

ORIGINAL ARTICLE

GRI 보고서 상의 환경정보 공시수준과 소유구조와의 관계

배성미¹⁾ · 한태일¹⁾ · 김종대*

인하대학교 경영학과, ¹⁾인하대학교 지속가능경영학과

Study on the Relationship between Ownership Structure and Environmental Information Disclosure in GRI Reports

Seong Mi Bae¹⁾, Tae Il Han¹⁾, Jong Dae Kim*

College of Business Administration, Inha University, Incheon 22212, Korea

¹⁾Department of Sustainability Management, Inha University, Incheon 22212, Korea

Abstract

Few prior studies investigated the correlation between corporate ownership structure and environmental information disclosure. Using environmental index disclosure in GRI (Global Reporting Initiative) reports of the Korean companies, the study examines the effects of ownership structure on the magnitude of environmental information disclosure. A total of 220 firm-years during 2013-2016 period are analyzed. The empirical results of the study indicate that the institutional and foreign investors' ownership have positive correlations with environmental information disclosure, while the executives' within board of directors has a negative correlation. The ownership by largest shareholders including those with special interests shows no significant relationship with the environmental information disclosure.

Key words : Environmental information, Disclosure, Ownership structure, GRI

1. 서론

기업지배구조는 기업의 지속가능경영과 사회적 책임 활동에 있어 중요한 역할을 한다. 건전한 기업지배 구조를 통한 지속가능경영 활동은 재무적 성과 뿐 만 아니라 이해관계자들의 가치 창출과 사회적 책임활동에 기여하며, 기업 가치에 긍정적 영향을 끼치고 있다. 따라서 지속가능경영을 통한 사회적 책임 활동의 다양한 성과를 측정하고 이를 이해관계자와 대중들에게 알리기 위한 다양한 노력이 중요하게 요구되고 있다.

특히 비재무적인 환경 및 사회적 성과는 일반적인 기업 공시자료에는 많이 나타나지 않지만, 다수의 기업들이 지속가능경영보고서를 통해 자발적으로 해당 성과를 공시하고 있다. 뛰어난 환경성적으로 인해 친환경 이미지가 강한 기업의 경우, 자발적 공시로 인한 대외 신뢰도를 높여 기업 성과를 증대시킬 수 있다는 점에서 기업이 외부에 공개하는 환경공시의 중요성은 점차 커지고 있다.

좋은 기업지배구조를 갖고 있는 기업이 외부의 정보이용자가 필요로 하는 정보를 적시에, 그리고 정확

Received 3 July, 2018; Revised 26 July, 2018;

Accepted 2 August, 2018

*Corresponding author: Jong Dae Kim, College of Business Administration, Inha University, Incheon 22212, Korea
Phone: +82-32-860-7757
E-mail: jdk@inha.ac.kr

© The Korean Environmental Sciences Society. All rights reserved.
© This is an Open-Access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution Non-Commercial License (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/3.0>) which permits unrestricted non-commercial use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

하게 제공할 유인이 높으며, 이로 인해 해당 기업의 경영자와 투자자 간 정보 불균형이 완화된다. 즉 경영자는 투자자들에게 정확하고 예측 가능한 정보를 적시에 제공함으로써 경영자와 투자자 간 정보비대칭의 간극을 좁히고, 이를 통해 활발한 투자를 유도할 수 있다. 이처럼 기업지배구조는 기업성과의 내용 뿐 아니라 외부에 알리는 공시의 질과 양을 결정하는데도 중요한 역할을 한다.¹⁾

기업 소유와 경영의 분리 추세와 함께 외부 주주의 비중이 증가함에 따라 경영자와 이사회 구성원인 내부 및 외부 주주간의 정보비대칭이 증가하게 되었다. 외환위기를 계기로 우리나라에서도 경영자에 대한 견제와 투자자 및 이해관계자 보호를 위해 사외이사제도가 도입되고 기업의 공시 강화를 위한 노력이 지속되어 왔다. 예를 들면, 외국인 투자자에 대한 투자한도를 점진적으로 완화하여 2000년에는 완전히 폐지하였으며 감사위원회를 도입 하는 등 지배구조를 개선하기 위한 기반을 마련하였다. 신뢰성이 보장된 양질의 정보 공시는 기업의 투명성을 강화하고 투자자를 보호하는 역할을 하며, 보다 투명한 기업일수록 자발적 공시활동이 활발해지고 투자자들의 정보 획득과 분석이 쉬워진다(Bushman and Smith, 2003; Lee and Sohn, 2005). 따라서 정보 습득 능력과 전문성을 갖추고 있는 기관투자자와 외국인투자자들의 지분율이 높아지면 정보비대칭의 문제가 완화될 것으로 예상된다.

