

## 기업지배구조보고서의 자발적 공시와 기업가치\*

김여진\*\* · 안성희\*\*\* · 황문호\*\*\*\*

### 〈요 약〉

우리나라는 2017년 3월에 ‘Comply or Explain (원칙준수, 예외설명)’방식의 기업지배구조 공시 제도를 도입하고, 약 2년간 자율공시사항으로 운영한 바 있다. 본 연구는 위 기간 중의 유가증권 상장기업들을 대상으로 기업지배구조보고서의 자발적 공시가 기업가치에 미친 영향을 살펴보았다.

본 연구에서는 기업가치의 대용치(proxy)로 토빈의 q 등을 사용하였으며, 기업지배구조보고서 공시 여부를 주요 설명변수로 사용함에 따라 발생할 수 있는 자기선택편의(self-selection bias)를 완화하고자 Heckman 2-stage 모형을 사용하였다.

본 연구의 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 기업지배구조보고서의 자발적 공시는 토빈의 q 등으로 측정한 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 기업지배구조보고서의 공시가 기업과 투자자들의 정보비대칭을 완화시키는 데에 유의한 역할을 수행한 것으로 해석된다. 둘째, 기업지배구조의 수준에 따른 차별적 영향을 살펴본 결과에서는, 기업지배구조가 취약할수록 기업 지배구조보고서의 공시가 기업가치에 미치는 영향이 커지는 것으로 나타났다. 즉 기업지배구조가 우수한 기업에서는 동 보고서의 공시 여부가 기업가치에 미치는 증분적 영향이 미미하지만 기업지배구조가 취약한 기업에서는 동 보고서가 기업지배구조에 관한 정보비대칭을 낮추는 순기능적 역할을 크게 수행함으로써 유의한 기업가치 향상을 유도하는 것으로 해석된다.

금융위원회는 기업지배구조 공시제도를 도입한 취지로서 우리나라 상장기업의 경영투명성 및 중장기 기업가치 제고를 위함이라고 설명하고 있다. 이에 대해, 본 연구는 기업지배구조보고서의 공시와 기업가치 사이에 유의한 상관성이 있음을 밝힘으로써 기업지배구조 공시제도의 긍정적인 역할을 확인함과 동시에 동 보고서의 공시대상을 확대하는 감독기관의 정책방향을 지지한다는 측면에서 의의가 있다.

〈주제어〉 기업지배구조보고서, 자발적 공시, 기업가치, 정보비대칭

\* 본 논문은 주저자의 박사학위논문(경희대학교, 2020년 2월) 중 일부내용을 수정·보완한 것입니다.

\*\* 경희대학교 회계·세무학과 박사, blue420s@daum.net, 주저자

\*\*\* 가톨릭대학교 회계학과 조교수, sheean@catholic.ac.kr, 교신저자

\*\*\*\* 경희대학교 회계·세무학과 부교수, mhhwang@khu.ac.kr, 공동저자

## I. 서 론

우리나라는 2017년 3월 기업지배구조 모범규준의 실효성을 제고하기 위해 ‘기업지배구조 공시 제도’를 도입하였다. ‘기업지배구조 공시제도’는 기업지배구조 모범규준의 채택여부를 「Comply or Explain (원칙준수, 예외설명)」 방식으로 제시하는 공시체계로, 효과적인 기업지배구조 공시 제도를 통해 기업경영의 투명성 및 중장기 기업가치 제고에 기여하는 데 그 취지가 있다(금융위원회 보도자료, 2018.03.20.). ‘기업지배구조 공시제도’가 도입되기 전 기업들은 사업보고서 등을 통해 기업지배구조에 대한 정보를 부분적으로 제공해 왔다. 하지만 기업지배구조에 관한 정보는 일반 재무정보와 달리 투자자가 접하기 쉽지 않은 정보이며 현실적으로 그 본질을 파악하는데 어려움이 있다 보니 기업지배구조에 대한 투자자와 기업 간의 정보비대칭이 존재해 왔다(변희섭·조영현 2010). 이에 비해, ‘기업지배구조 공시제도’에 따라 공시되는 기업지배구조보고서는 기업지배구조의 10대 핵심원칙에 따라 작성되므로 기업 간 비교가능성이 제고될 수 있다. 또한 기업지배구조보고서는 10대 핵심원칙 중 미준수 사항과 그 사유가 구체적으로 제시되므로 지배구조에 대한 정보 비대칭이 다소 해소되어 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다. 이에 본 연구는 2017년 3월부터 도입된 ‘기업지배구조 공시제도’ 하에서의 기업지배구조보고서 공시가 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 지를 살펴보고, 이를 통해 ‘기업지배구조 공시제도’가 그 도입 취지를 달성하고 있는지를 확인하고자 한다.

본 연구의 분석대상은 기업지배구조보고서가 자율공시사항으로 운영되던 2017년과 2018년의 유가증권 상장기업으로서 결산월이 12월인 비금융업 1,260기업-연도(자발적 공시표본 85기업-연도, 미공시 표본 1,175기업-연도)이며, 주요 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 기업지배구조보고서의 공시 여부와 기업가치의 상관성을 분석한 결과에서는, 기업지배구조보고서의 자발적 공시는 토빈의  $q$ 와 주가-장부가비율(MTB)로 측정된 기업가치에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 기업지배구조보고서가 투자자들에게 기업지배구조에 관한 유의미한 정보를 제공함으로써 그간 기업과 투자자 사이에 존재했던 정보비대칭을 완화시키고 있기 때문으로 해석된다.

둘째, 본 연구에서는 기업지배구조보고서의 공시와 기업가치 간의 양(+)의 관계가 기업지배구조의 수준에 따라 달리 나타나는지를 살펴보았다. 분석 결과, 지배구조가 취약할수록 기업지배구조보고서 공시가 기업가치에 미치는 영향력이 커지는 것으로 나타났다. 이는 기업지배구조가 취약한 기업이 동 보고서를 자발적으로 공시하는 경우 투자자들이 이를 보다 긍정적으로 평가한다는 의미이며, 기업지배구조가 취약한 기업일수록 기업지배구조보고서의 공시가 기업지배구조에 대한 정보비대칭을 완화시키는 순기능적 역할을 크게 하는 것으로 해석된다. 요약하면, 기업지배구조보고서의 자발적 공시는 기업지배구조에 대한 기업과 투자자 간의 정보비대칭을 감소시키는 역할을 수행함으로써 기업가치에 긍정적인 영향을 미치며, 이러한 영향관계는 기업지배

구조가 우량한 기업보다 기업지배구조가 취약한 기업에서 보다 크게 작용하는 것으로 해석된다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 첫째, 본 연구는 최근에 도입된 ‘기업지배구조보고서 공시제도’의 실효성을 투자자 입장에서 살펴본 첫 연구라는 점에서 의미가 있다. 기업지배구조에 대한 시장의 관심과 중요성이 한층 고조되고 있는 한편 ‘기업지배구조보고서 공시제도’가 자율공시사항에서 의무공시사항으로 전환되고 있는 현 시점에서<sup>1)</sup> 기업지배구조보고서가 시장참여자들에게 유의하게 활용되고 있는 지를 검증한 시의적절한 연구라는 것이다.

둘째, 기업지배구조보고서의 공시가 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 본 연구결과는 기업지배구조 공시제도가 경영투명성 및 중장기 기업가치 제고를 위함이라는 도입취지에 부합됨을 확인하고 있으며, 기업지배구조보고서의 공시대상을 확대한 정부의 정책방향을 지지하고 있다는 측면에서 정책적 시사점을 갖는다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 기업지배구조 공시제도에 대해 살펴보고, 제Ⅲ장에서는 본 연구와 관련된 선행연구를 검토하고 연구가설을 설정한다. 제Ⅳ장에서는 표본 및 연구방법에 대해 논의하고, 제Ⅴ장에서는 실증분석결과를 제시한다. 그리고 마지막으로 제Ⅵ장에서는 연구결과를 요약하고 결론을 맺는다.

## Ⅱ. 기업지배구조 공시제도

우리나라는 상장기업의 지배구조 개선을 위해 지난 1999년부터 ‘기업지배구조 모범규준’을 제정·운영하였으나, 동 모범규준이 실효성 있게 이행되지 않는다는 비판 또한 지속적으로 받아왔다. 특히 2016년 OECD가 실시한 46개국의 기업지배구조 현황조사에서는 기업지배구조 모범규준의 채택여부를 공시하거나 상장규정 등을 통해 의무적으로 준수하게 하는 등의 실행체계를 갖고 있지 않는 유일한 나라로 분류되기도 하였다.<sup>2)</sup> 이에 금융위원회는 2017년 3월에 「Comply or Explain (원칙준수, 예외설명)」 방식의 기업지배구조 공시제도를 도입하였다. 이는 10대 핵심원칙을 선정하고 동 핵심원칙의 준수 여부(Comply) 및 미 준수 시 그 내용과 사유를 서술(Explain)하여 공시하도록 한 제도이다. ‘기업지배구조 핵심원칙’은 <표 1>과 같으며, 그 내용은 크게 주주의 권익보호, 이사회 책임성, 감사기구의 독립성과 전문성으로 구분된다.

1) 자산총액 2조원 이상 대형 유가증권 상장기업은 2019년부터 기업지배구조보고서를 의무적으로 공시해야 하며, 제도 운영 성과에 따라 2021년부터 전체 유가증권 상장기업으로 확대할 예정이다(금융위원회의 보도자료, 2018.03.20).

2) OECD, OECD CORPORATE GOVERNANCE FACTBOOK 2017, pp.22-23.

〈표 1〉 기업지배구조 핵심원칙

| 분류             | 핵심원칙                                                                                                     | 공시내용 (예시)                                        |
|----------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|
| 주주의 권리         | ① 주주는 권리행사에 필요한 충분한 정보를 시의적절하게 제공받고, 적절한 절차에 의해 자신의 권리를 행사할 수 있어야 한다.                                    | 주주총회 분산 노력<br>전자투표제 도입 여부                        |
| 주주의<br>공평한 대우  | ② 주주는 보유주식의 종류 및 수에 따라 공평한 의결권을 부여받아야 하고, 주주에게 기업정보를 공평하게 제공하는 시스템을 갖추는 노력을 해야 한다.                       | 주식발행 현황<br>IR 개최 현황                              |
| 이사회 기능         | ③ 이사회는 기업과 주주이익을 위하여 기업의 경영목표와 전략을 결정하고, 경영진을 효과적으로 감독하여야 한다.                                            | 이사회 심의·의결사항 최고<br>경영자승계에 관한 정책 및<br>내부통제정책의 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<br>분리<br>이사의 전문성                   |
| 사외이사의<br>책임    | ⑤ 사외이사는 독립적으로 중요한 기업경영정책의 결정에 참여하고 이사회의 구성원으로서 경영진을 감독·지원할 수 있어야 한다.                                     | 사외이사와 회사와의<br>이해관계 여부                            |
| 사외이사<br>활동의 평가 | ⑥ 사외이사의 적극적인 직무수행을 유도하기 위해 이들의 활동내용은 공정하게 평가되어야 하고, 그 결과에 따라 보수지급 및 재선임 여부가 결정되어야 한다.                    | 사외이사에 대한 평가 및<br>보수정책                            |
| 이사회 운영         | ⑦ 이사회는 기업과 주주의 이익을 위한 최선의 경영의사를 결정할 수 있도록 효율적이고 합리적으로 운영되어야 한다.                                          | 이사회 개최 빈도<br>이사회 운영규정 공개                         |
| 이사회 내<br>위원회   | ⑧ 이사회는 효율적인 운영을 위하여 그 내부에 특정기능과 역할을 수행하는 위원회를 설치하여야 한다.                                                  | 이사회내 위원회 설치 및<br>구성 (감사위원회 등)                    |
| 내부<br>감사기구     | ⑨ 감사위원회, 감사 등 내부감사기구는 경영진 및 지배주주로부터 독립적인 입장에서 성실하게 감사업무를 수행하여야 하며, 내부감사기구의 주요 활동내용은 공시되어야 한다.            | 감사위원회 개최 빈도<br>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<br>외부감사인 독립성<br>(경영자문 여부 등)          |

주) 출처 : 한국거래소 (<http://www.krx.co.kr>)

‘기업지배구조 공시제도’는 유가증권 상장기업을 대상으로 하되, 기업별 여건에 맞는 지배구조의 다양성을 인정하고 기업의 자발적인 경영투명성 강화를 유도하고자 자율공시사항으로 도입되었다.<sup>3)</sup> 하지만 기업들의 자발적인 참여도가 미흡하다는 판단 하에 단계적 의무공시사항으로 전환되어, 자산총액 2조원 이상 대형 유가증권 상장사는 2019년부터 기업지배구조보고서를 의무적으로 공시하여야 한다.

