

지속가능성보고서의 인증 유형이 자본비용에 미치는 영향

박성종*

<요약>

본 연구는 지속가능성 공시에 대한 신뢰성을 높일 수 있도록 국내 지속가능성 공시 제3자 검증 규율체계 수립 시 참고할 수 있는 유용한 정보를 제공해 주는 것을 목적으로 지속가능성 보고서 관련 자기자본비용에 미치는 영향을 실증분석한다.

5개의 제3자 인증(검증)기준의 적용 여부가 자기자본비용에 미치는 영향 분석결과 ‘AA1000APS’ 및 ‘VeriSustainTM1’ 인증기준의 적용이 이 부(-)의 관련성이 높은 것으로 나타났다. 이는 해당 인증 기준을 적용하고 있는 비재무정보보고서(지속가능성보고서)가 발간되는 경우, 자기자본비용이 감소할 것을 시사한다.

이와 같은 본 연구의 분석결과는 지속가능성보고서의 효과를 높이기 위해서는 제한적 확신이 아닌 합리적 확신의 인증수준이 요구될 것으로 판단되는 바이다. 또한, 검증기준이 글로벌 수준으로 확대될 때, 인증수준의 효과가 의미가 있음을 시사하는 결과로 판단된다. 이러한 연구의 분석결과는 향후 국내 지속가능성 공시 인증 체계를 수립하는데 많은 이해관계자들에게 도움을 줄 것으로 기대한다.

<주제어> 지속가능성보고서, 제3자 인증, IFRS S1, IFRS S2, 자기자본비용

* 환경국립대학교 법경영학부 부교수, lifefund@hknu.ac.kr, 주저자

논문접수일 2023년 12월 7일 1차수정일 2024년 3월 12일 게재확정일 2024년 3월 14일

I. 서 론

본 연구는 지속가능성 공시에 대한 신뢰성을 높일 수 있도록 국내 지속가능성 공시 제3자 검증 규율체계 수립 시 참고할 수 있는 유용한 정보를 제공해 주는 것을 목적으로 한다. 구체적으로 지속가능성 제3자 공시에 대한 인증 현황을 조사하고 제도를 탐색한다. 나아가 지속가능성 보고서 관련 자기자본비용에 미치는 영향을 실증분석하고 이를 바탕으로 정책적 제언을 하는 것을 목적으로 한다.

기후변화 위험 및 COVID-19 등으로 인해 기업의 불확실성이 커져 비재무정보에 대한 이해관계자들의 요구가 높아지고 있다. 특히, 기업가치에 직접적으로 영향을 주는 기후 관련 정보를 중심으로 한 지속가능성 정보(또는 Environmental, Social and Governance, 이하 ESG)에 대한 이해관계자들의 요구가 높아지고 있다. 이에 유럽연합(European Union, 이하 EU)는 비재무보고 의무공시(Non-Financial Reporting Directive, 이하 NFRD)를 도입하였으며 최근에는 기업의 지속가능성 보고 지침(Corporate Sustainability Reporting Directive, 이하 CSRD)을 제정하여 2024년 도입을 앞두고 있다. 마찬가지로 미국의 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission, 이하 SEC)도 기후변화 관련 정보 공시규칙을(SEC Proposed rule)을 제정하여 2024년부터 기업 규모에 따라 점진적으로 도입을 시도하고 있다. 더불어, IFRS(International Financial Reporting Standards) 재단 역시 국제지속가능성위원회(International Sustainability Standards Board, 이하 ISSB)를 설립하고 2023년 6월에 IFRS S1, S2를 발표하여 지속가능성 공시기준을 마련하였다.

그러나, 많은 이해관계자들이 NFRD의 실패사례를 바탕으로 지속가능성 정보에 대한 우려를 나타내고 있다. 구체적으로 이 사례는 EU가 2018년 도입한 NFRD의 실효성을 거두지 못하자 효과성을 재검토하기 위해 실시한 공개 협의 결과에 잘 나타나고 있다. 총 588개 기관이 참여한 공개 협의에서의 설문조사 결과에서 비교가능성, 신뢰성, 가치관련성과 같은 비재무정보의 질적 특성들이 부족하다는 다수의 문제점이 제기되었다. 비교가능성 및 가치관련성은 유럽지속가능성 보고기준(European Sustainability Reporting Standards, 이하 ESRS), IFRS S1 및 S2, SEC Proposed rule와 같은 지속가능성 공시기준이 도입됨에 따라 일정 부분이 해소가 가능하나, 정보에 대한 신뢰성을 높여줄 만큼의 검증(Verification) 혹은 인증(Certification)체계가 마련되어 있지 않아 신뢰성에 대한 우려는 여전히 존재한다. Terra Choice(2010)의 보고에 따르면, 제3자 검증이나 인증이 존재하지 않는 경우 그린워싱이 발생할 가능성이 높다는 문제점을 보고하고 있다. 따라서, 비재무정보의 유용성을 높이기 위해서는 앞서 언급한 비재무정보의 질적특성에 대한 문제를 해소하기 위한 지속가능성 보고에 대한 검증 혹은 인증체계가 필요하다고 판단된다.

국내에서도 이와 같은 비교가능성, 신뢰성, 가치관련성과 같은 비재무정보의 질적 특성들에 대한 문제를 해결하고자 여러 방안이 마련되고 있다. 특히, 금융위원회에서는 2025년부터 ISSB의 지속가능성 공시기준(IFRS S1 및 S2)를 기본으로 지속가능성 공시 의무화 방안을 준비하고

있으나, 신뢰성을 높여줄 만큼의 검증 혹은 인증체계가 마련되어 있지 않은 점은 동일하다. 그런데, 이와 같은 문제점에도 2020년 귀속연도 기준으로 비재무정보(지속가능보고서)를 공시하고 있는 대부분의 국내 기업들이 글로벌 최고수준의 인증을 받고 있음에도 지속가능보고서의 신뢰성이 낮게 나타나고 있다. 이에 대한 근본적인 원인은 인증에 대한 의무화가 존재하지 않으므로 낮은 비용을 통해 형식적인 수준에 그치고 있기 때문으로 판단된다. 더불어 자본시장에 대한 반응이 낮아 인증에 대한 필요성을 기업스스로가 인지하고 있지 못함에서 발생하는 문제점으로 판단된다. 이에 따라 본 연구는 국내 지속가능성 공시 제3자 검증이 자기자본비용에 미치는 영향을 분석하고 이와 같은 문제점을 실증적으로 제시하고자 하였다.

분석결과는 다음과 같다. 연구에서는 5개의 제3자 인증(검증)기준의 적용 여부가 자기자본비용에 미치는 영향을 분석하였으며, ‘AA1000APS’ 및 ‘VeriSustainTM1’ 인증기준의 적용이 일부(-)의 관련성이 높은 것으로 나타났다. 이는 해당 인증기준을 적용하고 있는 비재무정보보고서(지속가능보고서)가 발간되는 경우, 자기자본비용이 감소할 것을 시사한다. 반면, 국내 기업이 많이 적용하고 있는 ‘AS1000AS’ 인증기준이나 ‘IASE3000’과 같은 인증기준은 관련성이 없거나 일부에서 정(+)의 관련성을 보고하고 있다. 이러한 결과는 해당 인증기준이 검증절차로 그 효과가 낮다는 것을 의미한다.

이와 같은 본 연구의 분석결과는 지속가능보고서의 효과를 높이기 위해서는 제한적 확신이 아닌 합리적 확신의 인증수준이 요구될 것으로 판단되는 바이다. 또한, 검증기준이 글로벌 수준으로 확대될 때, 인증수준의 효과가 의미가 있음을 시사하는 결과로 판단된다. 이러한 연구의 분석결과는 향후 국내 지속가능성 공시 인증 체계를 수립하는데 많은 이해관계자들에게 도움을 줄 것으로 기대한다.

이후 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서 선행연구와 관련 문헌에 대해 소개하고 제Ⅲ장에서 연구방법에 대해 서술한다. 제Ⅳ장에서는 연구의 실증분석결과를 제시하고 제Ⅴ장에서는 연구를 요약하고 결론을 제시한다.

Ⅱ. 선행연구 및 문헌검토

1. 지속가능성 공시 인증의 종류와 특성

가. IASE3000(Revised) 및 ISAE3410

국제회계사연맹(IFAC)의 IAASB가 제정하고 승인한 인증업무인 ISAE3000¹⁾은 가장 대표적인

1) IASE3000은 역사적 재무정보에 대한 감사 및 검토 외의 인증업무에 적용되는 기준으로 품질관리를 위해 인증업무 수행주최에 대한 제약조건이 존재한다. 구체적으로 International Code of Ethics for

지속가능성 정보에 대한 인증 중 하나이다. IFAC(2022)은 ISAE3000을 사용하는 표본이 2019년 약 68%, 2020년 약 72%, 2021년 약 70% 수준으로 지속가능보고서를 발행하는 많은 기업들이 해당 인증수준을 적용하고 있음을 보고한다.

IFAC 기준상 인증업무는 합리적 확신(Reasonable assurance)업무나 제한적 확신(Limited assurance) 업무로 구분되어진다. 합리적 확신업무의 목적은 공인회계사가 결론을 적극적 형태로 표명하기 위하여 주어진 업무 상황에서 인증업무위험을 수용 가능한 수준 이하로 감소시키는 것을 의미한다. 제한적 확신업무의 목적은 업무 상황에 비추어 볼 때 인증업무 위험을 수용 가능한 수준 이하로 위험을 감소시키는 것을 의미한다. 그러나 제한적 확신업무에서는 인증인의 결론이 소극적으로 표명되므로 합리적 확신업무에 비하여 인증인의 수용 가능한 위험 수준이 높은 것으로 판단할 수 있다.

또한, 인증인이 수행하는 역할에 따라 인증업무를 입증업무와 직접업무로 구분할 수 있다. 입증업무의 경우 기초인증대상을 측정하거나 평가하는 업무이며, 직접업무는 기초인증대상을 해당 준거기준에 따라 측정 또는 평가하여 인증대상정보를 산출하고 이를 인증보고서의 일부 또는 첨부로 제시하는 인증업무로 구분된다.

