ESG 주주행동주의와 기업가치 향상

임 현 경 연구원 (hkim@cgs.or.kr)

▶ 최근 미국 자본시장에서는 다양한 이해관계자들의 이익을 고려하는 'ESG 주주행동주의'가 증가하고 있음

▶ 한국 자본시장에서도 스튜어드십 코드 확산과 함께 'ESG 주주행동주의'와 유사한 취지의 주주관여활동이 활성화될 것으로 예상됨

▶ 최근 ESG 주주관여활동과 이로 인한 기업가치의 상승을 밝힌 논문이 The Review of Financial Studies에 게재됨

▶ 위 논문의 연구결과를 토대로 국내 자본시장 참여자들에게 다양한 이해관계자들의 이익을 고려하여 중장기적 관점에서 주주관여활동을 수행할 것을 권장하며, 기업에게 ESG 개선을 위해 자발적으로 인센티브를 도입하는 방안을 검토할 것을 제언함

검토배경

□ 미국에서는 ESG(환경·사회·기업지배구조) 이슈에 대한 주요 기관투자자들의 관심이 증가하면서 새로운 형태의 주주관여활동("ESG activism" 또는 "active ownership", 이하 "ESG 주주행동주의")이 증가하고 있음

○ ESG 주주행동주의 확산의 일례로 미국 주주총회에서는 ESG 관련 주주제안이 지속적으로 등장하여 경영진의 의사결정에 중요한 영향을 주고 있으며, 사회·환경 관련 주주제안의 비중이 지속적으로 증가하고 있음[27)]

○ 전통적인 주주행동주의 및 헤지펀드와 ESG주주행동주의의 차이점은 다음과 같음

- 전자는 주주의 이익 향상만을 고려하는 반면, 후자는 고객, 종업원 등 보다 넓은 범위의 이해관계자들의 이익을 고려하는 주주관여활동을 수행함
- 전자는 인수합병, 구조조정, 이사진 교체 등의 비교적 공격적 수단을 통해 목표를 달성하는 반면 후자는 주로 대화, 연대 등 온건한 방식으로 기업의 변화를 유도함

27) 최근 Harvard Law School Forum에서 발간한 미국 주주총회 동향을 파악한 기사인 "Shareholder Proposal Developments During the 2017 Proxy Season"에 따르면, 미국 상장사의 경우 2016년 환경·사회 주주제안은 전체 주주제안 916건 중 299건(32.64%), 2017년 환경·사회 주주제안은 827건 중 345건(41.71%)로 확인됨

□ 한편, 국내에서는 수탁자 책임에 관한 원칙인 '스튜어드십 코드'가 지난해 도입된 이후, ESG 주주행동주의와 유사한 취지의 주주관여활동이 증가할 것으로 예상됨

○ 한국 스튜어드십 코드에서는 투자대상회사의 중장기적 가치와 지속가능한 성장을 추구할 것을 목적으로 하고 있으며, 이를 위해 비재무적 요소까지도 점검대상에 포함시킬 수 있다고 안내하고 있음[28)]

○ 뿐만 아니라, 한국 자본시장의 대표적인 기관투자자인 국민연금[29)]은 스튜어드십 코드를 빠르면 2018년 하반기에 도입[30)]할 예정으로, 최종 수익자인 국민에 대한 수탁자 책임을 이행하기 위해 넓은 범위의 이해관계자를 고려하여 주주활동을 수행할 유인이 있음

- 국민연금기금은 1) 2009년 유엔의 사회책임투자가이드라인(UN PRI)에 가입하였으며, 2) 국민연금법 제102조(기금의 관리 및 운용) 및 의결권 행사지침 제4조의2(책임투자)를 통해 투자대상과 관련한 환경·사회·지배구조 등의 요소를 고려할 수 있다는 법적 근거와 가이드라인을 마련하고 있음

□ 이러한 배경 아래 The Review of Financial Studies에 게재된 Dimson, Karakas, and Li(2015)[31)]의 논문을 일부 소개함으로써 미국에서의 ESG 주주행동주의에 대한 연구결과가 국내 자본시장에 줄 수 있는 시사점을 논의하고자 함

