

투자전략/이슈

# Sustainable Korea : 책임투자 101

유동성분석 송승연 Tel. 3276-6273 seungyeon.song@truefriend.com

투자전략 박소연 Tel. 3276-6176 sypark@truefriend.com

# Contents

---

1. 해외 연기금 ESG 투자 기준 : UNPRI
2. 해외 연기금들의 부패 관련 의결권 행사 사례
3. 해외 연기금 ESG 투자 현황
4. 국내 시장과 ESG : 투자 패러다임의 변화

# Executive Summary : 책임투자과 한국

- 우리나라 대기업의 불투명한 지배구조는 대표적인 코리아 디스카운트 요인 중 하나로 지목 받아 왔는데, 이는 책임투자 관점에서도 G, 지배구조에 해당되는 내용. 최근 비선실세의 국정농단 사태 이후 대기업들의 지배구조와 정경유착에 대한 사회적 관심이 높아지고 있는 가운데, 국내외 연기금 및 자산보유자들의 투자전략 수립 차원에서도 이러한 흐름을 반영하려 하는 움직임이 더욱 커지고 있음
- 서구권에서는 예전부터 환경(Environmental), 사회(Social), 지배구조(Governance)적 요소를 고려하는 책임투자(Responsible investing:RI)에 대한 관심이 높음. 재무적 이익에 근거한 투자는 이해상충의 문제(conflicts of interest)를 해결할 수 없다는 한계 발생. 이는 이익 극대화를 위한 자산보유자의 결정이 최종 수익자인 대중의 이익에는 반해 수탁자의 의무(fiduciary duty)에 어긋나는 딜레마
- 16년 8월 국회예산정책처에서 발간한 보고서에 의하면 유럽계 연기금 자금 중 약 60%가, 미국계 연기금 자금에서는 약 30%가 책임투자 형식으로 집행. 정부 산하, 혹은 자체 결성된 윤리위원회에서 각 투자처의 ESG 점수를 산정하고 이를 포트폴리오 편입 여부 결정 시 활용하고 있음. 또한 ESG의 기준에 부합하지 않는 투자 금지 기업 목록을 직접 지정 및 공개
- 이에 따라 한국에서도 책임투자에 대한 중요성이 부각되고 있음. 특히 한국 증시의 방향성이 외국인 투자자들의 흐름의 영향을 많이 받는데, 최근 대기업의 정경유착 이슈가 대두되고 있는 만큼 관련한 글로벌 연기금과 연기금 자금을 위탁 운용하는 운용사의 움직임이 커질 가능성이 대두되고 있음. 향후 국내 대기업들에 대한 연기금의 서한 공개, 의결권 개진 및 행동주의 펀드 활동 확대 가능성 등을 염두에 둘 필요

# 1

## 책임투자 – 해외 사례

1. 해외 연기금 ESG 투자 기준 : UNPRI
2. 해외 연기금들의 부패 관련 투자 결정 사례
  - 중국 ZTE, 브라질 페트로브라스
3. 해외 연기금 ESG 투자 현황
  - 노르웨이 GPFG, 네덜란드 APG, 미국 CalPERS 등

# 주요 국가들의 연기금 및 ESG 관련 규제 현황

국가명	경제규모 순위	연기금 규제	스튜어드십코드	정부기관 기업 ESG 공개 의무화 여부	비정부기관 기업 ESG 공개 의무화 여부
미국	1	N	N	ME	M*G, VG
중국	2	N	N	VE, VESG, MG	VESG
일본	3	N	VESG	M*E, VE	C/EESG
독일	4	MESG	C/EG	ME, MESG, M*S 진행중, C/EG	VESG
프랑스	6	MESG	N	ME, MESG, M*S	VESG
캐나다	10	M*ESG, V*ESG	N	ME, MESG, VESG, C/ES, MG	MESG, VESG
한국	11	M*ESG	VESG	M*E	N
네덜란드	17	C/EESG, MESG	N	ME, MESG, M*S 진행중	C/EG
호주	21	MESG	VESG	MESG, M*S, ME	VESG, MG
벨기에	25	MESG	VG	ME, MS, MESG 진행중 M*S 진행중	C/EG
노르웨이	28	M*ESG	N	ME, MESG	VESG, VG

주 : N = 규제 없음, V = 자발적 이행, M = 이행 의무화, C/E = 준수 혹은 설명(comply-or-explain),

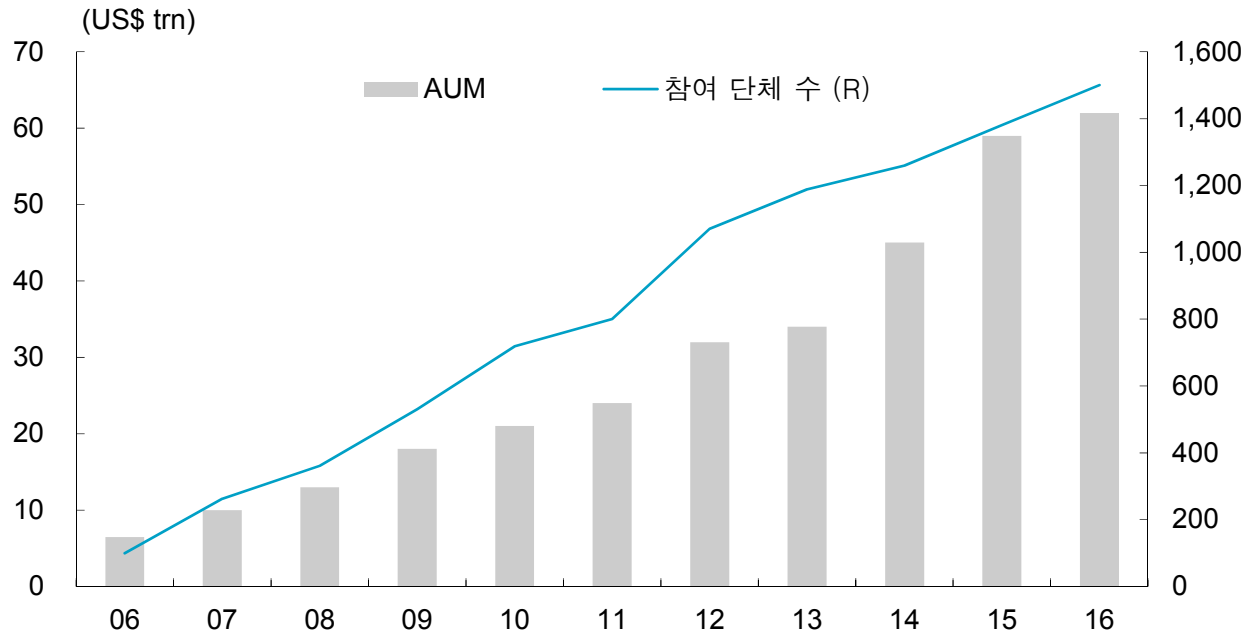
C+E = 준수와 설명의 의무(comply-and-explain), ESG = ESG 요소 모두 고려, E = 환경, S = 사회, G = 정부, \* = 특정 기관, 섹터, 지역에만 해당

자료: UN PRI

# UNPRI(UN 책임투자원칙) : 책임투자 가이드라인 제공

- 2006년 4월 뉴욕에서 최초로 UN 책임투자원칙(UNPRI) 발표. 6개 원칙 포함
- 주요 연기금 책임투자 가이드라인의 기준으로 적용. AUM 기준 상위 10개 연기금 중 7군데 서약
- UNPRI의 책임투자 정의 : 더욱 효과적인 리스크 관리와 지속가능한 장기 수익률을 얻기 위해 **투자 결정 과정에서 비재무적 요소인 환경(Environmental), 사회(Social), 지배구조(Governance)적 요소를 스타일 팩터로 고려하는 투자**
- 한국 내 채택한 자산보유자(Asset Owner)로는 국민연금이 유일하고, 서비스 제공자(Service providers) 중에서는 안다자산운용과 서스틴베스트, 모닝스타코리아, 한국기업지배구조연구원 포함

## UN 책임투자원칙에 참여한 단체 수 및 AUM



자료: UN PRI

# UNPRI(UN 책임투자원칙) : 책임투자 6 원칙

- 원칙 1 : 모든 투자 분석과 의사결정 과정에 있어 ESG 이슈들을 반영한다 (We will incorporate ESG issues into investment analysis and decision-making processes)
- 원칙 2 : 우리는 활동적인 주주가 될 것이며 우리의 주주권 행사에 ESG 이슈를 활용한다 (We will be active owners and incorporate ESG issues into our ownership policies and practices)
- 원칙 3 : 우리는 투자 대상의 적절한 ESG 정보 공개를 요구한다(We will seek appropriate disclosure on ESG issues by the entities in which we invest)
- 원칙 4 : 우리는 투자 산업의 PRI 준수와 이행을 위해 노력한다(We will promote acceptance and implementation of the principles within the investment industry)
- 원칙 5 : 우리는 PRI 실행 효과 증진을 위해 협력한다(We will work together to enhance our effectiveness in implementing the principles)
- 원칙 6 : 우리는 우리의 PRI를 실천하는데 있어 활동과 진행 상황을 각자 보고한다(We will each report on our activities and progress towards implementing the principles)

# UNPRI(UN 책임투자원칙)

- 2016년 “A Practical Guide for ESG Integration for Equity Investing”이라는 보고서에서 채택기관들의 ESG 요소를 투자 결정 과정에 포함시킨 사례들 소개
- 채택 기관 별 ESG 투자에 대한 의사 결정 기준과 과정, 관점이 상이

## UNPRI 서명기관들의 ESG 요소 통합 방법 예시

투자 방법	ESG 요소 적용 방법
펀더멘탈 (가장 근본적인 요소)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 매출과 할인율 계산 시 노동 기준 준수 여부를 고려사항에 포함</li> <li>- 환경 규제에 대한 매출 효과에 대해 가치 추가 가치 부여</li> <li>- 밸류에이션 시 주요 ESG 이슈에 대한 효과 포함</li> <li>- ESG 요소들이 프로젝트 비용에 미치는 영향 포함</li> <li>- 베타에 ESG 요소 계산 및 주요 ESG 이슈에 대한 시나리오 분석</li> </ul>
퀀트	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 수익 및 변동성 계산 시 ESG 평가 요소 연결</li> <li>- 모듈식 투자 프로세스를 통한 종목 선정</li> <li>- ESG 중요도 순으로 포트폴리오 개발</li> <li>- Total Risk 모델 개발</li> </ul>
스마트 베타	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 장기 지속가능 투자 목표 설정</li> <li>- 스마트 워터 인덱스 개발</li> <li>- 스마트 베타 전략 시 지배구조 요소 고려</li> </ul>
패시브	<ul style="list-style-type: none"> <li>- STOXX 상장 주식들을 ESG 요소에 따라 비중 조절</li> <li>- 저탄소지수에 따른 상장 및 폐지</li> </ul>
펀드 매니저 평가 항목 예시	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 투자 의사 결정 및 밸류에이션에 주로 사용하는 ESG 데이터, 리서치 자료</li> <li>- 보고 기간 동안 적용 가능했던 ESG 요소들과 그 이유</li> <li>- ESG 요소에 따라 밸류에이션이 변경된 구체적 예시 및 투자 결정에 미치는 영향 제시</li> </ul>

자료: UN PRI

# Case Study #1 : 중국 ZTE

- 중국 통신장비업체 ZTE는 1998년부터 2014년까지 총 18개 국가에서 뇌물 제공 의혹
  - 특히 3.3억달러 규모의 필리핀 국가광대역통신망(NBN) 구축 사업에 당시 글로리아 아로요 대통령의 남편이 연루되며 퇴임 후인 2012년 3월 관련된 이유로 기소됨
- 노르웨이 재무부 산하 윤리위원회는 중국 ZTE에 관련 컴플라이언스 및 반부패 절차에 대한 답변을 요구했으나, 부패 개선 가능성을 낮다고 판단하며 15년 6월 ZTE에 대한 투자 철회 권고
- 이에 따라 노르웨이 국부펀드는 16년 1월 7일 중국 ZTE에 대한 투자 철회 공지

