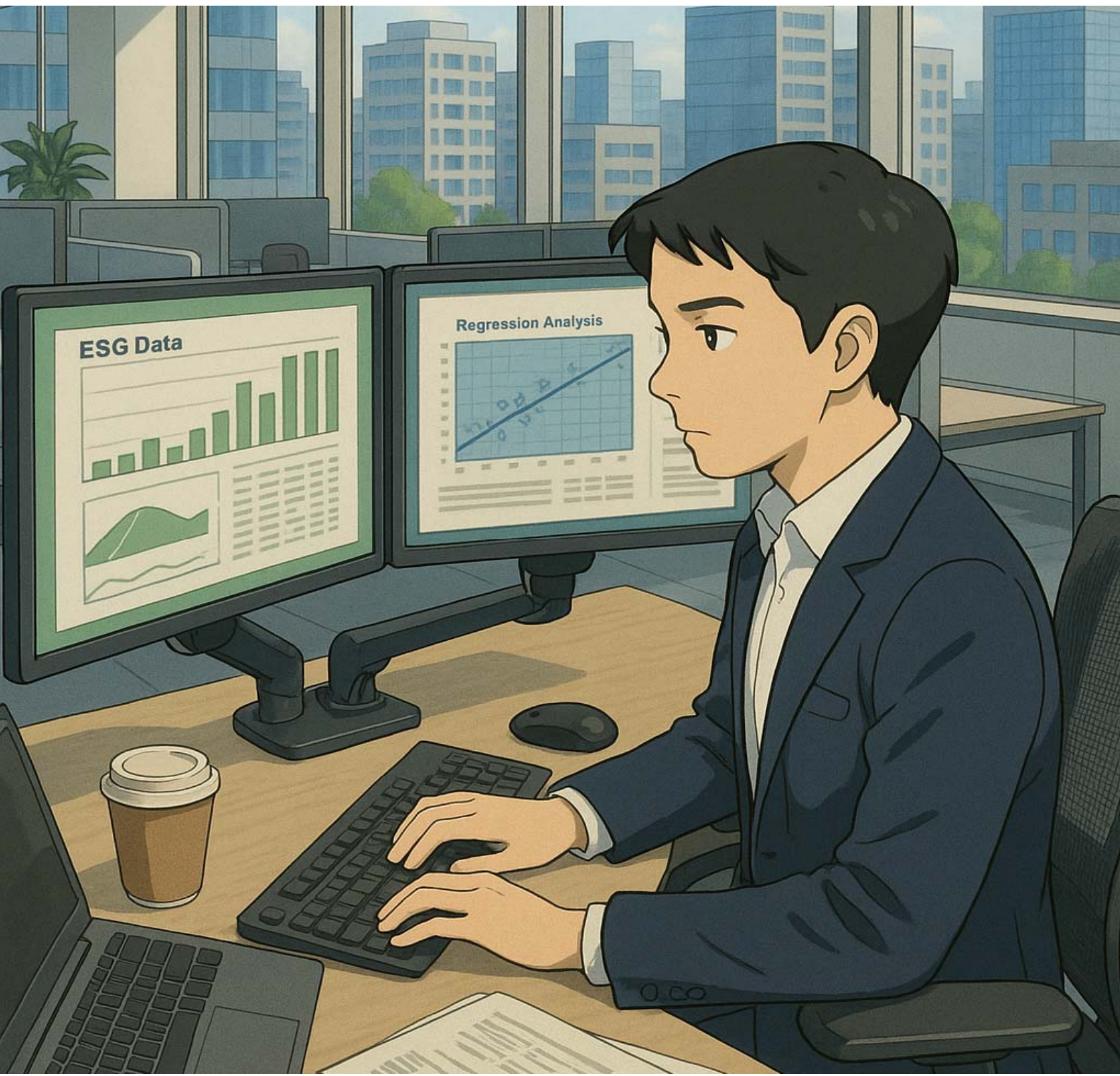


# ESG 퀀트투자

거버넌스 스타일 전략, 수익률과 펀더멘털 모두 우수

미래에셋증권 리서치센터 투자전략팀



## CONTENTS

|                            |           |
|----------------------------|-----------|
| <b>Executive Summary</b>   | <b>3</b>  |
| <b>ESG 퀀트투자, 선택이 아닌 필수</b> | <b>6</b>  |
| 심화되는 시장 집중 현상, 리스크는 동일     | 6         |
| 종목에 베팅하지 말고 리스크에 베팅해라      | 7         |
| ESG 퀀트투자, 선택이 아닌 필수        | 8         |
| <b>거버넌스 퀀트투자 프레임워크</b>     | <b>9</b>  |
| 거버넌스 정보를 활용한 투자            | 9         |
| 거버넌스 퀀트투자 프로세스             | 10        |
| 거버넌스 우수기업의 완승              | 14        |
| <b>Appendix</b>            | <b>26</b> |
| 분석 프로세스 요약                 | 26        |
| 리스크 프리미엄 생성 방법론            | 28        |
| 참고문헌                       | 29        |

## Executive Summary

### ESG 퀀트투자, 선택이 아닌 필수

미국 시장에서는 2000년 IT 붐이 시작된 이후 상위 종목들의 시가총액 집중도가 꾸준히 높아져 2024년 말에는 전체의 38%를 차지한다. 한국 시장에서도 대형주 쏠림 현상이 비슷하게 나타나 투자자가 특정 종목 하나에 집중할 경우 성과 편차가 매우 커지는 상황이다. 예컨대 2024년 포트폴리오 수익률은 엔비디아, SK하이닉스 등 AI 관련 대형주를 포함했느냐 아니냐에 따라 천차만별로 갈린다.

개별 종목에 대한 오버웨이트/언더웨이트 전략은 큰 수익을 얻을 기회도 있지만, 반대의 리스크도 존재한다. 때문에 평균적으로는 낮은 성과를 보이고 있고 초과수익의 편차도 매우 크다. 반면 금리 변화나 관세 리스크 등에 대응하는 체계적 퀀트 투자 전략은 다양한 종목에 걸쳐 작은 초과수익을 꾸준히 쌓으며 안정적인 성과를 내고 있다.

그러나 전통적인 퀀트 리스크 요인(팩터)을 활용한 체계적 투자 전략도 한계에 봉착했다. 과거 주가 모멘텀을 설명하는 여러 리스크 요인 간 상관관계는 2009년까지 50%였으나 2020년 이후 15% 수준으로 떨어졌다. 이는 여러 리스크 지표의 50%가 같은 상승·하락 시그널을 제시하고 있었으나 이제는 15% 정도만 서로 비슷한 신호를 주고 있어 새로운 정보가 시장에 많이 편입됐음을 의미한다. 이 때문에 기존 팩터만으로는 시장 상황을 충분히 설명하기 어려워 새로운 정보를 활용할 필요가 커졌다.

이런 배경에서 새로운 데이터 소스의 필요성이 대두되었으며, ESG 정보는 그 대표적인 사례다. 글로벌 운용사인 아문디(Amundi)와 로베코(Robeco) 등은 ESG 데이터를 퀀트 팩터로 도입해 수익과 리스크 최적화 외에 지속가능성까지 함께 고려하는 포트폴리오를 구성한다. 이들은 '수익·위험·지속가능성'을 동시에 최적화하는 3차원적 접근법을 제시하며 시장 변화에 대응하고 있다. 본 보고서에서는 특히 '거버넌스(Governance)' 정보를 어떻게 퀀트 전략에 적용할 수 있는지를 구체적으로 살펴본다.

## 거버넌스 퀀트투자 방법론과 성과 확인

기존 ESG 투자는 크게 스크리닝 방식과 통합투자 방식으로 나뉜다. 스크리닝 방식은 투자 기준에 따라 특정 종목을 배제하거나 편입하는 단순 규칙에 불과해 체계적인 수익 추구 전략이라고 보기 어렵다. 통합투자 방식은 더 정밀한 방법이 있으나 대부분 외부 ESG 평가 기관이 제공하는 등급을 그대로 또는 일부 수정해 사용하는데, 이는 평가사의 기준과 데이터에 의존할 수밖에 없으며, 모든 투자자가 동일 정보에 반응하기 때문에 알파를 창출하기 어렵다.

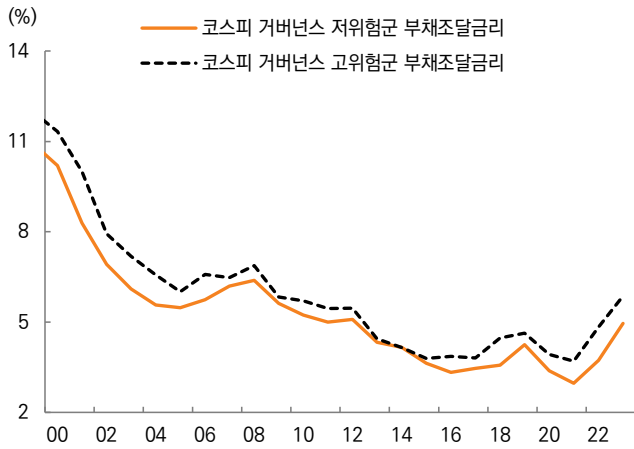
반면 거버넌스 퀀트투자는 실제로 시장에서 기업마다 가진 개개별의 거버넌스 특성으로 상승 또는 하락 리스크에 투자자들이 어떻게 반응했는지를 ‘수익률’로 해석한다. 이렇게 얻은 수익률 정보를 바탕으로 자기자본비용이 상승한 ‘거버넌스 고위험 기업’과, 리스크가 완화되어 자기자본비용이 하락한 ‘거버넌스 저위험 기업’을 분류한다.

저위험 기업은 고위험 기업 대비 모든 기간에 걸쳐 더 낮은 부채조달금리와 타인자본비율을 보여 재무안정성이 우수하다. EBITDA 마진과 ROE 마진도 대부분 기간에 걸쳐 고위험 기업보다 높게 나타났다. 거버넌스 저위험 기업들의 견조한 재무지표와 안정적인 수익성을 바탕으로 PBR은 지속적으로 고위험 기업을 상회했고, 저위험 기업을 동일가중으로 편입한 포트폴리오는 다양한 구간에서 고위험 포트폴리오를 안정적으로 아웃퍼폼했다.

추가로 저위험 기업들의 평균 베타(시장 민감도)는 0.97로, 고위험 기업 평균 베타 1.04보다 낮아 시장 충격에 덜 민감했다. 흥미로운 점은 2012년에 나타난 박스피 장세에서 저위험 포트폴리오가 곧바로 박스피를 탈출한 반면, 고위험 포트폴리오는 여전히 박스피 흐름에 동조하는 패턴을 보였다는 것이다. 이처럼 시장 반응 기반 거버넌스 퀀트투자는 기존 ESG 정보 활용의 한계를 뛰어넘어, 재무안정성과 수익성, 변동성 관점에서 모두 우수한 성과를 입증했다.

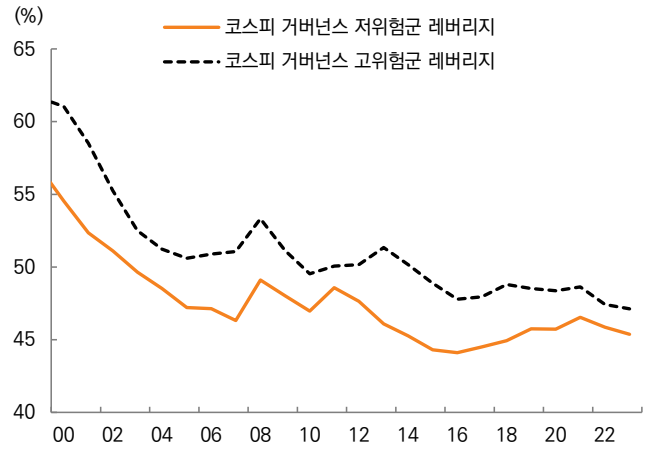
Key Charts

그림 1. 거버넌스 저위험군의 더 낮은 부채조달금리



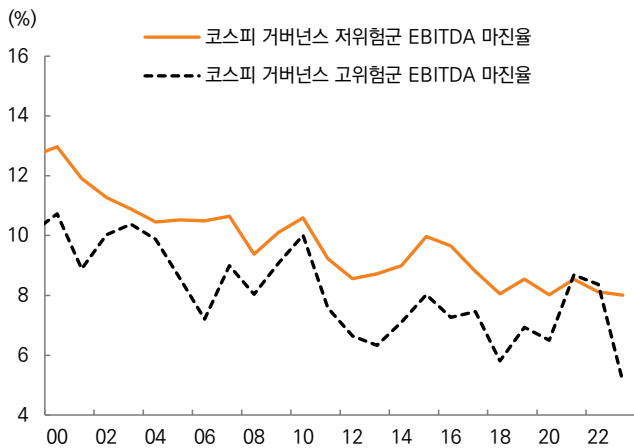
자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 거버넌스 저위험군의 더 낮은 타인자본비율(레버리지)



