

Mandatory CSR and sustainability reporting : economic analysis and literature review

Hans B. Christensen · Luzi Hail · Christian Leuz (2021)

목차

I. 서론		3
II. 분석 범위 및 이론적 배경		5
III. 자발적 CSR 공시의 결정요인		13
IV. 의무 공시 기준의 이해관계자 효과		17
V. 기업의 대응 및 실질 효과		28
VI. 실행 관련 이슈		33
VII. 요약 및 향후전망		38

I. 서론

- 19년 Business Roundtable에서는 기업을 위한 새로운 Statement of Purpose를 발간
 - 과거에는 기업의 primary duty는 주주를 serve하는 것이었으나, 새로운 statement에서는 주주 뿐만 아니라 고객, 직원, 공급자, 지역사회 등 모든 이해관계자가 추가됨
- 미국 증권거래소(SEC) 등록기업의 83%는 공시서류에 지속가능성 관련 정보를 포함하는 등 CSR 및 ESG 관련 공시활동은 지속적으로 증가 추세(Cohen et al. 2015)
 - 다만, 주주들을 위한 비교검증 가능한 정보는 부족하며(Bernow et al. 2019), SASB은 SEC 등록기업의 50% 가량이 일반적이고 상투적인 sustainability 정보만을 제공 중이라고 지적(Christensen et al. 2018)
- 다양한 기관들이 ESG 공시 기준을 제안함
 - SASB(Sustainability Accounting Standards Board)
 - GRI(Global Reporting Initiative)
 - IFRS
- 또한, 많은 Jurisdiction에서 ESG 공시를 의무화함
 - (미국) SEC의 IAC(Investor Advisory Committee)는 투자자의 투자와 의결권 행사에 중요한 ESG 관련 정보를 SEC 등록기업에 제공하도록 의무화(2020)
 - (EU) NFRD(Non-Financial Reporting Directives)를 제정하여 직원 500명 이상의 회사는 경영보고서에 “non-financial & diversity information”을 포함하도록 의무화(2017) → 이중 중대성 관점(Double materiality perspective) 채택

○ ESG 공시 기준은 그 목적에 따라 2가지 접근법을 따름

① (Narrow Approach) “투자자가 원하는 정보를 제공”하는 관점으로, 재무공시와 마찬가지로 투자자 의사결정에 중요한 정보인가가 가장 핵심 → ESG 이슈가 기업에 financial consequence를 가져오는지가 중요

② (Broad Approach) ESG 공시를 통해 변화를 가져오는 것(Drive change)가 목표이며, 모든 이해관계자와 사회를 위한 목적을 가짐. Double Materiality 관점에 따라, (i) 기업이 ESG이슈로부터 어떤 영향을 받는지 뿐만 아니라, (ii) 기업의 영향력이 환경과 사회에 가져오는 외부성(externalities)을 포함한 영향을 받는지

○ 위의 두 가지 기준은 실제로는 개념적으로 큰 차별성을 보이지 않으며, 혼용되어 사용되기도 함

○ 한편, 공시기준을 의무화하는 것은 “Drive change”라는 긍정적인 단어로 의무로 인한 부정적 이미지를 희석하거나, 기업의 투명성을 강화하려는 정치적인 의도도 존재

○ 결국, “CSR standards”는 CSR과 sustainability 관련 공시에 있어서 정보를 측정(measurement), 공개(disclosure), 소통(communication) 하는 기준

○ 동 연구는 아래의 내용들로 구성됨

- (제2장) 분석 범위 및 이론적 배경
- (제3장) 기업의 자발적 CSR 공시 결정을 이끄는 주요 요인
- (제4장) CSR과 sustainability 공시 의무화의 잠재적 효과
- (제5장) CSR 공시 의무화에 따른 기업의 대응 및 실제효과
- (제6장) CSR 공시 의무화 관련 주요 이슈
- (제7장) 요약 및 확장 가능성

II. 분석 범위 및 이론적 배경

2.1 주요 개념

○ (CSR) “CSR”과 “Sustainability”는 유사한 개념 이며, CSR은 다소 보편적, 규범적으로 사용되고, sustainability는 장기적 효과를 강조하는 측면

- 사회 및 환경에 대한 영향 관련 기업의 의무를 평가, 관리, 통제하는 일련의 활동 및 정책 → 사회적 후생(social welfare)를 증가시키고, 기업의 지속가능성을 증대 시키는 궁극적 목표(goal)를 가짐
- 기업가치를 극대화하는 것보다 더 큰 목표이며 이에 따라 Profit의 희생이 있을 수 있음. CSR은 규제, 법, 계약을 넘어서는 이슈이며 근원적으로 자발적인 행위임
- CSR 공시의 중요한 점은 공시되는 정보의 범위(narrow vs. broad)와 그 정보를 제공할 의도를 가졌던 수요자임

- Narrow approach에서 CSR 공시는 투자자의 의사결정에 있어 financially material한 정보로 국한되며, 미국 공시요구사항에서 크게 벗어나지 않음 → 기업이 비용을 부담하지 않지만 혜택을 볼 수 있는 외부성(externalities)를 공시에서 제외시키는 경향 <single materiality>
- Broad approach에서는 CSR 공시 수요자가 상대적으로 넓어지고, 소비자, 종업원, 지역사회 등 다양한 이해관계자를 고려한 정보를 공시함. → 기업에 재무적으로 중요한 정보 뿐 아니라, 사회 및 환경에 영향을 미칠 수 있는 정보를 공개 <double materiality>

○ 추후 분석에서는 Narrow, Broad 두 가지 측면을 모두 고려. 이는 다양한 이슈들과 그로 인한 결과들을 커버 가능

2.2 Framing the scope of analysis : mandatory adoption of CSR reporting standards

- 미국 증시에 상장되어 있는(SEC) 기업들을 대상으로 의무 CSR 공시제도 도입을 분석
- 아래의 이유로 자발적 공시보다는 의무적 공시를 고려
 - 미국의 최근 정책 관련 논쟁들은 기업에 대한 의무공시 도입에 대한 의문으로 인한 것
 - 자발적 공시 관련으로 논의를 확장할 경우 지나치게 복잡해짐
- 의무적 CSR 공시란 (i)기업이 CSR 활동, 위험, 정책에 대해 공시해야 하고, (ii)어떤 CSR 토픽이 어떤 산업군 및 기업에 관련되어 있는지 알고 있으며 (iii)어떤 측정항목이 중요하고 계산되어야 하는지 알고 있으며, (iv)정보가 어디에 어떻게 공시되는지 알고 있는 것을 말함
- 의무공시가 강화되는 움직임은 표면적으로 공시가 더욱 비교가능성이 높아지고, informative 해지는 방향으로 가야 함

