기업의 사회적 책임 투자가 회계정보에 미치는 영향

The Study of Effects on Accounting Information by
Corporate Social Responsibility Investment

황성준(Hwang, Seong - Jun)*

〈요 약〉

본 연구의 목적은 재무적 요소를 담고 있는 사회책임투자(SRI) 지수를 투자자들이 활용하여 기업가치를 평가하고 있는지를 분석하고, SRI지수의 정보효과가 기업 가치에 영향 관계가 형성되어 실질적으로 기업의 경영성과에 영향을 주는지 실증분석을 통해 그 유의한 차이를 확인한다. 분석결과, 첫째, 사회적 책임 투자는 기업의 재무적 성과에는 긍정적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 둘째, 기업의 사회적 책임 투자는 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 셋째, 사회책임투자 지수 편입기업의 평균비정상수익률은 지수 편입공시 시점의 전과 후로 유의한 양(+)의 수익률을 보여주었다. 또한 누적평균비정상수익률에 대한 분석결과도 지수 편입공시 시점을 이후로 연속적으로 상승하였다. 이러한 검증 결과를 바탕으로 기업이 사회책임투자를 통해 자발적으로 경제적, 사회적, 윤리적 등의 비재무적 요소들에 대한 종합적인 사항들을 경영에 고려하여 기업과 사회의 발전을 도모할 수 있을 것으로 기대된다.

한글검색어: 기업의 사회적 책임, 사회적 책임 투자, 기업가치, 재무적 성과, 경영성과

•접수일자 : 2019.5.31 • 1차수정일 : 2019.6.13 • 최종수정일 : 2019.6.23 • 게재확정일 : 2019.6.30

* 부산대학교 경영학 박사, 제1저자, e-mail : sjcastle@pusan.ac.kr

I. 서 론

기업의 사회적 책임(CSR)은 현재 전세계적으로 주류화 되어가고 있고, 이를 위해 국제기구 및 선진국에서는 지속가능경영의 규격화 및 법제화, 사회적 책임 투자(SRI)를 점차적으로 증가시키고 있으며, 각 기업의 사회적 책임을 핵심적인 전략으로 내세워갈 필요성이 더욱더 증가되고 있다. 이러한 분위기 속에서 전 세계적으로 기업 및 투자자의 사회적·환경적 책임 등 비재무적 요소들에 대한 관심이 점차 고취되어 가고 있고, 선진국을 중심으로 사회책임투자 규모가 확대되고 있다.

최근에는 환경과 사회, 기업지배구조 등을 고려하는 SRI가 확대되고 있다. 미국의 SRI 규모는 2005년 기준으로 2조2900억 달러로 미국 전체 펀드에서 약 10%에 가까운 비중을 차지하며, 유럽에서도 약 10~15%의 비중으로 운영되고 있다. 우리나라 국민연금의 SRI펀드는 2011년 3월 말 기준으로 2조8천896억 원 규모로 2007년에서 지난해 말까지 연간 평균 15.8%의 수익률을 기록하고 있다.¹⁾

따라서 향후 국내에서도 사회책임투자 확대에 대비해서 기업들이 사회 및 환경과 관련된 기업의 사회적 책임경영을 강화하고 환경·사회·지배구조(ESG) 등에 관련된 정보공개를 활발히 하도록 유도해야 한다. 이에 우리나라의 KRX에서는 SRI Eco, SRI Governance, SRI의 3가지 특수지수를 발표하고 있다. 각각의 지수들은 환경경영과 기업지배구조, 사회책임투자 및 지속가능경영 인식을 제고하고 개선하기 위해 산출, 발표하고 있다.

본 연구에서는 비재무적 요소를 담고 있는 사회책임투자(SRI) 지수를 투자자들이 활용하여 기업가치를 평가하고 있는지를 분석하고, SRI지수의 정보효과가 기업 가치에 영향 관계가 형성되어 실질적으로 기업의 경영성과에 영향을 주는지 실증분석을 통해 그 유의한 차이를 확인한다.

본 연구가 기존 연구와의 차이점은 다음과 같다. 첫째, 기업의 사회적 책임 활동의 대리변수로 국민연금과 같은 기관투자자들의 수익성 및 공익성 제고를 위한 사회책임투자 비중의 확대를 위한 SRI 포트폴리오 확대기준으로 사용되는 한국거래소의 사회책임투자지수(SRI Index)를 사용하였다. 둘째, 연구의 비교가능성을 높이기 위해 KOSPI200에 포함된 기업의 표본을 사용하였다. 사회책임투자 지수가 높은 기업은 대부분 대기업으로써 실질적으로는

1) 매경이코노미, 2011. 5. 11

KOSPI200 기업에 다수 포함되어 있다. 그러므로 KOSPI200에 포함된 기업 중에서 SRI지수 편입 기업과 미편입 기업 간의 차이를 분석해 SRI지수 편입이 경영성과에 어떠한 영향을 주는지 검증하고자 하였다. 셋째, 사회책임투자 지수 편입의 정보효과를 확인하기 위해 사건 연구(event study)를 수행하였고, 기업가치와 경영성과에 미치는 영향을 실증분석 하였다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 이론적 배경을 바탕으로 연구가설을 설정하고, 제Ⅲ장에서는 연구모형과 표본을 설정한다. 제Ⅳ장에서는 실증분석결과를 제시한다. 마지막으로 제Ⅴ장에서는 결론을 도출하고 공헌점과 한계점을 제시한다.

Ⅱ. 이론적 배경 및 연구가설

2.1 사회책임투자(SRI)

다음의 <표 1>은 KRX SRI 지수 개요를 나타내고 있다.

<표 1> KRX SRI 지수 개요

구 분	내 용	
주가지수 명칭	KRX SRI (한국거래소 사회책임투자지수)	
산출방식	유동주식수기준 시가총액가중방식 / 시가총액비중 상한제한 : 25%	
기준시점 및 기준지수	2009.1.2=1000p	
구성종목 수	70	
심의대상종목	유가증권시장 및 코스닥시장 상장종목 중 ESG 통합평가등급 B+ 이상	
구성종목 선정방법	거래대금·시가총액·유동비율 등 심의기준 충족종목 중 ESG 통합평가등급 및 시가총액순(평가등급이 동일한 경우)으로 선정	
	거래대금	최근 3개월 일평균거래대금이 보통주 상장종목 순위 상위 70%이내
	시가총액	최근 3개월 일평균시가총액이 보통주 상장종목 순위 상위 50%이내
	유동비율	당해연도 유동비율 10% 이상
정기변경	기타	도박, 주류, 무기, 담배 등 업종을 주영업으로 하지 않을 것
	연 1회 (KOSPI200 지수선물 9월 결제 월의 최종 거래일 다음 거래일)	

자료원 : 한국거래소(www.krx.co.kr)

사회책임투자(SRI : Social Responsibility Investment)란, 투자자들이 투자를 할 때 자산에 대한 가치와 윤리를 투자에 반영함을 의미하는 것이라 할 수 있다. 여기에는 재무적 관점의 투자 결정과정이 포함됨은 물론 그 밖에 투자자들의 윤리와 도덕, 환경보호를 바탕으로 투자를 선택하고 관리하는 것을 포함한다고 할 수 있다.

