

## ESG 활동과 재무제표 비교가능성\*

### The Relation between Corporate Environmental, Social, and Governance (ESG) Performance and Financial Statement Comparability

김용미(Yong - Mi Kim)\*\* · 이상혁(Sang - Hyuk Lee)\*\*\*

#### 〈요 약〉

[연구목적] 본 연구는 기업의 ESG 활동과 재무제표 비교가능성의 관련성에 관하여 실증분석한다. 지속가능경영의 중요성이 점차로 증대되고 있고, 투자자들의 투자 결정에 재무적인 요소와 비재무적인 요소의 영향이 증가하고 있다. 본 연구에서는 비재무정보의 품질을 나타내는 ESG 성과가 재무정보품질인 비교가능성에 어떠한 영향을 주는지 분석하고자 하였다.

[연구방법] 2011년부터 2019년까지 유가증권시장에 상장된 기업들을 대상으로 회귀분석하였다. 종속변수는 De Franco et al.(2011)에서 제시하고 있는 재무제표 비교가능성이고, 독립변수로는 한국ESG기준원(KCGS)의 ESG 등급을 이용하였다.

[연구결과] 분석결과, 우수한 ESG 등급을 받은 기업일수록 높은 수준의 재무제표 비교가능성을 나타낸다는 것을 확인하였다. 본 연구의 분석결과는 비재무적인 요소인 ESG 활동에 우수한 성과를 나타내는 기업일수록 우수한 재무보고품질을 나타낸다는 점을 시사한다. ESG 등급과 비교가능성 간의 양의 관련성은 경영진이 이해관계자들의 요구에 부합하기 위한 윤리적인 책임의식과 성과를 낼 수 있는 능력을 지니고 있고, 회계기준을 준수하여 고품질의 재무정보를 보고한다는 의미로 해석할 수 있다.

[정책적 시사점] 본 연구는 기업의 윤리적, 사회적 책임의 중요성을 인식하고 지속가능경영을 실천하는 기업일수록 신뢰성 높은 재무보고를 제공한다는 기존 선행연구를 확장한다. 또한, 재무제표의 다른 질적 특성과 구별되는 비교가능성에 미치는 영향을 살펴본다는 점에 있어 의의가 있다.

한글검색어 : ESG, 재무제표 비교가능성, 지속가능경영, 비재무적 요소

• 접수일자 : 2023.3.3.      • 최종수정일자 : 2023.4.10.      • 게재확정일자 : 2023.4.10.

\* 본 연구는 한성대학교 학술연구비 지원과제임.

\*\* 고려대학교 강사 (제1저자)

\*\*\* 한성대학교 사회과학부 조교수 (교신저자)

## I. 서론

최근 20년 동안 재무보고품질 향상을 위하여 제시된 여러 방안들 중 특히 비재무정보의 공시가 강조되고 있다(Eccles et al., 2011 ; Li et al., 2018). 비재무정보의 공시가 강조되면서, 기업의 ESG 활동에 관한 성과와 이행 정도에 관한 시장의 관심은 점차 증가하고 있는 추세이다(Eccles et al., 2011). ESG 공시와 같은 비재무정보의 공시는 기업 활동에 관한 보다 광범위한 정보를 제공하고, 기업들이 직면하고 있는 위기와 기회에 대한 보다 투명한 정보를 제공한다. 즉, 우수한 ESG 공시는 기업의 투명성과 신뢰성을 의미하므로, 기업에 대한 이해관계자들의 신뢰도를 향상시킨다(Li et al., 2018). 투자자들 역시 투자 결정에 있어 환경, 사회, 지배구조의 중요성을 고려하고 있다(Pedersen et al., 2021). 투자자들이 ESG(environment, social, governance)<sup>1)</sup>투자를 고려하는 것은, ESG투자로 인해 기업의 윤리경영을 고취시킬 수 있고, ESG투자가 투자성과를 향상시키기 때문이다(Broadstock et al., 2021).

ESG 활동의 평가점수는 기업가치에 관한 정보를 포함하고 있으며(Pedersen et al., 2021), ESG 활동 및 공시는 기업의 투명성을 증대시키고 대리인 비용을 감소시킨다(Li et al., 2018). ESG 성과평가의 우수성은 ‘경영진의 능력’을 나타내는 척도로도 이용된다(Eccles et al., 2011).<sup>2)</sup> Li et al.(2018)과 Cheng et al.(2014)은 ESG 활동과 공시의 투명성 증가는 경영진으로 하여금 관련 규제를 준수하고 이해관계자들의 요구에 부응하도록 하는 유인을 증가시킨다고 주장하였다. 경영진은 기업의 위험을 평가하는 데에 있어 ESG 요소를 고려하고, ESG 공시의 품질이 우수할수록 경영진으로 하여금 보다 나은 결정을 내리게 하는 선순환이 이루어진다고 주장하였다(Li et al., 2018).

사회적 책임 또는 ESG 활동이 기업가치에 미치는 긍정적인 영향에 관한 관련 선행연구를 살펴보면, Jo and Harjoto(2011)은 사회적 책임을 중시하는 기업일수록 토빈의 큐로 측

1) ESG 개념은 기존의 사회적 책임과 더불어 환경에 관한 기업의 책임, 지배구조에 관한 현황을 모두 포함하는 광의의 비재무정보로 볼 수 있다. 기존 CSR이 기업 경영에 있어 사회적인 책임을 강조한다면, ESG 경영은 사회적인 책임뿐만 아니라, 보다 넓은 범위의 위험을 관리한다는 차원에서 이루어진다. 즉, 사업의 영위에 있어 ESG와 관련된 여러 요인들을 고려한 전략을 통하여 지속가능한 성장을 달성하는 것을 목표로 한다.

2) 컨설팅 기업인 액센츄어(Accenture)의 조사에 의하면, 지속가능경영을 위한 이해관계자들의 사회적인 요구에도 불구하고 다수의 기업들은 여전히 지속가능경영을 실천하고 성과를 측정 및 보고하는 것에 어려움을 겪고있는 것으로 알려져 있다. “Measuring sustainability. Creating value” 2022년 1월 20일 조사에서 발췌. ([https://www.accenture.com/us-en/insights/strategy/measuring-sustainability-creating-value?c=acn\\_glb\\_sustainablemeasmediarelations\\_12791530&n=mrl\\_0122](https://www.accenture.com/us-en/insights/strategy/measuring-sustainability-creating-value?c=acn_glb_sustainablemeasmediarelations_12791530&n=mrl_0122)).

정한 기업가치가 상승한다는 결과를 보고하였다. Li et al.(2018)은 ESG 공시수준이 증가할수록 기업가치가 증가한다는 결과를 통해 공시의 투명성과 신뢰성이 기업가치를 상승시키는 효과가 있다는 실증근거를 제시하였다. 국내 연구로, 마희영과 김은혜(2020)는 지속가능보고서의 발행과 보고서에 대한 우수한 평가가 회계정보의 가치관련성을 증가시킨다는 결과를 보고하였고, 정광화와 최승욱(2022)은 재무제표 비교가능성이 높은 그룹에서 ESG 경영과 기업가치 간 유의한 양의 관계를 발견하였다.

기업의 ESG 활동이 기업가치와 경영성과 등에 미치는 영향에 관한 논의가 활발하게 진행되고 있는 반면, 재무보고품질과 어떠한 관련성이 있는지에 관한 논의는 비교적 드문 편이고 일관성 있는 결과가 제시되지 않고 있다. 비재무적 활동과 재무보고품질 간 관련성을 직접적으로 분석하고 있는 연구를 살펴보면, 박준령과 김요환(2017)은 ESG 평가지수가 높을수록 이익조정이 감소한다는 결과를 제시하였다. 신상이와 박종일(2022)은 한국ESG기준원의 ESG 등급을 활용하여 ESG가 이익조정에 미치는 여러 측면에서의 효과를 살펴보고 있다. 정광화와 최승욱(2022)의 연구에서는 재무제표 비교가능성을 ESG와 기업가치 간 관계에 있어 조절효과로 제시하고 있다. 그러나, ESG 활동이 재무보고품을 나타내는 재무제표 비교가능성에 관하여 어떠한 영향을 미치는지에 관한 직접적인 연구는 제시되지 않고 있다.

본 연구에서는 한국ESG기준원에서 발표하는 ESG 등급을 이용하여 기업의 비재무적 정보를 나타내는 ESG 등급과 재무보고품을 나타내는 재무제표 비교가능성 간 관련성을 분석하였다. 한국ESG기준원<sup>3)</sup>에서 발표하는 ESG 성과자료는 기업지배구조 점수에 기업의 환경책임(E)과 사회적 책임(S)을 통합한 평가 결과이다. 기업지배구조(G) 점수가 높을수록 높은 품질의 재무보고, 즉, 재무제표의 비교가능성이 증가할 것이라는 사전적인 예측이 가능하다. 환경경영과 사회책임경영의 측면은 기업지배구조와는 상이한 관점에서 평가될 수 있다. 그러나 환경경영과 사회책임경영에 관여할수록 주주뿐만 아니라 소비자 및 종업원 등과 같은 기타 이해관계자의 가치가 증진됨에 따라 기업의 성과에 긍정적인 영향을 받게 된다는 점(Deng et al., 2013)에서 기업지배구조와 더불어 기업의 재무보고품질에도 긍정적인 효과가 나타날 것이라는 예상이 가능하다<sup>4)</sup>. 즉, ESG 경영은 비재무적 위험을 관리하고 규제 및 법률의 영향에 비교적 큰 영향을 받는 측면이 있으므로, 경영자의 기회주의적인 사익 추구에 제한이 가해지고 이에 따라 보다 체계적인 재무보고체계를 갖추고 일관성 있는 재무제표

3) 한국기업지배구조원에서 한국ESG기준원으로 명칭이 변경되었다(2022. 9. 2.).

