

국민연금 지분 투자가 기부금 지출에 미치는 영향

The Effects of National Pension's Ownership on Corporate Philanthropic Giving

박철형*, 조영곤**
아주대학교 글로벌경영학과*, 상명대학교 글로벌경영학과**

Chul-Hyung Park(parkch@ajou.ac.kr)*, Young-Gon Cho(ygcho@smu.ac.kr)**

요약

본 연구는 국내 상장기업의 국민연금 지분 투자가 기부금 지출에 미치는 영향을 규명하기 위해 2014년부터 2018년까지 5년간 1,878개 기업의 8,499건의 관측 자료를 대상으로 실증분석을 실시하였다. 실증분석 결과, 첫째, 국민연금 지분율은 투자대상 기업의 기부금 지출(인당 기부금, 매출 대비, 자산 대비)에 정(+)의 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 본 결과는 국민연금은 투자대상 기업의 장기적인 기업가치를 높이기 위해 기부금 지출을 늘리도록 영향력을 행사하는 것으로 해석할 수 있다. 둘째, 국민연금이 5% 이상의 지분을 보유하는 주요주주일 때 투자대상 기업의 기부금 지출(인당 기부금, 자산 대비)이 유의적으로 증가하는 것으로 나타났다. 본 결과는 국민연금이 주요 주주인 경우 투자대상 기업의 장기적인 가치 제고를 위해 기부금 지출을 촉진하도록 감시 활동을 전개하는 것으로 해석할 수 있다. 전체적으로 본 실증결과는 국내 상장기업에서 국민연금 지분투자가 투자대상 기업의 기부금 지출을 촉진하도록 영향력을 행사하고 있음을 보여준다. 이는 환경·사회·지배구조 등의 요소를 고려한 국민연금의 사회적 책임투자(Socially Responsible Investment)가 국내 상장기업의 사회적 책임활동에 긍정적 영향을 미칠 수 있음을 시사한다.

■ 중심어 : 국민연금 | 기부금 지출 | 사회적 책임 활동 | 주요 주주 |

Abstract

Using 8,499 observations from 5 years–1,878 firms panel data during 2014 to 2018 in Korean stock exchanges, this study examines the impact of National Pension's ownership on corporate philanthropic giving. The empirical study finds that National Pension's ownership has positive relations with the extent of corporate philanthropic giving in terms of the amounts per employee, the expenditures with respect to total asset and total sales, implying that National Pension plays a monitoring role in promoting target firms to increase the extent of corporate philanthropic giving, which lead to increase in target firms' long-term values. The empirical study also finds that when National Pension is a blockholder holding more than 5% ownership in the target firms, it has positive relations with the extent of corporate philanthropic giving in terms of the amounts per employee, the expenditures with respect to total asset, implying that it exercises disciplinary roles on focal firms in promoting the extent of corporate philanthropic giving in order to increase target firms' long-term values. The results overall support that National Pension plays positive effects on target firms in promoting the extent of corporate philanthropic giving, which lead to increase in target firms' long-term values.

■ keyword : National Pension | Corporate Philanthropic Giving | Corporate Social Responsibility | Blockholders |

I. 서론

본 연구에서는 국민연금이 투자대상 기업의 경영에 대한 감시 기능을 효과적으로 수행하고 있는가를 규명하기 위해 국민연금이 투자대상 기업의 기부금 지출에 미치는 영향을 실증 분석하는 것을 연구 목표로 한다.

국내 주식시장에서 기관투자자로서 국민연금의 기금 운용 규모가 증가하는 상황에서 국민연금의 사회적 책임투자(Socially Responsible Investment: SRI)에 관한 관심이 고조되고 있다. 2015년 1월 국민연금법 제 102조 제4항 신설을 통해 국민연금은 '장기적이고 안정적인 수익 증대를 위하여 투자대상과 관련한 환경·사회·지배구조 등의 요소를 고려'할 수 있도록 하고 있다. 이에 국민연금은 기금운용지침을 통해 환경·사회·지배구조 등의 요소를 고려한 책임투자 활동을 강화하고 있다. 특히 2018년 7월 국민연금이 한국형 스투어드십 코드인 '국민연금기금 수탁자 책임에 관한 원칙'[1]을 도입하면서 국민연금이 투자대상 기업을 대상으로 어떠한 영향력을 미치고 있는가에 대해 학문적으로나 실무적으로 많은 관심을 모으고 있다.

