

ISSN 2982-7124

ESG 리뷰

ESG Review

2023-03호 | Vol. 108

2023.09.27



한국ESG기준원

Contents

Vol.108 | 2023. 3호

- 03 연구논단Ⅰ** 의무공개매수제도 도입이 지배의 사적이익에 미치는 영향 분석
김우찬 | 고려대학교 경영대학 교수
- 24 연구논단Ⅱ** ESG 경영과 코로나19 팬데믹
배기홍 | York대학교 경영대학 교수
- 46 연구논단Ⅲ** ESG관련 주식형 펀드 및 ETF의 성과
강신국 | 우리은행 부행장
이준서 | 동국대학교 경영학과 교수



의무공개매수제도 도입이 지배의 사적이익에 미치는 영향 분석*

연구논단 I

김우찬 | 고려대학교 경영대학 교수

I. 서론

기업의 지배권 거래를 규율하는 규범은 미국식 시장원칙(market rule)과 영국식 의무공개매수제도(mandatory bid rule)로 구분할 수 있다(Bebchuk, 1994; Armour and Skeel, 2007). 미국은 지배권 거래에서 인수자에게 공개매수와 관련해서 특정 의무를 부여하지 않고 시장 자율에 맡긴다. 또한 인수대상회사 이사회에게도 지배권 방어 수단을 폭넓게 허용하고 있다. 하지만 일반주주의 지분을 제외하고 지배주주의 지분만 인수하는 경우는 거의 발생하지 않는다. 지배권 거래시 인수대상회사의 이사회에게 잠재적 인수자의 탐색, 매도가격 결정 등에 있어서 최선을 다해야 하는 선관의무(fiduciary duty)를 부과하고 있기 때문이다.

반면, 영국의 경우 인수자의 공개매수와 인수대상회사 이사회에 지배권 방어장치 사용을 엄격히 규율한다. 즉, 지배권 거래시 인수자의 지분이 30%를 초과할 경우, 남은 주주 모두에게 공개매수 청약 의사를 묻는 의무공개매수제도를 1972년 부터 시행하고 있고, 인수대상회사 이사회에게 중립의무(board neutrality)를 부과하여 지배권 방어장치 사용을 금지한다. 공개매수 제의는 최근 1년간 거래된 최고가격 이상으로 하도록 함으로써, 잔여주주 모두에게 지배주주와 동일한 지배권 프리미엄(control premium)을 받을 수 있는 기회를 제공한다. 이는 지배주주의 지분가치와 일반주주의 지분가치를 동등하게 인정하는 '주주평등의 원칙(equal opportunity rule)'을 적용하고 있는 것을 의미하며 지배권 거래에 동의하지 않는 일반주주가 지배권 프리미엄이 포함된 가격으로

* 본 원고는 재무연구(제36권 3호, 2023, pp.1-30)에 게재된 김부식, 김우찬, 이용준 공저의 동명 학술논문을 요약, 발췌한 것입니다. 보다 상세한 분석 결과는 원논문을 참조해 주시기 바랍니다.

보유지분을 매도할 권리(exit right)가 보장된다는 것을 의미한다.

공개매수에 대한 규율방식에 있어서는 영국식 방식이 글로벌 스탠더드이다. EU는 유럽 자본시장 통합 차원에서 공개매수제안에 대한 지침(Directive on Takeover Bids)을 2004년 제정하였고, 회원국은 각국 사정에 맞는 발동 기준을 정해 의무공개매수제도를 도입하였다(EU Commission, 2007). 싱가포르, 홍콩 등 아시아의 여러 국가들도 의무공개매수제도를 시행하고 있다.

우리나라에서도 외환위기 당시 원활한 구조조정을 위해 폐지했던 의무공개매수제도를 부활시켜야 한다는 논의가 10여 년 전부터 시작되었다 (김우찬·강정민, 2010). 오랫동안 입법 논의로까지 이어지지 못했으나 지배권 거래에 대한 일반주주들의 불만이 높아지면서 이용우 및 배진교 의원안이 발의되었고, 2021년 말에는 의무공개매수제도 도입 검토가 대통령 선거공약으로 채택되었다.¹⁾ 그리고 2022년 12월에는 마침내 정부가 그 도입방침을 발표하기에 이르렀다.²⁾

하지만 정부가 발표한 내용은 영국식 제도와 달랐다. 인수자가 주식의 25% 이상 보유한 최대주주가 되는 경우 인수대상회사 잔여 주주를 대상으로 공개매수를 제의해야 하는 의무가 있으나 총 50%+1주 이상에 대해서만 매수 제의를 해도 되는 방안이 발표되었기 때문이다. 즉, 공개매수에 응한 주식이 50%를 초과하더라도 인수자는 청약받은 비율대로 안분해서 50%+1주까지만 매입해도 된다. 일반주주 보유지분 전량을 매수하게 할 경우 과도한 인수대금 등으로 M&A 위축 가능성이 있다는 것이 정부가 제시한 근거이다.

정부의 이러한 주장은 의무공개매수제도가 적용되는 경우에도 지배권 프리미엄의 수준이 그대로 유지되고 잔여 주주 전부가 공개매수 제의에 응할 것이라는 가정에 기초한 것이다. 하지만 이러한 가정은 이론적으로도 설득력이 없으며 실증적인 뒷받침도 없다.

본 연구는 의무공개매수제도가 도입된 41개 국가를 대상으로, 의무공개매수제도 도입이 지배의 사적이익(private benefits of control)에 미치는 영향을 이중차분법(difference-in-differences test)을 사용하여 분석한다. 여기서 분석 대상인 ‘지배의 사적이익’이란 기존 지배주주가 지배지분을 매각함에 따라 포기해야 하는 사적이익이 아니라 지배지분을 매입한 새로운 지배주주가 가져갈 사적이익을 의미한다. 따라서 지배권 거래가격과 거래 발표 직전 주가의 차이로 계산되는 통상적인 의미의 지배권 프리미엄과는 달리 지배권 거래가격과 거래 발표 직후 주가의 차이로 계산된다. 거래 발표 직후의 주가는 새로운 지배주주가 기업인수 후 새롭게 창출하게 될 기업가치를 반영한 주가이다.

1) 이용우 의원안(20.8월, 상장회사에 관한 특별법 제정안), 배진교 의원안(21.11월, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 개정안)

2) 금융위원회, 「주식양수도 방식의 경영권 변경시 일반투자자 보호방안 세미나」 개최 및 방안 발표, 2022.12.21

본 연구가 기존 연구들이 집중적으로 살펴본 ‘기존 지배주주의 지배권 프리미엄’보다는 ‘새로운 지배주주의 사적이익’에 초점을 맞춘 이유는 두가지다.

첫째, 지배권 프리미엄(control premium)은 지배주주의 사적이익(private benefit of control)을 제대로 측정하지 못하기 때문이다. 지배권 프리미엄은 기존 지배주주 입장에서 지배지분의 가격을 시가대비 얼마나 할증해서 매각했는가를 측정하는 것으로 계산할 때 매각되는 지배지분의 수준을 전혀 고려하지 않기 때문에 기존 지배주주가 누렸던 사적이익의 정도를 정확히 측정하지 못한다. 예컨대, 40%의 지분을 30%의 프리미엄을 받고 매각하는 경우와 20%의 지분을 30%의 프리미엄을 받고 매각하는 경우 모두 기존 지배주주의 지배권 프리미엄은 30%이지만 전자의 경우 사적이익은 12%(=30% x 0.4)이고, 후자의 경우 사적이익이 6%(=30% x 0.2)에 불과하다.

둘째, 의무공개매수제도가 직접적으로 영향을 미치는 것은 ‘새로운 지배주주’의 사적이익이지 ‘기존 지배주주’의 사적이익이 아니기 때문이다. 의무공개매수제도가 도입된다는 것은 인수대상 회사의 일반주주들이 보유 주식을 인수자에게 매도할 뜻이 부여된다는 것을 의미한다. 그런데 이 뜻이행 행사로 인해 발행하는 비용을 부담하는 주체는 ‘새로운 지배주주’이지 ‘기존 지배주주’가 아니다. 따라서 일반주주에 대한 공개매수가격을 결정하는 지배권 거래가격을 낮춰 일반주주의 뜻이행 행사유인을 줄이려는 주체 또한 ‘기존 지배주주’가 아니라 ‘새로운 지배주주’가 된다. 그런데 새로운 지배주주가 창출하는 기업가치 상승분에 변화가 없는 상황에서 지배지분 인수가격을 낮춘다는 것은 새로운 지배주주가 인수 후 취할 사적이익이 그 만큼 낮아진다는 것을 의미한다.

분석 결과 의무공개매수제도 도입 이후 공개매수 제의 의무가 발생하는 지분율 구간에서 지배의 사적이익이 통계적으로나 경제적으로 유의하게 감소하는 것으로 나타났다. 이는 의무공개매수제도가 도입되면 인수자에게 지배에 따른 사적이익을 낮출 유인이 생긴다는 De la Bruslerie(2013)의 이론적 예측을 실증적으로 뒷받침하는 것이다. 즉, 인수자가 높은 사적이익을 추구하면 잔여 주주가 공개매수 제의에 응할 때 얻을 편익(공개매수가격)과 응하지 않을 때 부담하는 비용(지배주주에 의한 착취)을 동시에 높여 공개매수에 응하는 주식의 수를 증가시키고 결과적으로 인수자의 인수 비용을 높이기 때문이다.

의무공개매수제도 도입이 지배의 사적이익에 미친 영향은 도입 직전 기업지배구조가 취약한 국가에서 더 큰 것으로 나타났고, 지배권 거래가격과 거래 발표 직전의 주가 차이로 계산한 통상적인 의미의 지배권 프리미엄도 의무공개매수제도 도입 이후 낮아지는 것을 발견하였다. 또, 이들 결과는 강건성 분석에서 인수거래가 의무공개매수제도 도입 전후 모두 있는 국가들만을 표본에 포함한 경우에도 변함이 없는 것으로 나타났다. 또, 기존 지배주주의 지분율 수준 및 인수대상회사의 재무적 곤경(financial distress)

유무와도 무관한 것으로 나타났다.

한편, 지배의 사적이익이 큰 경우 의무공개 매수 발동 지분율을 하회해서 인수하고, 지배의 사적이익이 작은 경우 발동 지분율을 상회해서 인수하는 자기선택 편향(self-selection bias)의 문제는 크지 않은 것으로 나타났다. 의무공개매수제도 도입 이후 발동 지분율을 상회하는 인수에서는 지배의 사적이익이 대폭 하락한 반면 발동 지분율을 하회하는 인수에서는 지배의 사적이익에 큰 변동이 없었기 때문이다. 또, 발동 지분율 이상 거래가 차지하는 비중을 분석한 Lee, Kim, and Kim(2023)의 연구에서도 의무공개매수제도 도입 이후 그 비중이 통계적으로 유의미하게 줄지 않는 것으로 나타났다.

기존 문헌에 대한 본 연구의 기여는 다음과 같다. 먼저, 본 연구는 의무공개매수제도 도입이 지배의 사적이익에 미친 영향을 실증적으로 분석한 첫 논문이라고 할 수 있다. 이 주제에 대한 기존 연구들은 이론 연구가 주를 이루고 있다(Burkart, Gromb, and Panunzi 2000, De la Bruslerie 2013). 또한 실증분석 연구들도 새로운 지배주주의 사적이익보다는 기존 지배주주의 지배권 프리미엄이나 의무공개매수제도 도입 이후 인수거래의 공시효과에 초점을 맞추었으며 유럽국가들에 한정하여 분석한 경우가 주를 이룬다.

둘째, 본 연구는 의무공개매수제도 도입과 관련해서 중요한 정책적 시사점을 제시한다. 즉, 의무공개매수제도 도입 이후 지배의 사적이익이나 지배권 프리미엄의 수준이 그 이전 수준으로 유지되는 것이 아니라 낮아져 인수 비용 증가를 억제하고, 결과적으로 기업 인수 활동을 저해하지 않을 수 있다는 정책적 시사점을 제시한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제2장에서는 선행연구를 살펴보고 본 연구의 가설을 제시한다. 제3장에서는 표본의 구성과 분석방법을 설명한다. 제4장에서는 실증분석 결과를 제시한다. 제5장에서는 본 연구의 결과를 요약하고 결론을 제시한다.

II. 선행연구 및 가설의 설정

1. 선행연구

의무공개매수제도를 주제로 한 초기의 연구는 제도 도입의 기대효과를 이론적으로 분석하는 연구가 주를 이루었다. 먼저 Bebchuk(1994)은 이론모형을 통해 의무공개매수제도가 미국식 시장원칙에 비해 가치감소형(value-decreasing) 기업 인수거래를 저지하는데 더 효과적이지만 가치증가형(value-increasing) 기업 인수거래도 차단하는 경우가 있음을 지적하였다.

둘째, 의무공개매수제도와 지배의 사적이익 사이의 관계를 이론적으로 분석한 연구들이 있다. Burkart, Gromb, and Panunzi(2000)는 이론모형을 통해 의무공개매수제도가 적용되는 경우 인수자가 결과적으로 인수하게 되는 지분율을 늘려 인수자의 대리인 비용과 지배의 사적이익을 낮추는 효과가 있음을 보여주었다. 한편, De la Bruslerie(2013)는 의무공개매수제도가 도입될 경우 일반주주가 자신의 지분을 지배주주가 매각한 가격과 동일한 가격으로 매도할 수 있는 선택권을 갖게 되는 점에 착안하여 의무공개매수제도가 지배의 사적이익을 낮추는 효과가 있음을 보였다. 이 모형에 따르면 인수대상회사의 일반주주들은 공개매수과정에서 공개매수가격은 물론 인수자로부터 받은 신호(기업가치 상승 정도, 지배의 사적편익 정도 등)를 바탕으로 공개매수 제의에 응할 때와 그렇지 않을 때의 편익과 비용을 분석하고, 이에 입각해서 공개매수 제의에 응할지의 여부를 결정하며 인수자가 최종적으로 인수하게 되는 지분율은 일반주주의 공개매수제의 참여 여부에 의해 결정된다. 또, 이 모형에 따르면 인수자가 인수대상회사로부터 얻으려고 하는 지배의 사적이익이 너무 크면, 인수대상회사의 일반주주는 공개매수에 적극 응해서 자신의 지분을 매도하게 된다. 하지만 이 경우 인수자는 최적의 지분율을 초과해서 지분을 인수하게 되어 손해를 보게 된다. 따라서 인수자는 이러한 위험을 줄이기 위해서 기업 인수시 얻는 지배의 사적이익을 스스로 낮추는 ‘자기규율 매커니즘(self-limitation mechanism)’이 작동하게 된다. 결과적으로 의무공개매수제도가 도입될 경우 지배의 사적이익이 낮아지는 효과가 발생하게 되는 것이다.

한편, 의무공개매수제도를 주제로 한 실증연구는 지배의 사적이익이 아니라 기존 지배주주의 지배권 프리미엄이나 의무공개매수제도 도입 이후 인수거래의 공시효과에 초점을 맞추었으며 그 결과도 혼재되어 있다. Rossi and Volpin(2004)의 연구에 따르면 의무공개매수제도를 도입한 국가의 지배권 프리미엄이 그렇지 않은 국가의 지배권 프리미엄에 비해 유의하게 낮은 것으로 나타났다. 지배권 프리미엄이 낮아지므로 인수자가 일반주주의 보유지분을 전량 매입하더라도 인수대금이 늘어나지 않을 수 있다는 해석이 가능하다. 반면, EU 국가를 대상으로 분석한 Wang and Lahr(2017) 연구에서는 의무공개매수제도 도입이 지배권 프리미엄을 높이는 것으로 나타났다. 두 연구 모두 지배권 거래가격과 거래 발표 직전의 주가 차이로 지배권 프리미엄을 계산하였으며 이중차분법(difference-in-differences test)을 사용하지 않는다.

본 연구의 주제인 지배의 사적이익과 직접적인 관련은 없지만, 지배권 인수거래 공시 전후 인수대상회사 또는 인수기업의 추가수익률(target announcement return)을 이용하여 의무공개매수제도 도입이 주주의 부에 미치는 영향을 분석한 연구들이 있다. 이중차분법(difference-in-differences test)을 사용한 Humphery-Jenner(2012)의 연

구에서는 EU 기업인수에 관한 지침(EU Takeover Directive) 도입으로 인해 인수거래 공시 전후 인수기업의 주가가 하락하는 것으로 나타났다. 인수비용 증가에 따른 참호구축 효과로 인해 EU 기업이 비효율적인 인수를 하게 되었다는 것이 그 설명이다. 반면, Wang and Lahr(2017) 연구에서는 의무공개매수제도 도입으로 인수대상회사 주주의 부가 증가하고, 인수기업 주주의 부도 감소하지 않은 것으로 나타났다. 유럽의 15개 국가를 대상으로 이중차분법(difference-in-differences test)을 사용한 Eswar(2018)의 연구에서도 의무공개매수제도 도입 이후 인수대상회사 주주의 부가 증가하는 것으로 나타났다. 특히 인수기업이 투명한 회계기준과 소액주주보호 제도를 가지고 있을 경우, 인수대상회사 주주의 부가 더 크게 증가하는 것으로 나타났다.

2. 가설의 설정

본 연구에서는 의무공개매수제도가 도입되면 인수자에게 지배에 따른 사적이익을 낮출 유인이 생긴다는 De la Bruslerie (2013)의 이론적 예측을 가설로 설정한다. 즉, 인수자가 높은 사적이익을 추구하면 잔여 주주가 공개매수 제의에 응할 때 얻을 편익(공개매수가격)과 응하지 않을 때 부담하는 비용(지배주주에 의한 착취)을 동시에 높여 공개매수에 응하는 주식의 수를 증가시키고 결과적으로 인수자가 부담해야 하는 인수비용을 높이기 때문에 인수자가 지배의 사적이익을 스스로 제한하는 메커니즘(self-limitation mechanism)이 작동된다는 가설을 검증하고자 한다.

