



기업의 ESG 경영 촉진을 위한 금융의 역할

2021.05.26.

선임연구위원 이효섭

원장 박영석

목차

❖ 서론

- ESG란 무엇이며 왜 ESG 경영이 부각되는가?

❖ ESG 경영의 필요성

- 도구적 이해관계자 자본주의와 다원적 이해관계자 자본주의
- ESG 경영의 필요성

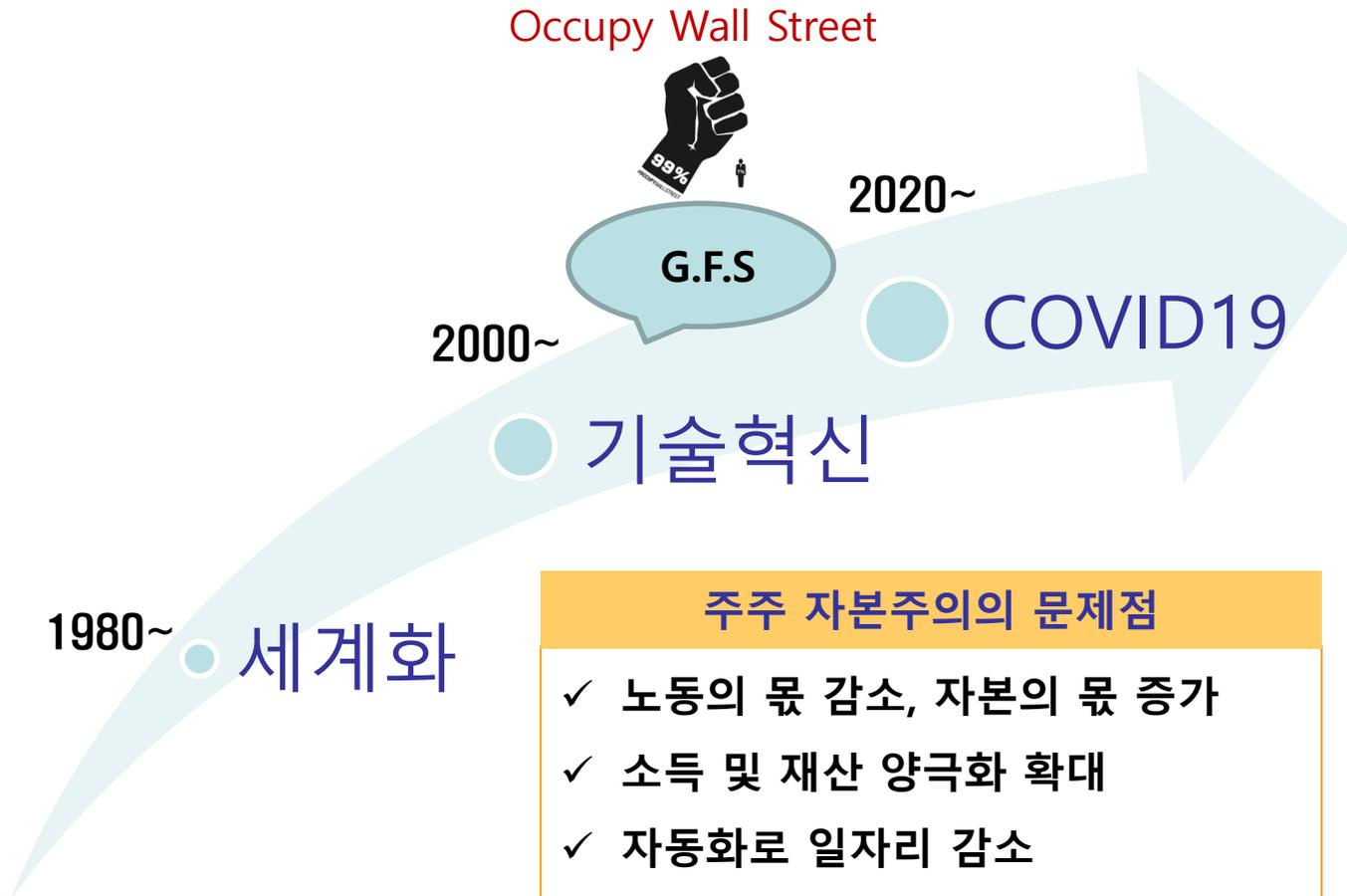
❖ 기업의 ESG 경영 촉진을 위한 금융의 역할

❖ 결론 및 정책 시사점

서론:

ESG란 무엇이며 왜 ESG 경영이 부각되는가?

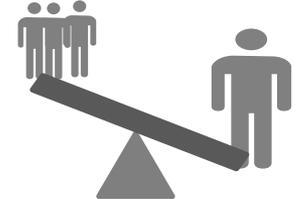
왜 ESG에 열광하나? 자본주의의 한계, 그리고 COVID19



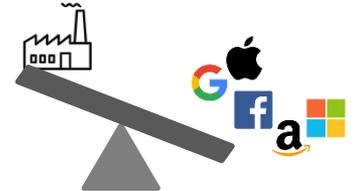
- 주주 자본주의의 문제점**
- ✓ 노동의 몫 감소, 자본의 몫 증가
 - ✓ 소득 및 재산 양극화 확대
 - ✓ 자동화로 일자리 감소
 - ✓ 부정적 외부효과 증가(환경오염 등)
 - ✓ 빈곤층 확대, 빈곤 해결책 부재
 - ✓ 가계부채 증가
 - ✓