사회책임투자(SRI)는 자본을 컨트롤하고 사회적으로나 혹은 환경적 측면에서도 지속가능한 사회와 기업을 만들어 가는데 중요한 방법이 될 수 있다. 따라서 기업들은 자발적 또는 의무적으로 사회보고서를 포괄적으로 작성하고 공개한다면, 평가자들이 기업의 환경적, 경제적, 사회적 성과를 측정하고 평가해서 이것을 투자의 판단근거로 삼게 되어, 매우 활발한 사회책임투자가 이루어 질 수 있을 것이다. 또한 경영자가 윤리경영을 강화 한다고 해도 윤리경영의 결과에 대한 객관화된 사회보고서가 없다면 기업내부만의 것으로 큰 의미가 없을 것이다. 경영자에게 기업의 사회적 책임 활동을 제고시키는 가장 좋은 방법은 기업의 사회적 책임 여부에 따라 자본조달 여부가 결정되도록 하는 것이다. 이러한 일련의 과정을 위해 기업은 최소한의 경제적 보고서뿐만 아니라 환경적·사회적 성과정보를 투자자에게 공개해야 하고, 투자자는 요구해야 한다.

2.2 선행연구

기업의 사회적 책임(CSR)과 기업의 성과 사이의 관련성에 대한 견해는 긍정적·부정적·중립적 연구의 3가지로 구분 할 수 있다. 첫째, 긍정적 연구는 기업의 사회적 책임 활동이 기업에 긍정적인 영향을 준다는 관점이다. 보통 긍정적 영향에 대한 연구는 대부분 도덕적 이해관계이론(instrumental stakeholder theory)과 여유자원이론(slack resources theory)에 근거를 두고 있다고 할 수 있다. 이 근거를 바탕으로 기업의 사회적 책임의 역할을 강조하고 이에 기업은 사회적 책임을 이행함으로써 잠재적으로 내재되어있는 여러 가지 사회문제를 완화 시키며, 이로 인하여 사회발전과 기업성과 및 가치에 영향을 미친다고 보며 우수한 재무적 성과가 바탕이 되는 기업은 우수한 사회적 책임 활동을 할 것이기 때문이다 (Freeman, 1984 ; Clarkson, 1995 ; Waddock and Graves, 1997 ; Hillman and Keim, 2001 ; Allouche and Laroche, 2005 ; Lev, Petrovits and Radhakrishnan, 2010 ; Choi et al., 2010).

둘째, 부정적 연구는 사회적 책임 활동이 비용을 증가시켜 기업에 부정적인 영향을 미친다는 관점이다. 즉 기업이 사회적 책임 활동을 투자가 아닌 비용으로 인식한다는 것이다 (Aupperle, Carroll, and Hatfield, 1985 ; Ullman, 1985 ; Pave and Krausz, 1996 ; Goldreyer and Diltz, 1999 ; Brammer, Brooks and Pavelin, 2006 ; Lee, Faff and Langfield Smith, 2009).

셋째, 중립적 연구는 기업의 사회적 책임 활동이 기업에 무관하거나 긍정적 영향과 부정적 영향이 상쇄되어 중립적이라는 관점이다(McGuire, Sundgren, and Schneeweis, 1988 ; Teoh, Welch and Wazzan, 1999 ; McWilliam and Siegel, 2000 ; Jones and Wicks, 1999 ; Margolis, Elfenbein, and Walsh, 2007).

지금까지 기업의 사회적 책임이 경영성과에 미치는 영향에 관한 다수의 연구 대부분이 긍정적인 영향을 미치는 것으로 보고되고 있다.

기업의 사회적 책임이 경영성과에 긍정적인 영향을 미친다면 자본시장에서도 기업의 사회적 책임 활동 수행여부를 알 수 있는 CSR 관련지수 편입은 정보효과를 가질 것으로 판단된다.²⁾ 이러한 지수 편입 효과에 관한 연구들은 KOSPI200지수, S&P500지수와 같은 주식 시장의 대표성 지수를 주로 사용하여 연구가 활발히 이루어져 왔다. 그리고 세계적으로 기업의 사회적 책임에 대한 관심이 커지고 있고 활발히 연구가 이루어지고 있다. 이러한 상황 속에서 국내에서도 KRX SRI, KRX SRI ECO, KRX SRI Governance를 산출·발표함으로써 이러한 지수들에 대한 연구도 관심을 받고 있다.

특히 국내에서는 IMF를 거치면서 기업지배구조의 중요성에 대한 인식이 확대되었고 2002년에 한국기업지배구조센터가 설립되면서 기업지배구조평가를 시작하였다. 이를 계기로 국내에서는 기업지배구조에 관한 연구가 활발하게 이뤄졌고, 2008년 국제 금융위기를 거치면서 자본시장에서 기업지배구조의 중요성은 더욱더 부각되어 왔다.

지수편입 관련 다수의 연구 중에서 사회적 책임 투자 지수와 관련된 연구로는 주로 투자 성과를 비교하는 연구와 자본비용간의 관계를 파악하는 연구가 활발하게 진행되어왔다. Jin et al.(2006)의 연구에서는 일본 SRI지수 두 가지를 지수의 성과와 시장의 수익률과 비교분

2) 박준우, 박세영(2012)의 연구에서 SRI지수편입기업의 주가와 거래량의 행태를 연구하였다. 연구결과 단기적으로는 주가가 상승하고 거래량이 증가함을 발견하여 단기적으로는 정보효과를 가진다고 하였다. 단, 장기적으로는 주가의 상승이 없는 것을 확인하여, 정보효과의 지속성은 약한 것으로 확인되었다.

석해 투자성과의 차이를 분석하였다. 연구 결과 시장포트폴리오 수익률에 비해 SRI지수의 수익률이 더 낮게 나타났다. Becchetti et al.(2005)은 도미니카 사회적 책임 지수 편입기업과 미편입 기업을 대상으로 수익률을 분석하였다. 연구 결과 편입기업은 편입 이후에도 지속적인 양(+)의 초과수익률을 보였고, 미편입 기업은 음(-)의 초과수익률을 보였다. 그리고 Schroeder(2007)은 SRI지수가 투자성과 비교지수인 benchmark지수 보다 높은 수익률을 보이지 않았고, 반면에 benchmark지수에 비해 더 높은 위험(risk)을 가진다고 보고하였다.

