

코스피 200 ESG 지수 편입과 시장반응

오상희¹, 황성준^{2*}

¹신라대학교 회계세무학과 조교수, ²부산대학교 경영학과 박사

KOSPI 200 ESG Index incorporation and market response

Sang-Hui Oh¹, Seong-Jun Hwang^{2*}

¹Assistant Professor, Dept. of Business Administration, Silla University

²Ph.D., Dept. of Business Administration, Pusan National University

요약 본 연구는 최근 발표된 “코스피 200 ESG 지수”를 중심으로 과연 “코스피 200 ESG 지수”가 주가와와의 관련성이 있는지를 살펴보고자 한다. 구체적으로 코스피 200 ESG 지수의 편입 기업이 지수편입으로 인한 주가의 평균초과수익률과 누적평균초과수익률을 나타내는 지 실증 분석하였다. 연구방법은 정상적 기대수익률을 OLS에 의해 추정된 계수를 이용한 시장모형(market model)에 의한 수익률을 사용하여 사건연구를 수행하였다. 연구결과를 요약해보면 다음과 같다. 첫째, 기업의 코스피 200 ESG 지수 최초 편입은 유의한 양(+)의 평균초과수익률과 누적평균초과수익률을 나타냈다. 둘째, 기업의 코스피 200 ESG 지수 편입은 유의한 양(+)의 평균초과수익률과 누적평균초과수익률을 나타냈다. 본 연구를 통하여 시장에서 투자자들이 단순히 재무정보만이 아닌 비재무적 정보로서 ESG 지표에 대한 인식을 하고 있다는 점을 확인할 수 있었다. 더불어 투자자는 ESG지수를 투자를 위한 정보로 인식한다는 점을 실증적으로 분석한 점이 본 연구의 기여점이라 할 수 있다. 본 연구는 최신의 ESG 지수를 이용했다는 점에서 차별점이 있지만, 동시에 연구기간이 짧고 연구표본이 제한적이라는 점에서 한계점을 지닌다.

주제어 : ESG, 코스피 200 ESG 지수, 사건연구, 평균초과수익률, 누적평균초과수익률

Abstract Focusing on the recently announced “KOSPI 200 ESG Index,” this study intends to examine whether the “KOSPI 200 ESG Index” has any relevance to stock prices. Specifically, it was empirically analyzed whether companies included in the KOSPI 200 ESG index showed average abnormal return and cumulative average abnormal return of stock prices due to incorporation into the index. As for the research method, the case study was conducted using the return by the market model using the coefficient estimated by the OLS for the normal expected return. The study results are summarized as follows. First, the initial incorporation of a company into the KOSPI 200 ESG index showed significant positive(+) average abnormal return and cumulative average abnormal return. Second, the incorporation of a company into the KOSPI 200 ESG index showed significant positive(+) average abnormal return and cumulative average abnormal return. Through this study, it was confirmed that investors in the market are aware of ESG indicators as non-financial information, not just financial information. In addition, it can be said that the contribution of this study to the fact that investors perceive ESG index as information for investment. This study differs in that it uses the latest ESG index, but at the same time, it has limitations in that the study period is short and the study sample is limited.

Key Words : ESG, KOSPI 200 ESG index, case study, average abnormal return, cumulative average abnormal return

*Corresponding Author : Seong-Jun Hwang(sjcastle@pusan.ac.kr)

Received September 14, 2021

Accepted December 20, 2021

Revised October 5, 2021

Published December 28, 2021

1. 서론

기업은 주주부의 극대화 혹은 이윤 추구가 목적이다. 그러나 단순히 이윤 추구 혹은 그 기업의 주주만을 위해 행동할 수는 없다. 왜냐하면 기업 또한 배제할 수 없는 사회의 한 구성원이기 때문이다. 따라서 기업 또한 사회의 구성원으로서의 사회적 책임을 다할 필요가 있다. 이와 같은 개념이 최근에 유행하고 있는 사회적 책임(Corporate Social Responsibility, CSR)이라 할 수 있다. CSR은 기업이 사회적 책임을 행하고 있는 구체적인 행위를 나타내는 것이며, 기업이 사회에 취약층을 위해 일자리를 제공하거나, 영업이익의 일부를 지역사회에 기부하는 모든 행위 등이 포함되는 것이다[1,2]. 그러나 기업의 입장에서는 이러한 행위가 모두 비용의 지출을 수반하는 것이기 때문에, 결과적으로 비용의 증가로 인한 단기순이익이 감소되는 결과가 도출될 수도 있다. 이러한 이유로 경영자의 입장에서는 기업이 사회적 역할을 하는데 소홀한 기업도 존재하지만, 사회적 역할을 다함으로써 좋은 기업이미지의 구축으로 더 많은 이익을 나타낸다는 장점을 가지기도 한다. 더구나 최근 들어 CSR에 대한 관심의 증가로 과거의 영업이익에 대한 성과평가뿐만 아니라, 사회적인 성과평가도 가능하게 되었다. 이러한 사회적인 평가에 대한 측정치를 ESG성과지표 라고 한다.

