

ESG 위원회와 재무분석가 이익예측정확성

: 이사회 독립성과 경영자 연령을 고려하여

ESG Committee, Analyst Forecast Accuracy, and Governance Characteristics

김새로나* · 최준혁**

Kim, Saerona · Choi, Jun - Hyeok

〈요약〉

[연구목적] 최근 ESG 경영의 본격화와 더불어 다수 기업들이 지배구조 차원에서 ESG 경영을 반영하기 시작했고, 그 결과는 ESG를 관장하는 이사회 내 하위 위원회 설치로 이어지고 있다. 본 연구는 한국 기업들의 기존 ESG 데이터를 바탕으로, ESG 위원회로 확인되는 기업의 ESG 경영 및 지배구조가 정보이용자들의 정보환경에 어떤 영향을 미치는지를 재무분석가의 이익예측정확성에 대한 영향을 통해 확인해 본 연구이다.

[연구방법] 2016년부터 2020년까지 코스피와 코스닥에 상장된 12월 결산 기업(금융업 제외)의 사업보고서 공시자료를 이용하여, ESG 위원회의 존재가 재무분석가 이익예측정확성에 미치는 관계가 지배구조(이사의 독립성 및 경영자 연령)의 영향 하에서 어떻게 달라지는지에 대한 회귀분석을 실시하였다.

[연구결과] 실증 결과는 다음과 같다. ESG 위원회가 재무분석가 이익예측정확성에 미치는 영향은 이사회 독립성이 높은 집단에서는 긍정적으로, 이사회 독립성이 낮은 집단에서는 부정적으로 나타났다. 이는 순효과를 기대할 수 있는 ESG 경영은 경영자의 독단을 잘 견제할 수 있는 좋은 지배구조의 뒷받침 하에서만 가능해진다는 것을 보여준다. 또한, 경영자 연령을 고려했을 때에는 경영자 연령이 높은 집단에서만 이 양(+)의 순효과가 나타나, 안정지향적인 성향과 같은 경영자의 인구통계학적 특성도 ESG 경영에 영향을 주는 지배구조 요인일 수 있음을 알 수 있었다.

[연구의 시사점] 본 연구는 국내외에 ESG 위원회의 효과에 대한 연구가 ESG 성과와 ESG 공시에 대한 효과를 제외하면 많지 않은 상황에서 재무분석가에 대한 영향을 살폈고, 특히 지배구조를 동시에 고려하여 좋은 지배구조의 중요성을 확인했다는 면에서 선행연구에 대한

* 경상국립대학교 회계세무학부 부교수, 제1저자

** 동국대학교 회계학과 연구조교수, 교신저자

논문접수일 : 2023.10.18. 논문수정일 : 1차(2023.12.17) 게재확정일 : 2023.12.29.

기여도를 가진다. ESG 경영이 순효과를 가진다는 측면과 ESG 경영을 뒷받침하는 지배구조의 중요성 측면을 함께 확인했다는 점은 경영자와 규제 당국 모두에게 정책적 시사점을 제공하리라 보여진다.

<주제어> ESG 위원회, 재무분석가 이익예측정확성, 이사회 독립성, 경영자 연령

I. 서론

최근 기후변화대응의 이유로 촉발된 규제기관의 ESG 관련 규제 강화와 투자자들의 ESG 반영 투자 등의 움직임(노희진 외, 2006 ; 박혜진, 2020 ; 금융위원회, 2021 ; 이시연, 2021 ; 안수현, 2021 ; 김지용, 2023 ; 문상일, 2023)은 기업들의 ESG 경영에 대한 시각을 바꿔놓았다. 이제는 더 이상 마케팅이나 명성 확보 측면, 나아가서 그린워싱¹⁾ 측면이 아니라 생존을 위해 필요한 전략적 선택이 되고 있으며, 이에 따라 ESG 경영이 본격화되고 있다. ESG 경영을 위해서 설치되는 이사회 내 전문 위원회로서 ESG 위원회는 ESG에 관련된 정책수립, 수행, 조정, 통제, 평가의 역할을 할 수 있으며(Fuente et al., 2017 ; Burke et al., 2019 ; Jo and Harjoto, 2012), ESG 위원회 설치 및 운영 증가 흐름이 최근 국내외에서 강화되어 오고 있다(Gennari and Salvioni, 2019 ; Baraibar-Diez et al., 2019 ; 유고은, 2021 ; 홍지연, 2021).

한편, 정보 매개자의 역할을 가진 재무분석가는 공적 및 사적 정보를 분석하여 단순 시계열 모델의 예측보다 정확한 예측정보를 시장에 제공함으로써 정보비대칭을 억제한다(Healy and Palepu, 2001). 이때 재무분석가는 기업의 회계 공시정보의 품질에 영향을 받는다(Imhoff, 1992 ; Bradshaw et al., 2001 ; 정석우 · 임태균, 2005). 그런데 이해관계자이론(stakeholder theory)에 의하면 높은 수준의 ESG 활동을 지향하는 경영은 이해관계자와의 장기적이고 우호적인 관계 형성—유지에 주력하므로, 회계 공시 품질을 높게 유지하게 되어 재무분석가의 정보환경에도 영향을 미치게 될 것이다(Choi et al., 2013 ; 배성호 · 임태균, 2013 ; Lopatta et

1) 그린워싱(greenwashing)은 반환경적 영업활동을 한 기업이 이미지 광고를 친환경적으로 벌인 점을 비판하면서 사용되기 시작하였다(Cherry and Sneison, 2011, 2012). 즉, 기업이 실제로는 환경보호 효과가 없거나 환경에 악영향을 끼치는 경영활동을 하면서 광고, 홍보수단 등을 통해 친환경 경영을 하는 것으로 포장하는 ‘위장환경주의’를 의미한다. 지구온난화와 환경리스크 등으로 환경 오염물질을 배출하는 기업에 대한 사회적 책임론이 대두되면서, 기업이 이윤만 추구하는데서 나아가 환경과 사회에 지속가능한 공헌을 해야 한다는 ESG 경영이 전면에 부각되었다. 이러한 ESG 경영흐름에 기업이 적응하는 과정에서 나타나는 대표적인 역효과 중 하나가 그린워싱이다. 사례로, 스타벅스커피코리아가 2019년 말부터 종이 빨대 도입, 프로모션 일회용컵 제공 중단 등 친환경 경영을 내세웠으나, 이후 프로모션 일회용 컵을 다른 형태로 부활시키고, 오염에 취약한 소재로 만든 리유저블 컵을 공급하는 등 실제로는 친환경과 거리감이 있는 행보를 보여줘 비판받고 있다(이은진, 2021 ; 류호림, 2023).

al., 2016 ; Cormier and Magnan, 2015).

최근 ESG 위원회 설치 효과에 관한 선행연구들에 의하면, 전반적으로 ESG 위원회가 설치된 기업이 ESG 성과를 향상시킨다고 보고하였다(Mallin and Michelon, 2011 ; Burke, 2019 ; Baraibar-Diez and Odriozola, 2019 ; 양동훈 · 최준혁, 2022). 또한, 기업의 ESG 중시 경영은 이해관계자들과 장기적 관계에 집중하게 되므로 투명한 공시 및 고품질의 회계품질과 관련되며(Gelb & Strawser, 2001 ; Chih et al., 2008 ; Hong and Anderson, 2011 ; Kim et al., 2012 ; Bozzolan et al., 2015), 공시 품질의 향상은 낮은 자본비용으로 연결된다(Sengupta, 1998). 투명한 공시 및 고품질의 회계품질은 재무분석가의 정보환경을 개선하며(Byard and Shaw, 2003 ; 김지홍 외, 2010 ; 김새로나 · 유혜영, 2011), 나아가 일부 연구들은 기업의 ESG 경영이 직접적으로 정보비대칭을 감소시키고 재무분석가의 정보환경을 개선하는 효과를 확인하였다(Dhaliwal et al., 2012 ; Cho et al., 2013 ; 배성호 · 임태균, 2013). 이때 이사회 독립성, 경영자의 영향력 및 특성 등 기업지배구조가 ESG에 영향을 미치는 것으로 나타나, 관련 연구 시 두 요인이 상호보완적으로 고려되어야 함이 지적되고 있다(Post et al., 2002 ; Harjoto and Jo, 2011 ; Fabrizi et al., 2014 ; Jain and Jamali, 2016 ; Shaukat et al., 2016 ; Bolourian et al., 2021). 이에 본 연구에서는 다른 지배구조 측면을 함께 살폈는데, ESG에 미치는 지배구조의 영향은 단일 지배구조에 한정되지 않고 다른 지배구조 특성과의 결합 작용일 가능성이 있기 때문이다(Bolourian et al., 2021). 구체적으로 본 연구는 이사회 독립성과 경영자의 연령을 각각 고려하여 ESG 위원회가 재무분석가의 정보환경에 미치는 영향을 규명해보고자 하였다.

본 연구는 2016년에서 2020년 사이 5개년간의 코스닥, 코스피 상장 기업을 대상으로 수행하였으며, 실증 결과는 다음과 같다. 첫째, ESG 관련 위원회의 효과를 이사회 독립성과 함께 살펴보았을 때, 이사회 독립성이 높은 집단에서만 ESG 위원회의 재무분석가 이익예측정확성 개선 효과가 나타났으며, 이사회 독립성이 낮은 집단에서는 반대로 재무분석가의 예측정확성을 악화시키는 결과가 얻어졌다. 이사회는 기업의 최고 의결기관으로 기업의 경영 활동을 감시 · 감독하는 기능을 담당한다(Westphal, 1999). 이사회는 모니터링 기능이 충실할 때만 ESG 위원회 설치 및 활동이 실제 정보이용자들의 정보환경 개선으로 이어지게 되고, 이사회가 유명무실할 경우 경영자는 ESG 위원회를 오히려 투자자들을 기만하기 위한 수단, 즉 그린워싱(greenwashing)이나 ESG워싱(ESG washing)으로서 이용한다고 해석할 수 있다.

둘째, ESG 관련 위원회의 효과를 경영자의 인구통계학적 지표 중 하나인 연령을 통해 살펴보았을 때, 경영자의 연령이 높은 기업에서 ESG 관련 위원회가 존재할 때 재무분석가의 이익예측정확성이 증가하는 효과가 잘 나타났다. 반면, 경영자의 연령대가 낮을 경우에는 위원회와 예측정확성 사이에 유의한 효과가 관찰되지 않았다. 이는 경영자의 연령이 높아질수록 경영자는 성과지향성이 감소하고 사회지향성이 증가하여, 결국 ESG에 보다 전향적이

되기 때문이라고 해석할 수 있다(Fabrizi et al., 2014).

ESG 위원회의 존재 여부에 국한한 본 연구의 주요 분석에 더하여, 추가분석에서는 ESG 위원회의 독립성과 활동성이 재무분석가의 예측정확성에 미치는 영향을 살펴보았다. 실증 결과는 독립적인 ESG 위원회일수록 재무분석가의 정보환경을 개선하는 효과가 이사회 역시 독립성을 보여 줄 때와 경영자 연령대가 높은 집단에서만 잘 나타났으며, 활동성에 대해서는 모든 모형에서 유의한 결과를 얻을 수 없었다. 따라서, ESG 위원회의 독립성에 한해서 ESG 위원회의 성격 측면도 존재 여부와 마찬가지로의 특성을 보이는 것을 확인할 수 있었다.

본 연구는 선행연구와 비교하여 다음과 같은 공헌점 및 시사점을 가진다. 첫째, 국내외적으로 ESG가 큰 사회적 관심사로 대두되고, 이사회 내 ESG 활동을 관할하는 하위 위원회인 ESG 관련 위원회 설치가 기업들의 ESG 경영의 대표적인 모습으로 나타나고 있으나, 이에 대한 연구는 아직 충분하지 못한 상황이다. 특히, 국내 연구에서는 박혜진 외(2022)와 양동훈 · 최준혁(2022) 등 소수의 연구 정도에 그치고 있는 모습이다. 본 연구에서는 ESG 위원회의 결정요인 또는 ESG 성과나 ESG 공시에 미치는 영향과 같은 일반적인 연구 주제에서 나아가, 재무분석가의 정보환경에 대한 영향을 살펴보았다 면에서 선행연구에 대한 기여를 가진다고 본다.

