

## 배려가 있는 따뜻한 자본주의의 실천: 미래에셋대우의 사회책임투자(SRI) 사례\*

임 영 균\*\*  
이 석 규\*\*\*

본 연구는 사회책임투자(SRI)의 개념과 중요성을 살펴보고, SRI와 관련된 이론적인 배경과 함께, 세계적인 기업들이 이를 어떻게 활용하고 있는가를 살펴보고 있다. 본 연구의 목적은 미래에셋대우의 사례를 통해, 국내 기업들에게 SRI를 어떻게 전파할 수 있을지에 대한 방안과 시사점을 제시하는데 있다. 이러한 과정에서 미래에셋대우가 SRI를 어떻게 선도하고 있는가를 심층적으로 살펴보고, 미래에셋대우의 사례분석을 통해서, 국내기업에 적합한 SRI의 새로운 방향에 대한 가능성을 진단하고 있다.

미국이나 유럽, 일본 등 SRI 선진국과는 달리, 국내 SRI는 역사도 짧고 규모도 매우 작은 것으로 평가되고 있다. 하지만 SRI 규모가 전 세계적으로 계속 증가하고 있는 추세를 고려할 경우, 국내시장의 규모도 지금보다는 더 크게 증가할 것으로 예측되고 있다. 따라서 비록 초기 단계에 있지만, 미래에셋대우의 사례를 살펴보는 것은 한국기업의 SRI 방향 설정에 매우 시사성이 있게 된다. 사회책임투자는 ESG, 즉 환경, 사회, 지배구조의 세 가지 비재무적 요소를 고려하여 장기적인 관점에서 투자가 이루어진다는 점에서 일반투자와는 구분되는 특징을 가지고 있다. 나아가 최근에는 공적인 연기금의 역할을 중요시하는 시장의 요구에 따라 공공기관 연기금의 SRI를 활성화하기 위한 관련 법·제도의 개선으로 이어지고 있다.

국내 금융시장에서 SRI를 선도하고 있는 대표적인 기업인 미래에셋대우는 지속가능경영을 핵심 경영철학으로 삼고, 고객의 부 증대는 물론 사회적 가치의 창출을 통해 고객과 사회에 기여하겠다는 투자원칙과 핵심가치를 표방하고 있다. '배려가 있는 따뜻한 자본주의 실천'이라는 기치 아래 미래에셋대우는 계열사 간 유기적인 협력에 의해 SRI 이외에도 다양한 사회공헌활동을 수행하고 있다. 그리고 미래에셋대우의 사례는 전형적인 한국 기업구조 하에서의 SRI 성공조건을 분석하는 데 기업들에게 통찰력을 제공한다. 본 사례분석에 의하면 기업의 투명한 지배구조, 철저한 리스크 관리, 국내외 시장에서의 풍부한 투자경험 등도 미래에셋대우가 SRI를 성공적으로 수행할 수 있게 하는 요인으로 파악되었다. 본 사례는 글로벌 기업을 지향하는 한국기업들에게 특히 SRI의 중요성과 그 의미를 시사하는 바가 크다.

주제어: 미래에셋대우, 사회공헌활동, 사회책임투자(SRI), 지속가능경영

### 1. 서론

기업은 사회와의 상호작용을 통해 자원과 정보를 주고받으며 성장한다. 기업은 사회 없이 존재할 수

없고 성장 과정에서 사회로부터 혜택을 받고 있기에 그 과실을 사회에 돌려주어야 하는 책임이 따른다. 기업의 사회적 책임(corporate social responsibility)은 자본주의가 지닌 병폐를 극복하고 보다 나은 사회를 지탱하게 하는 절대 명제로 인식되고 있으며,

논문접수일: 2019. 06. 28.                      1차 수정본 접수일: 2019. 07. 29.                      게재확정일: 2019. 07. 29.

\* 본 연구는 2018년 한국경영학회의 지원을 받아 수행되었음.

\*\* 광운대학교 경영대학 교수(lyk5316@kw.ac.kr), 주저자 겸 교신저자

\*\*\* 성균관대학교 경영대학 교수(sukekyu@skku.edu), 공동저자

기업평판을 높이고 경영 위험을 줄여 지속가능한 성장을 가능하게 하는 중요한 수단으로 인식되고 있다(Kotler 2011; 강선희, 노미진, 강보현 2016; 권영철 2014; 한상만 2019).

기업이 해결할 수 있는 사회적 문제는 환경오염, 에너지 고갈, 질병, 빈곤, 기아, 인권 침해에서부터 소득 불균형, 고용 침체, 경제주체 간 갈등에 이르기까지 다양하다. 기업이 이들 사회적 문제를 모두 해결할 수는 없지만 자신의 경영활동과 관련된 문제에 관심을 가지고 이를 해결하고자 노력할 때 기업과 사회의 공존공영이 가능하다. 이는 구매, 생산, 유통, 마케팅 등 가치사슬활동의 모든 영역에서 실천가능하며, 이를 위한 투자는 사회적 비난이나 제약을 극복하기 위한 비용이나 자선 행위의 차원을 넘어 경제적 가치와 사회적 가치를 동시에 추구하는 방향으로 이루어져야 한다(Porter and Kramer 2011).

사회책임투자(Socially Responsible Investment 또는 Investing, 이하 SRI)는 기업이 투자 의사결정 시, 기업의 재무적 요소뿐만 아니라 ESG 요소, 즉 환경(Environment), 사회(Society), 지배구조(Governance)와 같이 기업의 지속가능성(sustainability)에 영향을 미치는 비재무적 요소를 동시에 고려하여 보다 장기적이고 능동적인 관점에서 투자하는 것을 말한다. 무엇이 '사회적으로 책임 있는'(Socially Responsible, 이하 SR) 활동인가에 대한 정의는 다양하게 이루어지고 있으며, 이에 따라 SRI는 녹색투자(green investing), 지속가능투자(sustainable investing), 윤리적 투자(ethical investing), 영향투자(impact investing), 공동체투자(community investing) 등으로 불리기도 한다. 미국이나 유럽과 같이 시장경제의 규모가 큰 국가일수록 기업의 사회적 책임에 대한 논의가 활발히 진행되고 있으며 그 일환으로 사회책임투자가 시장경제의 부작용을 완화시키는 도덕경제의 기체로서 중요한 역할을 차지하고 있다(이상민 2007).

전 세계적으로 SRI 규모는 2018년 초 기준 30조7천억달러에 이르는 것으로 조사되고 있다(Global Sustainable Investment Alliance 2019). 이는 2016년 초에 비해 34% 증가한 것이다. 유럽이 14조1천억달러로 가장 규모가 크며 미국이 12조달러, 일본이 2조1천억달러, 캐나다가 1조7천억달러에 달한다. 미국 사회투자포럼(USSIF, The Forum for Sustainable and Responsible Investment) (2018)에 의하면 2018년 초 미국의 SRI는 미국 내 전체 투자자산의 26%에 달할 정도로 규모가 크다.

반면, 우리나라의 사회책임투자는 선진국에 비해 미미한 수준이다(손영화 2014, 안상아 2012). 2015년 말 기준 국내 SRI 시장 규모는 총 7조 8650억원으로 2013년 8조1050억원에서 오히려 감소하였다(한국사회책임투자포럼 2016). 하지만 글로벌 트렌드를 보면 SRI가 성숙하고 발전된 시장인 미국시장과 유럽시장이 아직 초기 단계인 국내시장을 긍정적인 방향으로 선도하고 있어 향후 국내시장의 SRI도 크게 성장할 것으로 예측되고 있다(한덕희 2012).

본 연구는 SRI가 국내외에서 어떻게 전개되고 있으며, 이러한 과정에서 자본주의의 표상이라 할 수 있는 금융투자기업의 대표주자인 미래에셋대우가 어떻게 선도적 역할을 수행하고 있는가에 대한 현실 진단을 통해 SRI의 새로운 방향을 제시하는 것을 목적으로 하고 있다. 본 연구가 다루고 있는 연구문제는 크게 세 가지로 여기에는, (1)기업이 SRI를 왜 수행하여야 하는지 그 동기와 목적을 분석하고, (2)SRI 의사결정이 이루어지는 구조와 과정을 설명하는 한편, (3)SRI 성과 분석을 통해 SRI의 한계와 이를 극복하기 위한 새로운 방향을 제시하는 것이 포함된다. 미래에셋대우의 SRI 사례는 금융투자기업이 사회책임투자를 선도하여야 하는 이유가 무엇이고, 이를 통해 미래에셋대우가 사회에 전달하고자 하는 메시지는 무엇이며, 실제로 미래에셋대우의 SRI

의사결정이 어떻게 전개되고 평가되고 있는지를 이해하는 한편, 보다 현실적이고 구체적인 SRI 실천 방안을 모색하는데 기여할 것으로 기대된다.

## II. 이론적 배경

### 2.1 사회책임투자의 정의와 기본 투자전략

SRI는 일반적으로 '개인적 가치와 사회적 관심사를 투자의사결정과 통합하는 과정'(the process of integrating personal values and societal concerns into investment decision-making)으로 정의된다(Schueth 2003; Shank et al. 2005; Statman 2006). 이는 사회투자포럼(Social Investment Forum)이 취하고 있는 정의이기도 하다. SRI의 다른 정의는 '재정적 수익을 다른 사회적, 환경적 혜택과 통합함으로써 투자자의 사회적, 윤리적, 생태적, 그리고 경제적 관심사를 연계하는 것'을 강조한다(Breszczyński and McIntosh 2014). 이 경우 SRI는 기업이 투자의사결정을 할 때 재무적 관점뿐만 아니라 환경(Environment), 사회(Society), 지배구조(Governance) 등 기업의 지속가능성에 영향을 미치는 비재무적 요소인 ESG를 고려하여 기업이 시장에서 경쟁력 있게 지속할 수 있는지를 평가하는 장기적 관점의 투자기법을 말한다(김명서, 나영, 홍수희 2014; 한덕희 2012).

SRI는 기본적으로 세 가지 투자전략, 즉 선별(screening), 주주 행동주의(shareholder advocacy), 지역공동체 투자(community investing)에 의해 이루어진다(Schueth 2003). '선별'은 투자자가 사회적/환경적 요인을 고려하여 투자 포트폴리오의 적격 혹은 부적격 여부를 판단하는 것을 말한다. 여기서 투자자가 고려하는 사회요소로는 고용창출, 인적

자원개발, 공정거래 및 부패방지, 소비자 안전 및 보건, 고객사와의 관계, 지역사회 발전 등이 포함되며, 환경요소로는 친환경 제품 여부, 환경오염방지 노력, 에너지 절감, 환경규정 준수 등이 포함된다(권순원, 권혜원, 위경우 2011). '주주 행동주의'는 사회적 문제의 해결에 관심을 가진 주주가 자신의 권리를 행사하는 것을 말하며, 기업의 의사결정에 영향을 미쳐 지배구조를 보다 투명하고 건실하게 유지하고자 하는 것을 목적으로 한다. 이때 투자자가 고려하는 지배구조 요소로는 주주의 권리보호, 이사회 및 감사기능, 경영투명성 및 공시, 경영의 과실배분 등이 포함된다(권순원, 권혜원, 위경우 2011). '지역공동체 투자'는 지역공동체에 도움을 줄 수 있는 투자활동을 말하며, 빈곤, 재해복구, 미소금융, 공정무역 등의 이슈가 그 대상이 된다.

### 2.2 사회책임투자의 역사적 전개 과정

#### 2.2.1 해외 시장

SRI는 1960년대에 등장하여 1980년대와 1990년대 들어 부각된 개념이지만 그 뿌리는 유사 이래 인류가 숭배하고 있는 종교적 교리에서부터 사회 정의 이슈, 기후변화, 기업지배구조에 대한 우려에 이르기까지 다양한 가치를 반영하고 있다(Townsend 2017). '해악을 끼치지 말라'는 것은 신앙(faith)에 기반을 둔 전통적 투자의 핵심 개념이며, 도덕적 가치와 상충하는 제품이나 산업에 대한 투자를 기피하는 SRI의 핵심개념이다. 이는 변혁기인 1960년대와 1970년대에 반전운동과 인종차별 금지, 여성 인권, 소비자보호, 환경 운동에 의해 크게 영향을 받았다. 그 결과 1970년대 초반 이러한 신념을 반영하는 최초의 뮤추얼 펀드가 탄생하였다. 이는 전통적인 경제학에서의 투자개념과는 어긋나는 것이었으며 따라서 밀턴 프리드먼(Milton Friedman)나 해리

마코위츠(Harry Markowitz)와 같은 경제학자의 비판에 직면하였다. 프리드먼은 뉴욕 타임즈와의 인터뷰에서 '기업의 사회적 책임은 이익을 증대시키는 것'이라고 주장하였으며 마코위츠는 어떠한 이유건 투자를 제한하는 것은 '투자 세계에 대한 저주'라고 보았다. 케네디 행정부의 국가안보자문을 지낸 맥조지 번디(McGeorge Bundy)는 '고결한 자만이 돈을 번다는 것을 믿지 않는다'고 말하기도 하였다.