- 아래 이유들로 인해 분석의 범위는 다소 제한적임
 - 우리는 CSR 활동 그 자체 보다는 “기업의 CSR 활동”에 focus를 두고 있음 → 왜 기업이 CSR 활동을 하는지? CSR 활동이 전반적으로 (+) NPV를 갖는지? 등의 이슈는 미고려
 - 심도 깊은 수익-비용 분석이 불가능하기 때문. 하지만, 경제적 효과와 tradeoff 분석을 통해 동 연구가 연구자, 기준설정자, 정책입안자에게 좋은 시사점을 제공할 수 있다고 판단
 - ESG의 Governance는 CSR 활동에서 중요한 요소이지만, 동 연구에서는 깊이 있게 다루지 않음
 - 동 연구의 방향성은 광범위한 CSR 연구 전반을 다루기 위함이 아니기 때문 → 하지만, 경제 경영 관련 Top 저널에 등재된 관련 연구들을 금번에 커버할 예정

2.3 Key features of CSR reporting relative to financial reporting

- CSR 공시는 전통적인 재무공시와 몇 가지 차이점을 갖고 있음
 - ① (Diversity of users & uses) 재무공시에 비해 사용자가 다양하고, 다양한 목적(예: 기업의 사회공헌 분석 등)으로 활용되는 측면
 - ② (Diversity of Topics) CSR 공시는 태생적으로 multidimensional하기 때문에 공시 형식 등이 다양하고 상호비교 및 표준화 작업이 어려움
 - ③ (Diversity of objective functions) 다양한 이해관계 및 선호체계에 따른 목적함수가 다양. 목적함수는 여러 이벤트들(예: 기업의 사회운동대상 포함, 자연재해 등)에 의해 시시각각 변화함
 - ④ (Diversity in measurement) CSR 관련 이슈들은 금전적 단위로 측정하기 어려우며, 일관된 회계원칙 등 적용불가
 - ⑤ (Voluntary nature of CSR activities) CSR 활동과 정책은 근원적으로 자발적이며 규제적 측면을 초월
 - ⑥ (Long-term horizon) CSR은 전략적 활동이며 따라서 단기적 이익추구보다 회사의 장기 benefit을 추구. CSR의 장기적 특성은 정량화 및 유형화가 어려운 측면 내재
 - ⑦ (Central role of externalities) 기업의 환경 및 사회 활동으로 인한 영향이 외부효과를 불러 일으킴(예: 이산화탄소 배출). 이는 double materiality를 고려하는 주된 유인이며 기업의 전통적인 영역을 벗어난 범위로 활동이 확장되는 효과
- CSR 공시 표준화는 위의 특징을 극복하는 benefit을 줄 수 있음

2.4 Conceptual underpinnings & general insights from external literature

○ 기존 연구내용에서 CSR 의무공시에 대한 insight를 얻고자 함

- (2.4.1) 공시의 Economic effects, 특히 자본시장 측면에서 검토
- (2.4.2) 재무 공시 관습을 발전시키고 조화롭게 하는데 있어서의 규제(Regulation)의 역할 검토
- (2.4.3) 공시 관습과 규제 결과물 관련 기업의 인센티브와 기관의 상호보완성(complementarities)
- (2.4.4) 규제의 효율적인 실행에 있어 공시 의무화의 중요성

2.4 Conceptual underpinnings & general insights from external literature

2.4.1 Economic effects of corporate disclosure & reporting

- 기업공시의 primary benefit은 기업과 투자자간, 그리고 투자자와 투자자간 정보 비대칭(information asymmetry)을 완화시키는 것
 - ① 공시는 역선택(adverse selection)을 완화하고, 투자자간 동등한 경쟁을 가능케 함 → 유통시장의 liquidity를 높이고 기업주식 투자에 따른 요구수익률을 낮추는 효과
 - ② 투자자의 미래현금흐름 예측을 용이하게 하여 자본조달비용(cost of capital)을 낮추는 효과
 - ③ 투자자 인식을 상승시켜 경제 내부에서의 risk sharing을 개선시킴
 - ④ 애널리스트, 기관투자자와 같은 기업 외부인에 의한 monitoring을 강화 시킴 → 경영진 의사결정 및 투자의 효율성을 높임
 - ⑤ 한 기업의 공시는 다른 기업에 유용한 정보를 제공하여 긍정적 외부효과를 가져오게 됨
- 자본시장 측면에서 공시의 가장 큰 유용성은 (i)유동성 증가, (ii)자본조달비용 감소, (iii)기업가치 상승, (iv)기업 의사결정 효율성 증가로 요약될 수 있음 → 이러한 장점은 CSR 공시에도 동일하게 적용될 수 있으며, 이에 따라 공시의 의무화 및 표준화 고려 가능
- 공시는 직접적 간접적 비용을 수반함
 - 직접적 비용 : 공시준비, 증빙 및 배포 비용
 - 간접적 비용 : 정보독점비용 (proprietary costs)
- 너무 디테일한 공시는 기업의 혁신유인을 감소시킴. 너무 낙관적인 미래에 대한 정보공시는 소송 관련 리스크를 증가시킴. Bad news의 공시는 소송비용을 감소시킴

2.4 Conceptual underpinnings & general insights from external literature

2.4.2 Regulation to improve & harmonize financial reporting

- 공시 의무화를 옹호하는 사람들은 표준화된 재무공시를 통한 투명성, 기업간 비교가능성을 주장. 규제의 경제적 논리는 (i) 긍정적인 외부효과, (ii) 시장 전반적 비용 절감, (iii) 경제적 자중손실(dead weight economic loss)의 완화
 - ① (긍정적인 외부효과) 한 기업의 공시는 다른 기업에 대한 정보 제공의 효과가 있으므로 이는 긍정적 외부효과. 개별기업은 이러한 외부효과를 고려하지 않으므로 공시 의무화의 rationale이 됨
 - ② (비용 절감) 정보의 생산 및 취득이 표준화되고 기업간 비교가 용이해지므로 공시 의무화로 인한 시장 전반적 비용절감 효과
 - ③ (자중손실 완화) 대리인 문제, 기업 내부인에 의한 사적 통제 완화. 신규진출기업의 자금조달을 용이하게 해 줌
- 공시 의무화를 옹호하는 연구에서는 어떻게 부정적 외부효과를 줄일 것인지, 경제 전반적인 비용절감 및 자중손실 절감을 가져올 것인지, 자발적 공시 체제 하에서는 존재하지 않는 장점이 있을 것인지에 대해 논의
- 공시 의무화는 설계, 실행, 강제하는데 비용이 들고, 시장에 맡겨 두는 것에 대비하여 확연히 개선된 결과를 가져올지에 대해서는 의문점을 가지고 생각해야 함
- 공시 의무화 관련 경험적 연구는 다소 한계점이 있음
 - 규제와 benefit의 인과관계에 대한 증거 부족
 - 특정 규제실행에 따른 양적(quantitative) 손익분석 관련 증빙 부족
 - 새로운 규제는 갑자기 등장하는 것이 아니라, 기존 체제와의 상호작용에서 발생하는 측면