학문적으로는 국민연금과 같은 기관투자자가 건전한 감시자 역할을 수행함으로써 대리인 문제를 완화하고 기업지배구조 개선과 사회적 책임 성과(Corporate Social Performance)에 긍정적 영향을 미치는지에 대한 규명이 필요하다[2-5]. 한편 실무적으로는 2015년 국민연금법 개정으로 국민연금의 사회적 책임투자(SRI)가 본격화된 이후 국민연금의 사회적 책임투자와 관련된 정책 수립 및 논의를 위한 기초자료가 필요하다.

그러나 국민연금이 투자대상 기업의 의사결정에 미치는 영향에 대한 실증연구는 연구 대상이 제한적이고 실증적 근거도 충분히 축적되지 못하고 있다. 그간의 선행연구에서는 이익조정[2][6], 비대칭적 원가행태[7] 등 자본 투자 기업의 회계 투명성 이슈를 중심으로 이루어져 온 반면 국민연금이 투자대상 기업의 사회적 책임활동에 미치는 영향에 대한 실증연구는 매우 제한적이다[3][8]. 특히 국민연금이 투자대상 기업의 기부금 지출에 미치는 영향에 관한 실증연구는 아직까지 이루어지지 못하고 있다.

2018년 7월에 도입된 국민연금의 '국민연금기금 수탁자 책임에 관한 원칙'에 따르면 국민연금은 투자대상 기업의 중·장기적인 가치를 제고하여 투자자산의 가치를 보존하고 높일 수 있도록 투자대상회사를 주기적으로 점검함에 있어서 경영성과 및 주요 재무정책, 중장기 경영전략 등 재무적 요소 이외에도 환경·사회·기업지배구조 등 비재무적 요소를 점검 요소로 제시하였다. 더불어 최근 국민연금은 기금운용원칙에 환경·사회·지배구조(ESG) 등의 요소를 고려한 '지속 가능성의 원칙(2020년 1월 17일)'을 추가하여 기금운용에 있어서 비재무적 요소의 중요성을 더욱 명확히 한 바 있다. 본 연구에서는 국민연금이 투자대상기업의 경영감시 활동을 전개함에 있어서 비재무적 요소의 하나로서 사회책임경영의 일환인 기부금 지출에 미치는 영향을 분석함으로써 국민연금이 투자대상 기업의 경영에 미치는 영향에 대한 실증연구를 비재무적 요소 분야로 확대하는데 기여하고자 한다.

이를 위해 본 연구에서는 국내 상장기업(코스피 및 코스닥) 전체를 대상으로 기부금 자료를 기준으로 2014년도부터 2018년도까지 5년간 1,878개 기업의 8,499건의 불균형 패널 자료를 수집하여 패널토빗분석을 실시하였다.

본 논문은 다음과 같이 구성되어 있다. II장에서는 선행연구를 정리하고 연구 가설을 도출한다. III장에서는 자료수집과 실증모형을 기술하였다. IV장에서는 실증 분석 결과를 제시하고 V장에서는 연구의 결론과 시사점을 정리하였다.

II. 이론적 배경 및 연구 가설

기관투자자는 개인투자자에 비해 투자 규모가 크므로 경영감시에 따른 무임승차 문제가 작아 자신의 투자 가치를 높이기 위해 투자 기업을 감시할 유인을 갖는다. 또한 기관투자자는 정보 수집과 분석에 있어서 효과적인 경영 감시 능력을 보유하고 있다[9][10]. 한편 기관투자자들의 투자대상 기업에 대한 경영 감시 유인은 투자 기간과 사업적 이해관계 등의 영향을 받으므로 기관투자자 유형에 따라 경영 감시 활동과 그 영향력이

상이할 수 있다[11]. 기관투자자의 유형 중에서 연·기금은 장기 투자가 가능하고 투자기업과 사업적 이해관계를 갖지 않는 기관투자자로서 경영 감시 기능을 적극적으로 전개하는 것으로 보고되고 있다.

그간 국민연금이 투자대상 기업의 의사결정에 미치는 영향에 대한 선행연구에서는 이익조정[2][6], 비대칭적 원가행태[7] 등 회계적 투명성을 중심으로 실증연구가 전개되어왔다. 김선화·정용기(2012)[2], 정용기·김선화(2015)[6] 등은 국민연금과 이익조정의 관계에 대한 실증연구에서 국민연금 지분율이 높을수록 또는 국민연금이 투자대상 기업의 5% 이상의 주요 주주일 때 투자대상 기업의 이익조정이 감소함을 보고하였다. 이와 유사하게 김유진·정문종(2017)[7]은 국민연금이 주요주주일 때 비대칭적 원가행태가 완화되는 실증결과를 제시하였다. 이상의 실증결과는 국민연금 지분율이 증가할수록 또는 국민연금이 투자대상 기업의 5% 이상의 지분을 소유하는 주요주주일 때 투자대상 기업의 경영 감시 활동을 적극적으로 전개하여 긍정적인 감시 효과가 발생하고 있음을 시사하고 있다.