**양극화,
환경오염**

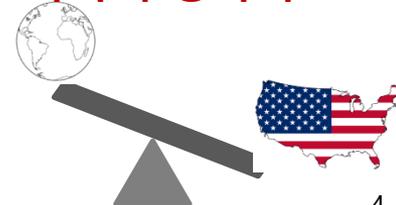
가계의 양극화



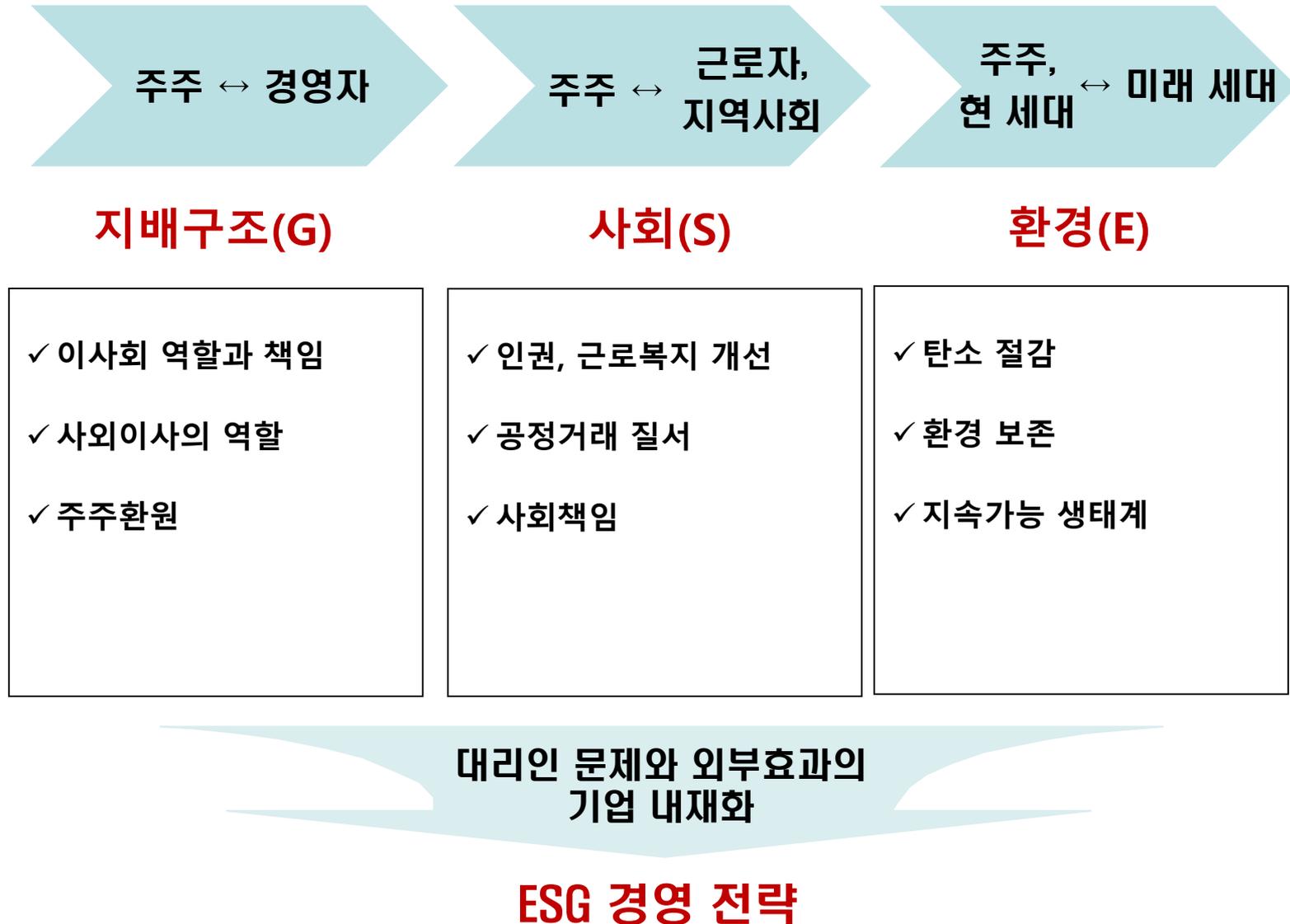
기업의 양극화



국가의 양극화

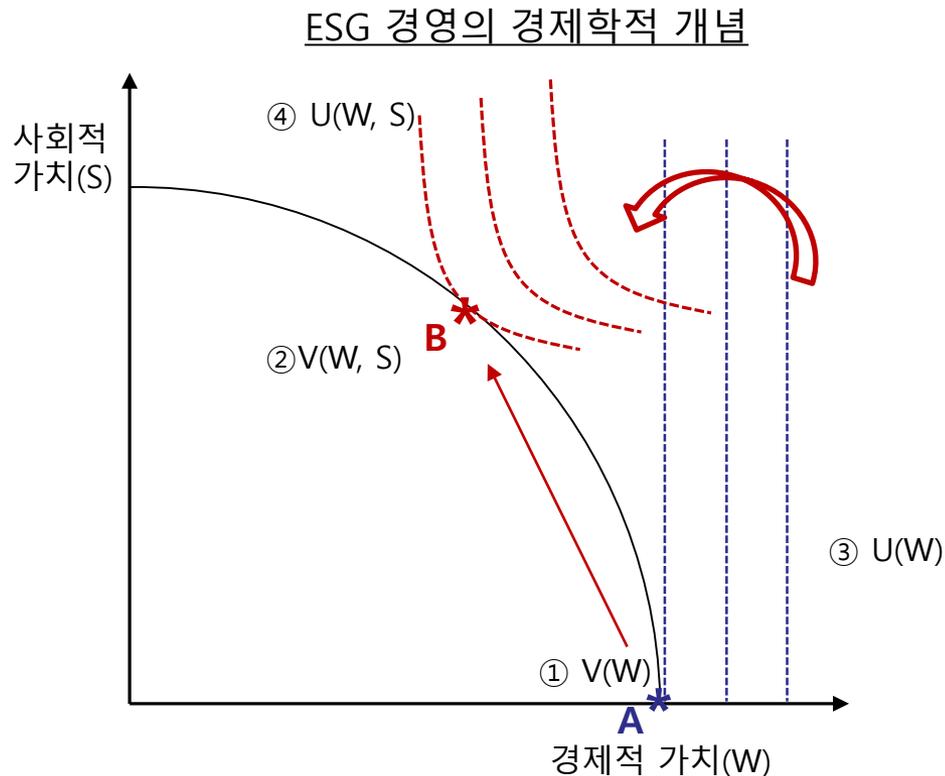


ESG 경영의 진화: 대리인 문제와 외부효과를 내재화한 것

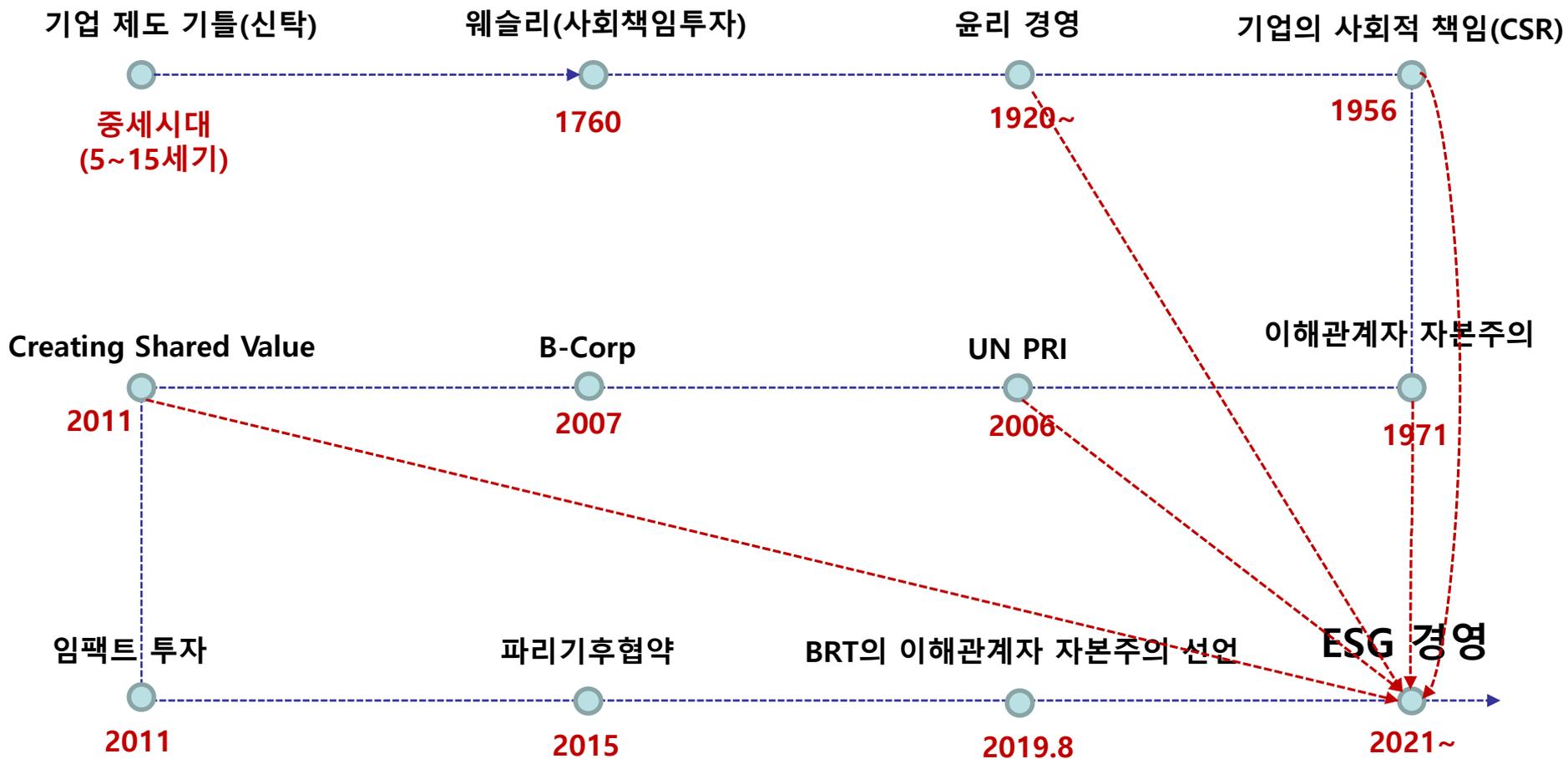


ESG 경영의 경제학적 개념

- ❖ 이해관계자들은 소비, 투자, 근로활동 결정시 사회적 가치에 보다 많은 효용을 부여
 - 이해관계자의 효용 함수는 재무적 가치 중심에서 재무적 가치와 사회적 가치의 결합 효용으로 변화
- ❖ 기업은 이해관계자 효용 증대를 목표로 의사결정을 변화
 - (과거) 경제적 가치와 사회적 가치의 대체집합(①)과 무차별곡선(③)이 만나는 점(A)에서 의사결정
 - (현재, 미래) 대체집합(②)과 변화된 무차별곡선(④)이 만나는 점(B)에서 최적 의사결정
 - 사회적 가치에 보다 많은 자원이 배분

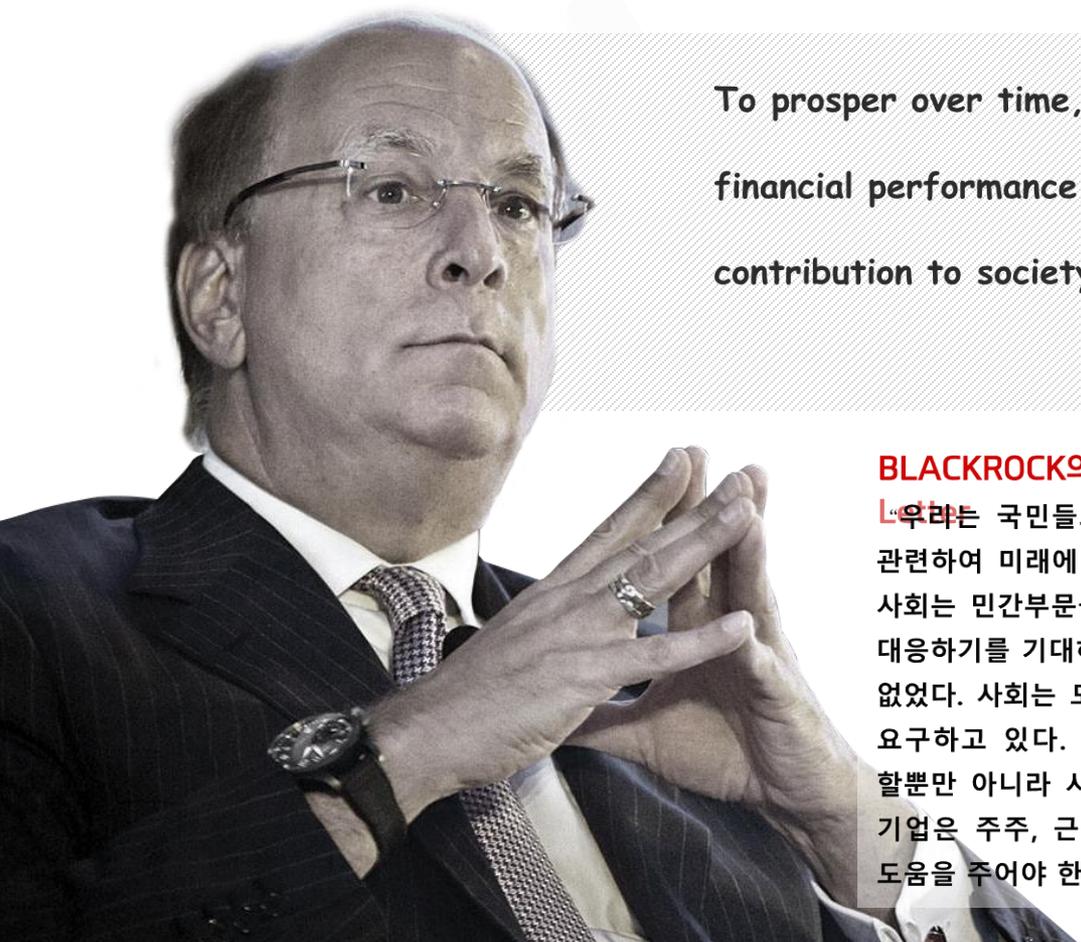


ESG 경영의 역사



글로벌 기업 이해관계자의 ESG에 대한 관심 증가

- ❖ 블랙록 CEO의 Larry Fink는 주주 서한을 통해 기업의 사회적 책임을 강조
 - 2018년 Larry Fink는 기업은 재무적 이익 뿐 아니라 사회적 가치 창출을 위해 노력해야함을 강조
 - '21년 1분기 블랙록의 순자산총액은 \$9.0 Trillion으로 원화 기준 1경원을 상회



To prosper over time, every company must not only deliver financial performance, but also show how it makes a positive contribution to society

Chairman & Chief Executive Officer **LAURENCE D. FINK**

BLACKROCK의 CEO Larry Fink가 상장기업 CEO에게 2018년에 보낸

“우리는 국민들의 노후, 자동화에 대비한 사회인프라 구축, 일자리 제공 등과 관련하여 미래에 대한 준비가 제대로 이루어지지 않고 있다고 생각한다. 따라서 사회는 민간부문을 쳐다보면서 기업들이 이러한 사회적 도전에 대하여 적절하게 대응하기를 기대하고 있다. 사회로부터의 기업에 대한 기대가 이처럼 높았던 적이 없었다. 사회는 모든 기업들에게 사회가 필요로 하는 주어진 역할을 수행할 것을 요구하고 있다. 기업이 계속해서 성장하기 위해서는 재무적 성과를 도출해야 할뿐만 아니라 사회에 어떻게 긍정적인 기여를 하고 있는지를 보여주어야 한다. 기업은 주주, 근로자, 고객, 사회구성원들을 모두 포함하는 이해관계자들에게 도움을 주어야 한다”