가설 1: 의무공개매수제도 도입은 지배의 사적이익을 낮춘다.

의무공개매수제도 도입이 지배의 사적이익에 미치는 영향력은 도입 직전 해당국가의 기업지배구조 수준에 따라 다를 수 있다. 기업지배구조가 우수한 국가의 경우 지배의 사적이익이 높지 않아 의무공개매수제도의 추가적인 효용이 크지 않은 반면 기업지배구조가 취약한 국가의 경우 지배의 사적이익이 높아 그 효용이 클 수 있기 때문이다.

가설 2: 가설 1의 효과는 기업지배구조가 취약한 국가에서 더 크게 나타난다.

의무공개매수제도를 연구한 기존의 연구들은 지배의 사적이익보다 지배권 프리미엄에 집중되어 있었기 때문에 지배권 프리미엄을 별도로 분석하는 것도 의미가 있다. 더구나 Rossi and Volpin(2004)의 연구와 Wang and Lahr(2017)의 연구가 상반된 결과를 보고하고 있어서 보다 포괄적인 표본과 보다 정밀한 방법론을 사용하여 다시 살펴볼 필요가 있다.

가설 3: 의무공개매수제도 도입은 지배권 프리미엄을 낮춘다.

분석 결과가 강건성(robustness)을 가지는지 살펴보기 위해 다음과 같은 분석을 추가로 실시한다. 첫째, 분석대상 인수거래가 의무공개매수제도 도입 전후로 모두 있는 국가들만을 대상으로 결과가 일관되게 나타나는지 분석하였다. 영국, 싱가포르를 본 연구의 표본기간(1980 ~ 2022년) 이전에 의무공개매수제도를 도입하여 의무공개매수제도 도입 이전의 인수거래 자료가 분석대상에 포함되지 않는 문제가 있다. 또, 상당수의 국가(21개국)는 비록 의무공개매수제도가 표본기간(1980 ~ 2022년) 내에 도입되었지만 의무공개매수제도 도입 이전 또는 도입 이후의 분석대상 인수거래가 없다.

둘째, 인수대상회사에 대한 기존 지배주주의 지분율이 높을 수록 지배의 사적이익이 낮을 가능성이 있고, 이에 따라 상대적으로 낮은 지배권 프리미엄을 요구했을 수 있으므로 기존 지배주주의 지분율이 일정 수준 이상인 경우에도 결과가 일관되게 나타나는지 분석하였다.

셋째, 인수대상회사가 재무적 곤경(financial distress)에 처해있을 경우 인수자가 기업 인수 후 인수대상회사로부터 가져갈 지배의 사적이익이 낮을 수 있다. 또, Dyck and Zingales (2004)에 따르면 인수대상회사가 재무적 곤경에 처해있을 경우, 기존 지배블록 소유자는 지분을 매도하려고 하는 경향이 더 커지고, 인수자에 대한 교섭력(bargaining power)이 떨어져 지배권 프리미엄이 낮아질 수 있다. 따라서 재무적 곤경 기업을 제외하여도, 지배의 사적이익이 감소하는지 분석할 필요가 있다.

넷째, 연구 결과가 인수자의 자기선택(self-selection)에 따른 결과인지 분석하였다. 즉, 사적이익이 큰 경우에는 의무공개매수 발동 지분율을 하회해서 인수를 하고, 지배의 사적이익이 작은 경우에만 발동 지분율을 상회해서 인수하는 자기선택 편향(self-selection bias)이 있는지 살펴보았다.

III. 표본 구성 및 연구방법

1. 표본구성

본 연구에서 기업인수와 관련된 데이터는 SDC Platinum에서 수집하였다. SDC Platinum에서 국제 M&A 데이터는 1980년 이후 데이터를 제공하고 있다. 따라서 본 연구의 분석기간은 1980년부터 2022년까지이다.

이 표본기간 중 의무공개매수제도를 도입한 44개 국가 중에서 중국, 일본, 칠레를 제

외한 41개 국가를 분석대상으로 하였다. 중국은 의무공개매수제도를 시행하고 있으나 많은 예외 조항을 두어 실제로는 의무공개매수제도가 작동하지 않는 경우가 많다(Cai, 2000). 한편, 일본과 칠레가 시행하고 있는 의무공개매수제도는 인수자가 인수대상회사의 의결권이 있는 지분 66.7%(2/3) 이상을 매수해야 발동된다. 따라서 인수대상회사 일반주주가 보유 지분을 지배권 프리미엄이 포함된 가격으로 매도할 기회도 흔치 않다.

국가별로 의무공개매수제도의 도입 시기와 공개매수 의무가 발동하는 최소 지분율은 OECD 지배구조 보고서와 각 국가의 법령 조항을 통해 조사하였다. <표 1>은 국가별 의무공개매수제도 도입현황을 나타낸 것이다.

<표 1> 국가별 의무공개매수제도 도입 현황

이 표는 국가별로 의무공개매수제도가 시행된 시기와 발동 지분율을 나타낸다.

Country	Date	Threshold (%)	Country	Date	Threshold (%)
<i>Europe</i>					
Austria	2006.05.20	30	Lithuania	1996.01.16	33.34
Belgium	2007.09.01	30	Luxembourg	2006.05.22	33.34
Bulgaria	2001.01.31	50	Malta	2006.06.19	50
Croatia	2007.11.01	25	Netherlands	2007.10.28	30
Cyprus	2007.04.05	30	Norway	2008.01.01	33.34
Czech Republic	1996.05.30	30	Poland	1990.09.10	33
Denmark	1987.11.03	33	Portugal	2000.03.02	33
Estonia	2002.01.01	50	Romania	2004.07.29	33
Finland	2006.07.01	30	Russian Fed	1995.12.26	30
France	1989.08.02	30	Slovak Republic	1994.04.01	30
Germany	2002.01.01	30	Slovenia	1997.08.01	33
Greece	2006.05.30	33	Spain	1991.08.01	30
Iceland	1998.04.21	30	Sweden	2003.09.01	30
Ireland	1997.03.12	30	Switzerland	1998.01.01	33
Italy	1998.05.14	25	Turkey	1994.03.09	50
Latvia	2006.07.13	30	United Kingdom	1972.01.18	30
<i>South America</i>					
Argentina	2002.03.26	50			
Brazil	2002.01.01	50			
<i>Asia</i>					
Hong Kong	1981.01.01	30	Pakistan	2002.10.01	25
India	2011.10.01	25	Saudi Arabia	2007.10.03	50
Indonesia	2000.03.13	50	Singapore	1974.01.01	30
<i>Africa</i>					
South Africa	1993.08.13	35			

지배의 사적이익을 정확히 측정하기 위해서 Barclay and Holderness(1989), Dyck and Zingales(2004) 연구에서 표본을 구성한 방법을 바탕으로 단계적으로 분석 대상 기업의 범위를 세밀하게 설정하였다.

먼저 분석 대상기업을 상장기업으로 한정하였다. 또한 금융회사와 공공서비스 기업 (utility firms)은 기업 인수에 있어서 달리 규율되고 있을 가능성이 있어 분석 대상기업에서 제외하였다. 또한 인수회사를 특정할 수 없는 경우, 인수자가 정부인 경우, 인수회사가 인수대상회사의 자회사인 경우에도 분석 대상에서 제외하였다. 인수거래가 공개매수 (tender offers), 자기공개매수 (self-tenders), 교환공개매수 (exchange offers), 기업분할 (spinoffs), 자본재조정 (recapitalizations), 자사주 취득 (repurchases), 잔여지분인수 (acquisitions of remaining interests)에 해당되는 경우에도 분석대상에서 제외하였다. 아울러 SDC 변수 정의상 인수가 완료 (completed) 된 경우와 인수가 사적 협상 (privately negotiated) 된 경우만을 사용하였다.

인수대상회사의 Datastream 코드, 인수 발표일, 인수 지분율, 인수 후 지분율, 주당 인수가격에 대한 정보를 알 수 없는 경우에도 지배의 사적이익을 계산할 수 없기 때문에 분석대상에서 제외하였다. 유의미한 규모의 인수거래만을 표본에 포함하기 위해 인수거래의 가치가 100만 달러 이상이고, 지분거래가 10% 이상인 경우에만 분석대상에 포함하였다.

주가 데이터와 기업 데이터는 각각 Datastream과 Worldscope을 통해 수집하였다. 인수대상회사의 주가가 인수발표일 전후로 동일한 경우 또는 0으로 표시되는 경우에는 인수발표 당시 이미 상장폐지 되었을 가능성이 높아 분석대상에서 제외하였다. 또한 한 해에 여러 기업에 의해서 인수거래가 있었던 경우에는 최초 인수자와의 거래만 남기고, 나머지 거래는 분석대상에서 제외하였다. 이러한 과정을 통해 최종적으로 1,421개의 인수거래 표본을 수집하였다.

본 연구에서 사용한 전체 인수거래 표본 수는 1,421개이다. 이 중에서 의무공개매수제도 도입 전의 표본 수는 257개, 도입 이후의 표본 수는 1,164개인 것으로 나타났다. 의무공개매수제도 도입 전의 표본 수가 적은 이유는 영국, 싱가포르와 같이 1970년대 의무공개매수제도를 도입한 국가들은 1980년 이후 데이터를 제공하는 SDC Platinum의 특성상 제도 도입 전 표본을 확보하기 어렵기 때문이다. 1980년 이후에 의무공개매수제도가 도입된 국가들에서도 의무공개매수제도 도입 이전기간에는 본 연구의 조건에 맞으면서 SDC Platinum 데이터에 포함된 인수거래가 많지 않았다.

의무공개매수제도가 도입된 이후 공개매수 발동 지분율 보다 높게 지분율로 거래가 이루어진 표본 수는 258개이다. <표 2>은 분석대상 인수거래 표본의 수와 구성을 정리한 것이다.

〈표 2〉 분석대상 인수거래 표본의 수와 구성

이 표는 의무공개매수제도 분석대상 인수거래 표본의 수와 그 구성을 정리한 것이다. Below는 의무공개매수제도 발동 지분율 이하로 거래된 경우이며, Above는 발동 지분율을 초과하여 인수거래가 이루어진 경우를 의미한다.

(단위: 건)

Period	Threshold		Total
	Below	Above	
Before MBR	164	93	257
After MBR	906	258	1,164
Total	1,070	351	1,421

국가별 표본 수를 살펴보면 인도(202건), 영국(169건), 홍콩(144건), 프랑스(123건) 순으로 나타났다. 의무공개매수제도 도입 이후 발동 지분율 이상으로 지분거래가 이루어진 표본의 경우, 프랑스(44건), 홍콩(37건), 영국(29건) 순으로 많았다. 〈표 3〉는 국가별 표본 수를 보여주고 있으며

〈표 3〉 국가별 표본 수

Country	Before MBR	After MBR	Total
Argentina	5	10	15
Austria	2	3	5
Belgium	12	7	19
Brazil	15	28	43
Bulgaria	0	1	1
Croatia	0	6	6
Cyprus	0	2	2
Czech Republic	0	3	3
Denmark	0	16	16
Estonia	0	1	1
Finland	14	11	25
France	0	123	123
Germany	16	50	66
Greece	7	21	28
Hong Kong	0	144	144
Iceland	0	2	2
India	105	97	202
Indonesia	3	22	25
Ireland	3	7	10
Italy	11	41	52
Latvia	0	1	1

Country	Before MBR	After MBR	Total
Lithuania	0	2	2
Luxembourg	2	0	2
Malta	0	1	1
Netherlands	9	9	18
Norway	33	44	77
Pakistan	0	3	3
Poland	0	32	32
Portugal	3	9	12
Romania	0	1	1
Russian Fed	0	25	25
Saudi Arabia	1	5	6
Singapore	0	75	75
Slovak Republic	0	1	1
Slovenia	0	2	2
South Africa	2	25	27
Spain	0	32	32
Sweden	13	44	57
Switzerland	1	24	25
Turkey	0	65	65
United Kingdom	0	169	169
Total	257	1,164	1,421

2. 주요 변수의 정의

지배의 사적이익(private benefits of control)은 지배주주가 회사로부터 얻는 이익 중 지배권의 행사를 통해 얻는 이익으로 지배권이 없는 다른 일반주주들은 누리지 못하는 이익을 의미한다. Barclay and Holderness(1989)에 따르면 지배 블록(controlling block) 거래 금액에는 인수자가 대상기업을 인수한 후 얻게 되는 배당 등 금전적인 이익과 대상기업을 지배함으로써 얻게 되는 사적이익이 모두 포함되어 있다. 반면, 지배권 변경 직후 시장에 형성되는 주가에는 인수자 변경에 따른 금전적 이익의 변동분이 반영된다. 따라서 지배블록 매입을 위해 실제 지불한 금액과 지배권 변경 직후 지배블록의 시장가치 간의 차이를 통해 인수자가 대상기업으로부터 얻게 되는 지배의 사적이익을 파악할 수 있다.

본 연구의 회귀분석에서 사용되는 지배의 사적이익은 Dyck and Zingales(2004)의 방법을 사용하였다. Dyck and Zingales(2004)는 Barclay and Holderness(1989)에

서 사용된 지배의 사적이익 측정 방법을 변형하여, 인수자가 지배지분을 인수하는 데 지급한 주당 인수가격과 거래 발표 직후 시장에 형성된 주가 간의 차이를 거래 발표 직후의 주가로 나눈 값에 인수지분율을 곱해서 계산하였다. 이때 인수지분율을 곱하는 이유는 전체 주식이 아니라 일부 주식만 인수될 수 있기 때문이다.

지배의 사적이익 =

$$\frac{(\text{주당인수가격}) - (i\text{일 이후의 주가})}{(i\text{일 이후의 주가})} \times \frac{\text{인수기업이 인수한 지분율}(\%)}{100}$$

지배권 프리미엄(control premium)은 Rossi and Volpin(2004), Wang and Lahr(2017)의 연구에 따라 인수자가 지배지분을 인수하는 데 지급한 주당 인수가격과 거래 발표 직전 시장에 형성되어 있던 주가 간의 차이를 거래 발표 직전 주가로 나눈 값으로 산출하였다.

$$\text{지배권 프리미엄} = \frac{(\text{주당인수가격}) - (i\text{일 이전의 주가})}{(i\text{일 이전의 주가})}$$

3. 분석모형

본 연구에서 의무공개매수제도 도입이 지배의 사적이익에 미치는 영향을 분석하기 위해서 이중차분법(difference-in-differences)을 사용하였다. 처치집단(treatment group)은 의무공개매수 발동 지분율을 초과하는 인수거래이고 통제집단(control group)은 의무공개매수 발동 지분율에 미달하는 인수거래이다.

$$PBC_{ijct} = \beta_0 + \beta_1 MBR_{ijct} + \beta_2 Threshold_{ijct} + \beta_3 (MBR \times Threshold)_{ijct} + \gamma X' + Country_c + Industry_k + Year_t + \epsilon_{ijct} \quad (1)$$

$$CP_{ijct} = \beta_0 + \beta_1 MBR_{ijct} + \beta_2 Threshold_{ijct} + \beta_3 (MBR \times Threshold)_{ijct} + \gamma X' + Country_c + Industry_k + Year_t + \epsilon_{ijct} \quad (2)$$

식 (1), (2)에서 i 는 인수대상회사, j 는 인수자, c 는 인수대상회사가 속한 국가, t 는 연도를 의미한다. PBC 는 지배의 사적이익, CP 는 지배권 프리미엄, MBR 은 개별 국가에 의무공개매수제도가 도입된 이후이면 1, 제도가 도입되기 이전이면 0인 더미변수이다. 만약 제도 시행일을 명확하게 확인하기 어려운 경우, 도입된 해 1월 1일에 시행

된 것으로 보았다. *Threshold*는 발동 지분율을 초과해서 인수가 이루어진 경우 1, 아닌 경우 0인 터미변수이다. 의무공개매수제도는 각 국가들마다 의무공개매수 ‘발동 지분율(threshold)’이 다르기 때문에, 국가별로 발동 지분율을 조사하여 분석에 적용하였다. 는 설명변수로 기업인수 거래의 특성을 반영할 수 있는 변수들로 구성하였다. 위에 표시된 회귀식 (1), (2)에서 $MBR \times Threshold$ 의 회귀계수가 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 갖는지의 여부가 본 연구의 가설이 성립하는지 여부를 결정한다.

이중차분법(difference-in-differences)을 사용하지만 인수자가 처치집단에 포함될지(발동 지분율 이상으로 인수할지) 아니면 통제집단에 포함될지(발동 지분율 이하로 인수할지)를 선택할 수 있다는 점에서 자기선택 편향(self-selection bias) 문제로부터 자유롭지 않다. 즉, 지배의 사적이익이 높은 경우에는 발동 지분율 이하로 인수를 하고, 지배의 사적이익이 낮은 경우에만 발동 지분율 이상으로 인수를 하는 단순한 인수거래 지분율 조정만으로 $MBR \times Threshold$ 의 회귀계수가 음(-)의 값을 가질 수 있다. 이러한 자기선택 편향의 문제에 관해서는 IV.4절에서 자세히 다룬다

IV. 실증분석 결과

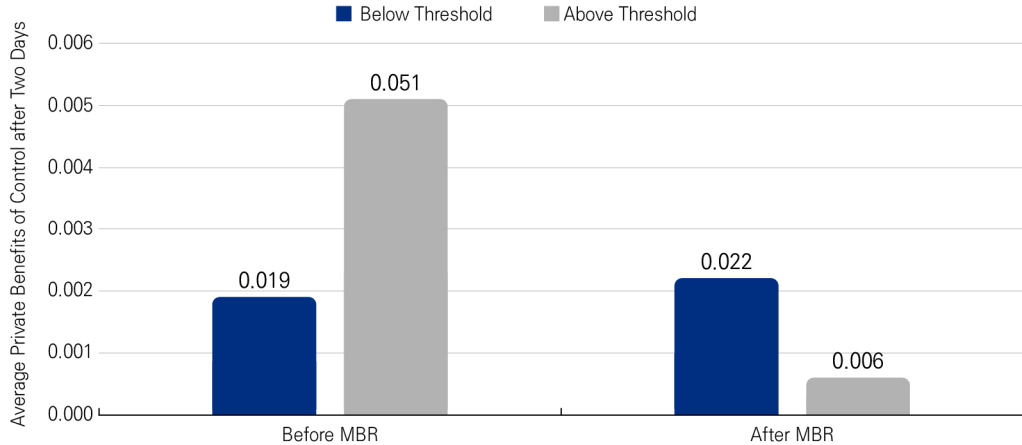
1. 의무공개매수제도 도입이 지배의 사적이익에 미친 영향

본 분석은 첫 번째 가설을 검증하기 위한 것으로, 의무공개매수제도 도입이 지배의 사적이익에 미친 영향을 분석한다. <그림 1>은 의무공개매수제도 시행 전후 및 발동 지분율 초과 여부에 따라 지배의 사적이익 평균 값이 어떻게 다른지 보여준다. 발동 지분율을 초과하는 거래의 경우 지배의 사적이익이 의무공개매수제도 도입 이전에는 5.1%였으나 제도 도입 이후에는 거의 사라지는 것으로 나타났다. 반면 발동 지분율을 하회하는 거래의 경우 의무공개매수제도 전후 큰 변화가 없는 것으로 나타났다.

