

사회적 책임투자의 문제점과 올바른 접근법 : 주주관여를 중심으로

고려대학교 경영학과 안 수 혜

고려대학교 경영학과 조 예 솔

고려대학교 경영학과 이 강 우

고려대학교 경영학과 김 건 우

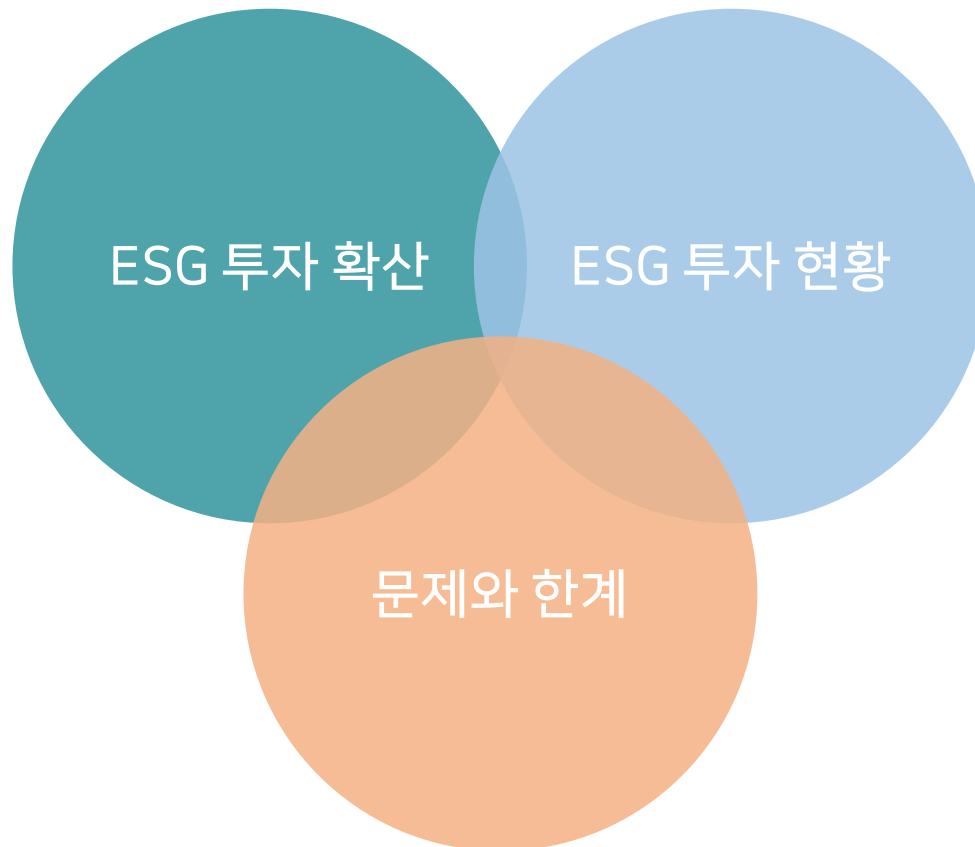
INDEX



- 1 서론
- 2 사회적 가치와 책임투자를 둘러싼 문제점
 - 2-1. 개념의 혼재
 - 2-2. 사회적 책임투자에 대한 국민들의 인식
 - 2-3. 초과수익률에 대한 오해
 - 2-4. 선관주의 의무 위반 가능성
- 3 실효성 있는 책임투자를 위한 올바른 접근법
 - 3-1. 해외의 주주관여 사례
 - 3-2. 책임투자의 국내 현황
 - 3-3. 주주관여를 통한 책임투자 활성화 방안
- 4 결론