‘기업지배구조 공시제도’가 자율공시사항으로 운영되었던 2017년과 2018년에 약 85개의 기업 지배구조보고서(금융기관이 공시한 기업지배구조보고서 제외)가 공시되었다. 실제 기업지배구조 보고서를 자발적으로 공시한 기업 중 ‘카카오’의 2017년 사업보고서의 지배구조 공시현황과 2018년 지배구조보고서(기준연도 : 2017년)의 공시현황을 비교해 보면, 기업지배구조보고서는 기업지배구조의 10대 핵심원칙에 따라 작성되고 미준수 사항이 별도로 제시되고 있음을 알 수 있다.

〈표 2〉 기업지배구조보고서 사례(카카오)

| 2017년도 사업보고서<br>(공시일 : 2018년 3월 30일) | 2017년도 기업지배구조보고서<br>(공시일 : 2018년 6월 4일, 약 29페이지)            |
|--------------------------------------|-------------------------------------------------------------|
| I. 회사의 개요                            | I. 지배구조 일반                                                  |
| II. 사업의 내용                           | 1. 지배구조 원칙과 정책                                              |
| III. 재무에 관한 사항                       | 2. 조직도                                                      |
| IV. 감사인의 감사의견 등                      | 3. 지배구조 특징                                                  |
| V. 이사의 경영진단 및 분석의견                   | II. 주주                                                      |
| VI. 이사회 등 회사의 기관에 관한 사항              | 1. 주주현황                                                     |
| 1. 이사회에 관한 사항                        | 2. 주주의 권리                                                   |
| 가. 이사회 구성                            | 3. 주주의 공평한 대우                                               |
| 나. 주요 의결사항                           | — IR 현황, 기업정보공개, 영문공시,<br>내부거래 및 자기거래 관련 내부통<br>제장치 현황 등 공시 |
| 다. 이사회 내 위원회에서의 사외이사<br>등의 활용내역      | III. 이사회                                                    |
|                                      | 1. 이사회 기능                                                   |

3) 자본시장법상 공시는 정기공시, 수시공시(주요 경영사항 신고·공시, 조회공시, 자율공시), 공정 공시로 구분된다. 동 공시항목 중 법·규정에 따라 공시가 의무화된 사항을 공시하는 경우를 의무공시(Mandatory disclosure)라고 하며, 공시하도록 의무화되어 있지 않지만 기업이 공시할 경우 이를 자발적 공시(Voluntary disclosure)라고 일컫는다. 기업지배구조보고서는 2017년과 2018년에 걸쳐 자율공시사항(자율공시는 수시공시 중 하나임)으로 운영되었으며, 2019년부터 유가증권시장 공시규정 시행세칙 제24조의2에 따라 자산총액 2조원 이상인 기업은 의무적으로 공시하는 것으로 변경되었다.

〈표 2〉 기업지배구조보고서 사례(카카오) (계속)

| 2017년도 사업보고서<br>(공시일 : 2018년 3월 30일)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | 2017년도 기업지배구조보고서<br>(공시일 : 2018년 6월 4일, 약 29페이지)                                                                                                                                                                                                                                |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2. 감사제도에 관한 사항<br>가. 감사에 관한 사항<br>나. 감사의 주요 활동 내역<br>다. 준법 지원인에 관한 사항<br>3. 주주의 의결권 행사에 관한 사항<br>가. 투표제도 : 집중투표제,<br>서면투표제를 채택하고 있지 않음<br>나. 소수주주권의 행사여부<br>다. 경영권 경쟁<br><br>VII. 주주에 관한 사항<br><br>VIII. 임원 및 직원 등에 관한 사항<br><br>IX. 계열회사 등에 관한 사항<br><br>X. 이해관계자와의 거래내용<br><br>XI. 그밖에 투자자 보호를 위하여 필요한 사항<br>가. 주총 의사록 요약<br>나. 중요한 소송사건<br>다. 합병 등 사후정보<br>라. 제재 현황<br>마. 우발채무 등 | 2. 이사회 구성 및 이사 선임 관련<br>3. 사외이사<br>4. 이사회 운영<br>5. 이사회 내 위원회<br>6. 평가 및 보상<br>7. 미준수 사항 및 그 사유<br>- 집행임원제도를 도입하지 않고<br>있음<br>- 사외이사 외부평가제도 미도입<br><br>IV. 감사기구<br>1. 내부감사기구<br>2. 외부감사인<br><br>V. 기타 지배구조 관련 주요사항<br>1. 사회적 책임 수행 관련 등<br>2. 임직원의 보상체계 관련<br>3. 소송현황<br>4. 관련규정 |

주) 카카오의 기업지배구조보고서(<http://dart.fss.or.kr/dsaf001/main.do?rcpNo=20180604800729&dcmNo=6206024&keyword=%EA%B8%B0%EC%97%85%EC%A7%80%EB%B0%B0%EA%B5%AC%EC%A1%B0>)

기업지배구조보고서의 도입 취지는 효과적인 기업지배구조 공시 제도를 통해 기업경영의 투명성 및 중장기 기업가치 제고에 기여하는 데 있다(금융위원회 보도자료, 2018.03.20). 이에 본 연구에서는 기업지배구조보고서의 가치관련성을 살펴봄으로서, 기업지배구조보고서의 공시가 본래의 정책의 취지에 맞게 기업가치 제고에 기여하는 지를 살펴보고자 한다.

### III. 선행연구 및 연구가설

‘기업지배구조 공시제도’가 도입되기 전, 기업지배구조에 대한 정보는 사업보고서 등을 통해 제공되어 왔다. 사업보고서에는 ‘이사회에 관한 사항’, ‘감사제도에 관한 사항’, ‘주주의 의결권 행사에 관한 사항’ 등의 항목에서 각각의 운영현황에 대한 기술에 그치다 보니 외부 투자자가 해당 기업의 지배구조가 적절히 구축·운영되고 있는지 그렇지 못한지에 대한 판단이 쉽지 않았던 것이 사실이다. 이와 별도로, 한국기업지배구조원에서는 우리나라 유가증권 및 코스닥 상장 기업, 금융회사의 ESG(Environmental Responsibility, Social Responsibility, Governance) 평가를 하면서 기업지배구조분야 평가 등급을 투자자에게 공개하고 있다. 그러나 등급 외에 구체적인 설명이 부연되어 있지 않아 관심 기업의 지배구조가 잘 구축·운영되고 있는지 그리고 어떠한 부분이 미진한지 등에 대해 구체적으로 알기는 어려우며, 약 70%에 해당하는 기업이<sup>4)</sup> 중간수준의 기업지배구조 평가등급을 부여받고 있어 그 수준을 정확히 가늠하기가 어려운 측면이 존재한다.

이와 같이 우리나라 상장기업은 사업보고서에 기업지배구조 현황을 공시하고 있으며 한국기업지배구조원이 기업지배구조 평가등급을 공시하고는 있으나, 기업지배구조의 어떠한 부분이 우수하고 어떠한 부분이 미진한 지에 대한 구체적인 정보가 없다보니 기업과 정보이용자간의 정보비대칭 상황은 여전히 존재하고 있다. 변희섭·조영현(2010)에서도 기업의 지배구조를 대표하는 이사회, 내부통제시스템, 소유구조 현황 등에 대한 정보는 일반투자자들이 접근하기 쉽지 않을 뿐 아니라, 다른 기업과의 비교가 어렵고 현실적으로 본질을 파악하는데 어려움이 있다고 보고되고 있다.

이러한 상황에서 금융위원회는 효과적인 기업지배구조 공시를 통해 기업경영의 투명성을 개선하고 중장기 기업가치를 제고하고자 기업지배구조공시제도를 도입하였다. 이승희(2017)와 정재규(2018)는 기업지배구조 공시제도가 자율공시사항으로 시행된 2017년부터 2018년에 제출된 기업지배구조보고서의 질을 살펴보았는데, 공시품질이 미흡하고 원칙별 준수여부에 대한 판단이 난해할 뿐 아니라, 기업 간 비교도 난해하다는 등의 문제점들이 있다고 지적하였다. 또한 기업지배구조의 핵심원칙에 대한 준수율 역시 53%에 그치는 것으로 나타나,<sup>5)</sup> 기업지배구조보고서가 내용적인 측면에서는 부족함이 있어 보인다. 그럼에도 불구하고, 전문가들은 기업지배구조보고서의 공시 자체에 대해 다음과 같이 긍정적인 평가를 하고 있다. 기업지배구조보고서는 내용적 측면에서 지배구조 핵심원칙 대비 미비한 측면이 있을 수 있으나, 기업지배구조보고서 공시 자체는 데이터를 한 곳에 모아서 보여주고 기업지배구조에 대한 정보를 접근할 길이 넓어진

4) 기업지배구조보고서 공시의무화 발표자료(한국거래소, 2018. 12)에 의하면, S~A+등급은 1.7%, A~B+등급은 26.3%, B~C등급은 69%, D등급은 약 3.5% 수준인 것으로 나타난다.

5) “상장사 지배구조 권장항목 준수율 평균 53%에 그쳐(연합뉴스, 2019.6.3)”

다는 측면에서 긍정적일 수 있다는 것이다.

“상장사 지배구조 권장항목 준수를 평균 53%에 그쳐(연합뉴스, 2019.6.3.)”

상장사 지배구조 권장항목 준수는 53%에 그치지만, 의결권 자문사인 서스틴베스트의 ○○○리서치 본부장은 “기업지배구조와 관련해 분산된 데이터를 한곳에 모아서 보여준다는 점에서 기업지배구조 보고서 공시 제도는 긍정적이다”라고 평가할 뿐 아니라 “사외이사 출석률 등 정량적인 데이터 외에도 최고경영자 승계정책이나 배당계획 등을 보고서를 통해 공시하게 돼 있어 기업들이 내부적으로 없던 계획을 수립하게 만드는 효과도 있다”고 덧붙였다. 또한 대신지배구조연구소 ○○○부장은 “자산운용사 등 이해관계자들이 기업지배구조 관련 정보에 접근할 수 있는 길이 넓어지고 보고의 실효성도 높아졌다”고 평가했다.

더욱이, 선행연구에서는 자발적 공시가 투자자와 기업 사이에 존재하는 정보비대칭을 감소시킨다고 보고된다. 경영자가 자발적으로 제공하는 공시정보는 투자자들의 정보획득 비용을 감소시키고 경영자와 외부투자자간의 정보비대칭을 완화시키는 긍정적인 역할을 한다는 것이다(Ajinkya and Gift 1984 ; Lang and Lundholm 1993). 따라서 기업지배구조의 핵심원칙인 10개 항목에 대한 자세한 운영현황과 미준수 사항을 구체적으로 기술하는 방식의 기업지배구조보고서 공시는 외부투자자가 기업지배구조 정보에 접근할 수 있는 길을 넓힌다는 측면에서 기업과 외부투자자간의 지배구조에 대한 정보비대칭을 감소시키는 역할을 수행할 것으로 예상된다.

그리고 이러한 정보비대칭의 감소는 자본비용의 감소를 통해 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. Amihud and Mendelson(1986)과 Diamond and Verrecchia(1991)는 적극적으로 자발적 공시를 하는 기업일수록 기업과 투자자 사이에 존재하는 정보비대칭이 줄어들기 때문에 역 선택에 따른 비용이 감소하게 되고 이로 인해 주식의 유동성이 제고되어 기업의 자기자본비용을 감소시킨다고 보고한다. 이와 같이 자발적 공시로 인한 정보비대칭 감소는 자기자본비용과 음(-)의 관계가 있으며, 다른 조건이 동일하다면 정보비대칭 감소는 기업가치와 양(+)의 관계를 가질 것이다(문종열 · 김문철 2009).<sup>6)</sup> 이에 본 연구에서는 기업지배구조보고서의 공시가 외부투자자와의 정보비대칭을 감소시켜 기업가치를 증가시키는지 살펴보기 위해 다음과 같이 가설 1을 설정한다.

가설 1. 기업지배구조보고서의 자발적 공시는 기업가치와 양(+)의 관계를 갖는다.

6) 또한 RIM(초과이익모형), DDM(배당할인모형), DCF(현금흐름할인모형)의 가치평가모형을 살펴보면, 각각의 가치평가모형은 초과이익, 기대배당, FCF를 자기자본비용(또는 자기자본비용이 반영된 WACC)로 할인하여 주식가치를 산정한다. 이에 다른 조건이 동일하다면 자기자본비용의 감소는 기업가치의 증가를 초래한다고 볼 수 있다.

