



## 저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

공기업정책학 석사 학위논문

국민연금기금의 사회책임투자  
타당성에 관한 연구

2014년 8월

서울대학교 행정대학원

공기업정책학과

최 은 수

# 국민연금기금의 사회책임투자 타당성에 관한 연구

지도교수 고 길 곤

이 논문을 공기업정책학 석사 학위논문으로  
제출함

2014 년 4 월

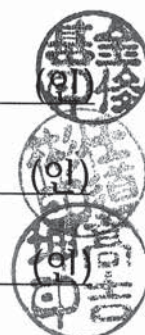
서울대학교 행정대학원  
공기업정책학과  
최 은 수

공기업정책학과의 석사 학위논문을 인준함  
2014 년 6 월

위 원 장 김 준 기

부위원장 임 도 빈

위 원 고 길 곤



## 국문초록

본 연구에서는 투자 규모를 지속적으로 확대해 나가고 있는 국민연금 기금의 사회책임투자가 실증적으로도 유용한 투자방식으로서의 타당성을 가지고 있는 지를 분석하고자 하였다. 이를 위해 수익성 관점에서의 투자 타당성 여부를 확인하고, 투자의 내용적 측면에서도 사회책임투자의 이론적 개념에 비추어 투자가 이루어지고 있는지를 살펴보았다.

수익성 측면에서 사회책임투자의 시장수익률 초과달성 여부를 확인하기 위해 독립표본 t검정으로 국내 사회책임투자펀드와 KRX SRI 지수를 국민연금기금의 벤치마크 시장수익률인 KOSPI의 5년간(2009년~2013년) 수익률과 비교하였다. 또한 펀드의 투자성과에 영향을 미칠 수 있는 펀드 운용규모와 펀드 연령 등의 변수를 통제한 상태에서 회귀분석을 통해 전통적 투자방식인 일반 주식형펀드와 국내 사회책임투자펀드의 기간별 투자성과를 비교분석하였다. 내용적 측면에서는 국민연금기금의 사회책임투자펀드 운용의 기준과 절차, 종목 구성 등 투자특성을 분석하였다.

그 결과, 시장수익률 비교에서는 국내 사회책임투자가 벤치마크 시장 수익률과 비교하여 차이가 없거나 높은 것으로 나타났다. 그리고 일반 주식형펀드의 투자성과 비교에서는 위험조정 수익률 지수인 샤프지수와 트레이너지수 모두 사회책임투자펀드가 일반 주식형펀드보다 기간에 따라 차이가 없거나 높은 것으로 나타났다. 이를 통해 민간 자산운용사에 전액 위탁방식으로 운용되고 있는 국민연금기금의 사회책임투자펀드는 수익성 측면에서 투자 타당성을 가지고 있음을 유추해 볼 수 있다.

내용적 측면에서는 국민연금기금의 사회책임투자펀드 운용은 ESG 요소를 평가하고 이를 고려하여 투자가 이루어지고 있으나, 실제 종목구성과 보유비중에 있어서는 대부분이 시가총액 상위의 대기업군에 집중되어 있는 경향을 보였다. 이는 단기적 재무성과 외에 사회적 책임을 충실히 이행할 수 있을 만큼 기업이 여력이 있어야 함을 의미한다 할 수 있으며, 한편으로는 국내의 스크리닝 기법 등이 아직 정교화되지 못한 요인에서도 찾을 수 있다. 실무적으로는 유동주식수 기준으로 시가총액이 적

은 중소형 기업의 경우 보유비중 확대에 한계가 있다는 점도 있으나, 무엇보다 국민연금기금은 실증법상 수익성에서 자유로울 수 없고 사회책임 투자에 있어 ESG 요소가 절대적이고 유일한 투자기준이 아니라 재무적 성과와 더불어 고려되는 요소라는 점에 기인하는 것으로 판단된다.

본 연구는 국민연금기금의 사회책임투자가 사회적 가치를 추구하면서도 수익성 측면에서 투자 타당성을 가지고 있음을 보여 줌으로써 투자규모 확대에 대한 논리적 근거로 활용될 수 있을 것이다. 하지만 국민연금기금의 사회책임투자가 내용적 측면에서도 보다 유용한 투자방식으로 자리매김 하기 위해서는 국민연금기금과 같은 공적 연기금에 맞는 사회책임투자의 개념과 방향성 정립이 필요할 것으로 판단된다. 또한 법률상의 기금운용지침 등 타 운용원칙들에 대한 종합적 고려를 바탕으로 적용 가능한 사회책임투자 자산군 검토와 사후관리 방안 마련 등 제도적 기반이 확충되어야 할 것으로 보인다.

주요어 : 국민연금기금, 사회책임투자, 사회책임투자펀드, 투자성과, SRI  
학 번 : 2013-22688

# 목 차

제 1 장 서 론 .....	1
제 1 절 연구의 목적과 필요성 .....	1
제 2 절 연구의 대상과 범위 .....	5
제 2 장 이론적 기초와 선행연구 검토 .....	7
제 1 절 이론적 기초 .....	7
1. 사회책임투자의 배경과 개념 .....	7
2. 국민연금기금의 성격 .....	9
3. 국민연금기금의 투자 현황과 투자 원칙 .....	12
제 2 절 선행연구 검토 .....	14
1. 사회책임투자의 타당성에 관한 연구 .....	14
2. 사회책임투자의 성과에 관한 실증분석 연구 .....	16
3. 펀드성과평가 측정에 관한 연구 .....	19
제 3 장 연구의 설계 .....	23
제 1 절 연구문제 .....	23
제 2 절 연구의 가설 .....	25
1. 사회책임투자 수익률과 시장수익률의 비교 .....	25
2. 사회책임투자펀드와 일반 주식형펀드의 투자성과 비교 .....	26
제 3 절 연구방법 .....	27
제 4 절 연구표본 .....	29

<b>제 4 장</b>	<b>실증분석 결과와 함의</b>	<b>31</b>
제 1 절	시장수익률과의 비교분석 결과	31
1.	사회책임투자지수와 KOSPI와의 독립표본 t검정 결과	31
2.	사회책임투자펀드와 KOSPI 지수와의 독립표본 t검정 결과	34
제 2 절	일반 주식형펀드와의 투자성과 비교분석 결과	35
1.	투자성과에 대한 독립표본 t검정 결과	35
2.	투자성과에 대한 회귀분석 결과	37
제 3 절	가설의 검정 결과	43
제 4 절	국민연금기금의 사회책임투자펀드 운용 특성과 실증 분석결과의 함의	46
<b>제 5 장</b>	<b>결론 및 연구의 한계</b>	<b>56</b>
제 1 절	결론	56
1.	연구결과의 요약	56
2.	정책적 함의	60
제 2 절	연구의 한계와 향후 연구과제	62
1.	연구의 한계	62
2.	향후 연구과제의 제시	64
참고문헌		65
Abstract		69

## 표 목차

[표 1] 국민연금기금의 자산 규모 .....	12
[표 2] 국민연금기금의 사회책임투자펀드 운용 규모 .....	13
[표 3] 국민연금기금의 사회책임투자펀드 운용 내역 .....	30
[표 4] 일반 주식형펀드 표본 추출과정 .....	30
[표 5] KRX SRI 지수와 KOSPI 수익률의 평균 비교 결과 ..	31
[표 6] 지수 간 평균수익률 상관관계 분석 .....	33
[표 7] KOSPI와 사회책임투자펀드 수익률의 평균 비교 결과 .....	34
[표 8] 사회책임투자펀드와 일반 주식형펀드의 검정변수 간 평균 비교 .....	36
[표 9] 두 집단의 기간별 샤프지수에 대한 회귀분석 결과 ..	38
[표 10] 두 집단의 기간별 트레이너지수에 대한 회귀분석 결과 .....	41
[표 11] 국민연금기금의 사회책임투자 보유펀드 상위 50종목 .....	49
[표 12] 2013년도 KRX 지수 구성종목의 지수 비중과 시가 총액 순위 .....	52



## 그림 목차

[그림 1] 초과수익 모형 .....	20
[그림 2] Sharpe 모형 .....	21
[그림 3] Treynor 모형 .....	22
[그림 4] 회귀 모형 .....	28

# 제 1 장 서 론

## 제 1 절 연구의 목적과 필요성

최근 기업의 사회적 책임<sup>1)</sup>(Corporate Social Responsibility, CSR)이 지속가능 발전의 주요 요건으로 등장하면서 자본시장에서도 장기적인 리스크관리 측면 등에서 사회책임투자<sup>2)</sup>(Socially Responsible Investment, SRI)의 중요성이 부각되고 있다. 즉, 기업의 사회적 책임(CSR)이 기업에게 요구되는 가치라고 한다면, 사회책임투자(SRI)는 적정 수익률을 추구하는 투자자의 입장에서 고려해야 할 투자방식의 하나라고 할 수 있다.

하지만 사회책임투자는 수익성과 함께 사회책임이라는 공공의 가치 추구로 인해 투자성과에 있어서는 이견이 있다. 사회책임투자가 전략적 투자기회 실현을 제약하는 등 상충관계일 수 있는 수익성과 공공성을 함께 추구함에 따라 투자성과에 있어서는 시장수익률보다 평균적으로 낮을 것이라는 의견이 있는 반면, 장기적으로 지속 가능성이 높은 기업을 선별하여 투자하는 만큼 오히려 시장 평균보다 높은 초과수익을 얻을 수 있다는 견해가 존재하는 등 논란이 있어 왔다.

공적 연기금은 조성된 기금의 특성상 많은 경우에 중장기적 자산보유가 불가피하다. 이로 인해 재무정보 이외에 환경과 사회, 기업지배구조 등과 같이 투자대상기업의 지속가능성 여부가 연기금의 투자의사결정에 있어 주요 기준이 될 수 있다. 그러므로 본 연구에서는 국내 사회책임투

- 
- 1) 기업의 사회적 책임(CSR)이란, 기업이 생산 및 영업활동을 하면서 환경경영, 윤리경영, 사회공헌과 노동자를 비롯한 지역사회 등 사회 전체에 이익을 동시에 추구하며, 그에 따라 의사 결정 및 활동을 하는 것을 말한다. 이를 통해 기업들은 경제, 환경, 사회 측면에서 지속적인 성과를 창출하여 지속가능한 기업의 가치를 증진하려 한다.
  - 2) 사회책임투자(SRI)란, 투자자의 입장에서 투자 의사결정시 재무적 측면뿐만 아니라 비재무적 측면인 환경, 사회, 지배구조 등 기업의 지속가능성에 영향을 미치는 요소들을 종합적으로 고려하여 장기적 관점으로 투자하는 방식을 말한다.

자의 투자성과 분석을 바탕으로 최근 투자규모를 확대하며 국내 사회책임투자를 주도하고 있는 국민연금기금의 사회책임투자가 과연 유용한 투자방식인지의 타당성 여부를 살펴보고자 한다. 이를 위해 국내 사회책임투자의 투자성과가 시장수익률 및 전통적 투자방식인 일반 주식형펀드의 투자성과와 비교하였을 때 어떠한 차이가 있는지를 분석하고자 한다.

2013년 12월말 기준으로 무려 426조원에 이르는 국민연금기금 적립금은 2043년까지 적립규모가 GDP대비 44% 수준의 최대 2,561조에 이를 것으로 예상(국민연금 재정추계보고서, 2013)되는 만큼, 거대규모로 쌓여가는 국민연금기금을 앞으로 어떻게 운용한 것인지에 대한 장기적 관점에서의 올바른 투자전략 수립이 매우 중요하다. 또한, 국민연금기금은 일반적인 투자원칙인 수익성과 안정성 외에 대표적인 공적 연기금으로서 공공성이라는 가치가 부가적으로 요구된다. 국민연금기금은 국민들이 납부한 보험료로 조성되기에 거대기금으로서 국가경제 발전과 국내 금융시장에 미치는 영향을 감안하면서 기금 본연의 목적을 달성할 수 있도록 운용되어야 한다.

이러한 측면에서 사회책임투자는 매우 눈여겨 볼만 한 투자형태이다. 단기적 재무성과보다 장기적 관점에서 투자대상기업의 지속가능성에 주목하는 사회책임투자는 장기투자자로서의 국민연금기금의 운용 특성에 부합한다. 그리고 이러한 사회책임투자는 기업의 가치를 향상시키는 동시에 사회와 함께 지속가능발전을 지향하도록 기업활동을 장려하고 유도한다는 측면에서 공공적 가치 역시 추구할 수 있기 때문이다.

사회책임투자는 초기에 종교와 윤리적 동기에서 출발하였으나, 1970년대 베트남 전쟁과 남아프리카공화국의 인종차별정책 철폐운동, 1980년대 체르노빌 핵발전소 붕괴, 인도 보팔사고 등을 거치면서 사회와 환경요인이 투자의사결정에 있어서 새로운 위험요인으로 등장하게 되었다. 이 후, 2000년대 초반에는 미국 Enron, Worldcom 등 세계 유수 기업들의 회계 부정사건으로 기업의 지배구조에 대한 이슈가 중요하게 부각되면서 사회책임투자 결정시 지배구조 역시 중요한 요소로 포함되었다. 이처럼 투자의사결정에 있어 기업의 재무적 측면 이 외에 기업의 비재무적 측면이

지니는 위험요인에 대한 연구가 지속적으로 발전해오면서 사회책임투자는 현대에 들어 환경(Environment), 사회(Social), 지배구조(Governance) 등의 고려 요소를 모두 포함하는 투자개념으로 일반화되었다.

우리나라에서 사회책임투자에 대한 본격적 논의는 1990년대말 IMF 시기로 대표되는 국가 경제위기 이 후부터라 할 수 있다. IMF 사태는 기업의 지배구조를 개선하는 커다란 계기가 되었으며, 환경오염에 대한 사회적 이슈화와 더불어 국가간 교역 등에 있어서도 환경규제가 강화되면서 환경 이슈에도 관심을 갖게 되었다. 또한, 민주화 등을 거치면서 노동, 인권 등과 관련한 윤리경영 등 기업의 사회적 책임에 대한 이슈들이 투자결정에 있어 기업을 평가하는 요소로 발전되었다. 그러나 아직 사회책임투자 개념이나 관련 펀드에 관한 투자와 학문적 실증연구는 선진국에 비해 턱없이 부족한 실정이다.

국민연금기금은 2006년 최초 900여억원 규모의 사회책임투자펀드 운용을 시작으로 그 투자규모는 매년 커져 2013년말 기준으로 6조 4,399억원(2013년 기금운용보고서, 국민연금공단)에 이르렀고, 향후에도 투자규모는 지속적으로 확대 될 전망이다. 이러한 전망의 근거는 첫째, 이미 420조원을 넘어섰고 앞으로도 일정기간 계속적으로 증가할 막대한 국민연금기금의 규모가 가지는 시장에 대한 영향력과 둘째, 국민연금기금은 장기적 관점의 자산보유가 불가피한 장기 투자자라는 점을 들 수 있다.

세 번째는 공적 연기금에 대한 국내외의 사회적 요구이다. 국민연금기금은 국민들이 납부한 보험료로 조성된 공적 연기금으로서 그 운용에 있어 여러 가지 사회적 요구에 직면하고 있다. 더구나, 국민연금기금은 2009년 6월 국제적 책임투자 권고 규범인 유엔 책임투자원칙(UN PRI : Principle of Responsible Investment)<sup>3)</sup>에 공식 가입한 이래 사회책임투자에 대한 국제사회의 요구 역시 증가하고 있다. 이미 많은 해외 대형투자기관과 공적 연기금들이 가입을 한 상태이고 국민연금기금도 UN

---

3) 2006년 발표된 UN-PRI는 ESG(Environment, Social, Governance) 이슈가 투자의 장기적인 성과와 지속가능한 사회발전에 기여할 수 있는 것으로 보고, 전 세계 대규모 기관투자자들에게 책임있는 수탁자로서의 의무를 다하도록 기본원칙을 제정하여 회원들로 하여금 자발적으로 준수할 것을 권고함

PRI 가입기관 간의 정보교류를 통해 책임투자 관련 이슈를 수집하는 등 투자정책에 단계적으로 반영을 추진하고 있다.

넷째, 국민연금기금은 2009년 UN PRI 가입과 함께 같은 해 12월 사회책임투자 요소를 고려하여 의결권을 행사하도록 의결권행사지침에 ESG(Environment, Social, Governance) 원칙을 명시하고, 2011년 2월 ESG 리서치업무 개시, 2013년 책임투자팀을 신설하는 등 국민연금기금의 사회책임투자 인프라 강화 행보에서 사회책임투자 확대 전망의 근거를 찾을 수 있다.

이처럼 국민연금기금의 사회책임투자 규모 확대와 실행 의지는 선진 외국에서처럼 사회책임투자가 기업의 가치를 향상시키고, 중장기적으로 주식시장에서 초과수익률을 기대할 수 있을 거라는 판단에서다. 하지만 이러한 판단이 국내 시장에서도 실증적으로 실현되고 있는 지는 반드시 검토할 필요가 있다. 그것은 국민연금 가입자로부터 기금운용을 위탁받은 기관투자자의 책임이자 의무일 것이다.

사회책임투자나 뮤추얼펀드의 운용이 활성화되어 있는 영국이나 미국의 경우 펀드 성과평가에 대한 연구가 활발하나 국내는 사회책임투자의 개념이 도입된 지 오래되지 않았고, 펀드의 운용기간도 그리 길지 않아 이에 대한 연구가 아직 부족한 실정이다. 그나마 최근 들어 국내 사회책임투자펀드와 사회책임투자지수의 투자성과에 관한 실증분석 연구가 이루어지고 있으나, 초기단계로 아직 일관성이 있는 결론을 도출하지는 못하였다. 그리고 축적된 표본이 부족하여 펀드의 연령이 3년 미만인 경우가 많아 일반화하기 어려운 한계도 있었다.

이에 본 연구는 기존연구에 비해 분석대상을 국내 사회책임투자지수와 사회책임투자펀드로까지 확대하고, 펀드의 성과평가에 있어 6개월 단기부터 5년 장기까지 기간별 분석으로 연구의 타당성을 높이하고자 하였다. 또한, 국민연금기금에서 위탁운용하는 사회책임투자펀드의 투자종목 구성방식 등 운용 특성도 살펴봄으로써 실증분석 결과의 요인을 유추하고, 이와 함께 대표적 공적 연기금인 국민연금기금의 사회책임투자펀드 운용 규모 확대의 타당성에 대한 함의를 모색한다는 점에서 의의가 있다고 본

다. 아울러 이러한 실증분석 연구는 국민연금기금의 사회책임투자 확대에 대한 논리적 근거를 제시하고, 향후 사회책임투자에 대한 올바른 투자전략 수립 등 투자 활성화 등에 기여할 수 있을 것으로 기대된다.

## 제 2 절 연구의 대상과 범위

본 연구의 목적은 투자규모가 확대되고 있는 국민연금기금의 사회책임투자가 유용한 투자방식으로서 타당한 지를 분석하는 데 있다. 국민연금기금의 사회책임투자는 스크리닝을 통한 사회책임투자펀드의 위탁운용방식과, 의결권 행사와 같은 주주행동 방식으로 주로 이루어지고 있다. 주주행동 방식은 기업을 선별하여 투자하는 사회책임투자펀드 운용방식에 비해 기업으로 하여금 ESG와 관련한 경영개선 등 사회적 책임을 다하도록 직접 요구하는 보다 적극적인 방식이다. 하지만, 아직 국민연금기금의 의결권 행사 등 주주행동에 대해서는 행사 수준 등에 있어 사회적 합의가 이루어져 있다 할 수 없으며, 이에 대한 성과를 측정하는 것에도 어려움이 있다.

