임팩트투자와 지속가능금융
: 현황과 과제

2016.5.27

박 경 서 (고려대학교 경영학과, 한국기업지배구조원)
김형석 (한국기업지배구조원)

국내외 임팩트투자 현황

임팩트투자와 지속가능금융

◆ 기업의 지속가능경영을 유도하기 위한 수단으로서의 투자활동

- 투자대상 기업의 재무적 가치 뿐만 아니라 환경영향 및 사회적 책임의 이행 정도를 고려하여 투자대상을 선정
- Responsible investing, Socially Responsible Investment 등 다양한 용어로 정의
- UN PRI, UNEP, UN Global Compact 등 국제기구들이 주도가 되어 전세계 연기금을 포함한 기관투자자들의 책임투자관행을 유도
- 임팩트투자의 주된 관점은 기업의 지배구조(G), 사회책임(S) 및 환경보호경영(E)으로서 기업이 ESG를 고려한 경영활동을 유도하기 위한 투자정책
- 관련하여 SRI펀드의 규모는 2014년 초 현재 전세계적으로 21.4조 달러에 달하는 것으로 추정 (GSIA(2014))

임팩트투자와 지속가능금융

◆ **임팩트투자의 형태는 대표적으로 다음의 유형으로 분류 (Global Sustainable Investment Alliance (이하 GSIA, 2014))**

- Negative/exclusionary screening : 담배, 총기 생산 등 혐오상품기업을 배제
- Positive/best-in-class screening : ESG 전분야에 걸쳐 가장 우수한 기업에 투자
- Norms-based screening : 최소기준 이상의 모범적 기업에 투자
- Integration of ESG factors :전통적인 재무분석기법에 ESG요소를 추가
- Sustainability themed investing : 청정에너지, 녹색기술, 지속가능 농업 등 환경분야에 집중
- Impact/community investing : 지역사회의 혜택을 받지 못한 특정집단, 환경문제해결 등에 집중하는 공익적 투자
- Corporate engagement and shareholder action : 주주권을 이용한 기업경영참여형 투자

임팩트투자와 지속가능금융

◆ **임팩트투자 확대를 위한 핵심 이슈는 이를 통해 투자위험에 상응하는 투자수익률을 확보할 수 있는가의 문제**

- ESG를 강조하는 기업의 성과가 여타 기업에 비해 우월한 가의 근본적 이슈 (Renneboog(2008), 장승욱 등(2013), 박경서 등(2009))
- ESG관련 펀드의 성과가 여타 펀드의 성과에 비해 우월한 가의 이슈 (Bensen et al(2006))
- ESG관련 기업의 재무적 성과 또는 관련펀드의 성과에 대한 기존 국내외 연구들은 대체적으로, 특히 위험을 조정할 경우, 중립적인 의견 (박영규(2013), Jackson(2013), 이호 등(2014), Francis In et. al(2014), Kruger(2015))
- SRI펀드의 수익률에 영향을 미치는 주요요인으로는 투자대상기업이 어떠한 목적으로 ESG관련 투자를 하는 가가 중요(Borghesi(2014))

◆ **경영 성과 또는 수익률 논쟁과 상관없이 연기금과 같이 가입자가 대다수 국민으로 구성되고 그 투자시한이 장기인 경우 단순히 기업의 재무적 성과만을 고려한 투자의사결정은 부적절하다는 인식 확산**

- 임팩트투자는 외부효과(externality)가 있다는 점에서 사회적 가치의 증가분을 고려할 필요
- 장기적으로 임팩트투자의 사회적가치를 측정할 수 있는 계량적 방법론의 개발도 필요

국내 SRI 투자 규모

◆ 국내의 SRI투자는 아직 초기단계

- 총 7.6조원 규모로 주로 연기금의 SRI펀드를 중심으로 형성되어 운용 (시가총액의 약 0.5% 수준)
- 다수 공모펀드의 경우 펀드명칭만 SRI펀드인 경우가 많고, 실제 SRI원칙을 가지고 운용하는지 여부는 불확실

<표 1> 국내 ESG펀드 현황 및 규모 (2015.4)

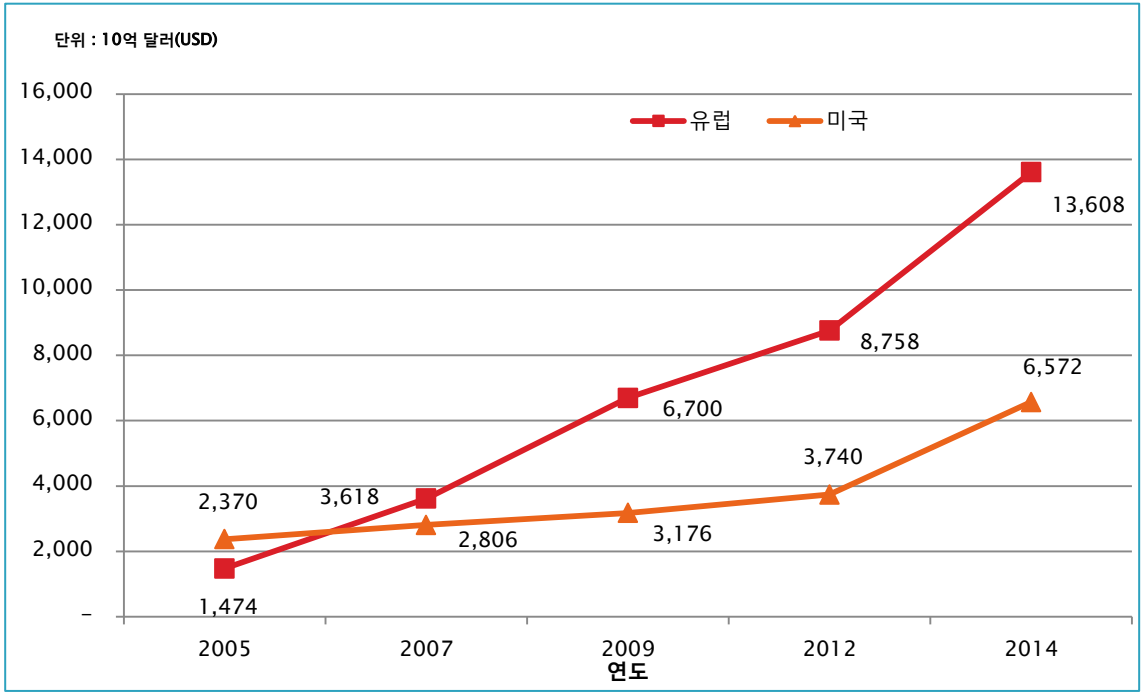
투자방식		순자산액	비중
공모펀드	자산운용사	8,594억원	11.4%
연기금의 위탁·직접 운용	국민연금	6조 8500억원	88.6%
		위탁사 수 미공개	
	사학연금	1,000억원	
		1개사 위탁	
	공무원연금	900억원	
		2개사 위탁	
	우정사업본부	800억원	
		4개사 위탁	
	소계	**약 7조 1,200억원**	
합계		**약 7조 9,794억원**	