의무공개매수제도 시행이 지배의 사적이익에 미친 영향을 이중차분법으로 분석한 결과 $MBR \times Threshold$ 변수의 계수 값이 음(-)의 유의한 회귀계수를 갖는 것으로 확인되었다. 열(4)의 회귀계수 -0.062는 의무공개매수제도 시행으로 인한 지배의 사적이익 감소가 시가총액 대비 약 6.2%인 것을 의미한다.

〈그림 1〉 의무공개매수제도 시행 전후 지배의 사적이익의 변화

이 그림은 의무공개매수제도 시행 전후 및 발동 지분율 초과 여부에 따라 지배의 사적이익의 평균 값이 어떻게 달라지는지 보여준다. 지배의 사적이익을 계산할 때 시장 주가는 인수발표 2일 뒤의 주가를 이용하였다.



2. 도입 직전 국가단위 기업지배구조 수준에 따른 분석

본 분석은 두 번째 가설을 검증하기 위한 것으로, 의무공개매수제도 도입 직전 해당 국가의 기업지배구조 수준에 따라 의무공개매수제도의 영향력이 다르게 나타나는지 살펴해보았다. 국가단위의 기업지배구조는 해당 국가 소재 회사를 대상으로 이루어진 지배권 인수거래를 표본으로 새로운 지배주주의 사적이익을 각각 구한 다음 그 평균 값을 대용변수로 사용하였다. 의무공개매수 도입 직전연도에 지배권 인수거래가 없는 경우 가장 가까운 과거에 이루어진 지배권 인수거래를 표본으로 사용하였다.

기업지배구조는 경영자가 본인의 사익이 아니라 회사와 주주의 이익에 충성하도록 강제 또는 유도하는 모든 시스템을 의미한다는 점에서 지배의 사적이익은 기업지배구조 자체가 아니라 그 결과물이라고 할 수 있다. 하지만 기업지배구조의 수준을 가늠할 수 있는 매우 훌륭한 지표이다. 기업지배구조가 낙후되어 경영자가 회사와 주주의 이익이 아닌 경영자 본인의 사익을 추구하면 지배의 사적이익이 올라가기 마련이기 때문이다. 또, 지배의 사적이익은 학계에서 널리 사용한 법계(legal origin)와는 달리 연도별로 측정이 가능해 각 국가별로 의무공개매수제도 도입 직전의 기업지배구조 수준을 파악해야 하는 본 연구에 더 적합하다. Djankov et al. (2008)의 연구가 제시한 자기거래 제한지표(anti-self-dealing index)도 2003년 기준의 지표로서 각 국가별로 의무공개매수 제도 도입 직전의 지표를 구해야 하는 본 연구에 적합하지 않다.

전체표본을 기업지배구조가 우수한 국가 (국가단위 PBC가 중위 값 이하인 국가) 표본과 기업지배구조가 취약한 국가 (국가단위 PBC가 중위 값 이상인 국가) 표본으로 나

누어 분석한 결과 기업지배구조가 취약한 표본을 사용한 경우 변수 계수 값의 절대치가 기업지배구조가 우수한 표본을 사용한 경우에 비해서 거의 두배에 이르는 것으로 나타났다. 예컨대, 인수발표 1일전 주가를 사용한 PBC를 종속변수로 사용하고, 산업 고정 효과를 통제한 경우인데 기업지배구조가 우수한 표본에서 $MBR \times Threshold$ 변수의 계수 값은 -0.052로 나타났고, 기업지배구조가 취약한 표본에서 $MBR \times Threshold$ 변수의 계수 값은 -0.126으로 나타났다.

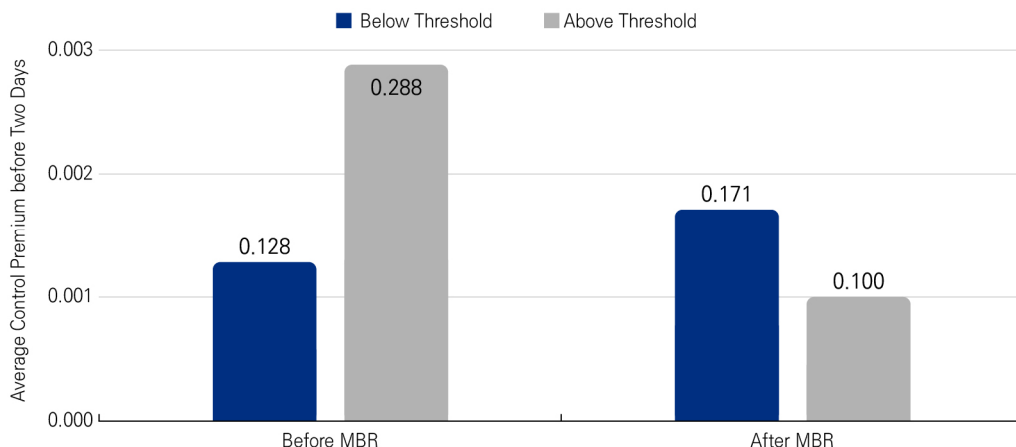
3. 의무공개매수제도 도입이 지배권 프리미엄에 미친 영향

본 분석은 세 번째 가설을 검증하기 위한 것으로, 의무공개매수제도 도입이 지배권 프리미엄에 미친 영향을 분석한다. <그림 2>는 의무공개매수제도 시행 전후 및 발동 지분율 초과 여부에 따라 지배권 프리미엄의 평균 값이 어떻게 다른지 보여준다. 발동 지분율을 초과하는 거래의 경우 지배권 프리미엄이 의무공개매수제도 도입 이전에는 28.8%였으나 제도 도입 이후에는 10.0%로 대폭 낮아지는 것으로 나타났다. 반면 발동 지분율을 하회하는 거래의 경우 지배권 프리미엄이 의무공개매수제도 전후로 12.8%에서 17.1%로 소폭 상승하는 것으로 나타났다.

의무공개매수제도 시행이 지배권 프리미엄에 미친 영향을 이중차분법으로 분석한 결과 $MBR \times Threshold$ 변수의 계수 값이 음(-)의 유의한 회귀계수를 갖는 것으로 확인되었다. 열(4)의 회귀계수 -0.255는 의무공개매수제도 시행으로 인한 지배권 프리미엄 감소가 시가총액 대비 약 25.5%인 것을 의미한다.

<그림 2> 의무공개매수제도 시행 전후 지배권 프리미엄 변화

이 그림은 의무공개매수제도 시행 전후 및 발동 지분율 초과 여부에 따라 지배권 프리미엄의 평균 값이 어떻게 달라지는지 보여준다. 지배권 프리미엄을 계산할 때 시장 주가는 인수발표 2일 전의 주가를 이용하였다



4. 강건성 분석

4.1 인수거래가 의무공개매수제도 도입 전후 모두 있는 국가에 한정

영국, 싱가포르를 본 연구의 표본기간(1980 ~ 2022년) 이전에 의무공개매수제도를 도입하여 의무공개매수제도 도입 이전의 인수거래 자료가 분석대상에 포함되지 않는 문제가 있다. 또, 상당수의 국가(21개국)는 비록 의무공개매수제도가 표본기간(1980 ~ 2022년) 내에 도입되었지만 의무공개매수제도 도입 이전 또는 도입 이후의 분석대상 인수거래가 없다. 의무공개매수제도 도입 전후로 인수거래가 있는 국가는 18개 국가이다.³⁾

이들 국가들만을 표본에 포함시켜 분석한 경우에도 의무공개매수제도 시행이 지배의 사적이익과 지배권 프리미엄을 낮추는 것으로 나타났다. 그 정도는 더 커서 지배의 사적이익은 시가총액대비 8~10%, 지배권프리미엄은 시가총액대비 31~37% 하락하는 것으로 나타났다.

4.2 인수대상회사 최대주주 지분율과 무관한가?

인수대상회사에 대한 기존 지배주주의 지분율이 높을 수록 지배의 사적이익이 낮을 가능성이 있고, 이에 따라 상대적으로 낮은 지배권 프리미엄을 요구했을 수 있으므로 기존 지배주주의 지분율이 일정 수준 이상인 경우에도 결과가 일관되게 나타나는지 분석하였다.

최대주주 지분율은 Thomson Reuters Eikon에서 추출하였다. Thomson Reuters Eikon에서 최대주주 지분율은 1997년 이후 데이터만 제공하고 있기 때문에, 최대주주 지분율을 이용한 강건성 분석에 사용된 데이터는 1997년부터 2022년까지이다.

분석결과 최대주주 지분율이 20% 이상인 표본만을 포함한 경우 전체 표본을 사용했을 때의 결과와 거의 동일하게 나타났다. 지배의 사적이익은 7~8% 낮아졌고, 지배권프리미엄은 21~28% 낮아졌다. 인수대상회사 최대주주의 지분율이 30% 이상인 표본에서도 유사한 결과를 보였다.

4.3 인수대상회사의 재무적 곤경과 무관한가?

Dyck and Zingales(2004)에 따르면 인수대상회사가 재무적 곤경이 있을 경우, 기존 지배블록 소유자는 지분을 매도하려고 하는 경향이 더 커지고, 인수자에 대한 교섭력(bargaining power)이 떨어져 지배권 프리미엄이 낮아질 수 있다. 한편, 인수자 입장에서 인수대상회사가 재무적 곤경에 처해있으면, 인수 후 대상회사로부터 얻을 수

3) 그리스, 남아프리카공화국, 네덜란드, 노르웨이, 독일, 벨기에, 브라질, 사우디아라비아, 스웨덴, 스위스, 아르헨티나, 아일랜드, 오스트리아, 이탈리아, 인도, 인도네시아, 포르투갈, 핀란드

있는 사적이익이 줄어들 수 있다. 따라서 앞서 얻은 결과가 재무적 곤경에 처한 기업들로부터 비롯되었을 가능성을 제거하기 위해서, 재무적 곤경에 처해있는 표본을 제외하고 분석을 하였다.

재무적 곤경을 나타내는 변수로 부채비율과 Altman Z-Score를 이용하였다. 부채비율(=총부채/총자산)이 1보다 높은 경우 재무적 곤경이 있는 기업으로 분류하였다. Altman Z-score는 총자산, 총자산 대비 매출액, 총자산 대비 이익잉여금, 부채총계 대비 자기자본 등을 이용해 계산된 수치로, Z-score가 작을수록 기업의 재무적 제약이 큰 것으로 해석된다. Altman(2018)에 따르면 Z-score가 0에 가까울수록 재무적 제약이 큰 것으로 보았다. 따라서 본 분석에서는 Altman Z-score가 0.01보다 작을 경우 재무적 곤경이 있는 기업으로 분류하였다.

분석결과 재무적 곤경기업들을 표본에서 제외해도 의무공개매수제도 도입이 지배의 사적이익과 지배권 프리미엄을 감소시키는 것으로 나타났다.

4.4 인수자의 자기선택편향(self-selection bias)과 무관한가?

의무공개매수제도 하에서 지배권 거래시 발동 지분율 이상으로 거래할 것인지 여부는 인수자의 선택사항이기 때문에, 자기선택편향(self-selection bias) 문제가 있을 수 있다. 즉, 의무공개매수제도에 따른 인수비용 증가가 부담스러운 인수자가 지배의 사적이익이 낮은 경우에만 발동 지분율 이상의 인수거래를 해서, 지배의 사적이익이 줄어드는 것과 같은 결과가 나왔을 가능성이 있다.

〈그림 1〉에서 의무공개매수제도 도입 이후 비록 발동 지분율 이하의 거래에서 지배의 사적이익이 1.89%에서 2.20%로 0.31%p 미미하게 상승한 반면 발동 지분율 이상의 거래에서 지배의 사적이익은 5.14%에서 0.65%로 4.49%p 대폭 감소하였다. 이는 자기선택 편향의 정도가 크지 않음을 암시한다. 만약 자기선택 편향의 정도가 심하다면 발동 지분율 이하의 거래에서 지배의 사적이익이 의무공개매수제도 도입 이후 크게 증가했어야 하지만 그렇지 않기 때문이다.

추가적으로 Lee, Kim and Kim (2023)에 따르면 의무공개매수제도 도입 이후 발동 지분율 이상의 인수 거래 비중(deal fraction)이 줄지 않은 것으로 분석되었다. 즉, deal fraction을 종속변수로 하고, MBR을 설명변수로 한 국가-연도 단위의 회귀분석에서 MBR의 계수 값이 음수(-)이지만 통계적으로 유의미하지 않는 것으로 나타났다. 또, 분석대상 인수거래가 의무공개매수제도 도입 전후로 모두 있는 국가들만을 분석한 경우 MBR의 계수 값이 통계적으로 유의미하지는 않지만 양수(+)인 것으로 나타났다.

또, Lee, Kim, and Kim (2023)에 따르면 McCrary (2008) 검증 결과 비록 의무공

개 매수 발동 지분율을 중심으로 인수지분율 분포에 비연속성(discontinuity)이 발견되지만 이것이 지배의 사적이익 크기에 따른 자기 선택은 아닌 것으로 분석되었다. 즉, 의무공개매수 제도 도입 이전의 인수지분율 분포에서는 발동 지분율을 중심으로 비연속성을 발견할 수 없으나 도입 이후에는 비연속성이 발견되었다. 하지만 발동 지분율 바로 아래에서 이루어진 인수거래를 대상으로 지배의 사적이익을 계산해 보면 의무공개매수 제도 도입 이전이나 이후에 큰 변동이 없는 것으로 나타났다.

한편, 의무공개매수제도의 적용을 피하기 위해 의무공개매수제도 도입결정 공개일과 발효일 사이에 집중적으로 발동 지분율 이상의 거래가 이루어졌는지도 살펴보았으나 그렇지 않은 것으로 나타났다. 의무공개매수제도 도입결정 공개일과 발효일을 모두 파악할 수 있는 9개 국가를 살펴본 결과 의무공개매수제도 도입결정 공개일과 발효일 사이의 인수 거래는 단 2건에 불과했고, 그것도 모두 발동 지분율 미만의 거래인 것으로 파악되었다. 비록 분석대상 국가의 수가 한정되지만 이 기간 동안 발동 지분율 이상의 거래가 단 한 건도 없다는 사실은 의무공개매수제도의 적용을 피하기 위한 자기선택의 정도가 크지 않았다는 주장에 힘을 실어 준다.

종합하면, 인수자가 사적 이익이 낮은 경우에만 발동 지분율 이상의 인수거래를 해서 지배의 사적이익이 줄어든 것처럼 보인 것이 아니라, 발동 지분율 이상의 인수거래에서 실제로 지배의 사적이익이 낮아진 것으로 해석할 수 있다.

V. 결론

본 연구에서는 의무공개매수제도가 도입된 41개 국가들의 지분인수거래 데이터를 이용하여 의무공개매수제도의 도입이 지배의 사적이익을 낮추는 데 긍정적인 효과가 있는지를 분석하였다.

분석 결과 의무공개매수제도 도입 이후 공개매수 제의 의무가 발생하는 지분율 구간에서 지배의 사적이익이 통계적으로나 경제적으로 유의하게 감소하는 것으로 나타났다. 이는 의무공개매수제도가 도입되면 인수자에게 지배에 따른 사적이익을 낮출 유인이 생긴다는 De la Bruslerie(2013)의 이론적 예측을 실증적으로 뒷받침하는 것이다. De la Bruslerie(2013)의 이론 모형에 따르면 인수자가 높은 사적이익을 추구하면 잔여 주주가 공개매수 제의에 응할 때 얻을 편익(공개매수가격)과 응하지 않을 때 부담하는 비용(지배주주에 의한 착취)을 동시에 높여 공개매수에 응하는 주식의 수를 증가시키고

결과적으로 인수자의 인수 비용을 높이기 때문에 인수자가 지배의 사적이익을 스스로 제한하게 된다.

의무공개매수제도 도입이 지배의 사적이익에 미친 영향은 도입 직전 기업지배구조가 취약한 국가에서 더 큰 것으로 나타났고, 지배권 거래가격과 거래 발표 직전의 주가 차이로 계산한 통상적인 의미의 지배권 프리미엄도 의무공개매수제도 도입 이후 낮아지는 것을 발견하였다. 또, 이들 결과는 강건성 분석에서 기존 지배주주의 지분율과는 무관한 것으로 나타났으며 인수대상회사의 재무적 곤경과도 무관한 것으로 나타났다. 분석대상 인수거래가 의무공개매수제도 도입 전후로 모두 있는 국가들로 표본을 한정할 경우에도 결과에 변함이 없다.