둘째, 본 연구는 ESG 위원회의 효과를 연구하면서 단순히 단일 결정요인의 효과를 관찰하는 데 그치지 않고, 이사회나 경영자의 지배구조 특성을 함께 고려할 때 나타나는 차이를 확인했다. 지배구조를 단일 지배구조의 영향만 살펴지 않고 다른 지배구조들과의 결합된 영향을 살펴보는 것은 앞으로의 관련 선행연구에 좋은 시사점이 될 수 있다고 생각한다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 본 논문의 연구주제와 관련된 선행연구를 검토하고 이를 토대로 가설을 설정한다. 제Ⅲ장에서는 실증분석을 위해 연구모형을 설정하고, 변수 측정 방법과 최종표본 선정과정을 설명한다. 제Ⅳ장에서 실증분석 결과를 보고하고, 제Ⅴ장에서는 추가분석 결과를 제시한다. 마지막으로 제Ⅵ장 결론에서는 논문의 주요내용을 요약하고 한계점을 기술한다.

Ⅱ. 선행연구 및 연구가설 수립

1. ESG 위원회와 재무분석가

2006년 유엔사무총장과 다수 기관투자자들이 UN환경계획(United Nations Environmental Program) 및 글로벌 콤팩트(Global Compact)와 함께 금융기관을 위한 책임투자원칙(PRI : The Principles for Responsible Investment)에 서명한 이후 ESG를 고려한 투자는 기관투자자들의 대세가 되어가고 있고(노희진 외, 2006 ; 박혜진, 2020 ; 이시연, 2021), 국내외 공시 등

규제환경도 ESG를 반영하는 형태로 변화해가고 있다(안수현, 2021 ; 김지용, 2023 ; 문상일, 2023). 그 결과, 기업은 ESG 경영에 주목하게 되었고, 자본시장, 규제기관, 그리고 산업의 환경 변화에 발맞추어 환경, 사회, 지배구조(Environment, Social, and Governance)와 관련된 ESG 전문 위원회를 설치하는 기업이 국내에서도 증가하는 추세에 있다(유고은, 2021 ; 홍지연, 2021). ESG 위원회는 기업 경영 전반에 포괄적인 권한을 가지는 이사회 내 전문 하위 위원회 형태로 설치되며, ESG와 관련된 전략을 수립, 실행, 감독하는 역할을 담당한다(Jo and Harjoto, 2012 ; Fuente et al., 2017 ; Burke et al., 2019 ; Gennari and Salvioni, 2019).

만약, 기업들이 ESG 위원회를 그린워싱(greenwashing)이나 ESG워싱(ESG washing) 목적에서나 지배구조의 장식으로서 설치·보유하는 것이 아니라면, ESG 위원회를 설치한 기업은 이해관계자의 요구에 부합한 경영 전략을 수립 실천하게 되고 나아가 ESG 성과를 향상시키는 방향으로 귀결될 가능성을 기대할 수 있다. 실증 연구들은 주로 이 시각을 뒷받침하고 있는데, 전반적으로 ESG 위원회가 기업의 ESG 성과에 긍정적인 영향을 미친다고 보고하고 있다(Walls et al., 2012 ; Mallin and Michelon, 2011 ; Dixon-Fowler et al., 2017 ; Hussain et al., 2018 ; Baraibar-Diez and Odriozola, 2019 ; Burke et al., 2019 ; Garcia-Sanchez et al., 2019).

최근 국내 연구들에서도 ESG 위원회와 관련된 연구들이 등장하고 있지만, 주로 결정요인에 논의를 집중하고 있고(박혜진 외, 2022 ; 최종원·조은혜, 2022), 그 효과에 대한 연구는 아직까지 미미한 실정이다. 양동훈·최준혁(2022)은 ESG 위원회가 설치된 기업은 더 높은 수준의 ESG 성과를 보여준다고 보고하며, ESG 위원회의 효과에 대하여 논의했다. 다만, 결정요인 연구에서 박혜진 외(2022)와 최종원·조은혜(2022)에 의하면, ESG 성과가 높은 기업이 ESG 위원회를 설치할 가능성이 높아진다. 또한 박혜진 외(2022)는 기업규모가 크고, 대규모 기업집단에 속하고, 외국인지분율이 높을 때 ESG 위원회를 설치한다고 보고했다. 전반적인 국내 연구의 결과도 해외 연구와 마찬가지로 ESG 위원회와 ESG 성과 사이에는 높은 상관관계가 있음을 확인할 수 있다.

한편, 시장투자자들은 투자 의사결정을 위해 재무제표와 같은 회계정보를 이용함과 동시에, 재무분석가가 제공하는 이익예측정보를 우선적으로 활용한다. 이는 재무분석가가 반영하는 공적정보 외의 사적 정보를 포함하는(Barron et al., 1998 ; 김지홍 외, 2010 ; Lobo et al., 2012 ; 김새로나 외, 2021) 다양한 경로를 통해 획득한 정보는 재무분석가의 이익예측정확성을 단순 시계열 모형에 의한 예측보다 향상시켜주기 때문이다(Brown et al., 1987 ; Fried and Givoly, 1982 ; Healy and Palepu, 2001). 하지만 재무분석가가 분석하는 정보 역시 크게는 회계정보에 기초하고 있기 때문에, 회계정보의 품질은 재무분석가의 예측품질에 영향을 미치게 된다(Imhoff, 1992 ; Das et al., 1998 ; Bradshaw et al., 2001 ; Eames and Glover, 2003). 국내 연구에서도 이익의 질, 이익지속성, 보수주의, 이익변동성 등의 요소는 모두 재무분석가의 예측정확도와 관련 있다고 보고되고 있다(김문철·최관, 1999 ; 정석우·임태균,

2005 ; 조중석 · 조문희, 2009 ; 김새로나 · 유혜영, 2011).

기업의 지배구조가 가지는 ESG에 대한 태도를 분석할 때에는 대리인이론(agency theory)보다 이해관계자이론(stakeholder theory)이 더 적합할 수 있는데, 대리인이론은 기본적으로 주주의 경제적 이해관계에 관한 이론인 반면, 이해관계자이론은 광범위한 이해관계자의 이익에 대해 설명 가능하기 때문이다(Bolourian et al., 2021). 즉, 이해관계자이론은 높은 수준의 ESG 활동을 지향하는 경영이 이해관계자와의 장기적이고 우호적인 관계 형성-유지에 주력하는 것을 설명해 줄 수 있다. 이해관계자 관리가 경영의 중요한 부분이 되면, 기업은 사회적 기여, 평판 등의 영역에 신경을 쓸 것이다. 따라서, 경영자는 회계 공시 품질을 높게 유지하게 되고(Chih et al., 2018 ; Kim et al., 2012 ; 최현정 · 문두철, 2013), 그 결과 재무분석가의 정보환경에도 영향을 미치게 될 것이다. 선행연구들은 ESG 수행 기업이 낮은 정보비대칭 수준을 보여주고(Cho et al., 2013 ; Lopatta et al., 2016), 재무분석가 예측 오차가 낮아진다는(Dhaliwal et al., 2012 ; Cormier and Magnan, 2015 ; 배성호 · 임태균, 2013) 실증 결과들을 보고하고 있다.

이상의 내용을 정리하면, 높은 ESG 성과는 이해관계자 지향성으로 인해 고품질의 재무보고로 귀결되며, 재무보고 품질은 재무분석가의 정보환경의 중요한 영향요인이므로 ESG 성과는 재무분석가 예측오차를 감소시킬 가능성이 높다. 이때 ESG 경영을 총괄하는 ESG 위원회의 기업내 설치는 ESG 성과를 더욱 개선시킬 것이므로, ESG 위원회의 존재로부터 재무분석가의 이익예측 수치의 신뢰성이 더 높은 기업임을 알 수 있을 것이다.

2. 이사회 독립성, ESG 위원회와 재무분석가

기업지배구조는 주주 또는 이해관계자들의 이익을 대변하기 위해 기업 경영을 감시하고 통제하는 시스템으로 정의할 수 있으며(Cadbury, 2000 ; 김주태, 2005), 제한된 자원을 기업에 제공하는 다양한 이해관계자들에 대한 기업의 책임을 강조한다(MacMillan et al., 2004). 대리인 이론에 따르면 기업은 소유와 경영의 분리로 정보불균형과 경영자의 도덕적 해이가 발생하여, 경영자와 주주 간에 대리인 문제가 발생한다(Jensen and Meckling, 1976). 이사회는 기업의 최고 의결기관으로 전반적인 기업 경영활동 및 경영자의 기회주의적 행위를 통제하여 대리인비용 측면에서 중요한 감시·감독 역할을 한다(Johnson et al., 1996). 기업 경영활동 과정에서 경영진들은 이사회에 통제를 받으며, 이사회 독립성이 높을수록 경영활동 전반에 대한 통제가 더 효과적으로 이루어진다(Westphal, 1999). 이사회 독립성이 높을수록 재무제표의 부정 가능성이 줄어들고(Beasley, 1996 ; García-Meca and Sánchez-Ballesta, 2009), 기업 가치는 증가한다(Black et al., 2006 ; Choi et al., 2007). 또한, 이사회가 효과적인 역할을 수행할수록 기업의 공시정보의 질과 양이 향상되고, 정보비대칭이 감소되어 회계정보의 투명성이 증가한다(Karamanou and Vafeas, 2005 ; Kanagaretnam et al., 2007).

최근 기후변화와 관련된 규제 및 시장 환경의 변화로 인해 주목받고 있는 ESG는 지속가능한 기업의 발전이라는 측면에서 기업에게 중요한 화두가 되어 있으므로, 이사회에서도 점점 중요한 경영 현안이 되어가고 있다. 경영자의 사적 이익 추구를 억제하고 대리인문제를 완화시켜 기업의 생존성을 높일 수 있는 이사회 독립성에 대한 다수 선행연구들의 경향은 ESG 활동과 양(+의) 관련성을 가진다는 것이다(Harjoto and Jo, 2011 ; 김창수, 2009 ; de Villiers, 2011 ; Fabrizi et al., 2014 ; Jain and Jamali, 2016 ; Shaukat et al., 2016 ; Bolourian et al., 2021). 또한, 지배구조 특성들은 각각 고립되어 ESG에 영향을 미치지 않고, 상호 영향을 미칠 수 있다(Bolourian et al., 2021). 즉, 기업지배구조 특성은 ESG 활동과 더불어 이해관계자들의 요구를 충족시키고자 하므로, 기업의 지속가능한 발전 및 가치극대화를 달성하기 위해 두 요인이 상호 보완적으로 고려되어야 한다(Post et al., 2002 ; Harjoto and Jo, 2011).

본 연구에서 다룬 ESG 관련 위원회는 이사회 하위 기관이므로, 이사회 독립성이 ESG 위원회의 활동에도 중요한 영향을 미칠 것으로 예측할 수 있다. 이사회는 기업의 최고 의결기관으로 경영활동을 감시·감독하는 기능을 담당한다(Westphal, 1999). 이사회 내 사외이사 비중이 높아 이사회 독립성이 높을수록 이사회 고유 기능인 지원과 통제가 효과적으로 이루어지므로(Choi et al., 2007), 사외이사 비율이 높은 이사회 ESG 관련 하위 위원회는 이사회가 잘 기능하지 않는 기업과 비교하여 ESG 정책 수립과 집행 기능을 보다 효과적으로 수행할 수 있을 것이다. 따라서 ESG 위원회가 잘 기능하게 되면 ESG 성과를 개선하고, 개선된 ESG 성과는 재무분석가의 정보환경을 개선시킬 것이므로, 이 ESG 위원회가 재무분석가 이익예측정확성을 개선시키는 효과는 이사회 기능이 잘 작동할 때 더 잘 나타날 것으로 예측할 수 있다. 따라서 가설 1을 아래와 같이 설정하기로 한다.

가설 1 : 이사회 독립성이 높을 때, ESG 위원회를 도입한 기업에서 재무분석가 이익예측정확성에 대한 개선 효과가 더 잘 나타날 것이다.

3. 경영자의 연령, ESG 위원회와 재무분석가

경영자의 인구통계학적 특성은 위험에 대한 태도 등에 영향을 미치므로 의사결정에 차이를 야기한다. 경영자는 축적된 경험을 바탕으로 기업 내·외적 당면 문제에 대응책을 마련하므로, 여러 인적 특성 중 연령은 경영의사결정 및 위험관리에 중요한 요인으로 작용할 수 있다(Hambrick and Mason, 1984 ; Deshpande, 1997 ; Peterson et al., 2001 ; Barker and Mueller, 2002 ; Huang et al., 2012 ; Serfling, 2014).