미국 BRT의 이해관계자 자본주의로의 전환 선언('19.8)

- ❖ **美 주요 기업은 기업의 목적을 주주 가치 제고에서 이해관계자 니즈 만족으로 변경을 선언**
 - 2019년 8월 미국 비즈니스라운드테이블(BRT)에서 181개 주요 기업들의 CEO는 기업의 목적은 단기 이익 추구가 아니라 **장기에 걸쳐 이해관계자 니즈를 만족시키는 것임을 선언**
 - 첫째, 고객 기대에 부합하고, 둘째, 근로자의 보상과 복지 개선에 힘쓰며, 셋째, 공정하고 올바르게 협력회사를 대하며, 넷째 지역사회에 기여하며, 다섯째 장기 주주 가치 제고에 기여함을 선언

BRT 선언서의 주요 내용('19.8)

We commit to:

1. Delivering value to our costumers.
2. Investing in our employees. This starts with compensating fairly and providing important benefits.
3. Dealing fairly and ethically with our suppliers.
4. Supporting the communities in which we work.
5. Generating long-term value for shareholder, who provide the capital that allows companies to invest, grow and innovate.

美 언론은 BRT 선언을 '새로운 자본주의'의 시작으로 보도

- ❖ **美 주요 언론은 BRT('19.8) 선언을 새로운 자본주의의 시작으로 일제히 보도**
 - 당시 뉴욕타임즈, WST, FT 등 주요 언론은 1면 기사로 주주 자본주의가 막을 내렸음을 일제히 보도
 - 앞으로 이해관계자 자본주의가 주류 자본주의 체계로 부각될 것임을 강조

BRT 선언('19.8) 관련 주요 언론 보도

Shareholder Value Is No Longer Everything, Top C.E.O.s Say

Chief executives from the Business Roundtable, including the leaders of Apple and JPMorgan Chase, argued that companies must also invest in employees and deliver value to customers.