또한 좋은 기업지배구조는 대리인비용을 효과적으로 통제하고, 회계정보의 질 향상 및 자본비용을 감소시킴으로써 기업 가치를 향상시킬 뿐 아니라 경영성과를 높이는 것으로 보고된다(Beasley, 1996; Klen, 2002; Xie et al., 2003; Ashbaugh et al., 2006; Bae, 2014).

이처럼 다수의 연구들이 기업지배구조와 기업의 공시활동 및 경영성과와의 연관성을 살펴보고 있기는 하나, 한국기업들을 대상으로 기업지배구조와 재무적 환경정보 공시와의 관계를 심도있게 살펴본 연구

는 소수에 불과하다. 이에 본 연구에서는 기업의 자발적 공시활동의 일환인 지속가능경영보고서를 발행하는 기업들을 대상으로, 기업지배구조 중 다양한 주주들의 지분율에 따른 소유구조와 지속가능경영보고서상의 환경정보 공시 수준 간의 관계를 실증적으로 분석하고자 한다.²⁾ 따라서, 기업의 소유구조를 구성하는 기관투자자지분율, 외국인투자자지분율, 대주주1인을 포함한 특수관계인지분율 및 이사회 내 임원지분율이 기업의 비재무적 정보인 환경정보의 자발적 공시에 영향을 미칠 것이라는 가설을 설정하고 검증한다. 이를 위해 2013년~2016년 기간 동안 한국증권거래소에 상장된 기업들 중, 지속가능경영보고서를 발간하고 있는 220개의 기업-년 표본을 대상으로 기업의 소유구조와 GRI Index에 보고된 환경정보의 양으로 측정된 환경정보 공시수준과의 관계를 실증적으로 분석한다.

2. 연구방법

2.1. 이론적 검토와 가설 설정

본 연구에서는 기업의 소유구조와 자발적 공시와의 관계에 관한 대리인이론, 자원의존성이론 및 이해관계자이론을 설명한다. 대리인이론(agency theory)에서는 소유와 경영이 분리된 기업의 경영자는 주주가 아닌 자신의 이익을 추구한다고 주장한다(Jensen and Meckling, 1976). 따라서 주주와 대리인(경영자) 간의 이해상충을 완화시키고 대리인 비용을 감소시키기 위해 사외이사과 같은 통제 및 감시제도가 필요하며, 외국인투자자와 기관투자자들의 효과적인 감시노력도 도움이 된다.

자원의존성 이론(resource dependency theory)은 조직이 필요한 자원 획득을 위해 다른 조직들과 관계성(의존)을 형성하며, 한 조직은 다른 조직과 상호 의존하며 직면하게 되는 다양한 문제를 해결하고 존속하기 위해 상호작용을 통해 적절한 자원을 획득한다고 주장한다. 따라서 다양한 문화, 제도, 투자환경에

1) 기업지배구조는 경영자로 하여금 주주를 포함한 이해관계자의 부를 극대화하는 방향으로 행동하도록 감시하고 통제하는 체계를 의미하며, 크게 이사회 및 다양한 주주들의 구성과 역할로 구분된다.

2) 지속가능경영보고서의 국제적 표준인 GRI(Global Reporting Initiative) 가이드라인은 국제표준화기구의 ISO 26000이나 UN Global Compact의 공시원칙 등에 비해서 보다 광범위하고 체계적인 시스템을 갖추고 있어 가장 유력한 공시 기준이 되어가고 있다.

대한 경험을 가지고 있는 외국인투자자가 경영자에 대한 감시자의 역할을 하며 이사회 구성원의 선임에도 중요한 영향력을 행사할 수 있다(Oh et al., 2011; Khan et al., 2013).

