***는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함. ()의 값은 t통계량 값을 의미함.

	Tobin-Q		CAR	
	ESG 등급이 낮은 집단 (N = 3,923)	ESG 등급이 높은 집단 (N = 738)	ESG 등급이 낮은 집단 (N = 3,923)	ESG 등급이 높은 집단 (N = 738)
상수	4.232*** (3.028)	12.716*** (4.103)	1.288*** (7.803)	0.074 (0.278)
자율공시	1.343** (2.146)	-0.384 (-0.460)	0.381 (1.045)	0.228 (0.531)
부채비율	0.049*** (2.870)	0.102** (2.432)	0.010* (1.906)	-0.013 (-1.468)
총자산영업이익률	3.005*** (10.274)	3.529*** (5.190)	0.136 (1.143)	0.308 (1.376)
기업규모	-0.120** (-2.246)	-0.413*** (-3.858)	-0.045*** (-6.943)	-0.000 (-0.036)
외국인 지분	1.693*** (5.744)	0.216 (0.487)	-0.062 (-0.963)	-0.052 (-0.580)
대주주 지분	-0.007*** (-4.044)	0.004 (0.998)	0.000 (0.397)	-0.001 (-0.946)
연도더미	포함	포함	포함	포함
R^2	0.1048	0.1249	0.1506	0.0903
패널효과	2714.40***	483.58***		
고정효과	8.29	10.88***		
하우스만	58.95***	66.10***		

V. 결 론

최근, 지속가능경영인 ESG에 대한 관심의 증가와 함께 ESG 정보에 대한 의무공시와 자율공시에 대한 논의가 이루어지고 있다. 본 연구는 기업의 ESG 활동이 기업의 자발적 공시에 미치는 영향과 ESG 활동과 자발적 공시가 기업가치에 미치는 영향을 분석함으로써 ESG 정보에 대한 의무공시와 자율공시에 대한 시사점을 제공하고자 하였다. 2013년부터 2019년까지 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 기업의 ESG 활동의 대용치로 한국기업 지배구조원의 ESG 등급을 사용하였으며, 기업의 자발적 공시는 유가증권공시시스템(KIND)의 수시공시 중에서 기타주요경영사항의 공시인 자율공시를 사용하여 분석하였다. 분석결과는 다음과 같다.

첫째, 기업의 ESG 활동은 기업의 자율공시수준에 미치는 영향이 상이하었다. 기업의

ESG 등급은 자율공시수준에 유의한 음(-)의 영향을 주는 것으로 분석되었으며, 환경등급은 자율공시수준에 유의한 양(+)의 영향을, 사회등급과 지배구조등급은 유의한 영향을 주지 않았다. 이러한 결과형태는 ESG 활동이 양호하지 않은 기업일수록 정보비대칭의 문제로 인한 대리인문제를 줄이기 위하여 자율공시수준이 증가하였다고 할 수 있으며, ESG 영역 중에서 환경경영에 대한 규제적 혹은 강압적인 공시환경의 증대로 환경경영을 잘하는 기업일수록 보다 더 자율공시가 증대된다고 할 수 있다.

둘째, 2단계 패널분석결과 자율공시는 기업가치의 대용변수인 Tobin-Q에 유의한 양(+)의 영향을 주지만, ESG 활동은 통계적으로 유의한 영향을 주지 않았다. 반면에, 기업가치의 대용변수를 누적초과수익률(CAR)로 분석한 경우에는 ESG(환경, 사회, 지배구조)등급이 유의한 양(+)의 영향을 주는 것으로 분석되었다. 이는, 기업의 자율공시가 증가할수록 장부가치 대비 시장가치를 증가시키지만, 자율공시의 효과가 기업가치에 미치는 영향이 지속적이지 않을 수 있음을 보인다. 반면에, 자산규모가 큰 기업일수록 ESG 활동이 증가하기 때문에 장부가치 대비 시장가치에는 영향을 주지 않지만 시장가치를 증대시킴으로써 기업가치에 지속적으로 영향을 준다고 할 수 있다. 따라서, 자율공시수준이 증가할수록, ESG 활동이 양호할수록 기업가치에 긍정적인 영향을 준다고 할 수 있으므로, 대리인이론과 이해관계자이론을 지지하는 분석결과라 할 수 있다.

