

규제연구 제29권 제1호 2020년 6월

# 기업 비재무정보(ESG) 공시가 재무성과와 기업가치에 미치는 영향\*

김 윤 경\*\*

기업의 지속가능성과 책임이 요구되면서 재무정보 외에도 기업의 비재무적 정보의 중요성이 강조되고 있다. 비재무적 정보는 환경, 사회, 지배구조를 의미하는 ESG로 이해되고 있으며 기업에게 ESG 정보 공개를 의무화해야 한다는 논쟁이 가속화되고 있다. 본 연구는 비재무적 정보의 공시수준이 기업의 성과에 미치는 영향을 분석하고자 하였다. Bloomberg ESG Disclosure Score를 활용하여 2011-2017년 유가증권 상장기업을 대상으로 비재무적 정보 공시의 재무적 성과와 기업가치에 대한 영향을 실증분석하였다. 분석결과, 총자산수익률에 대해 비재무적 정보 공시가 대체적으로 유의한 영향을 보이지 못하여 비재무적 정보 공시가 기업의 성과를 개선 또는 악화시키는 증거를 찾을 수 없었다. 이어서 시장가치에 미치는 영향을 분석하였을 때, 모든 ESG 공시 항목이 통계적으로 유의하지 않았다. 이는 자본 시장이 비재무적 정보에 반응하지 않음을 의미하는 한편 비재무적 정보가 투자자에게 유의미한 정보가 아닌 것으로도 해석할 수도 있다. 본 연구의 결과가 비재무적 정보 공시 논의에 있어서 투자자와 이해관계자에게는 기업에 대한 이해를 높이고 기업의 불필요한 부담을 최소화하는 규제를 설계하는 데 시사점을 가질 수 있을 것으로 기대한다.

핵심 용어: 비재무적정보, 기업공시, 기업성과, 기업가치, ESG

\* 본 논문은 한국경제연구원 연구과제를 수정하여 작성되었습니다. 논문의 심사과정에서 유익한 지적과 논평을 해주신 익명의 심사위원들께 깊은 감사를 드립니다.

\*\* 한국경제연구원 연구위원, 서울특별시 영등포구 여의대로 24 FKI TOWER 46층(yunkim@keri.org)

접수일: 2020/6/16, 심사일: 2020/6/28, 게재확정일: 2020/6/29

## I. 서론

기업의 책임은 이윤추구에 한정되므로 사회적 책임 지출이 기업의 비용으로만 작용한다는 주장(Friedman, 1970)과 사회적 책임으로 인해 기업의 명성이 증가하며 미래의 가치와 경쟁력을 강화시킬 수 있다는 주장(Freeman, 1984)이 대립되어 왔다. 그러나 기업의 책임이 기부금 지출, 공익재단 설립과 같은 단순한 사회공헌 활동에 국한되지 않고 지속가능성의 개념으로 영역이 확장되면서 기업의 이해관계자에게 기업평가의 중요한 척도로 이용되고 있다. 기업이 지속가능하기 위해서는 성장성 및 수익성과 같은 재무적 성과 외에도 환경(Environmental), 사회(Social), 지배구조(Governance)와 같은 비재무적 성과도 중요하다는 것이다.

전 세계적으로 ESG에 대한 관심이 증가하면서 투자자들에게 이를 반영한 적극적인 활동이 권장된다. 2006년 UN의 책임투자원칙(Principles for Responsible Investment, PRI)의 수립 이후 기관투자자를 중심으로 ESG가 투자 포트폴리오 선정에 중요한 기준으로 이용되고 있다. 한국은 투자자의 자율적 결정 외에도 정책적으로 ESG를 적극적으로 반영하면서 논의가 확대되고 있다. 먼저 국민연금은 스튜어드십 코드 도입과 함께 ESG 기반 투자를 강화하였다. 이전부터 사회책임투자형 펀드에 ESG를 적용해 왔으나 2018년 7월 보건복지부는 국민연금의 사회책임투자 확대방안 계획을 발표하였다. ESG 전담조직을 확대하는 동시에 ESG 평가모형에 따라 52개 세부지표를 기준으로 연 1~2회 기업점검과 평가를 진행하고 결과에 따라 비공개 및 공개 주주 활동을 결정할 것으로 알려졌다. 또한 여성가족부는 2019년 업무보고에서 민간기업에 ‘여성 고위관리직 목표제’ 도입을 유도하기 위해 가족친화인증 기업심사 기준에 여성임원비율을 2019년부터 추가하기로 하였으며 국민연금 등 대규모공적기금의 투자기준에 여성대표성 향

목의 추가를 예고했다.

기업의 재무정보와 달리 ESG와 같은 비재무적 정보는 기업의 정보 공개 여부에 따라 그 내용을 확인할 수 있다. 사업보고서에 관련 항목을 함께 공시하거나 별도의 지속가능보고서를 발간하는데 자본시장 내 투자자의 압력 또는 사회적, 국제적 요구가 증가함에 따라 공시 기업의 수가 증가하며 내용도 점차 확대되고 있는 추세이다. 한국표준협회에 따르면 지속가능보고서를 발간하는 국내 기업은 2004년 2개 기업에서 2018년 133개 기업으로 크게 증가하였다.

기업의 자발적 공시에 의존하기보다 비재무적 정보 공시를 의무화 또는 법제화하여야 한다는 주장이 지속적으로 제기되고 있다. 일부 법률에 관련 비재무적 정보 공시가 명시되어 있고, 2017년부터 상장기업의 자율 공시가 권장되고 있으나 기업의 책임을 강화하기 위해서 공시를 강제할 필요가 있다는 주장이다. 20대 국회에서 사회적 책임을 사업보고서에 포함하게 하는 자본시장법 개정안 네 건이 발의되었으나 결과적으로 입법화되지 못하였다. 그러나 한국거래소에서는 2019년부터 자산총액 2조원 이상의 대형 상장사에게 기업지배구조 공시를 의무화하였으며 공시 내용 확대를 계획하고 있다.

사회적 책임이 기업 성과에 가지는 영향을 분석한 국내외 연구(Orlitzky et al., 2003; Pava and Krausz, 1996; Barnea and Rubin, 2010; 신민식 외, 2011; 천미림·유재미, 2013)가 활발히 이루어진 데 비해 자료의 한계로 비재무적 정보의 공시와 관련된 연구는 제한적이다. 비재무적 정보 공시의 대용치로 지속가능보고서를 사용한 선행 연구(김강, 2012; 민재형 외, 2015; 최준혁 외, 2017)와 달리 본 논문은 제3자 평가기관인 Bloomberg의 ESG Disclosure Score를 사용하여 기업의 비재무적 정보 공시가 기업의 성과 및 시장가치에 미치는 영향을 실증분석함으로써 문헌에 기여하고자 한다. 국내 기업뿐만 아니라 해외 기업에 공통으로 적용되는 평가이며 기업의 다양한 비재무적 정보 공시 형태를 반영하므로 공시수준을 살피는데 적합하다. 또한 비재무적 정보의 공시수준을 통합한 변수 외에도 환경, 사회, 지배구조로 유형을 구분하여 각 공시 유형의 영향을 검토함으로써 선행연구와 차별화하였다. 본 논문의 분석결과를 통해 규제 논의 과정에서 제기되는 비재무적 정보 공시가 가진 한계에 대한 시사점을 제시하였다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. II장에서는 기업의 비재무적 정보 공시 규제의 현황과 의무화 논의를 소개한다. III장은 선행연구를 검토하고 가설을 설정하며 IV장은 분석 모

형을 제시한 이후 실증분석 결과를 보인다. V장으로 결론을 내린다.