2.3 가설설정

본 절에서는 살펴본 선행연구를 바탕으로 다음과 같이 연구가설을 설정한다. 기업의 사회적 책임 활동은 잠재적으로 내재되어있는 다양한 이해관계자와의 갈등을 완화 시키며, 기업의 성과와 가치에 영향을 미친다(Berman et al., 1999 ; Swanson, 1999).

본 연구에서는 기업의 사회적 책임 활동을 기업의 사회적 책임투자지수(SRI Index) 편입 여부로 판단하고, 지수 편입 여부에 따라 기업의 재무적 성과와 기업가치에 영향을 미칠 것으로 예상할 수 있다. 따라서 다음과 같이 가설 1과 가설 2를 설정하였다.

[H 1] 사회책임투자지수 편입은 기업의 재무적 성과와 관련성이 있을 것이다.

[H 1-1] 사회책임투자지수 편입기업의 편입 전 · 후의 재무적성과 간에 유의한 차이가 있을 것이다.

[H 1-2] 사회책임투자지수 편입기업과 미편입 기업 간의 재무적성과는 유의한 차이가 있을 것이다.

[H 2] 기업의 사회책임투자지수 편입은 기업가치와 관련성이 있을 것이다.

[H 2-1] 사회책임투자지수 편입기업의 편입 전 · 후의 기업가치 간에 유의한 차이가 있을 것이다.

[H 2-2] 사회책임투자지수 편입기업과 미편입 기업 간의 기업가치는 유의한 차이가 있을 것이다.

본 연구에서는 기업의 사회적 책임 투자 지수(SRI 지수)에 편입된 기업의 주가 행태를 연

구한다. 기업의 사회적 책임투자 및 지속가능경영이 우수한 기업들이 SRI 지수에 편입됨으로써 편입 기업에 대한 투자자의 신뢰도가 향상하게 되고, 이러한 영향은 주가에 실질적으로 나타나는지 사건연구(event study)를 이용해 알아본다. 본 연구에서는 기업의 사회적 책임투자지수(KRX SRI Index)의 최초로 발표한 날과 이후 매년 연1회 구성종목의 정기변경일을 사건일로 정의한다. 이에 본 연구는 한국거래소에서 SRI 지수를 최초로 공시한 2009년부터 2014년까지 6년의 기간을 분석기간으로 선정하였다. 표본기업은 2009년 9월 14일 최초 공시시점에 편입된 기업과 이후 구성종목 정기변경 공시에서 변경되어 신규 편입된 기업을 연구표본으로 설정하였다.

SRI 지수 최초·신규편입 공시이후 실제로 지수 편입이 호재로 받아들여져 편입된 기업의 기업가치가 높아진다면, 기업의 SRI 지수 편입정보가 정보효과를 가진다고 볼 수 있을 것이다. 결국 기업의 SRI 지수 편입은 투자자들에게 Good News(호재)로 인식되어 주가에 양(+)의 영향이 기대된다. 따라서 다음과 같이 가설 3을 설정하였다.

[H 3] 사회책임투자지수 편입은 공시일에 기업의 비정상수익률을 양(+)의 값을 가지게 할 것이다.

III. 연구모형 및 표본선정

3.1 연구모형

먼저 가설 1을 검증하기 위한 회귀모형을 설정한다.

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SRI_{i,t} + \alpha_2 RD_{i,t} + \alpha_3 AD_{i,t} + \alpha_4 SIZE_{i,t} + \alpha_5 LEV_{i,t} + \alpha_6 ID_{i,t} + \alpha_7 YD_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

여기서,

$ROA_{i,t}$: 영업이익/총자산

$SRI_{i,t}$: 기업의 사회책임투자지수 편입되면 1, 아니면 0

$RD_{i,t}$: 연구개발비 (연구개발비/전기총자산)

$AD_{i,t}$: 광고선전비 (광고선전비/전기총자산)

$SIZE_{i,t}$: 기초자산의 자연대수를 취한 값

$LEV_{i,t}$: 부채비율
 $ID_{i,t}$: 산업더미
 $YD_{i,t}$: 연도더미
 $\epsilon_{i,t}$: 잔차항

$ROA_{i,t}$ 는 영업이익을 총자산으로 나누어 측정하였다. 분자에 당기순이익을 사용하지 않고, 영업이익을 사용한 것은 당기순이익을 사용할 경우 기업영업과 관련성이 낮은 손익요소가 반영될 수 있기 때문이다. 또한 기존의 선행연구와 비교가능성이 높다는 장점이 있다.

가설 2의 검증을 위해 기업가치 측정으로 Tobin's Q를 사용하였다. 대표적인 시장가치 성과지표인 Tobin's Q는 기업보유 자산의 시장가치를 그 대체비용으로 나누어 측정하는 것이 원칙이다. 그러나 자산의 대체비용을 정확하게 측정하는데 어려움이 있다.

이에 본 연구에서는 Chung and Pruitt(1994)가 제안한 장부가치 대비 시장가치의 비율을 활용해 다음과 같이 산출하여 가설을 검증하였다.

$$TobinQ = \frac{(\text{보통주 시장가치} + \text{우선주 장부가액}) + \text{부채의 장부가액}}{\text{총자산의 장부가액}}$$

Tobin's Q는 주주의 몫을 반영하며, 감가상각 등의 회계적 조작 가능성이 없기 때문에 기업 간의 비교가 용이하다. 또한 미래의 수익을 반영할 수 있다는 장점이 있다.

다음은 가설 2를 검증하기 위한 회귀모형을 설정한다.

$$TQ_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SRI_{i,t} + \alpha_2 RD_{i,t} + \alpha_3 AD_{i,t} + \alpha_4 SIZE_{i,t} + \alpha_5 LEV_{i,t} + \alpha_6 ID_{i,t} + \alpha_7 YD_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

여기서,

$TQ_{i,t}$: Tobin's Q
 $SRI_{i,t}$: 기업의 사회책임투자지수 편입되면 1, 아니면 0
 $RD_{i,t}$: 연구개발비 (연구개발비/전기총자산)
 $AD_{i,t}$: 광고선전비 (광고선전비/전기총자산)
 $SIZE_{i,t}$: 기초자산의 자연대수를 취한 값
 $LEV_{i,t}$: 부채비율
 $ID_{i,t}$: 산업더미
 $YD_{i,t}$: 연도더미

마지막으로 가설3을 검증하기 위하여 먼저 아래와 같은 사건윈도우를 구성하였다. 사건연구(event study)에서 제일 중요한 사건윈도우(Event Window)의 적절한 구성을 위하여 사건 기간 중에서 공시일(AD)과 변경일(CD) 두 가지의 사건일이 존재하기 때문에 이를 고려해 본 연구를 수행하였다. 공시일은 한국거래소 홈페이지 상에서 변경공시를 게시판에 공지하게 되면, 이후 공지한 변경일날 공식적인 변경이 이뤄진다. 사건일은 영업일을 기준으로 공시일 이후 변경일까지의 기간이 최소 7일에서 최대 13일 가량으로 매년 다르게 나타나고 있다. 단, 최초로 공시한 2009년의 경우 공시일 없이 바로 변경일에 변경이 이뤄졌기 때문에 공시일과 변경일이 같다. 즉, 사건일이 하나이다. 따라서 2009년도는 변경일과 2010년부터 2015년도까지는 변경일을 사건일로 설정하고, 설정된 날을 기준으로 분석을 진행하였다. 결국 사건일(ED)을 기준으로 사건연구를 진행하게 된다. 공시일(AD), 변경일(CD), 사건일(ED)은 다음 <표 2>과 같이 요약된다.

