

Special Report

ESG 패러다임 쉬프트

Economist 임동민
3771_9342
dmlim2337@iprovest.com

ESG(Environment·Social·Governance)가 뜨거운 화두가 되고 있다. 기업 경영과 금융투자의 초점이 재무적 성과와 더불어 환경·사회·지배구조 등 가치로 확산되고 있다는 우호적 시각이 있는 반면, 재무적 성과와 상충, CSR(Corporate Social Responsibility)와 SRI(Socially Responsible Investment)의 변형 및 ESG Washing 등으로 평가절하되는 시각도 있다. 우리는 ESG 패러다임을 더 근본적으로 이해하고자 했다. ESG 패러다임은 주주와 이해관계자들의 공존을 포괄하는 기업가치 극대화를 추구하고, 포용적, 확장적, 지속 가능한 생태계를 구축하려는 움직임으로 바라보았다. 시장 경제와 공개된 자본주의 영역에서 ESG 경영과 투자가 확대될 전망이다.

CON- TENTS

3	Summary
5	History & Narrative 기업의 목적과 지배구조에 대한 역사적 논쟁 주주 자본주의와 이해관계자주의 ESG 패러다임의 전환적 의미
12	Anatomy & Framework ESG 개론 ESG 국제 프레임워크 ESG 한국 프레임워크
19	Valuation & Investment 기업금융 관점에서 주류 기업가치 평가 주주 및 이해관계자를 포괄하는 기업가치 평가와 ESG 자금조달 ESG 투자, 포트폴리오 관리 및 유니버설 오너로서 책임과 영향
28	Appendix 1) 일본 GPIF 포트폴리오의 기후변화 관련 위험 및 기회 분석 2) 기후과학에 대한 IPCC의 여섯 번째 평가보고서에 대한 심층 Q&A 3) 투자자들의 ESG 기대 - 아시아의 관점

| Compliance Notice |

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성 되었음을 확인합니다.

이 조서자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서, 이 조서자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

이 보고서는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 이 보고서는 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술적 목적으로 작성된 것이 아니므로 학술논문 등에 학술적인 목적으로 인용하려는 경우에는 당사에게 먼저 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.



Summary

<ESG 패러다임 쉬프트> 보고서는 크게 네 부분으로 구성되어 있다.

1. 역사와 서사(History & Narrative)에서는 20세기 이후 지금까지 미국을 중심으로 벌어진 기업의 목표와 지배구조에 대한 논쟁을 살펴본다.

기업의 목표는 이윤을 창출해 소유자인 주주에게 환원한다는 주주 자본주의와, 공공의 이익을 생각하는 정부에 의해 하나의 법률적 주체로서 만들어진 것이고, 주주 뿐 아니라 이해관계자와 공공의 이익도 추구해야 한다는 이해관계자주의로 대립해 왔다.

1930~1970년대에는 이해관계자주의, 1970~2010년대에는 주주 자본주의가 지배적인 경영 및 투자 원리로 작용해 왔다. 다만 2008~2009년 글로벌 금융위기 이후 이해관계자주의를 채택하고자 하는 움직임이 나타나고 있다.

우리는 기업이 주주와 투자자 뿐만 아니라 직원, 고객, 협력사, 지역사회 등 전통적 이해관계자와 환경, 사회 등 새로운 이해관계자를 포용할 때 재무적 성과를 포함한 기업가치를 극대화할 수 있는 상황으로 변모되고 있는 것이 ESG 패러다임이라고 판단한다.

2. 해부와 프레임워크(Anatomy & Framework)에서는 ESG에 대한 개론과 전세계 및 한국의 공시 등 제도화에 대해 살펴본다.

ESG는 Environment · Social · Governance (환경 · 사회 · 지배구조)의 약자로 기업의 경영과 투자활동의 원칙이자 책무이며, 수익과 이윤 등 재무적 성과와 동시에 가치창출의 원천이 되는 환경 · 사회 · 지배구조 등의 비재무적인 성과를 추구하는 것을 의미한다.

ESG 경영과 투자를 실행하기 위해서 공시를 중심으로 한 국제적 프레임워크가 구축되고 있다. EU와 영국은 ESG 의무공시 제도를 도입 중이다. 2019년 7월 미국 의회는 ESG 의무공시 관련 법안을 부결하였다. 그러나 2021년 바이든 행정부는 ESG 공시 중요성에 대해 재논의하고 있다. 중국은 2020년 홍콩 상장기업부터 시작해 2025년에는 금융사에 TCFD(TF on Climate related Financial Disclosures) 기준을 따라 ESG 공시 의무화 계획을 발표하였다.

한편 IOSCO(International Organization of Securities Commissions)는 1) 투명성 제고, 2) 투자자 보호 목적을 갖고, 각국 규제기관들의 ESG 관련 모니터링 업무 및 기준 국제공조 업데이트를 전개하고 있다.

한국은 2018년 대형 상장사의 핵심적인 지배구조 정보 공개를 시작으로 2020년 지속가능경영보고서 발표, 2021년 거래소 자율공시, 2025년 일정 규모 이상 기준을 거쳐 2030년에는 KOSPI 전상장사에 ESG 의무공시를 도입할 계획이다.

3. 가치평가와 투자(Valuation & Investment)에서는 기업가치enterprise value에 대한 주류 이론을 통해 이해관계자를 포괄하는 가치평가 툴 및 투자자들의 영향력에 대해 살펴본다.

주류 기업가치 평가는 기업금융 측면에서 자본을 투여한 주주가치와 부채를 제공한 채권자들의 자본구성에 초점을 맞추고 있다. 대체로 자본 최소화, 부채 확대를 통해 레버리지 이익을 창출해 기업가치를 높이고, 주주가치 극대화를 추구하는 이론과 적용으로 발전되어 왔다. 그러나 채권 및 기타 이해관계자들의 가치평가를 반영하지 못 하는 측면이 있다.

주주가치에 치중된 기업가치 평가에 수정이 요구된다. 향후 기업가치 평가는 수익과 이윤창출이라는 1차적 재무적 성과와 더불어 채권자, 임직원, 협력사, 고객, 환경, 사회, 지배구조 등 이해관계자를 포괄한 편익과 비용을 고려하는 기업가치 평가와 적용으로 변모될 것이다. 이 과정에서 가치투자의 기준이 효율성, 성장성, 현금흐름 및 배당에서 혁신성, 포용성, 확장성, 지속 가능성으로 변모하게 될 것이다. 한편 ESG 채권으로 인한 자금조달과 가치평가의 중요성이 확대될 전망이다.

ESG 패러다임의 가장 큰 변화는 금융투자업계에서 발생하고 있다. 이는 전세계 민간 금융투자 시장이 확대되고, 국부펀드와 연기금 적립금 증가로 기업들에 대한 투자로 보유 지분이 확대되고 있기 때문이다. 이들 기관 및 공적 투자자들은 1) 포트폴리오 운용, 2) 유니버설 오너universal owner로서 주주 자본주의를 포괄하는 이해관계자주의를 실현하고 ESG 관련 영향력을 확대해 포용, 확장, 지속 가능한 가치창출을 실현할 수 있다.

4. 부록(Appendix)에서는 ESG 패러다임을 이해하는 데 참고가 될 해외 보고서 및 기사 3편을 요약해 소개한다. 이 부분은 당사 리서치센터 강민석 연구원과 최선재 인턴이 수고해 주었다. 이외 보고서 전반의 리서치 작업에 참여했다.

일본 GPIF가 2020년 10월 발표한 <GPIF 포트폴리오의 기후변화 관련 위험 및 기회 분석>으로 기후변화 관련 위험과 기회가 GPIF가 보유한 모든 자산에 미치는 영향에 대한 보고서다.

Carbon Brief가 2021년 8월 발표한 <기후과학에 대한 IPCC(Intergovernmental Panel on Climate Change)의 여섯 번째 평가 보고서에 대한 심층 Q&A>로 기후변화의 대한 과학적 증거, 기후모델 시뮬레이션에서 얻은 지식 및 물리적, 화학적, 생물학적 기후 과정을 평가한 IPCC 보고서에 대한 해석 기사다.

ASIFMA(Asia Securities Industry & Financial Markets Association)가 2021년 6월 발표한 <투자자들의 ESG 기대 - 아시아의 관점>으로 아시아 지역의 기업들이 ESG 문제를 고려하는 지속 가능한 비즈니스 사례를 채택하고 공개해야 하는 이유에 대한 보고서다.

1. History & Narrative

기업의 목적과 지배구조에 대한 역사적 논쟁

회사 또는 기업은 가치 추구를 목적으로 하는 단체를 말한다.¹ 공개회사 또는 상장기업은 일반 대중에게 소유 지분이 공개된 회사 또는 기업으로 증권 거래소법의 규제를 받는다.² 그렇다면 상장기업의 목적은 무엇일까?

코넬대 린 스타우트Lynn Stout 교수가 쓴 <주주 자본주의의 배신 - 주주 최우선주의는 왜 모두에게 해로운가>에서는 상장기업의 목적에 대한 논쟁을 소개하고 있다.

1932년, 컬럼비아대 로스쿨의 아돌프 벌Adolph Berle과 하버드대 법학 교수인 메릭 도드Merick Dodd가 상장기업의 목적에 대해 논쟁하였다.

상장기업에 대한 유명한 연구 <현대 기업과 사유 재산>의 공동 저자였던 벌은 “기업 또는 기업의 경영진에게 부여된 모든 권한은 ... 상시적으로 평가 가능한 주주의 이익만을 행사될 수 있다”고 주장했다. 즉 상장기업은 가치 추구를 목적으로 행한 경제활동에서 창출된 이윤을 주주이익으로 환원하는 데 있음을 밝힌 것이다.

반면 도드는 상장기업의 목적은 주주를 위해 돈을 버는 것을 넘어서서 임직원에게 안정적인 일자리를 제공하고 소비자들에게 좋은 품질의 상품을 판매하여 사회에 기여하는 것까지를 포함해야 마땅하다고 주장했다. 즉 기업business corporation, 특히 상장기업이란 이윤을 창출하는 기능 뿐만 아니라 사회적 서비스의 기능도 가진 경제 기관 economic institution”이라고 주장했다.

1954년에 벌 교수는 “20년 전에 나는 하버드 법대의 메릭 도드 교수와 논쟁했었는데, 나는 기업의 권력이 주주들을 위하여 주어진 것이라고 주장했던 반면, 도드 교수는 전체 공동체를 위하여 주어진 것이라고 주장했다. (적어도 지금 시점에서는) 그 주장은 도드 교수의 주장이 확실히 맞는 방향이었다고 정리되고 있다”고 밝혔다.

스타우트에 따르면 20세기 전반 상장기업의 목적은 도드 교수의 견해와 같이 “공공의 이익을 생각하는 정부에 의해 하나의 법률적 주체로서 만들어진 것이고, 주주 뿐 아니라 ‘이해관계자’와 공공의 이익도 추구하는 전문 경영인에 의해 운영되는 경영주의자 managerialist 관점이 우세했다.³

그러나 1970년대 시카고 학파의 자유주의 경제학자의 발흥으로 주주 최우선주의 관점이 재부상했다. 노벨경제학상 수상자인 밀턴 프리드만Milton Friedman은 주주들이 기업을

¹ 위키백과, 회사

² 위키백과, 공개회사

³ < 주주 자본주의의 배신 - 주주 최우선주의는 왜 모두에게 해로운가> 린 스타우트, 기업의 목적에 대한 대논쟁: 초창기

‘소유’하기 때문에 ‘기업의 유일한 사회적 책임은 이익을 늘리는 것’이라고 주장했다.

6년 후 하버드대 비즈니스스쿨의 경제학자 마이클 젠슨Michael Jenson과 경영대학원장 윌리엄 메클링William Meckling은 더 큰 영향력을 발휘하게 되는 논문⁴을 발표했는데, 그들은 주주가 기업의 ‘주인principles’이며, 이들이 이사와 경영진을 고용해 주주의 ‘대리인agents’ 역할을 담당한다고 설명했다.

이 견해에 따르면 상장기업의 경영진이 추구해야 할 것은 오직 주주의 이익이다. 특히 1970년대 시카고 학파의 자유주의 경제학자들의 신조와 부합해, 젠슨과 메클링은 주주의 이익은 순전히 금전적 이익이라고 가정했다.⁵ 즉 상장기업의 목표는 기업의 소유자인 주주이익을 위해 금전적 이익인 이윤을 창출하는 것이다.

대체로 미국을 중심으로 주주 자본주의shareholder capitalism가 주류 기업과 경영의 이론 및 원리로 자리잡으면서 지금까지 유지되고 있다. 그래서 기업의 목표는 이윤창출이고, 주주이익으로 환원된다는 인식이 무리 없이 받아들여졌다. 실제로는 이윤창출에 성공하거나 지속하지 못 하고, 주주이익으로 환원되지 않는 수많은 경우가 있음에도 불구하고 말이다.

2019년 8월 미국의 주요 대기업 CEO들의 모임인 ‘비즈니스 라운드 테이블BRT : Business Round Table(애플을 비롯해 아마존, JP모건, GM, 보잉 등 미국의 200대 기업 CEO들의 모임)’에서의 깜짝 발표에 많은 사람들이 놀랐다.

비즈니스 라운드 테이블에서 “기업의 목적에서 ‘주주가치의 극대화’라는 단일 문구를 삭제하고 새로운 5가지 경영목적을 밝힌 것”이다. 제시된 5가지 목적은 다음과 같다.

첫째, 고객에게 가치를 전달한다. 둘째, 종업원에게 투자한다. 셋째, 협력업체를 공정하고 윤리적으로 대우한다. 넷째, 지역사회를 지원한다. 다섯째, 주주를 위해 장기적 가치를 창출한다.⁶

이는 주주 자본주의의 본산인 미국에서의 주류 기업과 경영의 이론 및 원리가 이해관계자 자본주의stakeholder capitalism으로 이행하고 있음을 알리는 사건으로 지목되고 있다. 그러나 이것은 새로운 개념이 아니다. 일찍이 도드 교수의 “공공의 이익을 생각하는 정부에 의해 하나의 법률적 주체로서 만들어진 것이고, 주주 뿐 아니라 ‘이해관계자’와 공공의 이익도 추구하는 견해와 같다. 우리의 ESG 보고서는 이러한 역사적 맥락에서 출발한다.

⁴ <기업이론 : 경영행동, 대리인비용 및 소유구조(Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs and ownership structure)>, 1976. 마이클 젠슨은 효율적 시장가설의 창시자인 유진 파마 Eugene Fama 의 제자

⁵ < 주주 자본주의의 배신 - 주주 최우선주의는 왜 모두에게 해로운가> 린 스타우트, 다시 떠오른 주주 최우선주의

⁶ <국민연금이 함께 하는 ESG의 새로운 길> 김용진 편저, 기업의 목적은 주주가치 극대화?

주주 자본주의와 이해관계자주의

1970년대 이후 미국에서 주주 가치 이데올로기가 득세한 이유는 학계, 언론, 제도 및 기업에 있어 다양하게 작용하였다.

기업법에 시카고 경제학 이론을 접목한 법경제학파의 부상, 경제 및 경영학계에서는 기업의 성과를 주가로 측정하고, 최적 자본 및 지배구조 이론을 연구가 쏟아졌다. 주주 최우선주의 개념은 언론에서 대중에게 설명하기 좋았고, 입법, 컨설턴트, 개혁가들은 주주 가치라는 개념을 통해 이론적으로 명백한 솔루션을 제시하기가 용이했다. 무엇보다 기업의 최고경영자 및 고위 경영자들은 주주 가치 극대화 와 주가상승을 보수에 연동하는 인센티브 구조를 통해 보상을 늘릴 수 있었다.

[도표 1] 미국에서 주주 가치 이데올로기가 득세한 이유

주체	요인
법경제학파	시카고 학파의 경제학 이론을 기업법에 적용 시, '주주 대 사회'나 '주주 대 이해관계자' 논쟁에서 주주 편에서 과학적 정연함을 풀어가는 데 유리
경제학 및 경영학	기업의 성과를 주식 가격이라는 하나의 지표로 간단하게 측정할 수 있어 주가와 다른 변수(이사회 규모, 자본 구조, 합병 활동, 설립 상태 등)와 관계에 대한 통계적 분석하면서 '최적화된 지배 구조에 대한 연구가 쏟아짐'
언론	주주 최우선주의라는 개념은 기업이 무엇이며 또 무엇이어야 하는지 독자들에게 간단하고 이해하기 쉽고 짧게 전달하기 좋았음 기업의 실패와 스캔들의 원인을 설명할 때, 기업의 '대리인'이라는 개념을 이용해 부정적인 일의 책임을 대리인에게 묻는 설명이 효과적
입법권자, 컨설턴트, 예비 개혁가	주주 가치라는 개념을 이용해 상상할 수 있는 사업상의 모든 문제에 대한 명백한 해결책을 제시 좋은 지배구조에 대한 처방은 대체로 1) 이사회에 힘을 줄이고, 2) 주주에게 힘을 더 하고, 3) 경영진과 이사회에 보수를 주가와 연동해 '인센티브를 주라'는 것으로 귀결
최고경영자 및 고위 경영진	주가 성과와 연계된 옵션, 주식, 보너스를 주주들에게 후하게 받으면서 주주 가치라는 사고를 통해 사적으로 큰 이익을 얻을 수 있었음 1991년 미 의회는 주가 연동 급여를 독려하는 세법을 개정. 주주 최우선주의 사고가 주가에 연동된 임금체계를 더 널리 전파하면서 기여하면서, 경영진들이 기업운영에 개인적 인센티브를 더욱 적극 도입

자료: <주주 자본주의의 배신-주주 최우선주의는 왜 모두에게 해로운가> 린 스타우트, 왜 주주 가치 이데올로기가 통하는가

1970년대를 거쳐 1980년대 미국에서는 금융 중심의 주주 자본주의 시대가 열렸다. 투자 은행, 뮤추얼펀드, 연기금, 헤지펀드 등으로 형성된 다양한 금융자본이 기업지배구조에 적극 개입해 주주 가치 이데올로기를 실현하고, M&A가 활발하게 전개되었다.

