

Environmental · Social · Governance

ESG 퀀트투자

신뢰자본의 차이, 거버넌스 α 인베스팅



CONTENTS

Executive Summary	3
거버넌스, PBR 재평가의 바로미터	5
거버넌스 우수기업의 PBR 상승 트렌드	5
거버넌스, ROE를 높이다	7
거버넌스, COE를 낮추다	12
거버넌스 통합 투자전략: 수익률과 변동성	15
거버넌스 통합 가치투자, 수익률로 증명	15
거버넌스, α (알파) 요인으로서의 가치	19
거버넌스와 수익률 사이의 패턴	25
Appendix	27
거버넌스의 자기자본비용 하락 기여 분석 방법론	27
MSCI ESG 데이터	32

Executive Summary

거버넌스, PBR 재평가의 바로미터

PBR 저평가 기업 가운데 거버넌스 우수 기업은 시간이 지나면서 PBR이 상승하는 경향을 보인 반면, 거버넌스 미흡 기업은 PBR이 하락하는 경향을 보였다. 이러한 경향은 연도별로 거버넌스 우수 기업을 리밸런싱 했을 시에도 모두 유효했고, 최근 연도의 거버넌스 우수기업의 PBR 상승이 더 컸다.

거버넌스 우수기업의 PBR이 상승하는 경향을 보인 이유는 거버넌스 우수기업의 ROE 개선 가능성이 미흡 기업과 비교해 더 높기 때문이다. 매출을 제외하고 ROE를 상승시키는 요인 가운데 이자비용과 레버리지비율이 있다. 거버넌스 우수기업은 부채를 더 저렴하게 조달해 거버넌스 미흡기업 대비 낮은 이자비용을 지불하고, 이를 활용해 타인자본비율을 더 적극적으로 이용하는 형태로 ROE 상승에 기여했다.

거버넌스 우수기업이 더 저렴하게 부채를 조달할 수 있는 이유는 시장이 이러한 기업의 리스크를 더 낮게 평가해 자기자본비용(COE) 디스카운트를 주는 경향 때문이다. 분석 결과, 거버넌스 성과와 COE 사이의 강력한 반비례 관계를 확인할 수 있었다. 이는 거버넌스 우수기업이 COE 디스카운트를 받을 확률이 더 높음을 의미한다. 이러한 반비례 관계는 최근 더 강해지는 추세이다

거버넌스, 수익률로 증명하다

MSCI의 거버넌스 스코어를 고려한 통합 가치투자 전략이 일반 가치투자 전략 대비 우수한 성과를 기록했다. 백테스팅 결과 PBR 저평가 종목 가운데 거버넌스 우수기업을 매수하는 전략이 단순 PBR 저평가 종목 매수 전략보다 더 높은 수익률을 기록했다.

거버넌스를 고려한 전략의 성과는 거버넌스 우수기업이 고금리 환경에서 더 아웃퍼폼하는 패턴 때문이다. 금리인상 시기에 저PBR 종목 가운데 거버넌스 우수기업을 매수하는 전략이 저PBR 종목 전체를 매수하는 전략의 수익률을 아웃퍼폼하는 패턴이 반복적으로 관찰됐다. 이는 저유동성 시기에 시장이 신뢰받는 기업에게 먼저 자본 조달 기회를 주기 때문으로 추측된다.

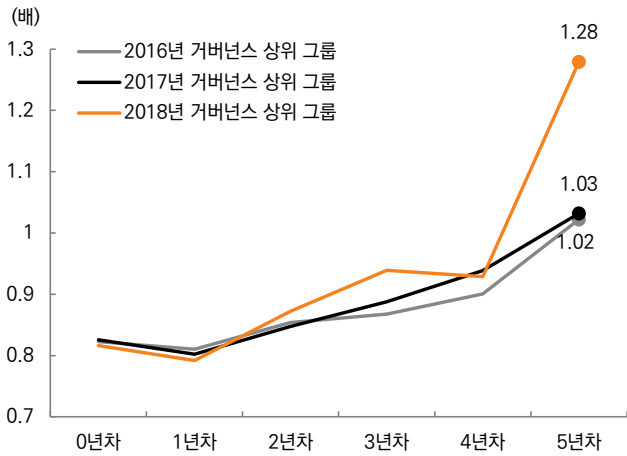
거버넌스로 알파찾기

자체 통계모형으로 거버넌스 저위험 기업과 거버넌스 고위험 기업을 정량적으로 분류했다. 해당 모형으로 MSCI 스코어 상 거버넌스 우수기업으로 분류돼 있으나 실제로는 미흡한 기업 일부를 거버넌스 고위험군으로 분류했으며, MSCI 커버리지 바깥의 기업에 대해서도 거버넌스 저위험-고위험 시그널을 포착할 수 있었다.

통계모형으로 구분한 거버넌스 저위험-고위험 군의 수익률을 인덱스화시켜 각각 백테스팅한 결과 거버넌스 저위험군의 수익률이 고위험군을 크게 아웃퍼폼했다. 또한 거버넌스 저위험 인덱스는 2012년 시작된 ‘박스피’ 구간을 곧바로 탈출한 반면 거버넌스 고위험 인덱스는 박스피 현상과 동조되는 패턴을 보였다.

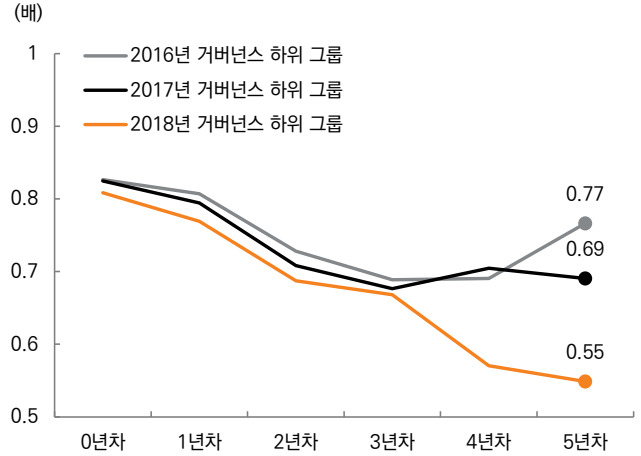
Key Charts

그림 1. PBR 저평가 종목 중 거버넌스 상위 그룹 PBR 추이



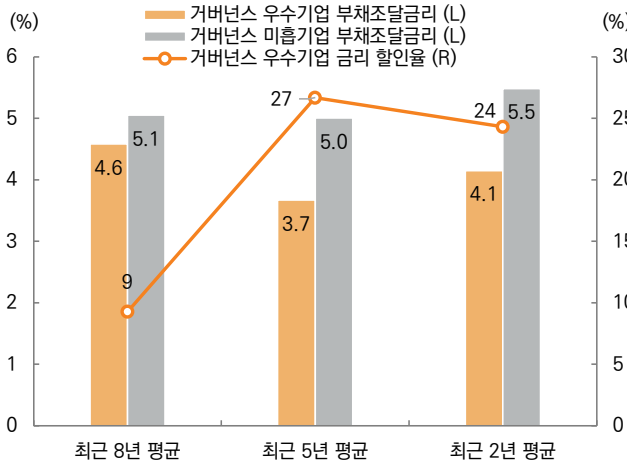
자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. PBR 저평가 종목 중 거버넌스 하위 그룹 PBR 추이



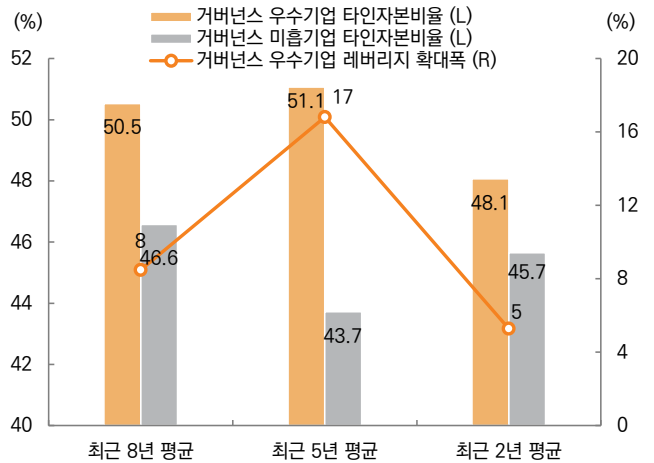
자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 거버넌스 우수 기업에 대한 부채조달금리 우대



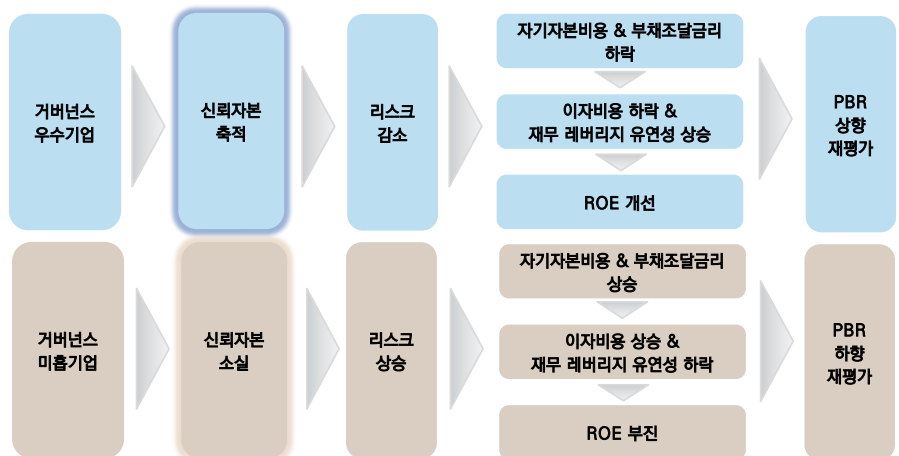
자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 거버넌스 우수 기업의 타인자본비율 확대



자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 거버넌스 성과의 주식 수익률 기여 메커니즘



자료: 미래에셋증권 리서치센터

거버넌스, PBR 재평가의 바로미터

거버넌스 우수기업의 PBR 상승 트렌드

PBR이 저평가 종목 가운데 거버넌스가 우수한 기업은 PBR이 상승하는 경향이 나타났다. 반면 거버넌스가 미흡한 기업의 경우 PBR이 하락하는 경향이 나타났다.

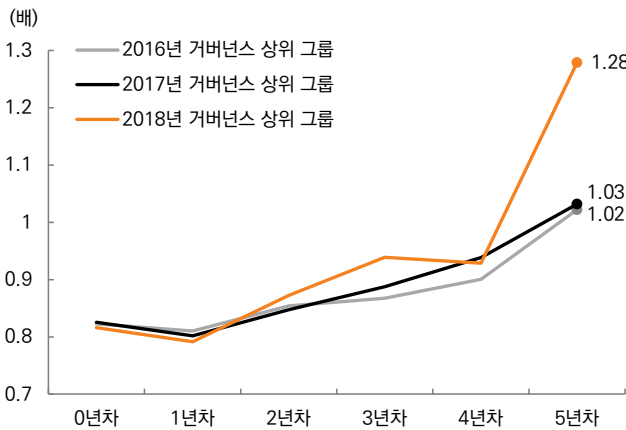
MSCI 거버넌스 스코어를 활용해 거버넌스 우수기업·미흡기업을 연도별로 리밸런싱해 5년간 PBR을 추적했다. 거버넌스 상위 그룹은 모두 5년 뒤 PBR 1을 초과하는 모습을 보인 반면 거버넌스 하위 그룹은 모두 5년 뒤 최초 시점보다 PBR이 낮아졌다.

2016년과 2017년에 설정된 거버넌스 상위 그룹은 5년 뒤 PBR이 약 26% 상승했으며, 2018년에 설정된 거버넌스 상위 그룹은 5년 뒤 PBR이 56% 상승해 거버넌스 재평가가 최근에 설정된 거버넌스 상위 그룹일수록 더 강함을 보였다.

2016·2017·2018년에 설정된 거버넌스 하위 그룹은 5년뒤 각각 PBR이 9.4%, 19%, 35% 하락해 전반적으로 PBR이 하향 재평가를 받는 추세를 보였으며, 최근에 설정된 거버넌스 하위 그룹일수록 더 하향평가가 강함을 보였다.

거버넌스 성과를 기준으로 PBR 저평가 종목의 장기 재평가가 이루어지는 트렌드는 거버넌스가 가치평가의 바로미터로 활용될 수 있음을 의미한다.