## II. 비재무적 정보 공시 규제 현황 및 논의

현행 자본시장과 금융투자업에 관한 법률과 유가증권시장 공시규정은 유가증권 상장기업과 일정 규모 이상의 기업에 대해 사업보고서를 비롯해 주요사항 보고서, 주요경영사항의 신고를 의무화하고 있다. 공시 내용의 대부분은 기업의 재무적 정보를 집중적으로 다루고 있으며 정부는 “증권을 발행한 기업의 중요한 정보는 모든 사람들에게 차별없이 제공되도록 하여 일부만 유리한 투자정보를 가지게 되는 일 없이 공정한 경쟁을 하도록 만든 제도<sup>1)</sup>”로 설명한다. 즉, 공시를 통해 정보의 비대칭성을 완화하고 일부가 향유하는 사적정보를 차단할 수 있다. 이를 위해 관련 법제의 제정 및 개정을 통해 지속적으로 공시의 내용을 확대하고 질을 높일 수 있도록 하고 있다(강태균·정호일, 2015).

한국에서 기업 비재무적 정보의 공시는 법제화되어 있지 않으나 부분적으로 관련 정보의 공시가 법률에 의무화되어 있다. 저탄소 녹색성장 기본법과 독점규제 및 공정거래에 관한 법률은 대상 기업에 한정하여 각각 환경과 지배구조에 대한 정보를 공개하도록 한다. 저탄소 녹색성장 기본법 제42조 제5항에 따른 관리업체는 온실가스 배출량 및 에너지 사용량, 녹색기업 지정 인증 및 확인 항목을 공시해야만 한다. 공시대상기업집단은 공정거래법 제11조의 4와 시행령에 따라 일반현황 외에도 임원 및 이사회 운영현황, 계열회사 거래현황, 주식현황을 공개해야 한다. 글로벌 컨설팅 기업인 KPMG(2017)<sup>2)</sup>는 한국을 기업책임에 대한 정부 규제가 의무 및 자율 형식으로 존재하는 국가로 분류하였다.

20대 국회에서 비재무적 정보 공개를 의무화해야 하는 자본시장과 금융투자업에 관한 일부개정법률안<sup>1)</sup>이 2016년 3건(홍일표 의원안, 이언주 의원안, 민병두 의원안), 2017년 1건(전재수 의원안)이 발의되었다. 공통적으로 기업의 사회적 책임을 강조하며 사업보고서내 관련 내용을 포함해야 한다는 내용이다. 발의안 간의 세부적 차이는 존재하나 사회

1) 찾기쉬운 생활법령정보, <https://easylaw.go.kr/CSP/CnpClsMainBtr.laf?popMenu=ov&csMSeq=571&cfNo=5&cciNo=3&cnpClsNo=2>, 2020년 5월 30일 접속

2) 해당 보고서에 거래소 규제가 없는 국가로 분류되어 있으나 2017년 보고서이므로 한국거래소가 2019년부터 의무화한 기업지배구조 공시 규제가 반영되지 않았다.

공헌활동 내역, 윤리경영, 직원복지후생, 환경, 고용 등 임직원 현황 등 비재무적 정보의 공시를 강조한다. 이에 대해 재계는 이미 투자에 필요한 비재무 정보는 사업보고서에 포함되어 있는데다 주요 선진국에 비해 항목이 과도하다는 우려를 제기하였고 금융위원회 역시 비재무적 정보는 투자 판단에 미칠 영향이 상대적으로 크지 않는데 비해 공시 의무화로 인한 기업부담의 증가 의견을 제시하였다(전상수, 2016). 앞의 세 건은 자율적 공시로 대안입법 되었으며 2017년 발의안은 임기만으로 폐기되었다.

반면 거래소 규제 논의는 가속화되고 있다. 2017년 3월 기업지배구조 공시제도를 도입하여 거래소가 선정한 기업지배구조 핵심원칙 10개 항목(〈표 1〉)에 대하여 Comply or Explain 방식으로 준수여부와 준수하지 않을 시에 그 사유를 설명하게 하였다. 이후 금융위원회는 2019년부터 자산총액 2조원 이상 유가증권 상장사에게 기업지배구조 보고서 공시를 의무화(유가증권시장 공시규정 제24조의2 제1항 및 제2항)하였으며 신규로 161개 기업이 대상으로 지정되었다. 10대 핵심원칙 내 세부원칙을 설정하고 기업에게 세부원칙별로 구체적인 공시사항을 제시하도록 했다. 또한 핵심지표 15개를 선정하여 준수여부를 표시하게 하였다(〈표 2〉). 그러나 보고서의 충실성 미비를 지적하며 2020년 4월 1일 가이드라인이 개정되었다. 이에 따라 기존 세부원칙 23개와 필수기재사항 30개가 각각 27개와 60개로 변경되었다(한국거래소, 2020). 개정으로 최고경영자 승계정책 수립 요구, 재직기간 6년 초과 사외이사 현황 기재, 사외이사만 참여하는 회의 운영 활성화 요구가 포함되었다.

Comply or Explain의 방식으로 모든 원칙을 준수해야만 하는 것은 아니다. 하지만 핵심원칙은 물론 핵심지표 및 세부 공시사항이 지배구조의 방향성을 제시하는 것으로 인식되어 기업의 부담으로 작용하고 있다. 예를 들어 집중투표제를 상법에 의무화해야 한다는 주장에도 의무화 국가가 극소수에 불과하며 소수주주의 권익보호보다는 “KT&G와 칼 아이칸 사건”과 같이 헤지펀드에 악용될 수 있다는 우려(권재열, 2002; 유주선, 2014)로 인해 상법 개정이 이루어지지 못하고 있는 상황이다. 그러나 핵심지표에 포함되어 준수여부를 ○, ×로 표기하므로(〈표 2〉) 미도입 기업에게 압력으로 작용될 가능성이 존재한다.

앞으로도 사회적 책임 또는 ESG를 나타내는 비재무적 정보 공시에 대한 필요성이 증가하며 관련 규정이 도입될 것으로 전망된다. 거래소의 2020년 사업계획에 따르면 ESG

정보공개 활성화를 위해 전담팀을 만들어 기업지배구조 보고서 공시 관리 외에도 환경과 사회 정보의 확대 방안을 마련할 것이라고 발표했다<sup>3)</sup>. 이에 따라 비재무적 정보의 공시 항목과 대상기업에 대한 논의가 확대될 것으로 예상되며 관련 학제의 연구를 통해 논의의 근거를 확보해 나가야 할 것이다.