자료: 국민연금, 한국기업지배구조원

해외 SRI투자 규모

◆ 해외의 SRI 규모를 살펴보면 2014년 말 기준 유럽이 13.6조 달러, 미국이 6.5조 달러 규모로 지속적인 확대추세

< 그림 1> 해외 SRI 규모 추이



자료 : GSIA, 국민연금, KDB대우증권

해외 SRI투자 규모

◆ **전체 펀드 중 SRI펀드가 차지하는 비중은 유럽이 58.8%로 가장 높으며 캐나다 31.3%, 미국 17.9% 등의 순서**

- 아시아국가의 경우 0.8%에 불과하여 아직까지 임팩트투자에 대한 관심이 부족한 상황

<표 2> Proportion of SRI relative to total managed assets

	2012	2014
Europe	49.0%	58.8%
Canada	20.2%	31.3%
United States	11.2%	17.9%
Australia	12.5%	16.6%
Asia	0.6%	0.8%
Global	21.5%	30.2%

자료 : GSIA, 국민연금, KDB대우증권

해외 SRI투자 규모

◆ SRI펀드 유형 중에는 Negative screening방식이 가장 많은 규모이고 ESG 펀드, 지배구조펀드가 다음 순

<표 3 > Growth of Strategies 2012-2014 (단위: 10억불)

	2012	2014	Growth
Norms-based screening	$3,038	$5,534	82%
Negative/ exclusionary screening	$8,280	$14,390	74%
Positive/best – in-class screening	$999	$992	-1%
ESG integration	$5,935	$12,854	117%
Sustainability-themed investing	$70	$166	136%
Impact/community investing	$86	$109	26%
Corporate engagement and shareholder action	$4,589	$7,045	54%

자료 : GSIA, 국민연금, KDB대우증권

국내 임팩트투자가 취약한 배경

◆ **국내기업의 ESG활동이 전반적으로 미진하여 회사간 차별이 미약**

- 기업지배구조(G), 기업의 사회적 책임(S), 환경문제(E) 등에 대한 경영자의 인식과 개선 의지가 약하거나 수동적
- 배임/횡령 등 부적절한 행위를 희석시키기 위한 의도, 지배주주 또는 경영자의 취미 활동, 정부 주도의 사업기회에 참여하기 위한 목적 등으로 ESG활동을 진행하는 경우도 다수 관찰

◆ **기업의 ESG수준에 관한 정보제공이 취약**

- 유가증권시장 상장기업 약 700 개 중 80개 내외의 기업만이 매년 지속가능보고서 (Sustainability Report)를 통해 관련정보를 공개하고 있는 상황
- 사업보고서에 사회책임경영 관련 공시를 하는 기업은 전무!
- 환경부 제재사항 등 기업의 환경리스크를 판단할 수 있는 내용에 대한 정보도 미흡

임팩트투자의 성과에 대한 논란

◆ **SRI펀드에 대한 투자자의 낮은 관심**

- 지배구조펀드, SRI펀드 등의 수익률이 여타 펀드에 비해 우월한가에 대한 논란

<표 4> 국민연금의 SRI펀드 성과 추이

(단위 : 억원, %)

구분	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
평가액	5,947	12,828	23,632	34,497	52,444	62,610	60,007
운용수익률	-39.2	65.1	27.3	-10.8	8.8	2.7	-7.1
BM수익률	-40.7	49.7	21.9	-11.0	9.4	0.7	-4.8
초과수익률	+1.5	+15.4	+5.4	+0.2	-0.6	+2.0	-2.3

자료: 국민연금

- 펀드 성격상 장기적 관점에서의 운용이 필요하나 국내투자자들의 단기적 투자성향과 수익기대도 SRI펀드 확대의 제약요인

국내기업의 ESG활동과 임팩트투자

◆ 펀드운용관점에서의 제약요인

- SRI지수의 다양성이 떨어지고 여타 지수와의 차별성이 적어 차별화에 한계 (최근 국민연금은 120 종목 내외로 구성된 NPS-Fn Guide SRI지수를 도입)
- SRI펀드의 위험요인과 적정기대수익률에 대한 경험치가 적어 적절한 벤치마크의 설정에 한계
- 펀드매니저에 대한 평가주기도 단기화 되어 있어 장기적 관점에서 기업경영에 개입(engagement) 할 여건이 취약 (연기금의 경우 SRI펀드 위탁운용사들의 보고주기는 최소 1일, 재계약 주기는 최소 1년)