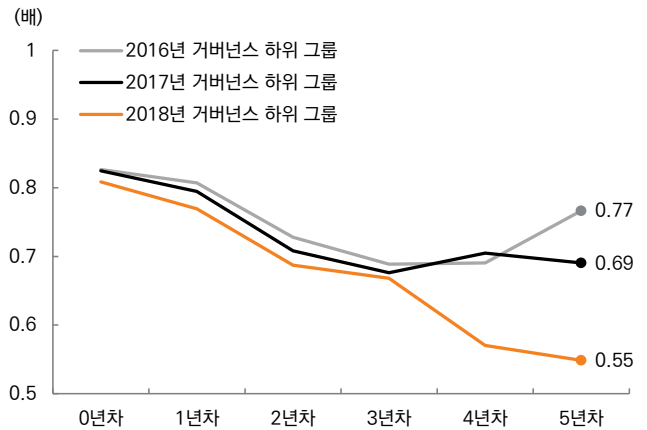
그림 6. 거버넌스 상위 50% 그룹의 PBR 상승 추이



자료: MSCI, 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

(연평균 PBR 기준)

그림 7. 거버넌스 하위 50% 그룹의 PBR 하락 추이



자료: MSCI, 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

(연평균 PBR 기준)

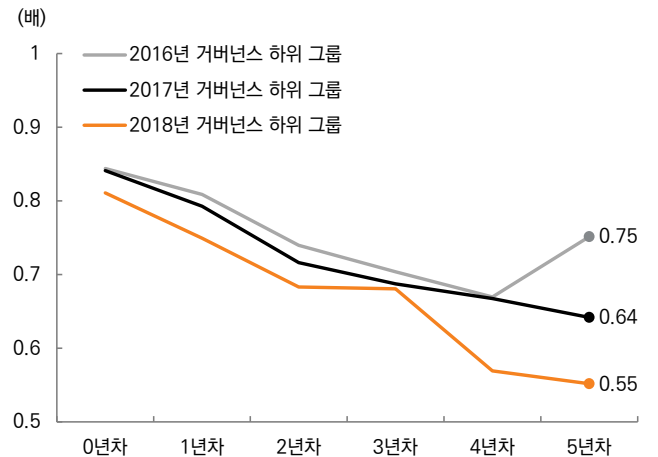
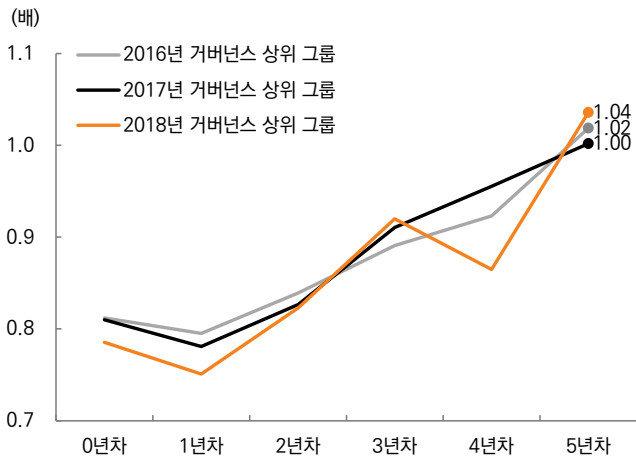
거버넌스 상위 그룹에 속해있다가 거버넌스 점수 하락으로 거버넌스 하위 그룹으로 재편된 기업, 반대로 하위 그룹에 속해있다가 거버넌스 점수 상승으로 상위 그룹으로 재편된 기업 들을 제외한 이후 PBR 5년 추이를 조사했다.

모든 연도에서 상기 필터링을 거친 거버넌스 상위 그룹은 PBR이 5년 뒤 최초 약 0.8배에서 시작해 1배로 수렴하는 모습을 보였다. 2016·2017년 상위 그룹은 0.81배에서 1배로 25% 상승했다. 2018년 그룹은 0.79배에서 1.04배로 30% 상승했다. 필터링을 거치지 않았을 때와 비교해 2016년과 2017년 그룹은 큰 차이를 보이지 않았으나 2018년 그룹은 5년차 PBR이 1.28배에서 1.04배로 하락했다.

필터링을 거친 거버넌스 하위 그룹은 PBR 하락 추세를 보였다. 2016년 거버넌스 하위 그룹은 0.84배에서 0.75배로 11% 하락했고, 2017년 그룹은 0.84배에서 0.64배로 24% 하락했다. 2018년 그룹은 0.81배에서 0.55배로 가장 큰 32% 하락폭을 보였다. 필터링을 거치지 않았을 때와 비교해 2018년은 같은 추세를 보였고 2016년과 2017년은 PBR 하락 트렌드가 더 명확해졌다.

그림 8. 거버넌스 점수 추락 기업 제외 상위 50% 그룹 PBR 추이

그림 9. 거버넌스 점수 상승 기업 제외 상위 50% 그룹 PBR 추이



자료: MSCI, 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

(연평균 PBR 기준)

자료: MSCI, 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

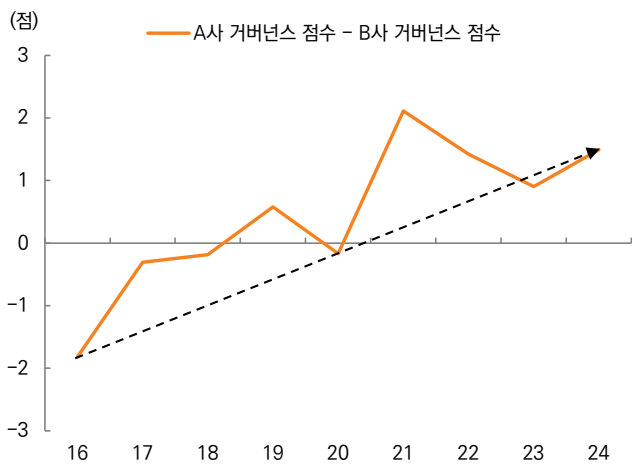
(연평균 PBR 기준)

반도체 산업에 속해있는 A 기업과 B 기업의 개별 사례도 일관된 경향을 보였다. 최근 AI 관련 호재로 주가가 상승 중인 A 기업은 지난 수년 간 거버넌스 제고 노력을 이어왔다. 반면 B 기업은 과거 불공정 합병 논란과 최근 경영진 역량에 대한 의문으로 거버넌스 우려가 존재한다.

거버넌스 점수를 비교한 결과 A 기업의 거버넌스 점수는 최초 1.8점 더 낮았으나 최근 1.5점 더 높아져 B 기업과의 차이를 확대하고 있었다.

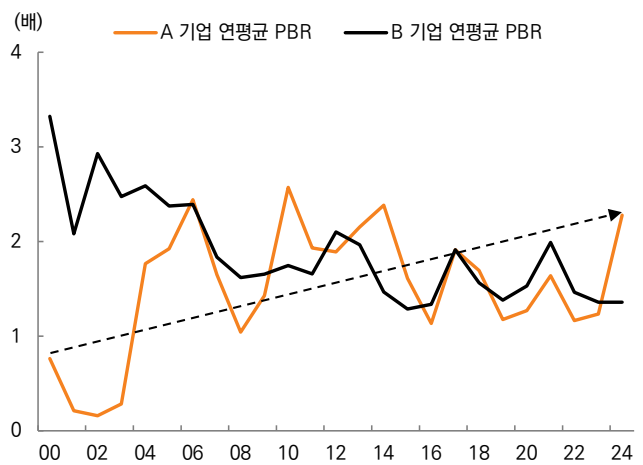
장기적 시계열에서 A 기업의 PBR 역시 상향 재평가를 이뤄내고 있는 모습을 보인 반면 B 기업의 PBR은 명확한 하락 추세를 보였다.

그림 10. A기업과 B기업의 거버넌스 점수차 추이 (2016-2024)



자료: MSCI, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. A기업과 B기업의 PBR 변화 추이 (2000-2024)



자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

거버넌스, ROE를 높인다

거버넌스 우수기업의 장기 PBR 재평가는 이들 기업이 향후 ROE 개선 가능성이 거버넌스 미흡 기업보다 더 높기 때문으로 분석된다.

PBR은 ROE와 PER를 곱한 수치로 ROE가 상승하면 PBR이 상승할 수 있다. ROE를 높이는 기본은 매출의 증가지만 이자비용의 저감과 레버리지 상승도 ROE 상승에 기여한다:

$$\begin{aligned}
 ROE &= \frac{\text{순이익}}{\text{자기자본}} = \frac{\text{순이익}}{\text{매출}} \times \frac{\text{매출}}{\text{자산}} \times \frac{\text{자산}}{\text{자기자본}} \\
 &= \left(\frac{\text{순이익}}{\text{EBT}} \times \frac{\text{EBT}}{\text{EBIT}} \times \frac{\text{EBIT}}{\text{매출액}} \right) \times \left(\frac{\text{매출}}{\text{자산}} \right) \times \left(1 + \frac{\text{타인자본}}{\text{자기자본}} \right)
 \end{aligned}$$

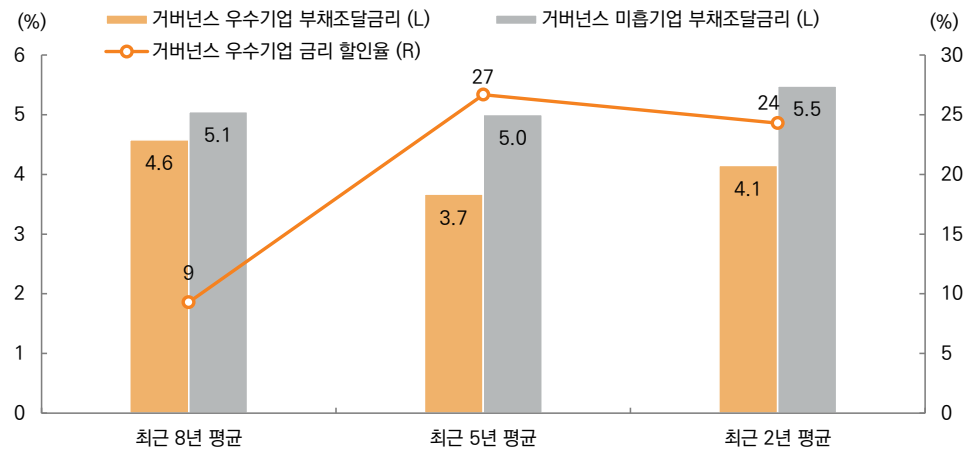
EBT(세전이익)는 EBIT(세후이익)에서 이자비용을 차감한 수치이다. 따라서 차감하는 이자비용이 낮아지면 EBT가 상승한다. 거버넌스 개선은 매출 상승의 직접적인 기여보다 이자비용을 저감을 통한 EBT 상승, 그리고 저감한 이자비용 만큼 기업에게 추가 레버리지 사용 여력을 제공하는 형태로 ROE 상승 가능성을 높인다.

거버넌스 우수기업에 대한 시장의 부채조달금리 우대

거버넌스가 우수한 기업을 모은 그룹의 평균 부채조달금리는 모든 기간에서 거버넌스가 미흡한 기업을 모은 그룹의 평균 부채조달금리보다 낮게 도출됐다.

총 이자비용을 총 차입부채로 나누어 계산한 부채조달금리를 조사한 결과 거버넌스가 우수한 기업의 부채조달금리가 거버넌스가 미흡한 기업보다 더 낮았다. 최근 8년 평균은 9% 차이를 보였지만 최근 2년 평균은 24%로 나타나 최근 그 추세가 강화된 모습을 보였다.

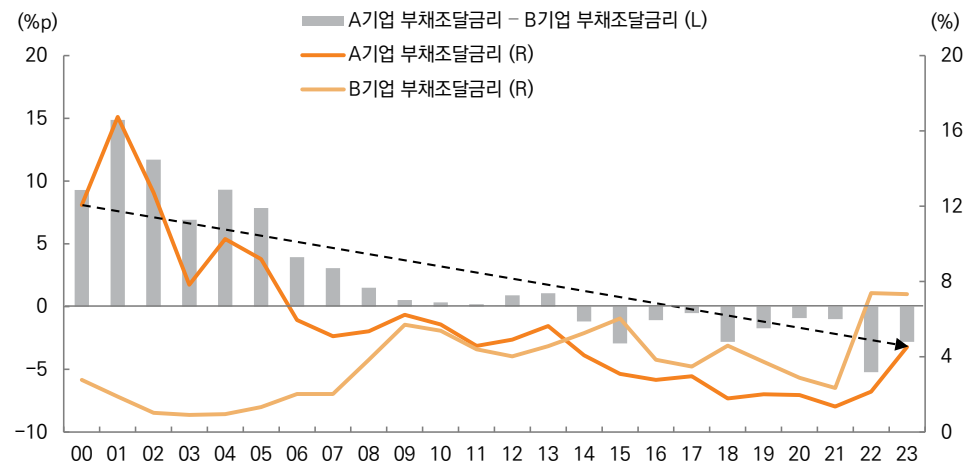
그림 12. 거버넌스 우수기업과 미흡기업 간 기간별 평균 부채조달금리와 부채조달금리 차이



자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

A 기업과 B 기업의 사례도 일관된 결과를 보였다. 거버넌스 제고 노력을 이어온 A 기업의 부채조달금리는 장기적으로 하락하는 경향을 보였다. 거버넌스 우려가 존재하는 B 기업의 부채조달금리는 장기적으로 상승하는 모습을 보였다. 특히 2014년 이후 A 기업의 부채조달금리는 B 기업보다 더 낮아졌고 이후 그 차이를 유지했다.

그림 13. A기업과 B기업의 부채조달금리 변화 추이

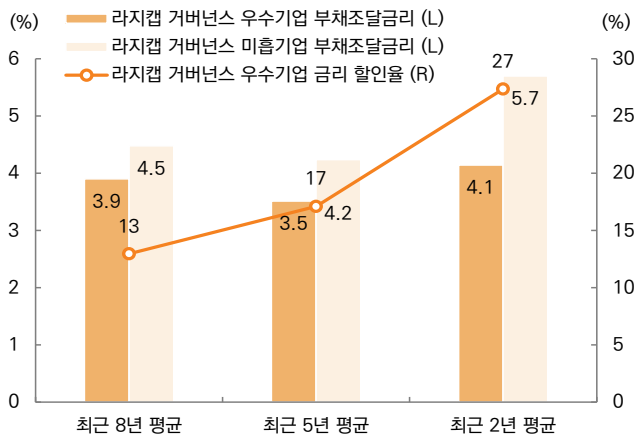


자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

대형주 유니버스 내에서 거버넌스 우수기업과 미흡기업의 부채조달금리를 조사한 결과도 일맥상통했다. 모든 기간에서 대형주 거버넌스 우수기업에 대한 부채조달금리 할인이 존재했다. 부채조달금리 할인 수준은 최근 8년 평균 13%에서 최근 2년 평균 27%로 점차 확대되는 양상을 보였다. 이는 거버넌스에 대한 시장의 인식이 점차 상승하고 있고 실질적 차이로 나타남을 의미한다.

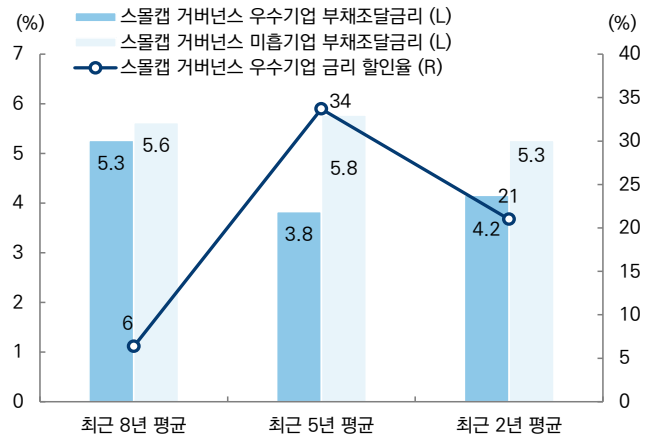
소형주 내에서도 같은 결과가 도출됐다. 소형주 거버넌스 우수기업에 대한 부채조달금리 할인 현상은 모든 기간에서 볼 수 있었다. 그러나 부채조달금리 할인 수준은 최근 8년 평균 6%에서 최근 5년 평균 34% 급증한 이후 2년 평균 21%로 하락하는 다소 혼재된 양상을 보였다. 이는 시기별 금리 수준에 따른 변동으로 추측된다.

