

통합 분석

펀더멘탈 주식 밸류에이션 시,
투자자들의 환경, 사회,
지배구조 요소 통합 방법



2013년 2월

본 문서의 작성 과정

2011년, PRI 이니셔티브는 주식 투자자와 분석가가 환경, 사회 및 지배구조(ESG) 분석을 어떤 형태로 기업의 적정가치 산출 기법에 통합하고 있는지 조사하기 위하여 서명사들로 구성된 워킹그룹을 소집하였습니다. ESG 통합 워킹그룹의 회원은 다음과 같습니다.

Neil Brown Alliance Trust Investments – Working Group 의장

Andre Bertolotti Quotient Investors

Paul Bugala Calvert Investments

Tony Campos FTSE Group

Cécile Churet RobecoSAM

Leanne Clements London Pension Funds Authority

Jennifer Coulson British Columbia Investment Management Corporation

Lisa Domagala Solaris Investment Management

Ralf Frank DVFA (독일 Society of Investment Professionals)

Hendrik Garz Sustainalytics 박사(과거 West LB에서 근무)

Robert Hauser Zürcher Kantonalbank (ZKB)

Bruce Kahn Deutsche Bank Climate Change Advisors

Masahiro Kato Mitsubishi UFJ Trust and Banking Corporation – 옵저버

Erica Lasdon Calvert Investments

Barb MacDonald British Columbia Investment Management Corporation

Mary Jane McQuillen ClearBridge Investments

Christie Stephenson NEI Investments

Bryan Thomson British Columbia Investment Management Corporation

Mike Tyrrell SRI-Connect

Stéphane Voisin Cheuvreux

Niamh Whooley Société Générale

2012년 3월에서 5월 사이 ESG 통합 워킹그룹은 17명의 브로커, 리서치 제공업체 및 투자운용사를 상대로 인터뷰를 실시하여 통합 주식 분석의 모범 관행 사례를 수집하였습니다. 이 사례 연구는 본 리뷰의 토대가 되었습니다(인터뷰 대상 및 검토 대상 리서치 목록은 부록 1을 참조하십시오).

PRI 사무국은 본 문서에 대한 여러분의 의견을 적극 환영합니다. 본 문서에 담긴 사례 연구는 절대적인 권위를 지니지는 않으며 본 보고서가 작성되고 출판되는 중에도 수준 높은 통합 리서치가 계속 발표되고 있습니다.

여기에 제시되는 사례 연구는 본 문서에서 거론되는 핵심 사안에 관한 토론을 촉진하고 자산 소유주(AO), 운용사 및 분석가가 자신의 통합 분석 기법의 벤치마킹 자료로 활용할 정보를 제시하는 데 그 목적이 있습니다. 본 워킹 그룹은 향후 본 보고서의 업데이트를 고려할 것입니다.

여러분의 의견과 리서치 내용을 기여하시려면 이메일을 전송해 주십시오: implementation.support@unpri.org

PRI 사무국과 함께 본 문서를 집필해 준 PRI ESG 워킹그룹에 감사의 뜻을 표합니다. 본 문서에 담긴 시각은 워킹그룹 회원과 당 사무국의 시각입니다. 개별 PRI 서명사나 PRI 이니셔티브 전체의 의견을 대표하는 것으로 해석하여서는 안 됩니다.

이 문서에 포함된 사례 연구는 12개월의 기간에 걸쳐 수집해 왔으며 반드시 리서치 출판인의 현재 시각을 반영하고 있는 것은 아닙니다.

이 문서는 유럽연합 집행기관의 지원하에 작성되었습니다.

편집인:

Katie Beith, Neil Brown, Jessica Cassey, Rob Lake

목차

서문	4
요약	5
개요	7
통합 분석	8
경제적 분석	8
산업 분석	11
기업 전략	14
재무보고서	17
밸류에이션 기법	34
결론	40
부록 1: 기여자 및 리서치	41
부록 2: 관련 산업 이니셔티브	42
부록 3: 관련 규제 현황 예시	43
부록 4: ESG 요소	44
부록 5: 투자자의 ESG 정보 사용법	45
부록 6: 참고문헌	46



Neil Brown 저

PRI ESG 통합 워킹그룹 의장

Alliance Trust Investments, 지속가능 책임투자팀, 투자 매니저

성공적인 투자 결과를 얻으려면 리스크와 보상에 대한 정확한 분석이 요구됩니다. 환경, 사회, 지배구조(ESG) 사안이 리스크와 보상의 평가 모두에 중차대한 요소라는 점은 제게는 명료한 사실입니다.

유럽에서 저희는 리스크와 보상을 잘못 산출할 경우, 어떤 대가를 치러야 하는지 하루하루 체감하며 생활하고 있으며, 금융 시스템은 사회에 오히려 지장을 초래합니다. 전 세계적으로 사회, 자연 환경은 우리의 금융 시스템이 지니는 위험한 측면으로 인해서 수십 년 동안 어려움을 겪어왔습니다.

지속 가능한 책임 투자는 그러한 시스템을 변화시키기 위한 노력입니다. 저희는 지속 가능한 개발에 솔루션이 되는 기업에 투자하고, 반대로 지속 가능한 개발에 문제가 되는 기업을 개선하기 위해 노력합니다.

매우 간단한 개념임에도 불구하고 지속 가능성과 책임 투자는 실제 적용에 있어서는 여전히 모호함에 얽매어 있습니다. 주식 선정

기법도 그 한 예입니다. 특정 주식의 적정 가치를 추정함에 있어 ESG 사안을 어떻게 통합해야 하는가?

제가 이 일을 시작한 이래 10여 년 만에 처음으로 통합 분석이 가능하다는 사실이 명백히 입증되고 있으며 실제로 그러한 분석이 이뤄지고 있습니다. 이러한 통합 분석은 세계 최대 규모의 금융기관에서 진행되고 있으며 기관투자자가 적용할 수 있게 되었습니다.

투자자는 투자 수익과 함께 그 수익을 향유할 수 있는 사회와 환경을 필요로 합니다. 이 문서에 담긴 분석은 이 세 가지 모두를 가져다 주고 2013년 투자 관행의 최첨단에 자리한 기법이라고 믿습니다.

본 워킹 그룹을 대신하여, ESG 통합에 노력을 기울이고 있는 모든 분, 저희 고객, 그리고 우리가 남기고 갈 환경과 사회에서 살아갈 모든 분에게 감사의 뜻을 표합니다.

요약

PRI 상장사 주식 ESG 통합 워킹그룹이 작성한 본 문서는 펀더멘탈 주식 분석과 ESG 요소와 ESG 요소의 분석이 상장 기업의 정확한 밸류에이션에 기여하는 부분에 초점을 맞추고 있습니다. 본 문서 전반에 걸쳐 이를 통합 분석이라 말합니다.

본 문서는 세계 최고 수준의 금융기관이 사용 중인 여러 통합 분석 기법을 소개합니다. 통합 투자 의사결정을 내리고자 하는 투자자가 사용할 수 있는 분석 기법의 본질과 우수성을 알리는 형태로 디자인되었습니다.

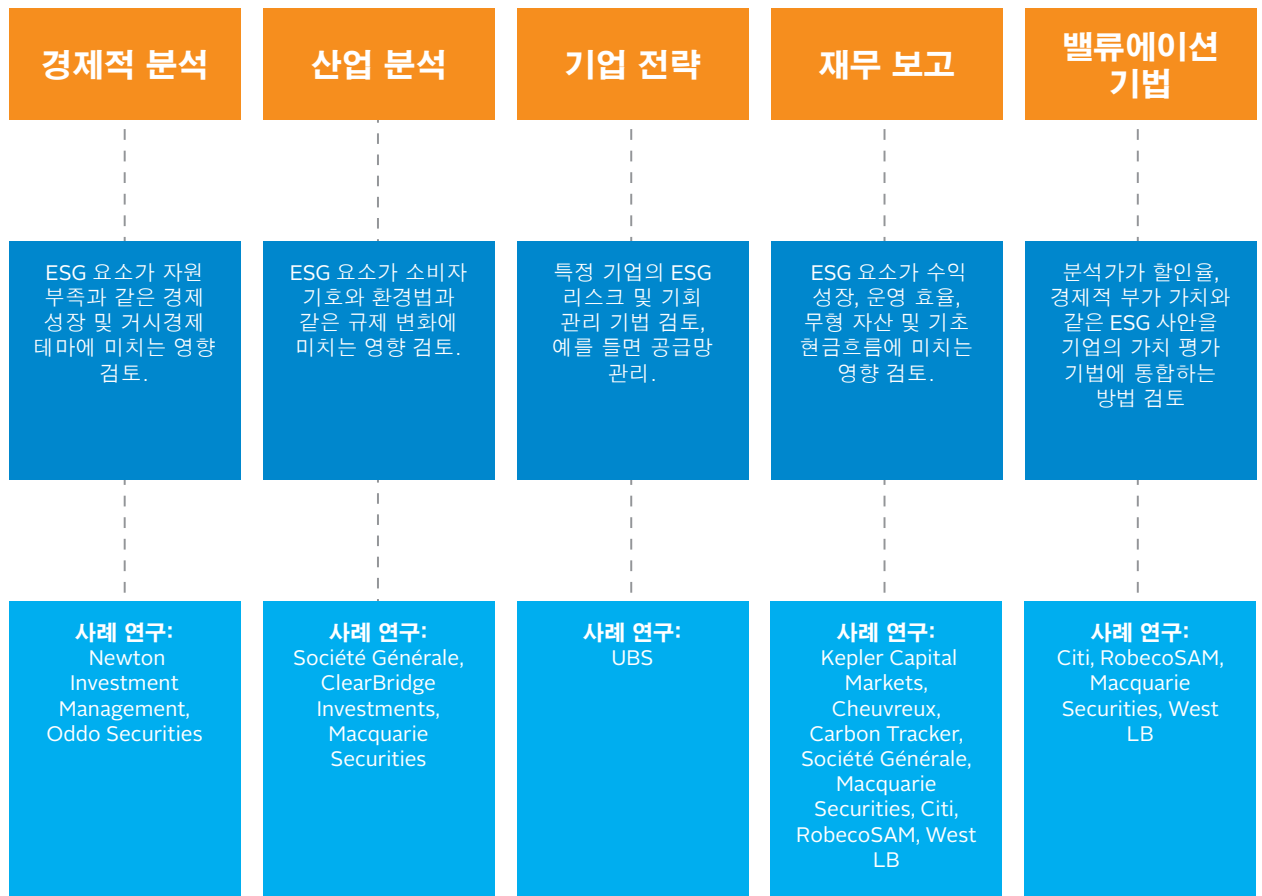
본 문서는 양식화된 주식 리뷰의 틀에 따라 작성되었습니다. 특정 기업이 사업을 펼치고 있는 경제의 분석에서 시작해, 산업부문, 사업 운영 방법, 그러한 사업이 미치는 재무적 영향, 그리고

마지막으로 분석에 사용되는 밸류에이션 기법에 이르기까지 5 단계로 나누어 본 문서를 구성했습니다.

저희가 평가한 자료 가운데 소수만이 완전히 이 절차를 따랐으나 이러한 형식을 사용하여 각 단계의 혁신적인 분석과 일반적인 관행을 강조할 수 있습니다. 각 단계와 그에 속한 사례 연구는 도표 1에 요약되어 있습니다.

펀더멘탈 주식 평가의 모든 측면, 특히 산업부문 분석, 수익 예측 및 할인율 조정에 고도의 통합 분석이 사용되고 있음이 검토 과정에서 밝혀졌습니다. 적정 가치를 추정하는 이러한 통합 접근법은 자원 부족, 미래의 규제 방향 및 시급성을 모두 감안한 밸류에이션 모델이 크게 향상되고 있음을 보여줍니다.

도표 1: ESG 분석을 상장사 주식 분석에 통합하는 방법



출처: PRI 리서치

결론

긍정적인 현상: 투자자들이 몇 년에 걸쳐 요구해 온 높은 수준의 통합 분석이 현재 실행되고 있다는 데에는 의심의 여지가 없습니다. 그간 통합 분석의 실현 가능성이 화두였으나 이제는 구조, 활용, 자원 조달 및 지불을 둘러싼 주제가 그 자리를 대신할 것입니다.

메인스트림 준비 완료: 저희가 검토한 거의 모든 분석 기법이 일반 증권사 리서치팀이나 투자자가 사용하는 표준 리서치 기법과 동일한 기법을 사용했습니다. ESG 사안은 새로운 리스크와 기회를 제시할 수는 있으나 이 사안은 비즈니스 실적과 밸류에이션의 표준 모델을 통해 평가되고 있습니다. 저희가 실시한 리서치 결과는 투자자들에게 유용한 정보가 될 것이라고 믿습니다.

투자 기간에 따른 부담감: 다수의 ESG 사안이 기업에 영향을 미치기까지 소요되는 기간이 전통적인 기법이 다루는 비교적 짧은 투자 기간에 비해 길기 때문에 전통적인 밸류에이션 기법에 의존할 경우, 마찰이 빚어질 수 있습니다. ESG 사안이 더 시급해지거나 투자자들이 보다 장기적인 투자로 선회하는 상황에 상당 부분 분석의 초점을 맞췄습니다.

자원 집약적: ESG 정보는 여전히 감사 재무 정보에 비해 정보의 수집과 평가에 많은 자원이 소요되고 있습니다. 일관되고 비교 가능한 ESG 감사 정보의 어려운 수집 과정은 여전히 통합 분석에 장애물이 되고 있습니다.

성과 대비 부족한 공시: 보고 내용의 질이 중요하지만 흔히 공시한 내용보다는 기업이 더 많은 활동을 하고 있는 경우가 흔하다는 사실이 밝혀졌습니다. 이러한 점도 기업 성과를 정확히 판단하는 데 많은 자원이 요구되는 문제와 관련이 있습니다.

배경 설명이 중요하다: 세계의 각 규제기관마다 다른 공시 요건을 갖고 있기 때문에 배경 설명이 누락된 ESG 데이터는 오해의 소지가 있다는 점도 지적됐습니다. 탄소 배출은 사업 지역, 탄소 징벌제 메커니즘 및 일체의 무료 할당 배출량 정보가 제공되지 않으면 오해의 소지가 많은 것으로 지적되었습니다. 그러한 배경 정보 없이 데이터만을 밸류에이션에 통합하는 것은 잘못된 분석을 가져올 수 있습니다.

등급의 역할: 책임 투자 안에서 평가 등급이 지니는 중요성은 널리 인정받고 있는 추세이나 이 등급이 분석에 통합되는 비중은 그리 크지 않았습니다. 대신 ESG 매트릭에 기준한 기본적인 성과가 비즈니스 성과와 가치를 평가하는 데 직접적으로 사용되고 있었습니다. 독립적인 ESG 리서치 제공업체의 통합 리서치가 부족하다는 점도 검토 과정에서 지적되었습니다.

중대성: 중대한 사안을 식별하는 작업 또한 여전히 과학이라기보다는 예술에 가까운 차원에 머무르고 있습니다. 일부 ESG 요소의 경우, 해당 사안이 특정 회사의 성과에 중대한 영향을 미칠 수 있다는 데에는 의견의 일치가 있는 반면, 다른 ESG 측면의 중대성에 대한 평가는 개별 투자자의 절차, 투자 기간, 리스크 예산 및 성과 목표에 따라 차이를 보였습니다.

개요

책임투자원칙이란?

PRI는 책임투자원칙은 ESG 요소가 투자자는 물론, 시장 전반의 장기적인 건강 및 안정성과 연관성이 있다는 점을 명시적으로 인지하는 투자 접근법으로 정의하고 있습니다. 책임 투자는 장기적으로 지속 가능한 수익률의 창출이 안정적이고 효율적으로 기능하고 제대로 관리되는 사회, 환경, 경제 시스템에 달려 있다는 점을 인지합니다.¹

이 대단히 중요한 정의 안에서 책임 투자는 일반적으로 투자 의사결정 안에 ESG 사안을 통합하고, 적극적으로 주주권(또는 기업 관계 활동)을 행사하고, 투명성과 공공정책에 건설적으로 참여하겠다는 약속을 포함하는 것으로 고려됩니다.²

통합 분석이란?