ISAE3000의 온실가스보고서²⁾ 관련 하위기준으로 ISAE3410이 있다. ISAE3410은 온실가스배출보고서(Greenhouse Gas Statements, GHG Statements) 인증에 적용되는 기준으로 ISAE3410은

Professional Accountants(IESBA Code) 또는 그와 유사한 수준의 요구사항을 준수하여야 하며, 인증업무를 수행하는 실무자(practitioner)는 International Standard on Quality Management(ISQM) 또는 그와 유사한 수준의 요구사항을 준수해야 하는 회사의 일원이어야 한다. 이를 바탕으로 ISAE3000 기준에 따라 인증업무를 수행하는 인증인은 비재무정보에 대해 다음과 같은 확신을 얻을 수 있다. 첫째, 인증대상 정보가 중요 왜곡표시에 대한 적절한 합리적 확신 또는 제한적 확신이며, 둘째, 합리적 확신 결론 또는 제한적 확신 결론을 전달하며 결론의 근거를 기술한 서면 보고서를 통하여 기초인증대상의 측정 또는 평가 결과에 대한 결론을 표명한다. 마지막으로 인증업무 기준과 다른 관련 인증업무 기준의 요구에 따라 추가 소통할 근거를 마련할 수 있다. 따라서, 인증업무를 제공하는 실무자는 보고실체와 보고실체의 내부통제를 비롯한 환경을 이해해야 하고, 온실가스 배출 보고서가 중요하게 왜곡될 위험을 식별하고 평가해야 하며, 식별된 위험을 다루기 위한 절차들을 수행하고, 실무자의 발견을 적절하게 보고한다. 또한, ISAE3000은 어떤 상황에서 인증업무가 제한된 또는 합리적인 확신을 제공해야 하는지를 구체적으로 제시하지 않고, 인증업무가 제공하는 확신 수준은 법이나 규제, 또는 인증업무의 이유 등에 의해 결정되어야 한다고 제시하고 있다.

- 2) 온실가스배출보고서란 보고실체가 특정 기간 동안에 배출한 온실가스의 구성 요소와 배출량에 대한 정보를 제공하는 보고서이다. 온실가스의 배출은 직접 배출과 간접 배출로 구분되며 보고실체가 소유 또는 통제하는 원천으로부터 발생하는 배출이 직접 배출(direct emissions)이며 보고실체의 특정 활동으로부터 발생하지만 직접 소유 또는 통제하지 않는 원천으로부터 발생하는 배출이 간접 배출(indirect emissions)이다. 동 보고서에는 적용가능하고 비교가능한 정보와 설명, 그리고 배출량에 대한 요약정보와 보고정책에 대한 내용을 수록하여야 한다. 또한 배출량의 감소나 제거에 대한 목록에 대한 정보를 포함할 수 있다.

비재무적 정보(지속가능한 정보)에 대한 인증업무 중 온실가스배출과 관련된 정보에 해당하는 인증기준이기에 ISAE3000의 인증업무시에 요구되는 요구사항을 함께 충족하여야 한다.³⁾

ISAE3410의 주요 기준을 구체적으로 살펴보면, 보고실체와 인증업무 실무자의 책임에 대한 설명과 인증업무 실무자가 수행한 절차들의 요약하고 있으며, 온실가스 배출의 양에 대한 진술은 내재적으로 불확실성이 있다는 점이다. 또한, 인증업무가 여러 분야에 대한 전문가들로 구성된 팀에 의해 수행되었다는 점과 인증업무가 the International Ethics Standards Board for Accountants' Code of Ethics for Professional Accountants and ISQM 1을 준수하고 있다는 점, 그리고 합리적인 확신을 제공하는 인증업무의 보고서에는 온실가스 배출에 대한 보고 실체의 진술이 모든 중요한 측면에서 주어진 기준에 부합되게 준비되어 있는지에 대한 의견이 포함된다. 이 경우 보고서는 표준화되어 있으며, 합리적인 확신을 제공하기 위해 항상 수행되어야만 하는 절차들이 설명되어야 한다.

ISAE3410의 인증인에 대한 자격 및 특성은 다음과 같다. 먼저, ISAE3410에 따른 업무들은 여러 분야에 대한 지식을 갖춘 전문가들로 구성된 팀에 의해 수행되어야 한다. 업무팀은 인증업무를 수행하기 위해 필요한 전문적인 능력을 갖추고 있어야 하는데, 구체적으로 인증 기술과 온실가스 분야에 대한 전문적인 지식과 역량을 포함된다. 만약 인증업무가 상대적으로 복잡한 경우라면, 정보시스템에 대한 전문성 및 과학적이고 공학적인 전문성을 갖춘 전문가가 요구될 수 있다. 둘째, 온실가스 배출은 본질적으로 불확실성에 노출되어 있다. 이러한 불확실성의 원천은 크게 과학적 불확실성(scientific uncertainty)과 추정 및 측정의 불확실성(estimation or measurement uncertainty)으로 구분되며, 불확실성이 온실가스 배출 보고서에 미치는 영향이 매우 높은(very high) 경우에는 보고실체의 온실가스 배출이 인증의 대상으로서 적절한 주제가 아니라는 것을 의미할 수 있다. 또한, 이 같은 내재적인 불확실성은 인증업무 실무자의 보고서에 공시되어야 한다. 즉, ISAE3410은 현장 방문에서 수행될 필요가 있는 절차들에 대한 지침을 제공한다.

나. ISSA(International Standard on Sustainability Assurance) 5000 초안

2023년 8월 2일 국제감사인증기준위원회(IAASB)는 지속가능성 정보(비재무 정보)공시 인증기준인 국제지속가능성인증기준(International Standard on Sustainability Assurance 5000, 이하 ISSA5000)을 공개하고 여론 수렴 절차에 착수. IAASB는 홈페이지를 통해 올해 12월 1일까지

3) ISAE3410의 목적은 온실가스 배출 보고서가 중요하게 왜곡표시되어 있는지에 대한 확신(제한된 확신 또는 합리적인 확신)을 제공하는 것이다. ISAE3410에서 직접적인 배출인 Scope 1 emissions은 보고실체에 의해 소유되거나 통제되는 원천을 통해 배출되는 것으로 정의되며, 간접적인 배출은 Scope 2 or 3 emissions을 포함하고 있는데, 보고실체의 행위의 결과로서 발생하는 배출을 의미. 간접적인 배출에서 Scope 2 배출은 보고실체에 의해 이전되거나 소비되는 에너지와 관련된 온실가스의 배출을 지칭하고, Scope 3 배출은 제 2 범위의 배출을 제외한 모든 간접적인 배출을 지칭한다.

이해관계자의 의견을 접수할 계획하고 있다. IAASB에 따르면 ISSB와 ESRS, GRI를 포함한 기존 공시기준은 물론, 현재 제정 작업이 진행 중인 새로운 공시기준들에도 활용될 수 있다고 설명한다. ISSA5000 초안은 지속가능성 공시의 신뢰를 높이는데 필요한 중요한 조치이기에 이 기준 제정은 IOSCO(국제증권관리위원회기구)의 권고에 따라 국제윤리기준위원회(International Ethics Standards Board for Accountants, 이하 IESBA)를 포함한 다른 기관들의 인증기준을 보완하기 위한 작업이다. IOSCO의 지지를 받기에 향후 ISSA5000이 지속가능성 인증기준으로 가장 보편적으로 사용될 가능성이 높을 것으로 전망된다.

ISAE 5000의 주요 내용은 다음과 같다. 먼저, 인증인의 자격은 대형회계법인 수준의 독립성과 자격성을 유지관리. 국제윤리기준위원회의 국제윤리기준(International Independence Standards)을 포함한 전문회계사 윤리강령(International Code of Ethics for Professional Accountants)과 같은 관련 윤리적 요구사항을 준수하고 ISSAB의 품질관리기준에 부합하는 수준의 품질관리 시스템을 적용한다. 다만, 이때 인증인을 회계법인으로 한정하지는 않는다. ISSA5000은 인증 증거의 특성에 따라서 방법, 범위, 시기를 설계한다. 외부증빙 조회 등을 수행하며, 내부정보는 경영자의 주장을 뒷받침할 수 있는 증거를 확보, 나아가 경영진의 외부전문가 활용시의 절차를 규정한다. 이는 부정 또는 오류를 야기할 수 있는 상황을 파악하고 나아가 측정 및 공시를 위해서 회사가 적용/개발한 정책을 검토하여야 한다. 또한, 관련 법규 등을 검토하는 세부 규정을 담고 있다. 더불어, 예측정보 및 추정치에 대한 평가 절차, 회사의 외부전문가 활용시 평가절차, 회사의 공시 정보 취합 및 공시 프로세스 등을 평가한다.

다. AA1000

AA1000은 AccountAbility사가 고품질의 지속가능성 검증을 수행하는데 필요한 요구사항을 제시한 표준이다. AccountAbility사는 2020년 8월에 AA1000AS(v3)를 공개하고, 이를 2021년 1월부터 적용하도록 하였다. AA1000AS(v3)는 모든 유형의 조직에 대해 지속가능성 정보에 대한 검증 표준으로 활용하며, A1000AP 2018은 AA1000 표준 시리즈의 핵심을 구성하고 AccountAbility가 인증한 검증기관이 AA1000AS v3을 활용하여 외부 검증을 수행할 수 있도록 설계되었다. AccountAbility의 인증을 받은 검증 기관은 본 표준을 이용하여 보고 조직의 AA1000APS 2018 적용에 대해 고품질의 지속가능성 검증을 수행할 수 있다. 만약, AA1000AS을 활용하고자 하는 지속가능성 검증 기관은 AccountAbility AA1000CIC2와 의무 라이선스 계약을 체결하여야 하며, 이는 해당 기관이 AA1000AS v3의 요구사항에 대한 준수의무를 지게 됨을 의미한다.⁴⁾

4) AA1000AS은 조직의 자체적인 자기평가(self-assessments)를 위한 목적으로 사용될 수 있다. 즉, 외부 검증에 대비하기 위한 자기평가에 무료로 사용할 수 있으나 AccountAbility는 이러한 자기평가 결과물을 공식적으로 인정하지 않는다.