이해관계자 이론은 Freeman(1984)에 의해 주창되었으며, 그는 경영자가 이해관계자와의 관계를 전략적으로 관리하여 장기적인 기업가치 향상을 추구할 수 있다고 주장한다. 경영자와 이해관계자 관계에 있어서 적극적인 정보 공시는 중요한 수단이 되며 기업의 소유구조가 이러한 정보공시를 촉진하는 변수로 작용한다. Aguilera et al.(2006)의 연구에서는 기업 지배구조를 기업 내부 뿐만 아니라 사회와의 관계로 본다. 이들의 연구에 의하면 사회와의 관계를 중요시하고 내·외부 이해관계자의 요구를 충족시키려 노력하는 기업 지배구조를 가진 기업은 사회적 책임에 대한 보다 높은 의식을 가지고 환경정보공시에도 적극적인 것으로 예상된다.

2.1.1. 기관투자자지분율과 환경공시

기관투자자의 전문성은 대리인비용을 줄이고 기업 가치를 증가시킬 수 있다(Black, 1992). 기관투자자는 단기적 수익뿐만 아니라 장기적인 기업 가치에 관심이 있으므로 기후문제 등의 환경관련 정보의 공시를 요구할 유인을 가진다. 최근 사회책임투자(SRI)의 규모가 커지고 공적 연금금을 중심으로 공익과 주주보호를 위한 의결권 행사의 중요성도 증가하고 있다. 이와 함께 기관투자자는 사회책임투자와 관련하여, 특히 기후변화를 포함한 광범위한 환경문제에 각별한 관심을 갖고 있다. 따라서 기관투자자는 기업 공시 중에서 비재무적 정보인 환경정보 공시에 대해서도 압력을 행사할 유인이 존재한다. 따라서 본 연구에서는 기관투자자 지분율이 높은 기업일수록 정보공시에 더 적극적이며, 환경정보 공시의 양이 많을 것으로 예상된다.

가설 1 : 기관투자자 지분율이 높은 기업일수록 환경정보를 더 많이 공시할 것이다.

2.1.2. 외국인투자자지분율과 환경공시

기관투자자와 마찬가지로 외국인투자자도 기업에 대한 통제와 감시기능을 수행하며 정보공시와 자원배분 효율성 향상에 기여한다(Park et al., 2006). 기업의

자발적 환경개선 노력과 공시는 기업의 사회적 책임과 환경성과에 관심이 많은 외국인투자자의 긍정적인 평가를 받을 수 있어 외국인투자자 지분율이 높은 기업이 환경정보공시에 적극적일 수 있다. 이러한 경영자 감시효과가 높은 정보공개 요구로 이어지고, 이를 통해 정보 불균형 완화와 기업가치 향상에도 기여할 것이다. 또한 자국 내의 엄격한 환경규제와 윤리기준을 적용하려 노력함으로써 투자대상 국가의 사회적 가치와 기대를 충족시킴으로써 환경성과와 정보공시에 대한 압력으로 작용할 수 있다(Faller and Knyphausen-Aufseß, 2016). 특히 외국인투자자는 기후변화를 포함한 환경개선에 관심이 높으며 이를 판단할 정보 공시 요구가 높을 것으로 예상된다. 따라서 본 연구에는 외국인투자자 지분율이 높은 기업일수록 환경정보 공시 수준이 높을 것으로 예상된다.

가설 2 : 외국인투자자 지분율이 높은 기업일수록 환경정보를 더 많이 공시할 것이다

2.1.3. 특수관계인지분율과 환경공시

대주주 1인을 포함한 특수 관계인은 자신의 통제력을 이용해 경영자에 대한 감시와 통제를 보다 효과적으로 수행하려는 유인을 가지며, 동시에 이를 통해 사적 이익을 극대화하려 한다. 이들은 기관투자자나 외국인투자자와는 달리 정보에 대한 지배력이 강하며 동시에 사적 이익 추구 욕구가 강하므로 환경개선 뿐 아니라 환경정보 공시 요구의 유인도 크지 않을 것으로 예상된다. 반대로 대주주 1인을 포함한 특수관계인 지분율이 낮은 경우 소액주주를 포함한 외부 주주들의 정보공시 요구가 강해질 것이며 경영자가 이에 대응하여 정보불균형 감소를 위한 환경정보의 자발적 공시를 증가시킬 것이다. 따라서 본 연구는 대주주 1인을 포함한 특수관계인 지분율이 높은 기업일수록 환경정보 공시수준이 낮을 것으로 예상된다.

가설 3 : 대주주 1인을 포함한 특수관계인 지분율이 높은 기업일수록 환경정보를 더 적게 공시할 것이다.