ESG성과지표는 CSR에 대한 보다 구체화한 지수이고 다양한 기관에서 발표하고 있지만, 이러한 기관들의 공정성 및 신뢰성 등이 문제 되어 최근에는 금융위원회, 금융감독원, 한국거래소 공동명의로 ESG보고서를 의무적으로 공시하도록 하는 일정을 발표하였다.

공신력 있는 정부 기관에서 이러한 ESG 지수를 발표함에 따라, 한정된 자본으로 투자를 해야만 하는 투자자의 입장에서는 더욱 신뢰성 있게 투자할 기업과 그렇지 않은 기업을 선별할 수 있게 되었다고 할 수 있다.

이러한 흐름에 맞춰본 연구는 최근 발표된 “코스피 200 ESG 지수”를 중심으로 과연 “코스피 200 ESG 지수”가 주가와 관련성이 있는지를 살펴보고자 하였다. ESG는 기업들을 단순히 재무정보만이 아닌 비재무적 정보까지 포함하고 있는 지표이기 때문에, ESG 지수에 편입된 기업들은 재무정보 뿐만 아니라 비재무적 정보까지 고려한 경영의사결정을 내리는 기업임을 알 수 있다. 따라서 이러한 ESG지수에 투자하는 투자자들은 “코스피 200 ESG 지수”가 투자자들에게 유용한 지표로 인식하고 이러한 지수를 통해 초과수익률을 나타낼 수 있을 것으로 기대할 것이다. 따라서 관련 연구의 수행이 필요할 것

으로 판단된다. 더불어 투자자는 ESG지수를 투자를 위한 정보로 인식한다는 점을 실증적으로 분석한 점에 본 연구의 기여점이라 할 수 있을 것이다.

이하 본 연구 2장에서는 이론적 배경 및 선행연구를 살펴볼 것이고, 3장에서는 연구설계 등을 제시할 것이다. 4장에서는 연구가설의 검증결과를 실증분석할 것이며, 마지막 5장에서는 결론을 제시할 것이다.

2. 이론적 배경 및 선행연구

2.1 지수종목에 관한 연구

주가지수 즉 종합주가지수는 흔히 KOSPI라고 말한다. 이는 1980년 1월 4일을 기준으로 이날의 시가총액을 오늘의 시가총액과 비교해서 나타내는 것을 의미하고 기준지수 100으로 시작하였다[3,4]. 현시점은 주가지수 3,000을 넘어가고 있으며 이 말은 시가총액이 기준 시점보다 30배 커졌다는 것을 의미하는 것이다. 이러한 종합주가지수를 시작으로 다양한 지수종목들이 나타났는데, 대표적인 것이 KOSPI 200지수라 할 수 있다. KOSPI 200지수는 1990년 1월 3일 기준지수 100으로 시작하여 1994년 6월 15일 산출된 지수이다.

KOSPI 200지수가 1994년 발표된 이후, 다양한 지수 관련 연구들이 나타났다. 지수 관련 연구에서 지수종목이 신규진입 혹은 퇴출 등으로 변경되어 공시된 이후, 주식거래량의 일시적인 증가에 따른 주가의 양(+) 혹은 음(-)의 방향으로 나타나는 것에 관한 실증분석 결과는 주로 네 가지 이론에 의해 해석된다[5]. 첫째는 가격압박가설, 둘째는 유동성가설, 셋째는 정보가설, 마지막으로 우하향 수요곡식(불완전 대체재)가설 이다. 대부분의 선행연구에서 주가로 나타나는 주식의 시장반응의 방향은 가설별로 차이가 있다. 그러나 특이한 점은 단기적으로는 모든 가설이 주가가 상승할 것이라고 기대한다는 것이다. 구체적으로 안영규·박순식(2005) 그리고 권택호·박종원(2000)의 연구에서는 거래량이 증가할 때 단기적으로 주가도 증가하고 장기적인 주가는 불변한다는 가격압박가설이 지지가 된다고 결론 내었다[6,7]. 반면에 Benish and Whaley(1996) 그리고 Liu(2000) 등은 거래량이 증가할 때 단기뿐만 아니라 장기 또한 주가반응이 증가한다는 불완전 대체재 가설을 지지하였다[8,9]. 이는 주식의 수요함수가 완력탄력적인 수평이 아니기 때문에, 장기적으로 주가반응이 존재하게 되는데, 이를 주식에 대한 대체재가 없기 때문이라고 설명한다. 또한 국내에서 이루어진

