

사회적 책임(CSR)이 기업 성과에 미치는 영향: 중국에서 광고집중도와 환경오염도의 조절 효과를 중심으로

황지연
연세대학교 경영대학 박사과정

곽주영
연세대학교 경영대학 교수

The Effects of Corporate Social Responsibility on the Firm Performance: The Moderating Effects of Advertising Intensity and Environmental Pollution in China

Zhijuan Huang^a, Jooyoung Kwak^b

^a School of Business, Yonsei University, South Korea

^b School of Business, Yonsei University, South Korea

Received 28 February 2023, Revised 18 March 2023, Accepted 25 March 2023

Abstract

Purpose - The purpose of this study is to investigate the effect of corporate social responsibility (CSR) on firm performance in China, plus the moderating effects of advertising intensity and environmental pollution.

Design/methodology/approach - We analyzed our dataset that consists of 188 public Chinese firms drawn from the Shanghai and Shenzhen exchanges during 2010-2020.

Findings - Based on the stakeholder theory and signaling theory, we proposed the positive relationship between the CSR level and the firm performance. Further, we configured consumers and the government as major stakeholders in China, suggesting positive moderating effects of advertising intensity and environmental pollution, respectively.

Research implications or originality - The results show that the CSR level increases the firm performance. The advertising intensity positively moderates the relationship between the CSR level and the firm performance, but there was no significant moderating effects of environmental pollution. The findings confirm the importance of consumers for the CSR stakeholders. While the Chinese government strongly reinforces environmental regulation, CSR itself does not seem to be the fine-aligned action prioritized for mitigating environmental pollution.

Keywords: Corporate Social Responsibility, Firm Performance, Advertising Intensity, Stakeholders, China

JEL Classifications: K39, L50, O38, P37

^a First Author, E-mail: hjy017@yonsei.ac.kr

^b Corresponding Author, E-mail: jooyoung.kwak@yonsei.ac.kr

© 2023 The Institute of Management and Economy Research. All rights reserved.

I. 서론

중국은 지난 수십 년간 빠른 경제 성장을 이루어 현재 경제 규모는 글로벌 2위가 되었다. 그러나 성장이 라는 결과에만 치우치다 보니 기업이 사회와 환경에 미치는 부정적 영향을 고려하지 않게 되어 많은 문제가 발생하였다. 중국 정부는 2000년대 중반 이후부터, 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility, 이하 CSR)을 일종의 제도적 규제로 만들었다 (Hofman et al., 2017). 정책적 압력이 되면서 중국에서는 CSR이 중국적 특색으로서 과연 정치적 전략(Political strategy)인지 아니면 서양처럼 기업 윤리로 보아야 하는지에 관한 토론이 시작되었다. 이와 동시에 CSR을 지속해서 실행하기 위하여 학자들은 CSR과 기업성과와의 관계를 찾기 시작하였다.

일반적으로 CSR-성과 관계는 주로 이해관계자 이론(Stakeholder theory), 자원 기반 이론(Resource-based theory), 시그널링 이론(Signaling theory)로 설명되었다. 우선 이해관계자 이론은 기업이 주주, 직원, 소비자, 정부, 지역사회, 환경 옹호자를 포함한 다양한 이해관계자와 관계를 맺고 있으므로 기업이 CSR을 통해 이해관계자와의 관계를 개선하여 사회적 비용을 줄임으로써 기업의 이익이 증가한다고 한다(Cheng et al., 2014; Freeman, 1994; Parmar et al., 2010). 또 자원기반 이론에 따르면 기업의 CSR 투자는 기업의 무형 자원인 평판(Reputation)을 제고시킴으로써 성과를 개선할 수 있다(Branco & Rodrigues, 2006; Litz, 1996; McWilliams & Siegel, 2011). 시그널링 이론은 CSR 성과가 높은 기업은 시장에서 투자자들에게 기업이 우수한 능력을 갖추고 있다는 긍정적인 신호를 전달하여 경쟁기업과 차별화함으로써 기업에 이익을 창출할 수 있다고 한다(Cheng et al., 2014; Spence, 1973; Su et al., 2016). 종합하면, 이들 이론은 기업의 CSR은 성과를 높인다는 주장으로 수렴된다.

그러나 실증 결과는 매우 복잡하다. CSR은 기업 성과를 높일 수도 있으며(Luo & Bhattacharya, 2006; Michelon et al., 2013; Kim et al., 2018), 감소시킬 수도 있다(Campos Lima et al., 2011; Moore, 2001). 혹은 관계가 없다는 결과도 있으며(Aupperle et al., 1985; Mahoney & Roberts, 2007) 그 관계가 비선형적인 형태로 존재할 수도 있다(Balabanis et al., 1998; Barnett & Salomon, 2006; Wang et al., 2016). 이렇게 관계가 일치되지 않은 이유로는 이론적으로는 중요한 이해관계자와 실제로 중요한 이해관계자가 불일치(Wood & Jones, 1995)되거나 실제로는 수익성에 영향을 미칠 수 있는 중요한 결정 요인을 고려하지 못하거나(McWilliams & Siegel, 2001), CSR이 기업 성과에 미치는 채널이 이론과 다를 가능성(Servaes & Tamayo, 2013)이 있다.

선진국과 비교하였을 때 중국과 같은 신흥시장에서 CSR은 최근 10년을 전후하여 등장한 관심사이다(Cheng et al., 2016). 관련 연구들은 실적이 좋은 기업들이 실적이 나쁜 기업들에 비해 CSR 활동을 더 많이 공개하고 더 높은 품질의 CSR 보고서를 공표하였다고 한다(Cheung et al., 2012; Li et al., 2013; Cheng et al., 2016; Kuo et al., 2018). 해외에 상장된 기업과 수익성이 더 높은 기업이 시장에서 CSR 투자에 대한 보상을 받았으며(Chung et al., 2012), CSR 이행은 초기 비용이 필요하다는 점에서 CSR과 기업성과의 관계는 단기적으로 부정적이나 장기적으로는 긍정적 관계이다.

CSR을 적극적으로 하는 기업일수록 소비자에게 높은 신뢰를 얻거나(Vlachos et al., 2009), 소비자 만족도를 높이거나(Luo & Bhattacharya, 2006) 제품 가격에 대한 민감도를 낮춘다(Baron, 2001). 또 구매 의도를 자극해 기업 매출을 증가시킨다(McWilliams & Siegel, 2001). 따라서 CSR의 이행은 비용이 들지만 기업이 CSR을 통하여 이해관계자와의 관계를 개선함으로써 궁극적으로는 보상 효과를 기대할 수 있다(Barnett, 2007). 이러한 현상은 중국에서도 보고된다(Cheng et al., 2016; Hu et al., 2018).