국민연금이 사회적 책임활동에 미치는 영향에 대한 선행연구는 매우 제한적이고 특히 기부금을 대상으로 하는 실증연구는 아직 이루어지지 못하고 있다[3][8].

기관투자자가 사회적 책임 활동에 미치는 영향과 관련하여 기관투자자의 장기적 관점의 투자가 필수적인 것으로 논의되고 있다[3-5]. Neubaum·Zahra(2006)[4]는 Fortune 500 기업을 대상으로 한 실증분석을 통해 기관투자자의 장기 투자와 투자대상 기업의 사회적 책임성과 간에 정(+)의 관계를 확인하였다. Cox et al.(2004)은 영국 기업을 대상으로 한 실증연구를 통해 기관투자자의 장기 지분투자가 투자대상 기업의 사회적 책임 성과에 긍정적 영향을 미치는 것을 확인하였다. 이들의 논의에 따르면 고객·공급자와 지속가능한 관계를 수립하고 지역사회 및 주요 이해관계자들과 긍정적인 상호작용을 유지하기 위해서는 장기적인 관점의 투자가 중요하다. 따라서 장기적인 관점의 투자가 가능한 연기금이 사회적 책임 활동의 성과에 긍정적인 영향을 미친다는 관점을 견지한다. 이러한 논의를 바탕으로 김아리·김보인(2019)[3]은 기관투자자 유형과 사회적 책임 활동의 관계에 대한 실증연구에서 국민연

금은 사회적 책임 활동 성과에 긍정적인 역할을 제시하였으나 투자사·보험사 및 은행의 지분율과 사회적 책임 활동 성과 간에는 유의미한 관계가 존재하지 않음을 보고하였다. 김유진·안정인(2018)[8]은 국민연금이 주요주주인 경우 투자대상 기업의 사회적 책임 활동이 증가함을 제시하여 이러한 논의를 뒷받침하고 있다.

기부금 지출이 단기적으로는 비용지출로 인한 이익 감소를 가져올 수 있지만, 장기적으로 기업이미지 제고를 통한 기업가치를 견인하므로 기관투자자별 투자 기간에 따라 기부금 지출에 대한 유인이 상이할 수 있다. 따라서 기관투자자 중 대표적 장기투자자로서 투자대상 기업의 사회적 책임경영을 중요시하는 국민연금은 투자대상 기업의 기부금 지출에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다. 이에 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 1-1: 국민연금 지분율이 높을수록 기부금 지출 수준이 증가할 것이다.

가설 1-2: 국민연금이 주요주주인 경우 기부금 지출 수준이 높을 것이다.

III. 연구 방법

1. 표본 및 자료 수집

국민연금은 '장기적이고 안정적인 수익 증대를 위하여 투자 대상과 관련한 환경·사회·지배구조 등의 요소를 고려'하는 책임투자에 관한 기금운용지침을 마련하고 2013년 3월 기금운용본부 내 책임투자팀을 신설한 이후 점진적으로 사회적 책임투자 활동을 강화해오고 있다[1]. 이에 본 연구에서는 자료수집 기간을 2014년부터 2018년까지로 설정하고 국내 상장기업(코스피 및 코스닥) 전체를 대상으로 불균형 패널 자료를 수집하였다. 재무자료의 일관성 확보를 위해 금융업은 표본에서 제외하였다. 자료가 부족한 기업 등을 제외하고 총 1,878개 기업의 8,499건의 관측 자료를 확보하였다. 기부금, 국민연금 지분율 그리고 재무자료는 상용DB인 TS2000을 이용하여 자료를 추출하였다.