4) Jo and Harjoto(2011)에서도 기업지배구조와 CSR 활동 간 유의한 양(+)의 관련성을 보고한 바 있다.

를 공시할 가능성이 높다.

ESG 공시로 대표되는 비재무정보의 공시는 재무정보의 공시와 더불어 이루어지고, 기업의 비재무정보와 재무정보는 기업 내부의 동일한 정보 전달 체계의 산물로 볼 수 있다. De Franco et al.(2011)에서는 재무제표 비교가능성을 측정하기 위하여 수익률로 나타나는 경제적 사건들이 기업 간에 얼마나 유사하게 이익으로 나타나는지 측정하였다. 투자자들의 의사 결정에 있어 재무제표의 비교가능성은 중요한 역할을 한다.<sup>5)</sup> 따라서, 투자자를 포함한 각 이해관계자들의 요구에 대응하고자 하는 경영진은 보다 비교가능한 재무정보를 공시하고자 하는 유인이 더 많다고 볼 수 있다. 즉, ESG 활동에 관한 투자자들의 증가된 관심과 요구에 대응하고자 하는 경영진은 투자자들을 포함한 이해관계자들의 지속가능경영에 관한 요구에 더욱 부합하고자 하는 경향을 나타내기 때문에 재무보고에 있어서도 보다 비교가능한 재무정보를 공시할 것이다. 종합하자면, 비재무적 요소인 지속가능경영을 강조하고 실천하는 기업일수록 보다 효율적인 자본 조달을 위하여 우수한 재무보고품질, 즉, 비교가능한 회계정보를 제시할 것이라는 예측이 가능하다. 재무제표 비교가능성을 측정하기 위해서, De Franco et al.(2011)에서 제시하고 있는 측정치를 사용하였다. 분석결과, 개별 기업의 비재무적 정보의 품질을 나타내는 ESG 등급이 높을수록 재무제표 비교가능성이 증가하는 것으로 나타났다. ESG 활동과 재무제표 비교가능성 간 관련성에 관한 추가적인 분석으로, 종속변수인 재무제표 비교가능성을 당기와 차기로 나누어 분석하였다. 당기와 마찬가지로, ESG 등급은 차기의 재무제표 비교가능성과 양(+)의 관련성을 나타냈다.

본 연구는 국내외에서 ESG에 관한 논의가 사회적 화두인 상황에서 기업의 비재무정보 공시 영향에 관하여 재무보고품질과의 관련성을 검증함으로써, ESG 활동이 기업가치 또는 경영성과에 미치는 영향에 관하여 논의하는 선행연구를 확장한다. 특히, 비재무정보의 품질과 재무보고품질 간 직접적인 관련성을 살펴본다는 측면에서 시의적인 공헌점이 있다. 국제회계기준위원회(IASB)에서는 ESG에 관한 회계기준을 제정하고자 하는 단계에 있다. ESG에 관한 기준 제정을 추진하는 이유는 ESG에 관한 성과 지표가 투자자들의 의사 결정에 보다 유용하게 활용되도록 하기 위함이다. 즉, 기업의 우수한 ESG 활동은 결과적으로 재무보고품질에 관한 예측성을 증대시키는 지표가 될 수 있다. 만약, ESG 성과와 투자자들의 의사 결정에 중대한 영향을 미치는 재무보고품질 간에 관련성이 있다면, ESG 성과가 재무보고 품질에 관한 유의미한 지표가 될 수 있다는 근거가 될 것이다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제II장에서는 ESG와 재무제표 비교가능성에 관한 선행

5) 비교가능성은 재무회계 개념체계의 질적 특성 중의 하나이다.

연구 검토와 연구가설을 제시한다. 제Ⅲ장에서는 가설 검증을 위한 모형을 설명하고 표본의 선정방법을 제시한다. 제Ⅳ장에서 실증분석 결과를 제시하고, 제Ⅴ장에서 본 연구의 결론 및 정책적 시사점을 기술한다.

## Ⅱ. 선행연구 및 가설 설정

### 2.1 ESG 성과의 영향

광의의 ESG 개념이 나오기 이전의 기업의 사회적 책임활동에 관한 선행연구를 살펴보면, 사회적 책임활동이 기업가치 및 성과에 긍정적인 영향을 준다는 관점과, 오히려 관련 비용의 증가로 인하여 부정적인 영향을 주거나 유의한 영향이 없다는 관점이 혼재되어 있다(Pava and Krausz, 1996).<sup>6)</sup> 사회적 책임(Corporate Social Responsibility : CSR)에 관한 활동이 기업가치에 미치는 긍정적인 영향에 관한 연구들은 기업의 사회적 책임활동이 기업가치와 재무성과의 제고(Waddock and Graves, 1997 ; 박헌준 외, 2004)로 이어진다고 주장한다. Jo and Harjoto(2011)은 지배구조가 우수한 기업일수록 CSR 활동을 선택하며, CSR 활동에 우수한 기업일수록 기업가치가 상승한다고 보고하였다.

기업지배구조와 CSR 간 유의한 양의 관련성은 ESG 활동이 서로 밀접하게 연관되어 있음을 시사한다. Li et al.(2018)은 영국 기업들을 대상으로 ESG 공시 정도와 기업가치 간 유의한 양(+ )의 관련성이 있음을 제시하면서, ESG 공시와 기업가치 간 양(+ )의 관련성은 공시기업들의 투명성과 책임, 신뢰성 제고에서 기인한다고 주장하였다. 양합 외(2020)는 한국과 중국의 상장기업들을 대상으로 사회적 책임활동의 평가점수와 기업가치 간 유의한 양(+ )의 관련성을 보고하였다. 또한, 우리나라의 상장기업들을 대상으로는 유가증권시장 상장기업들의 경우 사회적 책임활동과 기업가치 간 양(+ )의 관련성을, 코스닥 상장기업들의 경우에는 음(- )의 관련성을 각각 보고하였다. 사회적 책임활동과 자본비용 간 관련성에 관한 연구들로, 사회적 책임활동이 내재자본비용의 감소로 이어진다는 주장(El Ghoul et al., 2011 ; Dhaliwal et al., 2014 ; Ng and Rezaee, 2015)과 ESG 등급이 회사채평가등급과 유의한 양(+ )의 관련성을 보이고, 부채의 이자비용과는 유의한 음(- )의 관련성을 보인다

6) McWilliams and Siegel(2000)은 사회적 책임활동에 관한 혼재된 결과의 원인으로 실증분석에 오류가 있음을 지적하였다.

는 결과를 근거로 사회적 책임활동이 타인자본비용을 감소시키는 효과가 있다는 주장(나영 외, 2013)이 있다.

반면, 사회적 책임활동의 부정적인 영향에 관한 연구들은(Barnea and Rubin, 2010 ; 신민식 외, 2011)은 경영진과 내부의 이해관계자들이 자신의 사적인 명성 등을 위하여 사회적 책임활동에 과도한 투자를 하는 경우에 관하여 지적한다. Chen et al.(2018)은 중국의 기업들을 대상으로, 의무적으로 CSR 공시를 하는 기업들의 경우 수익성이 감소하므로, CSR 공시가 오히려 주주들에게 비용으로 작용한다고 주장하였다. Nazir et al.(2022)는 IT 기업들을 대상으로 ESG 활동에 관하여 투자자들이 추가적인 비용으로 인식하므로, 자기자본비용과 타인자본비용을 모두 증가시킨다는 결과를 제시하였다.

이와 같이, 비재무적 활동에 관한 연구들은 주로 기업가치나 재무적인 성과에 미치는 영향을 중심으로 이루어졌다. 반면, 비재무적 정보인 ESG 활동의 품질과 재무보고품질 간 관련성에 관한 연구들은 드문 편이며 그 결과도 혼재되어 있다(Kim et al., 2012). 재무보고품질에 관하여 다른 연구들은 주로 기회주의적인 유인에서 비롯된 사회적 책임활동의 결과에 관한 논의를 제시한다. 예를 들어, Petrovits(2006)은 기업들이 보고이익을 증가시키기 위한 목적으로 자선활동에 참여한다는 분석결과를 보고하였고, Prior et al.(2008)은 규제기업들의 경우에서 사회적 책임활동과 이익조정 간 양(+ )의 관계가 있다는 결과를 제시하였다. Chih et al.(2008)은 CSR 활동이 이익유연화를 증가시키지는 않지만, 이익의 조기인식과는 유의한 양(+ )의 관련성이 있음을 보고하였다.