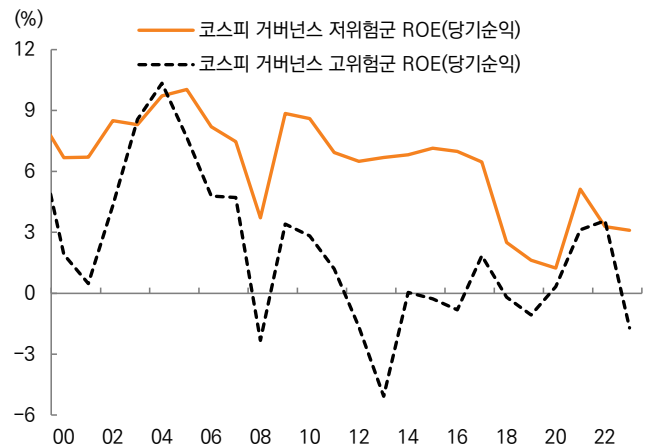
자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 거버넌스 저위험군의 더 높고 안정적인 EBITDA 마진율



자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 거버넌스 저위험군의 더 높고 안정적인 ROE



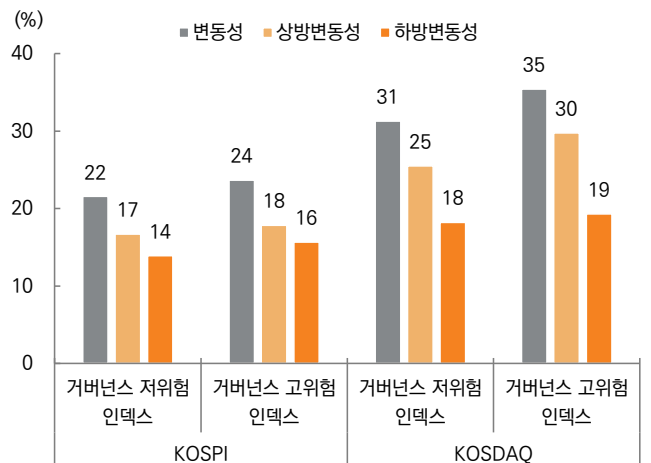
자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 거버넌스 저위험 인덱스의 수익률 아웃퍼포먼스



자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 거버넌스 저위험 인덱스의 낮은 변동성



자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

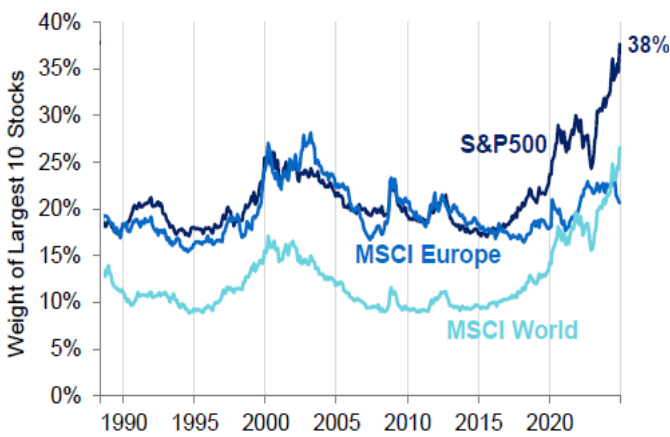
## ESG 퀀트투자, 선택이 아닌 필수

### 심화되는 시장 집중 현상, 리스크는 동일

2000년 IT 붐 이래 미국 시장 상위 종목에 대한 시장 집중 현상은 심화되어 2024년 말 상위 10개 종목의 시총 비중은 38%에 육박했다. 그럼에도 불구하고 동일가중 지수 대비 변동성은 큰 차이가 없는 모습이다. 이는 한국도 마찬가지이다. KRX 상위 10개 종목의 시가총액 비중은 금융위기 당시 30%였으나 현재 36%까지 상승한 상태다. 역시 시총가중 지수의 변동성은 동일가중 대비 큰 차이를 보이지 않는다.

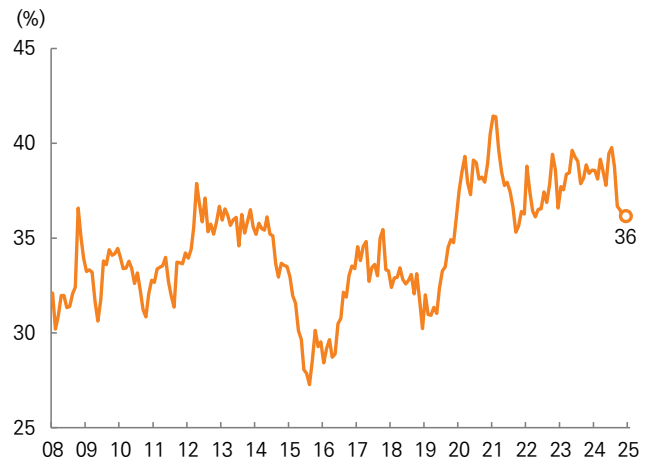
이러한 시장 집중 현상으로 인해 포트폴리오 매니저들이 어떤 전략을 선택했는지에 따라 성과를 크게 갈라놓았다.

그림 7. 상승하는 S&P500 상위 10개 종목의 시가총액 비중



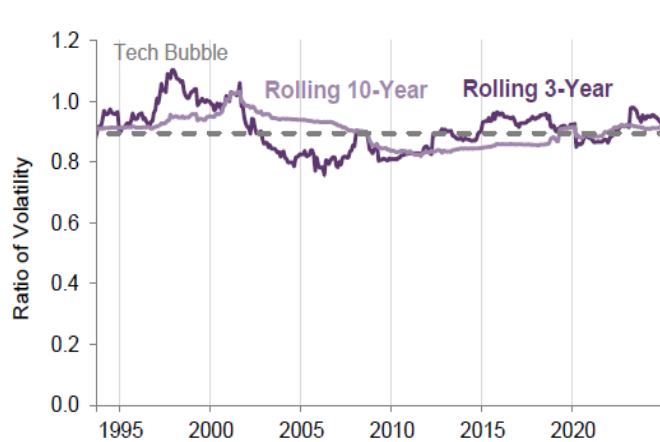
자료: AQR, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 상승하는 KRX 상위 10개 종목의 시가총액 비중



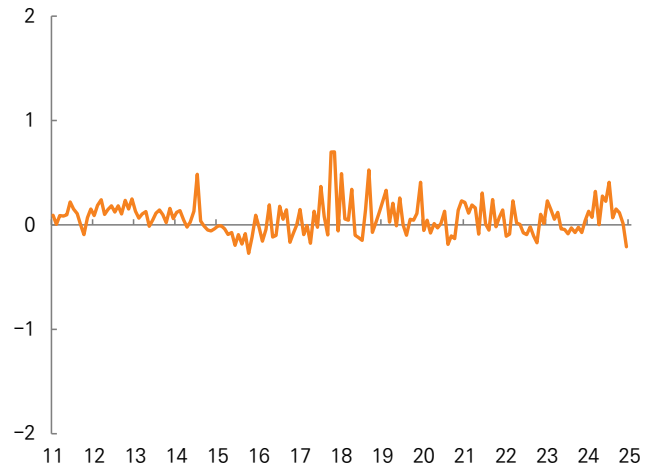
자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 미국 시총가중 지수의 동일가중 대비 변동성



자료: AQR, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. KRX 100 시총가중 지수의 동일가중 대비 변동성



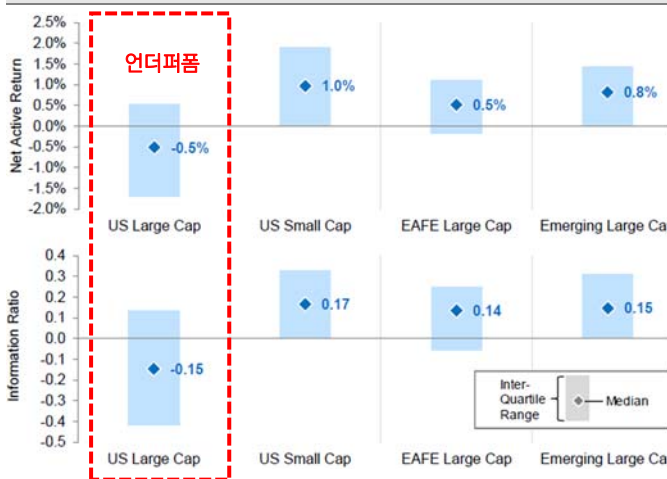
자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

### 종목에 베팅하지 말고 리스크에 베팅하라

지난 10년간 진행된 시장 집중 현상은 미국 대형주 유니버스를 타겟하는 액티브 매니저들의 성과에 부정적인 영향을 미쳤다. 특정 종목을 담았는지 안 담았는지에 따라 포트폴리오 수익률이 결정됐다. 때문에 리스크 대비 수익률은 낮았고 전반적으로는 소폭 손실을 기록했다. 반면 시장 집중 현상이 없는 스몰캡과 이머징 유니버스에서는 근소한 초과수익을 달성했다.

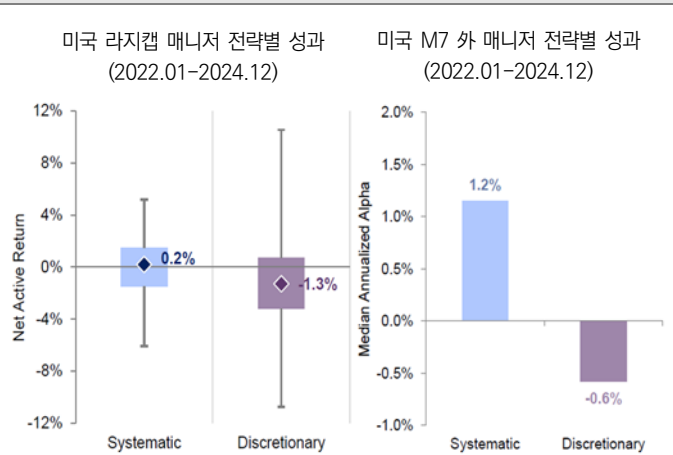
종목 선택 위주의 전략은 성과가 저조했으나 체계적 투자는 성과를 보였다. 특정 종목의 비중(weight)을 조절하는 직관적(Discretionary) 투자 방식보다 각종 리스크에 대한 노출도(exposure)를 조절하는 체계적(Systematic) 투자 방식이 순초과수익을 기록했다. 또한 체계적 투자는 라지캡 유니버스와 M7 종목 외 유니버스 모두에서 초과수익을 달성했다. 이는 '크게 한 입 먹는 방식'에서 '조금씩 많이 먹는 방식'으로 초과수익 달성 방식이 변모하고 있음을 뜻한다.

그림 11. 투자 유니버스별 순초과수익률 및 정보비율 (2015-2024)



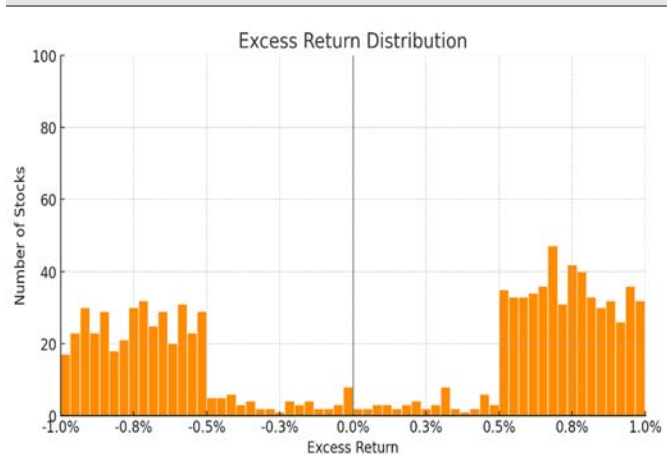
자료: AQR, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 미국



자료: AQR, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 직관적 투자 전략의 초과수익 분포도 예시



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 체계적 투자 전략의 초과수익 분포도 예시

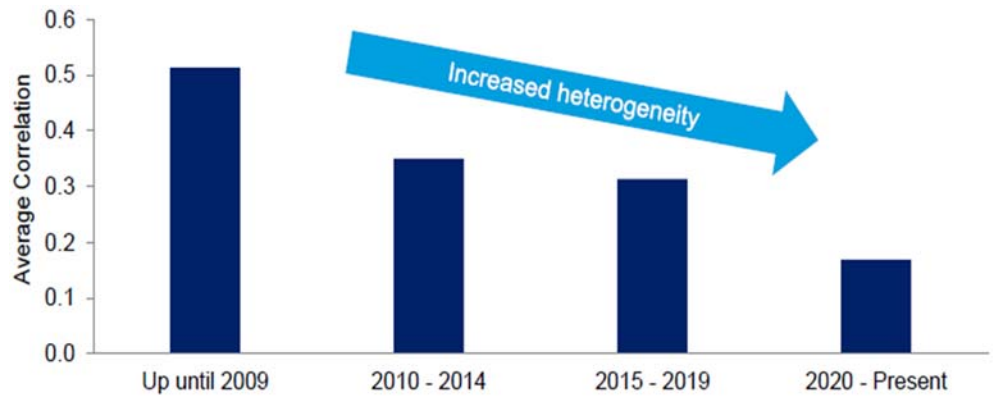


자료: 미래에셋증권 리서치센터

### ESG 퀀트투자, 선택이 아닌 필수

체계적 투자방식의 더 나은 성과는 자칫 전통적 퀀트투자를 하라는 결론으로 비약되기 쉽다. 그러나 기존 퀀트 문법은 유의성이 하락하고 있다. 2009년까지 주가 모멘텀을 설명하는 전통적 퀀트 요인들 간 상관관계는 50%로 비슷한 주가 상승 또는 하락 시그널을 보였다. 그러나 이는 2020년 이후 새로운 정보가 많이 편입됨에 따라 약 15%까지 하락해 더 이상 의미가 없는 수준에 이르렀다.

