

사회적 책임투자(SRI)와 기관투자자의 역할

곽관훈(한국법제연구원 부연구위원)

I. 머리말

우리 사회에서 기업이 갖는 영향력은 더욱 확대되고 있으며, 개별기업의 패해가 국가경제 전체의 문제가 되기도 한다. 우리나라뿐만 아니라 전 세계 많은 국가에서 기업의 회계부정사건 등 기업문제로 고통받았으며, 그러한 과정에서 ‘기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility: CSR)’에 대한 필요성을 절감하였다. 물론 종전에도 많은 규제체제를 마련하여 이러한 문제를 해결하고자 하였으나, 내부적인 노력이 없는 외부적 압력에 의한 개선은 한계가 있을 수밖에 없었다. 이러한 점에서 CSR은 외부적 압력이 아닌 스스로 인식하는 사회적 책임이라는 점에서 일종의 내부통제시스템으로서 의미를 가진다고 할 수 있다.¹⁾

‘사회적 책임투자(Socially Responsible Investment: SRI)’는 기업의 CSR경영을 적극 유도할 수 있는 투자방법으로서 의미를 가지고 있다. 즉, CSR을 다하는 기업을 선별하여 투자를 하고, 투자한 기업이 CSR경영을 할 수 있도록 유도할 수 있다는 점에서 SRI는 중요한 역할을 하고 있다. 최근 우리나라의 경우도 CSR경영을 하는 기업을 대상으로 하는 SRI가 증가하고 있으며²⁾, OECD등의 국제기구뿐만 아니라 외국인투자자들도 CSR 및 SRI에 대한 관심과 요구가 증대되고 있다.³⁾

SRI는 투자를 통해 기업에 영향력을 행사하는 것이기 때문에 SRI를 활성화시키기 위해서는 누구보다도 기관투자자의 역할이 중요하다. 기관투자자는 개인투자자에 비해 전문성을 갖추고 많은 자본을 장기적 관점에서 운용을 하므로 SRI를 운용하기에 적합한 주체이다. 특히, 연금의 경우 SRI가 갖는 공공적 성격에 부합하는 주체이므로 적극적으로 SRI를 할 수 있도록 하기 위한 방안을 적극 모색해야 할 것이다.

본고는 이러한 관점에서 SRI의 의의 및 현황, SRI의 역할과 필요성에 대해 살펴보고 SRI의 활성화를 위해 연금을 중심으로 하는 기관투자자가 어떠한 역할을 해야 하는지에 대해서 검토해 보고자 한다.

1) KPMG비즈니스애시어런스編, 「CSR經營と内部統制」別冊商事法務 第278号(商事法務, 2004), 10頁 以下 參照.

2) 국내의 경우 2005년 11월에 설립된 조흥투신운용의 ‘Tops 아름다운 종류형 주식투자신탁’이 SRI펀드로서 대표적이다. 동 펀드는 ‘사회적 책임을 다하는 기업일수록 성장성이 높다’는 목표로 설정된 펀드인데, 최근 비자금 파문을 일으킨 ‘글로벌스’가 이러한 목표에 배치된다는 이유로 편입종목에서 제외시켰다.

3) 박훤일, “세계적인 사회적 책임투자(SRI)의 확산과 국내기업의 대응전략”, 「高風法學」 제4권(2004), 212면.

II. SRI의 성장과 주요국가의 동향

1. SRI의 의의

(1) SRI의 개념

SRI란 CSR경영을 추구하는 기업을 선별하여 투자를 하고, 아울러 이를 통해 기업이 CSR경영을 행하도록 유도하는 투자방법을 의미한다. 즉, 기업에 대한 투자여부를 판단함에 있어 기업의 가치를 재무적인 차원에서만 평가하는 것이 아니라 사회적·환경적 측면 등도 고려하여 판단하는 것으로서, 기업의 CSR경영 수행여부가 대한 투자판단에 중요요소가 되는 것을 의미하는 것이다.⁴⁾

자본주의 경제시스템은 기본적으로 자유경쟁시장에서 효율적으로 물건을 만들고 판매하여 그 성과를 이해관계자(stakeholders)에게 분배하는 시스템이며, 따라서 기업은 싸고 좋은 물건을 제공하는 것에 의해 경제발전에 나름대로 공헌을 하게 되는 것이다.⁵⁾ 그러나 저렴한 고품질의 상품 등을 생산·판매한다고 하여도, 그 과정에서 환경이 오염되거나 열악한 노동환경 속에서 제품이 생산된다면 사회 전체적으로 보았을 때는 이익이라고 할 수 없다. 이러한 측면에서 투자자가 자신의 투자수익의 극대화만을 추구하였던 종전의 투자자와 달리 CSR경영을 하는 기업에 투자를 행하는 SRI가 등장하였다.⁶⁾

SRI를 행하는 투자자는⁷⁾ 개인은 물론 기업체, 대학, 병원 재단, 연금펀드, 종교단체 및 그 밖의 비영리단체 등이 모두 해당될 수 있다.⁸⁾ 최초의 SRI는 주로 종교단체 및 사회운동단체 등에 의해 주도되었으나, 최근에는 연금 등의 기관투자자가 SRI의 주요한 역할을 하고 있다.

(2) SRI의 유형

SRI가 이루어지는 형태는 크게 (i) 사회적 스크린(Social Screen), (ii) 주주행동(Shareholder Activism 또는 Shareholder Engagement) 및 (iii) 사회적 투자(Social Investment 또는 Social Finance)로 나누어 볼 수 있다. 그러나 실제에 있

4) 谷本寛治, 「SRI - 社會的責任投資入門」(日本經濟新聞社, 2003), 1頁; Social Investment Forum, 2003 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States (2003) (visited Oct. 10, 2005) <http://www.citizensfunds.com/pdfs/sri_trends_report_2003.pdf>, p.3.

5) 谷本寛治, 前掲書, 2頁.

6) George Djurasovic, The Regulation of Socially Responsible Mutual Funds, 22 Iowa J. Corp. L. 257, 258(1997).

7) 미국의 경우 이러한 투자자를 '사회적 투자자(social investors)'라고 하기도 한다. 사회적 투자자란 자신의 소신에 따라 특정 상품, 국가 및 어떠한 활동 등에 대한 투자를 행하지 않는 투자자나 또는 환경문제, 노동문제 및 공동체의 이익을 중요시하는 기업에 투자를 행하는 투자자를 가르키는 용어로 사용되고 있다. Cynthia A. Williams, The Securities and Exchange Commission and Corporate Social Transparency, 112 Harv. L. Rev. 1197, 1276(1999).

8) Social Investment Forum, op. cit., p.3.

어서 세가지 유형이 명확히 구분되는 것은 아니며, 특히 (i)과 (ii)의 경우는 SRI의 구체적 수단으로서 동시에 사용되는 것이 일반적이다.⁹⁾

1) 사회적 스크린(Social Screen)

사회적 스크린이란 투자자가 기업이 발행하는 주식이나 채권 등에 투자를 하기 위해서 기업을 재무적 지표 등의 경제적 측면뿐만 아니라, 그 사업내용이나 사업활동 과정에서 사회나 환경에 대해 미치는 영향을 고려하여 투자대상을 결정하는 것을 말한다.¹⁰⁾ 즉, 투자대상을 선정함에 있어 기업에 대한 재무적 상황에 스크린뿐만 아니라 사회적 책임에 대한 스크린을 행하여 종합적으로 평가하는 것이다.