그리고 이 과정에서 기업은 광고를 통해 CSR과 관련한 기업과 소비자 간의 정보 비대칭을 줄이는 방식으로 기업의 성과를 제고할 수 있다(McWilliams & Siegel, 2001; Servaes & Tamayo, 2013). 이렇듯 광고 집중도는 기업 성과에 대한 조절 효과를 발생시킬 수 있으나 지금까지 중국과 관련해서는 정부의 소유구조(Hu et al., 2018) 혹은 연구개발(Jia, 2019) 등의 한정적인 조절 변수만 사용된 경향이 있다.

환경오염도도 기업의 CSR에 영향을 미친다. 특히 개도국의 경우 성장과 환경보호 중 하나를 선택해야

하는 딜레마가 있다(Wang et al., 2021). 중국은 발전을 지속하기 위하여 『청정생산촉진법(2012)』 그리고 『대기오염방지법(2018)』을 포함한 일련의 환경보호와 관련된 법과 규정을 제정하였고, 이에 따라 환경 오염도가 높은 기업은 CSR을 이행할 때 정당성을 유지하기 위하여 다른 기업에 비해 환경보호와 관련된 정보를 더 많이 공개해야 한다(Cho & Patten, 2007). 따라서 환경오염의 수준이 높은 기업은 사회적 정당성을 인정받기 위하여 CSR 보고에 더욱 주력하여 정부의 정책을 따르고 있다는 신호를 시장에 전달한다(Kuo et al., 2012).

따라서 본 연구는 중국에서 CSR은 기업 성과에 영향을 미치는지, 그리고 주요 이해관계자인 소비자와 정부의 어떤 요소들이 CSR-기업 성과를 조절하는지를 분석하였다. 이를 위하여 2010년부터 2020년까지 11년 동안 중국의 심천, 상해 거래소에 상장된 188개 중국 기업을 대상으로 Hexun, CSMAR, WIND에서 데이터를 수집하여 STATA 16을 사용하여 고정효과를 분석하였다. 분석 결과, CSR은 기업 성과를 제고시키며 광고집중도는 (+)의 조절 효과를 보이지만 산업 내 환경오염도는 유의미한 조절 효과를 발견하지 못하였다.

따라서 본 연구는 기업이 주요 이해관계자인 소비자와 정부의 기대에 근거하여 CSR을 이행하였을 때, 어떻게 기업 성과에 영향을 미치는지를 제시하는 것을 목표로 한다. 이를 통해 선행연구를 보완하여 상대적으로 덜 다루어졌던 조절 변수에 대해서 분석하였다. 또, 중국의 CSR과 기업 성과를 다룬 연구들은 단일 산업 혹은 특정 범위의 산업을 선정하여 연구하였지만, 이 논문은 중국의 A주 상장기업이 포함된 대부분 산업의 기업을 대상으로 연구하였기에 기존의 CSR과 기업 성과와 관련된 연구를 진일보하여 보완하는 기대효과가 있다.

본 논문은 다음과 같이 구성하였다. 다음 장에서는 이론적 배경을 소개하면서 가설을 제시하고 그 후 자료의 수집, 분석 방법 그리고 변수의 측정과 관련된 연구 방법을 설명한다. 그리고 실증분석 결과를 보고하고 논문의 전체적 요약과 연구 결과에 따른 토론, 연구의 시사점 및 한계점을 살펴보고자 한다.

II. 가설

1. CSR과 기업 성과와의 관계

시그널링 이론은 정보의 수신자에게 더 많은 정보를 전달하여 비대칭을 줄이는 것을 중시하는데(Connelly, 2011; Spence, 1973) 이 이론에 따르면 제품과 서비스에 대한 객관적인 정보 외 해당 기업이 신뢰도에 대한 정보를 CSR을 통하여 간접적으로 전달할 수 있다고 한다(Su et al., 2016). 그러나 기업에 대한 사회의 기대는 시장마다 다르므로(Campbell, 2007; Yin & Zhang, 2012) CSR과 기업 성과의 관계 역시 선형(Cheng et al., 2014)이나 비선형(Wang et al. 2016) 등 다양하게 나타났으며 심지어 부정적인 관계(Balabanis et al., 1998)나 관계없다(Aupperle et al., 1985; Mahoney & Roberts, 2007)는 결과도 존재한다. 이에 기업 성과에 영향을 미치는 주요 이해관계자를 중심으로 분석해야 한다는 주장이 제기되었다(Jones, 1995; Barnett, 2007; Aguinis and Glavas, 2012).

이해관계자는 “기업의 목표 달성에 영향을 미치거나 영향을 받을 수 있는 모든 그룹 또는 개인”으로서 보통 주주, 소비자, 직원, 공급자, 지역사회, 정부 등이 해당한다(Freeman, 1984). 경영은 결국 기업-이해관계자 상호작용이기 때문에 기업은 다양한 이해관계자의 이익과 요구사항을 균형 있게 다루어 필요한 니즈를 파악하고 경쟁우위를 창출한다(Harrison et al., 2010; Rowley & Berman, 2000). 이 과정에서 기업과 이해관계자는 신뢰를 구축하는데, 만약 그렇지 못하면 기업은 성장을 지속하기가 힘들어진다(Parmar et al., 2010).

중국의 경우, CSR에 관련한 이해관계자 중 가장 직접적인 대상은 정부이다. 정부는 제9차 5개년 계획(1996-2000)부터 CSR을 강조하였으며 2006년에는 기업법을 개정하여 CSR 의무를 입법화하였다. CSR에 대한 개념은 1990년대 중반부터 점차 중국에 진입한 외자기업이 주도적으로 소개하였다. 2006년 중국

정부는 “조화사회(Harmonious Society)”를 국정운영의 목표로 삼았는데, 조화사회는 국가가 경제 지향적 정책에서 사회 및 환경 문제에 관한 관심을 높여 경제 성장의 균형을 이루는 국가발전 정책으로 전환하는 것을 의미한다(See, 2009; Hofman et al., 2017). 이에 따라 자연스럽게 기업이 사회에 대한 책임이 있다는 의식이 등장하면서 CSR이 공식적으로 대두되었다. 1978년에 시작된 개혁 개방 이후 외자 기업의 중국 시장 진입이 폭발적으로 늘어났는데 특히 2001년 중국의 세계무역기구 가입 이후 다국적 기업들이 중국에서 사업을 대폭 확장하게 되면서 기업의 이익 극대화와 환경파괴 등 반자본주의 행태가 출현함에 따라 국내적 반성의 분위기에서 그 대책으로 CSR의 실천을 도입하게 되었다(Zu & Song, 2006).

