

기업의 사회적 책임활동 공시 결정 요인과 재무성과 - 한국에서 이해관계자 이론의 적용

이균봉(부산대) · 양은진(부산대) · 지상현(백석대) · 류예린(부산경상대)

I. 서론

2000년대 들어 한국사회에서 기업의 사회적 책임활동이 본격화되면서 관련 연구도 양적인 성과를 거두었다. 연구는 기업의 사회적 책임활동과 재무성과, 기업가치간의 관련성에 대한 분석이 대부분이다. 연구의 결과는 한방향으로 일치하지 않지만 공신력있는 기관의 평가지수를 CSR 활동의 변수로 사용한 연구에서, 대체로 사회적 책임활동의 공시와 재무성과, 기업가치 사이에 정(+)의 관련이 있는 것으로 보고되고 있다.

이같은 연구 결과는 CSR 활동의 역사가 오래되고, 소위 “착한 기업”을 위한 자본시장과 그를 지탱하는 인프라가 형성되어 사회적 성과를 재무적 가치로 전환할 수 있는 유럽이나 미국에 비추어보면, 상당히 의외의 결과가 아닐 수 없다. Ghoul et al.,(2011)은 CSR 활동이 기업의 실적에 긍정적인 영향을 미친다는 결론이 우세하지만, 여전히 혼재된 결과가 나타나고 있음을 지적하고 있다. 이런 상황 인식에 비추어볼 때 한국에서도 시장이 CSR을 칭찬한다는 연구 결과는 의외가 아닐 수 없다.

미국과 유럽의 자본시장에서 SRI(사회책임투자)펀드는 대략 전체 투자규모의 12-15%를 차지한다. 투자대상 기업이 CSR 관련 기준을 충족했는지를 점검한 후 투자가 이루어진다. 우리의 경우 대표적인 15개의 SRI펀드가 있지만 운용자산의 55-60%정도가 중대형주로 구성되어 있어서 코스피 200과 같은 방향으로 움직인다. 환경(E), 사회(S), 지배구조(G)는 제대로 체크되지 않는, 그야말로 무늬만 SRI 펀드에 해당한다.

이런 구조에서 사회적 책임 활동이 그를 수행하는 기업의 가치에 (+)의 영향을 미칠 수 있을까?

이 연구는 이런 상황적 고민을 배경으로, 기업이 왜 비용이 수반되는 CSR 활동을 수행하는가 하는 의문을 제기하고 그를 결정하는 요인을 탐구하고자 하였다.

효과적인 연구를 위해 Ullman(1985)이 제안한 이해관계자 가설(stakeholder framework)과 이 틀에 따라 경험 연구를 수행한 Roberts(1992)의 모형을 수정하여 활용하였다. Ullman(1985)의 가설은 사회적 책임 활동 공시를 결정하는 요인을 설명하는 3차원 모델이다. 이에 따르면, 이해관계자파워와 기업의 전략적 입지, 그리고 과거 및 현재의 재무적 성과가 사회적 책임활동과 공시를 결정한다.

2006년에서 2011년간 경제정의연구소가 정량평가지수를 공시한 200개 기업을 대상으로 연구를 수행하였다. 연구의 결과, 이해관계자 파워를 표시하는 최대주주지분율, 부채비율, 종업원변수, 소비자변수, 환경변수에서 예상과 같은 방향으로 유의함을 나타내었다. 전략적 입지, 재무성과 관련 변수도 모두 예측과 같았다. 이해관계자 이론이 제안하는 기업의 사회적 책임활동의 결정요인이 한국사회에서도 상당한 설명력이 있다고 결론지을 수 있었다.

II. 이론적 배경

2.1 기업의 사회적 책임활동(CSR 활동)

“기업의 사회적 책임”이란 개념을 학문적으로 처음 제기한 사람은 Bowen(1953)이었다. 그는 “기업인의 사회적 책임”을 제기하면서 기업인의 의식에 주의를 환기시켰다. 그러나 문제는 개인의 윤리의식이라기보다 기업조직 자체(혹은 법인)가 영리추구행위 가운데서 저지르게 되는 환경파괴와 인권유린이라 할 수 있다.

1970년대 들어 소비자운동, 반공해운동, 사업장에서 인종과 성차별에 반대하는 운동, 제품의 안전성을 요구하는 운동이 거세게 제기되기 전까지 기업의 거리낌없는 부의 추구가 곧 선이라는 생각이 일반화되어 있었다. Freedman은 1970년 뉴욕타임즈 기고문에서 “기업(business)의 유일한 책임은 영리를 추구하여 주주 이익을 극대화하는 것”¹⁾이라고 지적하여 이같은 통념을 대변했다.

1980년대 이후 미국기업의 주가와 이윤은 큰 폭으로 상승한 반면, 실질임금은 하락했고, 다운사이징으로 실업률이 상승했다. 시민사회로부터 기업윤리를 요구하는 분위기와 규제 요구가 비등하는 가운데 Carroll(1991)은 “기업이 사회전체에 대해 갖는 책임”을 “경제적, 법적, 윤리적, 자선적 책임”이라 정의²⁾하였다.

이해관계자이론의 등장도 이같은 배경에서 이루어졌다. Roberts(1992)는 기업의 사회적 책임 활동이란 기업이 사회 관련 이슈에 관심을 가져야 한다고 인정하는 정책이나 활동이라고 설명하였다. 이해관계자이론은 시스템 지향이론(Alam, 2006)이며, 기업이란 그것이 속한 보다 넓은 사회시스템의 일부라고 보는 생각을 기반으로 한다.(An et al., 2011) 또한 그런 의미에서 기업을 주주이익의 구현을 위한 조직으로만 보는 주주중심이론과는 구별되는, 대안이론이라 할 수 있다.

2000년대는 신자유주의 세계화로 인한 빈곤문제가 제기된 연대이면서, 사회적 책임활동이 글로벌 표준으로 등장한 연대이기도 했다. CSR 활동이 뒤쳐져 있는 한국사회에는 이것이 글로벌 무역장벽의 일종으로 인식되면서, 한국 기업의 CSR 활동이 시작되었다. 2001년에는 한국에 최초의 SRI 펀드가 만들어졌다. 2010년 77개국이 ISO 26000을 채택했지만 한국은 2012년에야 채택하였고, 이나마 강제조항이 없는 것이었다.

The Commission of the European Communities(2002)는 CSR 활동에 대하여 “더 나은 사회와 더 깨끗한 환경에 공헌하기 위해 기업이 자발적으로 의사 결정하여 수행하는 것”이라 정의하였다. 그러나 그렇다고 해서 CSR 활동이 이윤동기와 충돌하는 개념은 아니다. “사회적 책임 활동은 기업의 이윤 극대화 동기와 일치한다. 사회가 변화함에 따라 기업 활동에 대한 사회적 제약(constraints)도 변하는 것이다.”는 Keim(1976 b)의 지적은 CSR활동의 전략적 본질을 제대로 설명한다.