이러한 사회적 스크린에는 네거티브 스크리닝(negative screening)과 포지티브 스크리닝(positive screening)의 2가지로 나뉜다. 네거티브 스크린이란 사회적으로 비난받는 산업에 종사하는 기업을 투자대상에서 제외하는 것을 말하며¹¹⁾, 포지티브 스크린이란 기업의 사업내용이나 사업활동 등이 기업의 사회적 책임을 다하고 있는 기업들을 적극적으로 투자대상에 포함시키는 것을 말한다. 초창기에는 주로 도덕적, 윤리적으로 문제가 있는 기업을 투자대상에서 제외시키는 네거티브 스크린이 주된 방법으로 사용되었으나, 최근에는 사회적 책임을 다하는 기업을 적극적으로 발굴하여 투자를 행하는 포지티브 스크린이 중요한 의미를 가지고 있다.¹²⁾

2) 주주행동(Shareholder Activism/Shareholder Engagement)

‘주주행동(주의)’이란 주주의 입장에서 기업경영에 적극적으로 관여하여 그 경영이나 방침, 시스템 등에 영향을 미치는 것으로, 회사와의 관계를 지속하면서 변화를 요구한다는 점이 가장 특징이라고 할 수 있다.¹³⁾ 구체적으로 주주총회에서 주주제안이나 의결권을 행사하는 것 외에도 경영진과 일상적인 대화 등을 통해 기업의 사회적책임(CSR)에 관계된 다양한 문제에 대해 기업의 대응책을 촉구하는 것도 이에 해당된다.¹⁴⁾

종전의 주주행동은 일반적으로 주주총회에서 기업의 사회적 책임을 구하는 주주제안을 행하는 등 경영진과 대결적인 구도를 가지는 경우가 많았다. 물론 실제로 주주총회에서 주주의 의견이 가결되는 경우는 매우 드물었으나, 주주총회에서 결의되지 않았다고 하여도 이러한 행동을 통해 경영진 및 일반인에게 문제의식을 부여하

9) Maria O'Brien Hylton, "Socially Responsible" Investing: Doing Good Versus Doing Well in An Inefficient Market, 42 Am. U. L. Rev. 1, 13(1992).

10) 谷本寛治, 前掲書, 6頁.

11) 현재 구미에서의 SRI는 군사, 원자력, 담배, 주류 등의 산업에 종사하는 기업을 투자대상에서 제외하는 것이 일반적이다. 上掲書, 7頁.

12) 上掲書, 138頁.

13) Maria O'Brien Hylton, op. cit., p. 11.

14) Steve Schueth, op. cit., p. 195.

고 사회적 관심을 유도할 수 있다는 점에서¹⁵⁾ 의미를 부여할 수 있다.¹⁶⁾

그러나 최근에는 기관투자자의 성장과 함께 주주행동의 성격에도 많은 변화가 이루어졌다. 대주주인 기관투자자들은 주주총회에서의 주주제안 등을 통해 경영진과 대결적인 관계에서 경영에 관여하기도 하지만, 중장기적으로 주식을 보유하고 운용함에 따라 기업과의 대화를 통해 지속적인 관계를 구축하고 기업경영의 개선을 통해 기업가치를 상승시키고자 노력하고 있다. 즉, 기관투자자들이 주주의 입장에서 경영진과 일상적인 커뮤니케이션을 통해 기업이 사회적 책임을 다할 수 있도록 지속적으로 경영에 적극 관여하는 형태의 주주행동이 이루어지고 있다.¹⁷⁾

3) 사회적 투자(Social Investment/Social Finance)

사회적 투자는 다시 ① 지역개발투자(Community Development Investment), ② 사회개발투자(Social Development Investment) 및 ③ 사회적 책임있는 공공투자(Socially Responsible Government Expenditure)로 나눌 수 있는데, 이러한 투자들은 투자대상을 선정함에 있어 사회전체에 이익을 고려한다는 점에서 공통점을 가지고 있다.

먼저 ①은 황폐하고 쇠퇴한 지역의 경제적 발전을 지원하기 위한 투자를 말한다. 즉, 지역내의 저소득자 및 소외된 자들에게 저렴한 가격의 주택을 공급하고 일자리를 찾아주기 위한 투자들이 이에 해당한다. ②는 자연자원의 개발 등 사회적 사업을 행하는 사업체에 대해 투·융자를 행하는 것을 말한다. 끝으로 ③의 경우는 정부가 공공투자를 행하는 때에 그 공공투자가 사회나 환경에 미치는 영향을 고려하거나, 또는 공공사업에 입찰하는 입찰참가 기업의 사회적 책임의 부담여부를 평가의 기준으로 하는 것을 말한다.¹⁸⁾

2. 주요국가의 SRI 현황

(1) 미국

15) Comment, The 1983 Amendment to Shareholder Proposal Rule 14a-8: A Retreat from Corporate Democracy?, 59 Tul. L. Rev. 161, 170(1984).

16) 1970년에 있었던 '캠페인GM(Campaign To Make General Motors Responsible)'사건이 좋은 예이다. 동 사건은 GM의 주주들로 구성된 캠페인GM그룹이 거대기업으로서 GM의 환경오염 및 사회복지문제의 해결에 적극적으로 기여할 사회적 책임을 부과하기 위해 의사결정기구의 재구성을 위한 주주총회의 결의를 제안한 사건이다. GM의 주주총회는 동 의제에 대해 주주와 경영진간의 격렬한 논쟁 끝에 경영진이 승리하는 것으로 마무리되었다. 동 사건에서는 이처럼 주주들의 주장이 채택되지는 않았지만 논의의 과정에서 일반시민 및 다른 주주들이 이 사안에 대해 관심을 갖게 되었다는 사실만으로도 충분한 의미가 있었다고 평가되고 있다. 이에 대한 상세한 내용은 Donald E. Schwartz, The Public-Interest Proxy Contest: Reflection on Campaign GM, 69 Michigan L. Rev. 419(1971) 참조.

17) 谷本寛治, 前掲書, 7~8頁.

18) 예를 들어 일본의 千代田区의 경우 입찰참가기업을 조사하는 때에 장애인·고령자의 고용실적, ISO의 인증취득 등을 고려하고 있는 것이 이러한 예에 해당한다. 上掲書, 9頁.

1990년대 이후 미국에 있어서 SRI의 자산총액은 급속하게 증가하였다.¹⁹⁾ 상술한 바와 같이 90년대에 이루어진 SRI의 경우에는 종전의 시민운동적 성격의 SRI와는 다소 차이가 있으며, 기관투자자의 적극적인 참여가 SRI의 급속한 성장에 가장 큰 원동력이었다. 기관투자자는 종전의 사회운동가나 종교단체와는 그 성격을 달리한다. 즉, 스스로의 가치관을 실현하기 위해 투자수익을 희생하면서 SRI를 행하는 존재는 아니다. 이들은 어디까지나 수탁자책임을 부담하고 운용수익을 최대화하는 것을 주된 목적으로 하고 있다. 미국에 있어서 이러한 성격의 기관투자자가 SRI에 적극적으로 참여한 이유는 크게 두 가지로 분석되고 있다.

먼저 가장 큰 이유는 SRI가 통상의 주식투자와 비교할 때 투자수익이 결코 적지 않다는 것이다.²⁰⁾ 기관투자자들이 투자대상을 선정할 때 기업의 재무적 기준뿐만 아니라 사회적 기준을 함께 고려하는 SRI를 행한 것이 증장기적으로 높은 수익을 가져온 것으로 나타나고 있다.

