

[7] 사회적가치와 재무

2023년 1학기 세종대학교 관광대학원
호텔관광ESG경영론



1. 재무분야에서의 변화

기업의 사회적 책임이 점차 중요해지면서 재무분야에서도 몇 가지 중요한 변화가 일어났다. 활발해진 경영자의 사회적 가치 활동이 자본을 투자한 주주 및 채권자에게 영향을 주고있다.

[1] 경영자의 사회, 환경 등 비재무적 분야에서의 가치 증진 활동은 회사에 자본을 제공하는 주주와 채권자의 투자자산 가치와 그 수익률에 영향을 주고 있다.

[2] 사회, 환경 등의 문제를 중요시하는 일부 기관투자자들은 회사의 사회적 가치 활동을 수동적으로 기다리기 보다는 오히려 주도적으로 경영자의 사회적 가치 활동을 이끌고 있다.

비공개 대화, 의결권 행사, 주주제안 등 다양한 주주권한을 행사해 회사의 좀 더 적극적인 사회적 가치 활동을 요구하고 있다.

[3] 경영자는 주주의 이익을 위해 경영해야 한다는 재무관리의 기본원칙이 도전 받고 있다.

사회적 가치 활동의 대상인 종업원, 고객, 공급사업자, 환경 등 다른 이해관계자의 이익은 주주의 이익을 달성하기 위한 도구가 아니라 오히려 경영자가 종국적으로 추구해야 할 이익이고 주주의 이익은 이 과정에서 파생되는 결과일 뿐이라는 주장이 제기되면서 현재 이에 대한 논의가 재무분야 학계에서 활발히 진행되고 있다.

2. 재무분야 주요사례

투자대상 회사의 사회적 가치 활동을 높이기 위한 주주들의 관여 활동 사례분석

투자자 유형	투자자 이름	대상회사 이름	사례NO
공적연금	뉴욕시 공무원연금	JP 모건 체이스	1
	APG, 뉴욕시 공무원연금	아마존	2
헤지펀드	자나 파트너스	애플	3
	밸류액트 캐피탈	HET	4
	엔진 넘버원	엑슨모빌	5
인덱스 펀드	블랙록	엑슨모빌, 볼보 등	6
스튜어드십 서비스회사	페더레이티드 허미스(EOS)	G4S	7
비영리단체	에즈유소우	월마트	8
	머조리티 액션	스팀루거	9

2. 재무분야 주요사례

[1] 공적 연금의 주주 관여 활동

공적연금은 가입자인 공무원 또는 공립학교 교사의 퇴직연금을 운용하는 연금을 뜻한다.

- 1) 환경과 사회문제에 매우 관심이 높은 투자자 유형.
- 2) 투자대상 회사를 상대로 사업을 하지 않기 때문에 영업상의 이해관계 고려없이 주주 관여 활동을 적극적으로 할 수 있는 투자자 유형.

사례 1 : 공적연금(뉴욕시공무원연금) => JP모건 체이스

미국 최대 금융지주회사인 JP모건 체이스는 2016~2019년 기간 동안 화석 연료 사업에 무려 2,690억 달러를 제공해 세계에서 화석연료 사업에 가장 많은 자본을 제공하는 금융회사였다. 2020년 4월 뉴욕시 공무원연금을 관리하는 감사관 스콧 스트링거는 JP모건 체이스의 리 레이몬드 사외이사 재선임에 반대한다는 입장을 밝혔다. 사외이사 리 레이몬드는 대표적인 화석연료 옹호론자였다. 뉴욕시 공무원연금이 시작한 이 캠페인에는 뉴욕주 공무원연금, 펜실베이니아주 공무원연금 등 다른 공적연금 또한 참여했고 공적연금들의 압력에 JP모건 체이스는 2020년 5월 5일 리 레이몬드 사외이사를 사임했다.

2. 재무분야 주요사례

[1] 공적 연금의 주주 관여 활동

사례 2 : 공적연금(APG, 뉴욕시공무원연금) => 아마존

2020년 5월 말 아마존의 물류센터 직원들은 코로나19 팬데믹 상황에서 마스크와 위험수당지급을 주장하며 거리 시위에 나섰다. 뉴욕에서 처음 시작된 시위는 다른 도시로도 퍼져 나갔다. 하지만 회사는 시위를 주도한 직원들을 해고하는 등 초강경 대응에 나섰다. 사측은 시위 행사 관련 사내 이메일과 캘린더 기록을 일방적으로 삭제해 행사를 방해한 것은 물론 행사를 주관한 두 명의 직원을 해고했다.

이러한 상황에서 네덜란드 공무원 및 교사 연금(APG)과 뉴욕시공무원연금이 나섰다. 두 투자자는 공동명의로 아마존 보상위원회 위원장에게 공개서한을 보내 다음 4개 사항에 대해 주주총회에서 밝혀 달라고 요청했다.

- (1) 확진자 현황, 확진에 따른 근무 손실일, 산업안전보건청 신고 건수
- (2) 위원회가 방역 관련 전문가의 조언을 듣는지 여부
- (3) 내부고발자 보호제도가 제대로 작동되고 보복해고 금지원칙이 제대로 준수되는지 여부
- (4) 코로나19 확산 이후의 위원회 개최 횟수

비록 아마존의 CEO 제프 베이조스는 서한에 대해 반응하지 않았으나, 본 사례는 공적연금의 주주 관여 활동으로서 의의가 있다.

2. 재무분야 주요사례

[2] 헤지펀드의 주주 관여 활동

헤지펀드란 개인을 모집하여 조성한 자금을 국제증권시장이나 국제외환시장에 투자해 단기이익을 거둬들이는 개인투자신탁을 의미한다.

투자지역이나 투자대상 등의 선정에 있어 규제를 받지 않고 고수익을 노리지만 투자위험도 높은 투기성 자본이다. 국제적으로는 주로 100명 미만의 투자가들로부터 개별적으로 자금을 모아 파트너십을 결성한 뒤, 조세회피지역에 위장 거점을 설치해 자금을 운영한다. 최근 들어서는 일부 헤지펀드를 중심으로 사회적 책임을 위한 주주 관여 활동도 이루어지고 있으며, 환경 관련 주주 관여 활동이 주를 이루고 있다. 기후변화를 투자위험이자 기회로 인지하기 때문이다.

사례 3 : 헤지펀드(자나 파트너스) => 애플

2018년 1월 뉴욕에 본부를 둔 헤지펀드 ‘자나 파트너스’는 ‘아이들에 대해 다르게 생각하라’는 제목의 공개서한을 애플에게 보냈다. 이 서한을 통해 어린이와 청소년들의 아이폰 중독 문제를 제기했고 애플이 이를 기술적으로 해결할 것을 촉구했다. 이를 위해 관련 분야 저명학자는 물론 예술가와 종교인들의 조언을 구했고 다양한 연구결과물을 인용했다. 중독문제 해결은 고객에게 다양한 선택권을 주는 것으로 주주 이익에도 부합됨을 강조했다. 이에 애플은 2018년 6월, 스크린타임(Screen time)을 선보였다. 자녀가 아이폰을 통해 접근할 수 있는 앱의 종류와 사용시간을 부모가 제한할 수 있는 기능을 iOS 업데이트를 통해 다운로드 받을 수 있게 하였다.