AA1000AS을 적용하는 검증 수락 시 작업의 범위와 전제조건을 정의하는 방법으로, AA1000AS v3에 따른 검증 방법은 최종 검증 의견서(Assurance Statement) 및 선택사항인 경영진 보고서(Report to Management)를 발행하는 방법이다. AA1000AS v3에 따른 지속가능성 검증은 AA1000 AccountAbility 원칙에 대한 준수의 성격과 정도(nature and extent)를 평가하고 검증한다. 이는 검증의 범위에 정의되어 있는 경우, 지속가능성 성과에 대해 공시된 정보의 신뢰성 및 품질에 대한 검증을 제공한다.

AA1000AS v3을 국제적으로 인정받는 다른 프레임워크와 함께 보완적으로 사용하여 전반적인 검증 프로세스의 충실성과 품질을 한층 더 높일 수 있다. 원칙을 근간으로 하는 표준이라는 점에서 AA1000AS v3는 차별성을 확보하였으나, 고품질의 검증을 지원하는 다른 프레임워크를 대체하거나 약화시키기 위한 용도로 개발된 것은 아니다. 따라서, AA1000AS에서 사용하는 일부 용어가 기타 상호 보완적인 표준 및 문서에서는 다른 의미로 정의될 수 있다.

고품질 지속가능성 인증을 위한 AA1000AS의 기본적 요구사항은 인증계약에서의 전제조건과 적합한 기준 준수해야하며 고려해야 한다. 또한, 인증계약은 신뢰할 수 있고 합법적이며 투명한 방식으로 구현된 강건한 절차 및 실행방법에 따라 수행해야 하며, 업무 상황을 정확하게 반영한 결론이 있는 인증보고서를 발간하고 만약 인증계약서에 합의가 되어 있다면 경영진에 인증 의견과 중요성 관점에서 일치하는 경영자 보고서를 제공해야 한다. AA1000AS의 인증 프로세스는 계획(Planning)단계, 수행(Performing) 단계, 인증보고서 발행(Issue statement)단계로 구분되며, 계획단계에서는 합의된 업무 범위와 관련된 증거를 수집하고 평가하기 위한 명확한 전략을 개발하고 문서화하는 작업이 포함된다. 이때, 인증 제공자는 계획단계에서 인증에 필요한 핵심요소 요구사항, 수집할 증거, 작업, 활동, 인증에 필요한 징구사항, 계약단계에서 예상된 일정계획 등을 문서화해야 한다. 수행단계에서는 정당한 주의의무 및 문서화(Due care and Documentation), 조직의 AA1000APS의 원칙의 부합정도 평가 또는 조직의 사전에 규정된 지속가능성 성과정보의 평가, 한계점(Limitations)에 대한 고려를 포함해야 한다. 마지막으로 인증보고서를 발행단계에서는 인증과 관련된 정보와 성과 관련 정보를 포함하여야 한다.⁵⁾

5) 인증과 관련된 정보는 11가지(① 검증 의견서의 예상 사용자, ② 보고 조직과 검증 기관의 책임, ③ AA1000AS v3 및 기타 검증 표준(들) 적용 시, 이에 대한 언급, ④ 수행한 검증의 범위, 주제, 유형, 수준을 설명, ⑤ 적용한 기준에 대한 언급, ⑥ 검증에 포함된 공시 자료에 대한 설명과 자료원, ⑦ 방법론에 대한 설명, ⑧ 제약사항 및 제약사항을 개선하기 위한 접근법, ⑨ 검증 기관의 독립성과 역량에 대한 정보, ⑩ 검증 기관의 이름, ⑪ 발행일과 장소)로 요약되며, 성과와 관련된 정보는 2가지(① AA1000APS의 포괄성, 중요성, 대응성, 영향성을 준수하였다는 것에 대한 발견점 및 결론, ② Type 2 인증의 경우 특정성과정보에 대한 신뢰성과 품질에 대한 발견점 및 결론을 포함)로 요약된다. 또한, Type1 유형 검증 수행 시, 검증 기관은 AA1000 AccountAbility 원칙의 네 가지 원칙 모두에 대해 보고 조직이 어느 정도로 준수하고 있는지 검토 및 평가하고 관련된 검증결과 및 결론을 제공해야 하며, 검증 기관은 보고 조직이 원칙을 준수하기 위해 적합한 프로세스, 시스템, 통제활동을 활용했는지를, 그리고 가용한 경우 해당 요소들의 성과 또한 증빙을 통해 검토 및 평가한다. 더불어, Type2 유형 검증 기관은 4가지 AA1000

AA1000AS에 의해 제공되는 인증서비스의 수준은 High와 Moderate으로 구분된다. Moderate assurance(중간수준 인증)은 인증 제공자는 자신의 인증 의견을 뒷받침하는 제한된 증거(limited evidence)가 확보된 경우 중간 수준의 인증을 제공한다. 중간 수준의 인증은 조직의 공시정보에 대해 상대적으로 낮은 수준의 신뢰를 제공한다. High assurance(높은수준 인증)은 인증 제공자는 자신의 인증 의견을 뒷받침하는 확장된 증거(extensive evidence)가 확보된 경우 높은 수준의 인증을 제공, 높은 수준의 인증은 인증결과의 오류가 있을 위험이 매우 낮으나 0은 아닌 경우를 뒷받침하는 충분한 증거가 확보되었을 때 제공되며, 독립적, 외부 정보원천, 시장에 인증된 데이터베이스, 또는 인공지능을 통해 정보의 신뢰성이 확인되었을 때 제공될 수 있다.

라. 기타

한국경영인증원의 자체 보고서 검증 표준인 SRV1000은 GRI 가이드라인의 내용 결정 원칙 및 품질에 부합하는지의 여부를 검증하며 데이터의 오류가 있는지 여부를 확인하는 표준이다. 또한 VeriSustainTM1은 DNV(Det Norske Veritas)에서 개발 및 적용하여 운영하고 있는 인증기준으로 GRI, AA1000AS, CDP, ISAE3000등의 요구사항에 부합하는지에 대하여 검증하는 프로토콜로서 데이터 및 원칙에 기반한 검증에 초점을 맞추고 있다는 특징이 있다.

2. 지속가능성 공시의 인증 및 검증에 대한 문헌 연구 및 검토

가. 지속가능성 공시의 인증이 재무분석가에 미치는 영향

기업이 재무정보를 제공하는 목적은 정보비대칭을 줄여주기 위함이다. 이를 통해 기업들은 자본조달 비용을 낮출 수 있고, 시장은 효율성을 높일 수 있다. 따라서 지속가능성 정보가 유용하기 위해서는 정보비대칭을 줄여주는지를 살펴볼 필요성이 있다(Dhaliwal et al. 2011 ; 배성호와 임태균 2013). 정보 중개자인 재무분석가가 지속가능성 정보를 유용하게 활용하면 기업의 정보비대칭이 낮아지게 된다. 관련하여, 2003년 Deloitte, CSR Europe 및 EuroNext는 9개 유럽 국가의 약 400명의 주류 펀드 매니저와 재무 분석가를 대상으로 설문 조사를 실시하였는데 응답자의 약 80%는 사회 및 환경 관리와 같은 CSR 관련 활동이 회사의 시장 가치에 장기적으로 긍정적인 영향을 미쳤으며 약 50%가 경영진이 제공한 CSR 정보(비재무정보)를 사용한다고 응답하였다. 즉, 재무분석가는 CSR정보를 이용하고 있음을 알 수 있다.

이후 이와 관련된 연구가 다수 나왔는데, 주로 재무분석가가 인증이 된 지속가능성 정보를 더

AccountAbility원칙 모두에 대한 보고 조직의 준수여부를 평가하고 관련 검증 결과 및 결론을 제공하며, 추가적으로 특정 지속가능성 성과 및 공시 정보의 신뢰도와 품질을 평가 및 증빙을 확인하고 관련 검증 결과와 결론을 제공한다. 만약, 검증 기관은 특정 성과 및 공시 정보에 대해 적합한 기준이 없을 경우 Type 2 검증을 수락해서는 안된다.

신뢰하는지에 대해 연구되었다. 실증분석 결과는 혼재된 양상을 보이고 있으며, 이러한 배경에는 다수의 지속가능성 보고서가 정보전달 목적보다는 홍보용으로 사용되고 있기 때문으로 판단된다. 나아가 비교가능성, 신뢰성 등의 문제가 있기에 지속가능성 정보와 재무분석가 활동간 혼재된 결과를 보고. 구체적으로 살펴보면 다음과 같다. 대표적으로 Dhaliwal et al.(2012)의 연구에서는 지속가능성 보고서(CSR 보고서)를 발간하면 재무분석가의 예측정확성이 높아지는지를 살펴보았다. 나아가, 인증여부 및 페이지 수에 따라 재무분석가의 예측오류에 영향을 미치는지 분석하였다. 실증분석결과 지속가능성 보고서와 인증여부는 예측오류에 영향을 미치지 않는다고 보고된다. 그렇지만, 이해관계자 압력이 높은 국가에서는 지속가능성 보고서와 인증여부가 재무분석가의 예측오차에 영향을 미쳐 국가별 특성에 따라 인증효과가 달리 나타날 수 있음을 시사한다. 이는 단순한 인증이 중요한 것이 아니라 인증의 신뢰성 및 자본시장의 강력한 규제가 있어야 함을 시사한다. 다음으로, Pflugrath et al.(2011)의 연구는 기업의 회계정보 이용이 빈번한 재무분석가가 인증된 지속가능성 보고서를 주가예측에 의미있게 반영하는지에 대해 연구하였다. 표본은 미국, 영국, 호주 재무분석가이며, 이 재무분석가들을 통해 실험연구를 진행하였다. 연구결과, 미국 재무분석가는 회계법인이 인증한 지속가능성 보고서를 신뢰하지만, 영국 및 호주 재무분석가는 지속가능성 보고서 신뢰도가 인증과 무관한 걸로 나타났다. 이는 지속가능성 보고서가 자발공시이기 때문에 나타난 결과로 사료된다. 다음으로, 실증연구로 Muslu et al.(2019)의 연구가 있다. Pflugrath et al.(2011)이 실험연구였다면 Muslu et al.(2019)은 실증적으로 재무분석가 예측정확도와 지속가능성 보고서 인증과의 관련성을 살펴본다. 실증분석결과, KLD 스코어⁶⁾ 자체는 재무분석가의 예측 정확도와 양(+)의 관계이나, 인증여부와 따른 차이는 없었다. 다만, KLD 지수가 비재무정보 활동의 대용변수인가에 대한 의문이 존재한다.

