

ISSN 2982-7124

ESG 리뷰

ESG Review

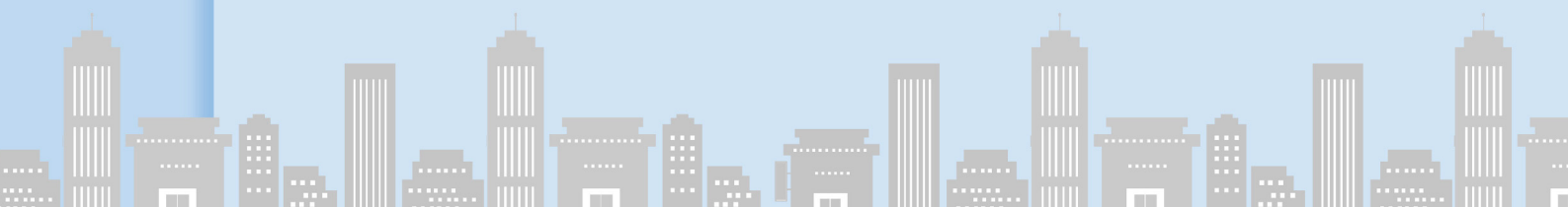
2025-04호 | Vol. 117

2025.12.19.

Contents

Vol.117 | 2025. 4호

- 03 연구논단Ⅰ** ESG 공시가 ESG-기업가치의 관계에 미치는 조절효과
: 정보의 양과 공유 채널의 역할을 중심으로
이지윤 | 연세대학교 경영대학 교수
- 28 연구논단Ⅱ** 2018년 생산성향상시설 투자세액공제 변화가 ESG활동에 미치는
영향에 대한 실증연구
: 로봇세에 대한 함의를 중심으로
전홍민 | 성신여자대학교 경영학과 교수
안성희 | 가톨릭대학교 회계학과 교수
- 49 연구논단Ⅲ** 한국형 스튜어드십 코드 도입 전후 국민연금 의결권 행사 분석
박상인 | 서울대학교 행정대학원 교수
이시은 | 서울대학교 행정대학원 박사과정 연구생



ESG 공시가 ESG-기업가치의 관계에 미치는 조절효과 : 정보의 양과 공유 채널의 역할을 중심으로*

연구논단 I

이지윤 | 연세대학교 경영대학 교수

I. 서론

최근 환경(Environmental), 사회(Social), 지배구조(Governance), 이른바 ESG 활동에 대한 투자자와 이해관계자의 정보 요구가 커지면서 ESG 정보를 체계적이고 투명하게 공시하는 것이 기업의 주요 과제로 부상하고 있다. 이에 따라 일부 국가에서는 기업이 자발적으로 ESG 정보를 공시하도록 유도하거나, 일정 기준을 충족하는 기업에 대해서는 ESG 공시를 의무화하는 제도를 도입하고 있다. 한국 정부 역시 당초 2025년부터 일정 자산 규모 이상의 KOSPI 상장기업을 대상으로 ESG 공시를 의무화할 예정이었으나, 공시 기준과 감독체계 정비, 기업의 공시 역량 확보 필요성 등을 이유로 시행 시기를 2026년 이후로 연기하였으며 구체적인 내용과 일정은 아직 확정되지 않았다.

전통적으로 재무정보는 기업가치와 유의미한 관련성이 있는 것으로 다수의 연구에서 검증되어 왔다. 반면, 본질적으로 비재무적 요소인 ESG 정보가 재무정보와 유사한 수준의 가치 관련성을 가지는지, 그리고 어떤 방식으로 시장에 정보를 제공하는 것이 효과적인지에 대해서는 여전히 논의가 진행 중이다. 최근 여러 연구를 통해 ESG 성과가 기업가치 평가에 일정 부분 반영되고 있음이 확인되고 있으나, 이들 연구의 대부분은 ESG 평가기관이 제공하는 성과 등급을 기초로 분석을 수행한다. 기업의 ESG 성과를 직접 평가하는 것은 복잡하고 전문성을 요구하기 때문에 투자자와 연구자 모두 전

* 본고는 Xu, Park, and Lee (2025) 'ESG Disclosure and Firm Value: The Moderating Roles of Disclosure Depth and Channel'을 바탕으로 작성되었다.

문 평가기관의 평가 결과에 의존하는 경향이 있는 것이다. 이렇게 전문기관이 평가한 ESG 성과 등급이 존재하는 상황에서, 지속가능경영보고서 발간 등을 통한 기업의 ESG 공시가 시장에서 추가적인 가치 관련성(value relevance)을 가지는지에 대한 실증적 검증은 아직 충분히 이루어지지 않은 상황이다.

지속가능경영보고서를 비롯한 ESG 공시는 작성 과정에서 상당한 기업 자원이 소요될 뿐 아니라, 검증·규제 준수 및 모니터링에 따른 비용도 발생한다. 따라서 투자자 및 이해관계자가 이미 다양한 경로를 통해 기업의 ESG 성과에 관한 정보를 충분히 확보하고 있다면, 공시와 관련된 비용이 효익을 초과하여 ESG 공시 의무화는 경제적 비용만 발생시키는 비효율적 제도가 될 수 있다.¹⁾ 반면, 해당 정보가 가치평가 등에 실질적으로 활용된다면, ESG 공시는 추가적인 효익을 제공한다. 따라서 그 효익을 극대화하면서도 비용을 최소화할 수 있도록 관련 제도를 적절히 설계하는 것이 중요할 것이다. 본 연구는 이러한 문제의식에서 다음과 같은 질문을 출발점으로 삼는다.

첫째, 지속가능경영보고서를 통해 공시되는 ESG 정보가 시장에서 가치 관련성을 가지는가? 본 연구의 첫 번째 목적은, ESG 평가기관의 ESG 등급 정보가 존재하는 상황에서 기업이 제공하는 ESG 정보가 실제로 기업가치 평가에 영향을 미치는지 실증적으로 분석하는 것이다. 만약 투자자들이 이미 충분한 ESG 정보를 확보하고 있다면 지속가능경영보고서 등을 통해 제공되는 추가 정보의 가치는 제한적일 것이다. 반면, 새로운 정보를 제공하거나 기업의 ESG 경영에 대한 신뢰성을 제고한다면, 지속가능경영보고서는 ESG 성과의 가치 관련성을 강화할 것이다. 이러한 경우, 보고서에 포함된 정보의 양과 정보의 제공 경로(channel)에 따라 그 효과가 어떻게 달라지는지를 보다 정밀하게 살펴볼 필요가 있다. 이러한 논의는 본 연구의 두 번째와 세 번째 질문으로 이어진다.

둘째, 기업이 ESG 경영에 대한 내용을 투자자에게 공유하는 것이 유용하다면 많은 양의 정보를 제공하는 것이 더 효과적인가? 지속가능경영보고서의 발간 자체가 기업의 ESG에 대한 진정성을 보여주는 신호로 작용하여 정보의 양과 무관하게 투자자의 신뢰를 높이고 ESG 성과의 가치 관련성을 강화할 수 있다. 반면, 보다 풍부하고 구체적인 정보가 제공될수록 투자자들은 이를 활용해 ESG 성과를 더욱 정교하게 평가할

1) 이는 기업가치 중심적 시각에서의 판단으로, 글로벌 차원에서 확대되는 ESG 공시 요구에 부응해야 하는 압력, 기업의 사회적 책임, 지속가능성 제고 등의 관점에서는 경제적 비용에도 불구하고 ESG 공시가 의미 있는 제도로 평가될 수 있을 것이다.

수 있다. 또한 많은 정보의 제시 자체가 기업의 ESG 경영 의지가 강하다는 신호로 해석되어 투자자의 신뢰를 높일 수 있으며, 이 경우 ESG 등급과 기업가치 간의 관계는 한층 강화될 것이다.²⁾ 이 질문에 대한 답을 얻기 위해, 본 연구는 ESG 정보의 양적 수준이 ESG 등급과 기업가치 간의 관계를 조절하는지 여부를 실증적으로 분석한다.

셋째, ESG 정보를 제공할 때 어떤 경로를 통하는 것이 효과적인가? 일부 한국 기업은 자사 웹사이트와 같은 비공식 채널을 통해 지속가능경영보고서를 자발적으로 제공하고 있으며, 그 가운데 일부는 한국거래소(KRX) 전자공시시스템과 같은 공식 플랫폼을 통해 이를 추가적으로 공시한다. 자사 웹사이트를 통한 경우 법률상 ‘공시’로 간주되지 않으며 형식·기한·정정 절차에 대한 의무가 없다. 반면, 거래소 전자공시에는 형식적 요건과 법적 책임이 수반되며 보다 엄격한 규제를 받는다. 이러한 규제적 엄격성은 정보의 신뢰성을 제고하여 시장 반응을 강화하는 데 기여할 수 있지만, 동시에 경영진이 법적 책임을 우려하여 정보를 지나치게 보수적으로 작성하거나 변동 가능성이 있는 내용을 배제하는 부작용을 초래할 수 있다. 따라서 정보 제공 경로에 따른 규제 강도가 ESG의 가치 관련성에 미치는 영향에 대한 실증적 분석이 필요하다.

넷째, 지속가능경영보고서에 포함된 전망적(Forward-looking) 정보는 기업가치에 어떤 영향을 미칠까? ESG 정보는 과거 실적에 기반한 성과 중심 정보와 향후 계획이나 전략, 혹은 예측을 담은 미래 전망 중심 정보로 구분될 수 있다. 예를 들어, 지속가능경영보고서에는 탄소배출 감축 목표, 사회적 책임 이행 계획 등 확정되지 않은 미래에 관한 전략적 정보가 포함되는 경우가 많다. 이러한 정보는 본질적으로 정량적 검증이 어렵지만 기업의 ESG 이행 의지 및 전략 실행 가능성에 대한 시장의 평가에 핵심적인 단서를 제공할 수 있다는 점에서 중요한 의미를 가진다. 이에 본 연구는 전망적 ESG 정보의 양이 기업가치에 어떤 영향을 미치는지, 그리고 정보 제공 채널(예: 자사 웹사이트, 한국거래소 전자공시시스템 등)에 따라 그 영향이 달라지는지를 실증적으로 분석한다.

실증 분석 결과, ESG 성과와 기업가치 간에는 유의미한 정(+)의 관계가 존재하며 기업이 ESG 활동에 관한 정보를 지속가능경영보고서를 통해 제공할 경우 이러한 관계는 더욱 강화되는 것으로 나타났다. 아울러 보고서의 단어 수 및 페이지 수로 정보

2) 물론, 과도한 정보는 복잡성과 정보 과부하를 초래하거나, 정보 잡음(information noise)으로 작용하여 ESG 등급과 기업가치 간의 관계를 저해할 가능성도 있다.

의 양적 수준을 측정된 결과, 정보량이 많을수록 ESG 성과와 기업가치 간의 긍정적 관계가 강화되는 것으로 확인되었다.

반면, 지속가능경영보고서를 제공하는 채널의 차이는 시장 반응에 유의미한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 기업이 자사 웹사이트에 보고서를 게시하는 경우와 한국거래소 전자공시시스템을 통해 이를 추가적으로 공시하는 경우를 비교한 결과, ESG 성과와 기업가치 간의 관련성에는 통계적으로 유의한 차이가 없었으며, 일부 모형에서는 오히려 추가적인 공시가 ESG의 가치 관련성을 낮추는 것으로 나타났다. 이는 현재의 자발적 공시 환경에서 정보가 전달되는 채널의 공식성이나 규제 강도보다는 정보 그 자체가 가치 관련성을 결정짓는 핵심 요인임을 시사한다. 한편, 보고서에 담긴 미래 전망적 정보는 기업가치와 통계적으로 유의한 정(+)의 관계를 나타냈지만, 해당 정보가 어떤 채널을 통해 제공되었는지는 이 관계의 강도에 유의미한 영향을 미치지 않았다. 종합하면, ESG 관련 정보가 기업가치에 미치는 영향은 정보 공유 채널의 규제적 엄격성보다는 정보 그 자체에 달려 있는 것으로 보인다.

본 연구는 지속가능경영보고서에 담긴 정보의 양과 공유 경로가 해당 정보의 유용성에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였으며, 그 결과는 향후 ESG 공시 제도 설계에 중요한 정책적 함의를 제공할 것으로 기대된다. 먼저, 기업이 자사의 ESG 정보를 이해관계자에게 공유하는 것은 기업가치 평가에 유용하다는 점이 확인되었고, 이는 ESG 공시 제도 도입의 정당성을 뒷받침한다. 아울러, 본 연구의 실증 결과에 기반할 때, 공시 채널의 규제적 엄격성을 강화하는 것만으로는 정보의 유용성을 높이는 데 한계가 있으며, 이는 오히려 기업의 정보 공유 노력을 위축시킬 우려가 있다. 특히 전망적 정보나 본질적으로 정량적인 검증이 어려운 영역의 경우, 경영진은 법적 책임을 우려하여 정보 제공을 축소하거나 형식적으로 대응할 가능성이 있다. ESG 공시 제도는 정보의 충실성을 극대화할 수 있는 방향으로 설계될 필요가 있다는 점에 착안하여 불필요하게 과도한 규제 강화는 지양해야 할 것이다. 그럼에도, 공시된 정보가 시장에서 실질적으로 활용되는 만큼 정보의 신뢰성을 확보하기 위한 검증 절차가 마련되어야 할 뿐만 아니라 이를 수행할 수 있는 역량 있는 제3자 검증 기관이 선제적으로 충분히 확보되어야 할 것이다. 한편, 현재 한국에서는 지속가능경영보고서가 자율적으로 발간되고 있으므로, 본 연구의 분석 결과는 자발적 공시 환경에 국한된다는 한계를 가지며 이에 따라 향후 추가적인 연구가 필요하다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제2장에서는 연구의 기초가 되는 이론적 배경과 함께 연구가설을 설정한다. 제3장에서는 분석에 활용된 데이터와 연구방법을 설명한다. 제4장에서는 실증분석 결과를 제시하며, 마지막으로 제5장에서 연구의 주요 결론과 시사점을 정리한다.

II. 가설 설정

ESG 성과와 주주가치의 관계에 대한 실증 연구는 다수 존재하지만 결과는 일관되지 않다. 일부 연구는 ESG 활동이나 기업의 사회적 책임(CSR) 활동이 비용 부담을 증가시켜 주주가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있다고 본다. 예를 들어, Fisher-Vanden and Thorburn(2011)은 온실가스 배출 감축을 위한 기업의 공약은 기업가치 극대화와 상충됨을 보였다. 이와 같은 결과는 ESG 활동이 직접적으로 수익을 창출하지 않는 한 주주의 이익 극대화에 부합하지 않을 수 있다는 주장을 지지한다.

그러나 ESG 활동은 기업의 평판을 제고하고 고객 및 이해관계자와의 신뢰 관계를 강화하며 규제 리스크를 줄이는 등 다양한 방식으로 중장기적인 재무성과에 긍정적인 영향을 줄 수 있다는 연구도 다수 존재한다. 예로, Bajic and Yurtoglu(2018)는 ESG 활동이 정보 비대칭을 줄이고 자본조달 비용을 낮춤으로써 기업가치를 높일 수 있음을 보였다. Whelan, Atz, Van Holt, and Clark(2021)은 2015년부터 2020년까지 발표된 ESG 관련 논문을 종합 분석하였는데, 그 결과에 따르면 전체 연구 중 58%가 ESG 성과와 기업가치 간의 긍정적 관계를, 13%는 무관한 관계를, 21%는 혼합된 결과를, 8%는 부정적 관계를 보고하였다. 이처럼 ESG와 기업가치 간의 관계는 부정적일 수도 있지만, 그 관계가 긍정적이라는 연구 결과가 더 많은 것으로 보인다. 정광화와 최승욱(2022)은 한국 상장기업을 분석하여 ESG 성과가 기업가치와 유의미한 정(+)의 관계를 가짐을 보인 바 있다.

이러한 긍정적 관계는 다양한 경로를 통해 실현되는 것으로 보고되고 있다. Clark, Feiner, and Viehs(2015)는 ESG 이니셔티브에 적극적인 기업은 투자자로부터 장기적인 가치 창출 능력을 보유한 기업으로 평가받는다 고 설명하며, ESG 성과가 일종의 신호(signal)로 작용할 수 있음을 보여주었다. 또한, Dhaliwal, Li, Tsang, and

Yang(2011)은 ESG 실천이 평판 리스크를 줄여 기업의 전반적인 위험 관리를 개선하고, 이는 결과적으로 자본비용을 낮춘다고 보고하였다. Lins, Servaes, and Tamayo(2017)는 ESG 성과가 우수한 기업은 위기 상황에서 상대적으로 높은 기업 가치를 유지할 가능성이 크다는 점을 발견하였다. 이 외에도 ESG 성과는 우수 인력 유치(Greening and Turban, 2000), 자기자본비용 절감(Chava, 2014; El Ghouli, Guedhami, Kwok, and Mishra, 2011), 경영진의 사익 추구 억제(Ferrell, Liang, and Renneboog, 2016), 이해관계자 신뢰 구축을 통한 갈등 및 거래비용 감소(Jo and Harjoto, 2011) 등을 통해 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다.

이러한 논의에 바탕하여 본 논문의 첫 번째 가설을 다음과 같이 제시한다:

가설 1: ESG 등급은 기업가치와 정(+) 관계를 가진다.

앞서 언급했듯, 기존 연구의 상당수가 ESG 활동과 기업가치 간의 긍정적인 관계를 보고했다(Clark, Feiner, and Viehs, 2015; Plumlee, Brown, Hayes, and Marshall, 2015). 한편, 최근의 연구들은 투자자가 ESG 성과를 평가하는 데 영향을 미치는 특정 조건에 따라 ESG의 가치 관련성이 달라질 수 있음을 시사하고 있다. 예를 들어, 이지연과 윤병섭(2024)은 한국의 상장 제조업 기업을 대상으로 ESG 활동이 기업가치에 미치는 영향을 분석하면서 자발적 IR 공시의 조절효과를 강조하였다. 이들은 투명한 IR 활동이 수반될 때 ESG 활동이 기업가치에 보다 긍정적으로 기여한다는 점을 발견하였으며, 이는 이해관계자와의 효과적인 커뮤니케이션이 ESG 정보에 대한 시장 반응을 증폭시킨다는 점을 시사한다. 유사하게, Chen, Chou, and Chen(2024)은 ESG 관련 언론 보도의 빈도가 높을수록 시장이 기업의 ESG 노력을 더 잘 인식하게 되어 결과적으로 기업가치 제고 효과가 강화된다는 점을 보여주었다.

이러한 선행연구를 바탕으로, 본 연구는 지속가능경영보고서를 통한 ESG 정보 제공이 ESG 등급과 기업가치 간의 관계를 조절하는 요인으로 작용할 것으로 기대한다. 이는 정보 비대칭을 완화하여 투자자가 기업의 ESG 성과를 보다 정확히 평가할 수 있도록 함으로써 ESG 등급과 기업가치 간의 긍정적 관계를 강화할 수 있을 것이기 때문이다. 나아가, 이러한 정보 제공은 기업의 ESG 경영 이행 의지에 대한 시장의 신뢰를 높여 기업가치에 긍정적 영향을 미칠 수 있을 것이다.

이에 따라 다음과 같은 두 번째 가설을 제시한다:

가설 2: 지속가능경영보고서 발간은 ESG 등급과 기업가치 간의 정(+의) 관계를 긍정적으로 조절한다.

한편, 지속가능경영보고서의 발간 여부뿐 아니라, 그에 포함된 정보의 양적 수준 또한 조절 효과의 강도에 영향을 미칠 수 있다. 풍부한 정보의 제공은 정보 비대칭을 해소하는 데 효과적일 뿐 아니라 경영진의 ESG 목표에 대한 강한 의지를 시장에 전달함으로써 투자자의 신뢰를 높일 것으로 기대된다.