비재무정보품질과 재무정보품질 간의 양의 관련성을 보고한 선행 연구를 살펴 보면, Kim et al.(2012)은 경영진의 윤리관이 사회적 책임활동에 반영되어 있으므로, 사회적 책임활동을 강조하는 기업일수록 재량적 발생액으로 측정한 이익조정과 실물이익조정이 모두 감소한다는 근거를 제시하였다. Wang et al.(2019)은 이해관계자 이론에 기반하여 중국 기업들을 대상으로 기업의 사회적 책임의 성과가 높을수록 재무제표 비교가능성이 증가한다는 결과를 보고하였다. Shafer(2015)는 경영진의 윤리적, 사회적 책임에 관한 믿음이 재무보고에 관한 태도와도 밀접한 관련이 있다는 실증 근거를 제시한다. Lanis and Richardson(2015)는 사회적 책임을 강조하는 기업일수록 조세회피가 감소한다는 결과를 제시하였다. Lee(2017)는 사회적 책임을 강조하는 기업의 경영진이 보다 정확한 이익예측을 발표한다는 결과를 제시하였다. Wans(2020)는 사회적 책임에 대한 성과와 재무제표 재작성 간의 유의한 음의 관련성을 보고하였다. 국내 연구로, 최현정과 문두철(2013)은 사회적 책임활동과 이익조정 간 음(-)의 관련성을, 이익지속성과는 양(+ )의 관련성을 발견하였고, 박준령과 김요환(2017)

은 ESG 평가지수가 높을수록 이익조정이 감소한다는 연구결과를 보고하였다.

ESG와 이익조정으로 측정한 재무보고품질 간 관련성에 관하여 다루고 있는 연구 역시, 기업의 사회적 책임에 관한 연구에 비해 다소 미흡한 실정이고 결과도 혼재되어 있다. 또한, 기존 ESG와 재무보고품질 간 관련성에 관한 연구는 주로 ESG 평가점수를 CRS의 대용치로 사용하거나, ESG를 통합적인 관점이 아닌, 각각의 구성요소의 관점에서 접근하고 있기 때문에, 보다 광의의 개념인 ESG 전체 등급에 관한 논의를 제시하지 못하고 있다. 즉, 기존 연구들은 ESG 활동의 효과에 관하여 ESG 활동의 구성 요소 중 하나인 사회적 책임, CSR의 좁은 의미에서 다루어져 왔다. ESG 개념은 사회적 책임활동을 뛰어넘어 기업의 장기적인 성장을 위한 지속가능경영을 추구하기 위한 경영 전반에 걸친 전략과 리스크 관리를 포함하는 보다 통합적인 개념으로 볼 수 있다. 예를 들어, 박준령과 김요환(2017)은 ESG 활동과 이익조정 간 관계를 분석하고 있지만, ESG의 관점을 사회적 책임활동의 대용치로 제한하였다. 장윤지와 홍철규(2020)는 ESG 등급 중 사회(S)와 환경(E) 점수를 통합해서 사회적 책임활동에 대한 대용치로, 지배구조(G) 등급을 이용하여 기업지배구조를 측정하였다. 장윤지와 홍철규(2020) 역시 ESG 등급을 사회적 책임활동에 관한 대용치의 관점에서 해석하고 있다. 신상기와 박종일(2022)은 ESG 활동에 관한 기존 연구들이 그 논의를 사회적 책임활동에 제한하고 있다는 점을 지적한다. 사회적 책임활동은 ESG 활동 중 사회적 책임(S)에 관한 부분에 해당되므로 그 논의가 좁은 의미에서 이루어지고 있으며, 이러한 원인으로서는 ESG 개념에 관한 논의가 충분히 이루어지지 않은 데에서 비롯되었다고 지적하였다. 신상기와 박종일(2022)의 관점을 따라 본 연구는 ESG 활동을 기업의 사회적 책임이나 지배구조에 논의를 제한시키지 않고, 기업 운영에 전반적으로 영향을 미치는 통합적인 관점에서 비재무적 요소인 ESG 성과에 관하여 논의하고자 한다.

## 2.2 재무제표 비교가능성

비교가능성은 정보이용자들로 하여금 두 기업의 재무 보고에 관한 유사성과 차이점을 구분하는 것을 가능하게 하는 질적 특성이다(FASB, 2010). 국제회계기준(International Financial Reporting Standards : IFRS) 개념체계에 의하면 경제적 사건에 대한 기업의 재무정보가 서로 비교 가능할 때 정보 유용성이 향상된다. 동일한 회계원칙을 준수할수록 비슷한 경제적 사건은 비슷하게, 서로 상이한 경제적 사건은 상이한 재무정보로 산출된다(Schipper, 2003). 비교가능성에 영향을 미치는 요건들에 관하여 선행연구에서는 동일한 회계기준을 준수할수록

비교가능성이 향상된다고 주장하였다(e.g., Barth et al., 2012 ; Brochet et al., 2013).

반면, 동일한 회계원칙을 채택하는 경우라도 경영진의 유인에 따라 재무보고품질이 달라진다는 주장도 제기되었다(e.g., Ball et al., 2003 ; De George et al., 2016). Cascino and Gassen(2015)에서는 국제회계기준을 의무로 채택하는 경우라도 비교가능성의 향상은 회계기준 준수에 대한 높은 유인을 가진 회사들의 경우에만 국한된다는 실증근거를 제시한 바 있다. 즉, 동일한 회계기준을 의무적으로 채택하더라도 개별 기업의 유인에 따라 비교가능성 및 재무보고품질에 미치는 영향이 상이하게 나타날 수 있다.

국내 연구들도 경영진의 특성이 재무제표 비교가능성과 유의한 관련성이 있다는 실증근거를 제시하고 있다. 안혜진 외(2020)는 경영자의 능력이 높거나 낮을 때 재무제표의 비교가능성이 낮게 나타나는 비선형적 관계를 보고한 바 있다. 한편, 김상미와 최수영(2020)은 경영자의 능력과 재무제표 비교가능성 간의 유의한 양(+)의 관련성이 있음을 보고하였다. 최종원과 조은혜(2019)는 최고경영자의 교체 시, 비교가능성이 저하된다는 연구 결과를 보고하였다. 이와 같이, 선행연구에서는 개별 기업 경영진의 능력과 유인 등에 따라 비교가능성이 달라질 수 있음을 시사하고 있다.

### 2.3 가설 설정

기업이 사회적 책임을 윤리적인 의무로 받아들여야 한다는 ‘사회적 책임활동의 윤리이론’(Carroll, 1979 ; Donaldson and Preston, 1995 ; Phillips et al., 2003)은 기업들이 윤리적으로 올바른 활동을 통하여 사회정의에 기여해야 한다고 주장한다. 이해관계자 이론(stakeholder theory)에 따르면 경영진은 기업 이해관계자들의 요구에 부응하려는 윤리적인 책임을 가지고 있다(e.g., Donaldson and Preston, 1995 ; Freeman, 2010). ESG 활동은 이러한 이해관계자들의 지속가능경영의 중요성을 강조하는 이해관계자들의 요구에 부합하려는 경영진의 태도로 볼 수 있다. 경영진은 기업 운영에 있어 정직하고 윤리적인 행동을 할 유인이 있으므로, 재무보고에 있어서도 회계기준을 잘 준수하고 책임 있는 결정을 내릴 것이다. 즉, 지속가능경영에 관한 전략을 수립하고 이 목적을 달성하기 위한 장기적인 목표를 가지고 있는 기업들의 경우 투자자들의 합리적인 의사 결정을 이끌어내기 위하여 높은 품질의 재무정보를 공시할 것이라는 예측이 가능하다. 또한, 지속가능경영의 중요성을 인식하고 이를 달성하고자 하는 경영진이 보다 윤리적이라면(Hsu et al., 2019), 윤리적인 경영진은 보다 투명하고 높은 품질의 재무제표를 생산할 가능성이 높다(Kim et al., 2012).

본 연구에서는 재무제표의 질적 특성인 목적적합성(relevance)과 표현의 충실성(faithful representation)과 구별되는 재무제표 비교가능성에 미치는 영향을 살펴본다. 재무제표 비교가능성은 정보 이용자로 하여금 경제적 사건들이 재무제표에 반영된 결과의 유사성과 차이점을 구분할 수 있도록 하는 역할을 한다(Financial Accounting Standard Board[FASB], 1980 ; Internatiaonal Accounting Standards Board[IASB], 2010). 재무제표 비교가능성은 정보의 취득과 처리 비용을 감소시키는 효과로 인하여 재무보고품질을 향상시킨다(e.g., Barth et al., 2012 ; De Franco et al., 2011). 정해진 시점에서 개별 기업의 재무보고품질을 측정하는 목적적합성과 표현의 충실성과는 다르게(De Franco et al., 2011 ; Endrawes et al., 2020) 비교가능성의 측정을 위해서는 최소 2개 이상의 기업과 경제적 사건이 요구되며 한 시점이 아닌 여러 시점의 관측치가 필요하다. Endrawes et al.(2020)은 동일한 경제적 사건을 측정하기 위하여 기업마다 서로 다른 회계기준을 사용하는 경우 목적적합성과 표현의 충실성에는 영향을 미치지 않더라도, 비교가능성은 감소할 것이기 때문에 비교가능성은 다른 질적 특성들과 구별되는 차이점이 있다고 설명하였다. Brochet et al.(2013)은 개별 기업의 재무보고품질만을 분석하는 것은 비교가능성과 같이 기업 간 재무정보 정확성을 비교하지 못하는 한계점이 있다고 주장하였다. 다른 질적 특성들보다 비교가능성이 시장 참여자들이 기업의 성과를 평가하는 데에 있어 유용하다는 주장이다.