앞서 언급하였듯이, 전문가들은 기업지배구조보고서 공시를 통해 지배구조에 대한 정보 접근성이 높아졌다고 평가한다. 즉, 기업지배구조보고서의 내용적인 측면에서는 지배구조 권장항목 준수율이 낮은 등의 부정적인 측면이 있긴 하지만, 지배구조에 대한 정보위험이 감소되는 장점이 충분히 존재한다는 것이다. 기업지배구조보고서의 공시로 인해 지배구조에 대한 정보위험이 감소하면 요구수익률이 감소하여 기업가치의 증가로 이어질 수 있다. 그렇다면, 이러한 기업지배구조보고서의 공시효과에 어떤 기업에게 더 크게 나타날지에 대한 의문이 발생한다. 예를 들어, 기아자동차는 본 연구의 표본기간인 2017년과 2018년에 한국기업지배구조원으로부터 기업지배구조부분 C등급을 받았다. 기업지배구조보고서가 의무공시로 전환된 2019년 기업지배구조보고서 상 기아자동차의 지배구조 핵심지표 준수율은 47%수준으로 공시 기업(자산총액 2조원 이상 상장사)의 평균 준수율인 53%에 미달하였지만,<sup>7)</sup> 기업지배구조보고서를 자발적으로 공시하였다. 반면, 기업지배구조보고서를 자발적으로 공시한 기업 중 SK텔레콤은 한국기업지배구조원으로부터 지배구조 평가등급 A와 A+를 줄곧 받아왔으며, 기업지배구조보고서를 통해 본 지배구조 핵심지표 준수율 역시 100%였다.<sup>8)</sup> 즉, 기아자동차와 SK텔레콤 중 어떤 회사가 기업지배구조보고서 공시에 따른 정보위험 감소효과가 더 크냐는 것이다.

대부분의 국내·외 선행연구들은 기업지배구조가 우수할수록 높은 기업가치를 갖는다고 보고하고 있다(Bhojraj and Sengupta 2003 ; Drobetz et al. 2004 ; Klapper and Love 2004 ; Beiner et al. 2004 ; Black et al. 2006 ; 박광우 외 2005 ; 이세용 2005 ; 손평식 2010 ; 오훈석 · 최국현 2011 ; 이호갑 · 손영건 2009 ; 문종열 · 김문철 2009 ; 김학건 · 이재호 2012 ; 이호갑 2015 ; 노준화 · 신유진 2017).<sup>9)</sup> 기업지배구조가 양호한 경우에 투자자들은 상대적으로 낮은 수준의 요구수익률을 제시함으로써 기업가치의 증가로 이어지지만, 기업지배구조가 취약한 경우 투자자들이 부담하는 정보위험과 대리인위험이 증가함에 따라 이에 상응하는 높은 요구수익률을 제시하고 이는 곧 기업가치의 감소로 이어진다는 것이다.

선행연구에 기초할 때, 기존에 지배구조가 우수하다고 평가된 기업은 정보위험이 크지 않으므로 기업지배구조보고서의 공시로 인한 정보위험의 감소효과도 크지 않을 가능성이 있다. 즉, 기업지배구조 수준이 우수할수록 기업지배구조보고서의 공시로 인한 추가적 정보는 많지 않아, 동 보고서의 공시가 기업가치에 미치는 충분적 영향은 미미할 수 있는 것이다. 반면, 선행연구에서는 기업지배구조가 좋지 않다고 평가된 기업일수록 정보위험이 높아 요구수익률이 높아지므로 기업가치에 부정적인 영향을 미친다고 보고하고 있다. 이러한 상황에서 기업지배구조보고서를 공시한다면 기업지배구조에 대한 정보위험이 다소 감소되어 기업가치에 긍정적인 영향을 미

7) 현대모비스 · 현대제철, 지배구조 장려사항 준수 고작 5개, 그룹 내 최저(CEOSCORE Daily, 2019. 6. 27)

8) SK텔레콤, 기업지배구조 핵심지표 준수율 100%로 ‘우수’(CEOSCORE Daily, 2019. 6. 24)

9) 선행연구에서는 지배구조의 수준을 나타내는 대용치(proxy)로 이사회의 독립성 · 전문성 등, 지배구조 평가기관의 평가점수, 감사위원회 운영현황, 소유 지배구조(외국인투자자 지분율, 기관투자자 지분율, 경영자 지분율 등) 등을 사용하였으나, 전체적으로 유사한 결과를 보고하고 있다.

칠 수 있을 것이다. 또한 이민영·신호영(2010)은 악재성 자율공시에서도 자기자본비용이 낮아지는 효과가 있다고 보고하고 있다. 투자자들은 기업의 호재성 공시를 신뢰하지 않는 반면 악재성 공시에 대해서는 정보위험의 감소측면에서 긍정적으로 평가하기 때문에 자기자본비용이 낮아지고 기업가치가 증가하는 효과가 있다는 것이다. 이러한 선행연구에 기초할 때, 기아자동차의 사례와 같이, 기업지배구조보고서 상의 지배구조 준수율은 낮음에도 불구하고 이를 자발적으로 공시하였을 경우, 투자자는 기업지배구조보고서의 내용이 긍정적이지 않더라도 이를 더욱 부정적으로 평가하기 보다는 기업과 정보이용자간에 존재하였던 지배구조에 대한 정보위험을 완화시켜주는 순 기능적인 측면에서 긍정적으로 평가할 것으로 예상된다.

따라서 기업지배구조보고서 공시와 기업가치 간의 양(+)의 관계는 기업지배구조의 수준에 따라 차별적으로 나타날 수 있고, 특히 기업지배구조 수준이 좋지 않을수록 기업지배구조보고서 공시와 기업가치 간의 양(+)의 관계는 더욱 크게 나타날 것으로 예상된다. 이에 본 연구에서는 다음과 같이 가설 2를 설정한다.

가설 2. 기업지배구조보고서 자발적 공시와 기업가치와의 양(+)의 관계는 기업지배구조 수준이 좋지 않을수록 더 크게 나타날 것이다.

## IV. 표본 및 연구방법

### 1. 표본선정

본 연구의 분석기간은 『comply or explain(원칙준수, 예외설명)』 방식의 ‘기업지배구조 공시제도’가 자율공시사항으로 시행된 2017년과 2018년이며, 분석기간 동안의 유가증권 상장기업을 표본으로 한다. 다만, 아래의 요건에 해당하는 경우에는 표본에서 제외하였다.

- 1) 금융업을 영위하는 기업
- 2) 자본잠식기업
- 3) 결산월이 12월이 아닌 기업
- 4) 분석에 필요한 재무정보 등 입수할 수 없는 기업

금융업을 영위하는 기업은 재무제표 구성이 일반기업과 상이하고, 『금융회사 지배구조 감독규정』등에 따라 2015년부터 ‘지배구조 연차보고서’ 공시가 의무화되었으므로 분석대상에서 제외하였다. 자본잠식이 발생한 기업의 경우 정상적인 경영활동을 전제할 수 없으며 재무변수의 왜곡을 초래할 수 있다고 판단되어 표본에서 제외하였으며, 회계연도를 일치시켜 표본의 동질성을 확보하고자 결산월이 12월이 아닌 기업은 표본에서 제외하였다. 그 외, 분석에 필요한 자료

를 입수할 수 없는 표본을 제외한 최종표본은 1,260개 기업-연도이다. 세부적인 표본 선정 내역은 <표 3>에 제시되어 있다.

<표 3> 연구표본

| 구 분                       |                               | 표본수(기업-연도)                                     |
|---------------------------|-------------------------------|------------------------------------------------|
| 2016년부터 2017년까지 유가증권 상장법인 |                               | 1,579                                          |
| 제외                        | 금융업을 영위하는 기업                  | (95)                                           |
|                           | 자본잠식기업                        | (3)                                            |
|                           | 결산월 12월이 아닌 기업                | (30)                                           |
|                           | 분석에 필요한 재무정보 등 입수할 수 없는 기업 제외 | (191)                                          |
|                           |                               | 1,260                                          |
| 분석에 사용되는 최종표본             |                               | 공시표본      미공시표본                                |
|                           |                               | 85              1,175<br>(6.7%)        (93.3%) |

본 연구에서 사용한 기업지배구조보고서에 관한 자료는 금융감독원 전자공시시스템(dart.fss.or.kr)에서 일일이 수집하였으며, 재무정보 및 추가정보 등은 Fnguide의 DataGuide, 기업지배구조평가결과는 한국기업지배구조원의 자료를 활용하였다. 또한, 본 연구에서는 극단치의 영향을 완화시키고자 상·하위 1%에 속하는 관측치는 해당변수의 상·하위 1%값으로 조정하여 사용하였다.

## 2. 연구모형

본 연구의 주요 목적은 기업지배구조보고서의 자발적 공시가 기업가치에 미치는 영향을 살펴보는 것이다. 다만 기업지배구조보고서 공시 여부를 주요 변수로 사용하는 경우 자기선택편의(self-selection bias)가 존재할 수 있다. 즉, 표본이 기업지배구조보고서를 자발적으로 공시한 기업과 그렇지 않은 기업으로 구분되기 때문에 두 집단의 이질적인 특성이 결과에 영향을 미칠 수 있다는 것이다. 이에, 본 연구에서는 자기선택편의(self-selection bias)를 완화하고자 Heckman 2-stage 모형을 사용한다(Heckman 1979 ; Hung and Subramanyam 2007 ; 강민정 외 2012).<sup>10)</sup>

10) Lennox et al.(2012)에서는 Heckman(1979)의 2-stage 회귀모형의 불완전성을 지적하며, 1단계의 적절한 결정요인 변수를 선택하는 것과 2단계에서는 다중공선성 진단을 수행할 것을 제안한다. 이에 본 연구에서는 1단계 설명변수는 선행연구에 기초하여 자발적 공시에 영향을 미칠 수 있는 요인들을 설명변수로 선정하였으며, LAMBDA를 포함한 2단계 모형의 분산팽창지수(VIF)를 확인하였는데 모두 10미만

먼저, 1단계 분석모형은 기업지배구조보고서 공시여부( $CG$ )를 종속변수로 하고 선행연구 등에서 보고된 자발적 공시유인<sup>11)</sup>을 설명변수로 하는 식 (1)을 구성하여 로짓분석(Logistic regression)을 수행한다. 다음, 가설 1을 검증하기 위한 2단계 분석모형은 기업가치( $MV$ )를 종속변수로 두고 기업지배구조보고서 공시여부( $CG$ )를 가설변수로 하는 식 (2)를 구성하여 회귀분석(OLS)을 수행한다.<sup>12)</sup>

1단계 회귀분석 모형에 사용된 주요 변수는 다음과 같다. 먼저, 소유구조가 기업의 자발적 공시에 미치는 영향을 반영하기 위해 기업지배구조보고서의 자발적 공시 전년도말의 외국인투자자 지분율( $FOR_{t-1}$ )과 지배주주 지분율( $LARGE_{t-1}$ )을 설명변수로 포함한다. 외국인투자자가 존재하는 기업은 자발적 공시가 증가한다고 보고되고 있으며(전영순 2003; 허영빈·심상규 2003; 이정화·손성규 2005), 지배주주는 본인의 사적이익 추구 행위를 소수주주와 이해관계자들에게 감추기 위해 기업의 내부정보를 공시하는 빈도가 감소한다고 보고하고 있기 때문이다(Claessens et al. 2006; 심호식 외 2010; 선우혜정 외 2010; 김태동 외 2016). 둘째로, 자금조달을 계획하고 있는 기업의 경영자는 경영자와 외부투자자 사이에 정보 불균형으로 인한 자금조달비용 상승을 방지하기 위해 자발적 공시를 한다는 자본시장 거래가설(Healy and Palepu 1993)을 반영하기 위해 기업의 자금조달비율( $FIN_t$ )을 설명변수로 반영한다. 셋째로, 기업지배구조가 양호한 기업일수록 자발적 공시 빈도가 높다는 선행연구(Eng and Mak 2003; Ajinkya et al. 2005; Karamanou and Vafeas 2005; Kelton and Yang 2008; 이문영 외 2012; 이정화·손성규 2005; 안미강 외 2010)를 반영하여, 기업지배구조 수준( $GOV_t$ )을 설명변수로 포함하였다. 본 연구에서는 기업지배구조수준의 대용치(proxy)로 한국기업지배구조원에서 실시한 ESG평가의 지배구조 부분 평가등급자료를 사용하였으며,  $GOV_t$ 변수는 0에 가까울수록 지배구조 수준이 높은 것을 의미한다. 넷째로, 정보수요에 의한 자발적 공시 유인을 반영하기 위해 기업규모( $SIZE_{t-1}$ )와 부채비율( $LEV_{t-1}$ ), 기업연령( $AGE_{t-1}$ )을 설명변수로 반영하였다. 기업규모가 클수록 이해관계자가 많아져 정보공시에 대한 수요가 많아지므로 기업은 내부정보를 자발적으로 공시할 가능성이 높다

으로 나타났다. 또한 2단계 모형에 사용된 변수와의 상관관계를 분석한 결과에서도 모두 0.8미만으로 도출되어 다중공선성은 심각하지 않은 것으로 나타났다.

