

# KRX SRI Index 구성종목 신규편입 시점의 주가반응에 관한 연구

황성준<sup>1</sup>, 김동일<sup>1\*</sup>  
<sup>1</sup>부산대학교 경영학부

## Market Reaction for KRX SRI Index Revision

Seong-Jun Hwang<sup>1</sup>, Dong-Il Kim<sup>1\*</sup>

<sup>1</sup>Dept. of Business Administration, Pusan National University

**요약** 오늘날 급변하는 자본주의 사회에서는 어떠한 방법으로 자본투자를 하는 것이 더 많은 이익을 가져다 줄 것인지에 대한 관심이 높아지고 있다. 이러한 상황속에서 최근에는 기업의 윤리경영이 강조되면서 많은 기업들이 사회적 책임 활동을 실천해오고 있다. 이런 활동들이 단지 기업이 가져야할 의무에만 그치는 것이 아니라 기업의 궁극적인 목표인 이윤 극대화를 가져오고 사회와 경제의 발전에 기여하기 위한 방법이기도 하다. 또한 투자자들도 기업의 사회적 책임 활동에 대해 인식하고 투자에 반영하기 시작하였다.

본 연구에서는 국내의 자본시장에서 기업의 사회적 책임 투자의 수준을 나타내는 지수인 KRX SRI Index(사회책임투자지수)를 이용하여 KRX SRI Index에 신규로 편입된 기업의 주가행태를 연구해 해보고, 사회적 책임 투자가 우수한 기업이 투자자의 신뢰성 향상을 가져와 주가에 추가적인 효과가 나타나는지를 사건연구(Event Study)를 통해서 알아보려고 한다. 사건연구를 위해 비사건 기간을 사건일 전 120일간으로 설정하였고, 사건기간은 사건일 전 2일에서 사건일 후 2일까지 총 5일간으로 설정하여 연구를 진행하였다.

주요 실증분석 결과, 사회책임투자지수에 신규 편입은 시장에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 신규편입 공시일 전·후로 비정상수익률이 유의한 양(+)의 값을 보여주었다. 또한 공시시점 이후로 연속적으로 누적평균비정상수익이 상승하고 있음을 확인 할 수 있었다. 이러한 결과는 투자자들의 투자 판단 기준으로서 KRX SRI Index 편입 여부가 관련성 있는 정보로서의 역할을 하고 있음을 확인해 볼 수 있었다.

**Abstract** In today's fast-paced capitalistic society, a primary concern is whether to invest capital in any way to increase profits. In recent years, many companies have emphasized ethics and practiced corporate social responsibility activities. These activities are not only required to have at the end of the company. Bringing the ultimate goal of profit maximization is one way to contribute to the development of society and the economy. Investors are aware of corporate social responsibility activities and have begun to reflect this in their investments. We studied the behavior of a newly incorporated company's stock price on the KRX SRI Index using a scale that indicates the level of social responsibility for companies in the domestic stock market. Socially responsible investment involves an excellent company that looks out and looks for additional effects on the stock price of imports and improves the reliability of investors through an event study. The results show that the company we examined has a positive impact on the market. This study confirms the hypothesis that additional stock market reaction will occur when superior companies are newly incorporated in the KRX SRI Index and gain investors' trust. The results demonstrate that becoming a newly incorporated corporation in the KRX SRI Index is positive information to investors.

**Keywords** : CSR, Corporate Social Responsibility, KRX SRI Index, Social Responsibility Investment, stock market, Sustainable Growth

\*Corresponding Author : Dong-Il Kim(Pusan National University)

Tel: +82-51-510-2581 email: kdi50@pusan.ac.kr

Received January 5, 2016

Revised January 28, 2016

Accepted March 3, 2016

Published March 31, 2016

## 1. 서론

전 세계적으로 기업의 사회적 책임에 대한 인식이 높아지고, 주류화 되어가고 있다. 선진국 및 국제기구에서는 지속가능경영의 규격화 및 법제화 그리고 사회적 책임 투자(SRI: Social Responsibility Investment)를 더욱 더 증가시키는데 주력하고 있다. 이에 따라 각 기업들은 사회적 책임 활동을 기업의 핵심 전략으로써 내세울 필요성이 높아지고 있다.