2. 재무분야 주요사례

[2] 헤지펀드의 주주 관여 활동

사례 4 : 헤지펀드(밸류엑트 캐피탈) => 하와이안 일렉트릭 인더스트리(HEI)

2018년 10월 미국 샌프란시스코에 본부를 둔 ‘밸류엑트 캐피탈’은 사회적 책임 투자에 특화된 밸류엑트 스프링 펀드를 통해 하와이안 일렉트릭 인더스트리(HEI)의 지분을 매입하고 CEO의 교체를 공개적으로 요구했다. 전기 발전에서 재생에너지 의존도를 2045년까지 100%로 끌어 올린다는 하와이 주정부의 목표를 달성하는데 있어 HEI의 진척 속도가 너무 늦다는 이유였다.

11월만 해도 HEI는 이사회 의장을 통해 최근 S&P500 지수 수익률을 상회하는 회사의 높은 경영 성과를 언급하면서 밸류엑트 캐피탈의 요구를 무시했다. 하지만 계속되는 압박에 마침내 자회사인 하와이안 일렉트릭 컴퍼니(HEC)의 CEO를 교체한다고 발표했다. 그러나 밸류엑트 캐피탈은 자회사(HEC)가 아닌 모회사(HEI)의 CEO 교체를 요구했다. 양보 없던 양쪽은 2020년 주주총회 개최직전 극적인 합의를 이루었는데, HEI의 CEO를 교체하지 않는 대신 밸류엑트 스프링 펀드의 책임자를 HEI의 사외이사로 선임하기로 합의했다.

2. 재무분야 주요사례

[2] 헤지펀드의 주주 관여 활동

사례 5 : 헤지펀드(엔진 넘버원) => 엑슨모빌

2020년 12월, 헤지펀드 '엔진 넘버원'은 미국의 거대석유회사 '엑슨모빌'에 서한을 보내 다음의 4개 사항을 요구했다.

- (1) 에너지 분야 경험이 많은 독립적인 사외이사의 선임
- (2) 낮은 유가와 가스 가격에도 경제성을 잃지 않는 프로젝트에 한정해서 자본 지출
- (3) 친환경 에너지에 대한 투자계획 수립
- (4) 임원 보수와 성과의 연동

하지만 회사 경영진의 반대로 결국 위임장 대결상황이 전개됐다. 엔진 넘버원은 요구사항의 구체적인 내용과 정당성, 추천 사외 이사의 이력 등이 포함된 홈페이지를 개설해 지지를 호소했다. 비록 엔진 넘버원은 0.02%의 지분밖에 없었지만 상당수의 개인 주주들이 주주총회에 참석하지 않는 상황에서 18.57%의 지분을 소유한 블랙록 등 인덱스 펀드들과 나머지 톱 10 투자자들이 엔진 넘버원의 손을 들어주어 사외이사 선임에 성공했다. 엔진 넘버원이 추천한 4명 중 2명은 주총 당일 사외이사로 선임됐고 1명은 재검표 이후 6월 2일 선임돼 모두 5명의 엔진 넘버원 측 후보가 사외이사로 선임됐다.

2. 재무분야 주요사례

[3] 인덱스 펀드의 주주 관여 활동

인덱스펀드란 S&P500 지수 등의 주가지표의 움직임에 연동되게 포트폴리오를 구성해 운용함으로써 시장의 평균 수익을 실현하는 것을 목표로 하는 펀드상품을 말한다. 글로벌 금융위기 이후 미국에서 큰 인기를 끌면서 이를 주로 판매하는 블랙록, 뱅가드, SSGA(이하 빅3)의 운용규모가 급속히 늘어났다.

S&P500 지수 : 미국 주식시장에 상장된 500개 대형기업이 포함된 주가지수로서 미국 상장기업 시가총액의 80% 이상을 포함하고 있어 미국 주식시장을 가장 잘 대변하는 지수

사례 6 : 블랙록

2017년 1월 블랙록은 투자대상 회사 CEO들에게 공개서한을 보내 다음 두가지 사항에 대한 공개를 요구했다.

(1) 기후 관련 재무정보 공개의 권고사항 이행 여부

(2) 파리협약에서 설정한 목표 달성을 위해 회사가 수립한 온실가스 감축 방안의 공개

그리고 이행 정도가 충분하지 못하면 이사 선임에 반대할 것임을 경고했다. 블랙록은 실제로 2020년 6월 까지 탄소집약도가 높은 440개 회사 중 55개 회사에 대해서는 이사 선임에 반대했고(엑슨모빌, 에브라즈, KEPCO, 볼보 등) 191개 회사는 유의종목에 포함시켰다.

2. 재무분야 주요사례

[4] 스튜어드십 서비스 회사의 주주 관여 활동

스튜어드십 서비스 회사 : 중소형 기관투자자들 입장에서는 주주 관여 활동을 담당할 전담조직을 내부에 새롭게 만들기보다는 외부 전문기관에 위임하고 일정한 수수료를 지급하는 것이 더 경제적일 수 있다. 이러한 외부 전문기관을 ‘스튜어드십 서비스 회사’ 라고 한다.

사례 7: 스튜어드십 서비스회사(EOS) => G4S

대표적인 스튜어드십 서비스회사로 EOS(Equity Ownership Service)를 뽑을 수 있다. EOS의 가장 중요한 서비스는 고객인 기관투자자를 대신해서 투자대상 회사에 대해 주주 관여 활동을 하는 것이다. G4S는 런던에 본부를 둔 세계 최대의 보안업체다. EOS가 2009년부터 G4S의 주주 관여 활동을 했다. EOS가 G4S를 대상으로 관여 활동을 하게 된 계기는 2008년도 회사 연차보고서를 통해 보안요원 사망자 수가 무려 54명인 것으로 밝혀졌기 때문이다.

EOS는 2009년부터 지속적으로 안전 문제를 놓고 G4S와 대화하면서 적극적으로 자문과 설득에 나섰다. 그 결과 2011년 감사위원회 내 소위원회였던 CSR위원회를 독립시켜 별도의 이사회 하부위원회로 격상시켰다. 2015년에는 도로 안전 프로그램을 만들어 시행하고 안전교육 강화에 나섰다. 2015년에는 안전 사고에 따른 근무손실일수를 발표하기 시작했다. 2016년에는 월간 안전평가제도와 자체평가제도를 도입해 실시했다.

이러한 노력을 통해 2011년 76명으로 늘어났던 사망자 수는 2019년에 20명으로 감소했다.

2. 재무분야 주요사례

[5] 비영리단체

비영리단체도 스투어드십 서비스 회사와 마찬가지로 대상회사주식을 직접 보유하고 있지 않으면서 주주 관여 활동을 한다.

스튜어드십 서비스 회사와 다른 점은 (1) 기관투자자를 고객이 아니라 비영리단체가 주도하는 주주 관여 활동에 동참을 호소해야 하는 대상 또는 감시의 대상으로 본다는 것 (2) 주주 관여 활동을 통해 수입을 창출하는 것이 아니라 기부금 재원을 활용해서 한다는 것이다.

이들의 주주 관여 활동은 **주주제안, 주주연대 구축, 인덱스 펀드 등 기관투자자 감시, 특정 사외이사 선임 반대, 관련 보고서 발간** 등으로 이루어진다.