## 윤리위원회의 ZTE 투자 철회 권고문

COUNCIL ON ETHICS  
THE GOVERNMENT PENSION FUND GLOBAL

UNOFFICIAL ENGLISH TRANSLATION

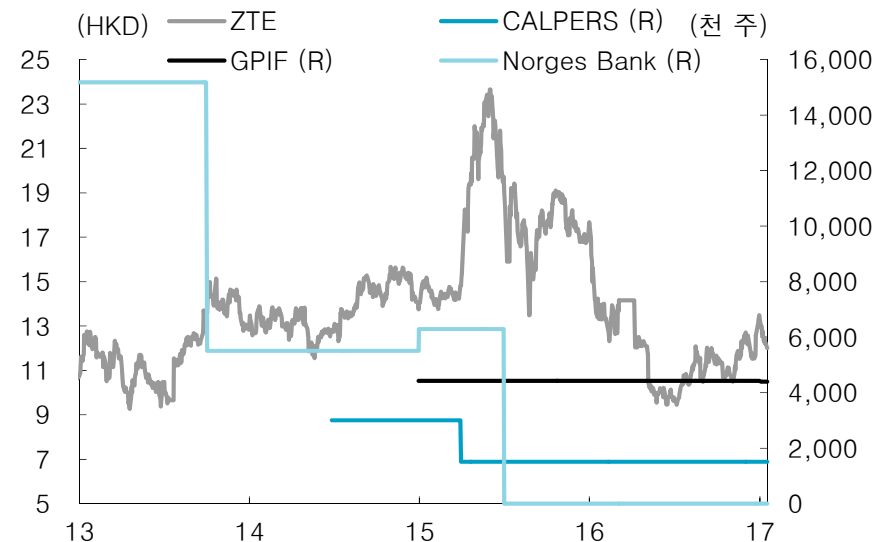
To Norges Bank

24 June 2015

Recommendation to exclude ZTE Corp. from the Government Pension Fund Global

자료: 노르웨이 국부펀드 윤리위원회

## ZTE 국가와 주요 연기금 보유 추이



자료: Bloomberg

## Case Study #2: 브라질 페트로브라스

- 브라질 석유공사(Petrobras Brasileiro)는 국영 에너지 기업으로서 14년 이후 집권당인 노동당 측근들의 부정부패에 연루됨. 이는 전 지우마 호세프 대통령의 탄핵 사유 중 하나로 작용
- 이에 영국 대학퇴직연금제도(Universities Superannuation Scheme, USS)는 16년 2월 페트로브라스를 뉴욕 남부법원에 집단소송 제소. 다만 2016년 3분기말 기준 페트로브라스 주식 보유
- 노르웨이 국부펀드는 페트로브라스를 투자주의 목록에 등재하고 향후 동향 살필 예정

### 페트로브라스와 호세프 전 브라질 대통령을 다룬 현지 언론



자료: Google Images

### 미국 상장 페트로브라스 ADR



자료: Bloomberg

# 주요 글로벌 연기금의 ESG 투자 현황 : 노르웨이 국부펀드

- ESG 요소 적용을 위해 재무성 윤리위원회가 수시로 포트폴리오 내 종목 심사 및 편출입 결정
- 전 자산군 투자 시 ESG 요소를 모두 고려한 가운데 특히 아동노동, 수질 관리, 기후 변화 등 E와 S에서 3대 중점 과제 제시
- G의 경우 주주로서 적극적인 의결권 행사 강조 : 2015년 11,562건의 주주 총회에서 투표권 행사

## 노르웨이 국부펀드 책임투자 3대 중점 과제

<p><b>Children's rights</b></p> <p>We expect companies to respect children's rights. They should have adequate systems in place and report on their activities. We have assessed companies with activities or supply chains in sectors with a high risk of child labour since 2008.</p> 	<p><b>Water management</b></p> <p>Limited access to water is a growing risk for many companies. We expect companies in particularly exposed sectors to have a clear water management strategy. We have assessed companies exposed to water risk since 2010.</p> 	<p><b>Climate change</b></p> <p>We expect companies to analyse how their operations are affected by climate change and to develop plans and targets to address climate change risk. We have assessed companies exposed to climate change risk since 2010.</p> 
--	--	---

자료: 노르웨이 국부펀드 보도자료

## 노르웨이 국부펀드의 ESG 요소별 고려 사항

주제	세부사항
E(환경)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 생물학적 다양성 및 삼림벌채</li> <li>- 수자원 보호</li> <li>- 기후 변화</li> <li>- 폐기물 관리</li> </ul>
S(사회)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 아동 노동</li> <li>- 건강/안전</li> <li>- 인적 자원 및 노동권</li> </ul>
G(지배구조)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 반부패 운동</li> </ul>

자료: 노르웨이 국부펀드 보도자료

# 주요 글로벌 연기금의 ESG 투자 현황 : 노르웨이 국부펀드

- Negative Screening : 편입 기준 가이드라인 제시해 해당 기준을 충족시키지 못하는 기업은 편입 제외
- 명시된 투자 금지 기업에는 1) 인도주의적 원칙을 위반하는 무기 생산, 2) 담배 생산, 3) 투자 금지된 국가에 무기 판매 기업 등. 추가 관찰 기업(watchlist)으로는 30% 이상의 매출이 석탄 혹은 석탄 사용과 관련된 광산 기업이나 전력 회사 등을 자회사로 한 그룹. 해당 그룹이 발행한 그린 채권도 매입 불가
- 이 외에도 아동 노동 등 인권 탄압, 전쟁으로 인한 개인의 자유 침해, 환경 파괴, 온실가스 배출, 부패 등 윤리적 기준에 어긋난 기업 제외
- 재무부 산하 윤리위원회에서 ESG에 근거한 종목 선별 및 투자 철회 권고 : 재무부 산하 윤리위원회(Council of Ethics)가 투자대상 기업들을 수시로 심사하여 투자배제 대상기업을 선정하고 재무부에 통보 -> 재무부는 윤리위원회에서 권고한 투자배제 기업들을 재검토한 후 최종 투자배제 여부를 결정하여 국부펀드에 통보 -> 국부펀드는 재무부에서 통보받은 투자배제 대상기업을 투자 유니버스에서 제외하고 기 보유한 종목은 2개월 내에 매도
- 스웨덴의 국가연금펀드인 AP 역시 윤리위원회에서 종목 편출입 여부 결정. 다만 노르웨이 국부펀드는 단일펀드로서 재무부 산하에 있는 윤리위원회의 제재를 받는 한편, 스웨덴의 AP는 총 6개 중 1~4의 경우 공동 윤리위원회 결성

# 주요 글로벌 연기금의 ESG 투자 현황 : 노르웨이 국부펀드

## 노르웨이 국부펀드 편입 제외 종목 및 사유

제외 회사명	제외 사유
Aboitiz Power Corp, Shenhua Energy, Coal India 등	석탄 생산/석탄 에너지 생산
텍스트론, 한화, 풍산, 레이테온 등	집속탄(cluster munitions) 생산
Orbital ATK Inc, 록시드 마틴, 제이콥 엔지니어링, 보잉 등	핵무기 생산
BAT, KT&G, Japan Tobacco, Philip Morris 등	담배(Tobacco) 생산
Zuari Agro Chemicals Ltd., 월마트 등	인권 침해
Duke Energy, POSCO, 포스코대우, Rio Tinto 등	환경 오염
ZTE Corp.	부패
Africa Israel Investments, Danya Cebus, Shikun&Binui Ltd	전쟁/갈등의 상황에서 개인 권리 침해
Kosmos Energy Ltd 등	기타 윤리적 규범의 침해
Petroleo Brasileiro SA (관찰대상)	부패 스캔들로 인한 편입 제외 가능성 높아짐
Astra International Tbk PT (관찰대상)	환경 오염을 일으킬 가능성 고조

자료: Norges Bank Investment Management

## 편입 종목 제외 선정 및 사유 공지문

### DECISION ON EXCLUSION OF COMPANIES FROM THE GOVERNMENT PENSION FUND GLOBAL

START — TRANSPARENCY — NEWS — 2015 —

DECISION ON EXCLUSION OF COMPANIES FROM THE GOVERNMENT PENSION FUND GLOBAL

17 AUGUST 2015

Norges Bank has decided to exclude the companies IJM Corp Bhd, Genting Bhd, POSCO and Daewoo International Corp from the investment universe of the GPFG. The companies are excluded based on an assessment of the risk of severe environmental damage.

The Executive Board's decision on exclusion was made on the basis of the recommendations of the Council on Ethics. The Executive Board has not conducted an independent assessment of all aspects of the recommendations, but is satisfied that the exclusion criteria have been fulfilled (see § 3, subsection c, of the Guidelines for observation and exclusion from the Government Pension Fund Global).

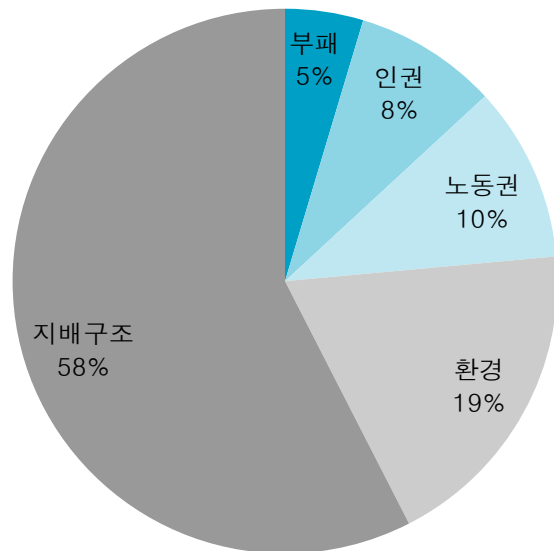
Before deciding to exclude a company, Norges Bank shall consider whether the use of other measures, including the exercise of ownership rights, may be better suited. The Executive Board concludes that it is not appropriate to use other measures in these cases.

자료: Norges Bank Investment Management

# 주요 글로벌 연기금의 ESG 투자 현황 : 네덜란드 APG

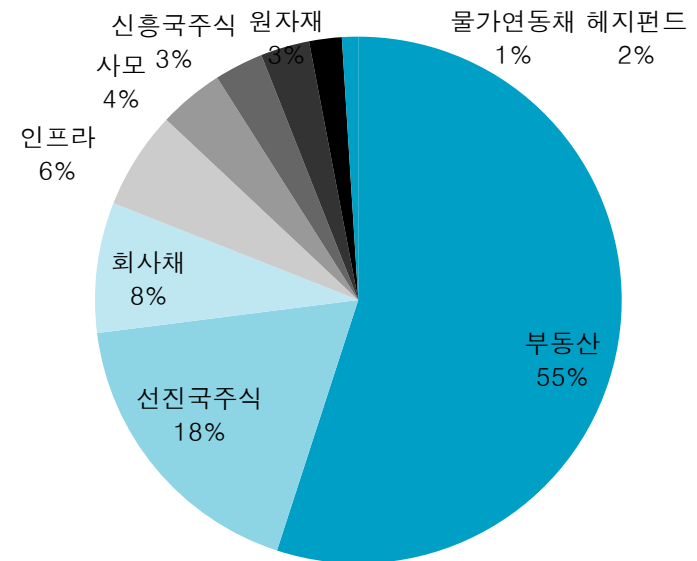
- 80%의 자산을 자체 운용하는 가운데 내부 개발 ESG 스코어보드 사용 및 리서치 기업들과 협업
  - 국가별 기업구조 리스크 전문 리서치 기업인 Sustainalytics와 공동개발한 Country Risk Monitor 사용
- ESG 중 G 강조 : 약 60%의 이슈가 기업 지배구조와 연관. 삼성물산-제일모직 합병에 반대 의사를 밝히는 서한 발송
- 이외에도 총 22개의 국내 기업에 주주총회 전 감사를 끝낸 재무제표 공개 요구 서한 발송
- 2015년말 기준 총 19개 기업 투자 제외 : 국내 기업 중에는 한화, 풍산, S&T 등
- 2015년 삼성물산-제일모직 합병 시 반대 의사 및 언론에 서한 발송

## 2015년 APG의 서한과 관련된 이슈



자료: APG Netherlands Responsible Investment Report 2015

## APG 자산 포트폴리오



자료: ABP Netherlands

# 주요 글로벌 연기금의 ESG 투자 현황 : 미국 CalPERS

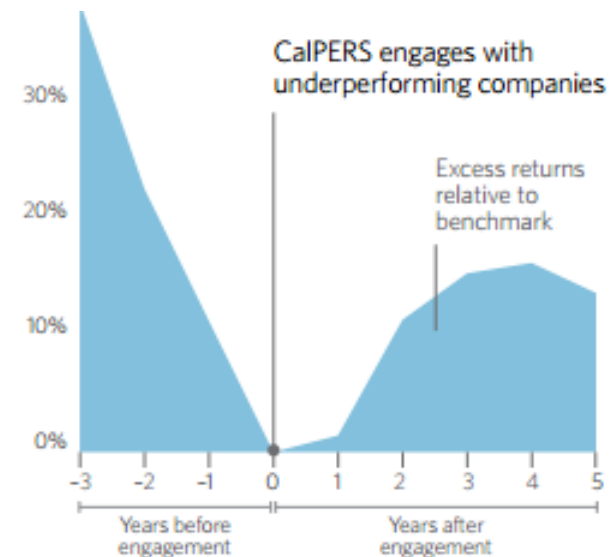
- 2011년 이사회에서 전 자산군 투자에 ESG 이슈 도입 승인, 12년 Cross Asset Class Team on Sustainable Investment 편성. ESG 허브로써 각 운용부서별 투자프로세스로의 ESG 통합을 지원
- Investment Proposal Tracking System(IPTS)를 통해 모든 투자 건(件) 리뷰 시 ESG 준수 여부 고려
- 위탁 운용사 선정 시 ESG 준수 여부를 평가 항목에 포함
- 2013년 지속가능한 투자 관련 학술 자료 모음집인 SIRI(Sustainable Investment Research Initiative) 개설
- 2014년 몬트리올 탄소 협약에 서명. 2015년 12월 이후 보유 기업 탄소 배출량 공개 의무화