통합 분석이란 투자 분석에 ESG 정보를 사용하는 것을 의미합니다.

이 문서의 목적상, 통합 분석은 특정 기업의 펀더멘탈 가치 추정에 ESG 정보를 사용하는 통합 펀더멘탈 분석을 말합니다.³

기업의 가치 동인에 영향을 미치는 ESG 요소는 그 목록이 끊임없이 증가하고 있습니다.⁴ 매출, 원가, 장기적인 자본 수익률에 영향을 미치는 중대한 ESG 요소를 분석해 투자 의사결정을 향상하는 데 사용할 수 있습니다.

1. 책임투자원칙: <http://www.unpri.org/about-ri/introducing-responsible-investment/>

2. 부록 5에 제시된 투자자의 ESG 정보 사용법에 관한 추가 정보를 확인하십시오.

3. 해당 문서는 ESG 요소를 투자 의사결정에 통합시키는 기법인 통합 펀더멘탈 분석에 초점을 맞춥니다.

4. 부록 4에서 ESG 요소의 예시를 확인하십시오.

통합 분석

사례 연구는 경제적 분석, 산업 분석, 기업 전략, 재무보고서와 밸류에이션 기법의 순서로 제시됩니다. 최종 밸류에이션 산출법에 관심이 있는 투자자와 분석가는 계량적 사례 연구가 많이 제시된 재무보고서 섹션과 밸류에이션 기법 섹션을 참조하시면 됩니다.

경제적 분석



ESG 요소를 경제 분석에 통합하는 이유는?

경제 성장은 다른 요소 외에도 본 문서에서 환경 자원이라 칭하는 경제 자원의 조달 가능성, 사회 자원을 의미하는 사회 트렌드, 국가, 시장 및 기업의 지배구조, 그리고 투자 자본에 의해 결정됩니다. 이러한 요소는 특정 경제에 중요한 영향을 미치는 핵심 요건이며 해당 지역의 기업이나 사업은 이러한 자원의 공급에 크게 의존합니다.

최근 들어 국가 지배구조 및 기업 지배구조 모두를 고려하는 것의 중요성이 높아지고 있습니다. 투자자들이 투명성이 결여되고 법 구조가 미비한 개도국과 신흥시장에서 이익을 모색해 오면서 점차 그 필요성이 드러나고 있습니다. 2008년 이래 세계 경제에 영향을 미쳐 온 금융위기는 기업과 국가 차원 모두에서 적절한 지배구조가 결여되었기 때문에 초래된 것이라는 평가를 받고 있습니다.

최근의 정책 개발 움직임을 볼 때, 다수의 국가가 자원 보호에 필요한 조치를 취하고 있으며 외부 효과에 가격(대가)을 책정하는 추세에 있습니다. 다양한 국가에서 탄소 배출 거래 제도가 도입되고 있는 것이 그 예입니다. 환경법 제정 노력도 강화되고

있으며 선진국에서만 아니라 중국과 같은 거대한 개도국 시장에서도 이러한 움직임이 있습니다. 유럽연합의 경우, 오염자 부담원칙과 예방원칙이 공식적으로 도입되면서 기업에 외부효과에 관한 책임을 묻고 있습니다.

인권과 노동 기준에 관한 국제적 여론도 전 세계적으로 사업을 펼치고 있는 기업에 유사한 영향을 미치고 있습니다. 이러한 제도는 아직은 전 세계 일부 지역에서 태동 단계에 그치고 있으나 투자자는 사회적, 환경적 비용을 내부적으로 책임질 것을 요구하는 사회적, 정치적 압박이 존재하고 있다는 사실에 유의하여야 합니다.

현재의 통합 관행

통합 분석의 다수는 향후 10년간 제약을 받을 자원과 성장에 영향을 미칠 자원에 초점을 맞춥니다. 기업 운영 측면에서 가장 우려되는 사안 가운데 하나는 물의 사용과 글로벌 기온이 섭씨 2도 상승함에서 비롯되는 리스크에 관한 것입니다. 이 두 사안 모두 이동 중인 인구 통계학적 패턴에 의해 가중되고 있습니다. 다음의 두 사례 연구는 상장사 주식의 거시경제적 맥락을 이해하는 과정에서 통합 분석이 담당하는 역할을 보여줍니다.

인구지정학적 배경: 프랑스 연령 피라미드 사례 연구 1:

회사명: Oddo Securities

회사 유형: 브로커(프랑스)

정보 출처: 연령 피라미드: Old is Gold(노령은 금이다) (출판물)

저자: Jean-Philippe Desmartin, Hortense Palmier, Lea Sombret

출판일: 2007년 7월

ESG 요소 식별법

프랑스 인구는 1980년~2005년 사이 연간 13% 증가했습니다. 하지만 이후 25년간 연 평균 2% 성장하는 데 그쳤습니다.⁴ Oddo Securities는 인구 고령화를 핵심 경제 동력으로 식별하였습니다. 특히 노동법이 정규 직원의 해고를 제한하는 프랑스에서 운영되는 기업은 큰 영향을 받게 되어 있습니다. 이 같은 제약은 프랑스 기업이 과다한 직원을 고용하고 있는 경우가 흔하다는 것을 의미합니다. 노동력의 고령화는 산업부문 전반에 걸쳐 인건비 절감 기회를 제시합니다.

ESG 요소 분석

Oddo는 자동차, 통신 및 공공사업과 같은 은퇴 연령에 가까운 고령의 직원 숫자가 많은 산업부문을 식별하였고 이러한 기회에 가장 많이 노출되어 있는 기업을 식별하였습니다. 잠재적 누적 효과가 있는 세 개의 시나리오를 분석하여 이러한 리스크에 노출된 기업의 비용 절감을 추정하였습니다. 그 시나리오들은 다음과 같습니다:

- 은퇴 일자리 소멸 - 영구직 직원이 은퇴한 후, 새 직원으로 대체하지 않음
- 재배치 - 직원을 저임금 지역으로 재배치할 경우 발생하는 비용 절감
- '노리아 효과' - 은퇴한 직원을 임금이 낮은 젊은 직원으로 대체함으로써 얻는 비용 절감.

분석가들은 자본 비용에서 해당 비용 절감 효과를 할인하여 연령 피라미드가 유럽 20개 기업의 주식 시장 밸류에이션에 미치는 최소 영향을 산출하였습니다. 12개월의 기간을 기준으로 한 밸류에이션의 상승 기대치는 약 9%~20% 수준이었습니다.

핵심 교훈

Oddo는 중대한 거시경제적 요소(은퇴할 노동력)를 식별하였고 프랑스 산업과 특정 기업이 노출된 영역을 분석하였습니다. 분석가들은 연령 피라미드의 역학에서 예상되는 비용 절감을 추정하였고 이것이 기업 가치에 미치는 영향을 산출하였습니다. 사회 분석을 경제 시각에 통합함으로써 Oddo는 검토 대상 기업의 사업 환경을 더 잘 파악할 수 있었습니다.

도표 2: 20개 주식의 연령 피라미드 노출 점수 및 비용 절감 할인

산업부문	회사	총점(100점 만점)	비용 절감(€백만)	자본화 효과
항공학, 국방	EADS	28.0	1904	10.6%
	Thales	48.0	1510	17.8%
	Zodiac	47.0	280	8.5%
항공사	Air France	42.0	1834	17.8%
	Lufthansa	40.5	1478	16.4%
보험	AXA	40.5	573	0.9%
	CNP	38.5	96	0.7%
자동차	PSA	42.0	4612	32.9%
	Renault	42.5	2876	9.3%
부품 제조업체	Michelin	49.5	3121	23.1%
	Valeo	36.5	289	9.3%
은행	BNP Paribas	49.0	4944	5.8%
	Crédit Agricole	46.5	4944	10.2%
	Société Générale	47.5	4847	7.3%
	Natixis	37.0	490	2.2%
통신	Deutsche Telekom	27.0	3617	6.0%
	France Telecom	43.0	6941	12.6%
	Telecom Italia	26.5	1514	4.0%
공익사업	EDF	51.0	10502	8.3%
	GDF	48.5	3618	10.1%
평균		41.6	3000	10.6%

출처: Oddo Securities, 2007

4. National Institute of Statistics and Economic Studies (France), Oddo Securities, 연령 피라미드: Old is Gold, Jean-Philippe Desmartin, Hortense Palmier, Lea Sombret, 2007년 7월

고갈: 중국의 물 부족 문제 사례 연구 2:

회사명: Newton Investment Management

출판일: 2007년 10월

회사 유형: 투자운용사(영국),
총 운용자산 £496억(2012년 12월 31일 기준)

링크: http://privateclients.newton.co.uk/core/resources/responsible_investment/content/items/2007/content/sri_water_increasing_demand_diminishing_supply_q3.pdf

정보 출처: 물 - 수용 증가 추세, 공급 감소(출판물)

ESG 요소 식별

Newton Investment Management는 이 2007년 보고서에서 중국 물 자원의 남용과 오염 문제를 해당 지역에 소재한 기업의 중대한 사업 리스크로 식별하였습니다. 특히 중국 북부 지역에서의 물 부족 문제는 인구와 소비자 경제가 확대되면서 농업, 산업 및 도심지역과의 물 확보 경쟁으로 인하여 더욱 심화되고 있었습니다.

2007년 사이 전국인민대표회의는 40여 건이 넘는 환경법을 제정하였고 동 기간 중국의 환경법은 세 배나 증가하였습니다. 기업의 노출과 대처법의 측면에서 분석가는 물 집약적인 산업, 사업 소재 지역 및 공급망 노출에 초점을 맞췄습니다. 시장 기회의 측면에서 중국을 포함한 다른 국가의 법규와 인센티브는 깨끗한 물의 생산, 보관, 운반, 수자원 보호 및 재활용 부문의 성장을 가져오는 데 그 목표를 두고 있습니다.

중국 정부가 2007년과 2010년에 제정한 법은 수자원 사용 허가 취득, 연장과 제조 현장의 수자원 확보를 더 어렵게 만들었으며 농약의 사용을 제한하는 한편, 개발 계획 요건을 강화하는 결과를 가져왔습니다. 아울러, 중국 정부는 이후 US\$ 620억을 남북 중단 수로 프로젝트에 투입하였고 US\$ 30억을 해수담수화 프로젝트에, US\$ 50억을 12차 경제개발 5개년 계획(2011-2016)에 투입하기로 결정하였습니다.⁵

핵심 교훈

Newton Investment Management는 중국의 이러한 ESG 요소를 긴밀히 모니터링해 왔습니다. 농업, 섬유산업 및 전력 산업과 같은 물 집약적인 산업의 경우 특히, 기회보다는 리스크가 더 많습니다. 글로벌 500대 기업 중 185개 기업이 제출한 정보를 토대로 작성된 2012 CDP 글로벌 물 보고서⁶는 이들 기업의 절반 이상(53%, 2011년의 38%에서 상승)이 지난 5년 사이 물 부족, 홍수, 준법 비용 상승, 규제 불확실성, 수질 문제를 포함한 물 관련 문제로 인해 악영향을 받은 경험이 있다고 응답했습니다.

ESG 요소 분석

Newton Investment Management는 이 거시경제적 역학을 분석하는 과정에서 공급과 수요 관리, 강력한 규제 및 인프라 투자에 관한 정부 정책 내용에 초점을 맞췄습니다. 1990년과

밸류에이션 통찰력: 경제적 분석

ESG 분석을 통합하고자 하는 주식 분석가는 다음의 문항을 고려할 수 있습니다.

- 경제 성장 트렌드는 얼마나 지속 가능한가?
- 장기적 전망에 ESG 제약 사항이 반영되어 있는가?
- 해당 국가의 환경법이 얼마나 강력하고 발달되어 있는가?
- 해당 정부가 토지와 물 사용을 규제하고 있는가?
- 어떠한 인구지정학적 트렌드가 진행되고 있는가?
- 해당 국가에 인권을 보호하는 법적 제도가 존재하는가?

- 범죄율이 증가하고 있는가?
- 어떤 인프라에 투자가 이뤄지고 있는가?
- 교육과 건강 관련 제도가 개선되고 있는가?
- 정부는 건강과 안전 사안을 어떻게 규제하고 있는가?
- 천연 자원 조달 능력이 현재 무역수지에 영향을 미치고 있는가? 미래에도 영향을 미칠 것으로 예상되는가?

지속 가능한 경제 성장을 향한 구조적인 틀을 마련하려면 단기적으로는 기업에 비용 부담이 발생할 수 있습니다. 하지만 지속 가능한 지배구조는 장기적 투자 기회를 지원하고 이러한 ESG 요소를 훌륭히 관리하는 기업에게 우위를 가져다 줄 수 있습니다.

5. China Water Risk(중국 수자원 리스크), 2012 www.chinawaterrisk.org

6. 2012 CDP 수자원 보고서, <https://www.cdproject.net/CDPResults/CDP-Water-Disclosure-Global-Report-2012.pdf>

산업 분석



ESG 요소를 산업 분석에 통합하는 이유는?

기업의 사업 대상 시장은 일반적으로 ESG 역학에 의해 좌우됩니다. 예를 들어, 소비자 기호를 변화시키는 사회적 트렌드의 동인과 상품 안전 기준은 특정 기업의 경쟁 환경에 조정을 가져올 수 있습니다. 거시경제적 동력에 변화를 가져오고 있는 주요 요인 중 하나는 법 규정으로, 산업 내, 그리고 산업 전반에 걸쳐 리스크와 기회를 동시에 창출하고 있습니다.

현재의 통합 관행

분석가들은 특정 기업의 수익 창출 능력에 영향을 미칠 시장 동력의 변화에 주시합니다. 저희는 분석가들이 각 시장에서 발생하는 법적, 규제적 변화가 미치는 영향을 평가하고 자원의 제약이나 라이프스타일의 변화에 따른 소비자 트렌드를 식별하고 있다는 사실을 확인하였습니다.

Société Générale, ClearBridge Investments와 Macquarie Securities가 실시한 다음의 사례 연구는 산업부문 레벨에서의 통합 분석 사례를 보여줍니다.

법적 리스크/기회: 화학 산업의 유독성 화학품 관련 법규 사례 연구 3:

회사명: Société Générale	저자: Niamh Whooley, Yannick Ouaknine, Carole Crozat
회사 유형: 브로커(법 유럽)	출판일: 2011년 3월
정보 출처: SRI: Beyond Integration(통합 이후) (출판물)	링크: https://www.sgresearch.com/Default.aspx?ReturnUrl=https%3a%2f%2fwww.sgresearch.com%2f

ESG 요소 식별

2007년에 제정된 화학 물질 관리규정(REACH)은 유럽 화학산업에 지대한 영향을 미쳤습니다. 미국에서도 2011년 독성 화학물질 규제법에 대한 지속적인 논의가 이뤄지면서 REACH와 유사한 규정의 제정이 예견되고 있습니다. 글로벌 화학 산업은 강화된 투명성, 더 강도 높은 조사와 유명한 화학 물질이 담긴 제품의 수요 축소로 압박받고 있습니다. 동시에 화학산업은 혁신과 개발 노력을 통해 기후 변화 및 물 처리와 같은 핵심 지속 가능 사안에 대한 솔루션을 제공하고 있습니다.

