

CSV와 투자효율성에 관한 연구

The Study on relationship between CSV and Investment Efficiency

김호영(Ho-Yeong Kim)*

국문초록 : 본 연구에서는 기존 선행연구의 주요한 관심사인 기업의 사회적 책임 이행이 투자 효율성에 미치는 영향을 살펴보고자 한다. 연구 방법은 기존 선행연구를 참조하여 정성적 연구로 진행하고, 본 연구에서 다루고자 하는 주요 주장 세 가지를 정리하고, 연구 변수, 연구 모형들을 서술하고자 한다. 연구 결과로는 본 연구에서는 기존의 선행연구를 기반으로 하여 기업의 높은 수준의 사회적 책임 이행은 투자 효율성을 어떻게 증가시키는지 살펴보기 위해 세 가지 논점을 제시하여 보았다. 첫째, 기업의 높은 사회적 책임 이행은 투자 효율성과 양의 연관성이 있을 것이라고 주장한다. 둘째, 투자 효율성은 1차 이해관계자들의 이익을 대변하는 CSR 개별 구성 요소들과 양의 연관성이 있을 것이라고 주장한다. 셋째, CSR 지수가 너무 높은 기업과 CSR 지수가 너무 낮은 기업은 투자효율성과의 연관성이 떨어질 것이라고 주장한다. 본 연구의 기여도는 CSR이 기업의 투자 효율성에 미치는 영향을 보다 정확히 파악할 수 있을 것이다. 전망으로는 본 연구에서 제시한 세 가지 주장을 가설로 채택하여 실증 분석한 연구가 나와서 보다 추가적인 발견이 이루어졌으면 한다.

주제어 : 기업의 사회적 책임, 투자 효율성, 1차 이해관계자, 기업의 사회적 책임 개별 구성요소, 기업의 사회적 책임 지수

Abstract : In this study, we aim to examine the impact of corporate social responsibility implementation, which is a major concern in previous research, on investment efficiency. The research method will be a qualitative study with reference to existing previous research. The three main claims to be addressed in this study will be summarized, and the research variables and research models will be described. As a result of the study, based on existing previous research, this study presented three issues to examine how a high level of corporate social responsibility performance increases investment efficiency. First, we argue that a company's high level of social responsibility will be positively related to investment efficiency. Second, it is argued that investment efficiency will be positively related to individual CSR components that represent the interests of primary stakeholders. Third, it is argued that companies with too high a CSR index and companies with a too low CSR index will have less correlation with investment efficiency. The contribution of this study will be to more accurately understand the impact of CSR on corporate investment efficiency. In the future, it is hoped that additional discoveries will be made through research that adopts the three claims presented in this study as hypotheses and empirically analyzes them. The Journal of Digital Policy & Management. This space is for the abstract of your study in English.

Key Words : Corporate Social Responsibility, Investment Efficiency, Primary Stakeholders, CSR dimensions, CSR score

I. 서론

기업의 사회적 책임(CSR: Corporate Social Responsibility) 이 미치는 재무적 영향은 지난 40년 동안 해결되지 않은 주제이다. 기업의 높은 사회적 책임 이행 수준은 높은 재무성과, 높은 기업가치와 연관성이 있다고 보는 연구가 있다 [1,2]. 그리고 낮은 재무위험과 연관성이 있다는 연구가 있다 [3]. 그리고 낮은 정보 비대칭성 [4], 자금조달의 용이성 [5], 낮은 자본 조달 비용과 [6] 각각 연관성이 있다고 보고된 바 있다.

반면 기업의 사회적 책임 이행은 서로 다른 이해관계자들 사이에 충돌을 불러일으킨다는 연구 보고가 있다 [7]. CSR 활동은 기업의 불필요한 비용지출을 유발하기 때문에 기업의 가용자원을 감소시킨다는 연구 보고도 있다 [8]. 상대적으로 낮은 사회적 책임을 이행하는 기업에 비해서 경쟁상의 불이익을 유발하기도 한다 [9].