1990년대에는 소련 붕괴 이후 신흥국에서 경제 및 외환위기가 발생하면서 미국 식의 경제제도와 금융을 매개로 한 구조조정 및 기업지배구조 재편이 전개된 시기였는데, 워싱턴 합의를 통해 각국에 전파되고, 미국 금융자본의 해외 진출 및 구제금융을 통해 시행되었다. 1990년대 지배적인 경제사조였던 신자유주의(neoliberalism)⁸와 함께 주주 자본주의는 전세계적인 기업구성과 경영의 원리로 자리 잡고 작동하였다.

⁷ 각 국가가 처한 경제환경이나 발전경험과 관계 없이 재정 건전화, 공공지출 정비, 세계 개혁, 금융 자유화, 경쟁적 환율, 무역 자유화, 외국인투자 개방, 공기업 민영화, 규제 완화, 지적재산권 보호 등 정책을 충실히 이행하기만 하면 빠른 경제성장을 이룰 수 있다는 정책 보편성 메커니즘. 미국 주도의 국제금융기구인 World Bank, IMF, IADB(미주개발은행)가 모두 워싱턴 D.C.에 위치해 워싱턴 합의 Washington consensus 로 명명

⁸ 신자유주의는 주류경제학적 사고를 근간으로, 개인과 자유를 최고의 가치로 인정하며, 국가는 재산권, 자유시장, 자유무역을 절대적으로 추진하고, 정책개입은 시장실패가 명백히 존재하는 경우에만 최소한으로 허용

그러나, 1990년대 후반과 2000년대 초, 미국의 변호사들이 논문을 발표하면서 당시 주주 가치 중심의 사고에 대한 의문을 제기했다. 바로 미국의 기업법은 상장기업에 ‘주주 가치를 극대화하라’는 의무를 부과하지 않았다는 것이다.⁹

오히려 미국의 기업법에서는 기업의 목적은 ‘합법적으로’ 할 일을 하는 것이고, 대부분 주들의 기업 법규에 주주를 우선시한다는 관점에 반하는 조항, 예를 들면 이사회는 주주 뿐만 아니라 임직원, 고객, 채권자, 사회 공동체와 같은 다른 구성원들의 이익도 고려해야 한다는 내용을 담고 있음을 지적한다.¹⁰ 즉 미국 기업의 실재를 규정하는 법규에서는 주주 자본주의보다는 이해관계자주의를 규정하고 있다는 것이다.

일반적인 기업지배구조 이론에서는 주주 자본주의와 이해관계자주의는 기업의 기본개념과 목적 이외 규율수단, 금융시장 여건, 회계제도의 차이에서 비롯되었다고 설명한다. 주주 자본주의는 이사회와 내부통제와 시장에서 자율 규율, 자본시장 발달 및 시가주의 회계가 채택되는 반면, 이해관계자주의는 회사법과 채권자 등 외부 규율, 은행 중심의 금융여건과 원가중심 회계제도가 채택된다. 그리고 주주 자본주의는 영미식, 이해관계자주의는 유럽식 경제와 금융 제도 여건에서 비롯되었다고 설명된다.

[도표 2] 주주 자본주의와 이해관계자주의 기업지배구조 비교

		주주 자본주의(shareholder capitalism)	이해관계자 주의(stakeholderism)
소유구조		소유·경영 분리	소유·경영 집중
기업의 기본 개념	기업이념	주주 주권주의(주주가 기업의 주인)	기업 공동체주의(기업은 하나의 공동체)
	경영목표	주주이익 극대화	이해관계자이익 극대화
	성과측정	기업의 시장가치(주식가격)	기업의 시장가치(주식가격), 고용관계, 공급자와 구매자간 거래관계 등 생태계 구성
규율수단		이사회의 경영감사: 내부통제장치 시장에 의한 규율: 주식시장 및 경영권시장 발달, 자유로운 주식매매, M&A 허용	조직에 의한 통제: 이사회 등 회사법 거래은행의 경영감사 및 통제 : 내부통제장치
경제 환경 및 특징	금융 여건	자본시장 성숙 및 관련법제 완비	자본시장 미성숙
		시장중심 직접금융 (자본시장 자금조달)	은행중심 간접금융
		은행은 기업경영에 불간여	은행이 기업경영에 영향력 행사
		기관투자자의 높은 지분율	대주주의 높은 지분율
	회계 제도 특징	주주이익 극대화를 위해 시가주의 회계	기업 및 채권자 입장 원가 중심의 보수 회계
		소유와 경영의 분리	소유와 경영의 중첩 또는 분리
		주주이익을 중시하는 법제	이해관계자들의 공동이익 추구
		소액주주 보호장치 존재 엄격한 기업정보 공개 요구	기업경영의 안정을 중시해 M&A 제한
장단점	장점	투자위험의 분산으로 기업투자 촉진 소유와 경영의 분리로 경영효율 제고	장기적인 안목에서 경영 가능 이해관계자의 이해상충 조화
	단점	경영자의 단기주의	다원적인 기업목표로 주주이익이 경시

자료: <선진경제 도약을 위한 기업지배구조 개혁> 김용열, 조창현, 조명현/을유문화사

⁹ <주주 자본주의의 배신 - 주주 최우선주의는 왜 모두에게 해로운가> 린 스타우트, 주주 최우선주의, 절정에 달하다

¹⁰ <주주 자본주의의 배신 - 주주 최우선주의는 왜 모두에게 해로운가> 린 스타우트, 주주 최우선주의, 기업법을 오해하다. 그러나 정작 미국 기업법에 주주가치 극대화가 상장기업 경영진의 책무, 또는 이사회에 의무라는 조항은 없다 미국의 기업관련 법률은 1) 내부 internal(특정 기업의 정관과 세칙 등의 필수사항), 2) 주 state 법안과 법규, 3) 주 state 판례인데, 이 세 법원(法源) 중 어디에도 주주 이익을 최우선시하도록 하는 내용은 없다.

주주 자본주의는 소유와 경영의 분리를 하면서도 적절한 통제로 경영 효율화를 통해 성과를 극대화할 수 있다. 이러한 선순환을 바탕으로 투자를 촉진할 수 있으며, 기업가치 상승의 성과를 투자자와 배분할 수 있다는 장점이 있다. 반면 주주 이외 이해관계자의 배제 및 경영의 단기주의에 치중될 수 있다는 단점이 제시된다.

이해관계자주의는 주주 이외 다양하고 광범위한 이해관계자들의 입장을 조율하며, 이에 따라 장기적인 안목을 갖고 경영할 수 있다. 즉 주주 자본주의에 비해 포용성과 지속 가능성을 내포할 수 있는 메커니즘이다. 그러나 이해관계자 입장이 상충될 경우, 경영의 효율성을 저해하고, 의사결정의 지연으로 기업 장기 경쟁력 훼손을 야기할 수 있다.

이러한 기업지배구조의 장단점 논의 및 실제 성과, 미국 기업법 내 이해관계자주의적 근거에 대한 인식 등에도 불구하고, 1970~1990년대를 거쳐 2000년대 들어서도 경제적으로는 신자유주의, 미국 자본시장 중심의 금융패권 강화 및 글로벌 투자 확대 등의 추세로 주주 자본주의에 근거한 기업지배구조 형태가 강화되어 온 것은 부인할 수 없다.

다만 2000년대 들어 주주 자본주의의 부작용이 발생한 사례가 발생해 왔는데, 2001년 미국의 엔론(Enron) 파산, 2008~2009년 미국 발 글로벌 금융위기가 대표적이다.

2001년 12월, 당시 미국의 혁신기업 및 주주 자본주의의 대명사인 엔론이 파산하였다. 엔론은 미국의 에너지, 물류 및 서비스 회사였는데, '세계 최대의 에너지기업'과 '인터넷을 이용한 신경계기업'으로 거듭나려는 회사였다. 또한 엔론은 주주 가치를 극대화하고, 경영진과 임직원이 주가를 올리는 것에 천착함으로써 '좋은 지배구조'를 제대로 실천하는 것으로 유명했던 회사였다. 그러나 엔론은 규모를 확장하는 과정에서 부실이 쌓였으며, 엔론의 경영진들은 회계부정을 저질렀다. 엔론의 주주가치 극대화와 주가상승을 위해 회사가 부실한 확장을 하고, 회계부정을 저지르고 은폐하는 행위가 전개된 것은 주주 자본주의와 효율적 시장가설이 작동하는가에 대한 의문을 품게 하였다.

2008~2009년 미국에서 발생한 금융위기는 서브프라임 모기지 부실에서 출발하였지만, 그러나 리만 브라더스, AIG 등 대형 금융기관들이 파산하는 충격으로 확대되었다. 금융을 통해 실물경제에 파급을 확대시킬 수 있는 금융회사들마저 단기적인 수익과 이윤 창출, 주주가치 극대화 및 최고경영진의 보수 및 인센티브 체계가 부실한 금융투자로 이어진 구조로 나타나게 되면서 역시 주주 자본주의와 효율적 시장가설에 대한 시정이 필요하다는 인식이 확대되었다.

글로벌 금융위기와 실물경제 침체 이후 경제성장이 약화되면서 고용시장 위축, 부의 양극화 등 거시경제적 취약성이 지속적으로 확대되고 있다. 반면 지속적인 경기둔화로 인한 저금리와 주주 자본주의를 지향하는 기업들의 경영효율화 및 주주가치 환원 등의 조치로 기업가치 평가가 높아지고, 이를 반영하는 주식 및 자본시장은 역사적 호황기를 맞고 있는 가운데, 기업의 목표와 운영에 대한 근본적인 질문이 다시 부상하고 있다.

ESG 패러다임의 전환적 의미

최근 ESG 경제, 경영, 투자는 유행처럼 퍼지고 있는 것이 사실이다. 필자 역시 ESG에 대해 근본적으로 접근하지 못 하고 있는 것은 아닌지에 대한 고민이 들기도 한다. 그러나 10년 이상 실물경제와 금융시장을 직간접적으로 경험하고 추적해 온 Economist의 직관에서 최근 3년 가량 ESG 모멘텀은 내재적이고 유력한 에너지를 체감하고 있다.

얼마 전 사내에서 ESG란 무엇인가? 에 대해 토론하고 문구를 정리해 볼 기회가 있었다. ‘환경(Environment), 사회(Social), 지배구조(Governance)의 약칭으로 기업경영과 투자 의 원칙이자 책무이자, 비재무적이지만 가치창출의 원칙이 되는 성과’로 문서화했다.

미국을 중심으로 한 기업지배구조에 대한 논의의 역사를 살펴본 결과, 주주 자본주의에 대한 쓸림의 경향을 바로 잡고, 기업법의 실제적 목표인 주주를 포함해 직원, 고객, 사회 공동체, 투자자 등 이해관계자 공통 이익을 달성하려는 경영과 투자의 원리와 운영이 내재화되고 시장에서 평가가 이루어지는 것이 바로 ESG 패러다임이 아닐까 정리해 본다.

물론 주주 자본주의에서도 이해관계자는 중요한 고려 대상이다. 자본을 제공한 주주들은 이사회를 구성한다. 이사회는 경영진과 감사를 선임한다. 경영진은 채권자와 계약, 임직원을 고용, 협력사와 협의를 통해 제품과 서비스를 생산해 고객에 판매한다. 지역사회와 환경, 국가와 전세계도 중요한 고려대상이다. 다만 주주 자본주의는 위임을 바탕으로 한 수직적 지배구조다. 그리고 이해관계자와 주주가치 상충 시, 주주가치 극대화가 우선된다.

ESG 패러다임 이후의 이해관계자주의는 참여와 합의가 바탕이 된 순환적 구조의 기업지배구조이자 경영원리이다. 자본을 제공한 주주가 이사회, 경영진, 감사를 선임하지만, 이들은 채권자, 임직원, 협력사, 고객, 지역사회와 환경, 국가와 전세계 등 다양한 이해관계자들을 보다 유연한 구조로 고려한다. 그리고 주주가치 뿐만 아니라 다른 가치보다는 포용적, 확장적, 지속가능한 전체 기업가치 창출을 최우선 목표로 삼게 되는 것이다.

[도표 3] 전통적 방식(수직적 구조)의 기업 지배구조



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 새로운 방식(순환적 구조)의 기업 지배구조



자료: 교보증권 리서치센터

2019년 미국 BRT에서 기업의 목적에서 '주주가치의 극대화'라는 단일 문구를 삭제하고 '고객가치 전달, 종업원에게 투자, 협력업체를 공정하고 윤리적으로 대우, 지역사회를 지원, 주주를 위해 장기적 가치를 창출'한다는 5가지 목표를 선언했다. 이것은 기업의 목적을 주주 자본주의에서 이해관계자로 단순히 수정하겠다는 차원에 머무르는 것이 아니다.

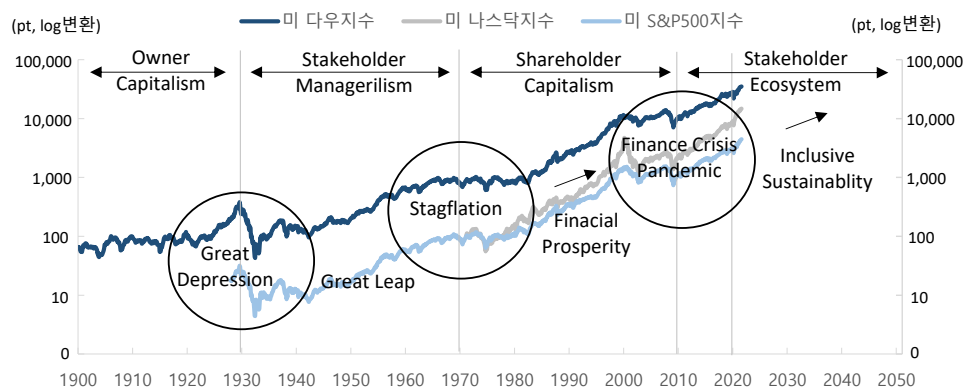
기업의 목표와 구성에 있어 수직적, 기계적 주주 자본주의 또는 이해관계자주의를 넘어서 순환적, 유기적 이해관계자주의를 현실화, 내재화시키겠다는 의미다. 그리고 ESG 패러다임은 이러한 기업의 새로운 인식과 행동을 주주와 채권자 등 투자자 및 직간접적인 이해관계자들에게 알리고 구체적인 실행과 성과를 내겠다는 선언으로서 의미가 있다. 이것이 미국 상장기업에 대한 논쟁과 적용의 역사가 흘러온 과정이다.

20세기 이후 미국의 시장경제와 자본주의 크게 두 번의 전환기를 거쳤다. 첫째, 1930년대 대공황, 둘째, 1970년대 스태그플레이션이 등이 바로 그것이다.

거시경제적으로 대공황은 수정 자본주의, 스태그플레이션은 자유주의 경제가 강화되었다. 미국 상장기업 지배구조는 대공황과 수정 자본주의를 기점으로 오너 자본주의 Owner Capitalism에서, 이해관계자와 공동체가 고려된 경영자 자본주의 Managerialism로 전환되었다. 스태그플레이션과 자유주의 경제체제 강화를 기점으로 주주와 투자자의 이해관계가 조율된 주주 자본주의 Shareholder Capitalism로 전환되었다. 이 가운데, 미국 경제는 대약진 Great leap, 재무적 번영 Financial Prosperity를 구가해 왔다.

2008~2009년 글로벌 금융위기와 2020~2021년 코로나19 팬데믹이라는 금융 및 실물의 위기를 동시에 경험하면서 세 번째 전환의 압력을 받고 있다. 미국 상장기업의 지배구조는 주주와 투자자 이외 임직원, 고객, 협력사, 지역사회 등 전통적 이해관계자와 환경 Environment, 사회 Social, 지배구조 Governance 등 무형적 가치를 포용해 지속 가능한 생태계를 구축하는 이해관계자 생태계 Stakeholder Ecosystem로 전환하는 과정이다. 그리고 이것은 과거와 현재, 그리고 미래를 관통하기 위해 진화하는 기업의 모습이다.

[도표 5] 포용적이고 지속 가능한 이해관계자 자본주의 및 경제 생태계 구축



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

2. Anatomy & Framework

ESG 개론

1. ESG 경영은 무엇이고 왜 중요해졌나?

ESG는 Environment · Social · Governance (환경 · 사회 · 지배구조)의 약자로 기업의 경영과 투자활동의 원칙이자 책무이며, 수익과 이윤 등 재무적 성과와 동시에 가치창출의 원천이 되는 환경 · 사회 · 지배구조 등의 비재무적인 성과를 추구하는 것을 의미한다. 기업의 ESG는 주주, 채권자, 임직원, 협력사, 고객, 지역사회, 환경 등 광범위한 이해관계자의 공통의 지지 기반을 확보하는 기업 전반의 의사결정 구조로 구체화된다.

환경(Environment)은 기업의 지속 가능한 성장에 환경이 중요한 영향을 미치는 변수로 부각된다. 특히 환경의 질을 개선하려는 활동에 대한 관심이 증대됨에 따라 기업활동이 환경에 미치는 영향이 생존가능성과 경쟁력에 중요한 요소가 되고 있다. 기업들은 환경 경영을 통해 수익성과 지속가능성을 동시에 고려하고 주주를 포함한 다양한 이해관계자들의 신뢰를 얻기 위한 체계적인 경영체제 구축과 환경경영 의식이 요구된다.

사회(Social)는 지속가능 경영에 대한 인식 고조와 기업의 글로벌화 및 다양한 이해관계자의 등장으로 기업의 사회적 책임에 대한 관심이 증대되고 있다. 특히 자본시장에서 기업의 사회적 책임 이행은 투자자들의 의사결정에 매우 중요한 요소로 등장했다. 이제 기업은 사회적 책임을 기업의 이미지 제고나 홍보 측면만이 아닌 기업가치 제고를 위한 필수불가결한 요소로 인식되며 자금조달 및 투자 결정에 영향력이 확대되고 있다.

지배구조(Governance)란 기업은 고용창출을 통해 소득과 소비의 근원을 형성, 투자로 경제성장 동인 제공, 주주에게 이익배당, 채권자에게는 이자를 지불해 자본소득 형성한다. 또한 소비자나 노동자, 생산자와 자본가를 연결하는 핵심 매개. 기업지배구조는 기업의 경영과 통제에 관한 시스템으로 기업경영에서 주주와 경영진 및 기타 이해집단간 관계를 조정, 규율하는 제도로 시장경제와 자본주의에 민주주의를 적용하는 메커니즘이다.