그림 14. 대형주 內 거버넌스 우수기업에 대한 부채조달금리 우대



자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 소형주 內 거버넌스 우수기업에 대한 부채조달금리 우대



자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

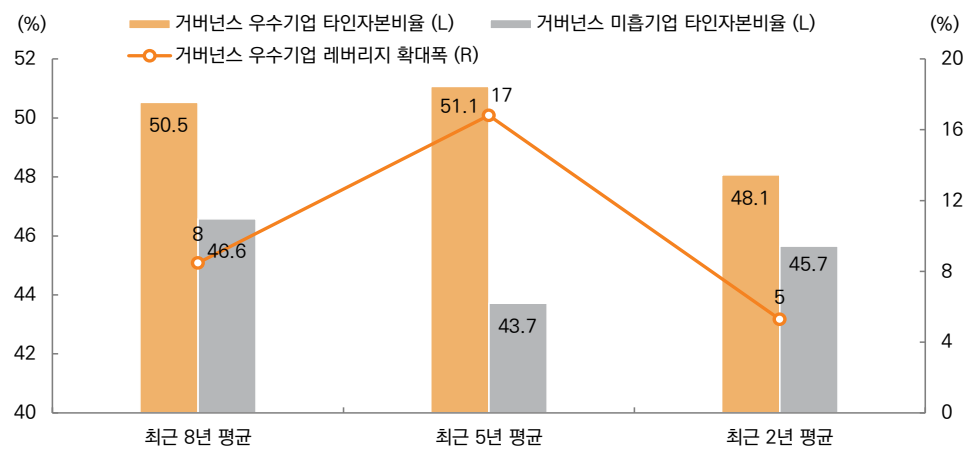
거버넌스 우수기업의 적극적 레버리지 활용

거버넌스 우수기업이 거버넌스 미흡기업보다 더 적극적으로 레버리지를 사용하는 것으로 나타났다.

거버넌스 우수기업이 미흡기업보다 더 낮은 이자비용을 지불한다면 그 차이만큼 비용을 보전할 수도 있지만 레버리지를 더 사용할 수도 있다. 거버넌스 우수기업들이 무엇을 선택하는 경향이 있는지 확인하기 위해 우수기업과 미흡기업의 평균 타인자본비율을 조사했다.

평균적으로 거버넌스 우수기업은 거버넌스 미흡기업보다 더 적극적으로 레버리지를 사용하고 있었으며, 그 수준은 기간별로 상이하게 나타나 금리의 영향을 받는 모습을 보였다.

그림 16. 거버넌스 우수기업과 미흡기업 간 기간별 평균 타인자본비율과 타인자본비율 차이

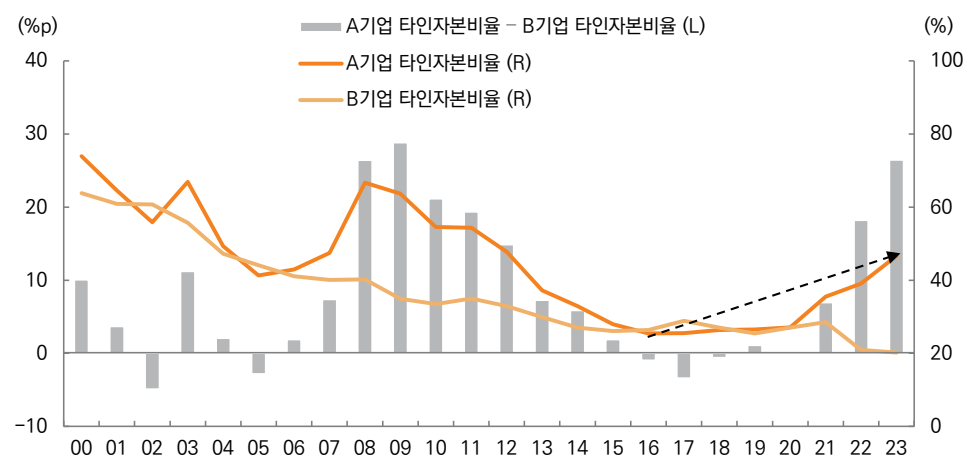


자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

A·B 기업의 타인자본비율을 비교한 결과도 일맥상통했다. A 기업은 과거 업황 악화와 기업 인수건이 촉발한 유동성 위기로 높은 타인자본비율을 보인 시기가 있었으나 회복했다.

이후 2014년, A 기업의 부채조달금리가 B 기업보다 낮아진 시점 이후 A 기업이 레버리지를 점차 확대하는 모습이 나타났다. 반면 B 기업은 동기간 지속적으로 타인자본비율을 낮추며 이자비용을 관리하는 모습을 보였다.

그림 17. A 기업과 B 기업의 타인자본비율 추이

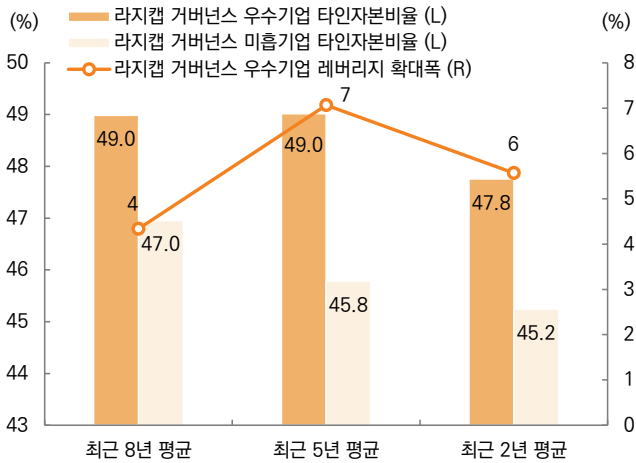


자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

대형주 유니버스 내에서의 결과도 같았다. 대형주 거버넌스 우수기업은 전 기간 5% 내외의 레버리지 추가 사용폭을 유지했다. 소형주 유니버스 내에서의 결과도 같았으나 소형주 거버넌스 우수기업의 레버리지 추가 사용폭은 시기별 금리 수준에 따라 크게 변하는 모습을 보였다.

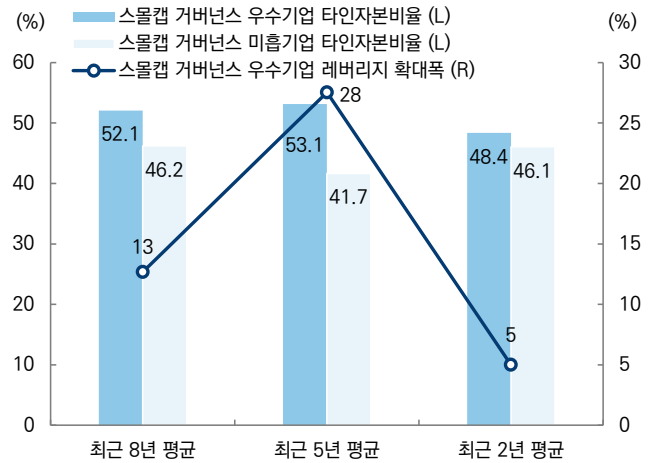
소형주 거버넌스 우수기업은 최근 2년 금리 상승기에 과거 타인자본비율과 비교해 레버리지를 축소하는 모습을 보였다. 반면 소형주 거버넌스 미흡기업은 오히려 같은기간 레버리지를 확대했다. 이는 두 그룹 간 재무건전성 또는 경영방침에 대한 차이가 존재함을 의미한다.

그림 18. 대형주 內 거버넌스 우수·미흡 기업 간 타인자본비율차



자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 소형주 內 거버넌스 우수·미흡 기업 간 타인자본비율차



자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

거버넌스, COE를 낮추다

거버넌스 우수기업이 시장으로부터 부채조달금리 할인을 받는 이유는 거버넌스 성과가 자기자본을 낮출 가능성이 높기 때문이다.

자기자본비용의 정의와 추정 방법

투자자는 투자할 때 지불하는 기회비용(무위험 상품의 확정 수익률)과 감수하는 다양한 리스크(주가변동, 증가배수, 수익성, 거버넌스 등) 요인을 고려해 기업에게 최소한의 수익률을 기대하게 된다. 따라서 자기자본비용(COE, Cost of Equity)은 투자자의 기대수익률로 정의한다.

COE는 기업이 노출된 리스크가 감소할 때 하락한다. 따라서 COE 하락은 타인자본비용(COD, Cost of Debt)의 하락을 동반한다. 거버넌스 리스크 감소가 COE 하락으로 이어지는지 알 수 있다면, 거버넌스 리스크가 실질적으로 시장이 우려하는 리스크 요소 가운데 하나로 작용함을 알 수 있고 동시에 거버넌스 우수기업이 보여준 부채조달금리 할인과 같은 실질적 지표의 차이가 설명된다.

그러나 COD와 달리 COE는 확정적인 수익률로 표현되지 않는다. 시기마다, 기업마다 투자자들의 기대수익률을 결정하는 리스크가 달라지기 때문이다. COE는 다음의 3가지 방법으로 추정할 수 있다:

- 채권수익률 프리미엄 방법: 주식 투자 기대수익률은 채권보다 위험하기 때문에 기업이 발행한 채권 수익률에 일정한 프리미엄을 더해 COE를 도출하는 방법.

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

- 내재적 할인율 추정법: 현금흐름할인법을 기반으로 현재 기업의 주가가 정당하다고 가정, 미래 현금흐름을 모두 현재가치로 할인해 더한 값이 현재 주어진 주가와 같도록 하는 현금흐름 할인율을 역산해 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 모형: 기대수익률은 지불하는 기회비용과 감수하는 리스크에 비례한다는 원칙에 기반해 무위험수익률 및 다양한 리스크 프리미엄과 해당 리스크에 대한 자산의 노출도를 곱한 값들을 더해 COE를 계산하는 방법

$$\text{자기자본비용} = \text{무위험수익률} + \text{노출도 1} \times \text{리스크 프리미엄 1} + \text{노출도 2} \times \text{리스크 프리미엄 2} + \dots$$

본 분석은 리스크 프리미엄 모형을 사용했다. 리스크 프리미엄 모형은 COE 추정에 사용되기도 하지만 본질적으로 회귀분석 모형이기 때문에 분석 과정에서 특정 리스크 프리미엄과 COE 사이의 상관관계를 포착할 수 있다는 장점이 있다.

타인자본비용 (Cost of Debt)

기업이 외부에서 부채를 조달할 때 부담하는 이자비용으로 신용도가 높거나 리스크가 낮으면 하락

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.

회귀분석 (Regression Analysis)

한 변수, 또는 여러 변수가 다른 변수에 어떻게 영향을 미치는지 알아보는 통계적 방법으로 설명하는 변수와 설명받는 변수 사이의 상관관계 정도와 방향을 숫자로 확인할 수 있음.

특정 리스크 프리미엄과 COE 사이의 상관관계 값은 해당 리스크 프리미엄 변화에 따라 COE의 변화의 정도가 달라진다는 뜻에서 ‘노출도’로 표현하며, ‘베타(β)’로 표기한다.

특정 리스크 프리미엄의 시장 기대수익률에 대한 ‘베타’가 양수로 나타나면 COE와 해당 리스크는 서로 양의 상관관계(비례 관계)이다. 이는 해당 리스크 요인이 COE를 상승시킴을 의미한다.

반대로 특정 리스크 프리미엄의 COE에 대한 ‘베타’가 음수로 나타난다면 시장과 해당 리스크는 서로 음의 상관관계(반비례 관계)를 성립한다. 이는 해당 리스크 요인이 COE 하락에 기여함을 의미한다.

따라서 거버넌스 리스크 프리미엄과 기대수익률 사이에서 음의 상관관계가 성립함을 밝혀낸다면, 거버넌스가 COE 하락에 기여할 가능성이 높다고 판단할 수 있다.

거버넌스 리스크 프리미엄: Good-minus-Bad

거버넌스와 COE 간 음의 상관관계 성립을 알아보기 위해 먼저 거버넌스 우수 종목의 수익률에서 거버넌스 미흡 종목의 수익률을 차감해 거버넌스 리스크 프리미엄을 생성한다. 그리고 이를 GMB (Good-minus-Bad)라고 명명했다.

이 외에 자기자본비용을 구성할 수 있는 7가지 리스크 프리미엄을 추가했다. 최종적으로 다음의 8가지 리스크 프리미엄을 생성했다:

- 거버넌스 리스크 프리미엄 (GMB, Good-Minus-Bad)
- 주식 리스크 프리미엄 (ERP, Equity Risk Premium),
- 규모 리스크 프리미엄 (SMB, Small-Minus-Big),
- 가치 리스크 프리미엄 (HML, High-Minus-Low),
- 모멘텀 리스크 프리미엄 (UMD, Up-Minus-Down),
- 유동성 리스크 프리미엄 (IML, Illiquid-Minus-Liquid),
- 수익성 리스크 프리미엄 (RMW, Robust-Minus-Weak),
- 투자성향 리스크 프리미엄 (CMA, Conservative-Minus-Aggressive).

(자세한 리스크 프리미엄별 설명은 Appendix 참고)

총 8개의 리스크 프리미엄을 모아 전체 시장의 기대수익률(E(R)로 표기)에 대해 회귀분석을 실시했다. 해당 회귀분석 모형을 ‘8요인 모형’으로 명명했고 식은 다음과 같다:

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

주식 리스크 프리미엄 (ERP, Equity Risk Premium)
주식시장 지수 또는 개별 주식의 기대수익률에서 무위험수익률을 차감한 리스크 프리미엄으로
주식투자에 내재된 리스크에 대한 보상을 의미

분석결과: 거버넌스와 자기자본비용은 반비례 관계

리스크 프리미엄 모형 분석 결과 거버넌스 리스크 프리미엄과 COE는 서로 강력한 반비례 관계로 나타났다. 이는 거버넌스가 COE를 낮출 가능성이 높음을 시사한다.