그럼에도 불구하고 1970년대에 들어 SRI는 변화하는 문화적 관습과 진보적 견해에 따라 빠르게 도입되었다. 1970년대 SRI의 탄생에 결정적 촉매가 된 것은 베트남 전쟁이었다. 1960년대 말 베트남 종전 이후 일련의 SRI 투자자들은 전쟁을 통해 이익을 취한 기업(예를 들어 환경과 인체에 해로운 제초제 전쟁무기인 Agent Orange를 개발한 다우케미컬과 몬산토)에 대항하기 위한 수단으로 1971년 Pax World Balanced Fund를 출시하였다. Pax의 출시는 당시 불기 시작한 환경운동과 연계된 것이기도 하였다. 1970년 4월 22일에는 최초의 '지구의 날'(Earth Day)을 축하하는 행사가 열렸으며, 같은 해에는 미국 정부기구인 환경청(Environmental Protection Agency)이 신설되었고, Clean Air Act를 시작으로 환경 및 소비자보호 관련 법률이 차례로 제정되었다. 그 영향으로 Pax 외에도 Dreyfus Third Century Fund(1972년), First Spectrum Fund(1971년) 등의 SRI 펀드가 출시되었다.

1980년대에 들어, SRI는 좀더 표준화되었다. 술, 담배, 무기, 도박, 포르노, 핵에너지와 같은 기피 산업에 대한 투자를 피하는 방향으로 포트폴리오가 개발되었으며, 직장, 지배구조, 환경, 사회정의 등과 같은 이슈에 있어 잘못된 행동을 보이는 기업에 대한 투자를 기피하고 최선의 기업을 선별하기 위한 정량적이고 검증가능한 지표가 활용되기 시작하였다. Domini 400 Social Index가 1990년에 개발되었으며, 기피 스크린(avoidance screens)으로

Fossil Fuel Free 운동이나 Gender Lens 등이 현대적 의미의 SRI의 핵심으로 자리잡게 되었다.

1990년대 들어 SRI는 투자자의 위험관리 측면에서 사회적 책임을 다하는 기업을 선별하여 투자하는 형태로 변모하였으며 이로써 SRI는 사회운동 성격이 아닌 이익극대화를 위한 투자기법의 의미를 갖게 되었다(문은형 2018). 당시 강조된 개념은 지속가능성(sustainability)과 신인의무(fiduciary duty)다. 지속가능성은 환경문제와 관련해 등장했다. 이와 관련, UN환경프로그램(United Nations Environmental Program)은 '차세대의 희생 없는 현세대의 욕구 충족을 위한 개발'을 지지하면서 환경보전과 경제발전을 동시에 추구할 것을 요구하고 있다. 한편, 신인의무는 기후변화, 지배구조와 함께 2000년대 중반 미국과 유럽에서의 ESG 논쟁을 촉발한 관련 세 가지 쟁점 중 하나다. 신인의무는 신인관계에서 수탁자가 수익자에게 부담하는 의무를 말하며, SRI와 관련하여서는 수탁자인 기관투자자(연기금 등)가 기업의 사회적 책임을 강화시키고 지속가능한 발전을 유지하는 방향으로 투자의사결정을 할 경우, 일반적으로 수익극대화를 추구하는 수익자의 이익에 반할 수 있다는 주장으로부터 논쟁이 시작되었다. 이에 대해 UN환경프로그램 금융계획(United Nations Environmental Programme Finance Initiatives; UNEP FI)은 기관투자자의 신인의무가 사회책임투자에 장애가 되는지를 여러 나라의 관련 법률을 망라하여 분석한 결과, 기관투자자의 신인의무와 SRI가 양립할 수 있다는 결론을 내리고 있으며, 이는 지금까지 지배적인 견해로 자리 잡고 있다(염미경 2017).

2000년대에는 엔론(Enron), 월드콤(WorldCom) 등의 회계부정사건이 발생하면서 경영활동에 대한 의사결정 행위와 기업의 경영활동을 감시하고 견제하는 기능을 수행하는 지배구조의 중요성이 커졌다. 이는 기업의 사회, 환경, 윤리 문제를 중시하던 SRI

의 패러다임을 사회, 환경, 지배구조의 문제로 전환하는 계기가 되었다.

### 2.2.2 국내 시장

국내 SRI의 역사를 보면, 오랜 시간에 걸쳐 보편화된 미국, 유럽과 달리 아직 성숙되지 않은 것으로 평가할 수 있다. 국내 SRI는 1997년 외환위기를 겪으면서 기업의 투명성과 지배구조 등에 대한 국제 표준 제도의 도입 필요성이 제기되고 1999년 이후 종교계를 중심으로 SRI에 대한 논의가 시작되었다. 2003년 SRI 국제회의 등이 열리고 지속가능보고서의 발간 및 환경과 지배구조에 대한 관심이 고조되고 기업의 사회적 책임이 사회적 이슈가 되었다. 2005년에는 한국기업지배구조펀드가 출시되고 최대 기관투자자인 국민연금의 SRI 위탁운용이 이루어지면서 이에 대한 관심이 고조되었다(한덕희 2012). 나아가 2000년대 초반을 시작으로 기업의 사회적 책임(CSR)의 대두, 이명박 정부의 녹색성장 추진에 따른 녹색금융 활성화, 법률상의 소수주주 권한 강화가 이루어진 것도 SRI의 성장에 기여하였다(안상아 2012).

한편, 국내 시장에서 SRI가 발전하게 된 데에는 해외에서의 SRI 트렌드도 큰 영향을 미쳤다. 유엔 책임투자원칙(Principles for Responsible Investment, UN PRI), 국제결제은행(Bank for International Settlement, BIS) 등과 같은 국제기관이 투자자의 SRI 활동에 대한 참여를 요구하고, 글로벌 운용사가 ESG 이슈를 운용자산의 투자 의사결정에 반영하면서 해외투자자의 비율이 높은 우리나라도 이러한 영향을 받게 되었다. 또한 연기금의 자산규모 확대, 주식편입 비중과 규모의 비약적인 확대에 따라 투자 자산의 보호와 가치 제고 차원에서 투자대상 기업에 게 높은 수준의 사회적 책임과 기업 신뢰성의 제고를 요구하게 되었다(김명서, 나영, 홍수희 2014;

유상현 2006).

국내 시장에서 SRI의 규모는 증가하고 있지만 외국에 비해서는 아직 미흡한 수준으로 평가되고 있다. 그 이유로는, 해외 기관투자자는 투자대상기업의 전반적인 CSR 수준, 특히 사회적 책임 성과와 지배구조 수준을 고려하여 투자의사결정을 하는 반면에, 국내 기관투자자는 투자의사결정시 CSR 수준을 고려한 SRI 활동을 하고 있지 않기 때문인 것으로 풀이되고 있다(김명서, 나영, 홍수희 2014).

### 2.3 사회책임투자의 효과

SRI의 효과에 관해서는 두 가지 상반된 견해가 존재한다. 이는 SRI를 통해 개인적 가치와 사회적 관심사가 통합됨으로써 얻는 것이 과연 무엇인가와 관련되어 있다. 첫 번째 견해는, SRI가 선한(good) 것이기는 하지만 그 성과는 높지 않다고 본다. 기업의 사회적 책임 기준을 적용한 투자는 위험 단위당 수익이 낮고, 투자대상(기업, 산업, 혹은 국가)을 제한함으로써 포트폴리오의 다양성이 부족하며, 투자에 대한 가중치가 투자의 효율성이 아닌 사회적 책임의 질(quality)에 따라 부여되기 때문에 비효율적이라고 본다(Hamilton et al. 1993; Jones et al. 2008). 나아가 SRI 효과에 대한 분석비용이나 사회적 책임의 준수비용을 추가적으로 발생시켜 투자 수익률이 낮아지는 것은 물론, SRI 주식에 대한 수요 증가로 상대적으로 이들 주식의 주가가 높아짐으로써 SRI의 기대수익이 낮아진다고 본다(Bauer et al. 2005; Galema et al. 2008). Friedman (1970)은 기업의 SRI가 기업의 평판 제고에 따른 혜택을 주는 것이라면 경영자나 대주주가 이를 당연히 수행하였을 것으로 보고 있다. 따라서 SRI가 기업 자체에는 혜택을 주지 않지만 경영자나 대주주 개인의 위상을 제고하거나 미래 경력에 도움을 주는 것으로 보고 있다(Barnea and Rubin, 2010).

두 번째 견해는, 기업이 선한 행위를 함으로써 성과가 높아진다고 본다. SRI 옹호론자는 윤리 원칙에 따라 행동하는 기업이 통상적인 기업에 비해 보다 높은 성과를 달성할 수 있다고 본다. 이들 기업의 종업원은 열정적이고 생산적이며(Becchetti et al. 2012), SRI를 선호하는 투자자로부터 낮은 비용으로 자본을 조달할 수 있다(Brzeszczynski and McIntosh 2014). 또한 SRI에 대해 긍정적 보도가 이루어지고 이로 인해 종업원의 사기가 고취되면 기업가치가 증대되어 주가가 상승하는 것으로 보고 있다(Kruger 2014). 기업이 사회적 책임 요건에 부합해야 하는 또 다른 당위성은 이로 인해 기업이 보다 혁신적으로 변화하고 그 결과 주주의 가치를 제고할 수 있기 때문인 것으로 보고 있다(Porter and van der Linde 1995). 사회적 책임의 수행을 통해 기업은 자사제품에 대해 사회적 책임 인증을 얻을 수 있으며, 기업평판을 제고할 수 있고 나아가 이익도 제고할 수 있다고 본다. 나아가 사회적 책임에 대한 감시활동으로 인해 기업은 외부 요구에 보다 효율적으로 적응할 수 있고(Orlitzky et al. 2003), 그 결과 소비자의 비호감이나 소송 등의 위험을 줄여 미래 수익의 불확실성을 줄이고 비용을 절감할 수 있는 것으로 보고 있다(Goldreyer et al. 1999).

SRI의 효과에 대한 상반된 이론적 주장과 함께 SRI가 과연 일반투자자에 비해 성과가 우수한지에 대한 실증분석 결과도 엇갈리고 있다. SR 투자의 효과를 계량적으로 평가하고자 하는 시도는 크게 두 가지로 구분된다. 첫 번째 방식은 SR 뮤추얼 펀드 혹은 SR 기업주식으로 구성된 포트폴리오의 성과를 non-SR 뮤추얼 펀드 혹은 일반 시장지표와 비교하는 것이며, 두 번째 방식은 일반시장 지표(general market index) 대비 다양한 SRI 지표(SRI index), 예를 들어 Calvert Index, Domini 400, FTSE4, Dow Jones Sustainability Index 등의 상대적 성과를 비교하는 것이다.

기존 연구를 보면 일부 연구는 SRI의 성과가 저조한 것으로 보고하고 있으며 다른 연구는 성과가 우수한 것으로 보고하고 있다(Junkus and Berry 2015). 예로서 Sauer(1997), Statman(2000, 2006)는 SRI 지표가 전통적인 비교대상보다 높은 수익률을 가지는 것으로 보고하고 있으나, Schroder(2007), Managi et al.(2012)는 이들 간에 유의미한 성과 차이가 없거나 SRI 지표의 유형에 따라 상이한 것으로 보고하고 있다. Viviers and Eccles(2012)는 1975년부터 2009년 사이에 이루어진 SRI 성과 관련 기존 연구에 대한 메타분석(meta analysis)을 통해 SRI 트렌드를 분석하고 ESG 원칙(Environmental, Social and Governance Principle)을 적용한 결과, SRI 펀드의 성과는 전통적인 성과지표에 있어 일반 펀드와 유의미한 차이가 있거나 우수하지 않은 것으로 보고하고 있다.