사례 8 : 비영리단체 (머조리티액션) => 스템루거

비영리 단체 ‘머조리티액션’은 미국 최대의 총기생산 업체인 ‘스템루거’의 2019년도 주주총회에서 이사회 의장인 ‘마이클 자코비’와 사외이사 ‘산드라 프로먼’의 재선임 안건에 기권할 것을 주주들에게 촉구했다. 2018년 플로리다주 파크랜드 총기난사 직후 개최된 스템루거 주주총회에서 블랙록 등 기관투자자들은 주주제안을 통해 총기안전에 대한 보고서 제출을 요구했다. 스템루거는 총기안전에 대한 보고서를 제출했지만 이 보고서는 핵심적인 총기안전 조치들이 모두 빠진 보고서였다. 이에 머조리티 액션은 2019년 주주총회에서 CEO를 전혀 견제하지 못하는 이사회 의장 ‘마이클 자코비’와 총기 규제 반대론자인 ‘산드라 프로먼’ 사외이사의 재선임 안건에 기권할 것을 주주들에게 촉구했다.

2. 재무분야 주요사례

(5) 비영리단체

사례 9 : 비영리단체 (애즈유소우) => 월마트

2019년 12월 미국의 대표적인 주주운동단체인 애즈유소우(As You sow)는 다음 해 6월 3일 개최되는 월마트 주주총회에 대비해 주주제안을 신청했다. 월마트가 해양 생태계 파괴의 주범인 일회용 플라스틱 쇼핑백을 계속하여 사용했기 때문이다.

당시 월마트는 사용량을 공개하고 있지 않았을 뿐만 아니라 감축 계획도 갖고 있지 않았다. 반면 경쟁회사인 크로거는 일회용 플라스틱 쇼핑백 사용을 단계적으로 줄여 2025년에는 그 사용을 전면 중단할 계획을 발표한 상태였고 코스트코, 레이더 조, 홀푸드 마켓은 이미 일회용 플라스틱 쇼핑백을 사용하고 있지 않았다.

주주제안의 내용은 일회용 플라스틱 쇼핑백 사용에 따른 「환경영향평가보고서」를 발간하라는 것이었다. 하지만 6월 3일 개최된 주주총회에서 찬성표는 반대표보다 적어, 주주제안은 거부되었다. 1992년부터 활동을 한 애즈유소우의 모든 주주제안이 낮은 지지를 받는 것은 아니다. 2019년의 경우 총 93건의 주주제안이 이루어졌는데 그 중 30건은 주총 개최 전에 해결됐고 주총 안건으로 채택된 21건의 경우 평균 27%의 지지를 받았다.

3. 재무분야 연구결과

재무경제학 분야에서의 사회적 가치에 관한 연구는 크게 다섯 갈래로 진행되었다.

① 사회적 가치 활동의 주주이익 부합여부와 그 동기

경영자의 사회적 가치 활동이 주주 이익에 부합되는지 그리고 만약 부합되지 않는다면 왜 경영자는 그러한 활동을 하는지에 관한 연구

② 사회적 책임투자의 성과와 지속성

투자 포트폴리오를 구성할 때 환경, 사회 등 기업경영의 비재무적 요소에 문제가 있는 회사를 제외하거나 반대로 우수한 회사만 포함시키는 방식의 투자 등이 더 높은 투자수익률을 실현하는지에 관한 연구

③ 사회적 책임 투자의 동기

사회적 책임투자의 성과가 불확실함에도 왜 많은 펀드 매니저들은 계속해서 이 투자방식을 사용하고 또 왜 고객들은 이러한 펀드에 자신의 돈을 맡기는지에 관한 연구

④ 사회적 가치 활동에 대한 주주의 영향력 여부와 그 성과

주주가 회사 경영자에 영향력을 행사해 회사의 사회적 가치 활동 수준에 영향을 미칠 수 있는지, 그리고 가능하다면 그에 따른 재무적성과에 관한 연구

⑤ 사회적 책임 활동과 채권

1~4와 같이 재무경제학 분야에서 사회적 가치에 관한 연구는 주로 [주주]를 중심으로 진행됐다. 하지만 최근에는 [채권자]에 초점을 맞춘 연구들도 나오기 시작했으며 다음과 같다.

"사회적 가치 활동이 채권 수익률에 미치는 영향", "녹색채권의 수익률 수준", "녹색채권 발행 이후 회사의 주가반응이나 환경등급 변화 등에 관한 연구"

3. 재무분야 연구결과

[1] 사회적 가치 활동의 주주이익 부합여부와 그 동기

경영자의 사회적 가치 활동이 주주이익에 부합되는지 그리고 만약 부합되지 않는다면 왜 경영자는 그러한 활동을 하는지에 관한 연구 (사회적 가치 활동을 하나의 투자 프로젝트로 인식했을 때 이 프로젝트가 양(+)의 순현재가치를 갖고 있어 투자를 집행하면 기업가치를 증진시키는가에 대한 물음)

사회적 가치 활동이 주주이익을 제고 시키는 경로 : **상품 차별화 경로 & 사회적 자본 경로**

1) 상품 차별화 경로

사회적 가치 활동이 해당 회사의 제품을 다른 회사 제품으로부터 차별화해 매출과 이윤을 늘리는 경우를 뜻한다. 공정무역제품은 다른 제품에 비해 비싸다. 하지만 공정무역제품을 구매해 사회적 가치를 창출하고자 하는 소비자가 있어 오히려 매출과 이윤이 늘어나는 경우 또한 생각해 볼 수 있다.

* 실증분석 연구결과에 따르면 **고객만족도가 높은 회사일수록** 회사의 사회적 가치등급과 기업가치 간 정(+)의관계가 강화되며(Luo& Bhattachya, 2006), 또는 **고객으로부터 인지도가 높은 회사일수록** 회사의 사회적 가치 등급과 기업가치 간 정(+)의 관계가 강화되는 것으로 나타났다(Servaes& Tamayo, 2013).

2) 사회적 자본 경로

사회적 가치 활동이 회사에 대한 이해관계자들의 수준을 높여, 위기가 닥쳤을 때 더 쉽게 지원을 받고 위기를 극복할 수 있다. 실증분석 연구결과에 따르면 2008~2009년 글로벌 금융위기 때 사회적 가치 등급이 높은 회사가 그렇지 못한 회사에 비해 주가수익률, 매출 증가율, 종업원 1인당 매출액에서 더 좋은 성과를 나타냈으며(Lins, Servaes, & Tamayo, 2017), 사회적 가치 활동은 두 회사 간 합병 후 성과(post-merger performance)를 높이거나 소송위험을 줄여 기업가치에 도움을 줄 수도 있다는 연구결과도 나타났다(Koh, Qian. & Wrang, 2014).

3) 사회적 가치 활동이 오히려 주주 이익을 침해할 수 있다는 실증분석 결과

분석대상 표본을 특수한 경우(광고선전비가 높은 회사)나 특수한 상황(글로벌금융위기, 합병소송)에 국한 시키지 않을 때는 사회적 가치 등급과 기업가치 양자 간 음(-)의 관계가 있는 것으로 나타났으며(Selvaes& Tamayo, 2013), 사회적 가치와 관련돼 회사에 호재가 있는 날에도 주가가 하락하는 것으로 나타나(Kruger, 2015), 사회적 가치 활동이 오히려 주주이익을 침해할 수 있다는 실증분석 결과도 있다. 사회적 가치와 관련된 활동이 주주이익에 반할 수 있는 이유 중 하나는 바로 **대리인 문제**이다.