ESG평가와 임팩트 투자

CGS의 ESG 평가

◆ 한국기업지배구조원은(CGS)은 상장기업에 대해 ESG수준을 평가하고 등급을 부여

기본평가

환경 79문항
사회 74문항
지배구조 86문항

+

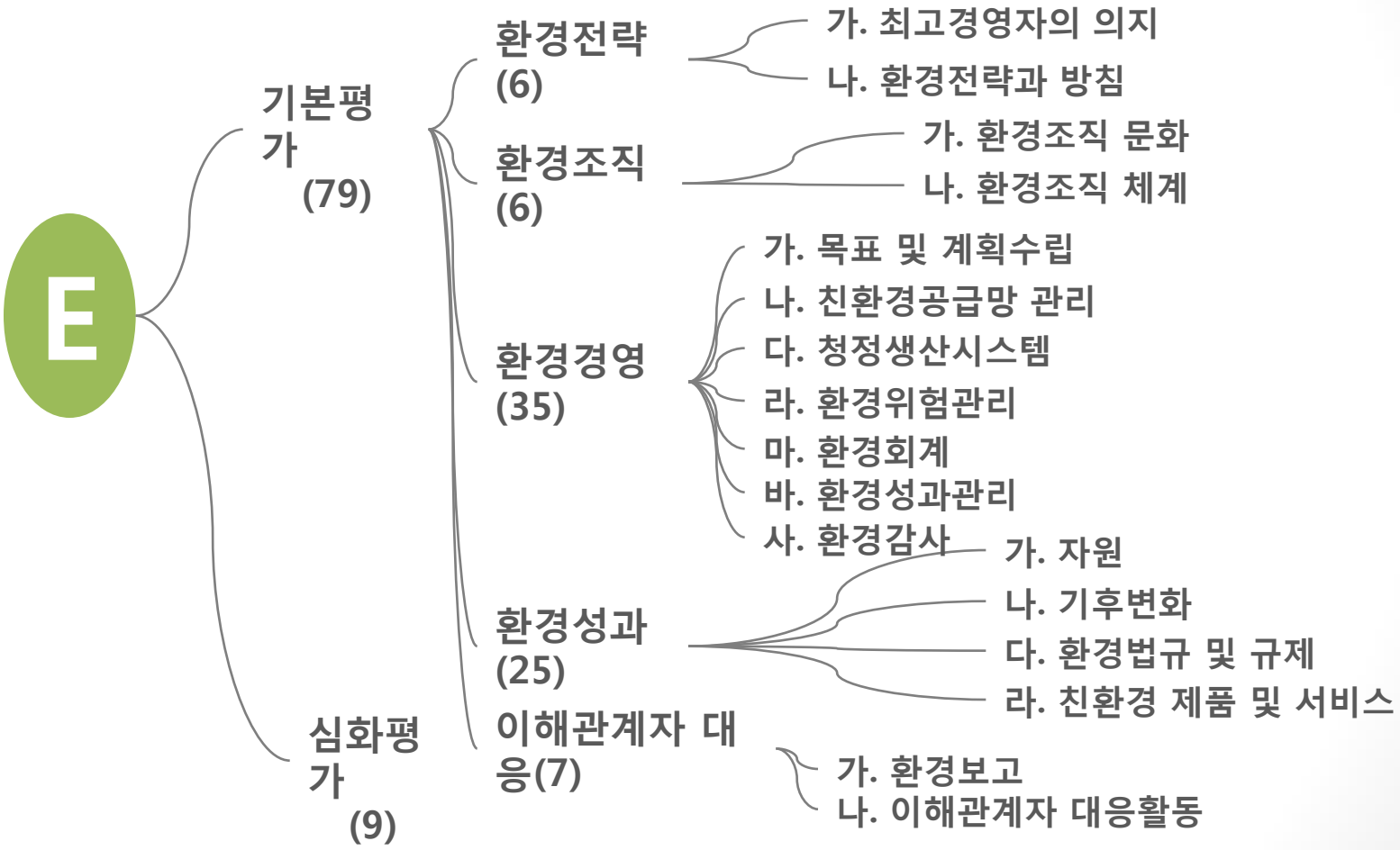
심화평가

환경 9문항
사회 8문항
지배구조 18문항

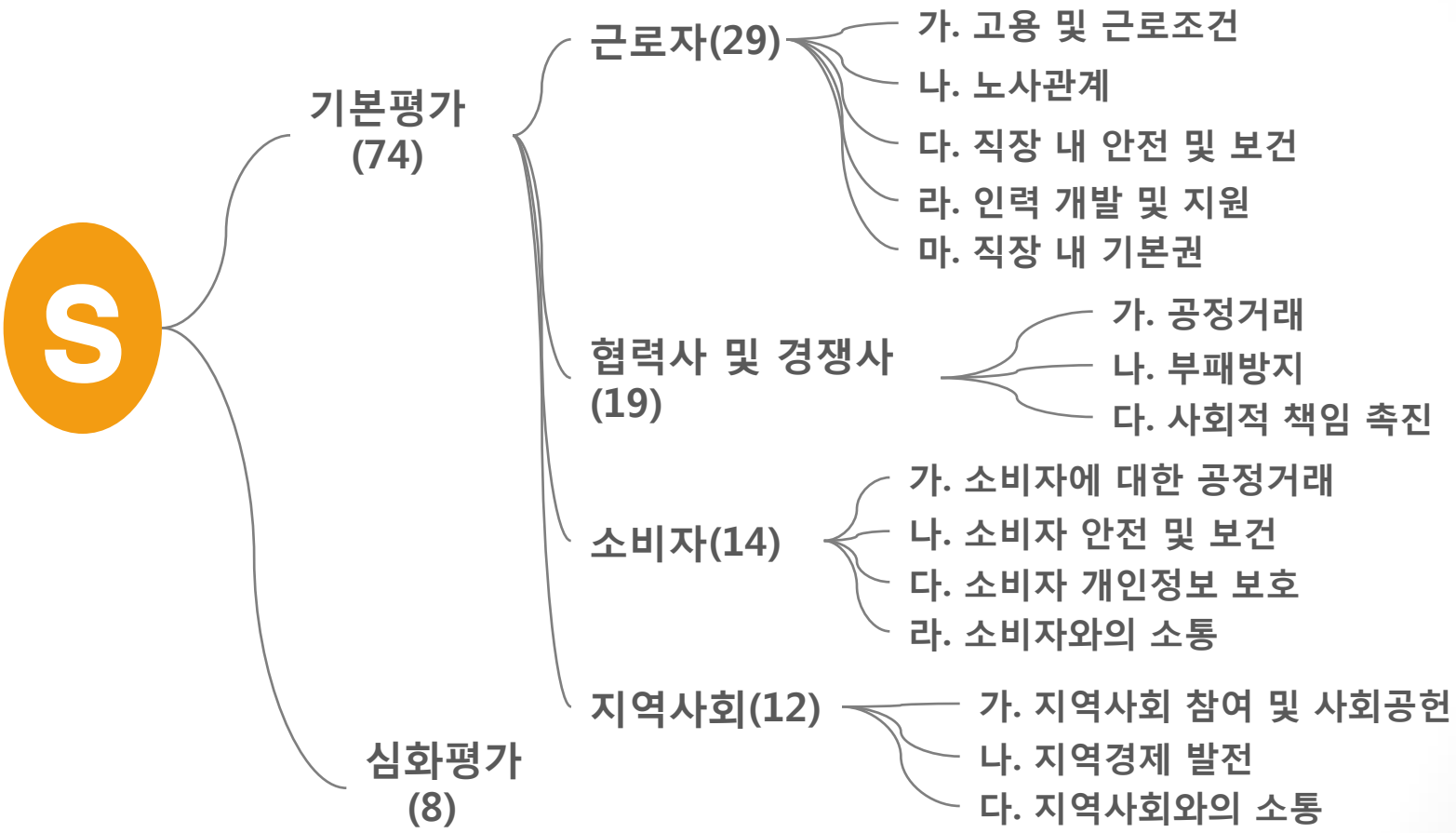
- 총점 300점
- 정량적, 객관적
- 정책, 제도, 조직 구성을 통한 ESG Risk 예방적 요소