ESG 요소 분석

Société Générale은 비즈니스 실적 및/또는 밸류에이션에 영향을 미칠 수 있는 중대 사안의 분석을 통해 시장 리더를 식별했습니다. 사회 책임 투자팀이 이러한 사안을 이해하기 위해 산업부문 분석가와 긴밀히 협력하였습니다. 화학산업이 직면해 있는 중대 사안은 다음과 같습니다:

1. 화학 물질에 의해 초래되는 위험에 대한 제품 책임 의식;
2. 에너지 관리(미국 내의 저렴한 비용의 가스 공급 포함) 및 기후 변화;
3. 유럽의 구조조정 및 신흥시장으로의 이동;

4. 중요한 지속 가능성 솔루션을 제공하는 혁신;
5. 건강과 안전.

Société Générale은 몇몇의 구체적인 핵심 성과 지표(KPI)를 사용하여 각 테마에 대한 기업의 대처 능력을 분석하였습니다. 예를 들어, '화학 물질에 의해 초래되는 위험에 대한 제품 책임 의식' 테마의 KPI는 다음과 같습니다:

- 독성 화학 물질 사용 비율;
- '친환경 화학'에 대한 노출;
- 각 시장, 규제 및 제품에 관련된 준법 비용.

이러한 KPI를 토대로, Société Générale은 강화되고 있는 법규에서 비롯되는 비용에 가장 많이 노출된 기업을 평가하였습니다.

핵심 교훈

ESG 산업 역학에 대한 Société Générale의 테마적 분석은 수익과 준법 비용 노출의 관점에서 선도적인 기업과 후진적인 기업을 식별할 수 있게 해줬습니다. 장기적인 경쟁 우위를 파악하기 위하여 법의 변화와 더 폭넓은 소비자의 우려에 대처하는 기업의 혁신 또한 분석하였습니다.

규제 리스크: 미국 전력산업 사례 연구 4:

회사명: ClearBridge Investments

정보 출처: 인터뷰

회사 유형: 투자운용사(미국),
총 운용자산 US\$ 572억(2012년 12월 31일 기준)

출판일: 2012년 11월

ESG 요소 식별

규제 대상인 공익사업과 민영 전력기업을 분석하는 과정에서 ClearBridge Investments는 다음의 관련 법규를 식별했습니다:

- 연방 기후 관련 법규;
- 연방 규제 조항 및 미국환경보호청(EPA) 규정;
- 재생 에너지 규정 및 오염 기준;
- 재생 에너지 조세법.

ClearBridge Investments는 미국 증권거래위원회(SEC)에 제출된 자료, 산업연맹, 제3자 전문 리서치, CDP 데이터 및 일반 매체를 리서치 자료로 활용했습니다.

ESG 요소 분석

ClearBridge Investments는 분석 과정에서 장기적 추세 변동에서 혜택을 입을 기업을 식별하기 위하여 자산/연료 구성비와 규제 조건 준수 상태를 조사하였습니다. 증가 추세에

있는 환경법의 관점에서 기업을 평가하여 우수한 자산 구성을 바탕으로 미래의 준법 비용을 낮춘 기업을 식별하였습니다. 환경적 책임이나 각 기업의 특정 프로젝트에서 발생할 비용의 증가를 추산하여 이를 단기적인 수익 전망과 순현재가치에 통합하였습니다.

핵심 교훈

ClearBridge Investments의 사례 연구는 환경 규정의 준법 비용을 규제 대상인 공공사업과 민간 전력 공급업체의 적정 가치 산출에 통합하는 방법을 제시합니다. 강화되고 있는 법 환경 속에서 기업이 직면할 부정적인 뉴스와 투자자 우려를 감안할 때, 더 우수한 친환경 에너지 공급 역량의 관점에서 유리한 자산 구성비를 지닌 기업이 향후 더 안정적으로 수익을 창출할 수 있으며 주가 리스크도 낮을 것입니다.

소비자 기호의 변화: 지속 가능한 포장재 산업 사례 연구 5:

회사명: Macquarie Securities

저자: Aimee Kaye

회사 유형: 브로커 (호주)

출판일: 2012년 3월

정보 출처: 프레젠테이션 제목, 'ESG 투자 트렌드': 중대성 파악 및 통합 방법 - ESG의 'S'의 가치를 측정하고 평가하는 방법에 포커스'(인터뷰)

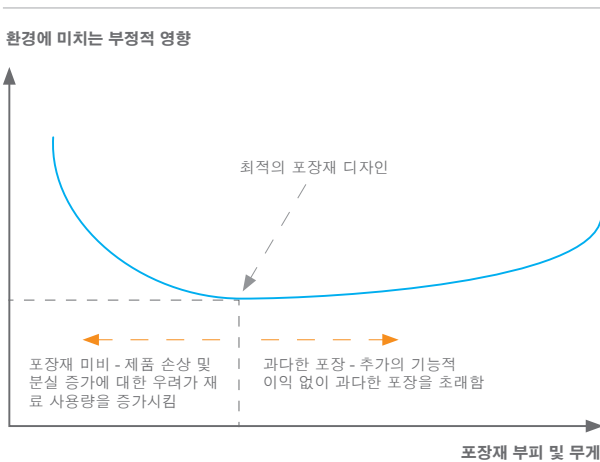
ESG 요소 식별

Macquarie Securities는 몇몇의 ESG 요소를 검토하여 지속 가능한 포장재 산업의 장기적 기회를 식별했습니다. 법규, 특히 화장품, 미용용품, 식료품 및 요식 업체의 소매 수요를 견인하는 유럽의 법규에 포커스. 쓰레기 매립지의 비용 부담이 증가하면서 기업,

현지 정부, 소비자가 포장재 처리 문제를 고려하지 않을 수 없게 되었습니다. 미디어 매체도 이 사안에 관하여 대중 계몽에 나서고 있으며, 지속 가능한 포장재의 중요성은 소비자 기호의 변화에 대비하여 기업의 '그린 정책'으로 이어지고 있습니다. Macquarie Securities는 이러한 ESG 역학 구조에 따른 지속 가능한 포장재 산업의 성장을 예견하였습니다.

도표 3: 지속 가능한 포장재의 최적화된 디자인

ESG 요소 분석



Macquarie Securities는 산업 참가자의 사업 지역에 초점을 맞춰 지속 가능한 포장재의 성장을 추정하였고 이러한 성장세가 유럽과 특정 플라스틱 제품에 중심을 두고 있음을 발견하였습니다. 유럽 시장에서 사업을 펼치고 있는 모든 기업을 상대로 분석을 실시한 결과, 규모, 범위, 글로벌 풋프린트 및 수명주기 평가 기법의 측면에서 Amcor가 글로벌 리더임을 알 수 있었습니다. Macquarie Securities는 Amcor가 중기적으로 핵심 시장에서 점유율을 2%~3% 높일 것으로 예상하여 이를 수익 전망 모델에 포함시켰습니다.

출처: Macquarie Securities, 2012

핵심 교훈

포장재 산업에 대한 Macquarie Securities의 ESG 가치 동인 분석에서는 규정, 소매업체 수요 및 고객 기호가 미래 성장 기회의 동인으로 식별되었습니다. 추정된 시장 성장 전망은 수익 전망을 조정하고 주식을 선정하는 데 사용되었습니다.

밸류에이션 통찰력: 산업 분석

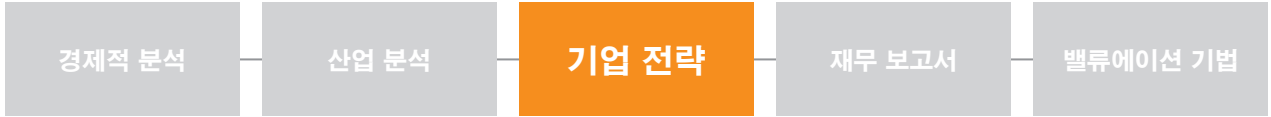
ESG 분석을 통합하고자 하는 주식 분석가는 다음의 문항을 고려할 수 있습니다:

- 해당 산업이 직면하고 있는 ESG 리스크와 기회는 무엇인가?
- ESG 리스크와 기회를 모니터링하는 최선의 방법은?
- 분석가가 관련 현황에 관한 최신의 정보를 입수하기 위해 사용할 수 있는 정보 서비스 회사는?
- 급속하게 변하는 고객 기호도를 모니터링할 수 있는 방법은?

- 공급 물량을 유지하는 데 요구되는 환경, 사회적 능력의 측면에서 지속 가능한 형태로 소비자 기호와 수요 트렌드를 충족시키고 있는가?
- 어떤 ESG 요소가 소비자 기호와 수요 트렌드를 견인하거나, 제약할 것인가?

ESG 산업 역학이 기업 수익과 밸류에이션에 미치는 영향은 본 문서의 손익계산서와 밸류에이션 기법 섹션에 더 자세히 설명되어 있습니다.

기업 전략



ESG 요소를 회사 전략과 경영 분석에 통합하는 이유는?

본 섹션은 기업 전략과 경영 분석에 투자자가 ESG 정보를 활용하는 방법에 대해 설명합니다. 기업 전략은 해당 기업이 속한 경제와 산업에 제시된 기회를 활용하는 방법과 리스크를 관리하는 방법을 설명합니다.

기업 경영진은 날이 갈수록 더 넓은 범위의 이해 당사자를 고려하여 전략적 의사결정을 내려야 합니다. 기업 책임과 관련한 주주 운동의 증가, 미디어의 감시, 그리고 더욱 현명해진 고객군을 감안할 때, 기업이 장기적으로 전략적 성공을 거두기 위해서는 ESG 리스크와 기회를 관리해야만 합니다. ESG 리스크와 기회를 인식하는 기업 경영진은 규제가 미치는 영향에 대처하고 회사의 타깃 시장에 다가올 잠재적 변화에 대처하는 능력을 갖추고 있습니다. 끊임없이 변화하는 다수의 이해 당사자가 관련된 환경에 대처하는 능력은 기업의 인적 자원과 경영진 및 지배구조에서 나옵니다.

이러한 구조를 통해 기업과 기업이 속한 공동체, 기업 환경, 기업 직원 및 이사회와의 관계를 관리하여 장기적인 주주 가치의 이익을 창출할 수 있습니다.

현재의 통합 관행

분석가들은 ESG 인식 수준을 새로 떠오르는 니즈와 수요 트렌드에 대처하는 기업의 능력을 평가하는 지표로 삼고 있습니다. 시장 기회를 활용하는 데 가장 뛰어난 기업을 식별하고 기업의 산업 내 입지를 분석하는 데 ESG 요소를 활용하고 있습니다.

본 리뷰는 포터의 5대 세력⁷ 과 같은 프레임워크가 ESG 산업 역학에 대한 기업의 대처 능력을 평가하는 데 사용되고 있는 것을 확인했습니다. 포터의 프레임워크는 펀더멘탈 기업 리서치를 수행하는 분석가에 의해 흔히 사용되고 있으며 도표 4는 전략 고려 시 ESG 사안이 지니는 중대성을 강조하고 있습니다.

도표 4: 포터의 Five Forces(5대 세력) 모델과 기업의 ESG 성과

산업 세력	기업의 ESG 성과 사례
경쟁 수준	기업이 평판 리스크와 기회를 관리할 수 있는가?
새로운 시장 진입자의 위협	의욕적이고 혁신적인 인적 자본이나 혁신적인 기술을 보유하고 있는가?
공급자 교섭력	제한적인 천연자원, 신용 조달 능력과 사업 운영 허가를 받을 능력을 보유하고 있는가?
구매자 교섭력	구매자의 고객 만족도와 충성도가 높은가?
대체재의 위협	기업 상품/서비스의 환경적 프로파일은 무엇인가?

출처: PRI 리서치

통합분석에 효율적으로 사용되고 있는 또 하나의 분석 기법으로는 SWOT 분석(강점, 약점, 기회 및 위협 분석)이 있습니다.

도표 5는 SWOT 분석을 통하여 ESG 사안⁸ 을 식별, 이해하고 잠재적인 ESG 기폭제를 '일상적인 비즈니스' 기회와 위협으로 분리하는 주식 레벨의 프레임워크를 분석가들에게 제시합니다.⁹

도표 5: SWOT 분석과 ESG 요소

SWOT	ESG 요소의 예시
강점	고객 충성도, 상품의 지속 가능성, 의욕적인 직원, 운영 효율
약점	확인되지 않은 공급망 리스크, 관리되지 않는 외부효과/책임
기회	법규, 자원 고갈, 파괴적 기술
위협	법규, 자원 고갈, 파괴적 기술

출처: PRI 리서치

7. Porter, M. E, '어떻게 경쟁요소들이 전략을 형성하는가?', Harvard Business Review, 1979년 3월 <http://hbr.org/1979/03/how-competitive-forces-shape-strategy/ar/1>
 8. Cheuvreux, Enel: ESG 프로파일, 2012년 9월 22일
 9. UBS, ESG 분석기 - 프레임워크, 2010년 5월 18일

핵심 수요 동인의 통합 분석 사례 연구 6:

회사명: UBS

회사 유형: 브로커(글로벌)

정보 출처: ESG 분석기 - 프레임웍 (출판물)

저자: Julie Hudson CFA, Hubert Jeaneau, Eva Zlotnicka

출판일: 2010년 5월, 2판 2011년, 3판 2012년

연락처: Julie Hudson

ESG 요소 식별

UBS는 포터의 5대 세력 모델을 통합 기법으로 사용하여 중대한 ESG 사안과 그것이 기업의 퍼넨덴탈에 미치는 영향을 평가하였습니다. UBS는 외부 효과 의존도, 고객, 상품, 공급망, 인적 자원, 평판으로 이뤄진 6개의 핵심 동인과 각 동인에 대한 재무적 메트릭과 중대 ESG 메트릭을 식별하였습니다.

도표 6: 핵심 가치 동인 및 중대한 ESG 메트릭

핵심 투입 자원	재무적 중대성 지표	환경 및 사회적 메트릭 또는 설명
외부 의존도	부채, 이자 부담, 매출 대비 제품원가(COGS) %, COGS의 에너지 비용 비율. 기업 규모: 절대 매출, 직원 수, 지역 매출. 현지 주식 시장 대비 시가 총액 % 및 (대기업의 경우) GDP 대비 시가 총액 %.	환경 풋프린트 - 상공, 물, 육지 배출량, 에너지 효율, 재활용, 폐기물 처리 및 관리
고객	매출 성장. 매출 부문. 매출 대비 판매관리비 %. 시장 점유율. 고객 수, 고객 당 매출.	상품 라벨. 고객 만족도. 고객의 필수제 접근성 (예, 정보격차, 의약품 접근성 등). 고객 선택권/권한 강화.
상품	EBIT 마진. 매출 대비 연구개발비 %. 매출 대비 판매관리비 %. 매출의 가장 큰 비율을 차지하는 항목.	상품 안전성. 상품 품질. 상품 수명주기가 미치는 영향 (사용 중 미치는 영향을 포함).
공급망	매출 대비 COGS % 해외 구매 조달률 - 전체 구매액 대비 % 또는 가능한 경우, 지역별 구매액. 공급자 수.	감사 대상 공급망 %. 지속 가능한 조달.
인적 자본	직원 당 매출. 매출 대비 임금 %. 매출 대비 연구개발비 %. 매출 대비 판매관리비 %. 임금 변위치 및 최고 임금 - 최저 임금 (또는 유사 정보) SOTP의 브랜드 %. 매출 성장, 마진 추이	건강 및 안전, 사고, 부상으로 인한 손실 시간, 병가, 결근. 노동력 인구지정학/다양성. 교육 - 중등, 고등, 노동력 % 구조조정, 노조화와 관련 있는 경우.
평판	SOTP의 브랜드 %. 기업 규모. 직원 수.	국제적 기업 지배구조와 관련이 있는 경우, 상기 모든 사항에 관련된 리스크 관리.

출처: UBS, 2010

ESG 요소 분석

핵심 동인의 지속 가능성을 이해하기 위하여 각 핵심 동인을 포터의 5대 세력(즉, 경쟁 수준, 공급자 교섭력, 구매자 교섭력, 대체제의 위험 및 새로운 시장 진입자의 위험)의 맥락에서

분석하였습니다. 분석가들은 Porter의 구조를 활용하여 핵심 산업 동인과 이 역학 관계를 통해 수익을 창출하는 기업의 능력을 확인하였습니다.