1) 신자유주의 경제학자인 Freedman은 “사회에 대한 책임은 개인으로서의 사람들에게만 있는 것이며 조직으로서의 기업은 사회전반에까지 책임질 필요는 없다. 그 이유는 기업의 목적은 주주들에 대한 이익을 최대화하는 것이기 때문이다. 기업의 사회적 책임은 비즈니스의 기본적인 목적과 본질에 불일치하는 것이며, 이에 대한 강조는 궁극적으로 자유시장 원리에 위배된다.”고 하였다.

2) Carroll(1991)의 이같은 정의는 오늘날 윤리적인 차원만이 아니라 기업 이윤 창출의 동기로 수행되는 전략의 일부로서 폭넓게 수용되고 있다. (Porter and Kramer, 2006)

2.2 기업의 사회적 책임활동의 결정 요인 연구

Freedman의 경중에도 불구하고, 기업은 실제 반세기 넘게 사회적 책임활동을 수행해왔고, 이제 글로벌 스탠다드로 정착하였다. 이는 주주이익 중심으로만 기업 조직을 이해하는 프리드만적 사고로 설명되지 않는 현상이 점차 증가하여 일정한 방향의 트렌드로 자리잡았음을 의미한다. 이와같이, 주주 중심 관점, 공시와 기업지배구조를 설명하는 대리인이론이 현실을 설명하는데 부족함을 드러내면서, 다양한 이론이 모색되게 되었다.

주주 이익 중심의 관점에서는 CSR 활동을 대리인비용이란 측면에서 이해한다. 비투자자인 이해관계자의 요구를 위한 지출은 추가적인 비용 부담이 되어 재무성과와 기업가치를 떨어뜨린다. Pava and Krausz(1996)는 기업의 사회 책임 활동에 지나치게 집중하면 기업 가치에 오히려 해가 될 수 있다. CSR 활동은 사회적 환경적 성과를 제고하는 비용 성격을 지니는 것으로 주주가치를 높이는 데 영향을 주지 않는다고 설명하였다. Langbein and Posner(1980), Aupperle et al.,(1985)도 불필요한 비용지출로 보는 관점에서 있다. Knoll(2002)은 CSR 활동으로 인해 수익성 높은 투자안이 소외된다고 하였다. Barnea and Rubin(2010)은 내부부주들(managers and large blockholders)이 훌륭한 세제시민주로서 명성을 쌓는 동안 기업의 자원이 CSR 활동에 과잉투자되고 있고, 이것이 주주간 갈등을 야기한다고 설명하였다. 그의 연구에서 내부자지분과 CSR 등급, 채권자영향력과 CSR 등급은 모두 (-)의 관련을 보고하였다.

기업의 사회적 책임활동을 적극적으로 이해하는 이론은 이해관계자이론이다. 그러나 이 이론은 CSR 활동이 곧 기업에 좋은 재무성과를 가져온다고 설명하는 것은 아니다. 오히려 좋은 재무성과를 CSR 활동을 결정하는 요인으로 파악한다. 주주중심 이론과 달리, 기업조직을 이해하고, 공시와 기업 지배구조를 이해함에 있어, 기업이 그를 둘러싼 사회나 환경과 관계맺는 구조를 중시한다.

CSR 활동을 설명하는 이해관계자이론은 뒷절에서 본격적으로 살펴보기로 하고, 여기서는 기업을 외부 환경과의 관계 속에서 이해하는 또 다른 시각으로 제도적 접근을 살펴본다.

Campbell(2007)의 연구는 CSR 활동에 대한 제도주의(institutionalism)적 접근으로 분류된다. 그는 사회적 책임 활동에 영향을 미치는 요인으로 경제환경과 제도가 주요한 변수라고 지적하였다. 기업 외부의 경제적 조건, 기업 경쟁 정도, 정부의 규제, 산업 내부의 조직화된 자체규제 능력, 비영리단체, 사회운동단체, 기관투자가, 언론의 활동, 기업의 사회적 책임에 대한 규범의 제도화 정도, 경영자 단체나 직능단체가 사회적 책임을 중시하는 정도, 기업과 노조 등 이해관계자와의 대화의 제도화 등이다.

제도주의 관점의 경험 연구에 속하는 Chin et al.,(2010)은 34개국의 520개 금융사에 대한 경험 연구이다. 여기서는 기업경쟁정도와 법적 규제가 강한 나라일수록, 그리고 적도원칙이나 울스버그원칙과 같은 산업내부의 사적 규제가 있는 것이 CSR 활동에 (+)의 영향을, 주주권리가 강한 나라일수록 (-)의 영향을 미친다고 보고하였다.

기업의 사회적 책임활동의 결정요인을 둘러싼 논의는 2000년대 이후가 되면 줄어들고, 쟁점이 사회적 책임활동의 재무적 성과, 기업가치 관련성을 검증하는 논의로 옮겨가고 있는 상황이다.

2.3 기업의 사회적 책임 활동을 설명하는 이해관계자 이론

이해관계자 이론(stakeholder theory)이란 용어를 처음 사용한 학자는 Ansoff(1965)였다. 기업의 목적을 정의하면서 그는 기업의 주요한 목적중의 하나가, 기업의 다양한 이해관계자간의 충돌하는 요

구사이에서 균형을 유지하는 능력의 획득이라고 하였다.

Freeman(1984)은 이해관계자를 “기업의 목적달성에 영향을 미치거나, 영향을 받을 수 있는 개인이나 집단”으로 정의한다. 여기에는 주주, 채권자, 근로자, 고객, 공급자, 시민단체, 정부기관 등이 포함된다.

Freeman(1983)은 이해관계자 개념을 기업의 전략과 정책의 모델로 발전시켰다. 그에 따르면 이해관계자는 경영자에 의해 제안된 전략을 승인하고 평가한다. 또한 다양한 이해관계자 집단의 행동은 전략에 대한 제약으로 작용한다. 그러나 이 모델에서 이해관계자들은 본질상 대립적이지는 않다. Freeman(1983)에 따르면, 경영자의 중요한 역할은 이해관계자의 요구를 적절히 평가하여 충족시키는 것이다. 이해관계자 파워가 증가함에 따라, 이해관계자 요구 충족의 중요성도 커진다.