노동시장에서 경영자의 평판은 높은 연봉과 외부 기업의 고용 가능성을 증가시킨다(Gibbons and Murphy, 1992 ; Ali and Zhang, 2015). 근속기간 초기의 연령이 낮은 경영자는 노동시장에서 형성된 평판의 낙인효과가 경력 기간 내내 영향을 미칠 것이므로 자신의 능력을 입증하기 위한 노력의 일환으로 위험을 기꺼이 감수하고자 하는 유인이 연령이 높은 경영자보다 강하

다(Prendergast and Stole, 1996 ; Serfling, 2014). Prendergast and Stole(1996)은 경영자의 연령이 낮을수록 자신의 능력을 신호하고자 하는 동기가 강하며, 자신의 능력을 과대평가하여 공격적인 투자 및 위험선호적(risk-preference)인 성향을 보임을 확인하였다.²⁾ 이와 달리, 연령이 높은 경영자의 경우, 장기간 쌓아온 평판을 유지하고자 하는 동기가 강하므로 평판을 무너뜨릴 위험을 수반하는 의사결정은 피하려고 한다(Bertrand and Mullainathan, 2003). Huang et al.(2012)은 최고경영자의 연령이 높은 경우, 보수적(conservative)이고 도덕적(ethical)인 성향을 보여 이익조정을 회피하고자 하는 경향을 확인하였다. Serfling(2014)은 경영자 연령이 높을수록 추가변동성이 낮아 기업의 위험을 낮추는 투자안을 선택하는 것으로 보고했다. 김선미 · 오광욱(2015)은 연령이 많은 경영자가 그렇지 않은 경영자와 비교하여 신뢰성 있는 매출액 등의 예측정보를 공시하려는 성향을 밝혔다. 이 외에도, 다수 선행연구들은 경영자의 연령이 높을수록 보수적이고 위험위피적인 성향을 보인다고 보고 있다(Vroom and Pahl, 1971 ; Hambrick and Mason, 1984 ; Bantel and Jackson, 1989 ; Barker and Mueller, 2002).

기업의 전략수립과 성과 역시 경영자의 인지적 및 심리적 특성의 영향을 크게 받는다(March and Simon, 1958 ; Cyert and March, 1963 ; Hambrick and Mason, 1984). 경영자의 과신성향(overconfidence)은 경영자가 자신의 능력이나 지위에 과도한 자신감을 가지고 미래를 낙관하는 성향으로(Hayward and Hambrick, 1997), 합리적 의사결정을 방해하므로 전략수립 및 성과 등 기업 활동에 위험 선호적 의사결정과 부정적인 영향을 미친다고 지적된다(Hayward and Hambrick, 1997 ; Finkelstein et al., 2009 ; Ahmed and Duellman, 2013 ; Schrand and Zechman, 2012 ; Hribar and Yang, 2013 등). 그런데 선행연구들은 경영자의 과신성향은 연령이 낮을수록 높다고 주장하였다(Taylor, 1975 ; Kovalchik et al., 2005 ; Forbes, 2005). 따라서 경영자의 낮은 연령은 과신성향 측면에서도 위험 선호적 경향을 보일 가능성이 높다.

지금까지의 내용을 근거로 볼 때, 경영자의 연령이 높을수록 경영자는 자신과 기업의 평판과 안정적 존속을 위한 경영환경을 조성하려 할 것으로 예측된다. 광범위한 이해관리자 리스크를 해소하면서 기후리스크에 대해서도 안정적으로 대응하기 위해서, 경영자는 ESG 관점에서 경영 활동을 할 수밖에 없을 것이며, 이러한 경향은 경영자 연령이 낮을 때 보다는 높을 때 더 잘 나타날 것으로 예측할 수 있다. 그리고 ESG 위원회에 보다 적극적인 활동³⁾

2) 반대 견해로, 연령이 낮은 경영자에게서 상대적으로 보수적이고 안정적인 성향을 보여 더 위험회피적인 경향을 보인다는 주장도 제기된다(Hirshleifer and Thakor, 1992 ; Holmstrom, 1999). 경영자 나이가 젊을수록 경영자의 능력에 대한 평판이 조성되기 전이라 경영자는 경영성과에 보다 민감하며, 낮은 성과로 인한 해고에 대한 우려도 더 가질 수밖에 없다(Gibbons and Murphy, 1992). 이에 젊은 경영자들은 보다 보수적인 의사결정을 할 가능성도 있다. 이와 관련한 실증연구에서 펀드매니저와 애널리스트들을 대상으로 분석한 결과, 낮은 성과로 인한 해고는 연령이 낮은 집단에서 두드러졌다(Chevalier and Ellison, 1999 ; Hong et al., 2000).

3) 다만, 반혜정(2014)은 경영자의 특성이 ESG에 영향을 미칠 것으로 보고, 경영자의 나이와 ESG의

과 더불어, 경영자의 연령이 높을 때 신뢰성이 높은 재무보고 유인을 가지며(Huang et al., 2012), 기업 내 예측정보를 더 공시하는 경향을 갖는다(김선미 · 오광욱, 2015). 따라서, ESG 위원회가 재무분석가 이익예측정확성을 향상시키는 결과는 경영자의 연령이 높은 기업에서 그렇지 않은 기업과 비교하여 더 잘 나타날 것으로 예측된다. 이상의 논의를 토대로 다음과 같이 두번째 가설을 설정한다.

가설 2 : 경영자의 연령이 높을 때, ESG 위원회를 도입한 기업에서 재무분석가 이익예측정확성에 대한 개선 효과가 더 잘 나타날 것이다.

III. 연구의 설계

1. 변수의 측정 및 연구모형

본 연구는 이사회 내 ESG 전문 위원회가 재무분석가 이익예측정확성에 미치는 영향을 이 사회의 독립성 및 경영자의 연령을 고려하여 규명하고자 한다. 이를 확인하기 위하여 기본적으로 아래와 같은 연구모형에 기초하여 실증을 수행하였다.

$$\begin{aligned} ACCURACY_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 ESG_committee_{i,t}(ESG_com_{i,t}) + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROE_{i,t} \\ & + \beta_5 LOSS_{i,t} + \beta_6 FOLLOW_{i,t} + \beta_7 RETVOL_{i,t} + \beta_8 MTB_{i,t} + \beta_9 BIG_{i,t} \\ & + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

where,

$ACCURACY_{i,t} = (-1) \times |(\text{실제 EPS} - \text{재무분석가 EPS 예측치의 평균}) / \text{기초주가}|$;

$ESG_committee_{i,t}$

$ESG_com_{i,t}$ = ESG 위원회가 존재하면 1을 부여하고, 존재하지 않으면 0을 부여하는 더미변수 ;

$SIZE_{i,t}$ = 기업규모, ln(기말 시가총액) ;

$LEV_{i,t}$ = 부채비율, 부채/자산 ;

$ROE_{i,t}$ = 당기순이익/자본 ;

$LOSS_{i,t}$ = 당기순이익이 음(-)이면 1, 아니면 0 ;

$FOLLOW_{i,t}$ = log(해당 기업에 대해 이익예측치를 발표한 재무분석가 수) ;

$RETVOL_{i,t}$ = 일별 추가수익률의 표준편차 ;

$MTB_{i,t}$ = 시장가치 대비 장부가치 비율 ;

$BIG_{i,t}$ = 대형회계법인의 감사를 받은 경우 1, 아니면 0의 값을 부여한 더미 ;

$\sum IND$ = 해당 산업이면 '1' ; 그렇지 않으면 '0' ;

$\sum YEAR$ = 해당 연도이면 '1' ; 그렇지 않으면 '0'.

관련성을 규명하였으나 유의적인 관련성을 발견하지 못하였다. 이 연구의 표본은 2010년 한해에 국한되어 실증분석을 실시하였으며, 최근 ESG 경영이 대세로 자리잡고 있는 상황과 간극이 있음에 의한 결과로 보인다.

종속변수인 재무분석가 이익예측정확성($ACCURACY_{i,t}$)은 실제 EPS에서 재무분석가들의 예측 EPS의 평균값(*consensus*)을 차감한 후 절대값을 취하고,⁴⁾ 변수가 커질수록 이익예측정확성이 높아지는 관계로서 해석상의 편의를 돕기 위해 -1 을 곱하였다. 주요 관심변수인 $ESG_com_{i,t}$ 는 이사회 산하 ESG 관련 하위 위원회가 존재하면 1의 값을, 존재하지 않으면 0을 부여하는 더미변수이다. 모형 (1)에서 β_1 이 유의한 양(+)⁵⁾의 값을 보인다면, ESG 위원회의 존재로 이익예측정확성이 증가하는 결과를 얻게 된다.

본 연구에서 조절효과를 파악하고자 하는 이사회 독립성(Bod_Ind) 및 경영자 연령(CEO_Age)은 다음과 같이 측정하였다. 먼저, 이사회 독립성은 이사회 내 사외이사가 차지하는 비율로 정의하고, 사업보고서 상 사외이사의 수를 등기임원의 총수로 나누어 산정하였다. 이사회 내 사외이사 비율이 높을수록 이사회가 독립적이라고 할 수 있어, 효율적인 이사회 역할 수행할 가능성이 향상된다(Oasis, 1994). 다음으로, 경영자의 연령은 대표이사의 출생연도를 이용하였다.

본 논문에서는 가설을 검증하기 위해 연구모형에 상호작용항인 $ESG_committee_{i,t} * Bod_Ind$ (or CEO_Age)를 포함하는 대신, 조절변수를 중앙값을 기준으로 두 기업집단으로 구분하여 연구모형 (1)을 분석함으로써 ESG 위원회와 재무분석가 이익예측정확성간의 관련성에 이사회 독립성 및 경영자 연령이 어떠한 차이를 야기하는지 더 명확하게 파악하고자 하였다.⁵⁾

통제변수로는 선행연구에서 재무분석가의 이익예측특성에 영향을 미친다고 언급한 기업 특성 변수들을 포함하였다(Behn et al., 2008 ; Bhushan, 1989 ; O'Brien and Bhushan, 1990 ; Eddy and Seifert, 1992 ; Clement, 1999 ; Duru and Reeb, 2002 ; Lundholm and Myers, 2002 ; 정석우, 2003 ; 정석우 · 임태균, 2005 ; Ettredge et al., 2005 ; 안윤영 외, 2006 ; Bradshaw et al., 2010 ; 선우혜정 외, 2010 ; Kim and Shi, 2012 ; Horton et al., 2013).

2. 표본의 선정

본 연구는 2016년부터 2020년 사이 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥시장의 상장 기업들 중 12월 결산법인을 대상으로 하였다. 경영자의 연령은 대표이사의 출생연도를 TS-

4) 본 연구의 재무분석가 이익예측정확성($ACCURACY_{i,t}$)은 낙관적인 예측치와 비관적인 예측치 모두 예측오차가 있는 것으로 설정하고자 절대값을 취하여 이용하였다(Byard et al., 2011 ; Tan et al., 2011 등).

5) 연구모형 (1)에 상호작용항 $ESGcom * BOD_Ind$ ($ESGcom * CEO_Age$)를 포함하는 방식으로 이사회 독립성과 경영자연령이 ESG 위원회와 이익예측정확성에 미치는 증분적 영향을 파악해 본 결과, 양(+)⁵⁾의 유의한 결과를 보였지만 유의도가 10% 수준에서 상대적으로 낮았다. 반면, 표본을 조절변수의 중앙값을 기준으로 두 집단으로 분류하고 조절효과에 의한 영향을 분석하였을 때, 보다 유의한 결과가 나타나 본 연구에서는 후자의 방법으로 연구를 진행하였다.

2000 데이터베이스로부터 추출하여 활용하였으며, 이사회 독립성 및 ESG 위원회 변수는 금융감독원의 전자공시시스템(Data Analysis, Retrieval and Transfer System : DART)에서 수집하였다. 그 외의 재무자료는 Fn-Guide에서 제공하는 Data Guide Pro에서 추출하였다. 결측치를 제거하고 총 4,665개의 기업-연도 표본에서 연구를 진행하였으며, 모든 변수들은 극단치 통제를 위해 1% 원저라이징을 수행하였다.