대리인 문제: 회사 경영자는 대리인으로서 회사와 그 이면에 있는 전체 주주의 이익을 위해[사회적가치] 활동을 해야 하지만, 오히려 본인의 사적이익을 극대화하는 방향으로[사회적가치] 활동을 하기 때문에 기업가치가 떨어진다는 것을 뜻한다.

- ① 부채비율이 낮거나 현금보유 비중이 높아 대리인 문제가 의심되는 회사 일수록 주가가 더욱 크게 하락하는 것으로 나타났다(Kruger, 2015).
- ② 최고 경영자의 소유지분이 낮을수록 회사 재원을 사용한 기부금이 증가하고 최고경영자와 개인적으로 관련된 비영리 법인에 더 많이 기부하는 것으로 나타났다(Masulis& Reza, 2014).

4) 주주이익 이외에 경영자가 사회적 가치 활동을 추구하는 동기

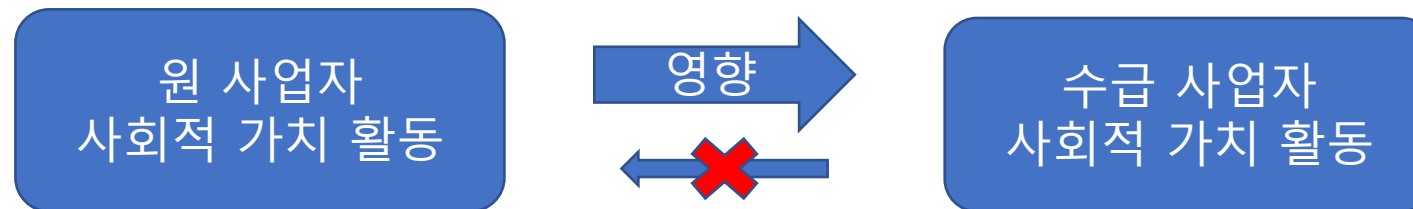
회사 경영자가 사회적 가치 활동을 추구하는 이유 중 하나는 경영자 본인이 가진 **사회적 가치관** 때문이다.

연구에 따르면 최고경영자가 딸이 있으면 여성에 대한 긍정적 가치관이 형성되어, 그렇지 않은 최고경영자에 비해 회사를 경영하는데 젠더 다양성을 더욱 중요시하는 것으로 나타났다(Croqvist & Yu, 2017).

회사 경영자가 사회적 가치 활동을 추구하는 또 다른 이유로 **다른 회사의 영향**이 있다.

① 한 회사의 사회적 가치 활동 변화는 경쟁관계에 있는 다른 회사의 사회적 가치 활동 변화에 영향을 주는 것으로 나타났다(Cao, Liang & Zhan, 2019).

② 원 사업자의 사회적 가치 활동 변화는 수급 사업자의 사회적 가치 활동에 영향을 주지만 그 반대의 경우는 성립하지 않는 것으로 나타났다(Dai, Liang & Ng, 2020).



3. 재무분야 연구결과

[2] 사회적 책임 투자의 성과와 지속성

투자 포트폴리오를 구성할 때 환경, 사회 등 기업경영의 비재무적 요소에 문제가 있는 회사를 제외하거나 반대로 우수한 회사만 포함시키는 방식의 투자 등이 더 높은 투자수익률을 실현하는지에 관한 연구

사회적 책임 투자의 방식

- ① **소극적 선별 방식** : 환경, 사회 등 비재무적 요소에 문제가 있는 회사를 제외하고 투자하는 방식
- ② **적극적 선별 방식** : 사회적 가치 활동 등급 등이 우수한 회사를 선별하여 투자하는 방식
- ③ **ESG 통합 방식** : 투자수익률을 높이든지 위험을 줄이기 위해 여러 비재무적 요소 중 해당 종목과 가장 밀접한 관련이 있는 요소를 재무적 요소와 통합해서 투자 의사결정에 반영하는 방식
- ④ **ESG 인게이지먼트 방식** : 회사 경영자와 대화하고 필요할 경우 압박을 가해 사회적 가치 경영과 기업 지배구조 개선을 유도하는 방식

3. 재무분야 연구결과

[2] 사회적 책임 투자의 성과와 지속성

사회적 책임 투자가 정상수익률(위험을 보상하는데 필요한 수익률)을 상회하는 양(+)의 초과수익률을 만들어낼 수 있는지에 관한 연구는 주로 소극적 형태의 사회적 책임투자를 중심으로 이루어졌는데 그 실증 분석 연구결과들은 혼재된 결과를 보여준다.

1. 긍정적 연구결과

한 연구에 따르면 친환경 등급이 낮은 회사에 투자했을 때 보다 등급이 우수한 회사에 투자했을 때 주가수익률이 더 높게 나타났다. 또 고객만족도가 상위 20%에 해당하는 회사의 수익률이 다우존스지수 평균 수익률의 2배에 이르고(Fornellet al., 2006). 일하기 좋은 100대 회사의 초과수익률 또한 연간3.5%로 평균을 상회하는 것으로 나타났다(Edmans, 2011).

2. 부정적 연구결과

한 연구에 따르면 세계 각국의 사회적 책임 투자펀드와 통상적인 펀드 간 위험 조정 수익률에 차이가 없으며, 사회적 책임으로 높은 평점을 받는 회사의 주가수익률이 시장수익률에 비해 높다는 것이 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다(Khan, Serafeim, & Yoon. 2016).

이는 주류, 담배, 무기, 도박 등의 사업을 영위하는 죄악주에 투자하는 전략이 오히려 양(+)의 초과수익률을 만들어 내는 경우도 있는 것으로 나타났다. 죄악주 선별이 분산 투자를 어렵게 하는 제약조건으로 작용 할 수 있다는 점, 죄악주가 사회규범을 의식한 기관들의 투자기피로 저평가 돼 있을 수 있다는 점으로 설명된다.

3. 재무분야 연구결과

[2] 사회적 책임 투자의 성과와 지속성

선별방식을 사용하는 소극적형태의 사회적 책임투자가 양(+)¹⁾의 초과수익률을 만들어 내지 못하는 이유는 효율적 시장 가설로 설명될 수 있다. 효율적 시장 가설에 따라 자본시장 참여자들이 회사의 모든 정보에 접할 수 있다. 이러한 정보가 새로 생성될 때 마다 주가에 즉각적이고도 정확히 반영된다고 가정하면 친환경 등급이나 일하기 좋은 직장²⁾과 같은 정보는 이미 주가에 반영돼 있다. 따라서 이 정보를 활용해서 양(+)¹⁾의 초과수익률은 달성할 수 없다는 것이다.

* 효율적시장가설

-어떤 금융자산의 가격과 기대수익률은 이미 공개된 모든 정보를 반영하기 때문에 추가적인 위험을 부담하지 않고서는 더 높은 수익률을 기대할 수 없다는 이론이다. 인간의 합리적 기대가 가격에 결국 빠르게 반영되기 때문에 가격변동은 예측할 수 없다-

기업 지배구조 정보를 활용한 투자가 1990년대에는 양(+)¹⁾의 초과수익률을 실현하다가 2000년대 들어서 초과 수익률이 사라진 것이 이러한 주장을 뒷받침해 준다. 지난 20년 동안의 이러한 경험이 앞으로 환경, 사회 등 다른 비재무적 요소를 활용한 사회적 책임투자에도 그대로 적용될 가능성이 있다. 즉, 지금처럼 사회적 책임요소에 대한 회사별 정보가 부족하고 주가에 미치는 영향을 제대로 이해하지 못하는 상태에서는 이들 정보가 주가에 정확히 반영돼 있지 않기 때문에 사회적 책임투자를 통해 양(+)¹⁾의 초과수익률을 달성할 수 있었다. 그러나 앞으로 사회적 책임요소에 대한 회사별 정보가 충분해지고 주가에 미치는 영향에 대해서도 학습을 통해 제대로 이해하게 된다면 양(+)¹⁾의 초과수익률은 모두 사라지게 될 수 있다.