정부만큼 중요한 이해관계자는 사회이다. 정부가 경제 성장을 위하여 사회와 환경 문제를 해결할 필요성을 계속 강조하면서 민간에서도 기업의 CSR에 대한 기대 수준이 높아졌으며 다국적 기업은 CSR 현지화를 추진하게 되었다(Wang & Juslin, 2009; See, 2009; Yin & Zhang, 2012). “조화사회”라는 레토릭이 부각되면서 개인주의적인 서구와 달리 중국의 CSR은 독특한 양상을 보인다. 즉, 주주의 부를 극대화할 것인지, 가치를 사회로 돌릴 것인지에 대해 중국에서는 기업이 후자에 방점을 두는 것이 명백하다(Hou & Li, 2014). 사회와 정부라는 거대 이해관계자가 존재하기 때문에, 중국에서는 CSR을 높은 수준으로 실천하면 정부와의 관계도 잘 유지하고 사회에서도 수용될 수 있어서 기업 성과가 제고될 것으로 예상된다.

H1: 중국에서는 CSR을 높은 수준을 실천할수록 기업 성과에 긍정적 영향을 미칠 것이다.

2. 광고집중도의 조절효과

이해관계자와 신뢰를 구축하기 위해서 신호를 보내는 행위와는 별도로 그 신호들은 이해관계자들에게 잘 도착해야 한다. 선행연구들은 예외 없이 신호의 ‘수용 여부’를 중시하면서도(McWilliams & Siegel, 2001; Rhou et al., 2016; Servaes & Tamayo, 2013) ‘오류적 수용’을 경계하였다(Connelly et al., 2011). 이에 따르면 기업은 정기적으로 CSR 정보를 공개하는 것 외에도 정보의 비대칭을 줄이고 역선택을 피하려면 광고를 해야 할 필요가 있다. 특히 CSR 실천 정보에 대한 수용을 강화하고 오류적 수용 가능성을 낮추려면 광고로 CSR 실천과 기업을 연계시키고 연결고리를 소비자들에게 강조해야 한다. 이러한 기제로 기업 제품의 구매력을 향상해 궁극적으로 기업성과를 높일 수 있다. 또 중국은 고맥락 문화(high-context culture)로 알려졌는데, 이러한 국가에서는 ‘봉사’, ‘헌신’, ‘사회적 혜택’, ‘공정함’ 등의 감정적 개념과 가치를 광고에 녹였을 때 광고의 효과가 더 크다(Zhou et al., 2005).

따라서 광고를 많이 활용하는 기업일수록 소비자에게 기업의 제품 뿐만 아니라 CSR 활동에 대한 인지도를 높일 수 있으며, 정보 비대칭을 줄임으로써 정보 환경을 개선하여, 기업에 이익을 창출할 수 있다. 또한 CSR을 장기적으로 이행하는 기업은 소비자에게 신뢰감을 줌으로써 기업 제품에 대한 구매 의도를 자극할 수 있다. 이에 다음과 같은 가설을 제시한다.

H2: 광고집중도는 CSR과 기업 성과의 관계를 강화할 것이다.

3. 환경오염도의 조절효과

이해관계자 이론은 기업의 사회적, 환경적 이행이 이해관계자의 요구에 부합될 때 기업에 자원과 정당성을 부여한다고 주장한다(Freeman, 1984; Jones, 1995). 중국에서는 국가의 강력한 개입으로 인해, 정부가 CSR의 핵심적인 이해관계자가 되었고, CSR은 주로 정부 지향성을 지니고 있다(Moon & Shen, 2010; Hofman et al., 2017). 정부 주도 계획경제이기 때문에 소비자 역시 정부 방침에 적극적으로 호응하는 기업에 정당성을 부여한다(Marquis & Qian, 2014). Marquis et al.(2011)는 중국의 선도기업들은 기회를 파악하기 위하여 정부가 정책의 사업적 함의를 분석하는데 많은 시간과 자원을 들인다고 하였다. 일반적으로 성장 중인 개도국에서는 산업화 드라이브가 강하기 때문에 환경규제가 강한 산업은 오염물질을 많이 배출해도 경제활동에서 중요하다고 인식되는 경향이 있다(Wang et al., 2019).

세계적으로 환경을 보호해야 한다는 인식이 확산되면서 투자자들은 경제적 이익 외에 기업의 생산활동이 환경에 미치는 영향에도 주목하고 있다(Wang et al., 2021). 중국은 급속한 경제 발전으로 인해 더욱 심각해지는 환경과피 문제를 완화하기 위하여 정부가 규제 정책을 반포하여 환경오염도가 높은 기업에 오염 배출 비용을 부과한다(Liu et al., 2020). 정부를 포함한 투자자들은 환경규제를 준수하지 않는 기업에 비해, 친환경적으로 운영하고 환경책임을 적극적으로 맡는 기업들을 선호한다(Henri, et al., 2016). 따라서 환경오염도가 높은 기업은 규제에 위반하지 않을 뿐 아니라 사회에서 기업의 정당성을 확보하기 위해 환경보호를 포함한 사회적 책임을 이행해야 하는 압력이 더욱 높다.

시그널링 이론에 의하면, CSR 이행은 이해관계자에게 지속가능한 발전에 대한 정보를 전달함으로써 환경보호와 사회적 책임을 위한 기업의 실제적인 활동을 나타낼 수 있다(Bae et al., 2018). 이에 따라 환경오염도가 높은 기업은 환경보호 규제에 따른다는 정보를 공개해야 한다(Marquis & Qian, 2014). 이렇듯 환경오염도가 높은 기업은 정당성을 유지하고 기업에 미칠 수 있는 부정적인 리스크를 줄이거나 방지하여 정부와의 좋은 관계를 유지하기 위하여 CSR에 전략적으로 많은 투자를 하는 경향이 있을 수 있다. 이에 근거하여 다음과 같은 가설을 제기한다.