2.4 Conceptual underpinnings & general insights from external literature

2.4.3 Standards, Incentives, and complementarities to shape reporting practice

- 공시기준이 존재하는 상황에서도, 기업의 재량권이나 특정 항목에 대한 판단 필요사항은 존재하게 마련. 공시에서의 재량권은 경영진의 인센티브 그리고 제도적 배열 등으로부터 결정되는 요인
- ① (인센티브) 자본요구, 경영자 보상체계, 시장 경쟁 등이 있으며, 공시 행태 및 회계상 숫자(이익조정 포함)를 결정하는 요인
- 인센티브는 공시 결과물의 변동성(variation)을 결정짓는 가장 중요한 요인이며 적절한 공시기준은 변동성을 일부 낮추는 효과
 - 연구결과 인센티브를 유사하게 가져가면 변동성이 줄어들지만, 이는 드문 케이스이며, 동일한 기준 하에서도 공시 결과는 다르게 발현되는 경향이 있고, 이는 CSR 공시에서 더욱 크게 나타남
- ② (제도적 배열) 공시기준의 일괄 적용에 제약사항으로 작용
- 시장 및 국가에 따라, 내부적인 상호보완성(complementarities)가 존재하며, 하나의 기준 변경은 다른 요소(예: 법적 체계)와 별도로 생각할 수 없음. 이러한 변경이 전반적인 시스템을 악화시킬 수 있기 때문
 - 따라서, CSR 공시 의무화를 고려할 때, 제도적 정합성(institutional fit)을 반드시 감안하여야 함

2.4 Conceptual underpinnings & general insights from external literature

2.4.4 Importance of enforcement for effective reporting regulation

- 공시 의무화 방안(enforcement mechanism)은 새로운 규제 도입에 있어서 매우 중요한 요인 (예: IFRS 의무화, 내부자 거래 관련 법 도입, EU new 증권법 도입 등)
- 적절한 enforcement 레벨은 다양한 “불완전한” 방안들을 조합해서, 사회적 손실을 최소화하는 방향을 찾아가는 것이 적합
 - 이러한 방식은 당사자들간 불평등이 심한 상황(inequality of weapons)에 적합하며, 주로 증권법 및 공시 관련 규제에 적용됨
→ 또한, CSR 공시도 불평등이 심한 상황이 적용
- 견제와 균형이 잘 이루어져 불특정 다수가 권한을 남용할 확률이 적은 경우, 규제는 beneficial할 가능성이 큼(예: 미국)

III. 자발적 CSR공시의 결정요인

3.1 General firm & manager characteristics

- 기업의 규모와 CSR 공시(양적, 질적)와의 positive association
 - 규모가 큰 기업의 경우, 대중들이 보다 속속들이 알기를 원함에 따라, CSR 활동에 참여하고 이를 공시할 유인 발생
- 잘 분산된 지분구조(ownership)을 가진 기업에 비해, 집중화된(concentrated) 지분구조를 가진 기업은 공시 유인이 약함
 - 말레이시아 기업 연구결과 외국인 지분율이 높은 기업의 경우, 공시 유인이 큰 것으로 나타남
- 강력한 지배구조(governance system)을 가진 기업은 사회 환경 이슈에 대한 더 많은 정보를 공시하는 것으로 나타남
- 경영진의 특성(training, ethnicity, confidence, 딸을 둔 CEO 등)에 따라 CSR공시를 더 많이 하는 경우도 존재

3.2 Firm's business activities & external events

- 환경오염을 유발하는 기업의 경우, 환경 관련 공시를 빈번히 내는 경향이 있고, 주류, 담배, 무기 관련 기업은 사회 관련 공시를 많이 함
 - 이는 관련 산업과 공시와의 역설적인(controversial) 관계
- 이러한 경향은 기업의 경영으로 인한 효과를 offset시키는 방향으로의 법제화 방향에 도움을 줄 수 있음
 - “sin” industry에 속한 기업은 CSR 공시를 더욱 활발히 하는 경향이 있으며, CSR 공시 의무화는 이러한 기업의 법률 리스크를 경감시키는데 도움이 됨
- 여러 연구에서 기업의 CSR 활동과 CSR 공시와의 연관성에 대해 조사
 - (Discovery theory) 활발한 CSR 활동을 하는 기업은 이를 이해관계자에게 적극적으로 공시할 유인을 가짐
 - (Socio-political theory) CSR 활동성고가 안 좋은 기업은 오히려, 긍정적 공시를 통해 poor performance로 인한 threats를 선제적으로 차단할 유인을 가짐
- 실증연구 결과에서도 CSR 활동과 CSR 공시와의 연관성은 혼재된 관계가 보여짐
 - 환경 관련 활동과 공시는 negative 관계(Chao & Patten 2007), positive 관계(Clarkson et al. 2008)
 - 성별에 따른 임금격차가 작은 기업은 오히려 자발적 공시를 적게 하였고, 큰 기업이 많이 함(동 기업은 높은 ESG 점수 획득)
- 자연재해나 환경관련사고가 있을 때, 기업은 CSR 공시를 활발히 하는 것으로 조사됨
 - 1989년 Exxon Valdez 기름유출 사고 때, Exxon을 제외한 석유 기업의 CSR 공시가 대폭 늘어남

3.3 External stakeholder & societal pressure

- 이해관계자의 외부 압박(pressure)은 CSR 공시에 영향을 미친다는 연구가 있음(Hwang & Watson 2015)
 - 사회활동가, 기관투자자들의 영향력 행사는 기업이 CSR 공시를 늘릴 강한 유인으로 작용
 - 또한 기관투자자의 지분율에 따라 CSR 공시가 영향을 받기도 함
- 정부와 정책입안자 역시 중요한 이해관계자 집단이며, 이들은 간접적으로 기업 공시에 영향을 미침
 - 정치적 고려사항 등으로 인해 기업의 자발적 CSR 활동을 부추기게 됨(“Do good & talk about it”)
 - 미래의 규제가능성이 존재할 경우 기업은 CSR 활동 및 공시를 늘리는 결과
- 기업은 CSR 정보를 특정 법령을 법제화시키기 위한 액션의 일환으로 사용하기도 함
 - 환경 관련 기업의 공시는 언론에서의 토픽을 선점하기 위한 방법으로 사용되기도 함