이에 따라 다음과 같은 하위 가설을 추가로 설정한다:

가설 2a: 지속가능경영보고서를 통해 공유된 ESG 정보의 양이 많을수록 ESG 등급과 기업가치 간의 관계를 조절하는 효과가 더 강하다.

기업이 ESG 정보를 공시하는 경우(예: 한국거래소의 전자공시시스템을 통한 제출) 해당 정보의 정확성과 완전성에 대한 책임을 부담하며, 이는 일반적인 규제성 공시 수준의 법적 구속력을 내포할 수 있다. 특히, 공시 이후 지속가능성 목표나 전략의 변경 등 중대한 사항이 발생할 경우 기업은 정정 또는 보완 공시의무를 이행해야 한다. 반면, ESG 정보를 자사 웹사이트에 게시하는 경우에는 이러한 법적 구속력이 상대적으로 약하며 기업은 별도의 정정 절차 없이 자유롭게 정보를 수정하거나 삭제할 수 있다. 이처럼 정보를 제공하는 방식에 따라 규제의 엄격성에 차이가 존재하며, 이는 궁극적으로 정보의 신뢰성에 영향을 미칠 수 있다.

현재까지 지속가능경영보고서는 주로 자사 웹사이트나 한국거래소 전자공시시스템을 통해 시장에 제공되어 왔다. 이 중 규제적 엄격성이 더 높은 거래소 공시 채널을 활용한 경우가 단순 웹사이트 게시보다 ESG 성과와 기업가치 간의 관계를 더 강하게 조절할 것으로 기대된다.

이에 따라 다음과 같은 세 번째 가설을 제시한다:

*가설 3: 공식적이고 규제적 엄격성이 강한 채널을 통한 지속가능경영보고서의 공시는
자사 웹사이트 게시에 비해 ESG 등급과 기업가치 간의 관계를 더 강하게
조절한다.*

ESG 활동과 관련된 정보는 과거 성과에 기반한 실적 중심 정보와 향후 계획이나 전략, 또는 예측을 담은 전망 중심 정보로 구분할 수 있다. 과거 정보는 이미 발생한 사건에 대한 객관적 데이터를 중심으로 하지만, 전망적 정보는 기업이 현재 계획하고 있는 전략, 대응하고자 하는 환경·사회적 리스크의 예측, 그리고 지속가능성 관련 목표와 같은 미래 지향적 내용을 포함한다. 예를 들어, 지속가능경영보고서에는 탄소배출 감축 목표나 사회적 책임 이행 계획과 같은 선언적 정보가 종종 포함되며 미래 상황에 대한 예측이 수반되기도 한다. 이러한 예측을 위해서는 가정이 전제될 수밖에 없으며, 설정된 가정의 내용에 따라 예측 결과가 달라질 수 있다. 또한 계획의 실행 여부는 상황에 따라 바뀔 수 있다. 이러한 전망적 정보는 본질적으로 정량적 검증이 어렵거나 변동 가능성이 있지만, ESG에 대한 기업의 전략적 의지와 실행 가능성에 대한 중요한 신호로 작용할 수 있다. 최근 투자자들은 과거의 ESG 성과뿐 아니라 기업이 장기적인 지속가능성에 어떻게 대응할 수 있는지를 보여주는 미래 지향적 정보에도 큰 가치를 두고 있다. 이러한 정보는 기업의 대응 역량을 평가하는 데 중요한 단서를 제공하며, 결국 기업가치 평가에 유용하게 활용될 것으로 기대된다. 또한, 이러한 정보가 규제적 엄격성이 높은 채널을 통해 공시될 경우 정보의 신뢰도가 높아져 시장 반응이 더욱 강화될 수 있을 것이다.

이에 따라 다음과 같은 네 번째 가설을 제시한다:

가설 4: 미래전망적 ESG 정보는 기업가치와 정(+)의 관계를 가진다.

*가설 4a: 미래전망적 ESG정보와 기업가치 간의 정(+)의 관계는 정보 제공 채널의
규제적 엄격성이 클수록 더 강하다.*

Ⅲ. 데이터 및 연구방법

1. 데이터 및 변수 정의

본 연구는 2013년부터 2022년까지 회계연도 말인 12월인 KOSPI 상장기업을 대상으로 분석을 수행하였다. 금융업에 속하는 기업은 분석에서 제외하였으며, 극단값의 영향을 완화하기 위해 연속형 변수는 상·하위 1% 수준에서 윈저라이즈(Winsorize) 하였다. 최종 분석에 사용된 표본은 총 5,788개 기업-연도 관측치(firm-year observations)로 구성되었다.

ESG 공시 데이터는 수작업으로 수집되었다. 거래소를 통한 공시는 한국거래소 전자공시시스템(KIND)을 통해 수집하였고, 자사 웹사이트를 통한 보고서 게시 자료는 개별 기업의 웹사이트를 통해 수집하였다. 이후 표본은 한국ESG기준원(KCGS)에서 제공하는 ESG 등급과 병합하였으며, 추가적인 재무 및 회계 정보는 FnGuide를 통해 확보하였다.

분석에 사용된 주요 변수는 다음과 같이 정의된다.

- *ESG*는 KCGS의 ESG 등급을 수치로 변환한 변수로, A+=6, A=5, B+=4, B=3, C=2, D=1,
- *Report*는 해당 연도에 기업의 웹사이트에 지속가능경영보고서를 게시한 경우 1, 그렇지 않으면 0,
- *Report^{KRX}*는 한국거래소 전자공시시스템을 통해 추가적으로 보고서가 공시된 경우 1, 그렇지 않으면 0. 지속가능경영보고서를 거래소에 공시한 기업은 자사의 웹사이트에도 게시함,
- *Word_Count*과 *Page_Count*은 지속가능경영보고서의 분량을 각각 단어 수 및 페이지 수의 자연로그(값+1)로 측정된 값,
- *FLI*는 forward-looking information으로 전망적인 단어의 수에 1을 더한 값의 자연로그. 전망적인 단어는 “계획”, “전략”, “목표”, “예상”, “기대”, “향후”, “성장”, “전망”, “추정”, “예측”, “가능성”, “기회”, “내년”, “장기”, “단기”, “앞으로”, “미래” 등을 포함.

통제변수는 다음과 같이 정의된다.

- *Size*는 총자산의 자연로그,
- *Lev*는 총부채를 총자산으로 나눈 값,
- *ROA*는 총자산 대비 당기순이익,
- *Cash*는 현금 및 현금성 자산을 총자산으로 나눈 값,
- *Q*는 자산의 시장 가치를 자산의 대체 비용으로 나눈 비율,
- *Growth*는 연간 매출액 증가율,
- *Age*는 설립 후 경과 연수에 1 더한 값의 자연로그,
- *Investment*는 자본적 지출을 총자산으로 나눈 값.

2. 연구 방법론

본 연구는 앞서 설정한 가설들을 실증적으로 검증하기 위해 여러 회귀분석 모형을 활용하였다. 먼저, 가설 1을 검증하기 위해 ESG 등급과 기업가치 간의 관계를 분석하며, 이를 위해 다음과 같은 회귀모형을 사용한다. 주요 독립변수인 *ESG*는 ESG 등급을 수치로 변환한 변수로, 값이 클수록 높은 ESG 성과를 의미한다.

$$Q_{i,t} = \alpha + \beta_1 \cdot ESG_{i,t-1} + Controls_{i,t-1} + IndustryFE + YearFE + \epsilon \quad (1)$$

다음으로, 지속가능경영보고서 발간이 ESG 등급과 기업가치 간의 관계를 조절한다는 가설 2에 대한 검증을 위해 모형 (1)에 *Report* 변수를 도입한 모형 (2)를 분석한다. 상호작용항 β_3 가 양(+)의 값으로 통계적으로 유의하다면 ESG 공시가 ESG 등급과 기업가치 간의 관계를 긍정적으로 조절한다는 가설이 지지된다.

$$Q_{i,t} = \alpha + \beta_1 \cdot ESG_{i,t-1} + \beta_2 \cdot Report_{i,t-1} + \beta_3 \cdot ESG_{i,t-1} \times Report_{i,t-1} + Controls_{i,t-1} + IndustryFE + YearFE + \epsilon \quad (2)$$

가설 2a는 ESG 정보의 양에 초점을 맞추어 지속가능경영보고서의 조절효과를 분석한다. 이를 위해 *Word_Count* 및 *Page_Count* 변수를 지속가능경영보고서에 담긴 정보의 양적 수준의 대리변수로 사용하며, 이 변수들과 ESG 등급 간의 상호작용항을 분석한다. 분석에는 모형 (3)을 이용한다. β_3 가 양(+)의 값으로 유의할 경우, 보다

상세한 정보의 제공이 ESG 성과의 가치 관련성을 강화함을 의미한다.

$$Q_{i,t} = \alpha + \beta_1 \cdot ESG_{i,t-1} + \beta_2 \cdot Word_Count_{i,t-1} (Page_Count_{i,t-1}) + \beta_3 \cdot ESG_{i,t-1} \times Word_Count_{i,t-1} (Page_Count_{i,t-1}) + Controls_{i,t-1} + IndustryFE + YearFE + \epsilon \quad (3)$$

가설 3은 ESG 정보가 보다 공식적이고 규제적 엄격성이 높은 채널을 통해 제공될 경우 ESG 등급과 기업가치 간 관계에 대한 조절효과가 더욱 강해지는지를 검증한다. 이를 위해 웹사이트에 지속가능경영보고서를 게시한 경우와 이를 추가적으로 거래소의 전자공시시스템에 공시한 경우를 비교한다. 구체적으로는 모형 (4)를 이용하여 분석을 수행한다. 모형에서 β_5 가 유의한 양(+)의 값을 가지면 ESG 정보가 보다 엄격한 채널을 통해 제공되었을 때 가치 관련성이 더 크다는 것을 의미한다.

$$Q_{i,t} = \alpha + \beta_1 \cdot ESG_{i,t-1} + \beta_2 \cdot Report_{i,t-1} + \beta_3 \cdot Report_{i,t-1}^{KRX} + \beta_4 \cdot ESG_{i,t-1} \times Report_{i,t-1} + \beta_5 \cdot ESG_{i,t-1} \times Report_{i,t-1}^{KRX} + Controls_{i,t-1} + IndustryFE + YearFE + \epsilon \quad (4)$$

가설 4는 전망적인 정보가 기업가치에 미치는 영향을 검증한다. 이를 위해 아래의 모형 (5)를 분석한다. β_1 이 유의한 양(+)의 값을 가지면, 전망적 ESG 정보가 기업가치와 긍정적인 관계를 가짐을 의미한다.

$$Q_{i,t} = \alpha + \beta_1 \cdot FLI_{i,t-1} + Controls_{i,t-1} + IndustryFE + YearFE + \epsilon \quad (5)$$

가설 4a는 전망적 ESG 정보와 기업가치 간의 긍정적인 관계가 정보 공유 채널의 규제적 엄격성이 강할수록 더 강하게 나타나는지 검증한다. 이를 위해 아래의 모형 (6)을 분석한다. β_3 가 유의한 양(+)의 값을 가지면, 전망적인 ESG 정보가 공시 채널을 통해 제공될 때 기업가치와 더 긍정적인 관계를 가짐을 의미한다.

$$Q_{i,t} = \alpha + \beta_1 \cdot FLI_{i,t-1} + \beta_2 \cdot Report_{i,t-1}^{KRX} + \beta_3 \cdot FLI_{i,t-1} \times Report_{i,t-1}^{KRX} + Controls_{i,t-1} + IndustryFE + YearFE + \epsilon \quad (6)$$

IV. 실증분석 결과

1. 기술통계

표 1은 총 5,788개 기업-연도 관측치에 대한 기술통계량을 요약한 것이다. Tobin's Q(Q)의 평균은 1.28이며, 표준편차는 0.98로 나타난다. ESG 등급(ESG)은 1에서 6 사이의 값을 가지며, 평균은 2.88, 표준편차는 1.07이다. 자사 웹사이트를 통해 지속가능경영보고서를 자발적으로 공개한 관측치($Report=1$)는 전체의 약 13.2%이고, 한국거래소 전자공시시스템을 통해 지속가능경영보고서를 공시한 관측치($Report^{KRX}=1$)는 약 4.5%에 불과하다. 이는 웹사이트 기반 보고서 발간이 공시보다 더 보편적으로 이루어지고 있음을 보여주며, 그 이유는 웹사이트를 통한 정보 제공이 상대적으로 규제 부담이 작기 때문인 것으로 추측된다.

통제변수 측면에서, 기업 규모(Size)는 평균 20.05, 부채비율(Lev)의 평균은 0.40이다. ROA의 평균은 0.017로, 기업들은 총자산 대비 평균 1.7%의 순이익을 창출하고 있다. 현금보유율(Cash)은 평균 0.06으로, 자산의 약 6%를 현금으로 보유하고 있음을 의미한다. 매출성장률(Growth)은 평균 5.5%, 표준편차 30.7%로 나타났다.

〈표 1〉 기술통계량

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
ESG	5788	2.880	1.068	1.000	6.000
Report	5788	0.132	0.338	0.000	1.000
Report ^{KRX}	5788	0.045	0.208	0.000	1.000
Word_Count	5788	1.286	3.358	0.000	10.728
Page_Count	5788	0.595	1.532	0.000	4.977
Size	5788	20.050	1.473	17.332	24.288
Lev	5788	0.401	0.209	0.019	0.927
ROA	5788	0.017	0.077	-0.350	0.232
Cash	5788	0.060	0.064	0.000	0.319
Q	5788	1.279	0.980	0.398	6.877
Growth	5788	0.055	0.307	-0.668	2.016
Age	5788	3.526	0.722	0.693	4.500
Investment	5788	0.025	0.035	-0.061	0.181

표 2는 2013년부터 2022년까지 연도별 지속가능경영보고서 발간의 분포를 요약한

것이다. 앞서 언급했듯, 지속가능경영보고서를 거래소에 공시하는 기업은 모두 자사의 웹사이트에도 이를 게시한다. 자사의 웹사이트에 보고서를 게시한 기업은 2013년 44개(7.33%)에서 2022년 242개(33.33%)로 증가하였다. 같은 기간 동안 거래소의 전자공시시스템을 통해 지속가능경영보고서를 공시한 기업은 9개(1.50%)에서 138개(19.01%)로 증가하였다. 지속가능경영보고서를 공개 또는 공시하는 기업의 비율은 전반적으로 꾸준한 증가세를 보였으며, 특히 2020년과 2021년에 급격히 증가하였다. 예를 들어, $Report=1$ 인 기업의 수는 2020년 129개에서 2021년 190개로, $Report^{KRX}=1$ 인 기업의 수는 67개에서 112개로 증가하였다. 이러한 급증은 ESG 이슈에 대한 투자자 및 이해관계자의 관심이 확대된 결과로 보인다.

〈표 2〉 연도별 지속가능경영보고서 발행

	# of Report	% of Report	# of Report ^{KRX}	% of Report ^{KRX}
2013	44	7.333	9	1.500
2014	52	8.567	7	1.153
2015	53	8.466	5	0.799
2016	61	9.487	6	0.933
2017	70	10.526	8	1.203
2018	84	12.317	17	2.492
2019	98	14.121	34	4.899
2020	129	18.402	67	9.558
2021	190	26.389	112	15.556
2022	242	33.333	138	19.008
Total	1023		403	

2. ESG 성과와 기업가치 간의 관계

표 3은 ESG 성과가 기업가치와 정(+)의 관계를 갖는다는 가설 1을 검증하기 위한 회귀분석 결과를 제시한다. 종속변수는 Tobin's Q(Q)이다. (1)열은 연도 고정효과(year fixed effects)만을 포함하였으며, (2)열은 연도 및 산업 고정효과(industry fixed effects)를 모두 포함하여 산업별 이질성을 통제하였다.

ESG 등급(ESG)의 계수는 (1)열에서 0.092, (2)열에서 0.082로, 모두 1% 수준에서 통계적으로 유의하다. 이는 ESG 등급이 높은 기업일수록 시장 가치가 높다는 것을 의미하며, 투자자들이 ESG 성과를 장기적 지속 가능성 또는 위험 감소의 신호로 받아들이고 있음을 시사한다. 따라서 본 결과는 가설 1을 지지한다. 이러한 기본 분석 결

과는 ESG 성과가 기업가치와 관련성이 있음을 확인해 주며 이후 분석에서 보고서에 제공된 정보의 양과 채널에 따른 조절효과를 추가적으로 검토할 기반을 제공한다.

〈표 3〉 ESG 성과와 기업가치

	Q	
	(1)	(2)
<i>ESG</i>	0.092*** (6.041)	0.082*** (5.249)
<i>Size</i>	-0.109*** (-9.833)	-0.100*** (-9.017)
<i>Lev</i>	0.085 (1.320)	0.206*** (2.938)
<i>Cash</i>	1.486*** (6.479)	1.367*** (5.774)
<i>Investment</i>	2.580*** (6.672)	2.148*** (5.418)
<i>Growth</i>	0.286*** (5.163)	0.285*** (5.190)
<i>ROA</i>	-0.384 (-1.448)	-0.288 (-1.086)
<i>Age</i>	-0.102*** (-5.306)	-0.085*** (-4.346)
<i>Industry FE</i>	No	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes
<i>N</i>	5788	5788
<i>R²</i>	0.060	0.082

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

3. 지속가능경영보고서가 ESG 등급-기업가치 관계에 미치는 조절효과

표 4는 지속가능경영보고서 발간이 ESG 등급과 기업가치 간의 긍정적 관계를 강화한다는 가설 2를 검증한 회귀분석 결과를 제시한다. 모든 모형에서 종속변수는 Tobin's Q(Q)로 설정되었다. 홀수 열은 연도 고정효과만을 포함하고, 짝수 열은 연도 및 산업 고정효과를 함께 통제한다. (1)열과 (2)열에서는 지속가능경영보고서 발간 여부에 따른 조절효과를 분석하고, (3)열부터 (6)열에서는 보고서의 단어 수와 페이지 수를 보고서의 양적 수준의 대리변수로 사용하여 조절효과를 검증한다.

(1)열에서는 상호작용항 $ESG \times Report$ 의 계수가 0.085로 나타났으며 1% 수준에서 통계적으로 유의하다. 이는 기업이 지속가능경영보고서를 발간할 경우, ESG 성과

와 기업가치 간의 양(+)의 관계가 더욱 강화됨을 의미한다. 산업 고정효과를 추가로 통제된 (2)열에서도 상호작용항의 계수는 0.070으로 다소 낮아졌지만 여전히 5% 수준에서 통계적으로 유의하여 지속가능경영보고서를 통한 ESG 정보의 공유가 ESG 성과의 가치 관련성을 높인다는 가설을 지지한다.

가설 2a는 지속가능경영보고서에 더 많은 정보가 제공될수록 그 조절효과가 더 강하게 나타난다는 내용이다. 정보의 양을 보고서의 단어 수로 측정하여 분석한 결과를 (3)열과 (4)열에 제시하였다. 두 열 모두에서 상호작용항 $ESG \times Word_Count$ 의 계수가 유의한 양(+)의 값을 가지며, 이는 정보의 양적 수준이 높을수록 ESG 등급과 기업가치 간의 관계가 더욱 강화됨을 시사한다.

(5)열과 (6)열에서는 보고서에 담긴 정보의 양의 대리변수로 보고서의 페이지 수를 사용하여 동일한 분석을 수행하였다. 상호작용항 $ESG \times Page_Count$ 또한 모두 유의한 양(+)의 계수를 가진다. 단어 수와 페이지 수라는 서로 다른 측정방식에서 일관된 결과가 도출되었으며, 이는 지속가능경영보고서의 발간 여부뿐 아니라 제공되는 정보량도 기업가치 평가에 실질적인 영향을 미친다는 가설을 지지한다. 이들 결과는 기업이 ESG 활동에 관한 정보를 보다 많이 제시할수록 해당 활동의 신뢰성이 제고되고 정보의 유용성도 증대됨을 시사한다.