도표 7: 포터의 세력에 정의된 외부 효과 의존도

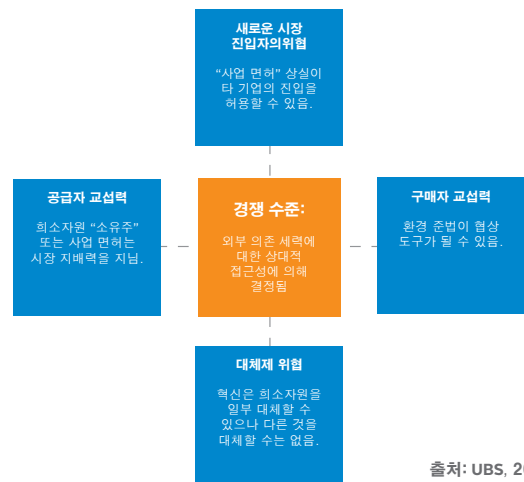


도표 8: 포터의 세력이 정의한 공급망

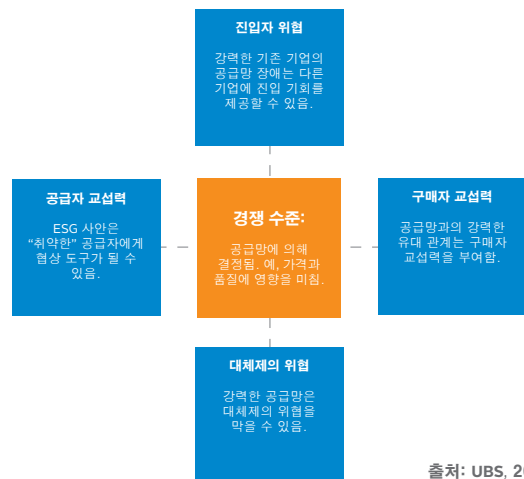


도표 9: 산업 부문 펀더멘탈 및 재무와 ESG 사안의 연계

산업부문	1. 핵심 동인	2. 주요 재무 메트릭	3. 핵심 동인이나 재무 실적에 영향을 미칠 수 있는 환경적, 사회적 사안	4. 핵심 동인이나 재무 실적에 영향을 미칠 수 있는 지배구조 사안
우주항공	항공 교통량 증가, (운송률), 국방 예산, 통화(US\$).	매출 성장, EBITA 마진, 운송률, 부품 및 서비스 시장 성장률.	보다 효율적인 엔진과 기체 제작 기술. 정부 예산 축소에 발맞춘 직원 삭감. 지뢰, 클러스터 폭탄과 같이 비 군사 판매 대상에 영향을 미치는 무기와 관련한 평판 리스크	모든 기업이 정부의 국방 예산에서 수익의 일부분을 직접 창출하고 있음. 큰 규모의 정부 관련 계약을 맺고 있는 모든 기업이 투명성 사안에 잠재적 리스크를 안고 있음. 몇몇 기업에는 황금주가 있어 국방비 지출이 정점에 이를 시, 다른 거대한 적대적 합병 세력이 인수하기 어려움.
항공사	승객 수요, 좌석, 석유 및 직원 혼란.	승객 수요 및 승객 수익률(매출 성장), 유가.	유가 급등, 2012년 시작되는 배출거래제도가 이익에 타격이 됨. 경쟁이 과거의 작업 관행을 위협하면서 발생할 수 있는 노사 문제.	정부의 환경 관련 규제 정책, 예를 들면 2012년 도입되는 배출거래제도.
대체 에너지	수요 증가, 업체가 난립하고 있는 산업 안에서의 경쟁 가열.	매출 성장, 총 마진 및 제조원가, 잉여 현금흐름	풍력 발전, 태양열 발전의 활용, 정치적 지원, 경쟁력이 떨어지는 전력 공급 지원 의지.	정부와의 관계, 경영진이 매출 성장에 중점을 두고 있어 성장에 필요한 자금을 조달하기 위하여 주주 가치의 희석을 불사할 수 있음.
자동차	고객, 신용 접근성, GDP, 실업률, 원자재.	매출 성장, EBITDA 마진, 운전자본, 자본지출, 개발 및 인수.	유럽 국가의 경우, 전체 노동력의 10-15%가 자동차 산업, 탄소 규제, 정부 규제 기관 관련 직업에 종사 중.	가치, 주주, 정부 개입 기관 간의 이해 상충
은행	평판, 인적 자본, 고객.	순 이자 수익, 자산과 부채 마진, 자본의 품질과 총액.	대부분의 리스크가 사회적 요소임. 납세자 불만, 대출 문제가 존속, 계속될 경우, 사회적 고통이 수반됨, 고객 불만, 직원 삭감, 작업 환경.	평판, 평판, 평판. 은행 산업 규제의 불확실성, 국제 문제.
음료	핵심 원료 농산물, 물, 알루미늄, 유리, 플라스틱 포장재, 가격을 낮추려는 소매업체와의 협상, 브랜드 평판이 중요함.	유기적인 물량 성장, 가격/제품 믹스와 마진.	증가하고 있는 신음시장 소득, 정치적 안정 및 경제적 건전성, 음료 산업을 조세, 자원으로 보는 정부의 시각. 음료가 건강에 유해하다는 시각.	M&A 의사 결정에 주주가 미치는 영향력 대비 가치 소유 기업의 의사결정. 주주의 기대치에 부합하는 경영진 보수.

출처: UBS, 2010

UBS는 이 분석을 44개의 주식 부문에 적용하여 해당 기업의 재무 메트릭과 ESG 메트릭을 식별하였습니다.¹⁰

핵심 교훈

UBS가 파악한 핵심 동인은 특정 기업의 가치가 이해 당사자를 관리하는 능력에 집중되어 있음을 시사합니다. 포터의 프레임워크 분석가들이 운영과 전략적 측면, 그리고 기업의 향후 경쟁 우위의 관점에서 산업부문의 역할과 해당 산업에 속한 기업의 미래 ESG 리스크 및 기회 관리 능력을 이해하는 데 도움을 줬습니다.

밸류에이션 통합력: 기업 전략 및 경영진

ESG 분석을 통합하고자 하는 주식 분석가가 고려할 만한 문항을 여기에 제시합니다.

- 해당 기업이 자신이 사업을 펼치고 있는 경제와 산업의 ESG 요소를 인지하고 있는가?
- 경영진은 ESG가 제시하는 과제를 얼마나 중시하는가?
- 핵심 경영진이 회사의 ESG 리스크에 대하여 얼마나 잘 파악하고 있는가?
- 기업이 ESG 역학에서 비롯되는 기회를 발굴하고 있는가?
- 기업의 보고서에 ESG 리스크와 기회를 설명하고 이러한 리스크가 전략에 통합되어 있는가?
- ESG 성과에 관한 보고는 얼마나 상세한가?
- ESG 요소에 대한 보고가 재무 실적과 연계되어 있는가?

- 현재 보유 중인 사업 면허와 잠재적 사업 면허, 공급망과 자원 병목 현상에 관한 해당 기업의 포지션은 무엇인가?
- 경영진은 이해 당사자, 특히 고객, 직원과 정부의 의견을 얼마나 반영하며 의견은 어떤 방법을 통해 수집하는가?
- 투자자의 기업 관계 활동에 대해 기업이 얼마나 적극적으로 응하는가?
- 기업의 ESG 사안 관리 노력이 이사회의 지원을 받고 있는가?

중차대한 사안을 식별한 후, 분석가들은 관련 데이터를 입수, 분석하여 해당 기업의 중대한 ESG 사안 관리 방법과 그것이 동종 업계의 경쟁 회사와 어떻게 비교되는지 (사실에 기반하여) 근거 있는 의견을 형성하게 됩니다. 투자자는 주로 기업 보고서, 회의, 그리고 브로커의 리서치를 통해 이러한 유형의 데이터를 확인합니다. 하지만, 세밀하고 경쟁력 있는 분석은 추가의 정보 자원을 활용하는 데 달려 있을 수 있습니다.

10. 본 문건에 담긴 시각과 의견은 저자의 시각과 의견이며 반드시 UBS Limited의 시각과 의견은 아닙니다. UBS Limited는 본 문건의 내용에 관하여 일체의 책임을 지지 않습니다. 본 문건은 오로지 정보 제공을 위한 것이며 일체의 증권이나 그에 관련된 금융상품의 영업 행위나 매매 제안으로 이해하여서는 안 됩니다. 저자의 시각은 본 문건을 발행한 날 이후로 변했을 수 있습니다.

재무 보고서



통합 분석은 기업의 가치 창출 능력에 관한 보다 완전한 정보를 제공할 수 있습니다. 기업의 외부 환경 분석에 이어 추가로 다음의 섹션(손익계산서, 대차대조표 및 현금흐름표)에서 통합 분석이 표준 재무제표를 이해하고 보충하는 데 어떻게 활용되고 있는지 설명할 것입니다.

기업 계정: 손익계산서

이 섹션은 매출과 비용에 초점을 맞춘 기업 수익의 통합 분석 사례 연구를 차례로 제시합니다.

매출

매출 분석에 ESG 요소를 통합하는 이유는?

매출 성장은 판매량의 증가 또는 가격 인상에 의해 견인됩니다. 고객 기호도나 패션과 같은 사회적 트렌드는 새로운 시장을 형성하거나 기존 시장의 확대를 가져옵니다. 아울러, 기호의 변화는 가격 인상으로 이어질 수 있으며 브랜드 파워는 가격 결정력의 핵심 요인입니다. 글로벌 미디어가 미치는 영향력이 전 세계적으로 확대되면서 기업 브랜드의 책임 의식에 대한 인식이 고조됨으로써 기업 책임에 대한 요구 또한 증폭되고 있습니다.

현재의 통합 관행

분석가들은 매출 성장 동인과 향후 수요에 영향을 미칠 요인에 초점을 맞추고 매출과 수익을 보다 정확하게 예측하기 위해 ESG 성과를 활용하고 있습니다. 이어 미래의 리스크와 기회를 반영하여 전망치를 조정합니다.

도로 안전 규칙: 매출 전망치 조정 사례 연구 7:

회사명: Kepler Capital Markets

회사 유형: 브로커(프랑스)

정보 출처: 자동차 및 부품:
안전책을 강구하다 – 도로 안전 보고서(출판물)

저자: Michael Raab, Pierre Boucheny, Xavier Caroen, Fabio Iannelli, Tobias Loskamp

출판일: 2011년 10월

ESG 요소 식별

UN은 2020년까지 도로 사망자 수를 절반 수준으로 줄이는 목표를 세웠습니다. Alliance Trust Investments의 요청에 따라, Kepler는 이러한 목표를 달성하기 위하여 수동적인 안전 대책 대신 적극적인 안전 대책에 초점을 맞추고 널리 사용되고 있는 사고 방지 기술을 식별했습니다. 유럽연합 집행위원회의 2008년 도로안전지침은 여러 주요 사안 외에 추가로 도로 인프라, 차량 기술 및 국경간 법 집행에 초점을 맞추고 있으며 특정 차량 안전 기능을 갖추도록 규정하고 있습니다. 유럽 이외의 다른

지역도 유사한 정책을 도입할 것으로 예상되고 있어 적극적인 안전 정책이 전 세계적으로 대세를 이룰 것입니다.

ESG 요소 분석

Kepler는 규제 입안자가 명백하게 식별한 사고 확률을 크게 줄일 수 있는 기술에 1차적으로 초점을 맞췄습니다. 이어 아직 법적으로 규정되지 않았으나 사고 확률을 크게 낮출 수 있는 잠재력을 지닌 다른 전자기술에 초점을 맞췄습니다.

대중에게 공개된 정보를 활용하여 2011~2025년을 기준으로 해당 기술의 시장 침투율과 예상 물량 부품 가격을 모형화하였습니다. 관련 부품 시장의 규모가 2011년의 EUR 130억에서 2025년말 EUR 580억으로 증가할 것으로 추정되었습니다. 이는 11%의 연평균성장률(CAGR)에 해당합니다. 동 기간 중, 경차 산업의 물량 증가는 3.3%로 예상되므로 이는 법이 명령하고 있는 안전 기능 관련 기술 포트폴리오를 보유한 기업에 약 8%의 구조적 성장 기회를 제시하고 있는 셈입니다.

핵심 교훈

Kepler는 예상되는 구조적 트렌드를 반영하기 위하여 수정된 성장 예상치를 기존의 밸류에이션 모델에 적용했습니다. 그렇게 산출된 EBIT 전망치를 할인하여 주식 가격의 주당 가격 상승 잠재력을 산출하였습니다.

자원 발굴 기업의 매출 전망 조정 사례 연구 8:

회사명: Carbon Tracker Initiative

저자: James Leaton

회사 유형: 비영리기관(영국)

출판일: 2011년 7월

정보 출처: 프레젠테이션 제목 '태울 수 없는 탄소: 세계의 금융 시장이 '탄소 버블'에 매료되어 있는가?' (인터뷰)

링크: www.carbontracker.org

ESG 요소 식별

Carbon Tracker는 탄소 예산을 현재 매장량과 원유, 가스 및 석탄 광산 기업의 미래 생산량에 비교하여 기후 변화 리스크를 평가하는 새로운 접근법을 소개했습니다. 자원 발굴 기업의 밸류에이션은 매장량의 발굴에서 창출될 매출을 토대로 산출하였습니다. 연료 생산이 경제성을 지닐 만큼 일관된 시장과 특정 가격 수준이 유지되는 것을 전제로 산출하였습니다. 보충 매장량에 대한 투자는 현재의 시장이 향후 지속되는 것을 가정하여 산출했습니다.

원유와 가스 기업의 가치는 각 기업이 최근 몇 년간 유지해 온 자본수익률을 토대로 산출하였습니다. 발굴이 더 어려운 비 전통적인 오일과 가스를 개발하는 비용은 증가할 것이므로 이러한 가치 평가 방법을 미래에도 적용하는 것은 점차 더 어려워질 것입니다. 이 분석은 광산 또는 가스 기업 가치의 50% 이상이 11년 이후에 창출되는 현금흐름의 가치에서 나온다는 것을 보여줬습니다. 매장량에 접근, 개발하여 활용하는 계획은 10년 후에는 지금의 시각과는 상당히 다른 시각을 제공할 수 있습니다.

ESG 요소 분석

이와 같은 분석은 증권사로 하여금 국제에너지기구의 450/100만 시나리오에 따른 배출 삭감이 미치는 영향을 평가하는 과정에서 영국의 다양한 대규모 광산 주식에 초점을 맞추게 하였습니다. 이 리서치는 2020년 이후, 석탄 소비량이 감소함에 따라 석탄 산업의 수익이 최대 44%까지 감소할 것으로 예상했습니다. 이 접근법을 유럽의 오일 산업부문에 적용한 결과, 낮은 수요 시나리오가 발생하였고 이는 낮은 유가로 이어졌으며 오일 기업의 시장 가치가 40%~60% 가량 하락하는 결과를 가져왔습니다.

핵심 교훈

Carbon Tracker Initiative는 역대 실적에 토대한 밸류에이션 모델의 가정이 미래에는 적절하지 않을 수 있다는 점을 보여줬습니다. 대안적인 미래를 가정하여 미래 매출의 잠재적 범위를 알림으로써 기후 변화 리스크가 기업 실적에 미칠 수 있는 영향에서 비롯되는 불확실성을 투자자들이 이해하는 데 도움을 줄 수 있습니다.