2.1.4. 이사회 임원지분율과 환경공시

Jensen and Meckling(1976)은 경영자와 소유주 간의 대리인 문제와 관련하여 경영자가 소유주 간의

이해관계자 일치하는 경우 대리인 문제가 감소할 가능성(이익일치가설)을 제시하고 있으며, Demtz(1993)는 경영자가 자신들의 기득권을 유지하기 위해 다른 주주들의 부를 침해할 가능성(기득권유지가설)을 시사하고 있다. 이처럼 경영자가 서로 다른 지분율 구간에서 다른 행동을 할 것으로 기대되지만 일반적으로 이사회 임원의 지분율이 높으면 자신의 이익과 일치하는 기업가치의 극대화를 위해 의사결정에 더 적극적으로 관여하며, 소액주주보다 정보 습득이 용이하기 때문에 적극적인 정보 공시의 유인이 적을 것이다. 이전 연구에서도 임원의 지분율이 높을수록 주주가치보다 자신의 이익의 극대화를 위해 노력할 것이므로 환경관련 활동과 공시에 더 소극적이라 주장한다(Oh et al., 2011; Khan et al., 2013; Hoque et al., 2016). 따라서 이사회 내 임원지분율이 높은 기업일수록 환경정보공시가 낮을 것으로 예상된다.

가설 4 : 이사회 내 임원지분율이 높은 기업일수록 환경정보를 더 적게 공시할 것이다.

2.2. 연구모형

본 연구에서는 기업의 소유구조가 환경정보 공시 수준에 미치는 영향을 분석하기 위해 다음의 회귀식을 설정하였다.

$$\begin{aligned} LOGEID_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 INSOWN_{i,t} + \beta_2 FOROWN_{i,t} \\ & + \beta_3 LAROWN_{i,t} + \beta_4 DIROWN_{i,t} + \beta_5 FSIZE_{i,t} \\ & + \beta_6 M/B + \beta_7 ROE_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned}$$

기업 i, 연도 t에 대해

LOGEID = ln(지속가능경영보고서 내 환경정보 공시 점수)

INSOWN = 기관투자자지분율

FOROWN = 외국인투자자지분율

LAROWN = 대주주1인을 포함한 특수관계자지분율

DIROWN = 이사회 내 임원지분율

FSIZE = ln(전기 말 자산총계)

M/B = 자본의 시장가치 / 자본의 장부가치

ROE = 당기순이익/자본총계

LEV = 부채비율(=부채총계/자본총계)

기관투자자지분율(INSOWN), 외국인지분율(FOROWN),

대주주1인을 포함한 특수관계인지분율(LAROWN), 이사회내임원지분율(DIROWN)이 본 연구의 독립변수이며 환경정보 공시수준을 나타내는 LOGEID가 종속변수이다. 종속변수는 지속가능경영보고서의 환경범주에 속하는 총 34개 항목 중, 기업이 실제로 보고서를 통해 공시하는 항목수로 측정하였다. 통제변수로는 기업규모(FSIZE), 자본의 장부가치 대비 시장가치비율(M/B), 자본이익률(ROE) 및 부채비율(LEV)을 사용한다.

2.3. 표본의 선정

본 연구에서는 2013년도부터 2016년까지 한국증권거래소(KRX)에 상장된 기업 중 GRI 지속가능경영보고서를 발간한 220개의 기업-년 자료를 이용한다. 구체적인 표본 선정 기준은 다음과 같다.

- (1) 2013~2016 동안 GRI G3, G4 가이드라인에 근거한 환경정보 인덱스 항목이 담긴 지속가능경영보고서를 발간하고 있는 기업
- (2) 12월 결산 상장기업
- (3) 자본잠식이 아닌 기업
- (4) 금융업에 속하지 않는 기업

본 연구에 사용된 최종 표본은 2013년 52개사, 2014년 57개사, 2015년 55개사, 그리고 2016년 56개사를 포함하여 총 220개의 기업-연도별 자료이다.