<표 2> 사건일 설정

	공시일(AD)	변경일(CD)	사건일(ED)
2009년도	—	9월 14일	9월 14일
2010년도	9월 2일	9월 10일	9월 2일
2011년도	9월 1일	9월 9일	9월 1일
2012년도	9월 6일	9월 14일	9월 6일
2013년도	8월 28일	9월 13일	8월 28일
2014년도	8월 28일	9월 12일	8월 28일
2015년도	9월 2일	9월 11일	9월 2일

[그림 1]을 통해 공시일 변경일을 정리해 보았다. 또한 앞에서 언급했던 것처럼 사건일은 공시일을 기준으로 하게 된다.

[그림 1] Event Window 분석

구체적으로 비사건기간은 사건일(ED) 이전 100일의 기간으로 하고, 사건기간은 사건일(ED) 전과 후 5일 동안으로 설정하였다. 사건윈도우를 정리하면 다음 [그림 2]와 같다.

[그림 2] Event Window 구성

정보효과는 정보가 시장에 공시되는 시점에 투자자가 공시된 정보를 이용해 투자 의사결정에 변화를 가져오는 것으로 정의할 수 있다. 공시된 정보의 경우 시장에서의 정보효과는 일반적으로 주가의 변화로 파악할 수 있다. 이는 비정상수익률을 통해 확인할 수 있다. 비정상수익률은 실제수익률과 예상정상수익률 사이의 차이로 계산되는데, 이 때 예상정상수익률을 어떤 방법으로 정의하는지에 따라 비정상수익률이 달라진다.

본 연구에서는 SRI 지수 신규편입 기업의 비정상수익률의 측정을 해당 기업의 비사건기간의 평균주가수익률을 예상정상수익률로 판단하여 이를 바탕으로 검증하는 방법을 채택하였다. 채택 이유는 각각의 기업마다 특징이 다르며 해당 기업을 가장 잘 설명하고 대변할 수 있는 주가를 해당 기업의 과거의 주가로 판단했기 때문이다. 본 연구에서는 비정상수익

률은 평균조정수익률 모형으로 측정한 수익률을 이용해 분석하였다. 비정상수익률(AR)과 누적비정상수익률(CAAR)의 계산방법은 다음과 같다.

3.1.1 비정상수익률(AR)의 측정

$$AR_{it} = R_{it} - R_{nt}$$

여기서,

- AR_{it} : 기업 i의 t일 비정상수익률
- R_{it} : 기업 i의 t일 일별 주가 수익률
- R_{nt} : 비사건기간 평균 주가 수익률

3.1.2 평균비정상수익률(AAR)과 누적평균비정상수익률(CAAR)의 측정

$$AAR_t = \sum_{n=1}^n AR/N$$

$$CAAR_t = \sum_{t=1}^n AAR_t$$

여기서,

- AAR_t : t일의 평균비정상수익률
- N : 표본 수
- $CAAR_t$: t일의 누적평균비정상수익률

3.2 표본선정

본 연구의 실증분석을 위해서 사용한 표본은 KRX에서 측정한 기업의 사회책임투자지수(SRI : Social Responsibility Investment Index) 편입기업과 KOSPI200 편입기업을 사용하였으며, 편입 기업의 표본은 다음 <표 3>과 <표 4>와 같다. 표에서와 같이 본 연구의 총 표본은 SRI 지수 구성종목에 2009년 9월 14일 최초공시 기업 70개와 2010년부터 2015년까지의 6개년 동안 정기변경 일에 신규로 편입된 48개 기업을 대상으로 분석한다. 단, KOSPI 기업만을 대상으로 하였다. 이 중에서 분석제외 기업은 특별공시 편입기업과 KOSDAQ 기업이며, 분석기간 중 상장폐지나 완전자본잠식 등으로 인한 회계정보 및 주가자료를 완전히 제공하지 못하는 기업 그리고 금융업 또는 보험업에 속하는 기업은 분석대상기업에서 제외

시켰다.

분석에 필요한 편입여부 관련 자료는 한국거래소(KRX) 내부자료를 이용하였다. 주식관련 자료는 Kis-Value, Data Guide, TS2000의 데이터 베이스(Data Base)와 전자공시시스템(DART)에서 추출하여 사용하였다. 또한 비교가능성을 높이기 위해 12월 결산법인인 아닌 표본은 제외시켰다.

- ① 2009년 SRI Index 최초 편입 기업
- ② 2010년~2015년 SRI Index 신규 편입 기업
- ③ 2009년 KOSPI200 Index 편입 기업
- ④ 금융업을 제외한 기업으로서 12월 결산법인
- ⑤ Kis-value와 DataGuide, TS2000, DART에 재무·주가자료가 수록 기업

최종 표본 수는 <표 3>, <표 4>에 나타내었다.

<표 3>에서는 매년 SRI지수에 신규로 편입되어진 기업 중에서 분석제외 되는 기업을 뺀 나머지를 분석대상 기업으로 설정하였다. 신규편입기업 136개 기업중 분석제외기업 40개 기업을 뺀 나머지 96개 기업이 최종 분석대상기업으로 설정하였다.

<표 3> SRI지수 신규편입기업 표본

공시년도	공시일	신규편입기업	분석제외기업	분석대상기업
2009년	9월 14일	70	11	59
2010년	9월 10일	7	3	4
2011년	9월 9일	21	8	13
2012년	9월 14일	8	3	5
2013년	9월 13일	9	3	6
2014년	9월 12일	10	6	4
2015년	9월 11일	11	6	5
합계		136	40	96

〈표 4〉는 KOSPI200기업 중에서 SRI지수에 편입된 기업 56개와 미편입 기업126개로 분류 하였다. 여기서 분석제외기업은 SRI지수에는 편입되어 있지만 KOSPI200에는 포함되어 있지 않은 3개 기업을 분석에서 제외하였고, 최종 분석대상기업은 182개로 설정하였다.