[도표 6] ESG 핵심 주제와 이슈

	핵심 주제		핵심 이슈
환경	기후변화	탄소 발자국	기후 변화로 인한 취약점
	천연자원	에너지 효율, 원자재 소싱	물자원 효율성, 토지의 사용
	오염낭비	유독 배출물, 물낭비 관리, 위험한 자원 관리	대기오염, 전력낭비 관리
	기회,정책	재생 에너지, 청정 기술	친환경 빌딩, 친환경, 친생물학적 목표 투자
사회	인적자본	건강하고 안전한 일터, 능력개발 기회	노동자 참여, 다양성, 포용성, 근로조건 개선(임금, 업무여건)
	생산책임	생산품 안전 및 퀄리티, 판매관행 및 라벨링	고객 개인정보 보호 및 데이터 보안, 생산과정에 접근
	관계	커뮤니티, 정부	시민 사회
지배구조	지배구조	기업구조 및 책임성에 대한 이사회 참여, 회계 및 공시	보상 및 경영 효율성 실행 및 참여, 주주권 참여
	기업행동	부채관리, 체계적 위험 및 수익의 질 관리	경쟁적 행동, 경영환경(법, 규제)에 참여

자료: 교보증권 리서치센터

2. ESG 투자는 무엇이고, 왜 중요해졌나?

ESG 투자는 기업과 투자활동에 있어 윤리적 책임을 강조하던 사회책임투자(SRI, Social Responsible Investment)에서 수탁자로서의 책임을 강조하는 사회책임투자가 변모된 것이다. UN PRI에서는 ESG 이슈를 투자 의사 결정에 반영하여 장기적이고 지속 가능한 수익을 창출하는 것으로 정의한다. 즉 비재무적인 ESG 성과를 재무적 성과와 통합해 투자 의사 결정에 반영하는 것으로 수익과 이윤 등 재무적 성과와 환경·사회·지배구조 등 비재무적 성과에 대한 통합(Integration)이 핵심이다.

[도표 7] 사회적 책임투자와 ESG 투자정책의 차이

	SRI	ESG
투자정책	사회적 가치와 투자수익 균형	가치평가를 통한 투자수익 추구
	윤리적 및 사회적 관심사 반영	전통적 투자분석 및 위험-기회 요인 반영
	개인 투자자 가치 영역	기업의 가치 영역

자료: 교보증권 리서치센터

그래서 연기금 주도의 사회책임투자가 주류흐름으로 편입된 이후 기관투자의 수탁자¹¹ 책임이 강화되고 있는데, 기관투자자의 수탁자 책임에 있어 수익자 최선의 이익이 과거 재무적 이익에서 최근 비재무적 이익(사회적 후생)과 윤리적 이익까지 포함되는 것으로 이해된다.

수탁자 책임이 있는 기관투자자들은 투자대상 기업의 ESG 요소를 고려하면 기업의 장기적 가치창출에 관한 높은 수준의 대화 및 기업의 ESG 경영 촉진으로 지속 가능성 구축에 기여할 수 있다. 구체적으로는 1) 재무적 성격이 비슷한 투자 가운데 하나를 선택하는 경우 투자의 ESG 성격을 확인, 2) ESG 고려가 재무적으로 유의미한 경우 강제, 3) 수익자들이 만장일치로 지지하는 경우 ESG 반영 의무 하는 방법이 있다. 아직 수탁자 책임에 ESG 고려를 포함한다는 명시적 법률 개정은 미미하지만, 기관투자자의 ESG 투자결정에 통합은 증가하는 추세를 나타낸다.¹² 즉 ESG 투자에 대한 수탁자 요구가 높아졌다.

[도표 8] 기관투자자의 기업관여의 영역과 주제

영역/주제	주요 이슈
지배구조	기업지배구조 감사와 통제, 이사회 구성, 임원보수, 주주권, 투명성 및 성과
환경	기후변화 바이오연료, 기후변화 전략, 온실가스 배출관리와 보고
	생태계 서비스 토지에 대한 접근, 생물종 다양성 관리, 물 문제
	환경경영 환경기준, 오염방지, 공급망 환경기준, 폐기물 재활용 등
사회	공중보건 약 공급, HIV/AIDS, 영양, 제품안전
	인권 지역사회 주민관계, 프라이버시, 언론자유, 안전
	노동기준 성 다양성, 보건안전, ILO 핵심조약, 공급망 노동 기준
	기업윤리 뇌물, 부패, 정치적 영향력, 책임 마케팅, 내부고발제도
	지속가능경영 정보공개와 보고, 지속가능 경영체계, 이해관계자 관여, UNGD 원칙 준수

자료: 주요국 기관투자자 스튜어드십 코드 원칙 도입현황 및 시사점/국회예산처 연구용역보고서/한국사회책임투자포럼(2018년)

¹¹ 모든 정보를 감안하여 신중하게 자산운용을 해야 할 주의의무와 수익자의 이익을 최우선으로 하는 충실의무로 수익자와 기관투자자 사이에 존재

¹² <주요국 기관투자자 스튜어드십 코드 원칙 도입현황 및 시사점> 국회예산처 연구용역보고서/한국사회책임투자포럼, 2018년

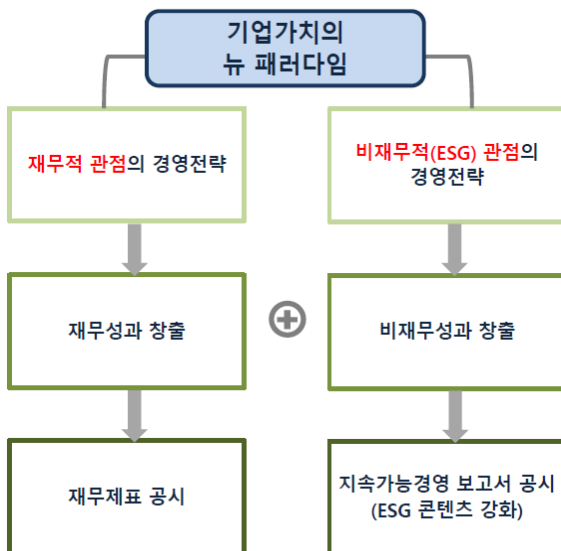
3. ESG 패러다임은 무엇이고, 왜 중요해졌나?

ESG 경영과 투자는 기업이 핵심가치를 바탕으로 성장하고 성과를 배분하던 시대에서, 포용하고 지속하는 시대로 전환하는 가운데 요구되는 책임과 원칙이다. 기업은 이해관계자의 입장을 살피고 확장함으로써 가치창출의 폭과 기간을 넓히고, 투자자 역시 다양하고 광범위한 계층의 이해와 신뢰를 충족시킬 수탁자 책임을 이행할 수 있다.

즉 기업의 지배구조와 운영에 핵심적인 관여를 하게 되는 주주, 경영자, 투자자들이 경영과 투자의 원리와 합의에 ESG 요인을 개입함으로써 보다 광범위한 이해관계자의 관여 폭을 넓히는 것이다. 특히 투자자에게 재무적 성과가 아닌 비재무적 요인이 요구되고, 자금조달에 영향을 미칠 수 있도록 증권의 발행 및 유통시장에서 가치평가 요인으로 반영되는 움직임으로 평가된다.

따라서 기업들은 ESG 관점의 경영전략과 지배구조를 수립하고, 투자자들은 이러한 요인들을 반영해 기대수익과 리스크를 산출할 수 있도록 공시, 책임, 등급 등의 정보와 분석이 채권이나 주식 등 증권의 발행시장과 유통시장에서 가치평가를 반영해 자본이 조달되고 거래되도록 하는 것이다. 즉 ESG는 재무적 성과가 비재무적 요인을 융합하는 기업 가치의 새로운 패러다임으로 설명된다.

[도표 9] 재무적 성과와 비재무적 성과를 통합한 기업가치의 전환



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 10] 다양한 이해관계자들의 요구

- ESG 규제 강화
 - 기업지배구조보고서 의무화 및 지속가능경영보고서 공시 활성화
- 투자자의 ESG 요구 증대
 - 연기금 등 금융기관의 사회책임 투자 확대
- 기업평가에 ESG 반영
 - 신용등급에 ESG 반영 및 ESG채권 발행
- 고객의 ESG 요구증대
 - 소비자들의 착한 소비 확대 등 니즈 변화

자료: 교보증권 리서치센터

ESG 국제 프레임워크

공개 기업들의 ESG 정보공개 요구가 확대되는 추세다. 2020년 4월 IOSCO(International Organization of Securities Commissions : 국제증권관리위원회)는 지속 가능한 금융 네트워크 TF(SFN)'는 세계 금융시장의 ESG 관련 설문내용을 포함한 개선사항에 대한 리포트를 발표하였다.

IOSCO는 1) 투명성 제고, 2) 투자자 보호 목적을 갖고, 각국 규제기관들의 ESG 관련 모니터링 업무 및 기준 국제공조 업데이트를 전개할 예정이다.

[도표 11] ESG 관련 설문내용을 포함한 개선 사항에 대한 리포트 주요 내용

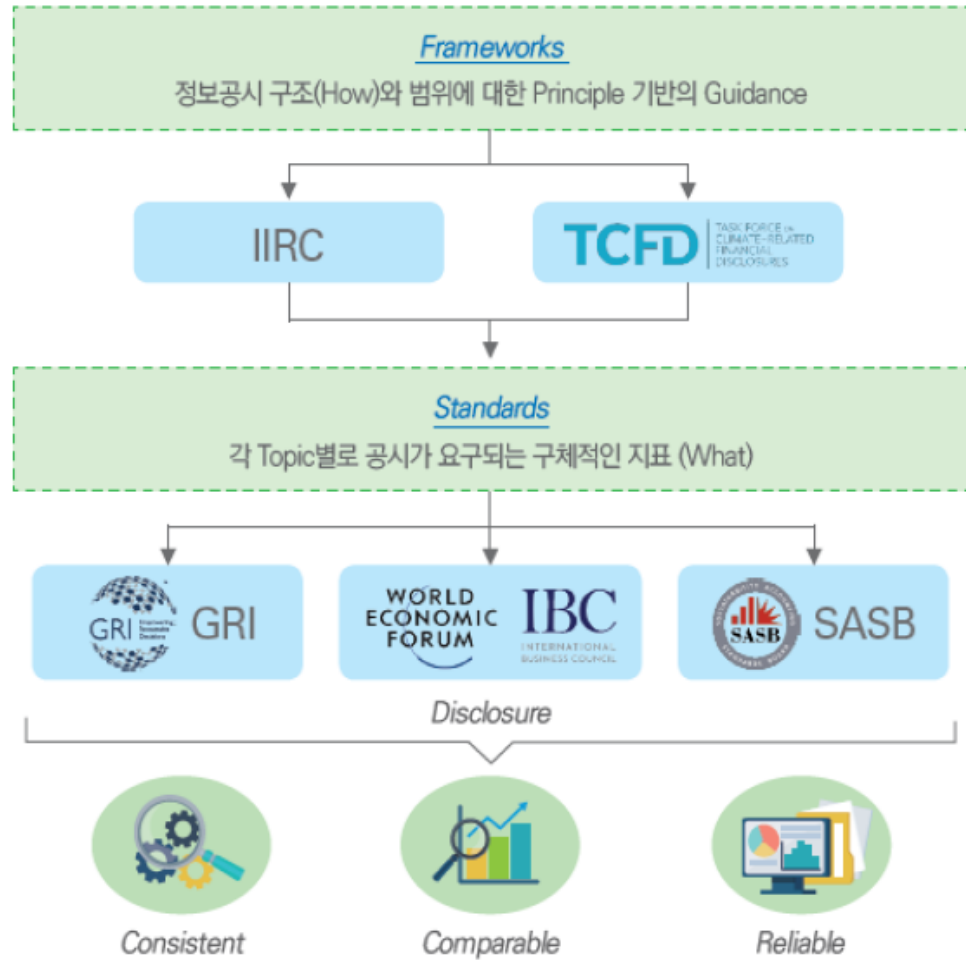
구분	내용
ESG 규제관련 국제금융 주요 목표	국제적으로 통용가능한 기후환경 공시체제 확립, ESG 관련 공시의 투명성과 투자자보호 개선 국가간 규제기관 등의 협력을 통해 중복되는 업무를 줄이고 서로간의 업무협력 강화를 통한 규제 및 관리감독 개선
국가별 금융규제 역할 현황 설문	공시의 투명성 확립을 위한 역할 : 83% 그린워싱 방지를 위한 역할 : 45% ESG 관련 리스크를 금융리스크로 분류하여 공시를 의무화 : 41% 금융기관들의 '기업 사회적 책임(CSR)'을 촉진 : 28% 규제기관 직원들을 위한 ESG 관련 교육 진행 : 48%
현재 ESG 공시 기준 현황	IIRC(International Integrated Reporting Committee) : 국제통합보고위원회는 2010년 영국에서 기업의 재무적·비재무적인 요소를 통합적으로 보고할 수 있는 체제를 만들고자 설립 GRI(Global Reporting Initiative) : 국제보고서 가이드라인은 '97년 설립된 기업의 지속가능 보고서에 대한 가이드라인을 제시하는 국제기구로 미국의 환경단체인 CERES와 국제연합환경계획(UNEP)가 공동 설립 SASB(Sustainability Accounting Standards Board) : 지속가능성 회계기준위원회는 2011년 설립된 미국 지속가능 회계기준 위원회의 산업별 지속가능성 이슈 보고 기준 TCFD(TF on Climate related Financial Disclosures) : 기후관련 재무정보 공개는 2015년 G20 재무장관과 중앙은행 총재들의 위임을 받은 금융안정위원회가 투자자들에게 기후관련 위험 정보 공개 기준을 제공해 올바른 의사결정의 기준을 개발하기 위해 만든 TF EU Non-financial Reporting Directive : 유럽연합(EU)의 CSR 전략과 비재무 정보 공시 의무화 지침 (2018년부터 적용)
민간 참여 프레임워크	UN PRI(Principle Responsible Investment) : UN 산하 책임투자원칙기구로 금융기관이 투자 결정시 대상 기업의 ESG를 고려하도록 하는 국제협약으로 현재 2,300개 이상 기관이 참여중. 2006년 시행 CDP(Carbon Disclosure Project) : 탄소정보공개프로젝트는 영국 정부의 지원을 받아 2000년 설립되어 상장회사들의 이산화탄소 및 온실가스 배출에 대한 정확한 정보와 이슈를 분석

자료: The Sustainable Finance Network of IOSCO(SFN)

ESG 정보공개 Top-down 흐름은 프레임워크framework-스탠다드standard-공시 disclosure 과정으로 전개된다. 프레임워크는 IIRC나 TCFD는 국제적으로 공인된 협약에서 정보공시 구조와 범위에 대한 원칙 기반의 가이드를 제공, 스탠다드는 GRI, IBC, SASB 등 공인, 혹은 자율적 협약에서 각 주제별로 공시가 요구되는 지표에 따라 각 기업이 지속가능경영보고서를 시작으로 공시하게 된다.

EU와 영국은 ESG 의무공시 제도를 도입 중이다. 2019년 7월 미국 의회는 ESG 의무공시 관련 법안을 부결하였다. 그러나 바이든 행정부에서 ESG 정보공개 중요성에 대해 재 논의하였다. 한편 민간 금융기업들은 이미 자율적 프레임워크에 참여하고 있다. 중국은 2020년 홍콩 상장기업부터 시작해 2025년에는 금융사에 TCFD 기준을 따라 ESG 공시 의무화 계획을 발표하였다.

[도표 12] ESG 공시 프레임워크



자료: 삼정 KPMG 경제연구원

[도표 13] 국내외 ESG 공시 규제 추이

	2006년	2014년	2018년	2019년	2020년	2021년	2025년	2030년
유럽	일부 상장기업 대상 사업보고서(영국)	유럽 내 500년 이상 기업과 그 모기업			상장기업에게 단계적 의무화 도입	2025년까지 모든 상장사에 단계적 의무화		
미국				상장기업 의무공시 법안 부결	ESG 펀드 포트폴리오가 ESG 목적에 부합하는지 명시 의무			
한국			대형 상장사 지배구조 핵심정보공개		지속가능경영보고서 공시활성화 단계적 의무화 추진	거래소 자율공시	일정 규모 이상 기업 의무화	KOSPI 상장사 의무화 전
중국					홍콩 상장사 ESG 공시 의무화 발표	2025년까지 금융사는 TCFD 기준에 맞춰 ESG 공시 의무화		

자료: 교보증권 리서치센터

ESG 한국 프레임워크

한국 역시 기업 중심으로 ESG 정보공개 프레임워크를 구축하고 있다. 2021년 1월 금융위원회는 기업의 공시부담 감소 및 투자자 보호 강화를 위해 기업공시제도 종합 개선방안과 ESG 책임투자 활성화를 위한 제도적 기반 마련하였다.

이에 한국거래소는 2021년 1월 ESG 정보공개 가이드언스를 제정해 발표했다. ESG 정보공개 개원칙으로 1) 정확성(Accuracy : 이해관계자가 기업의 성과를 평가할 수 있는 정확한 정보), 2) 명확성(Clarity : 이해관계자가 쉽게 이해할 수 있는 방법으로 정보제공), 3) 비교가능성(Comparability : 기업의 목표와 성과를 비교할 수 있고, 이를 다른 기업의 성과와도 비교할 수 있을 것), 4) 균형(Balance : 기업의 유리한 정보뿐만 아니라 불리한 정보도 보고서에 포함해 정보의 완전성 보장), 5) 검증가능성(Verifiability : 정보는 검증이 가능하도록 정의, 수집 및 기록), 6) 적시성(Timeliness : 정보를 적시에 제공)을 요구한다.

한국은 2018년 대형 상장사의 핵심적인 지배구조 정보 공개를 시작으로 2020년 지속가능경영보고서 발표, 2021년 거래소 자율공시, 2025년 일정 규모 이상 기준을 거쳐 2030년에는 KOSPI 전상장사에 ESG 의무공시를 도입할 계획이다.