의무공개매수제도에 따른 인수비용 증가가 부담스러운 인수자가 지배의 사적이익이 낮은 경우에만 발동 지분율 이상의 인수거래를 해서, 지배의 사적이익이 줄어든 것과 같은 결과가 나왔을 가능성을 확인하기 위해서 추가적인 분석을 하였지만, 자기선택 편향의 정도는 크지 않은 것으로 확인되었다.

이러한 연구결과는 의무공개매수제도 도입과 관련해서 중요한 정책적 시사점도 제시한다. 즉, 의무공개매수제도 도입 이후 지배의 사적이익이나 지배권 프리미엄의 수준이 낮아져 인수 비용 증가를 억제하고, 결과적으로 기업 인수 활동을 저해하지 않을 수 있다는 정책적 함의가 있다.

〈참고문헌〉

- 김우찬, 강정민, “영국의 의무공개매수제도와 이사회 중립,” 경제개혁리포트 2010-4호, pp. 1-36.
- (Translated in English) Kim, W., and J. Kang, “UK’s Mandatory Bid Rule and Board Neutrality”, Economic Reform Research Report, No. 4 (2010), pp. 1-36.
- Altman, E., “A Fifty-year Retrospective on Credit Risk Models, the Altman Z -score family of Models and their Applications to Financial Markets and Managerial Strategies,” Journal of Credit Risk, Vol. 14, No. 4 (2018), pp.189-216.
- Armour, J., and D. A. Skeel Jr., “Who writes the rules for hostile takeovers, and why-the peculiar divergence of US and UK takeover regulation,” Georgetown Law Journal, Vol. 95 (2007), pp. 1727-1794.
- Barclay, M. J., and C. G. Holderness, “Private Benefits from Control of Public Corporations.” Journal of Financial Economics, Vol. 25, No. 2 (1989), pp. 371-395.
- Bebchuk, L. A., “Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control,” Quarterly Journal of Economics, Vol. 109, No. 4 (1994), pp. 957-993.
- Burkart, M., D. Gromb, and F. Panunzi, “Agency Conflicts in Public and Negotiated Transfers of Corporate Control,” Journal of Finance, Vol. 55, No. 2 (2000), pp. 647-677.
- Cai, W., “The Mandatory Bid Rule in China,” European Business Organization Law Review, Vol. 12, No. 4 (2011), pp. 653-680.
- De la Bruslerie, H., “Equal Opportunity Rule vs. Market Rule in Transfer of Control: How Can Private Benefits Help to Provide an Answer?”, Journal of Corporate Finance, Vol. 23 (2013), pp. 88-107.
- Djankov, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, “The Law and Economics of Self-Dealing,” Journal of Financial Economics, Vol.88, No.3, pp. 430-465.

- Dyck, A., and L. Zingales, "Private Benefits of Control: An International Comparison," *Journal of Finance*, Vol. 59, No. 2 (2004), pp. 537-600.
- Eswar, S., "Does the Mandatory Bid Rule Add Value to Target Shareholders?", *Financial Management*, Vol. 48, No. 3 (2019), pp. 739-771.
- EU Commission, "Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids," Commission Staff Working Document (2007), pp. 1-20.
- Humphery-Jenner, M., "The Impact of the EU Takeover Directive on Takeover Performance and Empire Building," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 18, No. 2 (2012), pp. 254-272.
- Lee, Y., B. Kim, and W. Kim., "Does Mandatory Bid Rule Discourage Acquisitions above the Threshold?" (2023), mimeo.
- Rossi, S., and P. F. Volpin, "Cross-country Determinants of Mergers and Acquisitions," *Journal of Financial Economics*, Vol. 74, No. 2 (2004), pp. 277-304.
- Wang, Y., and H. Lahr, "Takeover Law to Protect Shareholders: Increasing Efficiency or Merely Redistributing Gains?", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 43 (2017), pp. 288-315.

ESG 경영과 코로나19 팬데믹

연구논단 II

배기홍 | York대학교 경영대학 교수

I. 서론

전 세계적으로 'ESG 경영'이 화두로 떠오르고 있다. ESG는 환경 (Environment), 사회 (Social), 지배구조 (Governance)의 약어로 기업이 환경 및 사회문제 해결에 공헌하며, 법과 윤리를 준수하는 윤리경영을 통해 ESG 경영을 실천해야 지속적인 성장이 가능하다는 뜻이다. ESG는 재무적 지표를 넘어 환경과 사회 영향, 투명경영 등 비재무적 성과도 중요하게 고려한 것으로, 기업의 사회적 책임(corporate social responsibility), 지속가능경영 (sustainable business)이 확대 발전된 개념이다.

ESG 경영은 주주 자본주의 (shareholder capitalism)보다는 이해관계자 자본주의 (stakeholder capitalism)와 더 부합되는 경영 이념이다. 주주 자본주의는 기업의 주인은 주주이고 기업의 목적은 주주의 이익 극대화에 있다고 본다. 반면 이해관계자 자본주의는 주주를 포함한 종업원, 소비자, 협력업체, 채권자, 지역사회 등 광범한 이해관계자들이 공동의 주인이고 이들의 복지(welfare)를 극대화 하는 것이 기업의 목적이라는 시각이다.

기업의 목적이 주주 가치 극대화(shareholder wealth maximization)인지 아니면 이해관계자 복지 극대화(stakeholder welfare maximization)인지에 대한 논쟁은 1970년 밀턴 프리드먼이 뉴욕 타임스에 게재한 에세이 이후로 계속되어 왔다.¹⁾ 이 논쟁은 2008년부터 2009년에 이르는 글로벌 금융위기와 더불어 다시금 관심을 받았으며, 최근에는 COVID-19 팬데믹의 여파로 더욱 논의가 가열되고 있다.

1) Friedman, M. (1970). The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. The New York Times Magazine, September 13

2019년 8월 미국 재계 대표기관인 비즈니스 라운드 테이블(Business Round Table, BRT)²⁾은 기업의 목적이 기업 이해관계자의 필요를 충족시키는데 있다는 성명을 발표했다. BRT는 성명에서 1) 고객에게 가치를 전달하겠다 2) 근로자에게 투자하겠다 3) 거래기업을 공정하고 윤리적으로 대우하겠다 4) 지역사회를 지원하겠다 5) 주주를 위해 장기적 가치를 창출하겠다는 다섯 가지를 약속했다. BRT는 1978년 이후 정기적으로 기업 지배구조 원칙을 발표해 왔는데 1997년 이후 기업의 목적은 주주 이익극대화에 있다고 선언해 왔다는 점을 고려할 때 2019년 8월 BRT의 선언은 자본주의 역사에 있어 중요한 전환점이 될 사건으로 보인다.

ESG에 대한 재무학계 시각은 두가지이다. ESG 경영은 지속 가능한 경영을 가능케 함으로써 기업가치를 제고한다는 가설과 ESG 경영은 기업 이미지 제고를 위한 브랜딩 전략일 뿐이고 기업 가치에 긍정적 영향을 주지 못한다는 가설이다. ESG 지지자들은 환경 및 사회 활동에 대한 투자가 장기적으로 조직 성공에 기여한다고 주장한다. 또한 사회적 목표(social objectives)에 대한 투자는 외부성 문제(externality problem)를 해결함으로써 주주와 이해관계자들에게 장기적인 비용을 낮춘다고 주장한다.

반면 ESG 비판자들은 기업 목적에 환경 및 사회적 목표를 도입하는 것은 경영진과 이사회에 주의를 분산시켜 기업 핵심목표인 이윤창출을 저해한다고 주장한다. 장기적 가치를 극대화하기 위한 노력은 이미 전략계획, 투자결정 및 리스크관리 프로그램에 포함되어 있으며, ESG의 많은 목표가 정치적인 성격을 가지고 있기때문에 이는 경영자가 해결할 문제가 아니라 공공 영역에서 선출된 관료들이 해결해야 한다고 주장한다.

더욱이 ESG 비판자들은 ESG활동이 그린워싱에 빠질 위험이 크다고 주장한다. 그린 워싱은 환경 친화적인 이미지를 제시하면서 해로운 또는 지속가능하지 않은 활동을 하는 기만적인 행위를 묘사하는 용어이다. ESG 회의론자들은 일부 기업들이 ESG 이니셔티브를 마케팅 도구로 활용하여 공익 이미지를 개선하지만 근본적인 실천 방식에는 실질적인 변화를 가져오지 않는다고 주장한다.

결국 ESG 경영에 대한 두 주장 핵심은 ESG 경영이 기업가치를 제고하느냐는 것이다. ESG 경영에 대해 좋은 평가를 받는 기업가치가 높다면 이는 ESG 경영이 기업 가치를 증대 시킨다고 볼 수 있기 때문이다. 하지만 ESG 성과와 기업가치에 대한 연구는 두 변수 간 내생성 문제(endogeneity problem)로 일관된 결론을 도출하기가 어렵다. 일반적으로 ESG 성과가 좋은 기업은 재무 성과도 좋기 때문에 기업가치가 높은 이유가 ESG 경영 때문인지 아니면 재무 성과 때문인지 구분하기 어렵기 때문이다.³⁾

2) 한국의 전국경제인 연합회와 비슷한 조직으로 미국을 대표하는 주요기업들의 CEO 연합회이다.

3) 일부 연구는 ESG의 긍정적 가치 평가 효과를 주장하나 (Deng, Kang, and Low 2013; Flammer 2015, 2020;

본 연구는 코로나19 팬데믹 기간 중 한국증권거래소 유가증권시장(KOSPI) 상장기업을 대상으로 ESG 경영평가지수와 기업가치 간 상관관계를 분석한다.⁴⁾ 이 같은 분석에는 두가지 이점이 있다. 첫째, 코로나19 팬데믹은 상대적으로 짧은 기간 (2020년 2월-3월) 동안 시장에 매우 높은 불확실성을 가져왔으며 또한 전례 없는 주식 시장 붕괴로 이어지는 외생적 사건(exogenous event)이라 할 수 있다. 따라서 본 연구 결과는 이전 연구가 갖고 있는 내생성 문제를 우회할 수 있기 때문에 ESG가 기업가치를 제고하는가 하는 문제에 조금 더 신뢰성 있는 증거를 제시할 수 있다고 하겠다.

둘째, ESG 경영을 지지하는 주된 근거는 기업이 생존하고 성장하기 위해선 사회 목표(social objective)와 기업 목표(corporate objective) 간 조화를 유지하기 위해 다양한 이해관계자의 요구를 고려하고 그들의 활동을 합법화해야 한다는 것이다. 이러한 주장이 의미하는 바는 ESG 활동은 이해관계자의 요구와 실제로 일치할 때 가치를 향상시킨다는 것이다. 다시 말해 ESG가 종업원, 소비자, 하청업체, 채권자, 주주 등 기업 이해관계자와의 협력을 통해 신뢰 또는 사회 자본 (social capital)을 형성할 때 기업가치는 개선된다는 것이다. 팬데믹 기간 중 ESG 또는 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility)에 대한 관심은 급증했고 따라서 ESG 기업이 비 ESG 기업에 비해 코로나19 팬데믹 기간 중 기업가치가 상대적으로 상승하였다면 (또는 덜 하락하였다면) 이는 ESG 경영이 기업가치를 제고한다는 증거로 볼 수 있다.

연구결과를 보면 팬데믹 기간 중 ESG 지수와 기업가치 간 상관관계는 없는 것으로 나와 ESG 경영과 기업가치는 무관한 것으로 보인다. 오히려 ESG 지수 중 S (사회) 평가지수가 높은 기업은 오히려 가치가 더 하락하는 것으로 나왔다. 이는 S 평가지수가 높은 기업에 대한 시장의 평가가 부정적임을 의미한다. S 평가지수가 높은 기업은 팬데믹 기간 중 더 많은 비용을 지출해야 하고 이는 주가치를 하락 시키는 요인으로 시장이 평가한다고 볼 수 있다.⁵⁾

본 연구는 다음과 같이 구성되었다. 제 2장에서는 데이터 및 표본 구성에 대해 설명하고 제3장에서는 실증분석 결과를 소개한다. 제4장에서는 연구결과와 시사점으로 결론을 맺는다.

Cao, Liang, and Zhan, 2019; Dai, Liang, and Ng 2020; Gao, Li, and Ma 2020) 다른 연구는 ESG가 기업 가치와 무관하거나, 대리인 문제로 인해 가치를 감소시킬 수 있다고 주장한다 (Bénabou and Tirole 2010; Cheng, Ioannou, and Serafeim 2014; Di Giuli and Kostovetsky 2014; Masulis and Reza 2015).

4) 본 연구는 미국기업을 대상으로 한 필자의 연구논문 “Does CSR Matter in Times of Crisis? Evidence from the COVID-19 Pandemic” (Bae, El Ghoul, Gong, and Guedhami 2021)을 기초로 작성 되었음을 밝혀 둔다.

5) 예를 들면 팬데믹 기간 중 Costco 기업은 종업원의 임금을 시간 당 2불 더 지불한다고 발표하였고 이는 주가가격의 하락을 가져왔다.

II. 연구 표본 구성

1. 분석대상 표본, 변수구성 및 기초통계량

본 연구 분석대상 표본은 한국증권거래소 유가증권시장에 상장된 기업이다. ESG 경영평가지수는 한국ESG기준원이 제공한 2019년도 ESG 경영평가지수와 Refinitiv가 제공하는 ESG 경영평가지수를 사용하였다. 주가수익률, 재무구조 및 기업특성변수는 FnGuide에서 구하였다. 재무 및 주가수익률 자료가 누락된 기업을 제외한 후, 최종 표본은 673개 기업이다.

〈표 1〉은 분석에 사용된 변수를 정의한다. 〈표 2〉는 각 변수 기초통계를 나타낸다. 〈그림 1〉은 2020년 1월부터 6월까지 KOSPI지수 변화를 보여주는데 2월 중순부터 지수가 급격히 하락하여 3월 20일경 최저점을 기록하고 그 후 지수는 반등하여 6월 초에는 1월 지수 수준으로 회복되었음을 보인다. 따라서 본 연구는 팬데믹 위기기간 (crisis period)은 2020년 2월 18일부터 3월 20일까지로, 사후 위기기간(post-crisis period)을 2020년 3월 23일부터 6월 5일까지로 정의하였다.

위기기간 동안 주가수익률(이하 Crisis period raw ret)은 주간 누적수익률로 계산하였고 동기간 동안 누적초과수익률(이하 Crisis period mkt-adj ret)은 시장모형 (market model)을 이용하여 추정하였다. 시장모형 모수추정기간 (estimation period)은 2015년부터 2019년까지 주간수익률을 이용하였다. 사후 위기기간 주가수익률(이하 Post-crisis period raw ret)과 사후 누적초과수익률(이하 Post-crisis period mkt-adj ret)도 같은 방식으로 계산하였다.

Crisis period raw ret과 Crisis period mkt-adj ret의 평균은 각각 -40.8%와 -6.9%이다. 반면 Post-crisis period raw ret과 Post-crisis period mkt-adj ret의 평균은 각각 41.1%와 14.7%로 유가증권시장 기업들은 사후 위기기간 동안 시장수익률보다 높은 수익률을 나타낸다.

ESG 평가지수는 한국ESG기준원이 제공하는 지수를 사용하였다. 한국ESG기준원은 2003년부터 기업지배구조 평가를 실시해왔으며, 2011년부터는 사회책임과 환경경영이 포함된 ESG 평가를 통해 매년 국내 상장회사의 지속가능경영 수준을 평가하고 있다. 한국ESG 기준원은 상장기업의 E, S, G 부문을 각각 평가하여 최소값 0 최대값 100을 갖는 평가지수를 제공하는데 본 연구에서는 E, S, G 각 지수를 단순평균한 값을 통합 ESG 지수로 사용하였다. ESG 지수 평균값과 중간값은 각각 26.5와 23.5로 상당히 낮은 편이다.

표본기업 위기 기간 및 사후 위기 기간 수익률을 설명하기 위한 독립변수는 로그값을 취한 기업의 총자산 (Log(TA)), 비유동부채를 총자산을 나눈 장기부채 비율(Long-term debt), 단기부채를 총자산으로 나눈 단기부채 비율(Short-term debt), 현금성 자산을 총자산으로 나눈 현금자산 비율(Cash holdings), EBITDA를 총자산으로 나눈 수익성(Profitability), 시장가 대비 장부가(B/M), 2019년 주간 누적수익률(Momentum), 2019년 시장초과수익률의 분산(idiosyncratic risk) 등이다.

〈표 2〉 패널 A는 E, S, G 지수 간 상관관계를 나타낸다. E지수와 S지수 간 상관계수는 0.61로 상당히 높으나 E 지수와 G 지수 간 상관계수는 0.39로 낮은 편이다. 한편 S 지수와 G 지수 간 상관계수는 0.62로 가장 높다.

〈표 2〉 패널 B는 독립변수들 간 상관관계를 보인다. ESG지수는 자산규모, 장단기 부채 비율, 수익성이 큰 기업과 양의 관계를 보여 부채 비율과 수익성이 높은 대기업 ESG 평가가 좋은 것으로 보인다. 반면 현금자산이 많고 개별위험 (idiosyncratic risk) 이 큰 기업 ESG평가는 낮은 것으로 보인다. 기업특성변수 간 상관계수는 크게 높지 않아 다중공선성(multicollinearity) 문제는 없는 것으로 보인다.

III. 실증 분석 결과

1. 기본모형 회귀분석

〈그림 2〉 패널 A는 위기간 동안 표본기업의 누적초과수익률과 ESG 지수 간 관계를 보인다. X축은 ESG 평가점수, Y축은 위기간 동안 누적초과수익률을 나타내고 그림에 표시된 점은 표본기업 각각의 누적초과수익률과 ESG 평가 점수를 의미한다. 그림에 나타난 누적초과수익률과 ESG 지수 두 변수 간에는 아무런 관계도 없는 것으로 보인다. 〈그림 2〉 패널 B는 사후 위기간 동안 표본기업의 누적초과수익률과 ESG 지수 간 관계를 보이고 역시 패널 A와 마찬가지로 누적초과수익률과 ESG 지수 간에는 아무런 관계도 없음을 보여준다.