- 최대 60점 감점
- 정성적, 분석적
- 이미 실현된 Risk를 통해 비효율적 시스템 운영을 사후적으로 평가

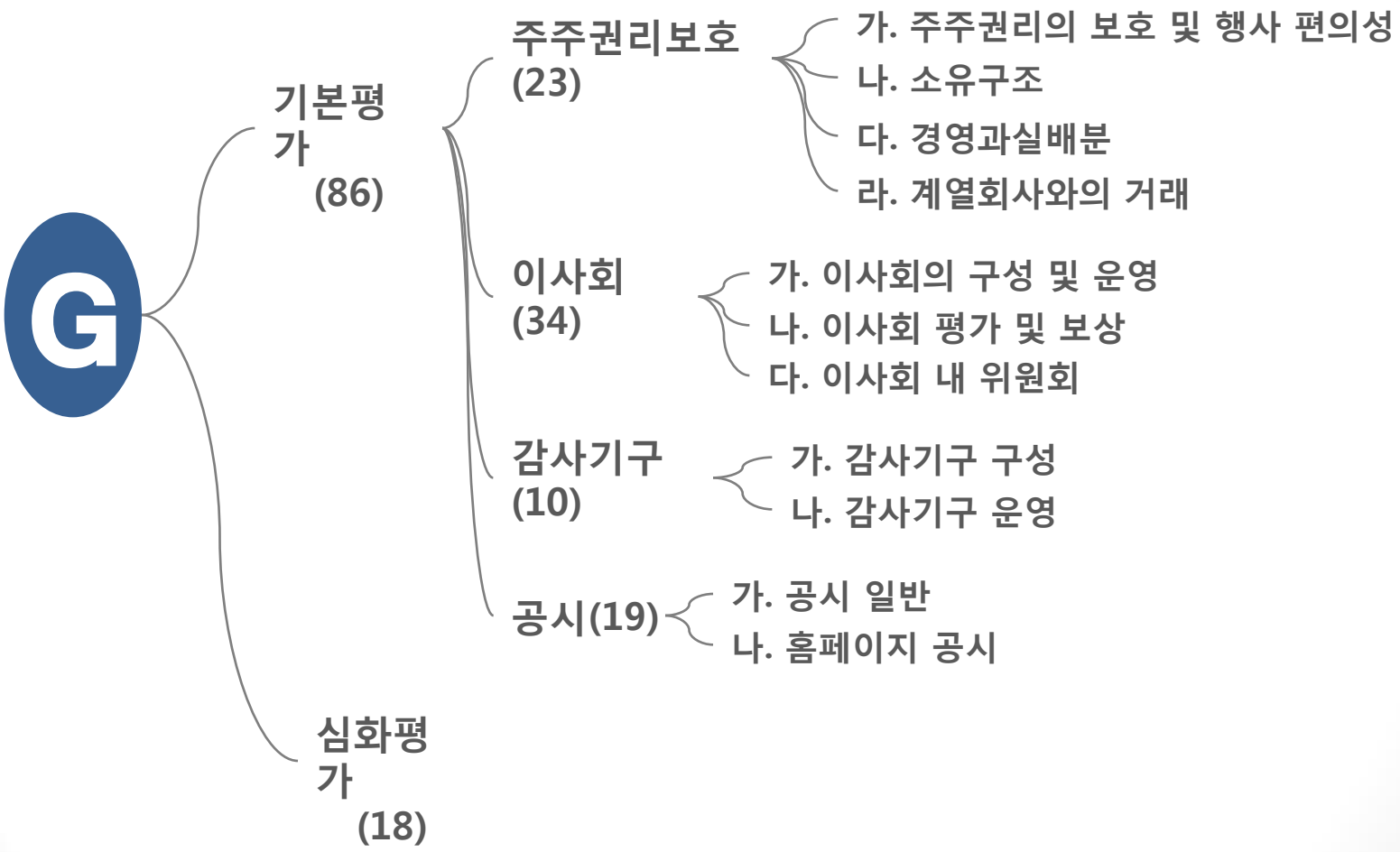
CGS의 ESG 평가


E
기본평가 (79)
환경전략 (6)
가. 최고경영자의 의지
나. 환경전략과 방침
환경조직 (6)
가. 환경조직 문화
나. 환경조직 체계
환경경영 (35)
가. 목표 및 계획수립
나. 친환경공급망 관리
다. 청정생산시스템
라. 환경위험관리
마. 환경회계
바. 환경성과관리
사. 환경감사
환경성과 (25)
가. 자원
나. 기후변화
다. 환경법규 및 규제
라. 친환경 제품 및 서비스
심화평가 (9)
이해관계자 대응(7)
가. 환경보고
나. 이해관계자 대응활동