## CalPERS의 자산군 별 ESG 요소 통합 예시

자산군	고려 요소
글로벌 주식	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 집중된 Focus List</li> <li>- HSBC Climate Change Strategy</li> <li>- ESG 리스크 측정을 위한 퀀트 도구 개발</li> </ul>
글로벌 채권	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 포트폴리오 구성 과정에서 ESG 리스크 통합</li> <li>- SASB(Sustainable Accounting Standards Borad)에서 탄소 배출 정보 공개 의무화</li> <li>- 발행자의 ESG 리스크 측정을 위한 퀀트 도구 개발</li> </ul>

자료: California Public Employees Retirement System

## CalPERS 효과 : 애플 주식의 벤치마크 초과 수익 변화



주: 2014년 1월 31일 매입

자료: California Public Employees Retirement System

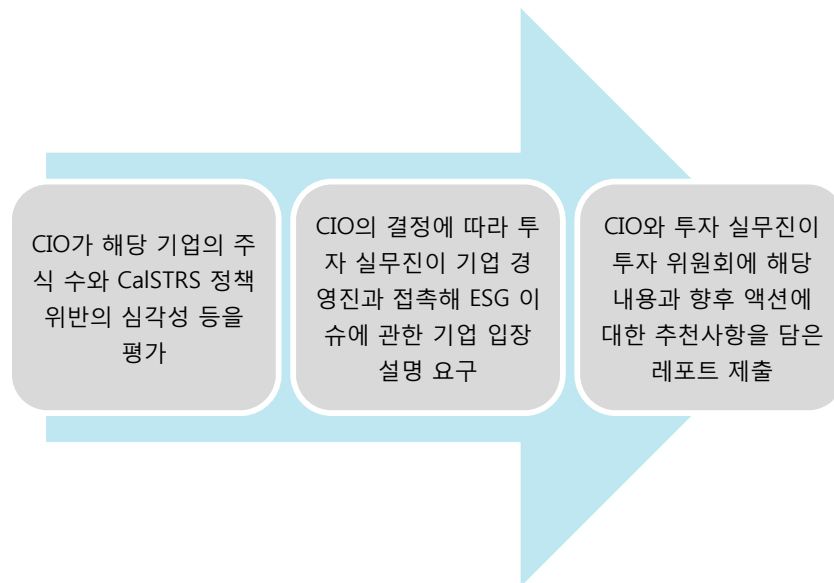
# 주요 글로벌 연기금의 ESG 투자 현황 : 미국 CalPERS

- 위탁 매니저 선정 시 ESG 평가 항목 예시
- **환경(Environmental)** : 1) 해당 기관과 연계된 전문 기관(Which professional affiliations does your organization supports or belongs to), 2) 환경 기준 측정, 추적 및 보고 여부(whether to measure, track and reporting environmental standards), 3) 투자 결정 과정에 있어 환경적 요소 고려 여부(whether environmental factors integrated into investment decision making) 등
- **사회(Social)** : 1) 사회적 기준 선정에 있어 승인된 성명서의 존재 여부(an approved statement of policy for social standards) 2) 내부 다양성 정책 여부(Internal diversity policy), 3) 포용하는 전략에 있어 사회적 요소 고려 여부(Whether social factors address through engagement strategies)
- **지배구조(Governance)** : 1) 해당 기관의 승인된 내부 지배구조 및 시행 가이드라인 유무(Does your organization have an approved policy that guides the internal governance structure and practices), 2) 리스크 관리, 측정, 완화를 위한 내부 정책 여부(Are there policies in place to manage, evaluate and mitigate risk), 3) 투자 결정 과정에 있어서 지배구조 요소 포함 여부(Are governance factors integrated into the investment decision making process)

# 주요 글로벌 연기금의 ESG 투자 현황 : 미국 CalSTRS

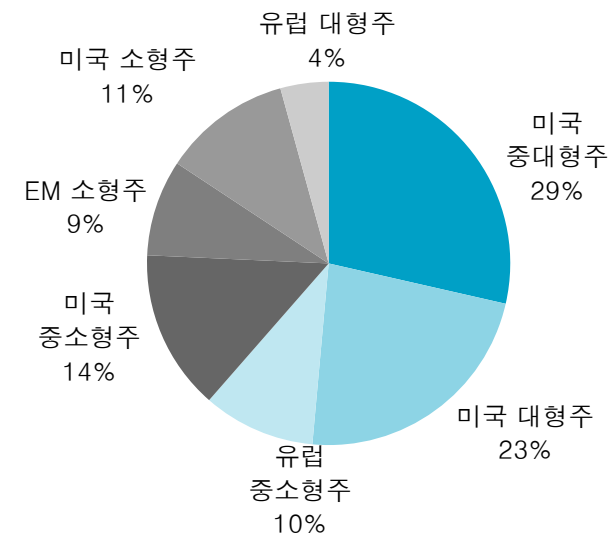
- 미국 캘리포니아교직원연금(California State Teachers' Retirement System)은 ESG 관련 리스크 경감을 위한 CalSTRS 21 Risk Factor 지정해 투자 결정 시 반영
- 21 Risk Factor는 목록에서 간과될 수 있는 ESG 요소에 대한 가이드라인도 제시
- 2004년 7억달러 규모의 지배구조 행동주의 펀드(Corporate governance activist fund) 조성, 전액 10개의 행동주의 펀드에 위탁. 15년 말 기준 9개의 펀드가 총 35억 달러 운용

## CalSTRS 정책에 위배되는 기업 심사 과정



자료: California Public Employees Retirement System

## CalSTRS 지배구조 행동주의 펀드의 자산군 배분 현황

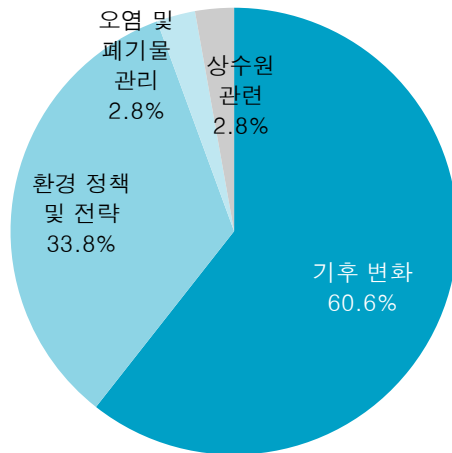


자료: California State Teachers' Retirement System

# Hermes Equity Ownership Service : 책임투자 컨설팅

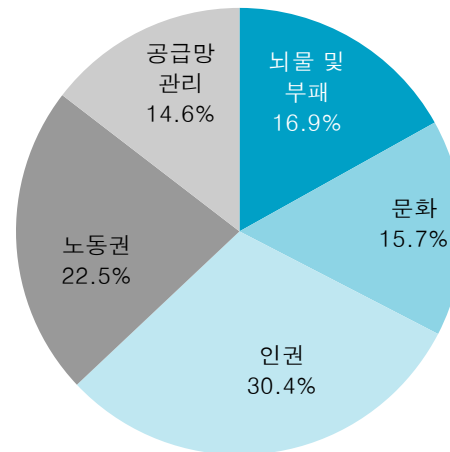
- Hermes EOS는 책임투자 관점에서 기업 운영이나 자금 운용에 대한 컨설팅 서비스 제공
- 일반 기업의 ESG 관점에서의 경영 솔루션 제공, ESG 투자 기준 설정 및 의결권 행사 컨설팅
- 2016년 상반기 Hermes EOS에서 관여했던 ESG 이슈 중 약 50%가 지배구조 관련
- 행동주의 펀드의 관점에서 여러 기관투자자들의 ESG 전략 컨설팅하기 때문에 참고할 필요

## E : 환경 관련



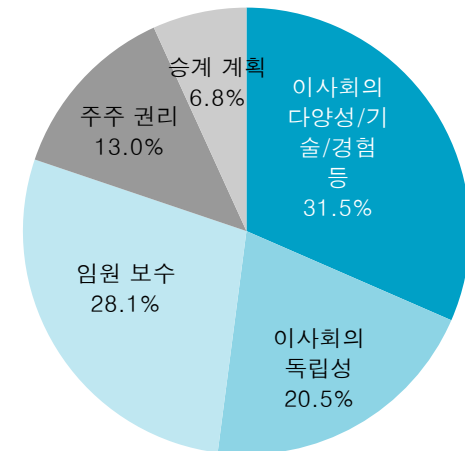
주: 2016년 9월 말 기준  
자료: Hermes EOS Public Report

## S : 사회 이슈 관련



주: 2016년 9월 말 기준  
자료: Hermes EOS Public Report

## G : 지배구조 관련



주: 2016년 9월 말 기준  
자료: Hermes EOS Public Report

# 주요 글로벌 연기금의 ESG 투자 현황 : 일본 GPIF

- 2015년 3월 투자원칙에 일본 스튜어드십 코드 반영
  - 외부 위탁운용사들의 의결권 행사 관련 정책과 의결권 행사 결과에 대한 보고 요구
  - 스튜어드십 코드는 2014년 5월 일본 금융청이 도입. 기업에 대한 기관투자자의 적극적인 개입이 골자
- 2015년 9월 UNPRI에 정식 사인
  - 16년 11월 GPIF의 CIO인 미즈노 히로미치가 PRI 이사로 선출, 17년 1월부터 3년 임기
- Business and Asset Owner's Forum : 아사히, JPE, 닛산, OMRON, Toto 등 자국 내 대기업과 주주로서의 연기금의 역할, 스튜어드십, 기업 가치 제고 등 논의
- 2016년 11월 14일 Global Asset Owner's Forum 개최
  - 국외 연기금의 사례를 참고하고 공유하는 것이 목적
  - 미국 CalPERS, CalSTRS, 캐나다 OTPP, 네덜란드 PGGM, APG 등 참여
  - 최근 ESG 투자의 트렌드 및 피투자 기업들의 ESG 요소 실천 유도, ESG 투자에 있어서 패시브 투자의 중요성 등 논의됨

# 주요 글로벌 연기금의 ESG 투자 현황 : 일본 GPIF

- 2016년 8월 일본 주식 시장에 맞는 ESG 지수 모집 공고
- ESG 지수 사업자 선정 공고를 이례적으로 영문 먼저 게시, 해외 사업자 대상
  - 제시 조건에는
    1. 백테스트를 통한 ESG 팩터의 리스크 경감 및 초과 수익 발생 증명,
    2. ESG 중 한 개 이상의 팩터(특히 S나 G)를 사용한 객관적 종목 선정 및 합리적인 포트폴리오 구성,
    3. 일본 증시 상장 종목만 편입,
    4. 지수 구성 방식 공개,
    5. 패시브 투자에 필요한 데이터 공개,
    6. 특정 기업에 대한 편중 기피,
    7. 일정 규모 이상의 투자 여력 등이 포함
- 16년 10월 1일자로 GPIF 내 “스튜어드십&ESG” 부서 신설
  - ESG 투자 관련 벤치마크 등 구체적 사안 발표 예정

# 일본 우정국 보험본부의 “쇼군 그린 채권” 투자

## • 우정국 보험 본부의 ‘쇼군 그린 채권’ 투자 발표

- 올 6월 29일 일본 우정국 보험 본부는 세계 은행(세계 재건 및 발전 은행, IBRD)이 발행하는 첫 번째 ‘쇼군 그린 채권’에 1억 달러의 기금 출현 발표
- ‘쇼군 채권’은 미국 달러로 발행되는 일본 국내 채권 의 미. 세계 은행은 일본에서 1971년 ‘사무라이’ 채권과 1987년 ‘다이묘’ 채권을 발행한 바 있음