실증자료

□ 실증분석에 사용된 자료는 1999-2009년 사이 미국 613개의 상장사에 대한 2,152건(이 중 382건의 성공한 관여활동)의 ESG 관여활동임

성공한 ESG 주주관여활동에 대한 시장 반응

□ Dimson, Karakas, and Li(2015)의 연구결과에 따르면, 성공한 ESG 주주관여활동에 대한 최초 관여 시점(시점0) 이전 1개월(시점-1)부터 1년까지의 누적초과수익률은 +7.1%로 나타남

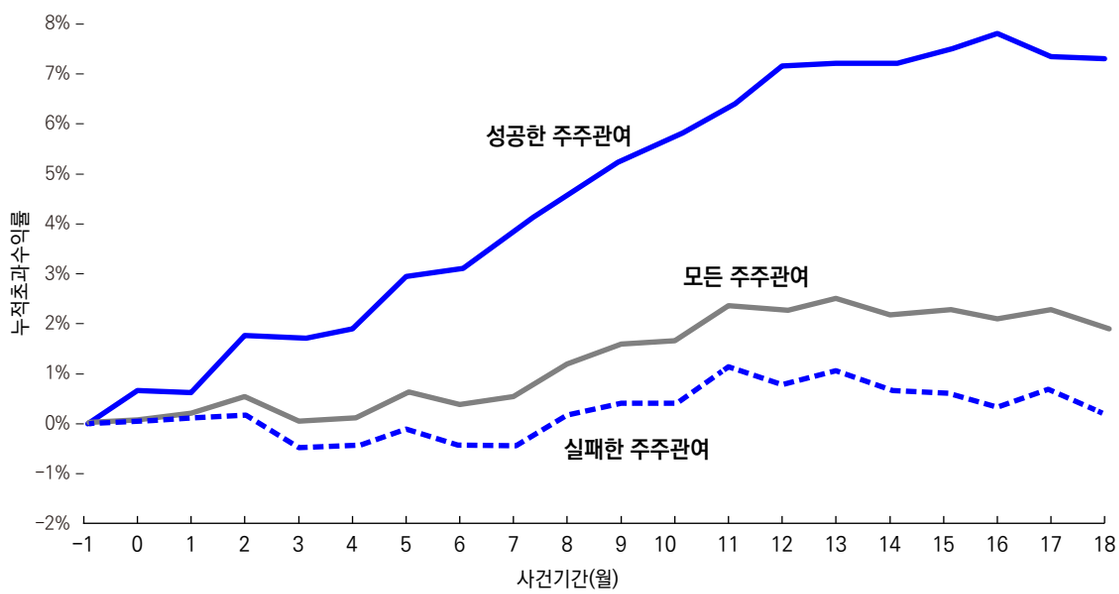
○ 또한, 성공한 ESG관여와 실패한 ESG관여의 누적초과수익률 차이는 시간이 갈수록 커지며, 12개월 시점과 16개월 시점의 누적초과수익률 차는 각각 +6.3% 및 +7.5%임

28) 한국 스튜어드십 코드 원칙3의 안내지침 참고
29) 2018년 2월말 기준 약 624조원의 기금 보유 및 국내 주식시장에만 약 130조원 투자(출처: 국민연금기금운용본부 홈페이지)
30) 조선비즈, 2018.4.27., "국민연금, 투자 종목 모두 공개한다...7월 스튜어드십 코드 도입(종합)"; 한겨레, 2017.12.1., "국민연금, 내년 '스튜어드십 코드' 공식화"
31) Dimson, Karakas and Li, 2015, "Active Ownership", 「The Review of Financial Studies」, 28(12), pp.3225-3268

○ 성공한 ESG주주관여활동에 대한 시장의 긍정적 반응은 관여활동을 계기로 기업과 기관투자자들이 보다 합리적인 해결책을 마련하여 기업가치에 긍정적인 영향을 미친 것으로 볼 수 있음

- ESG주주관여가 성공한 경우, 관여대상기업의 기업지배구조(Entrenchment index[32])와 경영성과(ROA, 이익, 종업원1인당 매출액 등)가 개선된 것으로 확인됨

[그림 1] 최초 ESG 주주관여 이후 누적초과수익률(전체 샘플)[33]