〈표 4〉는 누적초과수익률과 ESG 지수 간 관계를 회귀분석을 통해 분석한 결과로 다음과 같은 회귀식을 추정하였다.

종속변수는 누적수익률 또는 누적초과수익률이고 통제변수로는 기업특성변수와 산업 고정효과(industry fixed effects) 및 Fama-French three factors와 모멘텀 팩터를 포함하였다.

〈표 4〉의 (1)과 (2)열은 위기기간 중 누적수익률과 누적초과수익률을 (3)과 (4)열은 사후 위기기간 중 누적수익률과 누적초과수익률을 종속변수로 한 회귀분석식이다. (1)과 (2)열 결과를 보면 ESG 지수 회귀계수가 모두 유의성이 없는 것으로 나타났다. 독립변수 중에는 2019년 시장초과수익률의 분산(idiosyncratic risk)만이 유일하게 유의성 있는 음의 값을 갖고 나머지 변수는 모두 유의성이 없거나 있더라도 종속변수에 따라 일관성이 없는 것으로 나타났다.⁶⁾ 종속변수를 사후 위기기간 누적수익률과 누적초과수익률로 사용한 (3)과 (4)열 결과도 (1)과 (2)열 결과와 마찬가지로 ESG 지수 회귀계수가 모두 유의성이 없는 것으로 나타났다.

〈표 4〉의 결과는 ESG 경영이 코로나19 팬데믹과 같은 위기 시 주주의 부를 보호하는 데 효과적이지 못하다는 것을 시사한다.

2. 강건성 검증

〈표 5〉는 〈표 4〉의 결과가 신뢰할만한 결과인지를 추가 검증하기 위한 강건성 검증(robustness test) 결과이다. 패널 A는 한국ESG기준원이 제공하는 ESG 통합평가지수를 사용하였다. 본 연구에서는 E, S, G 각 지수를 단순평균한 값을 통합 ESG 지수로 사용하였는데 한국ESG기준원은 E, S, G 각 구성 요소에 대한 가중치를 할당하여 통합 ESG 지수를 계산한다. (1)과 (2)열 결과를 보면 ESG 회귀계수가 모두 유의성이 없는 것으로 나타났다. (3)과 (4)열 결과를 보면 누적수익률을 종속변수로 한 경우 ESG 회귀계수는 유의성이 없는 반면 누적초과수익률을 종속변수로 한 경우 ESG 회귀계수는 유의성 있는 양의 값을 갖는다.

패널 B는 2018년 ESG 평가지수를 사용하였다. 2019년 ESG 평가지수가 2020년 이후에 구성되었다면 2020년 초 발생한 팬데믹의 영향을 받을 수도 있기 때문이다. (1)과 (2)열 결과를 보면 ESG 회귀계수가 모두 유의성 있는 음의 값을 갖는 것으로 나타났다. 즉 ESG 경영평가 지수가 높은 기업이 팬데믹 위기 시 주식가치가 더 하락했다는 것이다. 이 같은 결과는 ESG 경영은 기업 이해관계자와 협력을 통해 신뢰자본을 형성하여 위기 시 기업가치를 보호할 수 있다는 주장과 정면으로 배치되는 결과이다. (3)과 (4)열 결과를 보면 ESG 회귀계수가 모두 유의성이 없는 것으로 나타났다. 표로 만들어 제시 하진 않았지만 2017년 ESG 평가지수를 사용한 결과도 2018년 ESG 평가지수를 사용한 결과가 동일하게 팬데믹 위기 시 ESG 경영평가지수와 누적수익률은 음의 관계를 갖는 것으로 나타났다.

6) 기업특성변수를 제외한 나머지 통제변수의 회귀계수는 표시하지 않았다.

패널 C는 국제적 데이터 벤더인 Refinitiv에서 제공하는 ESG 평가지수를 사용하였고 한국ESG기준원 평가지수와 독립적으로 평가된 자료라는 점에서 강건성 검증에 의미가 있다. 반면 Refinitiv에서 제공하는 ESG 평가지수는 유가증권시장에 상장된 기업 중 96개 기업에만 자료가 있기 때문에 표본 기업 수가 적다는 단점이 있다. (1), (2), (3)과 (4)열 결과를 보면 ESG 회귀계수가 모두 유의성이 없는 것으로 나타났다.

3. ESG 각 요소별 회귀분석

〈표 6〉은 E, S, G 각 요소별 평가지수를 독립변수로 사용하여 회귀분석한 결과이다. 패널 A는 E 평가지수를 독립변수로 사용하여 회귀분석한 결과이다. (1), (2), (3)과 (4)열 결과를 보면 모든 경우에 E지수 회귀계수가 모두 유의성이 없는 것으로 나타났다.

패널 B는 S 평가지수를 독립변수로 사용하여 회귀분석한 결과이다. (1)과 (2)열의 결과를 보면 종속변수를 누적수익률 또는 누적초과수익률로 한 경우 모두 S지수 회귀계수가 유의성 있는 음의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이는 사회부문에 대한 평가가 높은 기업일수록 팬데믹 위기 시 시장의 평가가 부정적이라는 것을 의미한다. (3)과 (4)열의 결과를 보면 누적수익률을 종속변수로 사용한 경우는 S지수 회귀계수가 유의성 있는 양의 값을 갖는 것으로 나타났고 누적초과수익률을 종속변수로 사용한 경우는 S지수 회귀계수가 유의성 없는 양의 값을 갖는 것으로 나타났다.

패널 C는 G 평가지수를 독립변수로 사용하여 회귀분석한 결과이다. (1), (2), (3)과 (4)열 결과를 보면 종속변수를 누적수익률 또는 누적초과수익률로 한 경우나 위기기간이나 사후 위기기간이나 G지수 회귀계수가 모두 유의성이 없는 것으로 나타났다.

결론적으로 〈표 6〉의 결과는 E, S, G 평가지수가 높은 기업이 팬데믹 위기 시 주주 가치를 더 보호할 수 있다는 실증적 증거는 없다는 것을 보인다. 오히려 사회등급 평가가 높은 기업은 팬데믹 위기 시 주식가치가 하락하는 것으로 보인다.

4. 사회부문(S) 각 요소별 회귀분석

〈표 6〉의 결과는 E, S, G 중 S는 팬데믹 위기 시 주식수익률과 음의 관계를 나타내 사회부문 평가가 좋은 기업 주식가치가 오히려 하락하는 것으로 보인다. 한국ESG기준원은 사회부문을 근로자, 협력사 및 경쟁사, 소비자, 지역사회 각 부문 별로 평가하여 S평가지수를 제공한다. 〈표 7〉은 사회부문 중 어떤 요인이 기업가치와 음의 관계를 갖는지 추가 분석하기 위해 사회부문 평가 요소별로 회귀분석을 한 결과이다. 분석 결과를 보면 근로자와 협력사 및 경쟁사에 대한 평가가 높은 기업일수록 팬데믹 위기 시

주식가치가 더 하락 하는 것으로 나왔다. 이 같은 결과는 통계적으로 유의할 뿐만 아니라 실제적으로도 의미가 있는 결과이다. 예를 들면 근로자 부문 평가지수가 25% 백분위수(25% percentile)인 기업과 동 지수가 75% 백분위수(25% percentile)인 기업의 누적초과수익률 차이는 1.85% 포인트이다. 즉 팬데믹 위기 시 근로자 부문 평가지수가 75% 백분위수인 기업은 동 지수가 25% 백분위수인 기업에 비해 주가가 1.85% 더 하락했다는 것이고 이는 평균 누적초과수익률인 -6.9%의 26%에 해당하는 수치이다.

또한 협력사 및 경쟁사 부문 평가지수가 25% 백분위수(25% percentile)인 기업과 동 지수가 75% 백분위수(25% percentile)인 기업은 누적초과수익률의 차이가 3.33% 포인트로 이는 팬데믹 위기 시 평균 누적초과수익률인 -6.9%에 비해 무려 48%에 해당하는 수치이다.

이 같은 결과는 근로자 또는 협력사 및 경쟁사에 대한 투자가 많은 기업에 대한 시장 평가가 부정적임을 시사한다. S에 대한 투자가 팬데믹과 같은 위기 시 기업가치를 보호하는 신뢰자본의 역할을 하기보다는 오히려 기업자원을 낭비하는 효과가 더 크다고 시장은 평가하는 것이다.

IV. 결론과 시사점

본 연구는 코로나19 팬데믹 기간 중 한국증권거래소 유가증권시장(KOSPI) 상장기업을 대상으로 ESG 경영이 기업가치에 어떠한 영향을 주었는지 분석하였다. 실증분석의 결과는 ESG는 기업가치와 무관하거나 오히려 S의 경우 기업가치와 음의 관계를 갖는 것으로 보인다. 이 같은 결과는 ESG투자는 기업 이해관계자와 신뢰자본을 형성하기 보다는 오히려 기업자원을 낭비하는 효과가 더 크다고 시장은 평가하는 것으로 보인다.

그러면 한국주식시장에서 왜 ESG 투자는 긍정적 평가를 받지 못하는가? 필자의 견해로는 효과적인 환경(E) 및 사회(S) 성과의 필요조건인 지배구조(G) 시스템이 약하기 때문인 것으로 보인다.

G는 기업을 지배하고, 경영 및 통제하는 방식과 시스템을 의미한다. 효과적인 G는 투명하며 책임감 있는 의사결정을 보장하므로 장기적 가치 창출을 가능케 한다. 또한 G는 회사가 윤리적이고, 책임 있는, 지속 가능한 방식으로 운영되는데 필요한 프레임워크를 제공한다. 뿐만 아니라, G는 투명한 성과 보고를 위한 프레임워크를 제공하여 ES 성과가 효과적으로 모니터링되고 평가될 수 있도록 한다. 따라서 효과적인 G는 이해관

계자 참여를 촉진하며, 커뮤니티, 시민사회 및 투자자와의 대화와 협력 플랫폼을 제공하여 ES 고려사항이 적절하게 다뤄지도록 보장한다.

무엇보다도 G는 주주와 채권자들이 기업에 투자한 자본에 대한 정당한 보상을 보장해 주는 시스템이다. 미 재무학회 회장 Laura Starks 교수는 2023년 미 재무학회 총회 기조연설에서 ESG와 관련하여 가장 중요한 문제는 좋은 기업지배구조 없이 환경 및 사회적 성과를 달성할 수 있는가 하는 점을 지적하였다 (Starks, 2023, p.1865). 이는 한국 기업에게 특히 중요한 문제이다. 1997년 외환위기 이후 기업 투명성과 지배구조 개선을 위한 많은 제도가 도입되었지만 이 같은 제도 개선에도 불구하고 지배주주 기업 지배력 (control power)은 오히려 최근 더 강화되어 소유구조 측면에서 본 기업지배구조는 오히려 악화되었기 때문이다.

한국공정거래위원회 (KFTC)에 따르면 2021년 5월 현재, 재벌 그룹 내 지배 가족 (controlling family)의 직접 주식 보유 비율은 평균 8.4%에 불과하며, 반면 재벌 그룹 내 계열사들의 소유 비율은 47.2%에 달한다. 계열사들의 소유 비율이 지배가족의 소유권(cashflow rights)와 지배권(control rights) 간 괴리도를 보인다고 할 때 재벌기업의 소유-지배 괴리도는 매우 크다고 볼 수 있다. 더욱이 <그림 3>은 이러한 소유-지배 괴리도가 지난 20년 동안 악화되었음을 나타낸다. 상위 10개 재벌그룹 지배가족 보유 지분 크기는 2002년에 3.3%에서 2021년에는 2.4%로 감소했지만, 계열사 보유 비율은 2002년에 42.2%에서 2021년에 55.2%로 증가했다. 지배가족의 소유-지배간 불균형은 지배가족과 외부 주주 간 이해관계 충돌을 야기하므로 소유구조 측면에서 본 재벌 기업 지배구조는 지난 20년 동안 오히려 악화되었다고 볼 수 있다.⁷⁾

본 연구의 결과는 G없는 상황에서 S 투자에 대한 시장평가는 부정적이라는 점이다. S를 잘한 기업에 투자한 결과가 G로 인해 좋지 않다면 투자자의 입장에서 볼 때 S 투자는 기업자원 낭비로 밖에 볼 수 없다. ESG경영이 실질적인 변화를 가져오고 실제적인 성과를 내기위해선 먼저 G에 대한 개선이 있어야 한다. G없는 ES는 ‘팔소 없는 찌빵’과 같다.

7) Bae and Kim(2021)의 결과는 외환위기 이후 도입된 많은 제도 개선에도 불구하고 재벌기업의 터널링이 여전히 존재함을 의미한다.

〈참고문헌〉

- Bae, K.-H., Kim, K., 2021. Value-destroying Mergers: Evidence from Korean Business Groups. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* 50, 589-622.
- Bae, K.-H., El Ghouli, S., Gong, Z., Guedhami, O., 2021. Does CSR Matter in Times of Crisis? Evidence from the COVID-19 Pandemic. *Journal of Corporate Finance* 67, 101876.
- Bénabou, R., Tirole, J., 2010. Individual and corporate social responsibility. *Economica* 77, 1-19.
- Cao, J., Liang, H., Zhan, X.T., 2019. Peer effects of corporate social responsibility. *Management Science* 65, 5487-5503.
- Cheng, B.T., Ioannou, I., Serafeim, G., 2014. Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal* 35, 1-23.
- Deng, X., Kang, J.K., Low, B.S., 2013. Corporate social responsibility and stakeholder value maximization: Evidence from mergers. *Journal of Financial Economics* 110, 87-109.
- Dai, R., Liang, H., Ng, L., 2021. Socially responsible corporate customers. *Journal of Financial Economics* 142, 598-626.
- Di Giuli, A., Kostovetsky, L., 2014. Are red or blue companies more likely to go green? Politics and corporate social responsibility. *Journal of Financial Economics* 111, 158-180.
- Flammer, C., 2015. Does corporate social responsibility lead to superior financial performance? A regression discontinuity approach. *Management Science* 61, 2549-2568.
- Flammer, C., 2021. Corporate green bonds. *Journal of Financial Economics*, 142, 499-516.
- Gao, H., Li, K., Ma, Y., 2021. Stakeholder orientation and the cost of debt: Evidence from state-level adoption of constituency statutes. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1908-1944.

Masulis, R.W., Reza, S.W., 2015. Agency problems of corporate philanthropy. *Review of Financial Studies* 28, 592-636.

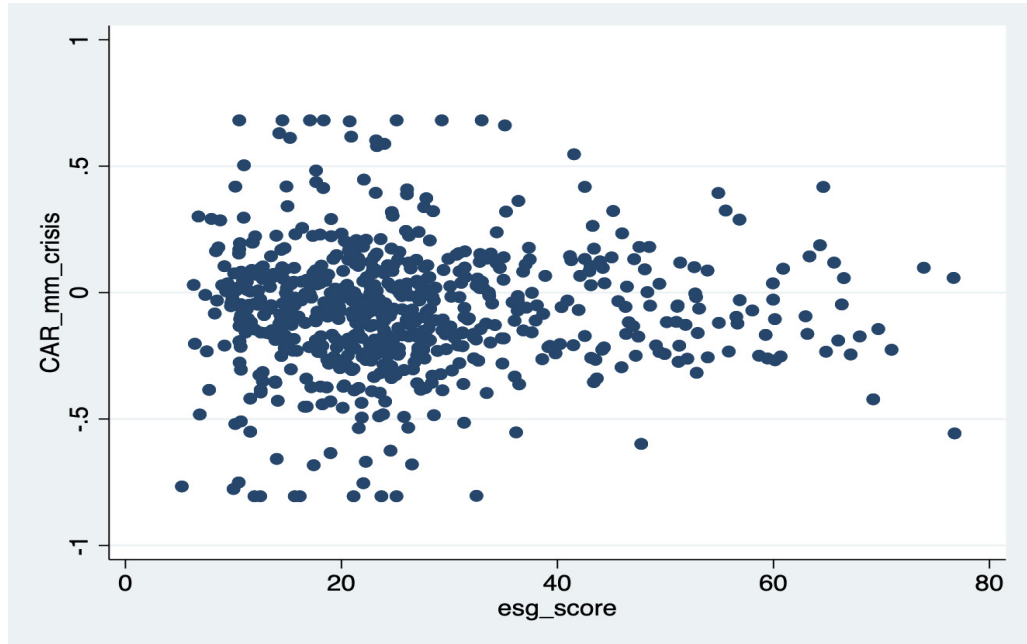
Starks, L., 2023. Presidential Address: Sustainable Finance and ESG Issues—Value versus Values. *Journal of Finance*, 78, 1837-1872.