본 연구는 양동훈·최준혁(2022)과 마찬가지로, ESG 관련 위원회로 분류된 기업들은 직접적으로 ESG(CSR, 지속가능성) 활동을 위원회 명칭에 내세우고 있는 위원회(ESG 위원회, 사회공헌위원회, CSR 위원회, 지속가능경영위원회, 기업시민위원회, 지속경영위원회, CSR 경영위원회, 사회가치위원회 등)와, 고전적인 CSR의 논의 영역이라고 할 수 있는 윤리 측면의 위원회(투명경영위원회, 거버넌스위원회, 윤리위원회, 윤리경영위원회, 투명성위원회 등) 외에도, 규제 준수 성격의 제한적인 위원회(내부거래위원회, 내부거래감시위원회, 글로벌 Compliance 위원회, 재정및내부거래위원회, 내부거래운영위원회 등)도 포함된다. 윤리적 측면은 ESG/CSR/지속가능성 논의에서 바탕을 이루고 있고, 규제 준수 성격의 위원회는 지배구조의 건전성 측면과 관련되므로 ESG/CSR/지속가능성 등의 논의와 무관하지 않을 수 있다. 본 연구에서는 이상에서 언급한 이사회 내의 위원회를 ESG 위원회로 선별하였으며, 연구기간인 5개년간 표본기업에서 수작업으로 수집한 결과 684개 위원회가 존재하였으나, 변수들의 결측치를 고려하여 최종 564개 기업-년에서 위원회가 실증에 이용되었다.

IV. 실증분석 결과

1. 기술통계량 및 상관관계분석

<표 1>은 변수들의 기술통계량을 보여주고 있다. 주요 변수들의 특성을 살펴보면 다음과 같다. 종속변수인 *ACCURACY*는 평균값(중앙값)이 $-0.065(-0.022)$ 로 나타났는데, 이익예측오차에 (-1) 을 곱한 값이므로 클수록 이익예측정확성이 높다고 해석된다. 이사회 내 ESG 관련 위원회(*ESG_com*)가 설치되어 있는 기업-연도는 변수의 평균이 0.115이므로 표본에서 약 11.5%정도를 차지하는 것으로 해석된다. 사외이사 비중인 *ESG_ind*는 평균 0.833이므로 본 연구표본의 ESG 위원회에서 사외이사가 차지하는 비율이 평균 83.3%정도임을 의미하며, 3인으로 구성된 위원회를 기준으로 할 때 전원 사외이사로 구성된 경우가 상대적으로 다수 존재한다고 해석할 수 있다. ESG 위원회의 활동성을 파악할 수 있는 *ESG_freq*는 ESG 위원회의 연간 개최 회수에 자연로그를 취한 변수로 표에 통계량이 보고되어 있으나, 원 변수의 평균값(중간값)은 각각 0.92(1.10)이었으므로, 평균적으로 연간 1회 개최되고 있다.

본 연구에서 조절변수로 이용되고 있는 이사회 독립성(*Bod_Ind*)과 경영자 연령(*CEO_Age*)은 원변수 및 더미변수 모두 기술통계량에 제시하였다. 본 연구에서 가설을 검증함에 있어 이들 변수들의 중위수 기준 상/하위 집단으로 구분하여 분석을 실시하였는데, 두 변수 모두 약 48%가 상위 집단으로 분류되었다. 이를 *Bod_Ind Up* 및 *CEO_Age Up*를 통해 확인할 수 있다.

〈표 1〉 주요변수의 기술통계량

Variables	Mean	Median	Min	Max	Std. Dev.
<i>ACCURACY</i>	-0.065	-0.022	-0.711	0.000	0.114
<i>ESG_com</i>	0.115	0.000	0.000	1.000	0.319
<i>ESG_ind</i>	0.833	1.000	0.000	1.000	0.197
<i>ESG_freq</i>	1.032	1.099	0.000	2.639	0.807
<i>Bod_Ind</i>	0.372	0.333	0.000	1.000	0.157
<i>CEO_Age</i>	57.711	58.000	39.000	81.000	8.106
<i>Bod_Ind Up</i>	0.484	0.000	0.000	1.000	0.500
<i>CEO_Age Up</i>	0.483	0.000	0.000	1.000	0.500
<i>SIZE</i>	20.034	19.709	16.698	24.274	1.629
<i>LEV</i>	0.426	0.425	0.050	0.897	0.199
<i>ROE</i>	0.024	0.060	-1.678	0.390	0.216
<i>LOSS</i>	0.231	0.000	0.000	1.000	0.421
<i>FOLLOW</i>	1.183	0.693	0.693	3.135	0.731
<i>RETVOL</i>	0.441	0.414	0.116	1.946	0.169
<i>MTB</i>	1.084	0.702	0.073	7.991	1.224
<i>BIG</i>	0.568	1.000	0.000	1.000	0.495

- 1) $ACCURACY_{i,t}$: $(-1) \times |(\text{실제 EPS} - \text{재무분석가 EPS 예측치의 평균}) / \text{기초주가}|$; $ESG_com_{i,t}$: ESG 위원회가 존재하면 1을 부여하고, 존재하지 않으면 0을 부여하는 더미변수; $ESG_ind_{i,t}$: ESG 위원회내 사외이사 비율; $ESG_freq_{i,t}$: ESG 위원회의 연간 개최 회수의 자연로그; Bod_Ind : 이사회내 사외이사 비율; CEO_Age : 경영자 연령; $Bod_Ind\ Up$: 이사회내 사외이사 비율이 중위수 이상일 때 1을 부여한 더미; $CEO_Age\ Up$: 경영자 연령이 중위수 이상일 때 1을 부여한 더미; $SIZE_{i,t}$: 기업규모, $\ln(\text{기말 시가총액})$; $LEV_{i,t}$: 부채비율, 부채/자산; $ROE_{i,t}$: 당기순이익/자본; $LOSS_{i,t}$: 당기순이익이 음(-)이면 1, 아니면 0; $FOLLOW_{i,t}$: $\log(\text{해당 기업에 대해 이익예측치를 발표한 재무분석가 수})$; $RETVOL_{i,t}$: 일별 주가수익률의 표준편차; $MTB_{i,t}$: 시장가치 대비 장부가치 비율; $BIG_{i,t}$: 대형회계법인의 감사를 받은 경우 1, 아니면 0의 값을 부여한 더미.

주요 통제변수들을 확인해보면, 기업 크기(*SIZE*)의 값은 20.034로서 일반적인 상장기업 연구에서 볼 수 있는 값이며, 부채비율(*LEV*) 역시 평균 42.6%로서 일반적인 수준이다. 표본 기업 내 *ROE*는 2.4%이고, *LOSS*의 평균값 23.1은 표본 기업 중 약 23%의 기업에서 적자를 보고하였음을 의미한다. 재무분석가 수(*FOLLOW*)는 자연로그를 취한 변수로, 원변수는 평균 3.63에 최솟값 1, 최댓값 28을 보여주어, 평균적으로 한 개의 기업에 3~4개의 재무분석가의 분석이 제공된다고 볼 수 있다. *BIG*의 평균값은 0.568을 보여 대형회계법인의 감사를 받은 기업이 표본에서 56.8% 정도 차지하는 것을 의미한다. 이상의 변수는 전반적으로 선행 연구와 유사한 분포이다(양동훈·최준혁, 2022).

<표 2>는 본 연구에서 사용된 주요변수들의 피어슨 상관계수를 제시하고 있다. 이익예측 정확성(*ACCURACY*)과 ESG 위원회 설치 여부(*ESG_com*)는 1% 수준에서 유의적인 양(+)의 상관관계를 보이므로, ESG 위원회와 예측정확성 사이의 비례관계를 암시한다. ESG 위원회의 독립성(*ESG_ind*)과 활동성(*ESG_freq*)과 *ACCURACY* 사이에는 상관계수가 각각 0.003, 0.155로 양(+)의 상관관계를 보였으나, *ESG_freq*와 *ACCURACY* 사이에서만 1%수준에서 유의한 관계를 확인할 수 있었다. *BOD_Ind Up*과 *CEO_Age Up*은 *ACCURACY* 및 *ESG* 변수들과 다수 유의한 양(+)의 관계로서, 가설의 관계를 지지한다. 전반적으로 상관관계 분석은 주요 변수들 사이에 정비례 관계의 가능성을 보여준다.

통제변수는 *SIZE*, *ROE*, *FOLLOW*, *MTB*, *BIG*에서 *ACCURACY*과 유의한 양(+)의 상관관계를, *LEV*, *LOSS*, *RETVOL*와 *ACCURACY* 사이에는 유의한 음(-)의 상관관계를 보여주고 있다. 기업규모, 총자본이익율, 재무분석가 수, 성장성, 대형감사법인의 감사는 이익예측정확성 증가와 정(+)의 상관관계를 가지고 있으며, 부채비율이 높고 손실 발생 기업 및 주가 수익률의 표준편차가 커 불확실성이 높은 기업은 재무분석가의 이익예측에 어려움이 발생한다는 것을 보여주고 있다. 상관관계분석은 종속변수에 미치는 다른 변수들의 영향을 무시한 분석이므로 인과관계에 대한 검증이 아니고, 가설 검증을 위해서는 다변량 회귀분석이 필요하다. 따라서 다변량회귀분석을 통해 가설을 확인해 보기로 한다.

〈표 2〉 주요변수의 상관관계 분석

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1. ACCURACY	1												
2. ESG_com	0.073***	1											
3. ESG_ind	0.003	0.193***	1										
4. ESG_freq	0.155***	0.066	0.124***	1									
5. Bod_Ind Up	0.055***	0.308***	0.354***	0.170***	1								
6. CEO_Age Up	0.046***	0.063***	0.036	0.017	0.062***	1							
7. SIZE	0.099***	0.500***	0.287***	0.268***	0.433***	0.170***	1						
8. LEV	-0.238***	0.115***	0.087**	0.001	0.146***	0.061***	0.338***	1					
9. ROE	0.455***	0.024	-0.089**	-0.018	0.040***	0.071***	0.131***	-0.244***	1				
10. LOSS	-0.402***	-0.049**	0.084*	-0.075*	-0.055**	-0.090***	-0.165***	0.194***	-0.615***	1			
11. FOLLOW	0.236***	0.412***	0.235***	0.304***	0.321***	0.072***	0.664***	0.107***	0.127***	-0.166***	1		
12. RETVOL	-0.185***	-0.101***	0.038	-0.039	-0.113***	-0.141***	-0.305***	0.051***	-0.226***	0.239***	-0.182***	1	
13. MTB	0.179***	-0.126***	-0.092**	0.004	-0.129***	-0.095***	-0.344***	-0.351***	-0.022	0.061***	-0.004	0.306***	1
14. BIG	0.085***	0.230***	0.135***	0.110**	0.205***	0.085***	0.456***	0.095***	0.053***	-0.091***	0.341***	-0.263***	-0.141***

1) This table reports the pearson correlations among variables used in this study.

2) ***, **, * denote significance at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively(two-tailed).

3) Please refer to <표 1> for variable definitions.

2. 이사회 독립성을 고려한 ESG 위원회와 재무분석가 이익예측정확성 간의 관련성 분석

본 연구는 ESG 위원회와 재무분석가 이익예측정확성 사이에 이사회 독립성이 어떠한 영향을 미치는지 확인해보고자 한다.⁶⁾ 이사회는 하위 위원회인 ESG 관련 위원회의 활동에도 영향을 미칠 수 있으므로, 하나의 지배구조의 효과만을 보는 것이 아니라 연관된 지배구조의 영향도 살필 필요가 있다(Bolourian et al., 2021).

<표 3>은 이사회내 ESG 관련 하위 위원회 존재 여부 변수인 $ESG_com_{i,t}$ 를 관심변수로 설정하여, 이사회 독립성이 ESG 위원회와 재무분석가 이익예측정확성 간에 미치는 효과에 대한 OLS 회귀분석 결과를 제시하고 있다. 이사회 독립성은 사외이사 비율이 높은 집단과 낮은 집단으로 표본을 구분하여 각각 ESG 위원회가 재무분석가 이익예측정확성에 미치는 영향을 분석하였다.