나. 지속가능성 공시의 인증이 시장반응에 미치는 영향

지속가능성 보고서 인증에 대한 투자자의 반응은 직접적으로 지속가능성 정보를 담은 보고서의 인증효과를 살펴볼 수 있는 연구이다. 다만, 현재까지 연구는 대부분 자발적 인증에 대한 연구결과가 주를 이루고 있다.

대표적으로 Brown-Liburd and Zamora(2015)은 전문투자자를 대상으로 온라인 설문조사를 진행하여, ESG 성과의 대용치인 ESG 투자와 임원보수, 주가의 관계를 분석하였다. 임원보수가 ESG 성과, 즉 ESG 투자와 연계되는 경우, 투자자는 임원이 보수 상승을 위하여 ESG에 과잉으로 투자했는지 우려를 가질 수 있으므로, ESG 투자금액이 높은 경우에는 ESG 보고서가 인증되어야만 주가를 높게 평가되어, 인증의 효과를 입증. 시장에서는 인증의 효과를 긍정적으로 바라보고 있음을 의미한다. 다음으로, Cheng et al.(2015)은 비전문가 투자자를 대상으로 ESG 보고서의

6) KLD 지수는 KLD Research & Analytics Inc.에 의해 개발된 지수이며, 2000년에 Morgan Stanley Capital International (MSCI) RiskMetrics Group의 일부로 편입되어 기업들의 ESG 성과를 평가하는 지표이다.

전략적 중요도와 ESG 보고서 인증이 투자 의향을 향상시키는지 실험하였는데, ESG 보고서 인증은 투자자의 투자향을 유의미하게 향상시킨다고 보고한다. 이는 우월적 투자자가 아닌 투자자들도 인증의 효과를 신뢰한다는 결과를 제시하였다는 점에서 의의가 있다. García-Sánchez et al.(2019)은 24개국의 기업을 대상으로 ESG 품질과 기업의 자본제약의 관계를 분석하였다. ESG 품질에 ESG 보고서(지속가능성 보고서)의 제3자 인증여부, 인증인의 독립성을 포함하여, 인증에 효과를 간접적으로 분석하였다. 실증결과, 인증여부와 인증 품질이 기업의 자본조달 비용과 부(-)의 관계임을 발견하여, ESG 보고서 인증이 기업의 자본시장 접근성에 유용함을 증명하였다. Reimsbach et al.(2018)은 유럽과 미국 기관투자자를 대상으로 단독 ESG 보고서와 통합보고서가 정보저장효과 및 의사결정 활용도에 차이가 있는지 분석하였다. 우월적 투자자인 기관투자자는 인증된 단독 ESG 보고서를 통합보고서보다 의사결정에 더 많이 반영한다고 주장한다.

이와 반대의 의견도 존재한다. 구체적으로 Coram et al.(2009)은 가상의 ESG 보고서와 인증서를 호주의 숙련된 재무제표 이용자들에게 제공하여 주가예측에 미치는 영향을 연구하였다. 실증결과, ESG 보고서가 긍정적인 내용을 포함하는 경우 보고서의 인증이 주가예측에 가장 큰 영향을 미쳤다. 그러나, 보고서가 부정적인 정보를 포함하는 경우에는 인증 여부가 주가예측에 영향을 미치지 못하였으며, 이는 예상과 반대로 인증의 효과에 대한 다양한 의문을 가지게 한다. Brown-Liburd et al.(2018)은 투자자가 주식을 매입하고 보유하는 경우, 미래에 본인이 보유한 주식의 매각이 공정할 것인지를 판단하는데 현재의 ESG 투자수준 및 인증 여부가 영향을 미칠 것으로 가정하고, 주식투자자를 대상으로 기업의 ESG 투자수준 및 ESG 보고서 인증이 투자규모 및 적정성 판단에 영향을 미치는지 실험하였다. 분석결과, 투자자가 결정하는 주식 투자 규모는 기업의 ESG 투자 수준 및 투자 적정성과 정(+)의 관계를 보였으나, ESG 보고서의 인증 여부는 투자자 판단과 유의한 관련성이 없었으며, 이 연구 역시 인증의 유용성에 대해 의문을 제기하고 있다.

Fuhrmann et al.(2017)은 ESG 보고서가 투자자의 정보 불균형을 감소시키는지 확인하고자, ESG 보고서 인증 여부, 보고서가 GRI 기준으로 작성되었는지 여부, 수치 포함 여부, 지수 검증 여부, 검증절차 명시 여부, 인증인 약력 포함 여부가 유럽기업의 주가 Bid-Ask Spread에 영향을 미치는지 분석하였다. 그 결과, ESG 보고서가 GRI 기준을 적용하여 인증을 받거나 수치 검증을 포함하는 경우에는 Bid-Ask Spread가 감소하였으나, 인증여부, 지수검증 여부, 검증절차 및 인증인 약력 포함 여부는 Spread 변동과 유의미한 관계가 없었다. 연구자는 이러한 결과가 인증인의 종류에 따라 바뀔 수 있는지를 확인하기 위하여 표본에서 인증인이 Big4 회계법인인 경우를 제외하고 추가 분석하였으나, 동일한 결과를 보고하며 GRI 기준 적용이 명시된 ESG 보고서가 인증되는 경우에만 정보불균형이 개선되는 것으로 해석하였다.

다. 지속가능성 공시의 인증이 기업가치에 미치는 영향

지속가능성 보고서(ESG 보고서)의 인증이 기업가치와 연관성을 살펴보는 것은 인증의 유용성을 직접적으로 검증할 수 있다는 측면에서 의미 있다. 이러한 연구의 토대는 Dhaliwal et al.(2011)의 연구에서 비롯되었으며, Dhaliwal et al.(2011)은 지속가능성(CSR) 보고서 발간이 미래자본비용과 유의한 관련성이 없으나, ESG 실적이 좋은 경우에는 음(-)의 관계가 있으며, 또한 ESG 실적이 좋은 경우에는 보고서 인증이 자본비용을 추가 감소하는 것을 발견하였다. 이는, 인증의 유용성을 실증적으로 입증하였다는 의의가 있다. 이후 관련된 다양한 연구들이 진행되었다. Lys et al.(2015)는 기업의 ESG 비용의 대용치로 ASSET4의 CSR 스코어와 ESG 보고서 특성(보고서 발행여부, 인증여부, GRI 기준 적용여부가 주주가치의 대용치인 재무 실적(ROA, 미래 현금흐름)과 관계가 있는지 분석하였다. 그 결과 CSR 스코어가 ROA와 양(+)의 관계를 보이고, 보고서 인증도 ROA 및 미래현금흐름과 양(+)의 관계를 나타내어, ESG 인증이 재무성과에 긍정적인 영향이 있음을 증명하였다. Clarkson et al.(2013)은 ESG 보고서 중 환경보고 품질과 주가 및 자본비용과의 관계를 검증하였는데, 인증은 환경보고 품질에 포함되어 Ohlson 모델로 산출한 주가와 정(+)의 관계를 보고하였다. 나아가 Bachoo et al.(2013)은 ESG 실적과 기업가치를 자본비용 및 주가로 나누어 분석하였는데, ESG 보고서 인증 여부를 ESG 실적에 포함하여 기업가치와 정(+)의 관계를 발견하였다.

그러나 Kaspereit and Lopatta(2016)는 유럽기업의 ESG 실적을 DJSI 편입 여부, ESG 보고서의 범위 및 GRI 기준 적용 여부, 보고서 인증 등으로 분류하여 기업가치와의 연관성을 연구했는데, DJSI 편입은 기업가치와 유의한 정(+)의 관계를 보였으나, ESG 보고서 인증과 GRI 기준 적용 여부 등은 기업가치와 무관하다고 주장하였다.

국내에서도 대부분의 지속가능경영보고서가 GRI 가이드라인을 따라 작성되기는 하지만 GRI 가이드라인은 감사보고서와 같은 정형화된 형식이 아니므로, 보고서를 발행하는 기업들은 비교가능성과 신뢰성 확보를 위하여 제3자 인증을 받기 때문에 관련된 연구가 이루어졌다. 민재형 등(2015)은 기부금을 사회공헌활동의 대용치로 사용하여 기부금과 인증 받은 ESG 보고서가 기업가치 연관성이 있는지 연구하였는데, 기부금을 지출하는 기업 중 인증 받은 ESG 보고서를 발간하는 기업은 기부금만 지출하는 기업 대비 TobinQ가 높은 것을 발견하였다. 최준혁 등(2017)은 ESG 보고서 인증을 국내 지속가능성보고서 품질에 포함하여 재무성과 연관성을 연구하였는데, ESG 보고서 인증은 ROA 및 TobinQ와 유의한 관계가 없었다고 보고한다. 장철(2014)은 지속가능성보고서의 발간이 기업의 자기자본비용을 낮추지는 않았지만, 인증받은 보고서를 최초 발간하는 경우 자기자본비용이 감소한다는 것을 발견하여, 인증의 중요성을 강조한다.

라. 지속가능성 보고서의 인증인의 품질에 따른 차별적 영향

앞서 살펴본 바와 같이 인증의 효과는 혼재되어 있는 것으로 판단된다. 이에 다수의 연구자들

은 이러한 혼재된 결과의 원인으로 인증의 품질을 지목하고 있으며, 연구자들은 지속가능성보고서의 인증이 고품질인 경우 인증의 효과가 차별적으로 나타날 수 있음을 제기하고자 한다. 따라서, 고품질의 인증에 대한 대용변수로 다수의 변수를 사용하여 분석을 수행하였다. 대표적인 변수로 대형 회계법인(이하 Big4)이 인증을 제공하는 인증이 효과가 차별적으로 나타나는지를 살펴보고자 한다.