지수 관련 연구들이 지수종목의 변경이 정보력이 없는 것으로 나타나는 사건에 대하여, 박영석 등(2009)은 KOSPI 200주가지수의 구성종목 변경 사건에 대한 시장 반응을 재검증하는 연구를 하였다. 그들의 연구는 기존의 연구와는 달이 실증적 결과가 변경기업의 속성과 주식시장의 장세에 따라 다르게 나타날 수 있다고 판단하여 기업규모 및 시장상황에 따라 표본을 구분하여 분석하였다. 연구 결과 기존의 표본과 다르게 종목들을 기업규모 및 시장상황에 따라 나누어서 분석하였더니, 신규로 지수종목에 포함되는 기업의 경우 가격압박가설을 지지하는 것으로 나타났다. 또한 시가총액이 큰 기업은 공시일 전에 새로운 지수종목이 진입될 것을 예상했기 때문에 공시일 이전에 거래량이 많이 증가하는 것으로 나타났다.

이처럼 주가지수에 관한 연구들은 각 나라에서 매우 다양하며, 연구 결과의 해석 또한 다양한 이론이 팽배해져 있기 때문에, 새로운 주가지수가 발표되었을 때 또는 지수종목의 변경이 나타났을 때 이러한 사건의 정보력이 주가에 어떻게 반응하는지는 충분히 가치 있는 연구가 되리라 생각한다.

2.2 ESG에 관한 연구

최근 사회적 이슈가 되는 ESG 확산에 도화선이 되는 것은 의도치 않게 코로나19 팬데믹 현상이라 할 수 있다. 왜냐하면 코로나19 팬데믹 현상이 환경 및 생태계 파괴에서 비롯됐다는 사실이 인식되었기 때문이다. 코로나19로 인한 경제위기가 결국 돌고 돌아 제품 및 서비스의 생산 및 유통 그리고 폐기물처리까지 모두 기업이 책임져야 할 요소들이 너무 많아, 결국 기업은 언제든지 환경 파괴의 주범으로 몰릴 위치에 처한 것이다. 이에 따라 전문가들도 기업에 대해 “지구 환경을 보존하는 목표를 세우고 그 한계 안에서 지속가능한 성장을 피하라”라고 하는 목소리를 높이고 있다.

ESG라는 용어가 일반화되기 전까지 ESG보다 더 익숙한 단어가 CSR이라 할 수 있다. 즉 CSR은 기업이 사회의 한 구성원으로서 단순히 이윤 창출의 목적뿐만 아니라 구성원으로서의 지역사회에 이익을 다 같이 공유하는 사회적 책임을 가진다는 의미를 포함하는 것이다. 그러나 기업이 사회적 책임을 다하기 위해서는 비용이 수반되기 때문에, CSR에 투자한 기업의 당기순이익이 감소하는 등의 의도치 않은 결과에 당면하기도 하였다. 그러나 장기적으로 CSR에 투자한 기업은 착한기업 등의 이미지가 생성되어 소비자들은 그 기업에 더 많은 제품을 구매하기를 원하는 등 기업과 소비자가 서로 상생하

는 관계로 발전해 나가 결국은 사회적 책임 활동을 다 하는 기업이 이익을 더 많은 창출하는 등의 성과를 내는 실정이다. 이때 사회적책임투자의 국내 인식을 제고하기 위하여 한국거래소는 2009년 9월 14일 KRX SRI지수를 발표하였고, 2017년 12월 18일에는 KRX ESG 사회적책임경영지수(s)를 발표하였다. 이와 관련하여 김영길(2019)은 한국거래소에서 공시하는 KRX ESG 사회적책임경영지수를 사용하여 사회적책임활동의 성과가 우수할수록 기업가치에 미치는 영향을 신규편입 공시일에 누적초과수익률로 측정하였다[10]. 연구 결과 지수편입 공시일 전후 누적초과수익률이 부분적으로 유의한 양(+)의 값을 확인하였고, 또한 이로써 사회적 책임활동이 기업의 내재가치 제고에 기여하는 바가 있음을 확인하였다.

서상수·임병진(2020)은 KRX ESG 사회적책임경영지수(s)에 편입된 종목을 중심으로 평균비정상수익률과 누적평균비정상수익률을 통해 기업가치의 변화를 살펴보고자 하였다[11]. 연구 결과 기업의 사회적책임 경영과 기업가치 사이에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 확인하였다. 또한 누적평균초과수익률에 영향을 주는 변수중 비정규직 고용율이 유의한 양(+)의 관계를 나타내었고, 직원평균연봉, 매출액대비 기부금, 직원평균 근무연수와는 유의한 음(-)의 관계를 확인하였다.