- 11) 본 연구의 연구모형 식 (1)에서는 기업지배구조보고서의 자발적 공시에 영향을 미치는 요인들에 대한 선행연구가 존재하지 않는 관계로, 국내외 선행연구에서 보고된 주요 자발적 공시 유인을 설명변수로 포함한다.
- 12) 본 연구에서는 selection bias를 감소시키기 위해 entropy balancing을 수행하였다(Hainmueller and Xu 2013; Huang et al. 2017; Ahn et al. 2020). entropy balancing은 주요 관심변수가 binary변수인 경우 treatment group과 control group의 기업특성변수(control variables)에 대한 mean, variance, skewness 분포를 조정한 후 주요관심변수가 종속변수에 미치는 영향을 분석하는 방법이다. 이에 본 검토에서는 기업지배구조보고서를 공시한 기업(treatment group)과 기업지배구조보고서를 공시하지 않은 기업(control group)의 기업특성변수(control variables)의 mean 분포를 조정한 후에 가설 1을 분석한 결과, Heckman 2-stage를 사용하였을 때의 결과와 질적으로 동일하게 나타났다.

고 판단되며(Jiambalvo et al. 2002 ; Baginski et al. 2004), 부채비율이 높아질수록 이해관계자도 많고 경영자에 대한 채권자의 감시기능이 높아지므로 경영자는 대리인비용을 낮춰 궁극적으로 자본비용을 낮추고자 자발적 공시를 적극적으로 수행하기 때문이다(Francis et al. 2005 ; 이아영 외 2008 ; 이상철 2011 ; 이원흠 2011). 또한 성장성이 좋은 기업일수록 시장에 유리한 정보를 알리고자 자발적 공시를 증가시킬 수 있으므로, 매출액성장률( $SGRW_{t-1}$ )을 자발적 공시 유인으로 포함하였다(정우성 2000). 이 외에도 기업성과가 좋은 기업일수록 경영자는 자신의 능력을 시장에 알리기 위해 더욱 적극적으로 자발적 공시를 수행한다는 연구결과와(Lang and Lundholm 1993 ; Brown and Hillegeist 2007 ; 정우성 2000 ; Laidroo 2009), 추후 발생할지 모르는 법적인 책임을 지지 않거나 최소화하기 위해서 성과가 좋지 못한 기업이 공시를 적극적으로 수행할 가능성도 있다고 보고한 연구결과(Skinner 1994 ; Kasznik and Lev 1995 ; Skinner 1997)를 반영하여  $ROA_{t-1}$ 와  $LOSS_{t-1}$ 를 설명 변수로 포함하였다.

$$(1단계) \quad CG_t = \beta_0 + \beta_1 FOR_{t-1} + \beta_2 LARGE_{t-1} + \beta_3 FIN_t + \beta_4 GOV_t \\ + \beta_5 SIZE_{t-1} + \beta_6 LEV_{t-1} + \beta_7 SGRW_{t-1} + \beta_8 ROA_{t-1} \\ + \beta_9 LOSS_{t-1} + \beta_{10} AGE_{t-1} + \sum YD + \sum IND + e_t \quad (1)$$

$$(2단계) \quad MV_t = \beta_0 + \beta_1 CG_t + \beta_2 GOV_t + \beta_3 SIZE_t + \beta_4 LEV_t + \beta_5 SGRW_t \\ + \beta_6 LOSS_t + \beta_7 ROA_t + \beta_8 BETA_t + \beta_9 LAMBDA_t \\ + \sum YD + \sum IND + e_t \quad (2)$$

1단계 연구모형의 변수정의는 다음과 같다.

- $CG_t$  = t기 기업지배구조보고서를 공시했으면 1, 아니면 0을 부여한 더미변수 ;  
 $FOR_{t-1}$  = t-1기말 외국인투자자의 지분율 ;  
 $LARGE_{t-1}$  = t-1기말 지배주주지분율(지배주주 및 그 특수 관계자의 지분율) ;  
 $FIN_t$  = t기 재무활동으로 인한 현금흐름 유입액/총자산 ;  
 $GOV_t$  = t기에 공시된 t-1기에 대한 한국기업지배구조원 ESG평가의 지배구조부분 평가결과 (A+, A, B+, B, C, D)에 1에서 6까지의 값을 부여하고 이에 자연로그 취한 값 ;  
 $SIZE_{t-1}$  = t-1기말 log(총자산) ;  
 $LEV_{t-1}$  = t-1기말 총부채/총자산 ;  
 $SGRW_{t-1}$  = t-1기 매출액 증가율 ;  
 $ROA_{t-1}$  = t-1기 당기순이익/총자산 ;  
 $LOSS_{t-1}$  = t-1기 당기순손실을 보고했으면 1, 아니면 0을 부여한 더미변수 ;  
 $AGE_{t-1}$  = 상장이후부터의 기업연령에 로그를 취한 값 ;  
 $YD$  = 연도더미변수 ;  
 $IND$  = 산업더미변수.

2단계 연구모형에서 추가되는 변수의 정의는 다음과 같다.

- $MV$  = 기업가치(Tobin's q, MTB) ;

- *Tobin's q*: 부채총계와 자본 시가총액의 합을 총자산으로 나눈 값;
- *MTB*: 시가총액/총자본;
- $BETA_t$  = 과거 1년간 일별 수익률을 기초로 산정한 베타;
- $LAMBDA$  = 식 (1)에 의한 IMR(Inverse Mill's Ratio);

본 연구가설 1을 검증하기 위한 2단계 연구모형에서, 기업가치의 대용변수(proxy)로는 *Tobin's q*와 시가-장부가비율(*MTB*)을 사용한다. *Tobin's q*와 *MTB*는 기업가치의 대용치(proxy)로 다수의 선행연구에서 사용되고 있다(Griliches 1981; Black et al. 2006; 김창수 2009; 변희섭·조영현 2010; 강정연·고종권 2014; 노준화·신유진 2017; Grullon et al. 2018; 박성욱 외 2019). 그리고 식 (2)의 주요 설명변수는 기업지배구조보고서 공시여부를 나타내는  $CG_t$ 이다.  $CG_t$ 는 기업지배구조보고서를 자발적으로 공시한 기업에 1, 그렇지 않은 기업에 0을 부여한 더미변수이다. 만약  $CG_t$ 의 회귀계수인  $\beta_1$ 이 유의한 양(+)의 부호를 나타내면 기업지배구조보고서의 자발적 공시는 기업가치와 긍정적인 관계가 있다는 것을 의미하므로 가설 1이 지지된다고 볼 수 있다.

본 연구의 가설 2에서는 기업지배구조보고서의 공시와 기업가치의 양(+)의 관계는 기업지배구조의 수준에 따라 다르게 나타날 것이라고 예상하였으며, 이를 검증하기 위한 연구모형은 식 (3)과 같다. 가설 2의 검증에 있어서도 내생성 문제를 통제하기 위해 Heckman 2-stage 모형을 사용하였다. 지배구조수준이 기업지배구조보고서의 자발적 공시와 기업가치의 관계에 미치는 영향을 검증하기 위한 가설 2의 주된 관심변수는  $GOV_t \times CG_t$ 이다. 만약  $GOV_t \times CG_t$ 의 회귀계수인  $\beta_3$ 의 값이 유의한 양(+)의 값으로 나타난다면 기업지배구조수준이 취약한 기업일수록 기업지배구조보고서의 공시와 기업가치 간에 양(+)의 관계가 더 크다는 것으로 해석할 수 있다.

$$\begin{aligned} (1\text{단계}) \quad CG_t = & \beta_0 + \beta_1 FOR_{t-1} + \beta_2 LARGE_{t-1} + \beta_3 FIN_t + \beta_4 GOV_t \\ & + \beta_5 SIZE_{t-1} + \beta_6 LEV_{t-1} + \beta_7 SGRW_{t-1} + \beta_8 ROA_{t-1} \\ & + \beta_9 LOSS_{t-1} + \beta_{10} AGE_{t-1} + \sum YD + \sum IND + e_t \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} (2\text{단계}) \quad MV_t = & \beta_0 + \beta_1 CG_t + \beta_2 GOV_t + \beta_3 CG_t \times GOV_t + \beta_4 SIZE_t \\ & + \beta_5 LEV_t + \beta_6 SGRW_t + \beta_7 LOSS_t + \beta_8 ROA_t \\ & + \beta_9 BETA_t + \beta_{10} LAMBDA_t + \sum YD + \sum IND + e_t \end{aligned} \quad (3)$$

여기에서, 변수 정의는 식 (1)과 식 (2) 참조.

식 (2)와 식 (3)에는 가설변수 외에 기업가치(*MV*)에 영향을 미칠 수 있는 요인을 통제변수(control variables)로 포함하였다. 먼저, 기업지배구조가 우수할수록 가치관련성이 높다고 보고되므로(Bhojraj and Sengupta 2003; Drobetz et al. 2004; 김학건·이재호 2012; 노준화·신유진

2017), 이를 통제하기 위해  $GOV_i$ 를 변수로 추가하였으며, 기업규모가 클수록 시장에서 지배력이 크고 효율적인 경영이 가능하여 기업가치에 영향을 미칠 수 있으므로  $SIZE_i$ 를 통제변수로 포함하였다(Xu and Wang 1999). 한편 기업이 부채를 조달하는 경우 경영자에 대한 경영감시기능이 강화되어 대리인문제를 줄일 수 있어 기업가치가 높아질 수 있지만(Jensen and Meckling 1976 ; Jensen 1986 ; Stulz 1988), 부채비율이 높은 기업은 이자비용이 크고, 재무적 곤경상황에 처할 가능성이 높아 파산비용이 증가할 가능성이 있으므로 기업가치에 음(-)의 영향을 미칠 가능성도 존재한다(김창수 2009). 이렇게 부채비율이 기업가치에 미치는 영향을 통제하기 위해 부채비율( $LEV_i$ )을 통제변수에 포함하였다. 이 외에 매출액성장률이 높은 기업일수록 시장에서 긍정적으로 평가되어 기업가치가 높다고 보고되고 있으므로 매출액성장률( $SGRW_i$ )을 통제변수로 포함하며(Yermack 1996), 수익성이 기업의 가치에 미치는 영향을 통제하기 위하여 총자산이익률( $ROA_i$ )과 손실보고여부( $LOSS_i$ )를 통제변수로 추가하였다. 기업의 체계적 위험( $BETA_i$ )의 클수록 자본비용이 높아져 기업가치와 음(-)의 관련성이 있을 수 있으므로 이를 통제변수로 포함한다(Francis et al. 2004). 마지막으로 산업별 특성이 기업가치에 미치는 영향이 다를 것이며, 해당 회계연도에서 나타날 수 있는 횡적상관성(cross-sectional dependence)을 통제하기 위하여 연도더미( $YD$ )와 산업더미( $IND$ ) 변수를 모형에 포함한다.

## V. 실증분석결과

### 1. 기술통계량

가설 1과 가설 2를 검증하기 위해 사용된 변수들의 기술통계량은 <표 4>에 제시되어 있다. 먼저, 1단계 연구모형에서 사용된 주요 변수의 기술통계량을 살펴보면 다음과 같다. <표 4>의 Panel A와 같이, 표본으로 추출된 기업 중 약 6.7%가 기업지배구조보고서를 자발적으로 공시( $CG_i$ )한 것으로 나타나며, 기업지배구조보고서 발행 전년도에 외국인투자자 지분율( $FOR_{i-1}$ )은 평균 10.1%, 대주주지분율( $LARGE_{i-1}$ )은 평균 44.1%를 나타내고 있다. 한편 표본기업은 기업지배구조보고서 발행 연도에 총자산 대비 약 20.8%의 재원을 조달( $FIN_i$ )한 것으로 나타나며, 기업연령( $AGE_{i-1}$ )은 약 2.982로 나타나 표본기업은 상장이후 19.73년도가 경과한 기업인 것으로 나타난다.