H3: 환경오염도는 CSR과 기업 성과의 관계를 강화할 것이다.

III. 연구방법

1. 자료수집

2006년 9월과 2008년 5월에 선전과 상하이 두 거래소에서 상장하는 기업은 CSR 연간보고서를 공개할 것을 의무화하였고(Shenzhen Stock Exchange, 2006; Shanghai Stock Exchange, 2008), 2008년 1월 국무원도 중앙정부의 통제를 받는 국영기업은 반드시 CSR 보고를 공개하도록 하였다(State-owned Assets Supervision and Administration Commission of the State Council, 2008). 이는 서구에서 기업들이 법과 규제의 준수보다는 공공복지의 개선을 위하여 자발적인 참여하는 방향으로 CSR이 확산된 것과는 다르다(Hou & Li, 2014).

본 연구는 2010년부터 2020년을 기간으로 중국 A주 상장기업 188 개사를 대상으로 균형 패널데이터를 사용한다. 상장기업의 재무와 기업 데이터는 CSMAR과 WIND 데이터베이스에서 얻었고 CSR 성과는 선행연구(Su et al., 2022)를 따라 중국 상장기업의 CSR 성과를 평가하는 독립 전문기관인 중국 허션 웹사이트(<http://www.hexun.com>)에서 얻었다. 188 개사의 11년간의 데이터 중 CSR 성과와 기업성과가 0보다 낮은 기업, ST 기업, 금융과 보험산업 그리고 일부 데이터 결측치는 제외하여 최종적으로 188개 중국 상장기업의 2,068개 관측치가 표본으로 완성되었다.

2. 변수의 측정

- 종속 변수: 기업 성과는 자산수익률(Return on Assets, ROA)이 기업의 총자산 대비 순이익의 비율로 측정되고 이는 특정 회계연도 동안 자산을 이용하는 기업의 운영과 재무적 효율성을 나타내어 (Yoon & Chung, 2018), 이는 CSR과 기업 성과와 관련된 연구에 사용되고 있다(Inoue & Lee, 2011; Kang et al., 2010). 따라서 본 연구는 연속변수인 ROA를 종속변수로 사용하였다.
- 독립 변수: CSR은 주주, 직원, 공급자 고객 및 소비자, 환경, 사회에 대한 책임으로 구분되어 세부적으로 13개의 2차 지표와 37개의 3차 지표가 있다. 그 중 주주에 대한 책임 30%, 직원에 대한 책임 15%, 공급자 고객 및 소비자 권익에 대한 책임 15%, 환경적 책임 20% 그리고 사회적 책임은

20%가 포함한다. 이 논문은 Hu et al.(2018)에 근거하여 이 다섯 영역의 총점을 독립 변수로 사용하였다.

- 조절 변수: 광고집중도는 기업이 총 매출액에 비해 광고비용을 얼마나 사용하였는가를 의미하며 Lee et al.(2013)을 따라서 광고비용 대비 매출액으로 측정했다. 데이터는 중국의 WIND데이터베이스에서 얻었다. 또 환경오염도는 Wang et al.(2021)를 참고하여 기업이 위치한 지역의 폐수 배출량으로 측정하였다. 데이터는 중국의 CSMAR 데이터베이스에서 얻었다.
- 통제변수: 본 연구에서는 CSR에 영향을 미칠 것으로 예상되는 기업규모(로그자산), 기업연령, 기업부채율, 현금유동성 및 기업성장성과 같은 기업 차원의 통제변수와 지역 경제 발전도, 소비재 여부, 산업 더미 변수와 연도 더미 변수 등 비 기업 변수를 통제변수로 사용하였다.

우선, 기업의 규모는 총자산의 자연로그로 측정하였다. 규모가 큰 기업은 규모가 작은 기업보다 자원의 확보 역량이 상대적으로 높아서 사회적 책임을 다할 수 있는 능력을 보장할 수 있다. 따라서 규모가 큰 기업은 기업의 좋은 평판과 지속가능한 발전을 유지하기 위하여 사회적 책임을 더 잘 이행하도록 노력할 가능성이 크다. 기업의 연령은 기업의 설립 연도부터 2020년까지의 기간으로 측정하였다. 그리고 기업의 부채율은 기업의 부채정도를 나타내는 변수로서 기업의 부채가 많을수록 사용할 수 있는 현금흐름이 적어지므로 사회적 책임을 이행하기 어려울 수 있다. 따라서 기업의 부채율을 변수로 통제하였다. 그리고 현금유동성은 기업이 운영을 위해 사용된 현금흐름을 나타냄으로 현금의 유동성이 높을수록 재무상황이 좋다는 것을 의미하여 기업의 장기적 발전에 부정적 영향을 미칠 수 있는 기회주의 행동을 방지할 가능성이 크다. 따라서 현금유동성을 통제변수로 사용하였다. 기업의 성장성은 기업이 생존하고 발전하는 능력을 반영한다. 성장률이 높은 기업이 상대적으로 사회적 책임을 짊어질 가능성이 더 높기에 본 논문은 성장률(%)을 기업의 성장성으로 통제하였다.

또한 중국의 성(省)급 수준의 시장의 크기를 통제하기 위하여 지역 경제 발전 정도를 나타내는 지역의 1인당 GDP로 측정한다(Li & Zhang, 2010). 그리고 기업의 영향력 외에 연도 더미 변수와 소비재 산업더미도 통제변수에 포함하였다. Liu & He(2020), Eichengreen et al.(2004)의 선행연구에 근거하여 자동차제조업, 기타제조업, 금속제품업, 농업과 부(副)업 식품 가공업, 목재 가공 및 기타 제품업, 섬유업, 식품제조업, 의약품 제조업, 제지 및 종이 제품업, 술과 음료 및 정제차 제조업을 소비재 산업으로 설정하였다.