Perego(2009)는 ESG 보고서를 Big4 회계법인이 인증하는 경우, 보고 형식과 인증 절차로 측정되는 인증 품질이 개선되는 것을 발견하였다. 또한, 회계감사인이 ESG 인증을 수행하는 경우, 과거 ESG 보고서의 오류를 찾아낼 가능성이 높아 회계법인 인증인과 ESG 보고서의 품질간 유의한 관계가 있음을 실증적으로 검증하였다(Ballou et al., 2018).

Wong and Millington(2014)는 영국 투자기관을 대상으로 한 설문조사를 통하여 투자자의 ESG 보고서 인증 요구에 미치는 요인을 분석하였는데, 기업의 영국 FTSE4 Good 지수 포함 및 ESG 보고서의 유용성(설문에 명시)이 ESG 보고서 인증 요구를 증대시키고, 투자자는 회계법인보다 환경전문 인증인의 인증을 선호한다고 주장하였다. Simnett(2009)는 ESG 보고서의 인증과 국가별 특성에 대해 종합적으로 살펴보았다. 구체적으로 Simnett(2009)는 이해관계자 영향력이 큰 국가에서는 ESG 보고서 인증인으로 회계법인을 더 많이 선택하지만 궁극적으로 ESG 보고서 인증의 결정변수인 기업평판과 회계법인 인증은 관련성이 없다고 보고한다. Hummel et al. (2019)은 지속가능성이 낮은 기업일수록 포괄적인 인증이 필요하고, 회계법인이 아닌 인증인이 더욱 포괄적인 인증을 제공하는 것을 발견하였다. 따라서, 회계법인의 ESG 인증 유용성에 대한 연구 결과는 아직 일관된 방향성을 보이지 않는다고 주장하였다.

더불어, 기업가치 연계성 측면에서도 회계법인의 ESG 보고서 인증 효력에 대한 연구결과가 다수 존재한다. Peters and Romni(2015)는 ESG 관련 지배구조(환경위원회, ESG 전담임원)와 ESG 보고서 인증인이 주가에 미치는 영향을 분석한 결과, 회계법인이 ESG 보고서를 인증하고 환경위원회에 전문가가 포함되는 경우, ESG 보고서가 인증되고 ESG 담당 임원이 있는 경우 주가와 정(+)의 관계를 보인다고 주장하였다. Clarkson et al.(2019)은 ESG 보고서의 발간, 인증, 인증인, 인증범위가 해당기업의 DJSI(Dow Jones Sustainability Index) 포함여부 및 시장가치에 미치는지 연구한 결과, Big4 회계법인이 ESG 보고서를 인증하는 경우 기업가치와 양(+)의 관계를 발견하였다.

이를 종합하면, Big4 회계법인에게 인증을 받으면 인증효과가 효과가 크다는 연구가 조금 더 많은 것으로 판단된다. 그러나, 이와 다른 결과를 보이는 연구도 다수 존재하기에 일반화하기에 어려움이 존재한다. 일반적인 지속가능성 정보보다 인증의 규제가 상대적으로 강하고, 규정이 이 명확한 부분은 온실가스 배출량으로 이에 많은 연구자들이 온실가스배출량 기업가치간 관련성에 대해 연구하여 간접적으로 인증의 효과를 살펴보고자 하였다. 먼저, Chapple et al.(2013)은 탄소배출권거래제도를 시행하는 호주의 상장기업들을 대상으로 탄소배출량 수준에 따른 시장반

응을 분석하였다. 주식시장은 온실가스를 대량으로 배출하는 기업이 배출권거래제도 실행으로 미래 가치 손상이 발생할 것을 예측하였다. Matsumura et al.(2014)는 CDP에 탄소배출량을 공시한 기업은 탄소배출량이 증가할수록 기업가치가 감소하지만, 탄소배출정보를 자발적으로 공개한 기업은 미공개 기업 대비 시장가치가 높아, 주식시장이 자발적인 탄소정보 공개를 긍정적으로 평가하는 것을 발견하였다. Zhou et al.(2016)은 온실가스 배출량 인증 및 인증인의 종류에 관하여 분석하였는데, 온실가스배출량 인증 수요와 회계법인 선호도는 이해관계자의 역할이 크고 법률 규제가 덜한 국가에서 더 높게 나타나고, 기업의 지배구조가 이러한 국가차원의 변수를 완화하는 것을 확인하였다. Green et al.(2017)는 호주 기업을 대상으로 온실가스 인증인(회계법인 vs. 기타기관) 선정 기준을 연구하였는데, 인증기관의 평판과 독립성이 인증인선정과 연관성이 있었고, 온실가스의 종류나 인증 지역은 인증인 선정과는 관련이 없음을 보고하였다. 이와 같은 연구결과는 온실가스 배출량의 경우 인증 여부로 인해 기업가치에 미치는 영향이 다소 차이가 있다는 것을 시사한다.

III. 연구방법

1. 연구모형

국내 지속가능성 공시 인증의 효과를 살펴보기 위해 다음과 같은 연구가설을 설정하였다. 현재 국내에서는 대부분 인증을 받고 있는 바 인증유무에 따라 그 효과를 검증하는 것은 사실상 어려움이 존재한다. 따라서 인증유무가 아니 인증기준의 종류에 따라 그 효과를 검증하는 것이 타당하다고 판단하였다. 또한, Dhaliwal et al.(2011)의 연구에 따르면, 기업이 지속가능성 보고서를 발간해서 얻을 수 있는 경제적 효과는 자기자본비용을 낮추는 것으로 본 연구는 지속가능성 보고서가 인증별로는 차이가 있는지를 실증적으로 검증한다. 이에 다음과 같이 연구가설과 식(1)과 같은 연구모형을 설정한다.

가설) 국내 지속가능성 공시의 효과는 지속가능성 인증기준에 따라 다르게 나타날 것이다.

$$COC_{it} = a_0 + a_1 Certification_{it} + a_2 ASSET_{it-1} + a_3 DEBT_{it-1} + a_4 ROA_{it-1} + a_5 GROWTH_{it} + a_6 MB_{it-1} + a_7 UE_{it} + a_8 TAC_{it-1} + \sum IND + e_{it} \quad (1)$$

여기에서 COC는 자기자본비용(Cost of Capital)을 의미하며, 자본자산가격결정모형(Capital Asset Pricing Model, 이하 CAPM)에 의하여 측정한다. CAPM에 의한 개별기업의 자기자본비용은 무위험수익률(risk free rate)에 시장위험프리미엄(market risk premium)과 시장베타(beta)을 곱

한 후, 더하여 측정한다. 관심변수는 Certificaion으로 비재무정보 보고서에 지속가능성 인증기준의 적용 여부로 측정하였다. 구체적으로 ‘IASE3000’, ‘AA1000AS’, ‘AA1000APS’, ‘SRV1000’, ‘VeriSustainTM1’로 구분하며 이와 같은 인증기준을 적용한 경우 1, 아니면 0의 값을 주어 가변수로 설정한다.

먼저, ‘IASE3000’는 IASE3000 인증기준으로 지속가능보고서를 인증한 경우이며, ‘AA1000AS’는 인증유형이 AA1000AS인 경우이다. AA1000APS는 AA1000을 통해 보고서를 작성하고 인증기준 또한 AA1000AS를 사용하는 경우를 의미한다. ‘SRV1000’와 ‘VeriSustainTM1’는 각각 SRV1000 및 VeriSustainTM1을 인증기준으로 사용한 경우 1 아니면 0의 값을 가지는 변수이다.

통제변수는 선행연구에 따라 자기자본비용에 영향을 미칠 것으로 판단되는 변수들로 기업규모(ASSET), 부채비율(DEBT), 총자산이익률(ROA), 매출액 성장률(GROWTH), 시장가치 대비 장부가치 비율(MB), 비기대이익(UE), 전기 총 발생액(TAC)을 선정하였다. 변수별로 살펴보면 기업규모(ASSET)는 전기 총자산에 대한 자연로그 값을 활용하며, ASSET이 클수록 공시수준이 높아 정보비대칭이 감소할 수 있으며, 파산가능성이 낮고 자금조달비용도 낮을 것으로 예상된다(Gode and Mohanram 2003 ; Botosan and Plumlee 2005). 부채비율(DEBT)은 전기 총부채를 전기 총자산으로 나누어 활용하며, DEBT가 높아질수록 기업의 위험수준이 증가하고, 투자자들이 높은 프리미엄을 요구하여 자기자본비용이 높아질 것으로 추측된다(Francis et al. 2005). 기업의 성장성은 자기자본비용을 감소시킬 수 있는 유인이 존재하므로 총자산이익률(ROA)은 전기 당기 순이익을 전기 총자산으로 나누어 활용하며, 매출액성장률(GROWTH)은 당기 매출액에서 전기 매출액을 차감 후, 전기 매출액으로 나누어 통제변수에 포함하였다. 또한, 시장가치 대비 장부가치 비율(MB)은 체계적 위험(BETA)이 포함되지 않은 위험을 통제하기 위하여 본 모형에 포함하였다(Fama and French 1992). 더불어, 비기대이익(UE)이 커질수록 정보비대칭이 증가하므로 자기자본비용이 증가할 수 있으며, 전기 총 발생액(TAC)은 경영자의 재량적 의사결정으로 인한 정보비대칭을 통제하기 위하여 모형에 포함한다.

2. 표본선정

연구에서 활용한 표본은 2016년부터 2022년까지 한국거래소에 상장된 유가증권(코스피) 및 코스닥시장에 상장된 기업 중, 비재무정보 보고서 발간 기업을 대상으로 수행하였다. 표본 기업의 재무와 주가 정보는 상용 데이터베이스를 활용하였으며 이용하였으며, 비재무정보 보고서의 발행 여부 및 인증기준에 대해서는 각 회사의 홈페이지에서 수기(hand collecting)로 직접 수집하였다. <표 1>은 연구에서 활용된 표본의 연도별 분포를 나타내며, 2016년에 비해 2022년에 약 3.5배에 가까운 기업이 비재무정보 보고서를 발행하고 있는 것으로 파악된다. 즉, 시간이 흐를수록 많은 기업이 비재무정보 보고서를 공시하고 있음을 의미한다.