기업의 CSR 활동에 관해 크게 두 가지 대비되는 관점이 있다. 기업의 높은 CSR 지수는 재무성과에 영향을 미친다는 보고가 있다. 반면에 기업의 사회적 책임 이행은 기업 이해관계자들 사이에 충돌을 유발한다는 연구도 있다 [10]. 결국 기업이 사회에 가져야 할 부채 의식은 이윤추구를 달성하여 기업의 주주들에게 더 많은 이익을 배당금으로 환원해 주는 것이 유일하다는 주장이다. 이 주장은 기업의 사회적 책임과 기업가치의 음의 관계를 지지한다. 경영자의 기회주의적 행동과 사적 이익 추구는 CSR에 과도한 투자를 유발하여 기업자원의 낭비를 초래한다고 보았다 [11]. CSR이란 기업 내부의 대리인문제를 악화시킨다고 보기도 하였다 [12]. 교환이론 관점에서 기업의 CSR 활동에 대한 투자는 기업의 가용자원을 감소시키고, 경쟁상의 불이익을 유발하고, 기업가치에 부정적 영향을 미친다고 보았다. 반면 CSR 활동에 많은 투자를 하는 기업은 기업평판을 높이고, 고용인들의 충성심을 높이고, 고객들의 지지를 얻는다고 본 연구도 있다. 결국 기업의 높은 사회적 책임 이행이 재무 성과에 긍정적인 영향을 미친다고 본 것이다. 궁극적으로 기업의 높은 사회적 책임 이행이 기업의 궁극적인 목표인 기업 가치 극대화를 달성한다고 본 것이다 [13].

본 연구에서는 기업의 높은 사회적 책임 이행이 미치는 재무적 영향에 대해 추가적인 부분을 첨가하고자 한다. 그 다음 CSR과 기업의 자본분배와의 연관성을 살펴보고자 한다. 구체적으로 기존 선행연구의 주요한 관심사인 기업의 사회적 책임 이행이 투자 효율성에 미치는 영향을 살펴보고자 한다. 만일 기업의 높은 사회적 책임 이행이 기업의 가치

를 높인다면, CSR 지수가 높은 기업의 투자 효율성은 높아질 것이다. 반면 기업의 사회적 책임 이행이 대리인 비용을 증가시킨다면, CSR 지수가 높은 기업의 투자 효율성은 낮아질 것이다.

II. 선행연구

1. 투자효율성

기업의 목적 중 하나는 기업의 가치를 증가시키는 것이다. 적절한 투자 의사 결정은 기업의 가치 증가에 크게 기여할 것이다. 경영자는 자본투자 의사결정을 먼저하고, 그 다음 이에 자금조달 계획을 세우고, 이를 집행할 세부적인 계획을 세울 것이다. 그리고 필요한 인력 채용에 대해서도 계획을 세울 것이다. 만일 처음 자본투자 의사결정을 잘못한다면, 기업 입장에서는 비용과 시간 측면에서 막대한 손실이 불가피할 것이다. 투자에 투입된 막대한 자본 때문에 기업의 유동성에 위기를 맞을 수도 있다. 불필요한 투자는 원가 상승을 불러일으킬 것이고, 이는 시장점유율 하락으로 이어질 것이다. 그렇기 때문에 기업은 투자 의사 결정 사전에 충분히 투자에 소요될 자금과 인력, 그리고 투자로 창출할 수 있는 이윤의 규모에 대해 실증적으로 예측하고 분석해야 할 것이다. 또한 기업에 자금을 조달하는 채권자나 주주들에게 투자안이 충분히 수익을 창출할 수 있고, 기업의 자금이 효율적으로 사용될 것임을 주시시켜야 할 것이다. 이론적으로 기업은 모든 양의 순현재가치(NPV: net present value)가 예상되는 프로젝트에 투자하려고 할 것이고, 이를 위해 필요한 자금을 외부에서 조달하려고 할 것이다. 기업은 투자에 투입되는 한계비용과 투자를 통해 얻을 수 있는 한계수익이 같아질 때까지 투자해야 기업의 가치가 극대화된다고 보는 견해가 있다 [14].

효율적 투자에 관한 기존 연구자들이 내린 정의를 살펴보면, 시장 마찰이나 역선택 혹은 도덕적 해이가 없는 상태에서 기업이 순현재가치가 양(+)인 투자안을 선택하는 것을 효율적인 투자로 정의한 바 있다. 즉 기업은 순현재가치가 양(+)인 투자안에 투자함으로써 기업가치를 극대화할 수 있고, 이는 주어진 자본으로 최대의 투자 수익을 내는바 효율적인 투자의 정의에 부합한다고 보았다. 만일 기업이 순현재가치가 음(-)인 투자안에 투자했다면, 그 기업은 과잉투자 혹은 과대 투자를 했다고 간주할 수 있을 것이다. 이는 기업가치의 감소로 귀결될 것이다. 반대로 기업이 순현재가치가 양(+)인 투자안에 투자하지 않았다면, 그 기업은 과소

투자를 했다고 간주할 수 있을 것이다. 이 또한 기업가치가 감소하는 결과로 이어질 것이다. 또한 기업의 현금보유량이 많고, 부채비율이 낮을수록 과대 투자를 선호하는 것으로 밝혀졌다. 반면 현금보유량이 적고, 부채비율이 높을수록 과소 투자를 선호하는 것으로 파악되었다. 여기서 이런 과대 투자가 예상되는 기업이 과대 투자하지 않고, 과소 투자가 예상되는 기업이 과소 투자하지 않을 때 투자 효율성이 높다고 정의하였다[15].