Ullman(1985)은 Freeman(1983)의 위와 같은 전략경영에 대한 이해관계자 접근법을 기반으로, 기업의 사회적 책임활동을 설명하는 이해관계자 가설을 제안하였다.(stakeholder framework) Ullman(1985)의 가설은 사회적 책임 활동 공시를 결정하는 요인을 설명하는 3차원 모델이다. 이에 따르면, 이해관계자 파워와 기업의 전략적 입지, 그리고 과거 및 현재의 재무적 성과가 사회적 책임 활동과 공시를 결정한다. 올만이 제시한 모델의 첫 번째 차원은 이해관계자 파워이다. 기업은 이해관계자 요구의 집중성에 따라 반응할 것이라 설명된다. 두 번째 차원은 사회적 책임 활동에 대한 기업의 전략적 입장(strategic posture)이다. 올만은 전략적 입장을 active 혹은 passive로 양분했다. CSR 활동을 통해서 주요 이해관계자와의 상태에 영향을 미치려는 기업은 active posture에 해당한다.

세 번째 차원은 기업의 과거와 현재의 재무적 성과이다. 기업의 사회적 책임을 위한 목표 달성은 기업의 경제적 성과의 성취에 비해 이차적이다. 그래서 재무적 성과는 직접적으로 CSR 프로그램의 수행능력에 영향을 미친다.

결론적으로, 특정한 이해관계자 파워와 전략 입지 하에서 경제적 성과가 나은 회사일수록 사회적 책임 활동과 공시를 더 많이 한다는 것이다.

Roberts(1992)는 올만이 제안한 이해관계자 가설의 유효성을 확인하고 이 틀에 따라 경험연구를 수행하였다. 1984년부터 1986년간의 데이터를 이용하여 사회 책임 활동 공시를 결정하는 요인을 설명하는 연구모형을 Ullman(1985)의 3차원 가설에 따라 설정하였다. 연구의 결과 주주의 파워(-), 채권자이해관계(+), 정부와 규제기관의 영향력(+), 같은 이해관계자변수와, 전략적입지를 대표하는 변수로 사용한 홍보팀의 인원수(+), 기부금지출액(+), 그리고 과거의 재무성과인 ROE(+), 재무위험인 베타(-)에서 부호 방향이 예상과 일치하였다. 그리고 주주의 파워를 제외하면 다른 모든 회귀계수가 유의한 값을 보였다. Roberts(1992)는 이를 CSR 공시 결정에서 이해관계자 모델을 지지하는 실증적 결과로 설명하였다.

이해관계자 영향력으로 CSR활동의 결정원인을 설명하는 연구는 Frooman(1999), Hendry(2005)가 있다. 또한 Mitchell, Agle and Wood's(1997)은 “stakeholder salience theory”을 제안했다. 경영자는 여러 이해관계자가 몇가지 주요특성(power, legitimacy, urgency)을 소유하고 있는 정도에 기반해서 그 주장에 우선권을 준다고 설명하였다.

기업과 이해관계자간의 관계는 부의 중요한 원천이다. 이 관계를 확립하고 유지하는 능력은 기업의 성공을 결정한다.(Post et al.,2002) 이해관계자 관계를 확립하고 육성하는데 실패하면 불가피하게 높은 위험에 직면하게 된다. 따라서, 좋은 관계의 유지는 기업에 이익이 되며, 생존과 성공을 도울 것이다.(An et al.,2011)

Roberts(2012)는 이해관계자이론이 CSR공시를 연구하는 보충적 관점(complementary perspective)이라고 설명하고 있다. 공시와 기업지배에 관한 연구는 전통적으로 대리인이론을 채택해왔다. 관찰

되는 차이는 투자자와 대리인의 관계란 맥락에서 해석되었다. 대리인이론은 여전히 기업지배 연구의 기반이다. 그러나 대안적인, 혹은 보충적인(complementary)이론적 관점에 대한 요청이 있어왔다고 할 수 있다.(Roberts, 2012)

많은 기업보고서들이 이해관계자 지향을 채택하여 발전하였다. 이해관계자 개념은 GRI에 의해 발행된 G3 가이드라인 개발의 중심을 이루고 있고, GRI는 CSR보고서를 이끄는 기준이 되어왔다. “GRI의 다수 이해관계자간의 합의도출 접근방법은 일반적으로 적용될 수 있고, 이해관계자의 요구에 적절히 응답할 수 있는 가이드라인을 산출하는 방법으로 가장 가치있는 것이라 판명되었다” (GRI, 2009)

III. 가설과 연구방법

3.1 가설설정 및 표본선정

3.1.1 가설설정

본 연구는 Ullman(1985)이 제안한, 사회적 책임 활동 공시를 결정하는 세가치 차원이(three dimensional model) 한국에서도 유효한 것인지 실증분석하고자 한다. 이에 따라 다음과 같이 가설을 설정한다.

가설1 : 기업의 사회적 책임활동 공시의 결정은 이해관계자 파워와 전략적 입지, 과거의 재무성과에 의존한다.

이 가설은 Roberts(1992)의 연구모형을 수정하여 검증할 것이다.

한편 Ullman(1985)의 가설로부터 연구모형을 설계하고 실증분석한 Roberts(1992)의 연구에 대해 Magness(2006)는, 이 연구가 재무성과와 전략 입지의 상호작용을 고려하지 않았다고 비판하였다.³⁾ 재무성과가 CSR 활동에 미치는 영향에 대해서는 Waddock & Graves(1997)가 여유자원설(slack resource hypothesis)을 실증분석 결과로써 보여준 바 있다. 기업의 사회적 책임활동은 전기의 재무성과와 양의 관련성이 있는데, 이는 여유자원의 활용가능성(slack resource availability)과 기업의 사회적 성과간에 긍정적인 관계가 있다는 이론을 지지하는 것이라는 설명이다. 이는 재무성과가 좋은 기업이 CSR 활동을 한다는 Ullman(1985)과 Roberts(1992)의 연구결과와 일치한다.

재무성과가 좋고 전략이 적극적(active)이라면 CSR 공시의 질에 대해 긍정적인 영향을 미칠 것이라는 논리가 성립될 수 있다. 그런데 만일 재무성과가 좋으면 전략적 태도와 무관하게 CSR 활동 공시에 긍정적인 영향을 미치는 것일까? Magness(2005)의 비판은 근거가 있다. 따라서 재무성과와 구분되는, 전략적 입장의 영향을 좀더 명료하게 분석하기 위해 다음과 같은 귀무가설을 설정하여 분석한다.

3) 뿐만아니라 Magness(2005)는 Roberts(1992)의 연구모형에 대해 경영자에 의해 어느정도 통제되는 변수를 사용해서 이해관계자파워를 표시했음을 지적하였다. 부채/자기자본 비율을 채권자영향력 표시로 사용한 것이나, 경영자소유지분비율을 주주영향력 대리변수로 사용한 점이 그것이다. Magness(2005)의 연구는 사고를 겪은 후의 캐나다 광업을 대상으로 환경공시에 영향을 미친 재무성과와 전략적 입지요인의 관계를 분석한 연구로서 이해관계자이론에 입각한 실증분석에 속한다.