또한, 기업의 사회적 책임 수행여부가 주가에 영향을 미치는 리스크 요인의 하나라는 인식의 확산도 하나의 이유가 되었다. 1990년대 미국의 경우 소비자나 NGO로부터 비판을 받는 경우 기업에 대한 평판뿐만 아니라 주가자체도 하락하는 사례가 빈발하여 기업의 사회적 책임(CSR)에 대한 중요성이 강조되었다. 아울러 이 시기에는 기업에 대한 평가에 있어서 기업지배구조(Corporate Governance) 등과 같이 비재무적인 정보 등도 중요시하는 사회적 분위기가 확산됨에 따라 SRI가 중요한 투자기법의 하나로 인식되기 시작하였다.

이에 따라 증장기적으로 안정된 투자수익의 획득을 목적으로 하는 연금 등의 기관투자자는 사회적 스크린을 통하여 리스크가 높은 기업을 배제하고 보다 우량한 기업을 선별하기 위한 방법으로서 SRI를 적극 고려하기 시작하면서 이에 SRI의 비중이 비약적으로 증가하기 시작한 것이다.

한편, 이 시기에는 기관투자자뿐만 아니라 SRI를 행하는 개인투자자도 점차 증가하였다. 직접적인 배경은 1973년 마련된 ‘중업원소득보장법(Employment Retirement Income Security Act: 이하 ERISA법)’²¹⁾의 제정과 확정기여형연금제도인 ‘401(k)Plan’²²⁾의 도입이라고 할 수 있다. 이러한 제도들에 의해 운영되는 미국의

19) 다국적 SRI운동단체인 사회투자포럼(Social Investment Forum)에 따르면 현재 펀드시장이 가장 발달되어 있는 미국의 경우 펀드투자금의 약 8분의 1에 해당하는 12% 가량이 SRI 펀드에 투자되고 있다. 미국의 SRI투자펀드 규모는 84년 400억달러에서, 95년 6390억달러로 99년에 1조 4900달러로, 2001년에는 2조 3400억달러로 급성장하였다. Social Investment Forum, op. cit., p.2 이하 참조.

20) 미국의 사회책임투자 조사회사인 ‘KLD Research & Analytics’가 1990년 5월부터 발표해 오고 있는 사회적 주가지수인 ‘Domini 400 Social Index’의 경우 미국의 대표적 주가지수인 S&P500보다 그 수익률이 훨씬 높은 것으로 나오고 있다. 물론 이것만으로 SRI가 일반 주식투자보다 높은 수익을 올린다고 할 수는 없지만, 적어도 SRI가 투자수익을 희생시키는 자기희생적 투자는 아니라는 것은 입증되었다고 할 수 있다. 谷本寛治, 前掲書, 17頁.

21) 동법은 기업이 퇴직연금근로자에 대하여 일정기간 동안 매년 일정한 금액을 급여하는 제도인 기업연금제도에 관한 법이다. 이에 관한 상세한 내용은 石垣修一, 「年金資産運用のためにエリサ法ガイド」(東洋經濟新報社, 2003) 參照.

22) 401(k) plan은 1978년 내국세법에 401(k)조항이 추가되면서 만들어진 것으로, 중업원이 연봉의 일부를 과세 대상인 현금으로 받거나, 아니면 과세이전에 연금계정에 각출하여 과세를 이전시키는 것 중 하나를 선택하도록 한 제도이다.

퇴직연금의 경우 연금에 가입한 자에게 개인별 계정을 제공하여 독립적으로 운영할 수 있게 하고 있다. 즉, 퇴직연금을 어디에 투자할 것인가를 가입자가 결정할 수 있는데, SRI펀드를 운영하는 회사들은 이러한 투자자를 상대로 하는 투자신탁을 만들고 기업연금 담당자는 가입자가 선택할 수 있는 투자대상의 선택지에 SRI펀드를 포함시킴에 따라 개인투자자들의 SRI도 급속히 증가하게 된 것이다.²³⁾

(2) 영국

영국의 경우는 미국과 달리 정부차원에서 SRI를 적극 추진하였다. 영국의 경우 기업활동을 감시·비판하는 시민단체의 영향력이 컸으며, 아울러 작은 정부를 지향하는 정책으로 인해 공동체의 사회·환경문제의 해결에 대해 시민 및 사회부문에 크게 의존하는 경향이 있었다. 이로 인해 기업의 사회적 책임을 상당히 중요시하는 분위기였으며, 그 일환으로서 SRI를 제도적으로 적극 권장하였다.

영국의 SRI에 가장 큰 영향을 미친 사건은 2000년 7월의 연금법 개정이다.²⁴⁾ 동 개정법은 1995년 제정된 연금법 상의 정보공시제도인 ‘SIP(Statement of Investment Principle)’를 개정하여 두 가지 공시내용을 추가하였다. 추가된 공시내용은 첫 번째로 ‘투자종목의 선택, 보유, 매각에 있어서 사회, 환경 및 윤리에 관한 고려를 행하였는가 또는 행하고 있다면 어느 정도인가’와 두 번째로 ‘투자에 부수하는 권리(의결권 포함)의 행사에 대해서 규정하는 방침이 있는가, 있다면 그 기준’을 공시하도록 한 것이다. 동 법의 개정에 따라 영국의 연금은 투자대상을 선정함에 있어 SRI를 적극 고려하기 시작하였고 이에 따라 SRI의 규모도 크게 증가하였다.²⁵⁾

아울러 연금의 SRI를 유도하기 위한 가이드라인의 제정 등도 적극적으로 이루어졌다. 2001년 5월에는 연금의 SRI를 위한 가이드 북인 ‘Just Pension Project’라는 책자가 발행되었으며,²⁶⁾ 2001년 10월에는 영국보험협회가²⁷⁾ SRI운용과 관련한 가이드라인을 제정하였다. 전자는 NGO와 SRI 관련자를 중심으로 작성되었으며 SRI와 관련한 투자방침의 작성에 있어 주의해야 할 법률사항 등에 대해 설명하고 있다. 아울러 후자는 보험회사가 기업에 대한 사회적 책임의 관점에서 리스크를 보고, 공시하는 것을 요구하는 가이드라인으로서, 동 가이드라인의 발표를 통해 보험회사가 SRI를 자산운용의 한 방법으로 채택하였다는 사실을 알 수 있다.²⁸⁾

23) 확정기형 퇴직연금을 운영하고 있는 미국 기업들 가운데 35%가 종업원들에게 SRI투자옵션을 제공하고 있으며, 기업퇴직연금제도인 401(k)plan의 운영자들도 SRI 옵션을 제공하고 있다. 구홍표 외 역, 「사회책임투자」(2001), 25면.

24) 이에 관한 상세한 내용은 谷本寬治, 前掲書, 18頁 以下.

25) 영국의 SRI추진단체인 UK SIF(UK Social Investment Forum)에 따르면 연금의 59% 정도가 투자전력 중에 CSR의 내용을 포함시켰다고 한다. 상세한 내용은 UK SIF 홈페이지 참조(<http://www.uksif.org>).

26) 이에 대한 상세한 내용은 Jsut Pension Project 홈페이지 참조(<http://www.justpensions.org>).

27) 영국보험협회(ABI)는 2001년 10월에 공표한 보고서에서 SRI에 관하여 기업의 사회적 책임은 단순히 이미지에 영향을 미치는 것이 아니라 매상이나 비용 등과 같은 기업의 사업수행자체에 영향을 미치는 리스크 요인이며, 특히 인권이나 노동조건, 환경대응에 따른 영향은 매우 크다고 지적하기도 하였다. 이에 관한 상세한 내용은 ABI 홈페이지 <<http://www.abi.org.uk>> 참조.