이를 바탕으로 전 세계의 기업 및 투자자들은 사회적, 환경적 책임과 같은 비재무적인 요소들에 대한 인식이 고취되어지고 있고, 선진국들을 중심으로 사회책임투자의 규모가 점진적으로 확대되어지고 있다. 따라서 국내 기업들은 사회적, 환경적 책임 등의 비재무적 요소에 대한 책임경영을 더욱 강화 하고 환경, 사회, 지배구조(ESG: Environment, Social, Governance) 등과 관련된 정보의 공개를 적극적으로 유도해야 한다.[1]

그러나 국내 기업들은 기업의 사회적 책임(CSR)에 대한 체계적인 대응이 미흡한 실정이다.

이러한 상황 속에서 우리나라의 KRX(한국거래소, KOREA EXCHANGE)는 기업의 비재무적 요소를 담고 있는 SRI Eco, SRI Governance, SRI의 3가지의 특수지수를 산출, 발표하고 있다. 이 중에서 사회책임투자지수(SRI Index)는 사회책임투자 및 지속가능경영 인식을 제고하고 개선하기 위하여 산출, 발표하고 있다.

본 연구에서는 KRX(한국거래소)의 SRI지수(Social Responsibility Investment Index)를 이용하여 지수에 신규 편입된 기업의 추가행태를 연구하였다.

본 연구의 목적은 비재무적 요소를 담고 있는 SRI지수가 투자자에게 얼마나 잘 인식되고, 투자자들이 적극적으로 활용하여 기업가치를 평가하고 투자하고 있는지를 분석하고자 하였다. 따라서 기업의 SRI지수 편입이 실질적으로 기업가치에 어떠한 유의한 차이를 가지는지를 확인하고자 하였다.

최근까지의 연구에서는 기업의 사회적 책임에 대한 대용치(proxy)로서 공신력, 객관성, 비교가능성, 투명성 측면에서 91년부터 현재에 이르기까지 사회적 성과 측정치로 가장 많이 이용되는 경제정의연구소(경제정의실천시민연합)의 경제정의지수(KEJI Index: Korea Economic Justice Institute Index)를 이용하여 기업의 사회적 책임과 회계이익조정, 기업의 재무적 성과, 그리고 기업가치

와의 관계를 실증적으로 검증한 연구가 주를 이루어 왔으며[2], 또한 KOSPI200지수, S&P500지수와 같은 주식시장의 대표성이나 유동성 등을 감안한 지수들 위주로 연구되어 왔다. 하지만 본 연구에서는 KRX SRI Index를 기업의 사회적 책임에 대한 대용치(proxy)로 하여 실증연구를 하였다.

다음 표 1은 KRX SRI Index의 개괄적인 내용이다.

Table 1. Overview of KRX SRI Index

Name	KRX SRI (Social Responsibility Investment Index)	
Method of Calculation	Free-float market value-weighted (Cap on a constituent's weight : 25%)	
Base Date and Value	2009.1.2 = 1000p	
Number of Constituents	70	
Constituents under deliberation	Listed companies with the ESG ratings higher than or equal to B+	
Selection of constituents	Constituents qualifying following criteria are selected in the order of ESG ratings (in case ESG ratings are the same, in the order of market capitalization) among companies under deliberation.	
	Market Capitalization	3 month average daily market capitalization shall be within the top 50% ranking among listed common stocks.
	Traded value	3 month average daily traded value shall be within the top 70% ranking among listed common stocks.
	Free-float ratio	Free-float ratio shall be over 10%.
	etc.	the companies whose main sales are earned from gambling, tobacco, liquor or munitions industries, are excluded.
Regular Rebalancing	once a year (on the next trading day of the second Thursday in September)	

(i) Source : Korea Exchange(KRX)

## 2. 선행연구와 가설설정

### 2.1 국외연구

주식시장의 대표성 지수를 이용한 연구로는 Shleifer[3], Harris and Gurel[4], Lynch and Mendenhall[5]은 S&P500지수를 이용해 지수에 신규 편입된 기업들의 시장반응을 살펴본 연구들은 대부분 유의한 추가반응은 나타났지만 기업의 내재가치의 상승은 아니라 수용의 증가

라는 실증분석 결과를 주장하였다.