셋째, ESG 활동이 양호한 집단과 그렇지 않은 집단으로 구분하여 자율공시가 기업가치에 미치는 영향을 분석함으로써 자율공시와 ESG 활동과의 관계를 분석하였다. 분석결과, ESG 활동이 저조한 집단에서는 자율공시가 Tobin-Q에 유의한 영향을 주고 있으나, ESG 활동이 양호한 집단에서는 자율공시가 Tobin-Q에 유의한 영향을 주지 않음을 확인하였다. 즉, 상대적으로 정보비대칭이 심각하지 않은 ESG 활동이 양호한 기업에서의 자율공시효과는 기업가치에 영향을 주지 않지만, 상대적으로 정보비대칭이 심각한 ESG 활동이 양호하지 않은 기업의 자율공시 수준의 증대는 정보비대칭을 완화시켜 기업가치에 긍정적인 영향을 준다고 할 수 있다. 즉, 자율공시와 ESG는 대체관계를 보인다고 할 수 있다. 또한, 본 연구에서 ESG 성과가 좋지 않은 기업이 상대적으로 자율공시수준이 증가하고 있어, 경영성과가 좋지 않은 기업이 자율공시수준을 확대하여 ESG 성과가 좋은 기업처럼 보이려는 의도가 있을 수 있다. 따라서, ESG 성과에 대한 자발적인 공시는 정보비대칭의 문제를 완화시켜 줌으로써 기업가치에 긍정적인 영향을 줄 수 있다. 반면에, 정보비대칭이 심각하지 않은 ESG 성과가 양호한 기업에 비하여 ESG 성과가 좋지 못한 기업이 상대적으로 자발적인 공시를 많이 하고 있어서, ESG 성과에 대한 자발적인 공시로는 투자자들이 ESG 성과가 양호한 기업과 그렇지 않은 기업을 구분하기 어려울 수 있다는 시사점을 제공한다.

환경등급이 우수한 기업일수록 자율공시가 증대되며, 증가한 자율공시는 기업가치에도 긍정적인 영향을 준다는 분석결과를 제시하고 있다. 이러한 결과는 기업의 ESG 정보에 대한 자율공시수준을 증대시키기 위해서는, 공시에 대한 사회적인 압박과 의무공시에 통한 검증가능성이 동시에 증대될 때 가능할 것이다.

참 고 문 헌

- 강 원, 정무권, “ESG 활동의 효과와 기업의 재무적 특성”, 한국증권학회지, 제49권 제5호, 2020, 681-707.
- 권오진, “사업다각화와 자발적공시 빈도 간의관련성 연구”, 회계·세무와 감사연구, 제61권 제3호, 2019, 147-178.
- 김경옥, “경영자소유권과 자발적 공시행태”, 경영연구, 제32권 제4호, 2017, 351-372.
- 김명애, 우민철, “사회책임투자지수 편출·입에 대한 주식시장의 반응”, 재무관리연구, 제38권 제2호, 2021, 43-64.
- 김소정, 김우찬, “사회적 책임 경영과 기업가치: 중대재해처벌법 통과의 공시효과를 중심으로”, 재무관리연구, 제38권 제3호, 2021, 201-238.
- 김윤경, “기업 비재무정보(ESG) 공시가 재무성과와 기업가치에 미치는 영향”, 규제연구, 제29권 제1호, 2020, 35-59.
- 김여진, 안성희, 황문호, “소유구조가 기업지배구조 보고서의 자발적 공시에 미치는 영향”, 지역산업연구, 제43권 제2호, 2020, 181-205.
- 김용식, 박상훈, “탄소배출공시와 기업의 사회적 책임활동이 국제적 성과에 미치는 영향”, 회계·세무와 감사연구, 제63권 제3호, 2021, 147-179.
- 나영, 임옥빈, “ESG 정보의 가치관련성에 관한 실증연구”, 경영교육연구, 제26권 제4호, 2011, 439-467.
- 박영석, 이효섭, 기업의 ESG 경영 촉진을 위한 금융의 역할, 자본시장연구원 이슈보고서, 2021.
- 박미희, 노밝은, “자율공시가 회사채 신용평가등급에 미치는 영향”, 세무회계연구, 제46호, 2015, 213-232.
- 박범진, “기업특성에 따른 자율공시수준과 감사보고서차 간의 관련성에 관한 연구”, 국제회계연구, 제90호, 2020, 25-47.
- 변혜영, “Impact of ESG Factors on Firm Value in Korea”, 무역연구, 제14권 제5호, 2018, 135-160.
- 신영직, “자율공시수준과 추가붕괴위험”, 회계·세무와 감사연구, 제60권 제4호, 2018, 213-239.
- 신호영, 이상인, “기업지배구조가 자율공시와 자기자본비용의 관계에 미치는 영향”, 상업교육 연구, 제28권 제3호, 2014, 163-186.
- 여은정, “기업의 사회적 책임 활동이 추가변동성에 미치는 영향”, 금융연구, 제31권 제4호,

2017, 77-101.