ESG는 환경(Environment), 사회(Social), 지배구조(Governance)을 나타내는 약자로서, 기업에서 실제로 사회적 책임(CSR)에 관한 노력에 대한 지표로 ESG 점수가 사용되어 진다. 구체적으로 각 항목에 적절한 점수를 제시하는 한국기업지배구조원, 서스틴베스트(Sustainvest), 지속가능발전소(WHO'S GOOD) 등의 기관이 존재하나, 각 기관에 따라 기업의 점수가 일관되지 못한 점 등의 비판이 제기되어, 현시점에 대한민국은 2021년 1월 14일 금융위원회, 금융감독원, 한국거래소 공동명의로 ESG보고서를 의무적으로 공시하도록 하는 일정을 발표하였다.

“코스피 200 ESG 지수”는 기준시점이 2012.12.2.로 기준지수 238.78이고 2018년 12월 24일 처음 발표되었다.

한국거래소에서 발표한 “코스피 200 ESG 지수”는 코스피 200 구성종목 중 한국기업지배구조원이 평가한 ESG평가가 우수한 종목을 구성종목으로 하여 개별 종목의 유동시가총액으로 가중하는 방식의 지수이다.

구체적인 선정방법은 심사연도 12월의 코스피 200 구성종목 정기심사 결과로 선정된 종목을 심사대상으로 하여 지배구조원의 환경, 사회, 지배구조 및 통합점수 및 각 기업의 영업매출액 비중을 가지고 선정한다. 더불어 도박, 담배, 주류 및 군수산업 등 친환경이 아니거나 혹은

반사회적 관련 매출비중이 20% 이상인 종목은 제외되며, 각 부문별 순위가 두 개 부문에서 상위 100위 내, 또는 하나의 항목의 순위가 50위 이내인 기업으로 선정된다. 선정된 기업은 매년 1회 정기변경이 이루어지며, 조건에서 제외되는 경우 수시변경도 가능하다.

김성신(2010)의 연구에 따르면 기존의 재무이론에서 주식은 완전 대체재며 완전 탄력적인 수요곡선을 갖는다고 한다[12]. 따라서 새로운 정보가 투입되지 않는다면 주식시장은 가격의 변화 및 초과수익률을 실현할 수 없다고 알려져 있다. 그러나 Merton(1987)의 “투자자 인지 가설(Investor recognition)”에 의하면, 주식이 완전 탄력적인 수요곡선을 나타내더라도, 미래의 현금흐름이라든지, 할인율(요구수익률)이 변화하게 된다면 이로 인하여 기업의 내재가치 변화에 의해 주가가 변화될 수 있고 초과수익률이 발생할 수 있음을 보여주는 새로운 시각이 나타나게 되었다(Chen et al., 2004; Elliott et al., 2006)[13-15]. 본 연구는 위의 이론에 근거하여 국내에서 이슈가 되고 있는 “코스피 200 ESG 지수”의 신규편입에 대한 추가반응을 사건연구로 살펴보고자 한다.

3. 연구설계

3.1 가설설정

정보가설에 따르면 지수편입 사건은 미공개된 정보를 시장에 알리는 신호 역할을 하여 시장반응이 일어날 것으로 예측된다. 따라서 본 연구에서는 한국거래소(KRX)에서 공시하는 코스피 200 ESG 지수 편입이 주는 정보 효과가 추가반응에 어떠한 영향을 미치는지 연구하고자 한다.

기업은 장기적인 성장을 위해 합리적인 의사결정이 중요하며, 그 중 기업의 사회적 책임 활동은 지속가능경영을 위한 필수적인 활동으로 인식되고 있다. 따라서 기업의 코스피 200 ESG 지수 편입은 해당 기업에 대한 투자 신뢰성이 향상되어 기업의 내재가치가 향상되고 이러한 점들이 반영된다면 공시일에 시장에 긍정적 반응을 미칠 것으로 기대된다. 구체적으로 코스피 200 ESG 지수가 최초편입된 시점인 2018년 12월 24일을 기점으로 기업의 지수 신규편입 정보가 주가수익률에 미치는 영향을 확인하기 위해 평균초과수익률과 누적평균초과수익률을 살펴보고자 한다. 이에 다음과 같은 연구 가설1을 설정하였다. 더불어 그 후 정기변경으로 신규편입 된 시점을 추

가하여 평균초과수익률과 누적평균초과수익률에 관한 연구 가설2를 설정하였다. 구체적인 연구가설은 다음과 같다.

연구가설 1

기업의 코스피 200 ESG 지수 최초편입은 평균초과수익률과 누적평균초과수익률을 나타낼 것이다.

연구가설 2

기업의 코스피 200 ESG 지수 편입은 평균초과수익률과 누적평균초과수익률을 나타낼 것이다.

3.2 표본선정 및 자료수집

본 연구는 기업의 코스피 200 ESG 지수 편입이 정보 효과를 가지는지를 편입기업의 추가정보를 통해 확인하는 것을 연구의 목적으로 한다. 분석 대상 기업은 2018년 12월 24일 최초편입 기업과 2019년과 2020년 신규편입 기업으로 구분하여 분석한다.