따라서, 본 연구에서는 국민연금기금의 사회책임투자 방식 중 ESG 기준을 준수하는 기업을 선별하여 투자하는 스크리닝 방식의 사회책임투자펀드를 연구대상으로 한다. 사회책임투자펀드는 ESG 요소 등을 고려하여 지속가능한 기업에 투자함으로써 장기적으로 안정적인 수익을 기대하고, 그 과정에서 기업의 사회적 책임 유도 등 공공성도 추구하고 있다. 그러므로 사회책임투자가 장기적으로 일정 수준의 수익률을 달성할 수 있다면, 공적 연기금으로서 공공성을 가지는 사회책임투자는 국민연금기금의 운용에 있어 유용한 투자방식이 될 수 있다. 하지만 국민연금기금의 사회책임투자가 시장수익률을 장기적으로 하회하거나, 다른 전통적 펀드운용보다 투자성도가 저조하다면 투자규모가 확대되고 있는 국민연금기금의 사회책임투자는 재검토되어야 할 것이다.

본 연구에서는 국민연금기금의 사회책임투자 타당성을 확인하기 위해 먼저 문헌연구를 통한 국민연금기금의 성격과, 사회책임투자의 개념 및 연구들을 정리한다. 또한 연기금 운용자의 투자의사 결정시 가장 기본이

되는 경제적 유의미성을 확인하기 위해 사회책임투자펀드의 성과평가에 적합한 모형을 도출한 후, 연구목적과 선행연구에서 제기된 사회책임투자펀드 성과와 관련된 가설을 설정하고 이를 실증분석한다.

실증분석은 국내 사회책임투자의 시장수익률 초과 달성여부 확인을 위해 국내 SRI 대표지수인 한국거래소 사회책임투자지수(KRX SRI)<sup>4)</sup>와, 국민연금기금에서 투자결정시 시장 벤치마크 지수로 사용하는 KOSPI와의 5년간(2009년~2013년) 수익률 자료를 비교한다. 또한, 사회책임투자펀드와 일반 주식형펀드의 투자성과 비교를 위해 2013년 12월 기준으로 국내에서 운용되는 사회책임투자펀드와 일반 주식형펀드의 위험을 고려한 투자성과를 비교분석한다.

실증분석 자료는 국민연금기금의 사회책임투자펀드별 위탁운용 내역에 대한 자료수집이 제한되어 있는 관계로 국내에서 공모형으로 운용되는 사회책임투자펀드자료를 사용한다. 이로 인해 국민연금기금의 사회책임투자 성과를 직접적으로 제시하지는 못하지만, 국민연금기금의 사회책임투자가 전액 민간 자산운용사에 위탁운용 되고 있는 점, 펀드유입 대상 기업 선정과 투자비중 결정 역시 위탁운용사의 자체 기준에 의거하여 이루어지고 있는 점 등을 고려할 때, 투자방식에 있어 큰 차이가 있지 않으므로 민간시장에서 운용되는 사회책임투자펀드의 투자성과를 통해 국민연금기금에서 민간운용사에 위탁운용하는 사회책임투자펀드의 성과를 간접적으로 유추해 볼 수 있다고 판단된다.

또한, 이러한 간접적 유추를 통한 분석의 오류를 최소화하기 위해 국민연금기금에서 위탁운용하는 사회책임투자펀드의 운용 기준과 절차, 투자방식의 특성을 사례분석을 통해 보완할 것이다. 이를 통해 이러한 성과의 차이 발생이 어디에서 기인하며, 국민연금기금의 사회책임투자는 사회책임투자의 이론적 개념과 얼마나 부합하는 지 등에 관하여 살펴봄으로써 정책적 시사점을 도출하고자 한다.

---

4) 국내기업의 사회책임투자 및 지속가능경영 인식제고를 위하여 산출된 주가 지수로서, 한국거래소에서 유가증권시장 및 코스닥시장의 사회책임투자 우수 기업 70종목을 구성종목으로 2009년 1월 2일을 1,000p로 하여 2009년 9월 14일부터 산출·발표하였다.

## 제 2 장 이론적 기초와 선행연구 검토

### 제 1 절 이론적 기초

#### 1. 사회책임투자의 배경과 개념

일반적으로 사회책임투자는 투자의사결정을 할 때 재무적 정보뿐만 아니라, 환경·사회·지배구조 등 기업의 지속가능성에 영향을 미치는 요소들을 동시에 고려하여 장기적 관점에서 투자하는 방식을 의미한다.

사회적, 윤리적 기준에 대한 고려는 이미 1700년대 종교적인 차원에서 시작되었다고 할 수 있으나, 현대적인 의미의 SRI가 시작된 것은 1960년대부터라고 할 수 있다. 이 시기는 시민권과 여성의 권리, 반전과 환경운동에 이르기까지 일련의 사회, 환경적 문제에 대한 관심이 고조되던 때였다. 1971년 미국 감리교 신자들이 설립한 ‘Pax World Fund<sup>5)</sup>’는 군수산업, 담배산업, 도박산업 등 감리교의 종교적 신념에 반하는 기업에 투자하기를 거부하기도 했다(송원근·오건호, 2008).

1970년대 남아프리카공화국 인종차별, 베트남전쟁 등을 거쳐 1980년대 체르노빌 핵발전소 붕괴 등으로 전 세계적으로 환경문제가 대두되면서 사회책임투자의 관심은 윤리문제 중심에서 환경 및 사회문제로 확대되었다. 여기다 2001년 미국 Enron사와 Worldcom사의 회계부정사건 등으로 기업지배구조까지 투자의사결정에 있어서의 주요한 이슈로 등장하게 된 것이다.

이 후 연기금 등 기관투자자의 등장으로 사회책임투자는 투자 리스크 관리 차원에서 사회적 책임을 다하는 기업을 선별하여 투자하는 형태로

---

5) 현대적 의미의 최초의 SRI펀드로 베트남전쟁으로부터 수익을 창출하는 기업들을 투자에서 배제하는 뮤추얼펀드이다(한국사회책임투자포럼, 2013). 한편 영국은 1984년에 설립된 Friends Provident Stewardship Fund가 있으며, 호주는 1986년에 설립된 Tower Ethical Growth Portfolio가 초기 SRI펀드들이다. 일본은 비교적 최근인 1999년에 Nikko Eco fund가 출범하였다(송원근·오건호, 2008).



변모하게 되었다. 이에 따라 현재적 의미의 사회책임투자는 수탁자 신인 의무에 대한 보다 책임있는 대응으로서 “재무적 요인 이외에도 투자성과에 직·간접적인 영향을 미치는 ‘환경, 사회 및 지배구조 문제(ESG 리스크)’에 대한 고려를 통해 투자수익을 제고하기 위한 수탁자의 책임성 있는 투자”라는 개념으로 새롭게 정의하기도 한다. 결국 사회책임투자는 그 일차적인 목적이 포괄적 리스크 관리를 통한 투자수익의 극대화이며, 사회변화에 대한 추구는 간접적이고 우회적인 방식으로 이루어지는 양상으로 변화하고 있다고 보는 시각도 있다(유상현, 2006).

최근 들어 유엔책임투자원칙(UN PRI) 등에서는 SRI의 S(사회)를 생략하고 책임투자(Responsible Investment, 이하 RI)라고 호칭하기도 한다. 이는 과거 SRI가 사회에 대한 책임에 방점을 찍고 규범적으로 접근해 왔다면, 근래의 SRI는 지속가능한 투자수익을 강조하면서 이를 구현하기 위한 수단적 요소로서 ESG분석 및 투자전략을 실행한다는 점에서 수탁자의 책임에 방점을 찍고 있다고 볼 수 있다(한국증권연구원, 2006)

사회책임투자의 유형에는 크게 사회적 선별투자(Social Screening), 주주행동(Shareholder Activism 또는 Shareholder Engagement), 사회적 투자(Social Investment 또는 Social Finance)로 나누어 볼 수 있다. 사회적 선별투자는 사회적으로 비난받는 산업(술, 담배, 도박, 포르노 등)에 종사하는 기업을 투자대상에서 제외하거나, 사회적 책임을 다하고 있는 기업들을 적극적으로 투자대상에 포함시키는 것을 말한다(곽관훈, 2006).

두 번째의 주주행동주의(Shareholder Activism 또는 Shareholder Engagement)는 단순히 ESG 기준에 따른 기업을 선별하여 투자하는데 그치지 않고, 주주로서 경영진들과의 적극적인 대화, 대리투표(Proxy Voting), 주주제안(Shareholder Resolution), 투자철회(Divestment) 등을 통해 기업의 ESG 관련 경영을 개선하고 유도하는 역할을 수행한다. 따라서 사회적 선별투자가 장기적이고 구조적인 성격을 갖는데 비해 주주행동주의는 기업과의 직접대화를 통해 즉각적인 효과를 노리는 적극적인 투자방법이다. 1990년 이후 캘리포니아주 공무원연금(CalPERS)등 미국의

공적 연기금들은 적극적으로 주주행동주의를 채택하여 이를 실행해 오고 있다.

세 번째 사회적 투자(Social Investment 또는 Social Finance)는 투자대상을 정함에 있어 사회전체에 이익을 고려하여 투자하는 방식을 말한다.

현재 국민연금기금의 사회책임투자는 위의 세 가지 투자유형 중 ‘사회적 선별투자(Social Screening)’ 방식에 의해 주로 이루어지고 있다. 대표적인 예가 바로 2006년부터 사회적 선별투자 방식으로 국민연금기금에서 위탁운용되고 있으며 점증적으로 투자규모가 확대되고 있는 사회책임투자펀드이다. 최근 ‘주주행동’의 투자방식이 미국 등 선진국에서 활성화되고 있는 경향을 보이고 있다. 이에 우리나라에서도 최근 국민연금기금의 의결권 행사참여 등 두 번째 유형의 ‘주주행동’ 방식에 의한 사회책임투자 논의가 매우 활발히 이루어지고 있다. 하지만 아직 사회적 합의가 이루어지지 않은 초기단계로써 해외 연기금 운용과 같이 활성화되어 있다고 할 수 없다. 그리고 마지막 유형의 ‘사회적 투자’ 역시 시장수익률 하회 가능성과 사회적 논의 부족 등으로 인해 본격적인 투자는 이루어지고 있지 않으므로 국민연금기금의 주요 사회책임투자 방식이라 할 수 없어 보인다.

이상의 논의에서처럼, 사회책임투자는 종교적, 윤리적 동기에서 출발하였으나, 계속 진화하면서 현대에 들어 환경, 사회, 지배구조 등을 고려하는 지속가능한 투자수익을 강조하는 방식으로 발전되고 일반화되었음을 알 수 있다. 공적 연기금 특히 적립추세의 국민연금기금은 특성상 중장기적인 자산보유가 불가피하므로, 투자 리스크관리 차원에서 재무정보 이외에 사회적 책임을 다하는 기업을 선별하여 투자함으로써 투자대상기업의 지속가능성을 담보해 나가는 것이 투자의사결정의 주요 요인이 될 수 있다는 점이 강조되고 있다.

## 2. 국민연금기금의 성격

국민연금기금의 성격과 관련해서는 상반된 시각이 존재한다. 바로 국

민연금기금은 기금의 금융적 수익률을 최대한 높이는 방향으로 투자해야 된다는 견해와, 투자수익율도 중요하지만 국민경제의 전반적 발전을 위한 경제사회적 목적의 투자를 강화해야 한다는 대립적인 시각이 그것이다. 이러한 시각의 차이는 국민연금기금의 성격에 대한 인식 차이를 반영하고 있는데 전자는 국민연금기금을 ‘신탁기금(trust fund)’ 적 성격을 갖고 있는 것으로 보고 있으며 후자는 국민연금기금이 ‘사회투자자본(social investment capital)’ 적 성격을 갖고 있는 것으로 인식하고 있다(김연명, 2012).

2013년말 기준으로 이미 420조를 넘어선 국민연금기금을 어디에 어떻게 투자하는 가는 국민연금제도 뿐만 아니라 금융시장과 기업지배구조 등 우리나라 경제 전반에 미치게 될 막대한 영향을 고려하였을 때, 이러한 기금의 성격 규명은 매우 중요한 문제라 할 수 있다. 또한, 이는 향후 국민연금기금의 사회책임투자 방향 설정에 있어서도 쟁점이 될 수 있다.

‘신탁기금’으로서의 국민연금기금을 보는 시각은 국민연금기금은 가입자들이 노후의 소득을 보장하기 위해 특정 기관에 맡긴 돈으로 수탁기관은 기금의 수익률을 최대한 높여 가입자의 노후소득보장에 기여해야 하는 것으로 보고 있다. 국제적으로 세계은행이 주도한 것으로(Carmichael and Palacios, 2004; Holzman and Hinz, 2005) 공적연금기금의 투자방향을 인식하는 국내외의 주류적 견해로 볼 수 있다(김연명, 2012).

국민연금법에서도 국민연금기금을 신탁기금 성격으로 인식하고 있는 것으로 해석된다. 국민연금법 제101조 ‘기금의 설치 및 조성’ 규정에는 “①보건복지부장관은 국민연금사업에 필요한 재원을 원활하게 확보하고, 이 법에 따른 급여에 충당하기 위한 책임준비금으로서 국민연금기금을 설치한다.”고 되어 있다. 동법 제102조 제②항에는 “보건복지부장관은 국민연금 재정의 장기적인 안정을 유지하기 위하여 그 수익을 최대한 증대시킬 수 있도록.....기금을 관리·운용하되...”라고 규정하고, 동조 제③항에서는 “....기금을 관리·운용하는 경우에는 자산 종류별 시장수익률을 넘는 수익을 낼 수 있도록 신의를 지켜 성실하게 하여야 한다.”라고 명시되어 있다. 이를 통해 기금운용에 있어서의 수익성 제고 원칙이 중요시

되고 있음을 실정법에서 알 수 있다.

한편, 주은선(2011)은 신탁기금설을 비판하면서 공적 연기금은 개별 계약이 아닌 사회적 계약에 의해 조성되고 가입자에 대한 급여지급의 약속과, 미래 세대에 대한 사회보장 약속의 가치를 보장하는 것은 사회라고 주장한다. 따라서 공적연기금의 궁극적인 목적은 높은 수익성이 아니라 안정적이고 지속적인 보장에 있으며, 사회 전체의 이익과 분리되는 연기금 자체의 이익은 존재하지 않으므로 사회 전체의 편익 증진을 위한 연기금의 투입은 궁극적으로 연금제도의 안정성을 제고하는 방편이 될 수 있다고 하였다.

국민연금기금을 ‘사회투자자본’적 성격을 갖는 것으로 인식하는 시각은 국민연금기금이 전 국민에게 보험료를 걷어 재원을 조성한 것이기 때문에 경제사회발전을 위한 투자를 늘리게 되면 그 혜택은 결국 전 국민에게 돌아오고 장기적으로 연금재정을 부담할 수 있는 경제적 기반, 즉 고용량의 증가와 조세기반을 강화시킴으로써 연금제도의 운영에 유리한 환경을 조성한다는 것이다. 또한 국민연금기금이 금융시장에서 차지하는 비중으로 인해 가격수용자(price-taker)가 아닌 가격결정자(price-maker)가 되었으며, 단일 기금의 지배력이 과도해지는 독과점시장에서 국민연금기금의 신탁기금적 이해는 여러 가지 사회경제적 문제를 발생시켜 국민연금기금은 물론 궁극적으로 국민연금제도에도 부정적 영향을 미치게 될 가능성이 높다고 하였다(김연명, 2012).

이처럼 연기금의 ‘수익적 임무’를 강조하는 신탁기금적 시각과 ‘사회적 임무’를 강조하는 사회투자자본적 시각은 공적연기금의 성격을 다르게 인식하고 있으며 어느 입장에 서는가에 따라 기금투자의 방향에 현저한 차이가 나타난다. 따라서 국민연금기금의 성격을 어떻게 볼 것인가의 문제는 종국적으로 국민연금기금의 투자원칙과 방향에 상당한 영향을 미칠 수 밖에 없다.

현재까지의 정부와 학계의 주류적 의견은 국민연금기금을 신탁기금으로 이해하고 있다고 볼 수 있으며, 이는 국민연금법에서도 명시하고 있음을 확인하였다. 이러한 주류적 의견은 국민연금기금의 사회책임투자

유형에 있어서도 시장수익률을 하회할 수 있는 ‘사회적 투자(Social Investment)’보다는 ‘사회적 선별(Social Screening)’ 투자나 ‘주주행동주의(Shareholder Activism)’에 집중하게 되는 주요 요인인 것으로 판단된다. 본 연구에서 국민연금기금의 사회책임투자 타당성을 분석함에 있어서도 수익성 검증을 위해 사회책임투자의 투자성과를 기간별로 실증분석할 것이다.

### 3. 국민연금기금의 투자 현황과 투자 원칙

국민연금기금의 분야별 투자현황을 살펴보면, [표 1]와 같이 국내외 채권과 주식, 대체투자로 분산투자되고 있으며, 과거 채권중심 투자에서 주식과 대체투자의 비중이 늘어나고 있는 추세이다.

[표 1] 국민연금기금의 자산 규모

(2013.12월말 기준, 단위 : 억원)

구분	계	금융부문				기타
		소계	채권	주식	대체투자 등	
금액	4,269,545	4,264,473	2,578,003	1,283,243	403,227	5,072
비중	100%	99.9%	60.4%	30.1%	9.4%	0.1%

자료 : “2013 국민연금 기금운용보고서 개정판”(2013, 국민연금공단)

이 중 국민연금기금의 사회책임투자펀드는 전액 위탁운용 방식으로 운용되고 있으며 운용규모는 6조 4,399억원(2013년말 기준)으로 전체 국민연금기금 자산규모에서 1.5%를 차지하고 있다. 국민연금기금에서 국내 주식은 128조 3,243억원이 운용되고 있는데 이 중 위탁운용액이 41조 3,088억원이며, 사회책임투자형 위탁액은 전체 주식위탁 운용액에서의 비중은 15.5% 수준이라 하겠다. 그리고 [표 2]에서 보는 바와 같이 연도별 사회책임투자펀드의 운용 규모는 증가하고 있는 추세이다.

[표 2] 국민연금기금의 사회책임투자펀드 운용 규모

(단위 : 조원)

구분	2007년	2008년	2009년	2010년	2011년	2012년	2013년
금액	0.4	0.6	1.3	2.4	3.4	5.2	6.4

자료 : “2013 국민연금 기금운용보고서 개정판”(2013, 국민연금공단)

국내 민간시장에서 공모형으로 운용되고 있는 사회책임투자펀드의 운용규모가 1조 2천억원(2013년말 기준, 펀드평가사 제로인) 수준임을 감안하면 국내 사회책임투자펀드 시장에서 국민연금기금이 상당한 비중을 차지하고 있음을 알 수 있다.

「국민연금기금운용지침」에 의하면 국민연금기금의 투자는 안정성, 수익성, 공공성, 독립성, 유동성의 원칙에 따라 운용하여야 한다고 명시하고 있다. 투자원칙들을 세부적으로 살펴보면 국민연금기금은 가입자들의 미래 연금급여 지급을 위한 책임준비금이기 때문에 기금운용의 안정성이 보장되어야 한다. 안정성과 수익성은 서로 상충관계(trade-off)에 있어 과도한 수익성 추구는 상응하는 위험을 수반하므로 투자하는 자산의 전체 수익률 변동성과 손실위험이 허용된 범위 안에 있도록 안정적으로 운용하여야 한다.