3.4 Implications for mandatory adoption of CSR standards

- 앞서 살펴본 연구내용은 CSR 의무공시와 관련하여 아래의 시사점을 제시함
- ① 자발적인 CSR 공시를 유인하는 경제적 요인(driver)은 상당 부분 중복됨에 따라, CSR 공시만을 위한 driver를 찾기가 어려움
 - 물론, CSR 공시만을 위한 특화된 요인도 존재(예: 자연재해, CEO 자녀의 성별, 투자자의 CSR에 대한 태도 등)
- ② 기업들의 CSR 공시에는 이질성(heterogeneity) 존재
 - 같은 기업 내의 공시자료는 같은 내용이 반복되는 등 정제되지 않은 측면도 있음
 - 공시의 이질성은 기업이 속한 산업군이나 기업의 size에 따라서도 달라짐
 - 이러한 이질성은 기업간 비교 가능성, 벤치마킹 등의 측면에서 부정적. 다만, CSR의 특성 감안시 이를 동일한 잣대에 맞추기는 어려운 측면
- ③ 기업간 상당한 이질성은 의무 공시화 기준에서 공시의 구체성을 강화시켜야 한다는 논리를 제공
 - 이는 소형 기업과, 규제가 덜한 산업군에 특히 더 필요 (다만, 동 기업들은 손익 분석상 공시 필요성이 낮은 측면)
- ④ CSR 공시 의무화는 같은 산업군 내 공시의 통일성을 제고시킬 것으로 전망되며, 통일성이 제고될 경우 사용자의 기업간 비교가능성이 증대될 것임
 - 통일성 제고는 공시의 품질을 높일 뿐 아니라, Best Practice를 벤치마킹할 기회를 제공. 다만, 기업들이 정형화된 용어들을 채워 넣는 위주의 공시를 할 가능성도 존재
- ⑤ CSR 공시의 발전은 시간이 소요되는 작업이며, 시장의 수요를 충분히 반영하고, 장기적으로 비용 대비 효익이 더 많은 시점에 더 활성화될 수 있을 것으로 판단

IV. 의무공시기준의 이해관계자 효과

4.1 Link between CSR activities & firm value & performance

○ CSR 과 관련한 전통적인 논쟁은 CSR 활동이 기업가치 또는 재무적 성과를 창출하느냐는 것

- 전통적인 이론에서는 경영자는 주주가치를 증가 및 최대화(Positive NPV) 시키는 CSR 활동을 수행해야 함
- 하지만, 주주가 비금전적 가치에 대한 선호가 높은 경우 (Negative NPV) 인 경우에도 CSR 활동을 수행해야 함 → 이는 shareholder value 가 아닌 shareholder welfare를 극대화 시키는 것
- 경영자가 개인적인 목표나 효익을 위해 CSR 활동을 하는 것은 대리인 문제를 발생시킴

○ CSR과 기업가치의 연관성은 mixed results를 보임

- 이는 CSR이 내재적으로 자발성을 띠기 때문에 발생
- 연구결과, 연관성의 부호를 바꾸거나 더욱 강화시키는 factor들이 존재하는데,

- 품질향상을 위한 고객만족, 혁신추진능력, CSR 성과에 대한 투자자의 관심, 긍정적인 언론의 보도 등이 이에 해당하며 이러한 예시들은 CSR 활동이 주주의 장기적인 이해관계에 부합하는 케이스

○ 또 다른 방식은 CSR과 재무적 성과의 연관성을 연구하는 것(“do well by doing good”)이며, 결과는 역시 mixed

- 많은 연구결과에서 positive를 보여주나, U-shaped 인 경우도 있음
- CSR이 재무성과로의 발현 여부는 기업의 혁신정도, 평판, CSR 수행전략 등의 매개변수(mediating factors)에 좌우
- 결국, 재무적 성과가 우수한 기업이 CSR 활동을 수행한다는 selection problem이 CSR에서는 쉽게 드러남(firms that do well are more likely to engage in CSR)

4.2 Equity investors as recipients of CSR reporting

4.2.1 Effects of CSR reporting on firm value

- CSR 공시와 firm value의 연관관계는 혼재되어 있음
 - CSR 공시와 firm value는 positive라는 견해(Plumlee et al. 2015)
 - 사회적 책임을 다하는 기업은 이익을 smoothing 하지 않으므로, CSR과 firm value는 무관하다는 견해. 하지만, CSR 점수와 Tobin's Q는 positive 관계를 보임 (Gao & Zhang 2015)
- 자발적으로 CSR에 참여하고 이를 공시하는 것이 기업가치를 증가시킨다는 관계는 가짜일 수 있음(future growth opportunity driven)
 - 이해관계자 선호와 기업의 motivation이 CSR 공시에 직결되는 것도 문제
- 기업의 CSR 공시는 2가지 측면에서 내생성을 가지는데, (i)기업이 자발적으로 CSR 활동을 하는 것과 (ii)이러한 활동을 자발적으로 공시하기로 선택하는 것
- Ioannou & Serafeim(2017) 연구에서는 2011년 이전에 CSR공시가 의무화된 4개 국가의 사례를 연구하였고, 의무화 이후 CSR 공시를 증가시켰고, 이는 높은 Tobin's Q로도 연결됨 ("Race to the top")
- Chen et al(2017) 연구에서는 CSR 공시 의무화 이후 중국기업이 의무화 이후 낮은 profitability를 보인 결과를 보여주었음. 성과가 낮아진 것은 자발적 CSR공시를 선택하지 않은 기업이라는 selection issue로 해석

4.2 Equity investors as recipients of CSR reporting

4.2.2 Effects of CSR reporting on stock returns & market liquidity

- CSR 공시의 효과를 관찰하기 위해서는 통상 단기 주가수익률을 사용하는 것이 일반적
 - 장기 주가수익률의 경우 정보를 CSR 공시로 얻지 않는다고 보는 것이 타당
 - 단기 주가수익률 연구가 어려운 부분은 CSR 공시로 인한 valuation effect를 어떻게 분리해 내느냐의 부분
- CSR news와 주가가 반대로 가는 경우도 일부 있는데, 이는 주주와 이해관계자의 news 해석이 불일치 한다는 것
 - 주주는 bad news에 부정적으로 반응하고, good news에는 조금 부정적으로 반응한다는 연구도 있음
 - 어떤 연구에서는 CSR news에 대한 시장반응은 비대칭적이며, 투자자는 부정적 news에 더 포커스를 둔다고 함
- 기업의 CSR 활동과 공시로 인한 reputation은 “사전적 보험(ex-ante insurance)”의 역할을 수행하여, 글로벌 금융위기, COVID-19 등 재난상황에서 최소한의 버팀목으로 작용한다는 견해
 - 반면, 좋은 평판이 오히려 반복된 negative CSR event 하에서는 역효과(backfire)를 일으킨다는 연구결과도 존재
- 새로운 CSR 정보의 유입은 큰 시장반응을 일으킨다는 연구결과. CSR은 부정적 생산성 쇼크에 대한 기업의 반응능력을 경감시킨다는 연구
- 고품질의 CSR 공시를 생산한 회사는 낮은 bid-ask 스프레드를 보이며, 정보의 비대칭성도 낮은 것으로 밝혀짐

4.2 Equity investors as recipients of CSR reporting

4.2.3 Effects of CSR reporting on firm risk & cost of equity capital

- CSR 활동과 기업위험 및 자본조달비용을 설명하는 것은 2가지 방식이 있음
 - ① (Firm risk 관점) 특정 경영활동이 CSR 관련 리스크를 발생시킨다는 것 (화석연료 제조회사 - 탄소중립위험)
 - 이러한 위험은 분산불가위험으로 여겨져 자본조달비용은 증가. 또한, 특정 CSR 활동 참여는 “moral capital”로 간주되어 기업의 위험을 경감시키고 자본조달비용 하락
 - ② (투자자 선호 관점) 특정 투자자가 비재무적 CSR 에 선호가 있다면, 그들은 이 선호를 충족시키는 기업에 대해 낮은 기대수익률을 요구할 것이고 이에 따라 자본조달비용이 하락하게 됨
- 긍정적인 CSR 성과는 개별기업 위험(idiosyncratic risk), Crash risk, 미래 이해관계자와의 이해상충 risk, systematic risk와 negative 관계를 보임
- CSR 공시(better information)은 (i)정보 비대칭성을 줄이고, 유동성을 증가시키며, (ii)베타 계산에 포함되는 조건부 Covariance를 줄이므로 자본조달비용을 감소시키는 효과
- 기업의 자발적 CSR 공시는 자본조달비용과 negative 관계라는 연구결과도 있는 반면, 아무 연관관계가 없거나 positive 관계라는 연구도 있음
- CSR 활동과 공시를 구분하여 분석하기에는 어려움이 따름