3. 결과 및 고찰

3.1. 기술통계

<Table 1>은 분석에 사용된 모든 변수의 기술통계량을 제시하고 있다. 지속가능경영보고서상 환경정보 공시점수(EIDSCORE)의 평균과 표준편차는 각각 19.091과 8.5229이다. 기업들은 총 34개 정보항목 중 평균적으로 19개 정도의 항목에 대한 정보를 공시하고 있다. 기관투자자지분율(INSOWN)의 평균은 0.065(6.5%), 외국인투자자지분율(FOROWN)의 평균은 0.243(24%)으로 나타나고 있다. 대주주1인을 포함한 특수관계인지분율(LAROWN)의 평균은 35.3%이며, 특수관계인지분율이 가장 높은 기업의 경우 약 84%까지 보유하고 있는 나타나고 있다. 이사회 내 임원지분율

Table 1. Descriptive statistics

	N	Mean	SD	Min.	1st Quartile	Median	3rd Quartile	Max.
<i>Dependent variable</i>								
LOGEID	220	2.8132	0.5985	0	2.4849	2.9957	3.2189	4.2485
EIDSCORE*	220	19.0591	8.5229	1	12	20	25	34
<i>Independent variables</i>								
INSOWN	220	0.0656	0.0520	0	0	0.0704	0.0930	0.2435
FOROWN	220	0.2433	0.1636	0.0019	0.1129	0.2216	0.3633	0.7760
LAROWN	220	0.3533	0.1394	0.0693	0.2596	0.3438	0.4270	0.8397
DIROWN	220	0.0322	0.0896	0	0	0.0001	0.0010	0.5755
<i>Control variables</i>								
FSIZE	220	22.6825	1.3546	18.7354	21.8545	22.7144	23.7216	25.8530
M/B	220	1.5989	1.7272	0.2004	0.7406	1.1333	1.6421	11.2191
ROE	220	0.0503	0.2456	-0.7930	0.0026	0.0579	0.1022	3.1291
LEV	220	1.2981	1.9192	-11.7065	0.4109	1.0014	1.4376	12.7350

Note) For firm i , and year t ,

- LOGEID = ln(Number of environmental indexes reported)
 *EIDSCORE = Number of environmental indexes reported
 INSOWN = Institutional investor ownership
 FOROWN = Foreign investor ownership
 LAROWN = Largest owners' ownership
 DIROWN = Director ownership
 FSIZE = ln(Total assets of t-1)
 M/B = Market capitalization/Book value of equity
 ROE = Net income/Book value of equity
 LEV = Leverage(=Total debts/Total equity)

(DIROWN)의 평균은 3.2%로 기업 소유구조 변수들 중 가장 낮은 평균값을 보이고 있다.

3.2. 상관관계 분석

<Table 2>는 기업의 소유구조와 환경정보 공시수준 간의 영향을 분석하기 위해 분석모형에 투입한 변수들 간의 상관관계를 보여준다. 기관투자자지분율과 외국인투자자지분율은 환경정보 공시수준과 각각 5%와 1% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고 있다. 대주주1인을 포함한 특수관계인지분율은 공시수준과 5% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보이고 있는 반면, 이사회내 임원지분율과의 상관관계는 유의하지

않게 나타나고 있다. 기관투자자지분율과 특수관계자지분율은 1% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계를 나타내고 있으며, 외국인투자자지분율은 특수관계자지분율 및 임원지분율 모두와 1% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계를 보이고 있다. 환경정보 공시수준과 기업규모를 나타내는 FSIZE는 1% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 보이는 반면, 부채비율(LEV)과는 유의한 음(-)의 상관관계를 나타내고 있다.

3.3. 기업의 소유구조가 환경정보 공시수준에 미치는 영향

<Table 3>에서는 본 연구의 목적인 기업의 소유구조가 환경정보 공시수준에 미치는 영향을 검증하기

Table 2. Correlation analysis

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
<i>LOGEID</i> (1)	1	0.1394 (0.038)**	0.3119 ($<.001$)***	-0.1602 (0.017)**	0.0648 (0.338)	0.2169 ($<.001$)***	0.0623 (0.357)	0.1154 (0.087)	-0.2508 ($<.001$)***
<i>INSOWN</i> (2)		1	0.0149 (0.826)	-0.2154 (0.001)***	-0.0792 (0.242)	0.0155 (0.818)	0.0445 (0.511)	0.0116 (0.863)	-0.0649 (0.337)
<i>FOROWN</i> (3)			1	-0.3300 ($<.001$)***	-0.2513 ($<.001$)***	0.4436 ($<.001$)***	0.1242 (0.065)	0.1371 (0.042)***	-0.0241 ($<.001$)***
<i>LAROWN</i> (4)				1	0.2327 ($<.001$)***	-0.2446 ($<.001$)***	-0.0643 (0.342)	-0.1128 (0.095)	0.1355 (0.044)**
<i>DIROWN</i> (5)					1	-0.3830 ($<.001$)***	-0.0385 (0.569)	-0.0197 (0.771)	-0.0945 (0.162)
<i>FSIZE</i> (6)						1	0.1585 (0.018)**	0.0519 (0.443)	-0.1119 (0.097)
<i>M/B</i> (7)							1	0.0291 (0.667)	-0.1330 (0.048)**
<i>ROE</i> (8)								1	-0.6490 ($<.001$)***
<i>LEV</i> (9)									1

Note1) Refer to <Table 1> for the definitions of variables.