〈표 1〉 기업지배구조 보고서 가이드라인의 기업지배구조 핵심원칙

분류	기업지배구조 핵심원칙	공시내용(예시)
주주의 권리	① 주주는 권리행사에 필요한 충분한 정보를 시의적절하게 제공 받고, 적절한 절차에 의해 자신의 권리를 행사할 수 있어야 한다.	주주총회 분산 노력 전자투표제 도입 여부
주주의 공평한 대우	② 주주는 보유주식의 종류 및 수에 따라 공평한 의결권을 부여 받아야 하고, 주주에게 기업정보를 공평하게 제공하는 시스템을 갖추는 노력을 해야 한다	주식발행 현황 IR 개최 현황
이사회 기능	③ 이사회는 기업과 주주이익을 위하여 기업의 경영목표와 전략을 결정하고, 경영진을 효과적으로 감독하여야 한다.	이사회 심의·의결사항 최고경영자 승계에 관한 정책 및 내부통제 정책의 운영현황
이사회 구성	④ 이사회는 효율적으로 의사를 결정하고 경영진을 감독할 수 있도록 구성하여야 하며, 이사는 다양한 주주의견을 폭넓게 반영할 수 있는 투명한 절차를 통하여 선임되어야 한다.	이사회 의장과 대표이사의 분리 이사의 전문성
사외이사의 책임	⑤ 사외이사는 독립적으로 중요한 기업경영정책의 결정에 참여하고 이사회의 구성원으로서 경영진을 감독·지원할 수 있어야 한다.	사외이사와 회사와의 이해관계 여부
사외이사 활동의 평가	⑥ 사외이사의 적극적인 직무수행을 유도하기 위하여 이들의 활동내용은 공정하게 평가되어야 하고, 그 결과에 따라 보수 지급 및 재선임 여부가 결정되어야 한다.	사외이사에 대한 평가 및 보수정책
이사회 운영	⑦ 이사회는 기업과 주주의 이익을 위한 최선의 경영의사를 결정할 수 있도록 효율적이고 합리적으로 운영되어야 한다.	이사회 개최 빈도 이사회 운영규정 공개
이사회 내 위원회	⑧ 이사회는 효율적인 운영을 위하여 그 내부에 특정 기능과 역할을 수행하는 위원회를 설치하여야 한다.	이사회 내 위원회 설치 및 구성 (감사위원회 등)
내부감사	⑨ 감사위원회, 감사 등 내부감사기구는 경영진 및 지배주주로	감사위원회 개최 빈도

3) 조선비즈, “거래소, ‘ESG공시’ 전담팀 마련… 사회책임 정보공개 본격화”, 2020년 1월 22일자,  
[https://biz.chosun.com/site/data/html\\_dir/2020/01/22/2020012202194.html](https://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2020/01/22/2020012202194.html)

기구	부터 독립적인 입장에서 성실하게 감사업무를 수행하여야 하며, 내부감사기구의 주요 활동내역은 공시되어야 한다.	내부감사부서 설치 여부
외부감사인	⑩ 기업의 회계정보가 주주 등 그 이용자들로부터 신뢰를 받을 수 있도록 외부감사인은 감사대상기업과 그 경영진 및 지배주주 등으로부터 독립적인 입장에서 공정하게 감사업무를 수행하여야 한다.	외부감사인 선임 절차 외부감사인 독립성 (경영자문 여부 등)

출처: 금융위원회 보도자료(2018.12.19.)

〈표 2〉 기업지배구조 보고서 가이드라인의 핵심지표

핵심지표		준수여부	
		○	×
주주	① 주주총회 4주 전에 소집공고 실시*		
	② 전자투표 실시*		
	③ 주주총회의 집중일 이외 개최*		
	④ 배당정책 및 배당실시 계획을 연 1회 이상 주주에게 통지**		
이사회	⑤ 최고경영자 승계정책(비상시 선임정책 포함) 마련 및 운영		
	⑥ 내부통제정책 마련 및 운영		
	⑦ 이사회 의장과 대표이사 분리		
	⑧ 집중투표제 채택		
	⑨ 기업가치 훼손 또는 주주권의 침해에 책임이 있는 자의 임원 선임을 방지하기 위한 정책 수립 여부		
	⑩ 6년 초과 장기재직 사외이사 부존재		
감사기구	⑪ 내부감사기구에 대한 연 1회 이상 교육 제공**		
	⑫ 내부감사부서(내부감사업무 지원 조직)의 설치		
	⑬ 내부감사기구에 회계 전문가 존재 여부		
	⑭ 내부감사기구가 분기별 1회 이상 경영진 참석 없이 외부감사인과 회의 개최**		
	⑮ 경영 관련 중요정보에 내부감사기구가 접근할 수 있는 절차를 마련하고 있는지 여부		

주: 작성 기준시점은 보고서 제출일 현재. 단, \* 항목은 보고서 제출일 직전 정기 주주총회 기준. \*\* 항목은 공시대상 기간 내에 해당내용을 이행하였는지 여부를 판단

출처: 한국거래소 보도자료(2019.4.18.)

### III. 선행연구 검토 및 가설 설정

기업과 기업인의 책임을 Bowen(1953)이 사회적으로 바람직한 목표와 가치에 부합한 의사결정과 행동으로 정의한 이후 기업의 책임을 단순히 주주의 이윤 극대화에 한정하지 않고 이해관계자와의 관계까지 포괄하며 이해하고 있다. 문헌에서는 기업의 책임활동이 필요하다는 당위적 논쟁에 그치지 않고 기업의 사회적 책임 활동이 기업의 재무적 성과를 증진시키는지 분석하였다.

기업의 사회적 책임 활동은 이해관계자와의 잠재적 갈등 가능성을 낮추기 때문에 기업의 가치를 증가시킨다(Clarkson, 1995; Freeman, 1984; Pfeffer, 1990). 사회책임 활동은 근로자의 사기를 진작시키며(Pfeffer, 1990) 이해관계자와의 관계를 개선하는(Clarkson, 1995) 역할을 한다. 또한 경쟁시장에서 사회책임활동은 경쟁전략으로 이용되어 기업의 재무성과와 양(+)의 관계가 제시되었다(여영준 외, 2015). 천미림·유재미(2013)는 CSR과 기업의 성과가 유의한 양(+)의 관계에 있음을 보이고 기업의 태도와 지속성에 따라 긍정적 영향이 더 크다고 제시하였다. 그러므로 비용이 발생하지만 기업의 경쟁력과 가치를 강화하는 자산적 성격의 지출이라고 볼 수 있다(Freeman, 1984).

그러나 기업의 사회책임활동 수행으로 발생한 비용이 수익과 상쇄되어 중립적인 영향을 보이거나(Teoh et al., 1999; McWilliams and Siegel, 2011) 더 나아가 불필요한 추가적 비용으로 기업의 재무상태를 악화시키고 기업가치에 부정적일 수 있다(Davis and Blomstrom, 1975; Pava and Krausz, 1996; Barnea and Rubin, 2010). Barnea and Rubin(2010)은 경영자가 개인적 명성과 사적 이익을 추구하기 위해 사회책임활동을 이용하므로 대리인비용이 발생하게 되어 기업가치가 감소된다고 주장했다. 서승주·최진현(2015)은 장기적 관점에서 CSR이 가중평균자본비용과 기업가치에 음(-)의 영향을 가진다고 보고했다. 투자자의 기업위험 감소 인식으로 인해 자본비용이 감소하는데 비해 발생비용 또는 포기한 수익성 높은 투자기회로 인해 기업가치가 훼손된다고 밝혔다.