거버넌스 리스크 프리미엄 'GMB'와 시장 기대수익률(시장 평균 COE) 사이의 상관관계를 나타내는 ' β_{GMB} '의 값이 다양한 모형과 여러 기간에 걸쳐 분석한 결과 모두 매우 높은 신뢰도에서 음수로 도출됐다. 이는 거버넌스와 COE가 서로 반비례 관계에 있음을 의미한다. 따라서 거버넌스 성과 개선은 COE 하락을 유도할 가능성이 높다. (자세한 회귀분석 결과는 Appendix 1 참고)

(1)번 열에서 (4)번 열로 이동할수록 ' β_{GMB} '의 절대값이 커지고 있다. 최근 기간으로 분석 기간을 좁힐수록 거버넌스와 COE 사이의 반비례 관계가 강력해짐을 의미한다. 시장이 거버넌스를 점점 더 적극적으로 반영하는 최근 경향을 방증한다.

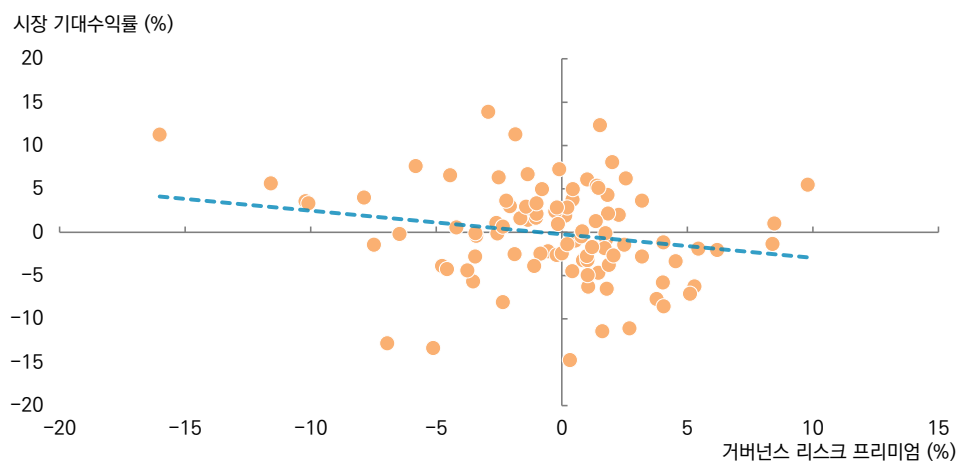
표 1. 거버넌스와 자기자본비용 사이의 강력한 음의 상관관계

분석 기간		최근 9년	최근 8년	최근 7년	최근 6년
분석 수치	분석 모형	(1)	(2)	(3)	(4)
거버넌스와 COE 사이 상관관계 값 β_{GMB}	8요인 모형	-0.079**	-0.095***	-0.145***	-0.161***
거버넌스와 COE 사이 상관관계 값 β_{GMB}	7요인 모형 (IML 제외)	-0.082***	-0.103***	-0.148***	-0.160***
거버넌스와 COE 사이 상관관계 값 β_{GMB}	4요인 모형 (IML, CMA, RMW, UMD 제외)	-0.101***	-0.111***	-0.141***	-0.147***

***: 신뢰도 99%; **: 신뢰도 95%; *: 신뢰도 90%

자료: MSCI, 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 거버넌스 리스크 프리미엄과 시장 기대수익률 사이의 반비례 관계



자료: MSCI, 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

거버넌스 통합 투자전략: 수익률과 변동성

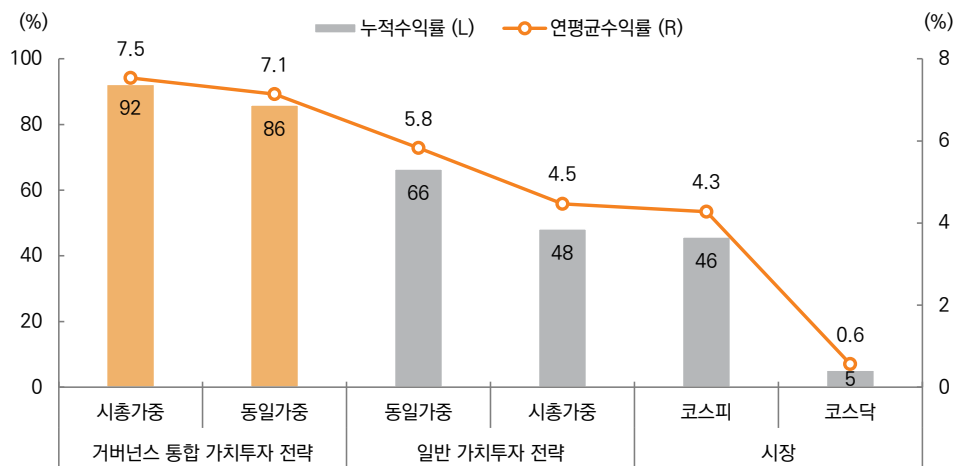
거버넌스 통합 가치투자, 수익률로 증명

거버넌스를 고려해 가치투자 전략을 구사하는 것이 일반적인 가치투자 전략보다 시총가중과 동일가중 모두에서 수익률 우위를 달성하는 것으로 나타났다.

거버넌스가 PBR 저평가 종목의 재평가를 판단할 수 있는 바로미터 가운데 하나라면 모든 저평가된 종목을 매수하는 가치투자 전략과 저평가된 종목 가운데 거버넌스가 우수한 기업을 선별해 매수하는 전략 사이의 유의미한 수익률 성과 차이가 존재해야 한다. 이를 테스트 했다.

테스트 결과 시총가중과 동일가중 모두 거버넌스 통합 전략이 일반 가치투자 전략을 아웃퍼폼했다. 시총가중 거버넌스 통합전략이 연평균 수익률 7.53%로 가장 뛰어났고, 동일가중 거버넌스 통합전략이 7.14%로 뒤를 이었다.

그림 21. 전략별 누적수익률과 연평균수익률



자료: MSCI, 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

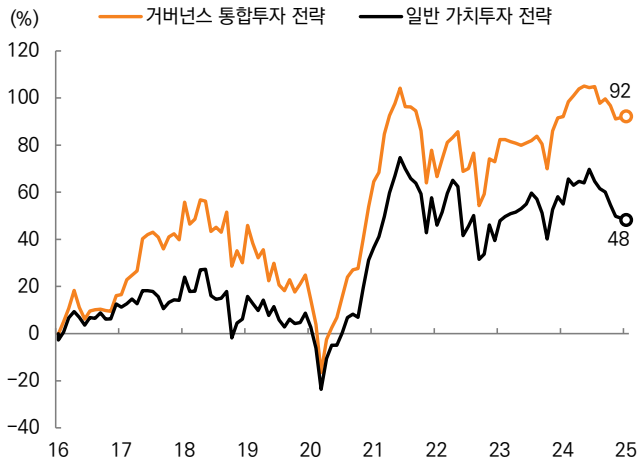
일반 가치투자 전략은 PBR이 저평가된 종목을 매수하고 매 해 1월 리밸런싱을 진행했다. 거버넌스 통합 가치투자 전략은 PBR이 저평가된 종목 가운데 거버넌스가 우수한 종목만을 매수하고 매 해 1월 리밸런싱했다.

PBR의 중간값을 기준으로 상위 50%를 고평가, 하위 50%를 저평가로 구분했다. MSCI의 거버넌스 데이터를 가공한 거버넌스 스코어 중간값을 기준으로 상위 50%는 거버넌스 우수기업, 하위 50%는 거버넌스 미흡기업으로 분류했다. 분석기간은 MSCI 거버넌스 커버리지에 따라 2016-2024 기간으로 설정했다. 수익률은 현금배당을 포함한 '토탈리턴'을 의미한다.

거버넌스 통합전략의 수익률

거버넌스 통합 가치투자 전략은 일반 가치투자 전략 대비 특정 구간이 아닌 모든 구간에서 우위를 보였다. 시총가중 거버넌스 통합전략이 동일가중 통합전략보다 더 뛰어난 성과를 보였다.

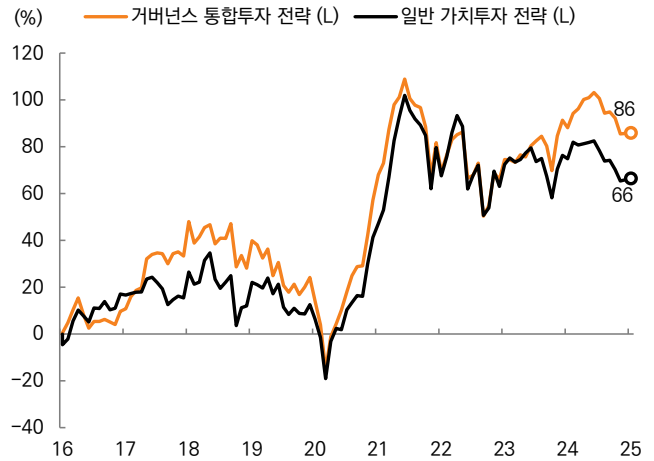
그림 22. 시총가중 거버넌스 통합전략과 일반 가치투자 전략 수익률



자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

(1% 원저화)

그림 23. 동일가중 거버넌스 통합전략과 일반 가치투자 전략 수익률



자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

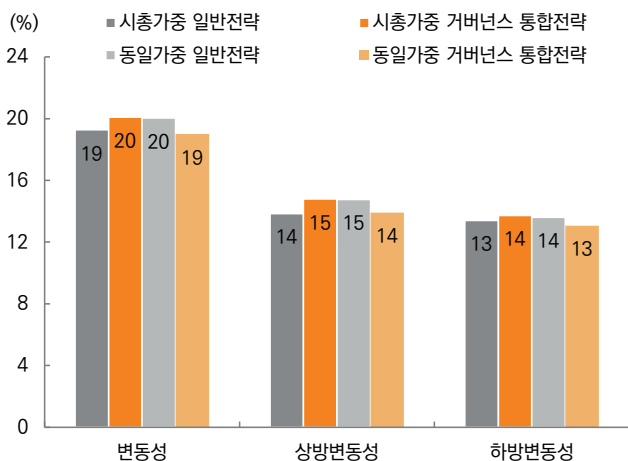
(1% 원저화)

거버넌스 통합전략의 변동성

전체 기간 (2016-2024) 거버넌스 통합전략의 변동성은 일반 투자전략과 크게 다르지 않았다. 거버넌스 통합전략이 코로나 전 더 높은 수익률을 기록하고 있던 가운데 급락을 겪어 변동성 패널티가 작용했다. 이를 감안해 코로나 이후 기간으로 좁혀 재차 분석을 진행했다.

코로나 이후 기간 거버넌스 통합전략의 변동성은 시총가중과 동일가중 모두 일반전략 대비 약 10% 더 낮았다. 시총가중 통합전략 하방변동성은 약 10% 더 낮고 상방변동성은 약 3% 더 낮게 나타났다. 상방변동성의 소폭 감소와 뛰어난 하방변동성 방어력을 보였다. 동일가중 통합전략은 하방변동성과 상방변동성 모두 9% 낮게 나타나 큰 차이를 보이지 않았다.

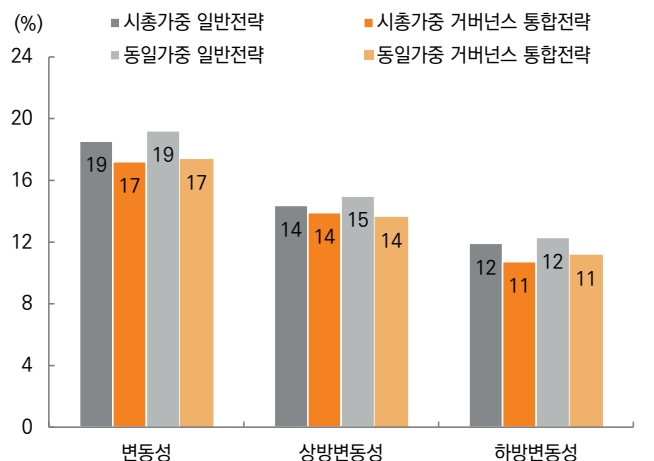
그림 24. 전체기간 매수전략별 연간 변동성 (2016-2024)



자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

주: 변동성의 단위는 표준편차이나 편익상 %로 표기

그림 25. 코로나 이후 매수전략별 연간 변동성 (2020.07-2024)



자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

주: 변동성의 단위는 표준편차이나 편익상 %로 표기

거버넌스 통합전략의 위험대비수익 지표

샤프 비율 (Sharpe Ratio)

자산의 변동성대비 수익률

$$\text{샤프비율} = \frac{\text{수익률} - R_f}{\text{변동성}}$$

(본 분석 무위험수익률 Rf, 0%가정)

소르티노 비율(Sortino Ratio)

자산의 하방변동성대비 수익률

$$\text{소르티노비율} = \frac{\text{수익률} - R_f}{\text{하방변동성}}$$

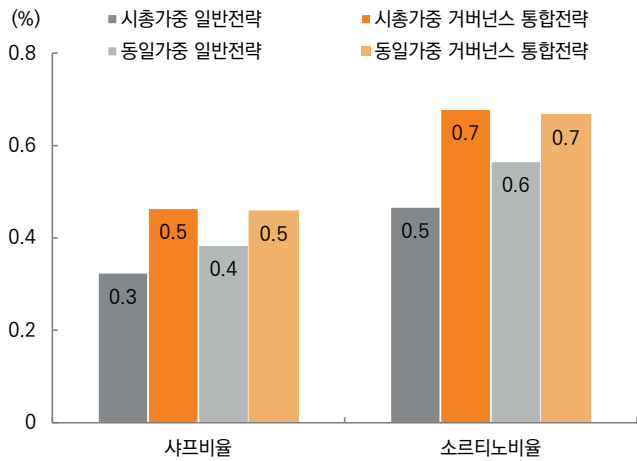
(본 분석 무위험수익률 Rf, 0%가정)

전체 테스트 기간 거버넌스 통합전략은 일반 가치투자 전략 대비 근소한 위험대비수익의 우위를 보였다. 동일가중 통합전략의 샤프비율·소르티노 비율은 일반전략 대비 모두 0.1p 높았다. 시총가중 통합전략의 샤프비율·소르티노 비율은 일반전략 대비 모두 0.2p 높았다.