다음으로, 2단계 연구모형에 사용된 주요 변수의 기술통계량은 <표 4>의 Panel B에 제시되어 있다. Tobin's  $q_i$ 는 평균은 1.106이며, 기업가치의 또 다른 대용변수로 사용한 자기자본의 장부가액 대비 시장가치( $MTB_i$ )의 평균은 1.205로 나타났다. 기업지배구조수준을 나타내는  $GOV_i$ 의 평균값은 1.375로 한국기업지배구조원에서 평가한 결과로 보면 평균 B등급 정도에 해당한다.<sup>13)</sup>

13) 기업지배구조보고서를 공시한 85개 기업에 대한 한국기업지배구조원의 지배구조평가등급 평가결과

〈표 4〉 기술통계량

| Panel A. 1단계 주요 변수의 기술통계량 |       |        |       |        |        |        |
|---------------------------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 변수                        | 표본수   | 평균     | 표준편차  | 1%     | 중간값    | 99%    |
| $CG_t$                    | 1,260 | 0.067  | 0.251 | 0.000  | 0.000  | 1.000  |
| $FOR_{t-1}$               | 1,260 | 0.101  | 0.124 | 0.000  | 0.049  | 0.597  |
| $LARGE_{t-1}$             | 1,260 | 0.441  | 0.163 | 0.089  | 0.448  | 0.808  |
| $FIN_t$                   | 1,260 | 0.208  | 0.266 | 0.000  | 0.118  | 1.351  |
| $GOV_t$                   | 1,260 | 1.375  | 0.227 | 0.693  | 1.386  | 1.792  |
| $SIZE_{t-1}$              | 1,260 | 20.271 | 1.577 | 17.500 | 20.048 | 24.680 |
| $LEV_{t-1}$               | 1,260 | 0.454  | 0.198 | 0.072  | 0.465  | 0.900  |
| $SGRW_{t-1}$              | 1,260 | 0.082  | 0.292 | -0.411 | 0.037  | 1.939  |
| $ROA_{t-1}$               | 1,260 | 0.024  | 0.065 | -0.282 | 0.028  | 0.198  |
| $LOSS_{t-1}$              | 1,260 | 0.198  | 0.398 | 0.000  | 0.000  | 1.000  |
| $AGE_{t-1}$               | 1,260 | 2.982  | 0.777 | 0.693  | 3.198  | 3.951  |
| Panel B. 2단계 주요 변수의 기술통계량 |       |        |       |        |        |        |
| 변수                        | 표본수   | 평균     | 표준편차  | 1%     | 중간값    | 99%    |
| Tobin's $q_t$             | 1,260 | 1.106  | 0.697 | 0.413  | 0.912  | 4.851  |
| $MTB_t$                   | 1,260 | 1.205  | 1.229 | 0.184  | 0.792  | 7.442  |
| $GOV_t$                   | 1,260 | 1.375  | 0.227 | 0.693  | 1.386  | 1.792  |
| $CG_t$                    | 1,260 | 0.067  | 0.251 | 0.000  | 0.000  | 1.000  |
| $SIZE_t$                  | 1,260 | 20.314 | 1.578 | 17.514 | 20.103 | 24.877 |
| $LEV_t$                   | 1,260 | 0.453  | 0.198 | 0.071  | 0.461  | 0.884  |
| $SGRW_t$                  | 1,260 | 0.071  | 0.215 | -0.387 | 0.043  | 1.254  |
| $LOSS_t$                  | 1,260 | 0.235  | 0.424 | 0.000  | 0.000  | 1.000  |
| $ROA_t$                   | 1,260 | 0.019  | 0.066 | -0.270 | 0.024  | 0.200  |
| $BETA_t$                  | 1,260 | 0.741  | 0.425 | -0.091 | 0.708  | 1.785  |

- 1) 변수정의 :  $CG_t=t$ 기 기업지배구조보고서를 공시했으면 1, 아니면 0을 부여한 더미변수 ;  $FOR_{t-1}=t-1$ 기말 외국인투자자의 지분율 ;  $LARGE_{t-1}=t-1$ 기말 지배주주지분율(지배주주 및 그 특수 관계자의 지분율) ;  $FIN_t=t$ 기 재무활동으로 인한 현금흐름 유입액/총자산 ;  $GOV_t=t$ 기에 공시된  $t-1$ 기에 대한 한국 기업지배구조원 ESG평가의 지배구조부분 평가결과(A+, A, B+, B, C, D)에 1에서 6까지의 값을 부여하고 이에 자연로그 취한 값 ;  $SIZE_{t-1}=t-1$ 기말  $\log$ (총자산) ;  $LEV_{t-1}=t-1$ 기말 총부채/총자산 ;

다음과 같다. 기업지배구조보고서를 공시한 기업의 지배구조평가등급은 B+, B를 중심으로 정규분포 형태를 보이고 있다.

| 평가등급 | A+           | A              | B+             | B              | C            | D            | 합계           |
|------|--------------|----------------|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
| 기업수  | 4<br>(4.71%) | 12<br>(14.12%) | 33<br>(38.82%) | 27<br>(31.76%) | 8<br>(9.41%) | 1<br>(1.18%) | 85<br>(100%) |

$SGRW_{t-1}$ =t-1기 매출액 증가율;  $ROA_{t-1}$ =t-1기 당기순이익/총자산;  $LOSS_{t-1}$ =t-1기 당기순손실을 보고했으면 1, 아니면 0을 부여한 더미변수;  $AGE_{t-1}$ =상장이후부터의 기업연령에 로그를 취한 값;  $Tobin's\ Q$ =부채총계와 자본 시가총액의 합을 총자산으로 나눈 값;  $MTB_t$ =시가총액/총자본;  $SIZE_t$ =t기 말  $\log$ (총자산);  $LEV_t$ =t기 말 총부채/총자산;  $SGRW_t$ =t기 매출액 증가율;  $LOSS_t$ =t기 당기순손실이 발생하였으면 1, 아니면 0을 부여한 더미변수;  $ROA_t$ =t기 당기순이익/총자산;  $BETA_t$ =과거 1년간 일별 수익률을 기초로 산정한 베타.

그 외 기업가치에 영향을 미치는 통제변수들의 평균값을 살펴보면, 표본기업의 평균 기업규모( $SIZE_t$ )는 20.314(약 664,137,656천원)이며, 부채비율( $LEV_t$ )의 평균은 45.3%를 보이고 있다. 성장성을 나타내는 매출액증가율( $SGRW_t$ )은 평균 7.1%이며, 평균  $ROA_t$ 는 약 1.9%수준이다. 전체 표본의 약 23.5%가 당기순손실( $LOSS_t$ )을 보고하고 있으며, 표본기업의 평균 베타( $BETA_t$ )는 0.741로 나타난다.

<표 5>는 본 연구의 2단계 회귀분석모형에서 사용되는 주요 변수들 간의 상관관계를 분석한 결과이다.

<표 5> 상관계수표

| 변수           | $Tobin's\ q$       | $MTB$              | $CG_t$             | $GOV_t$            | $SIZE_t$           | $LEV_t$            | $SGRW_t$           | $LOSS_t$           | $ROA_t$            | $BETA_t$           |
|--------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| $Tobin's\ q$ |                    | 0.9491<br>(0.000)  | -0.0054<br>(0.847) | 0.0050<br>(0.859)  | -0.1476<br>(0.000) | -0.0459<br>(0.104) | 0.0600<br>(0.033)  | 0.0339<br>(0.229)  | 0.0141<br>(0.617)  | 0.1527<br>(0.000)  |
| $MTB$        | 0.9417<br>(0.000)  |                    | -0.0124<br>(0.659) | 0.0304<br>(0.281)  | -0.1773<br>(0.000) | 0.0134<br>(0.636)  | 0.0744<br>(0.008)  | 0.0586<br>(0.038)  | -0.0572<br>(0.042) | 0.1276<br>(0.000)  |
| $CG_t$       | 0.0045<br>(0.872)  | -0.0252<br>(0.372) |                    | -0.2032<br>(0.000) | 0.3928<br>(0.000)  | 0.0605<br>(0.031)  | 0.0103<br>(0.715)  | -0.0296<br>(0.293) | 0.0203<br>(0.472)  | 0.0195<br>(0.489)  |
| $GOV_t$      | -0.0713<br>(0.011) | -0.0456<br>(0.106) | -0.2518<br>(0.000) |                    | -0.4523<br>(0.000) | -0.0466<br>(0.098) | 0.0018<br>(0.948)  | 0.1581<br>(0.000)  | -0.1575<br>(0.000) | -0.0509<br>(0.070) |
| $SIZE_t$     | -0.1689<br>(0.000) | -0.2446<br>(0.000) | 0.3073<br>(0.000)  | -0.3659<br>(0.000) |                    | 0.2387<br>(0.000)  | 0.0403<br>(0.152)  | -0.1677<br>(0.000) | 0.2142<br>(0.000)  | 0.0931<br>(0.001)  |
| $LEV_t$      | 0.1723<br>(0.000)  | 0.0062<br>(0.826)  | 0.0661<br>(0.019)  | -0.0277<br>(0.325) | 0.2418<br>(0.000)  |                    | 0.0401<br>(0.155)  | 0.2545<br>(0.000)  | -0.2875<br>(0.000) | 0.1824<br>(0.000)  |
| $SGRW_t$     | 0.1170<br>(0.000)  | 0.1114<br>(0.000)  | 0.0362<br>(0.199)  | -0.0260<br>(0.356) | 0.1024<br>(0.000)  | 0.0383<br>(0.174)  |                    | -0.1506<br>(0.000) | 0.1495<br>(0.000)  | 0.0383<br>(0.174)  |
| $LOSS_t$     | 0.0521<br>(0.064)  | 0.0010<br>(0.971)  | -0.0296<br>(0.293) | 0.1728<br>(0.000)  | -0.1766<br>(0.000) | 0.2514<br>(0.000)  | -0.2296<br>(0.000) |                    | -0.6775<br>(0.000) | 0.0607<br>(0.031)  |
| $ROA_t$      | 0.0839<br>(0.003)  | 0.1456<br>(0.000)  | -0.0046<br>(0.870) | -0.1697<br>(0.000) | 0.1619<br>(0.000)  | -0.3625<br>(0.000) | 0.2654<br>(0.000)  | -0.7343<br>(0.000) |                    | -0.0001<br>(0.997) |
| $BETA_t$     | 0.2276<br>(0.000)  | 0.1730<br>(0.000)  | 0.0193<br>(0.493)  | -0.0515<br>(0.067) | 0.0412<br>(0.143)  | 0.1768<br>(0.000)  | 0.0625<br>(0.026)  | 0.0685<br>(0.015)  | -0.0278<br>(0.323) |                    |

1) 변수정의는 <표 4>참조

2) 우상면은 피어슨(Pearson) 상관계수이며, 좌하면은 스피어만(Spearman) 상관계수임

대각선을 기준으로 우상면은 Pearson 상관계수이며, 좌하면은 Spearman 상관계수를 나타낸다. 본 연구의 관심변수인 기업지배구조보고서 자발적 공시여부( $CG_i$ )는 기업가치( $Tobin's\ q_i$ ,  $MTB_i$ )와 유의한 상관관계를 나타내지 않고 있다. 이는 기업가치에 영향을 미치는 다른 변수들의 영향을 고려하지 않은 결과이므로 다변량 회귀분석을 통하여 검증해 보아야 할 것이라 생각된다. 기업지배구조의 수준을 나타내는 변수인  $GOV_i$ 와  $Tobin's\ q_i$ 의 스피어만(Spearman) 상관계수가 유의한 음(-)으로 나타나 지배구조수준이 좋지 않을수록 기업의 가치가 감소한다는 선행연구의 결과를 지지하고 있다.

한편  $ROA$ 와  $LOSS$ 간에 나타나는 음(-)의 유의한 상관계수를 제외하면, 설명변수 사이의 상관계수는 모두 0.5 이하로 나타나고 있어 다중공선성 문제는 크지 않은 것으로 판단된다. 또한 회귀분석결과에서 모든 설명변수에 나타난 분산팽창지수(Variance Inflation Factor, VIF)는 10을 넘지 않는 것으로 확인되었다.

## 2. 실증분석결과

<표 6>은 기업지배구조보고서를 자발적으로 공시한 기업과 그렇지 않은 기업 간에 기업가치가 유의하게 다른지를 살펴본 단변량 차이분석결과(t-test)이다. 예상과 달리, 기업지배구조보고서를 자발적으로 공시한 기업( $CG=1$ )은 기업지배구조보고서를 공시하지 않은 기업( $CG=0$ )에 비해  $Tobin's\ q$ 와  $MTB$ 가 다소 낮은 수치를 보이고 있으며, 통계적으로는 유의하지 않다. 다만 이러한 결과는 단변량 비교분석결과이므로 기업가치에 영향을 미치는 여타의 통제변수 효과를 고려한 다변량 분석결과를 함께 살펴봐야 할 것으로 판단된다.