28) 谷本寬治, 前掲書, 76頁.

(3) 일본

일본의 경우 1980년대부터 SRI가 이루어졌으나, 본격적으로 시작된 것은 1999년의 ‘에코펀드’의 발행이라고 할 수 있다. 일본에 있어서 SRI는 시민운동의 일환으로 시작된 미국이나 90년대 들어와 새로운 기업평가의 기준으로 시작된 유럽의 경우와는 차이를 가지고 있다. 일본에서 SRI의 본격적 시작이라 할 수 있는 ‘에코펀드’의 경우 새롭게 환경문제에 관심을 갖는 금융상품으로서 환경에 관심이 있는 개인들에게 인기를 얻으면서 시작되었다.²⁹⁾

일본의 경우 90년에 SRI가 그다지 활발하게 이루어지지 않았으며 시장에서의 영향력도 미미한 수준이었다. 그러나 최근 미국과 유럽 등의 국가에 있어서 ‘기업의 사회적 책임(CSR)’에의 관심이 고양되고 SRI가 성장함에 따라 일본기업에 대한 구미의 기관투자자, 자산운용회사, 기업평가기관 등의 사회적 책임에 대한 조사 및 평가가 본격화되고 있다. 이에 따라 2003년에 ‘스미토모투자신탁(住友信託銀行)’이 기업연금을 대상으로 하는 SRI펀드를 개발하여, 재무적 측면과 함께 사회적 측면과 환경적 측면을 고려하여 투자대상을 정하는 등 SRI의 움직임이 서서히 본격화되고 있다.³⁰⁾ 아울러 최근에는 기업불상사를 막기 위한 기업지배구조 개선 및 CSR경영의 강화를 위한 방법의 하나로서 SRI가 활발히 논의되고 있다.³¹⁾

3. SRI의 성장과정

최초의 SRI는 1920년대³²⁾ 미국의 종교단체가 종교적 교의에 따라 담배산업이나 주류산업 등을 투자대상에서 제외하는 것으로부터 시작되었다.³³⁾ 그러나 사회적 영향력을 갖기 시작하는 본격적 의미의 SRI는 1960년대 후반부터 라고 할 수 있다. 1960년대 후반부터의 시기는 다시 (i) 1980년까지의 주로 ‘윤리적 투자(ethical investment)’가 이루어졌던 시기와 (ii) 1990년대 이후에 투자수익 극대화를 위한 투자기법의 하나로서 투자가 이루어졌던 시기로 구분하여 볼 수 있다.

(1) 제1단계 : 1960년대부터 1980년까지의 시기

29) 谷本寛治, 前掲書, 91頁.

30) 上掲書, 21頁.

31) 川村雅彦, “CSR/SRIの現状-歐米と日本における取組状況とその背景”(2003.4)

〈http://www.rieti.go.jp/uder/uesugi_iichiro/financial_flow/pdf/001_kawamura.pdf#search='SRI'〉 (visited April 4, 2006).

32) SRI의 기원을 웨이커교도가 18세기에 노예 거래상으로부터 자금을 철수했던 때까지 거슬러 올라가는 견해도 있다. 이에 관한 상세한 내용은 Matthew Bromberg, Social Investing: The Good Guys Finsdh First, Bus. & Soc'y Rew., 33, 34 34(1998).

33) 이 시기는 투자주체가 종교단체로 사회적 책임에 의해 투자를 한다기 보다는 종교단체 스스로의 윤리관에 의해 투자를 행한다는 점에서 근본적으로 한계가 있었다. Steve Schueth, Socially Responsible Investing in the United States, 43 J. Bus. Ethics 189(2003) 참조.

1960년대 후반부터 80년대까지의 SRI는 주로 종교단체나 시민단체, 대학 등이 개인적인 가치관, 종교적 신념, 사회적 가치 등에 따라 투자를 행하는 것이었다.³⁴⁾ 즉, SRI 투자자는 투자수익의 극대화를 위해 투자를 행하는 것이 아니라 사회적 가치를 실현하기 위한 방안의 하나로서 SRI를 활용하였던 것이다. 베트남 전쟁에 반대하는 단체가 전쟁과 관련된 군수업체 등에 대한 투자를 제한하였던 것이나, 남아공의 ‘인종분리정책(apartheid)’에 반대하는 대학, 종교단체, 연금 등이 남아프리카 공화국에서 사업을 하고 있는 미국기업들의 주식을 처분한 것 등이 대표적인 예에 해당한다.³⁵⁾ 이처럼 이시기의 SRI는 개인이나 단체의 가치관, 신념 등을 실현하기 위하여 자기희생적인 투자를 하는 사회운동적 성격을 가지고 있었다.

(2) 제2단계 : 1990년대 이후의 시기

1990년대 들어서 주식시장의 규모가 급속히 증가하면서 SRI관련 펀드의 규모도 비약적으로 증가하게 되었다. SRI의 규모가 증가함에 따라 그 스폰서인 환경단체, 노동단체 등의 의결권 및 주주제안권의 행사 등을 통해 발언권이 보다 강화되었다. 아울러 대규모 회계부정 등 기업관련 비리, 환경문제, 고용문제 등의 증가로 기업의 사회적 책임에 대한 관심이 높아지면서 개인투자자도 기업지배구조 및 사회적 책임 등에 대한 관심이 증가하였다.³⁶⁾

이러한 과정을 거치면서 SRI를 바라보는 관점이 크게 변화하였다. 종전에는 투자자가 투자대상 기업을 선정함에 있어 재무정보를 주된 자료로 하여 판단하였다. 그러나 현재 재무상황이 건전하고 유망한 기업이라 할지라도 상품제조과정에서 환경을 오염시키거나 열악한 노동조건 등을 가지고 있는 기업은 사회적 비난을 받게 되며, 이를 감시·조사하는 NGO 등에 의해 보이콧나 공익소송의 대상이 되는 경우가 점차 증가하였다.

즉, 기업의 사회적 책임에 대한 관심이 증대됨에 따라 이를 다하지 못하는 기업의 경우 대규모 손해배상의 대상이 되는 등 이미지가 실추될 수 있으며 이는 당해 기업에 대한 시장의 평가로 직접 연결되게 된다. 이에 1990년대 이후 SRI는 투자자의 리스크관리 측면에서 사회적 책임을 다하는 기업을 선별하여 투자하는 형태로 이루어지고 있으며,³⁷⁾ 과거의 자기희생적인 사회운동 성격에서 벗어나 이익 극대화를 위한 투자기법의 하나로 의미를 가지고 있다.

34) 박현일, 전계논문, 210면.

35) 남아프리카공화국 운동은 사회적 책임투자의 성장에 큰 계기가 되었다. 동 운동을 계기로 기존의 윤리적 투자(ethical investment)는 그 범위가 확대되어 종교적인 기준에 의한 투자의사 결정뿐만 아니라 환경이나 노동 문제에 관한 직접대화에 기업이 얼마나 적극적으로 임하느냐를 중시하는 투자의사 결정에도 윤리적 투자라는 용어가 사용되게 되었다. 이후 윤리적 투자라는 용어 자체가 점차 사회적 책임투자라는 용어로 대체되었으며, 사회적으로 많은 주목을 받게 되었다. 남아공 운동에 대한 상세한 내용은 谷本寬治, 前掲書, 14~15頁 참조.

36) 年金総合センター, 「機関投資家の株主議決権行使とコーポレート・ガバナンス」別冊商事法務 第274号(商事法務, 2004), 126頁.