[도표 14] 한국의 책임투자 활성화를 위한 제도적 기반 마련 추진 방안

구분	추진 사항
ESG 정보공개 확대	환경(E) 사회(S) 정보를 포함한 지속가능경영보고서*의 거래소 자율공시를 활성화, 단계적으로 의무화 추진
	1 단계(~25) : ESG 가이드언스 제시 자율공시 활성화
	2 단계(25~30) : 일정규모 이상 기업 의무공시 3 단계(30년~) : 전 KOSPI 상장사 의무공시
스튜어드십 코드 성과 평가 및 개정 검토	2016년 12월 제정된 스튜어드십 코드의 시행성과를 평가하고, ESG 관련 수탁자책임 강화 등 개정 검토
	2020년 영국과 일본은 스튜어드십 코드를 개정해 기관투자자의 ESG 수탁자책임 강화
의결권자문사 관리·감독 강화	의결권자문사의 전문성·공정성을 확보하기 위해 관리·감독을 단계적으로 강화 2021년 중 금융투자업자가 의결권자문사를 이용하는 경우에 대한 가이드라인 제정 경과를 보아가면서 자본시장법에 관리·감독 근거를 마련하는 방안 검토

자료: <기업 부담은 줄이고, 투자자 보호를 강화하기 위한 기업공시제도 개선방안을 추진하겠습니다> 금융위원회, 2021/1/14

환경과 사회 부분의 정보공개 항목으로 1) ESG 대응, 평가, 이해관계자 조직, 2) 환경 분야의 온실가스배출, 에너지사용, 물사용, 폐기물배출, 법규위반·사고, 3) 사회 분야의 임직원현황, 안전·보건, 정보보안, 공정경쟁 항목의 핵심 및 공통 지표를 제시하였다.

또한 기업지배구조 보고서에서 1) 주주의 권리 및 공평한 대우, 2) 이사회 기능, 구성, 사외이사의 책임과 활동의 평가, 이사회 운영과 이사회 내 위원회, 3) 내부감사기구와 외부감사인 등 10개의 핵심원칙을 설정하고 구체적 공시사항을 제시하였다.

한국은 유럽을 중심으로 제시되고 있는 ESG 정보 공개의 Top-down, 즉 프레임워크 framework-스탠다드standard-공시disclosure 과정의 제도와 스케줄에 맞춰가고 있다.

[도표 15] 한국 ESG 가이드선의 주요 내용

구분	항목	지표	비고
조직	ESG 대응(1)	경영진의 역할	ESG 이슈의 파악/관리와 관련한 경영진의 역할
	ESG 평가(1)	ESG 위험 및 기회	ESG 위험 및 기회에 대한 평가
	이해관계자(1)	이해관계자 참여	이해관계자의 ESG 프로세스 참여 방식
환경	온실가스 배출(3)	직접배출량(Scope 1)	회사가 소유하고 관리하는 물리적 장치나 공장에서 대기중으로 방출하는 온실가스 배출량
		간접배출량(Scope 2)	회사 소비용으로 매입 또는 획득한 전기, 냉난방 및 증기배출에 기인한 온실가스 배출량
		배출 집약도	활동, 생산 기타 조직별 미터법의 단위당 배출된 온실가스 배출량
	에너지 사용(3)	직접에너지 사용량	조직이 소유하거나 관리하는 주체의 에너지 소비량
		간접에너지 사용량	판매제품의 사용 및 폐기처리 등 조직 밖에서 소비된 에너지 소비량
		에너지 사용 집약도	활동, 생산 기타 조직별 미터법의 단위당 필요한 에너지 소비량
	물 사용(1)	물 사용 총량	조직의 물 사용 총량
폐기물 배출(1)	폐기물 배출 총량	매립, 재활용 등 처리 방법별로 폐기물의 총 중량	
법규위반 사고(1)	환경 법규 위반·사고	환경 법규 위반·환경 관련 사고 건수 및 조치 내용	
사회	임직원 현황(4)	평등 및 다양성	성별·고용형태별 임직원 현황, 차별 관련 제재 건수 및 조치 내용
		신규고용 및 이직	신규 고용 근로자 및 이직 근로자 현황
		청년인턴 채용	청년인턴 채용 현황 및 정규직 전환 비율
		육아휴직	육아휴직 사용 임직원 현황
	안전·보건(3)	산업재해	업무상 사망, 부상 및 질병 건수 및 조치 내용
		제품안전	제품 리콜(수거, 파기, 회수, 시정조치 등) 건수 및 조치 내용
		표시·광고	표시·광고 규제 위반 건수 및 조치 내용
	정보보안(1)	개인정보 보호	개인정보 보호 위반 건수 및 조치 내용
공정경쟁(1)	공중경쟁·시장지배적지위 남용	내부거래·하도급거래·가맹사업·대리점거래 관련 법규 위반 건수 및 조치 내용	

자료: KRX, 교보증권 리서치센터

[도표 16] 한국의 기업지배구조 핵심원칙

구분	핵심원칙	
주주	주주의 권리	① 주주는 권리행사에 필요한 충분한 정보를 시의적절하게 제공받고, 적절한 절차에 의해 자신의 권리를 행사할 수 있어야 한다.
	주주의 공평한 대우	② 주주는 보유주식의 종류 및 수에 따라 공평한 의결권을 부여받아야 하고, 주주에게 기업정보를 공평하게 제공하는 시스템을 갖추는 노력을 해야 한다.
이사회	이사회 기능	③ 이사회는 기업과 주주이익을 위하여 기업의 경영목표와 전략을 결정하고, 경영진을 효과적으로 감독하여야 한다.
	이사회 구성	④ 이사회는 효율적으로 의사를 결정하고 경영진을 감독할 수 있도록 구성하여야 하며, 이사는 다양한 주주의견을 폭넓게 반영할 수 있는 투명한 절차를 통하여 선임되어야 한다.
	사외이사의 책임	⑤ 사외이사는 독립적으로 중요한 기업경영정책의 결정에 참여하고 이사회의 구성원으로서 경영진을 감독, 지원할 수 있어야 한다.
	사외이사 활동의 평가	⑥ 사외이사의 적극적인 직무수행을 유도하기 위하여 이들의 활동내용은 공정하게 평가되어야 하고, 그 결과에 따라 보수지급 및 재선임 여부가 결정되어야 한다.
	이사회 운영	⑦ 이사회는 기업과 주주의 이익을 위한 최선의 경영의사를 결정할 수 있도록 효율적이고 합리적으로 운영되어야 한다.
	이사회 내 위원회	⑧ 이사회는 효율적인 운영을 위하여 그 내부에 특정 기능과 역할을 수행하는 위원회를 설치하여야 한다.
감사기구	내부감사기구	⑨ 감사위원회, 감사 등 내부감사기구는 경영진 및 지배주주로부터 독립적인 입장에서 성실하게 감사업무를 수행하여야 하며, 내부감사기구의 주요 활동내역은 공시되어야 한다.
	외부감사인	⑩ 기업의 회계정보가 주주 등 그 이용자들로부터 신뢰를 받을 수 있도록 외부감사인은 감시대상기업과 그 경영진 및 지배주주 등으로부터 독립적인 입장에서 공정하게 감사업무를 수행하여야 한다.

자료: KRX, 교보증권 리서치센터

3. Valuation & Investment

기업금융 관점에서 주류 기업가치 평가

기업은 가치를 창출하는 경제활동을 하고, 투자는 이러한 경제활동에 필요한 자금을 제공하는 것이다.

기업의 재무상태표(statement of financial position)는 특정 시점의 기업이 보유하고 있는 경제적 자원(자산), 그 경제적 자원에 대한 의무(부채) 및 소유주지분(자본)의 잔액을 보고한다. 대차대조표의 차변에는 자산을, 대변에는 부채와 자본을 기입한다. 여기서 자산은 자금의 운용 방식을 말하는 것이고, 이 자산을 조달 방식에 따라 나눈 것이 부채와 자본이다.¹³ 재무상태표는 기업의 자산과 운용, 그리고 소유를 설명하며 다음과 같은 수식으로 표현된다.

$$\text{총자산} = \text{자산} + \text{현금} = \text{자본} + \text{부채} = \text{자본} + \text{부채} - \text{현금}$$

기업가치는 기업의 목표인 가치창출의 합계를 의미한다. 여기서 가치창출은 경제적, 사회적 가치를 포함하지만, 주류 재무 및 투자 이론을 거쳐 금전적 이익에 초점이 맞춰진 기업가치(enterprise value)라는 개념이 있다.

기업가치는 주식에 대한 시장의 평가를 반영한 시가총액과 총부채(gross debt)에서 기업이 대차대조표 상 보유한 현금을 차감한 순부채(net debt)를 더한 것으로 다음과 같은 수식으로 표현된다.

$$\text{기업가치} = \text{주식시장의 시가총액} + \text{순부채}$$

한편 기업가치는 기업의 미래현금흐름 합계를 현재가치로 환산하는 방법으로 평가된다. 따라서 따라서 원론적으로 기업가치는 자본과 부채의 구성과는 관련이 없다.

기업금융의 관한 정리로 기업의 가치를 산출하는데 필요한 할인율을 최소화하는 최적 자본구조 존재에 관한 연구인 모딜리아니-밀러 정리(Modigliani-Miller theorem)의 초기 이론(1958년)에서 기업의 가치는 부채의 사용유무와는 관련이 없었음을 보였고, 수정이론(1963년)에서는 특정한 여건에서 최적자본구조가 존재함을 보였는데, 법인세가 존재할 시 부채사용시 이자비용 절세효과로 부채를 사용 시 기업가치가 더 크다는 결론으로 귀결되었다.¹⁴ 이러한 기업가치 평가와 최적 자본구조 이론은 대체로 자본 최소화, 부채 확대를 통해 레버리지 이익을 창출해 기업가치를 높이고, 주주가치 극대화를 추구하는 이론과 적용으로 발전되어 왔다.

¹³ 재무상태표, 위키 백과

¹⁴ 모딜리아니-밀러 정리, 위키 백과

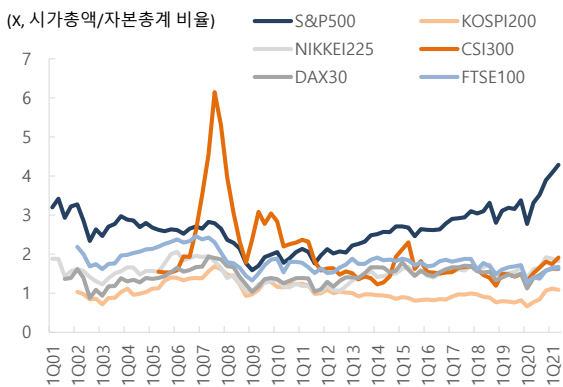
현재 미국 중심의 주식시장 가치평가가 높아지는 현상은 전통적인 주주가치 극대화 및 기업가치 상승을 내포하고 있다. 2021년 8월 미국 S&P500 주가지수의 시가총액이 38조 달러, PBR은 4.3X, ROE는 16.4%로 상승했다. 주식시장 중심의 기업가치 평가는 유럽과 일본, 중국 등 Peer 국가의 현황을 압도하고 있다.

미국 주식시장의 가치평가 상승의 원인은 크게 세 가지로 제시된다. 1) FANG¹⁵ 등 테크 기업들의 디지털 전환 가치 반영, 2) 실물경제 하락과 과잉 유동성에 따른 금리하락, 3) 자사주 매입소각 등 적극적인 주주가치 환원 등이다. 미국의 대표 우량기업들의 경우 성장성, 효율성, 현금흐름 창출 등 재무적 성과를 지속 가능하게 창출하는 가운데, 미래현금흐름 합계의 현재가치 할인을 하락, 채권을 발행해 자사주를 매입하고 소각할 정도의 주주가치 극대화 정책이 기업가치 평가에 적극적으로 반영되고 있기 때문이다.

유럽과 일본, 한국 주식시장의 경우, 미국에 비해 글로벌 빅 테크 기업들의 부상 및 자기자본이익률 수준이 10% 미만에 머무르고 있다. 또한 유럽과 일본 기업들의 경우 경기침체와 금융시장의 불안 가운데, 대체로 부채를 줄여 레버리지 이익을 창출하지 못하고, 미래의 자기자본이익 상승에 기여할 투자가 부족하며, 주주가치 환원도 부족하다.

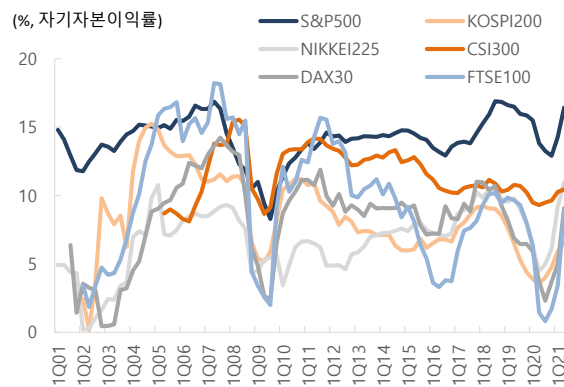
중국의 경우 유일하게 BAT¹⁶ 등 글로벌 수준의 빅 테크 기업이 부상하고 있고, 내수에 기반한 성장여력을 확보하고 있다. 중국 경제의 성장에 비해 낮은 이자율로 기업가치 평가에 대한 거시적 환경도 좋지만, 주주가치 측면에서는 미국 대비 평가 요인이 열세다. 중국 국영 기업들은 주식으로 자금을 조달해 부채를 갚는 부채의 자본화를 진행 중이다.

[도표 17] 미국, 일본, 독일, 영국, 중국, 한국 주가지수 PBR



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 18] 미국, 일본, 독일, 영국, 중국, 한국 주가지수 ROE



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

이와 같이 자기자본, 즉 주식의 발행과 자본차익 및 배당을 받기 위한 투자 목적의 유통 시장에서 기업가치 평가는 주로 주주가치 극대화의 관점에서 평가되고 적용된다. 그러나

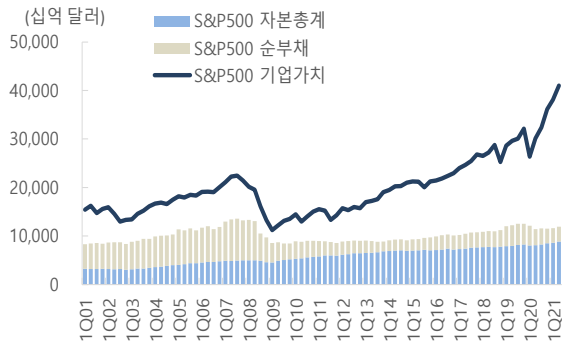
¹⁵ Facebook, Amazone, Netflix, Google 등 최근 부상하는 빅테크 기업의 약자

¹⁶ Baidu, Alibaba, Tencent 의 약자

자본주의의 궁극적인 거래인 기업의 M&A 시장에서 가치평가와 적용은 다르다. 기업가치는 주식시장 시가총액과 순부채의 합계로 산출된다. 이러한 기업가치는 잠재적인 인수 대상으로서 회사의 가치평가에 사용된다. 주식가치가 낮더라도 부채가 많다면, 즉 순부채가 높다면 결코 싼 기업이 아니다. 반대로 주식가치가 높더라도 부채보다 현금이 많다면, 즉 마이너스 순부채가 높다면 결코 비싼 기업이 아니다. 기업가치는 자본을 투여한 주주가치와 부채를 제공한 채권자의 권리를 합산한 것이다.

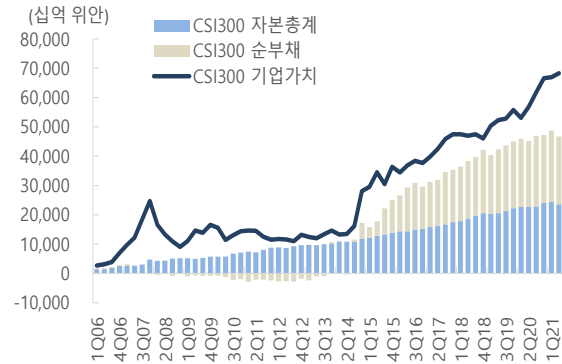
미국 S&P500 기업의 경우 2008~2009년 금융위기를 겪은 이후 순부채 감소, 주가상승에 따른 기업가치 상승이 두드러졌다. 반면 중국 CSI300 기업의 경우 2014~2015년 잠재적인 금융위기를 기점으로 순부채를 늘리면서, 기업가치 상승이 동반되고 있다. 기업가치와 자본총계의 비율인 토빈의 큐Tobin's Q¹⁷는 미국 S&P500 4.6X, 중국 CSI300 2.9X로 양국의 PBR 격차(미국 S&P500 4.3X, 중국 CSI300 1.9X)의 격차에 비해 낮다.

[도표 19] 미국 S&P500 지수 기업가치



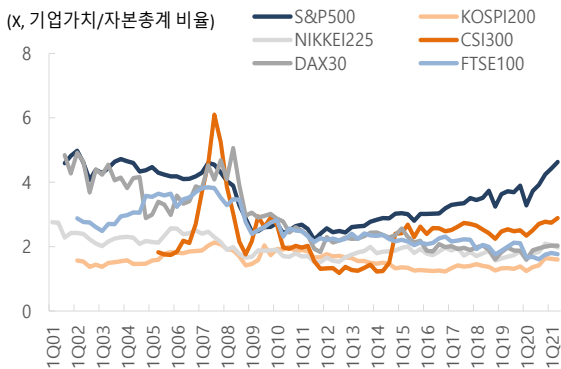
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 20] 중국 CSI300 지수 기업가치



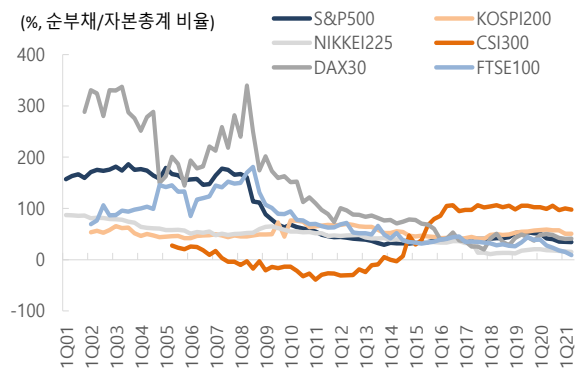
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 21] 미국, 일본, 독일, 영국, 중국, 한국 주가지수 Tobin's Q



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 22] 미국, 일본, 독일, 영국, 중국, 한국 주가지수 순부채 비율



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

¹⁷ 미국의 경제학자 제임스 토빈 James Tobin 이 창시한 투자 이론으로 시장에서 평가된 기업가치를 기업의 총실물자본의 구입가격으로 나눈 값. 기업은 q 값에 따라 투자에 대한 의사결정을 하는데, q>1 라면, 기업은 기업의 가치를 높이기 위해 투자를 증가. q=1 라면, 기업은 최적자본량을 달성한 것, q<1 라면, 기업은 감소하는 자본을 대체하지 않을 것, 토빈의 q 이론, 위키 백과

주주 및 이해관계자를 포괄하는 기업가치 평가와 ESG 자금조달

기업의 구성, 자금의 조달, 자산의 운용 측면에서 자본 제공자인 주주와 부채 제공자인 채권자, 그리고 자금의 조달 및 지분의 소유와 별도로 기업가치에 영향을 미치고 있는 다양한 이해관계자의 입장에서 본다면 대체로 주주가치 극대화의 관점으로 점철되는 기업가치 평가와 적용은 한계점이 많다.