실무적으로 기업은 모든 양의 순현재가치가 예상되는 프로젝트에 투자할 수 없는 한계 즉 재무적 제약에 봉착할 것이다[16]. 이는 과소 투자나 과잉투자를 유발할 것이다. 과잉투자는 경영자들이 기업의 자원을 사적으로 탈취하기 위해 좋지 않은 프로젝트에 투자했을 때, 비효율적인 투자가 발생한다는 관점이다. 반대로 과소 투자는 기업이 자본 조달 비용 상승으로 인해 직면하게 된 재무적 제약으로 인해 양의 순현재가치가 예상되는 프로젝트 투자안을 포기할 때 발생한다고 보았다[15]. 기업이 최적의 투자 수준을 달성할 수 없게 하는 데는 몇 가지 요인이 있다고 보았다[17]. 구체적으로 기존의 선행연구들에 의해 실증적 연구로 밝혀진바 기업의 투자 효율성을 달성하는데 가장 큰 방해 요소로 정보의 비대칭성과 대리인문제가 있다고 밝혀졌다.

경영자와 주주들 간의 정보의 비대칭성은 자본 조달 비용과 투자프로젝트 선택에 영향을 미친다고 보았다. 경영자들이 주식가격이 과대평가 되었다는 내부정보가 있다면, 경영자들은 주식을 신규로 추가 발행하기를 원할 것이다. 반면 주주들은 이 정보의 비대칭성을 알고, 할인된 가격에 주식을 발행할 것을 요구할 것이다. 경영자들은 설령 좋은 투자 기회를 상실하게 될지라도, 이 할인된 가격에 주식을 발행하는 것을 거부할 것이다. 이처럼 정보의 비대칭성은 효율적인 투자를 막고, 과소 투자를 유발할 것이다[18,19].

이런 정보의 비대칭성에 관한 논의와 함께 거론되는 투자 효율성 달성의 방해 요인으로 대리인 문제가 있다. 대리인 이론이란 경영자들이 주주들의 이익이 아닌 경영자들 자신들의 이익을 위해 최선을 다한다는 이론이다[20]. 즉 자신들의 보상을 극대화하기 위해서 주주들의 이익에 최선이 되지 않는 투자프로젝트들을 선택하기도 한다는 이론이다[21]. 이처럼 대리인 이론은 투자 효율성을 감소시킨다. 이처럼 주주들의 이익에 최선이 되지 않는 투자프로젝트 선택을 유발하기 때문이다. 반면에 투자자들은 잠재적인 회사 자원 탈취를 예상할 것이고, 이는 자본 조달 비용을 늘릴 것이다. 경영자들이 주주들로부터 충분한 견제와 감시를 받지

않는다면, 현금흐름을 자유롭게 할 것이고, 이는 과잉투자를 유발한다고 기존 연구 결과 밝혀졌다[22].

기존 선행연구에서는 실증분석을 통해 대리인 문제가 투자 효율성을 달성하지 못하게 하는 주요한 원인을 밝힌 바 있다[23].

본 연구는 CSR 지수가 높은 기업 즉 사회적 책임 이행 정도가 높은 기업은 낮은 정보의 비대칭성과 연관이 있을 것이다[4]. 그리고 낮은 대리인 비용과 연관이 있을 것이다. 선행연구를 기반으로 하여 기업의 높은 수준의 사회적 책임 이행이 투자 효율성을 어떻게 증가시키는지 살펴보고자 한다[7].

2. 투자효율성과 CSR

CSR은 투자 효율성과 다양한 방법으로 연관성이 있을 것이다. 대표적으로 이해관계자 이론이 있다. CSR 지수가 높은 기업일수록 낮은 정보의 비대칭성과 경영진의 우수한 경영 성과로 인해 투자 효율성이 높아진다는 이론이다.

기존 선행연구들은 추가적인 재무 정보의 공시가 정보의 비대칭성을 줄이고, 기업의 경영 성과에 대해 보다 분명한 윤곽을 제시한다고 보았다. 이것은 기업들이 자신들의 사회적 책임 이행을 자발적으로 공시하려는 이론적 근거가 되고, 사회적 책임 이행 공시를 표준화하려는 이론적 근거가 된다. 이익조정과 관련된 CSR과 정보의 질의 연관성에 관한 연구들에서는, 기업의 높은 CSR 지수 공시가 이익조정을 줄이고, 더 투명하고 신뢰성 있는 정보를 투자자에게 제공하는지 살펴보았다. 그 결과 CSR 지수가 높은 기업이 이익조정을 덜 하는 것으로 여러 확실한 증거가 뒷받침하고 있다[4]. CSR 지수가 높은 기업이 그렇지 않은 기업보다 더 많은 정보를 공시하는지에 관해 연구한 결과 기업들이 자신들의 긍정적인 모습을 투자자들과 이해관계자들에게 드러내기 위해 CSR 지수가 높을수록 더 많은 정보를 공시하는 것으로 드러났다. 이 연구에서는 기업과 고객, 정부 기관, 근로자 같은 비재무 이해관계자 사이의 정보의 비대칭성이 감소할 때, 기업 CSR 지수 관련 정보는 재무 정보의 대체제로 사용될 수 있다고 결론지었다. 만일 CSR 지수가 높은 기업들이 더욱 정보의 질이 높고, 투명성이 높고, 이익조정이 적게 발생한다면, 투자 효율성 역시 높게 나타날 것이다. CSR 지수가 높은 기업들은 낮은 정보의 비대칭성으로 인해 투자의 효율성 역시 높을 것이다[24].