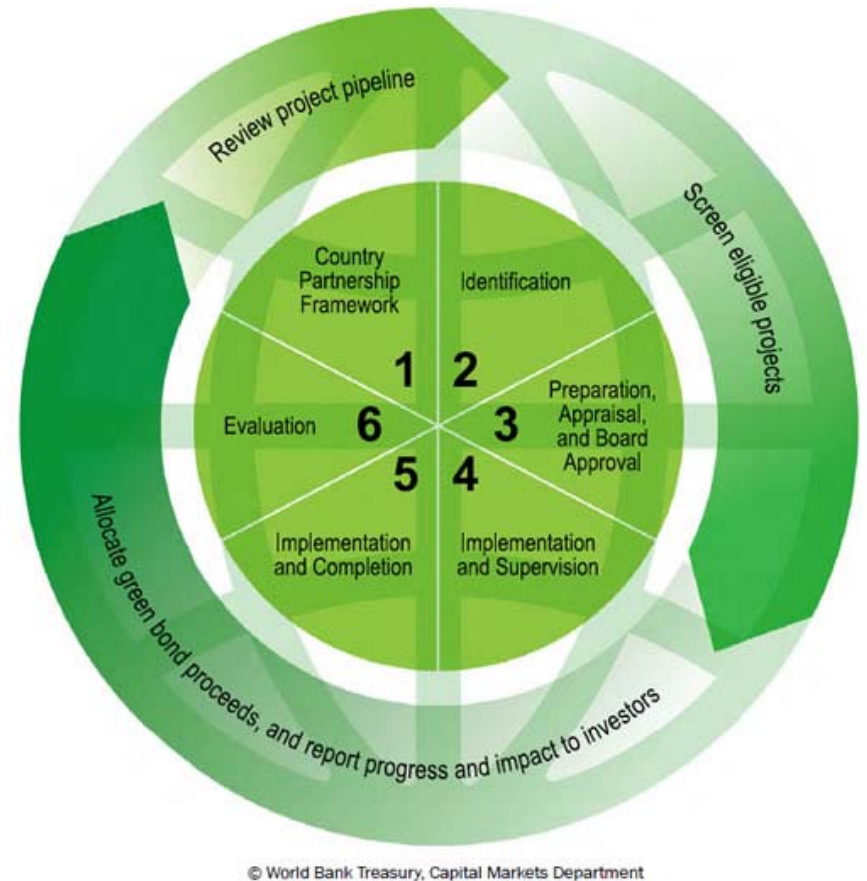
## • 세계 은행 ‘그린 채권’의 의의 및 특징

- 2008년 이후 발행 규모 : 90억 달러
- 120종류의 18개국 통화표시 채권 발행

## • 우정국의 ‘쇼군 그린 채권’ 투자 의미

- 일본 우정그룹은 경영 측면에서 ESG 가이드라인 제시 한 바 있음. 그룹 장기 비전인 Vision 2021 에서 발표한 5 개의 목표 중 하나에도 ‘사회적 참여’가 포함되어 있음
- 자산 관리 차원에서의 ESG 투자에 대한 구체적인 가이드라인은 아직 부재
- 다만 일본 우정국 관계자는 보도자료를 통해 이번 쇼군 그린 채권 투자가 ESG 투자의 첫 발걸음이라고 밝혔으며, 향후 그린 채권이나 기타 수단 등 사회, 환경에 이로울 뿐만 아니라 수익률 제고에도 도움되는 자산에 투자를 지속할 것이라 밝힘

## 그린 채권 개념도



© World Bank Treasury, Capital Markets Department

자료: World Bank

# 2

한국에서의 지속가능투자에 대하여

**E.S.G : 투자 패러다임의 변화**

# 2017 Sustainable Korea : 지속가능성에 대한 고찰

- 대형 가치주에 대한 투자 효용은 하반기로 갈수록 감소
  - 보호무역주의, 에너지 자급률 제고 등으로 글로벌 경기사이클은 지속 분절(segmented). 미국과 중국의 소비 회복이 한국에 미치는 성장 유발계수도 하락. 실질금리 마이너스 환경에도 불구하고 정부의 절대부채 레벨이 이미 높아
- 새로운 투자 아이디어 필요 : 전면적인 물량 회복(Q)을 기대하기보다는 인프라 투자, IOT와 반도체 투자 등 가치 창출이 가능한 산업군 중심으로 선별적 집중. 이에 대한 대안으로 ESG(Environmental, Social, Governance)에 대한 고찰 필요.
- 지속가능성(Sustainability)을 고려한 투자 포트폴리오 전략 : 전세계적으로 정치적 패러다임 전환 시기. 정책 대응과 규제 강도에 따라 경기회복 속도와 경로가 국가별로 달라질 것. 한국의 경우 진보 성향의 정책 입안이 증가할 것.

## 브렉시트 : EU 탈퇴 투표를 독려하는 캠페인



자료: 한국투자증권

## 도널드 트럼프 : 경기회복에서 소외된 백인 남성들의 대변인



자료: 한국투자증권

## 정치적 변화 (1) : 법인세 인상

- 더불어민주당과 국민의당 모두 법인세 200억원 이하 구간에서는 현행 세율을 유지하는 것을 찬성하고 있으나 1) 더불어민주당의 경우 200~500억원 구간에 대해서는 현행 세율과 같은 22%를 유지하되 500억원을 초과하는 구간에 대해서는 25%로 인상하는 방안을 제시했고 2) 국민의당은 200억원 초과 구간에 대해 일괄적으로 24%를 적용
- EPS 하락 영향은 5%p 수준이라 이익 사이클에 큰 영향을 준다고 보기는 어려워. 그러나 부가적인 효과와 밸류에이션 멀티플 영향에 대한 고찰 필요. 법인세 인상은 분배 문제의 책임을 상위 10개 대기업이 부담하는 방향으로 진행되고 있으며 10대 대기업 경제 및 시장 집중도가 구조적으로 하락한다는 의미

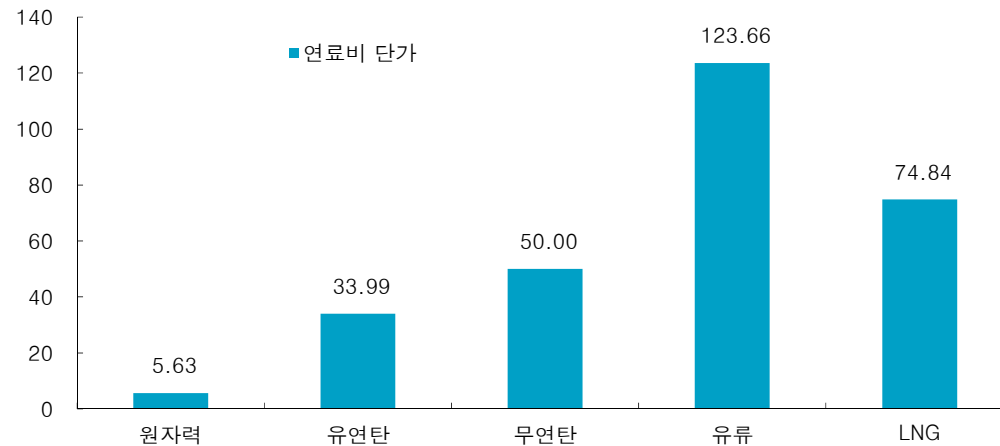
조세부담률 : 법인세 조세부담률 지속 하락

	김대중 정부	노무현 정부	이명박 정부	박근혜 정부
법인세	27.2%	23.0%	20.0%	18.4%
소득세	4.7%	5.4%	6.0%	6.9%
부가세	4.0%	4.2%	4.2%	4.2%

## 정치적 변화 (2) : 환경관련 입법

- **국민의당 장병완 의원이 전기사업법 일부 개정법률안 발의** : 전력 구매 우선순위에 환경과 국민안전을 고려하는 조항을 삽입. 지금까지는 경제성이 가장 중요한 조항. 개정 법률안은 국회 산업통상자원위원회의 여, 야 3당 간사 의원이 공동 발의해 통과 가능성이 매우 높아
- 1) 기저발전의 원가 자체가 올라가면서 기업용 전기요금 인상 가능성이 증가하는 한편 2) 저탄소 정책이 본격화 되면서 LNG 발전과 신재생 에너지 투자가 늘어날 가능성이 열린 것으로 판단. 이는 중국과 인도 등 파리 기후협약을 적극 비준한 신흥국의 흐름과도 일맥 상통

발전원별 연료비 단가 : 석탄화력 발전 감소하고 LNG 발전이 증가할 가능성



자료: 한국투자증권

## 정치적 변화 (3) : 사회책임투자

- 지난 해 더불어민주당 노웅래 의원이 국민연금법 개정안과 국가재정법 개정안 발의. 단기적 재무성과보다 지속가능성을 중시하고 사회적 책임을 다한 기업에 투자한다는 것이 주요 내용
- 개정안의 목적은 대형 연기금이 기업의 단기적 재무성과뿐 아니라 환경(Environmental), 사회(Social), 지배구조(Governance) 등 비재무적 요소를 투자 의사결정에 반영하도록 만든다는 것. 노 의원은 '책임투자는 단기적 재무성과보다 장기적 관점에서 투자대상기업의 지속가능성에 주목하는 동시에 장기수익률을 높일 수 있다는 점에서 중장기적 자산보유가 불가피한 공적 연기금의 운영 특성에 부합한다'고 설명.
- 국회 예산정책처가 지난 8월 발간한 '기금 사회책임투자 실행 및 성과평가 기준 연구' 보고서에 의하면 글로벌 책임투자 규모는 60조 달러 규모이며 유럽은 전체 운용자산의 60%, 캐나다와 미국은 각각 31.3%, 17.9%가 책임투자 방식으로 운영되고 있음. 반면 우리나라는 대형 연기금 위주로 책임투자가 수행되고 있지만 전체 운용자산의 1.33%에 불과하며, 기금 전체가 아닌 부분적인 도입에 그치는 상황
- 통과 여부는 아직 불투명하지만 국가재정법 개정안이 통과된다면 1) 제63조 제2항에 국민연금법과 동일한 책임투자에 대한 근거조항을 삽입해 국민연금 이외의 연기금에 대해서도 책임투자를 활성화하도록 유도하게 되며 2) 책임투자 여부와 E.S.G 중 어떤 요소를 얼마나 고려했는지 공시하도록 하는 조항을 마련하게 됨. 이는 미국, 유럽과 달리 책임투자에 대한 트렌드에 상대적으로 반응이 없었던 아시아권에서도 책임투자에 대한 인식이 확산되고 있음을 시사. 일본 재무성의 경우 2014년 2월 기관투자자가를 위한 책임투자 원칙을 설정한 후 일본공무원연금(Government Pension Investment, GPIF)과 지방공무원 연금펀드를 포함한 160개 기관이 서명하면서 관련 투자 트렌드가 급속하게 확산

# 2017년, 한국판 스투어드십 코드 도입의 원년 (1)

- **2016년 12월 19일, 한국형 스투어드십 코드 공표** : 한국기업지배구조원 “기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙(안)”의 수정안 공개. 위원회는 12월 5일 공청회를 거친 후 12월 19일 스투어드십 코드 공표
- **수정안의 특징** : 초안보다 자율성이 증가, 법적 구속력은 없음. 그러나 기관투자자(자산운용사, 보험사, 연기금 등)들이 수탁자의 의무를 위해 의결권은 물론, 자금을 맡긴 투자자들의 권리와 이익 향상을 최우선으로 해야한다는 기본 취지는 여전해 기업과 관련하여 어려운 선택을 요하는 상황을 피하기 원하는 기관투자자는 스투어드십 코드 채택을 앞당길 듯. 단순 의결권 행사 뿐만 아니라 투자대상의 경영 전략, 성과, 위험관리, 지배구조 등 핵심 사안에 대해 적극적인 참여 포함
- **스튜어드십 코드 미준수 시 기관투자자의 설명 필요(Comply or Explain)** : 참여를 하게 된 기관투자자는 스투어드십 코드의 원칙을 준수해야 하고, 준수하지 않은 경우에는 그 이유에 대해서 고객과 수익자에게 설명의 과정을 거쳐야 함(Comply or Explain). 이로 인해 이해관계에 기준한 의사결정 관행은 소멸될 가능성이 큼. 기업과의 관계를 기준으로 의결권을 기업에 위임하던 관행도 점차 사라질 것. 기관투자자가 원칙이 아닌 다른 이유로 의사결정을 내리고 결과적으로 자금을 맡긴 투자자에게 손해를 입혔다면, 이에 대한 충분한 설명과 책임 의무가 뒤따르기 때문.
- **독립적인 의결권 자문기관의 영향력 증대** : 의결권 자문 서비스(ISS, 글래스루이스, 한국기업지배구조원 등)의 영향력 증대 예상. 주주가치와 기업/오너/경영진의 가치가 대립되는 상황에서 국내 기관투자자가 의결권 자문 서비스 기관의 권고사항을 무시하고 이례적인 의사 결정을 내리기 어려운 분위기 확산. 그간 경영진 다툼, 그룹 총수의 무리한 사업 강행에서도 기관투자자는 소극적인 주식 매도 외에는 대응 방안이 없었지만 향후 이의를 제기할 방법이 늘어날 것.