1. 서론

사회적 가치와 책임투자에 대하여



2-1. 개념의 혼재

대표적 사례

ESG

Environment

- 지속 가능 발전 추구
- 노동자나 기업 외부의 이해관계자 이익 중시

Society

- 사회적 책임 이행
- 노동자나 기업 외부의 이해관계자 이익 중시

Governance

- 투자자 보호 제고해 기업가치 극대화
- 주주 중시



사회 요소 內 다양한 계량화 방법, 지배구조 요소 內 이해상충 위험 존재
개념의 혼재로 사회적 책임투자의 방향성은 흔들릴 수밖에 없다

2-2. 사회적 책임투자에 대한 국민들의 인식

투자결정에 국가의 이데올로기가 영향을 미치는 사례 연구

정치 성향과 책임투자

- 민주당을 지지하는 펀드매니저가 공화당을 지지하는 펀드 매니저보다 '사회적으로 무책임한' 주식과 KLD index에서 저평가를 받은 기업의 주식을 1/2 덜 보유함
- ▶ 진보적인 성향을 가진 사람일수록 책임투자에 적극적

법체계와 책임투자

- 보통법 체계를 가진 나라의 기업은 대다수 유럽 국가가 포함된 대륙법 체계를 가진 나라의 기업보다 더 낮은 CSR 지수를 보임
- ▶ 국가가 더 다양하고 진보적인 가치를 옹호할수록 그 국가에 속한 기업도 책임투자에 적극적임

인식 수준과 책임투자 성과

- 사회적 책임에 대한 인식 수준이 높은 유럽국가의 기관투자자들이 투자할 때만 투자대상기업의 환경 및 사회요소 기여 성과가 높아짐
- 책임투자 펀드에 투자하는 이유 개인이 사회적 가치를 중시하거나 타인에게 이를 드러내기 위해 투자함
- 반면 재정적 동기는 매우 작은 부분 차지

2-2. 사회적 책임투자에 대한 국민들의 인식

연구에 따르면,

책임투자는 소속 국가의 이데올로기, 진보적 가치/정책에 대한 인식과 수용 정도에 큰 영향을 받음



따라서

사회적 책임투자 현황과 활성화 방안 수립할 때, 이러한 **인식적 요소**들이 얼마나 발달하고 진보적인지를 고려해야 함



우리나라는

유럽은 물론 미국과 비교해도 책임투자가 **현저히 작은 규모**로 이루어지고 있음

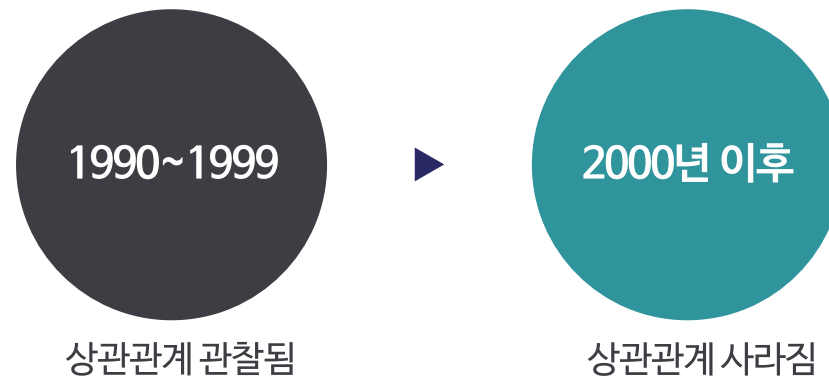


“책임투자 선구 국가들의 스크리닝과 같은 소극적인 사회적 책임투자가 과연 우리나라에서 실효성이 있을 것인가.”

2-3. 초과수익률에 대한 오해

2-3-1. 기업지배구조(G)와 초과수익률 간의 상관관계 부재를 통한 유추

기업지배구조 요소(G)와 주가수익률 간의 상관관계 선행연구



상관관계 일시적 관찰 이유

시장관계자들의 학습부족으로 인해 기업지배구조와 관련된 요소의 정보가 시장가격에 즉각 반영되지 않았다. 하지만 2000년 이후에는 시장참여자들이 기업지배구조를 완전히 이해해서 관련 정보가 가격에 즉각 반영되어 상관관계가 사라졌다