CSR과 투자 효율성의 연관성에 관한 연구들 역시 이해관계자 이론에 일치하는 결과들이 나왔다. 이해관계자들의

암묵적인 요구에 응답할 때, 기업은 재무성과를 높일 것이다. 이는 투자 효율성의 증가로 인한 것이다. 투자 효율성은 CSR 지수가 높은 회사가 이해관계자들의 예측을 고려하여 재무성과를 증가시키는데 수단으로 사용될 것이다. CSR 활동에 투입되는 자원의 양은 단기적으로 다른 목적에 필요하지 않은 자원들의 양과 일치될 것이다. CSR 활동으로부터 얻을 수 있는 이익이 비용보다 클 때, 기업은 CSR 활동을 할 것이다. 비록 기업이 지속 가능한 투자 이론을 따르고 싶다면, 기업의 CSR 활동은 전적으로 투입할 수 있는 자원의 양에 달려있다. 특히 기업의 사회적 기여, 환경에 대한 기여는 기업의 경쟁 우위를 증가시킬 것이다[25].

따라서 본 연구에서의 첫 번째로 다루고자 하는 주장은 기업의 높은 사회적 책임 이행은 투자효율성과 양의 연관성이 있을것이다라는 주장이다.

CSR은 3차원 이상의 건설물로 정의할 수 있다[26]. 통합적인 CSR 지수는 개별 CSR 구성 요소들의 영향을 제대로 인식하지 못하게 하는 효과가 있다. 기존 선행연구들에서는 종합적인 CSR 지수를 사용하기 때문에 CSR 연구 유형별로 차이가 발생하는 것으로 파악하였다[27,28]. 본 연구에서는 기업의 활동에 직접적인 영향을 끼치는 이해관계자만이 기업의 투자 효율성을 높일 수 있을 것으로 분석하였다. 기존의 선행연구들은 1차 이해관계자와 2차 이해관계자를 구분하였다[29]. 1차 이해관계자를 분류하는 데는 근로자와의 관계, 상품의 특성, 환경 그리고 다양성까지 고려 대상이다. 이 1차 이해관계자들은 기업의 활동으로 직접적인 영향을 받거나 이익을 얻는다는 특징이 있다. 이 1차 이해관계자들에는 주주, 근로자, 고객 그리고 자연환경 등이 있다[30]. 즉 기업의 1차 이해관계자란 투자자, 근로자, 고객 그리고 공급자를 말한다. 관련 선행연구에서는 기업의 생존과 수익성은 전적으로 기업의 가치를 창출, 유지 그리고 분배하여 기업의 1차 이해관계자들과 기업의 지속적인 관계를 유지 할 수 있게 하는 능력에 달려있다고 보았다[31]. 이와 대조적으로 2차 이해관계자는 기업의 활동으로부터 간접적인 영향을 받는 당사자들을 말한다. 예를 들어, 회사 근처에 거주하는 거주자들도 기업의 2차 이해관계자로 간주할 수 있을 것이다. 그리고 기업의 기부로 혜택을 보는 단체 역시 기업의 2차 이해관계자로 간주할 수 있을 것이다. 그러므로 이 2차 이해관계자들은 기업의 투자 효율성에 대한 관심도가 1차 이해관계자들보다 상대적으로 적을 것이다. 그리고 기업의 투자 결정에 대해 끼치는 영향도 미약할 것이다. 1차 이해관계자와의 관계에 투자하는 것은 경

쟁 우위를 증가시키는 전략으로 간주할 것이다. 그리고 궁극적으로 투자 효율성을 증가시킬 것이다[32].

따라서 본 연구에서 두 번째로 다루고자 하는 주제는 투자 효율성은 1차 이해관계자들의 이익을 대변하는 CSR 개별 구성 요소들과 양의 연관성이 있을 것이다라는 주장이다.