그림 15. 주가 모멘텀을 설명하는 퀀트 요인 간 상관관계는 하락 중 (1998-2024)



자료: AQR, 미래에셋증권 리서치센터

ESG는 새로운 정보로 기업의 비재무적 특성을 내포하고 있다. 해외 운용사들은 ESG 정보를 이미 체계적 투자에 활용하고 있다. 아문디 자산운용과 로베코 자산운용은 ESG를 하나의 리스크 팩터로 인식해 노출을 조정하는 전략을 제시하고 있고 실제 운용도 하고 있다. 이들은 ‘ESG’ 용어에서 탈피해 리턴, 리스크, 지속가능성 3가지 차원에서 포트폴리오를 최적화한다는 의미의 ‘3D’ 전략을 제시하고 있다. 또한 미국 아카디안 자산운용은 자연어처리와 딥러닝을 활용해 지속가능성 보고서로부터 새로운 정보를 추출해 투자에 활용하고 있다.

이에 기반해 본 보고서도 한국 시장에서 점점 중요해지는 ‘거버넌스’ 데이터를 활용한 팩터 투자 방식을 제안한다.

그림 16. ESG를 체계적 투자에 활용 중인 해외 운용사 사례



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

# 거버넌스 퀀트투자 프레임워크

## 거버넌스 정보를 활용한 투자

### 액티브 거버넌스 투자

정성적 분석을 요하는 거버넌스 정보를 활용해 투자하는 것은 시간과 노력이 동반된다. 이러한 제약으로 현재 거버넌스 정보를 활용한 투자는 소수 기업에 대한 높은 이해를 바탕으로 내부로부터 적극적인 변화를 이끌어내는 ‘행동주의’(Activist) 방식과 협력과 소통을 통해 변화를 이끌어내는 ‘주주관여’(Engagement) 방식이 주축이다. 두 가지 방식의 공통점은 ‘액티브’ 투자 방식이라는 점으로 소수의 종목에 대해 큰 초과수익을 추구한다.

### 패시브 거버넌스 투자

패시브 접근의 거버넌스 투자는 거버넌스를 하나의 체계적 리스크로 인식, 통계적 방법론으로 다수의 종목에 대해 거버넌스 리스크 민감도를 측정하여 거버넌스 저위험군과 고위험군으로 나누어 재무지표와 수익률에서 나타나는 차이를 파악하는 방식이다.

이를 실행하기 위해서는 많은 종목에 대해 일정 수준의 거버넌스 데이터 수집이 필요하다. 이러한 부분을 대신해주는 것이 ESG 등급 평가사의 거버넌스 데이터이다. 본 보고서의 분석은 MSCI의 거버넌스 데이터를 사용했다.

그림 17. 거버넌스 정보를 활용한 투자 방식의 분류



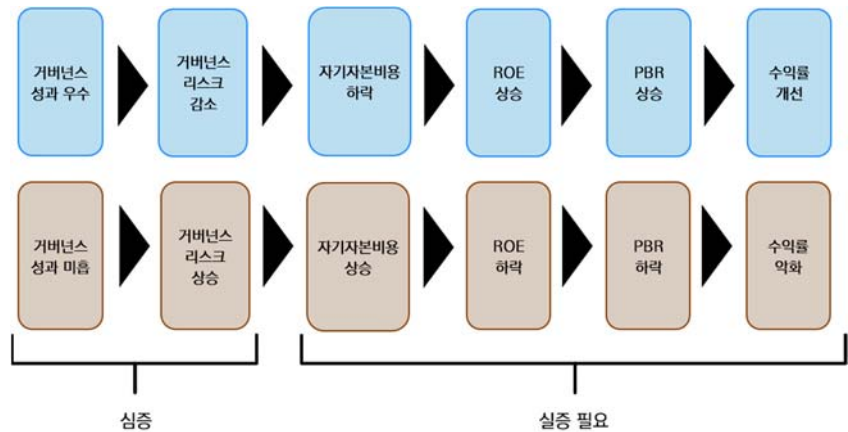
자료: 미래에셋증권 리서치센터

방법론과 분석 프로세스의 자세한 설명과 요약도는 Appendix 참고

### 거버넌스 퀀트투자 프로세스

거버넌스 퀀트투자의 시작은 심증으로 알고 있는 부분을 숫자로 실증하는 것이다. 거버넌스가 우수한 기업은 리스크가 감소한다. 이는 자기자본비용 하락으로 이어지고 ROE와 PBR을 상승시켜 결과적으로 수익률에 기여할 수 있다.

그림 18. 거버넌스 퀀트투자 프로세스



자료: 미래에셋증권 리서치센터

거버넌스 퀀트투자 프로세스에서 거버넌스 리스크와 자기자본비용 간 관계를 찾아내는 것이 심증을 실증하는 첫 단계이다. 이를 위해 다음과 같은 가설을 설정한다:

**[가설]** 거버넌스 성과가 우수한 기업은 리스크가 낮다. 리스크 감소는 자기자본비용 하락을 야기한다. 따라서 거버넌스가 성과가 우수한 기업의 자기자본비용은 낮다.

#### 자기자본비용

(COE, Cost of Equity)

자기자본비용은 투자자가 주식 투자 시 요구하는 기대수익률로, 자본의 기회비용과 위험에 대한 보상을 반영한 수치.

가설을 검증하기 위해서는 자기자본비용(COE, Cost of Equity)을 다음과 같이 정의한다:

$$\text{자기자본비용} = \text{기회비용} + \text{리스크에 대한 보상} \approx \text{기대수익률}$$

이어가 자기자본비용을 추정하는 모형이 필요하다. 자기자본비용을 추정하는 방법은 크게 다음의 3가지가 존재한다:

- 채권수익률 프리미엄 가산법: 주식 투자 기대수익률은 기업이 발행한 채권 수익률보다 높아야 하기 때문에 일정한 프리미엄을 더해 COE를 도출하는 방법.

$$\text{자기자본비용} = \text{채권수익률} + \text{시장 컨센서스 프리미엄}$$

- 내재적 할인율 역산법: 현금흐름할인법을 기반으로 미래 현금흐름을 현재가치로 할인해 합산한 값이 현재 주가와 같도록 하는 할인율을 COE로 추정하는 방법.

$$\text{현재주가} = \frac{\text{미래 현금흐름 1}}{(1 + \text{할인율} = \text{자기자본비용})} + \frac{\text{미래 현금흐름 2}}{(1 + \text{할인율} = \text{자기자본비용})^2} + \dots$$

- 리스크 프리미엄 합산법: 실제 무위험수익률과 여러 리스크 프리미엄과 자산이 각 리스크에 노출된 정도를 곱한 값을 합산하는 방법.

$$\text{자기자본비용} = \text{무위험수익률} + (\text{리스크 노출도 1} \times \text{리스크 프리미엄 1}) + \dots$$

#### 현금흐름할인법

(DCF, Discounted Cash Flow)

기업의 내재적 가치를 추정하는 방법으로 미래 추정 현금흐름들을 자기자본비용(COE)으로 할인해 현재가치로 환산한 값들의 합을 현재 기업 가치로 정의.

**자기자본비용과 거버넌스 성과 간 반비례성 검증**

자기자본비용 추정을 위해 리스크 프리미엄 모형을 사용한다. ‘거버넌스’와 같은 특정 리스크 요인이 독립적으로 자기자본비용 증감에 어떤 영향을 주는지 알아볼 수 있는 ‘노출도’라는 요소가 존재하기 때문이다.

자기자본비용 증감과 거버넌스 리스크 간 관계성을 탐색하기 위해 먼저 한국시장 전반에 존재하는 시장, 규모, 가치, 모멘텀, 수익성, 투자, 유동성 등 학술적으로 검증된 7가지 리스크에 대한 프리미엄과 거버넌스 리스크 프리미엄을 추가했다. 리스크 팩터 분석 특성 상 특이 속성을 지닌 금융기업과 자본잠식 기업은 분석 유니버스에서 제외했다. 분석기간은 2016년부터 2024년 말까지로 설정했다.

그림 19. 거버넌스 리스크 프리미엄을 도입한 자기자본비용 추정 모형 개념도



자료: 미래셋증권 리서치센터

주: 자세한 리스크 프리미엄별 계산방법은 Appendix 참고

위의 모형을 ‘8요인 모형’으로 명명하고 간단하게 수식화하면 아래와 같다:

$$E(R) = R_f + (\beta_{MKT} \cdot MKT) + (\beta_{SMB} \cdot SMB) + (\beta_{HML} \cdot HML) + (\beta_{UMD} \cdot UMD) + (\beta_{IML} \cdot IML) + (\beta_{RMW} \cdot RMW) + (\beta_{CMA} \cdot CMA) + (\beta_{GMB} \cdot GMB)$$

생성한 팩터를 도입해 위 식에 맞게 회귀분석을 실시하면 8 가지 노출도(베타)를 추정할 수 있다. 이를 통해  $\beta_{GMB}$ 의 부호를 알 수 있다.  $\beta_{GMB}$ 가 높은 신뢰도 수준에서 음수로 도출된다면 거버넌스 리스크 프리미엄(GMB, Good-minus-Bad)과 자기자본비용(E(R)) 사이의 반비례 관계가 성립된다. 이는 시장에서 거버넌스 우수종목(Good 기업)들이 성과를 보일수록 시장 전반의 자기자본비용이 하락함을 의미한다.

거버넌스 성과는 자기자본비용 하락에 기여한다

표 1. 베타값 추정 결과

| 리스크 요인 | 베타 (리스크 민감도)  | 값      | 통계적 신뢰도 |
|--------|---------------|--------|---------|
| 시장     | $\beta_{ERP}$ | 1.065  | 99%이상   |
| 규모     | $\beta_{SMB}$ | 0.737  | 99%이상   |
| 가치     | $\beta_{HML}$ | 0.0003 | -       |
| 모멘텀    | $\beta_{UMD}$ | -0.197 | 99%이상   |
| 수익성    | $\beta_{RMW}$ | -0.114 | 95%이상   |
| 투자     | $\beta_{CMA}$ | -0.016 | -       |
| 유동성    | $\beta_{IML}$ | 0.117  | 95%이상   |
| 거버넌스   | $\beta_{GMB}$ | -0.084 | 99%이상   |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

한국시장 전체에 대한 분석결과 거버넌스 리스크 프리미엄의 베타값( $\beta_{GMB}$ )은 신뢰도 99%이상 수준에서 음수로 도출됐다. 거버넌스 성과와 자기자본비용은 반비례 관계를 보인다.

타 요인과의 상관관계 분석결과 8% 시장 변동성에 헷징되는 경향, 라지캡보다는 13% 정도 스몰캡과 비슷한 경향, 12% 가량 영업이익이 높은 종목과 비슷한 경향을 보였다. 전반적으로는 타 요인과 매우 낮은 상관관계를 보여 거버넌스가 기존의 정보와 다른 “새로운 정보”임을 확인했다.

표 2. 거버넌스 리스크 프리미엄과 타 요인 간 상관관계 분석

| 상관관계 분석     | ERP<br>시장 | SMB<br>규모 | HML<br>가치 | CMA<br>투자 | RMW<br>수익성 | UMD<br>모멘텀 | IML<br>유동성 |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| GMB<br>거버넌스 | -8%       | 13%       | -3%       | 2%        | 12%        | 3%         | 3%         |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

### 개별 기업의 거버넌스 민감도 측정

같은 분석 과정을 한국 시장 전반이 아닌 개별기업에 적용해 회귀분석을 실시하면 개별 기업별로  $\beta_{GMB}$ 의 부호를 알 수 있다. 이를 통해 거버넌스 성과 부진으로 자기자본비용이 상승한 것으로 추정되는 기업들( $\beta_{GMB} > 0$ : COE와 거버넌스 리스크 비례)과 거버넌스 성과 개선으로 자기자본비용이 하락한 것으로 추정되는 기업( $\beta_{GMB} < 0$ : COE와 거버넌스 리스크 반 비례)을 분류할 수 있다.

추가로 거버넌스 팩터가 다른 팩터와 낮은 상관관계를 보이기 때문에 거버넌스 단일 요인 영향 파악을 위해 ERP와 GMB 두 가지 요인을 담은 2요인 모형으로 거버넌스 리스크 민감도( $\beta_{GMB}$ )의 값을 추정했다. 추정한 GMB 베타값은 패턴의 일관성과 반복성에 따라 신뢰도가 달라질 수 있다.

총 1,986개 기업의 거버넌스 리스크 민감도를 측정할 수 있었으며, 코스피는 710개 기업, 코스닥은 1,276개 기업의 민감도를 추정할 수 있었다.  **$\beta_{GMB}$  값이 음수인 기업을 거버넌스 저위험 기업, 양수인 기업을 거버넌스 고위험 기업으로 설정**해 다양한 지표를 비교분석했다.