둘째는 수익성이다. 기금운용의 목적은 연금재정의 장기 안정과 미래 원활한 연금급여 지급을 위해 운용수익을 최대로 증대시키는데 있다(국민연금법 제102조). 이는 허용위험 범위내에서 운용수익 최대화를 통해 안정적인 기금증식과 가입자의 보험료 부담 완화에 기여해야 함을 의미한다. 따라서, 가입자의 부담, 특히 미래세대의 부담 완화를 위하여 가능한 한 많은 수익을 추구하여야 한다.

세 번째 공공성 원칙과 관련하여 국민연금기금은 전 국민을 대상으로 하는 제도이고, 적립규모가 국가경제에서 차지하는 비중이 크기 때문에 국가경제 및 국내 금융시장에 미치는 과급효과를 감안하여 운용하여야 한다.

네 번째 기금운용은 다양한 이해관계들(근로자, 사용자, 자영업자, 정

부 등)로부터 기금 본연의 목적과 원칙을 지켜나가는 것이 중장기적으로 관련 모든 이해관계자들의 이익을 충족시키는 최선의 방법이므로 다른 목적을 위하여 이러한 독립성 원칙이 훼손되어서는 안 된다.

마지막으로 유동성이다. 미래 본격적인 연금급여 지급시점이 도래 시 대규모의 지속적인 자산매각은 기금보유 자산의 원활한 현금화를 어렵게 할 뿐 아니라 해당 자산가격의 급락 등 시장 충격을 초래할 수 있다. 그러므로 기금운용에 있어 향후 안정적인 연금지급을 위해서는 처분시의 유동성 확보방안을 사전에 고려해야 한다. 유동성 원칙은 지금 당장에는 부각되지 않는 문제인 것으로 인식될 수 있으나, 국민연금기금이 국내 금융시장에서 차지하는 비중을 고려할 때 결코 등한시해서는 안 되는 투자원칙이라 하겠다.

국민연금기금은 단순히 수익성과 안정성을 위주로 한 일반기금 또는 여타 민간 금융기관의 자금운용 원칙과는 달리 공공성과 독립성, 유동성이라는 가치가 부가적으로 요구된다. 국민연금기금은 단순히 공적기금이라는 성격이나 미래 연금지급을 위한 준비금이라는 특징 외에 그 규모의 거대함으로 인하여 국민경제에 지대한 영향을 미칠 수 있기 때문이다.

## 제 2 절 선행연구 검토

### 1. 사회책임투자의 타당성에 관한 연구

사회책임투자의 타당성에 대해서는 상반된 견해가 존재하고 있다. 우선 부정적 견해를 가진 그룹으로서 신고전주의 경제학이론에 따르면, 사회책임투자 전략은 투자기회를 제한할 뿐만 아니라 기업의 윤리적·사회적 성과를 검색하고 감시하는 비용도 수반하게 되므로, 궁극적으로 투자자 부의 극대화를 저해한다고 주장한다(Cummings, 2000).

게임이론적 관점에서 모든 기업들이 자신의 사회적 책임활동을 증가시킨다면 모든 투자자들이 함께 좋아질 수 있겠지만, 여타 투자자들에게 그러한 투자를 하게끔 하면서도 자신은 사회책임투자 때문에 발생하는

비분산투자자로 인한 비용을 부담하지 않음으로써 단기적으로는 이득을 챙길 수 있다는 것이다. 굳이 이러한 게임이론적 측면이 아니더라도, 흔히들 누구나 말로는 사회적 책임활동이 활발한 기업의 제품이나 서비스를 구매하겠다고는 하지만, 막상 이를 위해 비용을 더 지불한 용의가 있는 이들은 많지 않다는 점을 들고 있다(권순원 외 3, 2012).

이 외에도 ‘효율적 시장가설’에 의해 주가가 사회적·환경적 리스크를 포함한 모든 정보를 이미 반영하고 있으므로 좋은 기업들의 초과이윤 가능성을 부정하였으며, 이와 함께 기업들의 사회적 성과 측정의 어려움 등을 근거로 제시하였다. 그리고, 이러한 일반적인 비판론에다 공적 연기금의 경우에는 연기금의 정치적 이용을 문제로 제기하기도 하였다(유상현, 2006).

이에 비해 사회책임투자에 대해 우호적 견해를 가진 그룹도 존재한다. 주식시장이 본질적으로 단기적 속성을 갖고 있기 때문에 기업의 사회적, 환경적 측면 등 장기적 요인들을 가격에 모두 반영하지 못함으로 인해 가격오류가 발생하므로 장기간의 투자기간을 생각할 경우에는 사회적 선별을 통한 투자가 더 높은 성과를 실현시킬 수 있다고 주장하였다(권순원 외 3, 2012).

또한, 연기금의 운용을 둘러싼 정치적 영향력과 이해관계의 갈등은 단지 사회책임투자의 수행에 국한된 문제만은 아니므로, 공적 연기금의 사회책임투자에 대한 타당성 논쟁은 ‘공적 연기금의 정치적 이용’이 아닌 ‘사회책임투자의 수탁자 신인의무 위배 여부’와 ‘사회책임투자의 재무적 편익’에 의해 판별되어야 할 것이라고 반박한다. 오히려 수탁자 신인의무에 위배되는 것은 자신들의 단기적 성과의 보상을 위하여 수익률의 장기적 경향에 대한 왜곡을 가져올 수 있는 공적 연기금 자산운용사의 단기 성과주의적 운용행태라고 주장하였다(Sethi, 2005). 따라서 투자대상 기업 선정에 있어 지속가능성에 주목하는 사회책임투자는 장기투자자에게 적합한 투자기법이라 할 수 있다는 것이다.

이러한 논란에도 불구하고 UN PRI 제정 등 사회책임투자에 대한 국제사회의 움직임은 활발해지고 있다. 이는 금융투자의 세계화 및 자본의



이동성 확대에 따라 대외적으로 기업이 사회와 환경에 책임을 다해야 한다는 국제사회의 압력이 그만큼 높아지고 있기 때문이다. 이에 따라, 대내외적 환경변화와 경제적 중요성 차원에서 공적 연기금, 특히 국민연금 기금의 사회책임투자 논의는 실증적 연구를 통해 더욱 본격화할 필요가 있다고 판단된다.

## 2. 사회책임투자의 성과에 관한 실증분석 연구

사회책임투자의 성과에 대한 실증분석 연구는 사회책임투자가 시장수익률 또는 기존의 전통적인 펀드 투자방식과 비교하여 초과수익을 실현하고 있는 지 여부를 주요 대상으로 하고 있다.

Hamilton, Jo and Statman(1993)은 미국에서 1985년 이전에 설정된 17개 사회책임투자펀드와 170개의 전통적인 펀드의 수익률을 비교하고, 1986년 이후 설정된 15개의 사회책임투자펀드와 150개의 전통적인 펀드의 수익률을 비교하였다. 그 결과 양 집단 모두 유의한 차이를 보이지 않았다. Reyes and Grieb(1998)은 Hamilton, Jo and Statman(1993) 연구를 확장하였다. 전통적인 방법론을 개선하여 1986년~1995년 사이 미국 15개 사회책임투자펀드의 수익률을 위험이 유사한 전통적 펀드집단과 비교한 결과 수익률에 있어 유의한 차이가 없음을 보여주어 Hamilton, Jo and Statman(1993)의 연구결과를 확인하였다.

Mallin, Saadouni and Briston(1995)은 영국의 윤리펀드 29개를 대상으로 1986년~1993년 사이의 수익률을 벤치마크와 비교분석하였다. 비교대상은 규모와 성격이 유사한 펀드를 쌍대표본으로 하여 비교한 결과 윤리펀드의 시장성고가 벤치마크 보다 오히려 낮다는 것을 발견하였다. 이와는 대조적으로 Statman(2000)은 사회적으로 책임성이 있는 기업으로 구성된 주가지수인 DSI(The Domini Social Index)와 S&P 500지수를 1990년~1998년 기간에 비교하였다. 그 결과 DSI와 S&P500은 유사한 수준의 수익률을 보였다. Statman(2000)은 1990년부터 1998년 사이 뮤추얼펀드와 사회책임투자펀드의 성과에 대한 연구에서 사회책임투자펀드의 평균수익률이 일반펀드보다 다소 높지만 유의한 차이는 없다고 제시하였

다.

Renneboog, Horst and Zhang(2008)은 영국과 미국의 사회책임투자펀드의 수익률이 시장수익률과 비슷하거나 조금 높은 반면 유럽이나 아시아 국가의 사회책임투자펀드는 시장대비 수익률을 하회한다고 주장하였다.

사회책임투자펀드의 성과에 관한 국내 연구를 살펴보면 박정윤, 정효진(2009)은 2007년 10월 기준으로 8개의 사회책임투자펀드와 270개의 일반주식형 펀드의 수익률을 t-검정과 회귀분석모형을 이용하여 비교하였다. 그 결과 사회책임투자펀드의 수익률에 영향을 줄 수 있는 펀드의 연령, 펀드의 설정규모, 펀드의 위험, 펀드 판매회사 수와 같은 변수들을 제외하더라도 사회책임투자펀드가 일반펀드에 비해 수익률이 높은 것으로 나타났다. 하지만, 동 연구의 연구기간이 1년 미만인 점은 한계로 지적할 수 있다.

조강래(2009)는 2005년부터 판매된 사회책임투자펀드의 투자수익을 Sharpe 모형, Treynor 모형 등을 이용하여 K자산운용회사의 사회책임투자펀드와 배당형 펀드, 그리고 성장형 펀드와 비교 분석하였다. 그 결과 사회책임투자펀드가 종합주가지수 보다 상대적으로 변동성이 작았으며, 전통적 펀드인 배당형 펀드 및 성장형 펀드와 성과를 비교한 경우에도 사회책임투자펀드의 성과가 우수한 것으로 나타났다고 하였다. 그러나 이 연구는 연구대상 표본이 K자산운용사가 설정한 펀드로 한정되어 있다는 문제점을 안고 있었다.

고영진, 이상호(2011)는 2005~2010년까지의 사회책임투자펀드 36개와 일반펀드 83개(배당형 펀드 38개, 성장형 펀드 45개)의 성과를 Sharpe 모형, Treynor 모형 등을 통해 비교하였다. 그 결과 사회책임투자펀드는 종합주가지수나 일반펀드(배당형, 성장형)보다 높은 초과수익률을 달성함을 발견하였다. 비교적 많은 표본과 오랜 기간을 대상으로 분석하여 통계적 유의성을 높이하고자 하였다는 것에 의의가 있으나, 펀드의 성과에 영향을 미칠 수 있는 펀드의 연령이나, 설정 규모 등을 고려하지 않은 점은 한계라 할 수 있겠다.

이와 반대로, 박정윤, 손성훈(2011)은 일반 주식형펀드가 사회책임투자 펀드에 비해 높은 수익률을 보여주고 있다는 것을 t검정과 회귀분석을 통해 주장하였다. 2010년 10월 기준으로 운용되고 있는 펀드 중 운용기간 1년 이상, 펀드규모 50억원 이상의 사회책임투자펀드 28개와 일반 주식형펀드 324개를 표본으로 하여 분석하였다. 펀드의 연령과, 설정규모 등 펀드의 성과에 영향을 미칠 수 있는 변수를 고려하였으나, 투자성과의 분석대상 기간을 3년으로 한정함으로 인해 사회책임투자가 가지는 장기적 관점에서의 성과분석에는 한계가 있다 하겠다.

이러한 펀드 간 성과비교에 관한 연구 외에, 우리나라의 대표적 사회책임투자지수인 KRX SRI 지수와 KOSPI의 성과를 비교한 연구도 있다. 이상원(2011)은 2009년 1월부터 2011년 5월까지를 표본기간으로 한 연구에서 KRX SRI 지수가 KOSPI 보다 수익률이 더 높았다고 주장하였다. 그러나 박진우(2013)는 2009년 9월부터 2013년 4월까지의 지수 간 성과비교에서 지수 간 변동 추이가 거의 유사하며 성과에도 별 차이가 없음을 발견하였다.

최근까지의 국내의 사회책임투자에 관한 연구들을 살펴보면 사회책임투자의 투자성과가 시장수익률이나 다른 전통적 펀드보다 높다는 연구(조강래, 2009; 고영진, 이상호, 2011; 이상원, 2011)와 별다른 차이가 없거나 오히려 낮다는 연구(박정윤, 손성훈, 2011; 박진우, 2013)가 나뉘어 있어서 일관성이 있는 결론을 도출할 수 없었다. 이는 사회책임투자의 특성상 장기적인 투자성과 달성이 목표인데 아직 운용 역사가 짧은 국내 사회책임투자의 성과를 측정한다는 것이 다소 제약요인이기 때문일 수 있다.

그럼에도 불구하고 사회책임투자가 투자방식에 있어 중요한 이슈로 부각되고 있는 만큼 사회책임투자의 투자성과에 대한 연구는 지속적으로 필요할 것으로 판단된다. 더구나, 공적 연기금은 그 특성상 사회책임투자 확대에 대한 사회적 요구에 직면하고 있고 실제로도 투자비중이 확대 추세에 있음에도 불구하고 이에 대한 선행연구는 부족한 상태라 할 수 있으므로 이에 대한 추가적 연구가 반드시 필요하다 하겠다.

### 3. 펀드성과평가 측정에 관한 연구

펀드투자의 성과를 측정하는 기본적인 방법은 투자금액에 대한 수익으로 평가할 수 있다. 그러나 수익률만으로 펀드의 성과를 평가할 경우 함정에 빠질 수 있다. 즉, 투자수익이 존재하더라도 그것이 시장수익률이나 무위험자산 수익률과 비교하여 그에 미치지 못하거나, 투자와 관련하여 수익실현에 수반되는 위험에 대한 변동이 너무 크다면 안정적인 수익을 얻지 못하게 되므로 해당펀드의 성과가 우수하다 할 수 없게 된다. 따라서, 펀드투자의 성과를 측정하는 경우에는 수익에 대한 위험 고려가 적절하게 반영되었는지를 종합적으로 고려하여 평가하여야 할 것이다.

위험(risk)과 수익률(return)의 관계를 고려하여 효율적 포트폴리오를 구성하는 연구가 Markowitz에 의해 시작된 이후 Sharpe, Linter, Treynor, Jensen 등의 연구를 거쳐 자본자산가격결정모형(CAPM ; capital asset pricing model)이 완성되었다. CAPM모형은 자본시장이 균형 상태를 이룰 때 자본자산의 기대수익과 위험의 관계를 설명하는 모형이다. 즉, CAPM은 증권시장이 경쟁적이라면 예상위험 프리미엄은 시장위험, 즉 베타 계수<sup>6)</sup>에 따라 비례해서 변화한다고 설명한다. CAPM모형은 개별종목의 총위험을 시장에 연관되어 나타나는 위험(체계적 위험)과 시장과 상관없이 나타나는 위험(비체계적 위험, 즉 기업의 자체 요인으로 발생하는 위험)으로 분류하고 있다(조광래, 2009).

그러므로 투자수익과 위험에 대한 정보를 얻게 되면 투자 성과에 대한 판단을 할 수 있게 된다. 펀드의 수익률을 단순히 시장수익률과 비교할 경우에는 아래의 초과수익 모형을 많이 사용하나, 투자수익에 대한 위험을 고려하여 펀드 간의 투자성과를 비교할 경우에는 일반적으로 Sharpe

---

6) 증권시장 전체의 변동에 대한 개별자산 수익률의 민감도(sensitivity)를 나타낸다. 즉, 베타계수는 증권시장 전체의 수익률의 변동이 발생했을 때 이에 대해 개별기업 추가수익률이 얼마나 민감하게 반응하는가를 측정하는 계수이다. 예를 들어, 증권시장 전체의 움직임을 나타내는 주가지수의 수익률이 1% 증가하거나 감소할 때에 어떤 주식 A의 수익률은 0.5% 증가하거나 감소한다면, 주식 A의 베타계수는 0.5가 된다.

모형, Treynor 모형 등을 이용하여 측정하고 있다. 그리고 이러한 측정 모형은 학문적으로 뿐만 아니라 시장에서도 펀드의 성과를 나타내는 대표적인 도구로 활용되고 있다.

#### (1) 초과수익 모형

펀드의 기본적인 초과수익률( $AR_{jt}$ )은 펀드의 평균수익률에서 시장의 평균수익률을 차감하여 산출한다. 펀드평균수익률( $R_p$ )과 시장(벤치마크 포트폴리오)평균수익률( $R_m$ )은 다음의 [그림 1] 모형을 이용하며, 벤치마크 포트폴리오로는 대부분 종합주가지수를 많이 사용하는 것으로 알려져 있다(권순원 외 3, 2012).

[그림 1] 초과수익 모형

$$AR_{jt} = R_p - R_m > 0$$

$$R_{pt} : t\text{기의 개별펀드 수익률 } (R_{pt} = \frac{P_{pt+1} - P_{pt}}{P_{pt}})$$

$$P_{pt+1} : (t+1)\text{기 개별펀드 순자산가치}$$

$$P_{pt} : t\text{기 개별펀드의 순자산가치}$$

$$R_{mt} : t\text{기의 시장포트폴리오 수익률 } (R_{mt} = \frac{SPI_{t+1} - SPI_t}{SPI_t})$$

$$SPI_{t+1} : (t+1)\text{기의 종합주가지수(KOSPI)}$$

$$SPI_t : t\text{기의 종합주가지수(KOSPI)}$$

#### (2) Sharpe 모형

Sharpe(1966)는 1954년에서 1963년까지 뮤추얼펀드 34개를 대상으로 한 실증분석 연구에서 총위험에 대한 투자보상비율(reward to variability ratio)을 산출하여 펀드를 평가하였다. Sharpe 모형은 샤프지수를 계산하여 펀드의 성과를 평가하는 것으로 실증연구에서 펀드 또는 개별 자본자산의 상대적 투자가치를 판단하기 위해 유용하며 합리적인 분석도구로 받아들여지고 있다.

Sharpe 모형은 초과수익률과 무위험 자산의 수익률을 비교하여 펀드의 위험프리미엄을 산출한다. 여기에서 Sharpe 지수는 펀드의 위험 1단

위에 대해서 초과수익의 정도를 나타내는 지표이다. 다시 말하면, 1이라는 위험을 부담하는 대신에 얻은 대가인 초과수익이 얼마인가를 측정하는 지표로서, 샤프지수 또는 위험보상비율이 클수록 투자성고가 우수하다고 판단하게 된다.

예를 들어 똑같은 수익률을 올린 두 개의 펀드가 있을 경우, 한 펀드는 수익률 기복이 심했고 다른 펀드는 전 기간 동안 안정적인 수익을 냈다면 위험을 조정한 평가등급은 후자가 더 높다는 것이다. 수익률의 편차가 심한 펀드의 경우, 투자자들은 평가 기간 동안 심리적 부담감을 느꼈을 것이기 때문이다. 반면 변동성이 작은 펀드는 수익률의 변동성이 상대적으로 낮기 때문에 더 나은 펀드라고 평가할 수 있다. 샤프지수의 일반식은 다음과 같다.

## [그림 2] Sharpe 모형

$$\text{Sharpe지수} : SI_{jt} = \frac{R_{jt} - R_{ft}}{\sigma_{jt}}$$

= (펀드 평균수익률 - 무위험자산 평균수익률) / 펀드의 표준편차

$SI_{jt}$  : t기간의 j펀드의 Sharpe 실적지수  
 $R_{jt}$  : t기간의 j펀드의 투자수익률  
 $R_{ft}$  : t기간의 무위험자산의 수익률  
 $\sigma_{jt}$  : t기간의 j펀드의 총위험(수익률의 표준편차)

### (3) Treynor 모형

Treynor(1965)는 뮤추얼펀드 투자성고를 평가하기 위하여 펀드가 비교적 적절하게 분산되었다는 가정 하에 체계적 위험에 대한 투자보상비율(reward to volatility ratio)을 산출하여 투자성고를 측정하였다. 즉 펀드구성에 있어서 분산을 통하여 비체계적 위험이 제거되고 펀드는 체계적 위험으로 구성됨을 전제로 하였다. Treynor 지수는 펀드의 초과수익률을 펀드의 체계적 위험으로 나눈 것으로 비율이 높으면 펀드의 초과수익률 정도가 크다고 해석한다.