국내 연구의 경우에도 SRI 펀드의 성과에 대해서는 상반된 실증결과가 보고되고 있다. 일부 연구는 SRI 펀드의 수익률이 일반 펀드 수익률보다 우수한 것으로 보고하고 있으나, 다른 연구는 이들 간에 유의미한 차이가 없는 것으로 보고하고 있다(박영규 2013). 박진우(2013)는 KRX SRI를 대상으로 국내 주식시장에서 SRI 투자성과를 평가한 결과, KRX SRI 지수 변동추이는 KOSPI와 거의 유사하게 움직이고 있고 기간별 투자성과도 다른 주가지수의 수익률과 별 차이가 없는 것으로 보고하고 있다. 비교적 최근의 연구로 고완석(2017)은 2010년부터 2015년까지의 SRI 펀드에 편입된 상장기업을 대상으로 SRI펀드 성과를 분석한 결과, SRI펀드 기업들의 자기자본이익률(ROE)이나 Tobin's Q가 그렇지 않은 기업들의 것보다 유의적으로 높음을 발견하였으며 이를 근거로 SRI펀드 기업들이 사회 경제적 공동체로부터 호감을 받아 현재 및 잠재 투자자들에게 미래 경제적 전망에 대해 긍정적 신호를 보내고 있는 것으로 해석하고 있다.

### III. 미래에셋대우의 SRI 사례 분석

#### 3.1 미래에셋대우 소개

미래에셋대우는 미래에셋그룹 계열 금융투자회사다. 미래에셋그룹은 1997년 설립된 벤처캐피탈로 시작하여 아시아 자본시장을 대표하는 투자전문 그룹으로 성장하였다. 국내 최초로 주식형 뮤추얼 펀드, 해외채권형 펀드, 부동산 펀드, PEF 등의 혁신적 상품을 출시하였으며, 2018년 12월 말 기준 해외 10개국에 14여개의 법인과 사무소를 보유하는 등 글로벌 금융기업으로 발전하고 있다.

미래에셋대우는 미래에셋증권과 대우증권의 합병을 통해 탄생한 국내 최대 증권사로, 업계 최초로 자기자본 8조원을 달성하였으며, 모든 금융영역에서 종합 자산관리서비스를 제공하고 있다. 미래에셋대우의 성장전략은 GDP, 즉 글로벌(Global), 투자(Investment), 디지털(Digital), 연금(Pension) 분야에서 지속적으로 혁신과 변화를 꾀하는 데 있다.

첫째, 글로벌 비즈니스 분야에서 미래에셋대우는 아시아, 미주, 유럽 등 10개국에 11개 법인, 3개 사무소에 700여명의 인력이 투자은행(Investment Bank, IB), 글로벌 중개서비스(Global Brokerage), 거래(Trading), 자산관리(Wealth Management, WM), 프라임 중개서비스(Prime Brokerage) 등의 사업을 수행하고 있다. 합병 첫 해인 2017년 해외법인의 세전이익은 전년 대비 약 300% 증가했으며, 특히 IB부문은 전년 대비 수익이 30% 이상 증가하였고, 이는 전체 해외법인 수익의 약 20%를 차지하고 있다. 이러한 노력에 해외법인의 연결 세전이익 비중도 2017년 4%에서 2018년 15%로 증가하였으며, 미래에셋대우의 2018년 전체 비즈니스별 수익 비중 역시 투자은행(IB, Trading, PI)과 채널영업(WM, Wholesale, 디지털금융)에서 40:60 비중

의 구조를 이루게 되었다. 이는 과거 국내 증권사에 대한 저평가 요인으로 지적되었던 브로커리지(채널 영업)에 치중된 천수답 수익구조, 즉 시장 상황에 따라 중개수수료가 일방적으로 결정되는 수익구조를 탈피하고, 지역별, 비즈니스별 수익구조가 점차 균형을 이루며 질적으로 개선되는 성과를 이루었다.

둘째, 투자 분야에서는 순익 증가와 유상증자를 통해 확보한 자기자본을 활용하여 우량 투자자산을 확보하고, 4차 산업혁명을 선도할 신성장 기업을 발굴하여 투자를 통한 기업과 산업의 성장을 지원하고 있으며, 다양한 대체투자를 통하여 차별화된 포트폴리오를 구성하고 있다. 중국 상하이 미래에셋타워, 미국 페어몬트 샌프란시스코 호텔, 홍콩 더센터 빌딩 등의 부동산 투자를 통하여 안정된 수익을 창출하고 있으며, 네이버, GS리테일, 셀트리온 등과의 투자조합을 설립하여 중국 디디추싱, DJI, 베트남 Grab 등 신성장 기업에 대한 투자에도 적극적으로 나서고 있다.

셋째, 미래에셋대우는 디지털화를 통한 혁신성장 기반 마련에도 적극적이다. 2017년 네이버와 4차 산업혁명 동맹을 구축하고 온라인 고객관리 기반을 마련하였으며, 모바일 OTP 도입과 인증방식 개선을 통해 24시간 365일 비대면 계좌개설 및 즉시거래 환경을 구축하였다. 그 결과 비대면 기반의 다이렉트 신규계좌가 2017년 한해 약 28만개가 개설되었고, 빅데이터 온라인 금융서비스 플랫폼인 m.Club은 론칭 6개월만에 6만명이 넘는 가입자를 확보할 수 있었다. 음성기반 인공지능(AI) 금융서비스를 제공하고 있으며, 글로벌 종목추천 및 투자자문 통합 플랫폼 m.로보를 출시하여 디지털 자산관리 서비스를 확대하고 디지털 창구 도입, 채팅상담 전 매체 확대, 보이는 ARS 등을 도입할 예정이다.

넷째, 미래에셋대우는 차별화된 글로벌 시장 자산 배분 역량과 퇴직연금, 개인연금의 효율적 운용을 통해 안정적인 연금자산 증대에 기여하고 있다. 2018

년 12월 말 기준 연금자산 11조7천억원을 보유하고 있으며, 전문인력과 차세대 퇴직연금 시스템을 기반으로 고객의 퇴직자산을 효율적으로 관리하고 있다. 또한, 미래에셋대우는 초고령화 시대를 대비하여, 은퇴자산의 관리에 대한 인식을 고취하고 고객 스스로의 관리능력을 배양하고자 다양한 퇴직연금 교육 프로그램을 비롯하여 종합적인 은퇴설계 서비스를 제공하고 있다. 이를 바탕으로, 퇴직연금 운용관리 평가금액 기준 누적 적립금은 8조6,611억원에 달하며, 퇴직연금 적립금 상위 10개사 중 확정급여형(Defined Benefit, DB), 확정기여형(Defined Contribution, DC)에서 가장 높은 10년 장기 수익률을 기록하고 있다.

## 3.2 미래에셋대우의 SRI

### 3.2.1 SRI 추진 배경

미래에셋대우는 정보 및 소득 격차에 따른 소외, 저출산과 빠른 고령화, 환경오염 등의 사회적 문제를 해결하는 것이 기업에게 새로운 성장기회를 제공하는 것으로 인식하고 있으며, 특히 SRI를 글로벌 금융시장이 주목하는 키워드이자, 기업과 금융의 사회적 책임을 이행하는 중요한 수단으로 보고 있다.

미래에셋대우의 SRI에 대한 관심은 2000년대 초에 시작되었다. 2003년과 2005년 사이 외국계 펀드운용사의 진출로 다양한 컨셉의 SRI 상품이 국내에 들어왔다. 하지만 당시에는 상품개발자와 구매자(투자자) 간 인식의 차이가 컸다. 외국시장에서는 SRI Trend Record가 있었으나 한국시장에는 이러한 경험적 자료가 없어 불확실성이 컸기 때문이다. 이명박 정부는 '저탄소 녹색성장'을 국가 비전으로 선포하였고, 이는 SRI에 대한 투자자의 인식을 긍정적으로 전환시키는 계기가 되었다. 무엇보다 금융기관의 역할이 강조됨에 따라 물 펀드, 지구온

난화 펀드 등 친환경·대체에너지 관련 녹색산업에 투자하는 SRI 상품이 개발·출시되기 시작하였다. 이러한 범정부 차원의 정책 및 홍보 효과로 SRI는 양적 성장을 이루었으나, 그 규모는 글로벌 수준에는 훨씬 못 미치는 미미한 수준이었으며, 그나마 설정된 펀드규모에 비하여 국내 산업군 등 SRI관련 산업 생태계는 마땅한 투자종목을 구성하기에 한계가 있었다.

문재인 정부 들어서는 대규모 SOC 사업 축소 등으로 인해 투자 기회가 감소하고 있고, 공적 연금금의 적극적인 사회책임투자과 기업 관여를 핵심으로 하는 스투어드십 코드 개발 및 도입, 금융 취약계층을 위한 정부의 금융지원과 부당경감 활동의 활성화에 대한 요구가 커지고 있다. 아울러 인허가 및 국가 리스크에 따른 이슈, 거래상대방의 신용 불확실성, 시장 변동성 확대 등으로 인한 부결 등 다양한 친환경 투자 리스크가 상존하고 있다.

이러한 시대적 요구에 부응하기 위해 미래에셋대우는 투자 시 수익률을 고려할 뿐만 아니라 투자활동을 통해 사회적으로도 긍정적인 영향을 미치는 투자에 주목하고 있다. 그동안의 SRI 투자는 녹색성장의 추구, 지배구조의 개선, 착한기업으로서의 이미지 형성을 목표로 하였으나 시대적으로 변화하는 SRI 개념에 맞추어 '선택과 집중'을 통해 이를 극복하고자 노력하고 있다. 신재생 에너지 등 친환경 투자를 활성화하는 한편, 사회적 이슈인 고령화 대응을 위한 상품 및 서비스 개발, 중소기업 자금조달 지원 등의 활동을 이행 중이며, 이를 통하여 사회와 소통하고 지속가능한 성장을 추구하고 있다. 아울러 장애인, 고령자 등 정보 취약계층이 어떠한 조건과 환경에서도 금융 서비스를 쉽게 이용하고 금융정보를 습득할 수 있도록 금융 접근성 제고를 위한 활동과 금융 교육 프로그램 등을 제공하고 있다.

### 3.2.2 SRI 현황

미래에셋대우는 금융투자회사로서 금융을 통한 지속 가능한 사회구축에 기여하기 위한 노력의 일환으로 다양한 ESG(Environment · Society · Governance) 관련 직 · 간접적인 투자와 금융 상품의 판매를 적극 추진하고 있다. 새로운 사업기회인 친환경 산업에 대한 투자를 강화하고 있으며, 클린에너지 펀드, 기부형 펀드, 타깃데이트 펀드(Target Date Fund, TDF) 등 다양한 SRI 상품을 기획 · 운용하고 있다.

미래에셋대우의 SRI는 크게 주주가치제고를 위한 직간접투자과 펀드상품의 개발 및 판매로 구분된다. 직간접투자는 에너지, 인프라, 신재생 에너지 사업에 대한 참여(지분, 수익증권, 대출 등 투자 또는 투자 후 sell-down, 금융주선 등), 스타트업 기업 등의 투자처 발굴을 통해 이루어지고 있으며, 합병법인 이후 증가한 자기자본을 바탕으로 그 폭을 넓히고 있다. 특히, 벤처기업 등에 대한 투자는 자회사인 미래에셋벤처투자가 주도하고 있으며, 4차 산업혁명을 주도하고 있는 산업이 그 대상으로, 바이오, 농업, 에너지, 수질 관련 조합을 설립하고 이에 대한

투자가 이루어지고 있다. 펀드상품 개발 및 판매는 2010년부터 시작되었으며 자산운용사인 미래에셋 자산운용과 멀티에셋자산운용과의 긴밀한 협업에 의해 이루어지고 있다.