〈표 4〉 지속가능경영보고서가 ESG 등급-기업가치 관계에 미치는 조절효과

	Q					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>ESG</i>	0.051*** (3.096)	0.044*** (2.586)	0.054*** (3.285)	0.047*** (2.756)	0.051*** (3.107)	0.044*** (2.597)
<i>Report</i>	-0.063 (-0.518)	-0.017 (-0.141)				
<i>ESG × Report</i>	0.085*** (2.754)	0.070** (2.225)				
<i>Word_Count</i>			-0.004 (-0.306)	0.000 (0.024)		
<i>ESG × Word_Count</i>			0.007** (2.477)	0.006** (1.993)		
<i>Page_Count</i>					-0.004 (-0.155)	0.006 (0.237)
<i>ESG × Page_Count</i>					0.017** (2.482)	0.013* (1.943)

	Q					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Size</i>	-0.133*** (-10.232)	-0.123*** (-9.532)	-0.131*** (-10.171)	-0.122*** (-9.477)	-0.134*** (-10.271)	-0.124*** (-9.579)
<i>Lev</i>	0.087 (1.350)	0.212*** (3.037)	0.087 (1.349)	0.211*** (3.018)	0.088 (1.379)	0.214*** (3.063)
<i>Cash</i>	1.428*** (6.219)	1.323*** (5.592)	1.430*** (6.228)	1.322*** (5.588)	1.426*** (6.210)	1.321*** (5.587)
<i>Investment</i>	2.470*** (6.458)	2.077*** (5.277)	2.476*** (6.474)	2.082*** (5.285)	2.465*** (6.448)	2.073*** (5.268)
<i>Growth</i>	0.282*** (5.116)	0.281*** (5.134)	0.282*** (5.117)	0.281*** (5.137)	0.282*** (5.121)	0.281*** (5.138)
<i>ROA</i>	-0.326 (-1.236)	-0.230 (-0.871)	-0.326 (-1.235)	-0.230 (-0.873)	-0.324 (-1.230)	-0.228 (-0.865)
<i>Age</i>	-0.103*** (-5.339)	-0.085*** (-4.378)	-0.103*** (-5.331)	-0.085*** (-4.369)	-0.103*** (-5.349)	-0.086*** (-4.387)
<i>Industry FE</i>	No	Yes	No	Yes	No	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	5788	5788	5788	5788	5788	5788
<i>R²</i>	0.067	0.087	0.066	0.087	0.067	0.087

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

4. 지속가능경영보고서 제공 채널이 ESG-기업가치 관계에 미치는 조절효과

표 5는 ESG 등급과 기업가치 간의 관계에서 지속가능경영보고서의 공유 채널(기업 웹사이트를 통한 공개 vs. 한국거래소 공시)이 서로 다른 조절효과를 가지는지(가설 3)를 분석한 결과를 제시한다. 주요 독립변수는 *Report*(지속가능경영보고서 발간 더미)와 *Report^{KRX}*(거래소 공시 더미)이며, 이들 변수와 ESG 간의 상호작용항을 함께 포함하여 분석하였다. 모든 회귀모형에는 연도 및 산업 고정효과가 포함되어 있다.

(1)열에서 ESG의 계수는 0.044로 1% 유의수준에서 통계적으로 유의하다. (2)열과 (3)열에서도 ESG의 계수는 모두 유의한 양(+)의 값을 보여, ESG 등급이 기업가치와 일관되게 긍정적인 관계를 갖는다는 점을 확인할 수 있다. 또한 (1)열에서 상호작용항인 *ESG × Report*의 계수가 유의한 양(+)의 값을 보여 기업이 자사 웹사이트를 통해 지속가능경영보고서를 공개할 경우 ESG 등급의 가치 관련성이 강화됨이 재확인되었다. 반면, *ESG × Report^{KRX}*의 계수는 통계적으로 유의하지 않다. 이는 웹사이트에 보고서를 발간함에 더해 거래소에 해당 보고서를 공시를 하더라도 기업가치에 미치는

추가적인 영향이 없음을 의미한다.

(2)열과 (3)열에서는 지속가능경영보고서에 담긴 정보의 양이 ESG 등급-기업가치 간 관계를 조절하는지를 분석한다. 이를 위해 기업 웹사이트와 거래소의 전자공시시스템을 통해 제공된 지속가능경영보고서의 단어 수 또는 페이지 수와 ESG 등급 간의 상호작용항이 포함된다. (2)열에서 $ESG \times Word_Count$ 의 계수는 0.010으로 양(+)이며 통계적으로 유의하다. 이는 보다 많은 정보를 포함한 지속가능경영보고서를 제공할수록 ESG 성과와 기업가치 간의 양(+)의 관계가 더욱 강화됨을 의미한다. 반면 $ESG \times Word_Count \times Report^{KRX}$ 의 계수는 음(-)의 값이며 통계적으로 10% 수준에서 유의하다. 이는 규제적 엄격성이 강한 거래소의 자율공시시스템을 통해 공시를 할 경우 정보량의 증가가 가치 관련성의 제고로 이어지지 않음을 시사한다.

지속가능경영보고서의 페이지 수를 정보량의 대리변수로 활용하여 분석한 (3)열에서도 유사한 결과가 도출되었다. 상호작용항 $ESG \times Page_Count$ 의 계수는 통계적으로 유의한 양(+)의 값으로 나타났으며, 이는 보고서에 보다 많은 정보를 포함시킬수록 ESG 등급의 가치 관련성이 강화됨을 의미한다. 반면 $ESG \times Word_Count \times Report^{KRX}$ 의 계수는 음(-)의 값으로 통계적으로 유의하지 않았다. 즉, 거래소 전자공시시스템을 통한 공시가 ESG 성과의 가치 관련성에 추가적인 영향을 미치지 않는다. 이는 ESG 정보 자체가 가치 관련성을 결정하는 주요 요인이며 공시 채널의 규제적 성격이 이를 추가적으로 강화하지 않음을 의미한다.

종합적으로 실증 결과는 가설 3을 지지하지 않는다. 자발적 공시 중심인 현행 제도 환경에서는 정보 제공 채널의 규제 강도보다 ESG 정보의 제공 여부와 그 양적 수준이 투자자의 기업가치 평가에 더 중요한 영향을 미치는 요인으로 작용함을 시사한다.

〈표 5〉 ESG 정보 공개 채널이 ESG-기업가치 관계에 미치는 조절효과

	Q		
	(1)	(2)	(3)
<i>ESG</i>	0.044*** (2.584)	0.047*** (2.744)	0.044*** (2.589)
<i>Report</i>	-0.146 (-0.983)		
<i>Report^{KRX}</i>	0.393 (1.436)		
<i>ESG × Report</i>	0.103***		

	Q		
	(1)	(2)	(3)
	(2.599)		
<i>ESG × Report^{KRX}</i>	-0.098		
	(-1.622)		
<i>Word_Count</i>		-0.015	
		(-0.991)	
<i>Word_Count × Report^{KRX}</i>		0.044	
		(1.575)	
<i>ESG × Word_Count</i>		0.010**	
		(2.534)	
<i>ESG × Word_Count × Report^{KRX}</i>		-0.011*	
		(-1.788)	
<i>Page_Count</i>			-0.023
			(-0.709)
<i>Page_Count × Report^{KRX}</i>			0.088
			(1.415)
<i>ESG × Page_Count</i>			0.021**
			(2.415)
<i>ESG × Page_Count × Report^{KRX}</i>			-0.022
			(-1.637)
<i>Size</i>	-0.123***	-0.122***	-0.124***
	(-9.517)	(-9.460)	(-9.563)
<i>Lev</i>	0.214***	0.213***	0.216***
	(3.066)	(3.052)	(3.095)
<i>Cash</i>	1.326***	1.326***	1.325***
	(5.606)	(5.603)	(5.601)
<i>Investment</i>	2.082***	2.089***	2.079***
	(5.296)	(5.308)	(5.288)
<i>Growth</i>	0.280***	0.280***	0.280***
	(5.117)	(5.116)	(5.119)
<i>ROA</i>	-0.229	-0.229	-0.227
	(-0.867)	(-0.868)	(-0.861)
<i>Age</i>	-0.085***	-0.084***	-0.085***
	(-4.346)	(-4.329)	(-4.353)
<i>Industry FE</i>	Yes	Yes	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	5788	5788	5788
<i>R²</i>	0.087	0.087	0.087

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

5. 전망적 ESG 정보와 기업가치

가설 4를 검증하기 위해 독립변수를 전망적 정보(Forward-Looking Information, *FLI*)로 설정하고 회귀분석을 수행하였다. 본 분석은 전망적 정보의 양을 필요로 하므로 지속가능경영보고서를 제출한 기업만을 대상으로 한다. 표 6의 분석 결과에 따르면, *FLI*의 계수가 통계적으로 유의한 양의 값으로 나타났으며, 이는 전망적 정보의 양이 증가할수록 기업가치(Tobin's Q)가 유의미하게 상승함을 의미한다. 이러한 결과는 전망적 정보가 기업의 ESG에 대한 실행 의지를 전달함으로써 기업가치를 제고한다는 가설 4를 실증적으로 지지하는 것으로 해석될 수 있다.

〈표 6〉 E전망적 ESG 정보와 기업가치

	Q	
	(1)	(2)
<i>FLI</i>	0.086** (2.048)	0.091** (2.133)
<i>Size</i>	-0.139*** (-5.323)	-0.114*** (-4.390)
<i>Lev</i>	-0.244 (-1.066)	-0.217 (-0.819)
<i>Cash</i>	1.416** (2.080)	1.554** (2.047)
<i>Investment</i>	5.166*** (4.126)	4.439*** (3.028)
<i>Growth</i>	0.171 (1.046)	0.209 (1.293)
<i>ROA</i>	1.866 (1.281)	1.411 (0.926)
<i>Age</i>	-0.130*** (-3.451)	-0.118*** (-2.951)
<i>Industry FE</i>	No	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes
<i>N</i>	768	768
<i>R</i> ²	0.134	0.150

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

표 7은 규제적 엄격성이 강한 공시 채널이 전망적 정보와 기업가치 간의 관계를 강화시키는지 검토한 회귀분석 결과를 제시한다. 분석 결과, *FLI*의 계수는 (1)열에서

0.097, (2)열에서 0.104로 모두 통계적으로 유의하였다. 이는 전망적 정보의 양이 많을수록 기업가치가 증가하는 경향이 있음을 다시 한번 확인시켜준다. 반면, $Report^{KRX}$ 와 FLI 의 상호작용항의 계수는 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 이는 규제적 엄격성이 높은 채널을 통해 전망적 ESG 정보가 공시되더라도 전망적 정보와 기업가치와의 관계를 강화하지는 않는다는 의미로, 가설 4a를 지지하지 않는다. 즉, 투자자들은 전망적 정보를 해석함에 있어 해당 정보가 보다 공식적이고 법적 구속력이 강한 공시 방식을 통해 제공되었는지 여부에 대해 추가적인 가치를 부여하지 않는 것으로 보인다.

〈표 7〉 E정보 제공 채널이 전망적 ESG 정보-기업가치 관계에 미치는 영향

	Q	
	(1)	(2)
<i>FLI</i>	0.097* (1.834)	0.104** (2.031)
<i>Report^{KRX}</i>	-0.101 (-0.243)	-0.016 (-0.038)
<i>FLI × Report^{KRX}</i>	0.034 (0.373)	0.008 (0.092)
<i>Size</i>	-0.125*** (-4.624)	-0.108*** (-3.929)
<i>Lev</i>	-0.220 (-1.042)	-0.143 (-0.599)
<i>Cash</i>	1.844*** (2.838)	1.924*** (2.830)
<i>Investment</i>	4.049*** (3.632)	2.826** (2.162)
<i>Growth</i>	0.186 (1.214)	0.227 (1.484)
<i>ROA</i>	2.071* (1.765)	1.831 (1.500)
<i>Age</i>	-0.135*** (-3.696)	-0.120*** (-3.163)
<i>Industry FE</i>	No	Yes
<i>Year FE</i>	Yes	Yes
<i>N</i>	942	942
<i>R²</i>	0.118	0.132

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

V. 결론

최근 ESG 성과는 자본시장에서 중요한 평가 기준으로 자리 잡고 있으며, 이에 대한 평가는 주로 전문 평가기관에 의해 이루어지고 있다. 이러한 상황에서 본 연구는 기업이 ESG 정보를 추가적으로 제공할 경우 정보효과가 발생하는지, 그리고 그 효과가 정보의 양이나 보고서 제공 방식에 따라 달라지는지를 실증적으로 규명하고자 하였다. 이를 위해 KOSPI 상장기업을 대상으로 2013년부터 2022년까지의 데이터를 활용하여 통계 분석을 수행하였다. 그 결과는 다음과 같다.

첫째, ESG 성과와 기업가치 간에는 정(+)¹의 관계가 존재함을 확인하였다. 이는 대부분의 선행연구와 일관적인 결과로, 기업의 ESG 활동이 자본시장에서 긍정적으로 인식되고 있으며 기업가치에 기여하는 무형자산으로 기능하고 있다는 실증적 근거를 제공한다.

둘째, ESG 등급과 기업가치 간의 관계는 기업이 지속가능경영보고서를 통해 ESG 정보를 제공할 때 더욱 강화되는 것으로 나타났다. 즉, 기업이 제공하는 ESG 정보가 ESG 등급과 기업가치 관계의 긍정적 조절변수로 작용하는 것이다. 특히 정보의 양(보고서의 단어 수나 페이지 수로 측정)이 많을수록 이러한 조절효과는 더욱 강하게 나타났다. 이는 지속가능경영보고서에 담긴 정보가 투자자의 기업가치 평가에 유용하게 활용됨을 의미한다.

셋째, 지속가능경영보고서를 추가적으로 공시한 경우, 자사 웹사이트에만 보고서를 공개한 경우에 비해 추가적인 정보가치가 존재하는지를 검토하였다. 그 결과, 유의한 차이는 발견되지 않았다. 일부 분석에서는 추가적인 공시가 오히려 가치 관련성을 약화시킨다는 결과가 나타나기도 했다. 이는 ESG 정보가 이미 공개된 상황에서, 보다 규제적 엄격성이 강한 채널을 통해 추가적으로 공시되었다는 사실에 투자자들이 추가적인 신뢰도나 가치를 부여하지 않음을 의미한다.

넷째, ESG에 대한 전망적 정보는 기업가치와 정(+)²의 관계를 가진다. 이는 투자자들이 전망적 정보를 기업의 ESG 실행 의지로 해석하기 때문으로 볼 수 있다. 반면, 규제적 엄격성이 높은 공시를 통해 전망적 ESG 정보가 제공되더라도 그 정보와 기업가치와의 관계를 추가적으로 강화하지는 않았다. 즉, 투자자들은 전망적 정보를 해석할 때, 해당 정보가 보다 공식적이고 법적 구속력이 강한 공시 방식을 통해 제공되었

는지 여부에 추가적인 가치를 두지 않는 것으로 보인다.

이러한 결과는 기업과 정책 입안자 모두에게 중요한 시사점을 제공한다. 기업의 경우, ESG 활동을 단순한 홍보 수단이 아닌 진정성 있는 경영 전략으로 수립하고 그 과정과 성과를 투자자에게 효과적으로 전달할 필요가 있다. 과거에는 지속가능경영보고서 발간 자체가 시장에서 긍정적으로 평가되었으나, 점차 정보의 양과 질, 그리고 ESG 경영 의지가 기업가치에 유의미한 영향을 미칠 것으로 기대된다. 따라서 기업은 자사의 특성에 부합하는 ESG 전략을 발굴·수립하고 이를 체계적으로 측정·관리하며, 신뢰할 수 있는 방식으로 그 내용을 이해관계자에게 전달하기 위한 노력을 하여야 할 것이다.

정책 입안자의 관점에서, 기업이 자사의 ESG 활동을 구체적으로 설명할 경우 ESG 등급의 가치 관련성이 강화된다는 본 연구의 결과는 ESG 공시 의무화의 정당성을 뒷받침하는 근거를 제공한다. 이러한 정당성에 기초할 때, ESG 공시 제도의 도입은 필요하며, 나아가 공시의 효익을 극대화하고 비용을 최소화하는 효율적인 제도를 설계할 필요가 있다. 또한 분석 결과 정보의 양이 가치 관련성을 높이는 것으로 나타난 만큼, 의미 있는 정보가 최대한 시장에 공유될 수 있도록 유도해야 한다. 반면, 정보 공유 채널의 규제적 엄격성이 추가적인 가치 관련성을 제공하지 않는다는 사실은 규제적 엄격성에만 의존한 제도의 설계는 한계를 지닐 수 있음을 시사한다.

이러한 맥락에서 ESG 공시 제도는 포괄적이고 유의미하며 정확한 내용을 포함함으로써, 내용의 충실성을 확보하는 방향으로 설계될 필요가 있다. 이를 위해 첫째, 공시 기준을 명확히 하고 세부사항에 대한 구체적 기준이나 가이드라인을 제시해야 한다. 예컨대, 기업이 무엇을 공시해야 하는지, 어떠한 방식으로 정보를 제시할 수 있는지에 대한 구체적인 예시를 제공함으로써 기업의 혼란을 줄여야 한다. 이 과정에서 국제 기준(예: ISSB, TCFD)과의 정합성을 유지하고 다른 규제 체계와의 중복을 최소화함으로써 기업의 이중 보고 부담을 완화하고, 동시에 정보의 비교가능성을 높여 투자자의 활용도를 높일 필요가 있다.

둘째, ESG 공시의 신뢰성 확보를 위해 제3자 검증 제도를 마련해야 한다. 공시된 내용이 사실에 부합하는지 검증되어야만 의미 있는 정보로서 기능할 수 있기 때문이다. 이를 위해 신뢰할 만한 역량을 갖춘 검증기관이 선제적으로 충분히 확보되어야 하며, ESG 검증 과정에 소요되는 시간과 비용 또한 제도 설계 단계에서 고려되어야 한다.

셋째, ESG 공시가 단순한 규제 준수에 그치지 않고 기업이 보다 충실하고 질적으로 우수한 공시를 수행하도록 유인 장치를 마련할 필요가 있다. 이를 위해 기업이 참고할 수 있는 모범사례를 주기적으로 발굴·공유하고, 우수 공시 기업에는 세제 혜택, 정책 금융 우대, 정부 발주사업 가점 부여 등 실질적 인센티브를 제공할 수 있을 것이다.

마지막으로, ESG 공시와 관련한 규제적 엄격성에 대해서는 신중한 검토가 필요하다. 해외 사례를 고려할 때, 국내에서 ESG 공시 제도가 도입될 경우 공시 방식은 자본시장법상 법정 공시와 거래소 공시의 두 가지 경로를 통해 제도화될 가능성이 높아 보인다.³⁾ 엄격한 규제는 정보의 신뢰성을 제고한다는 장점이 있으나, 동시에 의미 있는 정보 제공을 위축시킬 위험이 있다. 특히 기준이 충분히 명확하지 않은 상황에서는 불확실성에 대한 부담으로 인해 보수적이고 형식적인 공시에 그칠 가능성이 있다. 이러한 문제를 완화하기 위해서는 명확한 기준을 제시하는 한편, 제도 도입 초기의 불완전성을 감안하여 일정 기간 동안 시범 적용을 거치는 것이 바람직하다. 시범 적용은 단순한 제도 시행의 연기가 아니라 기업에게 학습과 적응의 기회를 제공하고 제도 운영 과정에서 드러나는 문제를 보완하며, 일시적으로 법적 책임을 완화함으로써 오류나 불완전한 정보를 신속히 정정할 수 있는 제도적 기반을 마련하는 데 그 목적이 있어야 한다.