출처: New York Times(2019.8.19)

Move Over, Shareholders: Top CEOs Say Companies Have Obligations to Society

Business Roundtable urges firms to take into account employees, customers and community

출처: Wall Street Journal(2019.8.19)

The CEOs of nearly 200 companies just said shareholder value is no longer their main objective

The Business Roundtable, a group of chief executive officers of nearly 200 major U.S. corporations, issues a statement with a new definition of the "purpose of a corporation." 출처: CNBC(2019.8.19)

Why Maximizing Shareholder Value Is Finally Dying

It's a big news day for big-business watchers, almost as if a hurricane had struck Wall Street:

출처: Forbes(2019.8.19)

Business must act on a new corporate purpose

Companies must realign incentives and define targets beyond profits

출처: Financial Times(2019.8.20)

그러나, BRT 선언 기업들은 이해관계자 자본주의 실천에 미흡

- ❖ BRT 선언 1년 이후 181개 기업 중 1개 기업만 기업의 목적 변경 건을 이사회로부터 승인
 - '19.8월 BRT 선언 이후 1년 뒤에 살펴보니, 당시 BRT 선언에 동참한 181개 기업들 중 1개 기업만이 기업의 목적을 이해관계자 자본주의로 바꾸는 것을 이사회로부터 승인을 받았음
- ❖ 오히려 BRT 선언에 동참한 기업들이 COVID19 대응에 소홀하고, 임금 격차도 확대되었음
 - '19.8월 BRT 선언에 동참한 기업은 COVID19 위기에도 불구하고 예전보다 높은 수준으로 근로자를 해고하고, CEO에게 보다 많은 임금을 책정한 것으로 확인
 - '70년 미국 주요 기업의 CEO 임금은 근로자 평균의 24배였으나 '19년 320배로 큰 폭으로 확대

BRT 선언 기업의 COVID19 대응과 임금 양극화 분석

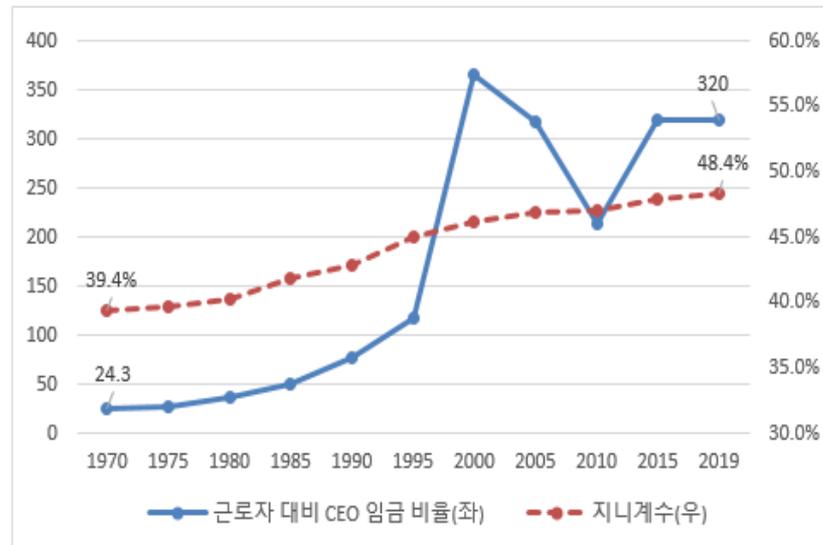
	COVID19 대응		임금 양극화	
	글로벌	미국	글로벌	미국
BRT 선언여부	-1.27***	-0.82**	1.61***	2.38***
'20.2월 이전 S(사회) 대응	11.34***	8.89***	20.93***	21.07***

출처: KKR Advisors (2020)

주1: ***, **는 각각 1%, 5% 유의수준

주2: 독립변수(BRT 선언여부, 과거 사회 대응 상위20% 여부)는 더미 변수

미국 근로자 대비 CEO 임금 비중 및 지니계수 추이



출처: 미국 통계국, Statista

국내외 주요 기업의 ESG 경영에 대한 현실적인 인식

1. ESG 경영에 대한 이해 부족

- ESG 경영을 막연하게 인식, CSR과 유사한 개념으로 인식

2. ESG 경영을 규제 준수 의무로 이해

- ESG 관련 규제 대응에 초점

3. ESG 경영을 비용으로 인식

- 평판위험 관리, 마케팅 목적으로 활용

4. ESG 경영 전략을 어떻게 마련해야 하는지 노하우 부족

- ESG 위원회 설치, ESG 전담부서 설립 등 경쟁회사 벤치마크에 집중

5. ESG 경영 전략의 확산 부족으로 구체적 실행 미흡

- ESG 경영이 경제적 가치와 사회적 가치 제고에 기여하는 경로 확산이 부족
- ESG 경영 전략의 단계별 실천 방안 및 평가 방법 등이 미흡

ESG 경영의 필요성

이해관계자 자본주의의 발전 과정



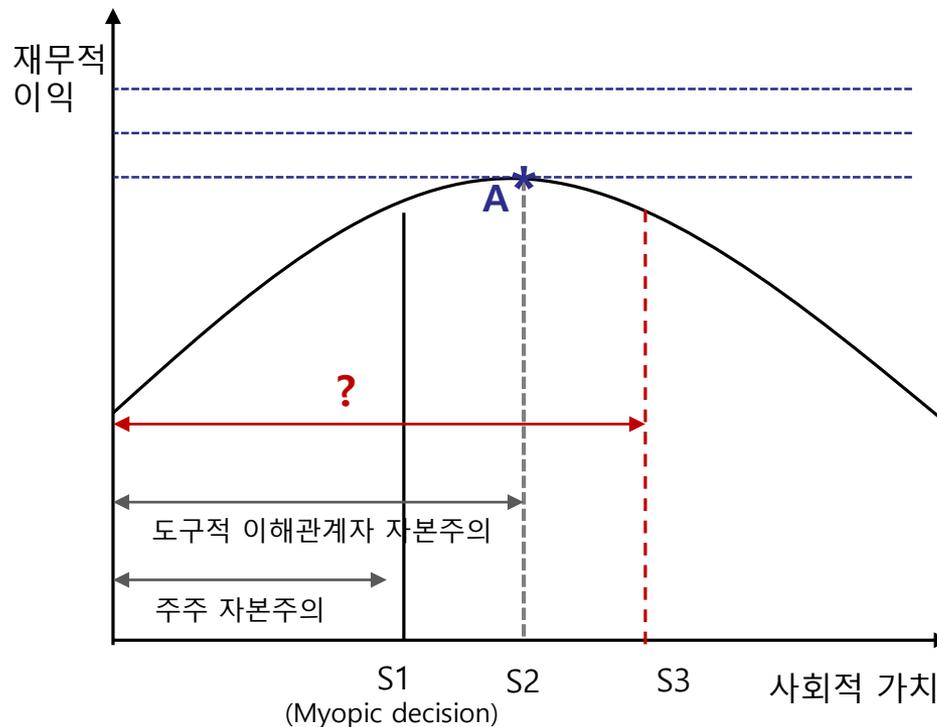
목적함수	주주 가치 ↑	주주 가치 ↑	이해관계자 가치 ↑
투자시계	단기	중장기	초장기
의사결정	경제적 가치	경제적 가치 ← 사회적 가치	경제적 가치, 사회적 가치