#### 3.2.2.1 직 · 간접 투자

미래에셋대우의 SRI는 투자은행(IB), 프로젝트금융투자(PF), 자기자본투자(PI), 지분투자(EI) 등을 통해 이루어지고 있다. 이는 크게 에너지, 인프라, 신재생 사업에 대한 투자와 벤처기업에 대한 투자의 두 가지 형태로 구분된다. 에너지, 인프라, 신재생사업의 대표적인 예로는 국내에서 에너지 신산업 전문투자사모투자신탁에 투자하고 있으며, 서대구에너지 지분인수를 위한 사모펀드(PEF) 출자를 하고 있고, 합천댐 수상태양광 집합투자증권에 투자하고 있다. 해외에서는 코펜하겐 인프라 III 펀드, 모건스탠리 인도 인프라 펀드, 미국 가스복합화력발전소, 칠레 태양광 PMGD 사업에 투자 · 참여하고 있다(<표 1> 참조).

벤처기업에 대한 투자는 미래에셋벤처투자가 수행하고 있다. 미래에셋벤처투자는 미래에셋대우가

<표 1> 미래에셋대우의 에너지, 인프라, 신재생 사업 투자

지역	주요 투자	비고
국내	에너지 신산업 전문투자사모투자신탁	에너지 인프라 자산운용 펀드에 투자
	서대구에너지 지분인수 PEF	폐목재를 활용한 집단에너지 사업을 영위하고 있는 서대구 에너지 인수 위한 PEF 참여
	합천댐 수상태양광 집합투자증권	합천댐에 건설운영 예정인 수상태양광 발전시설 사업개발에 투자 · 참여
해외	코펜하겐 Infrastructure III 펀드 투자	덴마크 신재생에너지 인프라 펀드에 출자
	모건스탠리 인도 인프라 펀드	인도의 다양한 인프라에 투자하는 펀드에 투자
	미국 가스복합화력발전소(Frontera)	미국 텍사스주 소재 가스복합화력발전소 관련 선순위 대출 채권 인수
	미국 가스복합발전소(Linden Cogen)	미국 Linden 가스복합발전소 지분 인수 및 투자 참여
	칠레 태양광 PMGD 사업	국내 Top-tier 민간발전사업자가 참여하는 칠레의 태양광 발전소 개발 참여

61.59%의 지분을 보유하고 있는 자회사로, 중소기업창업지원법에 따른 중소기업 창업자에 대한 투자, 창업투자조합의 결성 및 업무의 진행, 벤처기업의 육성에 관한 특별조치법 상의 벤처기업에 대한 투자 등의 사업을 주력사업으로 하고 있다. 주요 투자대상기업은 바이오, ICT, 게임, 반도체 등이며 친환경 식품, 대체에너지, 교육, 엔터테인먼트, 레저 등으로 확대되고 있다. 미래에셋벤처투자는 미래에셋대우의 IB 본부, 리서치센터와 연계하여 투자 심사 단계부터 상장 시점까지 IPO 관련 컨설팅 및 제반 업무를 지원하고, 미래에셋금융그룹의 해외 지사 및 현지법인과의 협업을 통해 투자대상기업의 성장과 글로벌화를 지원하고 있다. 미래에셋대우는 직접투자 이외에도 고객과의 신탁계약을 통해 신탁재산으로 미래에셋벤처투자가 결성하는 투자조합인 '신성장 좋은 기업 투자조합'에 주요 출자자(Limited Partner)로도 참여하고 있으며, 이를 통해 신성장 산업과 친환경 산업 분야의 사업기회를 지속적으로 고객에게

제공하고 있다. <표 2>는 미래에셋대우의 '신성장 좋은기업 투자조합'에 대한 신탁 출자 현황을 보여주고 있다. 여기서 보면 미래에셋대우의 조합 결성액과 출자액이 최근들어 크게 증가하고 있음을 알 수 있다.

3.2.2.2 펀드 위탁판매

미래에셋대우는 계열사인 미래에셋자산운용과 멀티에셋자산운용과의 협업을 통해 SRI 관련 펀드상품을 개발 및 판매하고 있다. <표 3>에서 보듯이, 대표적인 ESG펀드로는 '미래에셋글로벌혁신기업ESG증권투자신탁(주식혼합)', '미래에셋좋은기업ESG증권투자신탁(주식)'이 있으며, 상장지수펀드(Exchange Traded Fund, 이하 ETF)로는 'TIGER MSCI Korea ESG유니버설'과 'TIGER MSCI Korea ESG 리더스'가 있다. 또한, 글로벌 기후변화 대응에 동참하고 신성장동력 확보를 위해 클린에너지 등 신재생에너지 관련 펀드를 판매하고 있으며, 아울러, 저출산과 급속한 노령화에 대비하여 고객의 평안한

<표 2> 미래에셋대우의 '신성장 좋은기업 투자조합' 신탁 출자 현황

구분	투자조합 16-1	투자조합 17-1	투자조합 18-1	투자조합 19-1
설정일	2016.12	2017.04	2018.05	2019.03
조합 결성액(억원)	140.0	165.0	150.0	220.0
미래에셋대우 출자(억원)	125.4	149.9	116.6	187.2
만기(년)	7	7	5	7

<표 3> 미래에셋대우 SRI 펀드 현황 (유형별 펀드 규모)

(단위 : 억원)

SRI 펀드 유형	설정일	2017년	2018년	2019.1Q
미래에셋글로벌혁신기업ESG증권투자신탁(주식혼합)	2017.10.26	38	31	25
미래에셋좋은기업ESG증권투자신탁(주식)	2004.01.02	322	266	259
TIGER MSCI Korea ESG유니버설	2018.02.07	-	-	59
TIGER MSCI Korea ESG리더스	2018.02.07	-	-	55
멀티에셋 글로벌 클린에너지 펀드	2007.04.16	125	118	91
미래에셋자산배분 TDF	2011.06.20	1,729	3,755	4,816

\* 운용사별 설정 잔액 기준이며, TDF 펀드의 경우 미래에셋자산운용에서 운용하는 TDF 펀드 전체 잔고임

노후에 기여한다는 기치 아래 개인연금, 퇴직연금 등 다양한 채널을 통하여 관련 펀드를 판매하고 있다.

대표적인 ESG공모펀드로는 '미래에셋좋은기업 ESG증권투자신탁(주식)'와 '미래에셋글로벌혁신기업ESG증권투자신탁(주식혼합)'이 있다. 최근 기관 투자자의 스튜어디스 코드 이슈 등 착한기업에 대한 투자에 대한 시장의 관심과 달리 국내시장에서의 관련 펀드의 수는 아직 그에 미치지 못하고 있는 실정이다. 다만 미래에셋은 국내 SRI펀드 초기인 2004년 출시된 미래에셋좋은기업ESG증권투자신탁(주식)을 필두로 2017년에는 글로벌혁신기업에 까지 확대한 '미래에셋글로벌혁신기업ESG증권투자신탁(주식혼합)'을 함께 다루고 있다.

ESG관련하여 ETF도 거래소에 상장되어 있는데, 'TIGER MSCI Korea ESG리더스'와 'TIGER MSCI Korea ESG 유니버설'이 있다. 전자는 'MSCI KOREA COUNTRY ESG LEADERS CAPPED 지수'를 기초지수로 하고 있으며, 후자는 'MSCI KOREA ESG UNIVERSAL 지수'를 기초지수로 하여 1차당 순자산가치의 변동률을 기초지수의 변동률과 유사하도록 투자신탁재산을 운용하는 ETF이다.

기초 지수와 관련하여 MSCI KOREA COUNTRY ESG LEADERS CAPPED 지수는 한국거래소에 상장된 중대형주 중심의 MSCI KOREA 지수 구성 종목 중, MSCI ESG Research에서 제공하는 평가 기준으로 주류, 담배, 도박, 원자력, 무기 등 관련 기업을 배제하고 ESG 점수(ESG성과, ESG 측면에서 부정적인 영향을 줄 수 있는 논란 및 이슈를 반영하여 산출)가 높은 종목을 편입하되 MSCI KOREA 지수의 섹터별 유동주식수 반영 시가총액의 50%를 반영하도록 종목을 구성하며 개별종목 한도는 30%로 하여 산출하는 지수이다.

신재생에너지 위탁판매펀드로는 '글로벌 클린에너지 펀드'가 있다. 동 펀드는 신재생에너지 관련 업체로 구성된 S&P Global Clean Energy Index에

투자하는 상품으로, 멀티에셋자산운용이 운용하고 미래에셋대우 등이 상품을 판매하고 있다. 2019년 4월 19일 현재 동 펀드의 순자산 총액은 91억 원에 이른다. 아직은 국내에서 실물자산에 투자한 공모펀드의 실적이 미미한 만큼 미래에셋대우의 이러한 시도는 SRI 관련 공모펀드 시장에서 큰 의미를 가진다고 할 수 있다.

한편, 고령화 사회를 맞아 노후 준비의 필요성이 증대됨에 따라 장기적으로 투자할 수 있는 다양한 상품 공급이 매우 중요해지고 있는 바, 특정 목표 시점(Target Date)에 노후자금 마련이나 학자금 마련 등과 같은 장기적으로 특정한 목적을 가진 투자자를 위해 시간 경과에 따라 자산배분 비중을 달리 하는 상품인 타깃데이트 펀드(Target Date Fund, TDF)를 적극적으로 제공하고 있다.

TDF펀드는 은퇴시점에 맞추어 생애주기별로 자산배분 프로그램에 따라 위험자산 비중을 조절하여 투자포트폴리오를 구성하는 펀드이다. 이는 안정적인 자산형성을 유도하고 관리의 효율성이 높다는 점에서 노후 대비 수단으로 주목받고 있다. 동 펀드의 운용 원리는 투자대상 모펀드를 투자목적 및 투자전략 등에 따라 기본수익전략, 절대수익전략, 멀티인컴전략, 자본수익전략 등 4개의 전략으로 구분한 후, 특정 목표시점이 가까워짐에 따라 자본수익전략의 모펀드 비중을 축소하고 나머지 3개 전략의 모펀드 비중을 점차 확대하여 투자하는 방식을 따른다.

미래에셋대우는 투자자의 평안한 노후를 위해 기여한다는 비전 아래, 위탁판매와 더불어 개인연금, 퇴직연금자산에 다양한 TDF를 구성하고 이를 공급하고 있다. 뿐만 아니라, 은퇴자의 생활비 마련에 보탬이 되는 다양한 월 지급식 펀드와 파생결합증권(ELS, DLS) 라인업을 구축하는 등 미래에셋대우의 운용 노하우가 담겨 있는 노후대비 투자 상품을 확대 중이다.

### 3.2.3 SRI 성과

일반적으로 펀드 성과는 글로벌 증시 동향, 특히 미국 연방준비은행의 금리인상 기조유지에 따라 큰 영향을 받는다. 연방준비은행의 금리인상이 이루어지는 경우 글로벌 증시에서 투자심리는 위축될 수 있으며 펀드시장의 성과가 하락할 가능성은 커진다. 금리 변화 이외에도 미-중 무역전쟁, OPEC의 석유 생산 규모 등도 펀드 성과에 큰 영향을 미친다.

〈표 4〉에서부터 〈표 7〉까지는 미래에셋대우의 SRI 직간접 투자 및 위탁판매 펀드 중 대표적인 투자/상품의 수익률 혹은 비교지수 대비 성과를 예시하고 있다. 〈표 4〉의 투자조합 수익률을 보면 투자 원금 기준 혹은 2018년 연말자산평가액기준 수익률은 내부수익률(Internal Rate of Return, IRR) 기준수익률(7%)의 두 배 이상인 것으로 나타나고 있다.

SRI 위탁판매 펀드 수익률의 경우에는 〈표 5〉에서 보는 바와 같이 펀드 유형에 따라 또한 운용기간에 따라 많은 차이가 있고 직접적인 비교지수가 없어 확실한 평가는 어려우나, 국고채나 은행정기예금 등과 비교할 때 대체로 양호한 것으로 평가된다. 특히 멀티에셋글로벌클린에너지증권투자신탁의 경우에는 기준 시점인 2019년 4월 24일 기준 3년 누적 수익률이 32.22%로 매우 높은 것으로 나타나고 있다. 〈표 6〉은 SRI 위탁판매 펀드 중 비교지수가 있는 미래에셋좋은기업ESG증권투자신탁의 수익률을 보여주고 있다. 여기서 보면, 동 펀드의 수익률은 비교지수인 KRX ESG Leaders 150과 비교하였을 때, 단기 및 장기 수익률에 있어 대체로 우수한 것으로 나타나고 있다.