Treynor 지수는 투자보수에 대한 위험 측정치로 표준편차 대신 체계적 위험수치인 베타계수를 사용하여 평가척도를 산출한다. 이는 포트폴리오가 잘 분산되어 있다면 투자자가 부담하는 위험은 체계적 위험이며 비체계적 위험은 대부분 분산에 의해 제거된다는 생각에 근거한 것이다. Treynor의 일반식은 다음의 [그림 3]과 같다.

[그림 3] Treynor 모형

$$\text{Treynor지수} : TI_{jt} = \frac{R_{jt} - R_{ft}}{\beta_{jt}}$$

= (펀드 평균수익률 - 무위험자산 평균수익률) / 펀드의 베타계수

$TI_{jt}$  : t기간의 j펀드의 Treynor 실적지수  
 $R_{jt}$  : t기간의 j펀드의 투자수익률  
 $R_{ft}$  : t기간의 무위험자산의 수익률  
 $\beta_{jt}$  : t기간의 j펀드의 체계적 시장위험(시장베타)

## 제 3 장 연구의 설계

### 제 1 절 연구문제

본 연구의 목적은 투자규모가 확대되고 있는 국민연금기금의 사회책임투자펀드의 운용이 유용한 투자방식으로서 타당한 지를 분석하는 데 있다. 사회책임투자펀드는 ESG 요소 등을 고려하여 지속가능한 기업에 투자함으로써 장기적으로 안정적인 수익을 기대하고, 그 과정에서 기업의 사회적 책임 유도 등 공공성도 추구한다. 그러므로 사회책임투자가 장기적으로 일정 수준의 수익률을 달성할 수 있다면, 공적 연기금으로서 공공성을 가지는 사회책임투자는 유용한 투자방식이 될 수 있다.

하지만 국민연금법에서 국민연금기금의 수익 최대화와 자산종류별 시장수익률을 넘도록 운용할 것을 명시하고 있는 만큼 실정법상 국민연금기금의 사회책임투자가 시장수익률을 장기적으로 하회하거나, 다른 전통적 펀드운용보다 투자성과가 저조하다면 국민연금기금의 사회책임투자 타당성이 저해되는 만큼 투자규모의 확대는 재검토가 필요할 수 있다.

따라서, 본 연구에서는 이러한 사회책임투자가 수익성 측면에서 벤치마크 목표 수익대비 초과 수익률을 달성하고 있는지를 분석한다. 또한 기존의 전통적인 투자방식인 일반 주식형펀드와의 투자성과와도 비교하여 사회책임투자펀드의 운용이 기회비용 측면에서 유효한 투자수단인지를 실증분석을 통해 확인하고자 한다.

실증분석 대상 자료는 국민연금기금의 사회책임투자펀드별 운용내역이 비공개인 관계로 국내 민간시장에서 공모형으로 운용되는 사회책임투자펀드를 사용한다. 이로 인해 국민연금기금 사회책임투자펀드의 투자성과를 직접적으로 비교하지는 못하지만, 국민연금기금의 사회책임투자가 전액 민간 자산운용사에 위탁운용 되고 있는 점, 펀드유입 대상기업 선정과 투자비중 결정 역시 위탁운용사의 자체 기준에 의거하여 이루어지고



있는 점 등을 고려할 때, 민간시장에서 운용되는 사회책임투자펀드의 운용방식과 차이가 크지 않으므로 이를 통해 국민연금기금 사회책임투자펀드의 성과를 간접적으로 유추해 볼 수 있다고 판단되었다.

그리고 이러한 간접적 유추를 통한 분석의 한계를 보완하고자 국민연금기금의 사회책임투자펀드 운용의 기준과 절차, 투자방식의 특성을 함께 살펴볼 것이다. 투자종목 구성방식 등 사회책임투자가 실제 어떠한 방식으로 이루어지는 지를 살펴봄으로써 투자성과에 대한 실증분석 결과의 요인을 유추하고, 사회책임투자의 이론적 개념에 비추어 국민연금기금의 사회책임투자의 특성과 공적 연기금으로서의 사회책임투자의 타당성에 대한 함의를 모색해 보고자 한다.

사회책임투자의 투자성과에 관한 최근까지의 국내 선행연구를 살펴보면 사회책임투자의 투자성과가 시장수익률 및 일반 주식형펀드와 비교하였을 때, 높다는 연구결과도 있으나, 유의한 차이가 없거나 오히려 낮다는 연구결과도 있었다. 이처럼 일관성 있는 결론을 도출하지 못하고 있는 것은 이에 대한 실증적인 분석 연구의 부족과 함께, 사회책임투자의 특성상 장기적인 투자성과 달성이 목표인데 아직 운용 역사가 짧은 국내 사회책임투자의 성과를 측정한다는 것이 다소 제약요인이기 때문일 수 있다. 또한 그 간의 연구의 경우, 국내 사회책임투자가 초창기인 관계로 축적된 표본이 부족하여 펀드 수가 극히 적거나 펀드의 연령이 3년 미만인 경우가 많아 일반화하기 어려운 한계도 있었다.

본 연구는 투자성과 측정이 장기간을 대상으로 할 때 오류가 감소하는 만큼, 상대적으로 장기에 해당하는 최근 5년까지의 기간별 투자성과를 비교분석 대상으로 함으로써 분석결과의 타당성을 높이하고자 한다. 아울러 사회책임투자의 종목구성과 투자비중 등 투자방식도 함께 살펴봄으로써 투자성과 차이에 대한 요인 유추와 공적 연기금의 사회책임투자 방안 설정에 있어서의 논리적 근거를 제공할 수 있다는 점에서 의의가 있을 것으로 판단된다.

## 제 2 절 연구의 가설

위의 연구문제를 기반으로 하여 본 연구에서는 사회책임투자의 타당성에 있어 중요 기준인 수익성 측면에서의 투자성과를 실증적으로 분석하기 위해 다음과 같이 두 부분으로 나누어 가설을 검증한다.

### 1. 사회책임투자 수익률과 시장수익률의 비교

국내 사회책임투자 수익률과 시장수익률의 비교를 통해 두 집단 사이에 수익률의 차이가 존재하는 지 여부를 실증분석한다.

일반적으로 국내 펀드의 벤치마크 시장수익률은 KOSPI 지수나 KOSPI 200을 주로 사용하고 있으며, 국민연금기금의 사회책임투자펀드의 벤치마크 시장수익률은 KOSPI를 사용하고 있다. 따라서 본 연구에서의 시장수익률은 KOSPI를 사용하기로 한다.

그리고 사회책임투자 수익률은 국내 사회책임투자지수(KRX SRI)와 사회책임투자펀드의 수익률로 한다. 사회책임투자펀드의 수익률 비교에 앞서 KRX SRI 지수의 수익률을 비교분석하는 것은 KRX SRI 지수가 국내 사회책임투자 우수기업 70종목을 구성종목으로 하여 산출된 주가지수인 만큼 KOSPI 대비 국내 주식시장에서의 전반적인 사회책임투자의 수익성을 확인해 볼 수 있기 때문이다.

국민연금기금의 사회책임투자펀드 운용이 수익성 측면에서 타당성을 가지기 위해서는 기본적으로 적정 수익이 실현될 수 있어야 한다. 즉, 벤치마크 시장수익률과 대비하여 사회책임투자의 수익률이 장기적으로 최소한 낮지 않아야 할 것이다. 그러므로 연구가설 1은 다음과 같이 설정한다.

가설 1 : 사회책임투자의 수익률은 시장수익률보다 낮지 않을 것이다.

1-1 : KRX SRI 지수의 수익률은 KOSPI 수익률보다 낮지 않을 것이다.

1-2 : 사회책임투자펀드의 수익률은 KOSPI 수익률보다 낮지 않을 것이다.

## 2. 사회책임투자펀드와 일반 주식형펀드의 투자성과 비교

국내 사회책임투자펀드와 일반 주식형펀드의 투자성과 비교를 통해 두 집단 사이에 투자성과의 차이가 존재하는 지 여부를 실증분석한다.

펀드의 투자성과를 단순히 투자금액에 대한 수익으로 평가할 수도 있다. 하지만, 투자자의 입장에서 투자수익이 발생하였다 하더라도 시장 수익률이나 무위험자산의 수익률과 대비하여 초과수익을 달성하고 있는 지가 중요하다. 또한, 펀드의 투자수익이 높다하더라도 해당 펀드의 투자위험이 높다면 좋은 펀드라 할 수 없다. 즉, 펀드의 성과평가 시 투자수익과 관련하여 수반되는 위험에 대한 고려가 제대로 반영되어 종합적으로 평가되었는지가 중요하며, 특히 장기투자 성격의 연기금의 경우에는 위험에 대한 고려가 필수적이라 하겠다.

선행연구 역시 펀드의 성과를 측정하는 경우에는 위험과 수익률의 관계를 고려하여 평가하고 있다. 따라서, 본 연구에서도 투자성과는 학문적으로 널리 사용되어지고 있고 시장에서도 펀드성과 측정시 일반적으로 활용되고 있는 대표적인 성과측정모형인 샤프지수와 트레이너지수를 사용하여 비교분석한다.

국민연금기금의 사회책임투자펀드 운용이 수익성 측면에서 타당성을 가지기 위해서는 기존의 전통적인 투자방식인 일반 주식형펀드와 비교하여 기회비용 측면에서 사회책임투자펀드의 투자성과가 장기적으로 최소한 낮지 않아야 할 것이다. 그러므로 연구가설 2는 다음과 같이 설정한다.

가설 2 : 사회책임투자펀드의 투자성과는 일반 주식형펀드의 투자성과보다 낮지 않을 것이다.

2-1 : 사회책임투자펀드의 샤프지수가 일반 주식형펀드의 샤프지수보다 낮지 않을 것이다.

2-2 : 사회책임투자펀드의 트레이너지수가 일반 주식형펀드의 트레이너지수보다 낮지 않을 것이다.

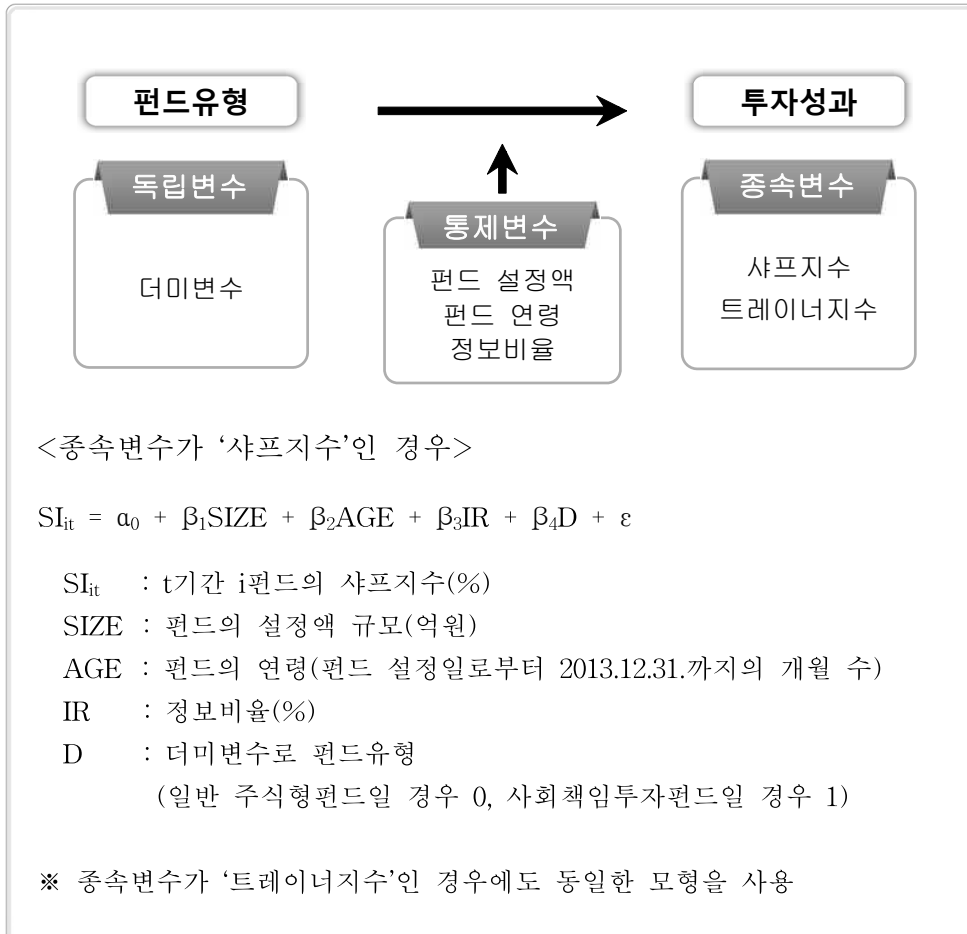
### 제 3 절 연구방법

가설 1의 국내 사회책임투자가 시장수익률 대비 초과수익률을 달성하고 있는지 여부를 검증하기 위해 독립표본 t검정을 사용하여 두 집단 간의 평균수익률을 비교한다. 분석은 2009년 1월 1일부터 2013년 12월 31일까지 5년의 기간 동안에 대한 KRX SRI 지수와 국민연금기금 사회책임투자의 벤치마크 수익률인 KOSPI의 일별 변동에 따른 평균수익률을 비교하고, 이와 함께 국내에서 공모형 펀드로 운용되고 있는 사회책임투자펀드와 KOSPI의 평균수익률을 비교분석하고자 한다.

다음으로 가설 2를 검증하기 위해 국내 사회책임투자펀드의 투자성과와 일반 주식형펀드의 투자성과를 비교한다. 분석 대상은 국민연금기금에서 위탁운용하는 사회책임투자펀드의 최소운용액 규모를 고려하여 설정액 300억 이상이고, 운용기간이 1년 이상인 국내 공모형 사회책임투자펀드와 일반 주식형펀드로 한다. 그리고 2013년 12월 31일을 기준으로 기간별(5년, 3년, 1년, 6개월)로 위험을 고려한 펀드의 투자성과 평가모형을 통해 샤프지수와 트레이너지수를 비교분석하고자 한다.

그런데 펀드의 투자성과에는 많은 변수들이 영향을 줄 수 있다. 따라서 가설 2의 검증은 두 가지 방식으로 나누어 분석하고자 한다. 먼저 펀드의 투자성과에 영향을 미칠 수 있는 변수들을 고려하지 않은 상태에서 두 집단의 투자성과를 독립표본 t검정을 사용하여 검정한다. 그리고, 이러한 결과가 펀드의 투자성과에 영향을 미칠 수 있는 다른 변수들을 통제된 가운데에서도 두 집단 간의 기간별 투자성과에 유의한 차이가 있는지를 확인하기 위해 회귀분석도 함께 실시한다. 선행연구를 통해 펀드의 투자성과에 영향을 미칠 수 있는 변수로는 펀드의 운용규모를 나타내는 펀드 설정액과 펀드의 존속기간인 펀드 연령, 그리고 펀드의 운용능력을 나타내는 정보비율(Information Ratio)을 통제변수로 하고, 펀드 유형을 더미변수로 하여 기간별로 두 집단 간의 투자성과를 비교분석하고자 한다. 통제변수는 펀드평가사인 (주)제로인에서 제공하는 자료를 활용하였다. 이에 대한 회귀모형은 다음의 [그림 4]와 같다.

[그림 4] 회귀모형



가설 검정은 통계학 분석 툴로서 널리 활용되고 있는 SPSS 프로그램을 사용한다.

이러한 가설 검정을 통해 수익성 측면에서의 사회책임투자의 타당성을 확인한 후, 이러한 투자성과의 요인은 무엇이며, 국민연금기금에서 운용하고 있는 사회책임투자펀드가 내용적 측면에서도 사회책임투자의 이론적 개념에 부합되게 운용되고 있는지를 살펴볼 것이다.

## 제 4 절 연구표본

본 연구에서 가설 1의 검정을 위한 시장수익률과의 비교에서는 2009년 1월 1일부터 2013년 12월 31일까지 5년 간의 일별 KRX SRI 지수와 KOSPI를 대상으로 하며, 자료는 한국거래소에서 산출하여 제공하는 지수(Index)를 활용한다. 그리고 KOSPI 수익률과 비교할 국내 사회책임투자펀드의 표본은 다음과 같이 선정하였다.

분석대상 기간이 2009년 초부터 2013년 말까지 5년간이므로 2013년 12월 31일 현재 국내에서 운용되고 있는 사회책임투자펀드 총 50개 중에서 2013년말 기준으로 펀드연령이 5년 미만인 펀드 15개를 제외하였다. 또한, 설정액 없이 실제 운용되지 않고 있는 1개의 펀드를 제외한 총 34개의 국내 사회책임투자펀드를 표본으로 선정하였다. 이에 대한 자료는 펀드평가정보를 제공하는 (주)제로인의 정보사이트를 통해 수집하였다.

가설 2는 사회책임투자펀드와 일반 주식형펀드를 분석대상으로 하고 있다. 펀드의 연구표본은 2013년 12월 현재 국내시장에서 운용되고 있는 펀드를 대상으로 하되, 다음과 같은 기준에 의하여 표본을 추출하였다.

첫째, 현재 운용되는 펀드 중 펀드연령이 1년 이상인 펀드를 대상으로 하였다. 펀드의 성과평가 측정은 일반적으로 3년 이상 존속한 펀드를 대상으로 하고 있으나, 사회책임투자펀드의 운용역사가 아직 초기단계인 국내 투자여건을 고려하여 1년 이상인 펀드로 하였다. 1년 미만 펀드의 경우 펀드의 성과가 시장의 돌발변수 등에 따라 왜곡될 수 있기 때문에 제외하였다.

두 번째, 펀드의 운용규모는 300억원을 초과하는 펀드로 하였다. 이는 [표 3]과 같이 국민연금기금에서 위탁운용하는 사회책임투자펀드의 최소 운용규모가 330억원이므로, 비교대상 펀드의 운용규모 차이로 인해 분석 결과의 타당성이 낮아지는 것을 막기 위해서이다.

이러한 추출과정을 거쳐 사회책임투자펀드는 2013년 12월 현재 운용되는 50개의 펀드 중, 설정액 300억원 이상의 1년 이상 운용되고 있는 5개의 펀드로 한다. 그리고 일반 주식형펀드는 [표 4]에서와 같이 2013년 12월 현재 운용되는 주식형펀드 394개 중, 존속기간이 1년 이상이고 운용

규모가 300억원을 초과하는 159개 펀드를 표본으로 선정하였다. 이 들 자료 역시 펀드평가정보를 제공하는 (주)제로인을 통해 수집하였다.