Chen et al.[6]은 S&P500 지수 편입 이후 주주의 수가 증가한다는 사실을 발견하였고, 이에 따른 지수 편입이 개별 투자자들의 인지(awareness)를 증가시킨다는 것을 알게 되었다.

Jin et al[7]은 일본의 SRI지수 2가지를 지수성과와 시장수익률과 비교해서 투자성과를 분석하였다. 연구 결과 시장포트폴리오 수익률에 비해서 SRI지수의 수익률이 낮은 것으로 분석되었다.

Becchetti et al.[8]은 도미니카 사회적 책임 지수의 편입기업과 제외기업을 대상으로 수익률을 관찰하였다. 연구 결과 편입기업은 편입 후 지속적으로 양(+)의 초과수익률을 보였고, 제외기업은 음(-)의 초과수익률을 보였다.

Schroeder[9]은 SRI지수가 투자성과를 비교하기 위한 비교지수인 benchmark지수 보다 높은 수익률을 보이지 않고 있으며, 오히려 benchmark지수에 비해 더 높은 risk를 가진다고 하였다.

## 2.2 국내연구

고영진과 이상호[10]는 사회책임투자펀드의 투자성과를 분석하였다. 사회책임투자펀드 36개와 일반펀드 83개를 선정하여 수익성 및 위험을 비교 분석하였고, 그 결과 첫째로, 사회책임투자펀드 수익률이 종합주가지수와 대비한 수장수익률보다 높아서 양(+)의 초과수익률을 발견하였고, 두 번째로 Sharpe모형, Treynor 모형, Jensen 모형 등의 성과평가 모형에서 사회책임투자펀드가 가장 우수한 펀드임을 발견하였다. 셋째로, 베타계수를 비교해본 결과 사회책임투자펀드는 종합주가지수와 거의 동일한 시장수익률변화에 대한 민감도를 가짐을 알 수 있다고 분석한 바 있다.

또한 이상원[11]도 사회책임투자지수의 성과를 분석하였다. Sharpe모형, Treynor 모형, Jensen 모형, 추적오차(Tracking Error)를 산출하여 실증분석을 한 결과 모든 모형에서 KRX SRI지수의 수익률이 더 높고 투자성과가 더 성공적이며, 더 우수한 것으로 나타났다. 그리고 추적오차 결과 KRX SRI지수가 시장을 충실히 잘 추적하고 있다고 판단하였다.

박준우와곽세영[12]은 기업의 SRI지수 편입에 대한 정보는 시장에서 그 영향이 약한 것으로 나타났지만 단기적으로는 긍정적인 반응을 보인다는 것을 발견하였다.

또한 초과거래량 분석결과 지수편입기업들은 공시일 이후에 단기적으로 높은 초과거래량을 보이는 것으로 나타났지만 장기적으로는 지속되고 있지 않음을 발견하였다.

박정윤과 옥영경[13]은 KRX SRI Eco지수 편입 기업을 중심으로 환경경영이 기업가치에 미치는 영향을 연구하였다. 연구결과 투자자의 측면에서 환경경영을 하는 기업에 대해 제대로 인식하고 있지 못하거나, 혹은 환경경영에 대한 긍정적 시각의 투자자와 부정적 시각의 투자자가 혼재하여 그 수가 비슷하다고 볼 수 있다고 했다. 결국 기업가치와 명확한 관계가 존재하지 않음을 제시하였다.