〈표 7〉은 ESG 관련 대표적 ETF 상품의 수익률을 보여주고 있다. ESG 관련 ETF 수익률은 TIGER

〈표 4〉 미래에셋대우 신탁을 통한 투자조합 수익률 (예시)

(단위 : %)

구 분	IRR	
	원금기준	평가기준
미래에셋 신성장 좋은기업 투자조합 16-1	14.80	16.56
미래에셋 신성장 좋은기업 투자조합 17-1	16.36	22.46

\* 조합의 경우 출자 후 2018년 연말까지 분배액 기준으로 IRR 계산, BM(Benchmark)은 없으며, 기준수익률을 IRR 7%로 설정.

〈표 5〉 미래에셋대우 SRI 위탁 판매 펀드 수익률 (예시)

(단위 : %)

구 분	3M	6M	1Y	2Y	3Y
멀티에셋글로벌클린에너지증권투자신탁	9.49	17.67	3.73	13.34	32.22
미래에셋글로벌혁신기업ESG증권투자신탁(주식혼합) <sup>1)</sup>	8.98	4.54	6.75	-	-
미래에셋좋은기업ESG증권투자신탁(주식) <sup>2)</sup>	1.85	4.70	-14.09	0.27	6.62
미래에셋자산배분TDF2030년증권투자신탁(주식혼합-재간접형) <sup>3)</sup>	8.37	-0.70	1.74	-	14.90
미래에셋자산배분TDF2040년증권투자신탁1호(주식혼합-재간접형) <sup>3)</sup>	10.61	-2.34	2.04	-	17.81

\* 2019.04.24.일자 기준 기간 수익률, TDF의 경우 설정 후 3년 이상 경과된 펀드

1) 투자전략 특성 상 비교지수 없음. 단, 참조지수 : MSCI ACWI ESG Leaders 지수 70% + KIS 종합채권지수 30%

2) 비교지수 : KRX ESG Leaders 150

3) TDF의 경우 자산배분형으로 비교지수가 없음

〈표 6〉 미래에셋좋은기업ESG증권투자신탁의 수익률

구 분	3M	6M	1Y	2Y	3Y
KRX ESG Leaders 150 <sup>1)</sup> (BM)	0.91	2.94	-11.24	-0.61	2.37
미래에셋좋은기업ESG증권투자신탁(주식)	1.85	4.70	-14.09	0.27	6.62
<b>BM 대비 성과</b>	<b>+0.94</b>	<b>+1.76</b>	<b>-2.85</b>	<b>+0.88</b>	<b>+4.25</b>

1) 출처 : 금융투자협회 전자공시서비스, 한국거래소

〈표 7〉 ESG관련 ETF 수익률(코스피 대비 수익률) (예시)

(단위 : %, %p)

구 분	상장일	3M	6M	9M	1Y	상장이후
KOSPI (BM)	-	2.70	-4.02	-13.26	-8.06	-8.60
TIGER MSCI Korea ESG유니버설	2018.02.07	2.22	-5.10	-12.75	-7.16	-7.70
<b>BM 대비 성과</b>		<b>-0.48</b>	<b>-1.08</b>	<b>+0.51</b>	<b>+0.90</b>	<b>+0.89</b>
TIGER MSCI Korea ESG리더스	2018.02.07	-0.17	-3.75	-13.49	-7.27	-5.88
<b>BM 대비 성과</b>		<b>-2.87</b>	<b>+0.27</b>	<b>-0.22</b>	<b>+0.78</b>	<b>+2.72</b>

\* 2018.02.07. ETF 상장 이후 기간수익률, BM은 KOSPI 설정

MSCI Korea ESG유니버설의 경우, 3개월 수익률을 제외하고는 6개월에서 3년까지 모두 마이너스의 수익률을 보이고 있다. 하지만 비교지수인 KOSPI에 비해 9개월 및 1년 수익률과 상장이후수익률이 다소 높은 것으로 나타나고 있다. TIGER MSCI Korea ESG리더스의 경우에는 모든 기간에 걸쳐 마이너스의 수익률을 보이고 있다. 하지만 이 역시 KOSPI와 비교할 때 6개월 및 1년 수익률, 그리고 상장이후수익률이 상대적으로 높은 것으로 나타나고 있다. 이들 두 개의 ETF는 ESG 활동에 적극적인 국내기업을 대상으로 하고 있다는 점에서 이러한 결과는 국내 기업의 SRI 성과가 아직은 일반 기업에 비해 두드러지지 않다는 것을 시사하고 있다.

### 3.3 미래에셋대우의 SRI 추진 동력

#### 3.3.1 지속가능 경영철학 및 중장기 경영전략과의 부합성

미래에셋대우는 다우존스 지속가능경영지수 World

Class에 7년 연속 편입되는 등 글로벌 지속가능기업으로서의 경쟁력과 위상을 인정받고 있다. 미래에셋대우의 모회사인 미래에셋그룹은 ‘열림 마음으로 미래를 내다보고 인재를 중시한다’는 경영이념 아래 ‘글로벌 투자그룹으로서 고객의 성공적 자산운용과 평안한 노후에 기여한다’는 비전을 가지고 있으며, 핵심가치로 ‘고객우선의 경영’, ‘투자전문그룹’, ‘상호신뢰와 존중’, ‘사회적 책임’을 추구하고 있다(〈그림 1〉 참조.). 이를 위해 미래에셋대우는 상품개발에서부터 판매, 고객관리, 투자 및 자산운용 등 밸류체인 의 모든 과정에서 지속가능한 경영활동을 전개하고 있고, 이를 통해 회사 성과를 극대화하고 고객들에게 장기적이고 체계적인 자산관리를 제공하고 있다. 모회사의 경영철학을 바탕으로 미래에셋대우는 ‘배려가 있는 따뜻한 자본주의 실천’을 통해 고객의 부증대를 넘어 더 큰 사회적 가치를 창출하는 것을 기치로 삼고 있다. 미래에셋대우는 금융을 바탕으로 지속가능한 경영을 통해 고객과 사회에 기여하겠다는 투자원칙과 핵심가치를 표방하고 있다. 사회책임 투자를 지향하며, ESG 펀드 판매업무, 직간접투자,



〈그림 1〉 미래에셋그룹의 경영철학

금융자문 및 주선업무 등을 통해 신재생에너지, 친환경기업에 대한 투자범위를 확대하며 기후변화 대응에 동참하고 있다. 또한 미래에셋박주현재단을 중심으로 계열사 간 유기적인 협력을 통해 인재육성, 사회복지, 나눔 문화 등의 분야에서 다양한 사회공헌 활동을 전개하고 있다. 특히 '미래에셋은 젊은이의 희망이 되겠습니다'라는 슬로건 아래 장학 및 교육지원 사업을 체계적으로 또한 지속적으로 수행하고 있다. 매월 급여의 1%를 기부하는 임원 1% 희망 나눔

캠페인, 장기후원 기부운동인 '사랑합니다' 캠페인에 참여하고 있으며, 회사가 개인의 기부금과 동일한 금액을 기부하는 매칭그랜트 제도를 도입한 결과, 증권업계 최대 규모의 기부금을 출연하고 있는 것으로 평가되고 있다. 2008년 전 직원으로 구성된 미래에셋봉사단 60여개를 발족하여 아동보유, 장애인, 노인시설 등과 연계하여 정기적인 봉사활동을 전개하고 있으며, 2017년 5월에는 임직원이 주도하는 사회공헌 희망체인리더 1기 70명을 위촉하여 사

회공헌활동을 기업문화로 정착시키고자 노력하고 있으며, 2006년부터 국내 증권사 최초로 '지속가능경영보고서'를 발간하여 미래에셋대우가 창출한 경제, 사회, 환경 가치를 보고하고 있다.

미래에셋대우는 중소기업 및 금융소비자와의 동반 성장에 적극적이다. 증권·강소기업과의 협업 비즈니스 모델인 Partners Club을 통해 이들 기업에 특화된 토털 금융 서비스를 제공하고 있으며 다양한 세미나와 모임 활동을 통하여 비즈니스에 도움이 되는 새로운 지식을 습득하고 있고, 관련 산업별·지역별 네트워크의 확대도 도모하고 있다. 또한 장애인, 고령자 등 취약계층의 금융 접근성을 제고하고자 금융투자업계 최초로 웹트레이딩시스템(WTS)1)과 모든 사이트에 대해 웹 표준 및 웹 접근성을 적용하여 웹 접근성 인증마크(WA)2)를 획득한 홈페이지를 구축하고 있고, 시각장애인 전용 ARS번호 및 음성인식 서비스, 채팅 상담서비스, 시각장애인용 금융소비자 보호 가이드를 개발·활용하고 있다. 그 밖에 금융취약계층 고객이 온라인에서 직접 매매하는 불편함을 해소하고자 영업점 창구나 고객센터 등을 통해 오프라인으로 국내주식 매매 주문 시 온라인 수수료율을 적용하는 국내주식 매매수수료 우대 서비스를 제공하고 있고, 금융 취약계층과 청소년을 위한 금융교육과 금융사기 예방 관련 교육도 실시하고 있다. 전국 392개 학교와 1사1교 금융교육 협약을 체결하여 6만3천명의 학생에게 금융교육과 금융기관 방문 체험 프로그램을 실시 중이며 그 결과, 2013년 1월 교육부 및 한국과학창의재단으로부터 '교육기부 우수기관'으로 인증을 받았고 2017년에는 증권사 최초로 '1사 1금융 우수기관' 선정되어 금융감독원장상을 수상하기도 하였다.

### 3.3.2 풍부한 투자 경험

미래에셋대우는 SRI를 지속적으로 추진하기 위해

필요한 풍부한 투자 및 판매 경험을 지니고 있다. 우량자산 및 신성장 기업을 발굴하고 차별화된 투자를 상품화하여 국내 투자자에게 글로벌 우량자산에 투자할 수 있는 기회를 제공하고 있다. 아마존 물류센터, 페덱스 물류창고, 그랩, 디디추싱, DJI, 홍콩 더센터, 포시즌스 호텔, 하와이 하얏트 호텔, 페어몬트 호텔 등 글로벌 랜드마크 딜을 성사시키면서 선진 금융기법을 배우고 투자역량을 강화시키고 있다. 특히, 대우증권과의 합병은 자기자본의 활용 등 투자 여력을 확대시키고, 합병법인의 글로벌화를 가능하게 하였으며, 새로운 투자기회의 발굴을 가능하게 했다는 점에서 긍정적인 것으로 평가되고 있다.

미래에셋대우는 전체 8조원의 자기자본과 약3조원의 해외법인 자기자본을 갖춘 투자전문회사로서 강화된 글로벌네트워크를 바탕으로 회사의 투자자본을 넓혀가고 있다. 이러한 독보적인 자기자본력을 바탕으로 2016년부터 호텔, 오피스빌딩, 리조트, 인프라뿐만 아니라 신성장 산업의 기업에 투자하고 있으며, 총 투자 자산만 6조원에 이른다. 미래에셋대우의 지분 투자는 신성장 산업에 집중되고 있으며, 성장잠재력이 높은 아시아 지역 승차공유업체 등 플랫폼기업에서 두각을 보이고 있다. 2018년에는 디디추싱에 2,500억 가량, 같은해 7월에는 동남아의 우버라 불리는 그랩에 1억 5,000만 달러를 투자하였고, 세계 최대 드론기업인 중국 DJI에 1,200억원의 지분투자를 진행하였다. 올해 들어 인도 시장 진출을 위해 승차공유업체인 '올라'와 온라인 슈퍼마켓인 '빅바스켓'에 각 220억원, 1,700억원의 투자를 결정하여, 중국, 동남아를 넘어 인도시장까지 진출을 꾀하고 있다. 이러한 다양한 자산에 대한 투자경험을 바탕으로 축적된 노하우와 글로벌 네트워크는 향후 미래에셋대우의 성장에 큰 도움이 될 것으로 보고 있다.

최근 미래에셋대우는 첫 외화 그린본드를 발행 준비 중이다. 지난해 국내 증권사 최초로 외화채권을 발행한데 이어, ESG 채권 부문에서도 선두 주자로

앞서 나가고 있다. 그린본드는 목적을 제한한 채권으로 발행 자금을 환경 개선 및 신재생에너지 프로젝트 등에만 사용할 수 있다. 최근 SRI에 대한 글로벌 투자자들의 관심이 증가하며 간헐적으로 발행되던 ESG채권이 2018년 총 9차례 발행이 되었다. 향후 ESG채권이 국내 채권시장에서 하나의 트렌드로 자리를 잡을 지 발행추이를 지켜볼 필요가 있다. 이번 그린본드가 성공적으로 발행이 되면, 미래에셋대우의 ESG 투자에 새로운 마중물이 될 것으로 기대되고 있다.