가설 2 : 재무성과가 CSR 활동 공시에 영향을 미칠 때, 전략 입지의 적극성 여부는 공시의 질을 결정하는데 영향을 미치지 않는다.

3.1.2 표본선정

연구를 위해 우선 2006년부터 2011년간 경제정의연구소의 KEJI 지수가 공개된 1200개의 데이터 가운데, 재무데이터를 구할 수 있는 것으로 표본을 선정하였다. 이 표본에 대해 데이터가이드에서 재무정보를 구하되, 상장폐지, 인수합병 후 존재하지 않는 기업, 12월말 결산법인이 아닌 기업, 금융업에 속한 기업을 제외하였다. 이렇게 하여 1045개의 데이터를 구하였으나, 시장베타의 변수 가운데 이상치에 해당하는 8개의 표본을 삭제하여 1037개의 데이터로 연구를 수행하였다.

3.2 변수의 측정과 연구모형

가설 1을 검증하기 위해 다음과 같이 모형을 설정하였다.

$$(1) CSR_{it} = \beta_0 + \beta_1 PSHit_{it-1} + \beta_2 LEV_{it-1} + \beta_3 CEM_{it} + \beta_4 CSM_{it} + \beta_5 CEV_{it} + \beta_6 VD_{it} + \beta_7 PHL_{it-1} + \beta_8 ROA_{it-2} + \beta_9 LNBE_{it-2} + \beta_{10} AGE_{it} + \beta_{11} SIZE_{it} + \beta_{12} YEAR_{it} + \beta_{13} IND_{it} + \varepsilon_{it}$$

CSR_{it} : 기업의 사회적 책임활동 수준을 나타내는 변수. KEJI 지수로 측정.

PSHit_{it-1} : 이해관계자로서 최대 주주의 영향력 표시. 최대주주지분율

LEV_{it-1} : 이해관계자로서 채권자 영향력 표시. 부채/자기자본으로 측정

CEM_{it} : 이해관계자로서 근로자의 영향력 표시. KEJI 지수중 근로자 만족도 값이 표본전체의 중위수보다 크면 1, 작거나 같으면 0

CSM_{it} : 이해관계자로서 소비자의 영향력 표시. KEJI 지수중 소비자 만족도 값이 표본전체의 중위수보다 크면 1, 작거나 같으면 0

CEV_{it} : 환경관련 이해관계자 영향력 표시. KEJI 지수중 환경관련 만족도가 표본전체의 중위수보다 크면 1, 작거나 같으면 0

VD_{it} : 전략적 입장 표시. 같은 기간 지속가능보고서를 자발적으로 공시했으면 1, 아니면 0

PHLit_{it-1} : 전략적 입장 표시. 손익계산서에 표시된 기부금의 로그값.

ROA_{it-2} : CSR활동 이전년도의 재무성과 표시. 총자산 대비 회계이익으로 측정

LNBE_{it-2} : 재무성과 관련 위험측정 변수. 시장베타의 로그 값.

AGE_{it} : 통제변수. 업력을 의미함. 공시회계년도 - 기업설립년도로 계산.

SIZE_{it} : 통제변수. 기업규모의 대리변수. 매출액의 로그값.

IND_{it} : 산업더미

YEAR_{it} : 연도더미

CSR 활동 공시의 수준을 나타내는 변수로 사용된 CSR은 경제정의연구소의 KEJ지수 가운데 정량적 지수를 그대로 사용하였다. Roberts(1992)의 연구는 CEP 지수를 사용하였다.⁴⁾

4) CEP(The Council on Economic Priorities)는 기업의 사회적 활동을 평가하면서 a(excellent),

Ullman(1985)은 자발적 공시는 사회적 책임활동의 성과 측정치가 될 수 없다고 하였고, Wiseman(1982)는 공시와 활동간의 불일치를 보고한 바 있다. 한국의 경제정의연구소 KEJI 지수는 시민사회단체의 공신력있는 평가지수로서, 여러 연구에서 사용되어왔다.

연구모형의 변수 가운데 통제변수와 공시관련(KEJI지수, 지속가능보고서 발간 관련 변수) 변수는 CSR 변수와 같은 기간(t)이다. 주주 영향력 변수인 PSH, 채권자 영향력 변수인 LEV, 전략적 입장을 표시하는 기부금지출액 PHL 과 같은 변수는 1기 시차변수(t-1)을 사용했고, 재무성과에 관련된 변수인 ROA, LNBE 같은 변수는 2기 시차변수(t-2)를 사용하였다. 이는 KEJI 지수 공시를 위한 자료수집과 평가기간이 공시와 1시차를 두게 되는 사정을 고려했기 때문이다. 5) 즉 전년도(t-2) 재무성과의 기반 위에서 이루어진 전략과 활동(t-1)을 평가(t-1부터 t기) 한 결과는 다음해에 공시(t기)된다는 사정을 살핀 것이다.

PSH는 Roberts(1992)의 연구에 따르면 CSR 변수와 (-)로 예측하였는데, 결과는 부호방향은 예상과 일치했으나, 통계적으로 유의하지 않았다. Roberts(1992)는 주주파워의 유의성이 없다고 해서 주주지분이 CSR 공시를 지지하는 유인을 증가시키는 것은 아니고 측정치의 한계에 기인하는 것이라고 설명하였다. 주주지분의 영향력을 본 연구에서도 (-)방향으로 예상하였다.

채권자 영향력은 부채/자기자본으로 측정하였다. Roberts(1992)는 이변수를 주주에 대한 채권자의 영향력을 표시하는 변수로 보았고 사회적 활동 공시와 (+)방향의 결과를 예측하였으며 결과도 그러하였다.

그런데, Oliveira et al.,(2013) 연구에서 부채비율의 변수는 자발적인 비재무적 정보의 공시와 (-)의 관련을 나타내었다. Oliveira et al.,(2013)에 따르면, 포르투갈 은행과 같은 채권자들은 이해관계자로서 정보의 공시에 중요한 관심을 갖지만, 공개적인 정보가 아니라 사적인 루트를 통해서 정보를 입수하기 때문에 공개적인 정보의 공시와 (-)의 관련을 갖는다는 것이다. 또한 Barnea and Rubin(2010)의 연구에 의하면, 채권자는 주주와 달리 부채를 장기로 끌고가려는 경향을 보이며, 경영에 영향력을 행사하므로, CSR등급과 (-) 관련을 갖는 것으로 분석하였다.

한편 CSR 활동은 현재와 과거의 재무성과에 영향을 받는데, 부채/자기자본 변수는 재무적 위험을 나타낼 수 있다⁶⁾는 점에서, 부호방향을 판단하지 않았다.