CGS의 ESG 평가


S
기본평가
(74)
심화평가
(8)
근로자(29)
가. 고용 및 근로조건
나. 노사관계
다. 직장 내 안전 및 보건
라. 인력 개발 및 지원
마. 직장 내 기본권
협력사 및 경쟁사
(19)
가. 공정거래
나. 부패방지
다. 사회적 책임 촉진
소비자(14)
가. 소비자에 대한 공정거래
나. 소비자 안전 및 보건
다. 소비자 개인정보 보호
라. 소비자와의 소통
지역사회(12)
가. 지역사회 참여 및 사회공헌
나. 지역경제 발전
다. 지역사회와의 소통

CGS의 ESG 평가


G
기본평가 (86)
주주권리보호 (23)
가. 주주권리의 보호 및 행사 편의성
나. 소유구조
다. 경영과실배분
라. 계열회사와의 거래
이사회 (34)
가. 이사회의 구성 및 운영
나. 이사회 평가 및 보상
다. 이사회 내 위원회
감사기구 (10)
가. 감사기구 구성
나. 감사기구 운영
공시(19)
가. 공시 일반
나. 홈페이지 공시
심화평가 (18)

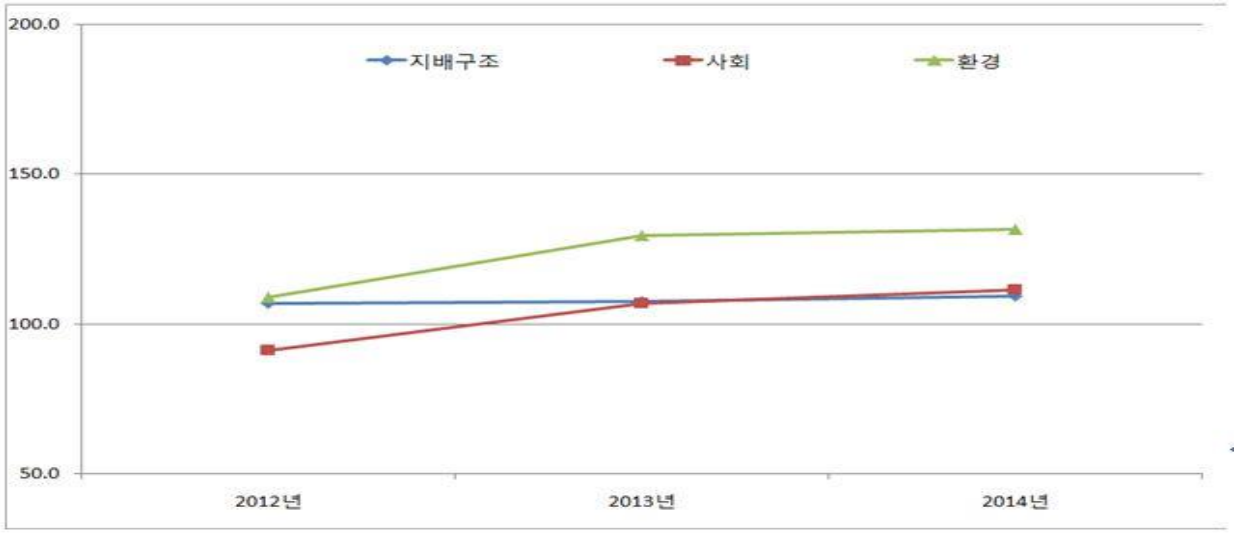
국내기업의 ESG활동 결정요인

국내 상장기업의 ESG 수준

◆ **전반적으로 국내기업의 ESG수준은 매우 낮은 편이며 미미한 개선추세**

- 지난 3년간의 한국기업지배구조원(CGS)평가에 있어 300점 만점에 평균 120점 내외 수준
- 사회책임경영 • 환경경영 수준이 미미하나마 개선되고 있는 추세
- 오너중심의 경영체제하에서 기업지배구조개선은 한계에 봉착 (정부의 기업관련 정책도 주요한 변수)

<그림 2> 상장기업의 ESG 점수 추이(2012~14년. 300점 만점)



Korea University Business School

자료 : 한국기업지배구조원

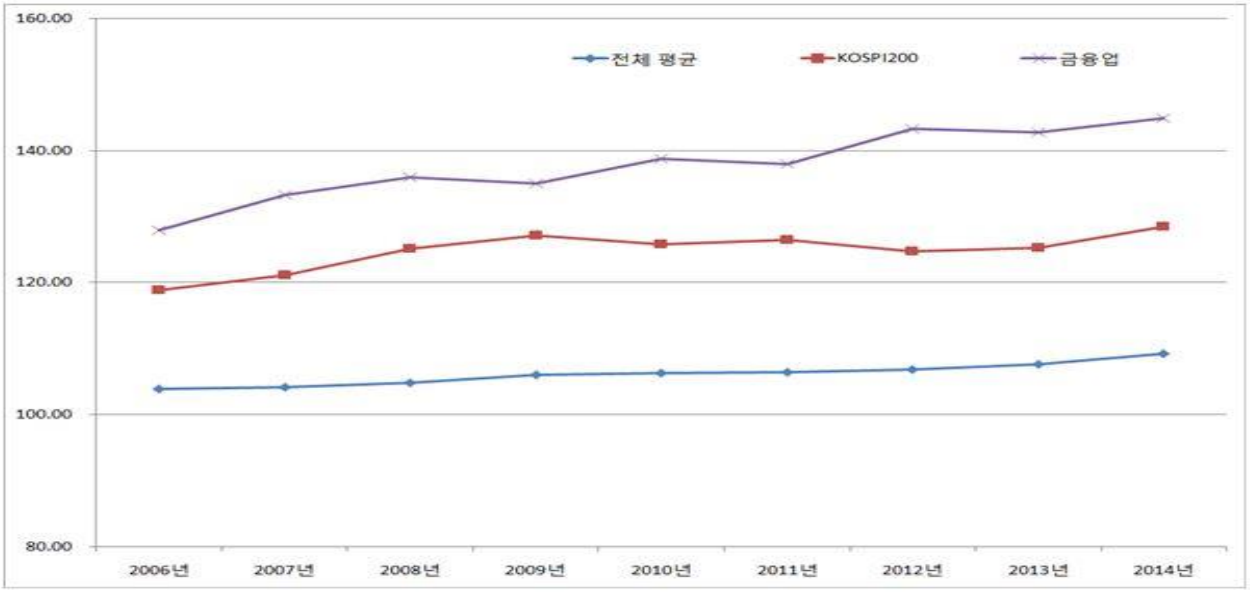
CGS Corporate Governance Service 한국기업지배구조원