# 2017년, 한국판 스튜어드십 코드 도입의 원년 (2)

## 쟁점사안에 대한 의결권 자문기관의 의견

사례	내용	자문기관
2013년 3월	KB금융 사외이사 선임	ISS: 반대
2014년 3월	효성 회장 일가 사내이사 재선임	ISS: 반대
2014년 7월	만도 기업분할	ISS: 반대
2015년 3월	현대차그룹 한전부지 매입관련 이사 재선임	지배구조원: 반대
2016년 하반기	CJ헬로비전, SK브로드밴드 합병	ISS: 반대

자료: 한국투자증권

## 한국판 스튜어드십코드 제 7원칙

구분	내용
원칙1	기관투자자는 고객, 수익자 등 타인 자산을 관리자·수탁자로서 책임을 충실히 이행하기 위한 명확한 정책을 마련해 공개해야 한다
원칙2	기관 투자자는 수탁자로서 책임을 이행하는 과정에서 실제 직면하거나 직면할 가능성이 있는 이해상충 문제를 어떻게 해결할 지에 관해 효과적이고 명확한 정책을 마련하고 내용을 공개해야 한다
원칙3	기관투자자는 중장기적인 회사가치, 그에 따른 투자자산 가치의 보존·증진을 도모할 수 있도록 투자 대상 회사를 주기적으로 점검해야 한다
원칙4	기관투자자는 투자 대상 회사와 공감대 형성을 지향하되, 필요한 경우 수탁자 책임 이행을 위한 활동 전개 시기와 절차, 방법에 관한 내부 지침을 마련해야 한다
원칙5	기관투자자는 충실한 의결권 행사를 위한 지침·절차·세부기준을 포함한 의결권 정책을 마련해 공개해야 하며, 의결권 행사의 적정성을 파악할 수 있도록 의결권 행사 내역과 각 경우의 사유 역시 공개해야 한다
원칙6	기관투자자는 의결권 행사와 수탁자 책임 이행 활동에 관해 고객과 수익자에게 주기적으로 보고해야 한다
원칙7	기관투자자는 수탁자 책임의 적극적이고 효과적인 이행을 위해 필요한 역량과 전문성을 갖추어야 한다

자료: 한국기업지배구조원, 한국투자증권

# WHY E.S.G ?



- **2016년 11월 4일 파리 기후협약 발효**

- 중국, 인도 등 환경문제가 심각한 신흥국들이 적극적으로 비준. 국제법적 구속력은 없지만 5년마다 정기적으로 이행실적을 점검, 감축목표 상향 제출
- 한국 국회 전기사업법 개정안 발의 : 한전이 발전회사로부터 전력을 구매할 때 경제성 외에 환경과 국민안전을 구매토록 규정.



- **공적/사적연금의 자산 증가 및 배분 변화 : 회사채와 주식 투자비중 증가**

- 그간 국부펀드나 공적/사적연금의 경우 안전자산인 국채 중심의 투자에 치중. 또한 수익률과 재무지표 등 정량적인 지표를 위주로 포트폴리오를 구성. 그러나 점차 회사채와 주식 투자 비중이 확대되면서 내부통제 기준을 마련하는 과정에서 수익자들의 이해관계와 상충되는 기업에 대한 투자를 꺼리는 경향 발생

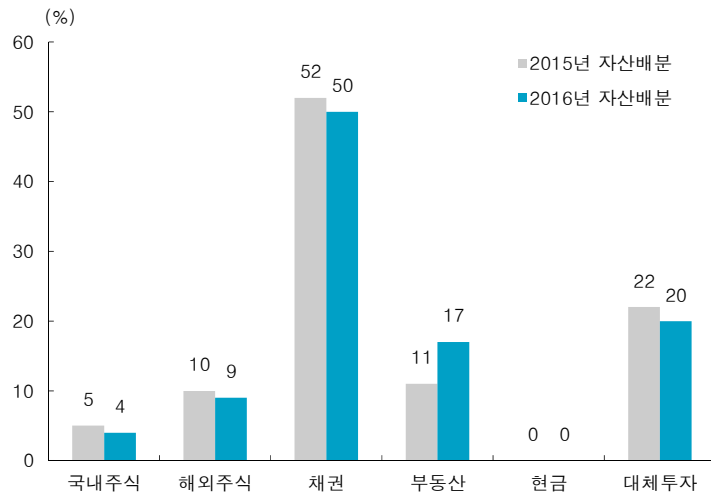


- **저금리 기조 지속, Activist 투자자들의 활동 증가**

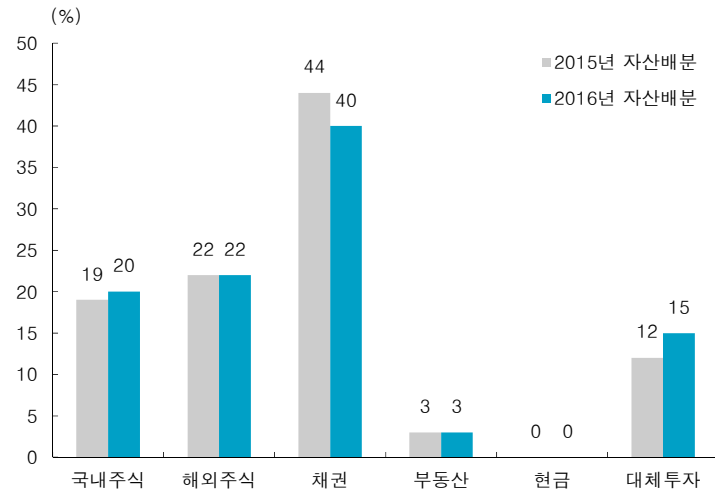
- 아시아 기업의 경우 FCF, 유보현금 풍부한 반면 주주환원과 지배구조는 매우 취약. 최근 일본의 경우 이토추 등 30개 기업이 Activist fund 요구 직면
- 저금리 기조 장기화로 투자형태는 ▲ 극단적인 패시브 투자(ETF, Active quant, Smart Beta)와 ▲ 극단적인 액티브 투자(사모펀드, 롱숏, 행동주의 투자자)로 분화

# 마이너스 금리의 일상화 : 유럽은 이미 채권 배분비중 축소

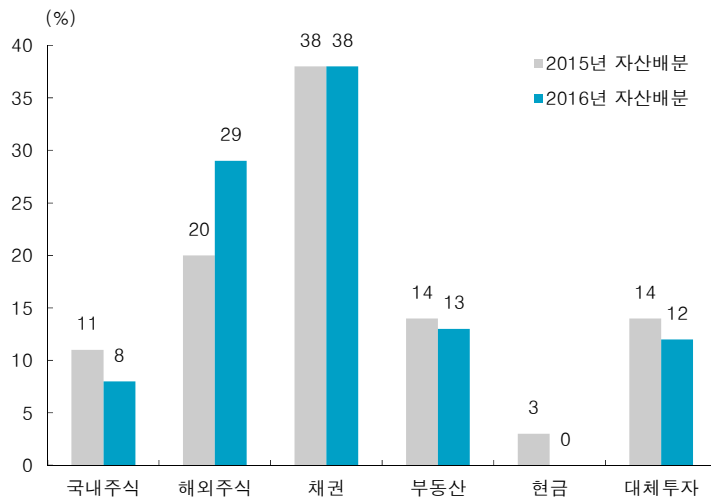
## 독일 연기금의 자산배분 변화



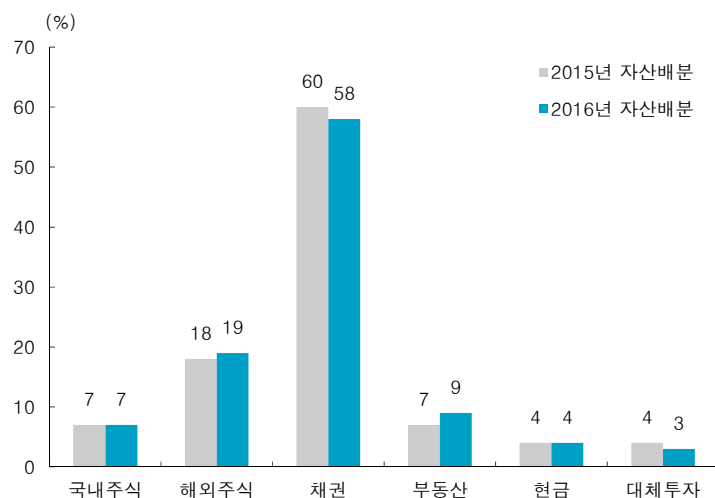
## 스웨덴 연기금의 자산배분 변화



## 스위스 연기금의 자산배분 변화



## 노르웨이 연기금의 자산배분 변화



# ESG 투자의 수익률 개선

- ESG와 책임투자 컨셉은 사실 정성적인 부분을 발라내는 것이 어렵기 때문에 계량화해서 수익률 평가하는 것 자체가 어려웠음. 그러나 최근 유럽과 미국에서는 1) ESG 등 비재무적 요소에 대한 공시 의무를 강화하고 있으며 2) 2008년 미국 금융위기 이후 이에 따라 투자계획을 세우는 보험사와 연기금들이 늘어나면서 규모의 경제가 형성되기 시작. **특정 투자 테마를 벤치마크 삼는 투자자금이 늘어나면 이에 따른 수급이 개선되는 후속 효과가 발생하는 것**
- 실제로 Robeco SAM에 의하면 전통적인 재무분석에 ESG 요인을 통합함으로써 초과 성과 창출이 가능하다고 주장하고 있는데, 실제로 ESG 성과가 우수한 종목으로 구성된 포트폴리오가 2008년 이전보다 2009년 이후 퍼포먼스가 급격하게 개선되고 있음을 확인. **이는 이 전략을 채택하는 아웃소싱 기관들과 펀드들이 증가하고 있기 때문.**

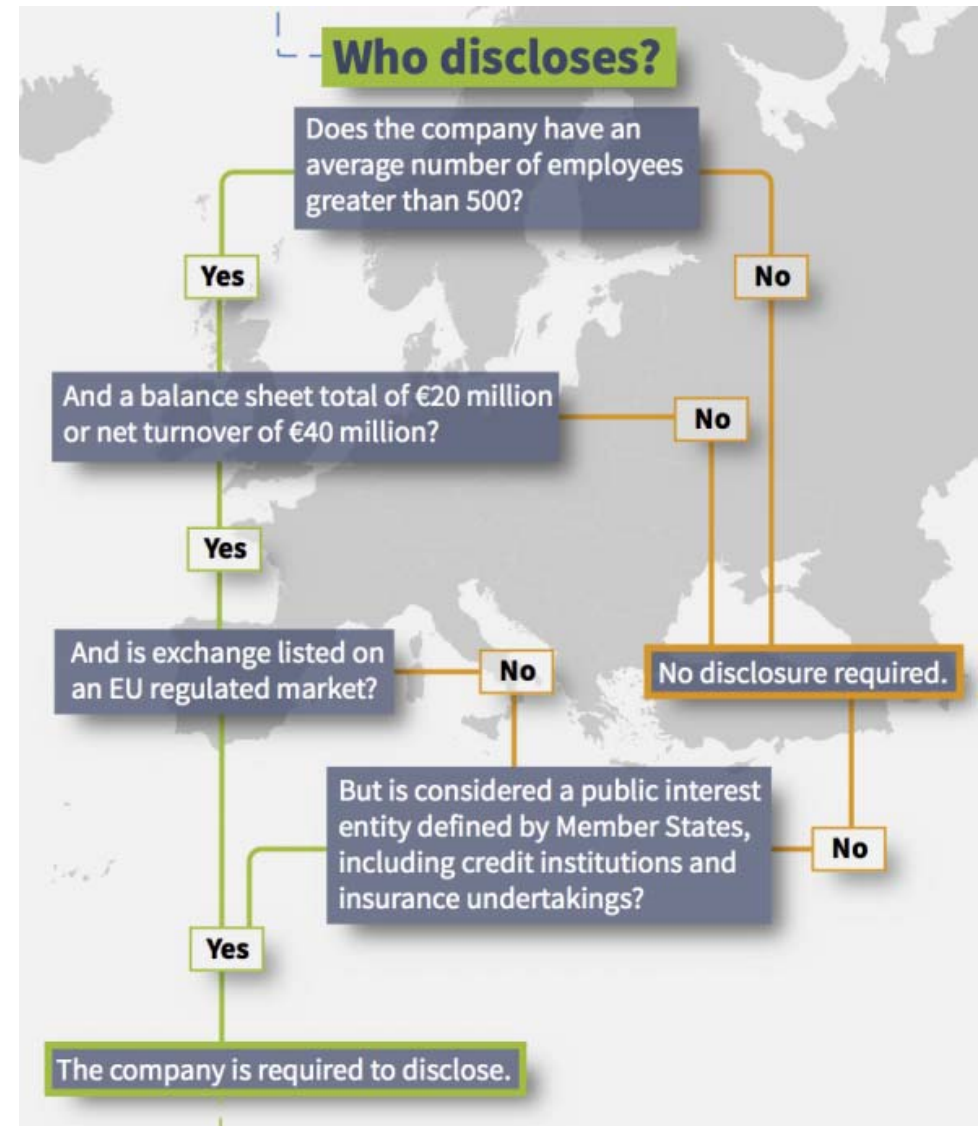
ESG 요소가 우수한 포트폴리오 outperform : 롱숏 전략도 매우 우수