2. 실증 모형 및 변수 정의

국민연금이 기부금 의사결정에 미치는 영향을 체계적으로 분석하기 위해 다음과 같이 실증 모형을 구성하였다[12][13].

$$기부금\ 지출\ 수준_{it+1} = \beta_0 + \beta_1\ 국민연금지분율(국민연금주요주주\ 더미)_{it} + \beta_2\ 지배주주\ 지분율_{it} + \beta_3\ 연구개발집중도_{it} + \beta_4\ 광고집중도_{it} + \beta_5\ 기업규모_{it} + \beta_6\ 부채비율_{it} + \beta_7\ 경영성과_{it} + \nu_{it}$$

기부금 지출 수준은 선행연구를 종합적으로 고려하여 종업원 인당 기부금, 매출액 대비 기부금 그리고 자산 대비 기부금의 비율로 각각 측정하였다[12][13].

독립변수로서 국민연금 지분투자는 국민연금지분율과 국민연금이 5% 이상 주요주주인 경우로 구분하여 측정하였다. 기부금 지출 수준에 영향을 미칠 수 있는 요인으로 지배주주 지분율, 기업의 무형자산투자(연구개발비와 광고선전비), 그리고 기업규모, 경영성과, 부채비율 등 재무 특성을 통제변수로 도입하였다[12-14].

지배주주 지분율이 높을수록 경영자의 재량권 지출에 대한 감시가 증가하여 기부금 지출이 감소할 수 있다. 지배주주 지분율은 대주주 지분율로 측정하였다. 기업의 무형자산은 기업 이미지를 높여 기업 가치를 제고하기 위해 기부금 지출을 촉진시킬 수 있다[15]. 기업규모가 클수록 기부금 지출에 대한 사회적 요구와 압력이 증가하여 기부금 지출을 증가시킬 수 있다. 부채비율이 높을수록 채권자에 의한 경영 감시가 증가하여 경영자의 재량적인 기부금 지출이 감소할 수 있다. 기업의 경영성과가 좋을수록 기부금 지출이 촉진될 수 있다. 산업 특성을 고려하기 위하여 표준산업분류 대분류 기준으로 업종 더미 변수를 투입하였다. 그리고 연도 더미 변수를 투입하여 연도별 영향을 통제하였다. 기부금 지출 촉진 요인이 의사결정에 미치는 영향에 소요되는 시간을 고려하여 종속변수와 설명변수 간에 1년 시차를 두었다. 본 연구에서 사용한 변수의 정의는 [표 1]과 같다.

표 1. 변수의 정의

변수	조작적 정의
기부금 지출 수준	기부금 ÷ 종업원 수, (기부금 ÷ 매출액)×100, (기부금 ÷ 총자산)×100
국민연금 지분투자	국민연금지분율 (보유주식수 ÷ 총 주식수)×100, 국민연금주요주주여부 (지분율 5%이상이면 1, 아니면 0)
지배주주 지분율	(1인 최대주주 보유주식수 ÷ 총 주식수)×100
연구개발집중도	(연구개발비 ÷ 매출액)×100
광고선전집중도	(광고선전비 ÷ 매출액)×100
기업규모	자산의 자연로그 값
부채비율	(부채 ÷ 총자산)×100
경영성과	(영업이익 ÷ 매출액)×100
업종 더미	표준산업분류 대분류
연도 더미	연도별 더미

IV. 실증 분석

1. 기초 분석

[표 2]에서는 실증분석에 사용된 변수들의 기술통계량을 보여준다. 기부금 지출은 종업원 1인당 평균 675천원, 매출액 대비 0.11%, 자산 대비 0.05% 수준으로 나타났다. 국민연금 지분율은 평균 1.08% 수준이며 국민연금 지분율이 5%이상 주요주주인 기업은 표본의 12% 수준으로 나타났다.

표 2. 기술 통계량

변 수	평균	표준편차	최소값	최대값
기부금 지출(인당)	675.44	3117.46	0	157,230
기부금 지출(매출 대비)	0.1127	.4916	0	21.1733
기부금 지출(자산 대비)	0.0573	.1615	0	4.0909
국민연금지분율	1.0860	3.2165	0	67.59
국민연금주요주주여부	0.1233	.3288	0	1
지배주주 지분율	27.5660	14.9675	0	90.48
연구개발집중도	2.2695	4.7504	0	28.4479
광고선전집중도	0.8245	1.9917	0	12.5208
기업규모	18.9691	1.3841	15.5206	26.0127
부채비율	37.7281	20.5287	3.6264	95.5896
경영성과	2.8918	20.4707	-123.0739	55.7680

독립변수들 간의 상관관계는 [표 3]과 같다. 국민연금 지분율, 국민연금 주요주주여부는 기업규모와 높은 상관관계를 보여주고 있다. 본 결과는 국민연금이 투자대상으로 대기업을 선호하고 있음을 시사하고 있다.