〈표 4〉 KOSPI200편입 기업과 SRI지수편입 기업 표본

KOSPI200 편입기업				
표본연도	SRI지수편입기업	SRI지수미편입기업	분석제외기업	분석대상기업
2009	56	126	3	182

IV. 실증분석

4.1 기술통계량

본 연구에서 설정한 연구가설을 실증분석하기에 앞서 각 모형에 사용된 변수들에 대한 기술통계량은 다음의 〈표 5〉와 같다.

〈표 5〉 기술통계량

변 수	관측치	평균값	표준편차	중위수	최소값	최대값
$TQ_{i,t}$	370	1.153	0.672	0.980	0.291	6.893
$ROA_{i,t}$	370	0.070	0.073	0.058	-0.167	0.490
$CFO_{i,t}$	370	-0.031	4.647	0.074	-73.647	48.301
$AD_{i,t}$	370	0.011	0.022	0.002	0.000	0.137
$RD_{i,t}$	370	0.010	0.019	0.002	0.000	0.148
$SIZE_{i,t}$	370	12.187	0.626	12.085	10.641	13.952
$LEV_{i,t}$	370	147.334	434.334	81.875	3.430	6,913.710

주요변수인 $TQ_{i,t}$ 와 $ROA_{i,t}$ 는 중위수와 평균의 차이가 크지 않는 것으로 나타났다. 이는 표본분포에 대한 비대칭성이 크지 않아 자료의 정규성에 큰 문제가 없는 것으로 판단된다.

4.2 가설 1에 대한 실증분석 결과

본 연구는 기업의 사회책임투자지수 편입과 기업의 재무적 성과 사이의 상호관련성을 확인하기 위하여 사회책임투자지수 편입 전·후 그리고 지수편입 기업과 미편입 기업을 구분하여 관련성을 분석하였다. 실증분석 결과는 다음과 같다.

먼저 분석에 앞서 모형에 제시된 변수들을 대상으로 상관관계 분석을 하였다. 분석결과는 다음의 <표 6>과 같다. 주요 변수인 $SRI_{i,t}$ 와 $ROA_{i,t}$ 사이에서는 유의한 관련성을 찾지 못하였다.

연구가설 1에 대한 회귀분석 결과 통계적으로 유의성이 없는 것으로 분석되었다. 가설 1-1에 대한 실증분석결과 기업의 사회책임투자지수 편입 전·후의 재무적 성과인 ROA와의 관계는 계수가 -0.002 , t 값이 -0.613 이고 유의한 값을 나타내지 못하고 있다. 이것은 가설 1-1을 기각하는 결과이다. 이를 근거로 기업의 사회책임투자지수 편입이 당기에는 재무적 성과(ROA)에 어떠한 영향도 미치지 못한다고 해석할 수 있다.

<표 6> 가설 1의 상관관계분석 결과

Panel A : [H 1-1]						
	$SRI_{i,t}$	$ROA_{i,t}$	$RD_{i,t}$	$AD_{i,t}$	$SIZE_{i,t}$	$LEV_{i,t}$
$SRI_{i,t}$	1					
$ROA_{i,t}$	-0.007	1				
$RD_{i,t}$	-0.085	-0.094	1			
$AD_{i,t}$	-0.249^{**}	0.029	0.101	1		
$SIZE_{i,t}$	0.014	-0.217^*	-0.010	0.051	1	
$LEV_{i,t}$	-0.042	-0.272^{**}	0.174	-0.107	0.235^*	1
Panel B : [H 1-2]						
	$SRI_{i,t}$	$ROA_{i,t}$	$RD_{i,t}$	$AD_{i,t}$	$SIZE_{i,t}$	$LEV_{i,t}$
$SRI_{i,t}$	1					
$ROA_{i,t}$	0.030	1				
$RD_{i,t}$	0.141	0.144^*	1			
$AD_{i,t}$	0.063	0.233^{**}	0.215^{**}	1		
$SIZE_{i,t}$	0.540^{**}	-0.112	-0.024	-0.152^*	1	
$LEV_{i,t}$	-0.041	-0.294^{**}	-0.083	-0.070	0.096	1

* 유의수준 5%, ** 유의수준 1%

한편, 통제변수에서는 부채비율(LEV)만 계수값 0.000, t값 -2.303으로 5% 수준에서 유의한 결과 값을 보이고 있다. 이것은 부채비율이 낮을수록 재무적 성과는 상승한다고 분석할 수 있다. 또한 지수 편입 기업과 미편입 기업 간의 관계를 분석한 결과는 계수가 0.006, t값 0.437이고 편입 전·후의 분석과 마찬가지로 유의하지 않은 값을 나타내어 가설1-2 또한 기각되는 결과를 보여주고 있다. 이를 근거로 기업의 사회책임투자지수 편입기업과 미편입기업 간의 재무적 성과(ROA) 차이는 미미하다고 해석할 수 있다. 한편, 통제변수에서 광고선전비(AD)와는 계수값 0.578, t값 2.530이고 5%수준에서 유의한 양의 값을 나타내었고, 부채비율(LEV)도 계수값 0.000, t값 -3.733으로 1% 수준에서 유의한 결과 값을 나타내고 있다. 이러한 결과는 광고선전비의 상승은 기업의 재무성과에도 긍정적인 영향을 미친다고 볼 수 있고, 부채비율의 경우는 앞서의 편입 전·후의 분석과 마찬가지로 부채비율이 낮을수록 재무적 성과는 상승한다고 추정할 수 있다.

가설 1에 대한 회귀분석 결과는 다음 <표 7>과 같다.

<표 7> 가설 1에 대한 회귀분석 결과

[H 1-1] $ROA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SRI_{i,t} + \alpha_2 RD_{i,t} + \alpha_3 AD_{i,t} + \alpha_4 SIZE_{i,t} + \alpha_5 LEV_{i,t} + \alpha_6 ID_{i,t} + \alpha_7 YD_{i,t} + \epsilon_{i,t}$				
[H 1-2] $ROA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SRI_{i,t} + \alpha_2 RD_{i,t} + \alpha_3 AD_{i,t} + \alpha_4 SIZE_{i,t} + \alpha_5 LEV_{i,t} + \alpha_6 ID_{i,t} + \alpha_7 YD_{i,t} + \epsilon_{i,t}$				
	H 1-1		H 1-2	
	계수	t값	계수	t값
(상수)	0.335	2.233**	0.138	1.139
$SRI_{i,t}$	-0.002	-0.163	0.006	0.437
$RD_{i,t}$	-0.130	-0.399	0.238	0.942
$AD_{i,t}$	0.024	0.087	0.578	2.530**
$SIZE_{i,t}$	-0.021	-1.775	-0.007	-0.733
$LEV_{i,t}$	0.000	-2.303**	0.000	-3.733***
$ID_{i,t}$	Included		Included	
$YD_{i,t}$	Included		Included	
Adj. R ²	0.061		0.115	
F	2.277		4.995	
N	96	96	182	182

* 유의수준 10%, ** 유의수준 5%, *** 유의수준 1%

4.3 가설 2에 대한 실증분석 결과

기업의 사회책임투자지수 편입 전·후 그리고 지수편입 기업과 미편입 기업 간의 기업가치가 어떤 관련성이 있는지 분석하였다. 이에 대한 실증분석 결과는 다음과 같다.