도구적 이해관계자 자본주의의 특징

❖ 도구적 이해관계자 자본주의의 특징

- 이해관계자 니즈 충족을 목적이 아닌 수단으로 활용하여 장기 재무적 이익을 극대화
- 환경오염, 사회적 양극화 등 주주 자본주의의 문제점이 그대로 존재

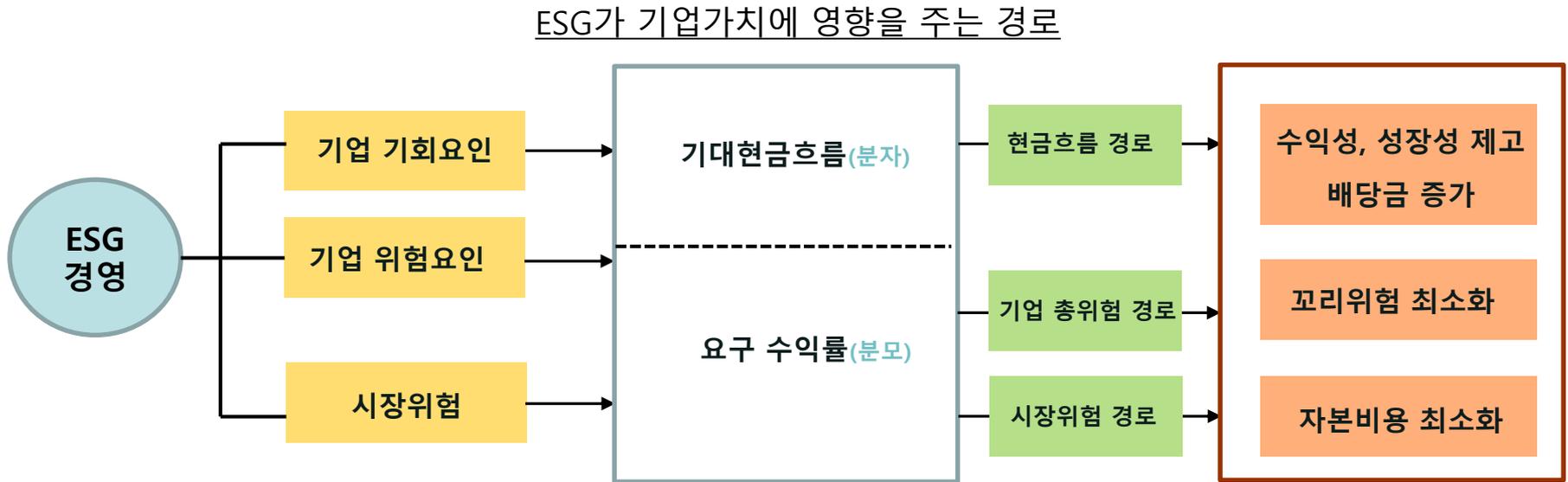
사회적 가치 투자를 통한 재무적 이익 증대 효과



ESG가 기업가치에 영향을 주는 경로

❖ 사회적 가치에 대한 투자는 재무적 가치 제고에 기여

- 기업의 ESG 경영 성과가 좋을수록 브랜드 가치 제고를 통해 수익성, 성장성이 제고
- 사회적 가치 투자로 평판위험과 체계적 위험이 낮아지면 자본조달 비용이 낮아지는 효과



❖ 현금흐름 경로: ESG 성과 우수 → 경쟁력 제고 → 수익성, 성장성 제고 → 배당금 증가

❖ 기업 총위험 경로: ESG 성과 우수 → 고용, 생산 효율성 제고 → 사고 위험 감소 → 꼬리위험 최소화

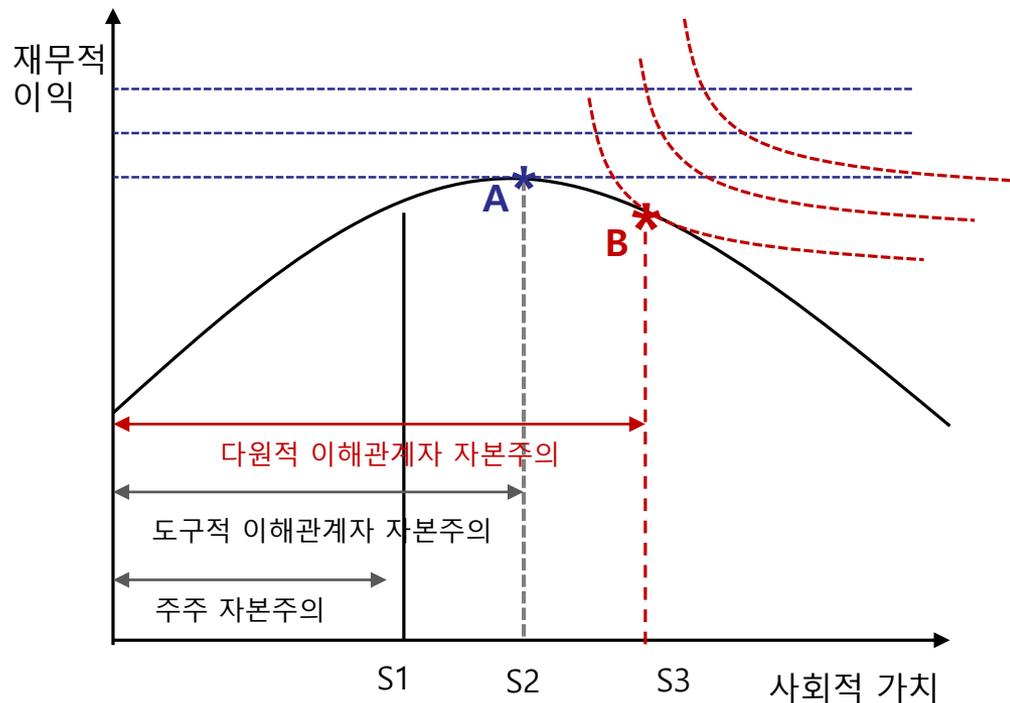
❖ 시장위험 경로: ESG 성과 우수 → 체계적 위험 감소 → 자본조달 비용 감소

왜 ESG 경영이 필요한가? 다원적 이해관계자 자본주의의 효용

❖ 다원적 이해관계자 자본주의의 효용

- 사회적 가치에 의미 있는 자원 배분을 통해 주주 자본주의의 한계(양극화, 환경오염 등)를 극복
- 국내외 환경, 사회, 지배구조 개선 규제에 효율적으로 대응
- 기업 내, 외부 이해관계자의 사회적 가치 뿐 아니라 경제적 가치 제고에 기여