37) Pall A. Davidsson, Legal Enforcement of Corporate Social Responsibility within the EU, 8 Colum. J. Eur. L. 529, 531(2002).

III. SRI의 활성화와 기관투자자의 역할

1. SRI의 역할과 그에 대한 평가

(1) 윤리적·공공적 측면

우리 사회의 기업에 대한 의존도는 시간이 지남에 따라 더욱 심화되고 있으며, 이에 따라 기업에 대한 기대도 점차 커지고 있는 상황이다. 과거의 이해관계자(stakeholder)들은 기업에 대해 보다 높은 경제적 부가가치를 창출하고 제공해 줄 것을 기대하였으며, 그것을 통해 기업의 가치를 평가하였다. 그러나 기업의 성장에 따라 환경문제, 노동문제 등이 제기되고 있으며, 대규모 회계부정사건 등으로 인해 사회에 미치는 악영향이 증가함에 따라 기업을 단순히 경제적 측면에서만 판단할 수 없다는 자각이 이루어졌다. 이에 최근에는 기업에 대해 경제적 측면뿐만 아니라 사회적·환경적 가치에 대한 요구가 점차 커지는 등 기업의 CSR경영에 대한 관심이 높아지고 있으며,³⁸⁾ 기업에 대한 평가에 있어서도 재무적 기준뿐만 아니라 환경적·윤리적 측면들이 함께 고려되고 있다. 기업을 둘러싼 환경변화는 투자자들의 투자 행동에도 많은 변화를 가져왔다. 투자자는 투자대상을 선정함에 있어 기업의 사회적 책임을 주요한 판단기준으로 하고 있으며, 이에 따라 SRI가 중요한 투자기법의 하나로 부상하였다.

SRI의 성장은 기업 스스로 CSR경영을 적극 실천하도록 하는 유인이 된다는 점에서 긍정적이다. 투자자는 SRI를 통해 CSR경영을 행하는 기업을 선별하여 투자를 행하므로 기업들은 투자유치를 위해 CSR경영에 노력하게 될 것이다.³⁹⁾ 또한 일단 투자한 기업에 대해서도 ‘주주행동’을 통해 회사의 경영에 적극적으로 관여하여 CSR경영 및 지배구조개선 등을 유도할 수 있다. 더욱이 이러한 개선이 외부적인 압력이 아니라 기업 내부의 노력을 통해 이루어진다는 점에서 그 효과를 극대화할 수 있을 것으로 기대된다.⁴⁰⁾

SRI의 또 다른 측면에서의 긍정적인 기능은 자원의 효율적 분배에 기여할 수 있다는 점이다. 희소한 자원의 분배는 시장을 통해 이루어지게 될 것이다. 그러나 이는 완전시장 하에서 사적재화가 거래되는 것을 전제로 할 때 성립된다고 할 수 있다.

38) KPMG비즈니스아슈어런스編, 前掲書, 2頁.

39) David Monsma·Tohn Buckley, Non-Financial Corporate Performance: The Material Edges of Social and Environment Disclosure, 11 U. Balt. J. Envtl. L. 151, 161(2004).

40) 우리나라뿐만 아니라 비교적 합리적인 기업지배구조를 가지고 있다고 할 수 있는 미국의 경우에도 대규모 회계부정사건들이 발생하였다. 미국의 경우 2001년 후반부터 2002년 전반기까지 Enron을 비롯하여 WorldCom, Tyco, Adelphia 등 기업들의 대규모 회계부정사건이 연이어 발생하고 있다. 이러한 문제를 해결하기 위해 미국은 Sarbanes-Oxley Act를 제정하는 등 제도적 노력을 기울이고 있다. 그러나 이에 대해 보다 근본적인 문제는 개별기업의 도덕적 해이가 아니라 지배구조 자체의 문제라고 보고 시장의 감시자(gatekeeper)인 투자자, 주주 등이 일정한 역할을 해야 한다는 견해가 있는데, SRI는 이러한 측면에서 주주 및 투자자 역할을 극대화할 수 있는 방안이라는 점에서 의미가 있다. 이에 대해서는 John C. Coffee, Jr., What Caused Enron? A Capsule Social And Economic History of the 1990S, 89 Cornell L. Rev. 270(2004) 참조.

불완전시장이나 사적재화의 성질을 가지고 있지 않은 재화나 서비스에 대해서는 ‘시장실패(market failure)’가 발생할 수 있는 것이다. 따라서 공공재, 외부효과가 발생하는 경우 및 비용체감산업의 경우에는 국가가 재정을 통해 개입하게 된다.⁴¹⁾ 그러나 공공재 등에 대한 공급을 국가재정에만 의존하는 것은 어려우며, 최근에는 많은 공공부문에서 민간투자 및 민간기업의 참여를 유도하고 있는 상황이다.

기업의 공공부문에 대한 관심도 수익만이 아닌 사회전체의 이익을 먼저 고려하는 것이라는 점에서 CSR경영의 관점에서 생각할 수 있고, 공공적 영역에 관심을 갖는 기업을 투자대상으로 선별하여 투자하는 것도 SRI의 하나라고 볼 수 있다. 이러한 점에서 볼 때 SRI는 기업의 공적영역에 대한 관심과 투자를 증진시킬 수 있는 방안의 하나가 될 것이다.

(2) 투자수익 측면

상술한 바와 같이 SRI는 윤리적이고 공공적 성격을 가지고 있다는 점에서 매우 긍정적인 역할을 하고 있지만 수익성을 배제하고 목적성만을 강조하는 것에는 한계가 있다.⁴²⁾ 합리적 투자자라면 투자수익의 극대화를 추구할 것이며, 따라서 전통적인 투자방식과 비교할 때 SRI의 수익률이 낮다면 투자자는 SRI를 선택하지 않을 것이다. 그렇다면 SRI는 여전히 자기희생적인 사회운동의 하나로서 머물 수밖에 없을 것이다. 결국 SRI가 의미를 가지고 앞에서 살펴본 바와 같은 긍정적 기능을 수행하는 것이 가능하기 위해서는 전통적 투자방법에 비해 수익률이 높거나 적어도 동일한 정도의 수준은 되어야 할 것이다.

이에 대해 SRI의 수익률이 전통적 투자기법에 비해 저조하다는 주장도 상당수 존재하였으며, 이러한 주장에 일면 타당성이 있는 것도 사실이다.⁴³⁾ 그러나 이론적 측면에서 SRI의 수익률을 분석하기 위해서는 SRI가 (i) 네거티브 스크리닝 방식에 의해 이루어지는 가, 아니면 (ii) 포지티브 스크리닝에 의한 방식에 의해 이루어지는가를 구분하여 판단해야 할 것이다.

1) 네거티브 스크리닝 방식

41) 예를 들어 경찰서비스라는 공공재와 경비서비스라는 민간기업이 공급하는 사적재화를 살펴보면, 양자의 서비스는 거의 유사하나 경비서비스는 개인의 자택이나 회사 등을 지키는 서비스인데 반하여 경찰서비스는 자택이나 회사 밖의 치안을 지키는 서비스라는 점에서 차이가 있다. 그러나 이에 대한 소비자의 반응은 큰 차이가 있는데 먼저 자신의 사유재산인 주택을 지키는 경비회사에 대해서는 기꺼이 금전적 대가를 지불하려 할 것이다. 그러나 경찰서비스의 경우 자신의 재산이 아닌 외부의 치안을 위한 것이므로 자발적으로 금전을 부담하려 하는 자는 거의 없을 것이다. 따라서 경찰서비스와 같은 공공재는 시장에 맞기는 경우 시장실패가 발생하게 되는 것이다. 이에 관한 상세는 上村敏之, 「はじめて學ぶ國と地方の財政學」(日本評論社, 2005), 7~10頁.