먼저 분석에 앞서 모형에 제시된 변수들을 대상으로 상관관계 분석을 하였다. 분석결과는 다음의 <표 8>과 같다. 가설 2-2에 대한 상관관계 분석에서 주요 변수인 $SRI_{i,t}$ 와 $TQ_{i,t}$ 사이에서 1% 수준에서 유의한 양(+)의 관련성을 발견하였다. 이는 사회책임투자 지수 편입과 기업가치 사이에 유의한 긍정적 영향 관계가 존재함을 추정할 수 있다.

<표 8> 가설 2의 상관관계분석 결과

Panel A : [H 2-1]						
	$SRI_{i,t}$	$TQ_{i,t}$	$RD_{i,t}$	$AD_{i,t}$	$SIZE_{i,t}$	$LEV_{i,t}$
$SRI_{i,t}$	1					
$TQ_{i,t}$	0.131	1				
$RD_{i,t}$	0.039	0.174	1			
$AD_{i,t}$	-0.041	0.505**	0.101	1		
$SIZE_{i,t}$	0.014	-0.311**	-0.067	-0.273**	1	
$LEV_{i,t}$	-0.042	-0.152	-0.139	-0.190*	0.235*	1
Panel B : [H 2-2]						
	$SRI_{i,t}$	$TQ_{i,t}$	$RD_{i,t}$	$AD_{i,t}$	$SIZE_{i,t}$	$LEV_{i,t}$
$SRI_{i,t}$	1					
$TQ_{i,t}$	0.197**	1				
$RD_{i,t}$	0.142	0.348**	1			
$AD_{i,t}$	0.064	0.285**	0.221**	1		
$SIZE_{i,t}$	0.563**	-0.043	-0.016	-0.151*	1	
$LEV_{i,t}$	-0.054	-0.026	-0.079	-0.068	0.088	1

* 유의수준 5%, ** 유의수준 1%

다음은 가설 2에 대한 회귀분석 결과는 다음 <표 9>와 같다.

<표 9> 가설 2에 대한 회귀분석 결과

[H 2-1] $TQ_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SRI_{i,t} + \alpha_2 RD_{i,t} + \alpha_3 AD_{i,t} + \alpha_4 SIZE_{i,t} + \alpha_5 LEV_{i,t} + \alpha_6 ID_{i,t} + \alpha_7 YD_{i,t} + \epsilon_{i,t}$				
[H 2-2] $TQ_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SRI_{i,t} + \alpha_2 RD_{i,t} + \alpha_3 AD_{i,t} + \alpha_4 SIZE_{i,t} + \alpha_5 LEV_{i,t} + \alpha_6 ID_{i,t} + \alpha_7 YD_{i,t} + \epsilon_{i,t}$				
	H 2-1		H 2-2	
	계수	t값	계수	t값
(상수)	4.324	2.618***	2.973	2.297**
$SRI_{i,t}$	0.272	1.861*	0.361	2.676***
$RD_{i,t}$	5.196	1.517	10.033	3.877***
$AD_{i,t}$	15.830	5.383***	6.321	2.697***
$SIZE_{i,t}$	-0.280	-2.182**	-0.165	-1.604
$LEV_{i,t}$	-0.000	-0.084	0.000	0.490
$ID_{i,t}$	Included		Included	
$YD_{i,t}$	Included		Included	
Adj. R ²	0.289		0.173	
F	8.925***		7.302***	
N	96		182	

* 유의수준 10%, ** 유의수준 5%, *** 유의수준 1%

연구가설 2에 대한 회귀분석 결과는 다음 <표 9>와 같다. 회귀분석 결과는 통계적으로 매우 유의한 것으로 볼 수 있다. 가설2-1에 대한 실증결과 기업의 사회책임투자지수 편입 전·후 기업가치인 Tobin's Q와의 관계는 계수 값이 0.272, t값이 1.861로 유의수준 10% 이하에서 양(+)의 상관관계를 가지는 것으로 가설 2-1을 지지하는 것으로 분석 할 수 있다. 이를 근거로 기업의 사회책임투자지수 편입이 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 해석할 수 있다.

통제변수에서는 연구개발비(RD)와는 계수값 5.196, t값 1.517로 유의하지 않았다. 광고선 전비(AD)는 계수값 15.830, t값 5.383으로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값이 나타났다.

한편, 기업규모(SIZE)는 계수값 -0.280, t값 -2.182로 5% 수준에서 유의한 음(-)의 관계를 나타내고 있다. 기업규모의 경우 기업가치가 높은 기업이 기업규모가 클 것이라는 다

수의 선행연구와 다른 결과로 나타나고 있었다. 이러한 분석결과는 기업규모가 큰 기업이 아니더라도 기업가치가 높을 수 있으며, 특히 규모와 상관없이 사회책임투자를 실시하는 기업을 투자자들이 올바르게 인식하고 있다고 해석할 수 있다.

또한 가설 2-2에 대한 실증결과 지수편입 기업과 미편입 기업 간의 관계에서는 계수값 0.361, t값 2.676으로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 관계로 분석되어 가설2-2는 지지되는 것으로 분석되었다. 이를 근거로 사회책임투자지수 편입 기업이 미편입 기업보다 상대적으로 기업가치가 높다고 해석할 수 있다.

한편, 통제변수에서는 연구개발비(RD), 광고선전비(AD)는 유의한 양(+)의 관계에 있으며, 기업규모(SIZE)는 음(-)의 유의한 관계를 가지고 있는 것으로 분석되었다. 구체적인 결과값은 연구개발비(RD)는 계수값 10.033, t값 3.877로 1%수준에서 유의한 양(+)의 관계를 보였고, 광고선전비(AD)는 계수값 6.321, t값 2.697로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 관계로 분석 되었으며, 기업규모(SIZE)는 계수값 -0.165, t값 -1.604로 유의하지 않았다. 결과값은 연구개발비, 광고선전비는 기업가치와 관련성이 많음을 알 수 있다. 이것은 재무적 성과와의 분석 결과와 달리 기업가치 즉, 주가를 높여주는데 광고선전비와 연구개발비가 밀접한 관련성이 있다고 해석 할 수 있다.