아울러 기업이 통제하기 어렵거나 예측 불가능한 상황에 대해서는 고의나 중대한 과실이 없는 경우 법적·규제적 부담을 완화하는 방안이 필요하다. 또한 충분한 기반이 마련되지 않은 항목까지 일괄적으로 공시를 요구하기보다는, 준비가 필요한 항목(예: Scope 3 탄소배출)에 대해서는 유예 기간을 부여하는 것이 바람직하다. 이러한 제도적 여건이 마련될 때 기업은 보다 폭넓고 유용한 정보를 제공할 수 있으며, 그 결과 ESG 공시는 단순한 규제 준수를 넘어 시장의 정보 비대칭을 해소하고 나아가 장기적으로 기업가치를 제고하는 전략적 자산으로 자리매김할 수 있을 것이다.

3) 필자는 법률 전문가가 아니지만, 일반적으로 이해되는 바에 따르면 자본시장법상 공시는 거래소 공시에 비해 법적·규제적 엄격성이 강하다. 자본시장법상 공시는 사업보고서, 반기보고서, 분기보고서 등과 같은 법정 보고서를 통해 이루어지며, 법률에 근거한 강행 규정이라는 점에서 미공시나 허위공시 시 형사처벌이나 과징금 부과 등 강력한 제재가 뒤따른다. 반면, 거래소 공시는 한국거래소의 공시규정에 따라 이루어지며, 미공시나 지연공시가 발생할 경우 불성실공시법인 지정, 관리종목 지정, 제재금 부과 등 거래소 차원의 제재가 가해진다. 그러나 이러한 제재는 자본시장법상 공시에 비해 규제적 엄격성이 상대적으로 낮다고 평가된다.

〈참고문헌〉

- 서몽원, 이지윤, 박지영. (2025) ESG 공시가 기업가치에 미치는 영향: 공시 수준과 경로의 조절효과. *재무관리연구*. *재무관리연구*, 42(5):1-28.
- 이지연, & 윤병섭. (2024). 유가증권 상장제조기업의 ESG 활동이 기업가치에 미치는 영향: 자발적 IR 공시의 조절효과. *기업경영연구*, 31(1), 165-191.
- 정광화, & 최승욱. (2022). ESG 경영이 기업가치에 미치는 영향: 재무제표 비교가능성의 역할을 중심으로. *회계정보연구*, 40(1), 73-106.
- Bajic, S., & Yurtoglu, B. (2018). CSR, Market Value and Profitability: International Evidence. In *Research Handbook of Finance and Sustainability* (pp. 29-53). Edward Elgar Publishing.
- Chava, S. (2014). Environmental Externalities and Cost of Capital. *Management Science*, 60(9), 2223-2247.
- Chen, M. S., Chou, J. H., & Chen, Y. J. (2024). Media Attention, ESG Performance and Firm Value: Evidence from Taiwan. *International Review of Accounting, Banking and Finance*, 16(4).
- Clark, G. L., Feiner, A., & Viehs, M. (2015). From the Stockholder to the Stakeholder: How Sustainability Can Drive Financial Outperformance. *Available at SSRN 2508281*. Working Paper.
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting. *Accounting Review*, 86(1), 59-100.
- El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C. C. Y., & Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking and Finance*, 35(9), 2388-2406.
- Ferrell, A., Liang, H., & Renneboog, L. (2016). Socially Responsible Firms. *Journal of Financial Economics*, 122(3), 585-606.
- Fisher-Vanden, K., & Thorburn, K. S. (2011). Voluntary Corporate Environmental Initiatives and Shareholder Wealth. *Journal of Environmental Economics and Management*, 62(3), 430-445.
- Greening, D. W., & Turban, D. B. (2000). Corporate Social Performance As a Competitive Advantage in Attracting a Quality Workforce. *Business and Society*, 39(3), 254-280.

- Jo, H., & Harjoto, M. A. (2011). Corporate Governance and Firm Value: The Impact of Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 103(3), 351-383.
- Lins, K. V., Servaes, H., & Tamayo, A. (2017). Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility During the Financial Crisis. *Journal of Finance*, 72(4), 1785-1824.
- Plumlee, M., Brown, D., Hayes, R. M., & Marshall, R. S. (2015). Voluntary Environmental Disclosure Quality and Firm Value: Further Evidence. *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(4), 336-361.
- Whelan, T., Atz, U., Van Holt, T., & Clark, C. (2021). ESG and Financial Performance: Uncovering the Relationship by Aggregating Evidence from 1,000 Plus Studies Published between 2015-2020. *New York: NYU STERN Center for Sustainable Business*, 520-536.

2018년 생산성향상시설 투자세액공제 변화가 ESG활동에 미치는 영향에 대한 실증연구 : 로봇세에 대한 함의를 중심으로*

연구논단II

전홍민 | 성신여자대학교 경영학과 교수

안성희 | 가톨릭대학교 회계학과 교수

I. 서론

로봇세는 2017년 빌게이츠가 로봇에게도 세금을 부과해야 한다고 주장하면서 논의가 시작되었다. 로봇세는 로봇의 확산에 따른 비자발적 실업자 양산이라는 사회적 문제를 해결하기 위한 재원확보 방안으로 검토되었으나(Oberson 2017; Kovacev 2020), 과세의 형평성, 법인세와 로봇세의 이중과세 문제, 기업과 국가의 발전을 저해한다는 등의 이유로 도입을 반대하는 목소리도 높다(박훈 2020; Gasteiger and Prettner 2022). 로봇세에 대한 유럽과 미국의 찬반 논란이 지속되던 상황에서 우리나라 정부는 2017년 말 생산성향상시설 투자세액공제를 축소하였고, 이를 한국형 로봇세라고 자평하였다.¹⁾ 생산성향상시설 투자세액공제는 2017년까지 중소기업 7%, 중견기업 5%, 대기업 3%의 세제혜택을 제공하였으나, 2018년부터 세액공제율이 중견기업 3%, 대기업 1%로 축소되었는데, 당시 이를 한국형 로봇세의 시초라고 불렀다.²⁾ 황준성(2021)의 연구에서도 2017년 생산성향상시설 투자세액공제의 축소는 기계화 단계에서 부과할 수 있는 로봇세라고 주장하고 있으므로, 우리나라 정부가 생산성향상시설 투자세액공제 축소를 통해 로봇세 도입을 시도하였다는 점은 분명해 보인다.

* 본 연구는 “로봇세가 기업의 ESG성과에 미치는 영향에 대한 실증연구”에 대해 한국조세재정연구원과의 조세네트워크 연구 및 관련된 데이터를 발전하여 진행중인 연구이다.

1) [단독]한국형 로봇세 첫발 땀다...생산성향상시설 세액공제축소(서울경제, 2017. 08. 03)

2) 초기 단계의 한국형 로봇세 논의?(로봇신문, 2017.08.11.). (생략) 생산성향상시설 투자세액공제율 인하 방침에 대해 기획재정부 고위 관계자는 언론과의 인터뷰에서 “생산성 향상시설 투자세액공제를 축소하는 것은 자동화 시설에 대한 세제혜택을 줄이는 것으로, 초기 단계의 한국형 로봇세라 할 수 있다”고 말했다.

우리나라 정부의 로봇세 부과는 대(중견)기업의 ESG 성과를 증대시켰을 것으로 예상된다. 로봇세는 실업률 등의 사회적 문제와 관련되어 논의된 것으로 기업의 사회적 책임과 무관하지 않으며, 기업은 로봇세가 이중과세라는 논란이 있는 만큼 로봇세가 확대되는 것을 우려하기 때문에 사회적 책임 투자, 즉 ESG 투자를 적극적으로 수행했을 가능성이 존재한다. 또한 기업의 ESG 투자(성과)는 유리한 조건의 자금조달, 이해관계자에 대한 평판 개선 등의 효익을 가져올 뿐만 아니라, ESG 관련 세제혜택을 받아 로봇세로 증가된 법인세 부담을 완화하는 효과도 있기 때문이다. 이에 본 연구에서는 2018년부터 적용된 생산성향상시설 투자세액공제 축소로 인해 로봇세 부담이 증가된 대기업(중견기업)을 대상으로 세법개정 전후에 걸쳐 기업의 ESG 성과에 변화가 있었는지를 살펴본다.

본 연구는 생산성향상시설 투자세액공제 축소가 적용되기 전후 2년인 2016년부터 2019년까지를 대상으로 하며, 재무제표 및 ESG 성과 자료를 수집할 수 있는 2,626개 기업-연도를 대상으로 한다. 본 연구가설 검증을 위해 한국ESG기준원이 평가한 ESG 성과점수(*ESGSCORE*)를 종속변수로 설정하였으며(이창섭 등 2021; Bae et al. 2021; 양승희, 전홍민 2023), 추가적으로 ESG 항목별(환경, 사회, 지배구조)로 성과점수를 세분화하여 분석하였다. 또한 2018년 생산성향상시설 투자세액공제 축소에 직접적인 영향을 받는 대(중견)기업을 Treatment group으로, 중소기업을 Control group으로 구분하고, 각 그룹이 세액공제 전후에 ESG 성과에 미친 영향을 이중차분법(Difference in Difference)의 방법으로 분석하였다.

본 연구는 다음의 공헌점이 존재한다. 첫째, 본 연구는 로봇세의 효과를 실증적으로 연구한 첫 번째 연구이다. 그간 로봇세를 다룬 선행연구는 이론이나 저자의 주장 중심의 연구가 대부분이었다. 이에 반해 본 연구는 한국형 로봇세의 시초인 생산성향상시설 투자세액공제를 중심으로 로봇세의 효과를 실증적으로 입증하였다는 점에서 공헌점이 존재한다. 둘째, 그간 ESG 성과를 다룬 선행연구는 대부분 ESG 성과에 영향을 미치는 요인으로 기업의 특성 등에 초점을 두었다. 예를 들어, 이사회 의 성별 다양성(Dyck et al. 2023), CEO 보상(Ferrell et al. 2016), 재무적 제약(Hong et al. 2012), 기관투자자의 지분율(Chen et al. 2020) 등이 기업의 ESG 성과에 영향을 미친다는 것이다. 그러나 본 연구는 기업의 특성 외에 정부의 조세정책도 ESG 활동에 영향을 미칠 수 있다는 것을 검증하였다는 점에서 공헌점이 존재한다. 셋째, 기업소득

환류세제변화가 기업의 ESG성과에 미치는 영향에 대해서 연구한 Park et al. (2024)를 확장하여, 기업에 대한 개별조세변화가 기업레벨에서의 ESG성과에 미치는 영향을 향후 발생할 수 있는 로봇세의 관점에서 실증분석을 종합적으로 수행하였다는 점에서 본 연구는 추가적인 공헌점이 있을 수 있다고 판단된다.

II. 로봇세의 개요 및 가설설정

1. 생산성향상시설 투자세액공제의 개정 내용

생산성향상시설 투자세액공제는 공정개선 및 자동화시설, 공급망 관리시스템 설비, 고객관리 시스템 설비, 물류관리 정보시스템 설비, 지식관리시스템 등과 같은 생산성향상시설에 대한 기업의 투자를 촉진하여 기업의 생산성 향상과 경쟁력 제고를 위한 목적으로 1982년에 도입된 제도이다.³⁾ 이후 일몰 기한이 연장되는 과정에서 기술의 변화와 정부의 정책 방향을 반영하여 세액공제 대상이 되는 설비 및 세액공제율이 꾸준히 조정되어 왔다.

특히, 정부는 2017년 12월 조세특례제한법 제24조(생산성향상시설 투자 등에 대한 세액공제)를 개정하면서 대기업과 중견기업의 공제율을 처음으로 인하하였다. 대기업과 중견기업의 세액공제율은 2017년 전까지 3%~5%로 유지되다가, 2018년에 처음으로 각각 2%씩 인화된 것이다. 중소기업에 대한 세액공제율은 그대로 유지되었으나, 대기업과 중견기업에 대한 세액공제율만 축소되었으며, 2017년 기준으로 일반기업의 생산성향상시설 투자세액공제액은 약 3,568억원이며, 중소기업의 투자세액공제액은 약 214억원인 점을 감안하면,⁴⁾ 2018년부터 적용되는 투자세액 공제율 인하는 대기업 및 중견기업에 적지 않은 영향을 미쳤을 것으로 예상된다.

3) 상기 세액공제 대상이 되는 생산성향상시설은 2018년 말까지의 기준이며, 2019년부터는 설비투자가 정착되었다고 판단된 고객관리 시스템 설비, 물류관리 정보시스템 설비, 지식관리시스템 설비투자 등이 세액공제 대상에서 제외되었다.

4) TASIC, 국세통계포털.

〈Table 1〉 Changes in Tax Credit Rates for Investments in Productivity-Enhancing Facilities Around 2018

Category		1981. 12.31	1993. 12.31	1996. 12.30	1998. 12.28	2000. 12.29	2002. 12.11	2014. 3.14	2014. 12.23	2017. 12.19	2019. 12.31
Medium-sized enterprises (SMEs)		6%	5%	5%	5%	5%	7%	7%	7%	7%	7%
Large (Mid-sized)	Mid-sized		3%			3%	3%	5%	3%	3%	
	Large							3%	1%	1%	

2017년 말에 개정되고 2018년부터 시행된 생산성향상시설 투자세액공제의 축소는 자동화 기술 도입에 발생하는 비용을 높이는 방식의 간접적인 조치로서, 동 조세정책 시행 당시 정부 관계자는 이를 사실상의 로봇세라 해석하였다.⁵⁾ 당시 로봇세 도입에 대해 유럽과 미국에서 찬반 논란이 많았던 상황에서, 우리나라 정부는 생산성향상시설 투자세액공제를 축소하면서 한국형 로봇세라고 칭한 것이다. 이로 인해 생산성향상시설 투자세액공제의 축소는 한국형 로봇세의 시초라고 불렸다.⁶⁾

2. 로봇세에 대한 선행연구

로봇세에 대한 논의는 로봇의 확산에 따른 비자발적 실업자 양산이라는 사회적 문제를 해결하기 위해 시작되었다. 로봇은 인간이 할 수 없는 일을 대신함에 따른 부가가치 창출 효과와 생산성 향상 효과가 있지만, 실업률 증가라는 사회적 문제가 발생하므로 이를 해소하기 위한 재원확보 방안으로 검토된 것이 로봇세이다(Oberson 2017; Kovacev 2020). 2017년 2월 빌 게이츠가 “사람은 일을 하면 근로소득에 세금을 부과해 세수가 발생하나, 로봇은 일을 해도 세금이 부과되지 않으므로 로봇에도 세금을 부과해 세수 부족을 보충해야 한다.”고 주장하면서 로봇세 부과에 대한 논쟁이 시작되었다.⁷⁾ 반면, 미국의 경제학자 래리 서머스는 키오스크, 컴퓨터프로그램, 모바일 뱅킹 등도 인간의 일자리를 줄이는 데 기여했으나 이런 기술에는 과세하지 않아

5) 초기 단계의 한국형 로봇세 논의?(로봇신문, 2017.08.11.) (생략) 생산성향상시설 투자세액공제율 인하 방침에 대해 기획재정부 고위 관계자는 언론과의 인터뷰에서 “생산성 향상시설 투자세액공제를 축소하는 것은 자동화 시설에 대한 세제혜택을 줄이는 것으로, 초기 단계의 한국형 로봇세라 할 수 있다”고 말했다.

6) [단독]한국형 로봇세 첫발 땀...생산성향상시설 세액공제축소(서울경제, 2017. 08. 03)

7) 빌 게이츠 “로봇에게 세금” ... 로봇세 도입 논란(E동아, 2017.02.21)

형평성이 없고, 이미 법인세를 부담하므로 로봇세는 이중과세일 수 있으며, 자율주행차 등의 새로운 기술로부터 사람들이 혜택을 보므로 오히려 기술혁신에 보조금을 지급해야 한다고 주장하면서 논쟁이 격화되었다.⁸⁾⁹⁾

로봇세 도입에 긍정적인 견해를 보이는 측에서는 로봇이 노동을 대체함에 따라 발생하는 실업자를 지원하기 위한 자금을 로봇세로 마련하고, 기본소득제도의 재원으로 활용되어야 한다고 주장한다(강현구 2017; 홍범교 2018). Zhang(2019)은 미래에 로봇이 인간의 많은 역할을 대체함에 따라 예상하지 못한 충격을 체감하게 될 것이므로, 로봇세 도입을 조세 관점에서 바라보는 게 아니라 우리 사회의 복지, 공생, 지속가능성 측면에서 고민할 필요가 있다고 주장한다. 로봇세는 장기적으로 지속가능한 발전을 하면서도 실업자들의 재취업에 필요한 자금의 재원으로 적절하다는 것이다(나형중 2022).

이에 반해 로봇세에 부정적인 견해를 보이는 측에서는 로봇세가 1인당 생산량을 증가시킬 수 있지만 장기적으로는 경제성장에 긍정적인 영향을 미치지 못할 것이라고 주장한다(Gasteiger and Prettnner 2022). 박훈(2020)은 인공지능 관련 로봇세 도입은 로봇을 이용한 생산활동에 대해 세제 혜택을 줄 것인지, 아니면 로봇으로 일자리가 감소되는 부분에 세제상 불이익을 줄 것인지에 대한 선택의 문제라고 하며, 우리나라의 성장과 세계시장에서의 우위를 고려하면 로봇세는 바람직하지 않다고 주장하기도 하였다. 나형중(2022)은 로봇세 도입의 필요성에 대해 설문조사 하였는데, 실효성과 모호성, 형평성 문제 등의 문제로 로봇세에 반대한다는 응답이 많았다.

로봇세 도입에 대한 다양한 의견이 있으나 로봇세 도입 시 문제로 언급되는 것 중 하나는 로봇세의 범위가 모호하다는 것인데, 황준성(2021)은 Kurzweil(2005)에 따른 진화의 역사를 기초로 인공지능의 발달단계를 토대로 로봇세의 범위를 설정하였다. Kurzweil(2005)는 기술발전에 따른 진화의 역사를 1기에서 6기로 구분하고,¹⁰⁾

8) 래리 서머스 “빌 게이츠가 주장한 로봇세 반대”(한국경제, 2017. 03. 06)

9) 래리 서머스 외에도 보스턴 대학의 James Bessen, MIT 대학의 David Autor 등의 로봇세를 반대하였다.
[https://undark.org/article/five-questions-for-david-author\(2020.6.27\)](https://undark.org/article/five-questions-for-david-author(2020.6.27)),
<https://newatlas.com/eu-robot-law-proposal-passes-parliament/47971> (2020.6.27.)

10) 제1기는 원자구조가 독립적으로 정보를 저장, 표현하는 단계, 제2기는 생명이 탄생하여 정보를 DNA에 저장하는 단계, 제3기는 DNA의 진화에 의해 정보를 뇌와 신경계에 처리하고 저장하는 단계, 제4기는 기술의 진화로 자동 기계장치로 발전하여 정보의 정밀한 패턴을 감지하고 저장, 평가하는 단계, 제5기는 기술과 인간 지능이 융합되어 문제극복과 동시에 창조성의 극대화되는 단계, 제6기는 물질과 에너지를 재편하여 최적의 연산 수준을 달성하면서 우주로 확산하는 수준을 말한다.

이 중 제4기를 생산성향상 수준의 로봇단계, 5기는 인간의 지능을 넘어서는 로봇단계로 구분하였다. 제4기 수준에서 부과할 수 있는 로봇세는 기존에 생산성 향상 등의 사유로 제공되던 세액공제 혜택을 철회하는 방법을 로봇세의 한 형태로 보고 있다. 즉, 생산성향상시설 투자세액공제의 축소나 철회가 제4기에서 발생할 수 있는 로봇세라는 것이다. 5기 이후인 로봇이 인간의 지능을 넘어서는 단계가 되면 로봇도 개인과 같이 독립적인 인격체로서의 담세 능력을 인정하여 로봇세가 부과되어야 한다고 주장하였다.

상기 선행연구와 같이, 로봇세는 단순 세원 측면이 아니라 사회적 문제와 연결되어 논의됨을 알 수 있다. 또한 로봇세 도입에 대한 논쟁은 있으나, 로봇의 도입으로 인한 인간의 일자리 감소 등과 같은 사회적 문제가 발생할 수 있다는 것에는 이견이 거의 없는 것으로 보인다.