유럽 전력회사의 수익 전망 조정 사례 연구 9:

회사명: Chevreux, Crédit Agricole Group

저자: Stéphane Voisin, Robert Walker

회사 유형: 브로커 (프랑스)

출판일: 2012년 2월

정보 출처: 프레젠테이션 제목 '지속 가능성 리서치 - 사례 연구' (인터뷰)

링크: www.chevreux.com/public/leading_research.aspx

ESG 요소 식별

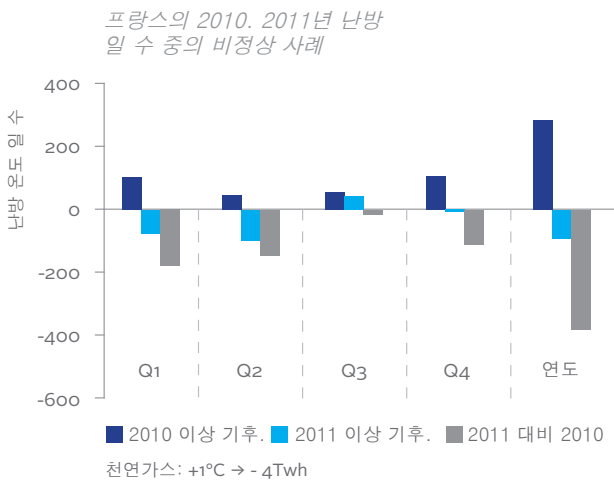
공익사업 부문은 법, 기후 변화, 유한한 화석 연료 자원과 같은 ESG 요소에 대한 노출이 큰 산업부문입니다. 발전소 폐쇄 요구 관련 유럽의 법은 전력 제공업체의 투자와 혁신을 요구하고 있습니다. EU 배출거래제도(ETS)는 공익사업체에게 탄소 배출의 대가를 지불할 것을 요구하고 있습니다. 공익사업 기업의 분석에서 Chevreux는 기후 변화가 전력 수요에 미치는 영향을 조사했습니다.

ESG 요소 분석

EBIT를 보다 정확하게 예측하기 위하여 Chevreux는 기후 변화 가능성을 적용하여 기온과 강우량의 관점에서 전력 수요를 예측하였습니다.

도표 10, 11, 12, 13: 기후 지표와 강우량이 미치는 경제적 영향을 보여줍니다.

도표 10: 기후 지표와 경제적 영향



출처: Chevreux, 2012

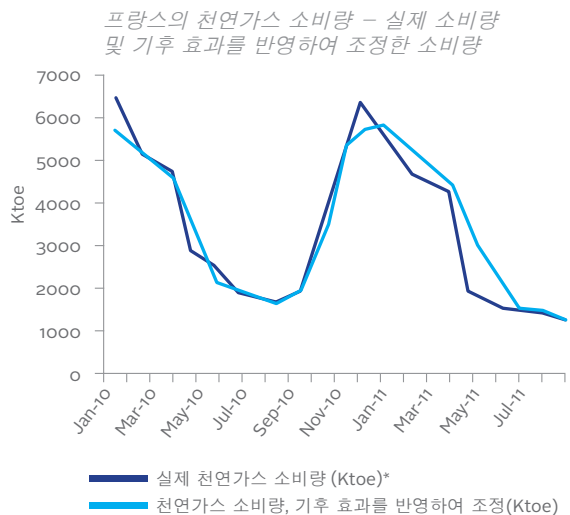
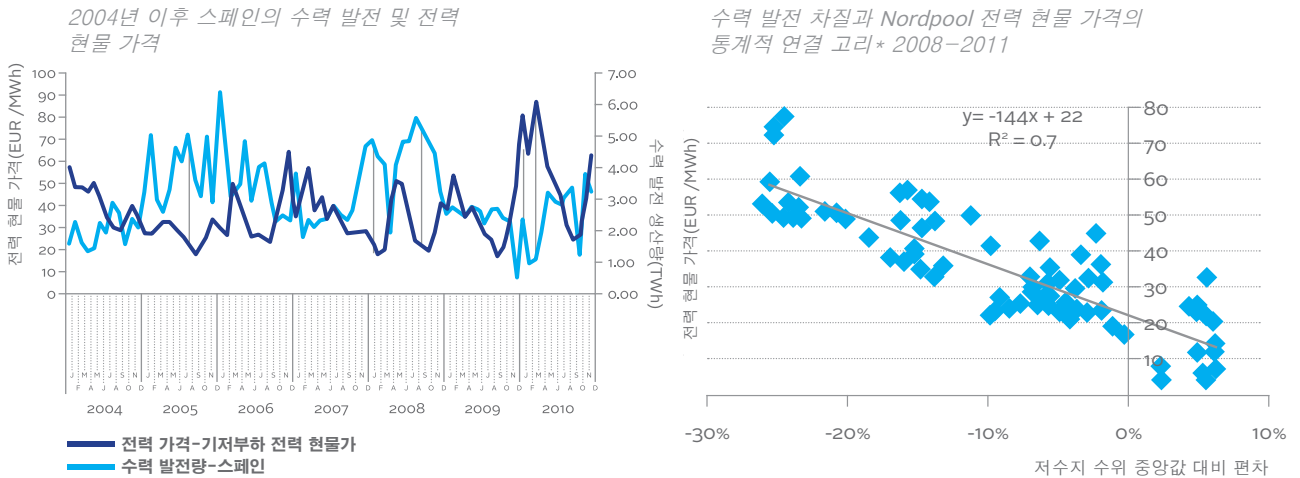


도표 11: 강우량과 경제적 영향



출처: Chevreux, 2012

Chevreux는 이 법인세 이자 감가상각비 차감 전 영업이익(EBITDA)을 보다 정확하게 예측하기 위하여 이 수요 예측치를 사용했습니다.

도표 12: 이상 기온이 GDF Suez의 EBITDA에 미치는 영향 - Chevreux의 2011년 4분기 추정치

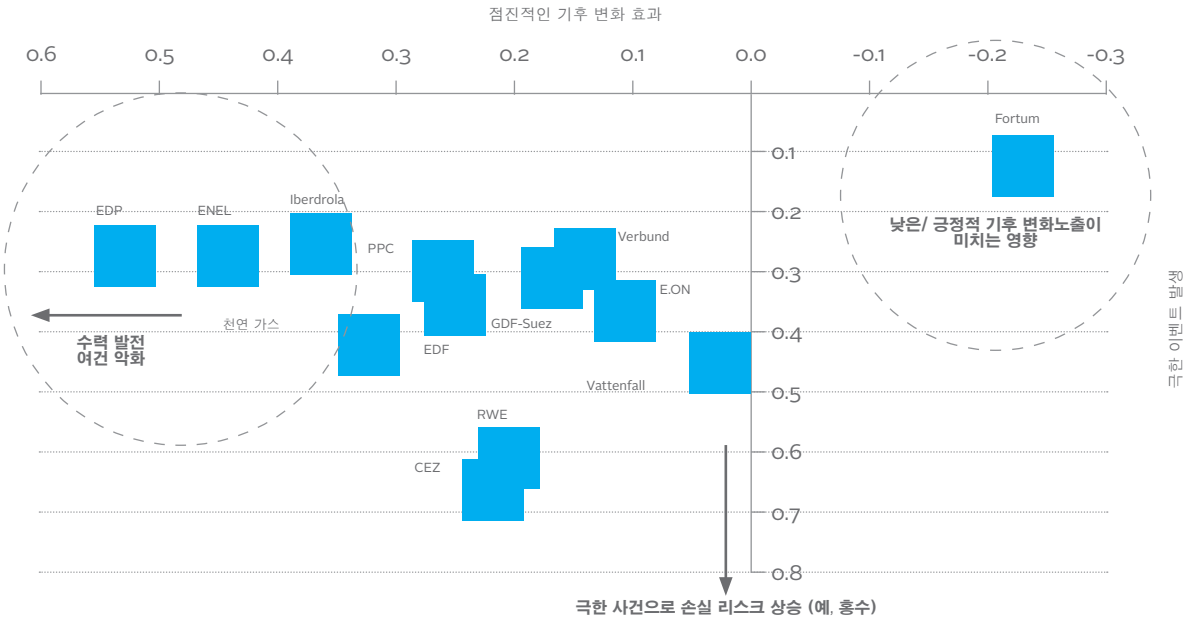
	2011년 상반기		EBITDA/TWh	2011년 3분기		2011년 4분기 추정치		2011년 추정 회계연도
	EUR 백만	TWh		EUR 백만	EUR 백만	TWh	EUR 백만	
Energy France(145백만 수력 발전 포함)	-305					-125		-430
- 가스 매출	-160	-16.1	10			-80	-8	-240
- 수력 발전	-145	-3.2	45			-45	-1	-190
Energy Europe	-50	-3.1	16			0		-50
인프라	-110	-18.2	6			-48	-8	-158
내수 시장의 기후 영향	-465			-15		-173		-653

출처: Chevreux, 2012

극한 이벤트와 기후 변화의 점진적 효과로 인한 노출의 관점에서 각 산업의 입지를 파악하기 위하여 다음의 분석을 실시하였습니다.

도표 13: 기후 변화로 인한 장기적 리스크 노출

기후 변화에 따른 유럽 공공 전력회사 포트폴리오의 노출



출처: Cheuvreux, 2012

핵심 교훈

Cheuvreux의 분석은 특정 산업 부문이 지니는 미래의 리스크를 식별하여 기업별 노출을 수량화하였습니다. 기온과 강수량의 관점에서 기후 변화가 환율 변화보다 EBIT에 더 많은 영향을 미칠 것으로 예측하였습니다.

이 분석은 경쟁 관계에 있는 기업의 강점을 분석하는 방법을 제시하는 한편, 미래 수익 창출 능력과 현재 가치를 더 깊이 이해할 수 있는 배경을 제시해 줬습니다. 극한 이벤트의 리스크가 상승함에 따라 노출된 기업의 운영 리스크도 상승하며 시장은 특정 이벤트에 따라 점진적 또는 즉각적으로 할인을 반영하게 될 것입니다.

밸류에이션 통찰력: 매출

ESG 분석을 통합하고자 하는 주식 분석가는 다음의 문항을 고려할 수 있습니다:

- 기업의 수익 성장 유지 능력은?
- ESG 트렌드가 기업의 핵심 시장에 어떤 형태로 영향을 미칠 것인가?

- 예상되는 법적 또는 규제적 변화는?
- 기업의 핵심 시장이 자원 사용 및 폐기의 관점에서 지속 가능한가?
- 기업의 핵심 시장이 소비자 기호 및 사회적 트렌드의 관점에서 지속 가능한가?

적정 가치 추정 과정에 수익과 현금흐름을 사용하는 기법은 본 문서의 **밸류에이션 기법** 섹션에 설명되어 있습니다.

비용

ESG 요소를 비용 분석에 통합하는 이유는?

ESG 요소는 기업의 핵심 투입 자원인 원재료, 노동력과 연구개발에 상당한 영향을 미칠 수 있습니다. 대부분의 경우, 자원 병목, 기타 공급망 문제와 인재 유치 경쟁과 같은 리스크의 형태로 나타납니다. 노동력, 에너지 및 기타 자산 투입 자원을 관리하는 능력과 전략에 준하는 재정적 인센티브와 더 높은 자본 효율을 관리하는 능력이 제품 원가, 운영 비용, 자본 비용에 반영됩니다.¹¹ 운영 효율은 운영에 대한 사회적 승인과 환경적, 운영적 리스크 최소화, 그리고 외부 효과를 내부화하는 과정에서 발생하는 비용의 관리에 달려 있습니다.

현재의 통합 관행

비용을 보다 정확하게 분석하는 과정에서 ESG 요소가 다음의 형태로 사용되고 있습니다:

원재료

분석가들은 주요 투입 자원의 희소성을 고려하고 공급망이 적절하게 관리되고 있는지 고려합니다. 해당 기업이 지속 가능한 상품의 제조에 더 높은 원가를 지불하고 있을 가능성이 있습니다.¹² 이는 당장은 원가가 높지만 공급업체의 변경이나 공급의 제약과 연관성이 있는 미래 원가를 절감하는 효과를 가져올 수도 있습니다.

원재료에 대한 접근성은 해당 산업 부문의 특성에 따라 기업 수익의 핵심 결정 요인이 될 수 있습니다. 분석가들은 이해 당사자 간, 예를 들어, 공급업체, 소재 국가, 현지 공동체 및 계약업자와의 유대 관계 수준을 평가함으로써 이러한 원재료에 대한 접근성을 평가합니다.

노동력

선진국과 개도국의 교육 수준 상승과 서비스 산업의 성장은 기업이 직원을 기업의 중대한 자산으로 고려해야 한다는 것을 의미합니다. 인건비는 운영비의 상당 부분을 차지할 수 있으며 이 소중한 자원을 신중하게 관리할 경우, 경쟁 우위를 점하는 데 도움이 될 것입니다.

직원 고용에 있어 보수가 1차적인 동기 부여일 수 있으나 기업 평판 또한 채용 대상에게 중요한 영향을 미칠 수 있습니다. 기업의 이미지에 흔히 사회적, 경제적 책임의 관리 능력이 포함되며 인재들이 일하기를 기피하는 기업은 경쟁 우위를 유지하기 힘들 것입니다.

노동 능력은 높은 생산성이나 더 낮은 인건비를 통해 달성할 수 있습니다. 양자 모두 비 금전적 특전을 통해 달성할 수 있습니다. 따라서 분석가들은 기업이 직원 인센티브에 어느 정도 비 금전적 특전을 활용하고 있는지 측정하는 것도 한 방법이 될 수 있습니다.

아울러, 분석가들은 직원 이직률 수준 및 직원 매출 총이익 대비 교육 비용 비율과 같은 수치도 검토하고 있습니다. 후자의 경우, 직원 교육은 비즈니스 모델과 기술 활용 범위에 달려 있으므로 전후 사정을 고려하는 것이 중요합니다.¹³

연구개발

다수의 산업에서는 연구개발이 ESG 트렌드를 활용하는 기업의 능력을 견인합니다. 본 리뷰는 분석가들이 기업의 연구개발과 기술 차별화의 지를 측정하기 위하여 매출 또는 이익 대비 연구개발비 지출을 평가하고 있음을 보여줍니다.

일회성/예외성 비용

분석가들은 소송이나 기후 이벤트와 같은 기업의 리스크 노출을 사용하여 미래 수익 전망에 위협이 되는 요소를 수량화하고 있습니다.

다음의 예시는 Cheuvreux, Macquarie Securities, Société Générale, Citi가 이러한 ESG 요소를 원가분석에 통합하는 방법에 대해 알아봅니다.

11. West LB, Siemens: 지속 가능성에 대한 ESG 분석 보고서, 2010년 7월 30일

12. ClearBridge Investments, 2012년, '지속 가능한 자원에 더 많은 비용을 지불하는 것이 단기적으로는 마진을 줄일 수 있으나 더 높은 품질의 제품 생산, 공급망 리스크 삭감, 평판 측면에서 혜택을 가져다 줄 수 있다'

13. 이 문서의 결론부에서는 전체적 맥락의 관점에서 평가하는 방법에 관하여 논의하고 있습니다.

송배전 선로의 보수 비용 추정 사례 연구 10:

회사명: Chevreux, Crédit Agricole Group

저자: Stéphane Voisin, Robert Walker

회사 유형: 브로커 (프랑스)

출판일: 2012년 2월

정보 출처: 프레젠테이션 제목 '지속 가능성 리서치 - 사례 연구'(인터뷰)

링크: www.chevreux.com/public/leading_research.aspx

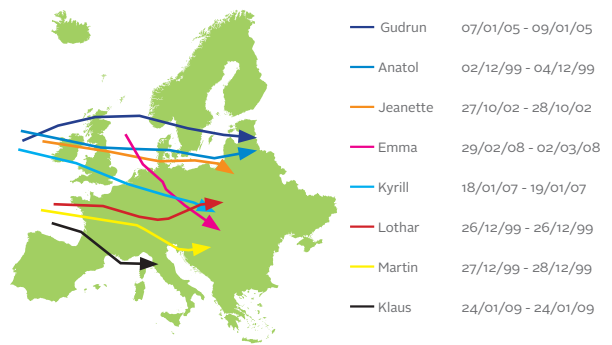
ESG 요소 식별

기후 이벤트가 공익사업 기업의 비용에 미치는 영향을 더 잘 이해하기 위해 Chevreux는 폭풍 피해 시, 유럽 전력망의 취약성에 관해 조사했습니다. 각 지역의 폭풍 빈도는 송배전 선로 유지 비용에 직접적인 영향을 미칩니다. 각 기업의 노출 수준은 송배전 선로의 길이, 그리고 그 선로가 지상에 있는지, 지중에 있는지에 달려 있습니다.