4.2 Equity investors as recipients of CSR reporting

4.2.4 Investor preference & effects of CSR reporting on portfolio holdings

- 투자자 포트폴리오에의 영향을 보는 것은 투자자들이 CSR 활동에 따른 각기 다른 취향을 가지기 때문
 - 투자자의 선호도와 기관투자자의 액션은 향후 CSR 활동을 어떻게 전개해 나가야 하는지에 대한 feedback으로 작용
- 투자자들은 CSR 공시가 사회적 효익을 발생시키는 경우, 해당 활동이 비용이 소요되더라도 긍정적으로 반응하는 경향
 - 기관투자자들은 기업의 이산화탄소 배출에 대해 면밀히 스크린하여 투자하는 경향
 - 전문투자자들은 CSR 활동이 재무적 성과로 이어지는지를 중요시하는 반면, 개인투자자들은 CSR 활동이 기업의 전략과 연계되는지를 중요시함
 - CSR 공시는 단독(standalone)일 경우 효과가 더 큼
 - 장기투자자는 실적이 안좋더라도 CSR 성과가 훌륭하다면 매도를 자제하고 좀 더 참고 기다리는 경향을 보임

4.3 Lenders & debtholders as recipients of CSR reporting

- 채권자(lenders) 역시 CSR에 대한 취향을 가지며, 기업과 채권자간 CSR 매칭은 대리인 문제를 경감시켜 CSR 활동 비용을 상당부분 충당할 수 있음
 - 높은 사회적 자본(social capital)을 보유한 커뮤니티에 본사를 둔 기업은 낮은 loan spread를 보임
 - CSR 성과가 우수한 은행은 CSR 성과가 우수한 기업에 대해 우호적인 금리를 적용해 주는 경향
- 녹색채(Green bond)*와 일반채의 spread를 지방채(municipal bond) 시장에서 비교해 본 결과
 - * 환경 친화 프로젝트 투자금을 마련하기 위해 발행된 채권
 - 녹색채의 spread가 낮은 경우도 있고 큰 차이가 없는 경우도 있음 → 이는 녹색채는 CSR 활동에 대한 commitment로 해석되기도 하며, 이러한 commitment를 한 기업에 대해서는 녹색채, 일반채 상관없이 낮은 spread를 적용해 주는 것으로 해석됨
- 주식시장에서의 insurance effect와 유사한 효과가 채권시장에서도 발생
 - CSR 채권은 일반채에 비해 경기침체기 및 위기상황에서 우수한 성과를 보여주는데, 이는 CSR 활동이 부정적 이벤트 발생시 downside risk를 줄여줄 것이라는 기대 때문으로 해석됨
- CSR 공시와 채권자 간 관계에 대한 연구결과는 많지 않음
 - CSR 공시 의무화는 공모채권 발행시장 및 공모채권 유통시장과 직접적으로 연관되며, 사모채권 및 은행채 시장과는 크게 연관되지 않는다는 것이 일반적

4.4 Analysts & the media as recipients of CSR reporting

- (Analyst) CSR 단독 공시 등은 애널리스트의 측정 오류와 negative 관계를 보여주며, CSR 성과가 낮은 기업의 경우 positive 관계를 보임
 - 애널리스트는 외부감사기관이 assure한 CSR 보고서에 더 높은 가중치를 부여
 - 기업의 CSR 공시가 구체적일수록, 애널리스트는 기업의 fundamental risk를 잘 평가할 수 있음
- (Media) CSR 평판이 높은 기업은 언론의 주목을 더 끄는 경향이 있음
 - 경영자는 대중의 이목을 끄는 방안으로 CSR 활동을 이용하기도 함
 - 반면, CSR 평판이 안 좋은 기업은 언론으로부터 부정적 방향으로의 주목을 더 받게 됨
- CSR 공시 의무화는 애널리스트 및 언론에 정보 프로세싱 비용을 줄여준다는 측면에서 유사한 효과를 발생시킴
 - CSR 공시 기준은 애널리스트가 기업가치를 평가할 때, 정보를 더 효율적으로 통합할 수 있게 함
 - 저널리스트는 CSR 공시 의무화를 통해 기업간 CSR 전략을 효율적으로 비교 분석할 수 있음

4.5 Customers, employees, other stakeholders as recipients of CSR reporting

4.5.1 Society in general

- 사회적 관점에서 CSR과 지속가능성은 외부 효과에 관한 것이며, 권리와 자산의 세대간 배분을 의미
 - 사회는 기업에 비용이 들고 당장의 payoff를 안겨주지 않는 특정 CSR 활동을 추구하라는 압박을 넣을 수 있음
 - CSR 공시는 사회와 이익단체의 이러한 압박을 경감시키고, 부정적 규제 위험을 완화하고, 기업의 선한 의도를 홍보하며, 특정 이익단체와 중개하는 방식으로 사용되기도 함
 - 기업은 의도적으로 특정 CSR 활동을 전개하여 경제적 이익으로 결론짓는 방향으로 유도하기도 함
- CSR 의무 공시는 자발적 공시에 비해 신뢰도가 높으며, 공시 기준이 잘 만들어졌을 경우 그 신뢰도는 더욱 높아짐
 - 기업과 이해관계자간 관계가 수동적인 경우, 표준화된 기준이 더욱 유용하게 작용하며 관계가 능동적인 경우, customized된 공시 형태가 유용함
- 때로 기업은 실제 CSR 활동을 원하는 형태로보여주기 위해, “symbolic way”로 CSR 활동을 공시하기도 함
 - 긍정적인 CSR 활동을 symbolic way로 보여줌으로써, 부정적 활동들을 감추는 방식의 “greenwashing”은 기업의 CSR 활동의 투명성에 달려 있음

4.5.2 Customer & consumers

- 고객 및 소비자의 기업 CSR에 대한 관점은 얼마나 “fit”이 맞느냐에 달려 있음
 - fit이 맞을 경우 고객의 충성도가 상승하고, 기업의 미래매출 증가로 이어짐
 - CSR 활동의 종류, 고객의 가치체계, 기업의 혁신역량, 제품 품질 보장 등은 이러한 fit에 중요한 요인들임
- 고객의 신뢰는 한 순간 회의론(skepticism)으로 변하기도 함
 - 특정 기업에 부정적 CSR 사건 발생시 고객은 긍정적 입장을 바꿀 수 있음
 - 표준화된 CSR 보고서는 정보력이 약하고, 투자자에 비해 관점이 복잡한 고객에게 기업을 바라보는 관점의 출발점으로 작용하며, one-size-fits-all CSR 기준은 기업과 고객의 관계 연결에 부정적 영향