이해관계자 영향력 변수로 CEM, CSM, CEV 변수를 사용하였다. 이변수들은 KEJI 지수의 하위지수로서 실수 값을 갖고 있었지만 이연구에서는 각 경우에 중위값보다 크면 1, 아니면 0의 값을 부여한 더미변수로 측정하였다.⁷⁾ 근로자, 소비자, 환경관련 이해관계자의 영향력이 있다면 기업의 사회적 책임 활동의 내용이 이들의 요구를 향해 정향지워질 수 있고, 그 결과는 외부기관의 평가에서 적절히 반영될 수 있다고 보았다. 따라서 KEJI의 평가에서 중위값보다 높은 값을 받게된 근로자만족도 지수, 소비자만족도 지수, 환경관련 지수를 각각

c(good), f(poor)로 결정하는데, 이 연구에서는 a, c, f를 2, 1, 0 으로 표시하였다.

5) 경제정의연구소는 9월 혹은 10월 부터 6개월간 자료를 수집하여 평가한 후 공시한다. Roberts(1992)도 시차를 쓰고 있는데, 이는 “전략계획의 동적 본질”과 “사회적 공시와 활동간의 시차를 고려해야 한다”는 데서 그 이유를 구하고 있다.

6) Waddock & Graves(1997)는 장기부채/ 자산을 위험요인으로 하여 분석하였고, 이 변수는 CSR 활동과 (-)방향의 관련을 나타내었다.

7) Roberts(1992)의 연구모형에는 이와 같은 변수는 포함되어있지 않다. 이변수의 내생성을 검증하기 위해 2SLS 분석을 하여 강건성을 검증하였다.

해당 이해관계자의 영향력이 있는 것으로 보아서, 이해관계자 영향력의 대리변수로 사용하였다.

VD와 PHL 변수는 전략적 입장을 표시하기 위해 사용하였다. VD는 같은 기간 지속가능 보고서를 자발적으로 공시했으면 1, 아니면 0의 값을 갖는다. 자발적 공시는 그 자체가 포지티브한 전략적 입지를 나타낸다. 기부금 역시 전략 입지를 나타내는 대리변수로 사용된다. Roberts(1992)의 연구는 홍보팀의 직원수와 기부금 지출액을 사용하고 있는데 홍보팀 직원수와 같은 자료를 입수하기 어렵고, 또한 해당변수는 Roberts(1992)에서 기업규모와 상관관계 계수가 지극히 높았다.

재무성과를 표시하기 위해 ROA를 사용했고, 재무위험을 나타내는 변수로 시장베타⁸⁾의 로그값을 사용하였다. ROA와 (+), 시장베타와 (-) 방향을 예측하였다. CSR활동은 재무적 여유가 있는 경우에 구사될 수 있는 전략인데, 낮은 수준의 체계적 위험을 보유한 기업은 주식시장 성과가 안정적이므로 시장베타와 CSR 공시는 (-)관련을 갖는다는 Roberts(1992)의 모형에 의거하였다.

통제변수로서 기업의 업력, 규모, 산업과 연도의 터미 변수를 사용하였다. 규모와 산업, 연도는 최근의 CSR 관련 한국의 실증연구에서 대부분 유의한 관련을 나타낸 바 있다. 연도별 상황에 따라 CSR에 영향을 미치는 제도적 조건, 거시경제 여건이 다르고 이것이 재무성과와 제도 영향에서 차이를 구성함에 따른 것이라 판단된다. 산업터미변수는 산업의 특성에 따라 CSR 활동의 동기와 유인이 다르다(산업 특성에 따라 환경, 근로자, 소비자에 대한 지출에서 차이가 있다)는 선행연구들의 결과를 반영하였다. 규모 역시 대기업에서 CSR활동을 더 많이 수행한다는 결과가 보고된 바 있어 통제변수로 사용하였다.

업력의 경우에는 Roberts(1992)의 연구와 김창수(2009)의 연구에서 (+) 방향, 고성천 박래수(2011)연구에서 (-) 방향의 관련을 보여주었다. 본 연구에서는 방향을 정하지 않았다.

가설 2 를 검증하기 위해 다음과 같이 연구모형을 설정하였다.

$$(2) CSR_{it} = \beta_0 + \beta_1 PSH_{it-1} + \beta_2 LEV_{it-1} + \beta_3 CEM_{it} + \beta_4 CSM_{it} + \beta_5 CEV_{it} + \beta_6 VD_{it} + \beta_7 PHL_{it-1} + \beta_8 ROA_{it-2} + \beta_9 PHD1 * ROA + \beta_{10} LNBE_{it-2} + \beta_{11} AGE_{it} + \beta_{12} SIZE_{it} + \beta_{13} YEAR_{it} + \beta_{14} IND_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$(3) CSR_{it} = \beta_0 + \beta_1 PSH_{it-1} + \beta_2 LEV_{it-1} + \beta_3 CEM_{it} + \beta_4 CSM_{it} + \beta_5 CEV_{it} + \beta_6 VD_{it} + \beta_7 PHL_{it-1} + \beta_8 ROA_{it-2} + \beta_9 PHD2 * ROA + \beta_{10} LNBE_{it-2} + \beta_{11} AGE_{it} + \beta_{12} SIZE_{it} + \beta_{13} YEAR_{it} + \beta_{14} IND_{it} + \varepsilon_{it}$$

식(2)는 가설1을 검증하기 위한 모형(1)에 $\beta_9 PHD1 * ROA$ 란 전략적 입장을 나타내는 변수를 투입한 것이다. 이는 기부금 지출액과 재무성과를 표시하는 변수의 교차항이다. 여기서 PHD1 은 PHL_{it-1} 의 값이 중위수보다 큰 경우에 1, 그렇지않으면 0의 값을 주어 터미로 만들었고, ROA는 ROA_{it-2} 의 값을 그대로 사용하였다. 이렇게 만들어진 교차항은, 재무성과가 CSR 활동 공시에 미치는 영향이 일정할 때, 전략 입지의 적극성 여부가 CSR 공시의 질을 결정하는데 영향을 미치는 것인지의 여부를 검증하기 위해 사용되었다. 만일 이변수의 회귀계수가 유의한 (+)의 값을 갖는다면 전략입지의 적극성과 재무성과의 상호작용이 공시의 질을 더욱 높이는 방향으로 작용한다고 말할 수 있을 것이다.

8) 베타의 값은 데이터가이드에서 측정한 값을 사용하였다.