표 3. 독립 변수간 상관 관계

	1	2	3	4	5	6	7
국민연금 지분율	1						
국민연금 주요주주	.89**	1					
지배주주 지분율	.02**	.02*	1				
연구개발 집중도	-.04**	-.04**	.10**	1			
광고선전 집중도	.06**	.08**	-.00	.15**	1		
기업규모	.47**	.52**	.08**	-.19**	.05**	1	
부채비율	.00	-.02**	-.03**	-.14**	-.13**	.18**	1
경영성과	.13**	.15**	.14**	-.32**	-.04**	.24**	-.16**

주: *, **은 각각 $p < 0.05$, $p < 0.01$ 를 나타냄

2. 실증 분석

[표 4-표 6]에서는 기부금 지출 수준에 미치는 국민연금 지분투자의 영향을 분석한 패널토빗 분석 결과를 정리하였다. 본 연구의 종속변수인 기부금 지출의 경우 표본의 24% 정도가 0의 값을 가지므로 종속변수의 이러한 분포 특성을 반영할 수 있도록 토빗모형을 이용하였다. 합동 모형과 패널 모형 간의 적합성을 평가하기 위한 LR 검증에서 귀무가설($\sigma_u=0$)이 기각되어 패널토빗 모형이 적합한 것으로 나타났다.

[표 4]에서는 기부금 지출을 종업원 인당 금액으로 측정할 경우 국민연금 지분 투자가 기부금 지출에 미치는 영향에 대한 실증 결과를 정리하였다. 실증 분석 결과, 국민연금 지분율(모형 1)이 높을수록 기부금 지출 수준이 증가하고, 국민연금이 5% 이상의 주요주주(모형 2)인 경우 기부금 지출 수준이 유의적으로 증가하여 본 연구의 가설을 지지하는 것으로 나타났다.

[표 5]에서는 기부금 지출 수준을 매출액을 기준으로 측정할 경우, 국민연금 지분투자가 기부금 지출에 미치는 영향에 대한 실증 결과를 정리하였다. 실증 분석 결과, 국민연금지분율(모형 1)이 높을수록 기부금 지출은 증가하나, 국민연금의 주요주주여부(모형 3)는 기부금 지출에 유의적인 영향을 미치지 않았다.

독립변수 간 상관관계 분석에서 설명한 바와 같이 국민연금 지분투자(지분율, 주요주주여부)와 기업규모 간의 높은 상관관계로 인한 영향을 고려하여 기업규모 변수를 제외하고 추정된 실증 분석에서는 국민연금지분

율(모형 2)과 국민연금의 주요주주 여부(모형 4)는 기부금 지출 수준에 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

표 4. 국민연금 지분투자가 기부금 지출에 미치는 영향 (종속변수 = 기부금 / 종업원 수)

변수	모형 1	모형 2
국민연금 지분율	46.9026*** (13.5574)	-
국민연금 주요주주	-	364.6054** (130.9845)
지배주주 지분율	-2.3455 (2.8862)	-2.2269 (2.8883)
연구개발집중도	19.3837* (9.6239)	19.6284* (9.6293)
광고선전집중도	59.1313** (21.1745)	59.0570** (21.1852)
기업규모	319.1737*** (39.3813)	325.6476*** (39.9721)
부채비율	-3.2396* (2.1741)	-3.1254 (2.1798)
경영성과	10.1747*** (1.9854)	10.1639*** (1.9862)
업종 더미	투입	투입
연도 더미	투입	투입
상수	-5557.257*** (806.3199)	-5688.863*** (814.5225)
관측수	8,499	8,499
Log likelihood	-79570.773	-79572.875
Wald chi2(26)	322.89***	318.22***

주: 괄호(표준오차), * $p < 0.05$, ** $p < 0.01$, *** $p < 0.001$

표 5. 국민연금 지분투자가 기부금 지출에 미치는 영향 (종속변수 = 기부금 / 매출액)

