

ESG 보고서에 외부평가기관의 ESG 등급을 표시하는 경영자의 공시유인과 기업특성

정우준 / 윤재원

목차

1. 서론
2. ESG 평가기관의 현황
3. 선행연구 및 가설설정
4. 표본 및 연구설계
5. 실증분석 결과
6. 결론 및 한계점

1. 서론

1-1 배경

- 많은 기업들이 자발적 ESG 보고서 발행 중이지만 명확한 기준이 존재하지 않아 회사별로 상당한 차이 존재한다.
- ESG 보고의 공시전략에 관한 연구는 거의 없으며, 자료수집에 한계로 ESG 보고서에 표시되는 외부평가기관 등급의 관한 연구도 존재 하지 않아 선도적 연구라는 차별점을 갖는다.
- 이를 해결하고자 공신력 있는 외부 기관이 평가하여 등급을 나누고 있다.
- 이 해결책도 완벽하지 않기에 경영자가 보고하는 행태를 조사하고 공시 전략에 차이를 가져오는 유인과 특성을 분석하고자 한다.

2. ESG 평가기관 현황

2-1 평가기관 현황

- 국내 대표 평가기관 : KCGS, 서스틴베스트, 대신경제연구소
- 본 연구에서는 KCGS의 ESG 종합평가등급을 사용했다.

2-2 선정이유

- KCGS는 비영리사단법인으로 컨설팅 비중이 낮아 이해상충 문제에서 자유롭다.
- KCGS는 매년 ESG 우수기업을 선정해 발표하는 등의 활동을 통해 정보 접근성이 우수하다.
- KCGS는 보다 광범위한 이해관계자를 염두에 둔 것으로 평가된다(이인형 2021).
- KCGS 평가등급은 회계학 연구에서 가장 많이 사용되는 ESG 성과평가 지표이기도 하다.

3. 선행연구 및 가설설정

3-1 선행연구

○ “ESG 중요성 공시의 유용성” 선우희연 등

- 중요성이 높은 ESG 활동에 대한 공시가 증가하는 경우 주식수익률이 상승하는 것을 발견하였다.

○ “기업지배구조와 ESG/통합보고서의 중요성 공시 품질: CEO 파워와 이사회 특성의 상호작용” 육근호 등

- CEO 파워(이사회 의장과 CEO를 겸직하는 경우)는 중대성 공시품질에 부정적 영향을 미치는 것을 발견하였다.

○ “부정적인 ESG 뉴스와 경영자의 자발적 예측 공시” 이효림 등

- 부정적인 ESG 뉴스가 발생한 기업의 경영자는 자발적 수익예측 공시를 증가시킴을 보고하였다. 또한, 경영자는 낙관적인 수익 예측정보를 공시하는 것으로 나타났고, 발생액으로 측정한 이익조정행위 또한 증가하는 것을 발견하였다.

3. 선행연구 및 가설설정

3-2 가설설정

- "Revisiting the Relation Between Environmental Performance and Environmental Disclosure: An Empirical Analysis"
Clarkson, P. M., Y. Li, G. D. Richardson, and F. P. Vasvari
 - ESG 활동이 우월한 기업이 그 우월성을 알리기 위해 자발적 공시를 하고 그렇지 않은 기업은 정보를 감춤으로써 자신을 평균적으로 인식시키려는 유인이 있다.
- "The Perils and Opportunities of Communicating Corporate Ethics".
Schlegelmilch, B. B. and I. Pollach.
 - 장기적 관점에서 ESG 성과는 기업의 활동, ESG 공시, 대중의 인식이 지속적으로 상호작용할 때 효과적으로 달성된다.
- "Can Bad News be Good? On the Positive and Negative Effects of Including Moderately Negative Information in CSR Disclosures"
Jahn, J. and R. Brühl.
 - ESG 성과를 신뢰성 있게 공시하면 그것이 긍정적이든 부정적이든 기업가치에 긍정적 영향을 미칠 수 있다.

가설1(H1): ESG 평가등급이 우수한 기업은 ESG 보고서에 이를 자발적으로 공시한다.

3. 선행연구 및 가설설정

3-2 가설설정

- "The Corporate Social Performance-Financial Performance Link"
Waddock. S, A. and S. B, Graves.
 - 재무성치가 좋은 기업이 자원 측면에서 여유가 있기 때문에 활발한 ESG 투자를 할 수 있다.
- "외국인투자자와 성과가 지속가능경영 및 기업가치에 미치는 영향" 안미강·고대영
 - 당기순이익과 영업현금흐름으로 측정한 재무성치가 ESG 보고서의 발행여부와 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 갖는 것을 보고
- "기업의 통합보고 결정요인" 박은주·안형태·김연복·최윤혁
 - 안정적이고 우수한 재무성과를 가진 기업일수록 ESG 활동에 대한 부담이 줄고 이를 외부에 ESG 활동을 알리려는 유인이 크다

가설2(H2): 재무 여건이 우수한 기업은 ESG 보고서에 ESG 등급을 자발적으로 공시한다.