기업의 사회책임과 기업가치의 관계가 단순히 선형이 아니며 기업규모에 따라 차이가 존재함을 보이기도 하였다. 기부지출과 기업가치는 역 U자형의 비선형 관계를 가지므로 과도한 기부지출이 아닐 때에만 기업가치를 증대시킨다(최운열 외, 2009; 신민식 외,



2011). 신민식 외(2011)는 특히 이러한 관계가 중소기업에 국한되며 재벌기업에게서는 유의적인 기업가치 상승효과를 발견하지 못하였다. 사회책임으로 경제정의(KEJI) 지수를 활용하여 동태패널모형으로 분석한 장민우·조하현(2017)은 U자형 관계를 제시하며 CSR이 기업가치에 유의한 음의 영향을 미치나 임계점 이상의 활동을 한다면 1년 이후 긍정적 관계로 전환됨을 나타냈다. 임계점은 전체 CSR 수준의 90% 수준이므로 기업가치를 상승시키기 위해서는 상당한 수준의 CSR 활동이 필요함을 보였고 중소기업이 대기업에 비해 임계점이 낮고, 기업가치에 미치는 한계효과가 크다고 보고했다.

비재무 성과의 유형에 따라 차이가 존재하기도 한다(천미림·김창수, 2011, 서승주·최진현, 2015; 임옥빈, 2019). 서승주·최진현(2015)은 KEJI 지수 중에서 건전성, 소비자 보호, 환경보호 지수는 기업가치를 감소시킨 데 비해 기업의 재무성과와 유사한 경제발전 기여도 지수는 기업가치를 향상시키는 것으로 나타났다. 임옥빈(2019)은 기업지배구조원의 ESG가 기업가치인 Tobin's q에 미치는 영향을 분석한 결과 환경과 통합 등급에서 통계적으로 유의한 양의 관계를 보고하였으나 사회, 지배구조에서는 유의미한 결과를 찾을 수 없었다. 즉, 사회적 책임활동의 성격에 따라 기업에의 영향이 달라진다는 것을 시사한다.

이러한 기업의 사회적 책임활동을 외부에 공개하는 역할을 하는 비재무적 정보 공시는 활동과 마찬가지로 기업성과 분석에서 일관된 방향성을 보이지 않는다. 먼저 비재무적 정보 공시가 자본비용의 감소, 추가이익률의 증가와 같은 기업성과에 긍정적인 영향을 가진다(Clarkson et al., 2013; Dhaliwal et al., 2011). Clarkson et al.(2013)은 미국 기업의 환경정보 공시가 주가 및 장기성과에 긍정적인 영향을 가진다고 보고하였다. 그러나 Cormier and Magnan(2007)은 자발적 환경공시의 주가에 대한 효과는 국가별로 차이가 존재함을 보였다. 또한 Richardson and Welker(2001)는 캐나다 기업을 대상으로 연차보고서의 재무공시가 자본비용을 감소시킨 것과 달리 사회공시는 자본비용을 증가시키는 것을 발견하였으며 이는 산업 중위수 이하의 기업에게 국한된다.

대부분의 국내 연구는 비재무적 정보의 공시를 지속가능성보고서로 판단하고 있다. 보고서 발간을 기업의 사회적 책임활동의 대용치로 사용한 연구(김창수, 2009; 김강, 2012; 민재형 외, 2015)에서 발간 기업의 기업성과와 가치에 유의한 양(+)의 영향을 찾을 수 있다. 민재형 외(2015)는 기업의 기부금 지출과 같이 사회책임활동을 의미하는 변

수로서 지속가능보고서 발간을 분석하였으며 발간기업의 유의한 기업가치 증가를 제시하였다. 발간여부를 변수화하지 않고 지속가능보고서의 내용분석을 통해 비재무정보 공시를 변수화한 최준혁 외(2017)는 사회적책임활동이 기업성과인 ROA와 Tobin's q에 유의한 양(+)의 관계를 보인 것과 달리 비재무적 정보 공시는 사회적책임활동과 기업성과 모두에 유의하지 않음을 보고했다. 공시가 기업의 사회적책임활동을 충분히 반영하지 못하므로 시장이 공시에 반응하지 않는다고 주장하였다.

해외연구에서 비재무적 정보 공시 의무화 대상 기업과 대응 기업의 차이 분석을 찾을 수 있다. Ioannou and Serafeim(2019)은 지속가능성 공시를 의무화한 4개 국가인 중국, 덴마크, 말레이시아, 남아프리카공화국의 기업들을 분석하였다. 성향점수매칭 기법으로 대상기업을 선정하여 자연실험을 통한 Difference in Difference 방법으로 분석한 결과, 규제이후 대상기업 내 공시기업이 증가하였으며 공시 신뢰성을 강화하는 것을 보였다. 또한 지속가능성 공시를 통해 Tobin's q로 측정된 기업가치가 유의적으로 증가함을 나타냈다. 그러나 2008년 일부 상장사에 단독 CSR 보고서 공시를 의무화한 중국을 대상으로 한 연구에서는 해당 기업의 수익성과 배당성향이 감소하여(Chen et al., 2018; Ni and Zhang, 2019) 공시 의무화의 영향을 주주에 한정할 경우 주주의 가치를 증가시키기 보다는 비용으로 작용함을 보였다. 이상의 논의를 바탕으로 다음과 같은 가설을 도출하였다.

가설 1: 비재무적 정보 공시는 기업의 수익성에 양(+)의 영향을 가질 것이다.

- 1-1 : 환경 공시는 기업의 수익성에 양(+)의 영향을 가질 것이다.
- 1-2 : 사회 공시는 기업의 수익성에 양(+)의 영향을 가질 것이다.
- 1-3 : 지배구조 공시는 기업의 수익성에 양(+)의 영향을 가질 것이다.

가설 2: 비재무적 정보 공시는 기업가치에 양(+)의 영향을 가질 것이다.

- 2-1 : 환경 공시는 기업가치에 양(+)의 영향을 가질 것이다.
- 2-2 : 사회 공시는 기업가치에 양(+)의 영향을 가질 것이다.
- 2-3 : 지배구조 공시는 기업가치에 양(+)의 영향을 가질 것이다.