변수	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4
국민연금 지분율	.0045* (.0021)	.0082*** (.0019)	-	-
국민연금주요주주	-	-	.0228 (.0210)	.0644*** (.0189)
지배주주 지분율	-.0000 (.0004)	.0000 (.0004)	-.0000 (.0004)	.0000 (.0004)
연구개발집중도	.0045** (.0015)	.0038** (.0014)	.0045** (.0015)	.0038** (.0014)
광고선전집중도	.0186*** (.0033)	.0202*** (.0033)	.0186*** (.0033)	.0203*** (.0033)
기업규모	.0254*** (.0060)	-	.0277*** (.0061)	-
부채비율	-.0010** (.0003)	-.0007* (.0003)	-.0010** (.0003)	-.0007* (.0003)
경영성과	.0011*** (.0003)	.0013*** (.0003)	.0011*** (.0003)	.0013*** (.0003)
업종 더미	투입	투입	투입	투입
연도 더미	투입	투입	투입	투입
상수	-.3981*** (.1237)	.0797 (.0483)	-.4407*** (.1253)	.0781 (.0483)
관측수	8,499	8,499	8,499	8,499

Log likelihood	-5481.41	-5490.22	-5483.07	-5493.15
Wald chi2	239.36***	220.68***	235.66***	214.51***

주: 괄호(표준오차), * ρ 0.10, ** ρ 0.05, *** ρ 0.01

[표 6]에서는 기부금 지출을 자산 기준으로 측정한 경우 국민연금 지분 투자가 기부금 지출에 미치는 영향에 대한 실증 결과를 정리하였다. 실증분석 결과, 국민연금 지분율이 높을수록 기부금 지출 수준이 증가하였고 국민연금이 5% 이상의 주요주주인 경우 기부금 지출 수준이 유의적으로 증가하였다.

기부금 지출의 측정 방법에 따라 유의 수준의 차이가 있으나 실증결과를 종합하면 국민연금 지분 투자는 투자대상 기업의 기부금 지출을 증가시켜 본 연구의 가설이 지지하는 것으로 해석할 수 있다. 통제변수로 도입한 기업의 무형자산(연구개발집중도, 광고선전집중도), 기업규모, 부채비율, 경영성과는 기부금 지출에 유의적인 영향을 미쳐 선행연구에서와 유사한 실증결과를 나타내고 있다[12-14].

표 6. 국민연금 지분이 기부금 지출에 미치는 영향 (종속변수 = 기부금 / 자산)

변수	모형 1	모형 2
국민연금 지분율	.0016* (.0006)	-
국민연금 주요주주	-	.0186* (.00622)
지배주주 지분율	.0002 (.0001)	.0002 (.0001)
연구개발집중도	-0.0000 (.0005)	-.0000 (.0005)
광고선전집중도	.0036*** (.0011)	.0036*** (.0011)
기업규모	.0068** (.00240)	.0063** (.0024)
부채비율	-.0000 (.0001)	-.0000 (.0001)
경영성과	.0003*** (.0000)	.0003** (.0000)
업종 더미	투입	투입
연도 더미	투입	투입
상수	-.0839 (.0499)	-.0759 (.0500)
관측수	8,499	8,499
Log likelihood	5194.1866	5195.6335
Wald chi2(26)	165.04***	168.13***

주: 괄호(표준오차), * ρ 0.10, ** ρ 0.05, *** ρ 0.01

[표 7]은 전체 표본을 유가증권시장(코스피) 상장기업과 코스닥시장 상장기업으로 구분하여 하위 표본별로 국민연금 지분 투자가 기부금 지출에 미치는 영향을 추

가 분석한 실증결과이다. 모형 1-1과 1-2는 기부금 지출 수준을 종업원 인당 금액으로 측정한 경우 국민연금 지분율이 기부금 지출에 미치는 영향에 대한 실증 결과이다. 실증 분석 결과, 코스피 상장기업 표본의 경우 국민연금 지분율(모형 1-1)이 높을수록 기부금 지출이 증가하는 반면, 코스닥 상장기업의 경우 국민연금 지분율(모형 1-2)이 기부금 지출에 유의적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

모형 2-1과 2-2는 기부금 지출 수준을 자산 기준으로 측정한 경우 국민연금 주요주주 여부가 기부금 지출에 미치는 영향을 실증분석한 결과이다. 코스피 상장기업 표본의 경우 국민연금 지분율 5%이상 주요주주 여부(모형 2-1)가 기부금 지출에 유의한 정(+)의 영향을 미치는 반면, 코스닥 상장기업 표본의 경우 국민연금 주요주주 여부(모형 2-2)가 기부금 지출에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 한편 기부금 지출 수준을 매출액 기준으로 측정한 경우 국민연금 지분 투자가 기부금 지출수준에 미치는 영향이 하위 표본(코스피/코스닥) 모두에서 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다.