앞서 살펴봤듯이, 로봇세는 단순 세원 측면이 아니라 사회적 문제와 밀접하게 연결되어 있음을 알 수 있다. 정부가 로봇세의 시초라 불리는 생산성향상시설 투자세액공제를 축소했을 당시 이러한 사회적 문제에 대한 우려가 반영되어 있다고도 볼 수 있다. 이런 상황에서 기업에게 로봇세 확대는 부담으로 작용한다. 이에 로봇세 부과 대상 기업들은 로봇세가 확대되는 것을 견제하기 위해 적극적으로 ESG 투자를 확대하였을 것으로 보인다. 특히, 로봇세로 인해 자동화 시설에 대한 투자유인이 감소하면서 대체적인 생산투입요소인 노동과 협력사 등의 사회부문(S) 투자를 늘렸을 가능성도 존재하며, 이러한 ESG 투자는 ESG 성과를 증가시켰을 것으로 예상된다. 이에 본 연구에서는 2018년 이후 시행된 로봇세 부담이 대(중견)기업의 ESG 성과를 증가시켰는지를 살펴보고자 다음의 가설을 설정한다.

가설: 생산성향상시설 투자세액공제가 축소된 2018년 이후에 대(중견)기업의 ESG 성과는 증가하였을 것이다.

Ⅲ. 연구방법론

1. 기업의 ESG 성과의 측정

한국ESG기준원은 2003년부터 기업의 지배구조 수준을 평가하였으며, 2011년부터 환경 및 사회적 책임 항목을 추가하여 기업의 ESG 수준을 평가하고 있다.¹¹⁾ 환경 항목은 환경전략, 환경조직, 환경경영, 환경성, 이해관계자 대응 부문에 대해 평가되며, 사회적 책임 항목은 근로자, 협력사 및 경쟁사, 소비자, 지역사회 부문에 대해 평가된다. 지배구조 항목은 주주권리 보호, 이사회, 감사기구, 공시 부문에 대해 평가되며, 항목별 총점은 300점이다. 한국ESG기준원은 매년 중요성관점에서 다양한 자료를 기반으로 하여 상장기업의 ESG성과를 측정하고 있으며, 한국의 대표적인 연기금인 국민연금도 한국ESG기준원의 ESG성과를 ESG분석에 있어서 부정적 선별(Negative screening)의 한 기준으로 활용하고 있다. 즉, 재무적 성과가 좋은 기업이라고 할지라도 ESG성과가 지나치게 낮은 기업은 투자대상 풀(Pool)에서 제외하고 있다.

한국ESG기준원은 항목별 점수에 근거하여 S, A+, A, B+, B, C, D의 7개 등급으로 발표한다. 본 연구에서는 선행연구를 토대로 한국ESG기준원의 ESG 점수를 기업의 ESG 성과수준의 측정치로 사용했다(이창섭 등 2021; Bae et al. 2021; 양승희, 전홍민 2023). 본 연구에서는 해석의 편의를 위해, 각 ESG점수를 만점인 300점으로 나눈 비율점수를 본 연구의 종속변수인 ESG성과(*ESGSCORE*)로 활용하였으며, 추가분석에서 활용한 환경점수(*ESCORE*), 사회적 책임점수(*SCORE*), 기업지배구조점수(*GSCORE*)는 각각 100점을 나눈 비율점수를 추가적인 ESG 성과의 각 세부항목별 성과에 대한 대응변수로 활용하였다. 더불어 추가분석에서 활용한 사회적 책임 항목별 사회적 책임점수(*SCORE*)는 근로자(*S_Employee*), 협력사와 경쟁사(*S_Partner*), 소비자(*S_Consumer*), 지역사회(*S_Community*) 부문에 대해서 각각 만점인 100점을 나눈 비율점수를 각각 사회적 책임점수의 부문별 점수(Sub-component score)로 활용하였다.

11) 한국ESG기준원은 2022년 9월부터 개원 20주년을 맞이하여 한국기업지배구조원에서 ESG전반에 대한 평가를 효율적으로 수행하기 위한 목적에서 한국ESG기준원으로 사명변경을 하였다.

2. 연구모형

[연구모형 1]은 2018년 생산성향상시설 투자세액공제 축소에 직접적인 영향을 받는 대기업(중견기업)을 실험군(Treatment group)으로, 중소기업을 통제군(Control group)으로 구분하고, 각 그룹이 세액공제 전후에 ESG 성과에 미친 영향을 이중차분법(Difference in Difference) 방법으로 분석한다.¹²⁾ [연구모형 1]의 종속변수는 ESG 평가점수(*ESGSCORE*)이며, 주요 설명변수는 *TREAT*×*POST*이다. *TREAT*는 2018년 생산성향상 투자세액공제로 인해서 세액공제율이 2%씩 감소한 대기업(중견기업)이면 1, 아닌 중소기업이면 0인 더미변수이며, *POST*는 2017년 세법개정에 따라 생산성향상시설 투자세액공제율 축소가 적용된 2018년, 2019년이면 1, 아니면 0을 부여한 더미변수이다. 만약 연구가설대로 2018년의 생산성향상시설 투자세액공제의 감소로 인해서 대기업(중견기업)이 로봇에 투자하는 대신 이해관계자의 이익 개선을 위한 투자로 전환한다면 ESG 성과는 오히려 증가할 가능성이 있으며, 이 경우 β_1 은 유의한 양(+)으로 나타날 것이다.

[연구모형 2]는 로봇세 부담 증가로 인한 기업의 시설투자 감소가 ESG성과 중 어느 부분의 성과 개선으로 이어지는지를 환경점수(*ESCORE*), 사회적 책임점수(*SCORE*), 기업지배구조점수(*GSCORE*)로 각각 세분화하여 살펴본다.

[연구모형 1]

$$\begin{aligned}
 ESGSCORE_{it} = & \beta_0 + \beta_1 TREAT \times POST_i + \beta_2 TREAT_i + \beta_3 POST_i + \beta_4 LEV_{4it} + \beta_5 LNSIZE_{it} \\
 & + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 RND_{it} + \beta_8 AD_{it} + \beta_9 CASH_{it} + \beta_{10} LOSS_{it} \\
 & + \beta_{11} OISTD_{it} + \beta_{12} BIGN_{it} + \beta_{13} FO_{it} + \beta_{14} LNAGE_{it} + \beta_{15} COCEO_{it} \\
 & + \text{year dummies} + \text{industry dummies} + \varepsilon_{jt} \quad (1)
 \end{aligned}$$

12) 본 연구가설 검증을 위해서는 이중차분법(difference-in-difference test)이 가장 이상적인 분석방법으로 볼 수 있다. 왜냐하면, 본 연구설계에서는 실험군(Treatment group, 여기에서는 대기업(중견기업))과 통제군(control group, 여기서는 중소기업)이 존재하며, 2018년 이후 생산성향상시설 투자세액공제율이 중소기업은 7%로 전과 공제율로 같고, 대기업과 중견기업은 각각 1%, 3%로 전보다 2%씩 공제율이 감소하여 실험군에만 유의적인 영향을 미치기 때문이다.

[연구모형 2]

$$\begin{aligned}
 ESCORE, SSCORE, GSCORE_{it} = & \beta_0 + \beta_1 TREAT \times POST_i + \beta_2 TREAT_i + \\
 & \beta_3 POST_t + \beta_4 LEV_{4it} + \beta_5 LNSIZE_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 RND_{it} + \beta_8 AD_{it} + \\
 & \beta_9 CASH_{it} + \beta_{10} LOSS_{it} + \beta_{11} OISTD_{it} + \beta_{12} BIGN_{it} + \beta_{13} FO_{it} + \\
 & \beta_{14} LNAGE_{it} + \beta_{15} COCEO_{it} + \text{year dummies} + \text{industry dummies} \\
 & + \varepsilon_{jt}
 \end{aligned}
 \tag{2}$$

한편, 본 연구는 ESG 성과에 미칠 수 있는 요인들을 통제하기 위해 최근의 ESG 관련 선행연구를 기반으로 통제변수를 연구모형에 포함하였다(이창섭 등 2021; Bae et al. 2021; 양승희, 전홍민 2023; Jo et al. 2024; Park et al. 2024). 세부적으로 *LEV*는 부채비율, *LNSIZE*는 기업규모, *ROA*는 당기순이익률, *RND*는 연구개발비율, *AD*는 광고비비율, *CASH*는 현금성자산비율, *LOSS*는 손실여부, *OISTD*는 영업이익 변동성, *BIGN*은 빅4회계법인여부, *FO*는 외국인지분을, *LNAGE*는 기업연령, *COCEO*는 공동경영자 여부이다. 또한, 산업별 더미변수와 연도별 더미변수를 모형에 추가함으로써 산업 및 연도에 따른 영향을 통제하고자 하였다. 더불어 Peterson(2009)를 기반으로 하여 기업별에 대한 클러스터링(clustering)을 추가하였다. 본 연구모형에 대한 변수에 대한 보다 자세한 설명은 〈Appendix〉을 참조하기로 한다.

3. 표본의 선정 및 자료 수집

본 연구는 조세특례제한법상의 세액공제에 대한 변화를 실증 분석하기 위하여 2018년 생산성향상시설 투자세액공제 축소가 적용되기 전후 2년인 2016년부터 2019년까지(투자세액공제 축소 전: 2016년~2017년, 투자세액공제 축소: 2018년~2019년)의 재무제표 및 ESG 관련 정보의 수집이 가능한 국내상장기업을 대상으로 표본을 선정했다. 더불어 Treatment 기업군인 대기업(중견기업)과 Control 기업군인 중소기업을 구분하기 위해서 중소기업기본법에서 실제로 활용하는 구분기준인 자산총액 5,000억원을 기반으로 하여 대기업(중견기업), 중소기업을 구분하였다.¹³⁾ 본 연구의 표본은 기업회계기준의 일관성을 유지하고자 금융업을 제외한 결산일이

13) 중견기업 성장촉진 및 경쟁력 강화에 관한 특별법(이하 중견기업법)에 따라 중견기업은 자산총액 5,000억원 이상 기업으로 정의된다.

12월인 기업만을 선정하였다. 표본선정의 세부 기준은 다음과 같다.

- (1) 재무제표 관련 자료를 Kis-value 또는 Fn-guide에서 수집할 수 있는 기업
- (2) 한국ESG기준원(KCGS)으로부터 ESG점수가 측정된 기업
- (3) 비금융업이며 결산일이 12월인 기업
- (4) 장부가치가 음(-)이 값이 아닌 기업

위의 조건을 만족한 기업은 총 2,626개이며, 극단치(outlier)로 인한 측정오차를 감소시키기 위해 본 연구에서 활용되는 변수들은 1% 및 99% 수준에서 조정(winsorize)하였다.

IV. 실증분석 결과

1. 기술통계량

〈Table 2〉는 본 연구의 실증분석에 사용된 변수의 기술통계량을 나타낸다. 본 연구의 표본 중 2018년 생산성향상시설 투자세액공제의 변화에 영향을 받는 *TREAT*의 비율은 약 51.5%로 확인되었다. 더불어 *POST*에 해당하는 기업군은 약 49.7%로 나타났다. 기업의 ESG 성과수준을 나타내는 변수인 *ESGSCORE*의 평균값과 중위수는 각각 0.266, 0.247이다. ESG성과내역을 보다 구체적으로 살펴보면, ESG성과를 구성하는 점수인 환경점수(*ESCORE*), 사회적 책임점수(*SSCORE*), 기업지배구조점수(*GSCORE*)의 평균(중위수)는 각각 0.274(0.300), 0.261(0.210) 그리고 0.262(0.250)로 나타났다. 더불어 추가분석에서 활용된 사회적 책임점수의 세부내역의 경우 평균을 보았을 때, 근로자부문(*S_Employee*)이 0.340으로 가장 높게 나타났으며, 지역사회부문(*S_Community*)이 0.161로 가장 낮게 나타났다. 이러한 부분은 많은 기업들이 생산성 향상에 직접적인 영향을 미칠 수 있는 근로자에 대한 투자를 더욱 높이하고 있음을 의미한다. 통제변수 중 *LEV*(부채비율), *LNSIZE*(기업규모), *ROA*(총자산수익률), *RND*(연구개발비비율), *ADV*(광고비비율), *CASHR*(현금성자산), *LOSS*(손실여부), *OISTD*(영업이익 변동성), *BIGN*(빅4회계법인여부), *FS*(외국인투자자지분율), *LNAGE*(기업연령), *COCEO*(공동경영자여부)등은 일반적으로 선행연구와 비슷한 평

균 및 표준편차를 나타내고 있다(양승희, 전홍민 2023; 이창섭 등 2021; Jo et al. 2024). 추가적으로 본 연구의 추가분석에서 활용된 기부금의 자연로그값(LNDON)의 평균은 6.915로 나타났으며, 총자산 대비 유형자산(PPE)의 평균비율은 0.153으로 나타났다.

〈Table 2〉 Descriptive Statistics

Variable	No. of Obs.	Mean	Std.	Min	25%	Median	75%	Max
<i>ESGSCORE</i>	2,626	0.266	0.126	0.090	0.173	0.247	0.323	0.693
<i>TREAT</i>	2,626	0.515	0.499	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
<i>POST</i>	2,626	0.497	0.500	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
<i>ESSCORE</i>	2,626	0.274	0.223	0.000	0.030	0.300	0.420	0.830
<i>SSCORE</i>	2,626	0.261	0.174	0.060	0.140	0.210	0.320	0.830
<i>GSCORE</i>	2,626	0.262	0.082	0.110	0.210	0.250	0.300	0.570
<i>S_Employee</i>	2,626	0.340	0.165	0.000	0.223	0.300	0.408	0.931
<i>S_Partners</i>	2,626	0.211	0.264	0.000	0.000	0.095	0.345	1.000
<i>S_Consumer</i>	2,626	0.300	0.243	0.000	0.100	0.283	0.417	1.000
<i>S_Community</i>	2,626	0.161	0.228	0.000	0.000	0.065	0.240	1.000
<i>LEV</i>	2,626	1.043	1.123	0.063	0.351	0.728	1.325	7.795
<i>LNSIZE</i>	2,626	27.244	1.509	24.440	26.187	26.990	28.014	31.603
<i>ROA</i>	2,626	0.031	0.060	-0.232	0.008	0.030	0.058	0.216
<i>RND</i>	2,626	0.013	0.028	0.000	0.000	0.001	0.010	0.148
<i>AD</i>	2,626	0.010	0.020	0.000	0.000	0.001	0.010	0.111
<i>CASH</i>	2,626	0.083	0.071	0.001	0.033	0.064	0.110	0.340
<i>LOSS</i>	2,626	0.174	0.380	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>OIVOL</i>	2,626	0.036	0.048	0.003	0.013	0.023	0.040	0.391
<i>BIGN</i>	2,626	0.663	0.473	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
<i>FO</i>	2,626	0.119	0.133	0.000	0.025	0.068	0.169	0.603
<i>LNAGE</i>	2,626	3.585	0.571	2.069	3.178	3.783	3.988	4.510
<i>COCEO</i>	2,626	0.323	0.468	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
<i>LNDON</i>	2,626	6.915	3.087	0.000	6.778	7.894	8.723	10.685
<i>PPE</i>	2,626	0.153	0.136	0.000	0.045	0.120	0.226	0.946

- 1) See 〈Appendix〉 for detailed descriptions of the variables.
- 2) This table shows summary descriptive statistics of main variables.

2. 실증분석결과

〈Table 3〉에서는 본 연구가설을 검증하기 위한 실증분석 결과를 나타낸다. 열(1)은 통제변수를 포함하지 않고, Treat 기업군이 2018년 생산성향상시설 투자세액공제율의 변화를 중심으로 한 세금정책변화 후에 Control 기업군보다 ESG성과가 변화하는지 살펴본 결과이다. 분석결과, Treat 기업군이 세금정책변화 후에 Control 기업군보다 ESG성과가 더욱 증가하는 것으로 나타났다. 열(2)는 통제변수를 추가한 실증결과를 나타내고 있는데, 실증분석 결과, $TREAT \times POST$ 의 계수 값은 0.014(t 값=2.070)으로 5% 수준에서 유의한 값을 나타내고 있다. 이러한 결과는 열(3)에 보고한 기업별 클러스터링 분석을 추가한 분석에서도 일관되게 관찰되었다. 본 연구의 가설에서 예측한 바와 같이, 2018년 생산성향상시설 투자세액공제 변화 후에 대기업(중견)기업이 중소기업보다 ESG성과에 더욱 매진하여 더욱 높은 ESG성과가 향상되었음을 본 분석을 통해서 확인할 수 있다. 최근 기업들이 직면하고 있는 자동화와 ESG성과라는 시대적 화두하에서, 로봇세가 부과된 기업들은 기업의 사회적 책임을 자발적으로 이행하여 로봇세가 장기적으로 확대되는 것을 견제하면서도 이해관계자에 대한 평판과 ESG성과를 높이는 방향의 투자를 했다고 해석할 수 있다.¹⁴⁾ 이러한 실증결과는 기업이 세금정책변화라는 외부적 충격에 대응해서 전략적으로 사회적 성과를 증가시키는 것이고, 이는 이해관계자이론(Stakeholder theory)을 지지하는 실증결과로도 해석가능하다.

〈Table 3〉 Robot Taxes and ESG Performance

VARIABLES	(1) <i>ESGSCORE</i>	(2) <i>ESGSCORE</i>	(3) <i>ESGSCORE</i>
<i>TREAT</i> × <i>POST</i>	0.016** [1.999]	0.014** [2.070]	0.014*** [2.617]
<i>TREAT</i>	0.116*** [19.280]	-0.016** [-2.392]	-0.016* [-1.718]
<i>POST</i>	-0.037*** [-5.268]	-0.039*** [-6.485]	-0.039*** [-6.868]
<i>LEV</i>		-0.000	-0.000

14) 세액공제를 받기 위해서 본 표본에 대해서 해당 연도에 흑자를 나타낸 기업만을 대상으로 본 분석을 수행한 결과도 질적으로 일관된 실증결과를 보고하였다.

VARIABLES	(1) ESGSCORE	(2) ESGSCORE	(3) ESGSCORE
<i>LNSIZE</i>		[-0.223] 0.057***	[-0.130] 0.057***
<i>ROA</i>		[26.283] -0.038	[13.495] -0.038
<i>RND</i>		[-0.951] 0.152*	[-0.880] 0.152
<i>AD</i>		[1.882] -0.081	[1.213] -0.081
<i>CASH</i>		[-0.758] -0.049*	[-0.464] -0.049
<i>LOSS</i>		[-1.750] -0.001	[-1.242] -0.001
<i>OIVOL</i>		[-0.096] 0.006	[-0.084] 0.006
<i>BIGN</i>		[0.147] 0.016***	[0.095] 0.016***
<i>FO</i>		[3.655] -0.012	[2.681] -0.012
<i>LNAGE</i>		[-0.660] 0.001	[-0.381] 0.001
<i>COCEO</i>		[0.347] -0.007*	[0.204] -0.007
<i>Constant</i>	0.165*** [2.758]	-1.359*** [-17.702]	-1.359*** [-12.139]
Firm Cluster	No	No	Yes
Year Fixed	Yes	Yes	Yes
Industry Fixed	Yes	Yes	Yes
Observations	2,626	2,626	2,626
R-squared	0.346	0.524	0.524

- 1) This table reports the regression results of estimating Equation (1).
- 2) See <Appendix> for detailed descriptions of the variables. ***, **, * indicate the significance level at the 1%, 5%, and 10% level, respectively.