## IV. 실증분석

### 1. 표본의 선정과 연구모형

분석대상은 2011-2017년에 유가증권시장에 상장된 한국 기업으로 전기의 재무정보와 Bloomberg ESG Disclosure Score가 존재하는 기업으로 한정한다. 공시점수는 Bloomberg DB에서 추출하였고, 재무 및 주가 정보는 NICE 신용평가사의 KIS-Value DB의 자료를 이용하였다. 공시자료가 존재한다 해도 거래소에 따른 기업규모 등의 차이가 존재하므로 코스닥 등록기업을 제외하였고, 미국 주식시장 상장기업 역시 법제의 차이를 반영하여 제외하였다. Bloomberg ESG Disclosure Score는 2000년대 중반부터 존재하나 초기에는 소수의 기업들의 자료만 존재하므로 표본 구성의 시간적 안정성을 위해 2011년 이후로 기간을 한정하였다. 또한 관련 문헌에 따라 금융업에 속한 기업과 자본잠식기업은 분석에서 제외하였다. III장에서 설정한 가설에 따른 분석모형은 다음과 같다.

$$ROA_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 ESG\ Disclosure_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 \leq V_t + \beta_4 OCF_t + \beta_5 PBR_t + \beta_6 beta_t + \beta_7 AGE_t + \beta_8 OWN_t + \epsilon \quad (1)$$

$$TQ_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 ESG\ Disclosure_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 \leq V_t + \beta_4 OCF_t + \beta_5 PBR_t + \beta_6 beta_t + \beta_7 AGE_t + \beta_8 OWN_t + \epsilon \quad (2)$$

*ESG Disclosure*는 Bloomberg ESG Disclosure Score를 의미하며 통합과 세부 항목인 환경, 사회, 지배구조의 점수를 구분하여 제공한다. ESG의 내용에 대한 제 3자 평가기관은 현재 다수 존재하나, ESG 공시 수준에 대한 평가 정보는 제한적으로 Bloomberg DB에서 제공하는 ESG Disclosure Score가 대표적이다. Bloomberg는 재생에너지와 탄소시장 정보를 제공하는 New Energy Finance를 2009년 인수한 이후 Bloomberg ESG Data Service를 시작하였으며 현재 10,000개 이상의 글로벌 상장사에 대해 ESG 자료를 수집하여 데이터화하고 있다. 기업 전수조사이기 보다는 20억-100억 달러 이상의 중대형 시가총액 기업이 주요 대상으로 전체 ESG, 환경, 사회, 지배구조

각각의 데이터를 제공한다(Huber and Comstock, 2017). 최소의 정보 공시를 뜻하는 0.1점부터 100점의 척도가 이용되며 각 산업별로 공시 수준을 평가한다. 항목별 중요도에 따른 가중치가 존재하며 그 예로 ESG와 환경은 온실가스 배출(Greenhouse Gas Emission), 사회는 인력(workforce), 지배구조는 이사회(board of directors)를 중요 항목으로 제시하고 있다. 기업의 지역적 소재에 관계없이 공통적인 기준을 가지고 평가하는 지수로서 국가적 특성이 반영되지 않은 한계가 있으나 글로벌 정합성 측면에서 적합한 기준으로 볼 수 있다. 본 연구에서는 각 공시지수를 100으로 표준화하여 이용하였다.

선행연구에 따라 종속변수로는 재무적 성과인 총자산수익률(*ROA*)과 시장가치를 나타내는 Tobin's *q*(*TQ*)를 사용하였다. 통제변수는 *SIZE*, *LEV*, *OCF*, *PBR*, *beta*, *AGE*, *OWN*이며 각각 기업규모, 부채비율, 영업현금흐름, 주가순자산비율, 체계적 위험, 기업 업력, 최대주주 지분율을 의미한다. 이들 변수는 선행연구에서 기업의 성과와 가치를 결정하는 요인으로 증명되었으며 각각 규모, 자본구조, 수익성, 시장의 평가, 체계적 위험, 업력, 지분구조, 기업규모에 따른 차이를 나타낸다. 또한 분석에는 산업 효과와 연도 효과를 통제하기 위해 산업 및 연도더미를 추가하였다. <표 3>은 각 변수의 자세한 정의를 제시한다.

<표 3> 변수의 정의

변수명	정의
<i>ROA</i>	당기순이익 / 총자산
<i>TQ</i>	(주식의 시장가치 + 총부채의 장부가치) / 총자산의 장부가치
<i>ESG</i>	Bloomberg ESG Disclosure Score의 ESG (통합)
<i>ENV</i>	Bloomberg ESG Disclosure Score의 ENV (환경)
<i>SOC</i>	Bloomberg ESG Disclosure Score의 SOC (사회)
<i>GOV</i>	Bloomberg ESG Disclosure Score의 GOV (지배구조)
<i>SIZE</i>	총자산의 자연로그
<i>LEV</i>	총부채 / 총자산
<i>OCF</i>	영업현금흐름 / 총자산
<i>PBR</i>	시가총액 / 총자본
<i>beta</i>	베타(체계적 위험)
<i>AGE</i>	기업 업력(연도-설립연도)의 자연로그
<i>OWN</i>	최대주주 지분율

〈표 4〉와 〈표 5〉는 각각 기술통계량과 피어슨 상관관계 분석표이다. 분석의 대상인 ESG 공시 지수(*ESG*)의 평균은 0.322이다. 각 항목별 평균은 *GOV*, *SOC*, *ENV* 순으로 나타나 각각 0.486, 0.375, 0.232를 보였다. 표본내 한국기업은 평균적으로 사회, 환경에 비해 지배구조 공시수준이 높은 것을 알 수 있다. 최솟값과 최댓값은 통합 0.119와 0.826, 환경 0.016과 0.860, 사회 0.088과 0.866, 지배구조 0.375와 0.750이다. 지배구조 공시보다는 환경과 사회 공시에서 표본기업의 분산이 크게 나타났다. 또한 타 기업성과분석에 비해 표본기업의 기업규모가 큰 것을 알 수 있다. 이는 평가기관인 Bloomberg의 분석대상이 중대형 기업과 해외투자자의 관심종목이 주를 이루는 데서 이유를 찾을 수 있다.

상관관계 분석 결과, 각 공시지수 사이에서 유의한 양(+의 상관관계)을 찾을 수 있다. 그러나 관심변수인 ESG 공시지수는 모두 종속변수인 *ROA*와 *TQ*에 대해서 유의하지 않은 것으로 나타났다. 이는 단순 상관관계로 다음 절에서 통제변수를 포함한 다변량 분석을 시행하였다.