표 7. 국민연금 지분이 기부금 지출에 미치는 영향에 대한 추가 분석(코스피, 코스닥 하위 표본 분석)

변수	기부금 지출(인당)		기부금 지출(자산 대비)	
	모형 1-1 (코스피)	모형 1-2 (코스닥)	모형 2-1 (코스피)	모형 2-2 (코스닥)
국민연금 지분율	40.488* (22.299)	17.768 (16.059)	-	-
국민연금주요주주	-	-	0.020** (0.008)	0.016 (0.011)
지배주주 지분율	-13.002** (6.198)	8.157*** (1.981)	-0.000 (0.000)	0.001*** (0.000)
연구개발집중도	-15.111 (40.673)	20.756*** (5.267)	0.001 (0.002)	0.000 (0.001)
광고선전집중도	39.114 (54.148)	45.749*** (12.892)	0.005** (0.002)	0.003** (0.001)
기업규모	304.041*** (83.040)	168.083*** (36.056)	0.001 (0.004)	0.005 (0.004)
부채비율	-0.741 (5.257)	-1.374 (1.362)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
경영성과	30.430*** (6.220)	3.525*** (1.134)	0.001*** (0.000)	0.000** (0.000)
업종 더미	투입	투입	투입	투입
연도 더미	투입	투입	투입	투입
상수	-5,323.838*** (1,753.341)	-2,676.587*** (693.489)	0.037 (0.081)	-0.031 (0.078)
관측수	3,320	5,179	3,320	5,179
Log likelihood	-32353.34	-44775.83	1736.46	3582.21
Wald chi2	157.94***	123.05***	174.75***	78.40***

주: 괄호(표준오차), * ρ 0.10, ** ρ 0.05, *** ρ 0.01

비록 제한적 실증결과로 인해 해석상의 주의가 필요하지만 [표 7]의 실증결과를 종합하면 국민연금 지분 투자가 기부금 지출수준에 미치는 영향이 코스피 기업의 경우 유의적인 반면, 코스닥 기업은 유의하지 않다. 코스피 기업과 코스닥 기업에 따라 국민연금 지분 투자가 기부금 지출에 미치는 영향이 차이를 보이는 것은 국민연금의 투자규모의 차이로 인해 감시 유인이 다르기 때문일 가능성이 있다. 코스피 기업과 코스닥 기업에 대한 국민연금 지분율이 동일하더라도 코스피 기업의 시가총액이 상대적으로 크므로 국민연금의 투자규모가 더욱 크다. 투자규모가 작은 코스닥 기업보다는 투자규모가 큰 코스피 기업에 대한 국민연금의 감시 유인이 더욱 강화되어 사회적 책임투자가 활성화되는 것으로 보인다.

V. 결론 및 시사점

본 연구에서는 국내 상장기업의 국민연금 지분 투자가 기부금 지출에 미치는 영향을 규명하기 위해 기부금 자료 기준 2014년부터 2018년까지 5년간 1,878개 기업의 8,499건의 관측 자료를 수집하여 실증분석을 실시하였다. 실증결과를 요약하면 첫째, 국민연금 지분율은 투자대상 기업의 기부금 지출(인당 기부금, 매출 대비, 자산 대비)에 정(+)의 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 둘째, 국민연금이 5% 이상의 지분을 보유하는 주요주주인 경우 투자대상 기업의 기부금 지출(인당 기부금, 자산 대비)이 유의적으로 증가하는 것으로 나타났다. 실증결과를 종합하면 국내 상장기업에서 국민연금은 투자대상 기업의 기부금 지출을 촉진하도록 영향력을 행사하고 있음을 시사한다. 이는 '환경·사회·지배구조 등의 요소'를 고려하는 국민연금의 사회적 책임투자(SRI)가 국내 상장기업의 사회적 책임활동(CSR)에 긍정적 영향을 미칠 수 있음을 의미한다.

본 연구는 국민연금이 사회적 책임투자의 연장선에서 '수탁자 책임에 관한 원칙'을 도입하고 '지속 가능성의 원칙'을 기금운용원칙으로 도입한 시기에 맞추어 국민연금이 기부금 지출에 미치는 영향에 대한 실증결과를 제시함으로써 국민연금이 투자대상 기업의 의사결

정에 미치는 영향에 대한 실증적 범위를 확장하는데 기여하고자 하였다.