그림 20. 거버넌스 리스크 민감도 분석 유니버스



자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 거버넌스 우수기업의 완승

### 재무지표 비교

이자부담비율 = EBT/EBIT  
(Interest Burden Ratio)

이자부담비율은 영업이익 중 세전이익으로 남은 비율로 1에 가까울수록 낮은 이자비용 의미.

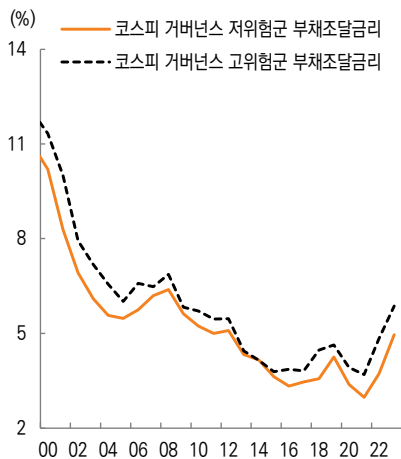
거버넌스 성과 개선으로 자기자본비용이 하락했다면 타인자본비용도 하락한다. 관련해 각 시장별로 거버넌스 저위험·고위험 기업 간 평균 부채조달금리(이자비용/차입부채), 타인자본비용, 이자부담비율을 비교했다. GMB 베타값 신뢰도가 70% 이상인 기업을 대상으로 분석을 실시했다.

코스피 內 거버넌스 저위험 기업은 모든 기간에서 더 낮은 부채조달금리와 타인자본비용을 보였다. 이자부담비율은 대부분의 구간에서 더 높았으며 더 낮은 변동성을 보였다.

코스닥 內 거버넌스 저위험 기업의 부채조달금리 2014년 이후부터 관측됐으나 큰 차이가 없었으며, 타인자본비용은 거버넌스 저위험 기업이 대부분 기간 더 높았다. 이자부담비율은 뚜렷한 추세를 확인할 수 없었다.

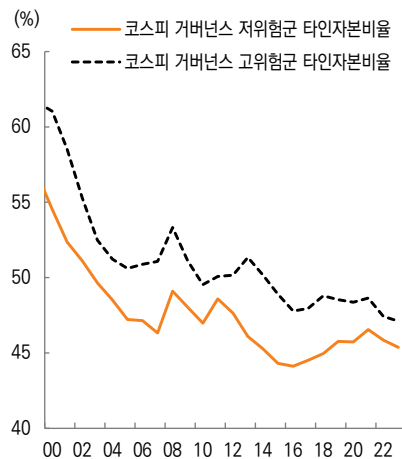
**종합적으로 코스피 內 거버넌스 저위험 기업의 재무지표적 안정성은 확연히 우세했으며, 코스닥은 뚜렷한 차이가 보이지 않았다.**

그림 21. 부채조달금리 비교 (코스피)



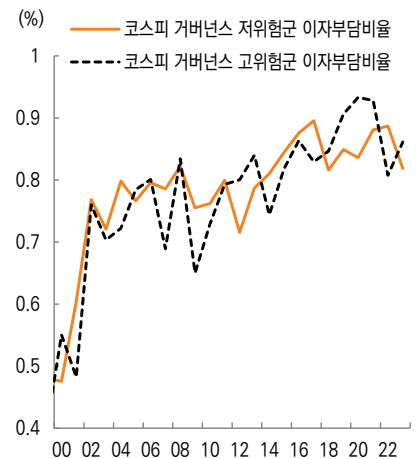
자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터 (원저화)

그림 22. 타인자본비용 비교 (코스피)



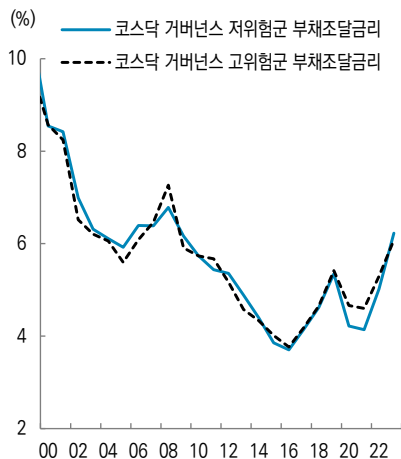
자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터 (원저화)

그림 23. 이자부담비율 비교 (코스피)



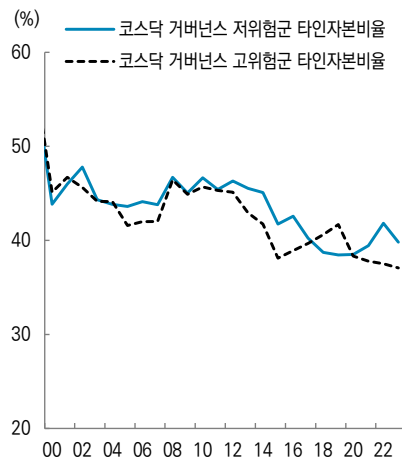
자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터 (원저화)

그림 24. 부채조달금리 비교 (코스닥)



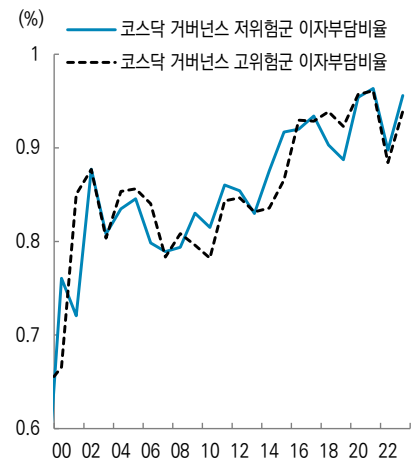
자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터 (원저화)

그림 25. 타인자본비용 비교 (코스닥)



자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터 (원저화)

그림 26. 이자부담비율 비교 (코스닥)



자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터 (원저화)

**수익성 지표 비교 -1-**

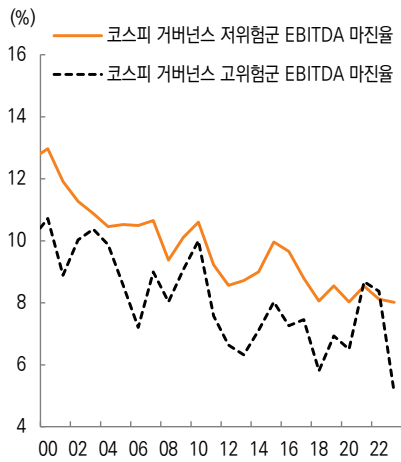
적은 이자비용 지출 등과 같은 재무 안정성은 ROE 제고와 안정에 기여한다. 이에 시장별로 거버넌스 저위험·고위험 기업 간 수익성 지표를 비교했다. 평균 EBITDA 마진율, 평균 영업이익 기준 ROE, 그리고 평균 당기순익 기준 ROE를 비교했다.

코스피 內 거버넌스 저위험 기업은 EBITDA 마진율, 영업이익 ROE, 당기순익 ROE가 모든 기간에서 거버넌스 고위험 기업 대비 더 낮은 변동성을 보이고 수치도 높게 나타났다.

코스닥 內 거버넌스 저위험 기업은 대부분의 기간에서 3가지 수익성 지표 모두 소폭 더 좋은 것으로 나타났다. 그러나 코스피와 같은 뚜렷한 차이가 나타나지 않았다.

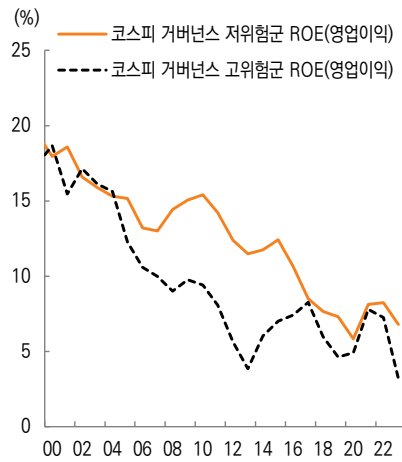
**코스피 거버넌스 저위험 기업의 고위험 기업 대비 수익성 우세는 명확했으며, 코스닥은 비슷한 양상을 보였으나 코스피와 같이 확연한 차이는 없었다.**

**그림 27. EBITDA 마진율 비교 (코스피)**



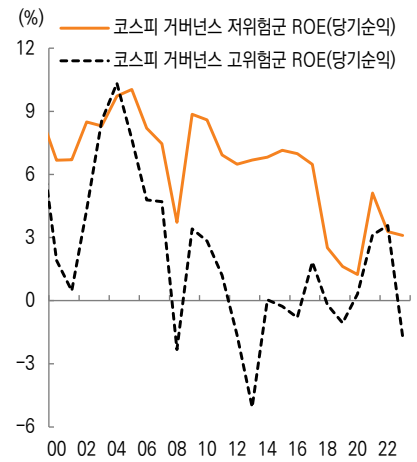
자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터 (원저화)

**그림 28. 영업이익 ROE 비교 (코스피)**



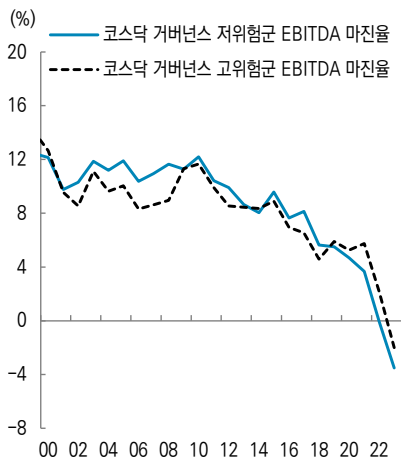
자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터 (원저화)

**그림 29. 당기순익 ROE 비교 (코스피)**



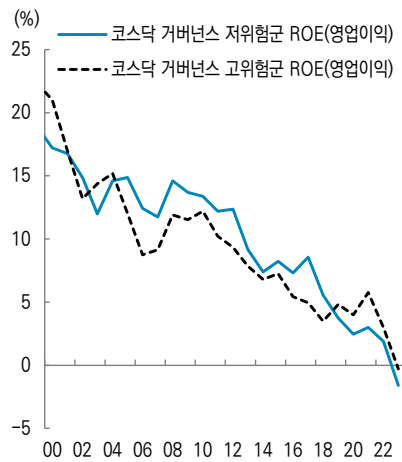
자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터 (원저화)

**그림 30. EBITDA 마진율 비교 (코스닥)**



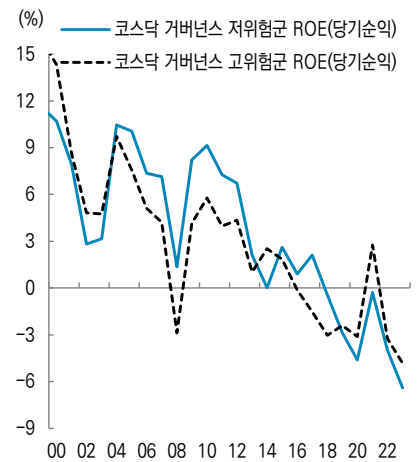
자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터 (원저화)

**그림 31. 영업이익 ROE 비교 (코스닥)**



자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터 (원저화)

**그림 32. 당기순익 ROE 비교 (코스닥)**



자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터 (원저화)

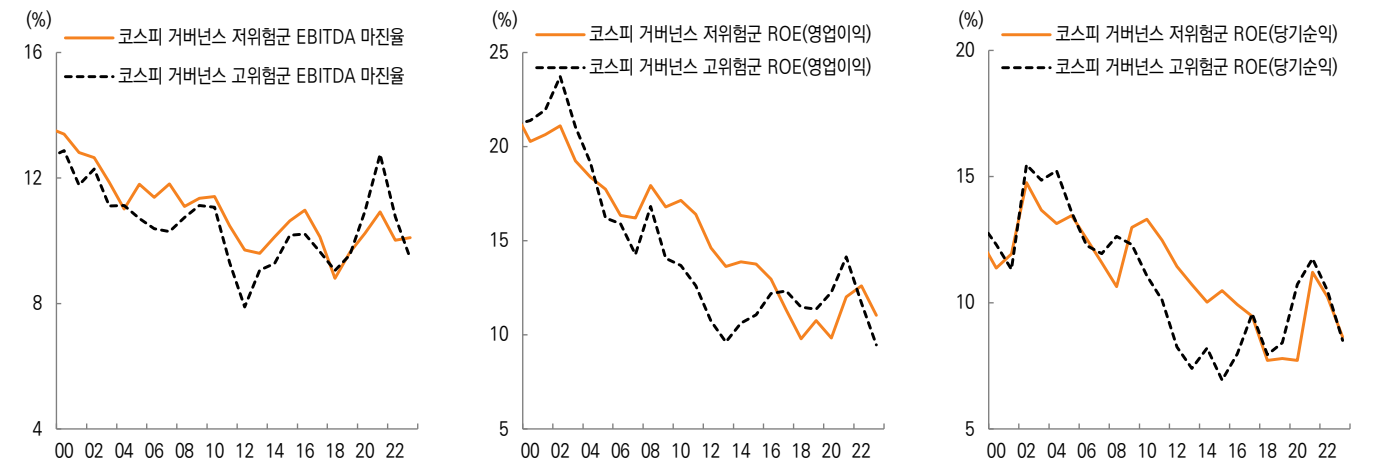
**수익성 지표 비교 -2-**

코스닥 內 거버넌스 저위험 기업과 고위험 기업 간 뚜렷한 차이를 탐색해보고자 수익성 지표가 흑자인 기업만을 추려내 비교를 실시했다.