3. 표본 및 연구설계

3-1 표본

- KCGS 등급 평가 기업 (2012~2020)
- Dataguide Pro에서 재무정보를 획득 가능한 12월 결산 비금융기업
- 보고기간이 18개월을 초과하지 않는 ESG 보고서 발간 기업

〈표 1〉 표본선택 기준

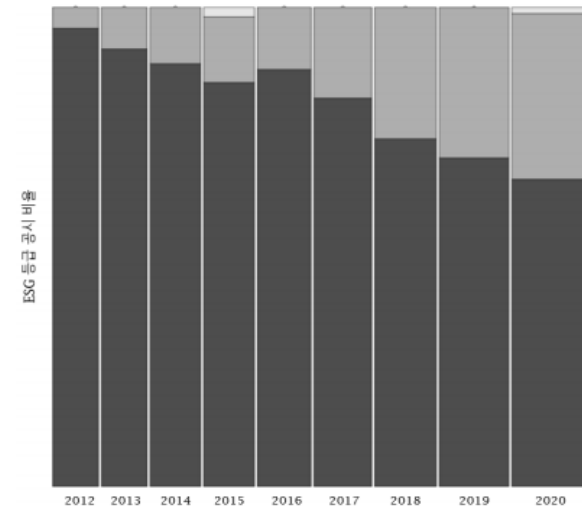
기준	표본 수	적용 모형
(1)+(2)	6,830	-
이상치 제거	(2)	
결측값 제거	(63)	
(표본 소계)	6,765	model 2-1
ESG 보고서 미발행	(6,246)	
최종 표본 수	519	model 1과 model 2-2
(1)+(2)+(3)		

3-2 ESG 등급공시 현황 분석

〈표 2〉 연도별 KCGS ESG 등급 공시 현황

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	합계
공시	2	4	6	7	7	11	17	22	27	103
비공시	44	44	47	44	47	47	45	49	49	416
합계(개)	46	48	53	51	54	58	62	71	76	519
공시비율(%)	4.3	8.3	11.3	13.7	13.0	19.0	27.4	31.0	35.5	19.8

〈그림 1〉 연도별 ESG 등급 공시 비율



3. 표본 및 연구설계

〈표 3〉 연도-등급별 KCGS ESG 등급 공시 비율

[illegible]

3. 표본 및 연구설계

3-3 연구모형 정의

$$\begin{aligned} DESG_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 \widehat{GESG}_{i,t} + \alpha_2 XEARN_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} \\ & + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 CPBT_{i,t} + \alpha_6 AGE_{i,t} + \alpha_7 EMPLOYEE_{i,t} \\ & + \alpha_8 LOSS_{i,t} + \alpha_9 OWNER_{i,t} + YEAR + ID + e_{i,i} \end{aligned} \quad (\text{model 1})$$

DESG: ESG 평가등급 공시여부(공시: 1, 비공시: 0);

GESG: KCGS ESG 평가등급의 자연로그;

XEARN: 당기순이익증감여부(증가: 1; 감소: 0);

SIZE: 총자산의 자연로그;

LEV: 부채/총자산;

CPBT: 법인세차감전계속사업이익/총자산;

AGE: 기업연령의 제곱근;

EMPLOYEE: 총직원수의 제곱근;

LOSS: 당기순이익이면 0, 당기순손실이면 1;

OWNER: 최대주주등지분율;

YEAR: 연도 더미;

ID: 산업 더미.

3. 표본 및 연구설계

3-3 연구모형 정의

$$\begin{aligned} GESG_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 XEARN_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 LEV_{i,t} \\ & + \alpha_4 CPBT_{i,t} + \alpha_5 AGE_{i,t} + \alpha_6 EMPLOYEE_{i,t} + \alpha_7 LOSS_{i,t} \\ & + \alpha_8 OWNER_{i,t} + YEAR + ID + e_{i,t} \end{aligned} \quad (\text{model 2-1})$$

$$\begin{aligned} DESG_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 \widehat{GESG}_{i,t} + \alpha_2 XEARN_{i,t} + \alpha_3 LOSS_{i,t} \\ & + \alpha_4 OWNER_{i,t} + YEAR + ID + e_{i,i} \end{aligned} \quad (\text{model 2-2})$$

$\widehat{GESG}$: (model 2-1)에 의한 ESG 추정값.