한국거래소에서는 코스피 200 ESG 지수¹⁾를 2018년 12월 24일에 최초 선정하여 발표하였다. 최초선정 이후 구성종목 선정방법에 따라 매년 1회 정기변경을 실시한다. 그리고 코스피 200 ESG 구성종목이 KOSPI 200에서 제외되는 경우에 같은 날 해당 종목을 제외하는 수시변경을 실시한다.

일반적으로 사건연구에서는 공지일(date of Announcement)은 최초 편입정보가 시장에 공개되지만 반영예정정보가 공시되는 날이고, 반영일(Effective day)은 공식적인 편입정보가 데이터베이스에 반영되어 공시되는 날이다.

본 연구는 2018년 12월 24일 최초로 지수에 선정된 102개 기업이 최초편입 되었고, 2019년 12월 13일과 2020년 12월 11일 정기변경으로 각각 16개와 17개 기업이 신규편입 되었다.

본 연구가설에 따라 최초편입 기업 102개 기업과 신규편입 33개 기업을 대상으로 표본을 선정하였다.

자료수집의 경우 코스피 200 ESG 지수 편입 자료는 한국거래소(KRX)에서 추출하였고, 추가자료는 재무데이터 베이스인 DataGuide와 TS2000에서 추출하였다.

1) 한국거래소(<http://index.krx.co.kr>) : 코스피 200지수를 유니버스로 하고 우량 ESG종목을 선정하여 코스피 200지수와 추적오차를 줄여 상품성을 강화한 지수이다. 2012. 1. 2 기준 일의 코스피 200의 지수값을 기준지수로 사용하였다.

Table 1. Sample

Anndate	Effdate	Initial sample
2018.12.19	2018.12.24	102
2019.12.04	2019.12.13	16
2020.12.08	2020.12.11	17
Total(Final sample)		135

- Anndate : date of Announcement
 - Effdate : Effective day

3.3 사건연구모형

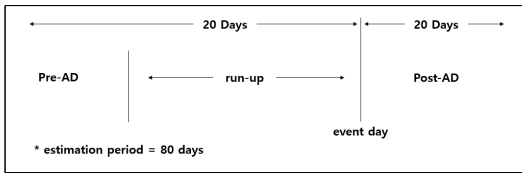


Fig. 1. Event window

본 연구의 사건윈도우(event window)구성은 공식적 정보반영일인 반영일(Effdate)을 사건 일(event day)로 하여 전후 각각 20일로 총 41일로 설정하였다. 그리고 비사건기간(estimation period)은 80일로 설정하였다.

본 연구에서는 정상적 기대수익률을 OLS에 의해 추정된 계수를 이용한 시장모형(market model)에 의한 수익률을 이용하여 분석한다. 연구모형에서 사용한 초과수익률(AR : Abnormal Return)과 일별초과수익률을 합산한 누적초과수익률(CAR: Cumulative Abnormal Return) 계산은 다음과 같다.

$$AR_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha} + \hat{\beta}R_{mt}) \quad \dots(1)$$

$$CAR(t1, t2) = \sum_{t1}^{t2} AR$$

여기서

- AR_{it} : t시점의 기업 i의 초과수익률
- CAR: 누적초과수익률
- R_{mt} : t시점의 코스피200 ESG 지수의 수익률
- R_{it} : t시점의 개별기업 i의 수익률

지수의 정기변경 반영일 전후로 41일간의 누적초과수익률을 이용해 편입 전후 성과를 측정하고 평가한다.

$$AAR_t = \frac{\sum_{j=1}^n AR_{jt}}{N} \quad \dots(2)$$

$$CAAR(t1, t2) = \sum_{t1}^{t2} AAR_t$$

여기서

- AAR_t : t시점의 평균초과수익률
- CAAR: 누적평균초과수익률
- N: 표본수

4. 실증분석

4.1 연구가설1

[Table 2]는 코스피 200 ESG 지수에 최초 편입된 기업을 대상으로 사건일(t=0)을 기준으로 사건일 전 20일과 사건일 후 20일까지의 평균초과수익률(AAR)과 누적평균초과수익률(CAAR)을 검증하였다. 사건일의 평균초과수익률은 -0.00126으로 나타났지만 통계적으로 비유의적인 것으로 나타났다.