**수익성이 흑자인 기업을 대상으로 좁힌 결과 코스닥 거버넌스 저위험 기업의 EBITDA 마진율은 고위험 기업의 마진율보다 확연히 높았다.** 모든 구간에서 더 높은 수익성을 기록했으며, 영업이익 ROE와 당기순익 ROE도 같은 추세를 보였으나 그 폭은 EBITDA 마진율만큼 크지 않았다. 이는 기술주가 많은 코스닥 기업 특성 상 감가상각과 이자비용을 반영한 수익성 지표가 현금성 수익성 지표보다 더 안 좋기 때문으로 추측된다.

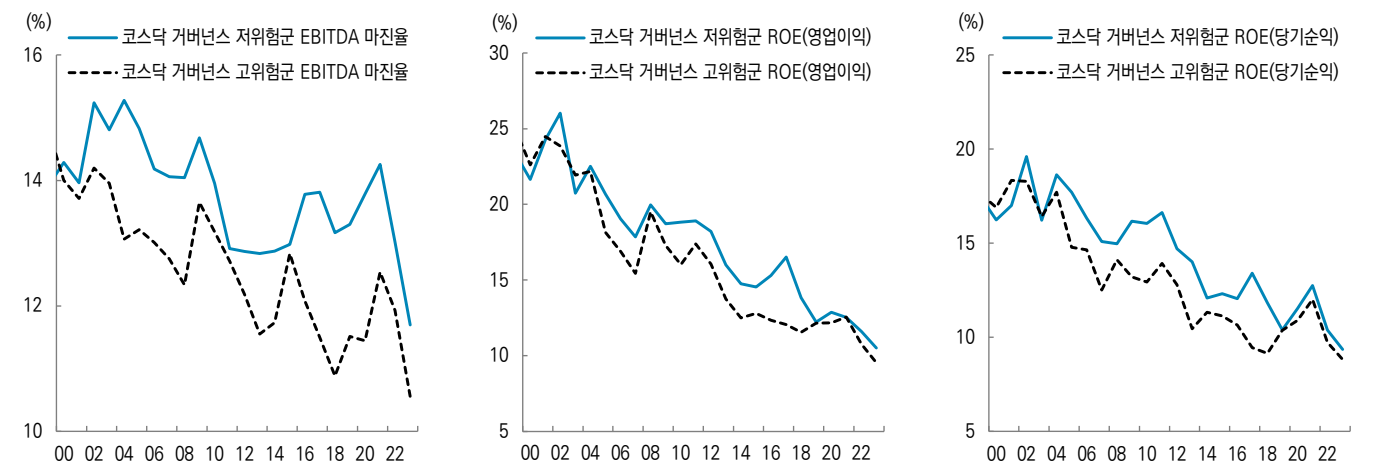
반면 코스피 거버넌스 저위험 기업은 수익성 우세 트렌드를 유지했으나 차이가 좁아지고 추세 명확성이 다소 감소했다.

**그림 33. 흑자 EBITDA 마진율 비교      그림 34. 흑자 영업이익 ROE 비교      그림 35. 흑자 당기순익 ROE 비교**



자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터 (원저화)      자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터 (원저화)      자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터 (원저화)

**그림 36. 흑자 EBITDA 마진율 비교      그림 37. 흑자 영업이익 ROE 비교      그림 38. 흑자 당기순익 ROE 비교**



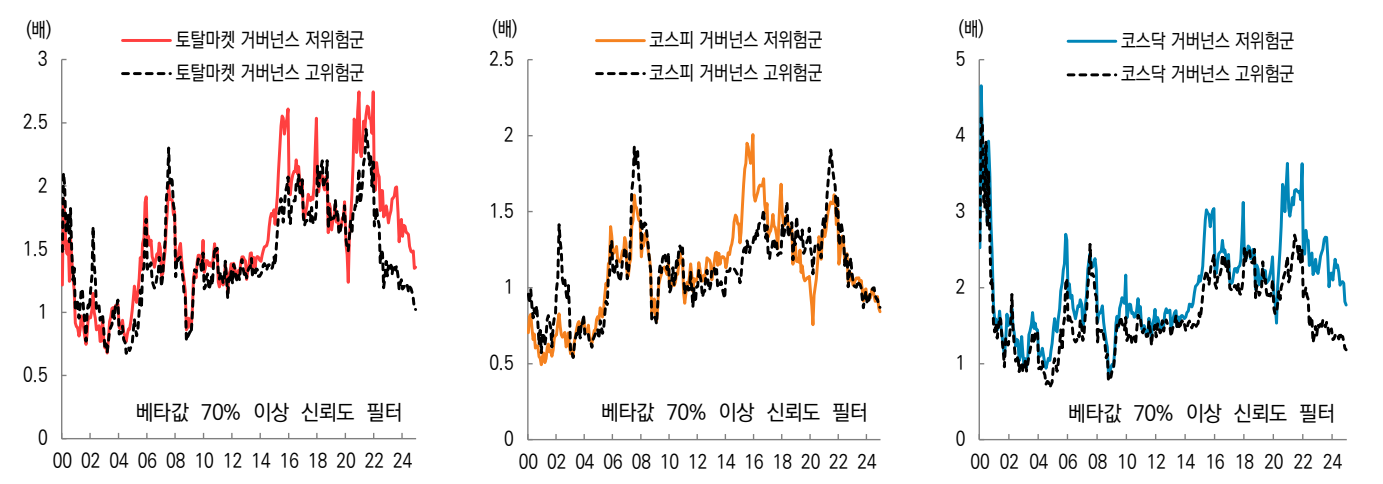
자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터 (원저화)      자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터 (원저화)      자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터 (원저화)

**PBR 비교**

거버넌스 저위험 기업의 재무지표와 수익성 지표가 고위험 기업보다 더 좋았다. 이처럼 투자자들이 선호하는 속성을 지닌 종목은 상대적으로 높은 가격에 거래될 수 있다. 이에 PBR을 조사했다.

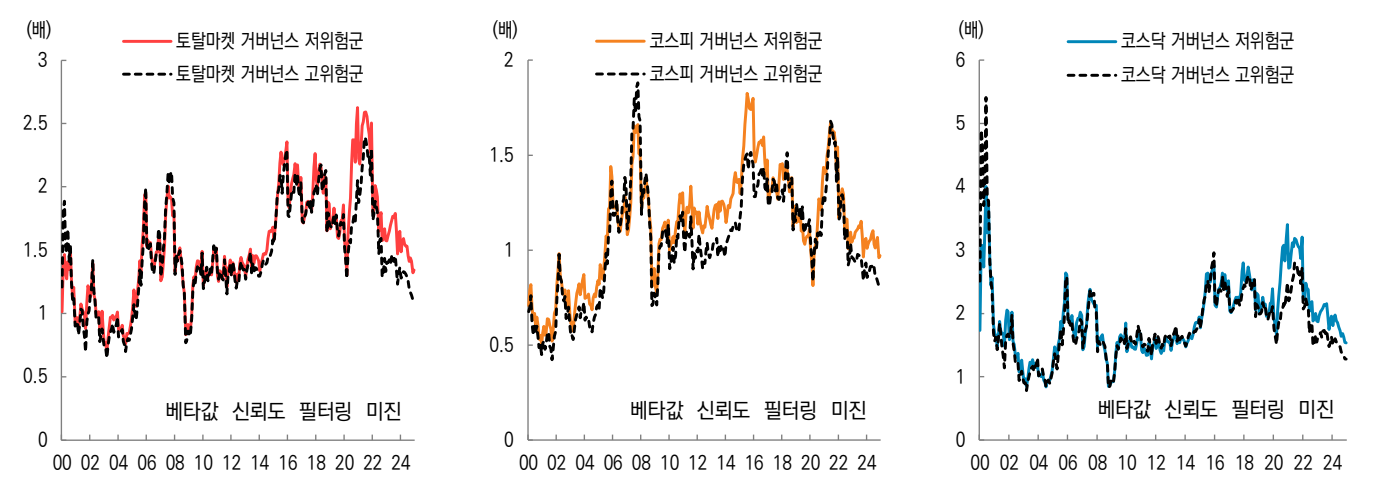
전반적으로 거버넌스 저위험 기업들이 모든 경우에서 소폭 더 높은 가격에서 거래되고 있다. 거버넌스 저위험 기업이 투자자로부터 프리미엄을 받고 있는 모습이다.

**그림 39. 토탈마켓 월별 PBR 추이      그림 40. 코스피 월별 PBR 추이      그림 41. 코스닥 월별 PBR 추이**



자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터 (원저화)      자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터 (원저화)      자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터 (원저화)

**그림 42. 토탈마켓 월별 PBR 추이      그림 43. 코스피 월별 PBR 추이      그림 44. 코스닥 월별 PBR 추이**



자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터 (원저화)      자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터 (원저화)      자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터 (원저화)

### 수익률 비교

거버넌스 저위험 기업들이 상대적으로 더 높은 가격(PBR)에서 거래되는 현상은, 장기적으로 더 높은 수익률로 이어질 수 있음을 시사한다. 이를 검증하기 위해 거버넌스 저위험군과 고위험군 기업들을 코스피와 코스닥으로 구분하고, 각각 동일가중 방식의 인덱스를 구성해 다양한 기간에서 수익률을 비교하였다. 수익률은 현금배당을 포함한 토털리턴 기준이며, 배당금은 재투자되는 것으로 가정하였다.

분석 결과, 코스피와 코스닥 모두에서 거버넌스 저위험 인덱스가 고위험 인덱스를 전 기간에 걸쳐 아웃퍼폼했다. 특히 코스피 시장에서는 2010년대 초·중반과 포스트 코로나 시기에 강한 모멘텀을 보였다. 코스닥은 일부 혼재된 흐름이 관찰되었으나, 2010년대 중반과 코로나 이후 기간에서 거버넌스 저위험 인덱스가 뚜렷한 초과수익을 기록한 것으로 나타났다.

이는 거버넌스 리스크가 낮은 기업군이 구조적으로 더 높은 시장의 신뢰를 얻고, 그에 따른 밸류에이션 프리미엄이 실현되며 장기 성과로 이어질 수 있음을 의미한다.

그림 45. 코스피 수익률 비교 ('00-'24)



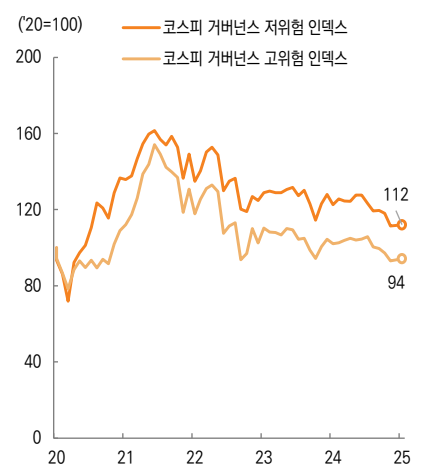
자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터 (원저화)

그림 46. 코스피 수익률 비교 ('10-'24)



자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터 (원저화)

그림 47. 코스피 수익률 비교 ('20-'24)



자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터 (원저화)

그림 48. 토탈마켓 월별 PBR 추이



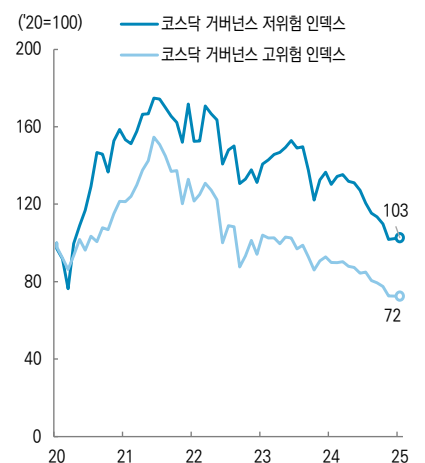
자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터 (원저화)

그림 49. 코스피 월별 PBR 추이



자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터 (원저화)

그림 50. 코스닥 월별 PBR 추이



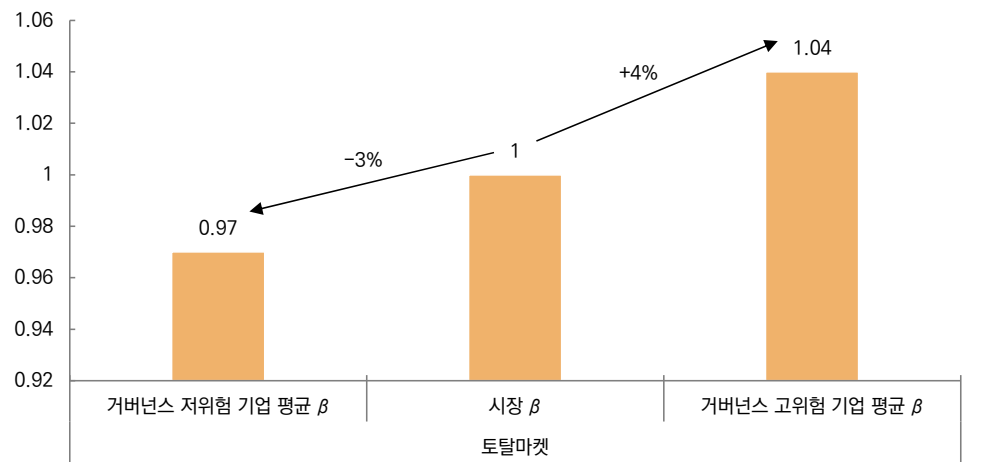
자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터 (원저화)

### 변동성 비교

거버넌스 저위험 종목과 고위험 종목 간 변동성 비교를 위해 개별 종목들의 시장 변동성 민감도, 변동성 지표, 위험조정수익 지표를 측정했다.