다음 추가로 CSR이 극단적인 상황에서 투자 효율성에 끼치는 영향을 살펴봄으로써 CSR과 투자 효율성의 연관성을 보다 깊이 있게 연구해 보고자 한다. 낮은 CSR 지수를 가진 기업 즉 사회적 책임 이행이 낮은 기업의 경우 복잡한 환경에 대한 기여 요구와 사회에 대한 기여 요구를 충족시키기 어려울 것이다. 궁극적으로 비효율적인 결과를 도출할 것이다. 반면 기업의 사회공헌은 경영자와 주주 사이 이해 충돌의 근원으로 본 연구도 있다[33]. 기업의 이상적인 사회공헌 기준치는 경영자에 의해 초과되어서는 안되기 때문이다. 그 이유는 추가적인 사회공헌에 대한 지출은 어떤 추가적인 이윤을 창출할 수 없기 때문이다. 기업이 CSR 구성 요소 모두에 과잉투자 한다고 가정했을 때의 변화를 살펴본 결과, 기업의 재무성과에 부정적인 영향을 끼치는 것으로 나타났다[34].

본 연구에서는 만일 경영자가 CSR에 과잉 투자한다면, 반드시 CSR과 투자 효율성에 영향을 미칠 것으로 본다. CSR 지수가 너무 높다면 대리인 문제를 불러일으킬 수 있다고 본다. 그러므로 이런 경우에는 기업의 CSR 활동이 투자 효율성을 증가시키는 데 큰 영향을 끼치지 않을 것이다.

따라서 본 연구에서 세 번째로 다루고자 하는 주제는 CSR 지수가 너무 높은 기업과 CSR 지수가 너무 낮은 기업은 투자 효율성과의 연관성이 떨어질 것이라는 주장이다.

III. 연구모형과 분석적 절차

1. 연구모형과 연구변수

첫 번째, 연구 변수로는 독립변수 CSR 데이터가 있다. 본 연구에 필요한 CSR 데이터는 데이터베이스 MSCI ESG STATS에서 추출하였다. 이 데이터베이스는 MSCI ESG Research와 KLD Research & Analytics Inc에서 수집된 데이터들로 구성되었다. KLD의 데이터들은 CSR 표준 데이터로 간주되고 있고, 여러 연구자에 의해 사용되었다[3,7,29]. KLD 지수는 13개의 구성요소로 구성되었다. 이는 7개의 질적인 이슈와 6개의 논쟁적인 주제로 구성되어 있다. 7개의 질적인 이슈로는 공동체, 다양성, 근로자와의 관계, 환경, 상품 특성, 인권, 기업지배구조이다. 6개의 논쟁

적인 주제로는 술, 도박, 총기, 군대, 핵무기, 담배가 있다. 본 연구에서는 전체적인 CSR 점수를 다음 6가지 CSR 구성 분야 즉 공동체, 다양성, 근로자와의 관계, 환경, 인권, 상품 특성을 고려하여 산출하였다. 기존 선행연구들에서 사용한 방법과 동일한 방법을 사용하였다[6,35].

두 번째, 연구 변수로는 종속변수 투자 효율성이 있다. 투자 효율성이란, 기업이 모든 양의 순현재가치 예상되는 프로젝트에 투자할 수 있는 능력에 대한 측정치이다[36]. 예상 투자 금액 수준을 계산하고자 한 첫 번째 시도는 Biddle에 의해서 시도되었다[15]. 양의 순현재가치가 예상되는 프로젝트에 모두 투자되었을 경우를 이상적 투자치 혹은 예상 투자 금액으로 설정하고, 이와 실제 투자 금액의 차이를 계산 후 이 차이가 크면 투자의 비효율성이 커지는 것으로 간주하였다.

$$Investment_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Sales\ growth_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

전기 매출액 증가분만큼 당기 유형자산과 무형자산 투자 금액 총합의 전체 투자 금액이 증가한다는 것을 전제로 위와 같은 모형을 도출하였다. 연구모형(2)에서 연도별, 산업별 데이터들을 수집하여 투자 효율성을 측정하고자 한다. 이 연구모형에서 잔차는 이상적 투자 수준과 실제 투자 수준의 괴리를 의미한다. 즉 본 연구에서는 이 잔차를 투자 비효율성을 측정하는 종속변수로 사용한다 (Inv_INEFF). CSR 점수와 종속변수 간의 음의 연관성이 있다면, CSR 점수가 향상하는 만큼 투자 비효율성은 감소할 것이다. 즉 투자 효율성은 증가를 의미한다.

세 번째, 연구 변수로는 통제 변수가 있다. 기존의 선행 연구를 참조하여, CSR 지수가 투자 효율성에 미치는 영향을 정확하게 측정하기 위해서 다음과 같은 통제 변수들을 설정하였다[15,20,36]. 기업사이즈(SIZE), 3년간의 현금과 투자 금액의 차이를 계산하여 투자의 현금흐름 민감도(S_CASH), 기업의 상장 연도와 회계연도 간의 간격을 로그값을 취하여 계산한 통제 변수(LN_AGE)가 있다.