### 3.3.3 이해관계자지향성

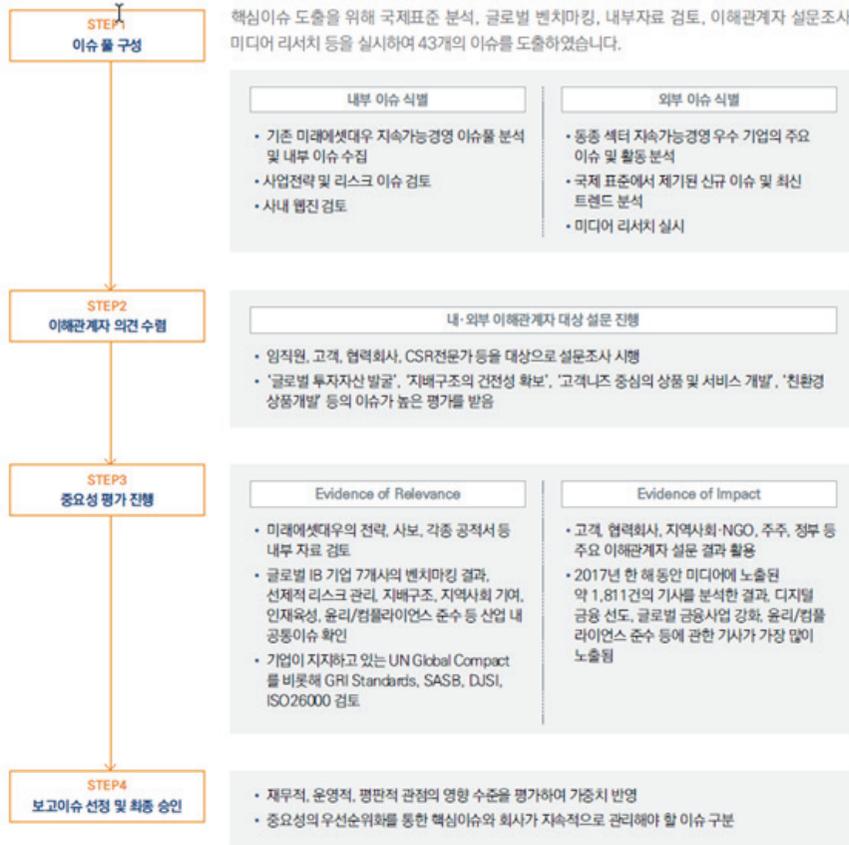
미래에셋대우는 고객지향적(customer-oriented) 경영을 넘어, 이해관계자 지향적(stakeholder-oriented) 경영을 실천하고 있다. 미래에셋대우는 비즈니스 이행 과정에서 직·간접적으로 영향을 주고받는 개인 혹은 집단을 주요 이해관계자로 정의하고 있다. 여기에는 주주, 연관 그룹기관, 미디어, 노조, NGO 등 사회단체, 지역사회, 경쟁사, 언론, 학계 등이 포함된다. 미래에셋대우는 이들 다양한 이해관계자를 역할, 영향도, 관계에 따라 범주화하여 분류하고 있으며, 고객, 주주·투자자, 임직원, 지역사회를 4대 이해관계자로 선정하여 체계적으로 관리하고 있다. 분류된 이해관계자에 따라 주요 현안과 이슈를 파악하고 있으며, 이를 경영활동에 반영하는 한편, 이해관계자의 의견을 경청하고 이들의 기대사항을 파악하기 위해 다양한 커뮤니케이션 채널을 구축하여 상시 또는 정기적으로 운영하고 있다. 특히 이해관계자 인터뷰와 중요도 설문조사를 통해 주요 이슈를 파악하고 있으며, 통합보고서에 이를 공개함으로써 적극적으로 소통하고 있다.

중요성(materiality) 평가는 기업과 이해관계자에게 가장 밀접한 주제를 선정하여 핵심 사업과제로 삼는 수단으로 활용되고 있다. 중요성 평가는

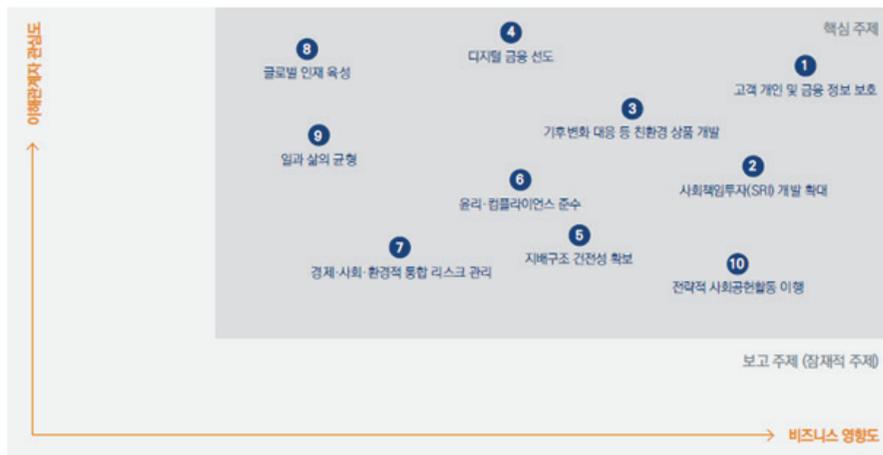
AccountAbility의 Five-part Materiality Test 방법론을 비롯해 GRI(Global Reporting Initiative: 지속가능경영 보고서 작성 국제 표준) 가이드라인 등을 종합적으로 참고하고 있으며, <그림 2>에서와 같이 핵심 이슈의 파악, 이해관계자의 의견수렴, 사업 연관성 및 영향도 평가, 보고이슈 선정 및 최종 승인의 네 단계 프로세스를 거쳐 진행된다. 여기서는 기업의 비전 및 전략, 글로벌 IB를 비롯한 산업군 이슈, 국제표준, 미디어 노출 관점 등이 종합적으로 고려되며, 이해관계자의 관심사항을 파악하기 위해 내·외부 이해관계자를 대상으로 설문조사도 실시하고 있다. 수도권 및 지방에 금융상품 투자경험이 풍부하고 의견개진에 적극적인 고객들로 구성된 금융소비자보호채널(고객패널)을 운영하며, 이를 통해 수렴된 다양한 고객 의견이 신상품 개발 및 서비스 개발, 불합리한 관행 개선 등에 적극 활용하고 있다. 온라인과 오프라인 상에서 이루어지는 고객패널은 금융정보의 불균형을 해소하고 고객의 권익 보호에 기여하고 있는 것으로 평가되고 있다.

2017년의 경우에는 중요성 평가 결과, 전체 43개 이슈 중 10개의 핵심이슈가 선정되었으며, 이 중 사회책임투자는 금융소비자 보호에 이어 두 번째로 중요한 이슈로 파악되고 있다(<그림 3>). 10개의 핵심 이슈 중 고객 개인 및 금융정보 보호, 디지털금융 선도, 글로벌 인재 육성, 일과 삶의 균형을 제외한 나머지 6개 이슈(사회책임투자 개발 확대, 기후변화 대응 등 친환경 상품 개발, 지배구조 건전성 확보, 윤리·컴플라이언스 준수, 경제·사회·환경적 통합 리스크 관리, 전략적 사회공헌활동 이행)는 사실상 SRI가 추구하는 지속가능한 사회의 개발과 직·간접적으로 연관을 맺고 있는 이슈들이라고 할 수 있다.

미래에셋대우가 SRI를 적극적으로 전개할 수 있게 된 배경에는 이해관계자, 특히 주주의 반응이 매우 긍정적이라는 데 있다. 다수의 주주는 (1)포트폴리오(분산투자), (2)지속가능투자, (3)신규투자기회



〈그림 2〉 미래에셋대우의 중요성 평가 프로세스



〈그림 3〉 미래에셋대우의 중요성 도표

의 선도적 발굴, (4)연기금과의 협업 및 참여 유도 라는 측면에서 미래에셋대우의 SRI 활동에 대해 긍정적으로 평가하고 있다.

### 3.3.4 투명한 지배구조

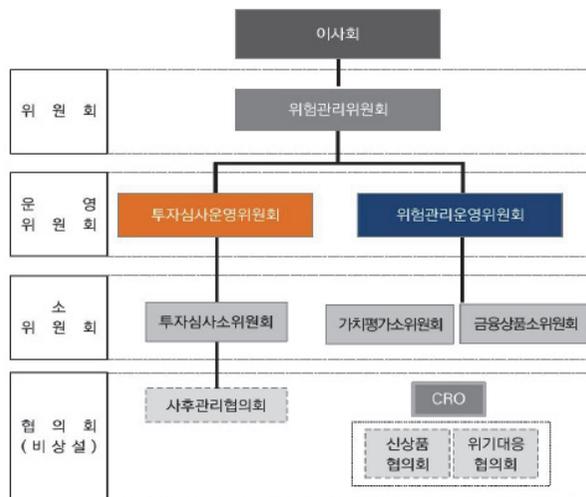
미래에셋대우의 모회사인 미래에셋그룹은 2018년 공정거래위원회의 '대기업집단 공시 이행 점검 결과', 전체의 58%인 35개 집단이 공시의무를 위반한 것과 달리 단 한 건의 위반사항도 없었다(한경비즈니스 2019). 기업공시 위반 행위는 이사회, 주주총회 운영 등 지배구조와 관련된 위반이 주를 이룬다. 미래에셋그룹은 대규모 내부거래 전에 이사회 의결을 거치는 등 기업공시 관련 법규와 매뉴얼에 따라 공시 의무를 철저히 준수하였으며, 내부거래 비율도 0.9% 수준으로 기업집단 중 가장 낮은 수준인 것으로 나타났다. 해외 계열사가 국내 계열사에 출자하거나 공익법인을 통해 계열사에 출자하는 행위나 순환출자나 상호출자 행이 또한 한 건도 없는 것으로 나타났다.

미래에셋그룹의 계열사는 철저한 독립 책임경영체

제를 통해 각 전문 영역에서 시스템에 의한 경영과 투명하고 공정한 경영을 추구하고 있다. 총수나 총수 일가는 이사로 등재되어 있지 않다. 미래에셋대우의 이사회는 7명의 이상 중 사외이사가 4명으로 다수를 구성하고 있으며, 이들 이사는 임원후보추천위원회, 보수위원회, 위험관리위원회, 감사위원회에 참여하여 내부감시기능을 수행하고 있다. 이사회는 내·외부 이해관계자 이익에 기여하는 이사회 본연의 역할을 비롯해 전문성, 업무에 대한 이해도, 윤리성·사회적 책임성, 이해관계 상충으로부터의 공정성 등을 종합적으로 평가하여 최종적인 의사결정을 한다.

### 3.3.5 철저한 리스크 관리

미래에셋대우는 2016년 대우증권 통합 이후 단 한 건의 부실도 발생하지 않을 정도로 철저한 내부 통제 및 리스크 관리체계를 운영 중이다. 급변하는 경영환경 속에서 고객자산과 고유자산을 안전하게 보호하기 위해 시장충격 등 위기상황에 선제적이고 능동적으로 대응하기 위한 조기 경보체계 등 종합위기 관리 체계를 구축하였으며, 투자심사운영위원회



〈그림 4〉 미래에셋대우의 리스크 조직 구성 및 역할

와 위험관리운영위원회에 최고의사결정자가 직접 참여하여 전사적 관점에서 리스크를 점검하고 대응하고 있다.