<표 3> 이사회 독립성을 고려한 ESG 위원회와 재무분석가 이익예측정확성의 관계

$$\begin{aligned}
 ACCURACY_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 ESG\ committee_{i,t}(ESG_com_{i,t}) + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROE_{i,t} \\
 & + \beta_5 LOSS_{i,t} + \beta_6 FOLLOW_{i,t} + \beta_7 RETVOL_{i,t} + \beta_8 MTB_{i,t} + \beta_9 BIG_{i,t} \\
 & + \sum IND + \sum YEAR + \epsilon_{it}
 \end{aligned}$$

Dependent Variables : <i>ACCURACY</i>		
Board Independence	[Model 1] : <i>Bod_Ind Up</i>	[Model 2] : <i>Bod_Ind Down</i>
<i>ESGcom</i>	0.017*** (3.022)	-0.030** (-1.988)
<i>SIZE</i>	-0.007*** (-3.335)	0.002 (0.874)
<i>LEV</i>	-0.025** (-2.029)	-0.023* (-1.793)
<i>ROE</i>	0.149*** (11.149)	0.170*** (14.785)
<i>LOSS</i>	-0.061*** (-10.355)	-0.038*** (-6.161)
<i>FOLLOW</i>	0.031*** (8.485)	0.021*** (4.353)

6) 본 논문의 주요 가설 분석에 앞서 ESG 위원회와 재무분석가 이익예측정확성 간의 관련성을 파악하고자 전체표본을 대상으로 연구모형 (1)을 회귀분석 하였다. 분석결과, ESG 위원회와 재무분석가 이익예측정확성 간에 유의한 양(+의 관계)을 보여 ESG 위원회의 도입이 재무분석가 이익예측정확성을 향상시키는 것을 확인하였다.

<표 3> 이사회 독립성을 고려한 ESG 위원회와 재무분석가 이익예측정확성의 관계 (계속)

Board Independence	[Model 1] : <i>Bod_Ind Up</i>	[Model 2] : <i>Bod_Ind Down</i>
<i>RETVOL</i>	-0.105*** (-6.686)	-0.058*** (-3.764)
<i>MTB</i>	0.008*** (3.667)	0.017*** (7.988)
<i>BIG</i>	0.006 (1.233)	-0.004 (-0.929)
<i>Intercept</i>	0.131** (2.312)	-0.087 (-1.406)
<i>industry & year</i>	controlled	controlled
<i>No. of observations</i>	2,259	2,406
<i>Adjusted R-square</i>	0.353	0.335
<i>F</i>	20.22	20.25

- 1) This table presents results from OLS regression models.
- 2) ***, **, * denote significance at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively. All t-values are based on two-tailed tests using firm and year clustered standard errors.
- 3) Please refer to <표 1> for variable definitions.

<표 3>의 [Model 1]은 중위수 기준 사외이사의 비율이 높아 이사회의 독립성이 높은 기업집단(*Up*)에서의 실증 결과이고, [Model 2]는 사외이사의 비율이 낮아 이사회의 독립성이 낮은 집단(*Down*)에서의 실증결과이다. [Model 1]에서 β_1 의 계수값이 0.017로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나, 이사회의 독립성이 높은 기업에서 ESG 관련 위원회가 존재하는 경우 재무분석가의 이익예측정확성이 증가한다는 결과를 확인할 수 있었다. 반면, [Model 2]의 이사회 독립성이 낮은 집단에 대해 분석을 실시한 결과를 보면, β_1 의 계수값이 -0.030으로 5% 수준에서 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것을 확인하였다. 이는 [Model 1]에서 확인한 이사회의 독립성이 높은 기업과는 대조되는 결과로, 이사회 본연의 감시·감독 기능이 잘 작동하지 않는 기업에서는 ESG 위원회가 존재할지라도 재무분석가가 이익예측 시 예측오차가 오히려 증가한다는 결과를 보였다.⁷⁾

이사회는 최고 의결기관으로 기업의 경영활동을 감시·감독하는 기능을 담당한다(Westphal, 1999). 이사회 내 사외이사 비중이 높아 이사회가 경영자로부터 독립적으로 기능한다면 이사회의 고유 기능인 지원과 통제가 효과적으로 이루어지는 반면(Choi et al., 2007), 이사회가 경영자를 제대로 견제할 수 없다면 경영자의 사적 편취가 늘어날 것이다. <표 3>의 실증 결과는 이사회가 제대로 견제와 감시 기능을 수행하지 못할 때, ESG 위원회를 포함한 경영

7) 사외이사비율 변수와 ESG 관련 위원회의 상호작용항을 연구모형(1)에 포함하여 해당 상호작용항이 재무분석가의 이익예측정확성에 미치는 영향을 규명해 보았을 경우에도 전반적으로 <표 3>과 동일한 결과를 확인하였다.

자의 ESG 경영 활동은 기업의 문제점을 포장하기 위한 그린워싱 측면에 더 가까울 수 있음을 보여준다고 할 수 있다.

3. CEO의 연령을 고려한 ESG 위원회와 재무분석가 이익예측정확성 간의 관련성 분석

다음으로, 본 연구에서는 최고경영자의 연령이 ESG 관련 위원회와 재무분석가 이익예측정확성에 미치는 영향을 규명해보고자 한다. 경영활동의 주체로써 경영자는 기업의 영업활동을 수행함에 있어 의사결정을 실시할 때 보수성이나 윤리지향성 또는 성과지향성 측면에서 연령의 영향을 받게 된다(Vroom and Pahl, 1971 ; Taylor, 1975 ; Hambrick and Mason, 1984 ; Bantel and Jackson, 1989 ; Prendergast and Stole, 1996 ; Barker and Mueller, 2002 ; Bertrand and Mullainathan, 2003 ; Kovalchik et al., 2005 ; Huang et al., 2012 ; Serfling, 2014 ; 김선미·오광욱, 2015).

<표 3>에서 이용한 방법과 동일하게, <표 4>에서도 경영자 연령의 중위수를 토대로 중위수보다 큰 기업집단(Model 1)과 작은 집단(Model 2)으로 구분하여 실증 분석을 수행하였다. [Model 1]은 최고경영자의 연령이 높은 집단을 의미하며, β_1 이 1% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것을 알 수 있다. 반면, [Model 2] 즉, 최고경영자의 연령이 낮은 집단의 경우, β_1 의 계수값이 유의하지 않은 결과를 보였다. 이는 최고경영자의 연령이 높은 기업에서는 ESG 위원회의 재무분석가 정보환경에 대한 영향이 존재하지만, 최고경영자의 연령이 낮은 기업에서는 재무분석가의 이익예측정도에 있어 ESG 위원회의 존재가 영향을 미치지 않는다는 사실을 알 수 있다.⁸⁾

<표 4>의 결과는 선행연구들에서 지적하는 것과 일관되게, 경영자의 연령이 높을수록 위험감수와 이익지향성 대신 보수적이고 윤리적 고려를 가미한 경영의사결정을 하게 되어 ESG 관련 위원회의 활동에 있어서도 안정적인 지지를 한 결과로 해석된다. 경영자의 연령이 높을수록 위험이 낮은 투자안을 선택하고, 신뢰성 있는 재무보고 및 예측정보를 공시하고자 하는 경향을 보이므로(Serfling, 2014 ; Huang et al., 2012 ; 김선미·오광욱, 2015 등), 이러한 특성으로 ESG 위원회로 인한 재무분석가 정보환경에 미치는 영향이 경영자의 연령이 높은 기업에서 긍정적인 효과가 두드러지는 것으로 보인다.

8) 경영자 연령과 ESG 관련 위원회의 상호작용항을 연구모형(1)에 포함하여 해당 상호작용항이 재무분석가의 이익예측정확성에 미치는 영향을 규명해 보았을 경우에도 전반적으로 <표 4>와 동일한 결과를 확인하였다.

<표 4> CEO의 연령을 고려한 ESG 위원회와 재무분석가 이익예측정확성의 관계

$$\begin{aligned}
 ACCURACY_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 ESG\ committee_{i,t} (ESG_com_{i,t}) + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROE_{i,t} \\
 & + \beta_5 LOSS_{i,t} + \beta_6 FOLLOW_{i,t} + \beta_7 RETVOL_{i,t} + \beta_8 MTB_{i,t} + \beta_9 BIG_{i,t} \\
 & + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

Dependent Variables : <i>ACCURACY</i>		
CEO Age	[Model 1] : <i>CEO_Age Up</i>	[Model 2] : <i>CEO_Age Down</i>
<i>ESGcom</i>	0.019*** (2.935)	0.001 (0.071)
<i>SIZE</i>	-0.002 (-0.847)	-0.003 (-1.221)
<i>LEV</i>	-0.026** (-2.104)	-0.025* (-1.955)
<i>ROE</i>	0.129*** (9.726)	0.175*** (15.349)
<i>LOSS</i>	-0.061*** (-9.864)	-0.040*** (-6.754)
<i>FOLLOW</i>	0.025*** (6.584)	0.029*** (6.529)
<i>RETVOL</i>	-0.089*** (-5.562)	-0.073*** (-4.719)
<i>MTB</i>	0.014*** (5.844)	0.014*** (6.763)
<i>BIG</i>	0.001 (0.302)	0.000 (0.059)
<i>Intercept</i>	-0.018 (-0.186)	0.049 (0.737)
<i>industry & year</i>	controlled	controlled
<i>No. of observations</i>	2,258	2,407
<i>Adjusted R-square</i>	0.323	0.344
<i>F</i>	17.57	19.84

- 1) This table presents results from OLS regression models.
- 2) ***, **, * denote significance at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively. All t-values are based on two-tailed tests using firm and year clustered standard errors.
- 3) Please refer to <표 1> for variable definitions.

V. 추가분석

1. 이사회 독립성을 고려한 ESG 위원회의 특성과 재무분석가 이익 예측정확성 간의 관련성 분석

본 논문의 주요 분석에서는 기업내 이사회 산하에 ESG 관련 위원회가 존재하는지 여부를 변수로 설정하여 연구를 진행하였다. 본 절에서는 ESG 관련 위원회의 특성을 이용하여 분석을 실시하고자 한다. 구체적으로, 이사회 내 사외이사비율로 측정된 이사회 독립성(*Bod_Ind*) 하에서 ESG 위원회의 독립성(*ESG_ind*)과 활동성(*ESG_freq*)이 재무분석가의 이익 예측정확성에 미치는 영향을 분석하였다. *ESG_ind_{it}*는 ESG 위원회에서 사외이사가 차지하는 비중을 나타내며, ESG 위원회의 경영자로 부터의 독립성의 정도를 나타낸다. 다른 관심 변수인 *ESG_freq_{it}*는 ESG 위원회의 연간 개최 회수에 자연로그를 취한 값으로, ESG 위원회의 활동성을 측정한다.

실증분석 시, <표 3>과 동일하게, 중위수를 기준으로 이사회 독립성(*Bod_Ind*)이 높은 기업집단(Panel A)과 낮은 집단(Panel B)으로 구분하여 결과를 제시하였다. 추가분석을 위한 기본 연구모형은 다음과 같다.

$$\begin{aligned}
 ACCURACY_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 ESG\ committee_{i,t}(ESG_ind_{i,t}, ESG_freq_{i,t}) + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} \\
 & + \beta_4 ROE_{i,t} + \beta_5 LOSS_{i,t} + \beta_6 FOLLOW_{i,t} + \beta_7 RETVOL_{i,t} + \beta_8 MTB_{i,t} \\
 & + \beta_9 BIG_{i,t} + \sum IND + \sum YEAR + \epsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{2}$$

where,

$ACCURACY_{i,t} = (-1) \times |(\text{실제 EPS} - \text{재무분석가 EPS 예측치의 평균}) / \text{기초주가}|$;

$ESG\ committee_{i,t}$

$ESG_ind_i = \text{ESG 위원회 내 사외이사 비율}$;

$ESG_freq_{i,t} = \text{ESG 위원회의 연간 개최 회수의 자연로그}$:

연구모형 (1)과 마찬가지로, 연구모형 (2)에도 조절효과와 관련된 이사회 독립성(*Bod_Ind*) 및 상호작용항 변수를 포함하지 않고, 조절변수의 수준이 높은 표본과 낮은 표본에서 각각 관심변수가 종속변수에 미치는 영향에 차이를 보이는지 확인하는 방식으로 본 연구를 수행하였다.