<표 6> 단변량 차이분석결과

| 변수           | $CG=1$<br>(N_obs=85) | $CG=0$<br>(N_obs=1,175) | 차이      | t-stat. |
|--------------|----------------------|-------------------------|---------|---------|
| $Tobin's\ q$ | 1.0924               | 1.1075                  | -0.0151 | -0.19   |
| $MTB$        | 1.1487               | 1.2096                  | -0.0609 | -0.44   |

1) 변수정의는 <표 4>을 참조.

2) \*/\*\*/\*\*은 각각 10%/5%/1% 수준에서 통계적으로 유의함

<표 7>은 본 연구가설 1을 검증하기 위한 Heckman 2-stage 분석결과이다. 먼저, Panel A는 1단계 모형인 식 (1)의 분석결과이다. 주요 결정요인을 살펴보면, 기업지배구조보고서 발행 전년도말의 외국인투자자 지분율( $FOR_{t-1}$ )이 높을수록 기업지배구조보고서를 자발적으로 공시하는 것으로 나타난다. 이는 외국인투자자가 기업지배구조에 대한 정보비대칭을 완화하고자 경영자에게 공시 압력을 행사하므로 외국인투자자 지분율이 높은 기업일수록 기업지배구조보고서를

공시하는 경향이 높기 때문인 것으로 해석된다. 이에 반해, 기업지배구조보고서 발행 전년도말의 지배주주 지분율( $LARGE_{t-1}$ )이 높은 기업일수록 기업지배구조보고서를 자발적으로 공시하지 않는 것으로 나타난다. 이러한 결과는 지배주주지분율이 높을수록 지배주주가 사적이익을 추구하려는 경향이 강하고, 이로 인해 기업의 내부정보를 외부에 공개하기를 꺼려하기 때문인 것으로 해석된다. 이 외에 기업규모( $SIZE_{t-1}$ )의 회귀계수가 유의한 양(+)으로 도출되었는데, 기업규모가 클수록 이해관계자가 많아 정보공시에 대한 수요가 크므로 기업지배구조보고서를 자발적으로 공시하는 것으로 해석된다. 전체적으로 볼 때, 모형의 적합도는 1% 수준에서 유의하므로 본 모형을 통해 추정된  $IMR$ 값을 2단계 회귀분석의 통제변수에 포함하였다.

<표 7>의 Panel B는 가설 1을 검증하기 위한 2단계 모형의 분석결과이다. 가설 1에서는 기업지배구조보고서의 공시는 기업가치와 양(+)의 관계가 있을 것이라고 예상하였다. Panel B에 의하면,  $\beta_1$ 가 유의한 양(+)으로 나타나 가설 1을 지지한다. 즉, 기업지배구조보고서를 자발적으로 공시한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 기업가치가 유의하게 높다는 것이다. 이는 기업지배구조보고서의 공시가 투자자들에게 지배구조와 관련한 유의미한 정보를 제공하고 있으며, 그간 투자자와 기업 사이에 발생하였던 지배구조에 대한 정보비대칭이 감소되기 때문인 것으로 해석된다.

〈표 7〉 기업지배구조보고서의 자발적 공시가 기업가치에 미치는 영향

| Panel A. 1단계 분석모형 : 기업지배구조보고서의 자발적 공시요인                                                                                                                                                                                                             |      |            |            |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------------|------------|
| $CG_t = \beta_0 + \beta_1 FOR_{t-1} + \beta_2 LARGE_{t-1} + \beta_3 FIN_t + \beta_4 GOV_t + \beta_5 SIZE_{t-1} + \beta_6 LEV_{t-1} + \beta_7 SGRW_{t-1} + \beta_8 ROA_{t-1} + \beta_9 LOSS_{t-1} + \beta_{10} AGE_{t-1} + \sum YD + \sum IND + e_t$ |      |            |            |
| 변수                                                                                                                                                                                                                                                  | 예측부호 | 추정계수       | Chi-square |
| <i>INTERCEPT</i>                                                                                                                                                                                                                                    | +/-  | -7.9523*** | (40.14)    |
| <i>FOR<sub>t-1</sub></i>                                                                                                                                                                                                                            | +    | 1.2180**   | (3.89)     |
| <i>LARGE<sub>t-1</sub></i>                                                                                                                                                                                                                          | -    | -1.4226*** | (8.38)     |
| <i>FIN<sub>t</sub></i>                                                                                                                                                                                                                              | +    | 0.4342     | (2.63)     |
| <i>GOV<sub>t</sub></i>                                                                                                                                                                                                                              | -    | -0.1416    | (0.30)     |
| <i>SIZE<sub>t-1</sub></i>                                                                                                                                                                                                                           | +    | 0.3918***  | (49.93)    |
| <i>LEV<sub>t-1</sub></i>                                                                                                                                                                                                                            | +/-  | -0.4358    | (0.92)     |
| <i>SGRW<sub>t-1</sub></i>                                                                                                                                                                                                                           | +    | 0.0468     | (0.04)     |
| <i>ROA<sub>t-1</sub></i>                                                                                                                                                                                                                            | +    | -1.6665    | (1.08)     |
| <i>LOSS<sub>t-1</sub></i>                                                                                                                                                                                                                           | +/-  | -0.0304    | (0.02)     |
| <i>AGE<sub>t-1</sub></i>                                                                                                                                                                                                                            | +/-  | -0.3006*** | (12.77)    |
| <i>YD/IND</i>                                                                                                                                                                                                                                       | +/-  | included   |            |
| L · R( $\chi^2$ )                                                                                                                                                                                                                                   |      | 212.5***   |            |
| N_obs                                                                                                                                                                                                                                               |      | 1,260      |            |

〈표 7〉 기업지배구조보고서의 자발적 공시가 기업가치에 미치는 영향 (계속)

Panel B. 2단계 분석모형 : 기업지배구조보고서 자발적 공시와 기업가치(가설 1)

$$MV_t = \beta_0 + \beta_1 CG_t + \beta_2 GOV_t + \beta_3 SIZE_t + \beta_4 LEV_t + \beta_5 SGRW_t + \beta_6 LOSS_t + \beta_7 ROA_t + \beta_8 BETA_t + \beta_9 LAMBDA_t + \sum YD + \sum IND + e_t$$

| 변수                           | 종속변수=Tobin's q<br>추정계수 (t-value) | 종속변수=MTB<br>추정계수 (t-value) |
|------------------------------|----------------------------------|----------------------------|
| <i>INTERCEPT</i>             | 3.6299*** (8.50)                 | 6.0320*** (8.02)           |
| <b><i>CG<sub>t</sub></i></b> | <b>0.9834*** (4.62)</b>          | <b>1.7775*** (4.75)</b>    |
| <i>GOV<sub>t</sub></i>       | -0.0859 (-0.97)                  | -0.1318 (-0.84)            |
| <i>SIZE<sub>t</sub></i>      | -0.1398*** (-7.23)               | -0.2690*** (-7.90)         |
| <i>LEV<sub>t</sub></i>       | 0.0534 (0.48)                    | 0.5012** (2.54)            |
| <i>SGRW<sub>t</sub></i>      | 0.1744* (1.94)                   | 0.4208*** (2.67)           |
| <i>LOSS<sub>t</sub></i>      | 0.0969 (1.58)                    | 0.0328 (0.30)              |
| <i>ROA<sub>t</sub></i>       | 1.0771*** (2.63)                 | 0.3638 (0.50)              |
| <i>BETA<sub>t</sub></i>      | 0.2561*** (5.06)                 | 0.3500*** (3.93)           |
| <i>LAMBDA</i>                | -0.4944*** (-4.29)               | -0.8818*** (-4.35)         |
| <i>YD/IND</i>                | <i>included</i>                  |                            |
| F-value                      | 8.16***                          | 8.42***                    |
| Adj-R <sup>2</sup> (%)       | 8.37                             | 8.63                       |
| N_obs                        | 1,260                            | 1,260                      |

1) 변수정의는 &lt;표 4&gt;참조

2) \*/\*\*/\*\*은 각각 10%/5%/1% 수준에서 통계적으로 유의함

한편 통제변수 중 기업규모(*SIZE<sub>t</sub>*)가 클수록 가치관련성이 낮은 것으로 나타났으며<sup>14)</sup>, 성장성(*SGRW<sub>t</sub>*)이 높을수록, 수익성(*ROA<sub>t</sub>*)이 높을수록 기업가치에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타난다.

<표 8>은 가설 2에 대한 분석결과를 보여준다. 가설 2에서는 기업지배구조보고서 공시와 기업가치 간의 관계는 기업지배구조의 수준에 따라 차별적으로 나타날 것이라고 예상하였다. <표 8>에서 보듯이, *CG<sub>t</sub>*의 회귀계수인  $\beta_1$ 이 유의한 양(+)으로 나타나 기업지배구조보고서 공시가 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것을 보여준다. 한편, *GOV<sub>t</sub> × CG<sub>t</sub>*의 회귀계수인  $\beta_3$ 가 유의

14) 기업규모(*SIZE<sub>t</sub>*)가 가치관련성에 미치는 영향에 대한 연구결과는 혼재된다. 기업규모가 클수록 시장에서 지배력이 크고, 효율적인 경영이 가능하여 기업가치에 양(+)의 영향을 미친다고 보고한 연구가 존재하는 반면(Xu and Wang 1999), 규모가 큰 기업일수록 경영자의 사적효용이 커져 대리인문제가 더 심각하게 나타나 기업가치를 하락시키고(Jensen 1986), 규모가 큰 기업의 경우 정치적 비용이 크기 때문에 기업의 가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있다고도 언급되고 있다(강정연 · 고종권 2014).

한 양(+)으로 나타난다. 이는 기업지배구조보고서 공시와 기업가치와의 양(+)의 관계는 기업지배구조가 취약할수록 더 커진다는 것을 의미하는 것으로 가설 2를 지지하는 결과이다. 기업지배구조가 취약한 기업일수록 기업지배구조보고서를 자발적으로 공시할 경우 기업의 이러한 공시 행태를 시장이 긍정적으로 평가하기 때문에 자기자본비용이 낮아지고 기업가치가 증가한다는 의미로서 선행연구와 일맥상통하는 결과이다(이민영 · 신호영 2010 ; Trueman 1986).

〈표 8〉 기업지배구조 수준에 따른 차별적 영향(가설 2)

$$MV_t = \beta_0 + \beta_1 CG_t + \beta_2 GOV_t + \beta_3 CG_t \times GOV_t + \beta_4 SIZE_t + \beta_5 LEV_t + \beta_6 SGRW_t + \beta_7 LOSS_t + \beta_8 ROA_t + \beta_9 BETA_t + \beta_{10} LAMBDA_t + \sum YD + \sum IND + e_t$$

| 변수                                  | 종속변수=Tobin's q<br>추정계수(t-value) | 종속변수=MTB<br>추정계수(t-value) |
|-------------------------------------|---------------------------------|---------------------------|
| <i>INTERCEPT</i>                    | 3.9504*** (8.80)                | 6.6126*** (8.37)          |
| <i>CG</i>                           | 0.5281* (1.81)                  | 0.9528* (1.85)            |
| <i>GOV</i>                          | -0.1589* (-1.68)                | -0.2640 (-1.59)           |
| <b><i>GOV×CG</i></b>                | <b>0.5220** (2.27)</b>          | <b>0.9457** (2.34)</b>    |
| <i>SIZE</i>                         | -0.1511*** (-7.58)              | -0.2894*** (-8.25)        |
| <i>LEV</i>                          | 0.0702 (0.63)                   | 0.5318*** (2.69)          |
| <i>SGRW</i>                         | 0.1780** (1.99)                 | 0.4273*** (2.71)          |
| <i>LOSS</i>                         | 0.1018* (1.66)                  | 0.0417 (0.39)             |
| <i>ROA</i>                          | 1.1279*** (2.75)                | 0.4558 (0.63)             |
| <i>BETA</i>                         | 0.2499*** (4.94)                | 0.3388*** (3.81)          |
| <i>LAMBDA</i>                       | -0.5872*** (-4.81)              | -1.0500*** (-4.89)        |
| <i>YD/IND</i>                       | <i>included</i>                 |                           |
| $\beta_1 + \beta_3(F\text{-value})$ | 1.0501*** (24.00)               | 1.8985*** (25.32)         |
| F-value                             | 8.01***                         | 8.28***                   |
| Adj-R <sup>2</sup> (%)              | 8.64                            | 8.95                      |
| N_obs                               | 1,260                           | 1,260                     |

1) 변수정의는 <표 4>참조

2) \*\*\*/\*\*은 각각 10%/5%/1% 수준에서 통계적으로 유의함

가설 1과 가설 2의 분석결과에 기초할 때, 기업지배구조보고서의 자발적 공시는 기업지배구조에 대한 투자자와 기업 간의 정보비대칭을 감소시켜 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 해석된다. 즉, 기업지배구조보고서는 투자자에게 지배구조와 관련된 유의미한 정보를 제공

하는 역할을 하고 있는 것으로 기업지배구조보고서의 단계적 의무공시 확대는 타당한 정책방향이라 판단된다.