〈표 4〉 기술통계량

변수	Obs	Mean	S.D.	Min	Median	Max
<i>ROA</i>	535	0.046	0.119	-0.473	0.039	1.937
<i>TQ</i>	535	1.559	1.194	0.444	1.117	8.326
<i>ESG</i>	535	0.322	0.153	0.120	0.264	0.826
<i>ENV</i>	522	0.232	0.190	0.016	0.167	0.860
<i>SOC</i>	535	0.375	0.170	0.088	0.333	0.860
<i>GOV</i>	535	0.486	0.080	0.375	0.464	0.750
<i>SIZE</i>	535	28.160	1.685	24.475	27.825	32.795
<i>LEV</i>	535	0.405	0.204	0.027	0.392	0.963
<i>OCF</i>	535	0.072	0.079	-0.160	0.068	0.357
<i>PBR</i>	535	1.865	1.743	0.204	1.267	14.756
<i>beta</i>	535	0.868	0.679	0.004	0.814	13.389
<i>AGE</i>	535	3.356	0.794	0.000	3.664	4.317
<i>OWN</i>	535	0.318	0.159	0.063	0.301	0.810

〈표 5〉 상관관계 분석

	<i>ROA</i>	<i>TQ</i>	<i>ESG</i>	<i>ENV</i>	<i>SOC</i>	<i>GOV</i>	<i>SIZE</i>	<i>LEV</i>	<i>OCF</i>	<i>PBR</i>	<i>beta</i>	<i>AGE</i>	<i>OWN</i>
<i>ROA</i>	1.00												
<i>TQ</i>	0.23***	1.00											
<i>ESG</i>	-0.02	-0.01	1.00										
<i>ENV</i>	-0.03	-0.02	0.98***	1.00									
<i>SOC</i>	0	0.02	0.92***	0.84***	1.00								
<i>GOV</i>	-0.01	0.06	0.87***	0.80***	0.81***	1.00							
<i>SIZE</i>	-0.06	-0.20***	0.79***	0.78***	0.71***	0.69***	1.00						
<i>LEV</i>	-0.25***	-0.19***	0.17***	0.17***	0.17***	0.11**	0.19***	1.00					
<i>OCF</i>	0.33***	0.27***	0.14***	0.14***	0.16***	0.07	0.04	-0.20***	1.00				
<i>PBR</i>	0.20***	0.81***	0.07*	0.07	0.11**	0.13***	-0.13***	-0.05	0.28***	1.00			
<i>beta</i>	-0.08**	0.01	0.20***	0.20***	0.17***	0.19***	0.26***	0.15***	-0.13***	-0.02	1.00		
<i>AGE</i>	0.04	-0.01	-0.12***	-0.10**	-0.18***	-0.12***	-0.03	-0.01	-0.02	-0.08*	-0.02	1.00	
<i>OWN</i>	-0.01	0.06	-0.13***	-0.18***	-0.06	-0.11***	-0.16***	-0.06	0	-0.01	-0.12***	-0.23***	1.00

주. \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄

## 2. 분석결과

분석모형을 선택하기 위해 Breusch-Pagan 라그랑지 승수 검정을 실시하였으며 기업의 개별효과에 대한 귀무가설을 기각하지 않으므로 통합최소자승법(Pooled OLS)을 이용하였다. 또한 다중공선성을 검토하였으며 여기에 나타내지 않았으나 분산팽창요인(VIF)은 Neter, Wasserman and Kutner(1990)가 제시한 다중공선성의 기준으로 사용되는 10보다 작은 것으로 나타났다.

〈표 7〉은 비재무정보 공시가 기업의 재무성과인 *ROA*에 미치는 영향을 실증분석한 결과이다. 가설 1과 달리 비재무정보에 대한 통합 공시수준(*ESG*)이 기업의 차기 총자산 수익률과 음(-)의 관계를 가지나 유의하지 않음을 보여준다. 이는 개별 항목인 환경, 사회에도 동일하게 나타난다. 지배구조(*GOV*) 공시의 회귀계수는 -0.208로 유의한 음(-)의 회귀계수를 나타냈으나 유의수준이 10%에 그쳤다. 기술통계량에서 다른 항목에 비해 상대적으로 높은 공시수준을 확인하였으나 다변량분석에서는 기업의 수익성에 크게 유의한 영향을 보이지 못했다. 다시 말하면, 기업의 비재무적 정보 공시를 통한 기업의 수익 또는 비용의 변화에 대한 증거를 발견할 수 없었다.

통제변수인 영업현금흐름(*OCF*)은 모든 공시지수 분석에서 기업의 재무적 성과에 대해 1% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 가지는 것으로 나타났다. 주가순이익률(*PBR*)은 유의한 양(+)의 관계를 나타내었으나 각 공시항목에 따라 1%에서 5% 수준에서 유의함을 알 수 있다. 또한 최대주주지분율(*OWN*)은 음(-)의 관계성을 가지는 것으로 나타났으나 환경 공시를 포함한 분석에서만 유의한 것으로 나타났다.

〈표 6〉 가설 1: 기업 비재무적 정보 공시와 재무성과

	<i>ROA</i>			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Constant</i>	-0.137 (-0.77)	-0.119 (-0.65)	-0.033 (-0.21)	-0.132 (-0.90)
<i>ESG</i>	-0.071 (-1.04)			
<i>ENV</i>		-0.058 (-1.04)		
<i>SOC</i>			-0.009 (-0.18)	
<i>GOV</i>				-0.208* (-1.95)
<i>SIZE</i>	0.007 (1.12)	0.006 (1.01)	0.003 (0.51)	0.009* (1.68)
<i>LEV</i>	-0.035 (-1.02)	-0.029 (-0.85)	-0.035 (-1.04)	-0.038 (-1.11)
<i>OCF</i>	0.388*** (4.93)	0.382*** (4.81)	0.388*** (4.92)	0.389*** (4.95)
<i>PBR</i>	0.007** (1.98)	0.008** (2.28)	0.006* (1.81)	0.008** (2.23)
<i>beta</i>	-0.008 (-1.04)	-0.009 (-1.07)	-0.008 (-0.93)	-0.009 (-1.09)
<i>AGE</i>	0.006 (0.72)	0.006 (0.73)	0.006 (0.78)	0.005 (0.67)
<i>OWN</i>	-0.057 (-1.42)	-0.071* (-1.73)	-0.059 (-1.48)	-0.057 (-1.43)
Year Effect	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
Industry Effect	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
Observations	535	522	535	535
Adjusted R-square	0.147	0.145	0.145	0.152

주. \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄



다음으로 <표 7>은 가설 2의 분석결과를 제시한다. 가설 2는 기업의 비재무정보 공시가 차기의 기업가치를 증가시킨다고 설정하였으나 분석 결과에서는 유의한 결과를 찾을 수 없었다. 각 공시의 회귀계수는 서로 다른 방향성을 제시하였다. 통합, 환경, 사회는 음(-)의 회귀계수를 나타낸 것과 달리 지배구조는 양(+)의 회귀계수를 보였으나 통계적으로 유의하지 않은 결과이다. 이는 비재무정보 공시가 기업의 가치에 영향을 주지 못하는 것을 의미하여 투자자는 비재무적 정보를 가치평가에 활용하지 않는다고 해석할 수 있다. 이는 최준혁 외(2017)의 연구가 보인 시장이 비재무적 정보에 반응하지 않는다는 결과를 지지한다. 비재무정보를 공시함에도 자본시장에서 긍정적 영향을 기대할 수 없는 현재 자본시장의 상황을 보이는 한편 반대로 제공되는 비재무적 정보가 투자자에게 필요한 정보가 아님을 시사한다(정주렴 외, 2013).

각 분석에서 통제변수는 기업가치를 분석한 선행연구와 유사한 결과를 보였다. Tobin's q에 대해 부채비율은 1% 수준에서 유의한 음(-)의 관계를 나타냈으며 주가순자산비율은 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 기업의 체계적 위험, 업력, 최대주주지분율에서도 기업가치와 유의한 양(+)의 관계성을 발견하였다. 이와 달리 선행연구에서 혼재된 결과를 나타낸 기업의 규모는 기업가치를 설명하지 못하는 것으로 나타났다.