이윤경과 고종권[14]은 KEJI지수 편입기업을 더미변수를 설정하고 기업의 사회적 책임 활동이 내재자본비용과 정보비대칭에 미치는 영향에 대하여 분석한 결과 기업의 사회적 책임활동이 우수한 기업은 내재자본비용이 낮았으며, 정보비대칭을 완화시켜 내재자본비용을 감소시킨다고 보고하였다.

최미화[15]는 KEJI지수에 지속적으로 포함된 기업을 대상으로 사회적 책임 활동과 자본비용 간의 관련성을 분석한 결과 기업의 사회적 책임 활동은 자본비용을 낮춘다고 분석하였다.

강용주, 장진택[16]은 중소기업의 사회적책임 경영이 재무적 성과에 미치는 영향에 대하여 분석했다. 분석결과, 기업의 사회적 책임 경영과 기업의 재무적 성과 간에는 유의한 통계적인 양(+)값을 가지는 것으로 나타났다

나도성, 임옥빈, 강용수[17]는 중소기업 사회적 책임 활동과 재무적 성과 사이의 영향 관계와 B2B기업과 B2C기업의 사회적 책임활동요인의 차이를 분석하였다. 그 결과 중소기업과 사회적 책임 활동과 재무적 성과 사이에 유의한 상관관계를 찾았으며, 부실경영방지활동, 임금채불방지, 지속적인 기술개발활동 등의 경제적 책임 활동은 재무적 성과와 통계적으로 유의한 영향을 미친다고 검증하였다.

## 2.3 가설설정

본 연구에서는 KRX SRI Index 편입된 기업의 추가 행태를 연구함으로써 기업의 사회적 책임투자 및 지속가능경영이 우수한 기업들이 KRX SRI Index 편입됨으로써 해당 기업에 대한 투자자의 신뢰성이 향상되면서 주가에 추가적인 반응으로 나타나는지를 사건연구(event study)를 통해서 알아보고자 하였다.

본 연구의 사건일은 KRX SRI Index의 최초 발표일과 매년 연1회 구성종목의 정기변경일로 정의된다. 그러므로 본 연구에서는 한국거래소에서 최초로 공시한 2009년부터 2014년까지 6개년간의 공시시점을 분석기간으로 규정하였다. 분석대상기업은 2009년 9월 14일 최초 공시시점 편입기업과 이후 구성종목 정기변경 공시시점에 신규 편입된 기업을 연구대상으로 하였다.

KRX SRI Index 최초·신규편입 공시이후에 지수에 편입된 기업의 기업가치가 높아질 것이라는 기대가 주가에 충분히 반영된다면, 기업의 KRX SRI Index 편입정보가 투자에 잘 반영된다고 볼 수 있을 것이다. 결국 기업의 KRX SRI Index 편입은 투자자들에게 호재(Good News)로 인식되어 주가에 양(+)의 반응이 예측된다. 그래서 다음의 가설을 설정하였다.

- [연구가설 1] 사회책임투자지수 편입은 공시일 전·후로 기업의 유의한 양(+)의 평균비정상 수익률의 값을 가질 것이다.
- [연구가설 2] 사회책임투자지수 편입은 공시일을 전·후로 유의한 양(+)의 누적평균비정상수익률의 값을 가질 것이다.

### 3. 연구설계

#### 3.1 사건일 설정 및 사건 윈도우 구성

사건연구에서 가장 중요한 사건윈도우(event window)의 적절한 구성을 위해서 사건 기간 중 공시일(announcement date : AD)과 변경일(change date : CD) 두 개의 사건일을 고려하여 본 연구를 진행하였다. 존재하게 된다. 공시일은 KRX 홈페이지 상에서 변경공시를 게시판을 통해 공시하게 되면, 변경일날 공식적인 변경이 이루어진다. 사건일(event date)은 영업일 기준으로 공시일(AD)과 변경일(CD) 사이 기간이 7일에서 13일 가량으로 매년 다르다. 단, 최초공시년도인 2009년의 경우 공시일 없이 바로 변경일에 변경이 이루어졌기 때문에 사건일이 하나이다. 아래는 KRX SRI Index 종목 정기변경일의 공시일과 변경일 사이의 기간을 그림 1로 정리해 보았다.