4.4 가설 3에 대한 실증분석 결과

SRI 지수 구성종목의 신규 편입 공시일에 신규 편입된 기업의 주가가 상향조정되는지 검증하기 위해서 공시시점 전과 후의 비정상수익률을 분석하였다. 다음의 <표 10>은 SRI 지수편입 최초 공시일과 매년 구성종목 변경을 공시한 시점(공시일)을 전과 후로 ± 4 일 동안의 평균조정수익률모형에 의한 평균비정상수익률과 누적평균비정상수익률의 t값과 유의수준을 보았다.

최초·신규 편입된 기업의 평균비정상수익률과 누적평균비정상수익률에 대한 T-test 분석결과는 다음 <표 10>과 같다.

〈표 10〉 가설 3 검증을 위한 AAR¹⁾과 CAAR²⁾의 t 테스트 결과

Days	AAR	T-Value	CAAR	T-Value
-4	0.0062	1.6349	0.0062	1.6349
-3	-0.0124***	-3.5334	-0.0062	-1.1710
-2	0.0235**	5.9065	0.0173***	2.7727
-1	0.0024	0.7222	0.0197***	2.7734
0	-0.0117***	-4.3936	0.0080	1.0620
1	0.0034	1.1055	0.0114	1.5816
2	0.0081***	2.9922	0.0195***	2.4623
3	0.0035	1.0052	0.0230***	2.3717
4	0.0047	1.4827	0.0276***	2.9260

*** 유의수준 $P < 0.01$, ** 유의수준 $P < 0.05$, * 유의수준 $P < 0.1$

표본전체(2009-2015), $n=96$

1) AAR : 평균비정상수익률

2) CAAR : 누적평균비정상수익률

〈표 10〉에서 보는 바와 같이 KRX SRI Index 구성종목 최초편입 및 신규 편입 공시일을 전과 후로 유의한 양(+)의 평균비정상수익률이 나타나고 있는 것을 볼 수 있다. 이러한 분석 결과는 KRX SRI Index 구성종목의 최초·신규 편입이 투자자들에게 긍정적인 Good News (호재)로 전달되어 투자자들이 기업의 가치를 상향조정하고 있음을 보여주는 결과이다.

본 연구에서는 추가적으로 SRI 지수 구성종목에 최초 및 신규 편입 기업에 대해 공시일 전과 후로 연속적이고 체계적인 주가 반응을 분석하였다. 이러한 검증을 위해서 SRI 지수 구성종목에 최초 및 신규 편입된 기업의 누적평균비정상수익률을 산출하였다. 〈표 10〉에서 누적비정상수익률 평균이 SRI 지수 편입공시일 전과 후를 기점으로 연속적으로 상승하였다. 이는 SRI 지수 편입에 대한 정보가 시장에 영향 미쳐 지수편입 이후에도 지속적으로 편입 기업의 주가에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 판단할 수 있다.

V. 결 론

5.1 연구결과

본 연구에서는 사회적 책임 투자가 기업의 경영성과에 긍정적인 영향을 미치는 지를 살펴보고자 하였다. 또한 기업의 사회적 책임 투자가 시장에 참여하고 있는 투자자가 인지하고 이를 투자자가 의사결정에 반영함으로써 궁극적으로 기업가치(주가)가 높아지는 지를 실증적으로 분석하는데 주된 목적이 있었다. 또한 본 연구에서는 비재무적 요소인 사회책임투자(SRI) 지수를 투자자가 얼마나 잘 인식하고 기업 평가 및 투자에 활용되는지 분석하여 정보효과에 대한 유의적 특성을 분석하였다.

본 연구의 주요 실증분석 결과는 다음과 같다.

첫째, 사회적 책임 투자는 기업의 재무적 성과에는 긍정적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 이는 기업의 사회적 책임 투자가 소비자의 의사결정에는 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 해석할 수 있다.

둘째, 기업의 사회적 책임 투자는 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 시장의 참여자(투자자)들은 기업의 사회적 책임 투자를 인지하고 그들의 의사결정에 반영함으로써 궁극적으로 사회적 책임 투자를 한 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 기업가치가 높은 것으로 해석할 수 있다. 즉, 기업의 사회적 책임 투자가 직접적인 경영성과의 증대로 이어지지 않는으나, 기업가치를 높이는 데는 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 본 연구결과에 의하면 기업들은 사회적 책임 투자가 경영성과 측면에서는 기업에 도움이 되지 않을 수 있으나, 이미지 제고 등으로 인한 기업의 가치 증대에는 효과가 있는 것으로 판단할 수 있다.

셋째, SRI 지수 구성종목에 최초 및 신규 편입 기업의 주가가 상향조정되는지 공시시점 전과 후의 비정상수익률을 확인하였다. 또한 최초 및 신규 편입 기업에 대해 공시일 전과 후에 연속적이고 체계적인 주가의 반응이 있는지 분석하였다. 분석결과 편입기업의 평균비정상수익률은 지수 편입공시 시점 전과 후로 유의한 양(+)의 수익률을 확인 하였다. 또한 누적평균비정상수익률에 대한 분석결과도 지수 편입공시 시점을 이후로 연속적으로 상승하고 있었다. 이러한 결과는 기업의 지수편입 정보가 시장에 전달되어 지수 편입 후에도 편입

기업의 주가에 긍정적인 영향을 주는 것으로 판단된다. 결국 사회책임투자가 우수한 기업에 대해 투자자들이 긍정적 반응을 보이는 것은 투자자들의 투자판단의 기준으로 기업의 사회책임투자와 SRI 지수 편입여부가 재무정보에 대한 신뢰성을 제고 한다고 판단된다.

본 연구는 KRX의 SRI 지수를 중심으로 기업의 사회적 책임 투자가 기업의 성과에 미치는 영향에 대해 다양하게 검증해 보았다. 이러한 검증 결과를 바탕으로 기업이 사회책임투자를 통해 자발적으로 경제적, 사회적, 윤리적 등의 비재무적 요소들에 대한 종합적인 사항들을 경영에 고려하여 기업과 사회의 발전을 도모할 수 있을 것으로 기대된다. 또한 이러한 기업의 사회적 책임활동에 대해 투자자들은 보다 객관적이고 정확한 인식을 통해 과학적인 분석으로 기업을 판단하고 투자절차를 진행 할 것으로 추론할 수 있다.