□ ESG주주관여를 기업지배구조 관여와 사회·환경 관여로 나누어서 비교한 경우에도 동일하게 성공한 주주관여에 대해 시장은 긍정적으로 반응함

○ 기업지배구조 주주관여 및 사회·환경 주주관여의 1년 누적초과수익률은 각각 +7.2% 및 +7.1%로 나타남

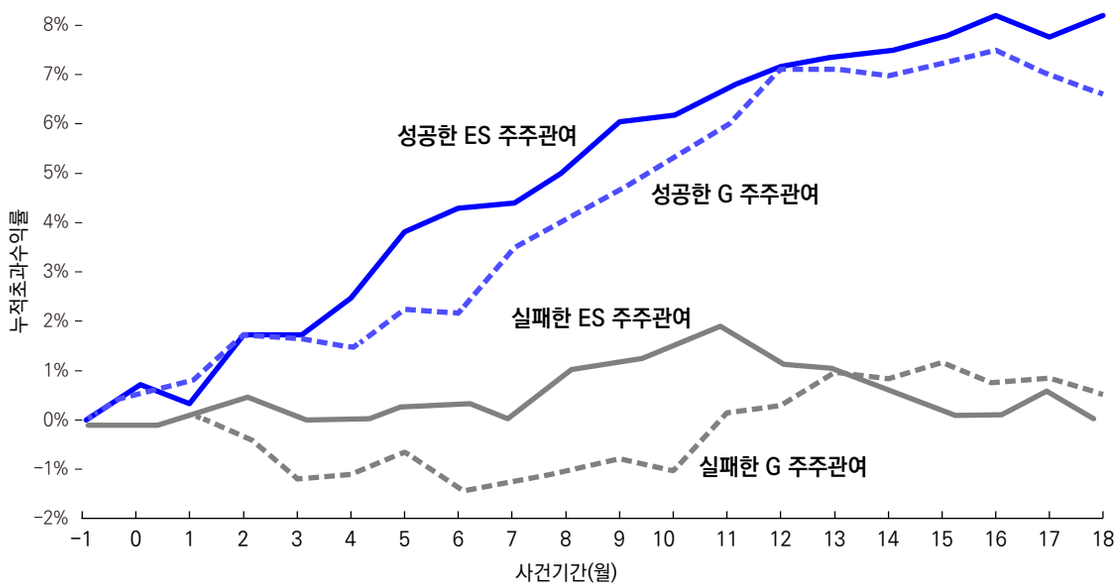
○ 사회·환경 개선활동도 기업지배구조 개선활동과 마찬가지로 기업의 비용이 아닌 투자라는 인식의 전환이 필요함을 알 수 있음

○ 또한 사회·환경 관여의 경우, 임직원, 지역사회 주민 등 더 넓은 범위의 이해관계자까지 고려하는데, 이 경우에도 기업가치가 증가할 수 있음을 확인함

32) Entrenchment Index는 Bebchuk, Cohen and Ferrrell(2009)에서의 지표를 사용하였으며, 이 지표는 시차이사제도, 합병 및 정관·규칙 변경을 위한 초다수결의, 포이즌 필, 황금낙하산 등에 대한 평가항목으로 구성되어 있음

33) Dimson, Karakas and Li, 2015, "Active Ownership", 「The Review of Financial Studies」, 28(12), pp.3225-3268

[그림 2] 최초 ES 또는 G 주주관여 이후 누적초과수익률(ES와 G샘플)[34]



□ 한편, 이 논문의 연구 결과처럼 ESG 활동이 주주가치를 증대한다면 주주관여와 같은 외부 모니터링 외에도 기업의사결정자들이 자발적으로 ESG 수준을 개선하는 방향으로 인센티브를 설정하는 방법도 고려할 수 있을 것임

○ 이에 대해 Hong, Li and Minor(2016)[35]은 이사들에게 CSR에 대한 직접적인 인센티브를 제공하는 것은 사회영역에서의 성과를 개선하는데 효과적이며, 기업지배구조가 좋은 기업일수록 이러한 인센티브를 제공한다는 결과를 통해 CSR활동이 대리인 비용을 발생시킨다고 보기보다는 주주에게 긍정적일 것이라는 견해를 제시함