미래에셋대우의 리스크 조직 구성 및 역할은 <그림 4>와 같다. SRI에 대한 투자나 위탁판매는 신상품협의회와 같은 비상설 조직에서 우선 검토가 이루어지며 이후 소위원회와 운영위원회, 그리고 위험관리위원회를 거쳐 결정한다. SRI 의사결정이 Top Down 방식으로 이루어지지 않는 이유는 이러한 방식을 따르는 경우 특정분야에 투자가 집중되어 위험이 커지는 문제가 발생하기 때문이다. 또한, 투자집행 이후 현안점검 및 안전 논의를 위하여 사후관리협의회를 운영하고 있으며, 위기대응 전략에 대한 실행여부 결정 및 리스크를 검토하기 위하여 위기대응 협의회를 운영하고 있다. 무엇보다 체계적인 리스크 관리를 위하여 회사가 부담하는 리스크별 특성에 적합한 관리제도 및 기준을 마련하고 리스크에 대하여 적절한 인식, 분석, 평가, 통제를 이행하고 있으며 이는 <그림 5>에서 보는 바와 같다.

## IV. 결론 및 시사점

### 4.1 결론

본 연구는 사회책임투자(SRI)가 국내외에서 어떻게 전개되고 있으며, 이러한 과정에서 미래에셋대우가 이를 어떻게 선도하고 있는가를 살펴보고, 이를 통해 SRI의 새로운 방향을 제시하는 것을 목적으로 하고 있다. 국내 SRI는 미국이나 유럽, 일본 등 SRI 선진국과는 달리 역사도 짧고 규모도 매우 작은 것으로 평가되고 있다. 하지만 SRI 규모는 전 세계적으로 계속 증가하고 있는 추세에 있으며 따라서 국내시장의 규모도 지금보다는 크게 증가할 것으로 예측되고 있다.

사회책임투자는 ESG, 즉 환경, 사회, 지배구조의 세 가지 비재무적 요소를 고려하여 장기적인 관점에서 투자가 이루어진다는 점에서 일반투자와는 구분된다. 국내 SRI 시장은 지난 10여 년 동안 신채생

시장리스크	신용리스크
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 리스크 측정을 위해 금융투자업 규정에서 정한 표준방법을 사용하고 있습니다.</li> <li>• SAS사의 시장리스크 측정시스템을 도입하여 내부모형 시장 VaR(Value at Risk)을 산출하고 있습니다.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 거래상대방별 또는 신용등급별 익스포저(Exposure) 한도를 부여하고 있으며, 표준모형에 의한 신용 VaR 한도관리를 통하여 일정수준 이상의 재무건전성을 유지하고 있습니다.</li> <li>• 신용리스크 현황에 대한 정기적인 모니터링을 통하여 익스포저가 과대한 주요 거래상대방에 대해 집중적으로 관리하고 있습니다.</li> </ul>
유동성리스크	운영리스크
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 리스크 측정을 위해 유동성 갭(Gap)과 유동성 비율을 주요 지표로 사용하고 있으며, 리스크 관리 또는 자금 관련 담당 부서에서 리스크 현황에 대해 정기적으로 모니터링하여 경영진에 보고하고 있습니다.</li> <li>• 통상적인 유동성리스크 관리와 함께 유동성 위기상황에 관한 비상계획을 수립하고 있습니다. 위기상황은 회사의 유동성 상태 및 금융시장 안정성에 따라 관심, 주의, 악화, 위급 등 4단계로 구분하고 있으며, 단계별 실행계획을 수립하여 위기상황 발생에 대비하고 있습니다.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 리스크통제자가평가(RCSA, Risk &amp; Control Self Assessment), 핵심리스크지표(KRI, Key Risk Indicator) 관리, 손실데이터(Loss Data) 관리 및 내부모형에 의한 운영 VaR 산출 등을 통해 운영리스크를 관리·통제하고 있습니다.</li> <li>• 특히 RCSA를 정기적으로 수행함으로써 부서별 관리대상 리스크 수준을 점검하고 위험 징후가 발견되면, 대응방안을 마련하여 리스크를 사전에 통제하고 있습니다.</li> <li>• 최근 금융회사의 개인정보보호와 IT 침해 대응 리스크 관리 중요성이 증가함에 따라 정보보안과 침해대응을 전담하는 조직을 구성하여 대응체계를 강화하였습니다.</li> </ul>

<그림 5> 체계적인 리스크 관리를 위한 리스크 관리 프레임워크

에너지 개발, 환경오염 방지, 고용창출, 소비자보호, 지역사회 발전, 주주권리 보호, 지배구조의 투명성 제고 등을 목적으로 하는 다양한 형태의 SRI가 이루어지고 있다. 최근에는 투자규모가 가장 큰 연기금의 역할이 중요해짐에 따라 연기금의 SRI를 활성화하기 위한 관련 법제도의 개선도 모색되고 있다.

미래에셋대우는 국내 금융시장에서 SRI를 선도하고 있는 대표적인 기업이다. 미래에셋대우는 금융투자회사로서 금융을 통한 지속가능한 사회구축에 기여하기 위한 노력의 일환으로 다양한 SRI 관련 직·간접적인 투자와 금융 상품의 판매를 적극 추진하고 있다. 에너지, 인프라, 신재생 사업에 투자와 벤처기업에 대한 직간접적인 투자와, 클린에너지 펀드, 기부형 펀드 등 다양한 SRI 상품을 기획·운용하고 있다. 최근까지 이들 SRI 상품의 수익률은 직간접 투자의 경우 IRR 기준수익률보다 높게 나타나고 있으며, 위탁판매 펀드나 ETF 수익률도 국고채나 정기예금, 혹은 KOSPI 수익률 대비 양호한 수준으로 나타나고 있다.

미래에셋대우가 SRI에 적극적인 이유는 무엇보다 모회사인 미래에셋그룹이 지속가능경영을 핵심 경영철학으로 삼고 있기 때문이다. 미래에셋대우는 고객의 부 증대는 물론 사회적 가치의 창출을 통해 고객과 사회에 기여하겠다는 투자원칙과 핵심가치를 표방하고 있다. '배려가 있는 따뜻한 자본주의 실천'이라는 기치아래 미래에셋대우는 계열사 간 유기적인 협력에 의해 SRI 이외에도 다양한 사회공헌활동을 수행하고 있다. 미래에셋대우가 SRI에 적극적인 다른 이유는 주주, 임직원, 지역사회, 시민단체 등 여러 이해관계자의 관심사를 파악하고 이를 정책에 적극 반영하고 있기 때문이다. 이해관계자를 대상으로 하는 중요성 평가 결과, 다수의 이해관계자가 SRI 관련 이슈에 가장 관심을 가지고 있으며, 다수의 주주가 미래에셋대우의 SRI에 대해 긍정적인 평가를 하고 있는 것으로 나타났다. 그밖에 기업의 투명한

지배구조, 철저한 리스크 관리, 국내의 시장에서의 풍부한 투자경험 등도 미래에셋대우가 SRI를 성공적으로 수행할 수 있게 하는 요인으로 파악되었다.

#### 4.2 시사점

국내 금융시장에서의 SRI 활성화와 관련하여 본 연구가 주는 시사점은 다음과 같다. 이들 시사점을 국내 기업들이 보다 더 적극적으로 수용하고 많이 동참할 때, 국내 SRI시장은 활성화될 것으로 기대되며, 이로 인해서 보다 '따뜻한' 자본주의의 성과를 공유하면서 더불어 성장할 수 있을 것으로 기대해본다.

첫째, 투자금융기업 스스로 사회적 책임을 다하여야 한다. 지속가능경영, 윤리경영, 투명경영, 사회공헌활동 등의 경영철학은 기업으로 하여금 사회적 성과를 높이기 위한 활동에 정당성(legitimacy)을 부여한다. 기업은 사회적 성과(corporate social performance)를 중시하고 있음을 천명하고 이를 중요한 성과지표로 삼아야 한다. 또한 지속가능보고서 등을 통해 사회적 성과를 대내외 이해관계자에게 공개하여야 한다. 특히 이해관계자에 대한 가시성(visibility to stakeholders)이 높을수록, 다시 말해 다양한 이해관계자에게 자신의 행위가 노출될수록 경영자는 사회적 책임과 관련된 행위에 보다 적극적인 것으로 보고되고 있다(Chiu and Sharfman 2011).

둘째, 사회적 투자가 활발히 이루어지기 위해서는 이해관계자의 환경, 사회, 지배구조 문제에 대한 관심과 지지가 전제되어야 한다. 특히 수익률에 민감한 투자자나 주주의 경우 반발이 있을 수 있으므로 이들을 설득하고 동의를 구할 필요가 있다. 경영자는 기업의 지속가능성, 그리고 이와 연관된 사회적 책임 활동의 수행이 투자자나 주주의 경제적 이익과 상반되는 결과를 초래할 것인가를 우려한다. 경제·환경·사회 측면에서의 기업의 경영목표가 서로 상

충하는 경우, 경영자는 방어적이거나 회피적인 의사 결정을 하는 것보다는 이들 목표 간의 균형을 꾀하는 것이 바람직하며, 기업의 궁극적 목적이 이익의 극대화가 아니라 지속가능성에 있음을 이해관계자에게 설명하고 이들을 설득할 수 있어야 한다(Hahn, Figge, Pinkse and Preuss 2018).

셋째, 펀드운용사인 금융투자기업의 SRI가 글로벌 수준으로 활성화되기 위해서는 선진국의 경우와 같이 투자자의 사회적 책임을 강조하는 법·제도적 기반 조성이 필요하다(손영화 2014; 이동승 2015; 이연진, 이병욱 2007). 특히 투자규모가 큰 연기금 등 기관투자자의 역할을 강화하는 방향으로의 법·제도적 개선이 요구된다. 최근의 SRI 동향 중 중요한 특징 중 하나는 기관투자자가 스튜어드십코드를 통해 기업의 의사결정에 적극 참여하고 있다는 점이다(이미나 2018). 하지만 이제까지 국내 기관투자자의 SRI는 미흡한 것으로 평가되고 있다. 문은형(2018)은 기관투자자인 국민연금이 사회적 책임 경영에 적극적인 기업을 대상으로 한 투자규모는 2006년부터 2015년 사이에 지속적으로 증가하였으나 사회적 책임 경영에 소극적인 기업에 대한 투자규모가 매년 더 크게 증가하였음을 확인하고, 결과적으로 국민연금이 현재까지 사회적 책임을 다하는 기업을 대상으로 사회책임투자를 했다고만은 볼 수 없는 것으로 보고 있다. 향후 기관투자자의 SRI가 확대되기 위해서는 '관치' 혹은 '연금사회주의'에 대한 우려를 완화하고 주주의 경영참여활동의 적정 범위를 설정하며, 주주총회의 내실화를 꾀하고 주주소송제도를 활성화하는 등 많은 난제를 해결하여야 한다. 이를 위해서는 기관투자자의 SRI가 충실히 이행될 수 있도록 수탁자책임 전문위원회의 독립성과 전문성을 강화하고, 주주의 중점관리사안(배당정책, 임원보수한도, 위법행위로 인한 기업가치 훼손 가능성 등)의 범위를 확대하는 제도적 장치를 마련하는 한편, 엄격한 자산운용사 선정·관리 및 보상

이 주어지도록 하는 제도개선이 필요하다고 할 것이다(송민경 2019).

넷째, SRI 성과평가를 위한 다양한 기준을 개발하고 객관적 자료를 확보하여야 한다. 사회책임투자가 기업가치에 미치는 영향은 이해관계자 관점에서의 평가와 주주 관점에서의 평가가 다를 수 있고, 다양한 형태의 사회적 가치에 대한 확고한 정의가 어렵기 때문에 객관적이고도 직접적인 측정도 어렵다(Renneboog et al. 2008a; Chih and Chih 2014). 나아가 기업의 규모나 SRI 투자자의 수가 다르고 투자대상 국가가 상이하다는 점, 활용된 SRI 지표가 상이하다는 점도 사회책임투자의 성과를 평가함에 있어 어려움으로 지적되고 있다(Borghesi et al., 2014; Brammer et al. 2006; Heinkel et al. 2001; Statman and Glushkov 2009). 또한 SRI 성과가 존재한다 하더라도 그 원인이 모호하다는 것도 문제가 되고 있다. 예를 들어, 기업이 선한 행위를 하였기 때문에 성과가 좋아지는 것인지 아니면 성과가 좋기 때문에 선한 행위를 하는지에 대해서는 상반된 해석이 나올 수 있다. 일반적으로 성과가 우수하고 자금이 풍부한 대기업일수록 사회공헌활동에 적극적이라는 지적이 이에 해당한다. 심지어 SRI 펀드에 투자하는 기업들이 우량주식에 투자하는 일반 펀드들과 거의 유사한 투자형태를 보이고 있기 때문에 SRI 펀드가 사회적 책임을 수행하는 기업에 대한 투자라는 주장이 사실이 아니거나 과장되었다는 주장도 제기되고 있다(김희림, 최종학 2009; 안상아 2012). 따라서 향후에는 기업이 관심을 가지고 있는 사회적 문제가 무엇인가를 명확하게 정의하고 이와 관련된 핵심성과지표를 사전에 마련하는 한편, 장기적이고도 객관적인 자료수집, 적합한 비교지수의 활용, 이론적 근거에 의한 엄격한 인과관계의 설정과 분석이 이루어질 필요가 있다.