비재무정보와 재무정보의 전달은 동일한 기업 내부의 정보전달 체계를 통하여 생성된다. 비재무정보품질을 나타내는 ESG 성과가 ESG 활동을 강조하고 성과를 낼 수 있는 경영진의 능력을 나타내는 척도라면, 우수한 경영진은 재무보고에 있어서도 우수한 품질의 정보를 생성할 것이다. 또한, 지속가능경영에 관한 책임의식 하에 우수한 ESG 성과를 나타내는 경영진의 경우 재무보고에 있어서도 회계기준을 준수하려는 경향이 높게 나타날 것으로 예측하였다. 상기 논의에 기반하여, 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 : 기업의 ESG 성과와 재무제표 비교가능성 간에 양(+)의 관련성이 있다.

### III. 표본의 선정과 연구설계

#### 3.1 표본의 선정

<표 1>은 본 연구의 표본 선정 과정을 보여준다. 2011년부터 2019년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 표본을 선정하였다. 유가증권시장에 상장된 기업들로 표본을 제한하는 이유는 재무제표 비교가능성을 측정하기 위해서 주가 정보에 대한 조화가 가능하고, 한국ESG기준원에서 발표하는 ESG 등급의 경우 대부분 유가증권시장 상장기업에 대한 평가로 이루어져 있기 때문이다. 또한 재무제표에 대한 동질성을 확보하기 위해 금융업에 속한 기업, 결산월이 12월 외에 해당되는 기업을 표본에서 제외하였다. 통제변수에 포함된 재량적 발생액을 측정하기 위해 산업-연도별 표본이 10개 미만인 경우 제외하였으며, 그 외 본 연구의 연구모형에 포함된 변수를 산출할 수 없는 경우, 표본에서 제외하였다. 최종적으로 본 연구의 표본에 포함된 기업-연도는 총 4,406개이다.

〈표 1〉 표본 선정 과정

| 내 용                              | 표본 수    |
|----------------------------------|---------|
| 2011년~2019년 한국거래소 유가증권시장에 상장된 기업 | 6,414   |
| (차감) 금융업에 속하는 기업                 | (469)   |
| (차감) 결산월이 12월이 아닌 기업             | (167)   |
| (차감) 산업-연도별 표본이 10개 미만           | (1,220) |
| (차감) 주요 변수를 산출할 수 없는 기업          | (152)   |
| 최종 표본                            | 4,406   |

#### 3.2 재무제표 비교가능성의 측정

본 연구에서는 De Franco et al.(2011)에서 제시한 재무제표 비교가능성 측정 방법을 활용하여 재무제표 비교가능성을 측정하였다. De Franco et al.(2011)에서는 기업이 영업활동을 수행함으로써 발생하는 경제적 사건은 기업 내 회계시스템을 통해 재무제표에 기록되며, 만약 서로 다른 기업이 유사한 회계시스템을 보유한다면 동일한 경제적 사건이 서로 다른 기업의 재무제표에 유사하게 기록될 것이라고 예상하였다. 구체적으로, 재무제표 비교가능

성은 다음과 같은 방법으로 측정한다. 먼저, 식 (1)을 이용하여 기업별, 연도별로 직전 16분기의 주가수익률과 순이익을 회귀분석하여 계수값을 추정하며, 회귀분석을 통해 추정된  $\alpha_i$ 와  $\beta_i$ 의 값을 De Franco et al.(2011)에서 설명하는 회계시스템으로 볼 수 있다.

$$Earnings_{it} = \alpha_i + \beta_i Return_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

*Earnings* : 분기순이익을 분기초 총자본의 시장가치로 나눈 값 ;  
*Return* : 분기별 주가수익률.

식 (1)을 통해 추정된  $\alpha_i$ 와  $\beta_i$ 의 값을 활용하여 *i*기업의 회계시스템을 나타낸 식은 아래의 식 (2)이며, 식 (1)을 동일한 방식으로 적용하여 *j*기업의 회계시스템을 나타낸 식은 아래의 식 (3)으로 표시할 수 있다. 다음으로 동일한 경제적 사건인 *i*기업의 주가수익률을 식 (2)와 식 (3)에 각각 대입하여 *i*기업과 *j*기업 각각에 대한 기대순이익을 산출한다. 여기서 *j*기업은 한국표준산업분류 중 중분류를 기준으로 *i*기업과 동일한 산업에 속하며, 동일한 연도에 포함되는 기업으로 한정한다. 또한 재무제표 비교가능성을 보다 정확하게 측정하기 위해 산업-연도별 표본이 10개 미만인 경우 표본에서 제외하였기 때문에 *i*기업을 기준으로 최소 9개 이상의 *j*기업이 매칭될 수 있다.

$$E(Earnings)_{iit} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i Return_{it} \quad (2)$$

$$E(Earnings)_{ijt} = \hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j Return_{it} \quad (3)$$

변수의 정의는 식 (1)을 참조.

마지막으로, 식 (4)를 통해 경제적 사건에 대한 *i*기업과 *j*기업의 기대수익률, 즉, 식 (2)와 식 (3)에서 측정된 값을 비교함으로써 동일한 경제적 사건이 회계시스템에 반영되는 정도를 계산하여 재무제표 비교가능성을 측정하였다. 구체적으로, 본 연구에서는 De Franco et al. (2011)과 같이 측정 대상 기업과 동일한 산업 및 연도에 포함된 기업들을 이용하여 재무제표 비교가능성을 측정하였으며, 직전 16분기의 기대수익률 차이의 절대값의 평균에 (-1)을 곱한 값을 재무제표 비교가능성으로 측정하였다. 또한 기업별로 측정된 재무제표 비교가능성 측정치의 상위 4개 값의 평균을 *COMPAVG*로, 중간값을 *COMPMED*으로 표시하였다<sup>7)</sup>.

7) 본 연구에서는 De Franco et al.(2011)에서 제시한 측정방법과 동일하게 측정치의 raw값을 종속변수로 활용한다. 이 경우 재무제표 비교가능성이 높을수록 동종 기업 혹은 동종 업제와 더 유사한 회계시스템을 보유하고 있다는 정보는 제공할 수 있으나 재무제표 비교가능성 측정치의 차이에 따라 얼마나 더 재무제표 비교가

$$COMP_{ijt} = -1/16 \times \sum_{t-15}^t |E(Earnings)_{iit} - E(Earnings)_{ijt}| \quad (4)$$

변수의 정의는 식 (1)을 참조.

### 3.3 연구모형

기업의 ESG 활동과 재무제표 비교가능성 간 관련성을 분석하기 위해서 다음과 같이 식 (5)의 연구모형을 설정하였다.

$$COMP_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ESG_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 BTM_{it} + \beta_5 SGR_{it} + \beta_6 EXPORT_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 MDA_{it} + \beta_9 LOSS_{it} + \beta_{10} BIG4_{it} + IND + YEAR + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

- COMP* : 재무제표 비교가능성 측정치, *COMPAVG*와 *COMPMED*로 측정 ;  
*COMPAVG* : 재무제표 비교가능성 상위 4개 값의 평균 ;  
*COMPMED* : 재무제표 비교가능성 중간값 ;  
*ESG* : 한국ESG기준원에서 발표하는 ESG 등급 ;  
*SIZE* : 총자산의 자연로그 값 ;  
*LEV* : 부채비율 ;  
*BTM* : 총자본의 장부가치를 총자본의 시장가치로 나눈 값 ;  
*SGR* : 매출액 성장률 ;  
*EXPORT* : 총매출액 중 수출액의 비중 ;  
*ROA* : 총자산 수익률 ;  
*MDA* : Dechow et al.(1995)의 재량적 발생액 ;  
*LOSS* : 당기순손실이 발생한 경우 1의 값을 가지는 더미변수 ;  
*BIG4* : 대형회계법인에게 감사받은 경우 1의 값을 가지는 더미변수 ;  
*IND* : 산업더미변수 ;  
*YEAR* : 연도더미변수 ;  
 $\varepsilon$  : 잔차항.

앞 절에서 제시한 것처럼, 종속변수인 재무제표 비교가능성은 De Franco et al.(2011) 모형을 활용하여 측정한 *COMPAVG*와 *COMPMED*로 설정하였다. 독립변수인 ESG 활동은 한국ESG기준원에서 발표하는 ESG 등급을 사용하였다<sup>8)</sup>. 구체적으로, ESG 등급은 S등급

능성이 높은지는 측정할 수 없다는 단점이 존재한다.