ESG 요소 분석

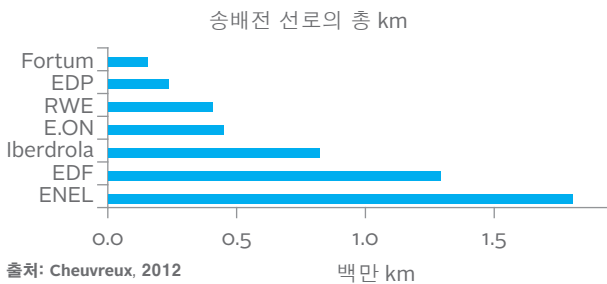
Chevreux 분석가들은 역대 보수 비용, 주요 유럽 폭풍의 궤도와 빈도를 조사하고 각 기업의 송배전 선로의 총 킬로미터 수치를 조합하여 모형화하였습니다. 이 분석은 도표14, 15, 16에 설명되어 있습니다.

도표 15: 1998-2009년 사이에 발생한 유럽 지역 주요 폭풍의 궤적



출처: Chevreux, 2012

도표 14: 전력망의 폭풍 취약성



출처: Chevreux, 2012

도표 16: 리서치 결과

- EDF가 가장 노출이 높았음 (최근 피해액 EUR160m), E.ON이 2위(EUR95m)
- EDF의 경우, 1999/2000 폭풍 후, 취약성이 감소하였음. 이 과정에서 EUR11.6억의 비용이 지출됨
- 2016년까지 30,000 km(2%)를 중전압의 지중 송배전 선로로 교체
- 지중 케이블이 모든 기후로부터 보호되는 것은 아님
- 대안: 보험

출처: Chevreux, 2012

핵심 교훈

Chevreux의 통합 분석은 ESG 사안을 수량화하여 특정 기업이 안고 있는 보다 폭넓은 산업 리스크를 투자자가 이해할 수 있게 하였습니다. 이 분석은 이러한 리스크에 대한 기업의 인식과 관리가 현명한 투자 의사결정으로 이어지는 경로에 대한 논의의 근거를 제시했습니다.

직원 이직률 비용의 추정 사례 연구 11:

회사명: Macquarie Securities

저자: Aimee Kaye

회사 유형: 브로커 (호주)

출판일: 2012년 3월

정보 출처: 프레젠테이션 제목 'ESG 투자 트렌드': 중대성 파악과 통합 실행 - ESG의 'S'의 가치를 측정하고 평가하는 방법에 포커스(인터뷰)

ESG 요소 식별

Macquarie Securities는 기업 직원과 경영진의 우수성을 분석하기 위해 다양한 메트릭을 사용하였습니다. 결론을, 탄력적인 근무 옵션, 안전 기록 모두 기업의 가장 큰 자산인 직원에 대한 이해력을 높일 수 있습니다

직원 이직률은 호주 증권거래위원회의 100대 기업 중 25%가 보고하는 유용한 메트릭입니다. Macquarie Securities의 리서치는 산업 부문에 따라 이직률에 큰 편차가 있음을 보여줬습니다. Macquarie Securities는 두 가지 유형의 직원 이직률 관련 비용을 식별하였습니다. 후임자 물색 비용, 임시 대체 직원 및 교육 비용은 손쉽게 측정 가능한 반면, 생산성

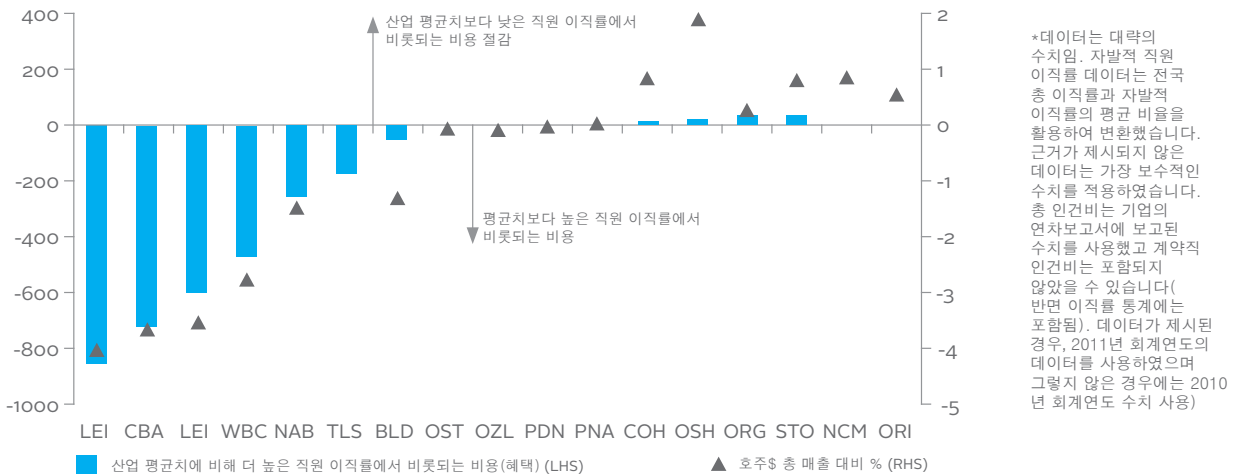
손실과 사업 기회 상실과 같은 숨겨진 비용은 추산할 수 있습니다.

ESG 요소 분석

Macquarie Securities는 산업의 '경험의 법칙'을 기준으로 할 때, 한 명의 직원을 교체하는 데 소요되는 등가 비용이 해당 직원 연봉의 150%에 달한다고 명시하였습니다.

리서치 전문가들은 역대 직원 이직률과 보고된 인건비를 사용하여 직원 이직에서 비롯되는 미래 비용을 산출했습니다.

도표 17: 벤치마크 대비 직원 이직 비용



출처: Macquarie Securities, 2012

핵심 교훈

Macquarie Securities는 추정 직원 이직 비용을 두 가지 형태로 분석에 사용했습니다. 이직 비용을 기업의 비용 전망과 수익 전망에 직접 투입하여 보다 정확한 밸류에이션을 산출하였습니다. 무엇보다도 중요한 것은 인적 자원 관리의

중요성을 지적함으로써 우수한 직원을 채용할 수 있는 기업의 능력을 중요하게 평가하였다는 점입니다. 아울러, 예상되는 미래 비용이 기업 수익의 개선을 가져올 기업의 직원 관리 기능 개선의 필요성을 알려주는 신호 기능을 할 것으로 기대하였습니다.

항공사 배출 비용 사례 연구 12:

회사명: Chevreux, Crédit Agricole Group

저자: Loic Sabatier, Erwan Crehalet

회사 유형: 브로커 (프랑스)

출판일: 2011년 9월

정보 출처: 항공산업 보고서 (출판물)

링크: www.chevreux.com/public/leading_research.aspx

ESG 요소 식별

항공사가 EU ETS에 포함되면서 Chevreux가 항공산업 보고서를 작성하게 되었습니다. 유럽 연합은 특정 탄소 집약적인 산업에 탄소 배출 한도를 지정하였고 이 법의 준법 과정에서 비효율적인 기업에게는 비용이 발생하는 한편, 친환경 기업에게는 할당된 탄소 배출량을 거래할 수 있는 기회가 발생합니다.

ESG 요소 분석

Chevreux는 각 항공사의 연료 효율(항공기 연령, 부하 요소, 좌석 밀도, 항공 거리 및 화물 점유율)과 대응 능력(연료 효율 전략 및 가격 결정력)을 감안하여 이 법규가 미치는 영향을 평가하였습니다.

도표 18, 19: 항공기의 평균 연령, 부하율 및 비행 거리



출처: Chevreux, 2011

Chevreux는 유럽연합의 ETS 가 항공사에 미치는 영향 분석에 두 개의 시나리오를 구성하였습니다:

- 시나리오 1은 유럽연합 집행위원회가 승소하여 유럽 전 지역의 비행에 법안이 적용되는 경우이며;
- 시나리오 2는 비 유럽 항공사의 로비가 성공을 거두어 유럽간 비행에만 법안이 적용되는 경우입니다.

각 시나리오에 따라, 각 항공사의 향후 1, 2년간의 탄소 배출 추정 비용을 평가하였습니다.

이를 통해 분석가는 각 시나리오가 EBITDAR¹⁴에 미칠 영향에 대한 의견을 형성할 수 있었습니다. 이 작업은 기업 및 시나리오에 따라 EBITDAR에 각 1.1%~5.5% 범위 이내의 영향을 미치는 것으로 밝혀졌습니다.

핵심 교훈

직접적인 가격 책정 제도가 존재하거나 그러한 기법을 고려할 경우, 분석가들은 가격 관련 법규가 미치는 영향과 그 비용을 전가 또는 완화할 수 있는 다른 기업의 상대적 능력, 그리고 그러한 능력이 수익에 미치는 영향을 분석할 수 있었습니다. 법규는 자주 양면성을 지닌 결과물을 가져오며 따라서 시나리오 분석을 필요로 하며 투자자에게 양면적인 결과물의 효과를 명료하게 제시합니다.

계약 소송 비용 추정 사례 연구 13:

회사명: Société Générale

회사 유형: 브로커(범 유럽)

정보 출처: 제약회사 마케팅: 부작용에 유의하라(출판물)

저자: Carole Crozat, Yannick Ouaknine, Niamh Whooley

출판일: 2011년 9월

링크: <https://www.sgresearch.com/Default.aspx?ReturnUrl=https%3a%2f%2fwww.sgresearch.com%2f>

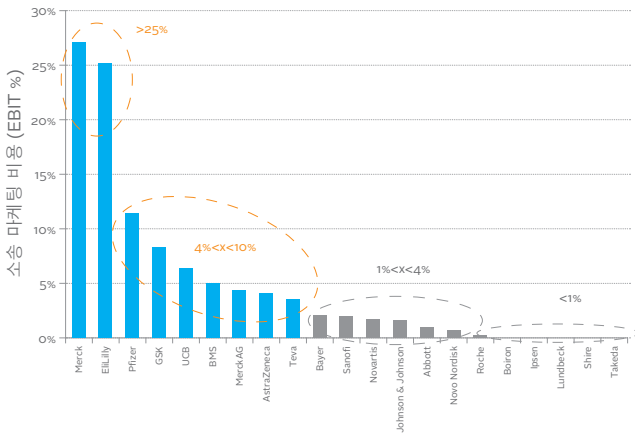
ESG 요소 식별

보다 정확한 글로벌 제약산업 추정치를 제시하는 분석 모델을 만들기 위해 Société Générale은 소송 이력에 초점을 맞췄습니다. 제약회사가 안고 있는 다양한 ESG 리스크 가운데 글로벌 소송은 2007년 이래 US\$ 150억의 비용을 초래했습니다 (2011년 기준).

ESG 요소 분석

Société Générale은 각 제약 부문의 대기업을 대상으로 EBIT 대비 소송 비용을 산출하였고 소송에 대한 운영적 관리의 적격성과 평판 리스크 노출에 점수를 부여했습니다.

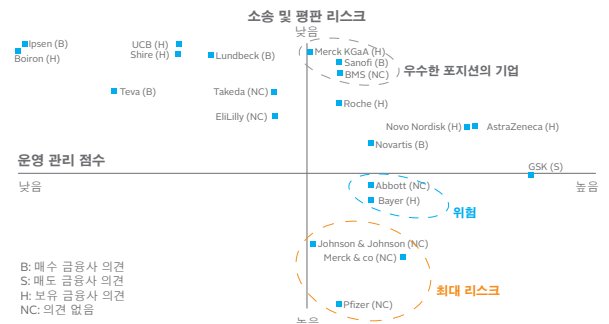
도표 20: 소송 마케팅 비용, EBIT 대비 비율 (%)



출처: Société Générale, 2011

Société Générale의 분석가들은 해당 기업을 리스크에 처하게 하는 비윤리적인 관행, 그리고 가장 취약한 상품과 국가에 초점을 맞췄습니다. 이 ESG 사안에 관련된 위험 노출과 노출 관리 능력을 분석함으로써, Société Générale은 이 산업부문의 리더 기업을 식별할 수 있었습니다.

도표 21: 소송과 평판 리스크 대비 운영 관리 점수



출처: Société Générale, 2011

핵심 교훈

내재된 산업 리스크에 관한 Société Générale의 분석은 미래 소송으로 인한 개별 기업 고유의 위험 노출을 식별하게 해줬습니다. 이러한 위험 노출은 기업의 인식과 소송 리스크의 관리 능력을 반영하는 한편, 기업의 보다 폭넓은 비용 관리에 영향을 미쳤습니다.

호주 광산의 탄소 비용 사례 연구 14:

회사명: Citi

저자: Elaine Prior

회사 유형: 브로커 (호주)

출판일: 2011년 8월

정보 출처: 프레젠테이션 제목 '호주 탄소 배출 제도 분석' (인터뷰)

ESG 요소 식별

Citi는 호주 탄소제도가 탄소 배출 상장기업에 중대한 요소가 될 가능성이 있다고 판단했습니다. 각 기업의 탄소 배출 비용은 일체의 무료 면허나 기타 지원책과 같은 최종 확정될 이 제도의 내용에 달려 있습니다.

ESG 요소 분석

이 분석은 탄소제도의 내용이 작성되는 기간 중에 실시되었고 호주 정부가 마무리 작업을 하였습니다. Citi는 추진 중이던 제도의 세부 조항을 분석하여 탄소 가격의 추정치 모델을 구성하였습니다. 일부 산업의 경우, 탄소 비용은 소비자에게 전이될 것으로 예상했습니다. 대부분의 산업의 경우, 무료 면허나 다른 형태의 보상을 통해 기업에 할당되는 지원책 덕분에 이 제도가 주주 가치에 미치는 영향은 일반적으로 미미한 수준이었습니다.

핵심 교훈

이 분석은 Citi 분석가들로 하여금 탄소 제도의 영향이 비용이나 매출에 흘러들어 현금흐름과 수익 전망에 미치는 영향을 자사의 관련 산업부문 기업 평가 모형에 통합할 수 있게 해줬습니다.

각 산업별로 이 제도와 관련된 내용을 적용하여 분석이 실시되었습니다. 탄소배출중심(EITE)의 기업이 가장 이 제도에 취약한 것으로 식별되었으며 보다 상세한 분석의 대상이 되었습니다.

탄광 기업의 경우, 탈루성 배출이 높은 몇몇 기업을 제외하고는 일반적으로 무료 탄소 배출 면허가 주어지지 않을 계획이었습니다.

전력 산업부문 기업의 분석에는 탄소 배출 가격이 기업의 비용에 미치는 영향, 산업 지원 정책이 미치는 영향, 그리고 전력 가격의 조정이 매출에 미치는 영향이 포함되었습니다.

밸류에이션 통찰력: 비용

ESG 분석을 통합하고자 하는 주식 분석가는 다음의 문항을 고려할 수 있습니다:

- 투입 자원의 비용이 상승할 리스크가 있는가?
 - 원재료가 희귀한가?
 - 운영이 에너지 집약적인가?
 - 직원들이 동료와 경영진과의 관계적 맥락에서 충분히 동기부여가 되어 있는가?
- 해당 기업이 이러한 리스크를 인지하고 있는가?