Note2) *** and ** indicate the significance at 1% and 5%, respectively (two-tailed).

위한 [가설 1]~[가설 4]의 분석결과를 보여준다. 분석 모형의 적합성을 검증하는 F-value가 1% 수준에서 유의하며, 수정 R^2 는 약 18%로 나타나고 있다. 변수들 간의 다중공선성을 확인한 결과 분산팽창계수(VIF)는 모두 3 이하로 문제가 없는 것으로 나타났다.

기관투자자지분율이 환경정보 공시수준에 미치는 영향을 나타내는 *INSOWN*의 계수값은 0.0149($t=2.02$)로 5% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보이고 있다. 이는 기관투자자지분율이 높은 기업일수록 환경정보를 더 많이 공시할 것이라는 [가설 1]을 지지하는 결과로, 기관투자자들이 경영자의 환경개선 노력과 환경정보 공시를 촉진하는 매커니즘으로 작용한다는 Black (1992)의 연구결과와 일관된다.

외국인투자자지분율이 환경정보 공시수준에 미치는 영향을 나타내는 *FOROWN*의 계수는 0.7948($t=2.77$)로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보인다. 이러한

결과는 외국인투자자지분율이 높은 기업일수록 환경정보를 더 많이 공시할 것이라는 본 연구의 [가설 2]를 지지해준다. 이는 외국인투자자가 기업의 사회적 책임과 환경성과를 위한 경영자의 노력을 요구하기 때문에 기업의 환경개선 노력을 판단할 환경정보 공시를 더 강하게 요구할 것이라는 선행연구의 결과와 일관된다(Jeon and Yun, 2003).

대주주1인을 포함한 특수관계인지분율이 환경정보 공시수준에 미치는 영향을 나타내는 *LAROWN*의 계수는 -0.1489($t=-0.51$)로 두 변수 간에 유의한 상관관계가 없는 것으로 나타났다. 대주주 1인을 포함한 특수관계인지분율은 사실상 기업의 지배적인 소유주로 볼 수 있는데 소유주와 경영자 관계에 있어서 소유주의 지분율이 기업가치에 미치는 영향에 관한 이전 연구들은 지분율의 구간에 따라 그 영향의 방향이 다르다고 보고하고 있다. Jensen and Meckling(1976)는 경영자와 소유주 간의 이익일치가설을 제시하고 있으며,

Table 3. The effects of ownership structure on environmental information disclosure
$$LOGEID_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INSOWN_{i,t} + \beta_2 FOROWN_{i,t} + \beta_3 LAROWN_{i,t} + \beta_4 DIROWN_{i,t} + \beta_5 FSIZE_{i,t} + \beta_6 M/B_{i,t} + \beta_7 ROE_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

		Dependent variable: LOGEID	
Independent variables	pre. sign	Coefficients	t-value
Intercept	?	1.7156	2.24 **
INSOWN	+	0.0149	2.02 **
FOROWN	+	0.7948	2.77 ***
LAROWN	-	-0.1489	-0.51
DIROWN	-	-1.3584	-2.99 ***
FSIZE	+	0.0914	2.68 ***
M/B	+	0.0149	0.90
ROE	+/-	0.2837	1.84 *
LEV	-	-0.0618	-2.71 ***
Σ year dummy		Not reported	
Adj. R ²		0.1839	
F-value		5.49 ***	
No. of Obs.		220	

Note1) Refer to <Table 1> for the definitions of variables.

Note2) ***, ** and * indicate the significance at 1%, 5% and 10%, respectively.

Demsetz(1983)와 Fama and Jensen(1983)의 연구는 경영자의 기득권유지가설을 시사하고 있다. 따라서 본 연구결과는 두 가지 가설이 동시에 상반된 영향을 미친 것으로 해석할 수 있다.