3. 재무분야 연구결과

[2] 사회적 책임 투자의 성과와 지속성

한편, 자본시장 비효율성이 아닌 다른 이유로 양(+)¹의 초과수익률을 설명하려는 노력이 최근 학계에서 진행되고 있다.

사회적 책임 활동에 관한 정보를 고려하지 않는 투자자들이 존재하고 비중도 상당히 높다면 환경, 사회 등에 대한 정보가 주가에 반영되는데 한계가 있을 수 있다는 견해가 있다(Pedersen et al, 2020).

또한 사회적 책임 활동 등급이 높은 종목은 위험해지(Hedge)기능이 있어 주가수익률이 낮아야 하지만 시간이 지나면서 환경, 사회 문제에 대한 고객이나 투자자들의 관심을 끌어올리는 사건들이 계속해서 발생함에 따라 결과적으로 높은 주가수익률을 실현하게 된다는 견해가 있다.

이러한 주장들이 맞다면 수 년이 지난 후에도 사회적 책임투자에 따른 초과수익률은 사라지지 않을 수 있다.

3. 재무분야 연구결과

[3] 사회적 책임 투자의 동기

이상과 같이 사회적 책임 투자가 양(+)의 초과수익률을 만들어낼 수 있는지는 불확실하다. 그럼에도 그 운용 규모는 앞서 언급한대로 계속해서 늘어나고 있다. 펀드매니저들은 사회적 책임 투자가 특별히 높은 수익률을 낼 수 없음에도 계속해서 사회적 책임투자방식을 고집하고 있으며, 고객들은 계속해서 그들에게 여유 자금을 맡기고 있다.

Why?

펀드매니저와 고객들이 사회적 책임 투자를 오로지 높은 수익률을 실현하기 위한 수단으로만 생각하기 보다는 본인들이 추구하는 사회적 가치를 실현하기 위한 수단으로 보기 때문이다. 본인들이 감수하는 투자 위험을 보상 받을 수 있을 정도의 정상 수익률만 제공 받는다면 그들이 중요하게 생각하는 사회적 가치 실현을 위해 정상 수익률 이상의 초과수익률은 기꺼이 포기한다는 것이다.

- ① 한 연구에 따르면 상대적으로 진보적인 미국 민주당에 정치자금을 기부하는 미국 뮤추얼펀드매니저가 그렇지 않은 매니저에 비해 자신이 구성한 포트폴리오에 죄악주를 더 적게 편입하는 것으로 나타났다(Hong & Kostovetsky, 2012).
- ② 다른 연구에 따르면 사회적 책임 투자 펀드는 통상적인 뮤추얼펀드에 비해 투자금 유출입에서 그 변동성이 낮고, 성과가 나빠도 고객으로부터의 환매위험이 낮은 것으로 나타났다. 2016년에 처음으로 발표된 모닝스타의 지속가능성 등급에서 낮은 등급을 받은 뮤추얼펀드는 대규모 투자금 유출을 경험한 반면 높은 등급을 받은 뮤추얼펀드는 대규모 투자금 유입을 경험한 것으로 나타났다(Hartzmark & Sussman, 2019).

3. 재무분야 연구결과

[3] 사회적 책임 투자의 동기

이상의 연구결과는 주주가 재무적 성과만을 추구한다는 재무경제학의 전통적인 가정이 현실에 맞지 않는다는 것을 보여준다. 최근 학계에서는 주주의 다양성을 인정하고 서로 다른 목적함수를 갖고 있을 때 어떤 결과가 있게 되는지에 관한 연구가 이루어지고 있다(Hart & Zingaleses, 2017).

한 연구결과에 따르면 공적연금은 사회 및 환경문제에서 상대적으로 진보적이고, 대형 뮤추얼펀드는 보수적인 것으로 나타났다.

사회적평판도 사회적 책임 투자 펀드에 투자하는 이유로 제시되고있다.

투자자 본인이 사회적 가치에 큰 관심이 있기보다는 사회적 책임 투자 펀드에 가입함으로써 다른 사람으로부터 좋은 평판을 얻을 수 있어서 하는 경향이 있다는 것이다. 연구에 따르면 평상시 본인의 투자 활동에 대해 다른사람과 이야기 나누는 것을 즐기는 투자자일수록 그렇지 않은 투자자에 비해 사회적 책임 투자 펀드에 더 높은 비율로 가입하는 것으로 나타났다.

3. 재무분야 연구결과

[4] 사회적 가치 활동에 대한 주주의 영향력 여부와 그 성과

사회적 가치 활동은 회사 경영자에 의해서만 주도되는 것이 아니다. **회사에 투자한 주주의 적극적인 설득이나 압박**으로도 촉발될 수 있다.

한 연구에 따르면 2010년 브리티시 페트롤리엄의 딥워터 호라이즌 기름유출 사고가 있을 때 기관투자자 지분이 높은 회사일수록 그렇지 않은 회사에 비해 사고 이후 사회적 가치 등급이 더 크게 향상된 것으로 나타났다. 환경 문제에 대한 기관투자자들의 관심이 높아진 이 후에 투자 대상 회사의 등급이 올라갔으므로 이들 기관투자자가 영향력을 행사해서 그런 것으로 해석되고 있다.

같은 연구에 따르면 기관투자자중에서 특별히 유엔 책임 투자원칙(UN PRI)에 서명한 기관투자자 지분이 높은 회사일수록 또는 사회적 책임에 대한 기대 수준이 높은 유럽의 기관투자자 지분이 높은 회사일수록 사회적 책임 등급이 더 많이 올라간 것으로 나타났다.

영향력을 미치는 방법과 관련해서 환경, 사회 등 기업경영의 비재무적 요소에 문제가 있는 회사를 제외하고 투자하는 소극적 선별방식을 사용하거나 우수한 회사에만 투자하는 적극적 선별방식을 사용함으로써 기업의 사회적 책임 활동이 유도됐다는 연구결과는 아직 없다. 하지만 **적극적으로 회사 경영자와 대화하고 필요할 때 압박을 가하는 주주의 관여 활동이 있는 경우에는 사회적 책임 활동에 영향력을 미칠 수 있는 것으로 나타났다.**

3. 재무분야 연구결과

[4] 사회적 가치 활동에 대한 주주의 영향력 여부와 그 성과

앞서 회사 경영자가 주도한 사회적 책임 활동은 주주이익에 부합되는 경우도 있지만 그렇지 않은 경우도 있다고 설명했다.(긍정적 연구결과와 부정적 연구결과 상재)

하지만 주주의 관여 활동으로 사회적 책임 등급이 향상된 경우에는 주식가치가 올라가 주주이익에 부합하는 결과를 가져오는 것으로 나타났다(Dimson, Karakas, & Li, 2015).