[표 3] 국민연금기금의 사회책임투자펀드 운용 내역<sup>7)</sup>

(2013. 10월말 기준, 단위 : 십억원)

구분	위탁운용사	평가액
사회책임형투자펀드 1	A 자산운용	110
사회책임형투자펀드 2	B 자산운용	978
사회책임형투자펀드 3	C 자산운용	190
사회책임형투자펀드 4	D 자산운용	82
사회책임형투자펀드 5	E 자산운용	174
사회책임형투자펀드 6	F 자산운용	1,405
사회책임형투자펀드 7	G 자산운용	378
사회책임형투자펀드 8	H 자산운용	1,369
사회책임형투자펀드 9	I 자산운용	110
사회책임형투자펀드 10	J 자산운용	448
사회책임형투자펀드 11	K 자산운용	34
사회책임형투자펀드 12	L 자산운용	35
사회책임형투자펀드 13	M 자산운용	34
사회책임형투자펀드 14	N 자산운용	33

[표 4] 일반 주식형펀드 표본 추출과정<sup>8)</sup>

(2013. 12월말 기준)

표본 추출과정		표본 수
A	현재 운용되는 주식형 펀드	1,339 개
B	A 중에서 운용기간이 1년 미만인 펀드	(-) 66 개
C	(A-B) 중에서 운용규모가 300억원 이하인 펀드	(-) 1,114 개
최종 표본		159 개

7) 국민연금공단 홈페이지 공시자료

8) 제로인에서 제공하는 펀드 정보 사이트(<http://www.funddoctor.co.kr>) 자료

## 제 4 장 실증분석 결과와 함의

### 제 1 절 시장수익률과의 비교분석 결과

#### 1. 사회책임투자지수와 KOSPI와의 독립표본 t검정 결과

표본기간 동안(2009.1.1.~2013.12.31.) 사회책임투자지수(KRX SRI)의 일별 변동에 따른 평균수익률과 우리나라 종합주가지수인 KOSPI의 평균수익률 간에 차이가 있는 지를 확인하기 위해 독립표본 T검정을 실시하였다.

[표 5]에서와 같이 Levene의 등분산 검정결과 유의확률이 0.005로 유의수준 0.05 하에서 귀무가설이 기각되므로 등분산 가정이 만족되지 않음을 알 수 있다. 따라서 두 표본집단 간의 평균차이에 대한 통계량은 0.099이고 자유도는 2469.575, 유의확률 0.921로서 유의수준 0.05하에서 귀무가설이 기각되지 못한다. 따라서 표본기간 동안 KRX SRI 지수와 KOSPI 두 집단 간의 평균수익률에는 차이가 없다고 할 수 있다.

[표 5] KRX SRI 지수와 KOSPI 수익률의 평균 비교 결과

집단 통계량				
category	N	평균	표준편차	평균의 표준오차
KRX SRI	1247	0.0594	1.35600	0.03840
KOSPI	1247	0.0543	1.23239	0.03490



독립표본 검정

	Levene의 등분산 검정		평균의 동일성에 대한 t-검정						
	F	유의 확률	t	자유도	유의 확률 (양쪽)	평균차 차이의 표준오차		차이의 95% 신뢰구간	
								하한	상한
등분산이 가정됨	8.015	.005	.099	2492	.921	.005	.052	-.097	.107
등분산이 가정되지 않음			.099	2469.575	.921	.005	.052	-.097	.107

참고로 [표 6]에서는 표본기간 동안의 KRX SRI 지수와 KOSPI를 비롯한 KOSPI 200, KOSPI 대형주, KOSPI 소형주 지수의 일별 지수 변동에 따른 집단 간 평균수익률의 상관관계를 확인할 수 있다<sup>9)</sup>. 이를 살펴보면, KRX SRI 지수가 KOSPI와는 0.982, 업종을 대표하는 대형주 위주인 KOSPI 200과 KOSPI 대형주 지수와는 0.992와 0.990의 거의 완전상관계수에 가까운 상태임을 알 수 있다. 물론 KOSPI 소형주 지수라도 0.692의 상관계수를 나타내고 있으나 다른 지수와 비교해서는 상대적으로 낮은 상관관계임을 보여주고 있다.

9) KOSPI 200은 유가증권시장에 상장된 전체 종목 중에서 업종 대표성 및 유동성을 감안하여 선정된 200개 종목으로 구성되며, 시가총액을 기준으로 대형주, 중형주, 소형주는 각각 상위 1위 ~ 100위, 101위 ~ 300위, 그리고 300위 이하 종목으로 구성된다.

[표 6] 지수 간 평균수익률 상관관계 분석

		KRX SRI	KOSPI	KOSPI 200	KOSPI 대형주	KOSPI 소형주
KRX SRI	Pearson 상관계수	1				
	유의 확률 (양쪽)					
	N	1247				
KOSPI	Pearson 상관계수	.982**	1			
	유의 확률 (양쪽)	.000				
	N	1247	1247			
KOSPI 200	Pearson 상관계수	.992**	.996**	1		
	유의 확률 (양쪽)	.000	.000			
	N	1247	1247	1247		
KOSPI 대형주	Pearson 상관계수	.990**	.997**	.999**	1	
	유의 확률 (양쪽)	.000	.000	.000		
	N	1247	1247	1247	1247	
KOSPI 소형주	Pearson 상관계수	.692**	.771**	.728**	.729**	1
	유의 확률 (양쪽)	.000	.000	.000	.000	
	N	1247	1247	1247	1247	1247

\*\*, 상관계수는 0.01 수준(양쪽)에서 유의함

이처럼 KRX SRI와 KOSPI 두 집단 간의 평균수익률에 차이가 있다 할 수 없는 것은 우리나라의 KRX SRI가 삼성전자나 현대자동차 등과 같이 대부분의 시가총액 상위 종목들을 포함하고 있고, KOSPI처럼 시가총액 가중방식에 의해 산출되기 때문인 것으로 보인다. 실제, 한국거래소의 2013년 KRX SRI 지수에 편입되어 있는 총 70개의 종목 중 57개 (81.4%)가 국내 시가총액 상위 100위 이내의 기업으로 지수 비중으로는 97.83%를 차지하고 있다. 나머지 13개의 중소형 기업이 KRX SRI 지수에서 차지하는 비중은 2.17%에 그치고 있다.

## 2. 사회책임투자펀드와 KOSPI와의 독립표본 t검정 결과

사회책임투자펀드의 평균수익률과 국민연금기금에서 운용하는 사회책임투자펀드의 벤치마크 수익률인 KOSPI의 평균수익률을 비교하기 위해 독립표본 T검정을 실시한 결과가 [표 7]에 나타나 있다.

Levene의 등분산 검정결과 F통계량이 34.231로 유의수준 0.05 하에서 귀무가설이 기각되므로 등분산 가정이 만족되지 않음을 알 수 있다. 이에 따라 두 표본집단 간의 평균차이에 대한 통계량은 -4.392이고 자유도는 1273.019로서 유의수준 0.05 하에서 두 표본집단 간 평균수익률에는 차이가 없다는 귀무가설이 기각된다. 따라서 사회책임투자펀드와 KOSPI 두 집단의 평균수익률에는 차이가 있다고 할 수 있다. 표본기간인 2009.1.1.부터 2013.12.31.까지 최근 5년간의 두 집단 간 평균수익률을 살펴보면 KOSPI의 평균수익률은 0.0543%인 반면, 사회책임투자펀드의 평균수익률은 0.2106%으로 더 높게 나타났으며, 표준편차는 사회책임투자펀드가 0.0413으로 KOSPI의 1.23239보다 더 작은 것을 확인할 수 있다. 두 집단 간 평균차이는 -0.156, 평균차이의 표준오차는 0.036으로 나타났다.

[표 7] KOSPI와 사회책임투자펀드의 수익률 평균 비교 결과

집단 통계량				
category	N	평균	표준편차	평균의 표준오차
KOSPI	1247	0.0543	1.23239	0.03490
SRI펀드	34	0.2106	0.04130	0.00698

### 독립표본 검정

	Levene의 등분산 검정		평균의 동일성에 대한 t-검정						
	F	유의 확률	t	자유도	유의 확률 (양쪽)	평균차 차이의 표준오차		차이의 95% 신뢰구간	
								하한	상한
등분산이 가정됨	34.231	.000	-.750	1280	.453	-.156	.208	-.565	.253
등분산이 가정되지 않음			-4.392	1273.019	.000	-.156	.036	-.226	-.086

## 제 2 절 일반 주식형펀드와의 투자성과 비교분석 결과

본 연구에서는 사회책임투자펀드와 일반 주식형펀드의 투자성과를 2013년 12월 31을 기준으로 최근 6개월간, 1년간, 3년간 그리고 5년간으로 나누어 기간별로 비교분석을 실시하였다. 이를 위해 독립표본 T검정으로 펀드의 투자성과에 영향을 미칠 수 있는 변수들을 통제하지 않은 상태에서 두 집단 간 평균에 있어서의 유의적인 차이 발생유무를 먼저 확인하고, 아울러 투자성과에 영향을 미칠 수 있는 변수들을 통제한 후에도 투자성과에 있어 펀드 유형에 따라 차이가 있는지를 알아보기 위해 회귀분석도 함께 실시하였다.

### 1. 투자성과에 대한 독립표본 t검정 결과

두 집단 간 기간별 평균비교분석 결과는 다음의 [표 8]과 같다.

[표 8] 사회책임투자펀드와 일반 주식형펀드의 검정변수 간 평균 비교

검정 변수	기간	일반주식형펀드	사회책임투자펀드	평균차	t값 <sup>1)</sup>
샤프 지수	6개월	0.933 (0.513)	0.667 (0.017)	0.267	6.614***
	1년	-0.121 (0.420)	-0.456 (0.027)	0.335	9.456***
	3년	-0.217 (0.244)	-0.482 (0.015)	0.265	12.304***
	5년	0.505 (0.189)	0.472 (0.164)	0.033	0.384
트레 이너 지수	6개월	14.070 (7.867)	9.392 (0.239)	4.677	7.569***
	1년	-1.937 (7.048)	-6.816 (0.459)	4.879	8.194***
	3년	-4.248 (5.213)	-9.876 (0.472)	5.628	11.588***
	5년	10.515 (4.355)	9.856 (3.558)	0.659	0.333

1) 일반 주식형펀드의 투자성에서 사회책임투자펀드의 투자성차를 차감한 평균 값의 유의성 검정을 위해 독립표본 t검정을 실시한 값

2) ( )안의 수치는 표본 집단의 표준편차를 의미함

주) \*\*\* 는 1% 수준에서 유의함을 의미

두 집단의 검정 변수인 샤프지수와 트레이너지수의 기간별 평균 차이를 살펴보면, 5년 기간에서는 모두 유의한 차이가 있다고 할 수 없었다. 다만, 6개월과 1년, 3년 기간에서는 두 집단의 위험을 고려한 투자성에서 모두 유의한 차이가 있다는 것이 확인되었다. 샤프지수의 경우 6개월 기간에서는 평균 차이가 0.267이고, 1년 기간에서는 0.335, 3년 기간에서는 0.265로 모두 일반 주식형펀드의 기간 수익률이 사회책임투자펀드의

기간 수익률보다 유의하게 높은 것으로 나타났다. 트레이너지수의 경우에도 6개월과 1년, 3년 기간에서의 평균 차이가 각각 4.677, 4.879, 그리고 0.659로서 모두 일반 주식형펀드의 기간 수익률이 사회책임펀드의 기간 수익률보다 높은 것으로 나타났다.

펀드의 투자성과에 영향을 미칠 수 있는 여러 요인들을 통제하지 않은 상태에서 두 집단 간의 투자성과를 비교한 결과, 기간에 따라 두 집단 간의 평균 차이가 일부는 확인되었으나, 모든 기간에 걸쳐 유의한 차이가 확인되지는 않았으며, 특히 장기간인 5년 기간에서는 모두 두 집단의 투자성과에 있어 유의한 차이가 있다고 볼 수 없었다.

## 2. 투자성과에 대한 회귀분석 결과

펀드의 투자성과에 영향을 미칠 수 있는 다른 요인들을 통제한 가운데에서도 사회책임투자펀드와 일반 주식형펀드라는 펀드 유형에 따라 두 집단 간의 기간별 투자성과에 차이가 유의하게 나타나는지를 확인하기 위해 회귀분석을 실시하였다. 회귀분석은 종속변수로 펀드의 투자성과를 나타내는 샤프지수와 트레이너지수로 하고, 2013년 12월 31일을 기준으로 최근 6개월, 1년, 3년, 5년으로 나누어 기간별로 회귀분석을 실시하였다. [표 9]는 샤프지수를 종속변수로 하여 기간별 투자성과에 대해 회귀분석한 결과이다.

[표 9] 두 집단의 기간별 샤프지수에 대한 회귀분석 결과

기술 통계량					
		5년 (N=130)	3년 (N=147)	1년 (N=164)	6개월 (N=164)
샤프지수	평균	0.50	-0.23	-0.13	0.93
	표준편차	0.19	0.24	0.42	0.51
유형	평균	0.04	0.03	0.03	0.03
	표준편차	0.19	0.18	0.17	0.17
설정액	평균	1720.96	1757.83	1675.02	1667.81
	표준편차	2127.99	2130.42	2066.96	2037.76
연령	평균	96.71	88.28	82.46	83.66
	표준편차	26.81	29.97	33.93	34.57
정보비율	평균	0.10	-0.06	0.25	-0.48
	표준편차	0.46	0.51	0.77	0.95

변수	VIF			
	5년	3년	1년	6개월
유형	1.012	1.051	1.052	1.035
설정액	1.014	1.007	1.026	1.024
연령	1.111	1.131	1.060	1.022
정보비율	1.103	1.179	1.091	1.036

회귀분석 결과 계수 (종속변수 = 샤프지수)

모형	5년	3년	1년	6개월
상수	0.474*** (0.028) <sup>1)</sup>	-0.187*** (0.024)	-0.254*** (0.033)	1.104*** (0.036)
유형	0.026 (0.036)	-0.015 (0.04)	0.144** (0.07)	0.239*** (0.081)
설정액	0.000*** (0.000)	0.000*** (0.000)	0.000*** (0.000)	0.000*** (0.000)
연령	0.000*** (0.000)	0.000*** (0.000)	-0.001 (0.000)	0.001 (0.000)
정보비율	0.369*** (0.016)	0.432*** (0.015)	0.505*** (0.016)	0.508 (0.014)
F	150.988	259.572	273.372	313.562
R <sup>2</sup>	0.829	0.880	0.873	0.882

1) 괄호 안은 표준오차를 나타냄

주) \*, \*\*, \*\*\* 는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미

샤프지수를 종속변수로 하여 기간별로 나누어 회귀분석을 실시한 결과, 본 회귀모형의 기간별 R<sup>2</sup> 값은 5년이 0.829이고, 3년이 0.880, 1년이 0.873, 그리고 6개월이 0.882로서 독립변수가 종속변수인 샤프지수의 변동을 기간별로 각각 82.9%와 88.0%, 87.3%, 88.2%를 설명하고 있음을 알 수 있다.

또한, 분산분석에서 기간별 F통계량이 5년은 150.988, 3년 259.572, 1년 273.372, 6개월은 313.562로서 유의수준 0.05하에서 의미있는 직선관계를



이론다고 할 수 있으므로 회귀모형이 적합하다 하겠다. 또한 전체 기간에 걸쳐 허용오차(공차한계)는 모두 공차한계가 0.1 이상이고, VIF(Variance Influence Factor)가 10보다 작으므로 다중공선성의 문제는 없다고 할 수 있다.

이러한 회귀모형에서의 분석결과 계수를 기간별로 살펴보면, 5년과 3년에서는 펀드유형에 따른 투자성과는 유의미한 차이가 나타나지 않았다. 하지만 1년에서는 유의수준 5%에서, 6개월에서는 유의수준 1%에서 펀드유형 간의 차이가 유의미한 것으로 나타났다. 다시 말해서, 1년에서는 사회책임투자펀드가 일반 주식형펀드보다 0.144%만큼, 6개월에서는 0.239%만큼 샤프지수가 크다고 할 수 있겠다. 또한 펀드유형의 표준화계수(베타)가 0.059이고, 설정액 변수의 표준화계수가 0.108이므로 펀드유형의 영향력이 설정액 변수의 약 55% 정도라고 할 수 있다. 6개월 기간에서는 펀드유형의 회귀계수가 0.239로 설정액 등 다른 변수들을 통제한 상태에서 0.239%만큼 사회책임투자펀드가 일반 주식형펀드보다 샤프지수가 높게 나타났다.

참고로 통제변수 중 펀드의 운용능력을 나타내는 정보비율 변수가 전체 기간에 걸쳐 샤프지수에 모두 유의한 영향을 주는 것으로 나타났으며, 유의한 표준화계수 중에서도 양(+)의 가장 큰 값을 나타내었다.

펀드의 샤프지수를 종속변수로 하여 기간별로 회귀분석을 실시 한 결과, 다른 변수들을 통제한 상태에서 단기에 해당하는 6개월과 1년에서 더미변수인 펀드유형의 회귀계수가 (+)로 나타났다. 즉, 해당 기간에서는 사회책임투자펀드가 일반 주식형펀드보다 샤프지수가 더 우수하였던 것을 알 수 있다. 그리고 장기에 해당하는 3년과 5년에서는 더미변수인 펀드유형에 따른 샤프지수의 변동에 미치는 영향력 차이가 유의하지 않았다. 이상에서처럼 사회책임투자펀드의 샤프지수가 전체 기간에 걸쳐 높거나 차이가 없었다.

다음으로 아래 [표 10]은 기간별 트레이너지수에 대한 회귀분석 결과를 나타낸 것이다.

[표 10] 두 집단의 기간별 트레이너지수에 대한 회귀분석 결과

기술 통계량					
		5년 (N=130)	3년 (N=147)	1년 (N=164)	6개월 (N=164)
트레이너지수	평균	10.49	-4.44	-2.09	13.93
	표준편차	4.32	5.22	6.99	7.79
유형	평균	.04	.03	.03	.03
	표준편차	.19	.18	.17	.17
설정액	평균	1720.96	1757.83	1675.02	1667.81
	표준편차	2127.99	2130.42	2066.96	2037.76
연령	평균	96.71	88.28	82.46	83.66
	표준편차	26.81	29.97	33.93	34.57
정보비율	평균	.10	-.06	.25	-.48
	표준편차	.46	.51	.77	.95

변수	VIF			
	5년	3년	1년	6개월
유형	1.012	1.051	1.052	1.035
설정액	1.014	1.007	1.026	1.024
연령	1.111	1.131	1.060	1.022
정보비율	1.103	1.179	1.091	1.036

회귀분석 결과 계수 (종속변수 = 트레이너지수)

모형	5년	3년	1년	6개월
상수	10.093*** (0.812) <sup>1)</sup>	-3.755*** (0.570)	-4.266*** (0.619)	16.649*** (0.721)
유형	0.505 (1.053)	-0.444 (0.970)	2.976** (1.319)	2.672 (1.619)
설정액	0.000*** (0.000)	0.000*** (0.000)	0.000*** (0.000)	0.000 (0.000)
연령	0.009 (0.008)	0.009 (0.006)	-0.008 (0.007)	0.005 (0.008)
정보비율	7.821*** (0.463)	8.989*** (0.363)	8.306*** (0.302)	7.422*** (0.287)
F	150.988	259.572	273.372	313.562
R <sup>2</sup>	0.829	0.880	0.873	0.882

1) 괄호 안은 표준오차를 나타냄

주) \*, \*\*, \*\*\* 는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미

트레이너지수를 종속변수로 하여 기간별로 나누어 회귀분석을 실시한 결과, 본 회귀모형의 기간별 R<sup>2</sup> 값은 5년이 0.726이고, 3년이 0.846, 1년이 0.840, 그리고 6개월이 0.802로서 독립변수가 종속변수인 트레이너지수의 변동을 기간별로 각각 72.6%와 84.6%, 84.0%, 80.2%를 설명하고 있다.

또한, 분산분석에서 기간별 F통계량이 5년은 82.910, 3년 195.018, 1년 208.658, 6개월은 169.316으로서 유의수준 0.05 하에서 회귀모형이 적합하다 하겠다. 또한 전체 기간에 걸쳐 허용오차는 0.1 이상이고, VIF가 10보

다 작으므로 다중공선성의 문제는 없는 것으로 나타났다.