<표 7> 가설 2: 기업 비재무적 정보 공시와 기업가치

	TQ			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Constant</i>	0.094 (0.09)	0.043 (0.04)	0.164 (0.18)	0.637 (0.74)
<i>ESG</i>	-0.158 (-0.40)			
<i>ENV</i>		-0.196 (-0.61)		
<i>SOC</i>			-0.124 (-0.40)	

<i>GOV</i>				0.506 (0.81)
<i>SIZE</i>	-0.017 (-0.46)	-0.015 (-0.42)	-0.019 (-0.61)	-0.046 (-1.39)
<i>LEV</i>	-0.786*** (-3.97)	-0.764*** (-3.85)	-0.783*** (-3.95)	-0.783*** (-3.96)
<i>OCF</i>	0.426 (0.93)	0.403 (0.88)	0.420 (0.91)	0.428 (0.93)
<i>PBR</i>	0.530*** (26.81)	0.538*** (26.93)	0.530*** (26.91)	0.524*** (26.25)
<i>beta</i>	0.101** (2.13)	0.102** (2.17)	0.101** (2.15)	0.106** (2.26)
<i>AGE</i>	0.084* (1.81)	0.082* (1.79)	0.082* (1.77)	0.089* (1.92)
<i>OWN</i>	0.463** (1.97)	0.415* (1.74)	0.461** (1.97)	0.451* (1.92)
Year Effect	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
Industry Effect	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
Observations	535	522	535	535
Adjusted R-square	0.713	0.714	0.713	0.714

주. \*\*\*, \*\*, \*은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄

## V. 결론

최근 자본시장과 정부가 책임투자를 강조하며 기업의 지속가능성과 책임의 중요성이 증가하였다. 기업의 책임을 사회공헌활동에 국한하지 않고 환경, 사회, 지배구조(ESG)를 포괄하는 기업활동 전반의 성과에 주목하고 있다. 이를 위해 기업의 비재무적 정보 공시를 확대하는 규제를 도입 또는 강화해야 한다는 주장도 제기되어 왔다. 이에 따라 자본시장법 개정안이 발의되기도 하였으며, 2019년부터 유가증권시장 공시규정에 자산 2조원 이상의 기업의 기업지배구조 보고서 발간이 의무화되었다. 앞으로도 ESG 관련 정보의

공시의무에 대한 규제 논의는 지속될 것으로 전망된다.

이에 따라 본 연구는 비재무적 정보의 기업성과에 대한 영향을 분석하여 비재무적 정보와 관련된 기업과 자본시장의 현실에 대한 이해를 높이고자 했다. 지속가능보고서가 아닌 Bloomberg ESG Disclosure Score를 이용하여 투자자에게 접근성이 높고 국제적으로 이용되는 평가기준을 활용하였고, 각 공시의 유형별 영향을 검증함으로써 선행연구를 보완하였다.

2011-2017년 유가증권 상장기업을 연구한 결과, 기업의 ESG 공시는 기업의 재무적 성과인 총자산수익률에 유의하지 않은 것으로 나타났다. 또한 비재무정보 공시의 기업가치에 대한 영향 분석에서도 유의한 설명력을 가지는 공시 유형을 찾을 수 없었다. 즉, 비재무적 정보는 기업의 성과를 개선하는 역할을 하지 못하며 자본시장은 비재무적 정보에 반응하지 않음을 의미한다. 분석결과는 비재무적 정보의 공시의 무의미함을 뜻하지 않으며 동시에 공시 의무화의 근거로도 해석될 수 없다.

본 연구는 비재무적 정보의 공시 효과를 높이기 위한 논의가 우선되어야 함을 시사한다. 모든 정보가 유의미하지 않음은 비재무적 정보에도 동일하며 공시에 사용되는 자원의 기회비용과 사회적 비용이 존재한다. 현재의 논의가 단순히 정보공시의 확대를 목표로하기 보다는 투자자와 이해관계자의 의사결정의 정확성을 높이는 비재무적 정보가 무엇인지 판별하는 것부터 시작되어야 할 것이다. 더 나아가 각 산업 및 개별 기업의 특성이 반영되는 한편 정책 당국의 가치판단에 기반을 둔 정책목표가 배제되어야만 할 것이다. 비재무적 정보 공시의 효용과 비용에 대한 정확한 이해를 통해 효율적이고 효과적인 정보 규제가 설계되기를 기대한다. 또한 기업은 비재무성과의 실질적 개선 없이 공시항목의 증가 등의 방법을 통해 대응하기 보다는 자본시장의 변화, 글로벌 기업과의 경쟁을 반영하여 비재무적 정보 공시를 적극적으로 활용해야 할 것이다. 특히 재무적 성과와 시장의 평가와 관계없이 비재무적 정보를 기업의 대화 및 소통 통로로 요구하는 사회문화의 변화를 인식하여야 한다.

본 연구는 선행연구와 같이 표본 수가 적은 한계를 내포하고 있다. 향후 비재무적 정보 공시 기업이 확대되고, 공시 대상에 포함되지 않은 기업의 지수가 발표된다면 보다 많은 표본기업으로 분석할 수 있을 것이다. 또한 국내 기업만을 분석하였으나 공시 지수가 발표되는 타 국가의 기업들과 함께 분석한다면 국제비교를 통한 시사점 도출이 가능할 것

이다. 마지막으로 스튜어드십 코드 도입 및 기업지배구조 공시 보고서 의무화 등의 제도 도입 이후 기업의 비재무적 정보가 기업성과에 미치는 영향에 변화가 있을 수 있으므로 이를 반영한 후속연구를 통해 보다 일반화된 결과를 기대한다.

## 참고문헌

- 강태균, 정호일, 「우리나라 공시 제도의 현황과 발전방안」, 『경영사연구』, 제30권 제4호, 2015, pp.307-325.
- 권재열, 「집중투표제의 강행규정화 논의에 대한 비판적 검토」, 『규제연구』, 제11권 제1호, 2002, pp.5-31.
- 금융위원회, 보도자료, “내년부터 대형 상장사는 기업지배구조 핵심정보를 투자자에게 의무적으로 공개합니다.”, 2018. 12. 19.
- 김강, 「지속가능경영이 장단기 경영성과에 미치는 영향」, 『회계연구』, 제17권 제4호, 2012, pp.95-118.
- 김창수, 「기업의 사회적 책임 활동과 기업가치」, 『한국증권학회지』, 제38권 제4호, 2009, pp.507-545.
- 민재형, 하승인, 김범석, 「기업의 지속가능경영 활동이 기업의 장단기적 가치에 미치는 영향」, 『경영학연구』, 제44권 제3호, 2015, pp.713-735.
- 서승주, 최진현, 「기업의 사회적 책임활동과 자본비용 및 기업가치와의 관계 - KEJI 지수개발항목을 중심으로 -」, 『국제회계연구』, 통권 제64호, 2015, pp.1 - 26.
- 신민식, 김수은, 김병수, 「기업의 사회적 책임 지출이 기업가치에 미치는 영향」, 『금융공학연구』, 제10권 제3호, 2011, pp.99-125.
- 여영준, 최순재, 권오진. 2015. 「산업 내 경쟁에 따른 경쟁전략으로써의 CSR 활동의 선택과 기업의 재무성과간의 관련성 연구 : 시장유형별 분석을 중심으로」, 『회계학연구』, 제40권 제4호, 2015, pp.1 - 37.
- 유주선, 「집중투표제도 의무화 개정(안)에 대한 타당성 여부 감사위원회 위원 분리선임과 집행임원제도를 포함하여」, 『규제연구』, 제23권 제1호, 2014, pp.61-86.
- 임옥빈, 「비재무적 정보가 기업성과에 미치는 영향 : ESG 점수를 중심으로」, 『국제회계연구』, 제86호, 2019, pp.119-144.
- 장민우, 조하현, 「우리나라 기업의 사회적 책임(CSR) 활동과 기업가치의 비선형 관계 분석: 동태패널분석(2004~2015년)」, 『한국경제연구』, 제35권 제2호, 2017, pp.153-209.
- 전상수, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부법률개정안 검토보고 - 사업보고서에 사