〈표 1〉 연구에 활용된 표본의 연도별 분포

연도	빈도	백분율
2016	50	8.70%
2017	54	9.39%
2018	52	9.04%
2019	62	10.78%
2020	73	12.70%
2021	108	18.78%
2022	176	30.61%
합계	575	100.00%

<표 2>에서는 비재무정보 보고서를 발행한 기업들이 어떠한 명칭으로 발행하고 있는지 나타낸다. 약 7.30%의 표본은 CSR보고서를 통해 정보를 공시하고 있으며, 약 0.35%는 ESG보고서, 약 1.04%는 기업보고서, 약 0.70%는 연간보고서, 약 79.48%는 지속가능성 보고서를 통해 나타내고 있으며, 이와 같은 보고서들을 통합하여 보고하는 경우는 약 11.13%가 분포된 것으로 확인된다.

〈표 2〉 연구에 활용된 표본의 명칭별 분포

명칭	빈도	백분율
CSR	42	7.30
ESG보고서	2	0.35
기업보고서	6	1.04
연간보고서	4	0.70
지속가능	457	79.48
통합보고	64	11.13
Total	575	100.00

IV. 실증분석결과

1. 기술통계량

<표 3>에서는 연구에서 활용된 변수들의 기술통계량을 나타내며, 제시된 값은 극단치로 인한 왜곡현상을 최소화하고자 상·하 1%에서 조정 한 값(Winsorization)을 활용하였다. 먼저 종속변수인 자기자본비용(COC)의 평균은 0.0246(0.0207)로 나타났으며, 자기자본비용의 변화율(dCOC)의 경우, 평균 0.3213으로 전년대비 약 32.13% 증가하는 것으로 나타났다. 그러나 이는 중위 값에서 -0.0877로 나타나, 지속가능보고서를 발행하고 있는 기업들의 50%이상은 자기자본비용이 전년대비 감소하는 것으로 판단된다. 반면, Q3의 값은 0.3045로 전년대비 약 30.45%가 증가하는 것으로 나타나 증가율이 평균에 미치지 못하는 것으로 나타났으며, 이는 나머지 25%의 표본에서 증가율이 높은 것으로 추측되는 바이다. 이때, 최대 값은 0.8290으로 전년대비 가장 높은 자기자본비용의 증가율을 나타내는 경우는 약 82.9% 증가한 것으로 판단된다. 인증기준의 적용 비율은 ‘ISAE3000’의 경우 약 11.30%가 적용하고 있으며, ‘AA1000AS’의 경우 약 74.61%가 적용, ‘AA1000APS’의 경우 약 11.13%가 적용, ‘SRV1000’의 경우 약 23.65%가 적용, ‘VeriSustainTMI’의 경우 약 15.48%가 적용하고 있는 것으로 나타났다.

<표 3> 기술통계량(n=575)

변수명	평균	표준편차	최소값	1사분위수	중위값	3사분위수	최대값
COC	0.0246	0.0093	0.0138	0.0183	0.0207	0.0378	0.0384
dCOC	0.3213	0.4137	-0.2182	-0.2182	-0.0877	0.3045	0.8290
ISAE3000	0.1130	0.3169	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
AA1000AS	0.7461	0.4356	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000	1.0000
AA1000APS	0.1113	0.3148	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
SRV1000	0.2365	0.4253	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
VeriSustainTMI	0.1548	0.3620	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
ASSET	22.5669	1.6258	19.0824	21.3587	22.5556	23.7431	26.2923
DEBT	0.5077	0.1692	0.1281	0.3786	0.5332	0.6392	0.8396
ROA	0.0351	0.0566	-0.1636	0.0098	0.0303	0.0561	0.2528
GROWTH	0.1152	0.2252	-0.3773	-0.0127	0.0743	0.1869	1.1059
MB	1.2029	1.2486	0.1545	0.4817	0.7802	1.4039	7.9038
UE	0.0116	0.1738	-0.6349	-0.0399	0.0029	0.0495	0.7485
TAC	-0.0340	0.0584	-0.1892	-0.0665	-0.0350	-0.0031	0.1803

통제변수의 경우, ASSET의 평균값(중위수)은 22.5669(22.5556)으로 나타났으며, DEBT의 평균값(중위수)은 0.5077(0.5332)로 평균과 중위수의 차이가 크지 않았으며, 최댓값은 0.8396으로 나타났다. ROA의 평균값(중위수)은 0.0351(0.0303)의 값을 보이며, GROWTH의 평균값은 0.1152로 나타나 전체 표본에서 평균적으로 매출액이 전년대비 약 11.52% 증가하고 있는 것으로 파악되었다.

2. 상관관계 분석

<표 4>에서는 연구에서 활용된 변수들의 피어슨 상관계수 값을 나타낸다. 연구의 종속변수인 COC는 지속가능성 공시 제3자 인증 기준인 AA1000APS, VeriSustainTM1과는 부(-)의 관련성을 나타내고 있으며, 이는 AA1000APS 및 VeriSustainTM1의 인증기준을 적용한 지속가능 보고서 발행 기업은 COC가 감소할 것이라는 것을 시사하는 바이다. 반면, 다른 인증기준인 SRV1000과는 정(+)의 관련성을 보이고 있으며, IASE3000 및 AA1000AS 인증기준과는 통계적 관련성이 나타나지 않았다. 마찬가지로 COC의 변화율(dCOC)과의 상관관계도 COC와 동일한 관련성을 나타내고 있다. 그러나, 이와 같은 상관관계는 변수들 간의 단순한 1 : 1 상관관계를 의미하므로 통제변수를 포함한 결과를 통해 다시 살펴보기로 한다.

〈표 4〉 피어슨 상관관계(n=575)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
(2)	0.909 <.0001												
(3)	-0.063 0.133	-0.105 0.012											
(4)	0.029 0.487	0.040 0.336	-0.246 <.0001										
(5)	-0.154 0.000	-0.192 <.0001	0.066 0.115	0.206 <.0001									
(6)	0.102 0.014	0.182 <.0001	-0.173 <.0001	0.137 0.001	-0.197 <.0001								
(7)	-0.155 0.000	-0.197 <.0001	-0.016 0.700	-0.303 <.0001	0.047 0.258	-0.238 <.0001							
(8)	-0.178 <.0001	-0.206 <.0001	0.201 <.0001	0.133 0.001	0.155 0.000	-0.042 0.317	0.160 0.000						

〈표 4〉 피어슨 상관관계(n=575) (계속)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
(9)	-0.080	-0.085	-0.057	0.057	0.050	-0.036	0.088	0.171					
	0.055	0.043	0.173	0.176	0.232	0.394	0.036	<.0001					
(10)	0.164	0.125	0.061	-0.039	-0.048	0.039	-0.103	-0.052	-0.464				
	<.0001	0.003	0.141	0.346	0.255	0.348	0.013	0.212	<.0001				
(11)	0.295	0.347	-0.026	0.024	-0.057	0.059	-0.325	-0.102	-0.053	0.024			
	<.0001	<.0001	0.539	0.566	0.170	0.157	<.0001	0.014	0.205	0.569			
(12)	0.027	0.082	-0.050	-0.036	-0.090	0.008	-0.086	-0.329	-0.169	0.111	0.223		
	0.516	0.049	0.232	0.386	0.030	0.856	0.039	<.0001	<.0001	0.008	<.0001		
(13)	-0.140	-0.058	-0.007	0.051	0.114	0.039	-0.010	-0.025	0.115	-0.306	0.138	0.047	
	0.001	0.162	0.871	0.224	0.006	0.356	0.803	0.548	0.006	<.0001	0.001	0.256	
(14)	0.228	0.168	-0.006	-0.099	-0.085	0.108	-0.101	-0.133	-0.142	0.296	0.128	0.035	-0.213
	<.0001	<.0001	0.886	0.017	0.043	0.010	0.016	0.001	0.001	<.0001	0.002	0.397	<.0001

Note : 위에는 상관계수값을 의미하며, 아래는 유의수준을 나타낸다. 변수는 다음과 같다. (1) COC ; (2) dCOC ; (3) ISAE3000 ; (4) AA1000AS ; (5) AA1000APS ; (6) SRV1000 ; (7) VeriSustainTM1 ; (8) ASSET ; (9) DEBT ; (10) ROA ; (11) GROWTH ; (12) MB ; (13) UE ; (14) TAC

3. 실증분석결과

〈표 5〉에서는 각각의 인증기준이 CAPM으로 측정한 자기자본비용에 미치는 영향을 나타낸다. 분석결과 ‘AA1000APS’ 및 ‘VeriSustainTM1’ 인증기준이 1%에서 통계적으로 유의한 음(-)의 상관계수 값을 나타내어 부(-)의 관련성이 높은 것으로 나타났다. 이는 해당 인증기준을 적용하고 있는 비재무정보 보고서가 발간되는 경우, 자기자본비용이 감소할 것을 시사한다. 특히, 국내 기업 중 가장 많이 사용하고 있는 AA1000AS는 자기자본비용과 관련성이 없거나 일부항목에서 오히려 정(+)의 관련성을 보인다. AA1000AS가 보고서 검증절차 표준이기에 검증절차로는 그 효과가 낮음을 보여주고 있다. 반면, AA1000APS의 1% 수준에서 유의한 부(-)의 관련성을 보이고 있다. 즉, 작성기준과 인증기준이 일치하는 AA1000APS가 일 경우에 인증의 효과가 있음을 시사하는 결과로 새로운 지속가능성 보고서 기준이 나온다면 그에 상응하는 인증기준이 필요함을 의미하는 결과이다.

다음으로, 글로벌에 통제하고 있는 검증 프로토콜인 VeriSustainTM1를 적용해서 인증을 받는 경우 자기자본비용을 낮추는 것으로 나타났다. 지속가능성 보고서가 시장에서 효과가 나타나기 위해서는 글로벌 수준의 인증이 필요하다는 것을 의미한다. 반면, ISAE3000의 경우 결과가 나타나지 않았는데, 이는 ISAE를 적용한 기업의 수가 작고 회계법인이 아닌 곳에서 ISAE3000을

적용해서 나타난 문제로 보여진다.