이러한 회귀모형에서의 분석결과 계수를 기간별로 살펴보면, 1년을 제외하고는 펀드유형 변수의 모든 회귀계수가 유의하지 않은 것으로 나타나 펀드유형에 따른 트레이너지수는 유의미한 차이가 있다고 할 수 없었다. 반면에 1년 기간에서는 유의수준 5%에서 펀드유형 간의 트레이너지수의 차이가 유의미한 것으로 나타났다. 동 기간에서의 펀드유형의 회귀계수는 2.976으로 사회책임투자펀드가 일반 주식형펀드보다 2.976%만큼 트레이너지수가 높은 것으로 나타났다. 다만, 펀드유형의 표준화계수(베타)는 0.073로서 펀드의 운용능력을 나타내는 정보비율 통제변수의 표준화계수 0.911에 비해 종속변수인 트레이너지수에 미치는 영향력은 매우 작다고 할 수 있겠다.

펀드의 트레이너지수를 종속변수로 하여 기간별로 회귀분석을 실시한 결과, 다른 변수들을 통제한 상태에서 더미변수인 펀드유형의 회귀계수가 유의하지 않아 두 유형 간의 트레이너지수에 대한 영향력 차이는 없다고 할 수 있다. 다만, 1년 기간에서만 펀드유형의 회귀계수가 (+)로 나타나 해당기간에서는 사회책임투자펀드가 일반 주식형펀드보다 트레이너지수가 더 우수하였던 것으로 나타났다. 따라서 사회책임투자펀드의 트레이너지수는 전체 기간에 걸쳐 높거나 차이가 없었다.

### 제 3 절 가설의 검정 결과

가설 1의 국내 사회책임투자가 시장수익률 대비 초과수익률을 달성하고 있는지 여부를 확인하기 위해 독립표본 t검정을 사용하여 두 집단 간의 평균수익률을 비교하였다. 분석 대상은 2009년 1월 1일부터 2013년 12월 31일까지 5년의 기간 동안에 대한 KRX SRI 지수와 국민연금기금 사회책임투자의 벤치마크 수익률인 KOSPI의 일별 변동에 따른 평균수익률을 비교하고, 이와 함께 국내에서 공모형 펀드로 운용되고 있는 사회책임투자펀드와 KOSPI의 평균수익률을 비교하였다.

그 결과 KRX SRI 지수와 KOSPI의 평균수익률의 경우에는 두 집단 간에 유의한 차이가 있다고 할 수 없었다. 이는 KRX SRI 지수에 편입

된 70개의 종목 대부분이 시가총액 상위종목들로 구성되어 있고 KOSPI 처럼 시가총액 가중방식에 의해 산출되기 때문인 것으로 보인다. 두 집단의 상관관계 분석에서도 KRX SRI 지수의 변동과 KOSPI의 변동은 0.982라는 높은 상관관계를 가지고 있는 것으로 나타났다. 따라서 가설 1-1 「사회책임투자지수의 수익률은 KOSPI 수익률보다 낮지 않을 것이다.」는 채택된다.

그리고 국내 사회책임투자펀드와 KOSPI와의 평균수익률 비교에서는 사회책임투자펀드의 수익률이 KOSPI의 평균수익률보다 유의하게 높은 것으로 나타났다. 따라서, 가설 1-2 「사회책임투자펀드의 수익률은 KOSPI 수익률보다 낮지 않을 것이다.」도 받아들여 진다.

이상의 분석결과에서 가설 1-1과 가설 1-2가 받아들여지므로 가설 1 「사회책임투자의 수익률은 시장수익률보다 낮지 않을 것이다.」는 채택된다.

다음으로 가설 2를 검정하기 위해 국내 사회책임투자펀드의 투자성과와 일반 주식형펀드의 투자성과를 비교분석하였다. 분석 대상은 국민연금기금에서 위탁운용하는 사회책임투자펀드의 최소운용액 규모를 고려하여 설정액 300억 이상이고, 운용기간이 1년 이상인 국내 공모형 사회책임투자펀드와 일반 주식형펀드로 하고, 2013년 12월 31일을 기준으로 기간별(5년, 3년, 1년, 6개월)로 위험을 고려한 펀드의 투자성과를 분석하였다.

먼저 펀드의 투자성과에 영향을 미칠 수 있는 요인들을 고려하지 않은 상태에서 두 집단의 투자성과를 독립표본 t검정을 사용하여 분석하였다. 그 결과, 투자성과를 나타내는 종속변수로 샤프지수를 기간별로 분석하였을 때 5년 기간에서는 두 집단의 평균 비교에서 유의한 차이가 있다고 할 수 없었지만, 6개월과 1년, 3년 기간에서는 일반 주식형펀드의 샤프지수가 사회책임투자펀드의 샤프지수보다 유의하게 높은 것으로 나타났다. 종속변수로 트레이너지수를 기간별로 분석한 결과에서도 앞선 샤프지수의 독립표본 t검정 결과와 동일하게 5년 기간에서는 두 집단 간의 평균 비교에서 차이가 있다고 할 수 없었으나, 6개월과 1년, 3년 기간에서는

일반 주식형펀드의 트레이너지수가 사회책임투자펀드의 트레이너지수보다 유의하게 높았다.

즉, 펀드의 투자성과에 영향을 미칠 수 있는 여러 요인들을 통제하지 않은 상태에서 기간에 따른 사회책임투자펀드와 일반 주식형펀드의 두 집단 간 투자성과 비교분석에서는 모든 기간에 걸쳐 유의한 차이가 있다고 할 수 없었다. 특히 국민연금기금과 같은 연기금의 장기 투자 성격을 고려할 때 중요한 5년 기간에서는 샤프지수와 트레이너지수 모두 두 집단 간의 투자성과에 있어 유의한 차이가 나타나지 않았다.

이러한 결과가 펀드의 투자성과에 영향을 미칠 수 있는 다른 요인들을 통제한 가운데에서도 두 집단 간의 기간별 투자성과에 유의한 차이가 있는지를 확인하기 위해 회귀분석을 실시하였다. 펀드의 투자성과에 영향을 미칠 수 있는 펀드의 운용규모를 나타내는 펀드 설정액과 펀드의 존속기간인 펀드 연령, 그리고 펀드의 운용능력을 나타내는 정보비율을 통제변수로 하고, 펀드 유형을 더미변수로 하여 기간별로 두 집단 간의 투자성과를 비교하였다.

그 결과, 종속변수가 샤프지수인 경우에는 장기에 해당하는 3년과 5년 기간에서는 펀드 유형에 대한 회귀계수가 유의하지 않은 것으로 나타나 펀드의 투자성과를 나타내는 지표인 샤프지수에 있어 사회책임투자펀드와 일반 주식형펀드 두 집단 간의 영향력 차이는 없다고 할 수 있다. 반면에 단기에 해당하는 6개월과 1년 기간에서는 유의수준 0.05 하에서 펀드유형에 대한 회귀계수가 유의한 것으로 나타났으며, 계수 값이 양(+)의 값을 가지므로 사회책임투자펀드가 일반 주식형펀드보다 샤프지수가 높다고 할 수 있다.

즉, 펀드의 투자성과에 영향을 미칠 수 있는 여러 요인들을 통제한 상태에서 펀드 유형에 따라 샤프지수의 변동에 대한 영향력 차이를 살펴보면 두 집단 간에 차이가 없거나, 사회책임투자펀드의 샤프지수가 일반 주식형펀드보다 높은 것을 알 수 있다. 따라서, 회귀분석 결과에 따라 가설 2-1 「사회책임투자펀드의 샤프지수가 일반 주식형펀드의 샤프지수보다 낮지 않을 것이다.」는 가설은 채택된다.

트레이너지수를 종속변수로 하여 기간별로 회귀분석한 결과에서는 1년 기간에서만 유의수준 0.05 하에서 펀드유형에 대한 회귀계수가 유의한 것으로 나타났으며, 회귀계수가 양(+)의 값을 가짐에 따라 동 기간에서는 사회책임투자펀드가 일반 주식형펀드보다 트레이너지수가 더 높음을 알 수 있다. 1년을 제외한 6개월과 3년, 그리고 5년 기간에서는 펀드 유형에 대한 회귀계수가 유의하지 않은 것으로 나타나 펀드의 투자성과를 나타내는 지표인 트레이너지수에 있어 사회책임투자펀드와 일반 주식형펀드 두 집단 간의 영향력 차이는 없는 것으로 나타났다.

즉, 펀드의 투자성과에 영향을 미칠 수 있는 여러 요인들을 통제한 상태에서 펀드 유형에 따라 트레이너지수의 변동에 대한 영향력 차이를 살펴보면 두 집단 간에 차이가 없거나, 사회책임투자펀드의 트레이너지수가 일반 주식형펀드보다 높은 것을 알 수 있다. 따라서, 가설 2-2 「사회책임투자펀드의 트레이너지수가 일반 주식형펀드의 트레이너지수보다 낮지 않을 것이다.」는 가설은 받아들여 진다.

이상의 회귀분석 결과에서 가설 2-1과 가설 2-2가 받아들여지므로 가설 2 「사회책임투자펀드의 투자성과는 일반 주식형펀드의 투자성과보다 낮지 않을 것이다.」는 채택된다.

### 제 3 절 국민연금기금의 사회책임투자펀드 운용 특성과 실증 분석결과의 함의

국민연금법에서는 국민연금기금을 국민연금 급여에 충당하기 위한 책임준비금으로서 연금 재정의 장기적인 안정을 유지하기 위해 수익을 최대한 낼 수 있도록 기금을 관리·운용하며, 자산종류별 시장수익률을 넘는 수익을 낼 수 있도록 성실하게 운용할 것을 명시하고 있다. 이러한 신탁기금의 관점으로 국민연금기금의 성격을 바라볼 때 국민연금기금에서 운용하는 사회책임투자펀드도 적정 수익률 달성 요구에 있어 예외라 할 수 없다. 따라서 국민연금기금의 사회책임투자펀드가 시장수익률을 장기적으로 하회한다면 사회책임투자펀드 운용은 국민연금기금의 유용한

투자방식이 될 수 없을 것이다.

본 연구에서는 앞서 국내 사회책임투자펀드에 대한 기간별 투자성과를 시장수익률과 일반 주식형펀드와의 비교분석을 통해 국민연금기금의 사회책임투자펀드의 투자성과를 간접적으로 살펴보았다. 그 결과 사회책임투자펀드의 투자성과가 시장수익률보다 높았고, 일반 주식형펀드에 비해서는 투자성과가 낮지 않은 것으로 나타났다. 그러므로 사회책임투자펀드의 경우 수익성 측면에서의 요구는 충족하고 있다고 할 수 있겠다.

물론 국민연금기금의 사회책임투자펀드별 운용내역이 비공개인 관계로 국내 민간시장에서 공모형으로 운용되는 사회책임투자펀드를 표본으로 사용함에 따라 국민연금기금 사회책임투자펀드의 투자성과를 직접적으로 비교하지는 못하였다. 그러나, 국민연금기금의 사회책임투자가 전액 민간자산운용사에 위탁운용 되고 있는 점, 펀드유입 대상기업 선정과 투자비중 결정 역시 위탁운용사의 자체 기준에 의거하여 이루어지고 있는 점 등을 고려할 때, 민간시장에서 운용되는 사회책임투자펀드의 운용방식과 차이가 크지 않으므로 이를 통해 국민연금기금 사회책임투자펀드의 성과를 간접적으로 유추해 볼 수 있다고 본다.

그렇다면 이러한 수익률 발생의 요인은 무엇이며, 국민연금기금에서 운용하고 있는 사회책임투자펀드가 내용적 측면에서도 사회책임투자의 이론적 개념에 부합되게 종목선정이 이루어지고 있는지를 살펴볼 필요가 있다.

국민연금기금의 사회책임투자는 전액 국내주식 위탁을 통해 이루어지고 있으며, 다른 위탁운용 유형과는 다르게 사회책임투자형의 경우 투자일임계약서 내의 「위탁투자지침」에 운용사별 자체적으로 스크리닝을 통해 ESG(Environmental, Social & Governance) 이슈 등을 최대한 고려하여 장기적으로 지속가능한 기업을 찾아내고, CSR(Corporate Social Responsibility) 기준에 부합하는 기업을 선별하여 투자하도록 명시하고 있다.

더불어 국민연금기금의 사회책임투자형 「위탁투자지침」에서는 사회책임투자가 기존의 재무적인 분석을 사용할 뿐만 아니라, 기업의 비계량



적인 요소를 평가하여 각종 Risk를 감소시키고, 향후 기업가치 극대화가 가능한 우수한 기업에 투자하는 방식인 만큼 기본적으로 비재무적인 정보를 분석할 수 있는 스크리닝기법을 반드시 보유하여야 함을 명시하고 있다. 목표수익률은 KOSPI 대비 장기초과수익을 추구하도록 하였으며, 술, 담배, 도박 관련 주식 등에는 운용을 제한하고 있다.

그리고 사회책임투자유형을 운용하는 위탁운용사는 운용 전에 지속가능 종목군을 국민연금공단에 제출하여야 하며, 위탁자산의 순자산가치 대비 70% 이상을 지속가능 기업의 주식에 투자하도록 명시하고 있다. 이러한 투자 현황에 대해서는 일별로 점검을 실시하고 있으며, 운용결과에 대해서는 매월 서면으로 보고토록 하고 있다.

다음의 [표 11]은 이러한 기준에 따라 위탁운용 된 국민연금기금의 사회책임투자펀드 내에서 보유하고 있는 상위 50개의 종목을 보여주고 있다.

[표 11] 국민연금기금의 사회책임투자 보유펀드 상위 50종목

(단위 : 억원)

2011년				2012년			
보유액 순위	종목명	평가 금액	시가 총액 순위	보유액 순위	종목명	평가 금액	시가 총액 순위
1	삼성전자	5,139	1	1	삼성전자	11,059	1
2	현대차	1,753	2	2	현대차	2,154	2
3	현대모비스	1,133	4	3	SK하이닉스	1,360	12
4	기아차	991	5	4	LG화학	1,086	6
5	하이닉스	795	14	5	현대모비스	1,043	4
6	신한지주	623	8	6	SK이노베이션	919	13
7	LG화학	552	6	7	신한지주	867	10
8	삼성물산	547	19	8	효성	757	85
9	현대중공업	546	7	9	현대중공업	741	11
10	POSCO	499	3	10	NHN	728	22
11	SK이노베이션	495	13	11	삼성물산	689	25
12	S-Oil	472	16	12	POSCO	671	3
13	삼성화재	443	22	13	SK텔레콤	647	15
14	한국타이어	433	36	14	기아차	632	5
15	삼성엔지니어링	408	29	15	한국전력	597	7
16	현대건설	384	30	16	한국가스공사	594	47
17	KB금융	372	12	17	삼성중공업	593	28
18	GS건설	348	54	18	롯데쇼핑	585	21
19	다음	337	113	19	삼성화재	557	23
20	제일모직	333	48	20	현대하이스코	530	65
21	하나금융지주	303	27	21	SK	511	30
22	롯데쇼핑	297	23	22	한국타이어	490	46
23	고려아연	292	46	23	LG전자	481	16
24	만도	290	65	24	KB금융	479	14
25	엘지전자	286	18	25	LG	466	18

2011년				2012년			
보유액 순위	종목명	평가액	시가총액 순위	보유액 순위	종목명	평가액	시가총액 순위
26	현대글로비스	278	34	26	삼성전기	453	36
27	엔씨소프트	257	38	27	GS	436	40
28	NHN	224	21	28	고려아연	435	34
29	두산	212	68	29	솔브레인	433	178
30	KT	207	25	30	현대건설	430	33
31	녹십자	203	122	31	KT	424	27
32	호남석유	201	24	32	삼성엔지니어링	422	42
33	우리금융	201	33	33	현대위아	413	56
34	삼성SDI	196	42	34	삼성전자우	389	8
35	현대하이스코	193	81	35	대림산업	384	76
36	OCI	191	49	36	하나금융지주	377	29
37	CJ오쇼핑	186	114	37	LG생활건강	334	24
38	카프로	177	163	38	현대글로비스	324	31
39	LG디스플레이	177	26	39	호남석유	322	32
40	LG	176	20	40	LG디스플레이	312	19
41	삼성중공업	172	39	41	오리온	307	43
42	CJ제일제당	167	62	42	LS	295	75
43	삼성정밀화학	163	119	43	삼성SDI	291	38
44	대림산업	160	74	44	인터플렉스	290	180
45	동부화재	159	63	45	대우인터내셔널	276	55
46	한국가스공사	157	72	46	현대해상	272	77
47	코리안리	157	108	47	제일모직	263	50
48	SK텔레콤	154	15	48	CJ제일제당	259	53
49	삼양홀딩스	152	237	49	녹십자	257	131
50	삼성전기	150	45	50	SK가스	250	177

국민연금기금에서 투자하고 있는 SRI펀드 내의 보유종목 상위 50개를 연도별로 살펴보면, 대부분이 국내 주식시장의 시가총액 상위종목에 주로 투자되고 있음을 확인할 수 있다. 2011년도에는 펀드 내 보유 상위 50개 종목 중에 시가총액 기준 100위 미만 종목이 43개였고, 2012년도에는 4개 종목을 제외한 46개 종목이 시가총액 100위 미만의 기업이었다.

이러한 투자비중의 결정은 위탁운용사별 자체 스크리닝 기준에 따른 지속가능경영 기업군 중에서 종목별 ESG 평가결과 순위에 따라 결정된다고 하기 보다는 내·외부의 ESG 평가결과를 참고하여 위탁운용사별 자체 기준에 따라 일정 평가등급 이상을 대상으로 펀드 내 보유종목의 구성과 투자비중을 결정하기 때문이다. 또한 국민연금기금의 경우 특정 한 기업에 대한 보유 지분을 확대에는 신중한 접근이 필요하기 때문에 유동주식수 기준 시가총액이 적은 중소형 기업의 경우 보유비중 확대에 한계가 있다는 점도 요인이라 할 수 있겠다. 이러한 시가총액 상위 종목 위주의 사회책임투자펀드의 운용은 비단 국민연금기금의 위탁운용펀드에서만 나타나는 현상은 아니라 할 수 있었다.

우리나라의 대표적 사회책임투자 지수인 한국거래소(KRX)의 KRX SRI 지수의 구성종목은 한국기업지배구조원<sup>10)</sup>에서 실시한 ESG 평가결과를 참고하여 선정하고 있다. 그런데, [표 12]에서 보듯이 이 역시 지수에 편입되어 있는 70개 구성종목의 대부분이 시가총액 상위 100위 미만의 종목들로 구성되어 있으며, 이들 종목은 지수에서 97.83%(2013년말 기준)의 비중을 차지하고 있었다. 이는 한국기업지배구조원의 ESG평가결과 우수등급 기업들에 시가총액 상위의 대기업들이 다수 포함되어 있고, 지수에서 차지하는 비중 역시 유동주식수 기준 시가총액 가중방식을 채택하고 있기 때문에 시가총액이 낮은 우수 기업이 지수의 구성종목에 포함되더라도 지수에서 차지하는 비중은 대기업들에 비해 상대적으로 낮

---

10) 한국기업지배구조원은 우리나라 상장기업의 사회적 책임을 제고하고 그 활동을 장려하는 한편, 투자자들의 책임투자를 활성화시키기 위하여 ISO26000 등의 국제표준과 한국기업의 실정을 반영하여 ESG 별로 매년 국내 상장법인의 등급(S, A+, A, B+, B, C, D)을 매기고, 이를 종합한 통합 등급을 부여하여 발표하고 있다(한국기업지배구조원 홈페이지).

기 때문인 것으로 해석된다.