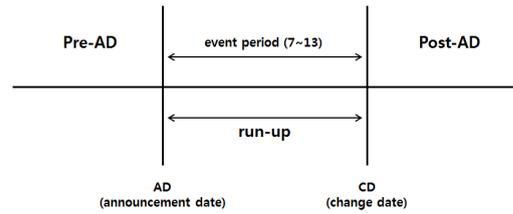


Fig. 1. Event Period

본 연구에서는 두 개의 사건일을 하나로 정하고자 2009년 변경일과 2010년부터 2015년까지는 변경일(CD)일을 사건일(ED)로 정하고, 이 날을 기준으로 분석하였다. 즉, 최종적으로 사건일(ED)을 기준으로 사건연구를 진행하게 된다. 공시일(AD), 변경일(CD), 사건일(ED)은 다음의 표 2와 같이 요약될 수 있다.

Table 2. Event Date setting

year	AD	CD	ED
2009	-	9/14	<b>9/14</b>
2010	9/2	9/10	<b>9/2</b>
2011	9/1	9/9	<b>9/1</b>
2012	9/6	9/14	<b>9/6</b>
2013	8/28	9/13	<b>8/28</b>
2014	8/28	9/12	<b>8/28</b>
2015	9/2	9/11	<b>9/2</b>

AD : Announcement Date  
 CD : Change Date  
 ED : Event Date

이어서 사건연구에서 가장 중요한 단계는 이벤트 윈도우(Event Window)를 적절하게 구성하는 것이다. 사건일은 앞서의 표를 통해서 설정을 하였고, 구체적인 비사건기간(estimation period)은 사건일(ED) 전 120일간으로 하며, 사건기간(event period)은 사건일 전 2일에서 사건일 후 2일 까지 총 5일간으로 설정하였다. 세부적인 사건윈도우를 정리하면 그림 2와 같다.

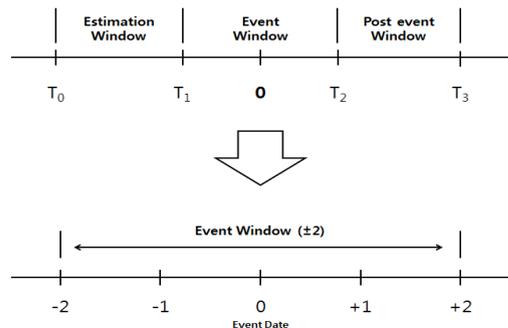


Fig. 2. Event Window

### 3.2 주요 변수의 구성

본 연구에서는 사회책임투자지수의 신규편입 기업의 비정상수익률의 측정을 해당 기업의 비사건기간의 평균 주가수익률을 예상정상수익률로 대별하여 검증하는 방법을 채택하였다. 채택 이유는 기업마다 특징이 다르고 해당 기업을 가장 잘 설명하고 대변할 수 있는 주가를 해당 기업의 과거의 주가로 보고 연구를 진행하였기 때문이다. 즉, 본 연구에서는 비정상수익률은 평균조정수익률모형에 의한 수익률을 이용하여 분석하였으며, 본 연구에서 사용한 비정상수익률(abnormal return)과 누적비정상수익률(cumulative abnormal return)의 계산은 다음과 같다.

$$AR = R - R_{nt} \quad (\text{식 1})$$

$AR$  : 기업 i의 t일의 비정상수익률  
 $R$  : 기업 I의 t일의 일별 주가 수익률  
 $R_{nt}$  : 비사건기간의 평균 주가 수익률

여기서 구한 일별비정상수익률을 수평적으로 합산하여 누적비정상수익률을 산출하였다.