IV. 실증분석

1. 기초통계량과 상관관계분석

Table 1. 기초통계량과 상관관계표(N=2,068)

변수	평균	표준 편차	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
(1)기업성과	0.057	0.044	1.000											
(2)CSR	29.782	16.379	0.289**	1.000										
(3)광고집중도	0.012	0.033	0.297**	0.124***	1.000									
(4)환경오염도	0.770	1.311	0.035	0.058***	0.041*	1.000								
(5)로그자산	22.418	1.201	-0.151***	0.228***	-0.008	0.067***	1.000							
(6)기업부채율	0.425	0.198	-0.411***	0.060**	-0.193***	0.049**	0.575***	1.000						
(7)현금유동성	0.058	0.074	0.468***	0.136***	0.178***	0.008	-0.069***	-0.246***	1.000					
(8)기업연령	17.404	5.864	-0.185***	-0.065***	-0.058***	0.024	0.358***	0.289***	-0.052**	1.000				
(9)기업성장성	-0.026	2.050	0.021	0.032	-0.029	0.000	0.066***	0.064***	0.081***	0.048**	1.000			
(10)지역경제발전도	10.997	0.434	-0.062***	-0.103***	0.002	0.008	0.155***	0.001	0.040*	0.265***	0.084***	1.000		
(11)소비재더미	0.246	0.431	0.252***	0.044**	0.368	0.009	-0.074**	-0.239***	0.234***	-0.102***	-0.029	-0.039*	1.000	
(12)연도	2015.000	3.163	-0.133***	-0.222***	0.049**	-0.024	0.369***	0.051**	0.060***	0.539***	0.073***	0.560***	-0.003	1.000

주: ***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1

본 연구는 Stata 16을 사용하여 분석하였다. 188개 기업의 11년 자료로 균형패널데이터(balanced panel data)이다. 본 연구는 변수간 선형결합인 모델을 가정하였다. 하우스만 검정을 진행한 결과, 본 연구는 고정효과(Fix Effect)모델을 사용하여 연구를 진행하였다. <Table 1>은 이 논문에서 사용된 변수인 모든 변수들에 대한 기초통계량을 제시한다. 통제변수인 로그자산과 기업부채율, 혹은 연도와 소비재 더미, 연도와 지역 경제 발전도를 제외하면 모두 적절한 상관관계 수준을 나타내었다. 본 논문에서 사용되는 변수들의 다중공선성의 여부를 확인하였는데, 측정치가 다중공선성의 기준인 0.7을 초과하지 않기에 그 문제는 배제하였다.

2. 가설 검증 결과

가설검증을 위해 실시한 균형 패널데이터 분석 결과는 <Table 2>에서 제시되어 있다. 총 4개의 Model 을 사용하여 분석하였다. <Table 2>에 있는 값들은 비표준화 계수이고 괄호 안에 있는 값들은 t 값으로 이를 유의수준 0.01, 0.05, 0.1로 하여 통계적 유의성을 검증하였다. 조절 효과를 제외한 주효과를 Model 1에서 먼저 보고, 그 후에는 조절 변수간 상관관계가 유의하기 때문에 조절 변수를 하나씩 넣어서 분석 결과를 Model 2와 Model 3에서 본 후에는 모든 변수를 넣어서 검증하였다.

우선, Model 1은 광고집중도, 환경오염 외 8개의 통제변수를 사용하여 주효과인 CSR이 기업 성과에 미치는 영향을 검증하였다. Model 1에서 CSR 계수는 정의 부호이며 유의하여(Coef.=.0005, p<.01) CSR 수준이 높을수록 기업 성과에 긍정적 영향을 미칠 것이라는 가설 1이 지지되었다. 이렇게 보았을 때 중국에서는 기업이 CSR에 더 많이 투자할수록 이는 궁극적으로 보상이 되어 기업 성과를 향상할 수 있다.

다음으로, Model 2는 조절 변수인 광고집중도를 더하여 광고집중도가 CSR과 기업 성과의 관계에 미치는 조절 효과를 분석하였다. 광고집중도 계수는 정의 부호이며 유의하여(Coef.=.0035, p<.05) 광고 집중도가 CSR과 기업 성과의 관계를 정의 방향으로 조절한다는 가설 2가 지지가 되었다. 즉, CSR 성과가 높은 기업은 광고를 통하여 회사를 널리 알릴수록 기업 성과를 높였다.

마지막으로 Model 3은 광고집중도 대신에 조절 변수인 산업 내 환경오염이 CSR과 기업 성과 간의 관계에 미치는 조절 효과를 확인하고자 분석을 진행한 것이다. Model 3의 결과가 유의하지 않게 나타나 (Coef.=.0000, p>.1) 환경오염도의 조절 효과를 발견하지 못했다.

Table 2. 균형 패널분석 결과

	모델 1	모델 2	모델 3	모델 4
기업사회적책임	0.0005*** (0.0000)	0.0005*** (0.0001)	0.0006*** (0.0001)	0.0005*** (0.0001)
광고집중도	-0.0554 (0.0226)	-0.1470*** (0.0512)	-0.0555 (0.0340)	-0.1460*** (0.0512)
환경오염도	-0.0006 (0.0005)	-0.0006 (0.0005)	-0.0011 (0.0010)	-0.0011 (0.0010)
기업사회적책임* 광고집중도		0.0035** (0.0015)		0.0034** (0.0015)
기업사회적책임* 환경오염도			-0.0000 (0.0000)	-0.0000 (0.0000)
로그자산	0.0018 (0.0017)	0.0019 (0.0017)	0.0018 (0.0017)	0.0019* (0.0017)
기업부채율	-0.0577*** (0.0074)	-0.0579*** (0.0074)	-0.0576*** (0.0074)	-0.0578*** (0.0074)

현금유동성	0.1100*** (0.0095)	0.1100*** (0.0094)	0.1100*** (0.0095)	0.1100*** (0.0095)
기업연령	-0.0017*** (0.0006)	-0.0016** (0.0006)	-0.0017*** (0.0006)	-0.0016** (0.0006)
기업성장성	0.0008*** (0.0003)	0.0008*** (0.0003)	0.0008*** (0.0003)	0.0008*** (0.0003)
지역경제발전도	-0.0024 (0.0072)	-0.0028 (0.0072)	-0.0024 (0.0072)	-0.0028 (0.0072)
소비재더미	-0.0190 (0.0196)	-0.0191 (0.0195)	-0.0190 (0.0196)	-0.0191 (0.0195)
상수	0.0838 (0.0756)	0.0870 (0.0755)	0.0836 (0.0756)	0.0869 (0.0755)
N	2,068	2,068	2,068	2,068
R ²	0.213	0.216	0.213	0.216
F-Statistics	26.53***	25.56***	25.21***	24.34***
연도더미	넣음	넣음	넣음	넣음

***p < 0.01, **p < 0.05, *p < 0.1

그리고 내생성 문제를 해결하기 위하여 강건성분석(Robustness Check)을 1년 지연(lagged)된 종속변수(ROA)를 사용하여 실시하였다. 분석 결과 <Table 2>와 같이 가설 1과 가설 2가 지지되었으며 결과는 <Table 3>에 제시하였다.