### 3. 추가분석결과

2017년에 처음 도입되어 자율공시사항으로 운영되던 기업지배구조 공시제도는 단계적 의무공시사항으로 변경되어, 2019년부터 자산총액 2조원 이상 대형 유가증권 상장사는 기업지배구조보고서를 의무적으로 공시하여야 한다. 자산총액 2조원 이상의 상장회사는 상법상 이사회 및 감사위원회에 대한 운영 조건이 상대적으로 엄격하다. 예를 들어, 사외이사는 일반적으로 이사 총수의 4분의 1이상으로 구성하면 되나, 자산총액 2조원 이상인 상장회사는 사외이사를 3명 이상으로 구성하고 이사 총수의 과반수가 되어야 한다.<sup>15)</sup> 또한 자산총액 2조원 이상인 상장회사는 감사위원회를 의무적으로 설치해야 한다.<sup>16)</sup>

본 추가분석에서는 자산 2조원 이상의 대형 상장기업에 있어서도 기업지배구조보고서의 자발적 공시가 기업가치에 영향을 미치고 있는지를 살펴보았다.<sup>17)</sup> 먼저, 자산총액 2조원 이상인 기업을 대상으로 한 가설 1의 분석결과는 <표 9>의 Panel A에 제시되어 있다. <표 7>의 분석결과와 마찬가지로  $\beta_1$ 이 유의한 양(+)으로 나타나, 자산총액 2조원 이상인 유가증권 상장사 간에도 기업지배구조보고서의 공시여부는 기업가치에 영향을 미친다는 것을 의미한다. 한편,  $GOV_i$ 의 회귀계수인  $\beta_2$ 는 유의한 음(-)으로 나타나며, 이는 기업지배구조수준이 좋지 않을수록 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것을 의미한다. 전체 표본을 대상으로 한 분석 결과(<표 7>의 Panel A)에서는  $\beta_2$ 가 유의하게 도출되지 않은 반면, 자산총액 2조원 이상의 표본에서는 유의한 결과가 도출된 것이다. 이는 투자자가 기업지배구조 수준을 기업가치에 반영할 때, 대형 상장기업의 경우에 보다 민감하게 반영하는 것으로 이해된다.

다음으로, 자산총액 2조원 이상인 기업을 대상으로 한 가설 2의 분석결과는 <표 9>의 Panel B에 제시되어 있다. <표 9>의 Panel B와 같이, 종속변수가  $GOV_i$ 의 회귀계수인  $\beta_2$ 는 유의한 음(-)의 계수를 보이고 있으나,  $GOV_i \times CG_i$ 의 회귀계수인  $\beta_3$ 가 유의한 양(+)으로 나타난다. 이는 자산총액 2조원 이상의 기업군에서 기업지배구조 수준이 취약할수록 기업가치는 감소하지만, 기업지배구조가 취약한 기업이 기업지배구조보고서를 자발적으로 공시한 경우에는 기업가치가 증분적으로 향상된다는 것을 의미한다.

15) 상법 제542조의8(사외이사의 선임), 상법 시행령 제34조(상장회사의 사외이사 등) 1항 5호.

16) 상법 제542조의11(감사위원회), 상법 시행령 제37조(감사위원회) 1항.

17) 자산총액 2조원 이상인 유가증권 상장회사 중 기업지배구조보고서를 공시한 기업은 63개 기업—연도, 공시하지 않은 기업은 210개 기업—연도로 파악된다.

〈표 9〉 추가분석결과 : 자산총액 2조원 이상

Panel A. 가설 1 추가분석결과

$$MV_t = \beta_0 + \beta_1 CG_t + \beta_2 GOV_t + \beta_3 SIZE_t + \beta_4 LEV_t + \beta_5 SGRW_t + \beta_6 LOSS_t + \beta_7 ROA_t + \beta_8 BETA_t + \beta_9 LAMBDA_t + \sum YD + \sum IND + e_t$$

| 변수                     | 종속변수=Tobin's q<br>추정계수(t-value) | 종속변수=MTB<br>추정계수(t-value) |
|------------------------|---------------------------------|---------------------------|
| INTERCEPT              | 7.8353 *** (5.97)               | 15.0416 *** (6.64)        |
| CG                     | 1.0088 *** (3.43)               | 1.9694 *** (3.87)         |
| GOV                    | -0.2517 ** (-2.10)              | -0.5495 *** (-2.65)       |
| SIZE                   | -0.3154 *** (-5.25)             | -0.6441 *** (-6.21)       |
| LEV                    | -0.0799 (-0.30)                 | 0.1858 (0.40)             |
| SGRW                   | 0.1505 (0.80)                   | 0.2361 (0.73)             |
| LOSS                   | 0.2239 * (1.88)                 | 0.2877 (1.40)             |
| ROA                    | 3.5167 *** (3.44)               | 5.1528 *** (2.92)         |
| BETA                   | 0.1773 * (1.89)                 | 0.2839 * (1.75)           |
| LAMBDA                 | -0.5704 *** (-3.27)             | -1.0933 *** (-3.63)       |
| YD/IND                 | included                        |                           |
| F-value                | 5.48 ***                        | 5.42 ***                  |
| Adj-R <sup>2</sup> (%) | 20.85                           | 20.63                     |
| N_obs                  | 273                             | 273                       |

Panel B. 가설 2 추가분석결과

$$MV_t = \beta_0 + \beta_1 CG_t + \beta_2 GOV_t + \beta_3 CG_t \times GOV_t + \beta_4 SIZE_t + \beta_5 LEV_t + \beta_6 SGRW_t + \beta_7 LOSS_t + \beta_8 ROA_t + \beta_9 BETA_t + \beta_{10} LAMBDA_t + \sum YD + \sum IND + e_t$$

| 변수                                  | 종속변수=Tobin's q<br>추정계수(t-value) | 종속변수=MTB<br>추정계수(t-value) |
|-------------------------------------|---------------------------------|---------------------------|
| INTERCEPT                           | 8.5838 *** (6.45)               | 16.3683 *** (7.13)        |
| CG                                  | 0.4328 (1.17)                   | 0.9485 (1.49)             |
| GOV                                 | -0.4632 *** (-3.19)             | -0.9244 *** (-3.69)       |
| GOV*CG                              | 0.5947 ** (2.53)                | 1.0542 *** (2.60)         |
| SIZE                                | -0.3380 *** (-5.62)             | -0.6842 *** (-6.59)       |
| LEV                                 | -0.0169 (-0.06)                 | 0.2976 (0.64)             |
| SGRW                                | 0.1452 (0.78)                   | 0.2266 (0.71)             |
| LOSS                                | 0.2385 ** (2.02)                | 0.3135 (1.54)             |
| ROA                                 | 3.7738 *** (3.71)               | 5.6086 *** (3.20)         |
| BETA                                | 0.1601 * (1.72)                 | 0.2535 (1.58)             |
| LAMBDA                              | -0.6262 *** (-3.60)             | -1.1922 *** (-3.97)       |
| YD/IND                              | included                        |                           |
| $\beta_1 + \beta_3(F\text{-value})$ | 1.0275 ** (12.43)               | 2.0027 *** (15.86)        |
| F-value                             | 5.64 ***                        | 5.61 ***                  |
| Adj-R <sup>2</sup> (%)              | 22.48                           | 22.38                     |
| N_obs                               | 273                             | 273                       |

1) 변수정의는 &lt;표 4&gt;참조

2) \*\*\*/\*\*/\*은 각각 10%/5%/1% 수준에서 통계적으로 유의함

이러한 결과는 상법상 이사회, 감사위원회 운영조건을 동일하게 적용받는 자산총액 2조원 이상의 기업에 있어서도 기업지배구조보고서의 공시는 투자자에게 유용한 정보를 제공하고 있음을 시사하고 있다.<sup>18)</sup> 따라서 이러한 결과를 통해 볼 때, 2019년부터 기업지배구조보고서를 의무적으로 공시하도록 한 정부의 정책 방향은 타당하다고 사료된다.

## VI. 결 론

본 연구는 2017년 3월부터 도입되어 시행되고 있는 ‘기업지배구조 공시제도’하에서 기업지배구조보고서의 공시가 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 있는지를 살펴보았다. 본 연구의 표본은 결산월이 12월인 비금융기업 중 기업지배구조보고서의 자율공시기간 동안 동 보고서를 자발적으로 85기업-연도와 기업지배구조보고서를 공시하지 않은 1,175기업-연도이다. 주요 분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 기업지배구조보고서의 자발적 공시는 토빈의  $q$ 와 시가-장부가비율(MTB)로 측정된 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 기업지배구조보고서가 투자자들에게 기업지배구조에 관한 유의미한 정보를 제공함으로써 기업과 투자자들의 정보비대칭을 완화시키는 데 유의한 역할을 수행하는 것으로 해석된다. 둘째, 기업지배구조의 수준에 따른 차별적 영향을 살펴본 결과에서는, 기업지배구조가 취약할수록 기업지배구조보고서의 공시가 기업가치에 미치는 영향이 커지는 것으로 나타났다. 이는 기업지배구조가 취약한 기업이 동 보고서를 자발적으로 공시하는 경우 투자자들이 이를 보다 긍정적으로 평가한다는 의미이며, 기업지배구조가 취약한 기업일수록 기업지배구조보고서의 공시가 기업지배구조에 대한 정보비대칭을 완화시키는 순기능적 역할을 크게 하는 것으로 해석된다.

본 연구는 비교적 짧은 기간을 대상으로 분석이 수행된 단점이 있지만, 우리나라 상장기업을 대상으로 기업지배구조보고서 공시의 가치관련성을 살펴본 첫 연구라는 점에서 차별적 의미가 있다. 또한 기업지배구조보고서의 자발적 공시가 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 본 연구결과는 ‘기업지배구조 공시제도’가 중장기 기업가치 제고라는 본래의 도입취지를 달성하고 있으며, 기업지배구조보고서의 공시대상을 확대한 정부의 정책을 지지한다는 측면에서 정책적 시사점을 갖는다.

18) 본 연구에서는 자산총액 2조원 미만인 기업을 대상으로 가설 1과 가설 2를 분석하였다. 가설 1에 대한 분석결과, 자산총액 2조원 미만인 기업의 경우에도 기업지배구조보고서의 공시(CG)는 기업가치(Tobin's  $q$ , MTB)와는 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 가설 2에 대한 분석 결과, 기업지배구조가 취약한 기업이 기업지배구조보고서를 자발적으로 공시한 경우( $GOV \times CG$ )에는 기업가치가 증분적으로 향상되는 결과가 도출되었으며, 이는 종속변수가 MTB인 경우에만 유의하게 나타났다. 종속변수가 Tobin's  $q$ 인 경우에  $GOV \times CG$ 의 회귀계수가 양(+)으로 나타났으나 유의한 결과를 보이지는 않았다. 이는 기업지배구조보고서를 공시한 기업 중 자산총액 2조원 미만인 기업이 상대적으로 적고, 2조원 미만인 기업은 기업지배구조보고서의 의무적용이 정책적으로 미확정되었으므로 자산총액이 2조원 이상인 기업보다는 기업지배구조보고서 공시와 기업가치와의 관계가 다소 미약하게 도출된 것으로 추정된다.