$$AAR_t = \sum_{n=1}^n AR/N \quad (\text{식 2})$$

$$CAAR_t = \sum_{t=1}^n AAR_t \quad (\text{식 3})$$

$ARR_t$  : t일의 평균비정상수익률  
 $N$  : 표본수  
 $CAAR_t$  : t일의 누적평균비정상수익률

### 3.3 표본선정

본 연구의 총 표본은 KRX SRI Index 구성종목에 2009년 9월 14일 최초로 공시되어진 70개 기업과 2010년부터 2015년까지의 6개년 동안 정기변경 일에 신규 편입된 48개 기업을 대상으로 한다. 단, KOSPI 소속기업만을 대상으로 하였다. 이 중에서 분석제외 기업은 특별공시 편입기업과 KOSDAQ 소속기업이며, 분석기간 중에 상장폐지나 완전잠식 등으로 인한 회계정보와 주가 자료를 충분히 제공하지 못하는 기업과 금융업 또는 보

험업에 속하는 기업은 분석대상에서 제외시켰다. 한편, 분석에 필요한 편입여부자료는 한국거래소(KRX) 내부 자료를 이용하였고, 주가자료는 데이터가이드(DataGuide)의 데이터베이스(Database)에서 추출하여 사용하였다. 또한 비교가능성을 위해 12월 결산법인인 아닌 표본은 제외하였다. 구체적인 표본선정 과정은 다음과 같다.

- ① 2009년 SRI Index 편입 기업
- ② 2010년부터 2015년까지 SRI Index 신규 편입 기업
- ③ 2009년 KOSPI200 Index 편입 기업
- ④ 금융업을 제외한 기업으로서 12월 결산법인
- ⑤ DataGuide와 TS2000에 재무·주가자료가 수록 기업

매년 SRI지수에 신규로 편입된 기업 중 분석제외 기업을 뺀 나머지를 분석대상 기업으로 설정하였다. 신규 편입기업 136개중 분석제외기업 40개를 뺀 나머지 96개가 최종 분석대상기업으로 설정하였다.

## 4. 실증분석

KRX SRI Index 구성종목 신규 편입 공시일에 신규 편입된 기업의 주가가 상향조정되는지 검증하기 위해서 공시시점 전·후의 비정상수익률을 확인하였다. 다음의 표는 KRX SRI Index의 최초 공시일과 매년 구성종목 변경을 공시한 시점(공시일)을 전·후 하는 ±2일간의 평균조정수익률모형에 의한 평균비정상수익률과 누적평균 비정상수익률의 t값과 유의수준을 알아보았다.

### 4.1 연구가설 1에 대한 실증분석 결과

실증분석 결과는 표 3과 같다. 공시일날 유의한 음(-)의 평균비정상수익률을 보여주고 있다. 하지만 공시일 -2일에 정보가 시장에 선 반영되어 이미 유의한 양(+)의 평균비정상수익률을 보여주고 있다. 이러한 이유는 시장에 정보가 선 반영된 후에 공시일에 이러한 반영에 대한 조정이 있었다고 해석해 볼 수 있다. 결국, KRX SRI Index 구성종목의 최초·신규 편입을 투자자들이 인식하고 투자판단에 사용하고 있다고 해석 할 수 있다.

Table 3. hypotheses 1 t-test

Days	AAR	T-Value
-2	0.016	5.268***
-1	0.002	0.828
0	-0.007	-3.064***
1	0.003	1.047
2	-0.004	-1.406

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

n = 96

AAR : average abnormal return

#### 4.2 연구가설2에 대한 실증분석 결과

본 연구에서는 더욱 구체적이고 정확한 분석을 위하여 추가적으로 KRX SRI Index 구성종목에 최초·신규 편입된 기업에 대하여 공시일을 전·후하여 연속적이고 체계적인 주가의 반응을 분석하였다. 이러한 검증은 위해서 KRX SRI Index 구성종목에 최초·신규 편입된 기업들의 누적평균비정상수익률을 산출하였다. 표 4에서 나타난 바와 같이 누적비정상수익률 평균이 KRX SRI Index 편입공시일 전·후를 기점으로 하여 연속적으로 상승하고 있음을 알 수 있다. 이는 KRX SRI Index 편입 여부에 대한 정보가 시장에 영향 미쳐서 지수편입 전 그리고 후에도 지속적으로 편입 기업의 주가에 긍정적인 영향을 주고 있다는 것을 확인 할 수 있다.