따라서 E,S 역시 초기에는 상관관계 있는 것처럼 보여도
시장관계자들이 학습 마치고 난 후에는 상관관계가 사라질 것이다

2-3. 초과수익률에 대한 오해

2-3-2. 스크리닝과 초과 수익률

| 죄악주 | 개인투자자 | 결과 |
|--|---|--|
| <ul style="list-style-type: none">• 술, 담배, 도박의 3대 죄악주• 기관투자자에 대한 사회적 규제 | <ul style="list-style-type: none">• 대형 기관 투자자들의 죄악주 회피로 인한 죄악주의 가격 하락• 죄악주 구매자에게 초과 수익률 발생시킴 | <ul style="list-style-type: none">• 일반 투자와 스크리닝 기법의 차이• 스크리닝 기법의 실질적 효과 無 |

2-3. 초과수익률에 대한 오해

2-3-3. 코스피200과 코스피200ESG 지수의 상관관계 분석

코스피 200

국내 주식시장의
등락률을 대표하는 지표

코스피 200 ESG

국내 여러
자산운용사에서 다양한
ESG 펀드 구성을
위해 활용하는 지표

데이터

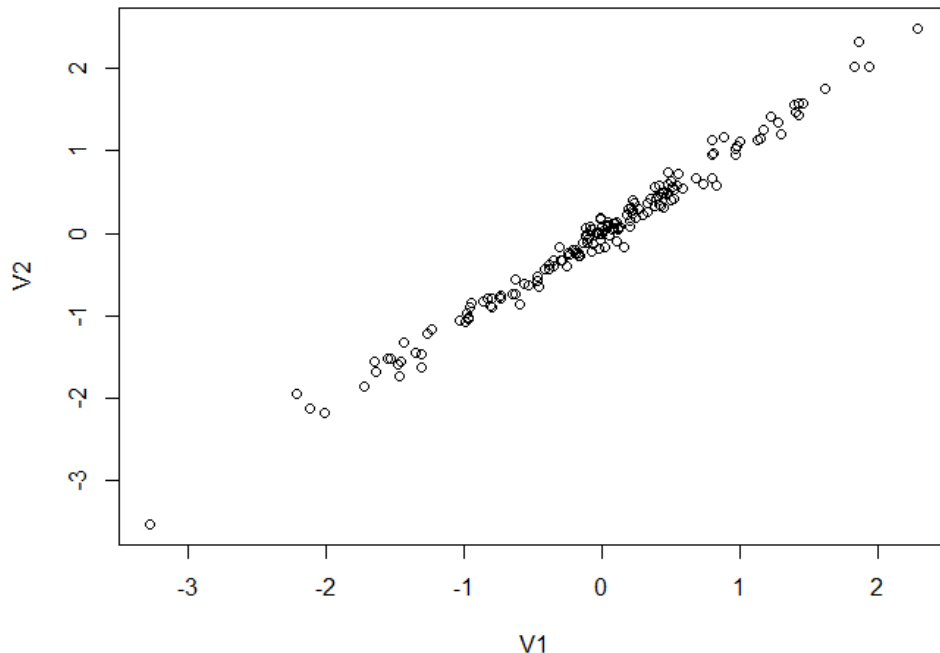
한국거래소(KRX)에서
제공
분석기간 2018.12.26
~2019.08.28



코스피 200과 코스피 200 ESG 지수의 상관관계 결과값

2-3. 초과수익률에 대한 오해

2-3-3. 코스피200과 코스피200ESG 지수의 상관관계 분석



V1: 코스피200 등락률
V2: 코스피200ESG 등락률

- 산점도의 분포모양을 보아 양의 상관관계
- 두 변수간의 선형관계의 강도 분석 결과 상관계수 값은 0.9925535
- 측정된 상관계수에 대해 귀무가설 '상관관계가 없다'에 대한 검정 결과 귀무가설을 기각할 수 있음

“코스피200과 코스피200ESG 등락률 간에 유의미한 차이가 존재하지 않으므로, 코스피200지수 대비 유의미한 초과수익률이 없다.”