코로나 이후 거버넌스 통합전략은 시총가중과 동일가중 모두 높은 위험대비수익을 보였다. 소르티노비율은 시총가중·동일가중 각각 1.4, 1.2를 기록해 변동성 대비 수익이 더 높음을 보였다. 샤프비율 또한 동일가중·시총가중 모두 0.8을 기록해 1에 근접한 수치를 보였다.

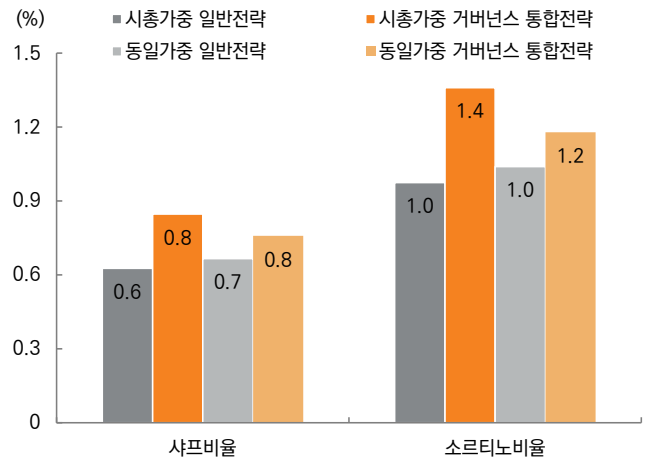
시총가중과 동일가중 통합전략 모두 샤프비율보다 소르티노 비율이 더 높은 값을 보였다. 소르티노비율은 하방변동성대비 수익을 나타내는 지표로 변동성대비 수익을 나타내는 샤프비율보다 높다는 것은 하방변동성 방어력이 뛰어남을 의미한다.

그림 26. 전체기간 매수전략별 위험대비수익 (2016-2024)



자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 코로나 이후 매수전략별 위험대비수익 (2020.07-2024)

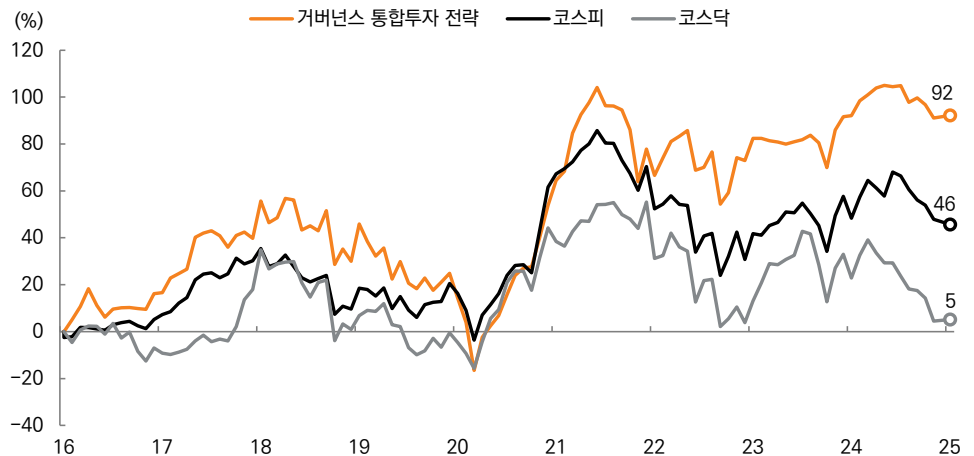


자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

거버넌스 통합전략과 시장수익률 비교

거버넌스 통합전략은 같은 기간 코스피와 코스닥의 누적수익률을 각각 46%p, 87%p 아웃퍼폼하는 결과를 보였다. 통합전략은 모든 구간에서 시장보다 더 높은 수익을 기록했다.

그림 28. 시총가중 거버넌스 통합전략과 시장 수익률 비교



자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

거버넌스 우수기업 매수 전략과 거버넌스 미흡기업 매수 전략 비교

거버넌스가 우수한 기업을 매수하는 전략이 거버넌스가 미흡한 전략을 매수하는 반대전략과 비슷한 결과를 보인다면 의미가 없다. 따라서 거버넌스 우수기업을 매수하는 통합전략과 거버넌스 미흡기업을 매수하는 반대전략을 비교했다.

저PBR 기업을 대상으로 거버넌스 우수기업 매수 전략과 거버넌스 미흡기업 매수 전략을 테스트한 결과 시총가중과 동일가중 각각 거버넌스 우수기업 매수전략이 누적수익률 92%, 86%를 달성해 각각 75%p, 62%p 차이로 미흡기업 매수전략을 아웃퍼폼했다. 시총가중과 동일가중 거버넌스 우수기업 매수전략은 연평균 수익률 7.53%와 7.14%를 기록했고 시총가중과 동일가중 거버넌스 미흡기업 매수전략은 각각 1.75%와 2.37%를 기록했다.

고PBR 기업을 대상으로 거버넌스 우수기업 매수 전략과 거버넌스 미흡기업 매수 전략을 테스트한 결과 또한 우수기업 매수전략이 누적수익률 98%, 49%를 달성해 각각 73%p, 51%p 차이로 미흡기업 매수전략을 아웃퍼폼했다. 시총가중과 동일가중 거버넌스 우수기업 매수전략은 연평균 수익률 7.89%와 4.50%를 기록했고 시총가중과 동일가중 거버넌스 미흡기업 매수전략은 각각 2.53%와 -0.29%를 기록했다.

그림 29. 시총가중 저평가 거버넌스 우수·미흡기업 매수 전략 비교

그림 30. 동일가중 저평가 거버넌스 우수·미흡기업 매수 전략 비교

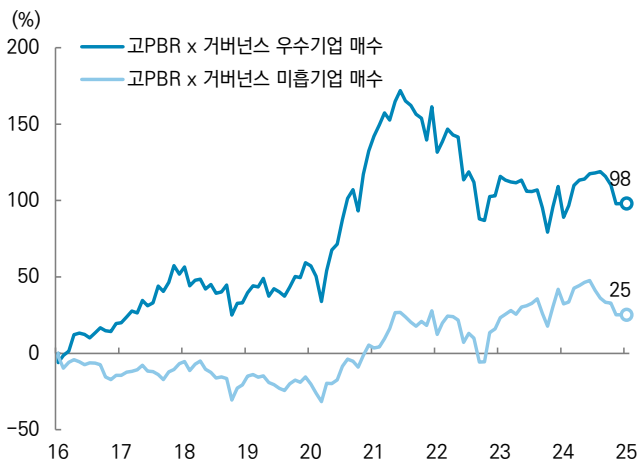


자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 시총가중 고평가 거버넌스 우수·미흡기업 매수 전략 비교

그림 32. 동일가중 고평가 거버넌스 우수·미흡기업 매수 전략 비교



자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

거버넌스, α (알파) 요인으로서의 가치

앞서 리스크 프리미엄 모형을 통해 시장의 기대수익률(시장 평균 COE)과 거버넌스 사이의 상관관계를 분석했다. 같은 방법을 시장이 아닌 개별 기업에 적용해 개별 기업 COE와 거버넌스 사이의 상관관계를 포착할 수 있다.

포착한 상관관계 값이 음수인 기업은 거버넌스 성과로 COE 할인을 받은 것으로 추정되는 기업이기 때문에 거버넌스 저위험 기업에 해당한다.

반대로 상관관계 값이 양수인 기업은 거버넌스 성과 미진으로 COE 할증을 받은 것으로 추정되는 기업이기 때문에 거버넌스 고위험 기업에 해당한다.

위와 같은 접근으로 거버넌스 저위험·고위험 기업을 분류할 시 ‘Check-the-box 신드롬’ 현상을 제어할 수 있다. 이는 COE를 추정하기 위해 사용하는 데이터가 거버넌스 스코어가 아닌 ‘수익률’ 데이터이기 때문이다.

또한 수익률 패턴을 탐색하는 모형이기 때문에 해당 패턴을 MSCI 데이터 커버리지 밖의 기업들의 수익률과 비교해 거버넌스 리스크를 판단할 수 있다. 실제로 MSCI의 커버리지 기업 450개의 약 4.5배에 해당하는 총 1,999개의 기업에 대해 거버넌스 시그널을 포착할 수 있었다.

ESG 투자의 근본적 문제 해결

운용사는 ESG 데이터를 통해 알파를 찾고 싶지만, 모두 비슷한 ESG 레이팅 회사의 데이터를 수정해 사용한다. 이러한 방식의 ESG 투자 전략은 ‘효율적 시장 가설’에 따라 ‘알파’를 창출할 수 없다.

그러나 통계적 모형을 사용한다면 레이팅 회사의 거버넌스 스코어 상위에 위치해 있으나 실제로는 시장에서 거버넌스 리스크를 높게 평가받고 있는 기업을 거버넌스 고위험군으로 분류할 수 있으며, 레이팅 회사가 커버하고 있지 않은 종목에 대해서도 거버넌스 리스크를 추정할 수 있다.

위와 같은 정보를 사용해 투자한다면 레이팅 회사의 정보와의 차별점이 생기기 때문에 알파 창출 가능성이 존재한다.

Check-the-box 신드롬
기업이 ESG 관련 지침과 기준을 설립하여 체크리스트 상 높은 점수를 받았으나 실제로 이행하지 않는 행태

효율적 시장 가설 (Efficient Market Hypothesis)
공개된 정보는 자산 가격에 즉시 반영되어 시장에서 누구도 일관되게 초과수익을 얻을 수 없다는 가설

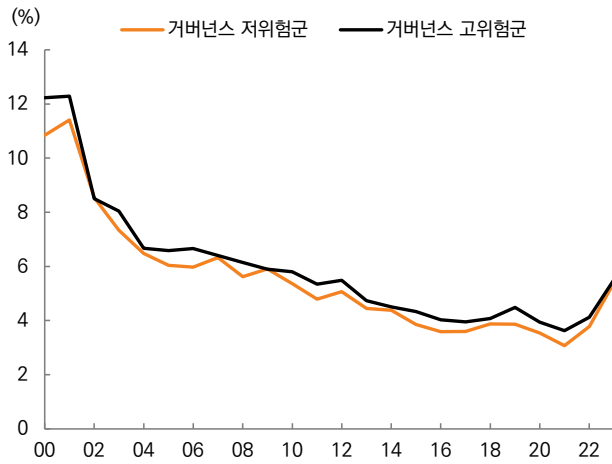
거버넌스 저위험·고위험 종목 분류와 검증

통계적 모형으로 거버넌스 저위험·고위험 기업을 분류하면 신뢰도 검증이 필요하다. 이를 위해 코스피와 코스닥 기업별로 거버넌스 저위험·고위험군으로 기업들을 분류하고 그룹 간 지표를 비교하는 정량적 검증과 분류된 기업들의 개별 거버넌스 관련 뉴스를 파악하는 정성적 검증을 거쳤다.

먼저 정량적 검증을 위해 거버넌스 저위험·고위험 그룹의 연도별 부채조달금리를 비교했다. 거버넌스 저위험군에 속하는 기업의 부채조달금리는 COE 할인을 받았을 것으로 추정되기 때문에 거버넌스 고위험군에 속하는 기업보다 더 낮게 나와야 한다.

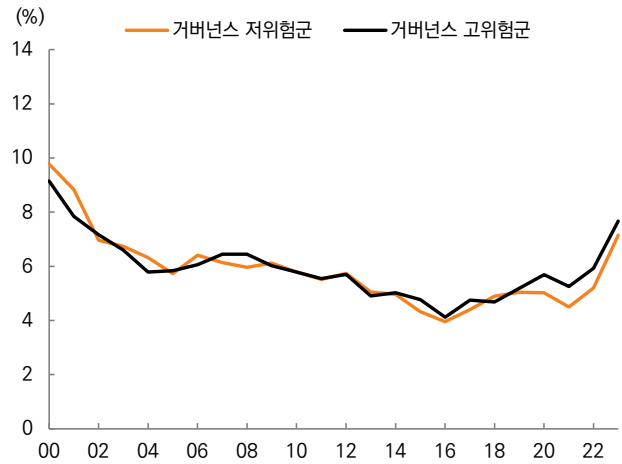
코스피는 모든 구간에서 거버넌스 저위험 그룹의 평균 부채조달금리가 더 낮게 도출됐으며, 코스닥은 혼재된 모습을 보인다 2014년을 기점으로 거버넌스 저위험 그룹의 평균 부채조달금리가 고위험 그룹의 금리보다 더 저렴해진 것을 볼 수 있었다.