## 참고문헌

- 강민정 · 이호영 · 이경화. 2012. “국제회계기준이 보수주의 회계에 미친 영향에 대한 연구 : 조기 도입 기업을 대상으로”. 회계학연구 제37권 제2호 : 237-278.
- 강정연 · 고종권. 2014. “기업지배구조가 조세회피와 기업가치의 관계에 미치는 영향”. 회계학연구 제39권 제1호 : 147-183.
- 금융위원회 보도자료. 2018. 19년부터 기업지배구조 공시가 단계적으로 의무화-경영 투명성 강화 및 중장기 기업가치 제고 기대 : 1-6.
- 김창수. 2009. “기업의 사회적 책임 활동과 기업가치”. 증권학회지 제38권 제4호 : 507-545.
- 김태동 · 이호갑 · 배창현. 2016. “지분율 괴리도가 회계정보 공시 지연에 미치는 영향”. 회계와 정책연구 제21권 제2호 : 137-158.
- 김학건 · 이재호. 2012. “코스닥 상장기업의 기업지배구조, 기업가치, 자본비용 및 연구개발투자 간 연계관계 분석”. 기업가정신과 벤처연구 제15권 제2호 : 1-22.
- 노준화 · 신유진. 2017. “내생적 관계를 고려한 기업지배구조의 영향 - 회계정보의 질 및 기업 가치를 중심으로”. 세무와 회계저널 제18권 제3호 : 9-39.
- 문종열 · 김문철. 2009. “회계정보의 질과 지배구조가 자기자본비용에 미치는 영향”. 세무와 회계저널 제10권 제3호 : 33-72.
- 박광우 · 박래수 · 황이석. 2005. “기업지배구조와 주주부의 배분에 관한 연구”. 증권학회지 제34권 제4호 : 149-188.
- 박성욱 · 김성태 · 나형중. 2019. “여성 근로자 비중이 경영성과 및 기업가치에 미치는 영향 : 기업 문화에 따른 차별적 영향”. 회계학연구 제44권 제5호 : 1-42.
- 변희섭 · 조영현. 2010. “기업지배구조는 언제 기업가치에 영향을 미치는가? 정보비대칭과 자본 비용의 관계”. 재무연구 제23권 제3호 : 213-248.
- 선우혜정 · 최종학 · 이병희. 2010. “지분율 괴리도가 재무분석가의 이익예측치오차에 미치는 영향”. 회계학연구 제35권 제2호 : 1-34.
- 손평식. 2010. “기업지배구조와 기업가치와의 관계분석 : 기업지배구조지수를 이용”. 산업경제연구 제23권 3호 : 1443-1465.
- 심호식 · 이문영 · 최종학. 2010. “지분율 괴리도와 공시 정보의 빈도 사이의 관계”. 회계학연구 제35권 제4호 : 39-74.
- 안미강 · 위준복 · 고대영. 2010. “사외이사 특성과 소수주주보호가 기업설명회에 미치는 영향”. 회계정보연구 제28권 제3호 : 187-214.
- 오훈석 · 최국현. 2011. “기업지배구조가 재무적 경영성과와 기업가치에 미치는 영향 : 한국지배구조원(CGS) 지배구조등급의 분석을 통한 실증검증”. 기업경영연구 제18권 제2호 : 41-65.
- 이문영 · 심호식 · 최종학. 2012. “대규모기업집단 소속기업의 이사회 특성과 공시 빈도 사이의

- 관계”. 회계학연구 제37권 제2호 : 279-320.
- 이민영 · 신호영. 2010. “자율공시와 자본비용”. 회계정보연구 제28권 제4호 : 1-23.
- 이상철. 2011. “공시품질과 타인자본비용의 관련성에 대한 연구”. 회계저널 제20권 제4호 : 1-34.
- 이세용. 2005. “우리나라의 기업지배구조와 기업가치 사이의 관계에 대한 연구”. 회계 · 세무와 감사 연구 제42호 : 319-357.
- 이승희. 2017. “기업지배구조 comply or explain 공시현황 평가”. 이슈&분석 2017년 11월 : 1-15.
- 이아영 · 전성빈 · 박상수. 2008. “불성실공시가 타인자본비용에 미치는 영향”. 회계학연구 제33권 제1호 : 127-158.
- 이원흠. 2011. “기업의 공시수준과 자본비용 간의 관계에 관한 실증연구”. 규제연구 제20권 제1호 : 3-32.
- 이정화 · 손성규. 2005. “기업지배구조와 회계정보공시와의 관계에 대한 실증연구”. 회계학연구 제30권 제3호 : 33-70.
- 이호갑. 2015. “기업지배구조의 개선이 재무적 성과와 기업가치에 미치는 영향”. 회계와 정책연구 제20권 제4호 : 111-134.
- 이호갑 · 손영진. 2009. “기업지배구조가 재무적 성과와 기업가치에 미치는 영향”. 회계와 정책연구 제14권 제2호 : 317-339.
- 전영순. 2003. “외국인투자자와 및 국내 기관투자자의 투자의사결정과 회계이익의 질”. 경영학연구 제30권 제3호 : 33-69.
- 정우성. 2000. “경영자예측정보의 자발적 공시와 기업특성”. 대한경영학회지 제23호 : 113-142.
- 정재규. 2018. “상장회사의 지속가능경영을 위한 연성규범의 활용과 ‘기업지배구조 공시제도’의 개선”. 경제법연구 제17권 제1호 : 3-34.
- 허영빈 · 심상규. 2003. “기업 소유구조가 회계정보 공시수준에 미치는 영향”. 대한경영학회지 제39호 : 1287-1311.
- Ahn, S. H., Y. S. Cheon, and M. C. Kim. 2020. Determinants of initial Goodwill Overstatement in Affiliated and non-Affiliated Mergers. *Journal of Business Finance and Accounting*. forthcoming.
- Ajinkya, Bipin B., and Michael J. Gift. 1984. Corporate managers’ earnings forecasts and symmetrical adjustments of market expectations. *Journal of Accounting Research* 22 (2) : 425-444.
- Ajinkya, B., S. Bhojraj, and P. Sengupta. 2005. The Association between Outside Directors, Institutional Investors and the Properties of Management Earnings Forecasts. *Journal of Accounting Research* 43 (3) : 343-376.

- Amihud, Y., and H. Mendelson. 1986. Asset Pricing and the Bid-Ask Spread. *Journal of Financial Economics* 17 (2) : 223-249.
- Baginski, S. P., J. M. Hassell, and M. D. Kimbrough. 2004. Why Do Managers Explain their Earnings Forecasts?. *Journal of Accounting Research* 42 (1) : 1-29.
- Beiner, S., W. Drobetz, M. M. Schmid, and H. Zimmermann. 2004. An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation-Evidence from Switzerland. Working Paper, University of Basel.
- Bhojraj, S., and P. Sengupta. 2003. Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields : The Role of Institutional Investors and Outside Directors. *The Journal of Business* 76 (3) : 455-475.
- Black, B. S., H. Jang, and W. Kim. 2006. Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea. *The Journal of Law, Economics, and Organization* 22 (2) : 366-413.
- Brown, S., and S. A. Hillegeist. 2007. How Disclosure Quality Affects the Level of Information Asymmetry. *Review of Accounting Studies* 12 (2-3) : 443-477.
- Claessens, S., J. P. Fan, and L. H. Lang. 2006. The benefits and costs of group affiliation : Evidence from East Asia. *Emerging Markets Review* 7 (1) : 1-26.
- Diamond, Douglas W., and Robert E. Verrecchia. 1991. Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. *The Journal of Finance* 46 (4) : 1325-1359.
- Drobetz, W., A. Schillhofer, and H. Zimmermann. 2004. Corporate Governance and Expected Stock Returns : Evidence from Germany. *European Financial Management* 10 (2) : 267-93.
- Eng, L. L., and Y. T. Mak. 2003. Corporate Governance and Voluntary Disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy* 22 (4) : 325-345.
- Francis, J., R. LaFond, P. M. Olsson, and K. Schipper. 2004. Costs of Equity and Earnings Attributes. *The Accounting Review* 79 (4) : 967-1010.
- Francis, J. R., I. K. Khurana, and R. Pereira. 2005. Disclosure Incentives and Effects on Cost of Capital around the World. *The Accounting Review* 80 (4) : 1125-1162.
- Griliches, Z. 1981. Market Value, R&D and Patents. *Economic Letters* 7 (2) : 183-187.
- Grullon, G., J. Hund., and J. P. Weston. 2018. Concentrating on q and Cash Flow. *Journal of Financial Intermediation* 33 (January) : 1-15.
- Hainmueller, J. and Y. Xu. 2013. ebalance : A Stata Package for Entropy Balancing. *Journal of Statistical Software* 54 (7) : 1-18.
- Healy, P. M., and K. G. Palepu. 1993. The Effect of Firms' Financial Disclosure Strategies on

- stock prices. *Accounting Horizons* 7 (1) : 1–11.
- Heckman, J. J. 1979. Sample selection bias as a specification error. *Econometrica* 47 : 153–162.
- Huang, D., S. Leon., and D. L. Torre. 2017. Using Entropy Balancing to Reduce the Effects of Selection Bias in Afterschool Studies : An Example in Studying the Relationship between Intensity of Afterschool Program Participation and Academic Achievement. *International Journal for Research on Extended Education* 5 (1) : 5–25.
- Hung, Mingyi, and K. R. Subramanyam. 2007. Financial Statement Effects of Adopting International Accounting Standards : the Case of Germany. *Review of Accounting Studies* 12 (4) : 623–657.
- Jensen, M. C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review* 76 (2) : 323–329.
- Jensen, M. C., and W. Meckling. 1976. Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure. *Journal of Financial Economics* 3 : 305–360.
- Jiambalvo, J., S. Rajgopal, and M. Venkatachalam. 2002. Institutional Ownership and the Extent to which Stock Prices Reflect Future Earnings. *Contemporary Accounting Research* 19 (1) : 117–145.
- Karamanou. I., and N. Vafeas. 2005. The Association between Corporate Boards, Audit Committees, and Management Earnings Forecast : An Empirical Analysis. *Journal of Accounting Research* 43 (3) : 453–486.
- Kasznik, R., and B. Lev. 1995. To warn or not to warn : Management disclosures in the face of an earnings surprise. *Accounting Review* 70 (1) : 113–134.
- Kelton, A. S., and Y. W. Yang. 2008. The Impact of Corporate Governance on Internet Financial Reporting. *Journal of Accounting and Public Policy* 27 (1) : 62–87.
- Klapper, L. F., and I. Love. 2004. Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. *Journal of Corporate Finance* 10 : 703–728.
- Laidroo, L. 2009. Association between Ownership Structure and Public Announcements' Disclosures. *Corporate Governance : An International Review* 17 (1) : 13–34.
- Lang, L., and K. Lundholm. 1993. Cross-sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures. *Journal of Accounting Research* 31 : 246–271.
- Lennox, C., J. Francis, and Z. Wang. 2012. Selection Models in Accounting research. *The Accounting Review* 87 : 589–616.
- Skinner, D. J. 1994. Why Firms Voluntarily Disclose Bad News. *Journal of Accounting Research* 32 (1) : 38–60.

- Skinner, D. J. 1997. Earnings disclosures and stockholder lawsuits. *Journal of Accounting and Economics* 23 (3) : 249–282.
- Stulz, R. 1988. Managerial Control of Voting Rights : Financing Policies and the Market for Corporate Control. *Journal of financial Economics* 20 : 25–54.
- Trueman, B. 1986. Why do managers voluntarily release earnings forecasts?. *Journal of Accounting and Economics* 8 (1) : 53–71.
- Xu, X., and Y. Wang. 1999. Ownership Structure and Corporate Governance in Chinese Stock Companies. *China Economic Review* 10 (1) : 75–98.
- Yermack, D. 1996. Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics* 40 (2) : 185–211.

## Voluntary Disclosure of Corporate Governance Report and Firm Value

Yeo-Jin Kim<sup>\*</sup> · Sung-Hee Ahn<sup>\*\*</sup> · Mun-Ho Hwang<sup>\*\*\*</sup>

### 〈Abstract〉

In March 2017, Korea Financial Services Commission introduced the Corporate Governance Disclosure System which is 「Comply or Explain」 approach and voluntary and it had been operated for two years. This study examines the effect of voluntary disclosure of corporate governance reports on firm's value with listed companies during this period.

The results of this study are summarized as follows. First, the voluntary disclosure of corporate governance reports has a positive effect on the firm's value measured by Tobin's q, etc. It is interpreted that the disclosure of the Corporate Governance Report played a significant positive role in mitigating information asymmetry between firms and investors. Second, as a result of examining the incremental effects of corporate governance, the weaker the corporate governance structure, the greater the impact of the disclosure on the corporate governance report on firm's value. In other words, companies with good corporate governance have little or no additional information effect of the disclosure of corporate governance report on their corporate value, but those with weak corporate governance have a significantly positive effect on their corporate value. It is interpreted that in the case of companies with weak corporate governance, the disclosure of corporate governance reports resulted in a positive functional role in mitigating the information asymmetry to the corporate governance and leading to significant improvements its' firm value.

The Financial Services Commission of Korea explained that the purpose of introducing the Corporate Governance Disclosure System is to enhance the management transparency and long-term corporate value of listed companies in Korea. In this regard, the results of this study support the validity of policy of expanding the disclosure system for corporate governance reports by identifying the disclosures on corporate governance have a significant correlation with firm value and verifying the positive role of the Corporate Governance Disclosure System.

〈Key words〉 Corporate Governance Reports, Voluntary Disclosures, Firm Value, Information Asymmetry

---

\* Ph. D, Department of Accounting and Taxation, Kyung Hee University, blue420s@daum.net,  
First Author

\*\* Assistant Professor, Accounting Department, The Catholic University of Korea, sheean@catholic.ac.kr,  
Corresponding Author

\*\*\* Associate Professor, Department of Accounting and Taxation, Kyung Hee University, mhhwang@khu.ac.kr,  
Co-author