Table 3. 지연된 균형 패널분석 결과

	Coef.	p		Coef.	p
기업사회적책임	0.0004***	0.0001	기업부채율	-0.0624***	0.0084
광고집중도	-0.1030*	0.0538	현금유동성	0.0488***	0.0107
환경오염도	0.0019*	0.0011	기업연령	-0.0046*	0.0026
기업사회적책임*	0.0026*	0.0015	기업성장성	-0.0104***	0.0028
광고집중도			지역경제발전도	-0.0014	0.0079
기업사회적책임*	-0.0000	0.0000	소비재더미	-0.0190	0.0268
환경오염도			상수	-0.0200	0.1130
로그자산	0.0091***	0.0019			
N				1,880	
R ²				0.157	
F-Statistics				15.53***	
연도더미				넣음	

***p < 0.01, **p < 0.05, *p < 0.1

V. 결론

본 연구는 중국 상장기업의 CSR과 기업 성과의 관계를 이해관계자 이론과 시그널링 이론에 기반하여 가설을 제시하고 실증 분석하였다. 본 연구는 2010년부터 2020년까지 중국 상장기업의 188 개사를 대상으로 분석하였으며 분석 결과 CSR의 수준은 기업 성과에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 광고집중도는 정의 방향으로 CSR-기업 성과 관계를 조절하였으나 환경오염도는 유의미한 조절 효과를 발견하지 못하였다.

이해관계자 이론과 시그널링 이론에 따르면 이해관계자는 기업에 필요한 자원을 제공하여 기업의 경쟁력을 유지하게 하지만, 기업과 이해관계자 사이에 신뢰와 협력을 기본으로 하는 좋은 관계는 장기적인 관계를 지향함으로 이는 경쟁자가 모방하거나 대체하기 어렵다. 따라서 CSR에 장기적으로 투자하는 기업에서는 이해관계자에게 기업의 긍정적 이미지를 전달하여 장기적인 관계를 지향하게 한다. 이는 이해관계자로부터 기업이 필요한 자원을 확보하게 하는 것과 동시에 경쟁우위를 유지하여 궁극적으로 기업 성과의 향상을 이루게 할 수 있다.

기업의 주요 이해관계자인 소비자의 요구와 기대에 관심을 기울여 소비자의 기대에 부응함으로써, 소비자와 좋은 관계를 유지하면, 기업 제품의 구매 의도를 자극할 수 있고, 구매력을 향상해 기업 성과를 높인다. 그러나 만약 소비자가 인식을 못 하면 CSR 투자는 이익을 창출하기 힘들 수 있다. 따라서 CSR 성과가 높은 기업은 광고 홍보를 많이 할수록 소비자에게 기업의 제품과 CSR 활동에 대한 인지도를 높여 불안정한 시장환경에서도 소비자의 충성도를 높임으로써 기업에 이익을 도모한다. 그리고 CSR을 장기적으로 이행하는 기업은 소비자에게 신뢰감을 줌으로써 기업 제품에 대한 구매 의도를 자극할 수 있다. 이는 CSR을 단기적으로 이행하는 기업보다 이해관계자들에게 기업의 긍정적인 이미지를 전달하고 경쟁우위를 형성하여 궁극적으로 기업 성과의 향상을 이룰 수 있다.

정부는 기업이 경쟁우위를 이루고 유지할 수 있는 중요한 자원을 통제하고, 특히 중국은 국가가 CSR 이행을 촉진하는 데에 절대적인 역할을 하고 있다. 특히 상장기업과 국영기업에서는 중앙정부로부터 직접적인 압력을 받기 때문에(Hofman et al., 2017) 중국 정부가 기업에게 CSR의 정당성과 중요성을 적극적으로 전달하면 기업에서는 CSR을 전략적으로 이행하여야 하는 필요성이 있다(Marquis & Qian, 2014). 따라서 환경오염도가 높은 기업은 법적 규제 정책에 따라 환경보호 관리에 투자함으로써 정당성을 유지하고 리스크를 줄여 기업 성과에 미칠 수 있는 부정적 영향을 최대한 완화할 수 있다.

본 연구의 목적은 기업이 주요 이해관계자인 소비자와 정부의 기대에 근거, CSR 이행이 어떻게 기업 성과에 영향을 미치는지를 제시하는 것이다. 본 연구는 CSR과 기업 성과의 관계의 설명에 사용되는 이해관계자 이론에 더해 시그널링 이론을 바탕으로 광고집중도와 환경오염도가 이러한 관계에 미치는 영향을 분석함으로써 선행연구를 보완하고자 하였다.

또한 본 연구는 환경오염도가 중국에서는 CSR과 기업 성과의 관계에 별로 영향을 미치지 않다는 것을 발견하였다. 이는 환경오염의 정도가 기업의 의사결정에 미치는 영향이 없다고 해석할 수 있지만 한편으로는 중국에서 CSR은 환경오염도가 아닌 전방위적 제도압력으로 강조되고 있다고도 해석할 수 있다. 혹은 환경오염도가 높은 기업은 사회 영역에 초점을 둔 CSR 행위가 아니라 기술적으로 오염도를 감소시킬 수 있는 연구개발에 매진할 수도 있다. 복수의 가능성이 있으나 본 연구는 환경오염도 자체는 기업의 CSR-성과 관계를 조절하지는 않는다는 것을 발견하였다.