그림 33. 코스피 거버넌스 저위험·고위험 그룹 부채조달금리



자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 코스닥 거버넌스 저위험·고위험 그룹 부채조달금리



자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 코스피 거버넌스 저위험·고위험 종목 시가총액 정렬 (2024.12.31 기준)

거버넌스 저위험 그룹 편입 종목 시총 상위 25개 기업 (총 420개 기업)				거버넌스 고위험 그룹 편입 종목 시총 상위 25개 기업 (총 293개 기업)			
기업명	산업	상관관계 값	신뢰도	기업명	산업	상관관계 값	신뢰도
현대차	자동차	-0.305	90%	삼성전자	반도체 및 관련장비	0.174	93%
삼성바이오로직스	바이오	-0.0004	0.1%	SK하이닉스	반도체 및 관련장비	0.234	77%
기아	자동차	-0.071	29%	POSCO홀딩스	금속 및 광물	0.257	73%
셀트리온	바이오	-0.083	23%	NAVER	인터넷 서비스	0.018	7.3%
삼성물산	복합 산업	-0.050	25%	삼성SDI	전자 장비 및 기기	0.039	13%
LG화학	화학	-0.180	57%	현대모비스	자동차부품	0.037	17%
LG전자	내구소비재	-0.049	17%	포스코퓨처엠	화학	0.188	39%
한미반도체	반도체 및 관련장비	-0.073	15%	카카오	인터넷 서비스	0.194	56%
두산에너빌리티	기계	-0.046	9.1%	HMM	해상운수	0.474	87%
LG	복합 산업	-0.096	40%	삼성전기	전자 장비 및 기기	0.136	56%
한화에어로스페이스	상업서비스	-0.222	51%	포스코인터내셔널	무역	0.379	65%
한국전력	전력	-0.192	69%	삼성에스디에스	IT 서비스	0.191	73%
KT&G	담배	-0.091	54%	SK	석유 및 가스	0.024	8.6%
HD현대일렉트릭	전기장비	-0.063	13%	HD한국조선해양	조선	0.594	98%
SK이노베이션	석유 및 가스	-0.025	7.7%	고려아연	금속 및 광물	0.042	13%
SK텔레콤	무선통신	-0.347	100%	아모레퍼시픽	개인생활용품	0.054	14%
KT	무선통신	-0.292	98%	한화오션	조선	0.450	79%
LS ELECTRIC	전기장비	-0.288	60%	대한항공	항공운수	0.278	88%
LG이노텍	전자 장비 및 기기	-0.264	65%	삼성중공업	조선	0.268	69%
SKC	화학	-0.575	96%	현대글로벌비스	육상운수	0.081	30%
CJ제일제당	식료품	-0.364	97%	S-Oil	석유 및 가스	0.186	60%
LG디스플레이	디스플레이 및 관련부품	-0.053	22%	유한양행	제약	0.048	15%
LG생활건강	개인생활용품	-0.164	55%	HD현대	석유 및 가스	0.175	64%
한국항공우주	상업서비스	-0.619	100%	포스코DX	IT 서비스	0.175	29%
삼양식품	식료품	-0.469	73%	한국타이어앤테크놀로지	자동차부품	0.149	60%

자료: MSCI, 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

상단 표 좌측은 거버넌스 리스크 감소를 통해 자기자본 비용 저감을 이뤘다고 추정되는 기업들이며, 우측은 거버넌스 리스크 증가로 자기자본 비용 상승을 겪었다고 추정되는 기업들이다.

정성적으로 분류가 올바르게 수행됐는지 판단하기 위해 개개별 기업의 거버넌스 이슈를 검색했다. 그 결과 MSCI 거버넌스 스코어 상 상위에 분류되어 있으나 실제로는 거버넌스 문제가 존재하는 기업 일부가 거버넌스 고위험 그룹으로 편입된 것을 확인했으며, 신뢰도가 높은 기업들의 분류가 올바르게 수행됐다고 판단할 수 있었다.

[표 읽는 법]

상관관계 값은 절댓값이 커질수록 자기자본비용 증감 기여에 대한 거버넌스의 영향력이 증가함을 의미하며, 신뢰도는 자기자본비용과 거버넌스간 상관관계 패턴이 얼마나 반복적으로 관찰되었는지, 그리고 얼마나 강한 패턴이 관찰되었는지를 나타낸다.

일반적으로 상관관계 절댓값이 1과 같거나 크면 영향력이 매우 크다고 판단할 수 있다. 신뢰도는 일반적으로 95%를 넘는 것이 선호되며, 최소한 90% 정도부터 신뢰할 수 있다.

표 3. 코스닥 거버넌스 저위험·고위험 종목 시가총액 정렬 (2024.12.31 기준)

거버넌스 저위험 그룹 편입 종목 시총 상위 25개 기업 (총 789개 기업)				거버넌스 고위험 그룹 편입 종목 시총 상위 25개 기업 (총 497개 기업)			
기업명	산업	상관관계 값	신뢰도	기업명	산업	상관관계 값	신뢰도
에코프로비엠	전자 장비 및 기기	-0.746	75%	HLB	의료 장비 및 서비스	0.112	13%
알테오젠	바이오	-0.181	23%	리노공업	반도체 및 관련장비	0.025	8%
에코프로	전자 장비 및 기기	-0.413	54%	삼천당제약	제약	1.807	100%
셀트리온제약	제약	-0.468	70%	클래시스	의료 장비 및 서비스	0.734	95%
펄어비스	게임 소프트웨어	-0.442	77%	휴젤	바이오	0.197	50%
리가캠바이오	제약	-0.101	20%	CJ ENM	미디어	0.065	20%
테크윙	반도체 및 관련장비	-0.243	50%	주성엔지니어링	반도체 및 관련장비	0.045	12%
이오테크닉스	반도체 및 관련장비	-0.617	98%	원익IPS	반도체 및 관련장비	0.055	23%
대주전자재료	전자 장비 및 기기	-1.063	99%	SOOP	인터넷 서비스	0.101	27%
동진썬미켄	반도체 및 관련장비	-0.701	97%	제룡전기	전기장비	0.122	18%
JYP Ent.	미디어	-0.290	58%	위메이드	게임 소프트웨어	0.070	9%
에스엠	미디어	-0.368	72%	ISC	반도체 및 관련장비	0.097	17%
서진시스템	전자 장비 및 기기	-0.486	89%	스튜디오드래곤	미디어	0.126	38%
신성델타테크	내구소비재	-0.052	5%	심텍	전자 장비 및 기기	0.360	71%
에스타팜	제약	-0.238	52%	브이티	개인생활용품	0.318	63%
티씨케이	반도체 및 관련장비	-0.103	30%	유진테크	반도체 및 관련장비	0.122	41%
파마리서치	의료 장비 및 서비스	-0.174	42%	메디톡스	바이오	0.324	57%
피엔티	전자 장비 및 기기	-0.566	85%	덕산테크피아	반도체 및 관련장비	0.026	4%
피에스케이홀딩스	반도체 및 관련장비	-0.504	72%	씨젠	의료 장비 및 서비스	0.979	87%
나노신소재	화학	-0.871	98%	중앙첨단소재	통신장비	0.074	8%
와이씨	반도체 및 관련장비	-0.724	89%	시노펙스	휴대폰 및 관련부품	0.055	10%
오스코텍	의료 장비 및 서비스	-0.196	40%	넥슨게임즈	게임 소프트웨어	0.123	19%
솔브레인홀딩스	전자 장비 및 기기	-0.309	63%	에스에프에이	기계	0.020	9%
레이크머티리얼즈	화학	-0.033	7%	국일제지	종이 및 목재	0.016	2%
파크시스템스	전자 장비 및 기기	-0.272	65%	SFA반도체	반도체 및 관련장비	0.171	44%

자료: MSCI, 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

코스닥 거버넌스 저위험 그룹과 고위험 그룹에 편입된 종목들을 2024년 말 시가총액 순위를 기준으로 정렬했다.

코스피와 달리 코스닥 거버넌스 저위험 그룹과 고위험 그룹은 거버넌스 시그널의 강도가 매우 큰 기업들이 몇몇 존재했다. 특히, 대주전자재료와 삼천당제약은 상관관계 절댓값이 1을 초과했고 신뢰도도 높았기에 추가적으로 거버넌스 관련한 뉴스를 살펴보았다.

거버넌스 저위험군으로 분류된 대주전자재료는 2024년 하반기 서스틴베스트 ESG 100대 기업 및 고용노동부 일자리 으뜸기업에 선정되기도 했으며, 창업주의 R&D 집중을 위한 후퇴와 2세들의 공동경영이 효과적으로 진행되고 있다는 평을 받고 있었다.

반대로 거버넌스 고위험군에 분류된 삼천당제약은 일부 언론에서 삼천당제약과 오너 일가가 속한 특수관계기업 사이에서의 거래로 부를 축적하고 있다는 의혹을 제기하고 있었기에 대해 사실이 아니라고 부인한 상태였다. 또한 지난 2020년, 15년 간 지급해오던 배당을 중단하기도 했으나, 최근 주당 200원의 현금배당 재개를 공시했다. 일부 언론은 회장의 임금이 2022-2023년 기간 100% 상승했으나 동기간 임직원 임금상승률은 5%였다고 지적한 기사를 보도했다.

알파 찾기: 거버넌스 고위험 종목과 저위험 종목의 수익률 비교

거버넌스 저위험군으로 분류된 기업과 거버넌스 고위험군으로 분류된 기업들을 동일가중으로 구성된 인덱스가 수익률 차이를 보였다. 거버넌스 저위험 인덱스는 모든 경우에서 거버넌스 고위험 인덱스보다 더 높은 수익률을 보였다.

거버넌스와 COE 간 상관관계 값이 음수로 도출된 기업은 거버넌스 리스크 저감으로 COE 하락 가능성이 높기 때문에 거버넌스 저위험군으로 분류했다. 거버넌스와 COE 간 상관관계 값이 양수로 도출된 기업은 거버넌스 리스크 상승으로 COE 상승 가능성이 높기 때문에 거버넌스 고위험군으로 분류했다.

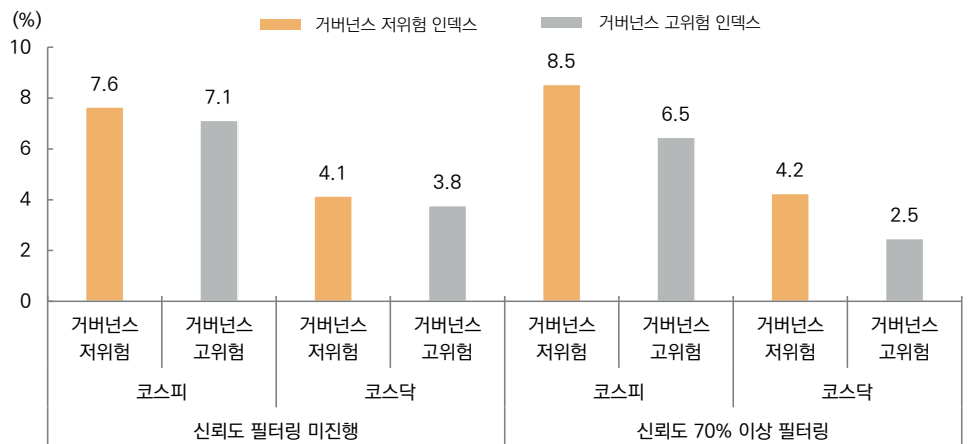
분류한 기업들을 코스피와 코스닥으로 구분하고 동일가중으로 코스피 '거버넌스 저위험 인덱스'와 '거버넌스 고위험 인덱스', 그리고 코스닥 '거버넌스 저위험 인덱스'와 '거버넌스 고위험 인덱스'를 2000년 1월 최초 시점 값 100을 설정해 생성했다.

추가로 거버넌스와 COE 간 상관관계 값의 '신뢰도'가 70% 이상인 코스피와 코스닥 기업을 필터링해 코스피 '거버넌스 저위험 인덱스'와 '거버넌스 고위험 인덱스', 그리고 코스닥 '거버넌스 저위험 인덱스'와 '거버넌스 고위험 인덱스'를 생성했다. 해당 인덱스에 편입된 기업들은 실제 거버넌스가 COE에 영향을 끼쳤을 확률이 높은 종목들이다.

상관관계 값 신뢰도 필터링을 진행하지 않은 코스피·코스닥 거버넌스 저위험 인덱스 모두 고위험 인덱스를 아웃퍼폼했다. 그러나 코스피 저위험 인덱스와 고위험 인덱스는 각각 연평균 7.6%, 7.1%를 달성해 큰 폭으로 아웃퍼폼하지 않았다. 코스닥 저위험 인덱스와 고위험 인덱스 또한 각각 4.1%, 3.8%를 달성해 큰 차이를 보이지 않았다.

상관관계 값 신뢰도 70% 이상으로 필터링한 코스피·코스닥 거버넌스 저위험 인덱스 모두 고위험 인덱스를 크게 아웃퍼폼했다. 코스피 저위험 인덱스와 고위험 인덱스는 각각 연평균 8.5%, 6.5%를 달성해 저위험 인덱스가 2%p 아웃퍼폼했다. 필터링을 거치지 않았을 때보다 저위험 인덱스의 수익률은 상승했고 고위험 인덱스의 수익률은 하락해 필터링이 유효함을 보였다. 코스닥 저위험 인덱스와 고위험 인덱스는 각각 연평균 4.2%, 2.5%를 달성해 저위험 인덱스가 1.7%p 아웃퍼폼했다. 코스닥 역시 필터링을 거치지 않았을 때보다 저위험 인덱스의 수익률은 상승했고 고위험 인덱스의 수익률은 하락했다.

그림 35. 거버넌스 저위험 인덱스와 고위험 인덱스의 연평균 수익률



자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. 코스피 거버넌스 리스크 인덱스 수익률 (필터링 미진행)



자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터
 주: 수익률 5% 상하위 원저화

그림 37. 코스닥 거버넌스 리스크 인덱스 수익률 (필터링 미진행)



자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터
 주: 수익률 5% 상하위 원저화

그림 38. 신뢰도 필터링 코스피 거버넌스 리스크 인덱스 수익률



자료: 미래에셋증권 리서치센터
 주: 수익률 5% 상하위 원저화

그림 39. 신뢰도 필터링 코스닥 거버넌스 리스크 인덱스 수익률



자료: 미래에셋증권 리서치센터
 주: 수익률 5% 상하위 원저화

신뢰도 필터링을 거치지 않은 코스피 거버넌스 리스크 인덱스는 2014년부터 지속적으로 저위험 인덱스가 고위험 인덱스를 아웃퍼폼하는 모습을 보였다. 코스피 저위험 인덱스와 고위험 인덱스의 25년 누적수익률은 531%, 458%였다. 코스닥 거버넌스 리스크 인덱스는 2014년 거버넌스 저위험 인덱스가 최초로 거버넌스 고위험 인덱스를 잠시 앞섰으나 이후 혼재된 모습을 보이고 코로나 기간에 다시 상승해 아웃퍼폼했다. 코스닥 저위험 인덱스·고위험 인덱스의 25년 누적수익률은 176%, 152%였다.