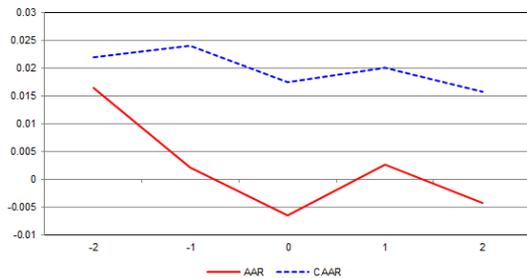
Table 4. hypotheses 2 t-test

Days	CAAR	T-Value
-2	0.022	4.617***
-1	0.024	4.429***
0	0.017	2.883***
1	0.02	3.369***
2	0.016	2.591**

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

n = 96

CAAR : cumulative average abnormal return



AAR : average abnormal return

CAAR : cumulative average abnormal return

Fig. 3. average abnormal return & cumulative average abnormal return

## 5. 결론

본 연구에서는 비재무적 요소인 사회책임투자 지수를 투자자들이 얼마나 잘 인식하고 기업을 평가하고 투자하는데 활용되고 있는지를 분석하여 지수가 투자정보로써 유의적 특성을 가지는지에 대한 분석을 하고자 하였다.

본 연구의 실증분석은 KRX SRI Index 구성종목에 최초·신규 편입된 기업의 주가가 상향조정되는지 공시시점 전·후의 비정상수익률을 확인하였고, 추가적으로 최초·신규 편입된 기업에 대하여 공시일을 전·후하여 연속적이고 체계적인 주가의 반응 또한 분석하였다. 사회책임투자지수에 편입된 기업의 평균비정상수익률은 지수 편입공시 시점 전·후로 유의적인 영향관계를 확인 할 수 있었다. 또한 추가적으로 분석한 누적평균비정상수익률에 대한 결과도 사회책임투자지수 편입 전·후로 유의한 양(+)의 관계를 가지며, 지수 편입공시 시점을 이후로 연속적으로 상승하고 있음을 확인 할 수 있었다. 따라서 이러한 결과는 지수편입에 대한 정보가 시장에 전달되어 지수 편입 이후로도 편입기업의 주가에 긍정적인 영향을 주고 있음을 보여준다. 결국 사회책임투자가 우수한 기업에 대해 투자자들이 긍정적인 반응을 보인다는 것은 투자자들의 투자판단 기준으로서 기업의 사회책임투자와 KRX SRI Index 편입여부가 재무정보에 대한 신뢰성을 제고 할 수 있다고 볼 수 있다.

본 연구의 한계점은 자본시장의 상황 속에서 한기업의 주가 움직임이 단순한 한가지의 큰 사건이나 요인으로 영향 미친다고 볼 수는 있지만, 동시의 또 다른 사건이나 요인으로 인한 영향이 왜곡될 가능성을 배제할 수 없다. 따라서 향후 연구에서는 자료 여건이 허락된다면, 영향을 줄 수 있는 여러 가지 요인들을 적절히 통제할 수 있을 것이고, 이에 더해서 더 면밀하게 표본을 선정하고 사건일 설정과 더 정교한 기법이 필요할 것이다.

## References

- [1] Lee, Gyeong-Rak, A Study on Improving Transparency in Accounting for Sustainable Growth of Korean Companies, Journal of Digital Convergence, Vol.11, No.12 pp257-264, 2013.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.14400/JDPM.2013.11.12.257>
- [2] Han, Jin-Hwan, Yeon, Keyong-Hwa, The Moderating Effect of Corporate Governance between Management of Ethics and Firm Performance, Journal of Digital

Convergence, Vol.10, No.2 pp133-140, 2012.