4.5.3 Employees & management

- CSR은 직원의 기업에 대한 충성도를 높여 더 낮은 임금지출을 유도하고, 직원의モチベーション을 상승시킨다는 연구결과
 - 경영진의 보상을 및 경영통제시스템을 CSR에 연계시키는 방법으로モチベーション 강화 가능
 - CSR 공시는 공급망 제어에 활용 가능하고, CSR에 깨어있는 경영진은 내부거래 등 사익추구 활동에 덜 개입됨
- CSR 활동유인과 CSR 목표를 추구하는 직원의 태도는 직원이 어떤 일을 맡고 있느냐에 따라 달라지는 측면
 - 총체적이고 다양한 시각에서의 CSR 목표를 직원에게 전파하고 측정하는 것은 상당히 어려움
 - CSR 보고서를 작성하는 데 가장 어려운 점은 데이터 활용가능성, 측정 관련 unit 추가, 측정치의 신뢰성, 경영진과 직원들의 저항 등이 있음

4.6 Implications for mandatory adoption of CSR standards

- 자본시장 참여자들은 기업의 실적, 리스크, 가치평가 이외의 이유로 CSR 정보를 필요로 함
 - 이해관계자와 사회는 잠재적 외부효과 및 기업의 광범위한 영향력 측면에서 CSR 정보를 필요로 함
 - 자발적 공시는 신뢰도를 보장할 수 없으므로, 의무공시화가 필요. 다만, 의무 공시 하에서의 공시 기준이 모든 요소를 커버할 수 없기에 이러한 측면은 경험적인 증거가 필요
- CSR 공시 관련 경험적 증거들은 다소 제한적이며, 있더라도 자발적 공시 관련 만 유의미함
 - selection effect에 따라, 자발적 공시는 기업의 benefit으로 연결되기도 하지만, 의무 공시는 제한적인데 의무 공시 자체가 투자자가 아닌 이해관계자를 겨냥한다는 것이 그 이유

- CSR 의무공시는 다양한 이해관계자 그룹에게 아래의 잠재적인 시사점을 제공함
 - ① CSR 공시가 새롭고 유용한 정보를 제공한다는 전제 하에 유동성 개선, 자본조달비용 감소, 자산가격 상승 등 자본시장에서의 유형적 효익을 제공해 줌
 - 여기서 중요한 점은 공시정보가 “독점적 정보”여야 하고, 기업의 투명성 등이 증가할 경우 그 효과가 배가됨
 - ② CSR 공시가 새롭고 유용한 정보를 제공하는 것은 전적으로 기업의 유인에 달려있음
 - 의무공시에서의 기준을 구체적으로 제시하는 것 마저도 기업이 정형화된 용어를 사용하는 등의 방식으로 피해갈 수 있으므로 의미가 크지 않음
 - CSR 의 복잡성 및 다양성을 감안할 때, 정형화된 기준을 제시하는 것이 중요하나 현실적으로 어려운 측면

4.6 Implications for mandatory adoption of CSR standards

③ 미국 증권법, SEC rule 등에서 CSR 의무 공시를 어떻게 규정하는지가 중요

- 관련규정 상 제시해야 하는 정보가 정형화되어 있고, 누락되는 항목이 제한적이라면, CSR 의무 공시는 투자자들에게 standardization의 효익 제공
- 하지만 미국의 경우 72%의 공시 미준수율을 보이며, 평균 18%의 SASB 공시 기준을 준수 → 따라서 당장은 compliance를 강화하여 기준에 따르도록 하여야, new & material CSR 정보 제공 가능

④ CSR 공시 의무화 및 기준 제공을 통해 제공되는 포맷, 내용, 발표 자료는 이해관계자들이 CSR 정보를 찾고 비교 하는 데에 큰 도움을 줌

- 투자자 입장에서 의무 공시된 정보를 통해 CSR preference를 반영한 투자전략을 짜고 실행할 수 있음

⑤ 기업들의 CSR 성과를 시간 흐름에 따라, 그리고 기업별로 벤치마킹할 수 있게 해 줌

- 하지만, 모든 기업이 완벽할 수는 없고 측정에도 오류가 있으므로 의무 공시는 기업에게 추가적 평판 위험을 안겨줄 개연성도 존재

⑥ CSR 활동의 광범위한 특성상, 특정 산업군 내지 특정 비즈니스에 집중한 기준이 필요

- 의무 공시는 결과적으로 모든 기업을 비교 분석하는데 있어서는 한계가 있을 가능성

⑦ CSR 공시 의무화는 기업이 negative NPV 를 가진 CSR 사업을 추진할 때, 투자자에게 상황 설명이 가능함

- CSR 공시 의무화를 통해 이해관계자의 모니터링이 강화되면, 기업은 외부효과를 더욱 신경 쓰게 됨

V. 기업의 대응 및 실질 효과

5.1 General link between disclosure & firm's real activities

- 공시는 기업의 투자 및 경영행태에 변화를 가져옴. 공시는 투자자, 이해관계자에 정보를 제공할 뿐 아니라, 그들의 정보에 대한 대응은 기업의 자원배분에 영향을 미침
 - 기업의 공시는 (i)정보 비대칭성, 대리인 비용을 줄여 투자효율성을 증대시키고, (ii)경영진 보상체계 및 대출계약 등에 영향을 미쳐 기업의 투자 및 지출 행태에 변화를 가져오며, (iii)경영진이 동일업종 사례를 벤치마킹함에 따라, 기업의 투자를 조정하는 등의 실질적 효과가 있음
- CSR 공시 의무화는 새로운 정보에 포커스를 두고 있으며, 이는 기업의 투자 효율성에 영향을 미침
 - 다만, 공시로 얼마나 많은 새로운 정보가 유입될지 모르므로 투자 효율성을 예측하기 어려움
 - 활발한 CSR 활동은 CSR 위주의 투자로 이어지게 마련인데, 이 역시 예측이 용이하지 않음

- CSR 공시 의무화는 자본조달비용에 2가지 메커니즘을 통해 영향을 미침
 - (1) 자본조달비용은 새로운 투자에 대한 hurdle rate로 작용
 - 통상 CSR 공시와 자본조달비용은 negative 관계이며, CSR로 자본조달비용이 감소하면 기업은 투자를 증가시킬 것으로 예측됨(CSR 투자에만 국한하지 않음)
 - (2) 공시는 ESG risk exposure에 영향을 주고, 투자자의 CSR 선호는 자본조달비용에 영향을 미침
 - 따라서 기업은 ESG 성과를 향상시킬 유인을 가지며 성과 향상시 risk exposure가 줄어들고 투자자의 CSR 선호도가 높아지게 됨