ESG 경영을 통한 다원적 이해관계자 자본주의의 실현

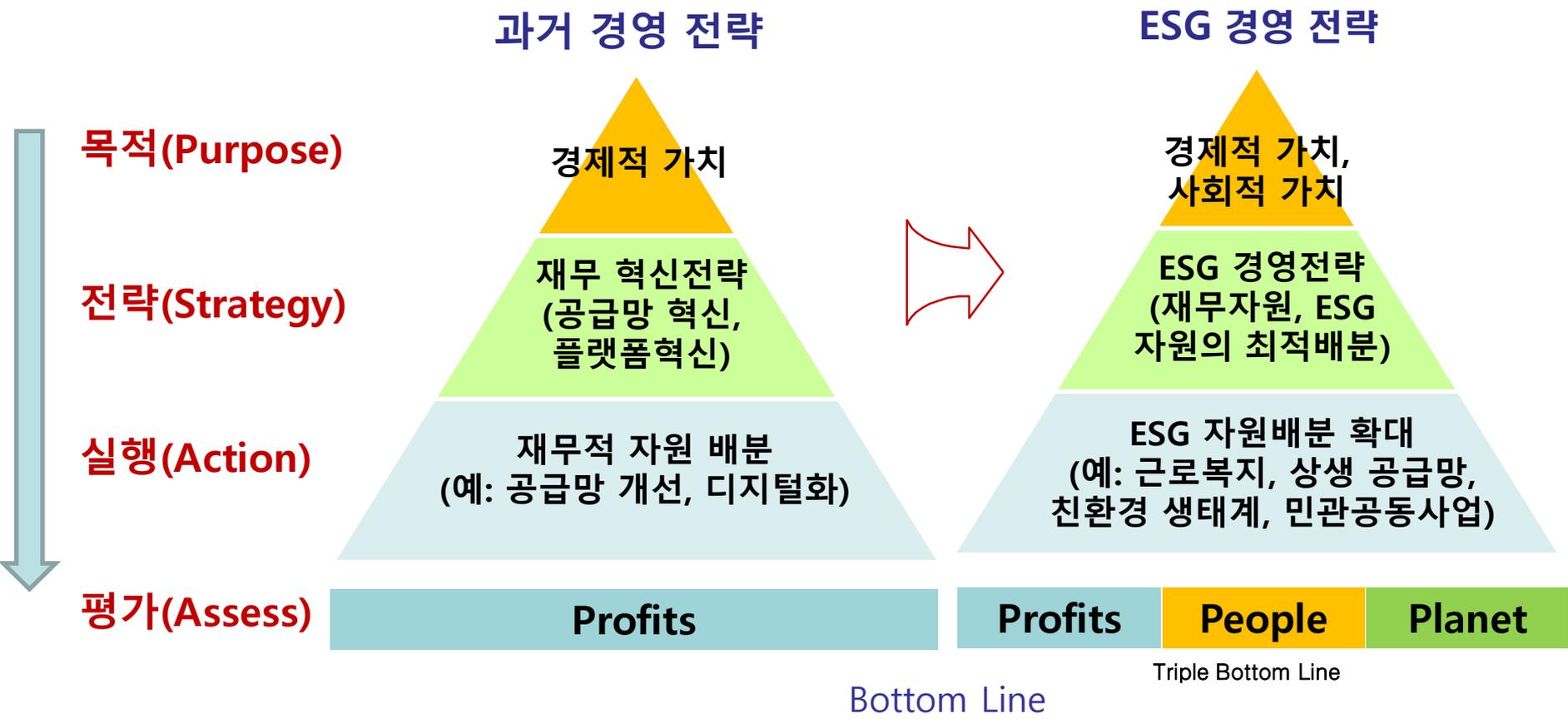


ESG 경영

- ✓ 무차별 곡선의 이동
- ✓ 사회적 가치 투자 유도

ESG 경영 전략이란? 경영 전략 전 단계의 재설계

- ❖ ESG 경영은 목적 설정, 전략 수립, 자원배분 실행, 평가 등의 단계로 구분 가능
 - (과거) 재무적 이익을 목적으로 재무적 자원 배분에 초점을 두는 경영 전략
 - (현재&미래) 경제적 가치와 사회적 가치를 기업의 목적으로 두고 사회적 가치에 의미 있는 자원을 배분하여 이해관계자의 효용 증가를 추구



ESG 경영 전략의 어려움

대리인 문제

- ✓ 이사회와 CEO에게 사회적 가치에 대한 인센티브 부여가 어려움
- ✓ 경제적 가치와 사회적 가치 간 최적 자원배분을 찾기가 어려움

사회적 가치측정

- ✓ 사회적 가치를 객관적으로 측정하는 것이 어려움
- ✓ 사회적 가치 창출 정도를 공정하게 평가하는 것이 어려움

다논의 ESG 경영 사례

- ❖ '18.2월 20억 유로 규모의 ESG 성과연계 '신디케이트 론(Syndicate Loan)'을 발행
 - '18.2월 다논은 사회적 가치 창출을 목표로 20억 유로(약 2.8조원) 규모의 신디케이트 론을 발행
 - ESG 성과가 우수하면 이자를 할인해주며, 그렇지 않을 경우 비교적 높은 수준의 이자를 부과
 - 외부 평가기관들이 산출한 ESG 점수, 다논 계열사가 받은 B-Corp 인증 비율 등으로 평가
- ❖ 당시 주요 금융회사 및 언론은 ESG 성과연계 '신디케이트 론'을 미래의 금융으로 평가
 - BNP Paribas의 임원은 '사회적 가치 창출을 돕는 금융중개'는 미래 금융의 모습으로 평가

다논의 신디케이트 론 발행 사례('18.2)

BNP Paribas의 평가('18.2)

€2bn Loan tied to ESG

Introduction of ESG criteria in syndicated facility, tying financing cost and environmental and social performance

On February 12th 2018, Danone amended its €2 billion syndicated credit facility, in order to include global environmental and social criteria directly impacting, upwards or downwards, the margin payable to its banks over the entire duration of the facility. Danone's syndicated facility now includes an innovative mechanism of payable margin adjustment, reviewed at least once a year, on the basis of ESG criteria provided by third parties:

- scores granted to Danone by two ESG agencies, Sustainalytics and Vigeo Eiris;
- percentage of consolidated sales of Danone covered by B Corp certifications.

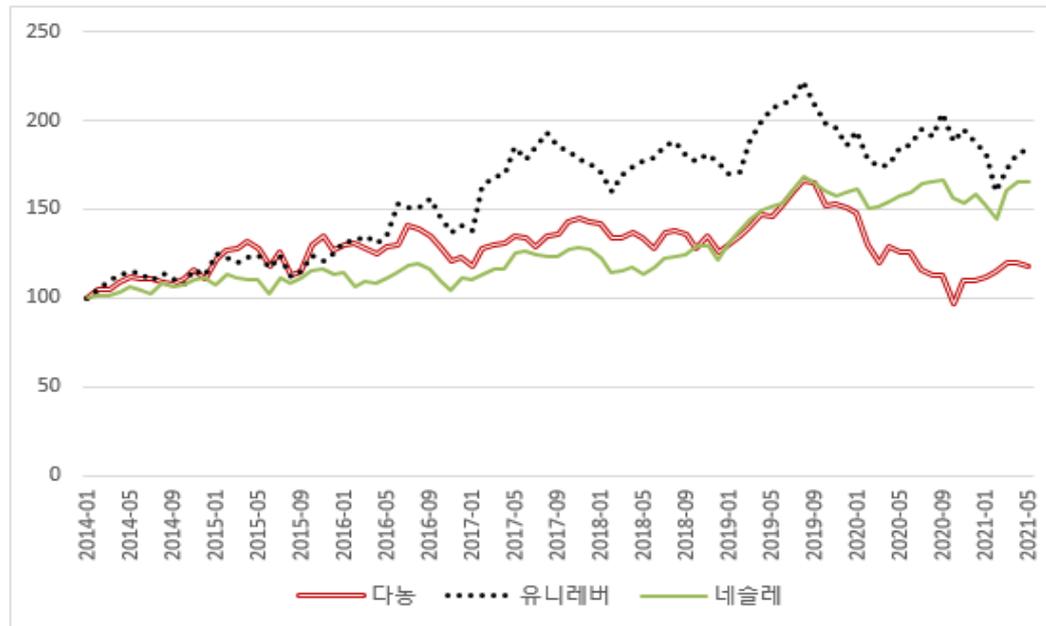
Every CFO should know This:
The future of Banking Ties
Verified ESG Performance to
Cheaper Capital.

"A transaction that demonstrates that delivering on sustainability will ultimately drive economic performance? Yes, this is the future of banking."