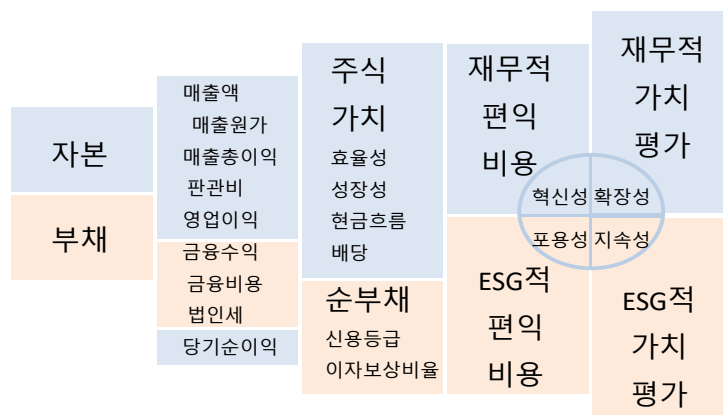
특히 거시경제의 저하로 인해 이자율이 하락하는 현상은 기업의 구성과 자금의 조달, 자산의 운용 측면에서 심각한 딜레마로 귀결된다. 아직은 극단적인 경우겠지만, 금리가 마이너스로 갈 경우 채권으로 인한 자금조달은 실현되지 않게 될 것이다. 노동의 실질임금이 마이너스로 가서 노동공급이 소멸될 경우, 기업활동은 유지될 수 있을까? 등 다양한 상황에 대한 해법이 존재하지 않게 된다.

또한 기업과 사업의 공공성이 중요할 분야에서는 다음과 같은 문제가 발생한다. 공공성이 매출과 수익 등 재무적 성과를 창출하기 어렵고, 주주가치를 높이지 못 해 자본의 공급이 전개되기 어렵다. 그러나 필수적인 공공사업이 제공하는 경제 및 사회적 가치창출에 의한 편익은 재무적 비용을 상회한다.

마지막으로 민간 영역의 사업에도 공공성이 중요해지고 있다. 최근 글로벌 주식시장의 영향력이 갈수록 확대되고 있는 빅테크 기업들은 인터넷이라는 공공 네트워크를 활용하게 된다. 또한 개인정보 및 프라이버시 영역에서 자원활용에 있어 공공성이 부여된다.

결론적으로 주주가치에 치중된 기업가치 평가 인식에 수정이 요구된다. 향후 기업가치 평가는 수익과 이윤창출이라는 1차적 재무적 성과와 더불어 채권자, 임직원, 협력사, 고객, 환경, 사회, 지배구조 등 이해관계자를 포괄한 편익과 비용을 고려하는 기업가치 평가와 적용으로 변모될 것이다. 이 과정에서 기업가치 평가에 대한 관점이 효율성, 성장성, 현금흐름 및 배당에서 혁신성, 포용성, 확장성, 지속 가능성으로 변모하게 될 것이다.

[도표 23] ESG 가 고려된 새로운 기업가치 평가



자료: 교보증권 리서치센터

자본의 측면에서는 재무적 성과와 더불어 ESG 및 임팩트 투자로 스펙트럼이 다양화될 것이다. 투자자본의 스펙트럼은 재무적 성과에 초점을 맞추는 전통적 투자 이외 책임투자, 지속가능투자, 테마투자, 임팩트투자 등으로 다양하며, 목적과 수탁자 책임에 의해 대표적인 무형자산이자 비재무적 가치인 ESG(환경, 사회, 지배구조)에 초점을 맞추고 가중치를 부여하게 된다.

ESG 위험관리, ESG 기회포착 등을 통해 재무적 성과를 추구하는 동시에 리스크 관리 기능을 제공하기도 한다. 또한 인권, 사회, 환경적 문제 해결 등이 필수적인 무형자산의 가치로 높게 인정될 경우, 자본차익을 높이면서 지속적인 투자수요를 충족시킬 수 있다. 기부는 ESG 가치를 극단적으로 추구하는 투자의 형태다.

[도표 24] 투자자본의 스펙트럼에 따른 ESG 성과 추구

	전통적 투자	책임 투자	지속가능 투자	테마 투자	임팩트 투자	기부
수익 창출	V	V	V	V		
임팩트 투자				V	V	
ESG 위험관리		V	V	V	V	V
ESG 기회포착			V	V	V	V
사회적·환경적 문제 해결				V	V	V
관심사항	재무적 성과만 추구, ESG에 대해 무관심	ESG로 인한 위험, ESG 고려에서 배제까지 광범	ESG로 인한 기회 포착, 선별, 포트폴리오 관리, 기업 관여	사회·환경 이슈에 초점, 시장 이상의 상업적 기회가 있는 경우	사회·환경 이슈에 초점, 재무적 trade-off가 있는 경우	사회·환경 이슈에 초점, 100% 재무적 trade-off 인 경우
사례		ESG 사모 펀드, 윤리투자펀드	산업내 최고 ESG 장기투자펀드	청정에너지 펀드, 신홍시장 의료서비스 펀드	사회적 기업 펀드, 소셜벤처 펀드	

자료: Bridge Venture

기업과 사업의 공공성 및 이해관계자를 포괄하는 기업가치 평가와 더불어 ESG 분야에서 가치창출을 목표로 한 자금조달을 위한 채권시장이 크게 확대될 전망이다. ESG 채권은 녹색 채권, 사회적 채권, 지속가능 채권으로 구분된다.¹⁸

1) 녹색 채권(Green Bond) : 기후변화 대응 및 환경보존을 위한 친환경 프로젝트에 자금을 조달할 목적으로 발행되는 특수목적 채권이다. 녹색 채권과 일반 채권의 현금흐름은 동일하지만 녹색채권을 통해 조달된 자금은 친환경 프로젝트(친환경 기술개발, 고효율 에너지 개발, 청정 운송, 환경오염 방지, 삼림 및 수자원 보호, 지속가능한 농·임·수산업)에만 사용되어야 한다는 차이가 있다. 녹색 채권은 국제금융기구에 의해 최초로 발행, 성장했으나 점차 선진국 정부, 민간기업, 신흥국으로 발행 주체가 확대되고 있다.

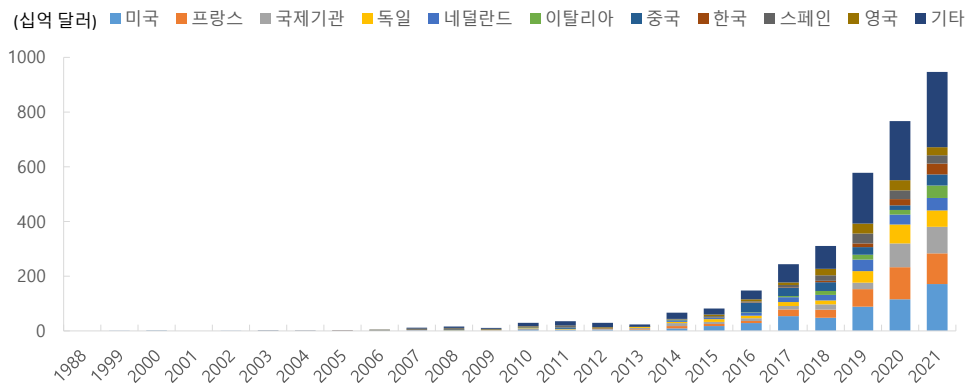
¹⁸ <국민연금이 함께 하는 ESG의 새로운 길> 김용진 편저, 급격히 성장하는 ESG 채권시장

2) 사회적 채권(Social Bond) : 주택공급, 보건·의료문제 해결, 실업문제 해결, 취약계층 금융지원 등 사회적 문제 해결 프로젝트 및 사회적 가치 창출 사업에 투자할 자금을 조달하기 위해 발행하는 특수목적 채권이다. 2019년 사회적 채권 발행은 ESG 채권시장의 약 7%를 차지했으나, 코로나19가 발생한 2020년 ESG 채권시장의 약 23%로 증가했다. 특히 심각한 사회적 위험에 처해 있는 신흥국에서 사회적 채권 발행이 급증하고 있다.

3) 지속가능 채권(Sustainability Bond) : 녹색 채권과 사회적 채권의 특성이 결합된 특수목적 채권이다. 즉 지속가능 채권으로 조달된 자금은 친환경 프로젝트 및 사회적 프로젝트를 위해 사용할 수 있다. 또한 보다 넓은 범위에서 교육 사각지대 해소 및 현대화, 지속가능성장 및 발전을 위한 연구개발 등 지구환경과 인류사회의 지속가능성을 위한 프로젝트에 자금조달을 하기 위해서도 발행할 수 있다.

지속가능 채권은 녹색 채권 및 사회적 채권과 같이 전통적 채권의 수익구조(약정금리)를 따르는 것이 아니라 채권발행기관과 채권수요자(투자자) 사이에 미리 설정한 프로젝트 ESG 성과 평가기준을 바탕으로, 평가기준을 하회하는 기간에는 높은 금리를 적용하고, 초과하는 기간에는 상대적으로 낮은 금리를 적용하는 변동금리 방식을 취하고 있다.

[도표 25] ESG 채권발행 규모, 2019년부터 급속히 증가



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

ESG 투자, 포트폴리오 관리 및 유니버설 오너로서 책임과 영향

ESG 패러다임의 가장 큰 변화는 금융투자업계에서 발생하고 있다. 이는 전세계 민간 금융투자 시장이 확대되고, 국부펀드와 연기금 적립금 증가로 기업들에 대한 투자로 보유 지분이 확대되고 있기 때문이다. 이들 기관 및 공적 투자자들은 1) 포트폴리오 운용, 2) 유니버설 오너universal owner로서 주주 자본주의를 포괄하는 이해관계자주의를 실현하고 ESG 관련 영향력을 확대해 포용, 확장, 지속 가능한 가치창출을 실현할 수 있다.

우선 재무적 성과를 추구하는 포트폴리오에 ESG 요인을 반영하는 것이다. 소극적 유형으로는 1) 규범기반 스크리닝, 2) 네거티브 스크리닝, 3) ESG 통합투자가 있으며, 적극적인 유형으로는 1) 포지티브 스크리닝, 2) 지속가능성 테마 투자, 3) 임팩트/지역사회 투자, 4) 주주활동(기업관여)가 있다. 기관 및 공적 투자자들이 포트폴리오 구축 및 운용 전략에 ESG 요인을 반영하는 것은 동일한 기대수익률 하에 위험을 낮추는 전통적 전략이다.

다만 보다 적극적인 기업의 전략과 실행을 촉구하기 위해 기관 및 공공 투자자들의 주주 활동이 확대되는 추세인데, 경영관여와 감시, 자사주 매입, 배당 확대 등 주주 가치 제고 뿐만 아니라 이사회 구성의 다양성, 기후 및 자연 자원, 지속 가능성, 사회적 임팩트 고려 등 ESG 요인에 있어서도 활발한 주주활동이 전개되는 추세이다.

[도표 26] 기관투자자들의 책임투자 및 ESG 투자 유형

유형	주요 내용	
소극적	규범기반 스크리닝	국제적으로 통용되는 규범에 입각하여 충족 여부를 투자심사에 반영하는 방식
	네거티브 스크리닝	ESG 관점에서 부정적으로 평가되는 산업/기업을 포트폴리오 등 구성에서 배제하는 방식
	ESG 통합투자	투자 의사결정을 위한 재무분석 프로세스에 ESG 요소를 체계적, 명시적으로 융합시키는 방식
적극적	포지티브 스크리닝	우수한 ESG 성과를 보이는 기업 등을 선별하여 투자하는 방식
	지속가능성 테마 투자	지속가능성 관련 테마(청정에너지, 녹색기술, 지속가능농업 등)의 자산, 기업에 투자하는 방식
	임팩트/지역사회 투자	사회, 환경문제를 해결하여 긍정적인 영향을 이끌어내기 위한 투자(임팩트 투자), 혹은 소외된 계층이나 지역사회를 대상으로 특화된 투자(지역사회 투자) 방식
	주주활동(기업관여)	ESG 에 맞는 기업경영을 위해 주주 권한을 적극적으로 활용하여 영향력을 행사(기업관여 활동, 의결권 행사, 주주제안 등)하는 방식

자료: <국민연금이 함께 하는 ESG의 새로운 길> 김용진 편저

[도표 27] BlackRock의 기업관여(engagement) 가이드라인

항목	내용
이사회 질 및 효력	독립적, 비임원 이사회 이사에 대한 접근성 이사회 구성 및 다양성에 관한 정보 제공
기후 및 자연 자원	탄소중립 달성을 위한 회사의 시나리오 설명 TCFD에 부합한 탄소배출(scope 1, 2) 및 감축 목표 지속가능성을 위한 자원 활용에 대한 기업 경영 활동의 부합성 공개
전략, 목적 및 재무적 견고성	기업의 장기성장 계획에 중요한 지속가능 리스크 및 기회를 어떻게 반영하고 있는지 설명, SASB 기준에 부합한 산업별 주요 지표 제공
가치창출을 위한 인센티브 부합성	기업의 장기 지속가능 가치창출을 위한 전략 및 실행 계획에 부합한 보상 및 인센티브 구조 여부
기업의 사회적 임팩트	조직 다양성 제고 등의 정책 및 대응 사례 정보 제공 이해관계자 가치 제고를 위한 기업의 노력에 대한 정보 제공

자료: BlackRock, <해의 금융회사의 ESG 경영 현황 및 시사점>, 자본시장연구원

기관 및 공적자금 투자자들은 수익자들에 대한 수탁자 책임을 이행하기 위한 핵심적 사안으로 i) ESG 이슈 고려, ii) 시스템 안정성 추구, iii) 능동적 소유주에 입각한 행동, 혹은 스투어드십 코드 도입, iv) 장기투자가 제시된다.

i) 기관투자자 등 수탁자는 수익자들에 대한 최선의 이익이 과거 재무적 이익에서 최근 비재무적 이익(사회적 후생)과 윤리적 이익까지 포함하는 것으로 이해하며, 투자대상 기업의 ESG 요소를 고려할 때 기업의 장기적 가치창출에 관한 높은 수준의 대화 및 기업의 ESG 경영을 촉진하여 기업과 경제의 지속 가능성 구축에 기여할 수 있다.

ii) 기관투자자 등 수탁자는 거시경제, 환경, 사회, 지배구조, 기술 등으로 발생하는 발생하는 다양한 시스템 리스크 요인을 세심히 평가하고 투자결정에 반영하여야 한다.

iii) 기관투자자 등 수탁자는 자신이 투자한 자산을 주의 깊게 감독할 책임이 있다. 투자 자산 및 기업에 영향력을 행사해 이익을 지키는 기관투자자들을 능동적 소유주라 하고, 이런 행위를 스투어드십이라고 한다. 기관투자자는 주주로서 자신의 권리를 적극적으로 활용해 기업에 관여해 주인(수익자)-대리인(수탁자) 문제를 해결한다.

iv) 기관투자자 등 수탁자는 수십년에 걸쳐 값야 할 부채를 지고 있으며, 서로 다른 이해관계자를 가진 수익자, 특히 상환기간이 다른 수익자(현재 세대와 미래 세대)를 공정하게 고려해야 할 책임이 있다. 따라서 미래의 부담을 최소화하면서 장기에 걸쳐 지속가능한 가치를 창출하기 위해 장기적인 투자를 실시해야 한다.

[도표 28] 기관투자자의 수탁자 책임의 핵심 사안

구분	내용
정의	모든 정보를 감안하여 신중하게 자산운용을 해야 할 주의의무와 수익자의 이익을 최우선으로 하는 충실의무로 수익자와 기관투자자 사이에 존재
ESG 이슈	1) 재무적 성격이 비슷한 투자 가운데 하나를 선택하는 경우 투자의 ESG 성격을 확인, 2) ESG 고려가 재무적으로 유의미한 경우 강제, 3) 수익자들이 만장일치로 지지하는 경우 ESG 반영 의무
고려	수탁자 책임에 ESG 고려를 포함한다는 명시적 법률 개정은 미미하지만, 기관투자자의 ESG 투자결정에 통합은 증가하는 추세
시스템 리스크와 시스템 안정성	글로벌 금융시스템의 안정을 위협하는 1) 거시경제 리스크(시장과 신용 리스크, 정치적 법적 규제적 요인 등), 2) 환경 리스크(기후변화, 물 부족, 오염 등), 3) 사회적 리스크(인권, 소득 불균형 등), 4) 지배구조 리스크(통제 상실과 기업문화), 5) 기술 리스크(인공지능, 사이버안도) 등을 세심히 평가하고 투자결정에 반영 시스템 리스크를 정치적, 환경적, 사회적, 기술적, 경제적, 법적 틀 안에서 관리하고 기후변화, 글로벌 공급망의 리스크, 기관투자자 지배구조 공재를 통한 투명성 확대, 시스템 리스크 관리에 대한 감독 강화
능동적 소유주 혹은 스투어드십 코드	기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙인 스투어드십 코드를 발표하고 준수 스튜어드십코드 7 대 원칙 : 1) 수탁자책임 공개, 2) 이해상충방지정책 공개, 3) 투자대상회사 점검(모니터링), 4) 수탁자책임이행 지침 마련, 5) 의결권 정책/내역 공개, 6) 수탁자책임 활동 보고, 7) 수탁자책임 역량 강화(전문성) 지속가능 투자에 있어 1) 투자시계(time horizon), 2) 위험에 대한 인식이 중요 1) 장기적인 가치창출을 촉진하는 투자 및 위험관리 정책과 관행을 채택, 투자자와 기업의 단기주의를 고심해 다뤄야 할 위험 중 하나로 포함, 2) 투자기업의 전략이 단기적이거나 기업의 비즈니스 모델이 장기적으로 구조적 변화나 도전에 마주칠 것 같으면 그 기업에 적극적으로 관여를 고려, 3) 단기투자자와 장기이익에 부합하는 관여활동 사이에 존재하는 잠재적 충돌을 관리

자료: <주요국 기관투자자 스투어드십 코드 원칙 도입현황 및 시사점>, 한국사회책임투자포럼,

최근에는 공적 투자자를 중심으로 유니버설 오너로서 역할이 부각되고 있다. 유니버설 오너란 기업이나 산업의 주주가 아니라 장기적으로 다양한 산업의 주식을 보유한 자본 시장 전체의 주주를 말하는데, 수익성만을 고려하지 않고 지속 가능한 발전과 자본시장의 효율성을 동시에 추구한다는 특징이 있다.¹⁹

특히 각국의 연기금 및 국부펀드의 경우 유니버설 오너 투자자로서의 역할과 영향력이 더욱 확대될 전망이다. 글로벌 5대 연기금인 일본 GPIF, 노르웨이 GPF, 네덜란드 ABP, 미국 CalPERS, 캐나다 CPP, 한국 NPS가 포트폴리오에 각각의 ESG 요인을 반영하고 국제적 공조를 보이는 것은 결국 글로벌 유니버설 오너 투자자로서 나타나는 행보다.