4. 실증분석결과

4-1 변수 분석

〈표 4〉 변수의 기술통계 (N=519)

	Min.	1st Qu.	Median	Mean	Std.Dev.	3rd Qu.	Max.
<i>DESG</i>	0.000	0.000	0.000	0.198	0.400	0.000	1.000
<i>GESG</i>	1.099	1.792	1.946	1.854	0.150	1.946	2.079
<i>XEARN</i>	0.000	0.000	1.000	0.509	0.500	1.000	1.000
<i>SIZE</i>	18.740	21.720	22.730	22.640	1.450	23.720	26.160
<i>LEV</i>	0.026	0.292	0.500	0.469	0.200	0.610	1.093
<i>CPBT</i>	-0.329	0.003	0.033	0.041	0.070	0.071	0.361
<i>AGE</i>	1.732	4.472	6.245	5.885	1.680	7.106	9.434
<i>EMPLOYEE</i>	2.773	7.704	8.488	8.358	1.470	9.217	11.604
<i>OWNER</i>	5.990	28.240	34.920	36.930	14.090	47.250	77.980

4. 실증분석결과

4-1 변수 분석

〈표 5〉 상관관계분석 (N=519)

	<i>DESG</i>	<i>GESG</i>	<i>XEARN</i>	<i>SIZE</i>	<i>LEV</i>	<i>CPBT</i>	<i>AGE</i>	<i>EMPLOYEE</i>	<i>OWNER</i>
<i>DESG</i>	1								
<i>GESG</i>	0.26***	1							
<i>XEARN</i>	0.05	-0.01	1						
<i>SIZE</i>	0.00	0.35***	-0.05	1					
<i>LEV</i>	-0.01	0.02	0.00	0.03	1				
<i>CPBT</i>	-0.03	0.05	0.30***	0.01	-0.47***	1			
<i>AGE</i>	-0.01	-0.01	0.03	0.15***	-0.07	0.00	1		
<i>EMPLOYEE</i>	-0.04	0.31***	-0.04	0.82***	0.14***	0.05	0.03	1	
<i>OWNER</i>	0.04	-0.13***	-0.03	-0.30***	0.08*	-0.06	-0.09**	-0.37***	1

4. 실증분석결과

4-2 가설 검증

〈표 6〉 (model 1) 분석 결과

Logistic Regression	
independent variables	DESG
<i>GESG</i>	7.433*** (4.889)
<i>XEARN</i>	0.480* (1.597)
<i>SIZE</i>	-0.234 (-0.922)
<i>LEV</i>	-1.712 (-1.539)
<i>CPBT</i>	-2.256 (-0.830)
<i>AGE</i>	-0.098 (-1.014)
<i>EMPLOYEE</i>	0.238 (0.963)
<i>LOSS</i>	-0.097 (-0.228)
<i>OWNER</i>	0.002 (0.140)
<i>CONSTANT</i>	-11.910** (-2.518)
<i>YEAR</i>	Included
<i>ID</i>	Included
Obs.	519
Pseudo R ²	0.313
AIC	452.95

ESG 등급을 높게 평가받은 기업은 해당 등급을 공시하는 경우가 많다.

가설 1 입증

제한적이지만 전년 대비 당기순이익이 증가하면 ESG등급을 더 많이 공시한다.