- 비용 전망치에 이러한 리스크가 감안되어 있는가?
- 이러한 ESG 리스크를 완화하기 위하여 기업은 어떤 조치를 취하고 있는가?
- 해당 기업은 이러한 리스크를 기업 보고서에 공시하고 있는가?
- 운영 효율을 유지하거나 개선할 수 있는 기업의 능력 수준은 어느 정도인가?
 - 동종 업체와 비교할 때, 운영 마진이 향상되고 있는가?
 - 기술투자, 에너지 및 자원 효율, 새로운 인센티브 구조, 규모의 경제. 마진이 향상되고 있는가?
 - 이것이 지속 가능한가? 현재 효율을 유지하기 위하여 경영진은 어떤 노력을 기울이고 있는가?

기업 계정: 대차대조표

기업의 대차대조표는 보고된 자산, 채무, 주주자본의 관점에서 표시된 기말 시점의 기업 건실성을 보여주는 스냅샷입니다. 이 자료의 검토 결과는 통합 분석이 대차대조표의 내용을 보다 명료하게 풀이해준다는 것을 시사하고 있습니다.

자산

ESG 요소를 자산 분석에 통합하는 이유는?

대차대조표에 표시된 일부 자산은 쉽게 측정하고 감사할 수 있는 반면, 무형자산과 같은 일부 항목은 판단하기 어렵습니다. ESG 분석은 일부 자산의 적정 가치 판단에 있어 더 높은 확실성을 제공할 수 있습니다. 예를 들어, 에너지 효율 기준이 부동산의 가치에 미치는 영향과 변화하는 소비자 인식이나 지속 가능성 관련 법규가 재고 판매 가치에 미치는 영향이 이에 속합니다.¹⁵

무형 자산에 대한 시장의 정확한 평가 능력은 흔히 토문의 화제가 되는 부문이며¹⁶ ESG 성과가 혁신 능력, 직원 충성도 및 기업 브랜드와 같은 무형자산의 분석에 가장 유용한 것으로 확인되었습니다. 이러한 기업 자본의 원천은¹⁷ 주식시장과 인수합병 과정에서 주식 가치를 결정하는 중요한 요인이 될 수

있습니다. 고객, 직원, 공급업체 유치와 유지의 관점에서 브랜딩과 평판은 필수적인 경쟁우위로 작용할 수 있습니다. 분석가들은 브랜드를 견인하는 힘과 기업이 평판에 투자하고 있는 방법을 파악할 필요가 있습니다.

직원 참여도, 환경적 효율, 커뮤니티 투자와 같은 ESG 성과는 기업의 평판, 브랜드, 인적 자원에 대한 회사의 의지를 보여줍니다. 통합 분석을 통해 이러한 무형자산의 가치를 확인할 수 있습니다.

현재의 통합 관행

RobecoSAM의 첫 번째 사례연구는 인적 자본 관리가 상장사 주식 가치에 왜 중요한지 자세히 보여주며 이후 West LB가 실시한 두 건의 사례 연구는 혁신 능력과 평판 리스크 분석에 ESG 성과를 사용하는 기법을 보여줍니다.

인적 개발 자본 및 무형자산 가치 사례 연구 15:

회사명: RobecoSAM / RSM Erasmus University

회사 유형: 자산운용사(스위스)

정보 출처: 인적 자본 관리와 금융시장(출판물)

저자: Jeroen Derwall, Nadja Guenster, Kees Koedijk

출판일: 2006년 9월

ESG 요소 식별

이 공동 연구는 기업의 인적 자본 관리(HCM) 및 기업의 시장 가치와 유형자산 간 차이의 상관관계에 대하여 조사했습니다. HCM은 인적 자본을 개발함으로써 경쟁사가 아닌 해당 기업에 가치를 더해줌으로써 경쟁 우위를 가져다 줄 수 있습니다. 인적 자본은 현대 조직의 초석으로 자리잡아 가고 있으나 아직도 많은 운용사와 투자자들은 HCM의 경제적 가치를 이해하는 데 어려움을 겪고 있습니다.

ESG 요소 분석

본 연구는 RobecoSAM의 사유 HCM 성과 데이터베이스를 사용했습니다. 인적 자본 개발, 조직적 교육, 노동 관행 지표 및 인재 유치 유지의 4개 HCM 항목에 속한 35개의 데이터 포인트가 분석에 사용되었습니다. 이 연구는 이어 다음의 질문에 대한 답을 찾기 위한 분석을 실시했습니다:

- HCM 관행이 수익성(자산수익률)을 향상시키는가?
- 기업의 HCM 시스템 가치 투자가 영향을 미치는가(토빈의 q^{18})?
- HCM의 가치를 금융시장이 이해하고 있는가(주식 수익률이 예측 가능한가)?

본 연구는 '인적 자본 개발 시스템(직원 역량 간극 관리, 직원 평가와 교육, 그리고 HCM 효율성의 공식적인 관리의 조합과 관련)이 토빈의 q^{18} 및 자산 수익률과 긍정적인 연관성을 지닌다'는 결과를 도출했습니다. 다른 3개의 HCM 지표에서는 확실한 결과물을 도출하지 못했습니다.

핵심 교훈

이 연구는 인적 자본 개발 점수의 차이가 기업의 Tobin의 q 를 11%에서 33%까지 상승시킬 수 있으며 수익성을 2%~4% 가량 높일 수 있음을 밝혔습니다. RobecoSAM은 기업의 무형 인적 자본 개발을 분석하기 위해 다양한 메트릭 범위를 사용하여 자사의 기업 적정 가치를 산출하였습니다.

15. 운전자본에 관한 추가 설명은 본 문서의 현금흐름표 섹션에서 제공됩니다

16. Edmans, A, '주식시장이 무형자산의 가치를 제대로 평가하고 있는가? 직원 만족도와 추가', Wharton School, University of Pennsylvania, Journal of Financial Economics, 2010년 1월 20일, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=985735

17. 시그마 지침서 - 톨킷: 지속가능성 회계 안내서, 시그마 프로젝트, http://nbis.org/nbisresources/accounting_and_green_banking/sigma_sustainability_accounting.pdf

18. 토빈의 q = 기업의 시장가치를 기업의 유형자산의 대체비용으로 나눈 비율

매출 성장 동인으로서의 혁신 사례 연구 16:

회사명: West LB

저자: Thomas Langer, Dr Hendrik Garz, Claudia Volk

회사 유형: 브로커(독일)

출판일: 2010년 7월

정보 출처: Siemens: 지속 가능성 보고서의 ESG 관련 분석:
경쟁우위와의 연결 고리(출판물)

ESG 요소 식별

Siemens의 분석에서 West LB의 분석가들은 '지속 가능성을 위한 비즈니스 케이스의 분리 - 5단계의 복잡성'이라는 프레임워크를 명시하며 연구에 도입하였습니다. 이들은 5단계의 분석 절차를 통해 경쟁적 전략과 밸류에이션의 연결 고리를 찾는 작업을 수행했습니다.

그 5단계는 다음과 같습니다:

- 안전 피난처 메커니즘;
- 탁월한 운영 능력;
- 제품 책임주의;
- 충족되지 않은 수요 충족;
- 혁신.

West LB는 이 분석에서 '혁신'을 분석의 미래 전망적인 첨단 요소로 고려하여 기업이나 기업의 경쟁사가 사용할 수 있는 파괴적인 기술을 식별하기 위한 노력을 기울였습니다. 혁신은 기업의 매출 성장과 경영 효율을 견인할 수 있습니다. 혁신은 변화하는 시장과 자원의 제약, 장기 전략에 대한 의지와 기업가 정신이 강력한 문화에서 비롯됩니다.

ESG 요소 분석

West LB는 계량적 분석과 질적 데이터를 사용해 기업의 혁신 능력을 평가했습니다. 분석가들은 아래의 질문을 던졌습니다.

- 연구개발비의 비율은?
- 상품 개발 전략은? 신 상품 판매가 전체 매출에서 차지하는 비율은? 분석가들은 미래 매출 전망을 확인하기 위해 상품 물량 데이터를 모형에 투입했습니다.
- 현재 허가를 기다리고 있는 특허는 어떤 것이 있으며 회사 내부에 벤처 캐피탈 비즈니스가 있는가?
- 회사의 조직적 구조와 인센티브 구조는 무엇인가?
- 이해 당사자의 리서치 범위는 어떤 수준인가?

핵심 교훈

West LB는 직원과 이해 당사자 관리 측면에서의 기업의 성과와 연구개발비와 같은 보다 전통적인 측정치를 포함하여 기업의 혁신 능력을 측정하는 분석을 실시했습니다. 이러한 통합 분석 기법을 사용하여 3-5년 후 어떠한 새로운 사업이 요구될 것인지 판단할 수 있는 기업의 능력과 이에 토대한 기업의 혁신 실천 능력을 확인하였습니다.

윤리적 비즈니스 구조와 브랜드 관리 사례 연구 17:

회사명: West LB

저자: Thomas Langer, Dr Hendrik Garz, Claudia Volk

회사 유형: 브로커(독일)

출판일: 2010년 7월

정보 출처: Siemens: 지속 가능성 보고서의 ESG 관련 분석:
경쟁우위와의 연결 고리(출판물)

ESG 요소 식별

West LB는 평판 리스크를 주식 리스크의 핵심 결정 요소로 식별했습니다. 윤리적 비즈니스 구조는 직원 관계와 효율적인 기업 지배구조의 측면에서 중요한 동시에, 글로벌 미디어의 리치와 영향력이 확대되면서 기업의 평판과 주가에도 중요한 영향을 미친다는 것이 확인되었습니다.

ESG 요소 분석

West LB의 '5단계의 복잡성'의 틀 중, 두 단계에서는 평판 리스크에 초점을 맞췄습니다:

- '안전 피난처 메커니즘'은 윤리적 비즈니스 행동을 보장하는 공식적인 구조와 절차를 식별했습니다. 이러한 구조와 절차는 홍보 리스크와 입찰 자격을 얻지 못하는 리스크를 완화시킵니다.

- 보다 긍정적으로, '제품 책임주의'는 공급망에 대한 적극적이고 정기적인 관리를 모니터링하였습니다. 이는 기업 평판과 브랜드 매력을 향상시킬 수 있습니다. 강력한 브랜드는 가격 결정력을 유지할 수 있는 힘을 의미합니다.

핵심 교훈

West LB는 평판 리스크와 운영 리스크에 관해 더 깊이 이해하기 위해 통합 분석을 사용했습니다. 평판 리스크는 여러 레벨에서 기업 실적에 영향을 미칩니다. 여기에는 홍보상의 대형 사고 수습 비용, 장기적인 매출 손실 및 주가 하락이 포함됩니다. 분석가들은 기업이 이러한 리스크를 인지하고 적절하게 관리하고 있는지 확인할 수 있는 지표를 감지하고 모니터링할 필요가 있습니다.

밸류에이션 통찰력: 자산

ESG 분석을 통합하고자 하는 주식 분석가는 다음의 문항을 고려할 수 있습니다:

- 환경 관련 대책은 무엇이며 기업의 과거 비용과 동종 업계 기업의 비용을 감안할 때, 그러한 대책은 충분한가?
- 대차대조표의 주식이 물리적 자산이 처한 환경 리스크를 인지하고 있는가?
- 대차대조표의 주식(또는 경영진 보고 및 분석)이 평판에 대한 ESG 리스크를 인지하고 있는가?
- 해당 기업의 소송 이력은?
- 총 자산의 몇 %가 무형자산인가? 브랜드, 평판, 인적 자본, 경영진의 우수성, 그리고 지적자산이 무형자산에서 차지하는 비중은?
- 해당 기업의 브랜드는 얼마나 강력한가?
 - 고객 만족도와 고객 충성도 수준은?
 - 해당 기업이 가격 결정력을 갖고 있는가?
- 직원에게는 어떤 인센티브를 제공하고 있으며 직원 참여도와 충성도 수준은 어느 정도인가?
 - 직원들이 어느 정도의 자율권을 갖고 있는가?
 - 수평적 구조인가 아니면 계층적 구조인가?
 - 해당 기업은 인재라 할 수 있는 신규 직원을 채용하고 있는가?

- 외부 이사의 구조(즉, 관련 위원회)와 다양성은?
- 경영진의 역동성과 성공 의지는 어느 정도인가?
- 연금 자산은 ESG를 인지하고 있는 기관에 의해 운용되고 있는가?

자산 가치와 자산 비율의 중요성은 산업에 따라 다릅니다. 기업 모델이 물리적 자산보다는 지적 재산을 매출 창출원으로 중시하는 추세에 있기 때문에 모든 기업이 자산 가치와 자산 비율을 중시하고 있습니다. 이러한 기업 역학의 변화는 아직 밸류에이션 기법에 제대로 반영되지 않고 있습니다. 기존의 밸류에이션 기법은 여전히 쉽게 수량화할 수 있는 정보에 크게 의존하고 있습니다. 따라서 기업 지배구조, 고객관계 관리 및 핵심 관리는 그 무형적인 본질 때문에 ESG 성과의 맥락에서 평가되고 있습니다.

부채

저희는 대부분의 부채 통합 분석 예시가 비용 분석 섹션에 더 적절하게 포함된 것을 발견하였습니다. 하지만 특정 기업의 레버리지 정책이 지배구조와 경영진의 우수성을 보여주는 사실을 발견하고 다음의 질문에 대해 생각하게 되었습니다:

- 부채가 단기 부채인가, 장기 부채인가? 장기 부채를 협상할 수 있는 능력은 채권자와의 신뢰 있는 관계를 의미하는 신호일 수 있습니다.
- 운전자본은 얼마나 효율적으로 운영되고 있는가?
- 공급업체 및 고객과의 관계는 얼마나 신뢰할 수 있는가?
- 재무제표에 표시되지 않은 부채의 규모는?
- 과도한 레버리지가 이해 당사자의 신뢰를 악화시키고 자본 조달 비용을 상승시키고 있는가?
- 부채 약정서에 ESG 리스크 관리 요소가 담겨 있는가?

기업 계정: 현금흐름표

이전의 섹션에 설명된 매출, 수익 및 비용에 대한 조정은 현금흐름에 직접적인 영향을 미칩니다. 본 섹션에서 더 심도 있는 설명을 제공하기 위해, 저희는 ESG 요소가 운영 비용, 운전자본 관리, 자산 관리, 자본 비용의 측면에서 현금흐름에 영향을 미치는 경로에 대하여 생각했습니다.

밸류에이션 통찰력: 현금흐름

영업활동으로 인한 현금흐름(CFO)

- 수익의 질: CFO가 순 이익보다 크게 낮으면 EBIT와 순이익 증가와 같은 대표적인 실적 수치를 개선하기 위해 대차대조표가 조작되었을 가능성이 있습니다. 수익의 질과 투명성은 윤리적이고 효율적인 비즈니스 자세를 표시합니다.
- 새로운 자원 효율적인 기술에 투자함으로써 운영 비용이 절감되고 있는가?

투자활동으로 인한 현금흐름(CFI)

- 자본적 지출이 자산 상각을 대체하고 있는가?
- 운영과 자원 효율을 목표로 한 현재의 자본적 지출 투자가 미래의 자본적 지출의 필요성을 줄이며, 따라서 잉여 현금흐름의 향상을 가져올 것인가?
- 기업 인수 대상에 대한 듀딜리전스 시, ESG 리스크에 대한 실사가 포함되는가? ESG 실사가 불충분하여 인수 후, 예상보다 높은 환경적 부채가 발생할 리스크가 있는가?