〈그림 1〉 KOSPI 지수 (2020.1 - 2020.6)

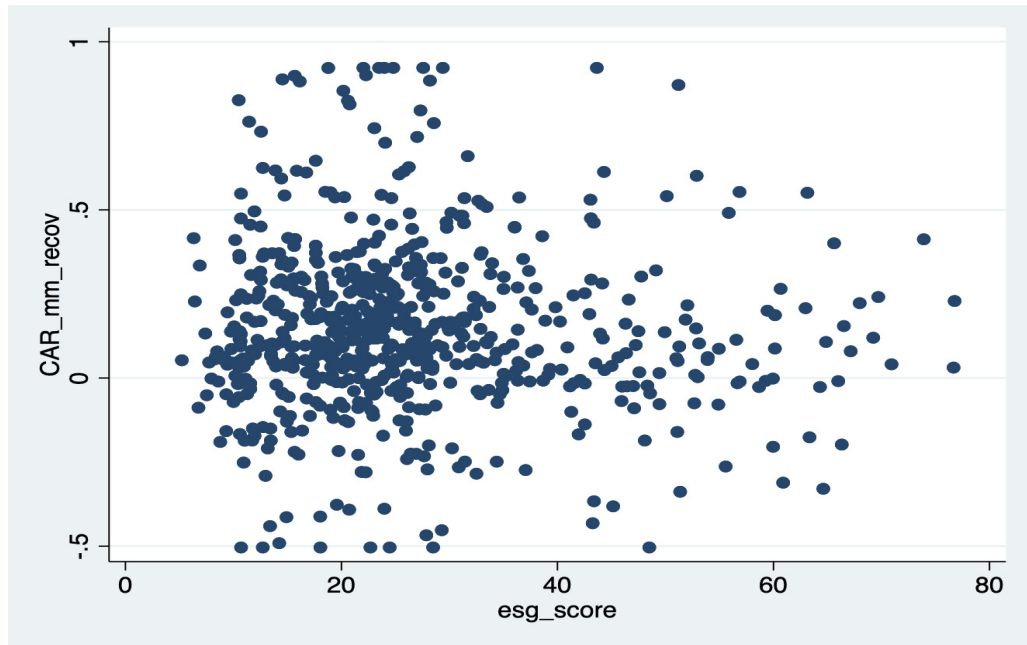


〈그림 2〉 ESG 경영평가지수 대비 누적주가수익률

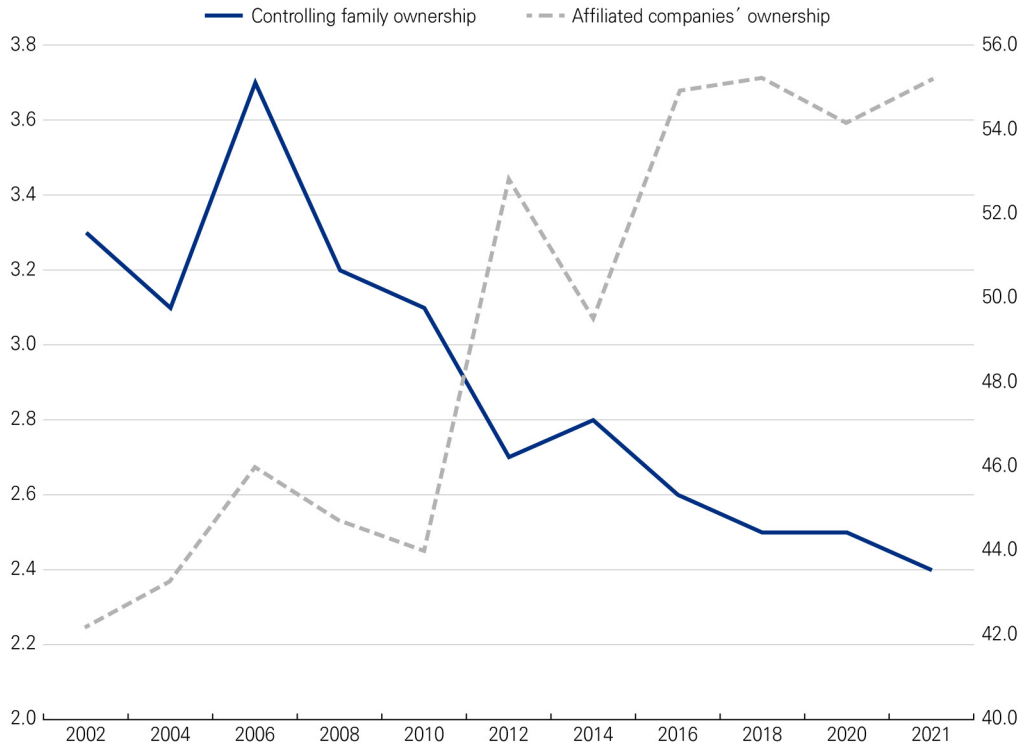
패널 A: 팬데믹 위기기간(Crisis period)



패널 B: 팬데믹 사후 위기기간(Post-crisis period)



〈그림 3〉 10대 재벌 지배주주 소유권 및 계열사 지분 변화 추이



〈표 1〉 변수의 정의

변수	정의
Crisis period raw ret.	2020년 2월 18일부터 3월 20일까지의 주간 누적 수익률
Crisis period mkt-adj ret.	2020년 2월 18일부터 3월 20일까지의 주간 누적 비정상 수익률 (2015년부터 2019년까지의 60개월의 월별 수익률로 추정된 마켓 모델 수익률)
Post-crisis period raw ret.	2020년 3월 23일부터 6월 5일까지의 주간 누적 수익률
Post-crisis period mkt-adj ret.	2020년 3월 23일부터 6월 5일까지의 주간 누적 비정상 수익률 (2015년부터 2019년까지의 60개월의 월별 수익률로 추정된 마켓 모델 수익률)
ESG	한국ESG기준원이 발표한 ESG 지수. E, S, G 각각의 지수를 단순평균한 값. E, S, G는 최소값=0, 최대값=100인 연속변수임
ESG_Refinitive	Refinitive ESG 지수 (연속 변수, 최소값=0, 최대값=100)
Log(TA)	Log(총자산)
Long-term debt	장기부채 비율 (비유동부채/총자산)
Short-term debt	단기부채 비율 (단기부채/총자산)
Cash holdings	현금성 자산/총자산
Profitability	EBITDA/총자산
B/M	장부가/시장가
Momentum	2019년도 수익률
Idiosyncratic risk	2019년도 market-adjusted return의 분산

〈표 2〉 기초통계량

변수	관측수	평균	표준편차	최소값	중앙값	최대값
Crisis period raw ret.	673	-0.408	0.181	-0.769	-0.418	0.196
Crisis period mkt-adj ret.	673	-0.069	0.244	-0.805	-0.066	0.681
Post-crisis period raw ret.	673	0.411	0.221	0.002	0.382	1.142
Post-crisis period mkt-adj ret.	673	0.147	0.251	-0.504	0.122	0.922
ESG score	673	26.497	13.451	5.227	23.493	76.770
E score	673	25.196	19.719	0.000	27.840	90.910
S score	673	26.441	18.408	0.000	20.790	92.130
G score	673	27.853	9.585	0.000	26.550	74.640
Log(TA)	673	26.380	1.509	23.973	25.972	30.825
Long-term debt	673	0.146	0.113	0.005	0.120	0.558
Short-term debt	673	0.032	0.043	0.000	0.014	0.238
Cash holdings	673	0.077	0.065	0.002	0.061	0.331
Profitability	673	0.063	0.053	-0.122	0.061	0.210
B/M	673	1.354	0.881	0.119	1.190	4.360
Momentum	673	0.002	0.311	-0.506	-0.045	1.461
Idiosyncratic risk	673	0.012	0.018	0.001	0.006	0.131

〈표 3〉 상관관계

패널 A: E, S, G 상관관계

변수	E_Score	S_Score	G_Score
E_Score	1.000		
S_Score	0.608	1.000	
G_Score	0.396	0.616	1.000

패널 B: 독립변수간 상관관계

변수	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7]	[8]	[9]
[1] ESG score	1.00								
[2] Log(TA)	0.68	1.00							
[3] Long-term debt	0.26	0.43	1.00						
[4] Short-term debt	0.15	0.23	0.33	1.00					
[5] Cash holdings	-0.09	-0.14	-0.24	-0.15	1.00				
[6] Profitability	0.24	0.23	0.07	-0.03	0.02	1.00			
[7] B/M	-0.01	0.11	0.02	0.02	-0.14	-0.19	1.00		
[8] Momentum	-0.06	-0.11	-0.08	-0.08	0.05	0.26	-0.21	1.00	
[9] Idiosyncratic risk	-0.21	-0.26	-0.06	-0.01	0.02	-0.19	-0.27	0.34	1.00

〈표 4〉 회귀분석 결과

변수	(1)	(2)	(3)	(4)
	Crisis period		Post-crisis period	
	Raw	Mkt-adj	Raw	Mkt-adj
ESG_Score	-0.001 (-1.440)	-0.001 (-1.068)	0.001 (1.039)	0.001 (1.266)
Log(TA)	0.008 (1.234)	0.008 (1.105)	-0.027*** (-3.335)	-0.026*** (-2.779)
Long-term debt	-0.125* (-1.668)	-0.137 (-1.625)	0.115 (1.173)	0.107 (0.943)
Short-term debt	0.046 (0.239)	0.218 (0.953)	0.028 (0.126)	0.262 (0.973)
Cash holdings	0.087 (0.696)	0.103 (0.706)	-0.102 (-0.742)	-0.079 (-0.539)
Profitability	0.140 (0.832)	0.003 (0.013)	0.008 (0.044)	-0.144 (-0.693)
B/M	-0.005 (-0.495)	0.018* (1.716)	0.015 (1.279)	0.056*** (4.321)
Momentum	-0.007 (-0.263)	-0.051* (-1.716)	-0.033 (-1.028)	-0.100** (-2.458)
Idiosyncratic risk	-1.200** (-2.565)	-2.044*** (-3.325)	2.827*** (3.900)	1.532* (1.928)
Constant	-0.463*** (-3.673)	-0.480*** (-3.555)	0.812*** (5.179)	0.736*** (3.953)
Factor loadings	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	673	673	673	673
Adjusted R-squared	0.166	0.470	0.181	0.190

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

〈표 5〉 강건성 검증

패널 A. 가중평균 ESG 지수

변수	(1)	(2)	(3)	(4)
	Crisis period		Post-crisis period	
	Raw	Mkt-adj	Raw	Mkt-adj
ESG_Score	-0.009 (-1.227)	-0.003 (-0.366)	0.011 (1.225)	0.019** (1.967)
Control Variables	Yes	Yes	Yes	Yes
Factor loadings	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	673	673	673	673
Adjusted R-squared	0.165	0.469	0.181	0.193

패널 B. 2018 ESG 지수

변수	(1)	(2)	(3)	(4)
	Crisis period		Post-crisis period	
	Raw	Mkt-adj	Raw	Mkt-adj
ESG_Score	-0.001** (-2.164)	-0.001* (-1.876)	0.001 (1.128)	0.001 (1.243)
Control Variables	Yes	Yes	Yes	Yes
Factor loadings	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	673	673	673	673
Adjusted R-squared	0.170	0.462	0.183	0.189

패널 C. Refinitiv ESG 지수

변수	(1)	(2)	(3)	(4)
	Crisis period		Post-crisis period	
	Raw	Mkt-adj	Raw	Mkt-adj
ESG_Score	-0.001 (-0.920)	-0.001 (-1.375)	0.000 (0.540)	0.000 (0.190)
Control Variables	Yes	Yes	Yes	Yes
Factor loadings	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	96	96	96	96
Adjusted R-squared	0.224	0.504	0.050	0.202

〈표 6〉 ESG 각 요소별 회귀분석 결과

패널 A. E (환경 등급)

변수	(1)	(2)	(3)	(4)
	Crisis period		Post-crisis period	
	Raw	Mkt-adj	Raw	Mkt-adj
E_Score	-0.000 (-0.245)	-0.000 (-0.216)	-0.000 (-0.102)	0.000 (0.120)
Control Variables	Yes	Yes	Yes	Yes
Factor loadings	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	673	673	673	673
Adjusted R-squared	0.164	0.469	0.179	0.188

패널 B. S (사회 등급)

변수	(1)	(2)	(3)	(4)
	Crisis period		Post-crisis period	
	Raw	Mkt-adj	Raw	Mkt-adj
S_Score	-0.001** (-1.999)	-0.001* (-1.807)	0.001* (1.668)	0.001 (1.487)
Control Variables	Yes	Yes	Yes	Yes
Factor loadings	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	673	673	673	673
Adjusted R-squared	0.169	0.472	0.183	0.191

패널 C. G (지배구조 등급)

변수	(1)	(2)	(3)	(4)
	Crisis period		Post-crisis period	
	Raw	Mkt-adj	Raw	Mkt-adj
G_Score	-0.001 (-1.233)	-0.000 (-0.312)	0.001 (1.105)	0.002* (1.831)
Control Variables	Yes	Yes	Yes	Yes
Factor loadings	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	673	673	673	673
Adjusted R-squared	0.165	0.469	0.181	0.192

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

〈표 7〉 사회등급 각 요소별 회귀분석 결과

패널 A. 근로자

변수	(1)	(2)	(3)	(4)
	Crisis period		Post-crisis period	
	Raw	Mkt-adj	Raw	Mkt-adj
S_Score	-0.002*** (-2.696)	-0.001** (-2.385)	0.001 (1.371)	0.001 (1.085)
Control Variables	Yes	Yes	Yes	Yes
Factor loadings	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	673	673	673	673
Adjusted R-squared	0.173	0.474	0.182	0.190

패널 B. 협력사 및 경쟁사

변수	(1)	(2)	(3)	(4)
	Crisis period		Post-crisis period	
	Raw	Mkt-adj	Raw	Mkt-adj
S_Score	-0.001*** (-2.681)	-0.001** (-2.431)	0.001 (1.516)	0.001 (1.377)
Control Variables	Yes	Yes	Yes	Yes
Factor loadings	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	673	673	673	673
Adjusted R-squared	0.173	0.474	0.182	0.191

패널 C. 소비자

변수	(1)	(2)	(3)	(4)
	Crisis period		Post-crisis period	
	Raw	Mkt-adj	Raw	Mkt-adj
S_Score	-0.000 (-0.911)	-0.000 (-1.064)	0.001 (1.416)	0.000 (0.948)
Control Variables	Yes	Yes	Yes	Yes
Factor loadings	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	673	673	673	673
Adjusted R-squared	0.165	0.470	0.182	0.189

패널 D. 지역사회

변수	(1)	(2)	(3)	(4)
	Crisis period		Post-crisis period	
	Raw	Mkt-adj	Raw	Mkt-adj
S_Score	-0.000 (-1.040)	-0.000 (-0.812)	0.000 (0.263)	0.000 (0.326)
Control Variables	Yes	Yes	Yes	Yes
Factor loadings	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	673	673	673	673
Adjusted R-squared	0.165	0.470	0.179	0.189

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

ESG관련 주식형 펀드 및 ETF의 성과*

연구논단Ⅲ

강신국 | 우리은행 부행장

이준서 | 동국대학교 경영학과 교수

I. 서론

ESG는 이제 시대적 명제이다. 국제기구와 주요국 정부들은 다양한 ESG 가이드라인을 마련하고 ESG 정보공시 표준화 작업을 통해 공시기준도 발표하고 있다. 우리나라도 2025년부터 자산규모에 따라 지속가능경영보고서를 의무적으로 공시해야 한다¹⁾. 따라서 기업들은 ESG 위원회를 중심으로 ESG에 관심을 갖고 이와 관련된 활동을 강화하고 있다.

하지만 투자자입장에서는 ESG 우수 기업에 대한 투자를 통해 수익을 창출할 수 있을지에 대한 확신이 서지 않는다. 학술적으로 검증한 실증분석 결과나 실무에서 실제로 운영한 성적표를 보면 ESG 우수 기업의 주식 수익률이 일반 기업과 유사하거나 오히려 낮게 나타나기 때문이다. 연구 결과가 혼재되어 발표되기는 하지만 기본적으로 단기적으로는 일반기업의 수익률에 오히려 못 미치는 경우가 많다. 투자자들이 계몽적 기능을 하는 주식이나 펀드에 투자하여 수익창출보다 좋은 일을 했다는 감정에서 효용을 추구한다는 Bollen(2007)의 비금전적 선호이론을 수용하지 않는 한 ESG 우수기업에 대한 투자 유인이 적은 것이다.

ESG 우수기업에 대한 투자를 결정하더라도 어느 기업이 우수한 기업인지 판단하기 쉽지 않다. 몇몇 ESG 평가기관에서 기업들의 ESG 등급을 발표하기는 하지만 등급의

* 본고는 강신국의 학위논문 'ESG 주식형 펀드의 성과 분석'을 요약, 발췌한 것이다. 보다 상세한 분석은 원논문을 참조하기 바란다.

1) 지속가능경영 보고서는 오는 2025년부터 자산 총액 2조원 이상 코스피 상장사, 2030년부터 모든 상장사가 공시해야 한다. 기업지배구조 보고서의 경우 현재 자산 1조 원 이상 유가증권시장 상장법인, 2024년에는 자산 5,000억 원 이상 기업, 2026년에는 전체 유가증권시장 상장법인으로 공시의무가 단계적으로 확대된다.

신뢰성을 담보하기 어렵다. ESG 평가기관 간 평가요소 구성의 일관성이 낮고 등급 산정 방법론상의 차이가 크기 때문이다. 이는 발표기관간 등급의 차이로 이어진다²⁾. 또한 ESG 등급 산정 시 활용되는 정보도 불완전하다. ESG가 포괄할 수 있는 영역이 매우 광범위한데 비해 ESG 평가등급 산정 시에는 획득 가능한 정보는 지극히 제한적인 정량적 정보에 그친다. 대상기업들의 워싱(washing)여부를 명확하게 파악하기 어려운 이유이다. 이와 함께 산업별로 중점적으로 추진해야 하는 ESG 활동이 상이한데 실제 평가는 미처 이를 반영하지 못하고 있다. ESG 평가 시 업종별 중요성에 대해 가중치를 상이하게 부과하여야 하겠지만 정답은 찾기 어렵다. 예컨대 석유화학, 철강 등 공해 배출이 많은 업종은 환경지표에, 로지스틱스 경로가 많은 유통업체의 경우에는 사회지표에 더 중점을 두어야 하겠지만 이를 하나의 ESG 등급으로 평가하는 경우 가중치를 어느 정도 차등화 두어야 하는지를 계량화하기 어려울 것이다

이에 따라 본고에서는 기업들의 ESG 활동이 진정으로 주식수익률에 영향을 미치는가를 검증하기 위해 개별종목이 아닌 펀드와 ETF를 대상으로 분석을 실시한다. 즉 ESG 개별종목이 아닌 ESG 우수기업으로 구성된 포트폴리오의 성과 분석을 통해 개별종목의 ESG 등급산정의 모호성을 극복하고 최근 확대되고 있는 간접투자의 시장추세를 반영하여 ESG 활동과 수익률에 관계를 파악하고자 한다. 실제로 ETF 시장은 급격히 성장하고 있으며 특히 테마형 ETF의 성장률은 두드러진다.