마지막으로 이사회 내 임원지분율이 환경정보 공시수준에 미치는 영향을 나타내는 DIROWN의 계수는 -1.3584(t=-2.99)로 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보이고 있으며, 이사회 내 임원지분율이 높은 기업일수록 환경정보를 적게 공시할 것이라는 본 연구의 [가설 4]를 지지하고 있다. 이는 대표이사를 포함한 주요 임원들의 지분율이 높아질수록 기업경영 의사결정에 더 많이 관여하며, 소수 주주보다 정보 습득이 용이하기 때문에 정보 공시에 대한 유인이 줄어들 것이라는 견해와 일관된다(Demsetz, 1983; Fama and Jensen, 1983).

통제변수 중 기업규모와 기업의 수익성이 환경정보 공시수준에 미치는 영향을 나타내는 계수인 FSIZE와 ROE 계수는 각각 0.0914(t=2.68), 0.2837(t=1.84)로 1%와 10% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타내

고 있다. 이는 기업규모가 크고 수익성이 좋은 기업일수록 환경정보 공시를 보다 많이 하고 있음을 보여준다. 기업의 부채비율이 환경정보 공시에 미치는 영향을 나타내는 LEV의 계수는 -0.0618(t=-2.71)로 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보이고 있다. 즉 부채비율이 높은 기업일수록 환경정보 공시를 적게 공시하고 있음을 확인 할 수 있다.

4. 결론

본 연구는 기업의 소유구조가 환경정보 공시수준에 어떠한 영향을 미치는지를 실증적으로 분석하는 것을 목적으로 한다. GRI 가이드라인의 환경정보공시 Index 항목에 대한 공시 실적으로 환경정보 공시수준을 측정하였으며, 이러한 공시수준이 기업의 소유구조를 대표하는 기관투자자, 외국인투자자, 특수관계인, 임원이 보유한 지분율의 영향을 받는지를 검증하였다. 이를 위해 2013년~2016년 동안 한국증권거래소에 상장되어 있으며 지속가능경영보고서를 발간한

기업 중, 표본 선정 조건을 만족시키는 220개 기업-연도 표본을 대상으로 분석한 결과는 다음과 같다.

가) 기관투자자지분율은 환경정보 공시수준과 유의한 양(+의 상관관계)을 가진다.

나) 외국인투자자지분율은 환경정보 공시수준과 유의한 양(+의 상관관계)을 가진다.

다) 대주주1인을 포함한 특수관계인지분율은 환경정보 공시수준과 유의한 상관관계를 가지지 않는다.

라) 이사회 내 임원지분율은 환경정보 공시수준과 유의한 음(-의 상관관계)을 가진다.

본 연구의 분석결과를 종합하면, 기업의 환경정보 공시수준은 기업 소유구조, 즉 각 소유주 집단의 지분율에 의해 영향을 받는 것으로 나타났다. 우선 기업 외부에서 경영자의 행동 및 의사결정을 통제하고 감시자 역할을 수행함으로써 외부 기업지배구조의 기능을 담당하는 것으로 알려진 외국인투자자의 경우, 지분율이 높을수록 경영자의 환경 관련 투자 및 정보공시에 대한 요구를 증가시키고 있음을 확인할 수 있다. 외국인투자자와 더불어 외부 기업지배구조 역할을 수행하는 것으로 알려진 기관투자자는 기업의 장기적 가치와 그와 관련된 사회적 역할 및 공공성에 상대적으로 많은 관심을 보인다. 따라서 기관투자자들은 자신들이 투자하고 있는 기업의 지배구조를 구성함과 동시에 경영자의 환경 관련 의사결정에 영향력을 행사한다. 본 연구에서는 이러한 기관투자자지분율이 높아질수록 환경정보 공시수준이 높아진다는 것을 보여주고 있다.

반면에 대주주1인을 포함한 특수관계인과 이사회 임원은 외부의 기관투자자나 외국인투자자와는 상반된 유인을 가진다. 이들은 내부의 의사결정에 영향력을 가지고 있으며 내부 정보에 대한 접근과 통제가 용이하기 때문에 환경정보공시에 대한 요구가 크지 않다. 또한 자신들의 지분율과 통제력이 강화될수록 오히려 정보공시에 대한 유인이 줄어들 것이다. 따라서 이들의 지분율과 환경정보 공시수준 간에는 음(-)의 상관관계가 있을 것으로 예상되며 본 연구 또한 이를 확인해 주고 있다. 다만 대주주 1인을 포함한 특수이해관계인의 경우, 환경정보 공시수준과 유의한 상관관계가 없는 것으로 나타났다. 이들은 자신이 보유한 지분율의 크기에 따라 장기적인 기업 가치를 높이기

위해 기업의 사회적 책임을 위한 노력과 그 결과의 공시에 적극적일 수 있음과 동시에 소액주주와 외부 이해관계자의 이익을 침해하여 사적 이익을 취할 유인이 동시에 작용하기 때문에 그 관계가 혼재되어 나타날 수 있다. 이러한 이유로 본 연구에서도 유의한 관계를 발견할 수 없는 것으로 해석된다.