본 연구는 국내 상장기업을 대상으로 국민연금이 기부금 지출에 미치는 영향을 최초로 규명하였다는 점에서 실증적 가치를 갖는다. 하지만 실증모형 구성의 한계 등으로 인해 해석상의 주의가 요구된다. 종속변수에 시차(time lag)를 적용하여 국민연금 지분투자와 기부금 지출 간의 내생성(endogeneity)을 통제하고자 하였으나 교란변수 등 여타 내생성 문제를 통제하지 못하였다. 또한 기부금 지출에 영향을 미칠 수 있는 외국인지분율, 사외이사 비율 등 기업의 소유지배구조 요인을 충분히 포섭하지 못한 한계를 갖는다. 패널 분석을 시도하였으나 시계열이 5년으로 제한되어 시계열에 따른 영향력의 변화를 관찰하지 못하였다. 본 연구의 한계를 보완하는 후속연구가 요청된다.

참 고 문 헌

- [1] https://fund.nps.or.kr/jsppage/fund/mcs/mcs_06_03.jsp
- [2] 김선화, 정용기, “국민연금이 실물활동을 통한 이익조정에 미치는 영향 : 주요주주를 중심으로,” POSRI경영경제연구, 제12권, 제3호, pp.153-186, 2012.
- [3] 김아리, 김보인, “기관투자자 유형과 기업의 사회적 책임 성과: 한국 상장기업을 대상으로,” 국제경영리뷰, 제23권, 제3호, pp.227-245, 2019.
- [4] D. O. Neubaum and S. A. Zahra, Institutional Ownership and Corporate Social Performance: The Moderating Effects of Investment Horizon, Activism, and Coordination,” Journal of Management, Vol.32, No.1, pp.108-131, 2006.
- [5] P. Cox, S. Brammer, and A. Millington, “An Empirical Examination of Institutional Investor Preferences for Corporate Social Performance,” Journal of Business Ethics, Vol.52, pp.27-43, 2004.
- [6] 정용기, 김선화, “국민연금 주주행동주의의 투자기업 이익조정 통제효과 분석,” 대한경영학회지, 제28권, 제9호, pp.2205-2239, 2015.
- [7] 김유진, 정문중, “국민연금 투자가 기업의 원가행태에

- 미치는 영향.” 대한경영학회지, 제30권, 제11호, pp.1997-2014, 2017.
- [8] 김유진, 안정인, “국민연금 주요주주와 기업의 사회적 책임 활동,” 회계학연구, 제43권, 제3호, pp.1-31, 2018.
- [9] M. Aoki, *The Co-operative Game Theory of the firm*, Oxford, U.K.: Clarendon press, 1984.
- [10] A. Shleifer and R. W. Vishny, “Large Shareholder and Corporate Control,” *Journal of Political Economy*, Vol.94, pp.461-488, 1986.
- [11] J. Pound, “Proxy Contest and The Efficacy of Shareholder Oversight,” *Journal of Financial Economics*, Vol.20, pp.237-265, 1988.
- [12] S. Li, X. Song, and H. Wu, “Political Connection, Ownership Structure, and Corporate Philanthropy in China: A Strategic-Political Perspective,” *Journal of Business Ethics*, Vol.129, pp.399-411, 2015.
- [13] 조영곤, 유병우, “중국상장기업의 소유·지배구조가 기부금지출에 미치는 영향: 국유기업과 민영기업의 비교를 중심으로,” *국제경영리뷰*, 제20권, 제4호, pp.105-126, 2017.
- [14] R., Zhang, Z. Rezaee, and J. Zhu, “Corporate Philanthropic Disaster Response and Ownership Type: Evidence from Chinese Firms’ Response to the Sichuan Earthquake,” *Journal of Business Ethics*, Vol.91, pp.51-63, 2009.
- [15] P. Navarro, “Why Do Corporations Give to Charity?,” *Journal of Business*, Vol.61, No.1, pp.65-93, 1988.

저 자 소 개

박 철 형(Chul-Hyung Park)

정회원



- 2018년 2월 : 서울대학교 대학원 경영학과(경영학 박사)
- 2019년 3월 ~ 현재 : 아주대학교 글로벌경영학과 조교수

〈관심분야〉 : 국제경영전략, 기업 소유·지배구조

조 영 곤(Young-Gon Cho)

정회원



- 1999년 8월 : 서울대학교 대학원 경영학과(경영학 박사)
- 2002년 9월 ~ 2011년 2월 : 동국대학교 경상학부 부교수
- 2011년 3월 ~ 현재 : 상명대학교 글로벌경영학과 교수

〈관심분야〉 : 기업 소유·지배구조, 국제합작투자