〈표 5〉 이사회 독립성을 고려한 ESG 위원회 특성과 재무분석가 이익예측정확성의 관계

$$\begin{aligned}
 ACCURACY_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 ESG\ committee_{i,t}(ESG_ind_{i,t}, ESG_freq_{i,t}) + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} \\
 & + \beta_4 ROE_{i,t} + \beta_5 LOSS_{i,t} + \beta_6 FOLLOW_{i,t} + \beta_7 RETVOL_{i,t} + \beta_8 MTB_{i,t} \\
 & + \beta_9 BIG_{i,t} + \sum IND + \sum YEAR + \epsilon_{it}
 \end{aligned}$$

[Panel A] : <i>Bod_Ind Up</i>		
Dependent Variables : <i>ACCURACY</i>		
ESG Committee	[Model 1]	[Model 2]
<i>ESG_ind</i>	0.060** (2.118)	
<i>ESG_freq</i>		-0.001 (-0.142)
<i>SIZE</i>	-0.028*** (-5.355)	-0.028*** (-5.304)
<i>LEV</i>	-0.038 (-1.315)	-0.041 (-1.399)
<i>ROE</i>	0.185*** (5.485)	0.179*** (5.289)
<i>LOSS</i>	-0.030** (-2.556)	-0.032*** (-2.670)
<i>FOLLOW</i>	0.055*** (6.250)	0.054*** (6.081)
<i>RETVOL</i>	-0.126*** (-3.018)	-0.117*** (-2.777)
<i>MTB</i>	-0.017 (-1.584)	-0.016 (-1.461)
<i>BIG</i>	-0.029 (-1.357)	-0.028 (-1.246)
<i>Intercept</i>	0.517*** (4.785)	0.578*** (5.413)
<i>industry & year</i>	controlled	controlled
<i>No. of observations</i>	282	282
<i>Adjusted R-square</i>	0.518	0.508
<i>F</i>	7.554	7.318

〈표 5〉 이사회 독립성을 고려한 ESG 위원회 특성과 재무분석가 이익예측정확성의 관계 (계속)

[Panel B] : <i>Bod_Ind Down</i>		
Dependent Variables : <i>ACCURACY</i>		
ESG Committee	[Model 1]	[Model 2]
<i>ESG_ind</i>	0.014 (0.418)	
<i>ESG_freq</i>		0.008 (1.079)
<i>SIZE</i>	0.011 (1.541)	0.011 (1.552)
<i>LEV</i>	-0.011 (-0.308)	-0.009 (-0.254)
<i>ROE</i>	-0.119** (-2.214)	-0.113** (-2.101)
<i>LOSS</i>	-0.069*** (-3.972)	-0.069*** (-4.026)
<i>FOLLOW</i>	0.011 (0.961)	0.010 (0.892)
<i>RETVOL</i>	-0.142*** (-2.764)	-0.138*** (-2.686)
<i>MTB</i>	0.036*** (3.389)	0.034*** (3.164)
<i>BIG</i>	-0.051*** (-2.765)	-0.050*** (-2.738)
<i>Intercept</i>	-0.177 (-1.202)	-0.182 (-1.253)
<i>industry & year</i>	controlled	controlled
<i>No. of observations</i>	257	257
<i>Adjusted R-square</i>	0.190	0.194
<i>F</i>	2.251	2.282

- 1) This table presents results from OLS regression models.
- 2) ***, **, * denote significance at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively. All t-values are based on two-tailed tests using firm and year clustered standard errors.
- 3) Please refer to <표 1> for variable definitions.

<표 5>는 ‘이사의 내 ESG를 관장하는 하위 위원회에서 사외이사가 차지하는 비중(*ESG_ind*)’ 그리고 ‘ESG 위원회의 연간 개최 회수로 측정된 ESG 위원회의 활동성(*ESG_freq*)’을 관심변수로 이용하여 검증을 실시한 결과를 제시한다. 이를 각각 [Model 1], [Model 2]로 나타내었다.

우선, *ESG_ind*의 실증 결과부터 살펴보면, Panel A의 [Model 1]에서 β_1 의 계수값이 0.060으로 5% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 반면, Panel B의 [Model 1]에서는 β_1 의 계수값이 유의하지 않았다. 이러한 결과로 이사회 독립성(*Bod_ind*)이 높은 기업에서만, ESG 위원회의 독립성(*ESG_ind*)이 재무분석가의 정보환경을 개선하는 효과로 나타난다고 할 수 있다. 다음으로 ESG 위원회의 활동성을 나타내는 *ESG_freq*의 결과를 살펴보면, Panel A와 Panel B의 [Model 2]에서 β_1 의 계수값이 모두 유의하지 않으므로 ESG 위원회의 활동성은 이사회 성격과 무관하게 재무분석가 정보환경에 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

<표 5>의 결과는 ESG 위원회가 독립성을 확보하고 있더라도 이사회 자체가 독립적이지 않으면 ESG 위원회의 독립성은 유의미한 결과를 내지 못한다는 것으로, 보여주기식 또는 그린워싱 목적의 ESG 위원회 운영의 가능성을 제시한다. 한편, ESG 위원회의 활동성이 어느 집단에서도 유의한 결과가 나타나지 않은 것은 ESG 위원회의 외적인 개최 횟수는 실질적인 활동의 정도를 잘 반영해 오지 못했다는 것으로 해석할 수 있다.

2. 경영자 연령을 고려한 ESG 위원회의 특성과 재무분석가 이익예측정확성 간의 관련성 분석

다음으로, 본 절에서는 최고경영자의 연령이 ESG 관련 위원회 특성과 재무분석가 이익예측정확성에 미치는 영향을 규명해 보기로 한다. <표 6>에서도 앞서 실시한 방법과 동일하게, 중위수를 기준으로 경영자 연령(*CEO_Age*)의 중위수 보다 큰 기업집단(Panel A)과 작은 집단(Panel B)으로 구분하여 연구결과를 제시하였다.⁹⁾

<표 6>에서 *ESG_ind*의 실증 결과부터 살펴보면, Panel A의 [Model 1]에서 β_1 의 계수값이 5% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 반면 Panel B의 [Model 1]에서는 β_1 이 양(+)의 계수값을 보이나 유의하지 않았다. [Model 1]의 결과로 최고경영자의 연령(*CEO_Age*)이 높은 경우에만 ESG 위원회의 독립성(*ESG_ind*)이 재무분석가의 정보환경을 개선하는 효과를 보인다고 해석할 수 있다. 다음으로 *ESG_freq*의 결과를 살펴보면, Panel A와 Panel B의 [Model 2]에서 모두 ESG 관련 위원회의 활동성은 유의한 결과를 확인할 수 없었다. <표 5>의 결과와 마찬가지로, ESG 위원회의 개최 횟수 여부는 실제 활동의 정도를 제대로 반영하지 못하고 있다고 해석할 수 있다.

이상의 결과는 ESG 위원회가 독립적이더라도 경영자의 성향이 친 ESG적이지 못하다면, 설치된 위원회는 효과적으로 기능하지 못함을 알 수 있다. 이는 <표 5>의 결과와 동일한 측

9) 경영자 연령과 ESG 위원회 특성의 상호작용항을 연구모형(1)에 포함하여 해당 상호작용항이 재무분석가의 이익예측정확성에 미치는 영향을 살펴보았다. 해당 분석방법을 통해서도 전반적으로 <표 6>의 연령에 따라 집단을 구분한 결과와 동일함을 알 수 있었다. 또한, <표 5>에서 제시한 이사회 독립성을 두 집단으로 구분한 결과도 상호작용항을 연구모형 (1)에 포함하여 분석을 실시한 결과와 동일하였다.

면을 보이는데, ESG 위원회가 독립성을 확보했는지라도 그 상위의 경영자 및 이사회 등이 ESG 위원회를 운영하고자 하는 의도에 따라 본연의 목적을 달성하지 못할 가능성이 제기된다. 따라서, ESG 위원회가 원활한 활동을 수행하기 위해서는 기업지배구조가 적절한 역할을 해야 함을 알 수 있어 기업에서는 두 요인이 상호보완적으로 고려되어야 할 것이다(Post et al., 2002 ; Harjoto and Jo, 2011).

〈표 6〉 경영자 연령을 고려한 ESG 위원회 특성과 재무분석가 이익예측정확성의 관계

$$ACACCURACY_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG\ committee_{i,t}(ESG_ind_{i,t}, ESG_freq_{i,t}) + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROE_{i,t} + \beta_5 LOSS_{i,t} + \beta_6 FOLLOW_{i,t} + \beta_7 RETVOL_{i,t} + \beta_8 MTB_{i,t} + \beta_9 BIG_{i,t} + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon_{it}$$

Panel A : CEO_Age Up		
Dependent Variables : ACCURACY		
ESG COMMITTEE	[Model 1]	[Model 2]
<i>ESG_ind</i>	0.044** (2.186)	
<i>ESG_freq</i>		0.002 (0.407)
<i>SIZE</i>	-0.004 (-1.330)	-0.004 (-1.216)
<i>LEV</i>	-0.036 (-1.544)	-0.037 (-1.589)
<i>ROE</i>	0.157*** (2.978)	0.138*** (2.634)
<i>LOSS</i>	-0.026** (-2.467)	-0.028*** (-2.619)
<i>FOLLOW</i>	0.022*** (3.358)	0.024*** (3.615)
<i>RETVOL</i>	-0.057 (-1.560)	-0.052 (-1.428)
<i>MTB</i>	0.014* (1.872)	0.012 (1.520)
<i>BIG</i>	-0.032** (-2.121)	-0.030* (-1.961)
<i>INTERCEPT</i>	0.073 (1.027)	0.072 (1.005)
<i>industry & year</i>	controlled	controlled
<i>No. of observations</i>	260	260
<i>Adjusted r-square</i>	0.393	0.380
<i>F</i>	4.569	4.376

〈표 6〉 경영자 연령을 고려한 ESG 위원회 특성과 재무분석가 이익예측정확성의 관계 (계속)

Panel B : <i>CEO_Age Down</i>		
Dependent Variables : <i>ACCURACY</i>		
ESG Committee	[Model 1]	[Model 2]
<i>ESG_ind</i>	0.055 (1.550)	
<i>ESG_freq</i>		0.008 (1.042)
<i>SIZE</i>	-0.009 (-1.171)	-0.006 (-0.854)
<i>LEV</i>	-0.042 (-1.260)	-0.056 [‡] (-1.717)
<i>ROE</i>	0.047 (1.298)	0.046 (1.268)
<i>LOSS</i>	-0.049 ^{***} (-2.677)	-0.046 ^{**} (-2.526)
<i>FOLLOW</i>	0.048 ^{***} (4.738)	0.046 ^{***} (4.495)
<i>RETVOL</i>	-0.258 ^{***} (-4.556)	-0.243 ^{***} (-4.288)
<i>MTB</i>	0.003 (0.285)	0.005 (0.425)
<i>BIG</i>	-0.065 ^{**} (-2.539)	-0.062 ^{**} (-2.384)
<i>Intercept</i>	0.143 (0.995)	0.135 (0.941)
<i>industry & year</i>	controlled	controlled
<i>No. of observations</i>	279	279
<i>Adjusted R-square</i>	0.355	0.351
<i>F</i>	3.994	3.946

- 1) This table presents results from OLS regression models.
- 2) ***, **, * denote significance at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively. All t-values are based on two-tailed tests using firm and year clustered standard errors.
- 3) Please refer to <표 1> for variable definitions.

VI. 결 론

본 연구는 이사회 내 ESG 관련 활동을 관할하는 하위 위원회가 재무분석가 이익예측정확성에 어떠한 영향을 미치는지에 관해, 상위 지배구조인 이사회와 경영자의 특성을 고려하여 파악한 연구이다. 단일한 지배구조가 다른 지배구조의 영향을 배제하고 영향력을 발휘한다기 보다는, 복수의 지배구조가 함께 역할을 할 가능성이 높다(Bolourian et al., 2021).