5.2 Effect of CSR reporting on firm investment, financing & operating activities

5.2.1 CSR-specific real effects for individual firms

- CSR 공시로 이해관계자에게 정보가 유출되면 이해관계자는 기업에 영향력을 행사하여 CSR 활동에 변화를 주게 되는데 그 채널은 아래의 4가지가 있음
 - (1) 개선된 CSR 공시활동의 모니터링과 지배구조
 - (2) CSR과 경제적 성과와의 link 강화
 - (3) 새로 유입되는 CSR 정보에 따른 시장과 사회의 압박
 - (4) 동종기업 벤치마킹 결과
- ① CSR 관련 정보가 다량 유입되면, 이해관계자는 경영진의 CSR 관련 의사결정을 면밀히 모니터링 할 수 있음
 - 투자자는 지분을 매각하거나, 주주권을 행사하는 방식으로 기업을 압박할 수 있고 이는 대리인 비용을 감소시키고 기업가치에 긍정적 영향을 주게 됨
- ② CSR 공시 의무화로 믿을만한 정보가 이해관계자에 제공되면, 이해관계자는 기업 및 브랜드에 대한 충성도 및 신뢰가 커지며 이는 수익 증대로 연결될 수 있음
- ③ 이해관계자들은 기업의 CSR 성과가 우수할 경우 충성심이 증가되나, CSR 성과가 기대에 미치지 못할 경우 단체행동 등을 통해 기업에 압박을 가하게 되고 이로 인한 비용이 과다할 경우 기업은 CSR 활동을 변경할 유인을 가지게 됨
- ④ CSR 공시 의무화는 peer benchmark 비용을 감소시켜 inter-firm learning을 가능하게 하며, 기업으로 하여금 best practice를 학습할 수 있는 기회를 제공

5.2 Effect of CSR reporting on firm investment, financing & operating activities

5.2.2 Evidence on CSR-specific real effects

- 2008년 중국의 2개 증권 거래소는 CSR 공시를 의무화하였고, Chen et al.(2017)은 의무화가 기업의 환경오염에 어떻게 영향을 미치는 지를 연구
 - 규제가 적용된 기업은 폐수 및 SO2 배출이 줄어들었음
- 2010년 미국 도드-프랭크법 및 소비자보호법 발효에 따른 효과를 Christensen et al.(2017)은 mine-safety 조항 부과로 인한 효과를 검증하는 방식으로 연구
 - 규제가 적용된 기업의 안전도는 상승한 반면, 생산성은 하락
- 2010년 미국 온실가스 배출 공시 의무화 연구결과, 공시 의무화 이후 7.9%의 배출감소가 있었음을 확인
- 2013년 영국은 이산화탄소, 온실가스 배출정보 공시를 의무화하였고 배출 정도는 10~18% 감소하였음
- 2017년 EU의 NFRD 도입 이후 기업에 미치는 영향을 연구한 결과, 기업의 CSR 성과는 향상되었고 벤치마킹과 사회적 압박이 향상의 주된 원인인 것으로 나타남
- EU 와 캐나다에 있어 석유, 가스, 석탄 산업에서의 공시 의무화 연구 결과, 의무화 적용을 받는 기업은 시추권에 더 높은 가격을 지불하였고, 투자를 줄였으며, 규제받지 않는 기업에 비해 시추관련 라이선스를 더 적게 취득함

5.3 Effect of CSR reporting on firm's entry & exit decisions

- 기업이 특정 산업에서 exit을 결정하는 것은 높은 CSR성과와 높은 평판을 유지하는데 드는 비용이 지나치게 높은 경우
 - 가령 특정기업이 지정학적 문제로 석탄을 캐는 것이 상당한 위험을 갖고 있는 상황에서, CSR 공시 의무화가 도입된 경우 해당 기업은 이에 따른 비용이 상당하다면 해당 산업에서 exit을 결정할 수 있음 (바람직한 결과)
- 대기업은 중소기업에 비해 사회단체 등으로부터의 주목도가 높기 때문에, bad CSR performance가 내재된 산업 또는 위험한 산업에서 신속히 exit 하게 되는 결과
- 경우에 따라서는 특정 기업이 CSR 규제 강화 등의 이유로 산업에서 exit 하고 나서, 규제가 덜한 국가 또는 지역으로 shift 하여 해당 산업을 계속해서 유지하는 경우도 있음

5.4 Implications for mandatory adoption of CSR standards

- ① 충분히 구체적인 CSR 기준과 적절한 강제화가 있을 경우, CSR 공시 의무화가 기업의 경영 및 투자 등에 실질적인 영향을 미칠 수 있음
 - 이는 사회단체의 압박, peer benchmarking 등을 통해 발현되며, 기업은 특정 CSR 활동을 강화하기도 하고 위험이 지나친 산업에서 exit하기도 함
- ② CSR과 지속가능성을 개선하는 것은 기업에겐 비용이 든다 해도, 사회적 관점에서는 부정적인 외부효과를 감소시킨다는 측면에서 바람직함
- ③ CSR 공시 의무화는 poor CSR 성과에 대해 압박을 가하게 되지만, 성과 metrics 자체가 불완전하기 때문에 well-performing 기업도 때에 따라서는 poor performance를 보일 수 있음.
- ④ CSR 공시기준이 모든 기업을 다 커버할 수 없기 때문에, CSR 공시 의무화는 public과 private 기업간의 gap을 넓히게 됨.

VI. 실행 관련 이슈

6.1 CSR standard-setting process

- FASB, SEC는 기준을 정하기 위해 이해관계자의 견해를 반영하고자 하며, 요청과 추천을 받고 별도의 public comment period를 가짐
 - CSR의 경우 finance 에 비해 광범위한 이해관계자에게 정보가 제공된다는 데에 차별화됨
 - 특히, CSR의 경우 투자자와 이해관계자 모두를 고려해야 하므로 일반적 기준 setting 과 다른 절차를 따라야 함
- 도드-프랭크법 발효 이후, Western companies이 전쟁에 필요한 광물을 매수하는 것을 공시하는 것이 콩고 공화국과 이해상충이 존재하는 것이 아닌지 논쟁이 있었음
 - SEC는 700개가 넘는 commitment letter를 콩고 공화국으로부터 받았고, 62%는 이해관계자 집단, 38%는 거래 관련 집단이었음

6.2 materiality of CSR disclosure : concepts & evidence

6.2.1 Definition of materiality for financial reporting

- 중대성(material) : 공시상 제외된 특정항목이 합리적인 투자자가 받아들이기에 전반적인 정보의 내용을 중요하게 변경시킨다는 판단이 드는 것(Supreme Court, 1976)
 - 회계정보의 중대성 : 특정 회계정보의 제외 또는 오류로 인해 합리적인 사람이 그 정보 하에 행하는 의사결정이 바뀌거나 영향받는 경우(FASB)