<표 6>에서는 각각의 인증기준이 CAPM으로 측정 한 자기자본비용의 변화율에 미치는 영향을 나타낸다. 분석결과, 앞서 <표 5>와 동일하게 ‘AA1000APS’ 및 ‘VeriSustainTM1’ 인증기준이 자기자본비용 변화율에 대해 1%에서 통계적으로 유의한 음(-)의 상관계수 값을 나타내어 부(-)의 관련성이 높은 것으로 나타났다. 이는 해당 인증기준을 적용하고 있는 비재무정보 보고서가 발간되는 경우, 자기자본비용이 일정 비율 감소할 것을 시사한다. 특히, 국내 기업 중 가장 많이 사용하고 있는 AA1000AS는 자기자본비용과 관련성이 없거나 일부 항목에서 오히려 정(+)의 관련성을 보인다. 이는 AA1000AS가 보고서 검증절차 표준이기에 검증절차로는 그 효과가 낮음을 보여주고 있다. 반면, 앞서와 동일하게 AA1000APS 인증수준이 1% 수준에서 유의한 부(-)의 관련성을 보이고 있는데 이는 작성기준과 인증기준이 일치할 때 효과가 높음을 다시 한 번 보여주는 결과이다.

다음으로, 글로벌에 통제하고 있는 검증 프로토콜인 VeriSustainTM1를 적용해서 인증을 받는 경우 자기자본비용이 일정 비율 감소하는 것으로 나타났다. 지속가능성 보고서가 시장에서 효과가 나타나기 위해서는 글로벌 수준의 인증이 필요하다는 것을 의미한다. 반면, ISAE3000의 경우 결과가 나타나지 않았는데, 이는 ISAE를 적용한 기업의 수가 작고 회계법인이 아닌 곳에서 ISAE3000을 적용해서 나타난 문제로 보여진다. 즉, 지속가능성 보고서의 효과를 높이기 위해서는 제한적 확신이 아닌 합리적 확신수준이 인증이 필요한 것으로 판단되며, 나아가 검증기준이 글로벌 수준으로 확대될 때 그 의미가 있을 수 있음을 시사하는 결과로 판단된다.

〈표 5〉 인증기준이 자기자본비용에 미치는 영향

Variables	Dependent Variable=COC									
	Coeff.	t-stat.	Coeff.	t-stat.	Coeff.	t-stat.	Coeff.	t-stat.	Coeff.	t-stat.
<i>Intercept</i>	0.050***	6.64	0.052***	6.90	0.050***	6.64	0.051***	6.77	0.048***	6.36
<i>ISAE3000</i>	-0.001	-0.56							0.000	-0.21
<i>AA1000AS</i>			0.001*	1.65					0.001	1.24
<i>AA1000APS</i>					-0.003***	-3.87			-0.003***	-3.68
<i>SRV1000</i>							0.001	1.15	0.000	0.03
<i>VeriSustainTM1</i>									-0.003***	-2.75
<i>ASSET</i>	-0.001***	-2.82	-0.001***	-3.20	-0.001***	-2.85	-0.001***	-3.05	-0.001**	-2.52
<i>DEBT</i>	0.000	0.12	0.000	0.07	0.001	0.23	0.000	0.17	0.001	0.23
<i>ROA</i>	0.020**	2.19	0.020**	2.20	0.020**	2.22	0.019**	2.12	0.020**	2.20
<i>GROWTH</i>	0.012***	6.12	0.012***	6.08	0.012***	6.01	0.012***	6.10	0.012***	6.14
<i>MB</i>	-0.002***	-4.82	-0.002***	-4.75	-0.002***	-4.97	-0.002***	-4.73	-0.002***	-4.57
<i>UE</i>	-0.005**	-2.56	-0.006***	-2.63	-0.005**	-2.33	-0.006***	-2.66	-0.006***	-2.74
<i>TAC</i>	0.016**	2.07	0.017**	2.16	0.016**	2.06	0.015**	2.02	0.015**	1.99
Cluster	Firm and Year									
Industry dummy	Included									
F-value	4.87***		4.97***		5.06***		4.91***		5.09***	
Adj. R ²	0.1953		0.1993		0.2028		0.1971		0.2041	
Obs.	575									

note : ***, ** 및 *은 각각 1%, 5% 및 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

〈표 6〉 인증기준이 자기자본비용에 미치는 영향

Variables	Dependent Variable=dCOC									
	Coeff.	t-stat.	Coeff.	t-stat.	Coeff.	t-stat.	Coeff.	t-stat.	Coeff.	t-stat.
<i>Intercept</i>	1.490***	5.31	1.615***	5.78	1.493***	5.37	1.525***	5.54	1.376***	4.91
<i>ISAE3000</i>	-0.074	-1.31							-0.052	-0.94
<i>AA1000AS</i>			0.067*	1.72					0.034	0.78
<i>AA1000APS</i>					-0.173***	-4.56			-0.159***	-3.90
<i>SRV1000</i>							0.129***	3.48	0.070*	1.76
<i>VeriSustainTMI</i>									-0.157***	-3.70
<i>ASSET</i>	-0.038***	-3.08	-0.044***	-3.66	-0.039***	-3.20	-0.042***	-3.50	-0.034**	-2.77
<i>DEBT</i>	-0.021	-0.17	-0.017	-0.14	0.008	0.07	-0.004	-0.03	0.007	0.06
<i>ROA</i>	0.828**	2.28	0.803**	2.25	0.821**	2.28	0.743**	2.05	0.832**	2.26
<i>GROWTH</i>	0.631***	7.12	0.624***	7.01	0.620***	6.89	0.623***	7.07	0.622***	7.14
<i>MB</i>	-0.055***	-3.70	-0.056***	-3.71	-0.058***	-3.96	-0.050***	-3.39	-0.052***	-3.44
<i>UE</i>	-0.100	-1.06	-0.105	-1.12	-0.062	-0.67	-0.124	-1.33	-0.120	-1.29
<i>TAC</i>	0.242	0.76	0.273	0.86	0.225	0.73	0.182	0.58	0.198	0.63
Cluster	Firm and Year									
Industry dummy	Included									
F-value	4.87***		4.97***		5.06***		4.91***		5.09***	
Adj. R ²	0.1953		0.1993		0.2028		0.1971		0.2041	
Obs.	575									

note : ***, ** 및 *은 각각 1%, 5% 및 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

V. 결 론

세계적으로 이해관계자들의 ESG 정보공시 요구가 지속적으로 확대되고 있다. EU의 ESRS, 미국의 SEC, IFRS의 IFRS S1, S2 등 다양한 글로벌 ESG 공시 기준이 생겨나고 있고 이를 적용하려는 국가가 많아지고 있다. 향후 대부분의 자본주의 국가들은 글로벌 ESG 공시 기준을 적용 받게 될 것으로 예측된다.

국내 역시 2025년부터 IFRS S1, S2를 베이스로한 지속가능성 공시기준을 도입할 예정이나, 현재 국내의 경우 기존의 ESG 공시는 규제 중심으로 지속가능성 정보에 대한 유용성이 낮은 것으로 판단된다. 따라서, 국내에서도 지속가능성 정보의 정보유용성을 높이기 위해 인증, 감사, 규제변경 등 다양한 노력 필요할 것으로 판단된다. 특히, 지속가능성 정보에 대한 제3자에 의한 검증(Third-party assurance)은 ESG 정보의 신뢰성을 제고하는 역할을 수행할 수 있을 것으로 기대된다. 이는 투자자들은 기업들의 지속가능성 정보의 영향이 높아짐에 따라 이러한 정보들이 일관성 있고 비교가능하며, 신뢰성 있는 정보로서 제공될 것을 요구하고 있는데 이는 지속가능성 글로벌 기준을 적용하면 상당부분 해소가능하지만, 신뢰성 부분에서는 인증을 통해 이를 해결할 수 있다.

우리나라의 경우 ESG 정보에 대한 별도의 인증관련 법률과 규제는 마련되어 있지 않으나 EU는 2021년 4월 NFRD 개정안으로 CSRD(Corporate Sustainability Reporting Directive, 기업지속가능성 보고 지침) 제안을 채택하였으며 2024년 1월 1일부터는 법정감사인 또는 감사법인(the statutory auditor or audit firm)에 의해 지속가능성 정보에 대해 제한적 확신(limited assurance) 수준의 인증을 받을 것을 의무화할 예정이다. 미국 역시 2024년 회계연도부터 Scope 1, 2 배출량 공시에 대해 인증이 의무화되며, 2026년 회계연도부터는 합리적 확신(reasonable assurance)수준까지 의무화가 될 예정이기에 우리나라도 인증에 대한 요건을 마련할 필요성이 존재한다. 이에 본 연구는 지속가능성 인증의 종류 및 특성을 ISAE3000과 AA1000을 기준으로 각각의 특성을 살펴보고, 나아가 국내기업이 비재무정보보고서(지속가능보고서)에 적용하고 있는 인증기준의 효과성을 검토하였다.

분석결과, 국내 기업이 지속가능보고서에 5개의 인증기준을 적용하고 있는 것으로 파악되었으며 이는 'ISAE3000', 'AA1000AS', 'AA1000APS', 'SRV1000', 'VeriSustainTM1' 인증기준이다. 특히, 지속가능보고서를 발간하는 기업이 'AA1000APS' 및 'VerSustainTM1' 인증기준을 적용한 경우, 자기자본비용에 대해 부(-)의 관련성이 높은 것으로 나타났다. 이와 같은 결과는 자기자본비용의 변화율로 분석한 결과에서도 동일하였다. 반면, 국내 기업이 가장 많이 적용하고 있는 인증기준인 'AA1000AS'의 경우, 관련성이 없거나 일부에서 정(+)의 관련성이 나타났다. 이는 단순 'AA1000AS'가 보고서 검증절차에 대한 표준이기에 효과성이 낮은 것으로 판단되는 바이다. 또한, 'IAS3000'에서도 통계적 관련성을 발견할 수 없었는데, 이는 적용하고 있는 기

업의 수가 제한적이며, 회계법인이 아닌 곳에서 인증하고 있는 경우가 다수 존재하기 때문으로 추측된다. 반면, AA1000를 기준으로 보고서를 작성하고 이에 따라 AA1000AS로 검증한 경우 자본비용이 낮아지는 것으로 나타났는데 이는 지속가능성 보고서 작성유형과 인증유형이 일치할 때 효과가 있음을 시사하는 결과이다.