42) 박현일, 전계논문, 231면.

43) SRI의 수익률에 관한 경제학적 분석을 보면, ‘효율적시장가설(efficient markets hypothesis: EMH)’을 전제로 하여 잘 알려진 분석기법인 ‘자본자산가격결정모델(capital asset pricing model: CAPM)’을 통해 분석할 때 전통적 투자방법에 비해 수익률이 낮다는 주장도 있다. 이에 관한 상세는 Maria O'Brien Hylton, op. cit., pp. 14~15.

먼저 (i)의 경우에는 투자의 관점에서 보았을 때 바람직하다고 보기 어렵다. 네거티브 스크리닝의 경우 기업의 수익성과 관계없는 윤리적, 사회적, 환경적 요인에 의해 특정기업을 투자대상에서 제외시키기 때문에 투자 포트폴리오의 다양성을 위축시키게 된다. 이처럼 제한된 포트폴리오를 가지고 투자수익의 극대화라는 투자의 본래적 목적을 달성할 수 있을가에 대해 의문이 제기되는 것이다.⁴⁴⁾

개인투자자의 경우 제한된 범위의 포트폴리오를 가지고 투자판단을 하는 경우 전통적인 투자에 비해 보다 높은 수익률을 얻기 어려울 것이며, SRI가 전통적인 투자에 비해 투자수익이 낮다면 ‘합리적 투자자’는 SRI를 선택하지 않을 것이다.⁴⁵⁾ 또한 수탁자 책임이 부과되는 공적 또는 사적 연금과 같은 기관투자자의 경우에는 SRI가 원천적으로 불가능하게 된다. 수탁자로서 연금 등은 주어진 리스크 하에서 투자수익의 극대화를 통해 연금을 보존하는 것이 가장 중요하다. 따라서 수탁자가 자신의 가치관, 신념 등 주관적 가치판단을 합리적인 재무정보보다 우선적으로 고려하여 판단하는 것은 충실의무 및 신중한 원칙(prudent man rule)에 위반되는 것이 되기 때문이다.⁴⁶⁾ 결국 네거티브 스크리닝에 의한 SRI는 합리적인 투자전략이기 보다는 윤리투자로서 의미를 갖고 있다고 할 수 있으며, 수익성이 아닌 윤리적 측면에서 평가하는 것이 타당할 것이다.

2) 포지티브 스크리닝 방식

네거티브 스크리닝의 경우 투자수익측면에서 다소 부정적인 것이 사실이며, 실제로도 투자자 개인이나 그룹의 가치관이나 신념에 배치되는 담배회사, 주류회사, 군수회사 등을 투자대상에서 제외하는 사회운동적 형태로 이루어져왔다. 그러나 최근의 SRI는 CSR경영을 추구하는 기업을 선별하여 투자를 행한다는 측면에서 주로 포지티브 스크리닝 방식으로 이루어진다고 할 수 있다. 포지티브 스크리닝의 경우는 네거티브 스크리닝의 경우와 달리 전통적인 투자원칙에 충실한 투자전략이라 할 수 있으며, 따라서 전통적인 투자기법에 비해 투자수익률이 낮을 이유가 없다.

투자자가 투자판단을 함에 있어 가장 중요하게 생각하는 것은 ‘수익(return)’과 ‘위험(risk)’이다.⁴⁷⁾ 따라서 효과적인 포트폴리오 투자란 일정수준의 수익이 주어진 경우에는 리스크를 가능한 한 최소화하는 것이고, 리스크가 일정수준으로 주어진 경우에는 수익을 최대화하는 것이다.⁴⁸⁾ 포지티브 스크리닝은 ‘위험’과 ‘리스크’를 고려하여 투자대상을 선정한다는 점에서는 전통적인 투자기법과 동일하다고 할 수 있

44) Ibid., pp. 14 ~ 23.

45) John H. Langbein & Richard A. Posner, Social Investing and the Law of Trusts, 79 Mich. L. Rev. 73, 83(1980)

46) 谷本寛治, 前掲書, 104頁.

47) 물론 현대 포트폴리오 이론에서는 리스크와 수익 외에도 다양성(diversification)과 효율성(efficiency)도 포함한 4가지 요소를 고려하고 있으나, 전통적으로 리스크와 수익이 가장 중요한 고려요소로 인정하였다. 이러한 의미에서 본문에서는 리스크와 수익만을 고려하였다.

48) Maria O'Brien Hylton, op. cit., p. 17.

으며, 다만 판단기준이 기업의 재무적 정보뿐만 아니라 비재무적 정보도 고려한다는 점에서 차이가 있을 뿐이다. 즉, 특정기업이 야기하는 환경문제, 노동문제 등 CSR경영과 관련된 문제들이 기업의 재무적 정보 이상으로 기업가치에 직접적으로 반영된다. 그러므로 투자 리스크를 최소화하기 위해서는 CSR경영을 추구하는 기업을 투자대상으로 선정하게 되는 것이다.

최근 우리사회에서도 기업의 CSR경영과 관련된 사안들이 기업가치에 중대한 영향을 미치는 경우를 쉽게 찾아 볼 수 있다. 기업이 환경문제, 노동문제를 야기한 경우 사회적 비난은 물론 시민단체 등 NGO에 의한 불매운동, 공익소송의 대상이 될 수도 있다.⁴⁹⁾ 결과적으로 기업이미지에 심각한 타격을 입을 뿐만 아니라 재정적 손실도 발생할 수 있으며, 이는 곧 기업가치에 대한 사회적 평가의 하락으로 이어질 수 있다. 그러므로 CSR경영을 추구하는 기업을 선별하여 투자를 행하는 것은 투자 리스크를 줄이기 위한 투자전략의 하나라고 할 수 있다.

물론 SRI의 경우 기업의 재무적 정보만을 보고 판단하지 않기 때문에 전통적 투자 방법에 비해 수익률이 저하되는 경우도 있을 것이다. 그러나 상술한 바와 같이 투자수익이 증가하는 경우에는 이와 비례하여 리스크도 증가한다는 점을 고려할 때, CSR경영을 행하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 리스크가 작고 안정적이기 때문에 그에 비례하여 투자수익이 상대적으로 작은 것이라고 이해하는 것이 합리적일 것이다.

더욱이 포지티브 스크리닝 방식에 의한 SRI의 경우 네거티브 스크리닝 방식과 달리 주주행동적 측면을 결합시킬 수 있다. 이는 SRI가 CSR경영을 하는 기업을 선별하여 단순한 투자하는 것에 그치지 않고, 적극적인 경영참여를 통해 기업이 CSR경영을 추구할 수 있도록 적극 유도하는 것도 가능하게 되는 것이다. 즉, 포지티브 스크리닝 방식에 의한 SRI는 투자 리스크가 적은 기업을 선택할 수 있을 뿐만 아니라, 스스로 리스크를 줄일 수도 있는 효과적인 투자방법이라고 할 수 있다.

2. SRI와 기관투자자

개인투자자도 자신의 가치관을 실현하기 위하여, 또는 리스크를 최소화하는 투자 전략으로서 SRI를 행하는 것이 가능하다. 그러나 SRI의 경우 투자를 통해 기업들이 사회적 책임을 다할 수 있도록 유도한다는 측면에서 볼 때⁵⁰⁾, 소액투자자는 사실상 의미를 가지기 어렵다. 따라서 SRI를 적극적으로 활용할 수 있는 것은 기관투자자이다.