자료: 한국투자증권

# EU, 2017년 1월부터 E.S.G. 항목보고 의무화

- EU, 2017년 1월부터 비재무적 정보인 E.S.G 항목 보고 의무화
  - 의무대상 : 500인 이상 사업장, 자산 규모 2천만 유로(혹은 매출 4천만 유로) 이상인 EU 상장기업(은행, 보험사, 공익재단 포함)
  - 환경영향, 사회적 이슈, 인권, 반부패 등의 항목에 대해 적정성 보고
- 일본 공적연금인 GPIF, ESG 투자 공언
  - 일본 국내 주식의 패시브 운용을 위한 ESG 지수를 공모
  - 아베노믹스 이후 채권에 치중되어있던 연금 자산이 주식 등 위험자산으로 이동하면서 수익자들의 이해관계와 상충하는 기업에 대한 투자를 꺼리는 경향 발생

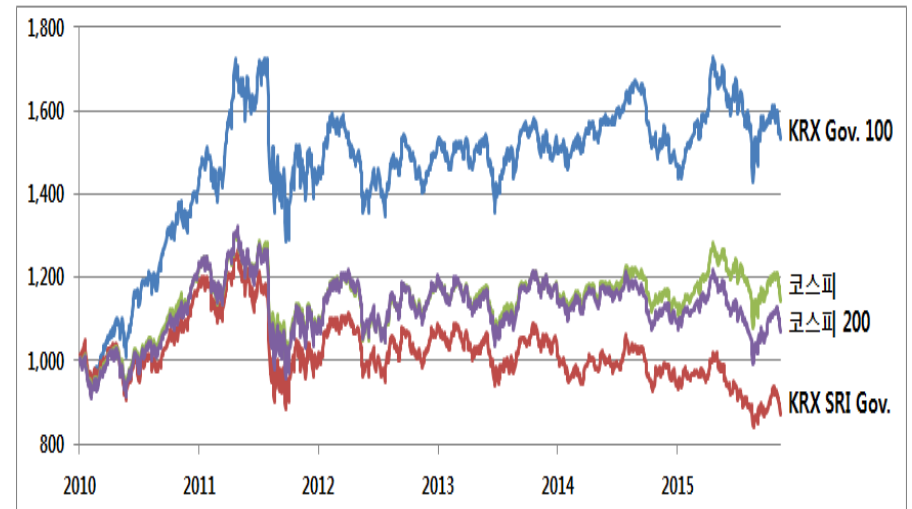


# 20대 국회 발의 재벌개혁 법안 내역

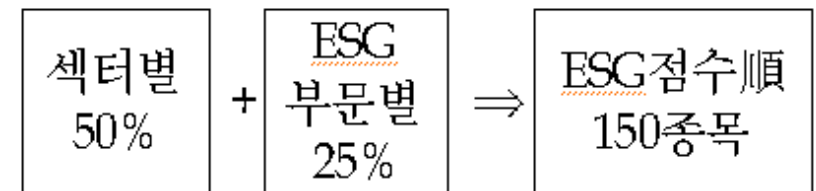
발의자	법률	내용
더불어민주당		
김종인 의원	상법	다중대표소송제 도입, 모회사 발행주식의 1% 이상을 가진 주주들이 자회사 경영진의 부실경영이 있을 때 책임을 추궁하는 소송을 제기할 수 있도록 함 집중투표제와 전자투표제를 단계적으로 의무화해 지배주주와 기타 주주간의 견제와 균형을 도모
박영선 의원	공정거래법	지배주주 일가의 계열사에 대한 지배권 강화 관행을 해결하고자 계열사 주식을 공익법인에 기부한 후 의결권을 행사하는 것을 제한
	상속세 및 증여세법	편법 상속 증여나 계열사에 대한 지배력 강화 수단으로 악용될 소지가 있는 '성실공익법인제도' 폐지 → 공익재단 활용을 통한 의결권 행사 불가
	상법	자사주 처분 시 주식평등의 원칙에 따라 처분 → 특정인에게 매각 불가(ex. KCC의 삼성물산 자사주 매입)
	법인세법	자기주식에 대해 분할신주를 배정하는 경우 법인세 부과 → 세금 부담으로 실질 지주사 전환 유인 약해짐
박용진 의원	공정거래법	재벌 계열사의 주식을 소유한 공익법인의 경우 해당 주식에 대한 의결권 행사 원천적으로 금지 회사가 분할 또는 분할합병할 경우 단순분할신설회사와 분할합병신설회사는 분할회사가 보유하는 자기주식에 대하여 신주의 배정을 금지하고, 분할승계회사에 대해서도 신주발행 뿐만 아니라 자기주식을 교부하는 행위도 금지→ 지주 회사 전환 시 자사주를 활용한 지주회사 - 사업회사 설립 불가
	상법개정안	
이종걸의원	보험업법 개정안	보험사 자산운용 비율 취득원가에서 시가로 변경 → 삼성생명 보유 삼성전자 지분 매각 필요(취득가 기준으로 전자 지분가치는 자산의 0.3% 이나 공정가 기준 7.0%)
		보험사는 총자산의 3% 이상을 계열사 주식 보유 금지
국민의당		
김성식 의원	공정거래법, 상속세 및 증여세법	일감몰아주기 규제대상 강화
		증여세 정상거래비율과 한계지분을 차감규정 삭제로 총수 일가의 증여세 과세액 증액
		내부거래 인정 대상
김동철 의원	공정거래법	일감몰아주기 규제 대상을 총수 가족 소유 지분 30%(상장사), 20%(비상장사) 이상에서 10%로 강화

# KRX ESG 지수 개요 (1) : 4가지 특징

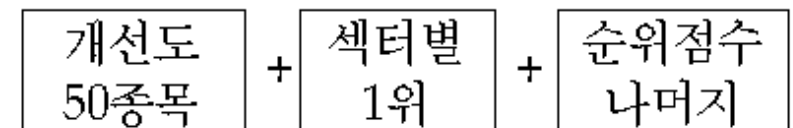
- **특징 1** : 기존 SRI 지수는 산업구분 없이 ESG 평가등급(grade)으로 종목을 선정했지만 新 ESG 지수는 산업분류를 적용하여 ESG 평가점수(point)로 종목 선정 → 일부 산업 집중현상 해소로 투자성 및 중소형주 편입 가능성 제고 (기존 SRI지수는 금융업 비중이 54.2% 차지하였으나 新 ESG지수는 17%로 감소하여 산업별로 균형 있게 반영)
- **특징 2** : (新ESG) 개별종목의 ESG 평가점수로 가중 → 대형주 중심에서 실제 ESG 우수기업 중심으로 지수성과 제고
- **특징 3** : (구성종목수 확대) 기존 SRI 지수는 30~70종목이었으나 新ESG는 100~150종목으로 중소형주 편입가능성 제고 및 대규모 자산운용 수요 충족. 또한 기존 SRI 지수는 산업분류 미적용, 新ESG는 글로벌산업분류(GICS) 도입
- **특징 4** : 운용성과 KOSPI 200 대비 우수 → (ESG Leaders 150) 최근 5년 수익률 38%, (Gov. Leaders 100) 최근 5년 수익률 57%, (Eco Leaders 100) 최근 5년 수익률 57%



## <통합>



## <지배구조 및 환경>



# KRX ESG 지수 개요 (2) : 지수산출 방법론

	KRX ESG Leader 150 지수	KRX Governance Leaders 100 지수	KRX Eco Leader 100 지수
지수 개요	- 유가증권 및 코스닥 상장종목 중 한국기업 지배구조원이 평가한 ESG 평가 3요소(환경, 사회, 지배구조)가 우수한 150종목으로 구성하고 ESG 통합점수 가중방식으로 산출	- 유가증권 및 코스닥 상장종목 중 한국기업지배구조원이 평가한 ESG 평가 3요소(환경, 사회, 지배구조) 중 G 점수가 우수한 100종목으로 구성하고 지배구조점수 가중방식으로 산출	- 유가증권 및 코스닥 상장종목 중 한국기업지배구조원이 평가한 ESG 평가 3요소(환경, 사회, 지배구조) 중 E 점수가 우수한 100종목으로 구성하고 환경점수 가중 방식으로 산출
종목심사 및 선정기준	<p><b>(심사대상)</b> 유가증권 및 코스닥시장에 상장된 보통주 중 아래 기준 모두 충족하는 종목            ① 유동시가총액 1,000억원 및 연간 거래대금 500억원 이상            ② 최근 3개월 일평균 거래대금 상위 90% 이내            ③ 배제업종(주류, 도박, 무기, 담배 매출 20% 이상) 제외</p> <p><b>(심사기준)</b> 아래 기준의 어느 하나를 충족            ① 섹터 내 E,S,G 각 부문 점수 모두 상위 50% 이내이고 ② E,S,G 중 어느 하나의 점수가 상위 25% 이내</p> <p><b>(종목선정)</b> 심사기준 충족종목 중 ESG통합점수 순으로 150종목 선정</p> <p><b>(정기변경)</b> 매년 9월 두 번째 목요일 익일</p> <p><b>(특별변경)</b> 상장폐지, 관리종목 지정, 피흡수합병 등 발생시 구성종목에서 제외</p>	<p><b>(심사대상)</b> 유가증권 및 코스닥시장에 상장된 보통주 중 아래 기준을 모두 충족하는 종목            ① 유동시가총액 1,000억원 및 연간 거래대금 500억원 이상            ② 최근 3개월 일평균 거래대금 상위 90% 이내            ③ 배제업종(주류, 도박, 무기, 담배 매출 20% 이상) 제외</p> <p><b>(종목선정)</b> 심사대상 충족종목 중 아래 기준을 충족하는 종목을 순차적으로 100종목 선정            ① 섹터내 지배구조점수 백분위가 50 이상이고, 최근 지배구조점수 백분위가 개선된 종목 50종목 선정            ② 섹터별 지배구조점수 1위 종목 선정            ③ 섹터내 지배구조점수 순위가 높은 순으로 나머지 종목 선정</p> <p><b>(정기변경)</b> 매년 9월 두 번째 목요일 익일</p> <p><b>(특별변경)</b> 상장폐지, 관리종목 지정, 피흡수합병 등 발생시 구성종목에서 제외</p>	<p><b>(심사대상)</b> 유가증권 및 코스닥시장에 상장된 보통주 중 아래 기준을 모두 충족하는 종목            ① 유동시가총액 1,000억원 및 연간 거래대금 500억원 이상            ② 최근 3개월 일평균 거래대금 상위 90% 이내            ③ 배제업종(주류, 도박, 무기, 담배 매출 20% 이상) 제외</p> <p><b>(종목선정)</b> 심사대상 충족종목 중 아래 기준을 충족하는 종목을 순차적으로 100종목 선정            ① 섹터내 환경점수 백분위가 50 이상이고, 최근 환경점수 백분위가 개선된 종목 50종목 선정            ② 섹터별 환경점수 1위 종목 선정            ③ 섹터내 환경점수 순위가 높은 순으로 나머지 종목 선정</p> <p><b>(정기변경)</b> 매년 9월 두 번째 목요일 익일</p> <p><b>(특별변경)</b> 상장폐지, 관리종목 지정, 피흡수합병 등 발생시 구성종목에서 제외</p>
지수 산출	<p><b>(가중방식)</b> ESG 통합점수에 비례하여 편입비중 결정  <b>(비중제한)</b> 편입비중 ≤ Min(유동시가총액비중×5, 거래대금비중×5)</p>	<p><b>(가중방식)</b> 지배구조점수에 비례하여 편입비중 결정  <b>(비중제한)</b> 편입비중 ≤ Min(유동시가총액비중×5, 거래대금비중×5)</p>	<p><b>(가중방식)</b> 환경점수에 비례하여 편입비중 결정  <b>(비중제한)</b> 편입비중 ≤ Min(유동시가총액비중×5, 거래대금비중×5)</p>