사회책임투자에 대한 관심이 높아질수록 투자자들이 요구하는 기업에 대한 사회적 책임에 대한 기능은 더욱 중요해질 것이며, 궁극적으로 책임투자활동에 적극적인 기업은 자본시장에서 더 나은 평가를 받게 되어 기업 가치는 지속적으로 향상 될 것으로 분석할 수 있다. 즉 기업의 사회적 책임에 대한 투자는 기업의 자본조달비용을 낮출 수 있을 뿐만 아니라 자본시장의 효율성과 공정한 거래를 통해 국가의 자본 신용도도 향상될 수 있을 것이다.

5.2 공헌점과 한계점

기업의 사회적 책임 투자와 기업의 경영성과 간의 상호 관련성에 관한 연구는 주로 투자지수를 활용한 펀드 투자성과에만 편중되어 있었으며, 그 중요성에 비해 사회적 책임지수에 대한 연구의 비중은 상대적으로 미흡했다고 볼 수 있다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 첫째, 기업가치를 고려한 사회책임투자(SRI)와의 관계를 최근의 재무적 환경을 고려하여 연구를 진행하였다는 점이다. 즉, 사회책임투자에 대해 기업의 사회책임투자를 높일수록 기업가치가 향상될 수 있음을 제시할 수 있었다. 둘째, 사회적 투자 지수와 기업성과와의 관계에 있어서 기존연구에서 제시되었던 혼재된 방향성을 정의의 방향에서 분석할 수 있는 가능성을 제시할 수 있었다. 즉, 사회책임투자의 기간과 비례하여 방향의 혼재상황 보다는 질적 성과를 측정할 수 있는 지침을 제시할 수 있었다. 이러한 본 연구의 의의와 결과에도 불구하고 본 연구는 다음과 같은 한계점을 가지고 있다. 첫째로, 사회책임투자와 기업의 재무성과 및 기업 가치와의 관계에 있어서 내생성의 문제를

충분히 감안하여 연구하지 못하였다는 점이다. 따라서 향후 연구에서는 객관적인 통제변수와 연구모델이 개발되어 보다 정교한 연구방법의 적용이 필요할 것이다. 둘째로, 본 연구에서는 개별 기업의 사회적 책임투자지수편입 여부가 재무적 성과를 구성하고 있는 기업의 매출과 매출원가 등의 비용항목들에 어떻게 영향을 미쳤는지에 대해서 구체적으로 규명하지 못하는 분석적 한계점을 가지고 있다. 마지막으로, 비정상수익률을 측정하는 사건연구에서는 예상정상수익률의 편차에 의해서 통계적 오차범위를 초과 할 수 있다. 따라서 후속 연구에서는 예상정상수익률을 해당 기업의 비사건기간의 평균주가수익률을 포함할 수 있는 포괄적인 시각에서 연구가 진행되어야 할 것이다.

참고문헌

〈국내문헌〉

- 고영진, 이상호. (2011). 사회책임투자펀드의 투자성과 분석, *의사결정연구*, 19 - 1, 89 - 109, 1598 - 8090.
- 권수영, 김문철, 손성규, 최 관, 한봉희. (2010). 자본시장에서의 회계정보 유용성, 102.
- 권택호, 박종원. (2000). KOSPI 200 진입기업의 주가행태. *재무관리연구*, 17 - 2, 49 - 70.
- 박애영. (2013). 기업지배구조평가등급이 실제이익조정에 미치는 영향. *대한경영학회지*, 26 - 5, 1289 - 1315.
- 박정윤, 옥영경. (2013). 기업의 KRX SRI Eco지수 편입이 기업가치에 미치는 영향. *로고스경영연구*, 11 - 2, 17 - 36.
- 박준우, 곽세영. (2012). SRI지수 편입기업과 주가행태, *생산성연구*, 26 - 4, 39 - 64.
- 임형주, 최종서. (2013). 기업의 사회적 책임과 이익조정 : 외면적 기업윤리와 내면윤리는 일치하는가?, *회계저널*, 22 - 5, 257 - 309.
- 장지인, 김완희, 김경호. (2002). 한국기업의 회계투명성과 기업가치. 한국기업의 회계투명성과 기업가치 세미나 발표자료.

〈외국문헌〉

- Aguilera, R.V., D.E. Rupp, C.A. Williams, and J. Ganapathi. (2007). Putting the S back in corporate social responsibility : A Multilevel Theory of Social Change in Organizations. *Academy of Management Review* 32, 836 - 863.
- Barnea A., and A.Ruibin. (2006). Corporate Social Responsibility as a Conflict between Shareholders. *University of Texas at Austin*, Working Paper.
- Berman, S.L., A.C. Wicks, S.Kotha and T.M. Jones. (1999). Does Stakeholder Orientation Matter? The Relationship Between Stakeholder Management Models and the Firm Financial Performance.
- Brammer, S., C. Brooks & S. Pavelin. (2005). Corporate social performance and stock returns : UK evidence from disaggregate measures. Working Paper
- Carroll, A.B. (1979). A Three - dimensional Conceptual Model of Corporate Performance. *Academy of Management Review* 4, 497 - 505.

- Hillman A. J., and Keim, D. (2001). Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issues : What's the Bottom Line?. *Strategic Management Journal*, 22, 125 - 130
- McWilliams, A, and D. Siegel, (2000). Corporate Social Responsibility and Financial Performance : Correlation or Misspecification?. *Strategic Management Journal* 21, 603 - 609.
- Pava M. & J. Krausz. (1996). The association between corporate social and financial performance : The paradox of social cost. *Journal of Business Ethics* 15(3), 321 - 357.
- Shleifer, A. (1986). Do demand curves for stocks slope down? *Journal of Finance* 41, 579 - 90.
- Waddcok, S.A. and S.B. Graves. (1997). The Corporate Social Performance - Financial Performance Link. *Strategic Management Journal* 18(4), 303 - 319.

“본 논문은 학회윤리규정을 준수하였으며 논문에 대한 판권을 학회에 위임합니다.”

<Abstract>

The Study of Effects on Accounting Information by Corporate Social Responsibility Investment

Hwang, Seong - Jun^{*}

The purpose of this study is to analyze whether socially responsible investment index, which contains financial factors, is used by investors to evaluate corporate value. The results of this study are as follows. The results of this study are as follows : First, socially responsible investment has no positive effect on firm 's financial performance. Second, corporate socially responsible investment has a positive effect on firm value. Third, the average unsteady returns of firms included in SRI were significantly(+) before and after disclosure of the index. In addition, the results of cumulative average abnormal returns have continuously risen since the time of the incorporation of the index. Based on the results of this verification, it is expected that companies will be able to voluntarily promote the development of enterprises and society by taking into account the comprehensive issues concerning non-financial factors such as economic, social and ethical management through management through socially responsible investment.

Key words : Corporate social responsibility, Socially responsible investment, Corporate value, Financial performance, Management performance

^{*} Dr. of Business Administration, Pusan National University, First Author, e-mail : sjcastle@pusan.ac.kr