상관관계 값 신뢰도 70% 이상인 종목만을 필터링한 코스피 거버넌스 리스크 인덱스는 2012년부터 지속적으로 고위험 인덱스를 아웃퍼폼했다. 코스피 저위험 인덱스·고위험 인덱스의 25년 누적수익률은 676%, 378%였다. 코스닥 거버넌스 리스크는 2009년부터 저위험 인덱스가 고위험 인덱스를 역전해 우위를 유지했다. 코스닥 저위험 인덱스·고위험 인덱스의 25년 누적수익률은 183%, 84%였다.

거버넌스와 수익률 사이의 패턴

거버넌스, 고금리 환경에서 빛을 발하다

거버넌스가 우수한 기업으로 알파를 창출할 수 있는 원인은 거버넌스가 우수한 기업이 고금리 환경에서 차이를 보일 수 있기 때문으로 분석된다.

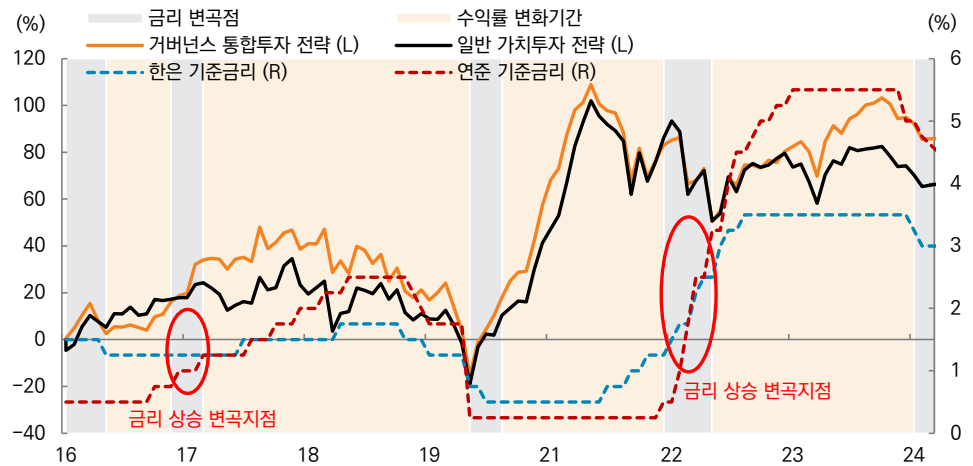
앞서 거버넌스 성과가 부채조달금리의 하락이라는 형태로 드러남을 보였다. 부채조달금리는 필연적으로 금리라는 거시적 지표와 연동되어 있기 때문에 금리환경의 변화와 함께하는 거버넌스 통합투자 전략의 수익률 패턴이 존재하는지 알아보았다.

이를 위해 MSCI 스코어를 기반으로 구축한 거버넌스 통합투자 전략과 일반 가치투자 전략 간 수익률 추이를 한국은행과 미국 연준의 기준금리와 함께 비교하였다. 통합투자 전략은 시가총액 편향이 없는 동일가중 전략을 선택했다.

분석결과 금리가 상승하는 변곡지점에 맞추어 거버넌스 통합전략이 일반전략과 대비해 초과수익을 달성하는 패턴이 나타났다. 최초 2017년 한미 금리차 역전 시기에 통합전략의 수익률이 일반전략을 아웃퍼폼했으며, 이후 2021년 포스트 코로나 금리인상 시점에 맞추어 거버넌스 통합전략이 재차 일반전략을 아웃퍼폼했다.

이와 같은 현상은 자본 유동성의 가치가 높아지는 시기에 신뢰자본이 축적된 기업에게 먼저 자본 조달 기회가 돌아가고, 시장은 신뢰할 수 있는 기업에게만 고금리 환경에서 리스크 테이킹을 용인한다는 것을 시사한다.

그림 40. 금리환경 상방 변곡점에 후행해 거버넌스 통합전략의 수익률이 상승하는 패턴



자료: 데이터가이드, 한국은행, FRED, 미래에셋증권 리서치센터

거버넌스 저위험 기업, 박스피 현상을 탈출하다

거버넌스가 저위험 기업은 2012년 시작된 박스피 현상을 먼저 탈출한 것으로 나타났으며, 거버넌스가 고위험 기업은 박스피 현상과 동조되는 수익률 움직임을 보였다. 자체 통계모형으로 추정된 거버넌스 저위험·고위험 인덱스를 통해 수익률 추이를 관찰했다.

2012년, 한국은 처음으로 경제성장률 2%를 목격했다. 이후 시장은 양적성장이 아닌 질적 성장을 위한 경제모델을 갖춘 기업을 발굴하는 과정에서 혼란한 모습을 보였고, 이는 ‘박스피 현상’으로 나타났다. 이 과정에서 거버넌스 저위험 기업은 박스피 구간을 빠르게 탈출했으나, 거버넌스 고위험 기업은 박스피 현상과 동조되는 수익률 움직임을 보였다.

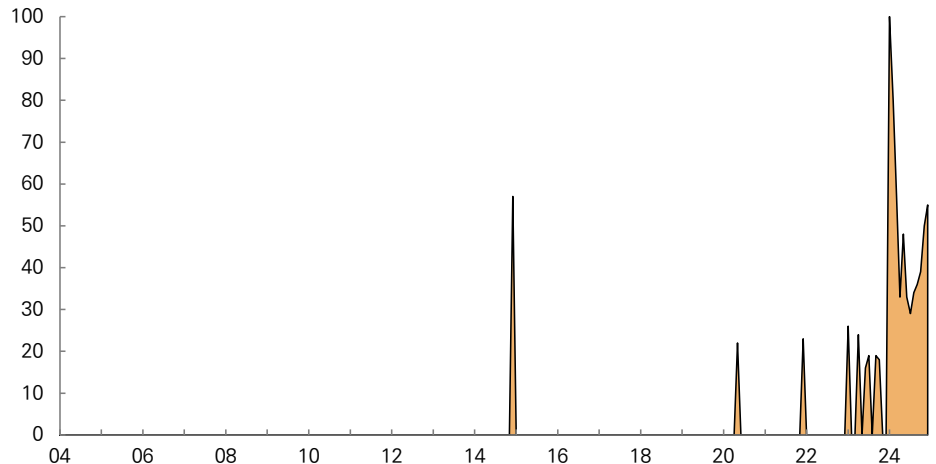
2014년 10월, 미국이 3차 양적완화 종료를 알리면서 저금리 시대의 종말을 선언했다. 저금리 시대의 종말을 대비해 한국 시장은 성장주에서 가치주로 트렌드가 환기되는 계기를 맞이했고, 저평가 기업에 대한 재조명이 시작됐다. 이 과정에서 PBR이 과도하게 저평가 되어있는 이른바 ‘코리아 디스카운트’ 현상이 주목을 받기 시작했다. 이는 실제로 2014년 말 ‘코리아 디스카운트’ 단어의 구글 트렌드 스코어가 급등한 것으로 알 수 있다. 이렇게 2014년 성장주에서 가치주로 사이클이 전환되는 시점에 거버넌스 우수기업들은 가파른 수익률 상승을 보였으나 동기간 거버넌스가 미흡한 기업들은 부진한 수익률을 보였다.

그림 41. 박스피 현상을 먼저 탈출하는 거버넌스 저위험 인덱스



자료: 데이터가이드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 42. 2014년 말 급등한 ‘코리아 디스카운트’ 단어의 구글 트렌드 스코어



자료: 구글, 미래에셋증권 리서치센터

Appendix

거버넌스의 자기자본비용 하락 기여 분석 방법론

분석 방법론

[로직] 거버넌스 성과와 COE 간 상관관계를 알아보기 위해 기대수익률(E(R)로 표기)을 COE의 프록시로 설정 후 거버넌스 팩터를 생성하였고 이를 멀티팩터 모델에 편입시켜 베타값을 추정하였다.

[기대수익률과 자기자본비용] 기대수익률은 자기자본비용이다. 투자자가 특정 기업에 투자할 때 여러 기회비용과 리스크를 고려해 최소한으로 기대하는 수익률이 기업이 투자자에게 제공해야하는 수익률로 곧 자기자본에 대한 비용을 의미하기 때문이다.

[모형 설정]

COE 추정을 위해 8요인, 7요인, 그리고 4요인 모형을 활용한다. 8요인 모형은 시장, 규모, 가치, 모멘텀, 유동성, 수익성, 투자성향, 그리고 거버넌스 요인을 포함한다. 7요인 모형은 8요인 모형에서 유동성 팩터를 제외시킨 모형이다. 4요인 모형은 7요인 모형에서 모멘텀, 수익성, 투자성향 팩터를 제외시킨 모형이다. 모형별 수식은 다음과 같다 (순서대로 8요인-7요인-4요인 모형):

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

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

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

중속변수 E(R)은 모든 상장기업과 상장폐지기업을 동일가중으로 담은 포트폴리오의 기대수익률로 설정하였다.

[거버넌스 팩터] 거버넌스 팩터(GMB)는 생성은 다음의 과정을 거친다:

- (1) 각 시점별로 시가총액 중간값 기준 상위 50%를 'Big', 하위 50%를 'Small'로 명명한 후 각 그룹의 수익률을 그루핑한다.
- (2) 각 시점별로 MSCI 거버넌스 점수 중간값 기준 상위 50% 기업을 'Good', 하위 50% 기업을 'Bad' 명명한 후 각 그룹의 수익률을 그루핑한다.
- (3) Big 그룹과 Good 그룹의 교차종목을 'Big Good'으로, Bad 그룹과의 교차종목을 'Big Bad'으로 명명해 생성한다. 같은 논리로 'Small Good', 'Small Bad' 하위 그룹을 생성한다.
- (4) 위의 과정을 거친 후 아래 수식을 통해 GMB 팩터를 생성한다:

$$GMB = \frac{Big\ Good + Small\ Good}{2} - \frac{Big\ Bad + Small\ Bad}{2}$$

[분석 해설]

각 모형별로 β_{GMB} 의 값이 양수가 나오는지 음수가 나오는지 중요하다. 양수가 나온다면 GMB와 COE가 비례 관계에 있다는 의미로 거버넌스 성과가 좋은 기업들은 자기자본비용이 상승하는 결과를 초래한다는 의미가 되며, 거버넌스 성과 개선은 리스크를 증가시키는 행위라는 결론이 나온다.

분석결과 모든 모형과 모든 기간에 β_{GMB} 는 음수로 나타났으며 99% 수준의 신뢰도를 보였다. 또한 최근 기간으로 옮겨올수록 베타가 더 커지는 것으로 보아 거버넌스가 시장에서 중요한 정보로서 여겨지는 정도가 강해지는 추세를 보였다.

위험 요인별 정의와 측정

표 4. 위험 요인의 정의 및 측정

위험 요인	정의	위험 요인의 영향 측정	해설
시장 요인 (Market Factor)	시장 전체의 변동성을 반영한 위험 요인	위험 노출정도 × (시장수익률 - 무위험수익률) 수식화: $\beta_{MKT} \times [\text{Market} - Rf]$ (MKT)	$\beta > 1$: 시장대비 높은 변동성 → COE 대폭 상승 $0 < \beta < 1$: 시장대비 낮은 변동성에 → COE 소폭 상승
규모 요인 (Size Factor)	소형주의 변동성을 반영한 위험 요인	위험 노출정도 × (소형주 - 대형주 수익률) 수식화: $\beta_{SMB} \times \text{Small-minus-Big}$ (SMB)	$\beta > 0$: 변동성 상승에 따른 COE 상승 $\beta < 0$: 변동성 하락에 따른 COE 하락
가치 요인 (Value Factor)	저평가주의 변동성을 반영한 위험 요인	위험 노출정도 × (고BTM주 - 저BTM주 수익률) 수식화: $\beta_{HML} \times \text{High-minus-Low}$ (HML)	$\beta > 0$: 변동성 상승에 따른 COE 상승 $\beta < 0$: 변동성 하락에 따른 COE 하락
모멘텀 요인 (Momentum Factor)	상승주의 변동성을 반영한 위험 요인	위험 노출정도 × (상승주 - 하락주 수익률) 수식화: $\beta_{UMD} \times \text{Up-minus-Down}$ (UMD)	$\beta > 0$: 변동성 상승에 따른 COE 상승 $\beta < 0$: 변동성 하락에 따른 COE 하락
유동성 요인 (Liquidity Factor)	저유동주의 변동성을 반영한 위험 요인	위험 노출정도 × (저유동주 - 고유동주 수익률) 수식화: $\beta_{IML} \times \text{Illiquid-minus-Liquid}$ (IML)	$\beta > 0$: 변동성 상승에 따른 COE 상승 $\beta < 0$: 변동성 하락에 따른 COE 하락
수익성 요인 (Profitability Factor)	기업의 영업이익 실적에 따른 변동성을 반영한 위험 요인	위험 노출정도 × (고수익주 - 저수익주 수익률) 수식화: $\beta_{RMW} \times \text{Robust-minus-Weak}$ (RMW)	$\beta > 0$: 변동성 상승에 따른 COE 상승 $\beta < 0$: 변동성 하락에 따른 COE 하락
투자성향 요인 (Investment Factor)	기업의 투자성향에 따른 변동성을 반영한 위험 요인	위험 노출정도 × (보수적 투자주 - 공격적 투자주 수익률) 수식화: $\beta_{CMA} \times \text{Conservative-minus-Aggressive}$ (CMA)	$\beta > 0$: 변동성 상승에 따른 COE 상승 $\beta < 0$: 변동성 하락에 따른 COE 하락
거버넌스 요인 (Governance Factor)	기업의 거버넌스 개선에 따른 변동성을 반영한 위험 요인	위험 노출정도 × (G 우수주 - G 미흡주 수익률) 수식화: $\beta_{GMB} \times \text{Good-minus-Bad}$ (GMB)	$\beta > 0$: 변동성 상승에 따른 COE 상승 $\beta < 0$: 변동성 하락에 따른 COE 하락

자료: 미래에셋증권 리서치센터

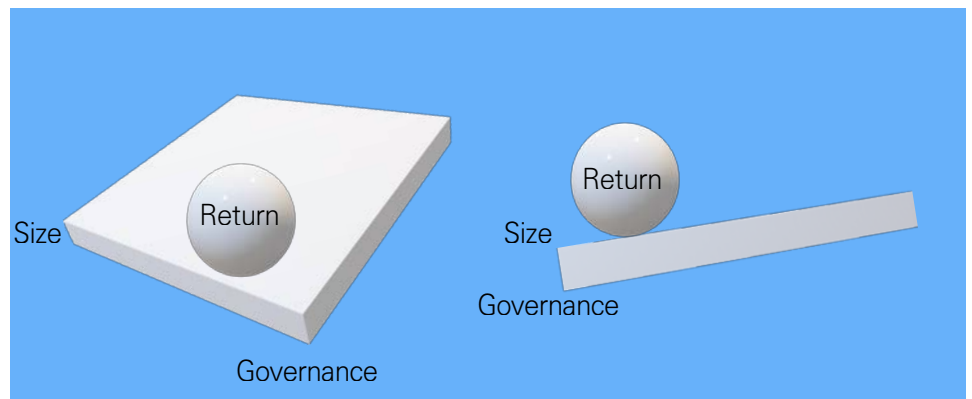
회귀분석의 장점 - 세테리스 파리부스 (Ceteris Paribus)

“물은 100도에서 끓는다”라는 과학적 명제를 증명하기 위해 필요한 준비물은 물과 불만 있는 것 아니다. 온도, 기압, 용기의 열전도율 등 다양한 환경을 통제해야한다. 이럴 때 필요한 것이 ‘세테리스 파리부스’, 즉 ‘다른 모든 변수를 통제했다’는 전제가 필요하다.