위 변수들을 조합하여 설정한 본 연구의 연구모형은 다음과 같다.

$$INV\ INEFF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 S\ CASH_{i,t} + \beta_4 LN\ AGE_{i,t}$$

CSR 지수가 투자 효율성에 미치는 영향을 측정하기 위해서 구성된 연구모형이다. 종속변수 INV_INEFF는 연구모형(1)에서 추출한 잔차값이다. 이상적인 투자 수준과의 괴리를 의미하고, 투자 비효율성을 측정하는 값이다. CSR은 기업의 사회적 책임 이행 지수를 의미한다. 전체적인 CSR 지수(CSR_NET)와 CSR 지수의 개별 구성 요소들 인권(HUM_NET), 근로자와의 관계(EMPL_NET), 다양성(DIV_NET), 공동체(COM_NET), 상품 특성(PRO_NET) 그리고 환경(ENV_NET). 본 연구의 주요 주장은 CSR은 투자 비효율성을 감소시키고, 투자 효율성을 증가시킨다는 것이다. 따라서 본 연구모형의 결론은 베타 1의 값은 통계적으로 유의미한 음의 값을 나타낼 것이다.

2. 분석적 절차

본 연구의 주장은 크게 세 가지이다. 첫째, 기업의 높은 사회적 책임 이행은 투자 효율성과 양의 연관성이 있을 것이다 라는 주장이다. 둘째, 투자 효율성은 주요 이해관계자들의 이익을 대변하는 CSR 개별 구성 요소들과 양의 연관성이 있을 것이다 라는 주장이다. 셋째, CSR 지수가 너무 높은 기업과 CSR 지수가 너무 낮은 기업은 투자 효율성과의 연관성이 떨어질 것이다 라는 주장이다.

각 주장들의 장점은 다음과 같다. 첫 번째 주장의 장점은 우선 기업이 비재무 정보를 공시함으로써, 정보의 비대칭성을 줄이고, 기업의 재무성과를 보다 명확히 드러낼 수 있다는 기존 선행연구를 확장함으로써, 기업들의 사회적 책임 이행을 의미하는 CSR 지수를 공시함으로써 추가로 얻을 수 있는 이익을 살펴본다는 점에서 확장성이 있다. 그리고 기존의 선행연구들에서 정보의 비대칭성과 대리인 이론이 투자의 비효율성을 유발한다고 실증적으로 밝혀낸 바 있는데, CSR과 투자 효율성의 연관성을 살펴봄으로써, CSR과 정보의 비대칭성과의 관계, CSR과 대리인 이론과의 관계를 살펴봄으로써, 더욱 많은 정보를 제공한다는 점에서 연구의 확장성이 있다.

두 번째 주장의 장점으로서는 CSR 지수의 개별 구성 요소들의 영향을 살펴보았다는 점이다. 그동안의 연구들에서는 CSR 전체지수의 영향을 살펴보았다. 그 결과 각 연구들마다 결과값의 차이를 보였다. 본 연구에서는 기업의 활동에 직접적인 영향을 끼치는 이해관계자들만을 염선하고, 이들의 이익을 대변하는 CSR 구성 요소들과 투자 효율성의 연관성을 살펴보았다는 점에서 기존의 연구보다 정확성이 있다고 볼 수 있다. 기업의 투자 의사 결정에 직접적인 영향을

끼칠 수 있는 이해관계자들을 그렇지 않은 이해관계자들과 분리한 후 이들과 관련된 CSR구성요소들과 투자효율성의 관계를 살펴봄으로써, 실질적으로 기업의 투자 의사 결정에 직접적인 영향을 끼치는 CSR 구성 요소들과 투자 효율성과의 연관성을 살펴보는 것이다. 이에 따라 전체 CSR 지수의 영향에서 기업의 투자 의사 결정에 직접 영향을 끼치지 않는 요소들의 영향을 배제함으로써, CSR 지수가 투자 효율성에 미치는 영향을 보다 정확히 측정하게 되는 셈이다.

세 번째 주장의 장점으로는 극단치를 제거함으로써, CSR이 투자 효율성에 미치는 영향을 보다 정확히 측정한다는 점이다. 사회적 책임 이행이 너무 저조한 기업은 요구되는 복잡한 환경적 기여, 사회적 기여를 충족시키기 어려울 것이다. 그러므로 이런 기업은 투자 효율성이 상대적으로 많이 떨어질 것이다. 반면 기업의 사회적 책임 이행이 너무 높다면, 과도한 비용 지출에 비해 얻을 수 있는 이익은 적을 것이다. 이런 기업들 역시 투자 효율성이 상대적으로 많이 떨어질 것이다. 기업의 사회적 책임 이행이 너무 낮거나 높은 기업들은 투자 효율성과의 연관성이 약할 것이라고 가정함으로써 CSR 지수가 너무 높거나 너무 낮은 기업들을 배제함으로써 CSR이 투자 효율성에 미치는 영향을 보다 정확히 측정할 수 있다.