여환영, 송인옥, “ESG와 손실회복 수준 : 코로나19 발생 초기 기간을 중심으로”, 자산운용연구, 제9권 제2호, 2022, 22-40.

오현민, 신호영, “기업지배구조가 자율공시와 정보비대칭의 관계에 미치는 영향”, 회계정보연구, 제34권 제2호, 2016, 159-188.

이기세, 전성일, “탄소배출정보가 기업가치에 미치는 영향”, 환경정책, 제27권 제2호, 2019, 69-98.

이연지, 신정순, “CSR 활동에 따른 재무성과 연구: 기업의 투자요인 중심으로”, 재무관리연구, 제38권 제3호, 2021, 39-53.

이용대, 이치송, “기업의 사회적 책임 활동과 재무 건전성이 기업 가치에 미치는 영향에 관한 연구”, 재무관리연구, 제38권 제3호, 2021, 81-100.

이은정, 이유경, “ESG 경영이 주가수익률에 미치는 영향: COVID-19 확산에 따른 위기기간을 중심으로”, 금융연구, 제35권 제3호, 2021, 63-91.

이정은, 노길관, “기업의 경영전략에 따른 자발적 공시와 정보비대칭의 차별적 관련성”, 국제회계연구, 제97호, 2021, 103-125.

임종욱, “ESG 사회평가와 사회공헌활동비와의 관계”, 산업경제연구, 제31권 제6호, 2018, 2017-2034.

장승욱, 김용현, “기업의 ESG와 재무성과”, 재무관리연구, 제30권 제1호, 2013, 131-152.

전영승, 기후변화 시대의 환경경영, 비엔엠북스, 2018.

전진규, “ESG Factors as a Determinant on Credit Ratings”, 재무연구, 제34권 제2호, 2021, 31-65.

정현욱, 이미영, “자율공시수준과 하방경직적 원가행태 간의 관련성에 관한 연구”, 회계저널, 제29권 제3호, 2020, 1-26.

정광화, “기업의 지속가능성과 공시 정보의 빈도 사이의 관계”, 세무와 회계저널, 제19권 제5호, 2018, 211-242.

최정혁, “ESG 성과와 기업가치에 관한 연구: 소유구조의 조절효과를 중심으로”, 여성경제연구, 제18권 제2호, 2021, 91-115.

최준혁, 양동훈, 유현수, “비재무성과 공시의 신뢰성 검토: 지속가능보고서를 중심으로”, 경영학연구, 제46권 제4호, 1157-1200.

한국거래소, ESG 정보공개 가이드스, 한국거래소, 2021.

Bae, J., X. Yang, and M. Kim, “ESG and Stock Price Crash Risk: Role of Financial

- Constraints,” *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 50(5), (2021), 556–581.
- Campbell, D., P. Shrives, and H. B. Saager, “Voluntary Disclosure of Mission Statements in Corporate Annual Reports: Signaling What and to Whom?,” *Business and Society Review*, 106(1), (2001), 65–87.
- Cahan, S., A. Rahman, and H. Perera, “Global Diversification and Corporate Disclosure,” *Journal of International Accounting Research*, 4(1), (2005), 73–93.
- Duque-Grisales, E. and J. Aguilera-Caracuel, “Environmental, Social and Governance (ESG) Scores and Financial Performance of Multilatinas: Moderating Effects of Geographic International Diversification and Financial Slack,” *Journal of Business Ethics*, 168(2), (2019), 315–334.
- Gao, L., B. Bryan, M. Nolan, J. Connor, X. Song, and G. Zhao, “Robust Global Sensitivity Analysis under Deep Uncertainty via Scenario Analysis,” *Environmental Modelling & Software*, 76, (2016), 154–166.
- García-Meca, E. and J. P. Sánchez-Ballesta, “The Association of Board Independence and Ownership Concentration with Voluntary Disclosure: A Meta-analysis,” *European Accounting Review*, 19(3), (2010), 603–627.
- Fatemi, A., M. Glaum, and S. Kaiser, “ESG Performance and Firm Value: The Moderating Role of Disclosure,” *Global Finance Journal*, 38, (2018), 45–64.
- Francis, J., D. Nanda, and P. Olsson, “Voluntary Disclosure, Earnings Quality, and Cost of Capital,” *Journal of Accounting Research*, 46(1), (2008), 53–99.
- Friede, G., T. Busch, and A. Bassen, “ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More Than 2000 Empirical Studies,” *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), (2015), 210–233.
- Friedman, M., “The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits,” *New York Times Magazine*, (1970), 122–126.
- Gillan, S., J. Hartzell, A. Koch, and L. Starks, “Firms’ Environmental, Social and Governance (ESG) Choices, Performance and Managerial Motivation,” *Working Paper*(Texas Tech University), 2010.
- Gomes, A., G. Gorton, and L. Madureira, “SEC Regulation Fair Disclosure, Information, and the Cost of Capital,” *Journal of Corporate Finance*, 13, (2007), 300–334.
- Healy, P. M. and K. G. Palepu, “Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the

- Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature,” *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), (2001), 405–440.
- Hope, O. K. and W. B. Thomas, “Managerial Empire Building and Firm Disclosure,” *Journal of Accounting Research*, 46, (2008), 591–626.
- Hörisch, J., R. E. Freeman, and S. Schaltegger, “Applying Stakeholder Theory in Sustainability Management: Links, Similarities, Dissimilarities, and a Conceptual Framework,” *Organization & Environment*, 27(4), (2014), 328–346.
- Irawan, D. and O. Tatsuyoshi, *How Does ESG Performance Affect Firm Values and Overinvestments?*, Discussion papers 21-E-033, Research Institute of Economy, Trade and Industry (RIETI), 2021.
- Khanna, T., K. Palepu, and S. Srinivasan, “Disclosure Practices of Foreign Companies Interacting With U. S. Markets,” *Journal of Accounting Research*, 42, (2004), 475–508.
- Khelif, H., K. Ahmed, and M. Souissi, “Ownership Structure and Voluntary Disclosure: A Synthesis of Empirical Studies,” *Australian Journal of Management*, 42(3), (2017), 376–403.
- Kim, E. and T. P. Lyon, “Greenwash vs. Brownwash: Exaggeration and Undue Modesty in Corporate Sustainability Disclosure,” *Organization Science*, 26(3), (2015), 705–723.
- Marquis, C., M. Toffel, and Y. Zhou, “Scrutiny, Norms, and Selective Disclosure: A Global Study of Greenwashing,” *Organization Science*, 27(2), (2016), 483–504.
- Lang, M. and R. Lundholm, “Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures,” *Journal of Accounting Research*, 31, (1993), 246–271.
- Naser, K., A. Alhussaini, D. Alkwari, and R. Nuseibeh, “Determinants of Corporate Social Disclosure in Developing Countries: The Case of Qatar,” *Advances in International Accounting*, 19, (2006), 1–23.
- Waddock, S. A., and S. B. Graves, “The Corporate Social Performance–Financial Performance Link,” *Strategic Management Journal*, 18, (1997), 303–319.

The Effect of the ESG Activities and the Voluntary Disclosure on the Firm Value

Young-Hwan Kim* · Jung-Ha Heo** · Dong-Yeob Song***

〈Abstract〉

The purpose of this study is to analyze how the ESG activities and the voluntary disclosure effects on the firm value. The study investigates the non-financial firms settled in December listed on the stock market from 2013 to 2019 and was analyzed using two-stages panel analysis.

The main analysis results are following. First, the ESG activities shows a negative effect on the voluntary disclosure. However, the environmental activities improved the voluntary disclosure, and the social activities and the governance had no significant factors over the Voluntary disclosure. Second, the voluntary disclosure had a significant positive (+) effect on Tobin-Q, but had no significant effect on the ESG activities. Third, the ESG(environment, society, governance) activities had a significant positive (+) effects on the CAR(Cumulative Abnormal Return), but had no significant effect on the voluntary disclosure. Fourth, the voluntary disclosure had no significant effect on Tobin-Q in the good ESG group, but had a significant effect on Tobin-Q in the low ESG group. As the result, the study shows ESG needs to be balanced between the voluntary disclosure and the mandatory disclosure.

Keywords : ESG, Voluntary Disclosure, Firm Value, Stakeholder Theory, Agency Theory

* First Author, Lecturer, Chonnam National University , E-mail: podo92@hanmail.net

** Co-Author, Ph.D Candidate, School of Business Administration, Chonnam National University, E-mail: jhher0759@naver.com

*** Corresponding Author, Lecturer, Mokpo National University, E-mail: angels1005@hanmail.net