- 회적 책임관련 공시 의무화」, 정무위원회 검토보고서, 2016.
- 정주림, 김영준, 최종학, 「재무분석가의 관점에서 살펴본 자산재평가 전후의 회계정보의 유용성 차이」, 『회계학연구』, 제38권 제1호, 2013, pp.245-279.
- 천미림, 김창수, 「CSR의 지속성이 CSR과 재무성과의 관계에 미치는 영향」, 『회계정보연구』, 제29권 제3호, 2011, pp.351-374.
- 천미림, 유재미, 「기업의 사회적 책임활동이 기업 재무성과에 미치는 영향」, 『경영학연구』, 제42권 제5호, 2013, pp.1159-1185.
- 최운열, 이호선, 홍찬선, 「기업의 사회공헌활동이 기업가치에 미치는 영향: 기부금지출을 중심으로」, 『경영학연구』, 제38권 제2호, 2009, pp.407-432.
- 최준혁, 양동훈, 유현수, 김령, 「비재무성과 공시의 신뢰성 검토: 지속가능보고서를 중심으로」, 『경영학연구』, 제46권 제4호, 2017, pp.1157-1200.
- 한국거래소, 보도자료, “기업지배구조 보고서 가이드라인 최종 확정”, 2019. 4. 18.
- 한국거래소, 보도자료, “기업지배구조 보고서 가이드라인 개정”, 2020. 3. 31.
- Barnea, A. and A. Rubin, “Corporate Social Responsibility as a Conflict Between Shareholders,” *Journal of Business Ethics* 97, 2010, pp.71-86.
- Bowen, H. R., “Social Responsibilities of the Businessman,” New York: Harper, 1953.
- Chen, Y.. M., M. Hung and Y. Wang, “The Effect of Mandatory CSR Disclosure on Firm Profitability and Social Externalities: Evidence from China,” *Journal of Accounting and Finance* 65, 2018, pp.169-190.
- Clarkson, M. B. E., “A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance,” *The Academy of Management Review* 20, 1995, pp.92-117.
- Clarkson, P. M., X. Fang, Y. Li and G. D. Richardson, “The Relevance of Environmental Disclosures: Are Such Disclosures Incrementally Informative?,” *Journal of Accounting and Public Policy* 32, 2013, pp.410-431.
- Cormier, D. and M. Magnan, “The Revisited Contribution of Environmental

- Reporting to Investors' Valuation of a Firm's Earnings: An International Perspective," *Ecological Economics* 62, 2007, pp.613-626.
- Davis K. and Blomstrom R. L., "Business and society: Environment and responsibility," New York: McGraw-Hill, 1975.
- Dhaliwal, D. S., O. Z. Li, A. Tsang and Y. G. Yang, "Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting," *The Accounting Review* 86, 2011, pp.59-100.
- Freeman, R. E., "Strategic management: A stakeholder approach," Boston: Pitman, 1984.
- Friedman, M., "The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits," *New York Times Magazine*, 1970, pp.122 - 126.
- Huber, M. and M. Comstock "ESG Reports and Ratings: What They Are, Why They Matter," 2017, Available at: <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/07/27/esg-reports-and-ratings-what-they-are-why-they-matter/> [Accessed 10 June 2020].
- Ioannou, I. and G. Serafeim, "The Consequences of Mandatory Corporate Sustainability Reporting: Evidence from Four Countries," *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility: Psychological and Organizational Perspectives*, 2019, pp.452-489.
- KPMG, "The KPMG Survey of Corporate Responsibility Reporting 2017," 2017, Available at: <https://home.kpmg/be/en/home/insights/2017/10/the-kpmg-survey-of-corporate-responsibility-reporting-2017.html> [Accessed 10 June 2020].
- McWilliams, A., and D. Siegel, "Creating and Capturing Value: Strategic Corporate Social Responsibility, Resource-based Theory, and Sustainable Competitive Advantage," *Journal of Management* 37, 2011, pp.1480 - 1495.
- Neter, J., Wasserman, W. and M. Kutner, "Applied Linear Statistical Models—Analysis of Variance and Experimental Designs," Irwin, CA, 1990.
- Ni, X. and H. Zhang, "Mandatory Corporate Social Responsibility Disclosure and

- Dividend Payouts: Evidence from a Quasi-natural Experiment,” *Journal of Accounting and Finance* 58, 2019, pp.1581-1612.
- Orlitzky, M., F. L. Schmidt and S. L. Rynes, “Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis,” *Organization Studies*, 24 (3), 2003, pp.403-441.
- Pava, M. L., and J. Krausz, “The Association between Corporate Social Responsibility and Financial Performance: The Paradox of social cost,” *Journal of Business Ethics* 15, 1996, pp.321 - 357.
- Pfeffer, J., “Competitive Advantage Through People : Unleashing the Power of the Work Force,” Harvard Business School Press, MA, 1990.
- Richardson, A. J. and M. Welker, “Social Disclosure, Financial Disclosure and the Cost of Equity Capital,” *Accounting, Organizations and Society* 26, 2001, pp.597-616.
- Teoh, S. H., I. Welch and C. P. Wazzan, “The Effect of Socially Activist Investment Policies on the Financial Markets: Evidence from the South African Boycott,” *Journal of Business* 72, 1999, pp.35-89.



## Effects of Non-financial Information Disclosure on Firm Performance and Firm Value

Yun Kyung Kim

This study examines the effects of ESG disclosure which provides firms' non-financial information on firm performance and firm value. By using Korean listed firms during 2011-2017 with Bloomberg ESG Disclosure Score, we find that only disclosure on Governance is negatively associated with return on assets but the effects of total ESG, Environment and Social information are not statistically significant. Furthermore, none of ESG Disclosure has a statistically significant relationship with firm value. Results imply that disclosure of non-financial information does not improve corporate financial performance and the market does not perceive ESG information as important as financial information.

Keywords: Non-financial Information, Disclosure, ESG, Firm performance,  
Firm Value