IV. 결론

기업의 사회적 책임 이행에 대한 요구는 계속 증가하고 있다. 그리고 CSR로 측정되는 사회적 책임 이행이 기업의 재무 성과나 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구는 상당히 진행되었지만, 연구 결과는 상당히 혼재되어 있다. CSR 지수가 높을수록 재무성과, 기업가치가 높아지고, 재무위험, 정보의 비대칭성, 자본 조달 비용이 낮아진다는 연구도 있다. 반면 CSR 지수가 높으면 기업 입장에서 과도한 비용을 지출하는 것을 의미하고, 대리인 문제를 악화시킨다는 주장이 있다. 본 연구는 CSR로 대표되는 기업의 사회적 책임 이행과 투자 효율성의 연관성을 살펴봄으로써 기존의 기업의 사회적 책임 이행이 기업의 재무성과나 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구에 추가적인 부분을 첨가한다는 점에서 그 확장성 면에서 기여도가 있다고 볼 수 있다.

기존의 선행연구를 살펴본바 투자 효율성을 달성하는데 장애요인으로 대표적으로 정보의 비대칭성에서 오는 재무적 제약으로 인한 과소 투자와 대리인 문제에서 유발되는 경영자의 CSR 활동에 대한 과잉투자가 있다.

본 연구에서는 기존의 선행연구를 기반으로 하여 기업의 높은 수준의 사회적 책임 이행이 투자 효율성을 어떻게 증가시키는지 살펴보기 위해 세 가지 논점을 제시하여 보았다. 첫째, 기업의 높은 사회적 책임 이행은 투자 효율성과 양의 연관성이 있을 것이다 라는 주장이다. 둘째, 투자 효율성은 주요 이해관계자들의 이익을 대변하는 CSR 개별 구성요소들과 양의 연관성이 있을 것이다라는 주장이다. 셋째, CSR 지수가 너무 높은 기업과 CSR 지수가 너무 낮은 기업은 투자효율성과의 연관성이 떨어질 것이다라는 주장이다.

각 주장들의 의의는 다음과 같다. 첫째, 기존 선행연구를 확장하여 기업들이 CSR 지수라는 추가적인 비재무 정보를 공시함으로써 얻을 수 있는 추가적인 이익을 살펴본다는 점에서 확장성이 있다. 둘째, CSR 지수의 개별 구성 요소들에서 투자에 직접적인 영향을 미치는 1차 이해관계자와 관련된 구성 요소들을 별도로 추려 이와 투자 효율성의 연관성을 살펴봄으로써, 전체 CSR 지수와 투자 효율성의 연관성을 살펴볼 때보다 CSR이 투자 효율성에 미치는 영향을 정확히 분석할 수 있다. 셋째, 투자 효율성과의 연관성이 떨어질 것이라고 사료되는 극단치인 CSR 지수가 너무 낮은 기업과 너무 높은 기업을 배제하고 연구를 진행함으로써, CSR이 기업의 투자 효율성에 미치는 영향을 보다 정확히 파악할 수 있을 것이다.

REFERENCES

- [1] H. Jo & M. A. Harjoto. (2011). Corporate governance and firm value: The impact of corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 103(3), 351-383.
DOI : 10.1007/s10551-011-0869-y
- [2] H. Jo & M. A. Harjoto. (2012). The causal effect of corporate governance on corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 106(1), 53-72.
DOI : 10.1007/s10551-011-1052-1
- [3] K. Bouslah, L. Kryzanowski & B. M'Zali. (2013). The impact of the dimensions of social performance on firm risk. *Journal of Banking & Finance*, 37(4), 1258-1273.
DOI : 10.1016/j.jbankfin.2012.12.004
- [4] S. Y. Cho, C. Lee & R. J. Jr. Pfeiffer. (2013). Corporate social responsibility performance and information asymmetry. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(1), 71-83.
DOI: 10.1016/j.jaccpubpol.2012.10.005