2-4. 선관주의 의무 위반 가능성

선관주의 의무(Fiduciary Duty)

당사자의 투자를 관리하는 대리인이 자기 자신의 이익을 추구해서는 안되며 당사자의 이익 극대화를 위해 최선의 주의를 기울여야 함

- 그러나 현재 주로 시행되고 있는 스크리닝 기법을 통한 책임투자의 경우, 그것의 재무성과에 대한 실증연구는 긍정적·부정적 결론이 혼재되어 있어 예단하기 어려움
- Renneboog, Horst and Zhang(2008a)
: 책임투자는 투자대상 자산들의 범위를 좁혀 포트폴리오 다각화를 감소시킴으로써 수익률을 저하시킴
- 한국의 경우 역시 앞서 살펴보았듯 스크리닝 기법을 통한 책임투자는 초과수익률 달성을 기대하기 어려운 것이 사실

3. 실효성 있는 책임투자를 위한 올바른 접근법

스크리닝 기법과 차별화되는 다른 방안 모색할 필요 있음



주주관여(shareholder engagement)

= 주주들이 투자 기업의 쟁점 경영 사안에 깊게 관여하면서 기업가치를 끌어올리는 것



스크리닝
기법

- 포지티브 스크리닝
- 네거티브 스크리닝
- 낮은 실효성



주주관여

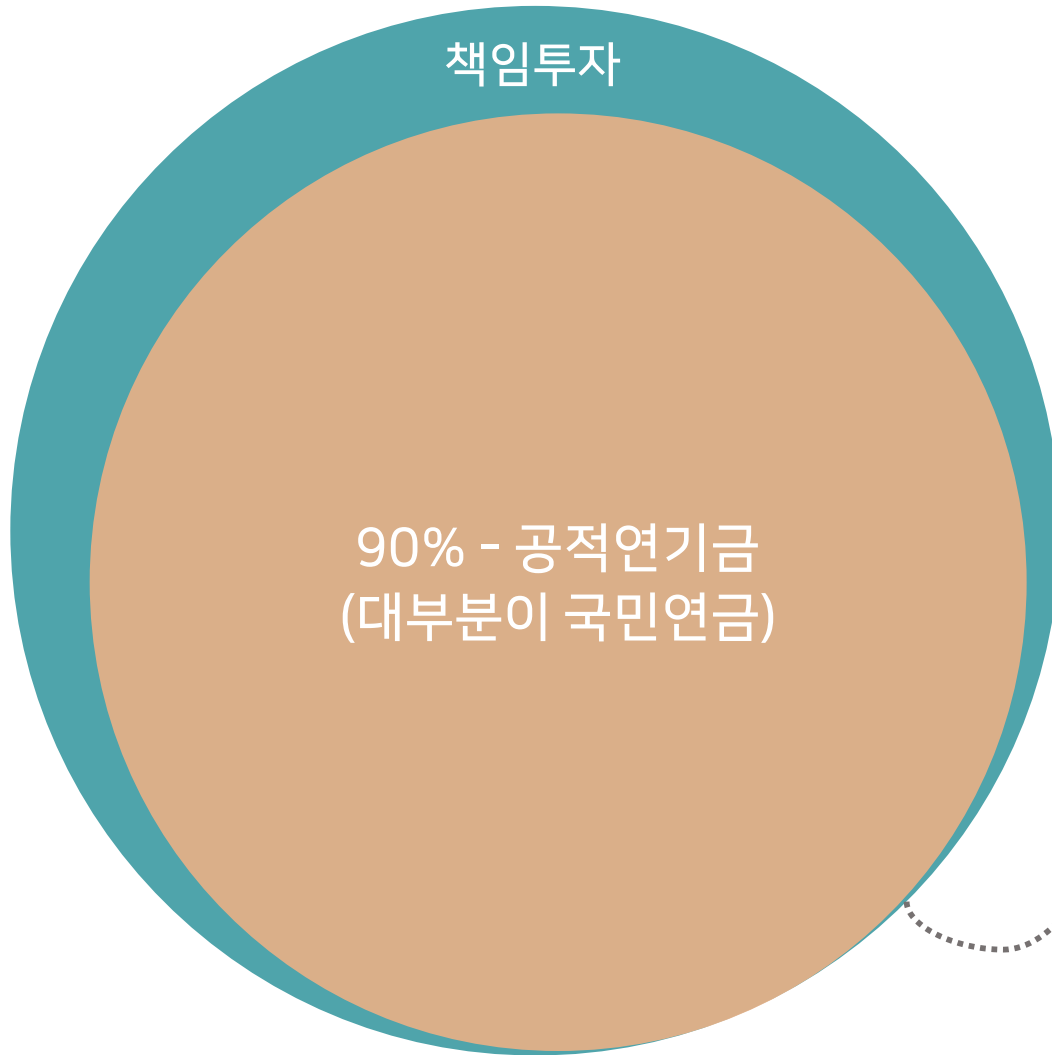
- 의결권 행사
- 기업과의 대화
- 주주제안
- 높은 실효성

3-1. 해외의 주주관여 사례

- Dimson, Karakas, and Li (2015): 1999년에서 2009년 사이 미국 613개 상장사에 대한 2,152건의 주주관여활동 조사, 이 중 382건의 성공한 관여활동 밝혀냄
- 이들의 연구에 따르면, 성공한 주주관여활동의 경우 최초 관여 시점 이전 1개월부터 1년까지 +7.1%의 누적초과수익률 달성

| Apple Inc. | Yahoo Inc. | ITW |
|---|--|--|
| E | S | E |
| <ul style="list-style-type: none"> • 오래된 제품 회수 및 독소물질 사용 중단 요구 • 2007년, Apple Inc. 연례총회 앞서 새로운 환경 공약 발표 | <ul style="list-style-type: none"> • 중국으로의 사용자 정보 유출 방지 요구 • 2007년, Yahoo Inc. 연례총회에서 온라인 인권과 표현의 자유에 대한 방침 발표 | <ul style="list-style-type: none"> • CSR 보고서 발행 계획 지속적으로 문의 • 2006년, 「주주들에게 답함-지속가능성 보고서」라는 이름의 CSR 보고서 발표 |