상장기업의 지배구조(G) 추이

◆ **2006년 이후 지배구조개선은 매우 미미한 수준에서 진행**

- 주로 금융회사를 중심으로 진행되었으나 그나마 형식적인 수준
- 전체 기업 중 금융업, KOSPI200 기업 등이 상대적으로 높은 지배구조 점수
- 국내 지배구조 최우량기업이 240점 수준인 반면 유사한 평가 시 GE, Apple 등 해외 지배구조 우량기업은 270점 수준

<그림 3> 지배구조 점수 추이(2006~14년. 300점 만점)

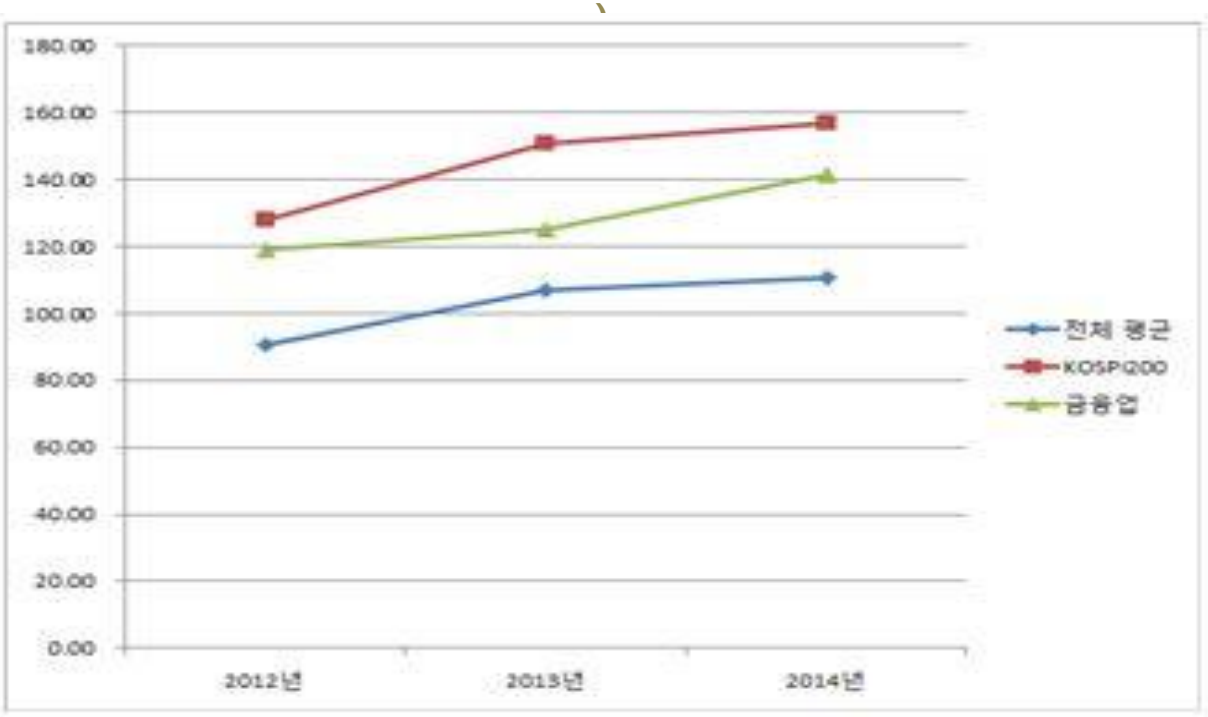


자료: 한국기업지배구조원

국내상장기업의 사회책임경영(S) 추이

◆ 지속적으로 개선되는 추세이며 KOSPI200 소속의 대규모기업이 사회책임활동을 주도

<그림 4> 사회책임경영 점수 추이 (2012~14년. 300점 만점)

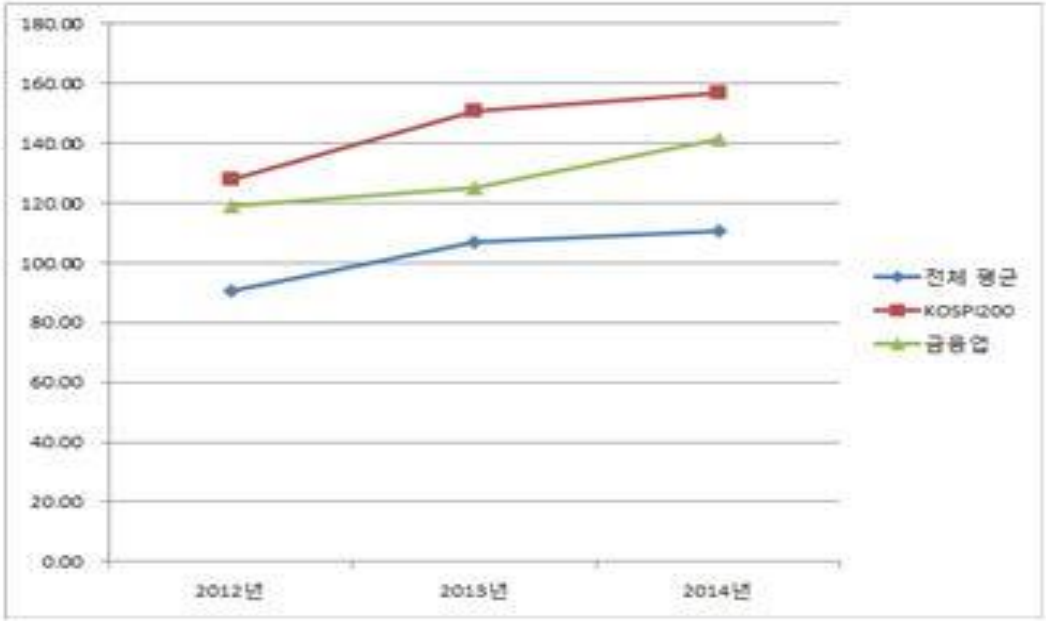


자료 : 한국기업지배구조원

국내기업의 환경경영(E) 추이

◆ 지속적으로 개선되는 추세이며 KOSPI200 기업이 평균을 상회하는 반면 금융업은 시장 평균보다 낮은 수준

<그림 5> 환경경영 점수 추이(2012~14년. 300점 만점)