# KRX ESG 지수 개요 (3) : 중기 성과

- 박스권 장에서 KOSPI200 대비 성과 우수 – 지수관련 대형주 비중이 낮고 중소형주 포함
  - (ESG Leaders 150) 최근 5년 수익률 38%, (Gov. Leaders 100) 57%, (Eco Leaders 100) 57%
  - Gov .Leaders 100 구성종목 : 유한양행, 삼성전자, 두산, SK하이닉스, 삼성화재, 코오롱, 한독, 대원제약, LG, 대덕GDS, 한솔테크닉스, POSCO, 파미셀, 동부화재, SK케미칼, LS, 녹십자, GS건설, 삼성SDI, 미래에셋, 대덕전자, 메리츠종금증권, 삼성전기, 현대중공업, OCI, 현대미포조선, S-Oil, LG이노텍, 롯데케미칼, 성우하이텍, 카카오, 인터파크홀딩스, 한국유나이티드제약, 차바이오텍, 휴온스글로벌, 남해화학, 하림홀딩스, 동성코퍼레이션, 위메이드엔터, 와이지엔터, CJE&M, 아세아제지, 카프로, 모두투어, 에이블씨엔씨, CJ CGV, TBH글로벌, 바이로메드

## KRX ESG 3개 지수 성과 : 2010년 이후



자료: KRX, 한국투자증권

# KRX ESG Leaders 150

## • KRX ESG Leaders 150

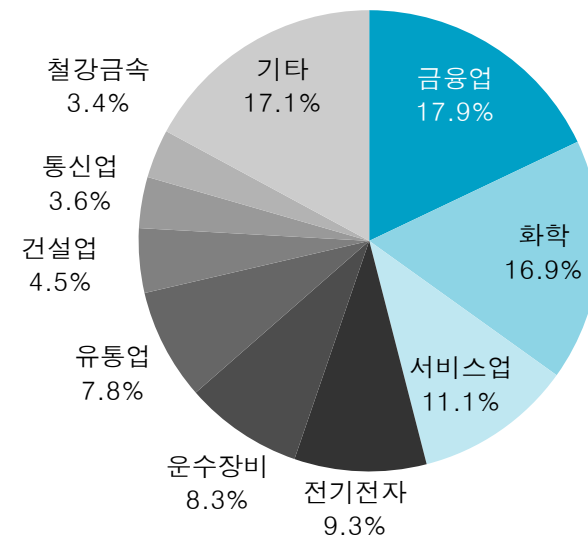
- 유가증권 및 코스닥시장 상장종목 중에서 한국기업지배구조원이 평가한 ESG평가가 우수한 150종목을 구성종목으로 하여 2015년 12월 21일부터 산출. 지수산출은 ESG통합점수가 높은 순서로 편입비중이 결정되는 ESG통합점수 가중방식을 채택

### 지수 시가총액 상위 10종목 현황

회사명	지수시가총액비중(%)	산업분류
신한지주	1.56	금융업
S-Oil	1.45	화학
KB금융	1.44	금융업
삼성물산	1.41	유통업
KT	1.38	통신업
POSCO	1.36	철강금속
삼성화재	1.35	금융업
SK	1.32	서비스업
삼성전자	1.25	전기전자
삼성전기	1.20	전기전자

자료: KRX, 한국투자증권

### 업종별 비중 : 금융, 화학, 서비스업 비중 높아



자료: KRX, 한국투자증권

# KRX Governance Leaders 100

## • KRX Governance Leaders 100

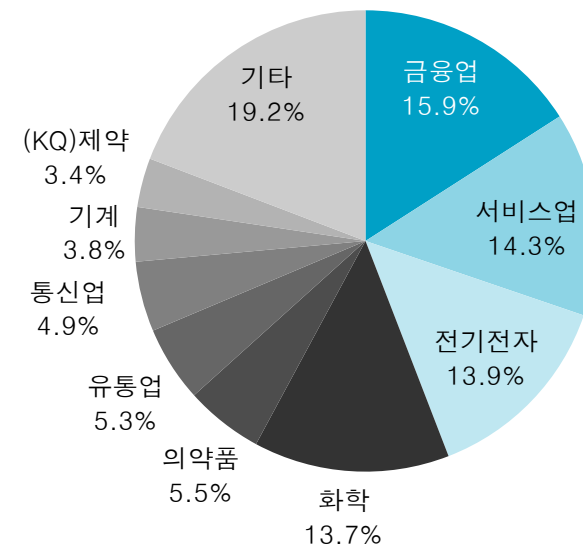
- 유가증권 및 코스닥시장 상장종목 중에서 한국기업지배구조원이 평가한 ESG평가 3요소(환경, 사회, 지배구조)의 지배구조점수가 개선되거나 우수한 100종목을 구성종목으로 하여 2015년 12월 21일부터 산출. 지수산출은 지배구조점수가 높은 순서로 편입비중이 결정되는 지배구조점수 가중방식을 채택

### 지수 시가총액 상위 10종목 현황

회사명	지수시가총액비중(%)	산업분류
KB금융	3.61	금융업
신한지주	3.26	금융업
삼성물산	2.97	유통업
POSCO	2.79	철강금속
S-Oil	2.79	화학
삼성화재	2.75	금융업
KT	2.74	통신업
동부화재	2.63	금융업
삼성전기	2.39	전기전자
SK	2.33	서비스업

자료: KRX, 한국투자증권

### 업종별 비중 : 금융, 서비스업, 전기전자 비중 높아



주: KQ는 코스닥 상장 기업 업종  
자료: KRX, 한국투자증권

# KRX Eco Leaders 100

## • KRX Eco Leaders 100

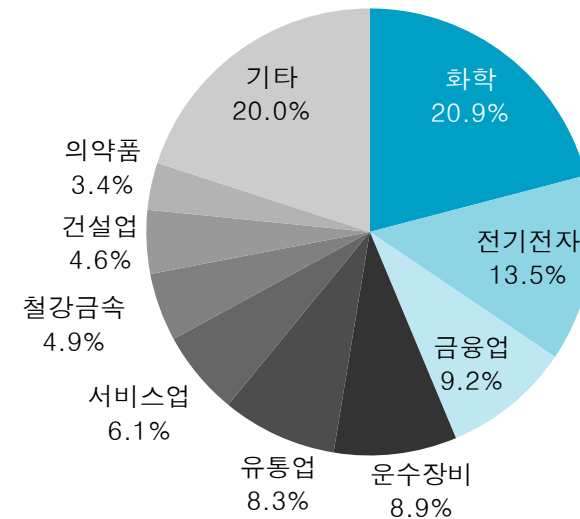
- 유가증권 및 코스닥시장 상장종목 중에서 한국기업지배구조원이 평가한 ESG평가 3요소(환경, 사회, 지배구조)의 환경점수가 개선되거나 우수한 100종목을 구성종목으로 하여 2015년 12월 21일부터 산출. 지수산출은 환경점수가 높은 순서로 편입비중이 결정되는 환경점수 가중방식을 채택

### 지수 시가총액 상위 10종목 현황

회사명	지수시가총액비중(%)	산업분류
신한지주	2.32	금융업
S-Oil	2.24	화학업
롯데케미칼	2.18	화학업
삼성전자	2.14	전기전자
KT	2.07	통신업
롯데쇼핑	2.07	유통업
한국타이어	1.98	화학업
삼성생명	1.97	금융업
삼성전기	1.97	전기전자
이마트	1.93	유통업

자료: KRX, 한국투자증권

### 업종별 비중 : 화학, 전기전자, 금융 비중 높아



자료: KRX, 한국투자증권

# MSCI Korea ESG Index

## • MSCI Korea ESG Index

- 1) 원지수(MSCI Korea Index)에서는 삼성전자의 비중이 압도적으로 높았지만 ESG 지수에서는 삼성전자 비중이 급감하고 2) POSCO, 한국전력 등 시가총액 기준 지수에서는 순위가 높지만 환경(Environmental) 측면에서 ESG 투자에 부합하지 않는 종목들은 순위가 크게 하락하며 3) KT&G 등 담배판매 등 사회적 이슈(Social)가 존재하는 종목들은 아예 제외. 이로 인해 4) 기존 지수에 비해 금융과 산업재 업종의 비중이 크게 증가. MSCI Korea ESG Index 트래킹 에러(Tracking Error)는 6.57%.

## MSCI KOREA ESG 지수 상위 종목 : 삼성전자 비중 크게 낮아

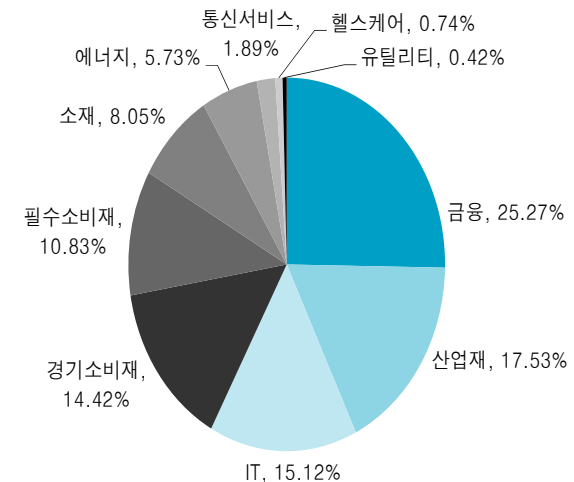
	ESG 지수 비중	MSCI KOREA 지수 비중
SK하이닉스	7.96%	3.51%
현대모비스	6.37%	2.81%
신한금융	5.83%	2.57%
KB금융	4.97%	2.19%
아모레퍼시픽	4.25%	1.88%
삼성물산	3.85%	1.70%
LG화학	3.81%	1.68%
SK이노베이션	3.56%	1.50%
SK(주)	3.30%	1.45%
삼성화재	3.15%	1.39%

자료: 한국투자증권

## 2008년 이후 MSCI Korea ESG 연간 수익률 (달러 기준)

	MSCI Korea ESG (%)	MSCI Korea (%)	ESG outperform 여부
2008	-42.70	-39.54	
2009	61.06	59.08	Outperform
2010	30.37	23.92	Outperform
2011	-15.23	-10.43	
2012	6.71	12.89	
2013	10.59	2.70	Outperform
2014	-8.73	-6.99	
2015	1.96	-0.04	Outperform
2016	3.44	8.34	

## MSCI KOREA ESG 지수의 업종 구성비 : 금융, 산업재, IT



자료: 한국투자증권

# MSCI Japan ESG Index

## • MSCI Japan ESG Index

- 1) 원지수(MSCI Japan Index)에서 큰 비중을 차지하고 있는 Japan Tobacco가 ESG 지수에서는 제외되고 2) 원 지수에서는 시총비중 1위 종목이 도요타 자동차이지만 ESG 지수에서는 친환경차 판매 전략을 공격적으로 전개하고 있는 혼다자동차가 랭킹 2위. 또한 2013년 스튜어드십 도입을 선언한 이후 ESG 지수가 원 지수를 3년 연속 Outperform한 것이 특징. 2016년은 9월 말 기준으로 ESG 지수가 소폭 Underperform하고 있으나 트레이킹에러가 높은데도 위험조정성과(Sharp Ratio)가 좋은 상황.