다논 CEO 교체의 시사점: 다원적 이해관계자 자본주의의 한계

- ❖ 파베르 前 다논의 CEO 교체는 다원적 이해관계자 자본주의로의 전환 필요성을 강조
 - 최근 프랑스 다논의 대주주는 오랫동안 '사회적 책임'을 강조해온 파베르 前 CEO를 교체
 - 행동주의 펀드들로 구성된 다논의 주요 주주들은 다논의 경영 실적이 경쟁회사들에 비해 저조하고 주가 수익률도 부진함에 따라 파베르 前 CEO의 사퇴를 촉구
 - '14.1월~'21.3월 동안 다논은 19.6% 상승했으며 유니레버, 네슬레는 80.9%, 65.5% 상승

파베르 前 CEO 취임 이후 다논, 유니레버, 네슬레의 주가 수익률 비교



출처: Yahoo Finance

기업의 ESG 경영 촉진을 위한 금융의 역할

기업의 목적에 관한 고찰

1. 기업의 목적은 본래 주주 가치 제고가 아닐 수 있음
 - 미국 법제는 기업의 목적을 주주 가치 제고로 규정하지 않음(L. Stout(2012))
2. 오히려 미국 기업법은 이해관계자 자본주의를 지지
 - 미국 기업법은 이사회로 하여금 자율재량권을 보장해 다양한 가치 추구를 장려
3. 자유시장경제 이론이 주류로 부각되어 주주 가치 제고를 당연시함
 - Friedman (1970), Jensen and Meckling (1976) 등이 주류 경제학으로 자리매김
4. 한국도 미국 영향을 받아 주주 가치 제고를 기업 목적으로 받아들였음
 - 이사회는 주주 가치를 극대화하는 것을 목표로 CEO에게 역할과 책임을 부여
5. 한국 상법도 기업의 목적을 주주 가치 제고로 보지 않음
 - 미국처럼 이사회로 하여금 법령과 정관의 규정에 따라 직무 충실 의무를 부여

왜 금융의 역할이 중요한가?

장기
시계

- ✓ 초장기 투자 계약(예: Equity)
- ✓ 연금 자산의 증가(듀레이션 장기화)

위험
분산

- ✓ 경제적 가치와 사회적 가치의 위험 분산이 가능
- ✓ 위험에 비례한 인센티브 제공 가능

정보
전달

- ✓ 사회적 가치에 대한 정보 비대칭 해소
- ✓ 사회적 가치에 대한 객관적 측정 및 공정한 평가 기능을 제공

금융의 역할 ① ESG 가치의 시장 거래 활성화

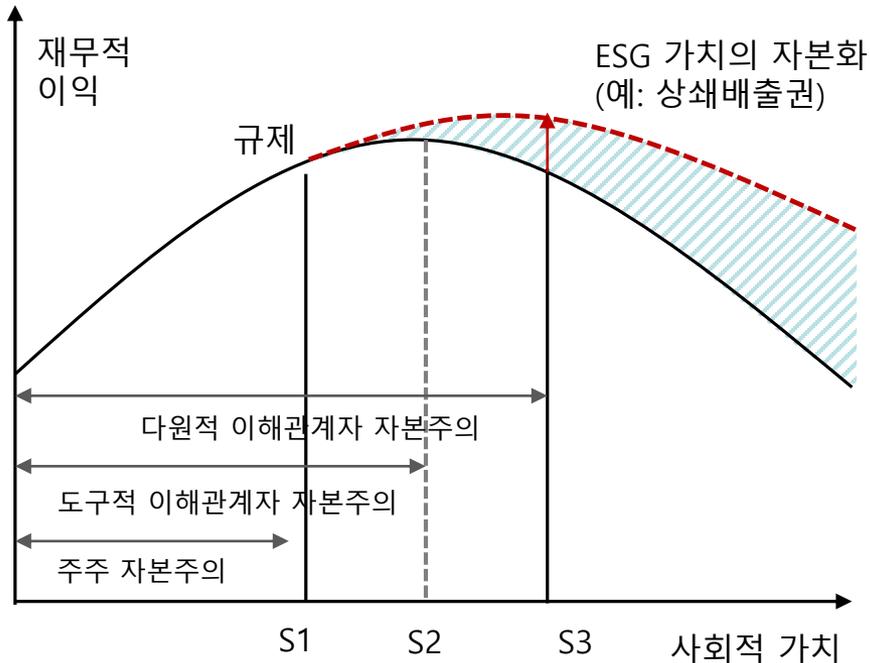
❖ 규제를 통한 ESG 경영 유도는 한계가 존재

- 상당수 기업들은 임계수준 까지만 사회적 가치에 투자를 수행해 이상적 수준의 자원배분에 한계
- 규제를 준수하지 못하는 기업은 생존이 어려워 규제 강화시 공급망 비용 상승 등의 부작용 존재

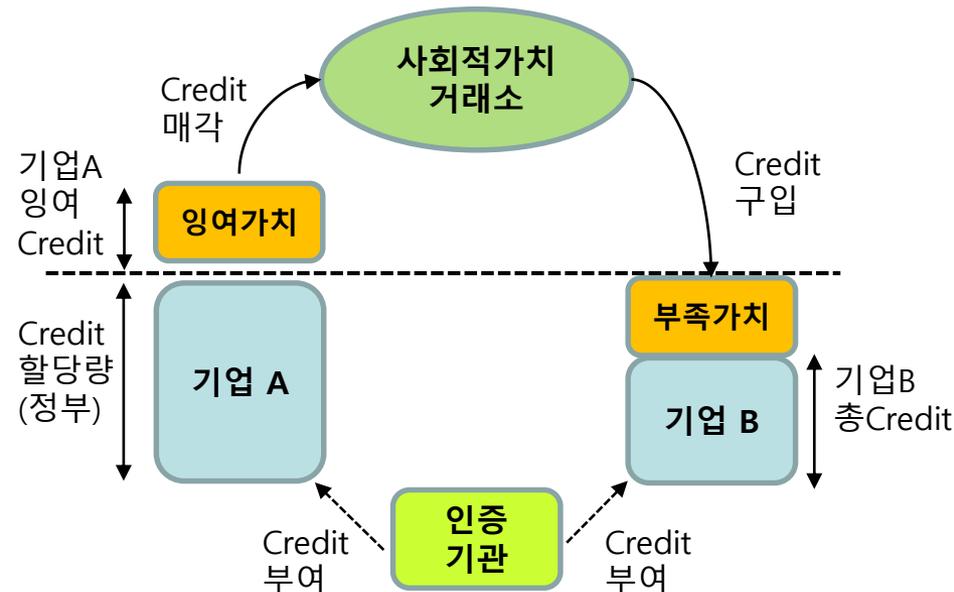
❖ 유인부합적 설계를 통해 ESG 가치의 시장거래 활성화를 추진

- 규제 임계수준 이상으로 사회적 가치에 투자하는 기업에게 초과분만큼 재무적 이익을 제공
- 사회적 가치 투자로 성과를 얻은 기업은 재무적 이익을 거둘 수 있어 유인을 갖고 ESG 경영을 촉진

ESG 가치의 자본화를 통한 ESG 경영 촉진



ESG 가치의 시장거래 인프라 예시



금융의 역할 ② ESG 성과연계 금융 중개 활성화

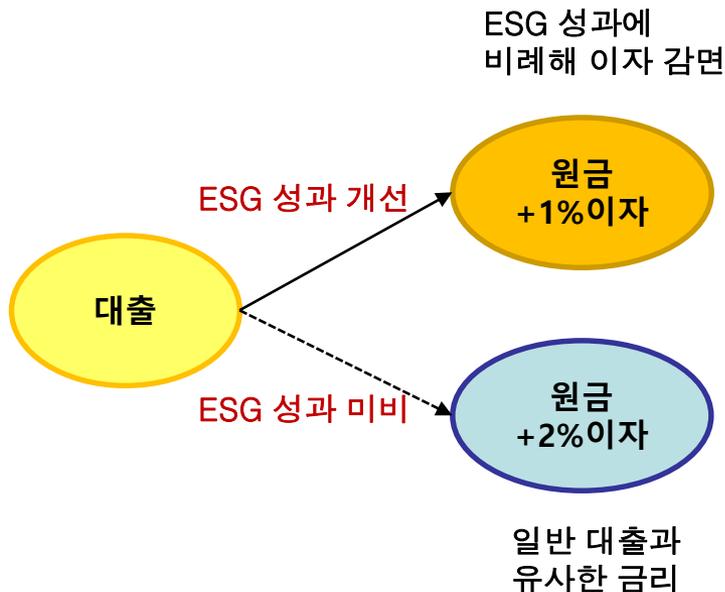
❖ ESG 성과에 비례하여 자본조달 비용을 할인

- ESG 성과가 우수할수록 대출금리를 할인해주나 ESG 성과가 나쁘면 대출금리가 올라갈 수 있음
- ESG 성과연계 채권(직접금융), ESG 성과연계 은행대출(간접금융) 등의 방식이 존재