본 연구는 지속가능성 보고서의 인증효과를 인증유형별로 살펴보고 있다는 점에서 그 기여점이 있다. 본 연구의 분석결과는 지속가능성 보고서 기준에 적합한 인증유형이 개발되어야 하며 나아가 지속가능성보고서의 효과를 높이기 위해서는 제한적 확신이 아닌 합리적 확신의 인증수준이 요구될 때 지속가능성 보고서 정보의 유용성이 높아짐을 시사하고 있다. 또한, 검증기준이 글로벌 수준으로 확대될 때, 인증수준의 효과가 의미가 있음을 시사하는 결과로 판단된다. 이러한 연구의 분석결과는 향후 국내 지속가능성 공시 인증체계를 수립하는데 이해관계자들에게 도움을 줄 것으로 기대한다.

다만 본 연구는 다음과 같은 한계점을 가지고 있다. 지속가능성 보고서의 인증효과는 단순 인증유형이 아닌 인증 비용, 인증인력과 같은 타 요인으로 인해 결정될 수 있다. 그러나 연구자료의 한계로 이러한 부분을 완전히 통제하지 못하였다. 또한, 인증효과를 나타내는 자기자본비용의 경우 다양한 측정방법이 이를 모두 고려하지 못하다는 한계가 있다. 향후 연구에서 이러한 부분을 보완한다면 보다 진일보된 연구가 될 수 있을 것이다.

참고문헌

- 민재형 · 김범석 · 하승인. 2015. “기업의 환경, 사회, 지배구조 요인과 재무성과의 관계 : 공유가치창출의 경험적 근거 : 공유가치창출의 경험적 근거”. *경영과학* 제32권 제1호 : 113 – 131.
- 배성호 · 임태균. 2013. “기업의 사회적 책임활동과 재무분석가 이익예측치 정확성과의 관계”. *경영학연구* 제42권 제4호 : 1131 – 1156.
- 장철. 2014. “지속가능성보고서를 통한 자발적 비재무정보공시가 자기자본비용에 미치는 영향”. *글로벌경영학회지* 제11권 제2호 : 1 – 32.
- 최준혁 · 양동훈 · 유현수 · 김령. 2017. “비재무성과 공시의 신뢰성 검토 : 지속가능성보고서를 중심으로”. *경영학연구* 제46권 제4호 : 1157 – 1200.
- Bachoo, K., R. Tan, and M. Wilson. 2013. Firm value and the quality of sustainability reporting in Australia. *Australian Accounting Review* 23(1) : 67 – 87.
- Ballou, B., P. C. Chen, J. H. Grenier, and D. L. Heitger. 2018. Corporate social responsibility assurance and reporting quality : Evidence from restatements. *Journal of Accounting and Public Policy* 37(2) : 167 – 188.
- Botosan, C. A., and M. A. Plumlee. 2005. Assessing alternative proxies for the expected risk premium. *The Accounting Review* 80(1) : 21 – 53.
- Brown-Liburd, H. and V. L. Zamora. 2015. The role of corporate social responsibility (CSR) assurance in investors’ judgments when managerial pay is explicitly tied to CSR performance. *Auditing : A Journal of Practice & Theory* 34(1) : 75 – 96.
- Brown-Liburd, H., J. Cohen, and V. L. Zamora. 2018. CSR disclosure items used as fairness heuristics in the investment decision. *Journal of Business Ethics* 152 : 275 – 289.
- Chapple, L., P. M. Clarkson, and D. L. Gold. 2013. The cost of carbon : Capital market effects of the proposed emission trading scheme (ETS). *Abacus* 49(1) : 1 – 33.
- Cheng, M. M., W. J. Green, and J. C. W. Ko. 2015. The impact of strategic relevance and assurance of sustainability indicators on investors’ decisions. *Auditing : A Journal of Practice & Theory* 34(1) : 131 – 162.
- Clarkson, P. M., X. Fang, Y. Li, and G. Richardson. 2013. The relevance of environmental disclosures : Are such disclosures incrementally informative?. *Journal of Accounting and Public Policy* 32(5) : 410 – 431.
- Clarkson, P., Y. Li, G. Richardson, and A. Tsang. 2019. Causes and consequences of voluntary assurance of CSR reports : International evidence involving Dow Jones Sustainability Index inclusion and firm valuation. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 32(8) : 2451 – 2474.

- Coram, P. J., G. S. Monroe, and D. R. Woodliff. 2009. The value of assurance on voluntary nonfinancial disclosure : An experimental evaluation. *Auditing : A Journal of Practice & Theory* 28(1) : 137–151.
- Deloitte, CSR Europe and EuroNext. 2003. Mainstreaming CSR : How social and environmental performance influence the decisions of mainstream investors in Europe.
- Dhaliwal, D. S., O. Z. Li, A. Tsang, and Y. G. Yang. 2011. Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital : The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review* 86(1) : 59–100.
- Dhaliwal, D. S., S. Radhakrishnan, A. Tsang, and Y. G. Yang. 2012. Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy : International evidence on corporate social responsibility disclosure. *The Accounting Review* 87(3) : 723–759.
- Fama, E. F., and K. R. French. 1992. The cross–section of expected stock returns. *Journal of Finance* 47(2) : 427–465.
- Fuhrmann, S., C. Ott, E. Looks, and T. W. Guenther. 2017. The contents of assurance statements for sustainability reports and information asymmetry. *Accounting and Business Research* 47(4) : 369–400.
- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper. 2005. The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics* 39(2) : 295–327.
- García–Sánchez, I. M., N. Hussain, J. Martínez Ferrero, and E. Ruiz Barbadillo. 2019. Impact of disclosure and assurance quality of corporate sustainability reports on access to finance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 26 : 832–848.
- Green, W., Taylor, S., and J. Wu. 2017. Determinants of greenhouse gas assurance provider choice. *Meditari Accountancy Research* 25(1) : 114–135.
- Gode, D., and P. Mohanram. 2003. Inferring the cost of capital using the Ohlson–Juettner model. *Review of Accounting Studies* 8 : 399–431.
- Hummel, K., C. Schlick, and M. Fifka. 2019. The role of sustainability performance and accounting assurors in sustainability assurance engagements. *Journal of Business Ethics* 154 : 733–757.
- IFAC. 2022. The state of play in reporting and assurance of sustainability information : Update 2019–2020 data & analysis.
- Kaspereit, T. and K. Lopatta. 2016. The value relevance of SAM’s corporate sustainability ranking and GRI sustainability reporting in the European stock markets. *Business Ethics : A European Review* 25(1) : 1–24.

- Lys, T., J. P. Naughton, and C. Wang. 2015. Signaling through corporate accountability reporting. *Journal of Accounting and Economics* 60(1) : 56–72.
- Matsumura, E. M., R. Prakash and S. C. Vera–Muñoz. 2014. Firm–value effects of carbon emissions and carbon disclosures. *The Accounting Review* 89(2) : 695–724.
- Muslu, V., S. Mutlu, S. Radhakrishnan, and A. Tsang. 2019. Corporate social responsibility report narratives and analyst forecast accuracy. *Journal of Business Ethics* 154 : 1119–1142.
- Perego, P. 2009. Causes and consequences of choosing different assurance providers : An international study of sustainability reporting. *International Journal of Management* 26(3) : 412–425.
- Peters, G. F. and A. M. Romi. 2015. The association between sustainability governance characteristics and the assurance of corporate sustainability reports. *Auditing : A Journal of Practice & Theory* 34(1) : 163–198.
- Pflugrath, G., P. Roebuck, and R. Simnett. 2011. Impact of assurance and assurer’s professional affiliation on financial analysts’ assessment of credibility of corporate social responsibility information. *Auditing : A Journal of Practice & Theory* 30(3) : 239–254.
- Reimsbach, D., R. Hahn, and A. Gürtürk. 2018. Integrated reporting and assurance of sustainability informatio : An experimental study on professional investors’ information processing. *European Accounting Review* 27(3) : 559–581.
- Simnett, R., A. Vanstraelen, and W. F. Chua. 2009. Assurance on sustainability reports : An international comparison. *The Accounting Review* 84(3) : 937–967.
- Wong, R. and A. Millington. 2014. Corporate social disclosures : a user perspective on assurance. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 27(5) : 863–887.
- Zhou, S., Simnett, R. and Green, W. J. 2016. Assuring a new market : The interplay between country–level and company–level factors on the demand for greenhouse gas (GHG) information assurance and the choice of assurance provider, *Auditing : A Journal of Practice & Theory* 35(3) : 141–168.

The Effect of Certification Type of Sustainability Report on Cost of Capital

Park, Sung Jong*

<Abstract>

This study aims to provide useful information that can be used as a reference when establishing a domestic third-party verification system for sustainability disclosures to increase the reliability of sustainability disclosures, and empirically analyzes the impact on the cost of equity capital related to sustainability reports.

The results of the analysis of the impact of the application of five third-party certification (verification) criteria on the cost of capital show that the application of the ‘AA1000APS’ and ‘VeriSustainTM1’ certification criteria has a high negative correlation. This suggests that the cost of equity capital will decrease when a non-financial information report (sustainability report) that applies the relevant certification criteria is published.

The results of this study suggest that a certification level of reasonable assurance, not limited assurance, is required to increase the effectiveness of sustainability reports. In addition, the results suggest that the effect of the certification level is meaningful when the verification criteria are expanded to the global level. The analysis results of this study are expected to be helpful to many stakeholders in establishing a domestic sustainability disclosure certification system in the future.

<Key words> Sustainability Report, Third Party Assurance, IFRS S1, IFRS S2, Cost of Capital

* Associate Professor, School of Law & Business Administration, Hankyong National University, lifefund@hknu.ac.kr, First Author