3-2. 책임투자의 국내 현황

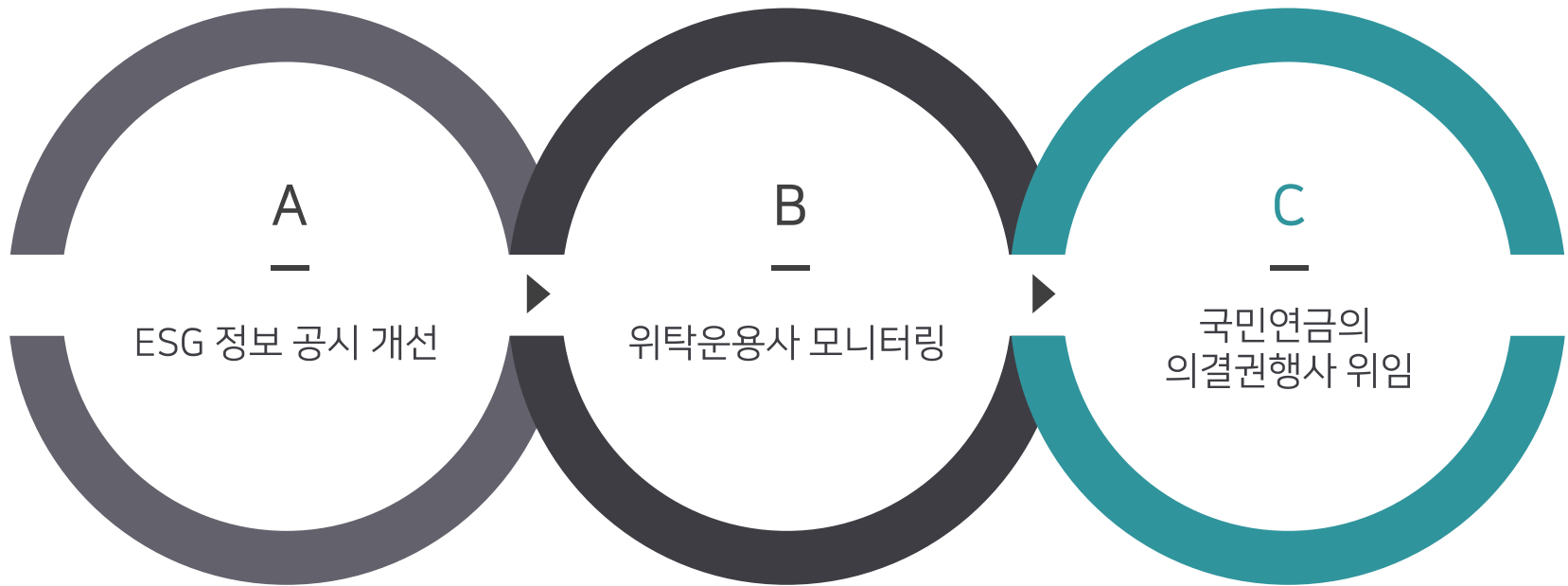


- 사회적 책임투자 관련 인프라 부족
- ESG 정보 공시 관련 제도의 미비

하지만 국민연금은 기금 전체의 4.2%만 국내 주식 일부에 한정해 소극적으로 운용 중
현재 **네거티브 스크리닝**을 이용한 책임투자만 운용 중

하지만 책임투자의 범위를 다변화 하고 확대하기 위해 노력 중
+ UNPRI 가입

3-3. 주주관여를 통한 책임투자 활성화 방안



4. 결론

사회적 책임투자의 문제점

1. 사회적 가치에 대한 개념의 불명확한 정의
2. 스크리닝 방법이 국내에서 가지는 실효성에 대한 의문
3. 스크리닝 기법을 통해 초과수익률을 얻을 수 있다는 오해
4. 선관주의 의무 위반의 가능성

해결책 : 주주관여

1. ESG 정보 공시 개선
2. 위탁운용사 모니터링
3. 기타 제도 개선

의의 및 한계

(의의) 책임투자에 대한 오해를 바로잡고 올바른 방향 및 개선방안을 제시

(한계) 국내 주주관여 방안에 대한 깊이 있는 분석이 부족하고 해외의 성공적인 주주관여

사례가 국내에는 바로 적용되기 힘들

참고문헌

- Bebchuk, Lucian A., Alma Cohen, and Charles CY Wang. "Learning and the disappearing association between governance and returns." *Journal of financial economics* 108.2 (2013): 323-348.
- Dimson, Elroy, Oğuzhan Karakaş, and Xi Li. "Active ownership." *The Review of Financial Studies* 28.12 (2015): 3225-3268.
- Dyck, Alexander, et al. "Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence." *Journal of Financial Economics* 131.3 (2019): 693-714.
- Hong, Harrison, and Leonard Kostovetsky. "Red and blue investing: Values and finance." *Journal of Financial Economics* 103.1 (2012): 1-19.
- Liang, Hao, and Luc Renneboog. "On the foundations of corporate social responsibility." *The Journal of Finance* 72.2 (2017): 853-910.
- Renneboog, Luc, Jenke Ter Horst, and Chendi Zhang. "Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior." *Journal of banking & finance* 32.9 (2008a): 1723-1742.
- Riedl, Arno, and Paul Smeets. "Why do investors hold socially responsible mutual funds?." *The Journal of Finance* 72.6 (2017): 2505-2550.
- Sustainable, U. S. "Responsible and Impact Investing Trends, 2014, USSIF." (2016).
- 고려대학교 산학협력단, "국민연금 책임투자과 스튜어드십 코드에 관한 연구(I)," (2017).
- 박영석. "ESG를 활용한 자산운용 전략." *기업지배구조리뷰, 통권 86* (2018): 3-27.