8) 국내에서 ESG를 평가하는 기관은 한국ESG기준원, 대신경제연구소, 서스틴베스트(Sustinvest)가 있는데 본 연구에서는 한국ESG기준원의 ESG 등급을 활용한다. 한국ESG기준원은 2003년부터 기업지배구조를 평가하였으며, 2011년부터 환경 및 사회 항목이 포함된 ESG 평가를 수행하고 있다. 또한 한국거래소의 테마지수에

부터 D등급까지 총 7개의 등급(S, A+, A, B+, B, C, D)으로 구성되어 있는데 본 연구의 표본 중 S등급을 부여받은 기업은 없다. 따라서 D등급을 1로 설정하고, 등급별로 1씩 증가하도록 점수를 부여하여 A+등급인 경우 6의 값을 가지도록 설정하였다.

통제변수는 선행연구를 따라 재무제표 비교가능성에 영향을 주는 요인들로 설정하였다(김정택과 최우석, 2020 ; 안혜진 외, 2020). 먼저, 개별기업의 특성을 통제하기 위해 기업의 규모(SIZE), 부채비율(LEV), 장부-시장비율(BTM)을 모형에 포함하였다. 다음으로, 기업성과는 매출액 성장률(SGR), 총자산 수익률(ROA), 당기순손실 발생 여부(LOSS)로 통제하여 연구모형에 포함하였다. 영업의 복잡성은 총매출액 대비 수출 비중(EXPORT)으로 측정하였다. 또한 기업의 재무보고품질을 Dechow et al.(1995)의 재량적 발생액(MDA)과 대형회계법인에게 감사를 받았는지 여부(BIG4)로 통제하였다. 마지막으로 산업·연도별 효과를 통제하기 위해 한국표준산업분류 중 중분류를 기준으로 각각 1의 값을 부여한 산업더미변수(IND)와 연도별로 각각 1의 값을 부여한 연도더미변수(YEAR)를 연구모형에 포함하였다. 모든 연속변수는 극단치의 영향을 제거하기 위해 1%와 99%의 값으로 조정하였다(winsorizing).

## IV. 실증분석

### 4.1 기술통계량

<표 2>에서는 본 연구의 연구모형에 포함된 주요 변수에 대한 기술통계량을 제시한다. COMPAVG의 평균은 -0.013, 중간값은 -0.005, COMPMED의 평균은 -0.032, 중간값은 -0.021로써 선행연구와 유사하게 나타난다(김정택과 최우석, 2020). 본 연구의 표본에 포함된 기업은 평균적으로 ESG 등급이 평균적으로 B등급에 해당되는 것으로 나타났다. 한편, 4대 회계법인에게 감사받은 기업-연도는 약 67% 수준으로 나타난다.

---

서 한국ESG기준원의 ESG 평가등급이 활용되고 있어 해당 등급의 신뢰성을 제고할 수 있을 것으로 판단하였다.

〈표 2〉 기술통계량

| 변수명      | 표본 수  | 평균     | 중위수    | 표준편차  | 최소값    | Q1     | Q3     | 최대값    |
|----------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| COMPAVG  | 4,406 | -0.013 | -0.005 | 0.028 | -0.187 | -0.011 | -0.003 | -0.001 |
| COMP MED | 4,406 | -0.032 | -0.021 | 0.038 | -0.245 | -0.032 | -0.014 | -0.007 |
| ESG      | 4,406 | 2.878  | 3.000  | 0.879 | 1.000  | 2.000  | 3.000  | 6.000  |
| SIZE     | 4,406 | 27.171 | 26.977 | 1.580 | 23.624 | 26.041 | 28.070 | 31.010 |
| LEV      | 4,406 | 0.473  | 0.477  | 0.199 | 0.057  | 0.317  | 0.622  | 0.903  |
| BTM      | 4,406 | 1.475  | 1.251  | 1.003 | 0.081  | 0.753  | 1.963  | 4.726  |
| SGR      | 4,406 | 0.053  | 0.029  | 0.243 | -0.606 | -0.046 | 0.110  | 1.894  |
| EXPORT   | 4,406 | 0.157  | 0.000  | 0.262 | 0.000  | 0.000  | 0.218  | 0.968  |
| ROA      | 4,406 | 0.018  | 0.024  | 0.078 | -0.434 | 0.000  | 0.054  | 0.259  |
| MDA      | 4,406 | -0.005 | -0.003 | 0.071 | -0.309 | -0.037 | 0.029  | 0.285  |
| LOSS     | 4,406 | 0.248  | 0.000  | 0.432 | 0.000  | 0.000  | 0.000  | 1.000  |
| BIG4     | 4,406 | 0.672  | 1.000  | 0.469 | 0.000  | 0.000  | 1.000  | 1.000  |

## 1) 변수의 정의

- COMPAVG : 재무제표 비교가능성 상위 4개 값의 평균 ;  
 COMP MED : 재무제표 비교가능성 중간값 ;  
 ESG : 한국ESG기준원에서 발표하는 ESG 등급 ;  
 SIZE : 총자산의 자연로그 값 ;  
 LEV : 부채비율 ;  
 BTM : 총자산의 장부가치를 총자산의 시장가치로 나눈 값 ;  
 SGR : 매출액 성장률 ;  
 EXPORT : 총매출액 중 수출액의 비중 ;  
 ROA : 총자산 수익률 ;  
 MDA : Dechow et al.(1995)의 재량적 발생액 ;  
 LOSS : 당기순손실이 발생한 경우 1의 값을 가지는 더미변수 ;  
 BIG4 : 대형회계법인에게 감사받은 경우 1의 값을 가지는 더미변수.

## 4.2 상관관계

<표 3>은 본 연구의 주요 변수 간 상관관계분석 결과를 제시한다. 대각선을 기준으로 오른쪽 위에 해당되는 계수는 스피어만(Spearman) 상관관계계수, 왼쪽 아래에 해당되는 계수는 피어슨(Pearson) 상관관계계수이다. ESG 등급과 두 가지 재무제표 비교가능성 종속변수 (COMPAVG, COMP MED) 간 두 가지 상관관계계수 모두 1% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 보여주고 있어 본 연구의 가설을 지지하는 결과를 나타낸다.

〈표 3〉 상관관계 분석

|                  | 1        | 2        | 3        | 4        | 5        | 6        | 7        | 8        | 9        | 10       | 11       | 12       |
|------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 1 <i>COMPAVG</i> |          | 0.787**  | 0.106**  | 0.163**  | -0.306** | -0.056** | 0.077**  | 0.038*   | 0.281**  | 0.069**  | -0.330** | 0.108**  |
| 2 <i>COMPMED</i> | 0.948**  |          | 0.105**  | 0.238**  | -0.304** | 0.001    | 0.079**  | -0.076** | 0.285**  | 0.076**  | -0.356** | 0.143**  |
| 3 <i>ESG</i>     | 0.084**  | 0.083**  |          | 0.526**  | 0.144**  | 0.006    | 0.000    | -0.023   | 0.076**  | -0.042** | -0.092** | 0.341**  |
| 4 <i>SIZE</i>    | 0.087**  | 0.118**  | 0.606**  |          | 0.237**  | 0.205**  | 0.086**  | -0.194** | 0.119**  | -0.047** | -0.161** | 0.481**  |
| 5 <i>LEV</i>     | -0.308** | -0.353** | 0.142**  | 0.237**  |          | -0.001   | 0.039*   | -0.034*  | -0.418** | -0.143** | 0.299**  | 0.075**  |
| 6 <i>BTM</i>     | 0.032*   | 0.032*   | -0.009   | 0.202**  | 0.020    |          | -0.135** | -0.060** | -0.169** | 0.042**  | 0.014    | 0.045**  |
| 7 <i>SGR</i>     | 0.064**  | 0.062**  | -0.009   | 0.057**  | 0.037*   | -0.035*  |          | -0.056** | 0.283**  | 0.075**  | -0.231** | 0.037*   |
| 8 <i>EXPORT</i>  | 0.050**  | 0.011    | 0.027    | -0.084** | 0.017    | -0.052** | -0.035*  |          | -0.070** | 0.015    | 0.052**  | -0.087** |
| 9 <i>ROA</i>     | 0.342**  | 0.367**  | 0.112**  | 0.189**  | -0.327** | -0.035*  | 0.153**  | -0.064** |          | 0.273**  | -0.748** | 0.111**  |
| 10 <i>MDA</i>    | 0.160**  | 0.176**  | -0.035*  | -0.033*  | -0.164** | 0.016    | 0.050**  | -0.001   | 0.439**  |          | -0.244** | -0.055** |
| 11 <i>LOSS</i>   | -0.292** | -0.333** | -0.089** | -0.153** | 0.305**  | 0.055**  | -0.134** | 0.077**  | -0.662** | -0.265** |          | -0.126** |
| 12 <i>BIG4</i>   | 0.048**  | 0.066**  | 0.341**  | 0.466**  | 0.078**  | 0.052**  | 0.000    | -0.043** | 0.121**  | -0.043** | -0.126** |          |

1) 변수 정의는 <표 2>를 참조.

2) \*\*, \*은 각각 0.01, 0.05 수준에서 통계적으로 유의함.

그러나 본 연구의 연구모형에 포함된 다른 변수들 또한 *COMPAVG*, *COMPAMED*와 유의한 양(+)의 관계를 보여주고 있기 때문에 다음 절에서 관련 변수들을 모형에 통제변수로 포함하여 ESG 활동과 재무제표 비교가능성 간 관련성을 분석하고자 한다.