ESG 관련 선행연구는 대부분 ESG 등급과 기업의 성과간의 관계에 대한 것으로³⁾ 간접적 투자 방식인 ESG 펀드 및 ETF의 성과분석은 제한적이다. 해외 연구의 경우 대부분 ESG ETF 성과가 벤치마크를 상회하지 못하는 것으로 분석된다. Kanuri (2020)는 ESG 주식형 ETF 성과가 러셀 3000 ETF 및 글로벌 다우 ETF의 위험조정 수익률을 하회한다는 연구결과를 발표했으며 Rompotis (2022)는 영국의 49개 ESG 주식형 ETF가 유의미한 알파를 도출하지 못했다고 밝혔다. Dumitrescu et al. (2022)는 ESG ETF 구성 시 포지티브 스크리닝이 네거티브 스크리닝(exclusion)보다 수익률을 향상시킬 수 있다고 지적했으며 Pavlova and Boyrie (2021)는 COVID-19 위기 이전과 위기가간 동안 ESG 주식형 ETF의 위험조정 수익을 분석에서 하락기 동안 ETF 성과가 시장보다 나쁘지는 않았다고 주장했다. ESG 펀드와 관련된 국내 연구는 박혜진(2020)이 ESG 펀드의 현황과 특징을 단순히 기술하였고 이상원(2020)은 ESG ETF의 가격오류와 추적오차를 산출하였다. 심명화, 김희은(2022)는 ESG 펀드와 일반펀드의

2) ESG등급 부여기관 간 등급의 상관계수는 상당히 낮다. Berg, koelbel, and Rigobon(2022)에 따르면 6개 등급부여기관 간 상관계수는 0.54이었다. 특히 지배구조의 경우 상관계수는 0.30에 불과했다.

3) 이준서(2020) 등

비교를 통해 포트폴리오 구성, 현금흐름 및 성과를 분석하였다.

본고에서는 ESG 주식형 펀드, 녹색성장펀드⁴⁾, 그리고 ESG ETF 등 세 가지 종류의 ESG 관련 펀드에 대한 성과를 분석한다. 녹색성장펀드는 2009년 출시된 이후 별다른 주목을 받지 못하다가 ESG 중 환경에 대한 중요성이 부각되면서 최근 다시 수탁고가 증가하고 있다. 실제로 녹색성장펀드는 FnGuide의 펀드 분류체계에서 테마형 ESG펀드로 분류되어 있다. ESG 채권형 펀드는 기관투자자들의 포트폴리오 관리용으로 벤치마크와의 듀레이션 차이가 있고 거래량도 적어 검증대상에서 제외한다. 채권형 ESG ETF는 상장되어 있지 않으며 녹색성장펀드는 채권형이 없다. 따라서 ESG 주식형 펀드, 녹색성장펀드, ESG ETF가 ESG 우수기업에 대한 간접 투자의 대부분이라고 할 수 있다.

본 연구에서는 우선 ESG 점수의 표준화 작업을 통해 ESG관련 펀드 세 유형의 ESG 수준을 살펴본다. 또한 CAPM, Fama French 3요인 모형, Carhart 4요인 모형을 통한 초과수익률 분석을 통해 어느 유형이 가장 높은 초과수익률을 창출하는지 파악한다. 회귀분석은 시계열과 횡단면으로 진행된다. 또한 세 유형 간 성과차이를 분석, 액티브형인 주식형 펀드 및 녹색성장펀드와 패시브형인 ETF간의 성과 차이가 발생하는지 알아본다. 이 같은 ESG 펀드 성과의 종합적 분석을 통해 ESG와 주식수익률간의 객관적 관계를 재고찰함으로써 투자자에게 ESG우수 기업 투자에 대한 방향성을 제시한다.

본고의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 자료 및 방법론에 대해 설명하고 3장에서는 연구분석 결과를 설명한다. 4장에서는 결론 및 시사점을 제시한다.

2. 자료 및 방법론

2.1 자료

ESG 펀드 관련 자료는 Dataguide를 활용했으며 상장 이후 1년 이상 경과한 ESG 주식형 ETF, 녹색성장 주식형 펀드, ESG 주식형 펀드를 대상으로 하였다. 표본기간은 2011년 1월부터 2021년 12월까지이며, ESG 주식형 ETF의 경우는 첫 도입 시기인 2017년 8월 31일부턴의 자료를 활용했다. 이 같은 과정을 거쳐 추출된 표본은 ESG 주식형 ETF 7개, 녹색성장 주식형 펀드 8개, ESG 주식형 펀드 21개 등 총 36개이다⁵⁾. 수익률 자료는 주별 자료를 활용했다. Fama French의 3요인이나 Carhart의 4요인도

4) 금융투자협회 「녹색펀드 투자 모범규준」제2조제2호에 따르면 "녹색성장"이라 함은 「녹색성장 기본법」제2조제2호에 따라, 에너지와 자원을 절약하고 효율적으로 사용하여 기후변화와 환경훼손을 줄이고 청정에너지와 녹색기술의 연구 개발을 통하여 새로운 성장동력을 확보하며 새로운 일자리를 창출해 나가는 등 경제와 환경이 조화를 이루는 성장을 의미한다.

5) 21년말 기준 총 10개의 ESG ETF가 상장되어 있으나 이 중 3개는 상장기간이 1년이 되지 않아 제외했다. ESG 주식형 펀드는 소멸펀드 3개를 포함했다.

Dataguide 자료를 가공하여 산출하였다. ESG 등급은 한국ESG기준원의 등급을 활용하였다.

ESG 주식형 ETF 중 순자산이 가장 큰 종목은 'KB STAR ESG 사회적책임투자 ETF'로 '21년 12월말 기준 3.239억원에 달한다. 삼성과 미래에셋이 각각 2개 종목을 운영하고 있다. 흥미로운 점은 7개의 ETF의 기초지수가 모두 상이하다는 것이다. 7개 종목의 기초지수는 KRX ESG social index, KOSPI 200 ESG 지수, KRX ESG leaders 150 지수, WISE ESG 우수기업 지수, MSCI KOREA ESG Universal Capped 지수, MSCI KOREA ESG Universal 지수, MSCI KOREA Country ESG Leaders Capped 지수 등이다. 녹색성장 주식형 펀드 중 가장 규모가 큰 것은 'KB 코리아뉴딜 증권 투자신탁'으로 순자산 규모는 2,205억원이다. 대부분 KOSPI를 추종하고 있으며 KB와 NH-Amundi 자산운용이 각각 2개 펀드를 운영하고 있다. ESG 주식형펀드의 경우는 '마이더스 책임투자 증권 투자신탁'이 7,680억원의 순자산으로 가장 규모가 크며 이들의 기초지수도 대부분 KOSPI로 하고 있다. 신한, 우리, NH-Amudi 자산운용이 각각 2개씩 운영하고 있다.

표본 수익률의 기초통계량은 <표 1>에 제시되어 있다. 수익률의 중앙값이 가장 큰 것은 녹색성장펀드로 주당 0.23%였다. 평균 수익률은 세 유형 모두 주당 0.15%로 거의 유사했으며 표준편차는 녹색성장펀드가 가장 높았다. 가장 높은 수익률(0.65%) 및 가장 낮은 수익률(-0.88%)을 시현한 유형도 녹색성장펀드였다. 왜도와 첨도 고려 시 녹색펀드는 낮은 수익률을 보인 펀드가 있어 왼쪽으로 길게 늘어진 분포를 보였다. 따라서 정규성 분포에 대한 검증에서도 녹색성장펀드 수익률만이 정규성을 보이지 않은 것으로 나타났다.

<표 1> 유형별 수익률 기초통계량

구분	ETF	녹색성장	펀드
개수	7	8	21
평균	0.0015	0.0016	0.0014
중앙값	0.0015	0.0023	0.0011
표준편차	0.0012	0.0049	0.0013
최대값	0.0038	0.0065	0.0043
최소값	-0.0002	-0.0088	-0.0003
왜도	0.75	-1.50	1.11
첨도	2.14	2.71	0.35
J.B.	1.99	5.46*	4.39

2.2 방법론

ESG 관련 펀드가 초과성과를 시현하는가에 대한 검증은 주식이나 펀드 성과 평가 시 가장 일반적으로 활용되는 CAPM, Fama French 3요인모형, Carhart 4요인 모형을 통해 살펴보았다. 또한 개별 펀드 수가 많지 않은 관계로 회귀분석을 통해 산출된 모수를 독립변수로 하여 2단계 횡단면 회귀분석도 실시하였다. 즉

$$E(r_i) - r_f = \alpha + \gamma_{MKT}m_i + e_i \quad (1)$$

$$E(r_i) - r_f = \alpha + \gamma_{MKT}m_i + \gamma_{SMB}s_i + \gamma_{HML}h_i + e_i \quad (2)$$

$$E(r_i) - r_f = \alpha + \gamma_{MKT}m_i + \gamma_{SMB}s_i + \gamma_{HML}h_i + \gamma_{UMD}u_i + e_i \quad (3)$$

여기서 m_i 는 i 펀드에 대해 CAPM이나 FF 3요인 모형, Carhart 4요인 모형을 통해 산출된 시장위험프리미엄에 대한 민감도이다. s_i, h_i, u_i 는 각각 SMB 위험요인, HML 위험요인, UMD 위험요인에 대한 민감도이다.

3. 분석결과

3.1 펀드의 ESG 추종 정도

우선 ESG 펀드들이 진정으로 ESG 요소를 고려하여 ESG 우수기업들을 포트폴리오에 편입시키는가를 살펴보았다. 이를 위해 펀드의 표준화된 ESG 점수를 산출했다. 표준화된 ESG 점수는 다음과 같은 절차를 통해 산출된다. 일단 한국ESG기준원에서 부여하는 ESG 등급 S, A+, A, B+, B, C, D을 7점에서 1점의 점수로 환산한다⁶⁾. 다음으로 ESG 점수의 표준화를 위해 해당 기업이 속한 산업평균 ESG 점수와 표준편차를 이용하여 Z-score로 변환한 후, 이를 다시 평균 50, 표준편차 10인 T-score로 변환한다. 최종적으로 펀드에 편입되어 있는 포트폴리오 기업들의 ESG 표준점수의 자산가중평균(asset-weighted average)을 계산하여 이를 펀드의 표준화된 ESG 점수로 산출한다.

〈표 2〉는 ESG ETF, 녹색성장펀드, 주식형 펀드의 표준화된 ESG 점수를 보여준다. ETF가 평균 61.4로 녹색성장펀드 49.9점, 주식형 펀드 57.5에 비해 ESG 점수가 가장 높았다. ETF와 주식형 펀드 개별 종목의 점수는 표준화된 평균인 50점을 모두 상회하여 해당 유형은 ESG 우수기업에 투자하고 있음을 반증하였다. 특히 ETF 중 ‘Tiger

6) ESG 등급이 없는 기업의 경우에는 중간 등급인 B+를 적용하였다.

MSCI Korea ESG Leaders ETF'가 63.59, 주식형 펀드의 경우 'KB ESG성장 리더스 증권 투자신탁'이 60.44로 가장 높은 표준화된 ESG 점수를 기록했다. 반면 녹색성장펀드는 3 종목을 제외하고는 표준화된 평균을 모두 하회, 녹색성장펀드는 포트폴리오 기업 선정 시 ESG 활동보다는 환경활동을 우선적으로 고려하고 있는 것으로 나타났다.

〈표 2〉 ESG 펀드의 표준화된 ESG 점수

ESG 주식형 ETF	기초지수	점수	ESG 주식형 펀드	기초지수	점수
ARIRANG ESG 우수기업 ETF	WISE ESG 우수기업	59.55	KB ESG성장 리더스 증권 투자신탁	KOSPI	60.44
VI FOCUS ESG Leaders 150 ETF	KRX ESG Leaders 150	62.62	미래에셋 좋은기업 ESG 증권 투자신탁	KRX ESG L. 150	59.00
KODEX MSCI ESG Universal ETF	MSCI KOREA ESG Universal Capped	59.73	우리 G 코리아 ESG 증권 투자신탁	KOSPI	54.56
Tiger MSCI Korea ESG Leaders ETF	MSCI KOREA Country ESG Leaders Capped	63.59	우리지속가능 ESG 증권 투자신탁	KOSPI	58.63
Tiger MSCI Korea ESG Universal ETF	MSCI KOREA ESG Universal	59.71	이스트스프링 업종 일등 ESG 증권 투자신탁	KOSPI	56.85
KB STAR ESG 사회적책임투자 ETF	KRX ESG Social Index	61.96	한국투자 ESG 증권 투자신탁	MSCI K. IMI ESG	56.62
KODEX 200 ESG ETF	KOSPI200 ESG	62.31	NH-Amundi장기성장대 표기업증권투자신탁	KOSPI	58.62
			마이다스 책임투자 증권 투자신탁	KOSPI	51.18
			신한 아름다운 SRI 그린뉴딜증권투자신탁	KOSPI95+CALL 5	57.77
			이스트스프링지속성장기업 증권 투자신탁	KOSPI	56.87
			신한 아름다운 SRI 그린 뉴딜 증권 투자신탁	KOSPI95+CALL 5	57.77
			브이아시아책임투자 증권 투자신탁	KRX ESG L. 150	59.27
			NH-Amundi 그린기업 코리아증권투자신탁	MSCI K. IMI ESG	57.30
			한화 코리아 레전드 ESG 증권 투자신탁	KOSPI	56.03
			키움 올바른 ESG 증권 투자신탁	KOSPI90+CALL 10	58.83
			삼성 ESG 착한 책임 투자 증권 투자신탁	KOSPI	58.27
			KTB ESG 1등주 증권투자신탁	KOSPI	58.04
			우리지속가능 ESG 증권 투자신탁	KOSPI	58.63
녹색성장 주식형 펀드	기초지수	점수			
KB그린성장포커스 증권 투자신탁	KOSPI90+CALL10	58.38			
KB코리아뉴딜 증권 투자신탁	KOSPI	47.98			
NH-Amundi4차 산업 혁명 연금증권 전환형	KOSPI	41.74			
NH-Amundi4차 산업 혁명 증권 투자신탁	KOSPI	41.74			
미래에셋 그린뉴딜 인덱스 증권 투자신탁	MKF그린뉴딜지수	61.96			
삼성 뉴딜코리아 증권 투자신탁	-	43.01			
우리스마트 뉴딜 증권 투자신탁	-	44.85			
하나 UBS 뉴딜 임팩트 증권 투자신탁	KOSPI	59.46			

한편 각 유형별 표준화된 ESG 점수를 기초지수와 비교하면 결과는 다소 상이해진다. 먼저 ETF의 경우 가장 대표적인 KODEX 200의 표준화된 ESG 점수를 산출한 결과 58.9점으로 ESG ETF의 표준화된 ESG 점수가 통계적으로 유의한 차이를 보이지 못했다. 이는 시가총액이 큰 대기업일수록 높은 ESG 등급을 부여받는다라는 선행 연구와 일치하는 것으로 ESG 활동에서 대기업 효과를 분리해야 할 당위성을 제기한다. 녹색성장펀드와 주식형 펀드의 표준화된 ESG 점수 수준을 판단하기 위해 벤치마크 지수가 KOSPI 200인 펀드 중 펀드 규모가 1천억원 이상인 모펀드 30개를 통제집단으로 선정하여 그들의 ESG 점수를 산출하였다. 이들 대조군의 표준화된 ESG 점수는 34.7점부터 60.1점사이로 평균 53.6점이었다. 이는 녹색성장펀드보다는 높고 주식형 펀드보다는 낮은 수치이다. 주식형 펀드의 표준화된 ESG 점수와 대조군의 점수 차이 분석에서 t값이 3.51을 기록, 1% 수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 반면 녹색성장펀드의 경우는 통계적으로는 유의하지 않지만 대조군의 점수보다도 낮았다. 이는 탈원전 선언, 유가 급등락 등 녹색산업과 관련된 정부정책이나 시장환경이 변화함에 따라 녹색성장펀드의 정체성에 혼란을 가져왔기 때문으로 추론할 수 있다.

3.2 시계열분석 결과

각 펀드에 대한 시계열 회귀분석 결과 유형별로 평균 초과수익률(알파)은 모두 양수를 기록했으나 통계적으로는 유의하지 못한 것으로 밝혀졌다. 또한 녹색성장펀드의 성과가 ETF나 주식형 펀드에 비해 비교적 우수한 것으로 나타났다.

〈표 3〉의 시계열분석 결과에 따르면 ETF, 녹색성장펀드, 주식형펀드는 CAPM, Fama French 3요인 모형, Carhart 4요인 모형을 통해 도출한 초과수익률이 평균적으로 양수를 보였다. 펀드들의 평균 초과수익률(알파)은 녹색성장펀드가 연 4.39% (3요인 모형)에서 연 10.6%(4요인 모형)로 다른 펀드에 비해 높게 나타났다. 반면 CAPM 모형에서는 주식형펀드가 5.61%로 가장 높게 나타났다.

개별 종목별로 살펴보면 ETF의 경우 세 모형 모두에서 총 7개 펀드 중 5개가 양의 초과수익률을 보였고 'KODEX 200 ESG ETF'가 세 모형 모두에서 가장 높은 초과수익률을 기록했다. 하지만 통계적으로 유의한 초과수익률을 보인 종목은 없었다. 녹색성장펀드의 경우 CAPM에서는 8개 펀드 중 6개가, Fama French 3요인과 Carhart 4요인에서는 4개의 펀드만이 양의 초과수익률을 보였다. '우리스마트 뉴딜 증권 투자신탁'이 세 모형 모두에서 가장 높은 초과수익률을 보였고 특히 4요인 모형에서는 통계적으로 유의한 초과수익률을 시현했다. 반면 'KB그린성장포커스 증권 투자신탁'은 세 모형 모두에서 통계적으로 유의한 음의 수익률을 보였다. 주식형 펀드에서는 총 21개 펀드

중 CAPM 모형에서는 19개가, 3요인 및 4요인 모형에서는 16개의 펀드가 양의 초과수익률을 보였고 ‘마이더스 책임투자 증권 투자신탁’과 ‘KTB ESG 1등주 증권투자신탁’이 세 모형 모두에서 통계적으로 유의한 양의 초과수익률을 시현했다.