다음으로 식(3)은 식(2)의 $\beta_9\text{PHD1}*\text{ROA}$ 변수대신에 $\beta_9\text{PHD2}*\text{ROA}$ 란 변수를 투입한 것이다. PHD1과 PHD2은 다르다. $\text{PHD2}*\text{ROA}$ 는 PHL_{it-1} 의 값이 1/4분위의 값보다 작은 경우에 1, 그렇지않으면 0의 값을 주어 더미로 만들었고, ROA는 ROA_{it-2} 의 값을 그대로 사용하였다. 즉 이변수가 값을 가지면 전략적 입지가 소극적인 것을 나타낸다. 만일 이변수의 회귀계수가 유의한 (-)의 값을 갖는다면 소극적인 전략과 재무성과의 상호작용이 공시의 질을 떨어뜨리는 방향으로 의미있게 작용한다고 말할 수 있을 것이다.

식(2)와 식(3)의 모형을 검증하여 우리는 귀무가설인 “가설 2 : 재무성과가 CSR 활동 공시에 영향을 미칠 때, 전략 입지의 적극성 여부는 공시의 질을 결정하는데 영향을 미치지 않는다.”를 기각할 것인지 여부를 결정하게 된다. 식(2)의 계수는 (+), 식(3)의 계수가 (-)방향을 나타내리라 예상한다. 이럴 경우 가설2는 기각되어, 이해관계자 이론에 입각한 Ullman(1985)의 가설과 Roberts(1992)의 모형이 타당함을 또한 입증할 수 있을 것이다.

IV. 실증분석 결과

4.1 사회책임활동 공시의 결정 요인

4.1.1 기술통계량

기술통계량은 <표1>과 같다.

<표 1> 기술통계량

변수	N	최솟값	최댓값	중위수	평균	제1 사분위수	제3 사분위수
CSR	1037	43.10	58.11	47.06	47.44	45.49	48.95
PSH-1	1037	2.27	87.31	37.76	38.61	28.02	49.60
LEV-1	1037	0.02	10.22	0.64	0.85	0.33	1.10
CSM	1037	0.00	1.00	1.00	0.52	0.00	1.00
CEV	1037	0.00	1.00	0.00	0.45	0.00	1.00
CEM	1037	0.00	1.00	0.00	0.49	0.00	1.00
PHL-1	1037	0.00	19.13	12.71	11.91	10.59	14.33
VD	1037	0.00	1.00	0.00	0.07	0.00	0.00
ROA-2	1037		0.36	0.06	0.06	0.03	0.09
LNBE-2	1037		0.62	-0.31	-0.42	-0.72	-0.01
AGE	1037	1.37	4.73	3.64	3.55	3.40	3.85
SIZE	1037	14.12	25.52	19.83	20.04	18.88	20.96

4.1.2 상관관계분석

이변량 상관관계는 <표2>와 같다. 위부분이 피어슨 상관관계 분석의 결과이다.

4.1.3 회귀분석 결과

다변량 회귀분석의 결과는 <표3>에 제시된다. VIF 값을 별도로 제시하였다.

<표 2> 상관관계 분석

	CSR	PSH_1	LEV_1	CEM	CSM	CEV	VD	PHL_1	ROA_2	LNBE_2	AGE	SIZE
CSR	1.000	-0.252	-0.017	0.312	0.102	0.285	0.325	0.348	0.236	0.114	-0.076	0.342
CSR		<.0001	0.575	<.0001	0.001	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	0.000	0.015	<.0001
PSH_1	-0.252	1.000	-0.117	-0.103	0.014	-0.021	-0.233	-0.126	0.017	-0.181	-0.080	-0.223
PSH-1	<.0001		0.000	0.001	0.655	0.493	<.0001	<.0001	0.587	<.0001	0.010	<.0001
LEV_1	-0.017	-0.117	1.000	0.010	0.039	0.109	0.085	0.128	-0.246	0.249	-0.082	0.402
LEV-1	0.575	0.000		0.750	0.206	0.000	0.006	<.0001	<.0001	<.0001	0.008	<.0001
CEM	0.312	-0.103	0.010	1.000	-0.147	-0.114	-0.001	0.101	-0.038	-0.107	-0.016	-0.041
CEM	<.0001	0.001	0.750		<.0001	0.000	0.983	0.001	0.220	0.001	0.610	0.190
CSM	0.102	0.014	0.039	-0.147	1.000	0.181	0.083	-0.044	-0.009	0.085	-0.087	0.152
CSM	0.001	0.655	0.206	<.0001		<.0001	0.007	0.154	0.761	0.006	0.005	<.0001
CEV	0.285	-0.021	0.109	-0.114	0.181	1.000	0.238	0.107	-0.016	0.195	0.043	0.399
CEV	<.0001	0.493	0.000	0.000	<.0001		<.0001	0.001	0.612	<.0001	0.167	<.0001
VD	0.325	-0.233	0.085	-0.001	0.083	0.238	1.000	0.213	0.073	0.097	-0.044	0.480
VD	<.0001	<.0001	0.006	0.983	0.007	<.0001		<.0001	0.018	0.002	0.153	<.0001
PHL_1	0.348	-0.126	0.128	0.101	-0.044	0.107	0.213	1.000	0.168	0.154	0.008	0.489
PHL-1	<.0001	<.0001	<.0001	0.001	0.154	0.001	<.0001		<.0001	<.0001	0.800	<.0001
ROA_2	0.236	0.017	-0.246	-0.038	-0.009	-0.016	0.073	0.168	1.000	0.034	-0.128	0.052
ROA-2	<.0001	0.587	<.0001	0.220	0.761	0.612	0.018	<.0001		0.278	<.0001	0.095
LNBE_2	0.114	-0.181	0.249	-0.107	0.085	0.195	0.097	0.154	0.034	1.000	-0.040	0.329
LNBE-2	0.000	<.0001	<.0001	0.001	0.006	<.0001	0.002	<.0001	0.278		0.195	<.0001
AGE	-0.076	-0.080	-0.082	-0.016	-0.087	0.043	-0.044	0.008	-0.128	-0.040	1.000	-0.057
AGE	0.015	0.010	0.008	0.610	0.005	0.167	0.153	0.800	<.0001	0.195		0.068
SIZE	0.342	-0.223	0.402	-0.041	0.152	0.399	0.480	0.489	0.052	0.329	-0.057	1.000
SIZE	<.0001	<.0001	<.0001	0.190	<.0001	<.0001	<.0001	<.0001	0.095	<.0001	0.068	

H0: Rho=0 가정하에서 Prob > |r|

<표3> 회귀분석 결과

Variable	DF	Parameter	StandardError	t Value	Pr > t	VarianceInflation
Intercept	B	42.6758	1.2065	35.3700	<.0001	0.0000
PSH-1	1	-0.0289	0.0041	-7.0900	<.0001	1.1804
LEV-1	1	-0.2826	0.0897	-3.1500	0.0017	1.4773
CEM	1	1.7207	0.1230	13.9900	<.0001	1.1243
CSM	1	0.4057	0.1257	3.2300	0.0013	1.1740
CEV	1	0.9930	0.1386	7.1700	<.0001	1.4122
VD	1	1.0829	0.2782	3.8900	0.0001	1.4491
PHL-1	1	0.1273	0.0178	7.1600	<.0001	1.4801
ROA-2	1	7.8197	1.2418	6.3000	<.0001	1.1924
LNBE-2	1	-0.0794	0.1163	-0.6800	0.4948	1.4721
AGE	1	-0.3348	0.1225	-2.7300	0.0064	1.1526
SIZE	1	0.1810	0.0560	3.2300	0.0013	2.5721

R-Square 0.4574, Adj R-Sq 0.4445, F Value 35.54 Pr > F <.0001

회귀 계수는 재무위험을 나타내는 베타값을 제외하고는 모두 유의하다. 또한 베타의 경우도 부호 방향에서 기대했던 바와 같이 CSR 변수와 (-) 방향을 나타내고 있다. 모형의 적합성을 보여주는 R-Square 값과 F Value가 모두 이 연구 결과의 적절성을 지지하고 있다.