본 연구의 공헌점은 기업가치와 관련 있는 기업의 비재무적 환경정보 공시와 기업지배구조의 구성요소 중 소유구조와의 상관관계를 실증적으로 밝혔다는 데 의미가 있다. 즉 기업의 소유구조가 기업의 경영성과 전반에 지대한 영향을 미친다는 선행연구들에 더하여, 본 연구는 소유구조에 따라서 기업의 GRI 지속가능경영보고서의 환경정보 공시수준이 달라진다는 것을 실증적으로 보여준 공헌점을 가진다.

감사의 글

이 논문은 인하대학교의 지원에 의하여 연구되었음.

REFERENCES

- Aguilera, R. V., Wolliams, C. A., Conley, J. M., Rupp, D. E., 2006, Corporate governance and social responsibility: A Comparative analysis of the UK and the US, *Corporate Governance: An International Review*, 14(3), 147-158.
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D., LaFond, R., 2006, The effects of corporate governance on firms' credit ratings, *Journal of Accounting and Economics*, 42(1-2), 203-243.
- Bae, S. M., 2014, The effect of corporate governance and accounting information quality on liquidity risk, *Ph. D. dissertation*, Inha University, Incheon, Korea.
- Beasley, M. S., 1996, An Empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud, *The Accounting Review*, 71(4), 443-465.
- Black, B. S., 1992, Agents watching agents: The promise of institutional investor voice, *UCLA Law Review*, 39(4), 811-893.
- Bushman, R., Smith, A., 2003, Transparency, Financial accounting information, and Corporate governance, *Economic Policy Review*, 9(1), 65-87.

- Demsetz, H., 1983, The structure of ownership and the theory of the firm, *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 375-390.
- Faller, C. M., Knyphausen-Aufseß, D., 2018, Does equity ownership matter for corporate social responsibility? A Literature review of theories and recent empirical findings. *Journal of Business Ethics*, 150(1), 15-40.
- Fama, E. F., Jensen, M., 1983, Separation of ownership and control, *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Freeman, R., 1984, Strategic management: A Stakeholder approach, Boston: Pitman Publishing, Boston.
- Hoque, A., Clarke, A., Huang, L., 2016, Lack of stakeholder influence on pollution prevention: A Developing country perspective, *Organization & Environment*, 29(3), 367-385.
- Jensen, M. C., Meckling, W. H., 1976, Theory of the firm: Managerial behavior, Agency costs and ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jeon, W. S., Yun, S. W., 2003, A Study on the relationship between the level of disclosure on environmental accounting information and characteristics of firms, *Korean Journal of Business Ethics*, 7, 229-253.
- Khan, A., Muttakin, M. B., Siddiqui, J., 2013, Corporate governance and corporate social responsibility disclosures: Evidence from an emerging economy, *Journal of Business Ethics*, 114(2), 207 - 223.
- Kim, B. H., 2001, Management ownership and valuation in the Korean stock market, *Asia-pacific journal of financial studies*, 30(1), 391-434.
- Klen, A., 2002, Economic determinants of audit committee independence, *The Accounting Review*, 77(2), 435-452.
- Lee, J. W., Sohn, S. K., 2005, An Empirical analysis of the relationship between corporate governance and corporate disclosure practices in Korea, *Korean Accounting Review*, 30(3), 33-69.
- Oh, W. Y., Chang, Y. K., Martynov, A., 2011, The effect of ownership structure on corporate social responsibility: Empirical evidence from Korea, *Journal of Business Ethics*, 104(2), 283-297.
- Park, K. S., Lee, E. J., 2006, The role of foreign investors on the management and corporate governance of Korean companies, *Journal of Money and Finance*, 20(2), 73-113.
- Xie, B., Davidson, W. N., DaDalt, P. J., 2003, Earnings management and corporate governance: The role of the board and the audit committee, *Journal of Corporate Finance*, 9(3), 295-316.