가설 2 입증

4. 실증분석결과

4-2 가설 검증

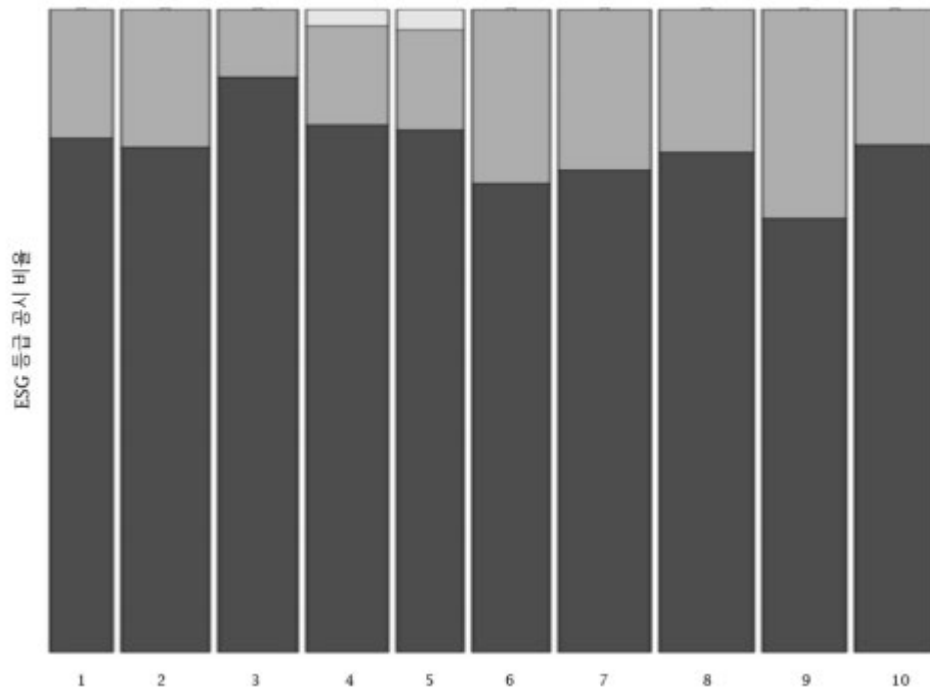
〈표 7〉 2SLS 분석 결과

independent variables	1st stage	2nd stage
	Linear Regression	Logistic Regression
	<i>GESG</i>	<i>DESG</i>
<i>GESG</i>	-	2.029** (2.193)
<i>XEARN</i>	-0.003 (-0.366)	0.352* (1.280)
<i>SIZE</i>	0.091*** (21.194)	-
<i>LEV</i>	0.036* (1.675)	-
<i>CPBT</i>	0.031 (0.950)	-
<i>AGE</i>	-0.010*** (-4.439)	-
<i>EMPLOYEE</i>	0.041*** (9.512)	-
<i>LOSS</i>	-0.014 (-1.422)	-0.125 (-0.362)
<i>OWNER</i>	0.0004 (1.590)	0.002 (0.154)
<i>CONSTANT</i>	-0.533*** (-4.130)	-5.695*** (-2.782)
<i>YEAR</i>	Included	Included
<i>ID</i>	Included	Included
Obs.	6,765	519
Adj. R ²	0.329	-
Pseudo R ²	-	0.244
F-value	46.97	-
AIC	-	475.13

4. 실증분석결과

4-3 추가 분석

〈그림 2〉 ESG 보고서 발간횟수별 ESG 등급공시 현황



- 보고의 신용도와 전문성이 가설에 미치는 영향 추가 분석
- 보고의 효율성을 위해 11회 이상 발간한 경우는 시각화에서 제외하였으나, 결과의 질적인 내용은 차이가 없다.
- ESG 보고서 발간 횟수의 평균(7.709회)을 기준으로 표본을 두 그룹으로 분류 후 2SLS 모형 분석 실시

4. 실증분석결과

4-3 추가 분석

〈표 8〉 공시 전문성에 따른 2SLS 분석 결과

	High Exp. Logistic Regression	Low Exp. Logistic Regression
independent variables	<i>DESG</i>	<i>DESG</i>
<i>GESG</i>	1.320 (0.731)	5.247*** (3.006)
<i>XEARN</i>	0.899** (2.145)	-0.240 (-0.562)
<i>LOSS</i>	0.641 (1.195)	-0.790 (-1.466)
<i>OWNER</i>	-0.013 (-0.598)	0.000 (-0.024)
<i>CONSTANT</i>	-1.241 (-0.340)	-13.660*** (-3.673)
<i>YEAR</i>	Included	Included
<i>ID</i>	Included	Included
Obs.	254	265
Pseudo R ²	0.280	0.331
AIC	251.4	253.75

5. 결론 및 한계점

5-1 결론

- 경영자는 ESG 평가등급이 우수한 경우에 이를 ESG 보고서에 공시한다.
- 전년 대비 당기순이익이 증가하여 양호한 재무 여건을 보인 기업은 ESG 등급 수준에 상관없이 이를 ESG 보고서에 공시한다.
- ESG 보고 경험(발간횟수)에 따라 ESG 등급공시 전략에 차이가 있다.
 - ESG 보고 경험이 많은 기업에서는 H1이 기각되어, ESG 보고 경험이 경영자의 기회주의적 공시유인을 약화시킬 수 있음을 시사한다.
 - ESG 보고 경험이 적은 기업에서는 H2가 기각되어, ESG 등급의 공시 전략이 기회주의적 유인에 의해 지배적으로 영향을 받는 것으로 해석된다

5-2 한계점

- 한국ESG기준원이 제공 하는 ESG 등급만을 분석대상으로 하고 있다.

6. 연구 확장

6-1 당기 순이익 제외 다른 수익률 측정 변수 활용

- 주가 수익률과 같은 다른 수익 평가 변수를 활용한 결과가 의문이 든다.

감사합니다.