CSR 활동 공시는 이해관계자로서 주주영향력과 채권자 영향력이 낮을수록, 또한 근로자, 소비자, 환경관련 이해관계자의 영향력이 클수록 유의한 영향을 받음을 알 수 있다. 채권자 영향력을 표시하는 변수로 사용한 부채비율이 (-)의 방향으로 나타난 것은 Roberts(1992)의 연구 결과보다는 Barnea and Rubin(2010), Oliveira et al.,(2013)의 연구와 일치한다.

또한 전략적 입지가 적극적일수록 CSR 활동 공시에 (+)의 영향을 미치며, 과거의 재무성과가 좋을수록 적극적인 CSR 활동이 이루어짐을 알 수 있다.

CSR 활동 공시의 결정요인을 설명하는 Ullman(1985)의 가설은 유효하다고 할 수 있다.

4.2. 재무적 성과와 전략적 입장

가설 2의 분석결과는 <표 4>와 <표 5>에 표시되어 있다. 예상했던 바와 같이 **PHD1*ROA**의 계수와 **PHD2*ROA**의 계수가 각각 유의한 (+)와 (-)의 방향을 나타내었다. 우리는 귀무가설인 “가설 2 : 재무성과가 CSR 활동 공시에 영향을 미칠 때, 전략 입지의 적극성 여부는 공시의 질을 결정하는데 영향을 미치지 않는다.”를 기각할 수 있다. 이해관계자 이론에 입각한 Ullman(1985)의 가설이 타당함을 또한 입증할 수 있다.

<표 4> 재무적 성과와 전략적 입장(1)

(2)식의 분석 결과							
Variable	Label	DF	Parameter	Standard	t Value	Pr > t	Variance
			Estimate	Error			Inflation
Intercept	Intercept	B	43.2769	1.20332	35.96	<.0001	0
PSH_1	PSH-1	1	-0.02781	0.00405	-6.87	<.0001	1.18486
LEV_1	LEV-1	1	-0.23899	0.08938	-2.67	0.0076	1.49545
CEM	CEM	1	1.67957	0.12223	13.74	<.0001	1.13085
CSM	CSM	1	0.42882	0.12468	3.44	0.0006	1.17611
CEV	CEV	1	1.00234	0.13735	7.3	<.0001	1.41251
VD	VD	1	1.04499	0.2758	3.79	0.0002	1.45053
PHL_1	PHL-1	1	0.09405	0.01915	4.91	<.0001	1.74978
PHD1_ROA	PHD1*ROA	1	7.6759	1.73653	4.42	<.0001	2.21023
ROA_2	ROA-2	1	4.24337	1.47276	2.88	0.004	1.70772
LNBE_2	LNBE-2	1	-0.09764	0.11534	-0.85	0.3974	1.47396
AGE	AGE	1	-0.27599	0.12215	-2.26	0.0241	1.16639
SIZE	SIZE	1	0.15312	0.05587	2.74	0.0062	2.60536
R-Square							0.4677
Adj R-Sq							0.4545

<표 5> 재무적 성과와 전략적 입장(2)

Variable	Label	DF	(3)식의 분석 결과		t Value	Pr > t	Variance Inflation
			Parameter Estimate	Standard Error			
Intercept	Intercept	B	42.94313	1.20353	35.68	<.0001	0
PSH_1	PSH-1	1	-0.02977	0.00407	-7.32	<.0001	1.18537
LEV_1	LEV-1	1	-0.25109	0.08974	-2.8	0.0052	1.4944
CEM	CEM	1	1.69677	0.12262	13.84	<.0001	1.1283
CSM	CSM	1	0.40297	0.12511	3.22	0.0013	1.1741
CEV	CEV	1	1.00576	0.13798	7.29	<.0001	1.4133
VD	VD	1	1.08911	0.27686	3.93	<.0001	1.4492
PHL_1	PHL-1	1	0.09432	0.02035	4.63	<.0001	1.95898
PHD2_ROA	PHD2*ROA	1	-7.13158	2.17715	-3.28	0.0011	1.62283
ROA_2	ROA-2	1	9.86198	1.38428	7.12	<.0001	1.49579
LNBE_2	LNBE-2	1	-0.10657	0.11606	-0.92	0.3587	1.47962
AGE	AGE	1	-0.32897	0.12196	-2.7	0.0071	1.15281
SIZE	SIZE	1	0.18374	0.05576	3.3	0.001	2.5727
R-Square	0.4631						
Adj R-Sq	0.4498						

V. 요약 및 결론

이 연구는 기업이 왜 비용이 수반되는 CSR 활동을 수행하는가 하는 의문을 제기하고 그를 결정하는 요인을 탐구하고자 하였다.

효과적인 연구를 위해 Ullman(1985)이 제안한 이해관계자 가설(stakeholder framework)과 이 틀에 따라 경험 연구를 수행한 Roberts(1992)의 모형을 수정하여 활용하였다. Ullman(1985)의 가설은 사회적 책임 활동 공시를 결정하는 요인을 설명하는 3차원 모델이다. 이에 따르면, 이해관계자파워와 기업의 전략적 입지, 그리고 과거 및 현재의 경제적 성과가 사회적 책임활동과 공시를 결정한다.

2006년에서 2011년간 경제정의연구소가 정량평가지수를 공시한 200개 기업을 대상으로 연구를 수행한 결과, 이해관계자 파워를 표시하는 최대주주지분율, 부채비율, 종업원변수, 소비자변수, 환경변수에서 예상과 같은 방향으로 유의함을 나타내었다. 전략적 입지, 재무성과 관련 변수도 모두 예측과 같았다. 또한 전략적 입장은 재무적 성과의 영향을 묶어두더라도 유의한 영향을 미친다는 사실을 추가적인 분석을 통해 확인할 수 있었다.

이해관계자 이론이 제안하는 기업의 사회적 책임활동의 결정요인이 한국사회에서도 상당한 설명력이 있다고 결론지을 수 있다.