### 4.3 분석결과

<표 4>는 본 연구의 가설을 분석한 결과를 제시한다. 제 (1)열은 종속변수를 *COMPAVG*로 설정하여 분석한 결과를 나타내며, 제 (2)열은 종속변수를 *COMPAMED*로 설정하여 분석한 결과를 제시한다. <표 4>의 모형 (1)의 분석결과, ESG 등급의 계수는 0.002(*t*-statistics : 2.21)로 나타났으며 모형 (2)에서는 ESG 등급의 계수가 0.002(*t*-statistics : 1.82)로 나타났다. <표 4>의 분석결과는 본 연구의 가설과 같이 ESG 등급과 재무제표 비교가능성 간 통계적으로 유의한 양(+)의 관계가 있으며, 비재무적 정보에 해당하는 ESG 등급이 높은 기업일수록 비교가능성으로 나타난 고품질의 재무정보를 제공한다는 의미로 해석할 수 있다.

통제변수의 경우 선행연구와 유사하게 *SIZE*, *ROA*는 유의한 양(+)의 관계, *LEV*, *LOSS*는 유의한 음(-)의 관계를 보여준다. 한편, 본 연구의 결과가 연구모형에 포함된 변수들 간 다중공선성으로 인해 나타났을 개연성을 확인하기 위해 분산팽창요인(Variance Inflation Factor)을 측정한 결과 최대값이 2.53으로써 다중공선성으로 본 연구의 결과가 나타날 개연성은 낮은 것으로 판단된다.

〈표 4〉 ESG 활동과 재무제표 비교가능성

| 변수명              | (1) DV= <i>COMPAVG</i> | (2) DV= <i>COMPAMED</i> |
|------------------|------------------------|-------------------------|
| <i>Intercept</i> | -0.032**<br>(-2.33)    | -0.076***<br>(-4.17)    |
| <i>ESG</i>       | 0.002**<br>(2.21)      | 0.002*<br>(1.82)        |
| <i>SIZE</i>      | 0.001*<br>(1.84)       | 0.002***<br>(3.03)      |
| <i>LEV</i>       | -0.028***<br>(-5.42)   | -0.041***<br>(-6.29)    |
| <i>BTM</i>       | 0.003***<br>(2.91)     | 0.004***<br>(3.30)      |

〈표 4〉 ESG 활동과 재무제표 비교가능성 (계속)

| 변수명               | (1) DV=COMPAVG       | (2) DV=COMPMED       |
|-------------------|----------------------|----------------------|
| <i>SGR</i>        | 0.003<br>(1.40)      | 0.003<br>(1.10)      |
| <i>EXPORT</i>     | 0.005**<br>(2.16)    | 0.006**<br>(2.11)    |
| <i>ROA</i>        | 0.068***<br>(3.98)   | 0.086***<br>(4.60)   |
| <i>MDA</i>        | 0.003<br>(0.37)      | 0.008<br>(0.74)      |
| <i>LOSS</i>       | -0.005***<br>(-3.19) | -0.009***<br>(-4.45) |
| <i>BIG4</i>       | -0.001<br>(-0.78)    | -0.002<br>(-0.80)    |
| <i>IND dummy</i>  | <i>Included</i>      | <i>Included</i>      |
| <i>YEAR dummy</i> | <i>Included</i>      | <i>Included</i>      |
| No of obs.        | 4,406                | 4,406                |
| Adj. R-sq.        | 0.235                | 0.321                |

1) 변수 정의는 <표 2>를 참조.

2) \*\*\*, \*\*, \*은 각각 0.01, 0.05, 0.1 수준에서 통계적으로 유의함.

3) 괄호 안의 값은 통계적 유의성을 나타내는 t값으로 기업 수준에서 클러스터링을 수행한 값.

#### 4.4 추가분석결과

추가분석으로, ESG 활동과 재무제표 비교가능성 간 유의한 양(+)의 결과가 본 연구에서 사용한 연구모형에서 고려하지 못한 다른 생략변수로 인해 도출될 수 있다는 우려를 완화하기 위해 기업별로 가지고 있는 고유의 효과를 통제할 수 있는 기업고정효과 모형을 이용하였다. <표 5>의 제 (1)열은 종속변수를 *COMPAVG*로 설정하여 분석한 결과를 나타내며, 제 (2)열은 종속변수를 *COMPMED*로 설정하여 분석한 결과를 제시한다. 분석결과, 앞선 <표 4>의 결과와 유사하게 ESG 등급과 재무제표 비교가능성 간 유의한 양(+)의 결과를 나타냈다. 추가분석결과는 본 연구에서 제시한 주요분석결과에 대한 강건성을 부여한다.

〈표 5〉 고정효과 모형을 이용한 ESG 활동과 재무제표 비교가능성

| 변수명               | (1) DV=COMAVG         | (2) DV=COMP MED       |
|-------------------|-----------------------|-----------------------|
| <i>Intercept</i>  | -0.407***<br>(-11.81) | -0.576***<br>(-12.92) |
| <i>ESG</i>        | 0.001**<br>(2.13)     | 0.001*<br>(1.92)      |
| <i>SIZE</i>       | 0.015***<br>(11.46)   | 0.021***<br>(12.29)   |
| <i>LEV</i>        | -0.037***<br>(-8.88)  | -0.059***<br>(-10.97) |
| <i>BTM</i>        | 0.002***<br>(3.41)    | 0.003***<br>(3.74)    |
| <i>SGR</i>        | 0.002<br>(1.41)       | 0.002<br>(1.08)       |
| <i>EXPORT</i>     | 0.004*<br>(1.79)      | 0.006**<br>(2.02)     |
| <i>ROA</i>        | 0.016**<br>(2.29)     | 0.020**<br>(2.24)     |
| <i>MDA</i>        | 0.006<br>(1.33)       | 0.012*<br>(1.94)      |
| <i>LOSS</i>       | -0.000<br>(-0.38)     | -0.002*<br>(-1.69)    |
| <i>BIG4</i>       | 0.001<br>(0.62)       | 0.000<br>(0.28)       |
| <i>IND dummy</i>  | Included              | Included              |
| <i>YEAR dummy</i> | Included              | Included              |
| No of obs.        | 4,406                 | 4,406                 |
| Adj. R-sq.        | 0.043                 | 0.077                 |

1) 변수 정의는 <표 2>를 참조.

2) \*\*\*, \*\*, \*은 각각 0.01, 0.05, 0.1 수준에서 통계적으로 유의함.

3) 괄호 안의 값은 통계적 유의성을 나타내는 t값으로 기업 수준에서 클러스터링을 수행한 값.

다음으로, <표 6>에서는 앞선 결과가 내생성으로 도출될 수 있는 우려를 완화하기 위해 종속변수를 차기의 *COMPAVG*와 *COMP MED*으로 설정하여 분석을 재수행한 결과를 제시

하였다. 분석결과, 주요분석결과와 유사하게 ESG 활동과 재무제표 비교가능성 간 유의한 양(+)의 관계를 나타냈다. 이러한 결과는 주요분석결과에 대한 내생성 완화를 통하여, 주요 분석결과에 강건성을 부여한다.

〈표 6〉 시차분석

| 변수명               | DV=COMAVG <sub>t+1</sub> | DV=COMPMED <sub>t+1</sub> |
|-------------------|--------------------------|---------------------------|
| <i>Intercept</i>  | -0.020<br>(-1.46)        | -0.020<br>(-1.62)         |
| <i>ESG</i>        | 0.001*<br>(1.92)         | 0.002***<br>(3.48)        |
| <i>SIZE</i>       | 0.001<br>(1.30)          | 0.001<br>(1.28)           |
| <i>LEV</i>        | -0.029***<br>(-6.09)     | -0.029***<br>(-6.06)      |
| <i>BTM</i>        | 0.001<br>(1.08)          | 0.001<br>(0.98)           |
| <i>SGR</i>        | 0.005*<br>(1.83)         | 0.005*<br>(1.89)          |
| <i>EXPORT</i>     | 0.008***<br>(3.39)       | 0.008***<br>(3.33)        |
| <i>ROA</i>        | 0.069***<br>(3.98)       | 0.068***<br>(3.94)        |
| <i>MDA</i>        | 0.005<br>(0.56)          | 0.004<br>(0.54)           |
| <i>LOSS</i>       | -0.008***<br>(-4.50)     | -0.008***<br>(-4.43)      |
| <i>BIG4</i>       | -0.002<br>(-1.44)        | -0.002<br>(-1.48)         |
| <i>IND dummy</i>  | Included                 | Included                  |
| <i>YEAR dummy</i> | Included                 | Included                  |
| No of obs.        | 3,901                    | 3,901                     |
| Adj. R-sq.        | 0.270                    | 0.273                     |

1) 변수 정의는 <표 2>를 참조.

2) \*\*\*, \*\*, \*은 각각 0.01, 0.05, 0.1 수준에서 통계적으로 유의함.

3) 괄호 안의 값은 통계적 유의성을 나타내는 t값으로 기업 수준에서 클러스터링을 수행한 값.