본 연구는 다음과 같은 몇 가지의 한계점을 가지고 있다. 첫째, 본 연구에서는 기업의 이해관계자 중에서 소비자와 정부를 고려하여 광고집중도와 환경오염도, 이 두 가지 변수만 사용하였다. 후속 연구는 선행연구를 기반으로 하여 다른 이해관계자를 고려할 필요가 있다. 둘째, 본 연구에 대한 기간은 11년을 걸친 것으로, 상대적으로 길지만 포함된 기업의 수가 많지 않으므로 모든 산업이 포함되지 않았다. 후속 연구에서는 이 점이 보완되기를 기대한다. 셋째, 중국은 세계화에 참여하게 되면서 국제적인 외부로부터 압력을 받아 CSR을 받아들이기 시작하였으나 CSR의 구체적인 이행에서 중국과 같은 일당 집권의 신흥국은 미국, 유럽과 같은 민주주의 국가와는 차이점이 있다. 따라서 중국에서 지역사회, NGO 그리고 노동조합 등 시민사회의 행위자들이 CSR 발전에 미치는 영향은 상대적으로 제한적이어서 이러한 제한적인 측면이 향후 중국의 CSR을 연구하는데 중요한 과제인지에 대해 앞으로 더 많은 논의가 필요할 것 같다고 생각한다. 넷째, 허쉬 데이터베이스를 사용하여 중국 상장기업의 CSR 성과를 측정하였으나 잠재적 CSR 지출에 대해서는 간과된 가능성이 있는 것으로 보인다. 따라서 본 연구의 실증분석에 사용된 데이터는 실제로 필요한 CSR 성과와 다를 수 있다는 한계점이 존재한다. 다섯째로 Tobin's q는 미래가치를 나타내는 재무 변수인데, 이를 성과변수로 설정하고 분석했을 때는 CSR이 유의하지 않았다. 이러한 한계점들을 보완하여 향후 연구에서 CSR과 기업성과간의 관계에 대하여 방법론이 보완된 연구를 기대한다.

References

- Aguinis, H. and A. Glavas (2012), "What we know and don't know about corporate social responsibility: A review and research agenda", *Journal of Management*, 38(4), 932-968.
- Aupperle, K. E., A. B. Carroll and J.D. Hatfield (1985), "An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability", *Academy of Management Journal*, 28(2), 446-463.
- Bae, S. C., K. Chang and H. C. Yi (2018), "Corporate social responsibility, credit rating, and private debt contracting: new evidence from syndicated loan market", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 50, 261-299.
- Balabanis, G., H. C. Phillips and J. Lyall (1998), "Corporate social responsibility and economic performance in the top British companies: are they linked?", *European Business Review*, 9, 25-44.
- Barnett, M. L. (2007), "Stakeholder influence capacity and the variability of financial returns to corporate social responsibility", *Academy of Management Review*, 32(3), 794-816.
- Barnett, M. L. and R. M. Salomon (2006), "Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance", *Strategic Management Journal*, 27(11), 1101-1122.
- Baron, D. P. (2001), "Private politics, corporate social responsibility, and integrated strategy", *Journal of Economics and Management Strategy*, 10(1), 7-45.
- Branco, M. C. and L. L. Rodrigues (2006), "Corporate social responsibility and resource-based perspectives", *Journal of Business Ethics*, 69, 111-132.
- Campbell, J. L. (2007), "Why would corporations behave in socially responsible ways? An institutional theory of corporate social responsibility", *Academy of Management Review*, 32(3), 946-967.
- Campos Lima, M. D. P. and A. M. Artiles (2011), "Crisis and trade union challenges in Portugal and Spain: between general strikes and social pacts", *Transfer: European Review of Labour and Research*, 17(3), 387-402.
- Cheng, B., I. Ioannou and G. Serafeim (2014), "Corporate social responsibility and access to finance", *Strategic Management Journal*, 35, 1-23.
- Cheng, S., K. Z. Lin and W. Wong (2016), "Corporate social responsibility reporting and firm performance: evidence from China", *Journal of Management & Governance*, 20, 503-523.
- Cheung, Y., K. Jiang and W. Tan (2012), "'Doing-good' and 'Doing-well' in Chinese publicly listed firms", *China Economic Review*, 23(4), 776-785.
- Cho, C. H. and D. M. Patten (2007), "The role of environmental disclosures as tools of legitimacy: A research note", *Accounting, Organizations and Society*, 32(7-8), 639-647.
- Connelly, B. L., S. T. Certo, R. D. Ireland and C. R. Reutzel (2011), "Signaling theory: A review and assessment", *Journal of Management*, 37(1), 39-67.
- Eichengreen, B., Y. Rhee and H. Tong (2007), "China and the exports of other Asian countries", *Review of World Economics*, 154, 201-226.
- Freeman, R. E. (1984), *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston, MA: Pitman.
- Freeman, R. E. (1994), "The politics of stakeholder theory: Some future directions", *Business Ethics Quarterly*, 4(4), 409-421.
- Harrison, J. S., D. A. Bosse and R. A. Phillips (2010), "Managing for stakeholders, stakeholder utility functions, and competitive advantage", *Strategic Management Journal*, 31(1), 58-74.
- Henri, J. F., O. Boiral and M. J. Roy (2016), "Strategic cost management and performance: The case of environmental costs", *The British Accounting Review*, 48(2), 269-282.
- Hofman, P. S., J. Moon and B. Wu (2017), "Corporate social responsibility under authoritarian capitalism: Dynamics and prospects of state-led and society-driven CSR", *Business & Society*, 56(5), 651-671.