참고문헌

- 고성천·박래수(2011), “기업의 사회적 책임(CSR) 결정요인과 기업가치”, 세무와 회계저널 12(2), (6월): 105-134.
- 국찬표·강윤식 (2011), “기업의 사회적 책임, 지배구조 및 기업가치”, 한국증권학회지 40(5): 713-748.
- 기은선(2012), “기업의 사회적 책임활동이 조세회피 및 조세회피에 대한 시장반응에 미치는 영향”, 세무학연구 29(2), (6월): 107-136.
- 김영식·위정범(2011), “기업의 사회적 활동과 재무적 성과의 통합적 고찰”, 한국증권학회 발표 논문, (2월).
- 김창수(2009), “기업의 사회적 책임 활동과 기업가치”, 한국증권학회지 38(4): 507-545.
- 나영·홍석훈(2011), “기업규모에 따른 CSR활동과 기업가치에 대한 실증분석”, 회계저널 20(5), (12월): 125-160
- 변상민·김재환·남인우(2013), “기업별 마케팅활동과 산업별 특성을 고려한 기업의 사회적 책임활동이 기업가치에 미치는 장기적 영향에 관한 연구”, 경영학연구 42(5), (10월): 1289-1313.
- 이윤경·고종권 (2013), “기업의 사회적 책임이 내재자본비용과 정보비대칭에 미치는 영향”, 회계저널 22(5), (10월): 159-193.
- 장지인·최현섭(2010), “기업의 사회적 책임(CSR)과 재무성과와의 관계”, 대한경영학회지 23(2), (4월): 633-648.
- 전홍민·차승민(2013), “기업의 사회적 책임활동이 신용등급에 미치는 영향”, 세무와 회계저널 14(6), 한국세무학회: 203-225.
- 정광화·정석우(2013) “기업의 사회적 책임과 공정공시 빈도” 한국회계학회, 한국회계학회 학술발표논문집, 2013 권, 2 호,
- 천미림·김창수(2011), “CSR의 지속성이 CSR과 재무성과의 관계에 미치는 영향”, 회계정보연구 29(3), (9월): 351-374.
- 천미림·유재미(2013), “기업의 사회적 책임활동이 기업 재무성과에 미치는 영향”, 경영학연구 42(5), (10월): 1159-1185.
- 최운열·이호선·홍찬선(2009), “기업의 사회적 공헌활동이 기업가치에 미치는 영향: 기부금 지출을 중심으로”, 경영학연구 38(2), (4월): 407-432.
- 한경희·이계원(2013), “기업의 사회적 책임활동에 따른 이익지속성과 기업가치”, 기업경영연구 20(6), (12월), 한국기업경영학회: 251-272.
- 한정희·남화영(2013), “기업의 사회적 책임활동이 타인자본비용에 미치는 영향: 기업특성을 중심으로”, 대한경영학회지 26(9), (9월): 2253-2274.
- Barnea A., and A. Rubin. 2006. “Corporate Social Responsibility as a Conflict between Shareholders”. Working paper. University of Texas at Austin.
- Becchetti, L., Ciciretti, R. and Hansan, I. 2007. “Corporate Social Responsibility and Shareholder's Value: An Event Study Analysis.” Federal Reserve Bank of Atlanta. Working Paper.
- Brammer, S. and Millington, A. 2006. “Firm Size, Organizational Visibility and Corporate Philanthropy: An Empirical Analysis. Business Ethics” A European Review 15(1): 6-18.
- Campbell, J. L. 2004. “Institutional Change and globalization.” Princeton Univ. Press.
- Campbell, J. L. . 2007. “Why Would Corporations Behave in Social Responsible Ways? An Institutional Theory of Corporate Social Responsibility.” Academy of Management Review 32(3): 946~967.

- Carroll, A. 1979. "A Three-dimensional Conceptual Model of Corporate Performance." *The Academy of Management Review* 4(4): 497-505.
- Carroll, A. 1991. "The Pyramid of Corporate Social Responsibility : Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders." *Business Horizons* 34 : 39-48.
- Choi, J. S., Kwak, Y. M., Choe, C. W. 2010. "Corporate Social Responsibility and Corporate Financial Performance: Evidence From Korea. " *Australian Journal*
- Graham, J. R., M. Hanlon, T. Shevlin, and N. Shroff, 2014, "Incentives for tax planning and avoidance: Evidence from the field ", *The Accounting Review* 89(3), (May): 991-1023.
- Godfrey, P. C., 2005, "The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: A risk management perspective", *Academy of Management Review* 30(4), (October): 777-798.
- Godfrey, P. C., C. B. Merrill, and J. M. Hansen, 2009, "The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis," *Strategic Management Journal* 30(4), (April): 425-445.
- Ghoul, S. E., O. Guedhami, C. C. Y. Kwok, and D. R. Mishra, 2011, "Does corporate social responsibility affect the cost of capital?", *Journal of Banking and Finance* 35(9), (September): 2388~2406.
- Hoi, C. K., Q. Wu and H. Zhang, 2013, "Is corporate social responsibility(CSR) associated with tax avoidance? Evidence from irresponsible CSR activities", *The Accounting Review* 88(6), (November): 2025-2059.
- Hsiang-Lin Chih, Hsiang-Hsuan Chih, Tzu-Yin Chen, 2009 "On the Determinants of Corporate Social Responsibility: International Evidence on the Financial Industry", *Journal of Business Ethics* April 2010, Volume 93, Issue 1, pp 115-135
- Jamie R. Hendry(2005) "Stakeholder Influence Strategies: An Empirical Exploration" *Journal of Business Ethics* Volume 61, Issue 1, pp 79-99
- Knoll, M. 2002. "Ethical Screening in Modern Financial Markets : The Conflicting Claims Underlying Socially Responsible Investment. " *The Business Lawyer* 57 : 681-726.
- Vanessa Magness,(2006) "Strategic posture, financial performance and environmental disclosure: An empirical test of legitimacy theory", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*
- Mishra, S. and S. B. Modi, 2013, "Positive and negative corporate social responsibility, financial leverage, and idiosyncratic risk", *Journal of Business Ethics* 117(2), (October): 431-448.
- Oliveira et al., 2013. "Stakeholder Theory and the Voluntary Disclosure Intellectual Capital Information". *Caspian Journal of Applied Sciences Research*, 2(3), pp.75-93
- Pava. M., and J. Krausz. 1996. "The Association between Corporate Social Responsibility and Financial Performance : The Paradox of Coaxial Cost". *Journal of Business Ethics* 15 : 321-357.
- Waddock, S. A. and Graves, S. B. 1997. "The Corporate Social Performance-Financial Performance Link". *Strategic Management Journal* 18(4): 303-319