[표 12] 2013년도 KRX 지수 구성종목의 지수비중과 시가총액 순위

지수 비중 순위	종목명	지수 비중 (%)	시가 총액 순위	지수 비중 순위	종목명	지수 비중 (%)	시가 총액 순위
1	삼성전자	23.67	1	36	코웨이	0.61	50
2	현대차	6.68	2	37	아모레퍼시픽	0.59	45
3	POSCO	4.43	4	38	OCI	0.54	57
4	NAVER	3.93	6	39	BS금융지주	0.51	73
5	SK하이닉스	3.83	5	40	대림산업	0.48	70
6	신한지주	3.70	9	41	삼성증권	0.46	68
7	현대모비스	3.66	3	42	한국가스공사	0.45	43
8	KB금융	2.84	15	43	동부화재	0.44	60
9	기아차	2.71	8	44	CJ제일제당	0.40	65
10	LG화학	2.54	12	45	삼성엔지니어링	0.39	85
11	SK텔레콤	2.38	14	46	현대해상	0.37	79
12	현대중공업	2.32	13	47	삼성테크윈	0.37	81
13	하나금융지주	2.21	17	48	신세계	0.34	91
14	한국전력	2.04	10	49	현대미포조선	0.33	66
15	삼성생명	1.90	11	50	금호석유	0.32	80
16	SK이노베이션	1.80	16	51	두산중공업	0.31	63
17	삼성화재	1.69	19	52	한화케미칼	0.30	75
18	삼성물산	1.47	24	53	효성	0.29	92
19	LG전자	1.33	20	54	두산인프라코어	0.29	86
20	KT	1.28	31	55	대우건설	0.28	74
21	삼성중공업	1.21	27	56	롯데제과	0.25	84
22	LG	1.11	21	57	LIG손해보험	0.24	111
23	LG디스플레이	1.08	25	58	대한항공	0.23	118
24	삼성SDI	1.01	35	59	GS건설	0.20	125
25	S-Oil	0.99	30	60	우리투자증권	0.19	114
26	LG생활건강	0.94	29	61	두산	0.19	77
27	우리금융	0.88	22	62	다음	0.17	149
28	현대제철	0.88	36	63	LG하우시스	0.16	140
29	대우조선해양	0.86	39	64	LG이노텍	0.15	121
30	현대건설	0.80	37	65	SKC	0.11	152
31	삼성전기	0.80	47	66	한국타이어월드	0.09	107
32	제일모직	0.72	56	67	안랩	0.07	212
33	롯데쇼핑	0.70	18	68	포스코 ICT	0.06	159
34	롯데케미칼	0.66	32	69	두산엔진	0.06	216
35	SK C&C	0.62	38	70	매일유업	0.06	219

펀드평가사 제로인에 따르면 2013년 국내 15개 SRI펀드의 보유비중 상위 10개 종목은 삼성전자(2013년말 시가총액 기준 1위), 현대차(2위), SK하이닉스(5위), LG화학(12위), NAVER(6위), 현대모비스(3위), 기아차(8위), 삼성물산(24위), 현대중공업(13위), 신한지주(9위) 순인 것으로 나타났다<sup>11)</sup>. 시장에서 공모형태로 운용되는 사회책임투자펀드의 보유비중 상위 종목들 역시 시가총액 상위 기업들로 이루어져 있음을 알 수 있다.

기본적으로 국민연금기금의 위탁 자산운용사와 조직 내 운용인력들은 펀드의 수익률로 평가를 받는다. 종목선정 시 다양한 기준과 지표 데이터들이 고려되는데 사회책임투자펀드의 경우에는 ESG 평가 등급이 하나의 중요한 기준이 된다. 그런데 종목선정에서의 중요 기준인 ESG 평가에서 우수 등급을 받는 기업들의 범위가 대기업군 위주로 형성되어 있는 것은 대기업의 경우 단기적 재무성과 외에 CSR을 추진할 수 있는 일정 수준의 시스템과 지속가능경영보고서 제출 등의 여력을 보유하고 있기 때문으로 판단된다. 반대로 시가총액 하위의 중소형 기업군은 CSR을 추진하거나 관련 활동을 외부에 전달하는 인프라와 시스템이 제대로 갖춰져 있지 않은 경우가 많기 때문인 것으로 보인다.

따라서 사회책임투자펀드의 종목 구성이 일정 등급 이상의 ESG 평가 등급 대상군에서 안정적으로 수익성을 최대화할 수 있도록 대형주 중심으로 이루어짐에 따라 일반 주식형펀드와 별다른 차이 없는 포트폴리오로 구성되어 투자성에서 두 집단 간의 차이가 크게 나지 않는 경향이 있는 것으로 판단된다.

이러한 사회책임투자펀드의 운용 경향은 ESG 리서치 등의 수준과도 관련이 있어 보인다. 사회책임투자의 개념이 도입된 지 얼마되지 않아 아직 ESG 평가에 대한 이해 및 기업가치 평가와의 연계가 부족하고, 우수기업을 선별하는 스크리닝에 대한 기법 역시 다양하거나 정교화되지 못한 실정이다. 국민연금기금 역시 사회책임투자펀드를 전액 위탁운용하고 있기 때문에 기금 고유의 ESG 평가나 스크리닝 기법을 보유하고 있

---

11) 2014.1.5.자 아시아투데이 언론보도(“사회책임투자(SRI)펀드, 무너만 ‘착한기업’에 투자?”) 내용을 재인용

지는 않았다. 다만, 최근 국민연금기금에서는 포트폴리오와 사회책임투자펀드의 사회책임적 요소에 대해서는 측정을 실시<sup>12)</sup>하는 등 이에 대한 연구를 시작하고 있는 것으로 확인되었다.

국민연금기금의 사회책임투자펀드의 구성 종목을 살펴보면, 일반적으로 사회책임투자에서 떠오르는 ‘착한기업’과는 거리가 있어 보인다. 이는 국민연금기금이 법령에서 명시하고 있듯 국민에게 연금급여를 지급하기 위한 책임준비금으로서 적정 수익성 확보에서 자유로울 수 없기 때문이기도 하다. 국민연금기금의 사회책임투자펀드 운용에 있어서 ESG 요소에 대한 고려가 투자결정의 절대적이고 유일한 기준이 아니라, 장기적으로 안정적인 수익을 달성하기 위해 재무적 성과와 더불어 중요하게 고려되는 또 하나의 기준인 것이다.

즉, 현재까지의 국민연금기금 사회책임투자펀드의 운용은 사회의 책임에 중점을 두고 규범적으로 접근한다고 하기 보다는 지속가능한 투자수익을 강조하면서 이를 구현하기 위한 수단적 요소로서 투자전략을 실행하고 있다는 점에서 수탁자의 책임에 중점을 두고 있는 것으로 보인다. 그러므로 국민연금기금의 사회책임투자펀드의 운용은 수탁자의 책무 이행에 보다 충실할 수 있도록 기업의 ESG 관련 위험과 지속가능성을 고려하는 투자활동으로서 장기적으로 안정적인 수익 달성에 있으며, 투자를 통한 사회의 지속발전이나 변화 유도 등은 이를 통해 수반될 수 있는 부차적인 산물인 것으로 판단된다. 최근 국민연금기금 내에 신설된 조직의 명칭이 ‘사회책임투자팀’이 아니라 ‘책임투자팀’으로 명명된 것도 이러한 맥락에서 해석될 수 있겠다.

앞서 국내 사회책임투자펀드의 투자성과 비교분석 결과를 통해 사회책임투자가 ESG 평가결과 우수기업 투자 등 공공성을 추구하면서도 수익성 측면에서 시장수익률 대비 초과수익률을 달성하였고, 일반 주식형펀드와 비교해서도 기간별 투자성차가 낮지 않음을 알 수 있었다. 이러한

---

12) “SRI펀드의 사회책임요소 분석(2012), 국민연금공단 용역보고서”, “국민연금기금 포트폴리오의 사회책임적 요소 측정 연구(2011), 한국기업지배구조원” 참조

실증분석 결과를 통해 간접적으로 국민연금기금에서 위탁운용하는 사회책임투자펀드가 적정 수익률 달성이라는 기본적 요건을 어느 정도 실현하고 있다고 유추해 볼 수 있었다. 사회책임투자펀드의 내용적 측면에서는 시가총액 상위 종목들에 보유비중이 집중되어 있으나, 이는 아직 사회책임투자에 대한 국내의 사회적 인프라가 부족한 상태에서 기인한 것으로 보인다.

공적 연기금인 국민연금기금이 장기적으로 안정적인 수익을 달성하고 사회적 기여를 할 수 있을 것으로 기대된다는 점에서 사회책임투자는 유용한 투자방식이라 할 수 있으며 투자규모 역시 증대 추세에 있다. 최근에는 국민연금기금의 자산운용에 있어 ESG 요소 등을 고려하고 관련 내용을 공시토록 하는 등의 법제화 요구도 있다. 실제 영국의 경우 연금법 개정을 통해 사회책임투자의 규모가 급속히 확대된 사례도 있다.

다만, 아직 우리나라에서 사회책임투자는 시작단계인 점을 고려할 때 이러한 법제화 노력과 더불어 사회책임투자의 투자성과에 대한 실증적인 연구와 제도적 기반 마련 등이 선행되어야 할 것으로 보인다. 또한, 국민연금기금은 사회책임투자 원칙 외 법률상의 기금운용지침 등 타 운용원칙들도 함께 종합적으로 고려하여 운용되어야 한다. 이를 바탕으로 사회책임투자가 적용 가능한 자산군 검토, 지표 및 사후관리 방안 마련 등 제도적 기반의 확충되어야 할 것으로 보인다. 아울러 국민연금기금과 같은 공적 연기금에 맞는 사회책임투자의 개념과 방향성 정립도 필요할 것으로 판단된다.



## 제 5 장 결론 및 연구의 한계

### 제 1 절 결 론

#### 1. 연구결과의 요약

국민연금기금은 일반적인 투자원칙인 수익성과 안정성 외에 대표적인 공적 연기금으로서 공공성이라는 가치가 부가적으로 요구된다. 국민연금기금은 국민들이 납부한 보험료로 조성되기에 거대기금으로서 국가경제 발전과 국내 금융시장에 미치는 영향을 감안하면서 기금 본연의 목적을 달성할 수 있도록 운용되어야 하기 때문이다.

이러한 측면에서 국민연금기금 운용에 있어 사회책임투자가 또 다른 투자방식으로서 주목받고 있으며, 실제로 투자규모 역시 매년 증가하여 2013년말 기준으로 사회책임투자펀드 운용액은 6조 4천억원을 넘어섰다. 단기적 재무성과보다 장기적 관점에서 투자대상기업의 지속가능성에 주목하는 사회책임투자는 장기투자자로서의 국민연금기금의 운용 특성에 부합할 수 있다. 그리고 이러한 사회책임투자가 기업의 가치를 향상시키는 동시에 사회와 함께 지속가능발전을 지향하도록 기업활동을 장려하고 유도한다는 측면에서 공공적 가치 역시 추구할 수 있다는 장점을 가지고 있다.

하지만 사회책임투자는 수익성과 함께 사회책임이라는 공공의 가치 추구로 인해 투자성과에 있어서는 이견이 있어 왔다. 또한 국민연금법에서 국민연금기금의 수익 최대화와 자산종류별 시장수익률을 넘도록 운용할 것을 명시하고 있는 만큼 실정법상 국민연금기금의 사회책임투자가 시장 수익률을 장기적으로 하회하거나, 다른 전통적 펀드운용보다 투자성과가 저조하다면 지금과 같은 투자규모의 확대는 재검토가 필요할 수 있다. 이러한 문제 인식을 바탕으로 본 연구에서는 투자 규모를 지속적으로 확대해 나가고 있는 국민연금기금의 사회책임투자가 실증적으로도 유용한 투자방식으로서의 타당성을 가지고 있는 지를 분석하였다.

국민연금기금의 사회책임투자펀드 운용이 수익성 측면에서 타당성을 가지기 위해서는 기본적으로 적정 수익이 실현될 수 있어야 한다. 다시 말해서 벤치마크 시장수익률과 비교하여 사회책임투자의 수익률이 장기적으로 높거나 같아야 한다. 또한, 기존의 전통적인 투자방식인 일반 주식형펀드와 비교해서도 기회비용 측면에서 사회책임투자펀드의 투자성도가 장기적으로 최소한 낮지 않아야 할 것이다.

본 연구에서는 사회책임투자의 시장수익률 초과 달성 여부를 확인하기 위해 국내의 대표적 사회책임투자지수인 KRX SRI 지수와 사회책임투자펀드의 수익률을 국민연금기금의 벤치마크 시장수익률인 KOSPI 수익률과 비교하였다. 독립표본 t검정을 사용하여 2009년부터 2013년까지의 두 집단 간 수익률 차이 유무를 분석한 결과, 국내 사회책임투자 우수기업 70종목을 구성종목으로 하여 산출된 주가지수인 KRX SRI 지수와 KOSPI의 수익률에 있어 두 집단 간에 유의한 차이가 있다고 할 수 없었다. 그리고 동일한 검정방법으로 국내 사회책임투자펀드의 수익률과 KOSPI의 수익률을 비교분석한 결과에서는 사회책임투자펀드의 수익률이 벤치마크 시장수익률인 KOSPI의 수익률보다 높은 것으로 나타났다.

다음으로 기존의 전통적 투자방식이라 할 수 있는 일반 주식형펀드와의 기간별 투자성도를 비교하기 위해 펀드의 성과평가 측정모형으로서 널리 활용되고 있는 위험조정 수익률 지수인 샤프지수와 트레이너지수를 사용하여 분석하였다. 분석방법은 펀드의 투자성도에는 다양한 변수들이 영향을 미칠 수 있으므로 이러한 변수들을 고려하지 않은 상태에서의 독립표본 t검정을 통한 확인과, 변수들을 통제된 상태에서의 회귀모형에 의한 분석으로 나누어 실시하였다. 그리고 통제변수로는 선행연구를 통해 펀드규모를 나타내는 펀드 설정액과, 펀드의 존속기간인 펀드 연령, 그리고 펀드의 운용능력을 나타내는 정보비율을 사용하였다.

펀드의 투자성도에 영향을 미칠 수 있는 여러 요인들을 통제하지 않은 상태에서 두 집단 간의 투자성도를 비교한 결과에서는 기간에 따라 두 집단 간의 평균 차이가 일부는 확인되었으나, 모든 기간에 걸쳐 유의한 차이가 확인되지는 않았으며, 특히 장기간인 5년 기간에서는 모두 두 집

단 간의 투자성과에 있어 유의한 차이가 있다고 볼 수 없었다.

펀드의 샤프지수를 종속변수로 하여 기간별로 회귀분석을 실시 한 결과에서는 다른 변수들을 통제한 상태에서 단기에 해당하는 6개월과 1년에서 더미변수인 펀드유형의 회귀계수가 (+)로 나타났다. 즉, 해당 기간에서는 사회책임투자펀드가 일반 주식형펀드보다 위험을 고려한 수익률 지수인 샤프지수가 더 우수하였던 것을 알 수 있었다. 그리고 장기에 해당하는 3년과 5년에서는 펀드유형이 샤프지수의 변동에 미치는 영향력 차이가 유의하지 않은 것으로 나타나 사회책임투자펀드의 샤프지수는 전체 기간에 걸쳐 일반 주식형펀드보다 높거나 차이가 없는 것으로 나타났다.

그리고 펀드의 트레이너지수를 종속변수로 하여 기간별로 회귀분석을 실시 한 결과에서는 다른 변수들을 통제한 상태에서 더미변수인 펀드유형의 회귀계수가 유의하지 않은 것으로 나타나 두 유형 간의 트레이너지수에 대한 영향력 차이는 없다고 할 수 있었다. 다만, 1년 기간에서만 펀드유형의 회귀계수가 (+)로 나타나 해당기간에서는 사회책임투자펀드가 일반 주식형펀드보다 위험을 고려한 수익률 지수인 트레이너지수가 더 우수하였던 것으로 나타났다. 따라서 사회책임투자펀드의 트레이너지수는 전체 기간에 걸쳐 일반 주식형펀드보다 높거나 차이가 없는 것을 알 수 있었다.

이상의 실증분석 결과를 종합해 볼 때, 국내 사회책임투자가 벤치마크 시장수익률과 비교하여 낮지 않았고, 전통적인 투자방식인 일반 주식형펀드의 투자성과와 비교하여서도 기간에 따라 높거나 차이가 없는 것으로 나타났다. 그러므로 민간 자산운용사에 전액 위탁운용되고 있는 국민연금기금의 사회책임투자펀드는 수익성 관점에서의 투자 타당성 요건을 충족하고 있다고 유추해 볼 수 있겠다.

한편, 국민연금기금의 사회책임투자는 전액 국내주식 위탁을 통해 이루어지고 있으며, 「국민연금기금 위탁투자지침」에서 위탁운용사별 자체적인 스크리닝을 통해 ESG 이슈 등을 최대한 고려하여 장기적으로 지속가능한 기업을 찾아내어 투자하도록 명시하고 있다. 그러나, 이러한

기준에 따라 국민연금기금에서 위탁운용하고 있는 사회책임투자펀드 내의 보유종목 상위 50개를 연도별로 살펴보면, 대부분이 국내 주식시장의 시가총액 상위종목에 투자되고 있었다. 2011년도에는 펀드 내 보유 상위 50개 종목 중에 시가총액 기준 100위 미만 종목이 43개였고, 2012년도에는 4개 종목을 제외한 46개 종목이 시가총액 100위 미만의 기업이었다.

이러한 시가총액 상위 종목 위주의 사회책임투자펀드의 운용은 비단 국민연금기금의 위탁운용펀드에서만 나타나는 현상은 아니라 할 수 있었다. KRX SRI 지수 역시 편입되어 있는 70개 구성종목의 대부분이 시가총액 상위 100위 미만의 종목들로 구성되어 있었으며, 이들 종목이 지수에서 차지하는 비중은 97.83%(2013년말 기준)에 이르고 있었다. 또한 시장에서 공모형태로 운용되는 사회책임투자펀드의 보유비중 역시 시가총액 상위종목들로 구성되어 있었다.

이처럼 국민연금기금의 사회책임투자펀드 운용은 내용적 측면에서는 ESG 요소를 평가하고 이를 고려하여 투자가 이루어지고 있으나, 실제 종목구성과 보유비중에 있어서는 대부분이 시가총액 상위의 대기업군에 집중되어 있는 경향을 보였다. 이로 인해 일반 주식형펀드와 별다른 차이가 없는 포트폴리오가 구성됨으로써 투자성장에 있어서도 두 집단 간의 차이가 유의하지 않게 나타나는 것으로 판단되었다.

이러한 대기업군 중심의 투자는 기업이 사회적 책임을 충실히 이행하기 위해서는 기업규모가 이를 이행할 수 있는 정도의 여력을 보유하고 있어야 함을 의미한다고 볼 수 있다. 그리고 국내 사회책임투자의 역사가 그리 길지 않아 국내 여건에 적합한 ESG 요소 평가기법이나 스크리닝 기법 등이 아직 정교화되지 못한 구조적인 요인에서도 찾을 수 있다. 또 하나는 사회책임투자 시 ESG 요소가 절대적이고 유일한 투자기준이 아니라 재무적 성과와 더불어 고려되는 요소이며, 특히 국민연금기금의 경우 특정 한 기업에 대한 보유 지분을 확대에는 신중한 접근이 필요하기 때문에 유동주식수 기준으로 시가총액이 적은 중소형 기업의 경우 보유비중 확대에 한계가 있다는 점도 실무적인 요인이라 해석된다.

## 2. 정책적 함의

본 연구결과를 통해 다음과 같은 정책적 함의를 찾아 볼 수 있겠다.