[3] Shleifer, A, Do demand curves for stocks slope down? Journal of Finance, Vol.41, pp579 - 90, 1986.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1986.tb04518.x>

[4] Harris, L., and Gurel, E, Price and volume effects associated with changes in the S&P 500 list: New evidence for the existence of price pressures. Journal of Finance, Vol.41, pp815 - 29, 1986.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.2307/2328230>

[5] Lynch, Anthony W., and Richard R. Mendenhall, New evidence on stock price effects associated with changes in the S&P 500 index, Journal of Business, Vol.70, pp351 - 383, 1997.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.1086/209722>

[6] Chen, H., G. Noronga, and V. Singal, "The Asymmetric Price Response to S&P 500 Index Additions and Deletions : Evidence and Explanation", Journal of Finance, Vol.59, No.4 pp1901-1940, 2004.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00683.x>

[7] H.H. Jin, O.S. Mitchell, J. Piggott, Socially responsible investment in Japanese pensions, Pacific-Basin Finance Journal, Vol.14, pp427 - 438, 2006.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.pacfin.2006.03.002>

[8] Leonardo Becchetti, Stefania Di Giacomo, Damiano Pinnacchio, Corporate Social Responsibility and Corporate Performance: Evidence from a Panel of US Listed Companies, CEIS Working Paper, No.78, 2005.

[9] Michael Schröder, Is there a Difference? The Performance Characteristics of SRI Equity Indices, Journal of Business Finance & Accounting, Vol.34, No.1-2 pp.331-348, March, 2007.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-5957.2006.00647.x>

[10] Ko, Young-Jin, Lee, Sang-Ho, Analysis on the Performance of Socially Responsible Investment Fund, Journal of Decision Science, Vol.19, No.1, pp89-109, 2011.

[11] Lee, Sang-Won, A Study on Performance of Social Responsibility Investment Index, The Korean Journal of Financial Engineering, Vol.10, No.4 pp.123-140, 2011.

[12] Park, Joon-Woo, Guahk, Se-Young, Price and volume effects associated with addition to the SRI index, Productivity Review, Vol.26, No.4 pp.39-64, 2012.  
DOI: <http://dx.doi.org/10.15843/kpapr.26.4.201212.39>

[13] Park, Jeong Yun, Ok, Young Kyung, Effects of Firms Included in the KRX SRI Eco Index on Their Firm Value, Logos Management Review, Vol.11, No.2 pp.17-36, 2013.

[14] Lee, Yun-Kyeong, Ko Jong-Kwon, The effect of corporate social responsibility on the cost of equity capital and information asymmetry, Korean Accounting Journal, Vol.22, No.5 pp159-193, 2013.

[15] Choi, Mi-Hwa, The Moderating Effect of Corporate Governance on the Relations between Corporate Social Responsibility and Cost of Capital, Korea International Accounting Review, No.51 pp.335-356, 2013.

[16] Kang, Yong-Soo, Jung, Jin-Tak, The Effects of CSR Management on Financial Performance in SMB Environment, Journal of Digital Convergence, Vol.7, No.s pp18-24, 2009.

[17] NA, Do-Sung, Leem, Wook-Bin, Kang Yong-Soo, The impact of CSR activities in Domestic SMEs on their financial performances ; analysis of the difference between B2B and B2C, Journal of Digital Convergence, Vol.9, No.6 pp325-341, 2011.

---

**황 성 준(HWANG, SEONG JUN) [정회원]**



- 2016년 2월 : 부산대학교 대학원 경영학과 (경영학석사)
- 2016년 3월 ~ 현재 : 부산대학교 대학원 경영학과 (박사과정)

<관심분야>

e-Biz, IS Audit, CSR, SRI

---

**김 동 일(KIM, DONG IL) [종신회원]**



- 1998년 8월 ~ 2000년 3월 : 텍사스 주립대(UTA) 연구교수(경영학 박사)
- 2000년 3월 ~ 2006년 2월 : 국립밀양대학교 회계정보학과 교수
- 2008년 1월 ~ 2010년 1월 : 텍사스 주립대(UTD) 연구교수
- 2006년 3월 ~ 현재 : 부산대학교 경영대학 교수

<관심분야>

e-Biz, ERP 시스템, SCM, 생산정보