❖ ESG 성과연계 금융이 활성화되면 대부분 경제주체의 효용이 증가

- 기업은 자본조달 비용이 감소, 투자자는 사회적 가치 투자에 대한 효용 증대, 정부는 외부효과 감소
- 금융회사의 부담이 다소 증가할 수 있는데 이때 금융회사에게 유인부합적 인센티브 제공이 필요
 - ESG 성과연계 금융회사에게 보조금 지급 및 세제 혜택 제공, 건전성 규제 완화 등을 고려

ESG 성과연계 금융 중개 사례



ESG 성과연계 금융의 후생 증대 효과



금융의 역할 ③ ESG 측정 및 평가 인프라 제고

측정 인프라

- ✓ 국제적 ESG 표준 요소를 고려하여 계량화를 추진
- ✓ 한국적 상황, 산업별 특징 등을 고려해 ESG 중요도를 판단

평가 인프라

- ✓ 국제적 표준에 부합한 공시, 평가, 회계 인프라 구축
- ✓ ESG 경영 전략을 평가해 기업 신용등급에 반영 고려

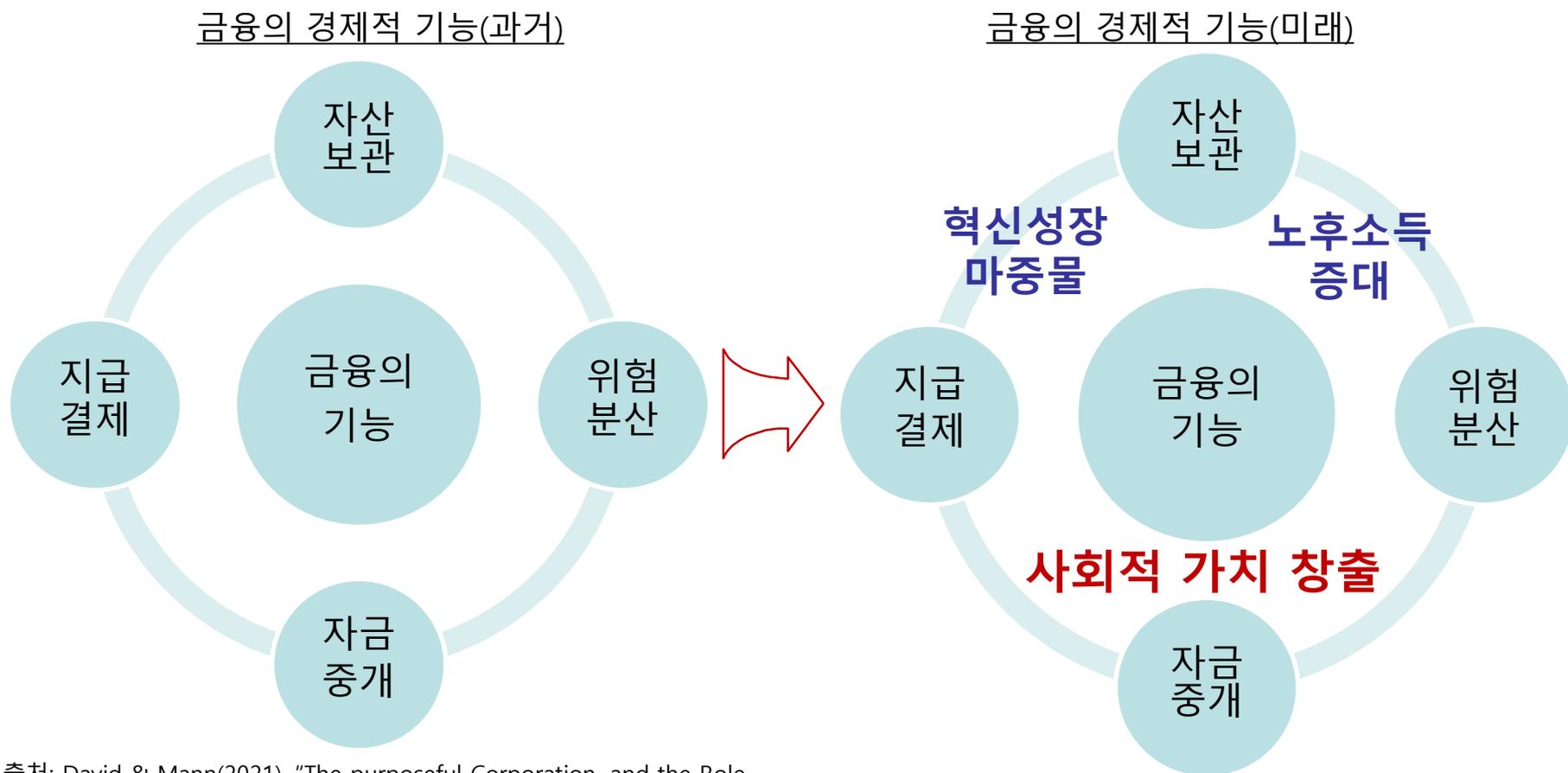
금융회사 역할제고

- ✓ ESG 리서치 확대, 지수 개발 등 ESG 정보비대칭 해소
- ✓ ESG 투자 및 지분중개 확대, 수탁자책임 강화

결론 및 정책 시사점

ESG시대의 금융의 역할

- ❖ (과거) 자산보관, 지급결제, 금융중개, 위험분산
- ❖ (미래) 전통적 기능 + **사회적 가치 창출**, 혁신 성장 마중물, 노후소득 증대



출처: David & Mann(2021), "The purposeful Corporation, and the Role of the Finance Industry"

기업의 ESG 경영 촉진

금융의 사회적 책임

ESG 가치의 시장거래

- ✓ ESG 가치의 시장거래 활성화
- ✓ ESG Credit 인증
- ✓ 유인부합적 거래 인센티브

ESG 성과연계 금융

- ✓ ESG 성과연계 채권 활성화
- ✓ ESG 성과연계 대출 활성화
- ✓ 중개 금융회사에게 유인제공

ESG 평가, 측정 인프라

- ✓ ESG 가치의 객관적 측정
- ✓ ESG 가치의 공정한 평가
- ✓ ESG 공시 및 재무보고 인증

법과 제도의 지원

법과 제도의 개선 방향

1. 이사회가 이해관계자 니즈를 반영할 수 있도록 지배구조 개선
 - ESG 위원회를 설치하고 ESG 전담부서를 두는 것만으로 충분하지 않음
2. 이사회와 CEO에 대한 재정립 필요
3. 이사회와 CEO에 대한 인센티브 체계 개편
4. 기업의 전사적 사회적 가치 자원배분을 위해 조직 문화 개선
5. 장기투자 문화 형성을 위한 세제 및 운용규제 개선
 - 금융소득 과세시 장기 손실이연, ISA 세제 혜택 확대, 성과평가 주기 장기화

감사합니다