49) 예를 들어 노동자에 대해 부당한 대우를 하는 기업의 경우 장래에 노사대립 등으로 인한 생산성 저하, 대외 신인도 추락 등의 위험요소가 존재하고 있다. 또한 최근 환경문제에 대해 ‘지속가능한 개발(sustainable development)’이라는 관점에서 접근함에 따라 환경오염을 야기하는 기업의 경우 정부차원의 제재뿐만 아니라 환경단체에 의한 공익소송의 대상이 될 수도 있다. 기업의 CSR경영에 따른 장단점에 대한 비교는 박현일, 전개논문, 234면 참조.

50) Pall A. Davidsson, Legal Enforcement of Corporate Social Responsibility within the EU, 8 Colum. J. Eur. L. 529, 532(2002).

기관투자자는 증권시장에서 대규모의 자금으로 투자활동을 하는 주체로서 개인투자자에 대한 상대적 개념이며,⁵¹⁾ 증권회사, 보험회사, 은행, 투자신탁회사 및 연금 등이 대표적이다. 이러한 기관투자자들은 모두 증권시장에서 중요한 역할을 하고 있지만, 현 상황에서 SRI를 활성화시키고 이를 통해 SRI가 갖는 장점을 최대화시킬 수 있는 최적의 주체는 실질적으로 연금이라 할 수 있다.

은행이나 보험 등의 금융회사의 경우에는 고객의 이익만을 최우선으로 고려할 수밖에 없으며, 또한 금융업이나 보험업 등을 영위하면서 포트폴리오에 포함된 투자 대상 기업과 사업상 긴밀한 관계를 갖는다는 점에서 SRI의 한 부분을 차지하는 공공적 성격에 부합하지 않은 측면이 있다.

이에 비해 연금은 SRI의 주체로서 최적의 주체가 될 수 있다. 공적연금 및 사적연금은 모두 기관투자자의 지위에서 타인의 자금을 모아 전문지식을 토대로 투자를 행하는 기관으로서 어느 정도 공공적 성격을 가지고 있다. 또한 규모가 거대하여 주로 패시브운용(passive management)을 행하므로 보다 장기적인 관점에서 투자 판단을 행하는 경향이 있다.⁵²⁾ 따라서 CSR경영을 추구하는 기업을 선별하여 투자를 하고, 아울러 기업이 CSR경영을 행할 수 있도록 하기 위한 SRI활동을 가장 효과적으로 수행할 수 있는 기관투자자는 연금이라고 할 수 있다.⁵³⁾

3. 기관투자자에 대한 기대역할과 제도개선방향

(1) SRI의 활성화

1) 시장환경의 변화와 SRI의 필요성

전 세계적으로 기업의 CSR경영과 SRI에 대한 관심이 증가되면서 이에 대한 요구도 점차 커지고 있다. 살펴본 바와 같이 SRI는 많은 장점을 가지고 있기 때문에 경제적·사회적 측면에서 이를 활성화시킬 필요성이 크다. 하지만, SRI를 빠른 시간 내에 활성화시켜야 할 더 큰 필요는 외부로부터 CSR에 대한 요구가 커지고 있다는 것이다. 현재 국제표준화기구(ISO)는 각 국가간에 서로 다른 CSR의 내용을 지수화하여 각국에 공통으로 적용할 수 있는 ‘사회적책임(SR)표준’을 2008년 3월까지 제정하기로 하였다. SR표준이 제정되면 국제입찰 및 기업평가 등 모든 국제거래에서 강제 또는 반강제 규정으로 적용되면서 각국이 이를 시장진입 방어수단으로 활용할 것으로 예상되고 있다. 예를 들어 SR표준에 미치지 못하는 경우 자국의 대형공사의 경쟁입찰 대상에서 제외하는 경우 등도 예상해 볼 수 있다.⁵⁴⁾

51) 노회진, “사모펀드와 기관투자자의 관계”, 「상장협」 춘계호(한국상장회사협의회, 2005), 64면.

52) 안수현, “연금과 회사지배구조”, 「BFL」 제15호(2006), 25면.

53) 물론 금융기관에서 SRI를 목적으로 하는 펀드를 만들어 수익성을 제고함과 아울러 사회적 가치를 실현하고자 하는 경우도 있다. 그러나 이 경우에는 후술하는 바와 같이 SRI의 활성화를 위해 제도적으로 규제하는 것이 사실상 무의미하다는 점에서 본 글의 논의 범위에서 제외하였다.

54) 이에 대한 내용은 매일경제신문 2005년 11월 22일자 참조.

이제 CSR경영은 기업의 국제경쟁력, 더 나아가서는 생존과 직결되는 문제가 될 것이며, 기업 스스로 CSR경영을 추구할 수 있는 유인을 제공해주는 것이 필요하다. 물론 법적장치를 통해 기업이 CSR경영을 하도록 외부적인 통제를 하는 방안도 생각해 볼 수 있다. 그러나 외부적 통제보다는 내부적 통제가 훨씬 효과적이라는 것은 주지의 사실이며, 지금까지 살펴본 것처럼 가장 효과적인 내부통제의 방법은 바로 SRI라고 할 수 있다.

2) 제도개선방향

SRI를 활성화할 수 있는 최적의 주체인 기관투자자, 특히 연금이 보다 적극적으로 SRI를 실행하도록 할 필요가 있다. 물론 금융기관에서 SRI를 목적으로 하는 펀드를 발행하여 투자수익의 제고와 함께 사회적으로 가치있는 투자를 행하는 것도 가능하며, 이러한 SRI펀드의 활성화가 궁극적인 지향점이라 할 수 있다. 그러나 앞에서 살펴본 바와 같이 SRI가 가장 먼저 시작된 미국의 경우 민간에 의한 SRI펀드를 통해 발전한 것에 비해, 후발주자인 영국은 정부차원에서 연금을 적극 활용하여 성장하였다. 이러한 점을 고려할 때 이제 SRI를 본격적으로 시작하는 시점에 있는 우리나라의 경우도 정부주도하에 연금을 적극 활용하는 방안을 강구할 필요가 있다. 특히 2005년 말에 도입된 퇴직연금이 도입됨에 따라 연금의 주식투자의 규모도 이에 비례하여 증가될 것으로 예상되는데, 투자판단시 일정비율의 SRI를 고려할 수 있도록 유도해 나갈 필요가 있다.

(2) 주주행동(shareholder activism)의 강화

1) 주주행동의 필요성

SRI의 궁극적인 기능은 CSR경영을 하는 기업을 선별하여 투자하는데 그치는 것이 아니라, 기업의 CSR경영을 유도하는 것이다. 이를 위해서는 스크리닝을 통해 대상 기업을 선별하는 것도 중요하지만, 보다 중요한 것은 투자기업의 주요주주의 자격으로 기업의 반사회적 행위를 제한하고 지배구조개선을 위해 적극적으로 노력하는 것이다. 이는 SRI가 갖는 공공적 기능을 수행하는 것이며, 아울러 투자수익의 극대화를 위한 리스크 발생요인의 사전억제라는 측면에서도 중요하다.

더욱이 최근 기관투자자는 기업의 주요주주로서 중요한 의미를 가지고 있으며 그 역할의 중요성이 점차 강조되고 있다. 단순히 'Wall Street Rule'에 따라 기업의 성과가 좋지 않은 경우 보유주식을 매도하는 것이 아니고, 적극적으로 기업을 감시하고 지원하는 핵심적 역할이 요구되고 있는 것이다.⁵⁵⁾ SRI를 통한 주주행동은 CSR

55) 이와 관련하여 일정한 지분율 이상을 보유한 투자자가 기업의 경영진과 장기적인 관계형성을 통해 기업경영과 지배구조에 일정 부분 참여하는 형식의 투자를 '관계투자(relationship investment)'라고 한다. 관계투자에 관한 내용은 박경서, "관계투자의 발전전망", 「상장협」춘계호(한국상장회사협의회, 2005), 80면 이하 참조.