주주에게는 대리인 문제가 없을 뿐만 아니라 본인에게 경제적 손해를 초래하는 방식으로 사회적 책임 활동을 요구할 유인이 없기 때문일 것이다. 또 사회적 가치 활동과 관련된 주주제안을 분석한 연구에 따르면 주주제안이 통과됐을 때 기업가치가 1.77% 상승하는 것으로 나타났다(Flammer, 2015).

여기서 중요한 점은 **주식 가치가 올라가는 과정에서 관여활동을 한 주주들은 양(+)**의 초과수익률을 실현하게 된다는 것이다. 이는 **소극적 형태의 전통적인 사회적 책임 투자가 대개 양(+)**의 초과수익률을 실현하지 못하는 것과 대비 되는 부분이다.

주식 가치가 올라가는 과정에서 주주들이 관여 활동을 한 경우 사회적 가치 등급이 향상되기 전에 이미 주식을 보유하고 있는 반면, **전통적인 사회적 책임 투자**에서는 등급이 올라간 후에 주식을 매입한다는 점에서 차이가 있다.

효율적 시장 가설이 성립할 때 전통적인 사회적 책임 투자는 양(+)**의 초과수익률을 기대할 수 없다.** 그러나 전자의 경우(주식 가치가 올라가는 과정에서 주주들이 관여 활동을 한 경우)에는 효율적 시장 가설과 무관하게 양(+)**의 초과 수익률을 기대할 수 있다.**

3. 재무분야 연구결과

[5] 사회적 책임 활동과 채권

차입비용이라고 할 수 있는 채권 수익률과 사회적 책임 활동 간 상호영향에 관한 연구는 아직 많지 않다. 한 연구에 따르면 사회적 책임활동과 채권 수익률 간의 관계는 사회적 책임 활동 수준에 따라 결정된다 (Stellner, Klein, & Zwergel, 2015).

국가 전체의 사회적 책임 활동 수준이 평균 이하일 때는 개별 회사가 사회적 책임활동 수준을 높여도 크게 도움이 되지 않을 뿐만 아니라(예컨대 공정무역제품을 출시해도 팔리지 않는다.) 이러한 활동이 대리인 문제에서 비롯 되었을 가능성이 크기 때문에 기업의 사회적 책임 활동은 오히려 위험 수준을 높여, 채권 수익률을 높이는 것으로 나타난다. 반면, 국가 전체의 사회적 책임 활동 수준이 평균 이상일 때는 그 반대의 결과가 나타났다.

채권에 대한 또 다른 연구는 최근 그 발행물량이 급증하는 녹색채권에 대한 연구가 있다.

녹색채권 : 환경 관련 프로젝트에 필요한 자금을 조성하기 위해 발행되는 채권

2007년 유럽 투자은행이 처음으로 발행한 이후 꾸준히 그 발행금액이 증가해 2021년 6월말 기준 누적 발행액은 미화 1조5,000억 달러에 이른다. 우리나라에서도 2018년부터 발행되기 시작 해 2021년 6월말 기준으로 한국거래소에 상장된 녹색채권의 누적 발행규모는 약11조5,000억원이다.

3. 재무분야 연구결과

[5] 사회적 책임 활동과 채권

환경 문제를 중요하게 생각하는 투자자들의 높은 수요를 고려한다면 녹색 채권의 차입비용이라고 할 수 있는 채권 수익률이 낮아야 한다. 하지만 녹색채권 연구에 따르면 녹색채권의 수익률은 일반 채권과 비교해 0.02% 정도 밖에 낮지 않은 것으로 나타났다(Zerbib, 2019).

한편 녹색채권 발행은 사회적 책임 활동에 대한 회사의 의지를 신호하는 효과가 있는 것으로 나타났다(Flammer, 2021). 연구에 따르면 회사의 녹색채권 발행이 공시된 직후 주가가 상승했으며, 그 상승 정도는 인증된 녹색채권일수록 그리고 첫 녹색채권 발행일수록 높게 나타났다.

또, 녹색채권 발행 회사는 그렇지 않은 회사에 비해 환경 관련 등급이 더 개선되고 이산화탄소 배출량이 더 줄어드는 것으로 나타났다(Flammer, 2021). 물론 이는 평균적으로 그렇다는 것이다. 친환경위장이 전혀 없다고는 할 수 없다. 우리나라에서도 녹색채권 발행회사가 동남아시아의 석탄화력발전소에 투자해 문제가 되고 있다.

*** 친환경위장(그린워싱) :** 그린워싱(Green-washing)이란 Green과 White Washing의 합성어로, 상품의 환경적 속성이나 효능을 허위·과장하여 친환경 이미지만으로 경제적 이익을 보는 경우를 뜻한다. '친환경' 또는 '녹색' 관련 표시를 이용해 제품의 환경성을 과장하여 소비자들의 녹색구매를 방해하고, 친환경시장을 왜곡시킨다.

4. 기업은 누구를 위해 경영돼야 하는가

기업의 사회적 가치 활동이 점차 활발해지면서 최근 재무경제학 분야에서도 기업이 누구를 위해 경영돼야 하는지에 관한 질문을 던지게 됐다. 본 장에서는 **사회적 가치창출이 기업의 종국적인 목표가 돼야 하고 주주의 몫인 이윤은 그 과정에서 파생되는 부대 이익일 뿐**이라는 에드먼스(2020)의 주장을 소개하고 이에 대한 반론으로 **다원적 이해관계자주의의 허구성과 위험성**을 다룬 벵척과 탈라리타(2020)의 입장을 정리한다.

[1] 사회적 가치가 이윤에 우선한다는 견해

[ESG 파이코노믹스, 사회적 가치와 이윤을 동시에 창출하는 전략] 알렉스 에드먼스(2020)

1) 사회적 가치 추구를 주주의 몫인 이윤 창출의 도구로 보지 않는다.

기업이 종국적으로 추구해야 하는 것은 사회적 가치이지 그 일부에 불과한 이윤이 아니며, 이윤은 사회적 가치를 추구하는 과정에서 발생하는 부대 이익일 뿐이다. 사회적 가치추구의 도구주의적 접근을 배척하고 사회적 가치 추구의 본질주의적 접근을 지지한다.

2) 기업이 사회를 위해 창출한 모든 가치의 총합을 하나의 파이(pie)로 보아, 주주와 다른 이해관계자 간에 어떻게 나눌 것인가에 집중하기보다는 어떻게 키울 것인가에 집중해야 한다고 강조한다.

*제로섬게임 : 승자(+)와 패자(-)의 합계가 0이 되는 게임;

*포지티브섬 게임 : 게임에 임하는 양측 모두가 승자(+)가 되는 게임

제로섬 게임을 하기 보다는 포지티브섬 게임을 해야 한다고 강조한다. 사회를 위한 가치창출 과정에서 이윤의 크기가 오히려 더 커질 수 있다고 보는 이러한 이론체계를 **파이코노믹스(pieconomics)**라고 부른다.

3) 좀 더 큰 사회적 가치를 창출해 파이를 키우기 위해서는 무엇보다 **기업의 우수성**이 중요하다고 본다.

우수성이란 기업이 본연의 사업을 수행함에서 최고를 지향한다는 것을 의미한다. 이윤은 기업이 이러한 우수성을 추구하는 과정에서 만들어지는 부산물에 불과하다. 또한 단순한 기업의 사회적 책임활동(단순한 기부나 봉사활동)은 기업 본연의 사업이 아닐 뿐만 아니라 이러한 활동만으로는 파이를 키울 수 없다.