2016년부터 2020년까지 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장되어 있는 12월 결산법인(금융업 제외)을 표본으로 선정하여 실증분석을 실시한 결과는 다음과 같다. 첫째, ESG 관련 위원회가 재무분석가의 이익예측 활동에 긍정적인 영향을 미친 것으로 나타났지만, 이 효과는 이사회가 독립성을 확보한 경우에 한정되었으며, 이사회가 독립적이지 못할 경우에는 ESG 위원회 설치 기업의 재무분석가 정보환경은 더 나빠지는 것으로 나타났다. 둘째, CEO의 연령을 고려했을 때에도 CEO의 연령이 높을 경우에만 ESG 관련 위원회가 재무분석가의 예측정확성을 개선시키는 효과가 관찰되었다. 추가분석에서 ESG 위원회의 존재 대신 특성을 고려하여 ESG 위원회의 독립성을 투입하였을 때에도 결과는 마찬가지였다. 본 연구로 ESG 위원회가 설립 의도에 부합되기 위해서는 상위 지배구조인 이사회와 CEO의 친 ESG적인 특성이 전제되어야 함을 알 수 있다.

본 연구의 주요 시사점은 다음과 같다. 첫 번째로는 ESG 경영의 대두와 ESG 위원회 설치가 꾸준히 확산되어가고 있는 국내외적 상황을 감안할 때, ESG 위원회에 관한 국내 연구가 많지 않다는 점, 나아가 해외에서도 아직까지는 ESG 위원회의 다양한 효과까지 관심을 가지지 못하고 있다는 점에서 연구 의의를 말할 수 있다. 기업들이 앞다투어 ESG 위원회를 설치하고 그를 통해 ESG 경영을 확장하려 하고 있는 상황에서, 과연 그 위원회들이 제대로 기능하고 있는가를 점검해 볼 필요성이 있다. 두 번째로, 모든 기업의 경영자가 정직한 ESG 경영을 하는지 확신할 수 없다는 측면에서, 기존 그린워싱(greenwashing) 논의의 연장선상에서도 본 연구는 시사점을 줄 수 있다고 생각한다. 세 번째로, 본 연구는 ESG 성과를 도출하고 그를 통해 규제기관, 투자자, 소비자, 지역사회 등 광범위한 이해관계자들과의 관계를 개선해서 기업의 지속가능성을 확보하려는 ESG 경영의 핵심 도구인, ESG 정책을 집행하고 감독하는 목적의 기구인 ESG 위원회의 존재 효과를 살펴보았다. 하지만 ESG 위원회의 효과는 단독으로 달성되지 않으며, 상위 지배구조인 이사회나 경영자 특성의 영향을 받는다는 것이 본 연구의 결론이라고 할 수 있다. 따라서 기업지배구조의 영향력을 함께 살펴봄으로써 ESG 위원회의 효과를 보다 명확하게 확인할 수 있음을 제기하였다는 면에서 연구의 의의가 있다고 할 수 있다.

다만, 본 연구는 한계점도 가지고 있다. 데이터 수집의 한계 상 2020년까지의 표본으로 실증을 수행하였다. 기후변화대응 이슈가 규제기관 및 투자자 등의 이해관계자로부터의 실질적인 위협으로 다가오기 시작함에 따라, ESG 위원회 설치 및 운용으로 대변되는 국내의

ESG 경영 분야는 최근으로 올수록 더 가속화되고 있다. 이 점에서 본 연구는 국내 ESG 경영의 초기 단계에서의 연구라는 점에서 한계점이 있다고 말할 수 있으며, 그와 같은 측면에서는 잠정적인 결론이라고 말할 수 있다. 따라서, 최근의 데이터 입수를 통해 더 정교한 후속 연구를 진행할 필요성이 제기된다.

“본 논문은 다른 학술지 또는 간행물에 게재되었거나 게재신청 되지 않았으며,
한국세무회계학회 연구윤리규정을 준수하여 작성되었음을 확인함”

참고문헌

- 금융위원회, 2021, “ESG 국제 동향 및 국내 시사점”.
- 김문철·최관, 1999, “이익의 질의 개념에 관한 연구”, 『회계저널』 제8권 제1호, pp.221-249.
- 김새로나·양동훈·최준혁, 2021, “Cost Stickiness and Financial Analysts’ Information Environment : An Evidence from the Korean Market”, 『국제회계연구』 제99집, pp.171-202.
- 김새로나·유혜영, 2018, “이익투명성이 재무분석가의 정보환경에 미치는 영향 : 이익 예측 정확성 및 정보활용도를 중심으로”, 『회계저널』 제27권 제1호, pp.117-156.
- 김선미·오광욱, 2015, “최고경영자 나이가 경영자 예측정보 공시여부와 정확성에 미치는 영향”, 『회계연구』 제20권 제5호, pp.191-236.
- 김지용, 2023, “ESG 공시에 관한 외국의 제도개선 동향과 시사점”, 『비교사법』 제30권 제3호, pp.109-140.
- 김지홍·백혜원·고재민, 2010, “발생액의 질과 재무분석가의 정보 환경이 이익예측 정확도에 미치는 영향”, 『회계학연구』 제35권 제3호, pp.1-35.
- 김창수, 2009, “기업의 사회적 책임 활동과 기업가치”, 『한국증권학회지』 제38권 제4호, pp.507-545.
- 노희진·임대웅·김승길·김형남·류영재·박정현·안승광·안춘엽·유상현·유인금·전우중·전수영·채지식·한병욱, 2006, “사회책임투자의 원칙과 적용”, 서울 : 한국증권연구원.
- 류호림, 2023, “기후위기 주범들이 ‘친환경’ 남발 ... 차라리 일회용 컵이 낫다”, 『노컷뉴스』, 2023년 8월 23일.
- 문상일, 2023, “국내 상장기업 ESG 관련 공시제도 현황과 개선방안. 『경제법연구』 제22권 제2호, pp.67-98.
- 박혜진, 2020, “글로벌 ESG 투자의 최근 동향과 주요 논점”, 『자본시장포커스』 제2020-5호.
- 박혜진·이지운·왕박한, 2022, “국내 기업의 ESG 위원회 도입 결정요인에 대한 연구”, 『경영컨설팅연구』 제22권 제3호, pp.13-24.
- 반혜정, 2014, “최고경영자와 이사회 특성 및 다각화에 따른 연구개발 투자와 재무구조간 관련성”, 『회계와 정책연구』 제19권 제5호, pp.103-135.
- 배성호·임태균, 2013, “기업의 사회적 책임활동과 재무분석가 이익예측치 정확성과의 관계”, 『경영학연구』 제42권 제4호, pp.1131-1156.
- 안수현, 2021, “국내·외 ESG제도 동향과 기업의 ESG경영 지원과제”, 『기업지배구조리뷰』 제101호, pp.61-91.

- 양동훈 · 최준혁, 2022, “ESG 관련 위원회 설치가 ESG 활동에 미치는 영향 : 기업의 ESG 관련 조직 강화는 실제 의지를 반영해 왔는가?”, 『회계저널』 제31권 제3호, pp.211 – 243.
- 유고은, 2021, “2021년 ESG위원회 설치 및 운영 현황”, 『KCGS Report』 제11권 제10호, pp.13 – 20.
- 이시연, 2021, “국내외 ESG 투자 현황 및 건전한 투자 생태계 조성을 위한 시사점”, 서울 : 한국금융연구원.
- 이은진, 2021, “스타벅스 ‘리유저블 컵’ 행사에 환경단체는 ‘못마땅’” 『MBN뉴스』, 2021년 10월 1일.
- 정석우 · 임태균, 2005, “회계이익의 지속성이 재무분석가의 이익예측오차와 이익예측정확성에 미치는 영향”, 『회계학연구』 제30권 제2호, pp.209 – 235.
- 최종원 · 조은혜, 2022, “ESG 활동수준이 ESG위원회 설치에 미치는 영향”, 『회계저널』 제31권 제5호, pp.193 – 222.
- 최현정 · 문두철, 2013, “기업의 사회적 책임활동과 회계투명성간의 관계”, 『회계학연구』 제38권 제1호, pp.135 – 171.
- 홍지연, 2021, “ESG 경영에 대한 이사회 역할 확대”, 『자본시장포커스』 제2021 – 24호, pp.1 – 4.
- Ahmed, A. S., and S. Duellman, 2013, “Managerial overconfidence and accounting conservatism”, *Journal of Accounting Research*, Vol.51 No.1, pp.1 – 30.
- Ali, A., and W. Zhang, 2015, “CEO Tenure and Earnings Management”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.59 No.1, pp.60 – 79.
- Bantel, K. and S. Jackson, 1989, “Top Management and Innovations in Banking : Does the Composition of the Top Team Make a Difference?”, *Strategic Management Journal*, Vol.10 No.1, pp.107 – 124.
- Baraibar-Diez, E., and M. D. Odriozola, 2019, “CSR Committees and Their Effect on ESG Performance in UK, France, Germany, and Spain”, *Sustainability*, Vol.11 No.18, p.5077.
- Barker III, V. L., and G. C. Mueller, 2002, “CEO Characteristics and Firm R&D Spending”, *Management Science*, Vol.48 No.6, pp.782 – 801.
- Beasley, M. S., 1996, “An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud”, *The Accounting Review*, Vol.71 No.4, pp.443 – 465.
- Bertrand, M., and S. Mullainathan, 2003, “Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences”, *Journal of Political Economy*, Vol.111 No.5, pp.1043 – 1075.

- 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*, Vol.22 No.2, pp.366–413.
- Bolourian, S., A. Angus, and L. Alinaghian, 2021, “The impact of corporate governance on corporate social responsibility at the board-level : A critical assessment”, *Journal of Cleaner Production*, Vol.291 No.125752.
- Bozzolan, S., M. Fabrizi, C. A. Mallin., and G. Michelon. 2015, “Corporate Social Responsibility and Earnings Quality : International Evidence”. *The International Journal of Accounting*, Vol.50 No.4, pp.361–396.
- Bradshaw, M. T., S. A. Richardson, and R. G. Sloan, 2001, “Do Analysts and Auditors Use Information in Accruals?”, *Journal of Accounting Research*, Vol.39 No.1, pp.45–74.
- Brown, L. D., R. L. Hagerman, P. A. Griffin, and M. E. Zmijewski, 1987, “Security analyst superiority relative to univariate time-series models in forecasting quarterly earnings”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.9 No.1, pp.61–87.
- Byard, D., and K. W. Shaw. 2003, “Corporate Disclosure Quality and Properties of Analysts’ Information Environment”, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol.18 No.3, pp.355–378.
- Burke, J. J., R. Hoitash, and U. Hoitash, 2019, “The Heterogeneity of Board-Level Sustainability Committees and Corporate Social Performance”, *Journal of Business Ethics*, Vol.154 No.4, pp.1161–1186.
- Byard, D., Y. Li, and Y. Yu, 2011, “The Effect of Mandatory IFRS Adoption on Financial Analysts’ Information Environment”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 49 No. 1, pp.69–96.
- Cadbury, S. A., 2000, “The Corporate Governance Agenda”, *Corporate Governance : An International Review*, Vol.8 No.1, pp.7–15.
- Cherry, M. A., & Sneirson, J. F. 2011, “Beyond Profit : Rethinking Corporate Social Responsibility and Greenwashing After the BP Oil Disaster”. *Tulane Law Review*, Vol.85 No.4, pp.983–1038.
- Chevalier, J., and G. Ellison, 1999, “Career Concerns of Mutual Fund Managers”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.114 No.2, pp.389–432.
- Chih, H.-L., C.-H. Shen, and F.-C. Kang, 2008, “Corporate Social Responsibility, Investor Protection, and Earnings Management : Some International Evidence”, *Journal of Business Ethics*, Vol.79 No.1, pp.179–198.
- Cho, S. Y., C. Lee, and R. J. Pfeiffer Jr., 2013, “Corporate social responsibility performance