자료 : 한국기업지배구조원

기업의 ESG활동에 대한 주식시장의 평가

◆ **직전 연도의 ESG평가가 좋은 기업일수록 (상위 10% 또는 25%) 다음 연도에는 주식시장에서 기업가치(MBR)가 높게 평가되는 결과**

- ESG상위기업과 하위기업간 Market-to-Book Ratio에 있어 20%(기업지배구조)~40%(사회책임) 내외 차이
- 이는 ESG와 관련한 기업정보가 주식투자자들에 의해 주가에 반영되고 있음을 의미

<표 5> ESG수준과 Market to Book Ratio간의 관계

Market-to-Book ratio의 중앙값 차이분석						
	Bottom	Top		Bottom	Top	
ESG Index	10%	10%	(z-stats)	25%	25%	(z-stats)
Environment	0.85	1.2	5.32***	0.9	0.96	1.77**
Social	0.74	1.24	7.36***	0.75	1.09	7.89***
Governance	0.9	1.05	3.37***	0.83	1.04	5.17***

기업의 ESG 선택 요인

◆ **기업가치(성장성) 및 수익성이 상위에 속할수록 지배구조개선 및 사회책임활동이 증가(반면에 환경경영활동은 감소하는 반대의 결과)**

- 역인과관계(reversed causality)문제를 통제하기 위해 시차변수를 사용한 경우에도 유사한 결과

<표 6> 기업가치와 ESG간의 관계

ESG Index의 중앙값 차이분석			
	Tobin's Q에 따른 하위표본		차이분석
ESG Index	*Low*	*High*	z-stats
Environment	121.3	104.95	-1.84***
Social	77	80	2.95***
Governance	100	103	4.97***

<표 7> ROA와 ESG간의 관계

ESG Index의 중앙값 차이분석			
	ROA에 따른 하위표본		차이분석
ESG Index	*Low*	*High*	z-stats
Environment	113	112.3	0.55
Social	76	81.5	4.02***
Governance	99	103	5.79***

외국인투자와 ESG간의 관계

◆ **외국인지분율이 높을수록 ESG 수준이 높은 성향 (다만 기업규모와도 상관)**

- 외국인투자가 국내기업의 ESG활동을 강화하는 효과도 존재
- 외국인투자자들은 국내투자자들에 비해 ESG투자가 제공하는 긍정적 효과 (투자위험관리, 기업의 장기적 성장 등)를 인정하는 경향

<표 8> 외국인지분율과 ESG간의 관계

ESG Index의 중앙값 차이분석			
	외국인지분율에 따른 하위표본		차이분석
ESG Index	*Low*	*High*	z-stats
Environment	110.45	122.15	3.53***
Social	74	89	7.41***
Governance	97	110	16.63***

왜 임팩트 투자가 중요한가?

기업의 환경경영활동(E)이 경영성과에 미치는 영향

◆ **직전 연도의 환경경영수준이 높을수록 다음 연도의 수익성 및 매출액성장률이 우수 (다소 근소한 차이)**

- 두 가지 설명이 가능
  - 환경경영이 양호한 경영성과를 유도 (인과관계)
  - 양호한 경영성과에 대한 정보를 가진 경영진이 환경경영을 강화 (신호가설)

<표 9> 환경경영이 경영성과에 미치는 영향

경영성과의 중앙값 차이분석

	Environment index에 따른 하위표본		차이분석
성과변수	Bottom 25%	Top 25%	z-stats
ROA	0.034	0.039	2.09**
EBITDA/sales	0.065	0.08	1.79**
Sales growth (1year)	0.052	0.078	3.32***

주) t-1년도 환경경영지수의 상위 25%와 하위 25%의 표본에 속하는 기업들의 t년도 영업성과를 비교

사회책임경영(S)이 경영성과에 미치는 영향

◆ 직전 연도의 사회책임경영이 활발할수록 다음 연도의 수익성 및 매출액성장률이 우월

<표 10> 사회책임경영이 경영성과에 미치는 영향

경영성과의 중앙값 차이분석			
	Social index에 따른 하위표본		차이분석
성과변수	Bottom 25%	Top 25%	z-stats
ROA	0.031	0.043	5.63***
EBITDA/sales	0.046	0.065	5.77***
Sales growth (1year)	0.05	0.083	3.44***

주) t-1년도 사회책임경영지수의 상위 25%와 하위 25%의 표본에 속하는 기업들의 t년도 영업성과를 비교

기업지배구조(G)가 경영성과에 미치는 영향

◆ **직전 연도의 지배구조수준이 좋을수록 차기의 수익성 및 매출액성장률이 매우 우수**

- 지배구조 상위기업과 하위기업간 수익성은 약 2배 차이, 성장성은 약 40% 차이

<표 11> 지배구조수준이 경영성과에 미치는 영향

경영성과의 중앙값 차이분석			
	Governance index에 따른 하위표본		차이분석
성과변수	Bottom 25%	Top 25%	z-stats
ROA	0.023	0.046	9.17***
EBITDA/sales	0.037	0.074	11.8***
Sales growth (1year)	0.056	0.076	2.96***

주) t-1년도 ESG점수의 상위 25%와 하위 25%의 표본에 속하는 기업들의 t년도 영업성과를 비교

결론 및 시사점

결론 및 시사점

◆ **국내 임팩트투자 관행이 부진한 배경**

- ✓ 국내기업들의 ESG에 대한 낮은 관심
- ✓ ESG관련정보의 부족
- ✓ 국내(기관)투자자의 단기수익추구 경향
- ✓ 임팩트투자의 투자수익률에 대한 불확실성
- ✓ 적절한 벤치마크지수의 부재