한 가지 특이한 점은 최근 설정된 펀드일수록 초과수익률이 높게 나타난다는 점이다. ETF의 경우 17년에 설정된 펀드는 음의 초과수익률을 보인 반면 18년 이후 설정된 펀드들은 양의 초과수익률을 시현했다. 또한 녹색성장펀드의 경우 3요인과 4요인 모형에서 20년 이후 설정된 펀드는 양, 이전에 설정된 펀드는 음의 수익률을 보였고 특히 4요인 모형에서는 20년 이후에 설정된 펀드 중 3개 펀드가 통계적으로 유의한 초과수익률을 보였다. 이와 함께 주식형펀드에서도 비교적 최근에 설정된 펀드일수록 좋은 성과를 시현했다. 이는 ESG에 대한 투자자들의 인식이 최근에 확산되면서 수요효과가 증가에 긍정적인 영향을 미친 것으로 추론할 수 있다.

측정 모형들의 위험요인들에 대한 민감도를 살펴보면 시장초과수익률(m_i)과 규모요인(s_i)에 대해서는 세 유형의 펀드들에서 모두 유의한 결과를 보였다. 반면 가치요인(h_i)의 경우 3요인 모형에서는 ETF의 경우 유의한 양의 결과를 얻었으나 녹색성장펀드와 주식형 펀드에서는 음의 계수를, 4요인 모형에서는 주식형펀드에서 음의 계수를 보였다. 모멘텀요인(u_i)의 경우에는 모든 모형에서 음의 계수를 보였으며 특히 ETF의 경우에는 통계적으로 유의한 결과를 보였다. 이는 국내 시장의 경우 규모효과만이 강하게 존재하고 가치요인이나 모멘텀요인은 측정시기에 따라 상이하다는 기존 연구 결과와 일치하는 것이다.

〈표 3〉 시계열 회귀분석 결과

비 고	ESG 주식형 ETF	녹색성장 주식형 펀드	ESG 주식형 펀드	
CAPM	초과수익률(α)	0.0236 (0.36)	0.0460 (0.78)	0.0561 (0.01)
	m_i	0.8860 (18.66***)	0.7495 (15.37***)	0.8179 (22.35***)
Fama-French 3요인 모형	초과수익률(α)	0.0239 (0.28)	0.0439 (0.80)	0.0236 (0.28)
	m_i	0.8516 (18.38***)	0.7925 (16.22***)	0.8107 (22.79***)
	s_i	0.2310 (3.55***)	0.2886 (3.63***)	0.2436 (4.93***)
	h_i	0.1266 (2.09**)	-0.1108 (0.08)	-0.0020 (0.31)

비 고	ESG 주식형 ETF	녹색성장 주식형 펀드	ESG 주식형 펀드
	초과수익률(α)	0.0023 (0.92)	0.1060 (0.57)
Carhart 4요인 모형	m_i	0.8632 (18.67***)	0.6984 (15.43***)
	s_i	0.2092 (3.21***)	0.3212 (3.89***)
	h_i	0.0349 (0.47)	0.0347 (0.55)
	u_i	-0.1797 (-2.25**)	0.2452 (-0.14)

※ 괄호 안은 t값을 나타내며 ***, **, *표시는 추정된 값이 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준에서 유의함을 나타낸다.

한편, ESG ETF에 대해 추적오차와 괴리율을 살펴보았다. 분석결과 <표 4>에서 보는 바와 같이 ESG ETF 종목들은 추적오차의 평균값이 0에 근접하고 표준편차도 크지 않아 기초지수 복제에 충실한 것으로 나타났다. 다만 4월과 12월에는 특이 값이 관찰되었는데 이는 전년말 NAV에 반영된 추정배당금이 당해년도 4월 말의 분배락일 부근에서 차감되었기 때문으로 풀이된다. ETF의 괴리율도 -0.0006~-0.0023으로 비교적 미미하여 ETF 가격과 순자산가액(NAV)의 차이가 거의 존재하지 않음을 보였다. 정보비율의 경우에는 대부분 양호한 수치를 보였으며 앞의 연구결과와 유사하게 최근 출시된 ETF일수록 정보비율이 높게 나타났다.

<표 4> ESG 주식형 ETF의 NAV, 추적오차 및 정보비율

ESG 주식형 ETF	추적오차 평균	추적오차 표준편차	ETF NAV 수익률	기초지수 수익률	정보비율
ARIRANG ESG 우수기업 ETF	0.0076	0.0370	-0.0145	-0.0220	0.2027
VI FOCUS ESG Leaders 150 ETF	0.0040	0.0266	0.0275	0.0225	0.1880
KODEX MSCI ESG Universal ETF	0.0061	0.0224	0.0707	0.0636	0.3170
Tiger MSCI Korea ESG Leaders ETF	-0.0012	0.0218	0.0609	0.0616	-0.0321
Tiger MSCI Korea ESG Universal ETF	0.0049	0.0219	0.0760	0.0702	0.2648
KB STAR ESG 사회적책임투자 ETF	0.0075	0.0190	0.0781	0.0697	0.4421
KODEX 200 ESG ETF	0.0059	0.0246	0.1780	0.1700	0.3252

※ 추적오차 평균, 추적오차 표준편차, ETF NAV수익률, 기초지수 수익률은 연환산(Annualized) 임

3.3 횡단면 분석 결과

식(1)~(3)을 활용해 2단계 회귀분석을 실시한 결과는 <표 5>에 요약되어 있다. 분석 결과 시장위험프리엄, 규모요인, 가치요인, 모멘텀요인 등 민감도요인을 통제한 후에는 ESG 관련 ETF나, 녹색성장펀드, 주식형 펀드 등은 초과 수익률을 창출하지 못하는 것으로 나타났다.

ETF의 경우 시장위험프리미엄만을 통제한 CAPM 횡단면 분석에서는 통계적으로 유의한 음의 초과수익률을 보였고 시장위험프리미엄과 규모요인 가치요인을 통제한 Fama French 3요인 모형과 여기에 모멘텀요인까지 통제한 Carhart의 4요인 모형에서는 유의하지 않은 음의 초과수익률을 기록했다. 녹색성장펀드의 경우에는 CAPM과 4요인 모형의 횡단면 분석에서 유의하지는 않지만 양의 초과수익률을 보여 위험요인을 통제한 이후에도 다른 유형에 비해 가장 성과가 우수함을 시현했다. 반면 주식형 펀드의 경우에는 3요인과 4요인 모형에서 모두 통계적으로 유의한 음의 수익률을 보여 위험요인 통제 후의 성과가 열위에 있음을 나타냈다.

한편 1차 회귀분석으로 도출된 민감도 변수들은 대체로 펀드 수익률을 설명하기에는 충분하지 못한 것으로 나타났다. 시장위험프리미엄의 민감도 변수(γ_{MKT})는 CAPM 모형에서는 ETF에서만, 그리고 3요인 모형에서는 ETF와 주식형 펀드에서, 4요인 모형에서는 주식형펀드에서 양의 유의성을 보였다. 가치요인 민감도 변수(γ_{HML})는 3요인 및 4요인 모형의 주식형펀드에서 모두 음의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 반면 규모요인 민감도 변수(γ_{SMB})는 3요인 및 4요인 모형의 모든 유형에서 유의한 결과를 얻지 못하였다. 이 같은 결과는 횡단면 회귀분석 시 시장수익률 등 위험요인과 관련된 민감도 변수가 초과수익률에 통계적으로 유의한 영향 미치지 못한다는 운상용 등(2009)의 연구결과와 유사한 것이다.

<표 5> 횡단면 회귀분석 결과

비 고	ESG 주식형 ETF	녹색성장 주식형 펀드	ESG 주식형 펀드	
CAPM	초과수익률(α)	-0.5466 (-2.18*)	1.0282 (1.45)	-0.2399 (-0.62)
	γ_{MKT}	0.7644 (2.72*)	-1.0407 (-1.00)	0.6510 (1.52)
Fama-French 3요인 모형	초과수익률(α)	-0.2524 (-1.77)	-0.4253 (-0.46)	-0.7255 (-2.30**)
	γ_{MKT}	0.5193 (3.51*)	0.8378 (0.70)	1.1952 (3.36***)

비 고	ESG 주식형 ETF	녹색성장 주식형 펀드	ESG 주식형 펀드	
	γ_{SMB}	-0.2696 (-1.16)	-0.2867 (-0.32)	0.0675 (0.25)
	γ_{HML}	0.0861 (0.31)	-1.3378 (-2.01)	-0.5563 (-2.90**)
	초과수익률(α)	-0.3353 (-2.14)	0.5842 (0.89)	-0.9155 (-2.86**)
	γ_{MKT}	0.5793 (3.83)	-1.2325 (-1.21)	1.3929 (3.90**)
Carhart 4요인 모형	γ_{SMB}	-0.2371 (-1.07)	-1.0650 (-1.78)	0.0707 (0.28)
	γ_{HML}	-0.0260 (-0.14)	-1.0670 (-2.62*)	-0.8530 (-3.27***)
	γ_{UMD}	-0.1254 (-0.68)	1.3035 (3.44**)	-0.0696 (-0.29)

※ 괄호 안은 t값을 나타내며 ***, **, *표시는 추정된 값이 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준에서 유의함을 나타낸다.

3.4 유형별 수익률 차이 분석

본 연구에서는 ESG 관련 펀드 중 액티브형인 녹색성장펀드 및 주식형 펀드와 패시브형인 ETF간에 수익률 차이가 발생하는지를 분석하였다. 직관적으로 볼 때 액티브펀드의 수익률이 패시브펀드의 수익률을 상회해야 펀드매니저의 역할을 인정할 수 있을 것이다.

하지만 <표 6>에서 보는 바와 같이 액티브 펀드의 초과수익률은 패시브펀드의 초과수익률보다는 컸지만 통계적으로 유의하지는 않았다. 즉 녹색성장펀드가 ETF보다 초과수익률 평균이 세 모형에서 모두 더 컸으나 통계적으로 유의하지는 않았다. 특히 Carhart 4요인 모형에서는 두 유형간 초과수익률 평균이 연 10%정도까지 차이가 발생했다. 또한 주식형펀드의 초과수익률 평균은 두 모형에서 ETF의 초과수익률 평균보다 높았으나 이 또한 유의하지 않았다. 따라서 ESG 펀드의 경우 액티브와 패시브의 성과 차이는 없다고 정리할 수 있다.

액티브펀드인 녹색성장펀드와 주식형펀드간에도 초과수익률 차이는 존재하지 않는 것으로 나타났다. CAPM에서는 주식형펀드가, 3요인과 4요인 모형에서는 녹색성장펀드의 초과수익률 평균이 더 높게 나타났으나 유의하지는 않았다. 이 같이 패시브 액티브간 또한 액티브 유형 간에도 초과수익률 성과 차이가 발생하지 않는 이유는 근본적으로 아직까지 ESG 활동이 기업의 주가상승으로 이어지지 않는 ESG와 주가간의 무관련성에 기인하는 것으로 추론할 수 있다.

〈표 6〉 유형별 수익률 차이 분석

		평균차이	t값
ETF - 녹색성장	CAPM	-0.0224	0.89
	FF 3요인	-0.0200	0.91
	Carhart 4요인	-0.1037	0.59
ETF - 주식형펀드	CAPM	-0.0325	0.32
	FF 3요인	0.0002	0.99
	Carhart 4요인	-0.0242	0.48
녹색성장- 주식형펀드	CAPM	-0.0101	0.95
	FF 3요인	0.0203	0.91
	Carhart 4요인	0.0795	0.67

4. 결론 및 시사점

본고는 ESG와 관련된 주식형 펀드에 대한 성과를 종합적으로 분석하였다. ESG 등급과 주가간의 관계가 명확하지 않은 상황을 반영해 개별 종목이 아닌 펀드의 초과성과 여부를 검증하였다. 이를 위해 ESG ETF, 녹색성장펀드, 주식형 펀드 등 ESG 관련 펀드를 총망라하여 CAPM, Fama French 3요인, Carhart 4요인 모형을 활용해 시계열 및 2단계 횡단면 분석을 실시했다. 또한 액티브형과 패시브형의 성과 차이존재여부도 확인하였다. 이와 함께 표준화된 ESG 점수산출을 통해 이들 펀드가 실제 ESG 우수기업에 투자하는지에 대한 검증을 실시하였다.

분석결과 ESG 관련 펀드들은 양의 초과수익률을 보이지만 통계적으로 유의하지는 않은 것으로 밝혀졌다. 물론 통계적으로 유의한 양의 초과수익률을 보이는 펀드가 일부 존재하기는 했지만 평균적으로 유의한 결과를 도출하지는 못했다. 유형별로는 녹색성장펀드의 평균 초과수익률이 ETF나 주식형펀드보다 높았고 주식형펀드는 ETF보다 성과가 다소 우수한 것으로 나타났다. 하지만 이들 액티브와 패시브 펀드 유형간에도 수익률 차이는 유의하지 않았다. 시장위험프리엄, 규모요인, 가치요인, 모멘텀요인 등 민감도요인의 계수를 독립변수로 설정한 2단계 횡단면 분석에서도 ESG 관련 펀드들은 초과 수익률을 나타내지 못하였다. 심지어 녹색성장펀드를 제외하고는 유의하지는 않지만 음의 수익률을 보이기 하였다. 즉 수익에 영향을 미치는 위험요인을 통제 한 이후에도 ESG 관련 펀드들은 의미있는 초과수익률을 시현하지 못했다.

ESG 펀드들의 표준화된 ESG 점수는 표준점수인 50점을 상회하였다. 초과수익률의 순서와는 반대로 ETF의 평균 표준점수가 가장 높았고 주식형펀드 그리고 녹색성장펀드 순이었다. 특히 ETF의 평균 ESG 점수는 61.4점으로 실제 ESG 우수기업에 투자하고

있는 것으로 나타났다. ESG 관련 ETF는 또한 벤치마크와의 추적오차나 시장가격과의 괴리율도 지극히 낮아 본질에 충실한 ETF 운용을 하고 있는 것으로 밝혀졌다.

이 같이 ESG 관련 세 가지 유형의 펀드들이 유의한 초과수익을 창출하지 못하는 이유는 ESG 우수기업과 주가가 정관계를 보이지 못하는 이유와 맥을 같이 한다고 할 수 있다. 기업의 ESG 활동에 대한 사회적 관심은 증가되는데 비해 비재무적 성격인 ESG 활동의 효과는 단기적으로는 나타나지 않기 때문이다. 또한 ESG 활동에 대한 진정성도 시간이 경과한 후이나 제대로 파악할 수 있다. 다만 최근 설정된 펀드일수록 성과가 좋게 나타나고 있는 것은 ESG 활동을 지속시킬 수 있는 좋은 유인책이 될 수 있다. 결국 기업은 진정성 있는 ESG 활동을 통해 지속가능성을 향상시켜 가치를 증대시켜야 할 것이며 투자자들은 ESG 우수기업에 대한 장기투자를 통해 ESG 활동이 기업가치 상승으로 이어지는 선순환 구조의 매개 역할을 해야 할 것이다.

〈참고문헌〉

- 박혜진, “국내 ESG 펀드의 현황 및 특징분석”, 자본시장연구원, 2020.
- 심명화·김희은, 2022, “ESG펀드의 포트폴리오 구성, 현금흐름, 성과에 관한 연구”, 한국증권학회지, 제51권 제4호, pp 447-470.
- 이상원, 2020, “가격괴리율과 추적오차에 의한 ESG ETF의 성과분석”, 경영교육연구, 제35권 제6호, pp 309-329.
- 이준서, 2020, “가격오류와 고유변동성을 반영한 ESG 투자성과 분석”, 재무연구, 제33권 제3호, pp. 403-437.
- Berg, F., J.F. Kolbel, and R. Rigobon, 2022, "Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings", *Review of Finance* 26(6), pp. 1315-1344.
- Carhart, M.M., 1997, "On Persistence in Mutual Fund Performance", *The Journal of Finance*, Vol. 52(1), pp. 57-82.
- Dumitrescu, A., J. Järvinen and M. Zakriya, 2023, "Hidden Gem or Fool's Gold: Can Passive ESG ETFs Outperform the Benchmarks ?", *International Review of Financial Analysis* 86, 102540
- Fama, E.F. and K.R. French, 1993, "Common risk factors in the returns on stocks and bonds", *Journal of Financial Economics*, Vol. 33(1), pp. 3-56.
- Kanuri, S., 2020, "Risk and Return Characteristics of Environmental, Social, Governance (ESG) Equity ETF's", *The Journal of Index Investing*, Vol. 11(2), pp. 66-75.
- Pavlova, I. and M.E. de Boyrie, 2022, "ESG ETFs and the COVID-19 stock market crash of 2020: Did clean funds fare better ?", *Finance Research Letters*, 44, 102051.
- Rompotis, G.G., 2022, "The ESG ETFs in the UK", *Journal of Asset Management*, 23, pp.114-129.

ESG 리뷰

ESG Review

발행처 한국ESG기준원

발행인 심인숙

발행일 2023년 9월

주 소 서울시 영등포구 여의나루로 76 (07329)

Tel 02)3775-3339

Fax 02)3775-2630

E-mail cgsweb@cgs.or.kr

Home <http://www.cgs.or.kr>

인쇄처 경성문화사 Tel (02)786-2999