<Table 4>는 종속변수로 ESG성과의 세 가지 구성요소인 환경, 사회, 그리고 기업 지배구조 점수를 사용하여 수행한 다중회귀분석 결과를 각각 보고하였다. 분석 결과, $TREAT \times POST$ 의 계수 값은 환경성과는 유의하지 않은 결과 $-0.005(t값=-0.561)$,

사회성과는 유의한 정의 값 0.071(t 값=6.819) 그리고 기업지배구조성과는 유의한 부의 값 -0.023(t 값=-5.189)로 오히려 유의하게 하락한 것으로 관찰될 수 있었다. 이는 대기업(중견기업)이 ESG성과 중 사회부문(S) 성과에 매진하였음을 나타내며, 이는 로봇세 부담으로 인해 자동화에 대한 투자보다는 오히려 근로자 및 다양한 이해관계자인 공급자, 소비자, 지역사회 등의 요구에 부응하는 사회적 성과를 어느 정도 수행하였음을 본 분석을 통해서 확인할 수 있다. 이는 로봇의 확대가 실업률 등의 사회적 문제와 연계되어 있기 때문에 기업 역시 ESG 부문 중 사회부문(S)에 더 집중하여 투자한 것으로 판단된다. 하지만 로봇세가 부과되었을 때 사회적 성과 중 구체적으로 어떠한 이해관계자에 더욱 성과를 내는 지는 다음의 절에서 추가적으로 분석을 수행하기로 한다.

〈Table 4〉 Robot Taxes and Each ESG Performance(EScore, Score and Gscore)

VARIABLES	(1) <i>ESCORE</i>	(2) <i>SSCORE</i>	(3) <i>GSCORE</i>
<i>TREAT</i> × <i>POST</i>	-0.005 [-0.561]	0.071*** [6.819]	-0.023*** [-5.189]
<i>TREAT</i>	-0.018 [-0.993]	0.003 [0.279]	-0.033*** [-4.356]
<i>POST</i>	-0.079*** [-9.316]	-0.094*** [-7.604]	0.055*** [12.672]
<i>LEV</i>	-0.004 [-0.705]	0.004 [1.035]	-0.001 [-0.270]
<i>LNSIZE</i>	0.081*** [10.951]	0.066*** [13.721]	0.023*** [6.634]
<i>ROA</i>	-0.157* [-1.850]	0.028 [0.439]	0.004 [0.109]
<i>RND</i>	0.183 [0.764]	0.232 [1.353]	0.046 [0.530]
<i>AD</i>	-0.819*** [-2.606]	0.590** [2.375]	-0.030 [-0.227]
<i>CASH</i>	-0.047 [-0.576]	-0.087* [-1.762]	-0.015 [-0.574]
<i>LOSS</i>	0.008 [0.617]	-0.000 [-0.015]	-0.010* [-1.844]
<i>OIVOL</i>	0.080	-0.026	-0.045

VARIABLES	(1) <i>ESCORE</i>	(2) <i>SSCORE</i>	(3) <i>GSCORE</i>
	[0.569]	[-0.342]	[-1.318]
<i>BIGN</i>	0.018	0.009	0.019***
	[1.522]	[1.277]	[4.530]
<i>FO</i>	-0.027	-0.019	0.013
	[-0.458]	[-0.573]	[0.560]
<i>LNAGE</i>	0.015	-0.001	-0.011***
	[1.411]	[-0.150]	[-2.829]
<i>COCEO</i>	0.001	-0.018**	-0.004
	[0.095]	[-2.459]	[-0.842]
<i>Constant</i>	-2.120***	-1.579***	-0.358***
	[-10.813]	[-12.232]	[-3.846]
Firm Cluster	Yes	Yes	Yes
Year Fixed	Yes	Yes	Yes
Industry Fixed	Yes	Yes	Yes
Observations	2,626	2,626	2,626
R-squared	0.537	0.342	0.348

- 1) This table reports the regression results of estimating Equation (1).
- 2) See <Appendix> for detailed descriptions of the variables. ***, **, * indicate the significance level at the 1%, 5%, and 10% level, respectively.

<Table 5>은 앞서 언급하였던 ESG성과의 세 구성요소 중 유의한 정(+)의 값을 나타낸 사회적 성과와 관련하여 구체적으로 로봇세가 부과되었을 때에 어떠한 세부성과에 유의한 영향을 미치는 지에 대해서 추가분석을 수행하였다. 사회적 성과를 근로자(*S_Employee*), 협력사(*S_Partners*), 소비자(*S_Consumer*), 지역사회부문(*S_Community*)으로 각각 구분하고, 앞서 분석하였던 대로 Treat 기업군이 세금정책변화 후에 Control 기업군보다 사회적 성과의 세부성과가 어떻게 변화하는지 살펴본 결과, 근로자(t값=1.940)와 협력사 부분(t값=2.645)이 유의한 정(+)의 값을 나타내는 것으로 보고되었다. 이러한 결과는 로봇자동화 시설에 대한 투자유인이 적어짐에 따라, 해당 Treat 기업군이 Control 기업군보다 오히려 근로자에 대한 투자를 더욱 증가시켰음을 의미하며, 더불어 최근 들어 공급망에 대한 관심이 커짐에 따라, 협력사에 대한 투자도 더욱 증가시켰음을 의미한다. 하지만 소비자부문은 유의하지 않은 실증결과를 나타내고, 지역사회부문은 오히려 부(-)의 유의한 관계(t값=-4.612)를 나타낸 것으로 보고되어 단기적으로 매출증대 및 직접적인 재무성과와 연결되기 힘든 지

역사회부문에 대한 투자는 오히려 감소시킨 것으로 나타났다. 이러한 결과는 로봇자동화에 대한 로봇세 변화로 인해서 로봇 자동화시설에 대한 직접 투자유인이 저하된 상황에서 Treat 기업군이 전략적으로 해당 투자금을 활용하는 것으로 해석할 수 있으며, 결국 생산에 필요한 자동화시설 투자에 대한 유인이 감소하면서 대체적인 생산투입요소인 근로자와 협력사에 대한 투자를 더 늘리는 것으로 해석할 수 있다. 더욱이, 2017년 세법개정 당시 생산성향상시설 투자세액공제의 축소와 더불어 고용증대와 관련된 세제혜택이 확대된 바, 로봇세 부담으로 인해 증가된 세금을 감소시키기 위해 근로자와 협력사와 관련된 활동을 늘린 것으로도 해석될 수 있을 것으로 보인다.

〈Table 5〉 Robot Taxes and Sub component of Social Score

VARIABLES	(1) <i>S_Employee</i>	(2) <i>S_Partners</i>	(3) <i>S_Consumer</i>	(4) <i>S_Community</i>
<i>TREAT</i> × <i>POST</i>	0.015* [1.940]	0.029*** [2.645]	-0.020 [-1.199]	-0.047*** [-4.612]
<i>TREAT</i>	-0.033*** [-2.687]	-0.027 [-1.324]	-0.064*** [-3.628]	-0.103*** [-6.854]
<i>POST</i>	-0.066*** [-8.858]	-0.052*** [-4.705]	-0.103*** [-7.238]	0.024** [2.001]
<i>Control Variable Included</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>	-1.842*** [-13.904]	-3.303*** [-16.394]	-1.929*** [-8.952]	-3.135*** [-16.293]
Firm Cluster	Yes	Yes	Yes	Yes
Year Fixed	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Fixed	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	2,626	2,626	2,626	2,626
R-squared	0.500	0.554	0.303	0.549

- 1) This table shows the impact of robot taxes on firms' sub component of social scores.
- 2) See 〈Appendix〉 for detailed descriptions of the variables. ***, **, * indicate the significance level at the 1%, 5%, and 10% level, respectively.
level at the 1%, 5%, and 10% level, respectively.

V. 결론

본 연구는 로봇세 부과가 기업의 ESG 성과에 미친 영향을 분석한다. 2018년부터 적용된 생산성향상시설 투자세액공제 축소를 로봇세로 가정하였으며, 2018년 이후 생산성향상시설 투자세액공제율이 감소된 대기업(중견기업)이 해당 세액공제율의 변화가 없던 중소기업에 비해 ESG 성과가 증가했는지를 살펴보았다.

본 연구의 표본기간은 생산성향상시설 투자세액공제의 세법 개정안이 시행된 2018년 초 전후 2년인 2016년부터 2019년까지를 대상으로 하며, 재무제표 및 ESG 성과 자료를 수집할 수 있는 2,626개 기업-연도를 대상으로 한다. 본 연구는 생산성향상시설 투자세액공제 축소 대상인 대(중견)기업을 Treatment group으로, 중소기업을 Control group으로 구분한 후 세액공제 전후에 ESG 성과에 미친 영향을 이중차분법(Difference in Difference) 방법으로 분석하였다. 본 연구의 종속변수인 ESG 성과는 한국ESG기준원이 평가한 ESG 성과점수를 이용하였다.

본 연구의 결과는 다음과 같다. 첫째, 생산성향상시설 투자세액공제가 축소된 대(중견)기업은 2018년 이후 ESG 성과가 향상된 것으로 나타났다. 즉, 로봇세가 부과된 기업들은 기업의 사회적 책임을 적극적으로 수행하였다는 것이다. 이는 대(중견)기업들이 로봇세의 확대를 견제하고자 하는 목적과 동시에 ESG 성과를 높이는 방향의 투자를 한 것으로 해석된다. 둘째, ESG 성과를 환경, 사회, 지배구조로 세분화하여 회귀분석을 수행한 결과, 대(중견)기업은 사회부문(S)의 성과를 증가시킨 것으로 나타났다. 이는 로봇으로 인한 사회적 문제가 고용에 연계되어 있으므로 기업 역시 ESG 부문 중 사회부문(S)에 더 집중하여 투자한 것으로 판단된다. 셋째, 사회부문(S) 성과를 근로자, 협력사, 소비자, 지역사회부문으로 구분하여 회귀분석을 수행한 결과, 대(중견)기업은 근로자와 협력사에 대한 성과를 증가시킨 것으로 나타난다. 이는 로봇세 부과로 자동화 시설에 대한 투자유인이 감소한 상황에서 대체적인 생산투입요소인 근로자와 협력사에 대한 투자를 더 늘림과 동시에 2017년 세법개정 당시 확대된 고용증대 관련 세제 혜택을 늘리는 방향의 투자를 했다고 해석된다.

본 연구는 다음의 측면에서 선행연구 대비 공헌점과 차별점이 존재한다. 첫째, 현재까지 로봇세를 다룬 선행연구는 이론 중심의 연구가 대부분이었으나, 본 연구는 생산성향상시설 투자세액공제를 토대로 연구설계를 수행함으로써 로봇세의 효과를 실증

적으로 연구하였다는 점에서 선행연구 대비 차별점이 존재한다. 둘째, ESG 성과를 다룬 선행연구는 대부분 ESG 성과에 영향을 미치는 요인으로 기업의 특성 등에 초점을 두었으나, 본 연구는 정부의 조세정책도 기업의 ESG 활동에 영향을 미칠 수 있다는 것을 검증하였다는 점에서 선행연구의 외연을 확장하였다고 볼 수 있다. 마지막으로, 본 연구에서는 기업의 ESG 활동이 순수한 동기뿐만 아니라, 조세정책 등의 외부의 세무환경변화도 ESG 활동에 전략적인 영향을 미칠 수 있음을 검증하였다. 이는 미래 시대에 발생할 수 있는 사회적 문제 해결을 위한 기업의 투자를 독려할 수 있는 방안 중 하나로 조세정책이 활용될 수도 있다는 것을 입증하였다는 점에서 정책적 시사점이 존재한다.

〈Appendix〉 Variable Definition

<i>ESGSCORE</i>	ESG rating score provided by Korean Institute of Corporate Governance and Sustainability(KCGS), divided by total score (300).
<i>Treat</i>	An indicator variable that equals one if a firm's total asset in the year is greater than 500 billion KRW [Large corporation and Mid-sized corporation] and otherwise zero.
<i>POST</i>	An indicator variable that equals one for the post-reform-enactment years (2018–2019) and otherwise zero.
<i>ESCORE</i>	Environmental Performance rating based on impact on climate change, use of natural resources, level of clean production, amount of green marketing, production of environment-friendly goods, divided by total environmental score (100).
<i>SSCORE</i>	Corporate social rating score based on human capital, product liability, business ethics, job security, employees' working conditions, level of sustainable management practice, relationship with labor union, divided by total social score (100).
<i>GSCORE</i>	Corporate governance rating score based on board structure, auditing quality, shareholder rights disclosure, degree of investor protection, extent of information disclosure, managerial compensation, distribution policies' healthiness, divided by total governance score (100).
<i>S_Employee</i>	Sub component of social score of employee score divided by total perfect score (100)
<i>S_Partners</i>	Sub component of social score of partners and competitors score divided by total perfect score (100)
<i>S_Consumer</i>	Sub component of social score of consumer score divided by total perfect score (100)
<i>S_Community</i>	Sub component of social score of community score divided by total perfect score (100)
<i>LEV</i>	Leverage ratio calculated by total debt divided by total equity.
<i>LNSIZE</i>	The natural logarithm of total assets.
<i>ROA</i>	Return on assets, calculated by net income divided by total assets.
<i>RND</i>	Research and development expense divided by total sales.
<i>AD</i>	Advertising expense divided by total sales.
<i>CASH</i>	Cash and cash equivalents divided by total assets.
<i>LOSS</i>	Indicator variable if the firm reports loss then coded as one, otherwise zero.
<i>OIVOL</i>	Operating income volatility which is calculated by standard deviation of operating incomes for five years including current year (From Year-4 to Year).
<i>BIGN</i>	If the firm is audited by Big N audit firms which are PWC, Deloitte, KPMG and E&Y, then coded as one, and zero otherwise.
<i>COCEO</i>	If the firm has multiple CEO, then coded as one, otherwise zero.
<i>FO</i>	Foreign ownership ratio.
<i>LNAGE</i>	The natural logarithm of firm age.
<i>LNDON</i>	Natural logarithm value of Corporate Donation
<i>PPE</i>	Property, plant, equipment ratio(=Property, plant, equipment divided by total assets)
<i>Industry Dummies</i>	Industry-specific dummy variables based on medium categories of the Korean Standard Industrial Classification (KSIC)
<i>Year Dummies</i>	Year dummy variables.

〈참고문헌〉

- 강현구. 2017. 4차 산업혁명시대 금융산업의 대응방향 - 법적 이슈와 조세제도 변화에 대한 대응을 중심으로. *한국지방세학회 춘계학술대회* 5월: 32 - 51.
- 나형중. 2022. 미래세대를 위한 로봇세 도입에 대한 고찰. *국제회계연구* 105: 123-141.
- 박훈. 2020. 4차 산업 혁명을 고려한 세정 및 세제의 개선방안 - 인공지능 및 빅데이터를 중심으로. *조세와법* 13 (1): 97-125.
- 양승희, 전홍민, 2023, ESG리딩기업과 ESG성과: 재벌기업을 중심으로, *회계학연구* 48 (1): 1-35.
- 이창섭, 정아름, 전홍민. 2021. ESG 결정요인 및 기업가치에 관한연구: 경제정책 불확실성과 영업이익 변동성을 중심으로, *회계학연구* 46 (6): 115-139.
- 황준성. 2021. 4차 산업혁명에 따른 생산구조의 변화와 조세정책 : 로봇세의 도입. *세무회계연구* 67: 153-173.
- 홍범교. 2018. 로봇세: 현재, 미래 그리고 그 이후. *재정포럼* 5월호: 6-26.
- Bae, J.C., Yang, X., & Kim, M. I. 2021. ESG and stock price crash risk: Role of financial constraint, *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 50: 556-581.
- Chen, T., Dong, H., and Lin, C. 2020. Institutional shareholders and corporate social responsibility. *Journal of Financial Economics* 135 (2): 483-504.
- Delvaux, M. 2017. Report with recommendations to the commission on civil law rules on robotics. European Parliament Committee on Legal Affairs, Brussels.
- Dyck, I. J., Lins, K. V., Roth, L., Towner, M., and H. F. Wagner. 2023. Renewable governance: Good for the environment? *Journal of Accounting Research* 61 (1): 279-327.
- Ferrell, A., Liang, H., and L. Renneboog. 2016. Socially responsible firms. *Journal of Financial Economics* 122 (3): 585-606.
- Gasteiger, E. and K. Prettnner. 2022. Automation, stagnation, and the implications of a robot tax. *Macroeconomic Dynamics* 26 (1): 218-249.
- Hong, H., Kubik, J. D., and J. A. Scheinkman. 2012. Financial constraints on corporate goodness. *National Bureau of Economic Research*.
- Kim, C. H., K. Amaeshi, S. Harris, and C. J. Suh. 2013. CSR and the national institutional context: The case of South Korea. *Journal of Business Research* 66 (12): 2581-2591.

- Kovacev, R. 2020. A taxing dilemma: Robot taxes and the challenges of effective taxation of AI, automation and robotics in the fourth industrial revolution. *The Ohio State Technology Law Journal* 16: 182 - 217.
- Kurzweil, 2005, *The Singularity Is Near : When Humans Transcend Biology*.
- Oberson. 2017. Taxing robots? From the emergence of an electronic ability to pay to a tax on robots or the use of robots. *World Tax Journal* May: 247 - 261.
- Park, H. J., J. Y. Lee, and J. W. Shin. 2024. How does taxation affect Corporate Social Responsibility? Evidence from a korean tax reform. *Journal of Business Ethics* 192: 745-774.
- Petersen, M. A. 2009. Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *The Review of Financial Studies* 22(1): 435-480.
- Schwab, K. 2019. The global competitiveness report 2019. *World Economic Forum*.
- Seifert, B., S. A. Morris, and B. R. Bartkus. 2004. Having, giving, and getting: slack resources, corporate philanthropy, and firm financial performance. *Business and Society* 43 (2): 135-161.
- Jo, H., H. Chun. and H. Song. 2024. Shared Governance and ESG Rating: Evidence from Korea. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. Forthcoming.
- Waddock, S. A. and S. B. Graves. 1997. The corporate social performance- financial performance link. *Strategic Management Journal* 18 (4): 303-319.
- Zhang, P. 2019. Automation, wage inequality and implications of a robot tax. *International Review of Economics & Finance* 59: 500 - 509.

한국형 스투어드십 코드 도입 전후 국민연금 의결권 행사 분석

연구논단Ⅲ

박상인 | 서울대학교 행정대학원 교수

이시은 | 서울대학교 행정대학원 박사과정 연구생

I. 서론

2008년 ‘리먼 브라더스’ 사태로 촉발된 세계 금융위기 이후에, 세계 각국은 자본시장 내 기관투자자의 책임 있는 투자 행동과 수탁자 책임의 원칙을 부여하는 스투어드십 코드(Stewardship code)를 제정하였으며, 한국 금융당국도 2016년 한국형 스투어드십 코드를 도입하기로 결정하였다. 이에 따라, 국내 자본시장에서 가장 영향력 있는 기관투자자인 국민연금은 학계 및 여론의 수렴 과정을 거쳐서 2018년 7월 스투어드십 코드 도입을 공식화하였다.

한국 자본시장은 코리아 디스카운트(Korea Discount)라는 고질적인 문제를 안고 있다. 이런 부정적인 평가는 내부자 중심의 경영, 낮은 배당 성향, 대주주의 사익 편취 및 이에 대한 견제가 미흡한 상황 등 취약한 기업지배구조에서 기인하는 바가 크다.¹⁾ 국민연금은 자산 운용액 기준으로 세계 3대 연기금 중 하나로 손꼽히며 국내 주식시장에서 막대한 영향력을 행사하는 최대 기관투자자이다. 그러나 국민연금이 기업들의 경영활동에 대하여 주주권 행사에 소극적이거나 대주주를 위한 ‘거수기’로서 역할 수행에 그친다는 비판을 받아왔다. 따라서 국민연금의 스투어드십 코드 도입이 코리아 디스카운트 해소에 기여할 것이라는 기대가 있었다.

본 연구는 이러한 제도적 변화가 국민연금의 주주권 행사에 실질적인 영향을 미쳤는가를 분석하고자 한다. 한국형 스투어드십 코드 도입 이후 국민연금은 의결권 행사

1) 박상인. (2025). (코스피 5000 시대를 위한) 기업 밸류업. 세창미디어.