- Hou, S. and L. Li (2014), "Reasoning and differences between CSR theory and practice in China, the United States and Europe", *Journal of International Business Ethics*, 7(1), 19-30.
- Hu, Y., S. Chen, Y. Shao and S. Gao (2018), "CSR and firm value: Evidence from China", *Sustainability*, 10(12), 4597.
- Inoue, Y. and S. Lee (2011), "Effects of different dimensions of corporate social responsibility on corporate financial performance in tourism-related industries", *Tourism Management*, 32(4), 790-804.
- Jia, X. (2020), "Corporate social responsibility activities and firm performance: The moderating role of strategic emphasis and industry competition", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(1), 65-73.
- Jones, T. M. (1995), "Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics", *Academy of Management Review*, 20(2), 404-437.
- Kang, K. H., S. Lee and C. Huh (2010), "Impacts of positive and negative corporate social responsibility activities on company performance in the hospitality industry", *International Journal of Hospitality Management*, 29(1), 72-82.
- Kim, K-H, M. Kim and C. Qian (2018), "Effects of corporate social responsibility on corporate financial performance: A competitive-action perspective", *Journal of Management*, 44(3), 1097-1118.
- Kuo, L., C. C. Yeh and H. C. Yu (2012), "Disclosure of corporate social responsibility and environmental management: Evidence from China", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 19(5), 273-287.
- Lee, K., W. Y. Oh and N. Kim (2013), "Social media for socially responsible firms: Analysis of Fortune 500's Twitter profiles and their CSR/CSIR ratings", *Journal of Business Ethics*, 118(4), 791-806.
- Li, W. and R. Zhang (2010), "Corporate social responsibility, ownership structure and political interference: Evidence from China", *Journal of Business Ethics*, 96, 631-645.
- Liu, Y. and J. He (2020), "A study on the characteristics of regional shifts in China's consumer goods manufacturing industry", *Regional Economic Review*, 1, 87-94.
- Liu, Z., Y. Cai and X. Hao (2020), "The agglomeration of manufacturing industry, innovation and haze pollution in China: Theory and evidence", *International Journal of Environmental Research and Public Health*, 17(5), 1670.
- Luo, X. and C. B. Bhattacharya (2006), "Corporate social responsibility, customer satisfaction, and market value", *Journal of Marketing*, 70(4), 1-18.
- Mahoney, L. and R. W. Roberts (2007), "Corporate social performance, financial performance and institutional ownership in Canadian firms", *Accounting Forum*, 31(3), 233-253.
- Marquis, C. and C. Qian (2014), "Corporate social responsibility reporting in China: Symbol or substance?", *Organization Science*, 25(1), 127-148.
- Marquis, C., J. Zhang and Y. Zhou (2011), "Regulatory uncertainty and corporate responses to environmental protection in China", *California Management Review*, 54(1), 39-63.
- McWilliams, A. and D. Siegel (2000), "Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification?", *Strategic Management Journal*, 21(5), 603-609.
- McWilliams, A. and D. Siegel (2001), "Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective", *Academy of Management Review*, 26, 117-127.
- McWilliams, A. and D. Siegel (2011), "Creating and capturing value: Strategic corporate social responsibility, resource based theory and sustainable competitive advantage", *Journal of Management*, 37, 1480-1495.
- Michelon, G., G. Boesso and K. Kumar (2013), "Examining the link between strategic corporate social responsibility and company performance: An analysis of the best corporate citizens", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20(2), 81-94.

- Moon, J. and X. Shen (2010), "CSR in China research: Salience, focus and nature", *Journal of Business Ethics*, 94(4), 613-629.
- Moore, G. (2001), "Corporate social and financial performance: An investigation in the U.K. supermarket industry", *Journal of Business Ethics*, 34, 299-315.
- Parmar, B. L., R. E. Freeman, J. S. Harrison, A. C. Wicks, L. Purnell and S. De Colle (2010), "Stakeholder theory: The state of the art", *Academy of Management Annals*, 4(1), 403-445.
- Rhou, Y., M. Singal and Y. Koh (2016), "CSR and financial performance: The role of CSR awareness in the restaurant industry", *International Journal of Hospitality Management*, 57, 30-39.
- Rowley, T. and S. Berman (2000), "A brand new brand of corporate social performance", *Business and Society*, 39(4), 397-418.
- See, G. K. H. (2009), "Harmonious society and Chinese CSR: Is there really a link?", *Journal of Business Ethics*, 89(1), 1-22.
- Servaes, H. and A. Tamayo (2013), "The impact of corporate social responsibility on firm value: The role of customer awareness", *Management Science*, 59(5), 1045-1061.
- Spence, M. (1973), "Job market signaling", *Quarterly Journal of Economics*, 87, 355-374.
- Su, W., M. W. Peng, W. Tan and Y. L. Cheung (2016), "The signaling effect of corporate social responsibility in emerging economies", *Journal of Business Ethics*, 134, 479-491.
- Vlachos, P. A., A. Tsamakos, A. P. Vrechopoulos and P. K. Avramidis (2009), "Corporate social responsibility: attributions, loyalty, and the mediating role of trust", *Journal of the Academy of Marketing Science*, 37(2), 170-180.
- Wang, M., G. Liao and Y. Li (2021), "The relationship between environmental regulation, pollution and corporate environmental responsibility", *International Journal of Environmental Research and Public Health*, 18(15), 8018.
- Wang, H., W. Lu, M. Ye, K. W. Chau and X. Zhang (2016), "The curvilinear relationship between corporate social performance and corporate financial performance: Evidence from the international construction industry", *Journal of Cleaner Production*, 137, 1313-1322.
- Wang, L. and H. Juslin (2009), "The impact of Chinese culture on corporate social responsibility: The harmony approach", *Journal of Business Ethics*, 88(3), 433-451.
- Wang, W., X. Z. Zhao, F. W. Chen, C. H. Wu, S. Tsai and J. Wang (2019), "The effect of corporate social responsibility and public attention on innovation performance: Evidence from high-polluting industries", *International Journal of Environmental Research and Public Health*, 16(20), 3939.
- Wood, D. J. and R. E. Jones (1995), "Stakeholder mismatching: A theoretical problem in empirical research on corporate social performance", *International Journal of Organizational Analysis*, 3(3), 229-267.
- Yin, J. and Y. Zhang (2012), "Institutional dynamics and corporate social responsibility(CSR) in an emerging country context: Evidence from China", *Journal of Business Ethics*, 111(2), 301-316.
- Yoon, B. and Y. Chung (2018), "The effects of corporate social responsibility on firm performance: A stakeholder approach", *Journal of Hospitality and Tourism Management*, 37, 89-96.
- Zhou, S., P. Zhou and F. Xue (2005), "Visual differences in U.S. and Chinese television commercials", *Journal of Advertising*, 34(1), 111-119.
- Zu, L. and L. Song (2009), "Determinants of managerial values on corporate social responsibility: Evidence from China", *Journal of Business Ethics*, 88, 105-117.

(인터넷 자료)

Shanghai Stock Exchange (2008), *Notice on Enhancing Social Responsibility Commitment of Listed Companies and Issuing "Guidelines on Environmental Information Disclosure of Listed Companies on Shanghai Stock Exchange"*. Available from http://www.sse.com.cn/lawandrules/sserules/listing/stock/c/c_20150912_3985851.shtml (accessed November 10, 2022)

- State-owned Assets Supervision and Administration Commission of the State Council (2008), Notice on the Issuance of “Guiding Opinions on the Fulfillment of Social Responsibility by Central Enterprises”. Available from <http://www.sasac.gov.cn/n2588030/n2588939/c4297490/content.html>(accessed November 21, 2022)
- Shenzhen Stock Exchange, 2006. Shenzhen Stock Exchange Releases “Guidelines on Social Responsibility of Listed Companies”. Available from http://www.szse.cn/aboutus/trends/news/t20060925_517525.html(accessed November 20, 2022)