Table 2. H1 : AAR & CAAR

Days	AAR	T-Value	CAAR
-20	0.00115	0.491	0.00115
-19	-0.00148	-0.783	-0.00033
-18	0.00109	0.498	0.00077
-17	-0.00073	-0.451	0.00004
-16	0.00675	2.971***	0.00679
-15	-0.00197	-1.099	0.00482
-14	0.00282	1.943*	0.00764
-13	-0.00029	-0.224	0.00734
-12	0.00425	2.161**	0.01159
-11	-0.00371	-2.323**	0.00788
-10	0.00448	2.315**	0.01236
-9	-0.00144	-0.907	0.01092
-8	0.00498	2.077**	0.01590
-7	0.00413	2.149**	0.02004
-6	0.01068	5.905***	0.03072
-5	0.00136	0.834	0.03208
-4	0.00254	1.233	0.03462
-3	-0.00298	-1.273	0.03164
-2	0.00505	2.948***	0.03668
-1	-0.00330	-1.810*	0.03339
0	-0.00126	-0.823	0.03212
1	-0.00822	-4.898	0.02390
2	0.00097	0.345	0.02487
3	-0.00276	-2.295**	0.02211
4	-0.00402	-2.081**	0.01809
5	0.00467	1.832*	0.02276
6	0.00216	0.928	0.02492
7	-0.00397	-1.772*	0.02095

8	-0.00108	-0.559	0.01987
9	-0.00455	-2.062**	0.01532
10	-0.00242	-1.424	0.01290
11	-0.00070	-0.401	0.01220
12	0.00540	2.389*	0.01760
13	-0.00212	-1.114	0.01548
14	-0.00094	-0.574	0.01454
15	-0.00335	-1.960*	0.01119
16	-0.00006	-0.034	0.01113
17	-0.00188	-1.024	0.00925
18	0.00059	0.425	0.00984
19	0.00535	3.343***	0.01519
20	-0.00710	-3.929***	0.00809

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

사건일 전 20일을 살펴보면 16일, 14일, 12일, 10일, 8일, 7일, 6일, 2일에 유의한 양(+)¹의 값을 나타냈으며 11일, 1일에 유의한 음(-)의 값을 나타냈다. 여기서 6일은 0.01068의 가장 큰 값으로 1% 수준에서 유의한 양(+)¹의 값을 나타냈다. 이는 지수 최초편입의 반영일은 2018년 12월 24일이지만 처음 지수발표에 대한 정보는 2018년 12월 19일에 총 102개 종목선정을 알렸다. 따라서 실제 기업의 지수편입 정보효과는 최초 공지된 12월 19일에 가장 높게 발생한 것으로 판단된다.

사건일 후 20일을 살펴보면 3일, 4일, 7일, 9일, 15일, 20일에 유의한 음(-)의 값을 냈고, 5일, 12일, 19일은 유의한 양(+)¹의 값을 나타냈다. 이는 정보효과가 충분히 반영되고 다시 조정을 하는 것으로 판단된다. 따라서 연구가설1에 의한 평균초과수익률과 누적평균초과수익률이 유의적으로 나타나 정보효가가 검증되었다.

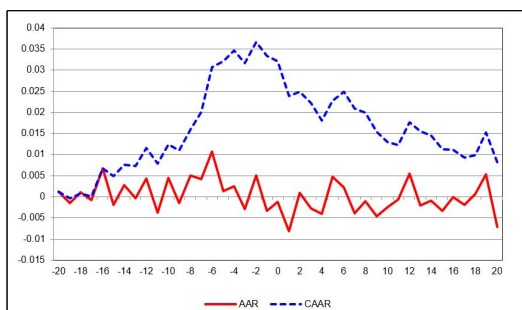


Fig. 2. H1 KOSPI 200 ESG Index AAR & CAAR

4.2 연구가설2

[Table 3]은 코스피 200 ESG 지수에 최초 편입된 기업과 매년 정기변경으로 신규 편입된 기업을 대상으로

사건일($t=0$)을 기준으로 사건일 전 20일과 사건일 후 20일까지의 평균초과수익률(AAR)과 누적평균초과수익률(CAAR)을 검증하였다. 2019년 정기변경의 최초 공지일은 12월 3일이고 실제 반영일은 12월 13일로 11일간의 사건기간이 존재했고, 표본수는 16개 기업인 것으로 나타났다. 2020년 정기변경의 최초 공지일은 12월 8일이고 실제 반영일은 12월 11일로 4일 간의 사건기간이 존재했고, 표본수는 17개 기업인 것으로 나타났다.