4) 기업이 파이를 키우기 위해서는 우수성에 더해 **목적이 분명**해야 함을 강조한다.

목적이란 기업이 이 사회에 존재하는 이유를 의미한다. 목적이 명확한 기업이 더 많은 사회적 가치를 창출할 수 있는 이유는 크게 두 가지로 설명된다.

① 목적이 있으면 이 목적에 동의하는 이해관계들의 적극적인 참여와 희생이 뒤따라온다. 가치있는 목적은 종업원들에게 동기를 부여하고 자긍심과 소속감을 심어준다. 목적에 동의하는 고객은 가격이 비싸도 구매하고 투자자는 수익이 덜 나도 계속 투자할 수 있게 된다.

② 목적이 분명하면 기업에게 좀 더 쉽게 우선순위를 정할 수 있게 해준다. 우선순위가 높은 사업과 이해관계자 집단을 위해 더 많은 자원을 투입하고 노력을 기울일 때 사회적 가치가 좀 더 효과적으로 창출될 수 있다.

4. 기업은 누구를 위해 경영돼야 하는가

5) 이윤 추구가 종국적인 목적이 되면 전체 파이의 크기는 물론이고 이윤조차 줄어들 수 있다고 본다.

가까운 장래에 수익이 날 것으로 확신하는 안전한 사업에만 투자한다면 새로운 제품개발과 새로운 기술 혁신에 도전하지 못하게 되고 결과적으로 더 큰 이윤을 창출할 기회를 놓칠 수 있다. 이를 **누락의 오류**라 한다. 가치평가가 매우 어려운 무형자산의 중요성이 더욱 커진 오늘날의 경제에서 더욱 그러할 수 있다.

6) 기업이 사회적 가치를 추구함에서 경영자의 계산보다는 판단에 의존해야 함을 강조한다.

사회적 편익과 비용은 사실상 측정 불가능할 뿐만 아니라 설사 가능하더라도 사회적 편익과 비용이 귀속 되는 각 이해관계자 집단들에게 가중치를 어떻게 달리 부여할지는 더욱 알기 어렵다. 그렇다고 경영자가 아무런 원칙도 없이 판단해서는 안 된다. 사회적 가치를 효과적으로 창출하고 그 과정에서 이윤이 늘어나려면 다음의 세 가지 원칙이 지켜져야 한다.

① **곱셈의 원칙** ② **비교우위의 원칙** ③ **중요성의 원칙**

4. 기업은 누구를 위해 경영돼야 하는가

사회적 가치를 효과적으로 창출하고 그 과정에서 이윤이 늘어나기 위한 세 가지 원칙

① 곱셈의 원칙 : 사회적 가치 활동에 따른 사회적 편익이 사회적 비용을 상회해야 한다는 원칙

예컨대 종업원들에게 사내 체력단련실을 만들기 위해서는 이를 통해 얻게 되는 종업원들의 편익(사회적 편익)이 회사의 설치비용(사적 비용)에 비해 커야 한다는 것이다. 문제는 상당수의 사회적 가치 활동이 이 원칙을 어렵지 않게 충족할 수 있다는 데 있다. 사회적 목적이 뚜렷한 비영리법인에 기부했을 때 창출되는 사회적 편익이 회사가 지급해야 하는 사적 비용을 상회할 가능성이 크기 때문이다.

② 비교우위의 원칙 : 해당 회사가 다른 기관에 비해 해당 활동으로 더 많은 사회적 가치를 창출할 수 있어야 한다는 원칙

예컨대 노숙자들에게 음식을 제공하는 봉사활동은 애플이 제공하는 것보다 전문 봉사단체가 제공하는 것이 더 효과적이다. 이들 전문 봉사단체가 노숙자들이 어디에 있고 필요한 음식이 무엇인지 더 잘 알기 때문이다. 따라서 이 경우에는 애플이 식사를 직접 제공하기보다는 종업원에게 더 높은 보수를 지급하든지 투자자에게 더 높은 이윤을 돌려주든지 해서 전문 봉사단체에 기부할 수 있도록 하는 것이 더 효과적이다. 반면 회사가 직접 통제할 수 있는 영역은 모두 해당 회사의 비교우위 영역이 된다.

3. 기업은 누구를 위해 경영돼야 하는가

③ 중요성의 원칙 : 회사가 직접 통제하는 영역이거나 전문성이 있는 영역일지라도 해당 이해관계자 집단이 회사 입장에서 중요한 집단인지 따져야 한다는 원칙

중요성에는 두가지 종류가 있는데 하나는 **사업상의 중요성**이고 다른 하나는 **본질적인 중요성**이다.

사업상의 중요성

사업상 중요한 이해관계자 집단이란 사업 성공에서 중요한 이해관계자 집단을 의미한다. 예컨대 애플 입장에서 코닝이나 피니사 같은 수급사업자가 사업 성공에서 매우 중요한 이해관계자 집단이다. 그래서 애플은 선진 제조업 펀드를 만들어 이들을 지원한다.

본질적인 중요성

본질적으로 중요한 이해관계자 집단이란 사업 성공과 무관하게 진정으로 도와주고 싶은 이해관계자 집단을 의미한다. 이들 집단을 위한 활동은 사업 성공에 직접적으로 도움을 주지 못하지만 활동 취지에 동의하는 투자자, 종업원, 고객, 하도급 사업자 등을 끌어들이는 데 기여할 수 있다.

4. 기업은 누구를 위해 경영돼야 하는가

[2] 다원적 이해관계자주의의 허구성과 위험성

알렉스 에드먼스(2020)가 사회적가치가 이윤에 우선한다는 견해를 피력한 것과는 달리, 뱀척과 탈라리타(2020)는 다원적 이해관계자주의에 대해 세가지 차원에서 반론을 제기하여, 다원적 이해관계자 주의의 허구성과 위험성에 대하여 이야기 한다.

- 1) 다원적 이해관계자주의는 본질적으로 가진 개념상의 문제점으로 인해 이행 자체가 불가능하다.
- 2) 이행 가능하다고 가정하더라도 경영자들에게 이행할 유인이 없다.
- 3) 사회적 가치창출이 기업의 종국 목적이 된다면 매우 위험한 부작용을 가져올 수 있다.

4. 기업은 누구를 위해 경영돼야 하는가

[2] 다원적 이해관계자주의의 허구성과 위험성

1) 다원적 이해관계자주의는 본질적으로 가진 개념상의 문제점으로 인해 이행 자체가 불가능하다.

사회적 가치창출의 대상인 이해관계자의 범위가 명확하지 않다고 지적한다. 미국의 각 주마다 열거하는 이해관계자의 범위가 다르다. 예컨대 어느 회사가 공장의 위치를 옮길 때 폐쇄되는 공장의 직원과 지역 주민만을 고려해야 하는지, 아니면 신설되는 공장의 직원과 지역주민만 고려해야 하는지 명확하지 않다.