[도표 29] 글로벌 5대 연기금 및 한국 국민연금 ESG 관련 정책 동향

	ESG 관련 추진 사항
일본 GPIF	2015년 UN PRI에 서명, 2017년 ESG를 고려하는 분야를 주식자산에서 모든 자산으로 확대 녹색, 사회 및 지속가능성 채권에 투자할 수 있는 플랫폼 구축, 2020년 3월 기준 약 4,414억 엔 2020년 9월 기준 151조 엔 기금자산 중 ESG를 추적하는 관리자산 5조 7,000억 엔(전체 기금자산의 3.7%) 2021년 10월, TCFD 권고에 따라 GPIF 포트폴리오 내 자산들의 기후변화 관련 기회와 위험 분석 주식과 채권 뿐만 아니라 전자산(대체자산, 부동산 및 사모펀드) 투자 프로세스에 ESG 요소 통합
노르웨이 GPF	투자의 장기 수익률 향상, 포트폴리오에서 기업의 환경 및 사회적 관행과 관련된 재무 위험 축소를 위해 ESG 투자목표 설정 GPF가 투자하는 기업은 사업의 20% 이상이 기후, 청정에너지, 자원관리에 개한 UN 지속가능개발목표에 포함 재무부가 설립한 윤리위원회의 자문에 기반해 기업에 대한 윤리적 평가를 관찰하고 배제에 대한 결정 기본 윤리 규범을 위반하거나 기업을 운영하는 데 있어서 사회에 막대한 비용을 부과하는 기업에는 투자하지 않음
네덜란드 ABP	투자결정시 재무정보뿐만 아니라 환경, 사람 및 기업의 지배구조 관련 측면을 살핌 2020년 1월, 2025년까지 시행할 책임투자 정책 발표. 1) 총투자자산의 20%는 지속가능개발투자 충족, 2) 기후변화 관련, 3) 천연자원 보존, 4) 투자 기업에 디지털화 및 지속가능한 방안 책임, 5) 인권존중 정책 반영
미국 CalPERS	2013년 10월, 10가지 책임투자 신념, 지속가능투자 연구 이니셔티브 투자원칙 발표 포트폴리오의 전략적 관리를 위한 기반을 제공하고, 조직의 우선순위를 설정하며, 위원회와 직원 간 협력 조정
캐나다 CPP	잠재적인 ESG 요소로 발행할 수 있는 위험과 기회를 평가하고 투자 의사결정 프로세스와 자산관리 활동에 ESG 요소를 적용 2008년 지속가능 팀을 구축해 투자 시 ESG 요인을 파악하고, ESG 의사결정 프로세스에 통합하도록 지원
한국 NPS	2006년 9월 책임투자형 위탁펀드 운용, 2009년 6월 UN PRI 가입, 2009년 12월 의결권 행사지침에 책임투자 관련 조항 마련 2015년 12월 국내 주식 ESG 평가 체계 구축, 2016년 12월 국내 주식 ESG 시스템 구축, 2017년 9월 국내 주식(직접) ESG 고려 적용 2018년 7월 '국민연금 수탁자 책임'에 관한 원칙(스튜어디십 코드) 도입, '의결권 행사 지침'을 '수탁자 책임활동에 관한 지침'으로 개정 2019년 11월 '책임투자원칙' 도입, '위탁운용사 의결권행사 위임 가이드라인' 마련, 2019년 12월 '국내 주식 적극적 주주활동 가이드라인' 마련

자료: <국민연금이 함께 하는 ESG의 새로운 길> 김용진 편저

¹⁹ 주주 자본주의의 배신-주주 최우선주의는 왜 모두에게 해로운가> 린 스타우트, 헤지펀드와 유니버설 오너

4. Appendix

1) GPIF 포트폴리오의 기후변화 관련 위험 및 기회 분석²⁰

일본 공적연금의 기후변화 관련 분석 리포트

지난 2020년 10월 2일 일본 공적연금(GPIF, Government Pension Investment Fund)에서 TCFD(Task Force on Climate-related Financial Disclosures)의 권고에 따라 포트폴리오 내 자산들의 기후변화 관련 기회와 위험에 대하여 MSCI, FTSE와 Trucost의 분석 리포트를 제공했다.

리포트는 총 3장으로 구성되어 있다. 1장은 GPIF 포트폴리오의 구성을 설명하고, 자산군별 탄소 발자국²¹과 탄소 강도²²에 대해 분석한다. 2장은 기후변화에 따른 기회와 위험을 주식, 회사채, 국채로 나누어 분석을 수행한다. 3장은 앞 장에서 수행한 CVaR 시나리오 분석 외에 TPI MQ Score 분석, SDGs 관련 분석 등을 수행한다.

우리는 2장 자산군별 기후변화에 따른 기회와 위험에 대해 자세히 알아보하고자 한다.

자산군(주식, 회사채, 국채)별 분석 방법

기후변화에 따른 기회와 위험 분석은 주식, 회사채, 국채로 나누어져 실행된다.

주식과 회사채 포트폴리오의 기회와 위험은 MSCI Climate Risk Center의 CVaR²³(Climate Value-at-Risk) 시나리오 분석을 통해 측정한다. 국채 포트폴리오의 기회는 CVaR에서 사용된 특허 점수를 이용하여 측정하고, 위험은 FTSE Russell과 Beyond Ratings의 데이터를 사용하여 국가별 위험을 측정한다.

주식과 회사채에서 사용되는 CVaR 시나리오 분석은 온도 목표(1.5°C, 2°C, 3°C)별로 (1) 정책 위험, (2) 기술적 기회, (3) 물리적 기회와 위험 3가지 요인을 고려하여 측정한다.

(1) 정책 위험은 기업별로 온도 목표를 달성하기 위하여 Greenhouse Gas(온실가스, 이하 GHG) 배출을 줄여야 하는데, 이를 수행하기 위해 드는 비용이다. 기업마다 감소해야 하는 탄소 배출량에 예상 탄소 가격을 곱해서 측정한다.

²⁰ https://www.gpif.go.jp/en/investment/esg/gpif_publishes_the_analysis_of_climatechange_related_risks_and_opportunitiesin_the_gpif_portfolio.html

²¹ 탄소발자국이란 온실가스(Greenhouse Gas, GHG) 배출량을 의미

²² 탄소 강도란 온실가스 배출량을 이익으로 나눈 것으로, 탄소 강도가 높을수록 기업은 이익 대비 탄소 배출 비중이 높은 것을 의미

²³ CVaR(Climate Value-at-Risk)는 온도 변화에 따라 기업 혹은 유가증권에 미치는 영향을 측정하는 가치평가모델

(2) 기술적 기회는 회사별 특허 데이터와 추정된 저탄소 수익(저탄소 사회로 전환됨에 따라 기업들이 얻을 수 있는 수익)을 통해 측정한다.

(3) 물리적 기회와 위험은 기후변화를 통해 바뀐 환경에서 기업이 얻는 이익과 비용을 말한다. 물리적 기회와 위험은 지난 40년간 관측된 날씨 패턴을 사용하여 날씨 사건이 향후 15년간 기업에 미치는 재정적 영향을 측정한다.

예를 들어 물리적 기회는 북극해 에너지 추출 확대, 난방 및 기타 비용 절감 등을 통해 얻는 이익이며, 물리적 위험은 극도의 열과 해안 홍수로 인해 발생한 비용이다.

CVaR 시나리오 분석은 아래와 같이 4단계로 이루어진다.

(1) 미래의 기후변화 관련 이익과 비용을 계산

(2) 미래 가치를 현재 가치로 할인(할인율은 기업 WACC²⁴에서 시간이 지남에 따라 산업 평균 WACC로 수렴)

(3) 비용과 이익의 현재 가치를 기업가치²⁵로 나누기

(4) Merton모델²⁶을 이용하여 회사의 디폴트 확률을 추정하여 채권 부분을 구하고, 나머지를 주식에 배분

자산군(주식, 회사채)별 CVaR 시나리오 분석

자산군(주식, 회사채)별 CVaR 분석을 살펴보면 국내²⁷ 주식의 경우 정책 위험 -6.9%, 기술적 기회 +28.3%, 물리적 기회와 위험 -10.1%로 전체 11.2%로 양의 값을 보이고, 나머지 해외 주식(-7.5%), 국내 회사채(-4.4%), 해외 회사채(-3.6%)는 음의 값을 보인다.

주식 포트폴리오 CVaR 시나리오 분석

CVaR 시나리오 분석 결과에 따르면 주식 포트폴리오의 정책 위험은 1.5°C, 2°C, 3°C 시나리오에서 각각 -11.04%, -6.77%, -1.69%이었으며, 기술적 기회는 +36.2%, +15.61%,

²⁴ WACC(Weighted Average Cost of Capital)은 가중평균자본비용이란 뜻으로 기업의 총자본에 대한 평균 조달비용을 의미

²⁵ 기업가치(EV, Enterprise Value)는 기업의 총 가치로, 시가총액에서 순차입금(총차입금 - 현금성 자산)를 더하여 산출

²⁶ Merton 모델은 1974년 Robert Merton에 의해 개발된 신용 위험 모델로, 기업이 부채를 처리하고 상환하는 능력을 측정

²⁷ Appendix2에서 '국내'란 일본을 의미

+2.45%로 나타났다.

1.5°C 상승 시나리오에서 높은 정책 위험(-11.04%)에도 불구하고 기술적 기회(36.2%)가 높아 전체 +18.42%로 높은 모습을 보인다. 온도 상승에 따른 정책적 위험의 감소분보다 기술적 기회의 감소분이 더 큰 결과 전체 CVaR는 작아지는 모습을 보인다.

전체적으로 1.5°C는 +18.42%, 2°C는 +2.09%로 양의 값을 가지고, 3°C에서는 -5.98%로 음의 값을 가지는 것으로 나타난다.

섹터 별로 살펴보면 '국내 주식'의 경우 정책 위험은 에너지(-74.7%), 유틸리티(-51.6%), 소재(-34.4%) 순으로 나타났으며, 기술적 기회는 에너지(+135.4%), 유틸리티(+69.9%), 경기소비재(+61.8%), 소재(+60%) 순으로 나타났다.

'해외 주식'의 경우 정책 위험은 에너지(-49.2%), 소재(-33.5%), 유틸리티(-29.1%)순으로 나타났으며, 기술적 기회는 유틸리티(+21.7%), 산업재(+10.4%), 에너지(+9.2%), 소재(+8%) 순으로 나타났다.

전반적으로 국내 주식과 해외 주식 모두 에너지, 유틸리티, 소재가 정책 위험과 기술적 기회가 모두 높은 것으로 나타난다. 기술적 기회에서 '국내 주식'은 주로 자동차, 에너지 공급, 전기차 부분의 특허 점수가 높으며, '해외 주식'은 항공기, IT, 자동차 부분의 특허 점수가 높은 것으로 나타난다.

물리적 기회와 위험을 살펴보면 정책 위험과 기술적 기회와는 다소 다른 모습을 보인다. 우선 '국내 주식'을 살펴보면 정책 위험이 높았던 에너지와 유틸리티 섹터에서 마찬가지로 물리적 기회와 위험이 각각 -47.3%, -21%로 높은 모습을 보여줬지만, 정책 위험이 낮았던 금융 섹터에서도 물리적 기회와 위험이 -27.3%로 상당히 높은 모습이 나타났다.

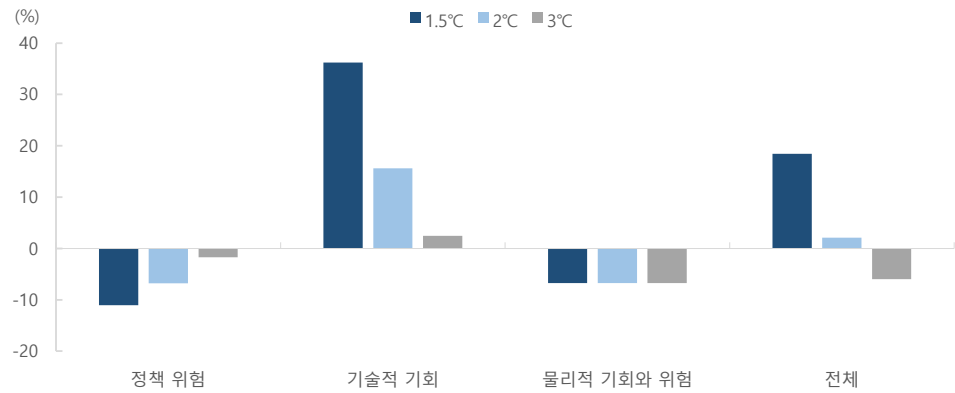
'해외 주식'의 경우 금융(-10.5%), 통신서비스(-8.3%), 에너지(-7.6%) 순으로 나타났다. 금융 섹터의 많은 오피스와 통신서비스 섹터의 장비들이 인기 지역에 밀집되어 있어 물리적 위험이 큰 것으로 나타났다.

주식 포트폴리오의 섹터 별 CVaR 히스토그램을 살펴보면 주로 3가지 유형이다.

첫째, CVaR 값이 0 주변의 좁은 범위에 집중된 섹터(통신서비스, 금융, 건강관리, IT, 소재, 부동산). 둘째, 고르게 분포되어 있는 섹터(에너지, 유틸리티). 셋째, 정규분포로 분포되어 있는 섹터(경기소비재, 필수소비재, 산업재).

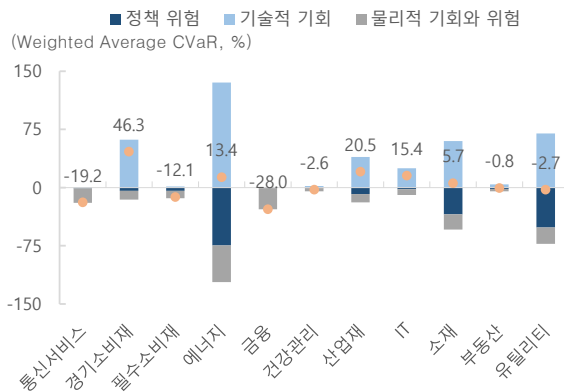
유형별로 살펴보면 첫 번째 유형은 기후변화에 크게 영향은 받지 않는 경우이며, 두 번째 유형은 인프라 산업 불균형이 있으며, 기업의 행동에 의해 기회와 위험이 크게 존재하는 경우이다. 특히, 두 번째 유형 중 에너지 섹터는 국내 주식이 해외 주식에 비해 기술적 기회가 높은 것으로 나타났다.

[도표 30] 온도별 주식 CVaR 시나리오 분석



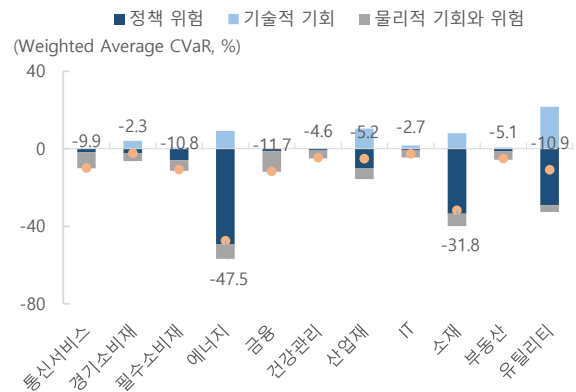
자료: 일본 GPIF, 교보증권 리서치센터

[도표 31] 국내 주식 섹터별 CVaR 시나리오 분석(2°C)



자료: 일본 GPIF, 교보증권 리서치센터

[도표 32] 해외 주식 섹터별 CVaR 시나리오 분석(2°C)



자료: 일본 GPIF, 교보증권 리서치센터

회사채 포트폴리오의 CVaR 시나리오 분석

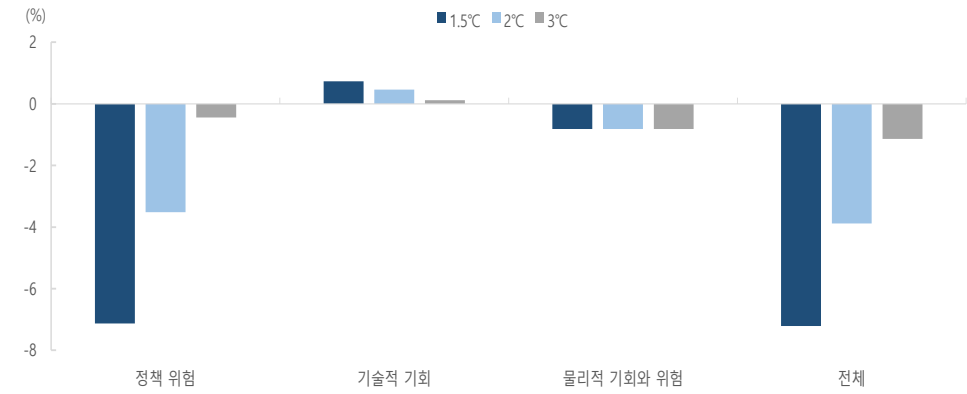
회사채 포트폴리오는 앞에서 살펴본 주식 포트폴리오와 다른 모습을 보여준다. 전반적으로 기술적 기회보다 정책 위험이 높은 모습을 보여주며 전체 CVaR은 3가지 시나리오에서 모두 음의 값을 나타낸다. 이와 같이 주식과 채권 포트폴리오에서 차이가 생기는 이유는 금융상품의 특성으로 인해 나타난다. 주식은 배당금과 현금흐름의 현재가치가 기술적 기회에 따라 상승할 수 있는 부분이 열려 있지만, 회사채에서는 액면가와 쿠폰의 현재가치를 초과할 수 없기 때문에 기술적 기회로 인한 상승이 크지 않기 때문이다.