◆ **하지만 기업의 ESG수준과 기업의 경영성과간에는 매우 강한 양의 관계가 관찰되어 임팩투자를 위한 기반은 형성되어 있는 것으로 판단**

◆ **기업의 ESG활동과 기관투자자의 임팩투자는 한 경제 내에서 모두 긍정적인 외부효과(externality)를 갖는다는 점에서 이를 유도하기 위한 제도적 지원 필요**

제도개선방향

◆ 연기금 등 기관투자자에 대해 SRI투자 의무 강화

- 영국, 독일 ,프랑스, 스웨덴 등 연기금의 SRI투자 법제화 사례 참조
- 펀드매니저에 대한 평가기간을 장기화하고 단기적 거래유인을 억제하는 보상제도 도입
- 기존의 지수와는 차별화되는 SRI벤치마크지수의 개발을 통해 펀드매니저의 투자기준을 제공
- SRI펀드성격에 적합한 펀드운용이 이루어지는지 여부에 대한 공시의무 강화
- SRI자문서비스, proxy service에 전문화한 자문기관 육성

제도개선방향

◆ 기업의 ESG에 대한 인식 제고와 지원

- 기업의 ESG활동은 외부효과를 통해 사회적 효용을 증가시키므로 일종의 공공재
- 외부효과의 존재 시 정부지원의 정당성이 확보된다는 점에서 기업의 ESG활동을 촉진하기 위한 세제상 지원 등 정책적 지원을 강화
- 회사의 사업보고서에 사회책임활동 내용을 공시토록 하여 SRI투자의 불확실성을 최소화
- 환경관련 공적 제재 내용 등을 기업의 사업보고서에 의무적으로 공개

◆ 일정수준의 책임투자기준을 만족하는 ESG관련 펀드에 대해서는 세제혜택을 제공

참고문헌

Bauer, R., K.Koedijk and R. Otten: 2005, 'International Evidence in Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style', Journal of Banking and Finance 29, 1751-1767

Bauer, R., R. Otten and A. T. Rad: 2004, 'Ethical Investing in Australia: is there a Financial Penalty?', Maastricht University Working Paper.

Ben Thornley, David Wood, Katie Grace, Sarah Sullivant, impact investing a framework for policy design and analysis, The GIIN, 2011

Carhart, M. M.: 1997,'On Persistence in Mutual Fund Performance', Journal of Finance 52, 57-82.

Cummings, L. S.: 2000, ' The Financial Performance of Ethical Investment Trusts: An Australian Perspective', Journal of Business Ethics 25, 79-92.

Edward T. Jackson, Interrogating the theory of change: evaluating impact investing where it matters most, Journal of Sustainable Finance & Investment, 2013

European SRI STUDY , Eurosif , 2014

Francis In ,Martin Kim, S. Kim ,T. Kim ,'Competition of socially responsible and conventional mutual funds and its impact on fund performance', Journal of Banking & Finance Volume 44, pp. 160–176 , 2014

참고문헌

Ferson, W. And R. Schadt: 1996, 'Measuring Fund Strategy and Performance in Changing Economic Conditions' , Journal of Finance 51 , 425-462

Goldreyer, E. anc D. Diltz: 1999, 'The Performance of Socially Responsible Mutual Funds: Incorporating Sociopolitical Information in Portfolio Selection', Managerial Finance 25, 23-36

Global Sustainable Investment Review , GSIA , 2014

Hamilton, S., H. Jo and M. Statman: 1993, 'Doing Well while Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds', Financial Analysts Journal 49, 62-66

Jess Daggers, Alex Nicholls, The Landscape of Social Impact Investment Research: Trends and Opportunities, Said Business School, University of Oxford, 2016

J.P.Morgan, Eyes on the Horizon, Global Social Finance, 2015

Jos Leys, Wim Vandekerckhove and Luc Van Liedekerke, 'A Puzzle in SRI: The Investor and the Judge', Journal of Business Ethics Vol. 84, No. 2 , pp. 221-235,2009

Karen L. Benson, Timothy J. Brailsford, Jacquelyn E. Humphrey, 'Do Socially Responsible Fund Managers Really Invest Differently?', Journal of Business Ethics, vol.65, no.4 , pp.337-357, 2006

참고문헌

Luc Renneboog, Jenke Ter Horst, Chendi Zhang , 'The price of ethics and stakeholder governance: The performance of socially responsible mutual funds, 'Journal of Corporate Finance, Volume 14, Issue 3, pp. 163-322 ,2008

Mallin, C. A., B. Saadouni and R. J. Briston: 1995, 'The Financial Performance of Ethical Investment Funds', Journal of Business, Finance and Accounting 22(4), 483-496

Matt Bannick, Paula Goldman and Michael Kubzansky, 'Early Stage Investing for Financial Returns and Social Impact in Emerging Markets', OMIDTAR NETWORK ,2015

Narrative Analytics on Impact Investing – Analysis of Narratives on Impact Investing in the US and UK, Monitor 360 and Omidyar Network, 2016

Philipp Krüger , 'Corporate goodness and shareholder wealth', Journal of Financial Economics Volume 115, Issue 2, February 2015, pp.304–329 , 2015

Richard Borghesi, Joel F. Houston, Andy Naranjo, 'Corporate socially responsible investments: CEO altruism, reputation, and shareholder interests' , Journal of Corporate Finance Volume 26 June 2014, pp. 164–181, 2014

참고문헌

노아람, 사회책임투자(SRI)와 '착한 기업' , KDB DAEWOO 증권, 2015

박영규, '기업의 사회적 책임을 이용한 투자전략의 성과분석' , 대한경영학회지 제26권 제4호 PP 891-907 , 2013

이호, 박경원, ' 사회책임투자 : 금융소비자의 대체 투자수단으로서 성과와 특성' , 산업경제연구 제 27권 제 4호 , PP1685-1701 , 2014

장승욱, 김용현 , '기업의 ESG와 재무성과', 재무관리연구 제30권 제 1호 , PP131-152 , 2013

End of Document