## REFERENCES

- Barnea, A. and A. Rubin(2010), "Corporate Social Responsibility As a Conflict Between Shareholders," *Journal of Business Ethics*, 97(1), 71-86.
- Bauer, R., K. Koedijk, and R. Otten(2005), "International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style," *Journal of Banking and Finance*, 29(7), 1751-1767.
- Becchetti, L., R. Ciciretti, I. Hasan, and N. Kobeissi (2012), "Corporate Social Responsibility and Shareholder Value," *Journal of Business Research*, 65(11), 1628-1635.
- Borghesi, R., J. Houston, and A. Naranjo(2014), "Corporate Socially Responsible Investments: CEO Altruism, Reputation, and Shareholder Interests," *Journal of Corporate Finance*, 26(3), 164-181.
- Brammer, S., C. Brooks, and S. Pavelin(2006), "Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures," *Financial Management*, 35(3), 97-116.
- Brzezczynski, J. and G. McIntosh(2014), "Performance of Portfolios Composed of British SRI Stocks," *Journal of Business Ethics*, 120(3), 335-362.
- Chih, H. H. and H. L. Chih(2014), "Doing Good With or Witout Being Known? Media Coverage of Corporate Social Performance and Its Impact on Corporate Financial Performance," *Managerial Finance*, 40(9), 883-902.
- Friedman, M.(1970), "The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits," *NY Times Magazine*, September 13, 32-33, 122, 124, 126.
- Chiu, Shih-Chi and Mark Sharfman(2011), "Legitimacy, Visibility, and the Antecedents of Corporate Social Performance: An Investigation of the Instrumental Perspective," *Journal of Management*, 37(6), 1558-1585.
- Galema, R., A. Plantinga, and B. Scholtens(2008), "The Stocks at Stake: Return and Risk in Socially Responsible Investment," *Journal of Banking and Finance*, 32(12), 2646-2654.
- Global Sustainable Investment Alliance(2019), *Global Sustainable Investment Review 2018*.
- Goldreyer, E., P. Ahmed, and J. D. Diltz(1999), "The Performance of Socially Responsible Mutual Funds: Incorporating Sociopolitical Information in Portfolio Selection," *Managerial Finance*, 25(1), 23-36.
- Hahn, Tobias, Frank Figge, Jonatan Pinkse, and Lutz Preuss(2018), "A Paradox Perspective on Corporate Sustainability: Descriptive, Instrumental, and Normative Aspects," *Journal of Business Ethics*, 148, 235-248.
- Hamilton, S., H. Jo, and M. Statman(1993), "Doing Well While Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds," *Financial Analysts Journal*, 49(6), 62-66.
- Heinkel, R., A. Kraus, and J. Zechner(2001), "The Effect of Green Investment on Corporate Behavior," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(4), 431-449.
- Jones, S., S. van der Laan, S. Frost, and J. Loftus (2008), "The Investment Performance of Socially Responsible Investment Funds in Australia," *Journal of Business Ethics*, 80(2), 181-203.
- Junkus, Joan and Thomas D. Berry(2015) "Socially Responsible Investing: A Review of the Critical Issues," *Managerial Finance*, 41(11), 1176-1201.
- Kotler, Philip(2011), "Reinventing Marketing to

- Manage the Environmental Imperative," *Journal of Marketing*, 75(4), 132-135.
- Kruger, Phillipp.(2015), "Corporate Goodness and Shareholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, 115(2), 304-329.
- Managi, S., T. Okimoto, and A. Matsuda(2012), "Do Socially Responsible Investment Indexes Outperform Conventional Indexes?," *Applied Financial Economics*, 22(18), 1511-1527.
- Orlitzky, M., F. L. Schmidt, and S. L. Rynes(2003), "Corporate Social and Financial Performance: A Meta-analysis," *Organization Studies*, 24 (3), 403-441.
- Porter, M.E. and C. van der Linde, (1995), "Green and Competitive: Ending the Stalemate," *Harvard Business Review*, 73(5), 120-134.
- Porter, Michael E. and Mark R. Kramer (2011), "Creating Shared Value: How to Reinvent Capitalism - and Unleash a Wave of Innovation and Growth," *Harvard Business Review*, (Jan-Feb), 1-17.
- Renneboog, L., J. ter Horst, and C. Zhang(2008), "Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance, and Investor Behavior," *Journal of Banking and Finance*, 32(9), 1723-1742.
- Sauer, D. A.(1997), "The Impact of Social-Responsibility Screens on Investment Performance: Evidence from the Domini 400 Social Index and Domini Equity Mutual Fund," *Review of Financial Economics*, 6(2), 137-149.
- Schroder, M.(2007), "Is There a Difference? The Performance Characteristics of SRI Equity Indices," *Journal of Business Finance and Accounting*, 34(1-2), 331-348.
- Schueth, S.(2003), "Responsible Investing in the United States," *Journal of Business Ethics*, 43(3), 189-194.
- Shank, T. M., D. K. Manullang, and R. P. Hill(2005), "Is It Better to Be Naughty or Nice?," *Journal of Investing*, 14(3), 82-87.
- Statman, M.(2000), "Socially Responsible Mutual Funds," *Financial Analysts Journal*, 56(3), 30-39.
- Statman, M.(2006), "Socially Responsible Indexes: Composition, Performance, and Tracking Error," *Journal of Portfolio Management*, 32(3), 100-109.
- Statman, M. and D. Glushkov(2009), "The Wages of Social Responsibility," *Financial Analysts Journal*, 65(4), 33-46.
- Townsend, Blaine(2017), FromvSRI to ESG: The Origins of Socially Responsible and Sustainable Investing, White Paper. Bailard Thought Series, <https://www.bailard.com/wp-content/uploads/2017/06/Socially-Responsible-Investing-History-Bailard-White-Paper-FNL.pdf?pdf=SRI-Investing-History-White-Paper>.
- USSIF(2018), Report on US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2018.
- Viviers, S. and N. S. Eccles(2012), "35 Years of Socially Responsible Investing (SRI) Research - General Trends Over Time," *South African Journal of Business Management*, 43(4), 1-16.

## 국내참고문헌

- 강선희, 노미진, 강보현(2016), "기업의 사회적 책임활동에 대한 소비자의 인식, 지각된 가치, 그리고 반응," **Korea Business Review**, 20(4), 205-229.
- 고완석(2017), "사회적 책임투자펀드 기업의 재무적 성과," **국제회계연구**, 71, 289-308.
- 권순원, 권혜원, 위경우(2011), "기업의 사회적 책임(CSR) 과 사회책임투자(SRI)를 위한 선별지표 연구," **경**

- 영교육연구, 26(1), 319-342.
- 권영철(2014), "기업의 혁신성과 사회적 책임성에 따른 지속가능경영 유형화에 관한 탐색적 연구 -소비자 시각을 중심으로," **Korea Business Review**, 18(2), 1-15.
- 김명서, 나영, 홍수희(2014), "지속가능책임투자(SRI)활동에 있어 기관투자자 지분율과 CSR의 관련성," **회계정보연구**, 32(2), 305-336.
- 김희림, 최종학(2009), "사회책임투자펀드의 운용성과에 대한 탐색적 연구," **경영연구**, 24(1), 159-190.
- 문은형(2018), "국민연금의 사회책임투자에 대한 연구," **산업경제연구**, 31(2), 547-566.
- 박영규(2013), "기업의 사회적 책임을 이용한 투자전략의 성과분석," **대한경영학회지**, 26(4), 891-907.
- 박진우(2013), "한국 주식시장에서 사회책임투자(Social Responsible Investment)의 투자성과 - KRX SRI 지수를 중심으로," **국제지역연구**, 17(2), 267-287.
- 손영화(2014), "사회책임투자 활성화를 위한 제도개선 방안," **기업법연구**, 28(1), 45-88.
- 송민경(2019), "국민연금의 스튜어드십코드 참여: 주요 내용, 의의 및 과제," **기업지배구조리뷰**, 90, 99-133.
- 안상아(2012), "국내 사회책임투자(SRI) 현황과 시사점," **기업지배구조리뷰**, 65권, 81-94.
- 염미경(2017), "사회책임투자와 기관투자자의 신인의무," **강원법학**, 50, 719-747.
- 유상현(2006). **공적 연기금의 사회책임투자(SRI) 방안**. NPS 국민연금연구원.
- 이동승(2015), "기관투자자의 사회적 책임투자 - 신인의무를 중심으로," **강원법학**, 45, 433-478.
- 이미나(2018), "거세지는 주주행동주의"... SRI펀드에 자금 몰릴까, **이데일리**, 12.28.
- 이상민(2007), "주주의 도덕경제- 미국의 사회책임투자(SRI) 분석," **한국사회학**, 41(5), 197-2312.
- 이연진, 이병욱(2007), "사회책임투자(SRI)의 동향 및 전망," **환경경영연구**, 5(1), 93-117.
- 이철영(2019), "임팩트 인베스팅, 투자의 미래," **2019 CSV 소사이어티 Farewell 세미나 발표자료**.
- 한국경제신문(2019), "내부거래비율 0.9%로 최저.. 계열사, 전문 영역별 책임 경영," 1월호, 25면.
- 한국사회책임투자포럼(2016), **한국의 사회책임투자 시장 현황 및 전망**.
- 한덕희(2012), "글로벌 시장에서 사회책임투자(SRI)의 동태적 영향," **산업경제연구**, 25(2), 1351-1367.

## The Practice of Warm Capitalism with Consideration: Mirae Asset Daewoo SRI (Socially Responsible Investment) Case Study\*

Young Kyun Lim\*\* · Sukekyu Lee\*\*\*

### Abstract

This study reviews the concept and importance of socially responsible investment (SRI), examines the theoretical background related to SRI, and explores how global companies use it. And then, through the case of Mirae Asset Daewoo, we aim to draw out the implications and suggestions on how to spread SRI to domestic companies. In this process, this study examines how Mirae Asset Daewoo is leading SRI, and analyzes the case of Mirae Asset Daewoo to diagnose the possibility of a new direction of SRI suitable for domestic companies.

Unlike SRI developed countries such as the US, Europe, and Japan, domestic SRIs are estimated to have a short history and a very small size. However, given the ever-increasing trend of SRI globally, the size of the domestic market is expected to increase more than now. Therefore, although it is at an early stage, looking at the case of Mirae Asset Daewoo is very likely to lead to Korean companies setting up SRI. Socially responsible investment (SRI) is distinguished from general investment in that SRI is made from a long-term perspective considering three non-financial factors: ESG (environment, society and governance). In addition, the recent market demand has led to the improvement of the related legal system to activate the SRI of public pension funds as the role of public pension funds becomes important.

The SRI case of Mirae Asset Daewoo, a leading SRI company in the domestic financial market, has a great deal of implications for Korean companies in close relationship with their parent companies and subsidiaries. Mirae Asset Daewoo conducts a variety of social contribution activities in addition to SRI by systematically cooperating with its affiliates under the banner of "Warm Capitalism Practice with Consideration." And Mirae Asset Daewoo's case provides

---

\* This study was supported by the 2018 Research Fund of the Korean Academic Society of Business Administration.

\*\* Professor of Marketing, Kwangwoon University, Corresponding Author

\*\*\* Professor of Marketing, SungKyunKwan University, Co-author

insight into companies in analyzing SRI success conditions under a typical Korean corporate structure. Mirae Asset Daewoo was able to successfully implement SRI through transparent corporate governance, thorough risk management, and extensive investment experience in domestic and overseas markets. This case shows the significance and importance of SRI especially for Korean companies that are aiming at global companies.

Key Words: Corporate Social Responsibility, Mirae Asset Daewoo, Socially Responsible Investment (SRI), Sustainability Management