## V. 결론 및 정책적 시사점

본 연구는 기업의 대표적인 비재무적 요소인 ESG 활동에 관한 성과와 재무보고품질 간의 관련성에 관하여 논의한다. 즉, 지속가능경영의 중요성을 인지하고 관련 활동을 중시하는 기업들의 경우 보다 높은 품질의 재무보고를 공시하는지 분석하고자 하였다. 이해관계자 이론에 따르면 경영진은 기업의 각 이해관계자들의 이익과 요구에 부합하기 위한 윤리적인 책임을 가진다(e.g., Donaldson and Preston, 1995 ; Freeman, 2010). 사회적 책임의 효과에 관한 선행연구에 기반하여(e.g., Kim et al., 2012), 사회적 책임과 환경경영, 기업지배구조를 포함한 지속가능경영의 가치를 중요시하는 기업일수록 재무보고에 있어서도 경영진의 이기적인 유인보다 윤리적 유인이 우세할 것이다. 이에 따라 회계정책과 기준의 준수에 있어서도 경제적 사건을 반영하는 데에 있어 일관성이 증가하여 재무제표 비교가능성으로 측정된 재무보고품질이 높게 나타날 것으로 예측하였다.

2011년부터 2019년까지 ESG 등급이 공시된 유가증권 상장기업을 대상으로 분석한 결과, ESG 등급이 높을수록 재무제표 비교가능성이 증가하는 것으로 나타났다. ESG 등급과 재무제표 비교가능성 간 통계적으로 유의한 양(+)의 관련성은 비재무정보 품질로 나타난 기업의 윤리적인 유인이 재무보고품질에도 영향을 준다는 본 연구의 가설을 지지한다. 추가적으로, 강건성 확인을 위한 고정효과모형과 차기의 종속변수를 활용한 분석에서도 ESG 등급이 재무제표 비교가능성과 유의한 양(+)의 관련성을 확인하였다.

본 연구는 비재무정보 공시품질과 재무보고품질 간 직접적인 관련성에 관한 실증근거를 제시함으로써 기존 비재무정보 공시품질에 관한 연구를 확장한다. 특히, 사회적 책임에 관한 성과와 재무보고품질에 관한 연구들은 재무제표의 질적 특성인 목적적합성과 표현의 충실성 부분에 집중되어 있다(e.g., Kim et al., 2012 ; Lee, 2017). 본 연구에서는 ESG 등급이 다른 질적 특성과는 구별되는 재무보고품질의 중요한 특성인 비교가능성에 미치는 영향을 분석한다. ESG 등급이 비교가능성에 미치는 영향에 관한 분석은 재무제표 비교가능성을 결정하는 요인에 관한 기존 연구를 확장한다는 점에 있어서도 투자자를 포함한 정보이용자에게 의미가 있다. 선행연구에서는 비재무정보 공시가 기업가치나 경영의 성과에 미치는 영향에 관한 제한적인 범위에서 이루어졌고, 그 결과 또한 혼재되어 있는 편이다. 본 연구의 분석결과는 비재무적 측면에 있어 이해관계자들의 가치 극대화를 추구하는 기업들의 경우 주주 가치 제고를 위해서도 우수한 재무보고품을 나타내고 있음을 제시한다.

최근, ESG 기준에 관한 사회적 관심이 증대됨에 따라 ESG 공시와 관련된 가이드라인을

제시하기 위한 방안이 구체화되고 있는 실정이다. 본 연구의 분석결과는 비재무정보의 품질과 재무정보 품질 간 관련성에 관한 시사점을 제공한다는 점에 있어, ESG 공시와 관련한 가이드라인 설정에 정책적인 의미를 제시한다. 비재무정보와 재무정보 모두 기업의 펀더멘털에 관한 정보를 포함하고 있고, 각각의 정보의 영향에 관한 연구결과는 다수 보고되었다. ESG 공시와 같은 비재무정보의 공시가 기업의 활동에 관한 중요한 정보를 제공하고 있으며, 최근 비재무정보 공시에 대한 중요성이 강조(Li et al., 2018)되고 있음에도 불구하고 기업 활동에 관하여 다양한 측면을 제시하는 비재무정보의 품질과 재무보고품질 간 관련성에 관한 연구결과는 미흡한 실정이다. 본 연구의 분석결과는 지속가능경영을 강조하는 기업들은 비재무적인 측면에 있어서도 이해관계자들의 가치를 극대화하기 위한 활동을 하고 있으며, 이와 더불어 주요한 이해관계자인 주주 가치 제고를 위한 우수한 품질의 재무정보를 공시하고 있다는 결과를 제시한다는 점에 있어 기업의 정보이용자들에게 시사점이 있다고 할 것이다.

## 참고문헌

## 〈국내문헌〉

- 김상미, 최수영(2020), “경영자 능력이 재무제표의 비교가능성에 미치는 영향,” *회계저널*, 29(4), 71–102. <https://doi.org/10.24056/KAJ.2020.06.003>
- 김정택, 최우석(2020), “경영자에 대한 주주의 견제수준이 재무제표 비교가능성에 미치는 영향,” *경영학연구*, 49(2), 415–448. <https://doi.org/10.17287/kmr.2020.49.2.415>
- 나영, 임옥빈, 김명서(2013), “ESG 정보와 타인자본비용의 관련성에 대한 실증연구,” *회계정보연구*, 31(1), 453–487.
- 마희영, 김은혜(2020), “비재무적 정보의 가치관련성에 관한 연구 – 지속가능성보고서 및 지속가능경영을 중심으로–,” *회계정보연구*, 38(3), 231–251.
- 박준령, 김요환(2017), “기업의 사회적 책임활동과 이익조정과의 실증분석 –Kospi기업과 Kosdaq기업의 비교분석–,” *국제회계연구*, 72, 187–205.  
<https://doi.org/10.21073/kiar.2017..72.008>
- 박현준, 권인수, 신현한, 정지웅(2004), “기업의 환경성과와 재무성과의 관계,” *경영학연구*, 33(5), 1461–1487.
- 신민식, 김수은, 김병수(2011), “기업의 사회적 책임 지출이 기업가치에 미치는 영향,” *금융공학연구*, 10(1), 99–125. <https://doi.org/10.35527/kfedoi.2011.10.1.005>
- 신상이, 박종일(2022), “ESG가 이익조정에 미치는 영향에 관한 경험적 증거,” *경영학연구*, 51(4), 1005–1047. <https://doi.org/10.17287/kmr.2022.51.4.1005>
- 안혜진, 최세라, 박선영(2020), “경영자의 능력이 재무제표의 비교가능성에 미치는 영향,” *회계학연구*, 45(4), 253–290. <https://doi.org/10.24056/KAR.2020.04.006>
- 양합, 김요환, 박준령(2020), “기업의 사회적 책임활동이 이익조정과 기업가치에 미치는 영향에 관한 실증적 연구 –한국과 중국 상장 기업을 중심으로–,” *산업경제연구*, 33(2), 571–594. <https://doi.org/10.22558/jieb.2020.4.33.2.571>
- 장윤지, 홍철규(2020), “기업 지배구조와 사회적책임활동이 이익조정에 미치는 영향,” *회계·세무와 감사 연구*, 62(3), 227–259. <https://doi.org/10.22781/kicpa.2020.62.3.227>
- 정광화, 최승욱(2022), “ESG 경영이 기업가치에 미치는 영향 : 재무제표 비교가능성의 역할을 중심으로,” *회계정보연구*, 40(1), 73–106.
- 최종원, 조은혜(2019), “최고경영자 교체 유형이 재무제표의 비교가능성에 미치는 영향 : 최고경영자의 경력에 대한 고민을 중심으로,” *회계저널*, 28(2), 107–147.
- 최현정, 문두철(2013), “기업의 사회적 책임활동과 회계투명성간의 관계,” *회계학연구*, 38(1), 135–171.