또 다른 개념상의 문제는 창출한 사회적 가치를 금전으로 환산할 수 없다는 것이다. 예컨대 종업원의 심리적인 만족감 제고, 고용에 따른 범죄 감소의 효과를 금전으로 환산하는 것은 사실상 불가능하다. 또 이해관계자 간의 이익 상충이 비일비재하게 발생할 수 있는데 어떻게 해결할 것인지에 대해 명확한 답을 내놓지 못하고 있다는 것이다. 결국 이들 문제도 모두 경영자의 재량에 맡겨질 수밖에 없는데, 이는 매우 위험한 부작용을 일으킬 수 있다고 본다.

4. 기업은 누구를 위해 경영돼야 하는가

[2] 다원적 이해관계자주의의 허구성과 위험성

2) 이행 가능하다고 가정 하더라도 경영자들에게 이행할 유인이 없다.

먼저 사외이사와 CEO의 보수가 주주가치에 연동돼 있지만 다른 이해관계자 가치에 연동돼 있지 않다는 점을 강조한다. 사외이사나 CEO가 본인의 자리를 유지하고 싶다면 다른 이해관계자가 아니라 주주 이익에 충실할 수밖에 없다. 재임 시 주주 이익에 반하는 결정을 한 사외이사는 주주총회에서 재선임될 확률이 낮고, 재임 시 주가가 하락한 CEO는 이사회에 의해 교체될 확률이 높기 때문이다. 또 기업가치가 낮은 경우에는 적대적 인수 시도나 위임장 대결을 맞이 할 가능성도 크다. 사외이사와 CEO는 주주 이외의 다른 이해관계자 이익을 위해 주주의 이익을 희생할 경제적 유인이 없다고 본다.

현재의 시스템에서는 경영자 보상이 이해관계자들이 아니라 주주와 주주에 의해 선임된 사외이사들에 의해 설계 및 통제되는 것이기 때문에 경영자 보상을 주주 이익이 아닌 다른 이해관계자 이익에 연동시킬 가능성이 거의 없다는 것이다.

4. 기업은 누구를 위해 경영돼야 하는가

[2] 다원적 이해관계자주의의 허구성과 위험성

3) 사회적 가치창출이 기업의 종국 목적이 된다면 매우 위험한 부작용을 가져올 수 있다.

지금까지 살펴본 것처럼 다원적 이해관계자주의는 개념상의 문제점으로 이행하기도 어렵고 경영자들 입장에서 이행할 유인도 크지 않다. 하지만 이는 실행의 문제일 뿐 반대할 필요가 없다는 반론이 가능하다. 이에 대한 벵척과 탈라리타(2020)의 입장은 다음과 같다. 다원적 이해관계자주의가 채택되면 다음 두가지 측면에서 심각한 부작용을 일으킬 수 있다.

① 다원적 이해관계자주의는 **기업의 성과가 떨어질 것**으로 본다. 주주에게는 선임된 이사가 주주 이익에 충실하도록 담보하는 여러 가지 수단을 갖고 있다. 하지만 이해관계자들에게는 이러한 수단이 없다. 이런 상황에서 사회적 가치창출이 기업의 목적이 되면 경영자는 그 누구에게도 책임을 지지 않는 상태가 될 수 있다.

② 기업의 목적이 사회적 가치창출이 되면 이해관계자를 보호한다는 명분으로 경영자 견제에 필요한 **주주권한을 약화시키는 움직임**을 가져올 수 있다. 대표적인 예가 종업원과 지역주민의 이익보호를 명분으로 지배권 보호장치를 허용하거나 주주 외 이해관계자 이익 추구를 위해 이사 임기를 5년으로 연장하자는 제안들이다. 이상과 같은 경로를 통해 기업성과가 떨어지면 종국적으로 주주 이외의 다른 이해관계자에게 돌아갈 몫도 줄어들 수 있다.

4. 기업은 누구를 위해 경영돼야 하는가

[3] 평가와 전망

벵척과 탈라리타(2020)가 제기한 문제점들에 대해서 파이코노믹스(알렉스 에드먼스의 관점)는 나름대로 반론을 제기할 수 있다.

① 파이코노믹스는 사회적 가치를 정량적으로 측정할 수 있다고 고집하지 않는다. 오히려 경영자의 계산 보다는 판단에 의지해야 한다고 주장한다. 더 나아가 이윤을 추구함에서도 모든 것을 계산하려고 하면 누락의 오류로 인해 이윤이 오히려 줄어들 수 있음을 지적한다. 이해관계자의 범위나 우선순위 설정 문제와 관련해서도 기업이 그 설립 목적을 분명히 하면 집중해야 하는 이해관계자 집단이 자연스럽게 정해져서 우선순위를 고민할 필요가 없다는 것이다.

② 파이코노믹스는 사회적 가치 활동의 원동력을 경영자의 경제적 유인이 아니라 사명감에서 찾는다. 따라서 경영자들이 사회적 가치 활동을 추구할 경제적 유인이 없다는 지적은 큰 의미가 없다. 파이코노믹스는 자칫 경영자에게 지나친 큰 재량권이 부여되는 문제를 해결하기 위해 사회적 가치 활동의 원칙을 내놓았다. 곱셈의 원칙, 비교우위의 원칙, 중요성의 원칙이 그것이다.

③ 파이코노믹스는 회사목적을 설정하는데 주주의 의견을 보다 직접적으로 반영하기 위해 회사목적에 관한 안건을 주주총회에 상장하고 표결에 부치는 **회사목적심의제도**를 제안했다.

4. 기업은 누구를 위해 경영돼야 하는가

[3] 평가와 전망

이러한 반론에도 불구하고 파이코노믹스의 우려되는 대목이 없지 않다.

먼저 사명감만으로 사회적 가치 활동을 할 경영자가 얼마나 있을지 의문이다. 이는 2019년 비즈니스 라운드 테이블 선언문에 서명한 회사들의 기업지배구조 모범 기준을 살펴보면 더욱 그러하다. 뱍척과 탈라리타(2020)에 따르면 이들 회사 CEO들은 선언문에서 경영자는 주주 뿐 아니라 다른 이해관계자들에 대해서도 동일한 책임이 있다고 했지만 정작 본인들이 경영하는 회사의 기업지배구조 모범기준에는 이를 반영하지 않고 있는 것으로 드러났다.

또한, 사회적 가치창출이 회사의 목적이 되면 설사 사회적 가치 활동의 원칙이 만들어져 있다고 하더라도 따를지 말지는 어디까지나 경영자의 재량이라는 점, 경영자가 이를 따르지 않더라도 책임을 추궁할 주체가 없다는 점, 회사 목적에 대한 주주 투표도 어디까지나 권고성 투표에 불과하다는 점 등을 고려했을 때 사회적 가치활동을 핑계 삼아 자신의 이익을 추구하는 경영자의 등장을 막지 못하는 문제가 있다.

마지막으로 기업 설립 목적을 분명히 하고 좀 더 집중해야 하는 이해관계자 집단을 특정할 필요가 있다. 하지만 이로 인해 의도하지 않은 결과가 일어날 수 있다. 즉 중요한 이해관계자의 이익을 추구하는 과정에서 다른 이해관계자의 이익이 침해될 수 있는 것이다. 예컨대 아마존의 비전은 지구에서 가장 고객 중심적인 회사가 되는 것이다. 아마존은 이 비전을 상당 부분 달성했지만 열악한 작업 환경에서 일해야 했던 물류센터 직원들이나 아마존의 수요독점으로 인해 헐값에 제품을 팔 수밖에 없었던 군소 생산업자들을 생각하면 과연 파이의 전체 크기가 커졌는지는 의문이다.