Table 3. H2 : AAR & CAAR

Days	AAR	T-Value	CAAR
-20	-0.00008	-0.039	-0.00008
-19	-0.00282	-1.596	-0.00290
-18	0.00025	0.124	-0.00265
-17	-0.00021	-0.150	-0.00286
-16	0.00387	1.989**	0.00100
-15	-0.00016	-0.108	0.00085
-14	0.00370	2.324**	0.00454
-13	0.00141	0.957	0.00595
-12	0.00469	1.717*	0.01064
-11	-0.00381	-2.141**	0.00683
-10	0.00370	2.287**	0.01053
-9	-0.00070	-0.494	0.00983
-8	0.00205	1.027	0.01188
-7	0.00119	0.677	0.01307
-6	0.00757	4.742***	0.02065
-5	-0.00028	-0.177	0.02036
-4	-0.00146	-0.800	0.01890
-3	-0.00164	-0.804	0.01726
-2	0.00427	2.388**	0.02154
-1	-0.00120	-0.697	0.02034
0	-0.00163	-1.188	0.01871
1	-0.00720	-4.752***	0.01151
2	-0.00002	-0.010	0.01148
3	-0.00193	-1.840*	0.00955
4	-0.00122	-0.672	0.00833
5	0.00356	1.635	0.01189
6	0.00309	1.618	0.01498
7	-0.00357	-1.937*	0.01141
8	-0.00248	-1.578	0.00893
9	-0.00583	-3.101***	0.00310
10	-0.00118	-0.786	0.00191
11	-0.00080	-0.473	0.00111
12	0.00326	1.747*	0.00437
13	-0.00253	-1.169	0.00184
14	0.00005	0.032	0.00189
15	-0.00276	-1.714*	-0.00087
16	-0.00133	-0.866	-0.00220
17	-0.00644	-3.229***	-0.00865
18	-0.00182	-1.133	-0.01047
19	0.00532	3.304***	-0.00515
20	-0.00509	-3.153***	-0.01024

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

사건일의 평균초과수익률은 -0.00163으로 비유의적인 것으로 나타났다. 그러나 사건일 전 20일을 살펴보면 16일, 14일, 12일, 10일, 6일, 2일에 유의한 양(+)의 값을 나타냈으며 11일은 유의한 음(-)의 값을 나타냈다. 최초편입 기업을 대상으로 한 분석 결과와 어느 정도 일치되지만 2019년 2020년에 신규 편입된 기업의 사건일간이 11일과 4일로 다르기 사건일 전 6일이 0.00757로 유의한 양(+)의 값을 나타내어 다소 희석된 결과를 보였다.

사건일 후 20일을 살펴보면 1일, 3일, 7일, 9일, 15일, 17일, 20일에 유의한 음(-)의 값을 나타냈고 12일, 19일은 유의한 양(+)의 값을 나타냈다. 이러한 결과는 앞선 최초편입 기업을 대상으로 한 분석 결과와 일관된 결과를 나타냈다. 즉 정보효과가 충분히 반영이 되고 다시 조정을 하는 것으로 판단된다. 따라서 연구가설2에 의한 평균초과수익률과 누적평균초과수익률이 유의적으로 나타나 정보효가가 검증되었다.

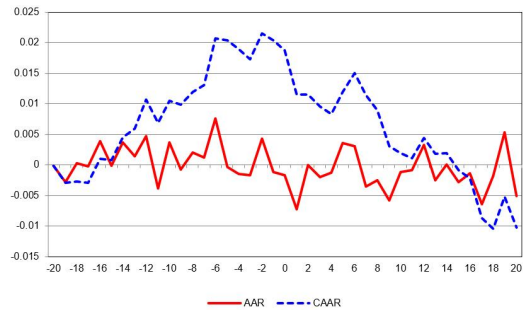


Fig. 3. H2 KOSPI 200 ESG Index AAR & CAAR

5. 결론

기업은 목적은 주주부의 극대화 혹은 이윤 추구이다. 그러나 최근 들어 단순히 이윤 추구 혹은 그 기업의 주주만을 위해 행동할 수는 없게 되었다. 왜냐하면 기업이 사회의 구성원으로서의 사회적 책임에 대한 중요도가 증가했기 때문이다. 더불어 CSR에 대한 관심의 증가로 과거의 영업이익에 대한 성과평가뿐만 아니라, 사회적인 성과를 평가하는 가능하게 하는 ESG지표들이 공표되었기 때문이다.

ESG성과지표는 CSR에 대한 보다 구체화한 지수이고 다양한 기관에서 발표하고 있지만, 이러한 기관들의 공정성 및 신뢰성 등이 문제 되어 최근에는 금융위원회, 금융감독원, 한국거래소 공동명의로 ESG보고서를 의무적으로 공시하도록 하는 일정을 발표하였다.

이러한 흐름에 발맞춰 본 연구는 최근 발표된 “코스피 200 ESG 지수”를 중심으로 과연 “코스피 200 ESG 지수”가 주가와 유의한 관련성이 있는지를 살펴보고자 한다. 구체적으로 코스피 200 ESG 지수의 편입 기업이 지수편입으로 인한 주가의 평균초과수익률과 누적평균초과수익률을 나타내는지 실증분석하였다.

연구 결과를 요약해보면 다음과 같다. 첫째, 기업의 코스피 200 ESG 지수 최초 편입은 유의한 양(+)의 평균초과수익률과 누적평균초과수익률을 나타냈다. 둘째, 기업

의 코스피 200 ESG 지수 편입은 유의한 양(+의 평균초과수익률과 누적평균초과수익률을 나타냈다.