경영을 적극적으로 행하는 기업을 선택하여 투자할 뿐만 아니라, 투자기업에 대해 의결권 행사 등을 통해 적극 관여하여 CSR경영을 유도하기도 한다. 이러한 점에서 최근 기관투자자에게 요구되는 역할에 가장 부합하는 투자전략이 될 수 있다는 점에서도 그 필요성이 크다.

2) 주주행동의 범위 및 문제점

SRI의 주주행동은 주주제안이나 의결권행사 등 투자에 부수하는 권리를 행사하는 형태로 실현될 것이다.⁵⁶⁾ 특히, 의결권행사는 회사의 기본적인 의사를 결정할 뿐만 아니라, 회사경영진을 지원하기도 하고 견제할 수도 있다는 점에서 그 영향력이 매우 크다. 따라서 의결권이 남용되는 경우 그 폐해도 상당히 클 수밖에 없을 것이다.

특히, 문제가 될 수 있는 것은 연금이며, 2005년 기금관리기본법의 개정을 통해 공적연금의 주식투자가 허용되면서 이에 대한 우려도 상당수 제기되었다. 연금의 경우 그 규모가 거대할 뿐만 아니라 그 속성상 정부의 영향력 하에 있을 수 있다는 점에서 정부에 의한 인위적 활용 및 기업통제의 수단으로 사용될 가능성이 있다는 것이다.⁵⁷⁾ 따라서 SRI의 핵심적 주체인 연금이 적극적인 주주행동을 할 수 있도록 하기 위해서는 먼저 의결권의 남용을 막을 수 있는 제도적 보완책을 마련하는 것이 필요하다.

3) 의결권 남용문제 해결을 위한 제도개선방향

가. 제도개선의 기본방향

의결권의 남용을 막는 방법은 크게 (i) 주식취득 및 의결권행사를 직접적으로 제한하는 방법과 (ii) 의결권행사의 기준을 정하는 방안을 생각해볼 수 있다. 먼저 (i)의 경우는 현행법상 그 예를 많이 찾아볼 수 있다. 예를 들어 상법의 경우 회사가 소유한 자기주식(제369조 제2항), 비모자회사간 상호보유주식(제365조 제3항), 특별이해관계인의 주식(제368조 제4항) 등에 대해 의결권행사를 제한하고 있다. 상법상의 의결권행사는 주주 고유의 권리로서 전적으로 개인의 의사에 따라 이루어지게 되므로 (ii)의 경우와 같이 의결권행사 방향을 통제하는 것은 불가능하다. 따라서 주주개인의 이익을 위해 의결권행사가 남용되는 것을 막기 위해서는 (i)의 경우와 같이 사전에 의결권행사를 제한하는 것이 타당할 것이다.

연금의 경우도 의결권 남용가능성이 동일하게 존재하므로 위 (i)의 경우와 같이 의결권행사를 원천적으로 제한하는 것도 가능하며, 아울러 의결권행사를 위한 의사결정이 수탁자에 의해 이루어진다는 점에서 (ii)의 방법도 가능하다. 다시 말해서

56) 박환일, 전계논문, 215면.

57) 이철용, “국민연금 주식투자 확대의 쟁점과 해법”, 「상장」 2005년 6월호(한국상장회사협의회), 6면.

연금의 의결권행사가 특정인 또는 집단의 이익만을 추구하는 등 남용되는 것을 사전에 예방하기 위하여 의결권행사 기준을 사전에 정하여 통제하는 것도 하나의 방법이 될 수 있는 것이다. 이처럼 연금의 의결권 남용을 막는 방법은 위 (i)과 (ii)의 방법이 모두 가능하며, 어떤 것을 선택하는가의 문제는 그 사회적 비용(cost)과 이익(benefit)을 비교형량하여 선택하여야 할 것이다.

먼저 (i)의 경우와 같이 의결권 행사를 제한하는 경우에는 의결권의 남용 자체를 원천적으로 차단할 수 있을 것이다. 그러나 기관투자자의 중요한 기능 중의 하나가 기업지배구조개선 효과나 SRI의 실현이라는 점을 고려할 때, 가장 중요한 기관투자자의 하나인 연금의 의결권을 제한하는 경우에는 이러한 긍정적 기능도 제한해버리는 결과를 가져올 수 있다.

이에 반해 (ii)의 경우는 의결권 행사가 가능하므로 기관투자자로서의 본래적 기능을 수행할 수 있다는 장점이 있다. 물론 의결권의 남용 가능성을 완전히 차단하는 것은 어려울 것이라는 단점이 존재하는 것도 사실이다. 하지만 사회전체의 이익이라는 측면에서 볼 때 기관투자자로서 연금의 역할이 보다 중요하며, 또한 의결권의 남용문제는 연금의 지배구조개선을 통해 해결해야 할 문제이다.⁵⁸⁾ 따라서 연금에 대해서는 (ii)의 경우와 같이 의결권 행사를 허용하되, 연금의 의사결정이 합리적으로 이루어질 수 있는 지배구조의 구축과 함께 의결권행사의 기준을 명확히 하는 것이 바람직할 것으로 생각된다.

IV. 맺음말

살펴본 바와 같이 기업의 CSR경영 및 이를 유도하기 위한 SRI는 현실적인 필요성이 클 뿐만 아니라, 우리기업이 갖고 있는 부정비리, 기업지배구조의 왜곡 등 많은 문제점을 해결할 수 있는 방안의 하나가 될 수 있다. 이러한 점에서 SRI가 활성화 될 수 있는 환경을 마련하는 것이 중요하며, 연금을 비롯한 기관투자자가 그 선도자로서 역할을 해야 할 필요가 있다.

다만, 주의할 점은 CSR경영 및 SRI는 우리의 자생적인 제도가 아니라 외부로부터 거대한 자본과 함께 들어오는 제도라는 점이다. 따라서 외부적 압력에 의해 우리에게 맞지 않는 CSR의 기준이 성립될 가능성도 배제할 수 없다. CSR이란 ‘사회적 존재’로서의 기업에 대해 부과되는 책임을 말한다. 즉, 기업이 자신이 뿌리를 내린 사회속에서 스스로 자각하는 책임을 의미하는 것이다. 모든 사회는 국가나 지역, 역사, 문화, 종교 또는 사회경제상황에 의해 나름의 가치관, 도덕관, 국가관을 형성하고 있다. 따라서 기업이 느끼는 사회적 책임은 국가나 지역을 초월한 공통적인 것도 있지만, 특정국가나 사회에만 해당되는 독특한 책임도 존재할 수 있다.

58) 공적연금의 지배구조에 대해서는 광관훈, “공적연금기금의 지배구조와 기관투자자로서의 역할”, 「법제연구」 제 29호(2005), 139면 이하 참조.

따라서 CSR경영 및 SRI의 기준을 정립함에 있어 공통되는 국제적 기준과 함께 우리에게 고유한 기준을 적절히 조화시켜 우리기업에 맞는 기준을 정립시키는 것이 필요하다. 그렇지 않으면 CSR 및 SRI가 외국자본에 의한 새로운 압력수단으로 이용되지 않을 것이라고 누구도 장담하지 못할 것이다.