를 확대하고 ESG 요소를 고려하는 책임투자 원칙을 강화하겠다고 발표하였다. 그러나 스투어드십 코드 도입 이후 주주권 행사 양상이 도입 이전 시기와 비교했을 때 유의미한 차이가 나타나지 않는다면, 제도 도입의 의미는 퇴색할 수 있다. 이 글에서는 한국형 스투어드십 코드 도입 전후 국민연금의 의결권 행사와 관련한 주주총회 투표 행태를 검토하고, 해당 제도가 국민연금의 주주권 행사 활동에 있어서 어떠한 변화를 가져왔는지 살펴보고자 한다.

Ⅱ. 스투어드십 코드와 국민연금 책임투자

스튜어드십 코드는 기관투자자가 고객이나 수익자의 자산을 관리하는 ‘수탁자’로서 부여받은 책임을 성실하게 이행하기 위하여 지켜야 할 원칙이다. 이는 기관투자자가 단순하게 기업의 단기적인 성과에만 초점을 맞추는 것에 그치지 않고 해당 기업에 대한 적극적인 관여(engagement)를 통하여 장기적인 기업 가치를 제고하는 데 역할을 수행할 것을 주문한다.

2008년 세계 금융위기 당시 각국 금융당국은 복잡한 파생상품과 같은 금융상품의 문제뿐만 아니라, 기관투자자의 도덕적 해이와 단기 성과 중심의 행태로 인하여 부정적인 영향을 끼쳤다고 판단하였다. 이에 따라 기관투자자의 활동 기준을 수립할 필요성에 대한 공감대가 형성되었다. 이러한 결과로 2010년 영국에서 처음 스투어드십 코드를 제정하였으며, 기관투자자의 책임투자 원칙과 기업 관여 활동의 투명성을 높이는 것을 목표로 명시했다.²⁾ 2024년 기준으로 약 260개의 기관투자자가 스투어드십 코드에 참여하고 있으며, 해당 기관들은 매년 스투어드십 코드 관련 보고서를 제출해야 한다. 영국 재무보고위원회(Financial Reporting Council; FRC)는 제출된 보고서의 심사 작업을 거쳐서, 보고서의 구체적인 성과를 중심으로 평가를 진행하며, 이를 통하여 의결권 행사율, 기업과의 대화 빈도, ESG 기준 준수 등 성과 지표를 제시하고 기관투자자들의 참여를 유도한다.

일본의 경우에는 2014년 스투어드십 코드를 도입하였고 이어서 ‘기업지배구조 코

2) 영국의 스투어드십 코드는 이후 개정을 거쳐 도입 초기에 비하여 기업과의 실질적인 대화를 강조하는 방향으로 변화가 이루어지고 있다. (참고: 영국 FSC 홈페이지 자료)

드(Corporate Governance Code)'를 도입하여 자본시장의 체질 개선을 이루고자 하는 제도적 바탕을 마련하였다. 이러한 결정은 아베노믹스의 이른바 '세 번째 화살' 정책과 맞닿아 있는데, 일본 금융청(FSA)과 일본연기금(GPIF)의 주도로 자본시장의 활성화에 긍정적인 영향을 끼쳤다는 평가를 받는다.

한국에서는 자본시장에서 대주주의 행태가 소액주주의 이익을 침해한다는 지적이 이어져 왔으며, 기관투자자가 자본시장의 질적 향상을 위하여 적극적인 역할을 수행해야 한다는 요구도 이어져 왔다. 국민연금이 2018년 스투어드십 코드를 도입하며 7가지 원칙을 공개하였는데, 국민연금의 자산 운용에 대한 투자 결정 및 주식 보유 기업에 대한 의결권 행사에 있어서 ESG 요소를 반영하고 주주활동을 보다 적극적으로 수행하는 체계를 만들겠다는 목표를 세웠다.³⁾ 이와 함께 국민연금에서는 책임투자를 명시하며 기업에 대한 재무적 고려에 머무르지 않고 기업의 환경(E), 사회(S), 지배구조(G) 요소에 관한 고려를 투자 및 의결권 행사 등에 결합하여 장기적인 투자 수익을 제고하고, 동시에 한국 자본시장의 체질 개선에 역할을 수행하겠다고 밝혔다. 이와 함께 적극적인 주주권 행사를 수행하겠다는 계획안을 밝힌 바 있다.

국민연금은 2018년 『국민연금기금 수탁자책임 활동에 관한 지침』을 제정하였고 해당 지침 제3조(기본원칙)에서 국민연금기금이 기금자산의 증식, 장기적으로 주주가치 증대에 있어서 투자대상과 관련한 환경, 사회, 지배구조 등의 요소를 고려함과 동시에 국민연금 가입자 등에 이익이 되도록 신의에 따라 성실하게 수탁자책임 활동을 이행한다고 명시하고 있다. 그러나 수탁자책임 활동의 대표적인 유형이 '의결권 행사'라고 할 수 있으나, 실제 영향력을 행사하거나 자본시장의 개선에 기여한다는 긍정적인 평가보다 형식적인 수준에 머무른다는 비판이 이어져 왔다.

3) 국민연금, 「수탁자 책임에 관한 원칙」

Ⅲ. 국민연금의 의결권 행사 개관

국민연금은 국민연금기금운용본부 홈페이지에 주주권 행사 내역 항목에서 국내주식 의결권 행사 내역과 해외주식 의결권 행사 내역을 공개하고 있다.⁴⁾ 이 중 국내주식 의결권 행사 내역은 국민연금이 지분을 보유한 기업들을 대상으로 정기주주총회, 임시주주총회에서 각 안건별로 어떤 내용의 의결권을 행사하였는지 공개하고 있다. 국내주식 의결권 행사 내역은 2014년 이후부터 확인할 수 있으며, 이 글에서는 스튜어드십 코드 도입이 이루어진 2018년을 기준으로 전후 5개년에 해당하는 의결권 행사 내역 데이터를 활용하였다. 해당 자료는 2014년~2023년 기간 동안 약 37,000여 건의 의결권 행사 데이터를 분석한다.

국민연금의 의결권 행사 내역 자료에서는 해당 주주총회의 안건에 대하여 국민연금이 찬성, 반대, 미행사, 중립, 기권 중 어떤 내용으로 의결권을 행사하였는지 확인할 수 있다.⁵⁾ <표 1>에서 볼 수 있듯이, 스튜어드십 코드 도입 이전 시기에 국민연금의 의결권 행사 안건을 유형별로 나눠서 구성을 살펴보면 대부분 찬성 의결권을 행사하였고, 그 뒤를 이어 반대 의결권의 행사 비율이 높게 나타나고 있음을 확인할 수 있다. 의결권을 행사한 전체 안건 중에서 찬성 의견을 행사한 비율은 2014년 89.69%에서 2015년 89.16%, 2016년 88.72%, 2017년 85.96%, 2018년 79.91%로 80% 내외의 수치를 나타내고 있다. 반대 의결권을 행사한 비율은 2014년 8.17%에서 2018년 17.17%까지 증가하였으며, 기권, 미행사, 중립에 해당하는 행사 비중은 미미한 수준을 기록하고 있다.

4) 국민연금에서 주주권 행사 활동으로 제시하는 유형 중 비공개대화, 비공개중점관리기업 대상 선정 등은 비공개 정보로서 확인에 제약이 있으며 공개중점관리기업 대상 선정의 경우 국민연금기금운용본부 홈페이지에서 공개하고 있는 정보이지만 현재 대상으로 선정된 기업이 1개 기업에 한정되어 있다.

5) 국민연금 의결권 행사 지침의 제6조(행사기준의 기본원칙)에 따르면 “주주가치의 감소를 초래하지 않고 기금의 이익에 반하지 아니하는 경우”에는 “찬성”, “주주가치의 감소를 초래하거나 기금의 이익에 반하는 안건”에 대하여는 “반대” 의결권을 행사하도록 규정하고 있으며 두 가지 기준에 해당하지 않는 경우에는 중립 또는 기권의 의사표시를 할 수 있다고 규정하고 있다.

〈표 1〉 국민연금 의결권 행사 안건 유형 구성(2014년~2018년)

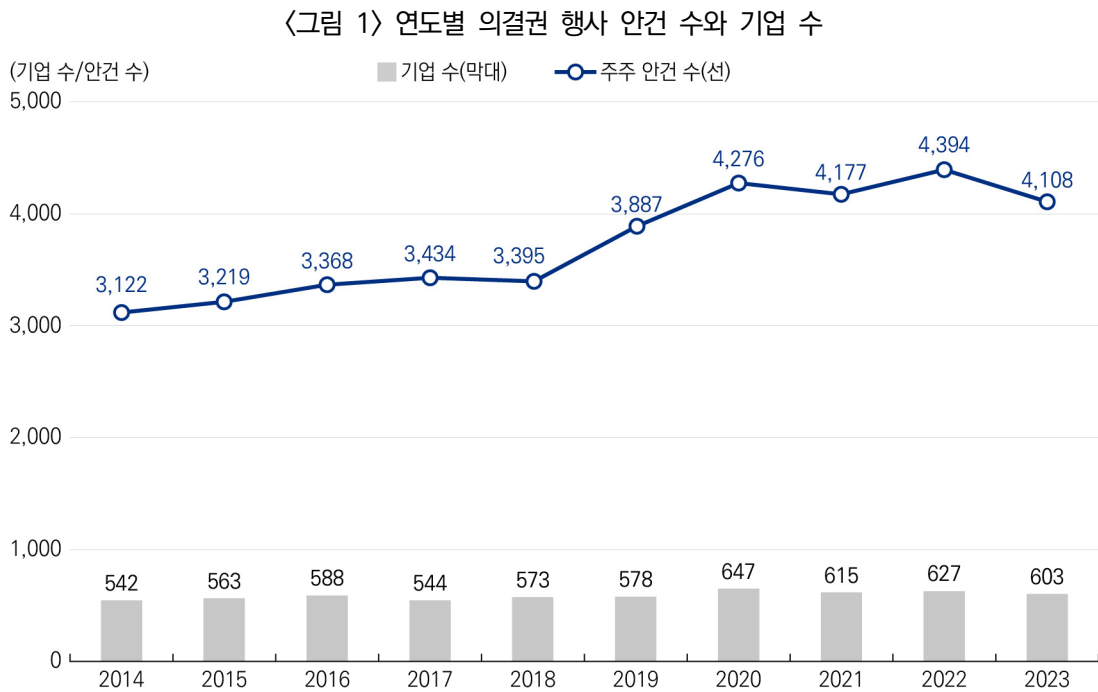
행사유형		2014	2015	2016	2017	2018
기권	no.	4	6	15	16	14
	%	(0.13)	(0.19)	(0.45)	(0.47)	(0.41)
미행사	no.	63	48	42	53	82
	%	(2.02)	(1.49)	(1.25)	1.54	2.42
반대	no.	255	295	321	410	583
	%	(8.17)	(9.16)	(9.53)	(11.94)	(17.17)
중립	no.	0	0	2	3	3
	%	-	-	(0.06)	(0.09)	(0.09)
찬성	no.	2,800	2,870	2,988	2,952	2,713
	%	(89.69)	(89.16)	(88.72)	(85.96)	(79.91)
합계		3,122	3,219	3,368	3,434	3,395

국민연금에서 스튜어드십 코드를 도입한 이후 2019년~2023년 기간에서 이루어진 국민연금 의결권 행사 내역의 안건 유형을 살펴보면 (〈표2〉 참고), 여전히 찬성 의견을 행사한 안건들이 다수를 차지하고 있다. 찬성 비율은 2019년 81.55%에서 2020년 88.77%, 2021년 87.36%, 2022년 84.25%, 2023년 84.98%를 기록하고 있다. 반대 의결권 행사 안건의 비율은 2019년 17.47%에서 2020년 10.71%로 감소한 수치를 나타낸 뒤 2021년 11.68%, 2022년 15.24%, 2023년 13.70%로 증가세를 보이고 있다.

〈표 2〉 국민연금 의결권 행사 안건 유형 구성(2019년~2023년)

행사유형		2019	2020	2021	2022	2023
기권	no.	6	8	10	6	11
	%	(0.15)	(0.19)	(0.24)	(0.14)	(0.27)
미행사	no.	32	11	15	17	39
	%	(0.82)	(0.26)	(0.36)	(0.39)	(0.95)
반대	no.	679	458	488	669	563
	%	(17.47)	(10.71)	(11.68)	(15.23)	(13.70)
중립	no.	0	3	15	0	4
	%	-	(0.07)	(0.36)	-	(0.10)
찬성	no.	3,170	3,796	3,649	3,702	3,491
	%	(81.55)	(88.77)	(87.36)	(84.25)	(84.98)
합계		3,887	4,276	4,177	4,394	4,108

〈그림 1〉은 국민연금이 의결권을 행사한 기업 수와 연도별 의결권 행사 안건 수를 나타낸다. 국민연금이 의결권을 행사한 기업 수는 2014년 542개 기업을 시작으로 2023년까지 전반적으로 600개 내외의 수준을 나타내고 있다. 2015년 56개, 2016년 588개로 소폭 증가하였고 2017년 544개로 감소하였으나 이후 증가세를 확인할 수 있다.



국민연금이 의결권을 행사한 국내 주식 보유 대상 기업 중 대기업집단 소속 기업들에 한정해 볼 때, 2014년 대기업집단 소속 기업체 수는 172개, 2015년 174개에 이어 2017년 다소 감소한 수치를 기록하였으나, 2022년 216개, 2023년 219개로 나타났다. 대기업집단 소속 여부는 공정거래위원회에서 공개하는 대규모기업집단 지정 현황 공시 자료와 금융감독원의 전자공시시스템(DART) 상 대규모기업집단 공시 보고서를 통하여 확인하였다. 공정거래위원회에서는 매년 5월 1일 대규모기업집단 및 소속 계열회사를 공시하고 있다. 대규모기업집단 지정현황이란 공정거래법상 공시대상 기업집단(상호출자제한 포함) 및 출자총액제한의 대상이 되는 기업집단을 공정거래위원회에서 지정한 현황을 말하는데, 해당 기업집단의 구성과 기준은 시기별 변화를 거쳐 2025년 현재 기준 공시대상기업집단은 자산총액 5조 원 이상인 기업집단을 의미

한다. 상호출자제한기업집단은 자산총액이 GDP의 0.5% 이상인 기업집단을 의미하며, 기업집단은 ‘동일인(총수 또는 최상단법인)이 사실상 그 사업내용을 지배하는 회사들의 집단’을 의미한다.⁶⁾ 국민연금이 의결권을 행사한 기업 중 대기업집단에 속하는 기업이 차지하는 비율은 2014년 31.7%에서 2015년 30.9%, 2016년 29.6%를 기록하는 등 등락의 변화가 있었으나 대체적으로 30% 내외의 수준을 나타내고 있다.

〈표 3〉 국민연금 의결권 행사 기업 중 대기업집단 소속 기업

(단위: 개, %)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
대기업집단 소속 기업 수	172	174	174	167	183	186	198	205	216	219
의결권 행사 전체 기업 수 대비 비율	31.7	30.9	29.6	30.7	31.9	32.0	30.4	33.3	34.3	36.3

〈그림2〉에서는 의결권 행사 전체 안건 수와 반대 의결권을 행사한 안건 수의 연도별 추세를 확인할 수 있다. 국민연금이 공개하고 있는 국내주식 의결권 행사 전체 안건 수는 2014년 3,122건을 비롯하여 전 기간에 걸쳐서 완만한 증가세를 보인다. 2014~2017년 기간 동안에는 약 3,100건~3,400건을 기록하였으며 2018년 3,887건으로 증가하였다. 2019년에는 4,726건의 안건에 대하여 의결권을 행사하였으며 2023년에는 4,108건으로 나타나며 2014~2023년 간 의결권 행사 안건 규모가 꾸준히 늘어가는 추세를 보이고 있다.

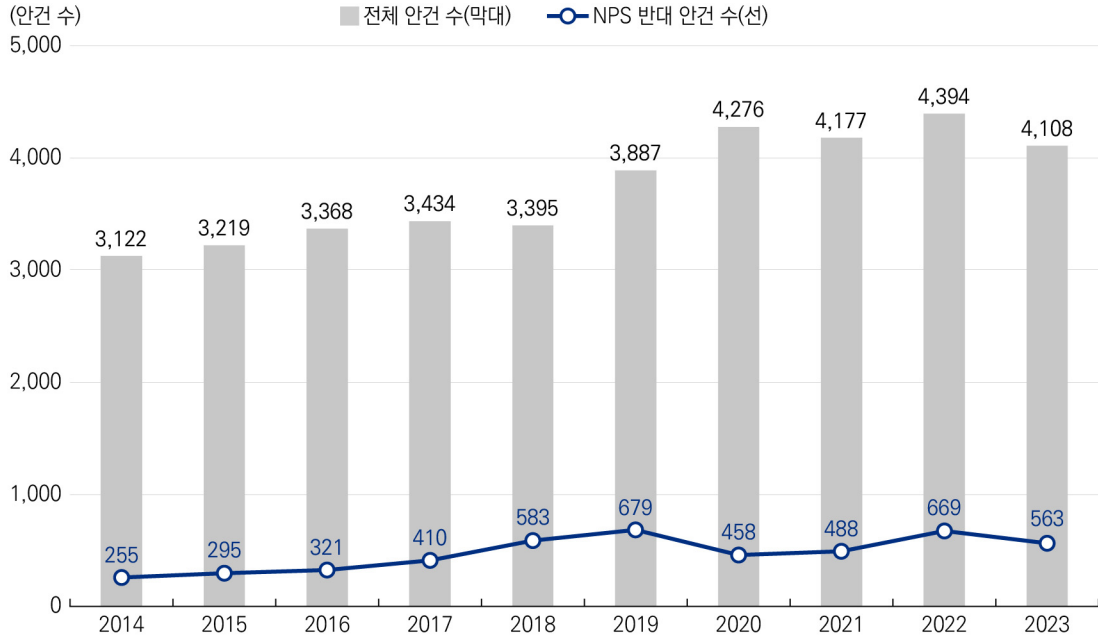
이 중에서 국민연금이 반대 의결권을 행사한 안건 수의 경우에는 전체 의결권 행사 안건 수에 비하여 적은 수치를 나타낸다. 2014년 255건을 시작으로 2015년 295건, 2016년 321건으로 증가하였고, 스투어드십 코드를 도입한 2018년을 전후로 수치의 변동이 크게 나타난다. 그러나 2020년에는 458건으로 다소 감소하였고 2023년까지 등락을 보이고 있다. 국민연금이 의결권을 행사한 전체적인 안건 수는 꾸준히 증가하였으며 반대 의결권 행사 안건 수도 상승세를 확인할 수 있다.

반대 의결권을 행사한 안건 수의 비율은 2014년 8.17%에서 시작하여 2015년 9.16%, 2016년 9.53% 등으로 점진적인 증가 추세를 나타내고 있다. 2018년과 2019년에는 17.17%, 17.47%로 가장 높은 비율을 기록하였으며, 이후 다소 하락한 시점인

6) 공정거래위원회

2020년(10.71%)을 거쳐 반등세를 보이며, 전반적으로 반대 의결권을 행사한 비율은 2017년 이후 두 자릿수 수준을 유지하고 있다.