이러한 연구 결과는 투자자들이 코스피 200 ESG 지수를 투자정보로써 활용하고 있다는 것을 의미하는 것이다.

본 연구를 통하여 시장에서 투자자들이 단순히 재무정보만이 아닌 비재무적 정보로서 ESG 지표에 대해 인식을 하고 있다는 점을 확인할 수 있었다. 이는 투자자가 단순히 가시적으로 보이는 성과뿐만 아니라, 장기적인 관점에서 기업의 성장 가능성을 고려하여 ESG 지수를 투자정보에 활용한다고 판단해 볼 수 있다. 더불어 투자자는 ESG지수를 투자를 위한 정보로 인식한다는 점을 실증적으로 분석한 점에 본 연구의 기여점이라 할 수 있을 것이다. 본 연구는 최신의 ESG 지수를 이용했다는 점에서 차별점이 있지만, 동시에 연구기간이 짧고 연구표본이 제한적이라는 점에서 한계점을 지닌다.

REFERENCES

- [1] S. G. Kim (2016). The Study on the CSR -Focused on LG Electronics-. *Journal of Digital Convergence*, 15(6), 69-83.
- [2] S. J. Hwang & S. J. Ryu. (2021). The Impact of Corporate Governance on the Relationship between CSR and Managers' Compensation - Performance Sensitivity. *Journal of Digital Convergence*, 19(3), 151-160.
- [3] J. I. Choi & O. D. Lee. (2015). Analysis of a Stock Price Trend and Future Investment Value of Cultural Content-related Convergence Business. *Journal of Digital Convergence*, 13(11), 45-55.
- [4] H. S. Jung. (2018). A Study on the Investment Efficiency of Korean ETFs. *Journal of Digital Convergence*, 16(5), 185-197.
- [5] Y. S. Park & J. H. Lee & D. S. Kim. (2009). The Market Effect of Additions or Deletions for KOSPI 200 Index: Comparison between Groups by Size and Market Condition. *THE KOREAN JOURNAL OF FINANCIAL MANAGEMENT*, 26(1), 65-94.
- [6] Y. G. Ann & S. S. Park.(2005). The Comovement of Stock Returns Associated with Changes in the KOSPI 200 List. *Journal of Business Research*, 20(1), 175-206.
- [7] T. H. Kwan & J. W. Park. (2000). Stock behavior of companies entering the KOSPI 200. *THE KOREAN JOURNAL OF FINANCIAL MANAGEMENT*, 17, 49-70.
- [8] Beneish, Messod D. and Robert E. Whaley. (1996). An Anatomy of the S & P Game: the Effects of Changing the Rules. *Journal of Finance*, 51, 1909-1930.
- [9] Liu. S. (2000). Changes in the Nikkei 500: New Evidence for Downward-Sloping Demand Curves for Stocks. *International Review of Finance*, 1(4), 242-267.
- [10] Y. G. Kim. (2019). Corporate Social Responsibility Index Additions and Market Response. *Korean Business Education Review* 34(2), 327-345.
- [11] S. S. Seo & B. J. Yim. (2020). An Empirical Study of Social Responsibility Management's Effects on Firm Value - Focusing on KRX ESG(s) Index. *Journal of the Future of Society*, 11(1), 35-54.
- [12] S. S. Kim. (2010). Asymmetric Market Response of Additions or Deletions for KOSPI 200 Index Revisions: Empirical Test of Investor Recognition Hypothesis. *korean management review*, 39(1), 209-229.
- [13] Merton, R. C. (1987). A simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information. *Journal of Finance*, 42, 483-510.
- [14] Chen, H., Noronha, G., and Singal, V. (2004). The Price Response to S&P 500 Index Additions and Deletions: Evidence of Asymmetry and a New Explanation. *Journal of Finance*, 59, 1901-1929.
- [15] Elliott, William B., Van Ness, Bonnie F., Walker, Mark D., Warr, Richard S. (2006). What Drives the S&P 500 Inclusion Effect? An Analytical Survey. *Financial Management*, 35, 31-48.

REFERENCES

오 상 희(Sang-Hui Oh)

[정회원]



- 2008년 8월 : 부산대학교 회계학과(경영학박사)
- 2010년 3월 ~ 현재 : 신라대학교 회계세무학과 조교수
- 관심분야 : 경영자 보상, ESG
- E-Mail : ohsh@silla.ac.kr

황 성 준(Seong-Jun Hwang)

[정회원]



- 2019년 2월 : 부산대학교 경영학과(경영학박사)
- 관심분야 : 경영자 보상, CSR, ESG
- E-Mail : sjcastle@pusan.ac.kr