## MSCI KOREA ESG 지수 상위 종목 : 삼성전자 비중 크게 낮아

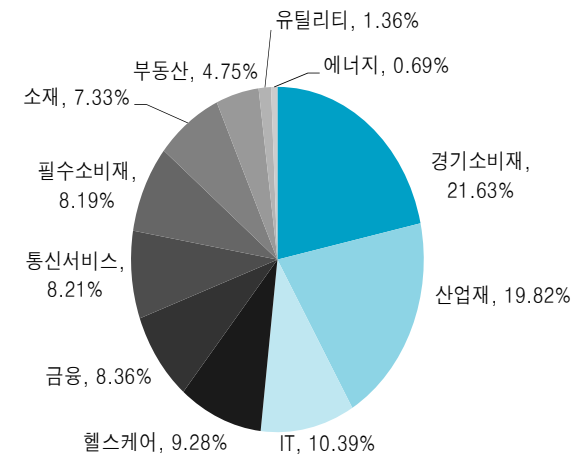
	ESG 지수 비중	MSCI JAPAN 지수 비중
KDDI	3.77%	1.92%
혼다 자동차	3.10%	1.58%
스미토모 미쓰이 파이낸셜	2.99%	1.52%
소니	2.74%	1.40%
미즈호 파이낸셜	2.64%	1.35%
세븐&I 홀딩스	2.36%	1.20%
NTT 도코모	2.34%	1.19%
미쓰비시	2.28%	1.16%
다케다 제약	2.26%	1.15%
키엔스	2.21%	1.12%

자료: 한국투자증권

## 2008년 이후 MSCI Japan ESG 연간 수익률 (달러 기준)

	MSCI Japan ESG (%)	MSCI Japan (%)	ESG outperform 여부
2008	-31.12	-29.21	
2009	8.29	6.25	Outperform
2010	16.00	15.44	Outperform
2011	-14.60	-14.33	
2012	6.54	8.18	
2013	28.89	27.16	Outperform
2014	-3.33	-4.02	Outperform
2015	11.35	9.57	Outperform
2016	2.00	2.54	

## MSCI Japan ESG 지수의 업종 구성비 : 경기소비재, 산업재, IT



자료: 한국투자증권

# 한국 상장기업 중 ESG 스코어 상위 기업들

종목명	종합 Score	E score	S score	G score
신한금융지주	65.8	58.9	81.7	62.5
삼성전자	62.0	71.3	45.6	57.1
삼성전기	59.9	65.1	45.6	62.5
LG전자	58.3	55.8	61.4	60.7
삼성화재	57.5	50.0	66.7	62.5
삼성엔지니어링	57.4	58.9	54.4	57.1
S-Oil	56.2	48.8	71.9	57.1
DGB금융지주	55.7	51.8	56.7	62.5
코웨이	55.0	48.8	70.2	53.6
한국가스공사	54.5	44.2	70.2	62.5
LG화학	54.5	51.2	54.4	62.5
현대자동차	54.5	58.1	43.9	57.1
두산엔진	54.1	47.3	61.4	62.5
BNK금융지주	53.1	44.6	60.0	62.5
두산건설	52.9	48.1	59.6	57.1
강원랜드	52.5	45.7	57.9	62.5
삼성생명보험	52.2	43.8	63.3	57.1
SK하이닉스	51.7	48.8	52.6	57.1
LG생활건강	50.8	45.0	57.9	57.1
삼성물산	50.8	50.4	45.6	57.1
한국타이어	50.8	45.7	56.1	57.1
대우건설	50.4	38.0	66.7	62.5
SK이노베이션	50.0	44.2	56.1	57.1
KB금융지주	49.6	42.9	50.0	62.5
삼성증권	48.7	35.7	60.0	62.5

자료: Bloomberg, 한국투자증권

# 일본 상장기업 중 ESG 스코어 상위 기업들

종목명	종합 Score	E score	S score	G score
세콤	64.0	74.4	47.4	57.1
리코	62.4	65.1	61.4	57.1
도시바	58.7	68.2	38.6	57.1
캐논	57.9	67.4	36.8	57.1
아스텔라스제약	57.0	60.5	54.4	51.8
카시오 컴퓨터	57.0	58.9	52.6	57.1
코니카 미놀타	56.6	57.4	54.4	57.1
후지쯔	55.4	62.0	38.6	57.1
닛산자동차	55.0	61.2	47.4	48.2
파나소닉	55.0	56.6	49.1	57.1
인팩스	54.8	48.8	64.1	57.1
다케다 제약	53.3	60.5	33.3	57.1
신코 전기공업	53.3	63.6	31.6	51.8
올림푸스	52.9	52.7	54.4	51.8
아사히 글라스	52.9	58.1	42.1	51.8
숨포 홀딩스	52.6	46.4	55.0	62.5
판클	52.5	54.3	54.4	46.4
NTT	52.1	54.3	42.1	57.1
JSR	52.1	53.5	49.1	51.8
도요잉크 SC홀딩스	52.1	60.5	33.3	51.8
NTT 도코모	51.7	59.7	28.1	57.1
신에츠화학	51.7	61.2	33.3	48.2
마쓰다 자동차	51.7	58.1	31.6	57.1
히타치화성공업	51.7	55.0	33.3	62.5
고쿠요	51.7	53.5	42.1	57.1

자료: Bloomberg, 한국투자증권

# 한국의 행동주의 펀드

- 한국에서도 행동주의 투자 펀드 활동 가능성 경계

- 아직까지 한국기업들은 주주권 행사에 여전히 소극적이지만 2017년 스튜어드십 코드(stewardship code) 도입이 예정되어 있고 기업 환경도 일본과 비슷한 만큼 행동주의 투자 관련 움직임에 대해 지속 관찰이 필요.

- 액티비스트 펀드로 유명한 Hermes Investment의 경우 롯데정밀화학, 솔브레인, 우주일렉트로, 오디텍, 인탑스, 동양이엔피, 이라이콤 등의 주식을 5% 상당 보유

- 국내 첫 행동주의(Activist) 헤지펀드 : 라임자산운용 '라임 데모크라시' 헤지펀드 출시. 많은 현금을 보유하고 있음에도 배당성향이 낮은 기업, 대주주 및 우호 지분율이 낮아 지배구조 개선이 불가피하다고 판단되는 기업들에 집중적으로 투자

## 국내 액티비스트 펀드의 주식 취득 내용

Activist Fund	기업	지분율(이전)	지분율(공시일)	공시일
Elliott Management	삼성물산	7.13	2.05	2015.09
Hermes Investment	롯데정밀화학	5.05	6.12	2016.08
	솔브레인	5.76	4.86	2016.08
	우주일렉트로	n/a	5.05	2016.07
	오디텍		5.03	2016.04
	인탑스		5.04	2016.03
	동양이엔피		5.02	2016.03
	이라이콤		5.02	2016.02

자료: 한국투자증권

# (WSJ) Activist investors start making waves in Australia

- (11.20) WSJ, Activist investors start making waves in Australia : 액티비스트 펀드들이 미국에서는 이제 적절한 타겟을 찾기 어려워 호주로 영역 확장
- 사례: 런던, 홍콩, 보스턴, 시드니 등의 헷지펀드들이 AMP 캐피탈에 대해 liquidation 압박한 사건 : LICs(listed investment companies)의 경우 인수합병이나 액티비즘 요구에 노출되는 것은 매우 경미하지만 최근 AGF(AMP Capital China Growth Fund)의 주가가 NTA(주당 순유형자산가치; net tangible asset per share)보다 20% 이상 할인되어 거래된데다, 포트폴리오가 벤치마크를 지속 underperform 한 것에 대해 항의. 그러면서도 운용 수수료는 계속 수취한 것 역시 불만 요인. share buyback을 요구했지만 거절하자 Metage Capital의 Mr. Paris는 주식을 더 매입한 후 특별 주주총회를 소집, 법정 싸움으로 비화. 그는 런던에서 시드니로 날아와 AMP 헤드쿼터 건물의 한복판으로 office를 옮김. AMP는 펀드 퍼포먼스를 개선할 40가지 방안들을 내놓았지만 바이백 등은 workable하지 못하다고 설명. 중국에서 돈을 어떻게 송금해서 가져오느냐 문제에 봉착했기 때문. 결국 펀드의 liquidation은 30% 수익 확정.
- 전문가들은 훨씬더 많은 activist 움직임들이 있을 것으로 예상 : 호주 업체들은 커머더티 붐이 꺼진 상태라 영업적으로도 취약하지만, 법적 허들이 상대적으로 낮은 편이라 더더욱 취약 : 호주는 캐나다와 영국과 함께 해외 activist funds들의 타겟이 되기 좋은 구조. 호주에서는 특정 회사의 상장주식의 5% 이상을 가지고 있으면 이사회를 소집할 수 있음. (extraordinary general meeting). 미국은 10%임. 미국 상장기업의 절반 이상이법적인 본사를 두고 있는 델라웨어의 경우 주주들이 특별 주주총회 수집 권한이 없음. 골드만삭스, 크레디스위스, JP모건 등 해외 투자은행들은 호주에서 activism-defense 서비스를 제공.



# Research Center Analysts

## 리서치센터장

- **윤희도** 센터장  
3276-6165  
heedo@truefriend.com

## 기업분석부

- 기업분석 부서장  
**서성문** 전문위원  
3276-6152  
sungmoon.suh@truefriend.com
- 통신서비스  
**양종인** 전문위원  
3276-6153,4  
jiyang@truefriend.com
- 반도체/디스플레이  
**유종우** 연구위원  
3276-6178  
jongwoo.yoo@truefriend.com
- 전기전자/통신장비  
**이승혁** 연구위원  
3276-4589  
kevin.lee@truefriend.com
- 휴대폰/디스플레이 부품  
**박기흥** 수석연구위원  
3276-4130  
kiheung.park@truefriend.com
- 인터넷/게임  
**김성은** 수석연구위원  
3276-6158  
askim@truefriend.com
- 호텔/레저  
**최민하** 수석연구위원  
3276-6260  
minha.choi@truefriend.com

- 보험/지주  
**윤태호** 수석연구위원  
3276-5956  
taeho3123@truefriend.com

- 증권  
**김서연** 수석연구위원  
3276-6246  
seoyeon.kim@truefriend.com

- 에너지/도시가스  
**강승균** 수석연구위원  
3276-6164  
seungkyun.kang@truefriend.com

- 운송  
**최고운** 수석연구위원  
3276-6192  
gowoon@truefriend.com

- 제약/바이오  
**정보라** 수석연구위원  
3276-6196  
bora.chung@truefriend.com

- 의료기기  
**이민영** 수석연구위원  
3276-6235  
my.lee@truefriend.com

- 헬스케어 진단기기  
**최재훈** 수석연구위원  
3276-5643  
jaehoon.choi@truefriend.com

- 유통/홍쇼핑  
**여영상** 연구위원  
3276-6159  
yeongsang.yeo@truefriend.com

- 화학/정유  
**이도연** 수석연구위원  
3276-6162  
daniel.dy.lee@truefriend.com

- 음식료/담배  
**이경주** 연구위원  
3276-6269  
kjlee@truefriend.com

- 의류/화장품/생활용품  
**나은채** 수석연구위원  
3276-6160  
ec.na@truefriend.com

- 건설/건자재/조선  
**이경자** 연구위원  
3276-6155  
kyungja.lee@truefriend.com

- 자동차/타이어  
**김진우** 수석연구위원  
3276-6278  
jinwoo.kim@truefriend.com

- 기계  
**조철희** 수석연구위원  
3276-6189  
chulhee.cho@truefriend.com

- 철강/비철금속/Small cap  
**최문선** 수석연구위원  
3276-6182  
moonsun@truefriend.com

- Small cap  
**한상웅** 수석연구위원  
3276-4563  
sangung@truefriend.com

- Small cap  
**최원준** 수석연구위원  
3276-5534  
wonjoon.choi@truefriend.com

## 투자전략부

- 자산전략  
**노근환** 전문위원  
3276-6226  
khnoh@truefriend.com

- 투자전략  
**박소연** 연구위원  
3276-6176  
sypark@truefriend.com

- 시황  
**김대준** 수석연구위원  
3276-6247  
dajun.kim@truefriend.com

- 유동성분석  
**송승연** 수석연구위원  
3276-6273  
seungyeon.song@truefriend.com

- 계량분석  
**안혁** 수석연구위원  
3276-6272  
ray.ahn@truefriend.com

- 파생/ETF  
**강송철** 수석연구위원  
3276-6181  
sckang@truefriend.com

- 해외주식  
**백찬규** 수석연구위원  
3276-6280  
ckcien@truefriend.com

- 신흥국/원자재  
**서태종** 수석연구위원  
3276-6184  
seotaejong@truefriend.com

- 중국시장  
**최설화** 수석연구위원  
3276-6274  
emily.cui@truefriend.com

- 베트남시장  
**부쑤언토** 수석연구위원  
3276-6244  
chunsu20@truefriend.com

- 일본시장  
**정희석** 수석연구위원  
3276-6277  
heuisseok.j@truefriend.com

- 경제분석  
**박정우** 수석연구위원  
3276-6229  
jw.park@truefriend.com

- 채권분석  
**오창섭** 수석연구위원  
3276-6174  
changsob@truefriend.com

- 해외채권  
**박승진** 수석연구위원  
3276-6560  
sj.park@truefriend.com

- 크레딧  
**김기명** 연구위원  
3276-6206  
krmkim@truefriend.com

- 투자솔루션  
**정현종** 수석연구위원  
3276-6191  
hyeonjong.jung@truefriend.com

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.