〈외국문헌〉

- Ball, R., A. Robin, and J. S. Wang(2003), “Incentives versus standards : properties of accounting income in four East Asian countries,” *Journal of Accounting and Economics*, 36(1-3), 235-270. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2003.10.003>
- Barnea, A., and A. Rubin(2010), “Corporate social responsibility as a conflict between shareholders,” *Journal of Business Ethics*, 97, 71-86.  
<https://doi.org/10.1007/s10551-010-0496-z>
- Barth, M. E., W. R. Landsman, M. Lang, and C. Williams(2012), “Are IFRS-based and US GAAP-based accounting amounts comparable?” *Journal of Accounting and Economics*, 54(1), 68-93. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2012.03.001>
- Broadstock, D. C., K. Chan, L. T. W. Cheng, and X. Wang(2021), “The role of ESG performance during times of financial crisis : Evidence from COVID-19 in China,” *Finance Research Letters*, 38, 101716. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101716>
- Brochet, F., A. Jagolinzer, and E. J. Riedl(2013), “Mandatory IFRS adoption and financial statement comparability,” *Contemporary Accounting Research* 30(4), 1373-1400.  
<https://doi.org/10.1111/1911-3846.12002>
- Carroll, A.(1979), “A three-dimensional conceptual model of corporate performance,” *The Academy of Management Review* 4(4), 497-505.  
<https://doi.org/10.5465/amr.1979.4498296>
- Cascino, S. and J. Gassen(2015), “What drives the comparability effect of mandatory IFRS adoption?” *Review of Accounting Studies* 20, 242-282.  
<https://doi.org/10.1007/s11142-014-9296-5>
- Chen, Y-C., M. Hung, and Y. Wang(2018), “The effect of mandatory CSR disclosure on firm profitability and social externalities : Evidence from China,” *Journal of Accounting and Economics*, 65(1), 169-190.  
<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2017.11.009>
- Cheng, B., I. Ioannou, and G. Serafeim(2014), “Corporate social responsibility and access to finance,” *Strategic Management Journal* 35, 1-23.  
<https://doi.org/10.1002/smj.2131>
- Chih, H-L., C-H. Shen, and F-C. Kang(2008), “Corporate social responsibility, investor protection, and earnings management : Some international evidence,” *Journal of Business Ethics*, 79, 179-198. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9383-7>
- Dechow, P. M., R. Sloan, and A. Sweeney(1995), “Detecting earnings management,” *The*

- Accounting Review* 70(2), 193–225.
- De Franco, G., S. P. Kothari, and R. S. Verdi(2011), “The benefits of financial statement comparability,” *Journal of Accounting Research* 49(4), 895–931.  
<https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2011.00415.x>
- De George, E. T., X. Li, and L. Sivakumar(2016), “A review of the IFRS adoption literature,” *Review of Accounting Studies* 21, 898–1004.  
<https://doi.org/10.1007/s11142-016-9363-1>
- Deng, X., J. K. Kang, and T. J. Wong(2013), “Corporate social responsibility and stakeholder value maximization : Evidence from mergers,” *Journal of Financial Economics* 110(1), 87–109. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.04.014>
- Dhaliwal, D., O. Z. Li, A. Tsang, and Y. G. Yang(2014), “Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital : The roles of stakeholder orientation and financial transparency,” *Journal of Accounting and Public Policy* 33(4), 328–355.  
<https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2014.04.006>
- Donaldson, T., and L. Preston(1995), “The stakeholder theory of the corporation : Concepts, evidence, and implications,” *The Academy of Management Review* 20(1), 65–91.  
<https://doi.org/10.5465/amr.1995.9503271992>
- Eccles, R. G., G. Serafeim, and M. P. Krzus(2011), “Market interest in nonfinancial information,” *Journal of Applied Corporate Finance* 23(4), 113–127.  
<https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2011.00357.x>
- El Ghoul, S., O. Guedhami, C. C. Y. Kwok, and D. R. Mishra(2011), “Does corporate social responsibility affect the cost of capital?,” *Journal of Banking & Finance* 35(9), 2388–2406. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.02.007>
- Endrawes, M., Z. Feng, M. Lu, and Y. Shan(2020), “Audit committee characteristics and financial statement comparability,” *Accounting & Finance* 60(3), 2361–2395.  
<https://doi.org/10.1111/acfi.12354>
- Financial Accounting Standards Board(1980), “Qualitative characteristics of accounting information,” *Statement of Financial Accounting Concepts* 2, Norwalk, CT : FASB.
- Financial Accounting Standards Board(2010), “Conceptual framework for financial reporting,” *Statement of Financial Accounting Concepts* 8, Norwalk, CT : FASB.
- Freeman, R. E.(2010), “Strategic management : A stakeholder approach,” Boston : Cambridge university press.
- Hsu, A., K. Koh, S. Liu, and Y. H. Tong(2019), “Corporate social responsibility and

- corporate disclosure : An investigation of investors' and analysts' perceptions," *Journal of Business Ethics* 158, 507–534.  
<https://doi.org/10.1007/s10551-017-3767-0>
- International Accounting Standards Board(2010), "The conceptual framework for financial reporting," London : IASB.
- Jo, H., and M. A. Harjoto(2011), "Corporate governance and firm value : The impact of corporate social responsibility," *Journal of Business Ethics* 103, 351–383.  
<https://doi.org/10.1007/s10551-011-0869-y>
- Kim, Y., M. S. Park, and B. Wier(2012), "Is earnings quality associated with corporate social responsibility?" *The Accounting Review* 87(3), 761–796.  
<https://doi.org/10.2308/accr-10209>
- Lanis, R., and G. Richardson(2015), "Is corporate social responsibility performance associated with tax avoidance?" *Journal of Business Ethics*, 127, 439–457.  
<https://doi.org/10.1007/s10551-014-2052-8>
- Lee, D.(2017), "Corporate social responsibility and management forecast accuracy," *Journal of Business Ethics* 140, 353–367.  
<https://doi.org/10.1007/s10551-015-2713-2>
- Li, Y., M. Gong, X–Y. Zhang, and L. Koh(2018), "The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value : The role of CEO power," *The British Accounting Review* 50(1), 60–75. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.09.007>
- McWilliams, A., and D. Siegel(2000), "Corporate social responsibility and financial performance : Correlation or misspecification?" *Strategic Management Journal*, 21(5), 603–609.  
[https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(200005\)21:5<603::AID-SMJ101>3.0.CO;2-3](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(200005)21:5<603::AID-SMJ101>3.0.CO;2-3)
- Nazir, M., M. Akbar, A. Akbar, P. Poulovo, A. Hussain, and M. A. Qureshi(2022), "The nexus between corporate environment, social, and governance performance and cost of capital : evidence from top global tech leaders," *Environmental Science and Pollution Research* 29, 22623–22636.  
<https://doi.org/10.1007/s11356-021-17362-0>
- Ng, A. C., and Z. Rezaee(2015), "Business sustainability performance and cost of equity capital," *Journal of Corporate Finance* 34, 128–149.  
<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.08.003>
- Pava, M. L., and J. Krausz(1996), "The association between corporate social responsibility

- and financial performance : The paradox of social cost,” *Journal of Business Ethics* 15, 321–357. <https://doi.org/10.1007/BF00382958>
- Pedersen, L. H., S. Fitzgibbons, and L. Pomorski(2021), “Responsible investing : The ESG –efficient frontier,” *Journal of Financial Economics* 142(2), 572–597. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.11.001>
- Petrovits, C. M.(2006), “Corporate–sponsored foundations and earnings management,” *Journal of Accounting and Economics* 41(3), 335–362. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.12.001>
- Phillips, R., E. Freeman, and A. Wicks(2003), “What stakeholder theory is not,” *Business Ethics Quarterly* 13(4), 479–502. <https://doi.org/10.5840/beq200313434>
- Prior, D., J. Surroca, and J. A. Tribo(2008), “Are socially responsible managers really ethical? Exploring the relationship between earnings management and corporate social responsibility,” *Corporate Governance* 16(3), 160–177. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00678.x>
- Schipper, K.(2003), “Principles–based accounting standards,” *Accounting Horizons* 17(1), 61–72.
- Shafer, W. E.(2015), “Ethical climate, social responsibility, and earnings management,” *Journal of Business Ethics* 126(1), 43–60. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1989-3>
- Waddock, S. A., and S. B. Graves(1997), “The corporate social performance–financial performance link,” *Strategic Management Journal* 18(4), 303–319. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199704\)18:4<303::AID-SMJ869>3.0.CO;2-G](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199704)18:4<303::AID-SMJ869>3.0.CO;2-G)
- Wang, F., Z. Zhang, and L. Xu(2019), “Corporate social responsibility and financial statement comparability : Evidence from China,” *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 27, 1375–1394. <https://doi.org/10.1002/csr.1890>
- Wans, N.(2020), “Corporate social responsibility and market–based consequences of adverse corporate events : Evidence from restatement announcements,” *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 35(2), 231–262. <https://doi.org/10.1177/0148558X17725968>

“본 논문은 학회윤리규정을 준수하였으며 논문에 대한 판권을 학회에 위임합니다.”

<Abstract>

## The Relation between Corporate Environmental, Social, and Governance (ESG) Performance and Financial Statement Comparability<sup>\*</sup>

Yong - Mi Kim<sup>\*\*</sup> · Sang - Hyuk Lee<sup>\*\*\*</sup>

**[Purpose]** The firms engaged in environmental, social, and governance (ESG) are expected to act in a responsible manner in financial reporting. We examine whether ESG performance is associated with financial statement comparability.

**[Methodology]** Using a sample of firms listed on KOSPI over the 2011–2019 period, we examine the relation between ESG performance and financial statement comparability. we employ an empirical measure of De Franco et al. (2011) for financial statement comparability proxy.

**[Findings]** We find that corporate ESG performance is positively related to financial statement comparability. Our results suggest that firms that are engaged in ESG deliver more comparative financial information to investors, compared to firms that are not.

**[Policy Implications]** Our findings expand previous research on the relation between corporate social responsibility (CSR) and financial reporting quality. This study provides evidence that ethical behaviors affect generating high quality financial reporting, as well as non – financial performance.

**Key words :** ESG, financial statement comparability, corporate sustainability management, non–financial performance

\* This research was financially supported by Hansung University.

\*\* Lecturer, Korea University Business School (First author)

\*\*\* Assistant Professor, School of Social Science, Hansung University (Corresponding author)