○ 또한, Mass(2018)[36] 논문에서도 성과지표에 계량적 성과지표를 제시한 경우, 사회영역 성과를 개선하는 데 도움이 된다고 밝힘

○ 국내에서는 최근 롯데·두산 등 일부 대기업 그룹들이 임원의 성과평가지표에 ESG평가결과를 반영[37]하고 있으며, 자발적 ESG 수준향상에 대한 사례로 참고할 필요가 있음

실패한 ESG 주주관여활동에 대한 시장 반응

□ Dimson, Karakas, and Li(2015)의 연구결과에 따르면, ESG 주주관여의 성공률은 평균 17.75%로 헤지펀드(40.6%, Brav et al.(2008); 60%, Klein and Zur(2009)) 및 다른

34) 각주 33)과 동일
35) Hong, Li and Minor, 2016, "Corporate Governance and Executive Compensation for Corporate Social Responsibility", 「Journal of Business Ethics」, 136, pp.199-213
36) Mass, 2018, "Do Corporate Social Performance Targets in Executive Compensation Contribute to Corporate Social Performance", 「Journal of Business Ethics」, 148, pp. 573-585
37) 아시아경제, 2018.3.7., "[단독] 롯데·두산, 지배구조 평가 고위직 고과에 반영"선제적 변화""

주주행동주의자의 주주관여 성공률(65%, Klein and Zur(2009), Becht et al.(2009))에 비해 낮은 편임

○ 위와 같은 연구결과는 헤지펀드에 비해 ESG주주관여활동이 대화 등 온건한 방식을 통해 이뤄지기 때문인 것으로 예상할 수 있음

□ 한편, [그림 1]에서 확인할 수 있는 것처럼 실패한 ESG 주주관여활동에 대한 기업(주주)가치의 변화는 제한적임

○ 최초 관여 시점(시점0) 이전 1개월(시점-1)부터 1년까지의 실패한 주주관여의 누적초과수익률은 -1%~1% 사이로, 영향이 미미한 것으로 확인됨

□ ESG 주주관여 성공률이 낮지만, 실패하는 경우에도 기업(주주)가치에 부정적인 영향이 없다는 결과를 통해 기관투자자들의 적극적 주주관여활동을 부정적으로만 보는 국내 자본시장의 전반적인 시각이 개선될 필요가 있음을 알 수 있음

○ 투자자들은 비재무적 요소에 ESG 이슈를 점검대상에 포함하고, 필요한 경우 해당 이슈에 대해 기업의 인식제고 및 ESG 수준 개선을 요구하는 방안도 긍정적으로 검토할 수 있을 것임

- 국내 기업에 대한 ESG 주주관여에 대한 참고 사례로, NH-Amundi자산운용이 당시 주요 투자대상 기업 43개사에 CDP(탄소정보공개프로젝트) 응답을 촉구하는 서한을 발송한 사례[38] 및 헤르메스 인베스트먼트 매니지먼트가 KB금융지주에 대해 이사 선임 시 금융관련 전문성 요건 강화 및 CDP 수준의 향상을 포함한 임원진 차원의 기후변화 관리감독 역할 강화를 요구한 사례[39] 등이 있음

결론 및 시사점

□ Dimson, Karakas, and Li(2015) 논문을 통해 중장기적인 관점에서 다양한 이해관계자들의 이익을 고려하는 ESG 주주행동주의가 기업가치 상승에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다는 점을 확인함

□ 이와 같은 결과를 통해, 기업은 ESG 수준 향상을 위해 자발적으로 인센티브를 도입하는 방안을 검토할 것을 제언함

□ 또한, 국내 자본시장참여자들은 ESG 주주관여활동에 대한 부정적인 시각을 개선하고, 기관투자자들은 기업가치 향상의 방안으로 ESG를 비재무적 검토사항에 포함하여, 다양한 이해관계자들의 이익을 고려할 것을 제언함

38) 뉴스핌, 2010.2.9., "NH-CA운용, '기업관여활동 모범' 선정돼"
39) Hermes Investment Management, 2018.4.19., "KB Financial Group- Governance and Climate Change", https://www.hermes-investment.com/blog/eos-case-studies/kb-financial-group-governance-climate-change/