〈그림 2〉 전체 안건 수 및 반대 의결권 행사 안건 수



〈표 4〉 전체 안건 수 대비 반대 의결권 행사 안건 비중

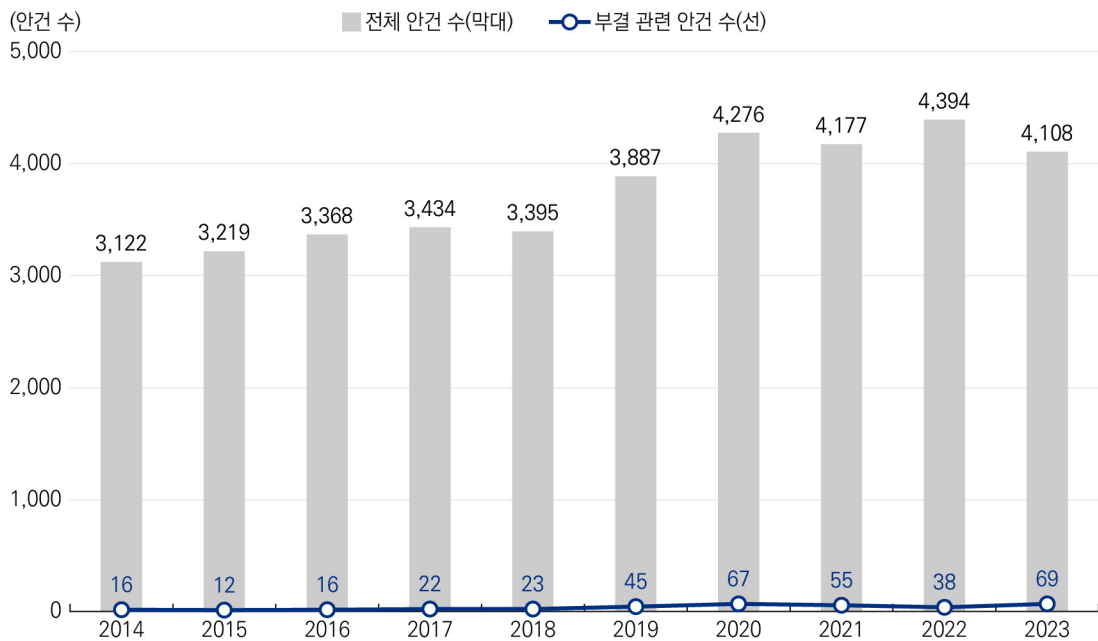
연도	전체 의결권 행사 안건 수(A)	반대 의결권 행사 안건 수(B)	비율(%)
2014	3,122	255	8.17
2015	3,219	295	9.16
2016	3,368	321	9.53
2017	3,434	410	11.94
2018	3,395	583	17.17
2019	3,887	679	17.47
2020	4,276	458	10.71
2021	4,177	488	11.68
2022	4,394	669	15.23
2023	4,108	563	13.70

〈그림 3〉에서는 국민연금이 의결권을 행사한 전체 안건 수와 실제 주주총회에서 승인되지 않은 유형의 안건들의 수를 확인할 수 있다. 앞서 언급한 바와 같이 국민연금이 의결권을 행사한 전체 안건 수는 꾸준히 증가하는 추세를 나타내며 2020년 이후

에는 4000여 건 이상을 안정적으로 기록하고 있다.

이와 대조적으로 실제 주주총회의 결과에서 승인되지 않은 유형으로 처리된 안건 수는 매우 낮은 수준을 나타내고 있다. 전자공시시스템을 통하여 확인할 수 있는 주주총회 결과보고서의 내용에서는 주주총회에서 상정된 각 안건에 대하여 승인, 부결, 안건폐기, 의결 정족수 미달 부결, 주주제안 부결 등으로 나누어 공개하고 있다. <그림 3>에서 취합한 부결 관련 안건 수에는 안건폐기, 의결 정족수 미달 부결, 주주제안 부결을 포함한 수치를 나타내고 있다. 2014~2023년 기간 동안 의결권 행사 전체 안건 수 37,380건의 데이터에 대하여 실제 주총 결과를 확인하였을 때 안건폐기 81건, 의결 정족수 미달 부결 65건, 주주제안 부결 103건을 확인할 수 있었다. 주총에서 의결권을 행사하는 전체 안건 수가 크게 증가하고 있음에도 불구하고 실제 부결되는 안건은 극히 제한적인 양상을 확인할 수 있다.

<그림 3> 연도별 부결 관련 안건 수



IV. 반대 의결권 행사 내역

스튜어드십 코드 도입 이전과 도입 이후의 기간에 대한 국민연금 의결권 행사 내역에서는 반대 의결권이 양적인 증가를 이룬 것으로 나타난다. 하지만 앞서 보았듯이 실제 주주총회에서 해당 안건들이 부결되는 비율은 여전히 낮은 수준에 머무르고 있음을 확인할 수 있다.

국민연금이 반대 의결권 행사한 안건들의 유형을 세부적으로 살펴보면 이사선임, 사내이사 선임, 사외이사 선임, 감사위원회 위원 선임, 상근삼사 선임, 비상근감사 선임과 같은 '선임'과 관련한 안건, 재무제표 승인, 정관변경, 이사 보수한도액 승인 등의 안건들을 확인할 수 있다.

정관 관련 안건들에 대한 국민연금의 반대 건수는 2014~2023년 기간 동안 증가와 감소를 반복하는 양상을 보인다. 2014년 38건, 2015년 53건, 2016년 61건, 2017년 65건으로 완만한 증가를 보이다가 2018년 51건으로 감소하였고, 이후 증감을 반복하며 2023년에는 66건으로 다소 줄어들었다.

재무제표 승인과 같은 재무 관련 안건들에 대한 반대 건수는 전체적으로 10~30건 이내 수준의 범위에서 나타나고 있다. 사내이사 선임, 감사위원회 위원 선임 등과 같은 선임 관련 안건들은 매년 가장 큰 비중을 차지하는 안건 유형이기도 한데, 해당 안건에 대하여 국민연금이 반대 의결권을 행사한 건수는 2014년 191건에서 꾸준히 증가하여 2019년 305건으로 나타났으나, 이후 다소 감소하여 2021년 210건, 2022년 240건, 2023년 212건으로 확인할 수 있다. 이사보수한도 승인과 같은 보수 관련 안건들의 반대 건수는 2018년을 기점으로 수치가 급증하며 지속적으로 높은 수준을 유지하고 있음을 볼 수 있다.

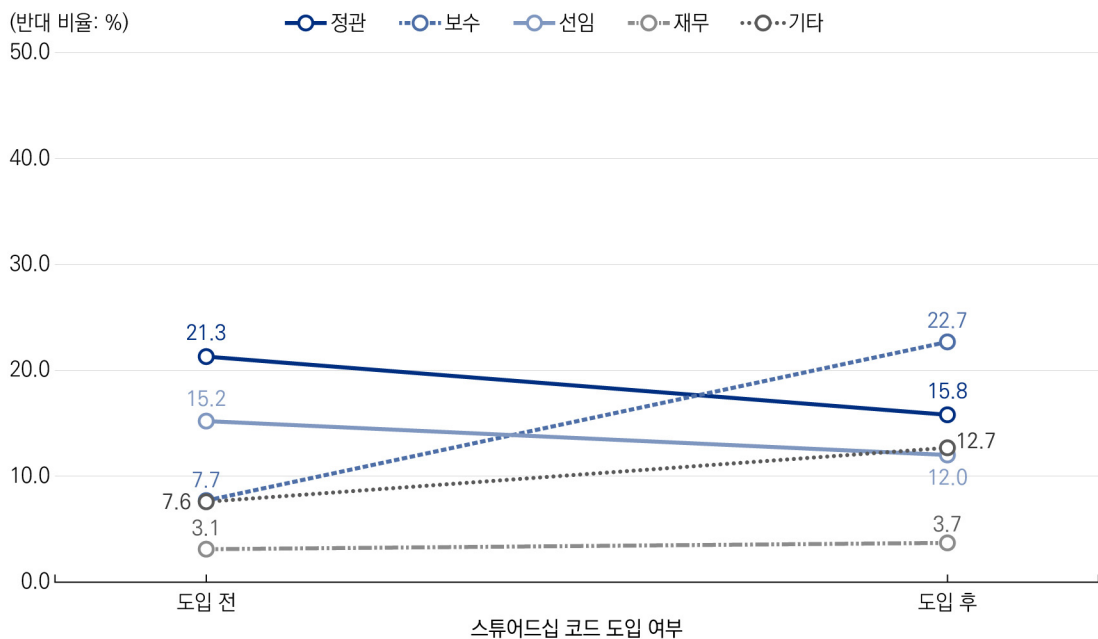
〈표 5〉 반대 의결권 행사 안건 유형

	정관	재무	선임	보수	기타
2014	38	14	191	11	1
2015	53	16	202	16	8
2016	61	20	217	20	3
2017	65	21	255	53	16
2018	51	14	262	247	9
2019	95	14	305	253	12
2020	29	25	245	123	36
2021	77	29	210	151	21
2022	110	25	240	280	14
2023	66	20	212	251	14

반대 의결권 행사 안건 유형에서 선임 관련 안건과 보수 관련 안건이 가장 큰 비중을 차지하고 있으며, 스튜어드십 코드 도입 이후 시기에는 특히 보수 관련 안건의 수치가 눈에 띄게 증가하였다. 재무 관련 안건에 대한 반대 의결권 행사 양상은 비교적 전 기간에 걸쳐서 안정적이고 낮은 수준임을 확인할 수 있다.

한편 2014~2023년 국민연금이 반대 의결권 행사한 안건 전체 4721건 중에서 3,185건은 비대기업집단(67.46%) 주총 안건이었으며, 1,536건은 대기업집단(32.54%) 소속 기업들의 주총 안건으로 나타났다.

〈그림 4〉 안건 유형별 국민연금 반대 비율(도입 전-도입 후)



〈그림 4〉는 스튜어드십 코드 도입 전후 기간에서 국민연금이 안건 유형별로 반대 의결권을 행사한 비율이 변화한 양상을 나타내고 있다. 5개 안건 유형(정관, 보수, 선임, 재무, 기타)을 기준으로 도입 전 시기와 도입 후 시기의 반대율 변화를 대조해 보면, 가장 크게 증가한 안건 유형은 보수 관련 안건이다. 이는 모든 안건 유형 중에서 가장 두드러진 변화로 스튜어드십 코드 도입 이후에 해당 유형의 안건에 대한 견제 양상을 나타냈다고 볼 수 있다. 재무 관련 안건에 대하여는 반대율이 크게 변화하지 않은 양상을 나타내고 있다.

V. 회귀 분석 결과

스튜어드십 코드 도입이 국민연금의 주주권 행사에 실질적인 영향을 미쳤는가를 분석하기 위해서, 국민연금이 스튜어드십 코드 도입 이전과 이후에 반대 의결권 행사에 통계적으로 유의한 변화가 있는지를 국내주식 의결권 행사 전체 안건(37,380건)을 대상으로 먼저 살펴본다. 이를 위해서 반대 의결권 행사 여부를 종속변수로 하는 로짓분석을 실행하는데, 4장에서 살펴본 바와 같이 국민연금 반대 의결권 행사가 의결권 행사 대상 안건의 유형, 대기업집단 소속 여부에 따라 다르므로 이들 변수를 통제된 분석을 실시하였다.

로짓분석 결과는 〈표 6〉에 보고되고 있다. 〈표 6〉의 모형 1의 회귀분석 결과는 스튜어드십 코드 도입 이후에 국민연금이 주주총회에서 반대표를 행사할 개연성이 통계적으로 유의하게 증가했음을 알 수 있다. 또한 전 기간에 걸쳐 대기업집단 소속 기업의 안건에 대한 반대 확률은 유의하게 낮았고, 기준범주(baseline)으로 삼은 '재무' 안건과 비교해 볼 때, 다른 안건 모두에서 반대 확률이 높았음을 알 수 있다. 재무 안건은, 4장에서 살펴봤듯이, 스튜어드십 도입 전후에 큰 변화가 없었던 안건이었기 때문에 기준범주를 삼은 것이다.

그러나 스튜어드십 코드 도입 여부와 안건 유형의 상호작용항을 추가로 투입한 모형2의 분석 결과에서는, 국민연금의 반대 의결권 행사가 특히 안건 유형이 보수인 경우에 증가하였음을 볼 수 있다. 이에 반해서 선임 안건이나 정관 변경 안건의 상호작용항은 유의하게 음의 값을 가져, 오히려 도입 이후에 반대표를 행사하지 않는 개연성

이 증가했음을 알 수 있다. 한편 대기업집단 소속 기업들에 대해서는 스투어드십 도입 이후에 유의하게 반대 의결권 행사가 증가하지는 않았다 (<표 6>의 모형 3).

국민연금이 의결권을 행사한 안건 전체에 대한 분석은 실제로 국민연금이 반대표를 행사하는 것이 타당하다고 평가되는 안건에 반대표를 행사한 것인지에 대한 대답일 수 없다는 한계를 지닌다. 의결권 자문기구 중 하나인 좋은기업지배구조연구소(CGCG)는 주주총회 안건 중 이사 선임, 감사 선임, 보수 한도 등 기업의 지배구조와 관련이 높은 안건들을 중점적으로 검토하여 권고 의견을 공개하고 있다. 분석 기간 동안에 CGCG는 총 1,524건의 안건에 대해 반대 의결 권고를 냈는데, 선임 관련 안건 1,040건과 보수 관련 안건 398건 등 두 종류의 안건이 절대 다수를 차지하고 있었다. 따라서 CGCG의 의결권 권고안 중 선임 및 보수 관련 반대표를 권고한 안건에 한정해, 스투어드십 코드 도입 전후 시기에 국민연금의 반대표 행사 여부가 달라졌는지를 <표 7>에서 분석하였다.

<표 7>의 모형 1 분석 결과는 CGCG가 반대 의결 권고를 낸 안건에 대해서도 국민연금이 스투어드십 코드 도입 이후에 더 많이 반대표를 행사했음을 보여준다. 그런데 보수 관련 안건에 대해서는, 코드 도입 이후에 CGCG에서 반대를 권고한 안건들에 대하여 국민연금의 반대 의결권 행사 확률이 오히려 유의하게 증가했으나, 기준 범주로 설정된 선임 안건에서는 반대 의결권 행사가 유의하게 증가하지 않았음을 알 수 있다 (모형 2). 전체 안건을 고려했을 때 안건 유형에 따라 국민연금의 의결권 행사가 코드 도입 이후에 유의하게 변화한 <표 6>의 결과와도 일관된 결과이다. 그러나 <표 6>의 결과와 달리, CGCG에서 반대를 권고한 안건들에 대하여, 비재벌 기업들에 비해 대기업집단 소속 기업들에 대해서는 국민연금의 반대 의결권 행사가 코드 도입 이후에 오히려 유의하게 감소했음을 알 수 있다.

〈표 6〉 전체 안건에서 국민연금의 반대표 행사

	(1) 모형1	(2) 모형2	(3) 모형3
도입 이후	0.212*** (0.032)	0.180 (0.146)	0.204*** (0.039)
기타	1.217*** (0.117)	0.919*** (0.203)	1.217*** (0.117)
보수	1.633*** (0.078)	0.951*** (0.124)	1.633*** (0.078)
선임	1.477*** (0.076)	1.711*** (0.115)	1.477*** (0.076)
정관	1.785*** (0.084)	2.141*** (0.130)	1.785*** (0.084)
대기업집단	-0.115*** (0.034)	-0.106*** (0.034)	-0.130** (0.054)
기타 × 도입 이후		0.447* (0.250)	
보수 × 도입 이후		1.081*** (0.160)	
선임 × 도입 이후		-0.414*** (0.153)	
정관 × 도입 이후		-0.550*** (0.171)	
도입 이후 × 대기업집단			0.025 (0.069)
상수항	-3.426*** (0.075)	-3.410*** (0.111)	-3.421*** (0.076)
관측치 수(N)	37380	37380	37380

괄호 안의 수치는 표준오차임

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

〈표 7〉 CGCG 반대 안건에서 국민연금의 반대표 행사

	(1) 모형1	(2) 모형2	(3) 모형3
도입 이후	0.554*** (0.118)	0.162 (0.136)	1.410*** (0.481)
보수	-0.148 (0.134)	-1.219*** (0.257)	-0.150 (0.134)
대기업집단	-0.239 (0.213)	-0.268 (0.211)	0.410 (0.429)
보수 × 도입 이후		1.680*** (0.307)	
도입 이후 × 대기업집단			-0.919* (0.497)
상수항	-0.909*** (0.216)	-0.659*** (0.217)	-1.520*** (0.417)
관측치 수(N)	1438	1438	1438

괄호 안의 수치는 표준오차임

* $p < 0.10$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

VI. 결론

2013년 동아제약 지배구조 안건, 2015년 삼성물산-제일모직 합병 안건, 2022년 하나금융지주 회장 선임 안건 등 국민연금의 의결권 행사 사례는 국민연금이 한국 주식시장에서 유니버설오너(universal owner)의 지위를 지닌 기관투자자로서 책임을 제대로 수행하는가에 대한 논쟁의 대상이었다. 스투어드십 코드의 도입으로, 국민연금이 이러한 논란을 벗어나 주주권 행사에 있어서 전문성과 독립성을 강화할 수 있을 것이라는 기대를 모으기도 했다.

이 글에서는 스튜어드십 코드 도입 전후 시기에 주주총회에서 국민연금의 의결권 행사 내역을 살펴봄으로써, 제도 도입 당시의 취지와 기대가 어느 정도 변화를 가져왔는지 확인하고자 하였다. 국민연금의 2014~2023년 국내주식 의결권 행사 내역을 대상으로 한 분석 결과, 스튜어드십 코드 도입 이후에 국민연금의 반대 의결권 행사는 상대적으로 또 양적으로 증가를 나타냈다. 특히 보수 관련 안건에서 반대 의결권 행사가 두드러지게 나타났다. 국민연금이 반대표를 행사하는 것이 타당하다고 평가되는 안건에 반대표를 행사한 것인지 고려하기 위해 의결권 자문기관인 CGCG이 선임 및 보수 관련 반대표를 권고한 안건에 한정해 분석을 진행했을 때도 유사한 결론에 도달했다. 그러나 전체 안건에 대한 국민연금의 반대표 행사 분석 결과와 달리, CGCG에서 반대를 권고한 안건들에 대해서는 국민연금의 반대 의결권 행사가 코드 도입 이후에 오히려 대기업집단 소속 기업들에 대해서 상대적으로 감소했음을 확인할 수 있다.

〈참고문헌〉

- 국민연금, 『국민연금기금 수탁자 책임 활동에 관한 지침』
 박상인. (2025). (코스피 5000 시대를 위한) 기업 밸류업. 세창미디어.
- Tsukioka, Y. (2020). The impact of Japan's stewardship code on shareholder voting. *International Review of Economics & Finance*, 67, 148-162. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2019.12.014>
- Financial Services Agency (FSA), Japan's Stewardship Code (2020 Revision). <https://www.fsa.go.jp/en/>
- Government Pension Investment Fund (GPIF) (2021), Stewardship Activities Report. <https://www.gpif.go.jp/en/investment/stewardship-activities.html>
- Financial Reporting Council (FRC), UK Stewardship Code 2020 <https://www.frc.org.uk/>
- 경향신문, "국민연금, 동아제약 편법상속에 제동 걸어야", 2013.1.20..=
https://www.khan.co.kr/article/201301202104515/?utm_source=urlCopy&utm_medium=social&utm_campaign=sharing
- 연합뉴스, "국민연금 '거수기' 맞네... 주총 안건 반대 10% 그쳐", 2016.12.14.
<https://n.news.naver.com/mnews/article/001/0008888244?sid=101>
- 한겨레, "시민단체, 하나금융 합병주 손 들어준 국민연금 성토", 2022.3.25. <https://n.news.naver.com/mnews/article/028/0002584234?sid=101>
- 보건복지부. 국민연금기금 수탁자 책임에 관한 원칙(스튜어드십 코드) 도입 선언, 2018.7.30. https://www.mohw.go.kr/board.es?mid=a10503010200&bid=0027&act=view&list_no=345546&tag=&nPage=587
- 공정거래위원회. 대기업집단 정책, <https://www.ftc.go.kr/www/contents.do?key=696>
- 좋은기업지배구조연구소. <http://www.cgcg.or.kr/>

ESG 리뷰

ESG Review

발행처 한국ESG기준원
발행인 이정희
발행일 2025년 12월
주 소 서울시 영등포구 여의나루로 76 (07329)
Tel 02)3775-3339
Fax 02)3775-2630
E-mail cgsweb@cgs.or.kr
Home <http://www.cgs.or.kr>
인쇄처 경성문화사 Tel (02)786-2999