- [5] B. Cheng, I. Ioannou & G. Serafeim, (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1-23.
- [6] S. El Ghoul, O. Guedhami, C. C. Y. Kwok & D. R. Mishra. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2388-2406.
DOI: 10.1016/j.jbankfin.2011.02.007
- [7] P. Krüger. (2015). Corporate goodness and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 115(2), 304-329.
DOI : 10.1016/j.jfineco.2014.09.008
- [8] S. C. Vance. (1975). Are socially responsible corporations good investment risks? *Management Review*, 64(8), 18-24.
- [9] K. E. Aupperle, A. B. Carroll & J. D. Hatfield. (1985). An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability. *The Academy of Management Journal*, 28(2), 446-463.
DOI : 10.5465/256210
- [10] M. Friedman. (1970. 9. 13). The social responsibility of business is to increase its profits. *The New York Times Magazin*, p. 17.
- [11] L. E. Preston & D. P. O'Bannon. (1997). The corporate social-financial performance relationship: A typology and analysis. *Business and Society*, 36(4), 419-429.
DOI : 10.1177/000765039703600406
- [12] R. Benabou & J. Tirole. (2010). Individual and corporate social responsibility. *Economica*, 77(305), 1-19.
DOI : 10.1111/j.1468-0335.2009.00843.x
- [13] L. E. Preston & D. P. O'Bannon. (1997). The corporate social-financial performance relationship: A typology and analysis. *Business and Society*, 36(4), 419-429.
DOI : 10.1177/000765039703600406
- [14] F. Modigliani & M. H. Miller. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- [15] G. C. Biddle, G. Hilary & R. S. Verdi. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency?. *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3), 112-131.
DOI : 10.1016/j.jacceco.2009.09.001
- [16] R. G. Hubbard. (1998). Capital-market imperfections and investment. *Journal of Economic Literature*, 36(1), 193-225.
- [17] J. C. Stein. (2003). Agency, information and corporate investment. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 111-165.
- [18] S. C. Myers. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592.
DOI : 10.3386/w1393
- [19] S. C. Myers & N. S. Majluf. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- [20] R. Chen, S. El Ghoul, O. Guedhami & H. Wang. (2014). Do state and foreign ownership affect investment efficiency? Evidence from privatizations. *Journal of Corporate Finance*.
DOI : 10.1016/j.jcorpfin.2014.09.001.
- [21] M. C. Jensen & W. H. Meckling. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
DOI : 10.1017/CBO9780511817410.023
- [22] M. C. Jensen. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- [23] O. J. Blanchard, F. Lopez-de-Silanes & A. Shleifer. (1994). What do firms do with cash windfalls? *Journal of Financial Economics*, 36(3), 337-360.
DOI : 10.1016/0304-405X(94)90009-4
- [24] D. S. Dhaliwal, O. Z. Li, A. Tsang & Y. G. Yang. (2011). Voluntary non-financial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59-100.
- [25] B. Cornell & A. C. Shapiro. (1987). Corporate stakeholders and corporate finance. *Financial Management*, 16(1), 5-14.
DOI : 10.2307/3665543
- [26] A. B. Carroll. (1979). A three-dimensional conceptual model of corporate social performance. *The Academy of Management Review*, 4(4), 497-505.
- [27] N. Attig. (2011). *Intangible assets, organizational capital and corporate social responsibility: Evidence from U.S. manufacturing firms*. Working paper, Saint Mary's University, Halifax, NS.
- [28] R. Galema, A. Plantinga & B. Scholtens. (2008). The stocks at stake: Return and risk in socially responsible investment. *Journal of Banking & Finance*, 32(12), 2646-2654.
DOI : 10.1016/j.jbankfin.2008.06.002

- [29] A. J. Hillman & G. D. Keim. (2001). Shareholder value, stakeholder management, and social issues: What's the bottom line? *Strategic Management Journal*, 22(2), 125-139.
DOI : 10.1002/1097-0266(200101)22:2<125::AID-SMJ150>3.0.CO;2-H
- [30] M. Starik. (1995). Should trees have managerial standing? Toward stakeholder status for non-human nature. *Journal of Business Ethics*, 14(3), 207-217.
DOI : 10.1007/BF00881435
- [31] M. B. E. Clarkson (1995). A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. *The Academy of Management Review*, 20(1), 92-117.
- [32] N. Attig, N. Boubakri, S. El Ghouli & O. Guedhami. (2014). Firm internationalization and corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*.
DOI : 10.1007/s10551-014-2410-6
- [33] P. C. Godfrey. (2005). The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: A risk management perspective. *The Academy of Management Review*, 30(4), 777-798.
DOI : 10.5465/amr.2005.18378878
- [34] A. Barnea & A. Rubin. (2010). Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. *Journal of Business Ethics*, 97(1), 71-86.
DOI : 10.1007/s10551-010-0496-z
- [35] M. Benlemlih. (2015). Corporate social responsibility and firm debt maturity. *Journal of Business Ethics*.
DOI : 10.1007/s10551-015-2856-1
- [36] F. C. Gomariz & J. P. S. Ballesta. (2014). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. *Journal of Banking & Finance*, 40, 494-506.
DOI : 10.1016/j.jbankfin.2013.07.013