시장 변동성 대비 민감도 비교를 위해 거버넌스 저위험 종목의 평균 베타와 고위험 종목의 평균 베타를 비교했다. **거버넌스 저위험 기업은 시장 대비 3% 낮은 변동성을 보였으며 고위험 기업은 4% 높은 변동성을 보였다.** 두 그룹 간 변동성 차이는 약 7%로 거버넌스 저위험 기업이 더 낮은 시장 변동성 민감도를 보였다.

그림 51. 거버넌스 저위험 기업과 고위험 기업의 시장 대비 변동성 ('00-'24)

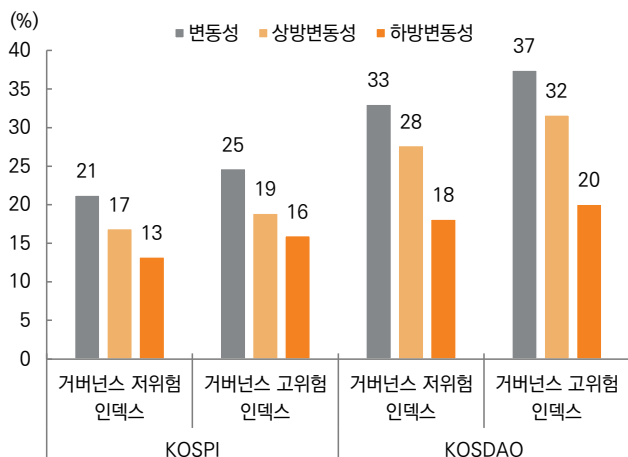


자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

거버넌스 저위험 인덱스와 고위험 인덱스의 변동성과 위험조정수익 지표를 시장별로 비교했다. **거버넌스 저위험 인덱스는 코스피와 코스닥 모두에서 낮은 변동성을 보였다.**

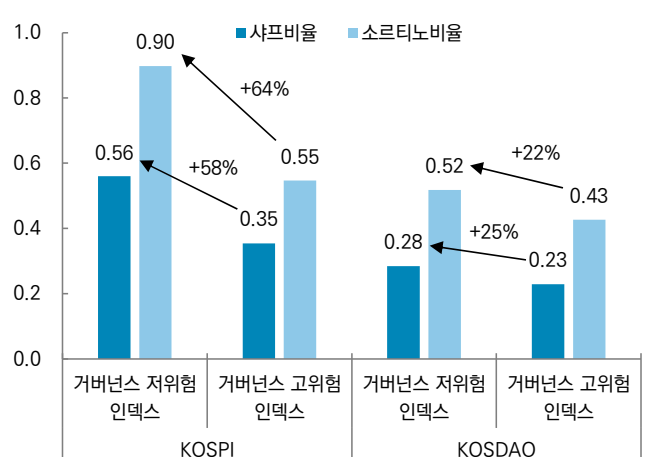
또한 위험조정수익 지표도 우세했다. 특히 코스피의 경우 하방변동성 대비 수익률 지표인 소르티노 비율이 64% 우세해 샤프비율 격차인 58%보다 더 큰 격차를 보였는데 이는 코스피 거버넌스 저위험 인덱스가 하방변동성 방어가 상대적으로 더 뛰어남을 나타낸다.

그림 52. 시장별 거버넌스 인덱스 연간 변동성 ('00-'24)



자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터  
주: 변동성의 단위는 표준편차이나 편의를 위해 백분율로 표기

그림 53. 시장별 연간 위험조정수익지표 ('00-'24)



자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

### 거버넌스, 위기탈출 넘버원

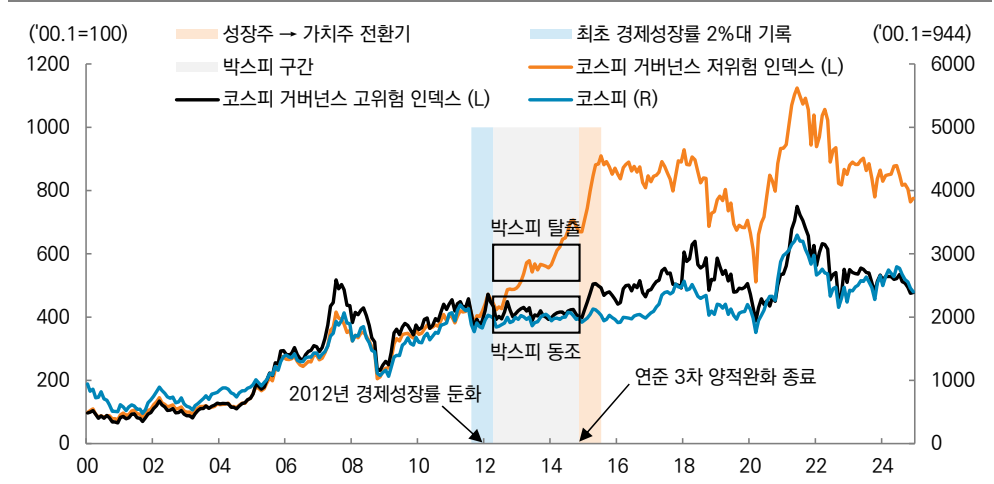
코스피 지수와 거버넌스 리스크 인덱스 차트를 비교분석한 결과, 흥미로운 시계열적 분기점이 포착되었다. 2012년 한국 경제가 처음으로 2%대 성장률을 기록한 시점을 기점으로, 본격적인 박스피 구간이 형성되기 시작했다. 이 때, 거버넌스 저위험 인덱스는 박스피를 벗어나 우상향하는 모습을 보인 반면 고위험 인덱스는 박스피와 동조되는 모습을 보였다.

이는 양적 성장에서 질적 성장으로의 전환이 요구되던 시기, 기업 지배구조의 중요성이 시장에서 일부 반영되기 시작한 것으로 해석된다.

2014년 10월, 3차 양적완화 종료를 선언하며 글로벌 금융시장은 성장주 중심에서 가치주 중심으로 전환을 맞았다. 한국 시장에서도 저평가된 기업을 찾는 흐름이 확대되었다. 이 시점, 한국의 PBR이 이웃국 대비 매우 저평가되어 있는 현상을 기리키는 ‘코리아 디스카운트’ 용어가 재조명되었으며, 실제 구글 트렌드 검색량도 2014년 말 급등한 것으로 확인된다.

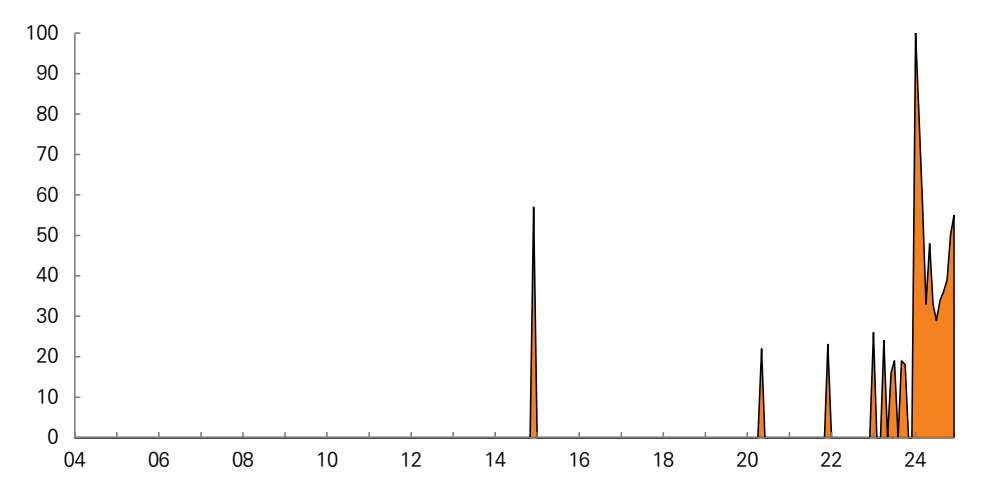
동기간 동안 거버넌스 저위험 인덱스는 뚜렷한 상승 모멘텀을 확보한 반면, 고위험 인덱스는 단기 반등 이후 이를 유지하지 못하는 모습을 보였다. 이는 투자자들이 구조적으로 신뢰 가능한 기업을 선별하는 과정에서 지배구조가 하나의 핵심 기준으로 작용했음을 보여준다.

**그림 54. 박스피를 탈출하는 거버넌스 저위험 인덱스**



자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

**그림 55. ‘코리아 디스카운트’ 단어의 구글 검색량, 2014년 말 높은 검색량을 기록**



자료: Google, 미래에셋증권 리서치센터

### 섹터별 거버넌스 벨류에이션 매트릭스 진단

거버넌스 리스크가 산업군별 벨류에이션에 미치는 영향을 분석하기 위해, 연도별로 산업군 전체, 산업군 내 거버넌스 저위험군 및 고위험군의 평균 PBR-ROE 좌표를 비교하였다. 산업군 분류는 FnGuide의 FICS 체계를 기준으로 하였으며, 금융업과 통신서비스(기업 수 부족)는 제외하고 총 19개 산업군을 분석 대상으로 삼았다.

PBR-ROE 매트릭스는 각 산업군의 수익성과 시장가치 간의 관계를 시각화하기 위한 도구로 사분면별 해석은 다음과 같다:

PBR-ROE 매트릭스

|       |      |
|-------|------|
| PBR   |      |
| 고평가   | 프리미엄 |
| 디스카운트 | 저평가  |
| ROE   |      |

- 1사분면: 고ROE & 고PBR 영역으로 적정 프리미엄 구간
- 2사분면: 저ROE & 고PBR 영역으로 수익성 대비 고평가 구간
- 3사분면: 저ROE & 저PBR 영역으로 적정 디스카운트 구간
- 4사분면: 고ROE & 저PBR 영역으로 수익성 대비 저평가 구간

따라서 1사분면과 4사분면은 매수 포지셔닝이 가능한 구간으로 해석할 수 있으며, 2사분면과 3사분면은 매도 포지셔닝으로 볼 수 있다.

### 미스프라이싱 리스크

#### (Mispricing Risk)

자산의 실제 가치와 시장 가격이 달라지는 위험. 정보공개 수준과 성장성 평가가 주요 변수로 작용.

또한 산업군 내에서 PBR-ROE 좌표들의 분산이 클수록 미스프라이싱 리스크가 높다고 판단할 수 있으며, 반대로 분산이 작을수록 페어프라이싱 상태에 가깝다고 볼 수 있다. 이 분석을 통해 거버넌스 리스크가 산업군별로 벨류에이션에 어떤 영향을 미치는지 알아봤다.

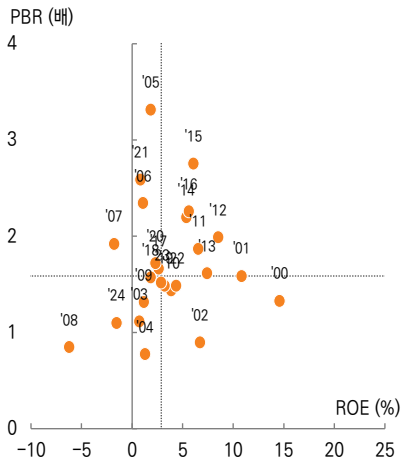
총 19개 산업군 가운데 14개 산업군에서 거버넌스 저위험군의 벨류에이션 매력도가 높음을 확인했고, 8개 산업군에서 페어프라이싱 효과를 확인했다. 예시로 9개 산업군의 PBR-ROE 매트릭스를 확인할 수 있다.