거버넌스 분석도 마찬가지이다. 거버넌스가 수익률에 주는 영향을 알아보기 위해서는 기업의 규모, 가치, 수익성, 투자성향 등의 정보를 통제해야 한다. 이러한 과정을 거쳐야 정량적으로 스코어 상 거버넌스가 우수한 기업을 저신뢰 기업으로 분류할 수 있는 것이다.

‘세테리스 파리부스’ 이해를 위해 아래 그림을 참고하자. 하얀색 구가 초과수익률, 판의 전면 모서리가 거버넌스 요인, 좌측 모서리가 규모 요인이라고 가정했을 때, 구가 기울어진 정도를 설명하기 위한 판의 기울기는 전면 모서리(거버넌스)와 좌측 모서리(규모)로 설명할 수 있다. 그러나 우측의 1차원적인 그림은 거버넌스와 규모가 혼합된 기울기를 보여주기 때문에 거버넌스의 영향을 독립적으로 파악하기 힘들다.

그림 43. 3차원에서 바라본 공의 기울기 (좌); 1차원에서 바라본 공의 기울기 (우)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

데이터 전처리

매 해 MSCI 거버넌스 스코어를 사용해 포트폴리오와 거버넌스 리스크 프리미엄을 리밸런싱할 때 2년 전 데이터를 사용했다. 2년 전 데이터를 사용하기 위해 1년 공시 래깅을 추가로 적용했으며, 거버넌스 점수가 0 또는 음수로 급감하는 하방 모멘텀은 이상치로 정의해 제거했다.

거버넌스 스코어에 래깅을 적용한 이유는 참고문헌을 통해 거버넌스 점수가 장기적 시계열에서 그 영향력을 발휘한다는 사실 때문이다. 이는 MSCI의 자체 연구와 다양한 유명 저널 논문을 통해 교차검증한 연구결과다.

팩터간 상관행렬

표 5. 8가지 요인 간 상관행렬(Correlation Matrix)

Correlation Matrix	MKT	SMB	HML	CMA	RMW	UMD	IML	GMB
MKT	1.00							
SMB	-0.07	1.00						
HML	-0.10	0.08	1.00					
CMA	-0.08	0.35	0.45	1.00				
RMW	-0.02	-0.23	0.04	-0.48	1.00			
UMD	0.17	-0.14	-0.11	-0.02	0.08	1.00		
IML	-0.36	0.35	0.43	0.44	-0.05	-0.54	1.00	
GMB	-0.16	0.15	0.01	0.05	0.12	0.00	0.07	1.00

자료: 미래에셋증권 리서치센터

유동성 팩터(IML)와 여타 팩터 간 상관관계가 높은 것을 볼 수 있다. 이는 유동성과 다른 요인 간 서로 공유하는 정보가 존재한다는 것을 의미한다.

이러한 이유로 개별기업의 COE 추정 과정에서 8요인 모형이 아닌 유동성 팩터를 제외한 7요인 모형을 사용하였다.

4요인 모형은 수익성 팩터(RMW)와 투자성향 팩터(CMA) 간 상관관계가 높고, 투자성향 팩터와 가치 팩터(HML) 간 상관관계가 높은 것으로 나타나 RMW와 CMA를 추가로 제거하고 UMD도 제거한 모형을 의미한다.

모형별 회귀분석 결과

표 6. 8요인 모형 회귀분석 결과

샘플 기간:	2017-2024	2018-2024	2019-2024	2020-2024	2021-2024	2022-2024	2023-2024
팩터	베타값	베타값	베타값	베타값	베타값	베타값	베타값
GMB	-0.079**	-0.095***	-0.145***	-0.161***	-0.208***	-0.252***	-0.307***
MKT	1.062***	1.068***	1.053***	1.056***	1.041***	1.019***	0.955***
SMB	0.737***	0.740***	0.744***	0.719***	0.703***	0.716***	0.698***
HML	0.004	0.001	0.008	0.000	0.016	-0.048	-0.106
RMW	-0.117**	-0.098*	-0.032	-0.035	-0.053	-0.129	-0.133
CMA	-0.017	-0.049	-0.047	-0.037	-0.028	-0.121	-0.209
UMD	-0.198***	-0.144***	-0.136**	-0.149**	-0.162**	-0.125*	-0.039
IML	0.117**	0.156***	0.163***	0.171**	0.143*	0.207**	0.215*
R2	0.970	0.977	0.978	0.978	0.972	0.978	0.961
n	96	84	72	60	48	36	24

베타값 신뢰도: * 90% 이상 ; ** 95% 이상 ; *** 99%이상

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 7요인 모형 회귀분석 결과

샘플 기간:	2017-2024	2018-2024	2019-2024	2020-2024	2021-2024	2022-2024	2023-2024
팩터	베타값	베타값	베타값	베타값	베타값	베타값	베타값
GMB	-0.082***	-0.103***	-0.148***	-0.160***	-0.222***	-0.283***	-0.312**
MKT	1.046***	1.047***	1.037***	1.039***	1.030***	1.016***	0.958***
SMB	0.758***	0.771***	0.780***	0.765***	0.738***	0.753***	0.727***
HML	0.025	0.029	0.042	0.033	0.049	-0.012	-0.038
RMW	-0.090*	-0.061	0.005	0.006	-0.026	-0.044	-0.078
CMA	0.039	0.031	0.054	0.072	0.061	0.082	-0.003
UMD	-0.260***	-0.228***	-0.223***	-0.232***	-0.236***	-0.231***	-0.164*
R2	0.968	0.975	0.975	0.975	0.969	0.973	0.952

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 4요인 모형 회귀분석 결과

샘플 기간:	2017-2024	2018-2024	2019-2024	2020-2024	2021-2024	2022-2024	2023-2024
팩터	베타값	베타값	베타값	베타값	베타값	베타값	베타값
GMB	-0.101***	-0.111***	-0.141***	-0.147***	-0.186**	-0.244***	-0.326***
MKT	1.023***	1.026***	1.025***	1.022***	1.015***	0.988***	0.956***
SMB	0.820***	0.831***	0.851***	0.849***	0.816***	0.832***	0.797***
HML	0.053	0.054	0.067	0.075	0.116*	0.040	-0.012
R2	0.951	0.964	0.964	0.965	0.956	0.958	0.936

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, Pages 69-83
- VI. Paul Gompers, Joy Ishii, Andrew Metrick, Corporate Governance and Equity Prices, The Quarterly Journal of Economics, Volume 118, Issue 1, 2003, Pages 107-155

MSCI ESG 데이터

MSCI 거버넌스 데이터의 측정 항목

표 9. MSCI 거버넌스 데이터 측정 항목

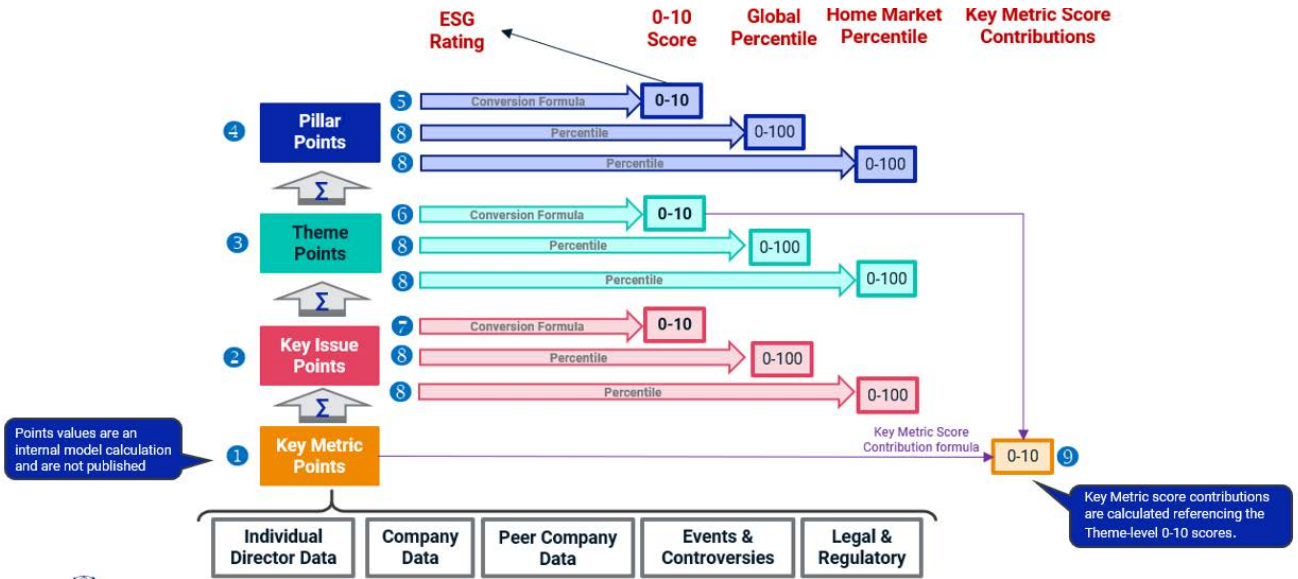
필러	거버넌스					
테마	기업의 경영과 지배구조			기업의 행태		
키이슈	이사회	보수	지배구조	회계감사	사업 윤리	세금
키 메트릭	감사위원회/감사보드 독립성	CEO 주식 변동	연례 이사 선출	회계 조사	공급업체 반부패 정책	세금 논란
	감사위원회 재무 전문가	CEO 주식 보수 정책	사업 결합 조항	감사인 독립성	뇌물 및 반부패 정책	
	감사위원회 업계 전문가	CEO 비적격 이연 보수	정관 개정	감사 보고서 우려	기업 윤리 논란	
	파산 또는 청산	CEO 연금 보수	비밀 투표	감사인 임기	부패 위험 노출 및 논란	
	이사회 참석 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	항공 인사 보너스	정부 개입 우려			
	임원 부정행위	항공 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 위협						
이사회 구성원 부족						

자료: MSCI, 미래에셋증권 리서치센터

(번역 과정에서 본래의 의미와 달라졌을 수 있음)

MSCI 거버넌스 스코어 계산

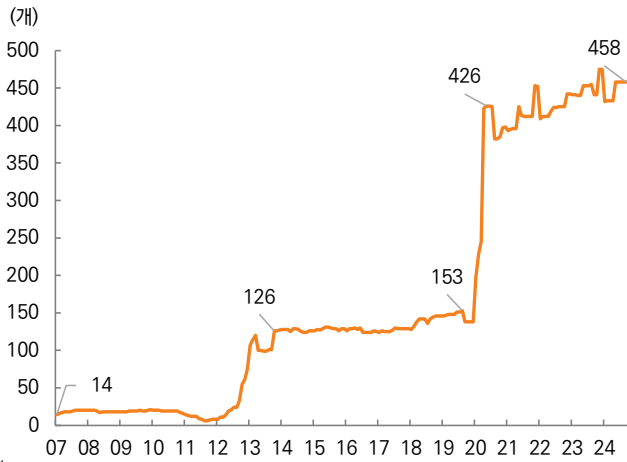
그림 44. 거버넌스 스코어 계산 순서도



자료: MSCI, 미래에셋증권 리서치센터

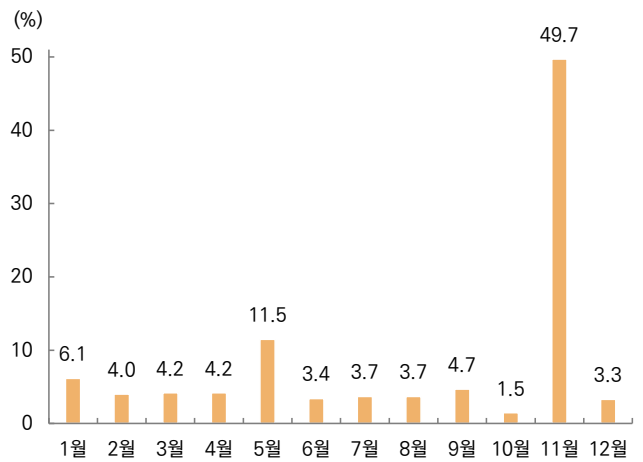
MSCI ESG 데이터 커버리지 변화

그림 45. 연도별 MSCI ESG 데이터 커버리지 기업 수



자료: MSCI, 미래에셋증권 리서치센터

그림 46. 월별 MSCI ESG 레이팅 변화 빈도



자료: MSCI, 미래에셋증권 리서치센터

(2020년 11월 최신 방법론 이후 기준)

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.