6.2.2 Single vs Double materiality

- (Single materiality) CSR 공시기준의 관점을 투자자의 정보수요에만 맞추는 것 <Narrow>
 - 투자자는 기업의 성과(또는 NPV)에만 집중하며, CSR의 외부성에 대한 고려를 제외함 → SEC의 공시기준과 다를 것이 없어 특별히 CSR 관련 새로운 정보를 제공하지 않음
- (Double materiality) 투자자 뿐만 아니라, 환경 사회의 정보수요를 고려하며 외부효과를 감안하는 관점 <Broad>
 - 외부로부터의 압박을 고려해야 하며 기준 세팅시 정치적 윤리적 판단이 필수적으로 포함되어야 함
- 최근에는 투자자 또한 환경 및 사회 이슈에 신경쓴다는 점에서 단일중대성은 다소 비현실적
 - (i)CSR 정보는 금전단위로 표현되지 않고, (ii)CSR공시의 역사는 아주 짧으며, (iii)CSR이슈는 여러 사회적 이벤트를 고려해야 한다는 점을 종합적으로 고려할 필요

6.2 materiality of CSR disclosure : concepts & evidence

6.2.3 Evidence on CSR materiality

- Cho et al.(2012)는 기업이 환경 관련 자본지출을 CSR 정보로 공시하는 결정은 단순히 크기의 문제가 아니라고 주장(그 금액이 중요하지 않을 정도로 작음)
 - 동 정보를 공시함으로써 미연의 litigation risk를 없애고자 하는 것. 다만, 이러한 중요성이 떨어지는 정보를 공시하는 것은 복잡성을 더하고 비용을 증가시킨다는 견해도 존재
- Moroney & Trotman(2016)은 CSR engagement와 재무제표 감사간 감사인의 중대성 판단 차이를 연구
 - 재무제표 감사의 경우 구치 등과 관련한 보다 엄격한 잣대를 적용하였지만, CSR은 질적인 요소들을 더욱 중요하게 간주
- Grewal et al.(2020)은 특정 기업의 공시에 따른 CSR score변동이 주가에 미치는 영향을 연구
 - CSR score의 변동과 주식가격 변동은 negative한 관계를 가짐. 또한, SASB 기준이 적용된 이후 그 정도는 더 강해짐
- Matsumura et al.(2017)은 환경 관련 공시가 의무화되지 않은 상황에서 자발적으로 환경공시를 하는 기업의 경우 자본조달비용이 낮아지는 결과를 보여줌
- 연구결과들은 material vs. immaterial 정보들을 구분하여 사례를 보여줌
 - CSR 공시기준이 적절하기 위해서는 사전적으로 정보의 중요성이 정해져야 하고 향후 이중 중대성 측면에서 보다 많은 사례들이 연구되어야 할 것으로 보여짐

6.3 Use of boilerplate language for CSR disclosure

- CSR 공시에서 상용구(boilerplate*)를 사용하는 것은 기업이 회피전략을 사용한다는 측면에서 실행단계에서의 concern
 - * 모호하고 일반적이고 세부내용이 없는 문구를 사용하여 정보로서의 가치가 없는 공시내용
 - 통상적으로 CSR 정보 제공유인이 약하거나, CSR 공시에 비용이 너무 많이 들거나, greenwashing을 의도하는 경우 상용구를 사용하는 것으로 나타남
- 공시기준을 구체화 하는 방식(예: 기업이 어떤 정보를 제공해야 하는지 세부적으로 안내)으로 상용구 문제를 해결 가능
 - 다만, 기준이 지나치게 디테일 하다면 적용가능성이 낮아지는 문제점이 있으므로 광범위하게 적용 가능하고 실현가능성 있는 기준을 고민할 필요

6.4 Enforcement of CSR standards & assurance of CSR disclosure

6.4.1 Effective enforcement

- 효과적인 집행(enforcement)은 중요한 요소이나, CSR 공시에 있어서는 아래 이유로 어려움이 있음
 - (1) CSR의 내재적 특성을 고려할 때, 확인(verification)이 어려우며, 활동 및 기업별로 서로 다른 문제점
 - (2) Financial reporting은 정형화된 표현 및 측정방식이 존재하지만, CSR의 경우, 그렇지 않음
 - (3) CSR 기준의 집행은 과학 및 기술적 지식을 갖춘 non-accounting 전문가가 필요
- Comply-or-explain 방식은 통제비용을 낮출 수 있고 새로운 공시기준을 받아들임에 있어, 유연성을 더할 수 있음

6.4.2 Role of accounting and consulting

- CSR 공시는 신뢰성이 담보되어야 하므로, 제3자 보험(assurance) 기관의 증빙이 매우 중요함
 - Assurance의 value는 회계법인에게 더욱 큼. 재무감사와 CSR 보험을 동일한 회계법인이 수행할 경우, 공시의 품질이 제고되고 리스크가 낮아짐
- 향후 CSR 공시 의무화의 확장은 관련 assurance 시장의 확장으로 이어질 것으로 전망
 - 각국의 사례를 보더라도 중국, 덴마크, 말레이시아, 남아공 등의 국가에서 CSR 공시가 의무화된 이후, 관련 시장이 확장되었고, 회계법인 및 CSR 컨설턴트의 역할이 늘어남

Ⅶ. 요약 및 향후과제

〈요약〉

- CSR 공시는 자본시장 참여자들에게 유용한 정보를 제공하고, more & better CSR 정보는 자본배분을 개선시키고, 유동성을 향상시키고, 자본조달비용을 감소시킴
- CSR 공시 의무화는 사회 및 환경적 변화를 이끌고자 할 때, 도구로 활용될 수 있음
- CSR 공시는 광범위하고, 복잡다단한 주제를 다루며, 장기적이고 비금전적이며, 무형적일 뿐 아니라 사용자가 매우 많다는 측면에서 financial reporting 과 차이가 있음
- CSR 공시는 상당부분 재무공시와 유사한 측면도 존재함
- CSR 공시 의무화는 기업의 경영에도 변화를 이끌 수 있으며 이는 주로 이해관계자의 압박, 벤치마킹 등을 통해 발현됨
- CSR 공시기준의 적절한 세팅 및 집행 역시 중요한 항목

〈향후 연구과제(의견)〉

- 동 연구에서는 CSR 공시의 다양한 수요자로 투자자 및 이해관계자를 제시하고 있으며, 이들이 CSR 정보에 대해 어떠한 수요 체계를 갖고 있는지를 제시하고 있음 → **향후, ESG로 연구주제를 확장하여 ESG 관련 수요자 층이 국내에서 어떠한 정보를 어떠한 이유를 활용하는지를 사례조사 및 인터뷰 등을 통해 연구하는 것도 가치 있을 것이라 생각됨**
- 동 연구에서는 Double Materiality를 CSR 정보 및 공시에서 중요한 항목으로 제시하고 있으며, 특히 CSR 활동의 외부 효과를 심도 깊게 다룸 → **국내 기업의 ESG 활동이 기업가치 제고에 미치는 영향을 다루는 연구는 이미 다수 존재하는 바, 기업가치(자산, 주가 등) 이외의 종속변수(예: 브랜드 가치 등)를 두고 회귀분석을 통해 분석하는 것도 가능할 것으로 보임**