표 3. 산업군별 거버넌스 저위험군 벨류에이션 매력도와 미스프라이싱 리스크 진단

| 산업군         | 거버넌스 저위험군 매수 포지셔닝<br>(좌표 1-4 분면 집중 분포) | 거버넌스 저위험군 페어프라이싱<br>(낮은 좌표 분산도) |
|-------------|--|---------------------------------|
| 내구 소비재 및 의류 | ○                                      | X                               |
| 디스플레이       | ○                                      | X                               |
| 미디어         | ○                                      | ○                               |
| 반도체         | X                                      | X                               |
| 상업서비스       | ○                                      | ○                               |
| 생활용품        | ○                                      | ○                               |
| 소비자 서비스     | ○                                      | X                               |
| 소재          | ○                                      | ○                               |
| 소프트웨어       | △                                      | ○                               |
| 에너지         | X                                      | X                               |
| 운송          | ○                                      | X                               |
| 유통          | ○                                      | X                               |
| 유틸리티        | ○                                      | ○                               |
| 음식료 및 담배    | ○                                      | X                               |
| 의료장비 및 서비스  | ○                                      | X                               |
| 자동차 및 부품    | ○                                      | X                               |
| 자본재         | △                                      | ○                               |
| 제약 및 바이오    | △                                      | X                               |
| 하드웨어        | ○                                      | ○                               |

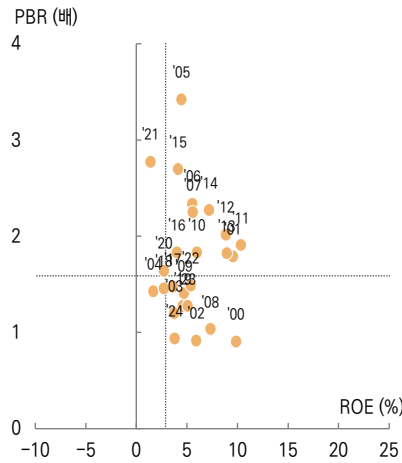
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 56. [미디어] 토탈마켓



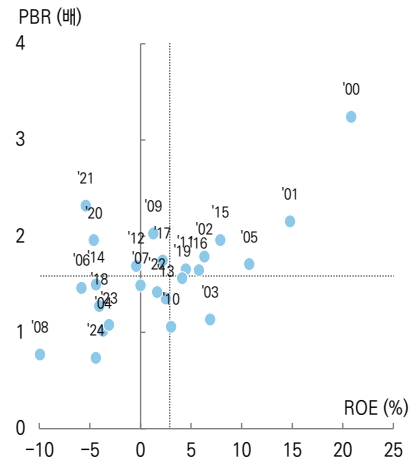
자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터  
 주: 사분면의 x/y축 경계선은 토탈마켓 PBR/ROE 중간값

그림 57. [미디어] 거버넌스 저위험군



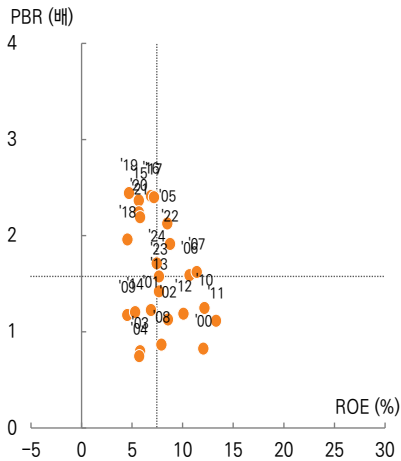
자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 58. [미디어] 거버넌스 고위험군



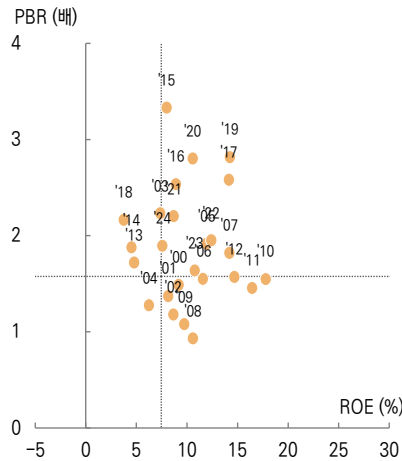
자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 59. [상업서비스] 토탈마켓



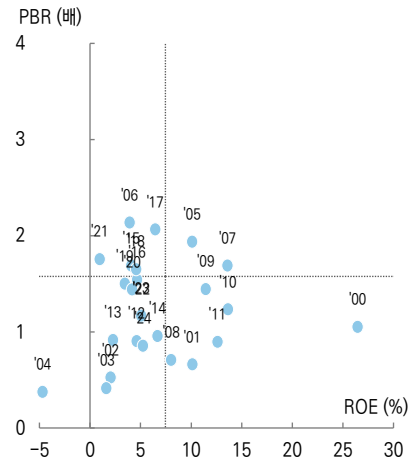
자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 60. [상업서비스] 거버넌스 저위험군



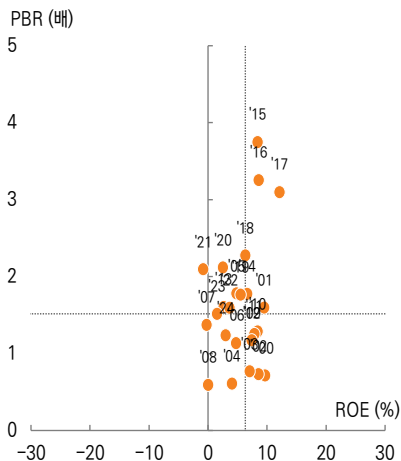
자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 61. [상업서비스] 거버넌스 고위험군



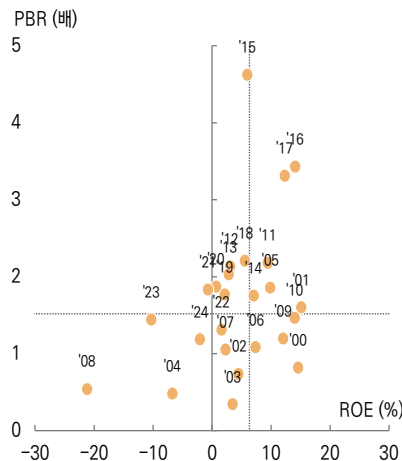
자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 62. [생활용품] 토탈마켓



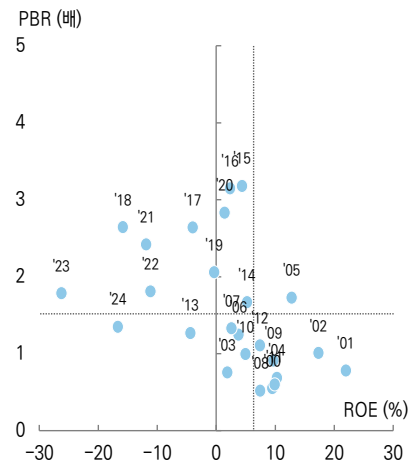
자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 63. [생활용품] 거버넌스 저위험군



자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 64. [생활용품] 거버넌스 고위험군



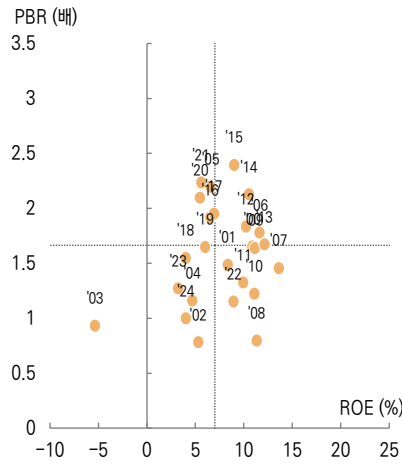
자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 65. [소프트웨어] 토탈마켓



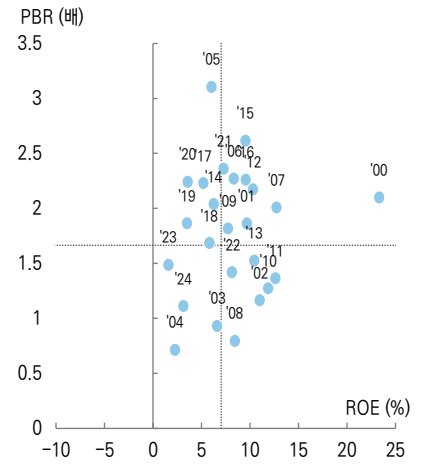
자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 66. [소프트웨어] 거버넌스 저위험군



자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 67. [소프트웨어] 거버넌스 고위험군



자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 68. [하드웨어] 토탈마켓



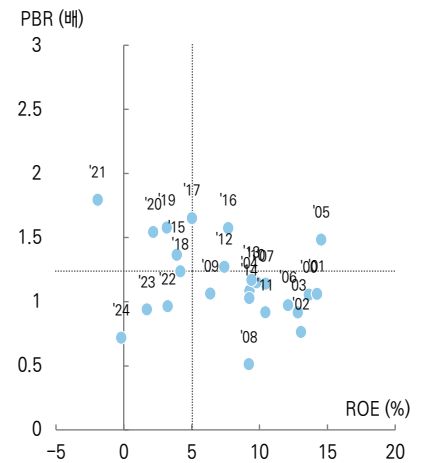
자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 69. [하드웨어] 거버넌스 저위험군



자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 70. [하드웨어] 거버넌스 고위험군



자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 71. [자동차&부품] 토탈마켓



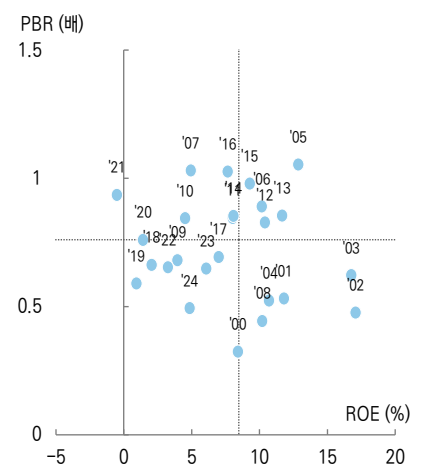
자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 72. [자동차&부품] 거버넌스 저위험군



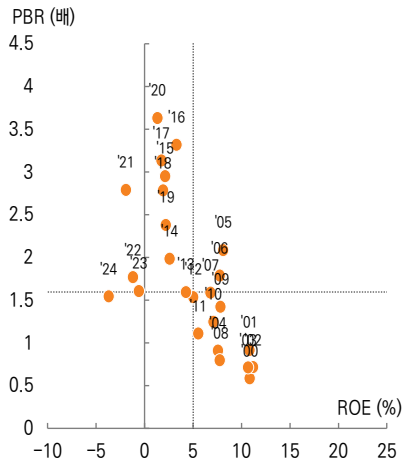
자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 73. [자동차&부품] 거버넌스 고위험군



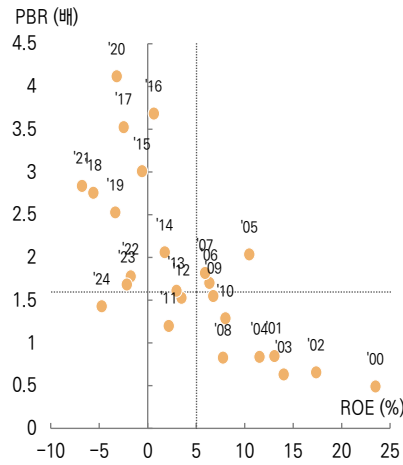
자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 74. [제약&바이오] 토탈마켓



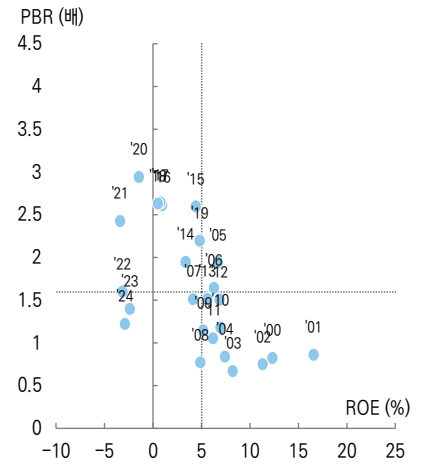
자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 75. [제약&바이오] 거버넌스 저위험군



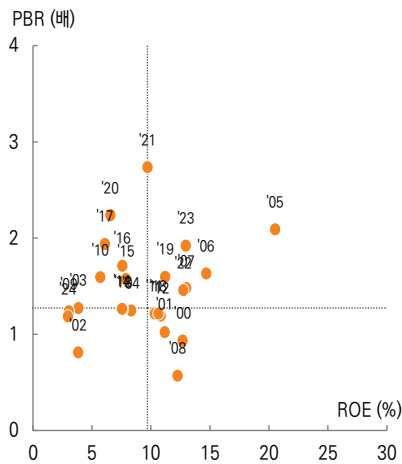
자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 76. [제약&바이오] 거버넌스 고위험군



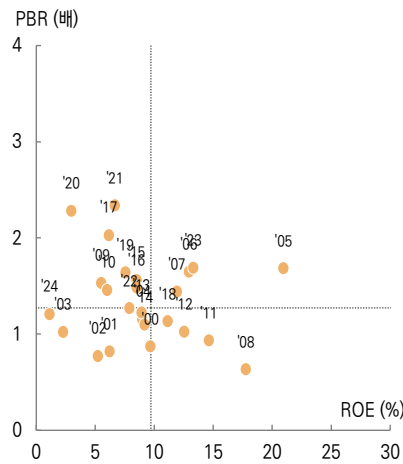
자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 77. [반도체] 토탈마켓



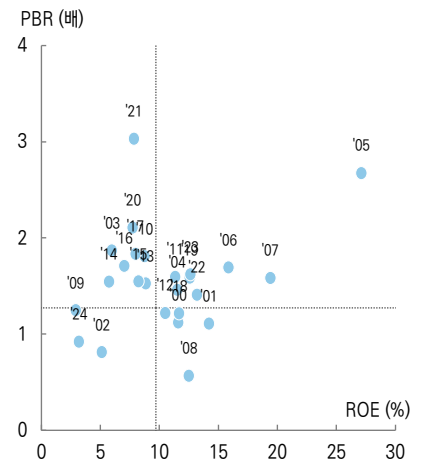
자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 78. [반도체] 거버넌스 저위험군



자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 79. [반도체] 거버넌스 고위험군



자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 80. [운송] 토탈마켓



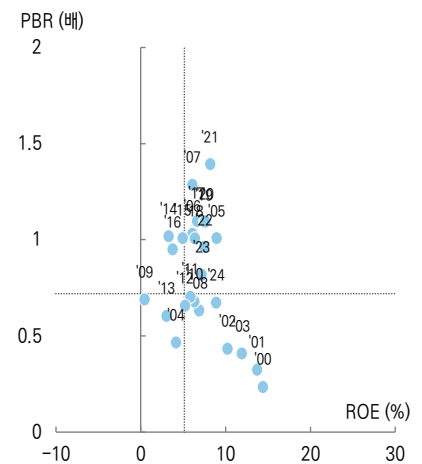
자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 81. [운송] 거버넌스 저위험군



자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 82. [운송] 거버넌스 고위험군



자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

### 거버넌스 팩터 분석 의의

본 분석은 ESG 등급이 아닌 주가 변동으로 대변되는 시장 참여자의 인식(consensus)을 기반으로 거버넌스 리스크를 정의한다. ESG 평가기관의 거버넌스 등급 기준을 참고하되, 이를 단순히 수용하지 않고 팩터 투자 관점에서 우수종목과 미흡종목을 재구성한다.