- and information asymmetry”, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol.32 No.1, pp.71–83.
- Choi, J. J., S. W. Park, and S. S. Yoo, 2007, “The Value of Outside Directors : Evidence from Corporate Governance Reform in Korea”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.42 No.4, pp.941–962.
- Cormier, D., and M. Magnan, 2015, “The Economic Relevance of Environmental Disclosure and its Impact on Corporate Legitimacy : An Empirical Investigation”, *Business Strategy and the Environment*, Vol.24 No.6, pp.431–450.
- Das, S., C. B. Levine, and K. Sivaramakrishnan, 1998, “Earnings Predictability and Bias in Analysts’ Earnings Forecasts”, *The Accounting Review*, Vol.73 No.2, pp.277–294.
- de Villiers, C., V. Naiker, and C. J. van Staden, 2011, “The Effect of Board Characteristics on Firm Environmental Performance”, *Journal of Management*, Vol.37 No.6, pp.1636–1663.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney, 1996, “Causes and Consequences of Earnings Manipulation : An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC”, *Contemporary Accounting Research*, Vol.13 No.1, pp.1–36.
- Deshpande, S. P., 1997, “Managers’ Perception of Proper Ethical Conduct : The Effect of Sex, Age, and Level of Education”, *Journal of Business Ethics*, Vol.16 No.1, pp.79–85.
- Dhaliwal, D. S., S. Radhakrishnan, A. Tsang, and Y. Yong George, 2012, “Nonfinancial Disclosure and Analyst Forecast Accuracy : International Evidence on Corporate Social Responsibility Disclosure”, *The Accounting Review*, Vol.87 No.3, pp.723–759.
- Dixon-Fowler, H., A. Ellstrand, and J. Johnson, 2017, “The Role of Board Environmental Committees in Corporate Environmental Performance”, *Journal of Business Ethics*, Vol.140 No.3, pp.423–438.
- Eames, M. J., and S. M. Glover, 2003, “Earnings Predictability and the Direction of Analysts’ Earnings Forecast Errors”, *The Accounting Review*, Vol.78 No.3, pp.707–724.
- Fabrizi, M., C. Mallin, and G. Michelon, 2014, “The Role of CEO’s Personal Incentives in Driving Corporate Social Responsibility”, *Journal of Business Ethics*, Vol.124 No.2, pp.311–326.
- Finkelstein, S., Hambrick, D.C. and A. A. Cannella, 2009, “Strategic Leadership ; Theory and Research on Executives, Top Management Teams and Boards”, Oxford University Press, Oxford, pp.1–451.
- Forbes, D. P., 2005, “Are Some Entrepreneurs More Overconfident Than Others?”, *Journal of Business Venturing*, Vol.20 No.5, pp.623–640.

- Fried, D., and D. Givoly, 1982, “Financial analysts' forecasts of earnings : A better surrogate for market expectations”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.4 No.2, pp.85 – 107.
- Fuente, J. A., I. M. García–Sánchez, and M. B. Lozano, 2017, “The role of the board of directors in the adoption of GRI guidelines for the disclosure of CSR information”, *Journal of Cleaner Production*, Vol.141, pp.737–750.
- García–Meca, E., and J. P. Sánchez–Ballesta, 2009, “Corporate Governance and Earnings Management : A Meta–Analysis”, *Corporate Governance : An International Review*, Vol.17 No.5, pp.594–610.
- García–Sánchez, I. M., M.–E. Gómez–Miranda, F. David, and L. Rodríguez–Ariza, 2019, “The explanatory effect of CSR committee and assurance services on the adoption of the IFC performance standards, as a means of enhancing corporate transparency”, *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, Vol.10 No.5, pp.773 – 797.
- Gelb, D., & Strawser, J. 2001, “Corporate Social Responsibility and Financial Disclosures : An Alternative Explanation for Increased Disclosure”. *Journal of Business Ethics*, Vol.33 No.1, pp.1–13.
- Gennari, F., and D. M. Salvioni, 2019, “CSR committees on boards : the impact of the external country level factors”, *Journal of Management and Governance*, Vol.23 No.3, pp.759–785.
- Gibbons, R., and K. J. Murphy, 1992, “Optimal Incentive Contracts in the Presence of Career Concerns : Theory and Evidence”, *The Journal of Political Economy*, Vol.100 No.3, pp.468–505.
- Hambrick, D. C., and P. A. Mason, 1984, “Upper Echelons : The Organization as a Reflection of Its Top Managers”, *The Academy of Management Review*, Vol.9 No.2, pp.193–206.
- Harjoto, M. A., and H. Jo, 2011, “Corporate Governance and CSR Nexus”, *Journal of Business Ethics*, Vol.100 No.1, pp.45–67.
- Hayward, M. L. A., and D. C. Hambrick, 1997, “Explaining the premiums paid for large acquisitions : Evidence of CEO hubris”, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 42 No. 1, pp.103–127.
- Healy, P. M., and K. G. Palepu, 2001, “Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets : A review of the empirical disclosure literature”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.31 No.1–3, pp.405–440.

- Hirshleifer, D., and A. V. Thakor, 1992, “Managerial Conservatism, Project Choice, and Debt”, *The Review of Financial Studies*, Vol.5 No.3, pp.437–470.
- Holmström, B., 1999, “Managerial Incentive Problems : A Dynamic Perspective”, *Review of Economic Studies*, Vol.66, 169–182.
- Hong, Y., & Andersen, M. 2011, “The Relationship Between Corporate Social Responsibility and Earnings Management : An Exploratory Study”. *Journal of Business Ethics*, Vol.104, pp.461–471.
- Hong, H., J. D. Kubik, and A. Solomon, 2000, “Security Analysts’ Career Concerns and Herding of Earnings Forecasts”, *The RAND Journal of Economics*, Vol.31 No.1, pp.121–144.
- Hribar, P., and H. Yang, 2016, “CEO overconfidence and management forecasting”, *Contemporary Accounting Research*, Vol.33 No.1, pp.204–227.
- Huang, H.-W., R.-G. Ena, and C.-C. Lee, 2012, “CEO Age and Financial Reporting Quality”, *Accounting Horizons*, Vol.26 No.4, pp.725–740.
- Hussain, N., U. Rigoni, and R. P. Orij, 2018, “Corporate Governance and Sustainability Performance : Analysis of Triple Bottom Line Performance”, *Journal of Business Ethics*, Vol.149 No.2, pp.411–432.
- Imhoff, E. A., 1992, “The relation between perceived accounting quality and economic characteristics of the firm”, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol.11 No.2, pp.97–118.
- Jain, T., and D. Jamali, 2016, “Looking Inside the Black Box : The Effect of Corporate Governance on Corporate Social Responsibility”, *Corporate Governance : An International Review*, Vol.24 No.3, pp.253–273.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling, 1976, “Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol.3 No.4, pp.305–360.
- Jo, H., and M. Harjoto, 2012, “The Causal Effect of Corporate Governance on Corporate Social Responsibility”, *Journal of Business Ethics*, Vol.106 No.1, pp.53–72.
- Johnson, J. L., C. M. Daily, and A. E. Ellstrand, 1996, “Boards of Directors : A Review and Research Agenda”, *Journal of Management*, Vol.22 No.3, pp.409–438.
- Kanagaretnam, K., G. J. Lobo, and D. J. Whalen, 2007, “Does good corporate governance reduce information asymmetry around quarterly earnings announcements?”, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol.26 No.4, pp.497–522.
- Karamanou, I., and N. Vafeas, 2005, “The Association between Corporate Boards, Audit

- Committees, and Management Earnings Forecasts : An Empirical Analysis”, *Journal of Accounting Research*, Vol.43 No.3, pp.453–486.
- Kim, Y., M. S. Park, and B. Wier, 2012, “Is Earnings Quality Associated with Corporate Social Responsibility?”, *The Accounting Review*, Vol.87 No.3, pp.761–796.
- Kovalchik, S., C. F. Camerer, D. M. Grether, C. R. Plott, and J. M. Allman, 2005, “Aging and Decision Making : A Comparison Between Neurologically Healthy Elderly and Young Individuals”, *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol.58 No.1, pp.79–94.
- Lobo, G. J., M. Song, and M. Stanford, 2012, “Accruals quality and analyst coverage”, *Journal of Banking & Finance*, Vol.36 No.2, pp.497–508.
- Lopatta, K., F. Buchholz, and T. Kaspereit, 2016, “Asymmetric Information and Corporate Social Responsibility”, *Business & Society*, Vol.55 No.3, pp.458–488.
- Macmillan, K., K. Money, S. Downing, and C. Hillenbrand, 2004, “Giving your organisation SPIRIT : an overview and call to action for directors on issues of corporate governance, corporate reputation and corporate responsibility”, *Journal of General Management*, Vol.30 No.2, pp.15–42.
- Mallin, C. A., and G. Michelon, 2011, “Board reputation attributes and corporate social performance : an empirical investigation of the US Best Corporate Citizens”, *Accounting and Business Research*, Vol.41 No.2, pp.119–144.
- March, J. G., and H. A. Simon, 1958. “Organizations”, Oxford, England : Wiley. March.
- Ocasio, W. 1994. Political dynamics and the circulation of power : CEO succession in U.S. industrial corporations, 1960–1990. *Administrative Science Quarterly*, Vol.39 No.2, pp.285–312.
- Peterson, D., A. Rhoads, and B. C. Vaught, 2001, “Ethical Beliefs of Business Professionals : A Study of Gender, Age and External Factors”, *Journal of Business Ethics*, Vol.31 No.3, pp.225–232.
- Post, J. E., L. E. Preston and S. Sachs, 2002, *Redefining the Corporation, Stakeholder Management and Organizational Wealth*. Business, Political Science.
- Prendergast, C., and L. Stole, 1996, “Impetuous Youngsters and Jaded Old-Timers : Acquiring a Reputation for Learning”, *Journal of Political Economy*, Vol.104 No.6, pp.1105–1134.
- Schrand , C. M., and S. L. Zechman, 2012, “Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 53, pp.311–329.

- Sengupta, P. 1998, “Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt”. *The Accounting Review*, Vol.73 No.4, pp.459–474.
- Serfling, M. A., 2014, “CEO age and the riskiness of corporate policies”, *Journal of Corporate Finance*, Vol.25, pp.251–273.
- Shaukat, A., Y. Qiu, and G. Trojanowski, 2016, “Board Attributes, Corporate Social Responsibility Strategy, and Corporate Environmental and Social Performance”, *Journal of Business Ethics*, Vol.135 No.3, pp.569–585.
- Tan, H., S. Wang, and M. Welker, 2011, “Analyst Following and Forecast Accuracy after Mandated IFRS Adoptions”, *Journal of Accounting Research*, Vol.49 No.5, pp.1307–1357.
- Taylor, R. N., 1975, “Age and Experience as Determinants of Managerial Information Processing and Decision Making Performance”, *Academy of Management Journal*, Vol.18 No.1, pp.74–81.
- Vroom, V. H., and B. Pahl, 1971, “Relationship between age and risk taking among managers”, *Journal of Applied Psychology*, Vol.55 No.5, pp.399–405.
- Walls, J. L., P. Berrone, and P. H. Phan, 2012, “Corporate governance and environmental performance : is there really a link?”, *Strategic Management Journal*, Vol.33 No.8, pp.885–913.
- Westphal, J. D., 1999, “Collaboration in the boardroom : behavioral and performance consequences of CEO–board socialties”, *Academy of Management Journal*, Vol.42 No.1, pp.7–24.

ESG Committee, Analyst Forecast Accuracy, and Governance Characteristics

Kim, Saerona* · Choi, Jun – Hyeok**

⟨Abstract⟩

[Purpose] Recently companies have begun to reflect ESG management in their governance structure, which has led to the establishment of subcommittees within the board of directors to oversee ESG. Based on the existing ESG data of Korean companies, this study examines how the ESG management and governance of companies represented by ESG committees and Board/CEO characteristics affect users' information environment through the accuracy of financial analysts' earnings forecasts.

[Methodology] OLS Regression tests were conducted using annual report disclosures of companies listed on KOSPI and KOSDAQ from 2016 to 2020.

[Findings] We found that the impact of ESG committees on financial analysts' earnings forecast accuracy is positive when board independence is high and negative when board independence is low. This result implies that effective ESG management is only possible under good overall corporate governance. In addition, when considering the age of managers, the net effect is positive only in the group with older managers, suggesting that the demographic characteristics of managers may also be a governance factor that affects ESG management.

[Implications] This study contributes to the literature by examining the effect of ESG committees on financial analysts in a situation where there are not many studies on the effect of ESG committees, except for the effects on ESG performance and ESG disclosure. Moreover, this study contributes to the literature by confirming the importance of the combined effect of corporate governance. This study provides policy implications for managers and regulators regarding the net effect of ESG management and the importance of general corporate governance in supporting ESG management.

⟨Key Words⟩ ESG committee, financial analyst forecast accuracy, board independence, managerial age

* Associate Professor, Gyeongsang National University, First Author

** Research Assistant Professor, Department of Business Administration, Dongguk University,
Corresponding Author