섹터 별로 살펴보면 ‘국내 회사채’의 경우 정책 위험은 에너지(-47.1%), 소재(-28%), 유틸리티(-8.4%) 순으로 나타났으며, 기술적 기회는 소재(+3.7%), 산업재(+1.5%), 경기소비재(+0.9%) 순으로 나타났다.

‘해외 회사채’의 경우 정책 위험은 유틸리티(-24.6%), 소재(-14.3%), 에너지(-12.6%) 순, 기술적 기회는 유틸리티(+2%), 산업재(+1%), 소재(+0.8%) 순으로 나타났다. 기술적 기회에서 ‘국내 회사채’에서는 자동차, 에너지 공급, 광전지 부분에서 높고, ‘해외 회사채’의 경우 항공기, 풍력, IT 부분에서 높은 것으로 나타난다. 물리적 기회와 위험을 살펴보면 ‘국내 회사채’는 소재(-3.9%), 통신서비스(-3.3%), 필수소비재(-1.5%) 순으로 나타났으며, ‘해외 회사채’는 IT(-3.1%), 경기소비재(-1.5%), 부동산(-1.5%) 순으로 나타난다.

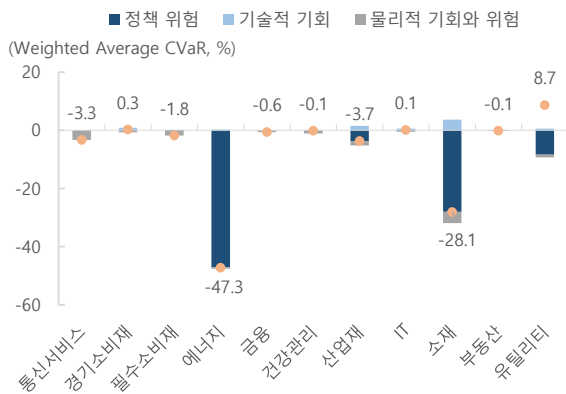
회사채 포트폴리오의 CVaR 히스토그램을 살펴보면 주식의 히스토그램과는 다르게 0 주변에 좁게 분포되어 있는 경우가 대다수이다. 이는 채권은 주식과는 다르게 기후변화가 기업 생존의 위험으로 이어지지 않는 한 CVaR가 크게 변하지 않기 때문이다.

[도표 33] 온도별 회사채 CVaR 시나리오 분석



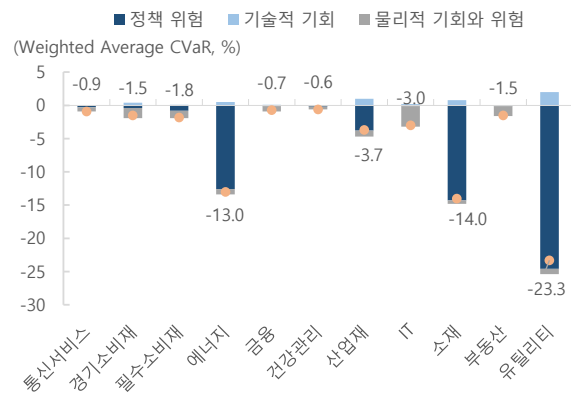
자료: 일본 GPIF, 교보증권 리서치센터

[도표 34] 국내 회사채 섹터별 CVaR 시나리오 분석(2°C)



자료: 일본 GPIF, 교보증권 리서치센터

[도표 35] 해외 회사채 섹터별 CVaR 시나리오 분석(2°C)



자료: 일본 GPIF, 교보증권 리서치센터

국채 포트폴리오 분석

‘국채’ 포트폴리오에서 정책 위험을 측정하기 위하여 국가별로 (1) 2°C 목표 달성에 필요한 GHG 배출 감소량과 (2) 2°C 목표 달성을 위한 GHG 필요 감소량과 과거 추세 차이를 알아본다.

먼저 (1)의 측면에서 살펴보면 말레이시아, 멕시코, 영국 순으로 필요 감소량이 작다. 하지만 (2) 측면에서 살펴보면 영국을 제외한 모든 나라에서 과거 추세대로 감소를 한다면 2°C 목표를 달성하지 못하는 상황이 올 것이다. GPIF 국채 포트폴리오는 벤치마크 대비 (1)의 측면에선 비슷하고, (2)의 측면에는 부정적인 모습을 보인다.

‘국채’의 가치에 영향을 끼치는 물리적 위험의 대부분은 ‘해수면 상승’과 ‘기후 관련 자연 재해(가뭄, 홍수 등)’이다.

먼저 해수면 상승 위험은 해수면 기준 5m 이하에서 살고 있는 사람들의 비중으로 측정한다. 그 결과 네덜란드(58.5%)가 가장 큰 위험을 보이고, 일본, 벨기에, 인도네시아, 이탈리아, 영국 순으로 나타났다. 기후 관련 재해 위험은 100,000명 당 사망자 수로 측정했으며, 벨기에(68.0명), 프랑스(38.4명), 네덜란드(36.2명), 폴란드(7.5명) 순으로 높은 위험을 보여준다. GPIF 포트폴리오에서 기후 관련 자연재해는 벤치마크 대비 약간 높은 모습을 보여주었지만, 벤치마크 대비 일본의 비중이 낮아 해수면 상승에 대한 위험은 상대적으로 낮은 모습을 보여준다.

기술적 기회는 국가별 총 기업 특허 점수를 살펴본다. 특허 점수는 제품, 서비스 및 다른 특허에 사용되는 특허 기술의 중요성을 나타내는 수치이다. 기후 변화에 따라 수요가 높을 것으로 예상되는 기술 관련 기업 특허(예를 들면 저장배터리, 전기차, 수소 연료 등과 관련된 특허)를 고려하여 분석한다. 특허 점수가 국가나 국채를 직접 평가하는데 쓰이지는 않지만, 국가 경쟁력의 한 측면을 나타내며 세수와 국채 신용도에 영향을 미칠 수 있기 때문에 사용한다.

국가별 특허 점수를 종합해 보면 일본, 한국, 독일, 네덜란드 순으로 높은 모습을 보인다. 나라별로 살펴보면 일본은 자동차, 에너지 공급, 전기차, 한국은 IT, 태양광 특허의 비중이 높다.

2) 기후과학에 대한 IPCC(Intergovernmental Panel on Climate Change)의 여섯 번째 평가 보고서에 대한 심층 Q&A

28

이 보고서는 무엇인가? 기후변화의 물리적 과학에 대한 현재의 증거를 평가하고, 관측, 재분석, 기후 모델 시뮬레이션에서 얻은 지식을 평가하고, 물리적, 화학적, 생물학적 기후 과정을 평가함

지구의 온도는 어떻게 변화하고 있나? 지구 평균 표면 온도(GMST)는 산업화 이전 기준 기간인 1850-1900년과 2011-20년 사이에 1.09C 증가. 이것은 대략 125,000년 만에 가장 따뜻했을 가능성이 높음. 지구 온난화를 이끄는 온실가스는 "적어도 지난 80만년 동안 100년 동안 전례가 없는 속도로 CO₂, 메탄, 아산화질소의 농도가 증가해, 대기 중 이산화탄소의 농도가 적어도 지난 200만 년 동안보다 높음

세상은 앞으로 얼마나 따뜻해질까? 금세기 말까지 산업화 이전 수준보다 4C 더 뜨거워질 것. 이는 배출량이 순 제로 수준으로 급격히 감소하느냐 아니면 계속 상승하느냐에 달려 있음. 모든 배출 시나리오를 고려할 때 적어도 세기 중반까지는 지구 표면 온도가 계속 증가할 것. 앞으로 수십 년간 CO₂ 등 온실가스 배출량이 크게 감소하지 않는 한 지구온난화는 21세기 중 1.5도와 2도를 초과할 것. 그러나 전 세계 온실가스 배출량을 빠르고 대폭 줄여 지구 표면 온도 상승과 관련 변화가 제한될 수 있음은 사실상 확실

지구온난화는 언제 1.5도에 이를까? 2021-40년 온난화가 매우 높은 배출량에서 1.5C를 초과할 가능성이 매우 높고, 중간 또는 높은 배출량에서도 발생할 수 있음. SSP5-8.5를 제외한 모든 시나리오에서 1.5C 문턱을 넘는 중앙 추정치는 2030년대 초

강우 패턴은 어떻게 변화하고 있나요? 지구 온난화에 따라 지구 평균 강수량과 증발량이 증가. 기후 변화가 이미 물의 순환에 영향을 미치고 있으며 홍수, 가뭄, 산불 등 극단적인 사건들을 주도하고 있다는 것이 분명. 인간에 의한 급작스러운 물 순환의 변화를 배제할 수 없음. 예를 들어, 아마존에서 온난한 기후와 함께 삼림 벌채가 계속되면, 21세기 동안 이 생태계가 티핑포인트를 넘어 건조한 상태로 전환될 확률을 높임

온난화가 세계의 눈과 얼음에 어떤 영향을 미치는가? 기후 변화는 얼음과 눈(해빙, 빙하, 육지얼음, 영구동토, 덮혀 있는 눈) 이 지구의 많은 부분을 녹게 하고 있음. 1979-88년과 2010-19년 사이에 월평균 8-10월 북극 해빙 면적이 약 4분의 1 정도 줄어들어 약 2m제곱킬로미터(km²)의 얼음이 손실

²⁸ https://www.carbonbrief.org/in-depth-qa-the-ipccs-sixth-assessment-report-on-climate-science?utm_content=bufferf414b&utm_medium=social&utm_source=twitter.com&utm_campaign=buffer&fbclid=IwAR1jUKatBHP5eNQeRc8RX_lvr1fXruJB_Yhgs7tFAGqwEysI5is0rqS9WBfk

그 보고서는 해양의 변화에 대해 뭐라고 말하고 있나? 세계 바다는 산업 시대 이후 인간에 의해 유발된 온난화의 대부분을 흡수(과잉 열의 약 90%). 현재 열 함량 증가율이 마지막 빙하기가 끝난 이후 "어느 시점보다 더 높음" 20세기에 걸쳐 지구 평균 해수면 온도(SST)가 증가했음을 "명백하게" 보여주고 있음. 1850-1900에서 2011-2020년까지의 평균 SST 증가량은 0.88C였으며, 1980년 이후 증가량의 3분의 2 이상이 발생. 21세기에 걸쳐 적어도 83%의 해수면이 온난화될 것. 해양 산성화와 해양 폭염 발생도 예상

AR5 이후 해수면 상승 예상은 어떻게 변했나? 20세기 초 이후 평균 상승률은 1.73mm이지만 1971~2006년 평균은 1.87mm, 2006~2018년 평균은 3.69mm. 탄소배출이 오늘 중단되더라도 해수면이 2030년까지 0.7~1.1m 더 상승. 2030년까지의 "공약배출량"을 고려하면, 이러한 수치는 약속된 SLR의 0.8-1.4m까지 증가. 배출량이 2030년을 넘어서면 해수면도 계속 상승. 저배출 시나리오인 SSP1-2.6에서는 2300년까지 GMSL이 0.3~3.1m 증가할 것으로 예상. 고배출 시나리오에서는 이 범위가 1.7~6.8m로 증가하며, MICI까지 포함하면 SLR 상한이 16m

보고서에 따르면 인간이 어떤 영향을 미치고 있다고 하는가? 1850-1900년과 2010-19년 사이 인간의 활동이 0.8-1.3C의 온난화를 유발했으며, 가장 좋은 추정이 1.07C라고 설명했다. 이는 같은 기간에 관측된 1.06C의 온난화와 비교. 이는 인간이 지구 온난화의 약 100%에 책임이 있다는 것을 보여줌. 1970년대 이후 지구 상층부 바다가 따뜻해졌다는 것을 사실상 확신하고 있으며, 인간의 영향이 주요 원동력일 가능성이 매우 높다고 보고 있음. 한편 해수면 상승은 적어도 1971년 이후 인간의 영향이 해수면 상승의 주요 요인일 가능성이 매우 높다고 보고 있음

이 보고서는 갑작스러운 변경 또는 '팁 포인트'에 대해 뭐라고 하는가? 기후 시스템의 갑작스러운 반응과 팁 포인트를 배제할 수 없다고 지적. 과거와 현재의 배출가스 조정에 들어가 반응이 느린 프로세스에 대해 돌이킬 수 없는, 이미 현신적인 변화가 진행되고 있음. 지구 기후 지표의 경우 급격한 변화에 대한 증거는 제한적이지만 심해 온난화, 산성화, 해수면 상승은 지구 표면 온도가 처음 안정되고 인간 시간 척도로는 되돌릴 수 없는 수천 년 동안 지속적인 변화가 신뢰도 높게 발생하고 있음

대기오염이 지구온도에 어떤 영향을 미치는가? 입자 물질이라고도 알려진 황산염, 질산염, 먼지 및 해수 스프레이와 같은 에어로졸과 메탄, 오존, 질소 산화물 및 일산화탄소를 포함한 "화학적으로 반응하는 가스" 등은 "대부분의 경우" 또한 대기 오염물질. 모든 배출 시나리오에서 이러한 대기오염 물질 배출량 변화가 2019년 기온과 비교해 2040년까지 0.06C~0.35C의 온난화를 몰고 올 가능성이 높다고 지적

AR5 이후 기후 민감도 추정치가 어떻게 변화했습니까? AR6 WG1 보고서의 가장 중요한 진전 중 하나는 "균형 기후 민감도"(ECS)의 범위를 좁혀 미래 온난화에 대한 보다 확실한 예측을 가능하게 하는 것. 수십 년에 걸친 집중적인 연구에도 불구하고, ECS는 불확실.

그러나 AR6 보고서는 중앙 추정치가 3.0C이고, 2.5~4C, 2~5C일 가능성이 매우 높다고 밝히고 있음. 이는 AR5의 가능성 있는 1.5~4.5C, 그리고 매우 가능성 있는 범위인 1~6C 보다 훨씬 좁음. 결정적으로 AR6의 WG1은 ECS가 1.5C보다 크며, 작년에 발표된 ECS에 대한 주요 연구 결과를 반영

보고서에 남은 탄소 예산에 대해 뭐라고 쓰여 있나? 전 세계가 1.5C 예산에 남아 있는 CO2(GtCO2)는 50%의 회피 확률을 가진 약 460억 톤의 CO2(GtCO2)를 제안. 이는 세계가 현재(2020년) 배출량 11.5년 만에 남은 탄소 예산을 완전히 소진한다는 것을 의미. 전 세계의 많은 지역에서 코로나 관련 규제가 완화되면서 2021년에 전지구 배출량이 (예상대로) 반등하여 향후 10년간 감소하지 않는다면 그 이하가 될 수 있음

보고서에 'net-zero'에 대한 내용은 무엇입니까? 순제로(net-zero) 개념은 대부분의 CO2 배출량을 줄이고 탄소 제거 기술을 통해 잔류 배출량을 상쇄하는 개념으로, 기후 완화의 주요 원칙으로 부상. 2015년 파리 협약에 따라 서명국들은 온실가스 배출량을 감축하고 "금세기 하반기에" 흡수할 것을 약속. 순배출 제로(net-zero)를 의미하는 이 문구는 IPCC가 1.5C에 대한 2018년 특별 보고서에서 강화. 지구 온난화를 "오버슈팅이 없거나 제한"으로 1.5도로 제한하기 위해서는 2030년까지 전 세계 순 CO2 배출량이 2010년 수준보다 45% 정도 감소해야 하며 2050년경에는 "순 제로"에 도달해야 함

기상 극단은 어떻게 변화하고 있으며 기후 변화는 어떤 역할을 하는가? 2021년 중반에는 태평양 북서쪽에서 기록적인 "열 돔"이 발생했고, 미국과 유럽의 서부 산불, 유럽과 중국의 대재앙 홍수, 인도의 강우에 의한 산사태가 있었음. 앞을 내다보면 기후 극도의 강도와 빈도의 지역 변화는 일반적으로 지구 온난화에 따라 확대

기후 위험은 전 세계적으로 어떻게 다를까? 지구 온난화가 심화됨에 따라 모든 지역이 기후 영향 요인에서 동시에 여러 가지 변화를 경험하게 될 것으로 예상. 몇 가지 기후 영향 요인의 변화는 1.5C의 지구 온난화에 비해 2C에서 더 광범위하게 확산될 것이며, 더 높은 온난화 수준에 대해 더욱 두드러질 것

아프리카 : 사망률과 관련된 열 스트레스 수준과 치명적인 온도는 아프리카 전역에서 더 빈번해질 가능성이 매우 높음. 특히 높은 습도로 더위가 가중되는 적도 지역이 위험. 북아프리카와 남아프리카의 지역들은 대륙 전체에 걸쳐 화재 날씨, 농업 가뭄, 생태 가뭄이 증가할 것으로 예상되지만 대부분의 아프리카 지역에 홍수(높은 신뢰도)를 초래할 수 있는 폭우가 증가

문순 강수량은 사헬(고신뢰도) 극서부를 제외한 전 세계, 특히 동남아시아, 동아시아, 서아프리카 지역에서 중장기적으로 증가할 것으로 예상

아시아 : 극도의 강수량과 강수량, 하천 홍수가 아시아 대부분 지역에서 증가할 것이라는 중간 신뢰가 있음. 기후가 따뜻해지면서 중국 전역으로 하천 홍수가 증가하고 남아시아 몬순도 심해질 것. 한편 위험한 열 스트레스 한계점은 아시아 대부분 지역(특히 남부)에서 더 자주 넘을 것

오스트레일리아 : 평균보다 상당히 건조한 날씨, 특히 "극도의 화재와 유발 화로 대류"와 관련된 화재 날씨는 기후가 따뜻해짐에 따라 호주 대부분과 뉴질랜드 전역에 걸쳐 증가할 것. 35도나 40도 등 농업과 건강에 영향을 미칠 수 있는 열 한계치도 21세기에 걸쳐 호주에서 모든 RCP에 따라 더 자주 초과될 것으로 예상