이 과정에서 일부 A~BBB 등급 종목이 실제로는 시장에서 거버넌스가 미흡한 기업으로 인식되는 사례나, 반대로 CCC 등급을 받았지만 실제 성과가 우수한 종목들을 투자자의 인식에 맞게 재구분할 수 있었다. 이를 통해 기존 ESG 유니버스보다 더 넓고 유연한 리스크 정의가 가능하다.

거버넌스 팩터는 매년 1월, 가공된 MSCI 거버넌스 점수를 기준으로 거버넌스 우수·미흡 그룹을 구분하고, 각각 매수·매도하여 1년간 유지하는 롱-숏 포트폴리오로 정의한다. 이때 각 시점에 우수·미흡 그룹을 구분하는 기준인 거버넌스 점수를 '2년 전' 점수를 사용한다. 따라서 거버넌스 팩터는 선행지표적 성격을 갖는다. (모델 검증 결과, 2년 전 점수가 가장 정보량이 높았음)

이는 거버넌스와 같은 정성적 리스크를 정량화하여 실질적인 투자 전략에 적용한 사례로, 시장에서 아직 충분히 반영되지 않은 정보를 활용해 리스크 관리와 알파 창출이 가능함을 시사한다.

# Appendix

## 분석 프로세스 요약

그림 83. 거버넌스 퀀트투자 프로세스 요약도



자료: 미래에셋증권 리서치센터

### 거버넌스 우수/미흡 기업 구분 기준

표 4. MSCI 거버넌스 데이터 측정 항목 (Binary 방식 측정)

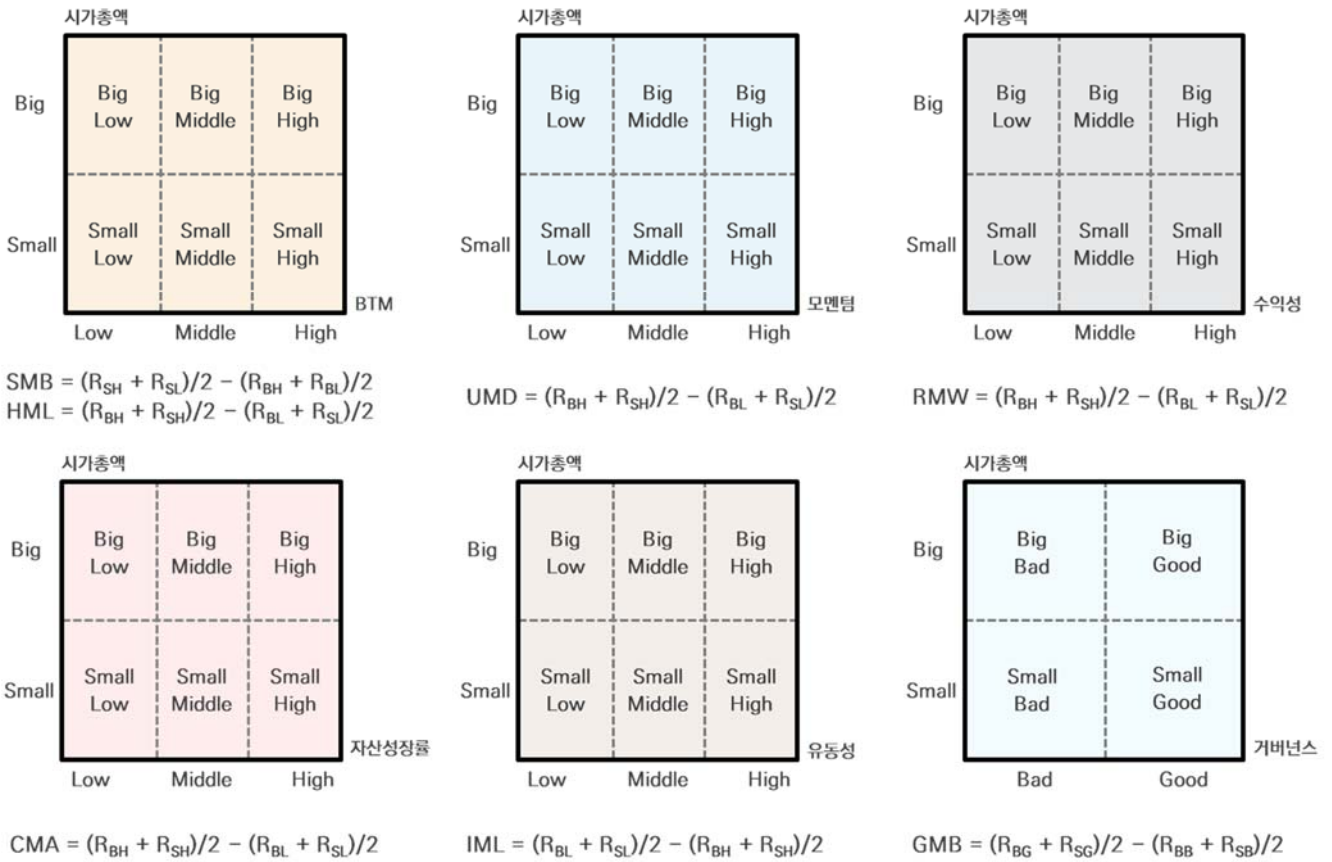
| 필러                    | 거버넌스                       |                        |                   |                   |               |       |
|-----------------------|----------------------------|------------------------|-------------------|-------------------|---------------|-------|
| 테마                    | 기업의 경영과 지배구조               |                        |                   | 기업의 행태            |               |       |
| 키이슈                   | 이사회                        | 보수                     | 지배구조              | 회계감사              | 사업 윤리         | 세금    |
| 키<br>메트릭              | 감사위원회/감사보드 독립성             | CEO 주식 변동              | 연례 이사 선출          | 회계 조사             | 공급업체 반부패 정책   | 세금 논란 |
|                       | 감사위원회 재무 전문가               | CEO 주식 보수 정책           | 사업 결합 조항          | 감사인 독립성           | 뇌물 및 반부패 정책   |       |
|                       | 감사위원회 업계 전문가               | CEO 비적격 이연 보수          | 정관 개정             | 감사 보고서 우려         | 기업 윤리 논란      |       |
|                       | 파산 또는 청산                   | CEO 연금 보수              | 비밀 투표             | 감사인 임기            | 부패 위험 노출 및 논란 |       |
|                       | 이사회 참석 실패                  | CEO 특전 및 기타 보상         | 구성원 조항            | 내부 통제             | 직원 윤리 기준 교육   |       |
|                       | 경영진과 독립된 이사회 과반            | CEO 총 지급 보수            | 지배 주주             | 서류 제출 지연          | 윤리 문제 감독      |       |
|                       | 기타 이해관계로부터 독립된 이사회 과반      | CEO 총 고정 보수            | 지배 주주 우려          | 재무제표 재작성 또는 특별 비용 | 자금세탁방지 관련 정책  |       |
|                       | 이사회에 CEO 포함                | CEO 총 실현 보수            | 교차 주식 보유          |                   | 윤리 기준 정기 감사   |       |
|                       | 자본 관리 우려                   | 보상 회수 및 감액 조치          | 누적 투표제            |                   | 내부고발자 보호      |       |
|                       | 회장이 독립되지 않았으며 독립된 수석 이사 부재 | 주식 희석 우려               | 사유 없는 이사 해임       |                   |               |       |
|                       | CEO 겸 회장                   | 이사 주식 정책               | 분산 소유 우려          |                   |               |       |
|                       | 부채 약정 우려                   | 임원 보수 공개               | 공정 매수 제안 조항       |                   |               |       |
|                       | 권력에 고착된 이사회                | 황금 인사 보너스              | 정부 개입 우려          |                   |               |       |
|                       | 임원 부정행위                    | 황금 낙하산 제도              | 과반수 투표제           |                   |               |       |
|                       | 감사위원회/감사이사회 임원 포함          | 내부 보수 형평성              | 의결권이 상이한 여러 주식 종류 |                   |               |       |
|                       | 이사회에 임원 포함                 | 장기 보수 성과               | 포이즌 필             |                   |               |       |
|                       | 보수위원회 내 임원 포함              | 동종 기업 대비 장기 보수 성과      | 의결권 대리인 접근        |                   |               |       |
|                       | 자금 조달 어려움                  | 보수 논란                  | 보수 승인 정책          |                   |               |       |
|                       | 문제가 지적된 이사회 구성원            | 지속가능성과 연계된 보수          | 주주 권리 우려          |                   |               |       |
|                       | 독립된 회장                     | 런 레이트 우려               | 주주 소집 권리          |                   |               |       |
|                       | 리더십 우려                     | 퇴직금 귀속                 | 의결권이 상이한 단일 주식 종류 |                   |               |       |
|                       | 여성 이사 부재                   | 단기 보수 성과               | 강력한 분류제 이사회 결합    |                   |               |       |
|                       | 독립 이사 부재                   | 보수 지급 관행에 대한 상당한 반대 의견 | 추적 주식             |                   |               |       |
|                       | 지명위원회 부재                   |                        | 가변 이익 실체          |                   |               |       |
|                       | 보수위원회 부재 및 이사회에 임원 포함      |                        | 거주지 기준 의결권 제한     |                   |               |       |
|                       | 지명위원회 의장 독립성               |                        | 보유 주식 수 기준 의결권 제한 |                   |               |       |
|                       | 지명위원회 독립성                  |                        |                   |                   |               |       |
|                       | 여성 이사 비율 30% 미만            |                        |                   |                   |               |       |
|                       | 기타 주요 거버넌스 이슈              |                        |                   |                   |               |       |
|                       | 과도하게 겸직 중인 감사위원회 구성원       |                        |                   |                   |               |       |
|                       | 과도하게 겸직 중인 임원 이사           |                        |                   |                   |               |       |
|                       | 과도하게 겸직 중인 비상임 이사          |                        |                   |                   |               |       |
|                       | 과도한 이사회 규모                 |                        |                   |                   |               |       |
|                       | 보수위원회 우려                   |                        |                   |                   |               |       |
|                       | 보수위원회 독립성                  |                        |                   |                   |               |       |
| 특수관계자 거래              |                            |                        |                   |                   |               |       |
| 위험 관리 전문성             |                            |                        |                   |                   |               |       |
| 증권 위반                 |                            |                        |                   |                   |               |       |
| 이사회 구성원에 대한 상당한 반대 투표 |                            |                        |                   |                   |               |       |
| 상장폐지 위험               |                            |                        |                   |                   |               |       |
| 이사회 구성원 부족            |                            |                        |                   |                   |               |       |

자료: MSCI, 미래에셋증권 리서치센터

(영어 원문 의미와 다소 차이가 있을 수 있음)

### 리스크 프리미엄 생성 방법론

그림 84. 시장 리스크 요인 외 7가지 리스크 요인별 프리미엄 측정 방법



자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 참고문헌

- I. Eugene F. Fama, Kenneth R. French, Choosing factors, Journal of Financial Economics, Volume 128, Issue 2, 2018, Pages 234-252, ISSN 0304-405X
- II. Yakov Amihud, Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects, Journal of Financial Markets, Volume 5, Issue 1, 2002, Pages 31-56, ISSN 1386-4181
- III. M. M. Carhart, On Persistence in Mutual Fund Performance, The Journal of Finance, Volume 52, Issue 1, 1997, Pages 57-82
- IV. Roy Henriksson, Joshua Livnat, Patrick Pfeifer, Margaret Stumpp, Integrating ESG in Portfolio Construction, Journal of Portfolio Management, Volume 45, Issue 4, 2019, Pages 67-81
- V. Guido Giese, Linda-Eling Lee, Dimitris Melas, Zoltan Nagy, Laura Nishikawa, Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance, Journal of Portfolio Management, Volume 45, Issue 5, 2019
- VI. Paul Gompers, Joy Ishii, Andrew Metrick, Corporate Governance and Equity Prices, The Quarterly Journal of Economics, Volume 118, Issue 1, 2003

## Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.