첫 째, 국내 사회책임투자의 투자성과 실증분석을 통해 국민연금기금의 사회책임투자가 수익성 측면에서 투자 타당성을 가지고 있음을 간접적으로 확인해 볼 수 있었다. 대표적인 공적 연기금인 국민연금기금은 기금의 특성상 장기적인 자산보유가 불가피하며, 투자과정에서 공공성이라는 가치가 부가적으로 요구된다. 따라서, 국민연금기금의 사회책임투자는 장기적으로 안정적인 수익을 달성하면서도 사회적 가치를 추구할 수 있다는 측면에서 국민연금기금의 유용한 투자방식으로서 사회책임투자 규모 확대에 대한 논리적 근거로 활용될 수 있을 것이다.

둘 째, 국민연금기금의 사회책임투자는 내용적 측면에서 기업의 ESG 요소를 평가하여 지속가능한 기업을 대상으로 투자한다는 사회책임투자의 기본적 요건을 따르고 있다. 하지만 사회책임투자펀드의 종목 구성과 보유 비중에 있어서는 시가총액 상위의 대기업군에 편중되어 있는 경향을 보였다. 이로 인해 사회책임투자펀드가 일반 주식형펀드와 큰 차이가 없는 포트폴리오를 구성함에 따라 투자성과 역시 두 집단 간 유의한 차이가 없는 것으로 나타났다. 이는 국민연금기금의 운용이 수탁자로서의 의무 준수와 함께, 국민연금법령상 적정 수익성 확보 요구에서 자유로울 수 없기 때문으로 판단된다. 또한 사회책임투자 자체적으로도 ESG 평가 요소가 투자 의사결정의 유일한 기준이 아니라, 재무성과 등과 함께 고려되는 다수의 기준 중 하나라는 것도 요인이라 할 수 있겠다.

그럼에도 불구하고 국민연금기금의 사회책임투자가 내용적 측면에서의 이러한 투자 편향성을 극복하고 향후에도 투자규모가 지속적으로 확대되기 위해서는 다음과 같은 요건 마련이 필요할 것으로 보인다.

먼저 국민연금기금과 같은 공적 연기금에 맞는 사회책임투자의 개념과 방향성 정립이 요구된다. 국민연금기금의 사회책임투자는 일반적으로 생각하는 ‘착한기업’ 투자와는 거리가 있는 것으로 나타났다. 이는 사회책임투자에 대한 개념 차이에서 원인을 찾을 수 있다. 국민연금기금은 법령에 따라 적정 수익성 확보를 추구하는 가운데 공적 연기금으로서

ESG 요소를 부가적으로 고려하고 있다. 즉, 현재까지의 국민연금기금의 사회책임투자는 사회의 책임에 중점을 두고 규범적으로 접근하고 있다고 하기 보다는 지속가능한 투자수익을 실현하기 위한 수단적 요소로서 투자전략을 실행하고 있다는 점에서 수탁자의 책임에 중점을 두고 있는 것으로 보인다. 하지만 국민연금기금의 성격을 지금과 같이 수익적 임무를 강조하는 신탁기금이 아니라 사회적 임무를 강조하는 사회투자자본으로 바라보는 견해도 있다는 점과, 지속적으로 증대되고 있는 막대한 규모의 국민연금기금이 자본시장에 미치는 영향력 등을 고려해보면, 향후 국민연금기금의 사회책임투자 개념과 방향성 정립에도 새로운 접근을 검토해 볼 필요가 있을 것으로 판단된다.

다음으로 해외에서와 같이 연기금의 사회책임투자에 대한 법제화를 들 수 있다. 영국의 경우 2000년 7월 연금법 개정(The Amendment to the UK Pension Act)을 통해 연기금을 운용하는 모든 주체는 투자 포트폴리오를 구성할 때 사회, 환경, 윤리를 함께 고려할 것을 명문화하고 있다. 프랑스는 Fablus Act(2001.2)에서 연기금이 윤리, 사회, 환경 측면을 고려하여 투자하는지 공개할 의무를 명시하고 있으며, 독일 역시 동일한 의무를 부여하고 있다. 스웨덴의 경우에도 펀드운용에 있어 ESG 요소를 고려하여 투자할 것을 Swedish State Pension Scheme에서 정하고 있다. 이러한 법적 기반 마련은 해외 연기금의 사회책임투자 규모 확대에 중요한 기폭제로 작용하였다고 하겠다. 이와 달리 국내의 경우에는 아직 이와 같은 연기금의 사회책임투자와 관련하여 법제화 단계까지는 이르지 못하였다. 하지만 최근 국민연금기금 운용 시 ESG 요소 등을 고려하고 관련 내용을 공시토록 하는 등의 법제화 노력이 이루어지고 있는 점은 국민연금기금의 사회책임투자 확대에 있어 중요한 의미가 있다고 할 수 있다. 다만 국내 사회책임투자가 시작단계라 할 수 있는 만큼 법제화 과정에서 사회책임투자 원칙 외에도 법률상의 국민연금기금운용지침 등 타 운용원칙들도 종합적으로 고려되어야 할 것이다. 이를 바탕으로 사회책임투자가 적용 가능한 자산군 검토와 사후관리 방안 마련 등 제도적 기반이 확충되어야 할 것으로 보인다.

끝으로 실무적으로는 국민연금기금 고유의 사회책임투자와 관련한 지수 및 스크리닝 기법 개발 등 사회책임투자를 위한 제도적 기반 확충이 필요할 것으로 판단된다. 적립 자산규모가 급증하고 있는 국민연금기금이 시장에 미치는 영향력은 앞으로 더욱 커질 수 밖에 없다. 국민연금기금의 사회책임투자 방식도 현재의 국내 주식 위탁방식에서 직접투자와 해외 주식, 채권 운용까지 그 범위를 넓혀 갈 것으로 예상된다. 그러나 거대기금인 국민연금기금이 지금과 같이 시가총액 상위기업에만 투자하면서 이를 사회책임투자라 한다면 사회적으로 용인받기가 쉽지 않다. 따라서, 사회책임투자라는 이름으로 투자가 지속되기 위해서는 술, 도박과 같은 주식의 운용제한 뿐 아니라 지속가능한 기업을 선별해 낼 수 있는 스크리닝 기법 등이 보다 정교화 될 필요가 있다고 하겠다.

## 제 2 절 연구의 한계와 향후 연구과제

### 1. 연구의 한계

본 연구의 목적은 투자 규모를 지속적으로 확대해 나가고 있는 국민연금기금의 사회책임투자가 실증적으로도 유용한 투자방식으로서의 타당성을 가지고 있는 지를 분석함에 있다. 이를 위해 수익성 관점에서의 투자 타당성 여부를 확인하고, 투자의 내용적 측면에서도 사회책임투자의 이론적 개념에 비추어 투자가 이루어지고 있는지를 살펴보았다. 그 결과, 운용방식이 유사한 국내 사회책임투자의 투자성과 실증분석을 통해 국민연금기금의 사회책임투자가 수익성 측면에서 투자 타당성을 가지고 있음을 간접적으로 유추해 볼 수 있었다. 또한, 내용적인 측면에서는 국민연금기금에서 위탁운용하는 사회책임투자펀드의 종목 구성이 ESG 요소를 고려하여 이루어지고 있으나, 아직은 시가총액 상위의 대기업군에 집중되어 구성되어 있음을 알 수 있었다. 이러한 본 연구결과는 다음과 같은 한계점을 가지고 있다고 판단된다.

첫 번째로 연구방법 상의 한계를 들 수 있다. 수익성 관점에서의 투자 성과를 검증하고자 국내 민간시장에서 운용되고 있는 사회책임투자펀드

의 성과를 분석하여 이를 근거로 국민연금기금에서 위탁운용하고 있는 사회책임투자펀드의 성과를 간접적으로 유추하였다. 물론 국민연금기금의 사회책임투자펀드가 전액 민간시장에 위탁운용되고 있고, 종목구성과 투자비중 결정이 위탁운용사의 자체기준에 의하고 있다는 점에서 민간시장의 공모형 사회책임투자펀드의 운용방식과 큰 차이가 없다고 할 수 있다. 그러나 국민연금기금의 사회책임투자펀드에 대한 투자성과를 직접적으로 실증분석 한 것은 아니므로 연구결과의 해석에 제약이 있다 하겠다.

두 번째 연구표본의 한계이다. 국내에서 공모형으로 운용되고 있는 사회책임투자펀드의 모집단 수가 50개(2013년말 기준)에 지나지 않는데다 그 중 설정액 규모 100억원 미만의 소규모 펀드가 43개이고 10억원 미만도 27개나 되었다. 이러한 모집단에서 국민연금기금에서 위탁운용되고 있는 사회책임투자펀드의 위탁사별 운용규모 수준으로 표본을 추출하다 보니 분석대상 표본 수가 많지가 않은 점은 한계로 지적된다.

세 번째 분석대상 기간이 가지는 한계이다. 본 연구에서는 투자성과에 대한 실증분석 대상 기간을 2009년 1월부터 2013년 12월까지의 5년간으로 하였다. 기존의 국내 연구에 비해 분석대상 기간을 5년으로 확장한 것은 장기간의 안정적 수익성을 기대하는 사회책임투자의 목적에 부합한다 할 수 있다. 그럼에도 펀드의 성과를 비교분석함에 있어 국내 사회책임투자의 역사가 길지 않은 만큼 분석대상 기간이 충분하다 할 수 없으며, 특히 동 기간에는 2008년 금융위기로 촉발된 경제 불황과 같은 장기간의 위기 시기가 크게 없었다. ESG 요소를 평가하여 우수기업을 대상으로 투자를 하는 것은 그러한 사회적 책임을 다하는 기업이 소비자로부터의 평판 위협이나, 경제 또는 사회적으로 발생할 수 있는 장기적 위험상황으로부터 상대적으로 안전하여 지속가능할 거라고 기대하기 때문일 것이다. 따라서, 그러한 위기상황에서 실제로도 사회책임투자가 기대하였던 성과를 실현하였는지에 대한 분석은 사회책임투자의 타당성을 확인할 수 있는 좋은 방법이라 할 수 있으나, 본 연구에서는 분석대상기간에 포함되어 있지 않았다.



## 2. 향후 연구과제의 제시

본 연구에서는 국민연금기금의 사회책임투자 타당성을 분석함에 있어 사회책임투자의 유형 중 스크리닝에 의한 펀드운용 방식만을 대상으로 하였다. 하지만, 국민연금기금의 사회책임투자는 이 외에도 의결권 행사 등 주주행동 방식도 사회책임투자의 주요 관심 영역으로 모색되고 있다. 또한, 비단 대표적 사회책임투자 형태인 사회책임투자펀드의 운용 외에도 주식 직접투자나 대체투자 등 기금운용 전반에 있어 투자결정 과정에 ESG 원칙이 고려되고 있다. 따라서, 사회책임투자 방식의 투자성과 등을 유형별로 살펴보는 것도 국민연금기금의 사회책임투자 타당성을 종합적으로 논의할 수 있는 의미있는 연구과제가 될 것으로 기대된다.

그리고 사회책임투자에 있어 중요한 기준이 되는 ESG 요소에 대한 평가 등 투자종목을 선정하는 스크리닝 방식에 대한 연구도 추가적으로 필요해 보인다. 국민연금기금의 사회책임투자펀드의 운용이 지금의 위탁 방식이 아닌 직접투자로까지 확대된다고 하면 국민연금기금에 적합한 고유한 ESG 평가모델이나 스크리닝 기법에 관한 연구는 실무적으로도 매우 중요하기 때문이다.

끝으로 사회책임투자펀드의 투자대상 기업으로 선정되기 이 전과 이후의 ESG 수준을 측정해 봄으로써 사회책임투자가 실질적으로도 기업의 사회적 책임 이행을 장려하고 유도하는 투자전략으로서 작용하는 지를 분석해 보는 것도 의미있는 연구가 될 것으로 보인다.

## 참 고 문 헌

### <단행본>

- 국민연금공단(2014), 「2013 국민연금 기금운용보고서 개정판」
- 국민연금공단(2013), 「위탁투자지침」
- 김연명(2012), 「국민연금기금의 투자전략과 지배구조」, 서울 : 인간과 복지
- 권순원, 위경우, 정재만, 이재현(2010), 「공적연기금의 SRI투자 선별투자 전략과 선별지표 개발연구」, 서울 : 국민연금연구원
- 권순원 외 6(2011), 「국민연금기금 포트폴리오의 사회책임적 요소 측정」, 한국기업지배구조원, 서울 : 국민연금공단
- 권순원 외 3(2012), “SRI 펀드의 사회책임요소 분석”, 숙명여자대학교, 서울 : 국민연금공단
- 노희진(2006), 「사회책임투자 개념과 국제 동향」, 서울 : 한국증권연구원
- 보건복지부(2013), 「2013년도 국민연금재정추계보고서」
- 보건복지부(2013), 「국민연금기금운용지침」
- 송원근, 오건호(2008), “국민연금기금의 사회책임투자 활성화 방안”, 서울 : 국회입법조사처
- 유상현(2006), “공적 연기금의 사회책임투자(SRI) 방안”, 서울 : 국민연금연구원
- 이호선, 박원웅(2011), “연기금 투자정책 결정요인에 관한 연구”, 서울 : 국민연금연구원
- Carmichael, Jeffrey and Robert Palacios(2004), “A Framework for Public Pension Fund Management. Musalem, Alberta R. and Robert Palacios. eds. *Public Pension Fund Management: Governance, Accountability, and Investment Policy*”. The World Bank

## <논문>

- 고영진, 이상호(2011), “사회책임투자펀드의 투자성과 비교분석”, Journal of Decision Science, 19(1), pp.89-109
- 곽관훈(2006), “사회책임투자자와 기관투자자의 역할”, 비교사법 13(2), pp.463-492
- 김연명(2011), “신탁기금인가? 사회투자자본인가?: 국민연금기금의 성격 투자정책에의 함의”, 사회복지정책, 38(2), pp.221-247
- 김희림, 최종학(2009), “사회책임투자펀드의 운영성과에 대한 탐색적 연구”, Journal of Business Research, 24(1), pp.159-190
- 박정윤, 정효진(2009), “SRI펀드와 일반주식형펀드의 투자성과 비교”, 한국로고스경영학회, 2(5), pp.371-385
- 박정윤, 손성훈(2011), “SRI펀드와 일반주식형펀드의 투자성과 비교”, 한국산업경영학회 2011년 동계학술대회 재무분과 논문집, pp.197-208
- 박진우(2013), “한국 주식시장에서 사회책임투자(Social Responsible Investment)의 투자성과: KRX SRI 지수를 중심으로”, 국제지역연구, 17(2), pp.267-288
- 이상원(2011), “사회책임투자지수의 성과분석”, 금융공학연구, 10(4), pp.123-140
- 조강래(2009), “사회책임투자펀드의 투자성과에 관한 연구”, 가톨릭대학교 박사학위 논문
- 정창률(2010), “국민연금 기금의 근본성격에 관한 연구: 다양한 위상과 가능성 고찰”, 사회복지정책, 37(1), pp.51-73
- Cummings, Laura A(2000), “The Financial Performance of Ethical Investment Trusts: An Australian perspective”, Journal of Business Ethics, 25(3), pp.167-177.
- Hamilton, S., Jo, H. and Statman, M.(1993), “Doing Well While Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible

- Mutual Funds”, Finance Analyst Journal, 49(6), pp.62-66.
- Jensen, M.(1967), “The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964”, Journal of Finance, 23(2), pp.389-416.
- Mallin, C. B., B. Saadouni and R. Briston(1995), “The Financial Performance of Ethical Investment Trusts”, Journal of Business Finance and Accounting, 22, pp.483-296.
- Renneboog, L., J. T. Horst, and C. Zhang (2008), “Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance, and Investor Behavior,” Journal of Banking & Finance, 32, pp.1723-1742.
- Reyes, M. G. and T. Grieb(1998), “The External Performance of Socially-Responsible Mutual Funds”, American Business Review, 16(1), pp.1-7.
- Sharpe, W. F.(1966), “Mutual Fund Performance”, Journal of Business, 39, pp.119-138.
- Statman, M.(2000), “Socially Responsible Mutual Funds”, Financial Analysts Journal, 56(3), pp.30-39.
- Treynor, J. L.(1965), “How to Rate Management of Investment Funds”, Harvard Business Review, 43, pp.63-75.

#### <신문·잡지 기타>

- 박경서(2011), “공적 연기금의 역할 선진화: 국민연금의 주주권 행사 및 사회책임투자 강화 방안”, 제3차 미래와 금융 정책토론회(미래기획위원회 주최 세미나) 발표 글
- 서상목(2010), “일자리 창출에 국민연금기금을 활용하라”, 경기개발연구원 CEO Report
- 원종욱(2010), “국민연금기금의 UN PRI가입에 따른 주식의결권행사 관련 환경 변화”, 보건복지포럼(2010.5), 국제보건복지 정책동향

주은선(2012), “국민연금기금의 사회복지 부문 투입 방안과 사회적 효용”, 사회복지정책학회 춘계학술대회 발표 글

한국사회책임투자포럼(2013), “국민연금기금의 책임투자과 공시 법제화를 위한 대토론회”

권순원(2012), “국민연금과 사회책임투자(SRI)”, 연금포럼 제46호, 11면

이길상(2014), “사회책임투자(SRI)펀드, 무늬만 ‘착한기업’에 투자?”,

(2014. 1. 5.(2014. 4. 1. 검색)), 아시아투데이 :

<http://www.asiatoday.co.kr/view.php?lcode=7&series=&ncid=&key=919421>

제로인 펀드닥터 홈페이지 : <http://www.kildong.com>

한국거래소 홈페이지 : <http://www.kildong.com>

국민연금공단 홈페이지 : <http://www.kildong.com>

한국사회책임투자포럼 홈페이지 : <http://www.kosif.org>

한국기업지배구조원 홈페이지 : <http://www.cgs.or.kr/>

서스틴베스트 홈페이지 : <http://sustainvest.com/>

## Abstract

# A Study on the Validity of Socially Responsible Investment in National Pension Fund

EUNSOO CHOI

Department of Public Enterprise Policy  
The Graduate School of Public Administration  
Seoul National University

This is a study which empirically analyzes whether the socially responsible investment(SRI) of National Pension Fund in Korea consistently expanding on the size of investment has a validity as an useful type of investment.

To verify validity in terms of profitability, I analyzed that SRI had made excess return over Korea Stock Price Index(KOSPI) as a benchmark for return during the period from January 2009 to December 2013 through independent two samples t-test. In addition, I made a comparative analysis on the performance of SRI funds and general stock funds in Korea by regression analysis during the same period.

As a result of the empirical analysis, SRI had no differences with benchmark or was higher in returns. In case of comparative analysis

on the Sharpe ratio and the Treynor ratio that indicate the performance of an investment by adjusting for risk of fund, those of SRI funds were also higher than those of general stock funds or had no statistically significant differences even after controlling variables such as the age of fund, the size of fund that could affect the performance of an investment. Therefore the result of empirical analysis on the performance of SRI shows that the SRI of National Pension Fund has validity in terms of profitability.

In aspects of contents, it was checked the SRI of National Pension Fund has considered non-financial issues, including environmental, social, and governance(ESG) concerns as part of its investment criteria. So the SRI of National Pension Fund has validity to some degree in terms of contents as well considering that an asset is allocated according to the theoretical concept of SRI. However the holding portion of stock and portfolio in SRI funds had a tendency concentrated in large companies ranked high in market capitalization due to Korea's short history of SRI.

This study could be utilized as the rationale for expanding the scale of SRI in National Pension Fund.

keywords : National Pension Fund, SRI, Socially Responsible

Investment, Socially Responsible Investment fund,

Student Number : 2013-22688