중남미 : 남아메리카는 세계에서 가장 큰 열대우림인 아마존의 본고장. 아마존은 남아메리카의 두 "마른 열점" 중 하나이며, 향후 세기에 걸쳐 농업과 생태학적 가뭄과 건조도가 증가할 것. 2100년까지 중남미 전역의 대부분의 지역에 극심한 폭염이 "훨씬 더 자주" 나타날 것

유럽 : 유럽 전역에서 폭염이 더욱 빈번해질 것. 한편 중부 및 서부 유럽에서는 하천 홍수가 증가하고 북부, 동부 및 남부 유럽에서는 감소. 보고서는 유럽 알프스와 스칸디나비아에서는 빙하가 더 녹고 영구 동토층이 계속 녹을 것. 지중해 전역에 걸쳐 화재 날씨가 증가할 것으로 예측

북아메리카 : 북미 산불의 위험이 증가하고 있음을 강조. 2000년에서 2015년 사이 기후 변화로 미국 서부에 걸쳐 75%의 산림지역이 높은 연료 건조도에 노출되었고 매년 9일씩의 높은 화재 잠재력이 추가. 멕시코와 미국 걸프만, 대서양 연안에는 풍속과 강수량, 폭풍해일이 더 심해질 것으로 예상

작은 섬 : 이 섹션에서는 작은 섬 국가, 특히 카리브해와 태평양에 있는 섬에 대해 다룸. 해수면 상승이 작은 섬들에 대한 "주요 위협"이라고 지적하며, 2100년까지 RCP 4.5 및 RCP 8.5 시나리오에 따라 모든 작은 섬에 대해 100m 이상의 해안 후퇴 예상. 캐리비안이 특히 위험에 처해 있음. 또한 열대성 사이클론이 강한 바람 때문에 작은 섬들에 "파괴적인 영향"을 끼침

3) 투자자들의 ESG 기대 - 아시아의 관점²⁹

ESG 전환은 피할 수 없는 미래

최근 전 세계적으로 ESG는 기업 경영의 기본 조건으로 자리를 잡아가고 있다. 미국에서는 ESG에 대한 관심이 높아지면서 자발적인 시장 주도형 대응이 이뤄지고 있는 가운데, ESG는 선택이 아닌 필수가 되었다. 전 세계적 이슈가 된 기후변화와 탄소배출과 관련하여 미국 기업들 사이에서는 지속 가능한 환경을 추구하려는 움직임이 확산되고 있다. 2020년 전 세계를 강타한 Covid-19가 ESG 도입을 가속화하는데 중대한 영향을 미쳤다. 미국은 사업장 폐쇄, 공급망 붕괴, 임직원 감염 위험, 고객가치의 본질적인 변화를 경험하면서 ESG로 경영 패러다임 전환이 가속화 되고 있다.

ESG 투자의 중요성과 모범사례 선택 이유

투자자는 일반적으로 두 가지 광범위한 이유로 중요한 ESG 문제에 대한 회사의 성과를 이해한다. 첫째, 투자 프로세스에 대한 투입물, 둘째, 고객 또는 규제기관에 대한 투자 상품의 특성 공개를 촉진한다.

ESG 요소는 투자 프로세스의 핵심 입력 요소가 된다. 투자자는 수탁 의무의 일환으로 ESG를 투자 의사 결정 프로세스에 통합할 것으로 예상된다. 이러한 ESG 통합을 통해 투자 수익을 개선할 수 있는 것이다. Fidelity International의 최근 연구에 따르면 ESG 조사에서 가장 높은 등급을 받은 종목이 2020년 1월 이후 낮은 등급의 종목보다 높은 실적을 기록했으며, 2020년 3월 Covid-19 전염병이 발생한 이후 주식시장이 가파른 하락세를 보였던 종목이 가장 높은 수준을 기록했다.

기업들은 자본 제공자, 정부 및 규제 기관, 기후 변화 및 생물 다양성 손실과 같은 다양한 환경 문제를 옹호하는 NGO, 시민 사회 및 운동 단체, 그들이 의존하는 지역사회, 직원 및 고객들로부터 증가하는 압력에 직면해 있다. 이는 경쟁 우위, 지속 가능한 비용 기반, 비즈니스 모델, 인재 유치 및 보유 능력, 제품 수요에 영향을 미칠 수 있는 잠재력이 점차 증가하고 있다는 것을 의미한다.

규정은 ESG 공개 요구 사항이 향상된 홍콩, 대만, 말레이시아, 태국 및 기타 아시아 시장에서 데이터 가용성이 단계적으로 변경되었다. 결과적으로 규제는 ESG 공개 및 참여를 개선하는 데 중요한 촉매제가 될 수 있다. 그러나 규제는 퍼즐의 한 부분에 불과하며 ESG 에코 시스템에 속한 다른 참여자들의 행동이나 무작동에 의해 증폭되거나 방해될 수 있다. ESG 에코 시스템에 속한 여러 참가자가 함께 이동하거나, 함께 이동하도록 권

²⁹ <https://www.asifma.org/wp-content/uploads/2021/06/asifma-investor-esg-expectations-an-asian-perspective.pdf>

장되면 이러한 문제를 해결하고 빠른 변화를 추진할 수 있을 것이다. 또한 투자자들의 기대와는 별도로, 기업은 고객 및 직원들로부터 비즈니스에 지속 가능성을 통합하기 위한 더 많은 요구를 기대할 수 있다. 그러면서 다른 이해 관계자들의 기대치가 증가할 것이다.

ESG 경영의 투자 가치를 설명하기 위해서는 ESG 문제에 대한 모범 사례들을 살펴 봐야 한다. ESG 문제에 대한 모범 사례를 선택하는 이유를 두 가지로 들 수 있다. 첫 번째는 기업을 위한 혜택, 두 번째는 규제 강화 준비이다.

첫 번째 기업을 위한 혜택이다. ESG 문제에 대한 모범 사례를 채택하는 것은 비즈니스 및 재정적으로 타당하다. 중요한 ESG 문제를 회사 전략에 통합하면 관련 위험과 기회에 대한 인식, 이해도를 높일 수 있으며 이를 통해 리스크 관리 탄력성 향상, 전략적 계획 수립 향상에 기여할 수 있다. 이러한 혜택은 더욱 강력하고 목적 지향적이며 충실한 인력으로 이어질 수 있고, 고객 신뢰와 호의 제공이 증가할 수 있다. 결과적으로 기업의 리스크를 완화하고 기회를 포착해 장기적인 비즈니스 복원력과 수명에 기여할 수 있다.

두 번째는 규제 강화 준비이다. 규제 강화 준비를 통해 지속 가능성 목표 및 규정의 광범위한 제정을 할 수 있다. 전 세계의 각국과 지역은 ESG 문제를 금융 서비스 산업 규제의 중심축으로 만들어 경제 규모가 큰 기업에 간접적으로 영향을 미치기 위한 야심찬 계획을 수립했다. 이러한 규제는 자산 관리자를 통해 피투자 기업에 영향을 미치는데, 그것을 직접적인 영향과 간접적인 영향으로 나누어 볼 수 있다.

직접적인 영향으로는 역내 피투자 기업에 대한 공개 및 규정 준수 요구 사항의 강화이다. 다양한 이해 관계자들의 정책 조치에 대한 압박이 가중되는 가운데, 정부는 ESG 리스크 특히 기후 변화의 현실을 따라잡기 위해 역내 피투자 기업에 대한 공개 및 준수 요구 사항을 강화할 것이며 피투자자 회사들은 자산 관리자와 소유주들로 구성된 관리 팀의 참여를 기대할 것이다.

간접적인 영향으로는 자산운용사들이 피투자자들에게 ESG 리스크를 고려하고 적절한 공시를 제공 요구이다. 자산관리자, 특히 글로벌 자산 관리자들은 여러 국가에서 운영하고 있으며 투자 및 리스크 관리 프로세스와 포트폴리오 내에서 중요한 ESG 리스크를 고려, 관리할 의무가 점점 커지고 있다. 아시아 전역의 금융 시장에서 시행되고 있는 규제 및 가이드라인 시스템과 결합할 경우, 기업 이사회는 중요한 ESG 문제를 통합하기 위해 다른 이해당사자들도 그들의 수탁 의무를 인식해야 한다.

아시아에서 ESG 경영의 확산세가 늦은 이유

ESG 투자가 전 세계와 아시아 전역에 빠르게 증가함에 따라 그린워싱은 지속 가능한 투자 제품의 품질과 일관성을 개선하는데 규제 기관의 관심을 끄는 영역이 되었다. 소매,

기관, 주권 투자자들의 지속 가능성에 대한 질의가 증가함에 따라 피투자 기업이나 펀드의 긍정적 영향과 지속 가능성 특성에 대한 보다 높은 품질의 보고와 정량화의 필요성이 대두되고 있다.

아시아 기업에 투자한 글로벌 투자자들은 ESG 경영을 요구하고 있다. 그러나 아시아 기업들은 가족 또는 국가 소유의 역학 관계, 대기업의 높은 보급률, 규정 준수에 대한 위협으로 ESG 경영의 활성화가 낮은 편이다. 이러한 과제를 해결하고 투자자의 요구사항을 충족하기 위해 TCFD의 프레임 워크를 유용한 툴로 간주한다. 거버넌스, 전략, 리스크 관리 및 특정 비즈니스 4가지에 적합한 핵심 매트릭스 및 목표를 파악하는 것이다.

대표적으로 아시아에서 ESG 공개와 관련된 가장 일반적인 문제 중 하나는 '기대 격차'이다. 즉, 투자자의 기대치와 회사 공시가 불일치하다는 것이다. 그렇기에 의사결정유용공시에 대한 TCFD 검토 결과에 따라 투자자에게 가장 중요한 공시는 전략 및 거버넌스와 측정 지표 및 목표가 된다. 중요한 ESG 문제를 식별하고 해결하기 위한 회사의 조치 또는 의도인 전략 및 거버넌스와 정의된 성과, 책임 및 결과의 척도를 제공하는 측정 지표 및 목표를 투자자들에게 공시해야 한다. 보다 중요한 것은 투자자가 ESG의 위험 요소와 영업 기회의 중요성을 이해하고 회사의 업종, 위치 및 개인 환경에 맞게 파악해야 한다는 것인데, 이는 규제 준수 또는 필요한 공시 범위보다 훨씬 더 가치가 있을 수 있다.

아시아의 많은 기업들이 ESG 공개를 다룰 때 규정 준수 마인드를 채택하고 있다. ESG 문제를 관리하려면 최소한의 규정 요구사항을 충족하는 것으로 시작하고 종료해야 한다는 사고방식은 위에 설명된 기대 격차에 기여할 수 있다. 중요한 ESG 문제를 회사 전략 및 위험 관리 프로세스에 제대로 통합하지 못하는 경우로 이어지는 것이다. 또한 ESG 공개 규칙과 환경 규제가 빠르게 성장함에 따라 많은 기업이 가파른 학습 곡선과 상당한 추가 공개 요구 사항에 직면하게 되었다. 규정 준수 마인드를 채택하면 ESG 공개 비용을 부담할 수 있지만 리스크 완화, 성장 기회 또는 경쟁 우위 측면에서 얻을 수 있는 이점이 부족하다. 그렇기 때문에 투자자의 기대와 이유를 강조하며 ESG의 중요 이슈 파악, 평가 및 관리에 대한 참여로 피투자자의 핵심적인 기대 사항을 충족해야 한다.

ESG 투자 확대 방법

첫째, ESG 주요 문제 관리에 대한 수탁 업무를 조정하는 방법이다. 이사회와 고위 경영진이 ESG위험과 기회를 식별, 평가 및 대응하는데 참여해야 한다. 지속 가능성, 사이버 보안, 디지털화 및 ESG 관련 문제 등 다양한 기술을 갖춘 이사가 임명될 수 있으며 이를 통해 장단기적으로 비즈니스에 직면할 수 있다.

둘째, 주주와의 관계, 이사회와의 접근성 및 INED의 중요성을 알아야 한다. ESG 문제를 논의하거나 ESG 접근 방식을 명확히 하기 위해 고위 경영진과의 회의 허용과 같은 일정

수준의 이사회 및 고위 경영진 액세스 권한을 투자자에게 제공해야 한다. 또한 규제 기간, 공급업체 및 고객을 비롯한 이해 관계자들과 적극적으로 협력해 열린 대화를 가진 기업으로 발전해야 한다. 개방적이고 적응력이 뛰어난 기업은 솔루션에 대해 생각하고 구현하려는 자세로 ESG와의 긍정적인 관계를 위한 토대를 마련해 투자자들은 기업과의 지속적인 대화, 기업의 발전, 그리고 시간의 경과에 따른 개선을 통해 긍정적이고 투명한 기업 태도로 이러한 관계를 구축해 나가야 한다.

셋째, 전략 및 위험 관리를 시행해야 한다. 전 세계적으로 정부는 저탄소 미래를 위해 노력하고 있다. 전 세계의 정부들이 탄소 중립적인 목표를 향해 노력함에 따라, 기업들은 저탄소 경제에 적응하기 위해 그들의 사업 모델과 전략을 수정해야 한다는 압박에 시달리고 있다. 기업들은 저탄소 미래에 적응하기 위한 비즈니스 모델로 전략을 재고해야 한다는 압박에 직면하며, 이해관계자들과 함께 매년 ESG 중요성 평가를 수행하고 중요성을 인지해야 한다.

마지막으로 측정지표 및 대상을 포함한 데이터를 공개해야 한다. ESG 공개는 양적 및 질적 공시를 제공해야 하며 목표의 공개를 포함한다. 일관되고 비슷한 양적 공시를 통해 투자자는 ESG 위험 완화 노력의 효과를 지속적으로 모니터링 할 수 있으며 동시에 각 메트릭의 추세와 그들이 설정된 목표에 도달하기 위해 궤도에 올랐는지 여부를 설명할 수 있는 뒷받침적인 설명문이 있어야 한다. 데이터 제공은 투자 의사 결정에서 점점 더 중요해질 것이다.

베트남 CASE

아시아 ESG 경영 사례로 신흥경제국으로 급부상하고 있는 베트남을 들 수 있다. 베트남은 ESG를 적극적으로 도입하고 있는 중이다. 환경 부문에서는 2022년 1월 1일부터 개정된 환경보호법이 발효될 예정이다. 이번 환경 보호법은 전에 비해 한층 강화되었으며 탄소 배출 범위 할당과 탄소배출권 거래를 합법화하는 탄소가격제를 전세계 개도국 중 최초로 실시한다.

베트남은 개혁개방 이후 빠른 성장을 거듭하며 에너지 소비량이 급증했다. 동시에 온실가스 배출량도 큰 폭으로 증가하고 있는데, 이에 베트남은 2030년까지 온실가스 감축 목표를 27%로 상향 조정하는 등 국제적인 기후변화 대응 노력에 적극 동참중이다

베트남은 2016년부터 ESG 공시 의무를 시행하였으며, 정부와 기업들이 적극적으로 ESG 경영에 동참하고 있다. 작년 베트남 정부는 2030년까지 탄소 배출 감축 목표를 수정하여 약 2000만 톤 이상 감축 목표치를 늘렸으며, 전력개발계획에 따른 화력발전소 7기의 개발 계획을 철회하기도 하였다. 민간 분야에서 가장 선도적인 기업은 비나밀크이며, 지속 가능한 개발과 ESG 분야로 돈이 몰리기 시작하면서 다른 대기업들도 본격적인 지속 가

능 개발 혹은 ESG 경영의 비중을 확대할 것으로 전망된다. 실제로 2019년 SK 그룹과 파트너십을 체결한 식품 대기업 마산그룹은 “SK와의 협력을 통해 베트남에서 사회적 가치를 실현하는 방법을 찾을 것”이라고 밝힌 바 있다. 이러한 트렌드에 맞춰 기 진출 혹은 진출 예정 우리 기업들은 지속가능개발과 ESG개념을 베트남 현지에 적용해 보편적인 사회적 가치 창출과 우리 기업들만의 특화된 지역 사회 공여 등 시대 흐름에 맞는 진출 전략이 필요하다.

사회 부문에서는 근로 환경을 개선하고 근로자들을 위한 사회안전망 구축을 강화하고 나섰다. 근로자들의 건강 상태에 따른 보상을 철저히 하고, 여성 근로자의 결혼이나 출산에 따른 보호 장치를 마련하며 성차별을 없애는 등의 내용이 포함됐다. 또한 지배구조 부문에서는 기업의 지배구조 및 재무제표를 공개해 자금 흐름을 투명하게 하고, 고용주와 근로자 간 이해관계 충돌을 방지하기 위해 인사규정 같은 내부 지침을 명확히 하도록 했다.

주목할 점은 아직 우리나라에서도 시작하지 않은 ESG 공시 의무를 베트남에서는 2016년부터 시작했다는 사실이다.

대표적인 회사 중 하나인 ‘비나밀크(Vinamilk)’는 10년 전만 해도 현지 대형마트의 유제품 판매대를 점령하고 있던 외국 제품들을 밀어내고 8년 연속 유제품 시장 점유율 1위를 차지하고 있는데, 그 배경에는 ESG 경영이 있다. ‘베트남을 위한 백만 그루의 나무’ 기금 등 환경 문제에 꾸준히 투자하고, 지역 인프라나 시설 투자, 지역 일자리 창출 등 회사의 성장을 지역경제 발전에도 이어지도록 했으며, 직원들의 근로 환경과 복지에도 신경 썼다.

베트남 유통분야 선두업체 ‘사이공콕마트(Saigon Co.opmart)’도 ESG 경영으로 승승장구하고 있다. 베트남 최초로 플라스틱 빨대 사용을 중단하고, 채소 포장에도 비닐봉지 대신 바나나 잎과 재활용 종이 가방을 사용하는 등 일회용 쓰레기 배출 줄이기에 적극 나서고 있다. 우유팩 수집과 같은 캠페인도 시행해 마트를 찾는 사람들이 소비 속에서 자연스럽게 환경 보호 활동에 참여하는 느낌이 들게 했다. 그 결과 실제로 환경보호 캠페인을 벌이는 달에는 오히려 매출과 방문객이 늘어나는 효과를 보고 있는 것으로 나타났다.