재무 활동으로 인한 현금흐름(CFF)

- 우호적인 조건의 장기 부채 퍼실리티는 채권자와의 우호적인 관계를 표시합니다. 사용 가능한 차입 비용은?¹⁹ 해당 기업이 ESG 리스크를 개선할 경우, 특히 프로젝트 파이낸스의 경우, 더 낮은 금리에 차입할 수 있는가?²⁰
- Deutsche Bank의 최근 연구에서 '기업의 강력한 ESG 실천 의지'와 자본 비용 간에는 명백한 음의 상관관계가 존재하는 것으로 밝혀졌습니다. 이 자료는 E, S, G의 성과와 부채 비용, 자본 비용, 분석가 커버리지, 기관 투자 및 이익 예측치의 분산과 같은 다양한 지표 간의 상관관계를 다룬 19건의 학술적 연구를 검토한 결과를 담고 있습니다. 검토된 모든 연구에 따르면 우수한 ESG 성과가 더 저렴한 자본 비용, 더 유리한 금융 조건과 직결된다는 것을 보여주고 있습니다.²¹ 아울러, 낮은 자본 비용은 더 많은 자본적 지출 프로젝트의 승인으로 이어져 수익 성장을 가져올 수 있습니다.

19. 이자 비용의 금융활동으로 인한 현금흐름 처리

20. 지속 가능한 프로젝트 파이낸싱에 관한 추가 정보는 <http://www.equator-principles.com/>을 참조하십시오

21. Deutsche Bank, 지속 가능한 투자, 2012. https://www.dbadvisors.com/content/_media/Sustainable_Investing_2012.pdf

밸류에이션 기법



ESG 요소를 밸류에이션 기법에 통합하는 이유는?

투자자들은 시장이 특정 주식의 가격을 때로는 과격하게 장부 가치에 비해 높게 책정하거나 장부 가치에 비해 낮게 책정하는 이유를 알기 원합니다. ESG 수익 기회와 리스크는 중장기적으로 주가에 적정하게 반영되지만 단기적으로는 시장 정서와 추가 기폭제가 되는 사건에 의해 영향을 받을 수 있습니다. 최근의 대형 환경 사건이나 평판 관련 사건이 급격한 주가 하락을 가져온 바 있으며 글로벌 미디어 기술의 안정적인 성장과 기업 책임이 주식 투자자에게 이러한 리스크에 관한 투자자 의식을 고조시키는 데 영향을 미치고 있습니다.

통합 분석은 밸류에이션 기법을 조정함으로써 이러한 시장 리스크를 분석에 반영하려는 노력을 기울이고 있습니다. 예를 들어, 열악한 기업 지배구조와 관련된 리스크 분석이 더 높은 할인율과 낮은 목표 주가로 반영될 수 있으며²², 반대로 기업 지배구조의 개선을 통해 주식의 투자 등급이 상향 조정되는 경우도 있습니다.²³

저희는 기존의 금융 모델이 규칙적이고 지속적인 변수를 사용하기 때문에 발생 빈도는 낮지만 막대한 영향을 미치는 리스크를 금융 모델에 통합하는 것이 어렵다는 사실을 확인했습니다. 발생 확률은 낮지만 비용은 막대한 몇몇 리스크는 확률에 가중치를 둔 예측치의 유용성을 약화시키고 가격 시나리오의 범위를 확장시키는 단점이 있습니다.

현재의 통합 관행

저희는 분석가들이 ESG 요소를 통합하는 과정에서 상대적 밸류에이션 기법을 활용하기 보다는 현금흐름할인법(DCF), 경제적 부가가치(EVA)와 같은 절대적 밸류에이션 기법을 자주 사용하고 있다는 사실을 발견했습니다. 이것은 1, 2, 또는 3년

정도의 단기간을 토대로 산출하는 주가수익률(PE) 배수와 이는 중장기적으로 영향력을 드러내는 사회, 지배구조, 환경 간의 부조화가 반영된 현상으로 풀이할 수 있습니다.

다수의 분석가들은 기업 분석 시, 특히 복합 기업 분석 시, 기초적인 예측보다는 할인율을 조정하여 ESG 분석을 통합하는 것이 신속하기 때문에 이러한 기법을 선호하고 있습니다.²⁴ 몇몇 분석가들은 ESG 관련 매출과 비용이 새로운 법규 제정 시점에 적용되므로 할인법의 정확도가 떨어진다는 생각을 갖고 있었습니다. 하지만 다른 전문가들은 할인법이 여러 개별적인 회계 항목의 예측치를 조정하는 것보다는 더 역동적(그리고 더 전체론적)이라는 의견을 보이기도 했습니다.²⁵

탄소 배출이나 법규와 같이 확실하고 더 예측 가능한 비용을 수익 전망에 통합할 수는 있으나 열악한 경영진, 직원의 동기 부여 부족과 같은 측정 불가능한 리스크는 할인율을 통해 반영하는 것이 더 바람직하다는 의견이었습니다.

인터뷰 진행 기간 중, 저희는 이중 계산의 문제에 대해 논의했습니다. ESG 요소가 현금흐름과 할인을 모두에 통합되는 경우를 말합니다. 일부의 경우에는 두 가지 접근법을 모두 사용하여 각기 다른 ESG 동인을 하나의 기업 밸류에이션에 통합시키는 것이 적절합니다.

다음의 사례 연구는 분석가들이:

- ESG 요소를 경제적 이익 모형에 통합하는 방법;
- 베타 또는 주식 리스크 프리미엄을 조정하여 간접적으로 할인율을 조정하는 방법, 그리고;
- 직접 할인율을 조정하는 방법에 대해 설명합니다.

22. DCF 밸류에이션에 사용하는 할인율은 기업의 가중평균자본비용(WACC) 또는 자본 비용입니다. $WACC = (\% \text{ 부채} \times \text{부채 비용}) + (\% \text{ 자본} \times \text{자본 비용})$. 자본 비용 = 무위험 이자율 + (기업 베타 x 주식 리스크 프리미엄)

23. Macquarie Securities 프레젠테이션, 2012 '리스크 전략이 가장 잘 작동하는 리스크 회피 심리가 고조된 시점에는 강력한 지배구조를 지닌 기업이 다른 기업에 비해 우수한 성과를 올린다.'

24. Dr Hendrik Garz(West LB)의 Siemens 프레젠테이션, 2012

25. 이 주제에 관한 논의 녹음 내용이 PRI Signatory Extranet에 게시되어 있습니다. ESG Integration: 4 cases in 40 minutes, PRI in Person, 2012년 6월 28일

경제적 부가가치 조정 사례 연구 18:

회사명: RobecoSAM

출판일: 2012년 5월

정보 출처: 프레젠테이션 제목 'ESG Integration in Practice' (인터뷰)

링크: <http://www.robecosam.com/en/professionals/strategies-services/sustainability-services/index.jsp>

저자: Cécile Churet, Mark Glazener

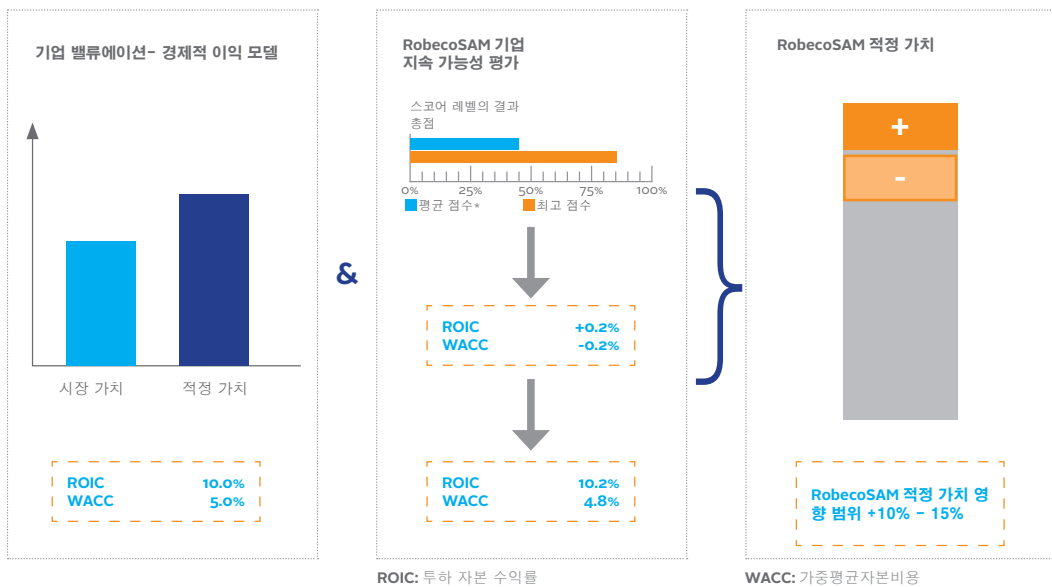
ESG 요소 식별

RobecoSAM Corporate Sustainability Assessment는 2,500개 기업으로부터 산업별 ESG 데이터를 수집합니다. 이 평가는 Dow Jones의 지속 가능성 지수의 토대로 사용됩니다. 분석가들은 RobecoSAM의 기업 지속 가능성 평가에 따라 직접 가중평균자본비용과 투자자본수익률(ROIC)을 조절하여 경제 이익 적정가치를 산출합니다.

ESG 요소 분석

'지속 가능성 선도 기업은 더 우수한 리스크 관리 능력을 보이며, 따라서 더 낮은 자본 비용(WACC)의 혜택을 입는다. 이와 유사하게 지속 가능성 사안에 관한 유리한 포지셔닝에서 비롯되는 경쟁우위는 보다 우수한 운영 효율로 이어질 수 있으며 기업의 잉여 현금흐름(FCF)에, 그리고 궁극적으로는 투자자본수익률(ROIC)에도 긍정적인 영향을 미친다. ROIC와 WACC는 경제적 이익 모델의 2대 주요 구성 요소이며 따라서, 기업의 지속 가능한 성과를 반영하기 위해 조정된다.'²⁶

도표 22: RobecoSAM 기업 지속 가능성 평가 및 밸류에이션



출처: RobecoSAM, 2012

핵심 교훈

RobecoSAM의 경제이익모델은 WACC와 ROI 모두에 지속 가능성 성과를 통합시키는 방법을 보여주고 있습니다. ROIC와 WACC 모두 ESG 요소의 직접적인 영향을 받을 수 있습니다. 이러한 요소를 밸류에이션 절차에 반영함으로써 특정 기업이 경쟁우위를 유지하는 데 필요한 투자를 집행하는지 확인함으로써 기업의 장기적 주주 가치 창출 능력을 식별할 수 있게 되었습니다. RobecoSAM의 통합 분석이 적정 가격에 미친 영향은 +10% to -15% 선이었습니다.

26. RobecoSAM, '지속 가능성 요소를 재무적 밸류에이션에 통합하는 방법', 2010년 9월 15일

베타 조정 사례 연구 19:

회사명: West LB

저자: Thomas Langer, Dr Hendrik Garz, Claudia Volk

회사 유형: 브로커(독일)

출판일: 2010년 7월

정보 출처: Siemens: 지속 가능성 보고서의 ESG 관련 분석: 경쟁우위와의 연결 고리(출판물)

ESG 요소 식별

West LB는 자사가 개발한 5단계 지속 가능성 프레임워크(안전 피난처 메커니즘, 탁월한 운영 능력, 제품 책임주의, 충족되지 않은 수요 충족, 혁신)을 토대로 펀더멘탈 베타 산출에 초점을 맞췄습니다.²⁷

각 단계를 분석하기 위하여 West LB는 제약이 될 수 있는 맞춤형 모델 대신 분석가의 ESG 성과 관련 '체크 리스트'를 개발했습니다. 각 5단계가 처하는 스트레스에 따라 해당 산업과 기업의 적정 가치를 조정하였습니다.²⁸

ESG 요소 분석

West LB는 미래 경쟁 우위의 지표로 판단한 사항을 베타에 반영하기 위하여, 5단계의 성과 결과를 사용하여 기업 베타를 조정하였습니다. 이러한 접근법은 시장, 산업 또는 기업에

내재된 ESG 리스크에 따라 지속 가능성 베타를 구성하는 방법을 검토해 온 학술계의 연구 주제이기도 했습니다.

예시:

$$\text{지속 가능성 베타} = \text{시장 베타} \times \text{산업 베타} \times \text{경영진 우수성 베타}^{29}$$

핵심 교훈

이러한 다요소 접근법을 통하여 다양한 ESG 리스크를 추정하고 하나의 데이터 포인트에 반영하는 것이 가능해졌습니다. 다요소의 지속 가능성 베타를 사용하여 할인율을 조정하는 기법은 보다 상세하고 미래 전망적인 가치 예측치를 제공할 수 있습니다.

27. West LB의 지속 가능성 프레임워크에 관한 추가 정보는 본 문서의 대차대조표 섹션을 참조하십시오

28. West LB, Siemens: 지속 가능성의 ESG 분석 보고서, 2010년 7월 30일

29. Valery Lucas-Leclin, Sarbjit Nahal, 'Sustainability Analysis', Sustainable Investing: The Art of Long-Term Performance, Krosinsky and Robins, 2008

주식 리스크 프리미엄 사례 연구 20:

회사명: Macquarie Securities

저자: Aimee Kaye

회사 유형: 브로커 (호주)

출판일: 2012년 3월

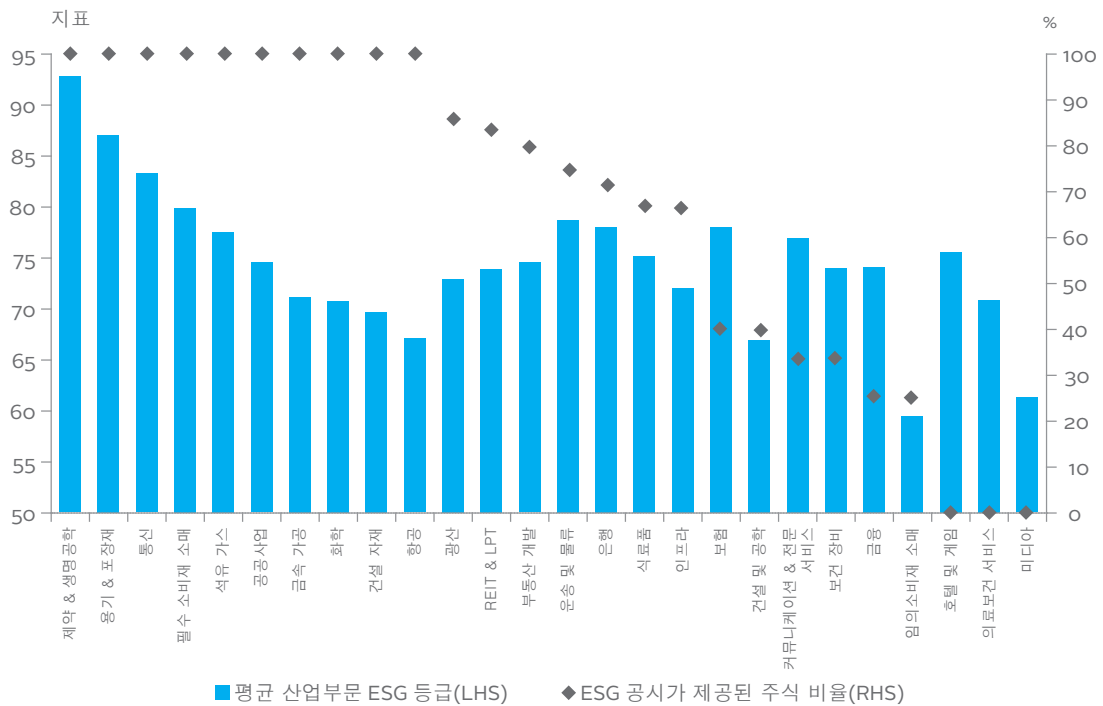
정보 출처: 'ESG 투자 트렌드' 프레젠테이션: 중요성 및 통합 방법 - ESG의 'S'의 가치를 측정하고 평가하는 방법에 포커스 (인터뷰)

ESG 요소 식별

Macquarie Securities 분석가들은 ESG 공시 수준을 반영하여 ERP를 조정한 결과, ESG의 상세한 공시가 ESG 사안의 성과와 관리 측면에 있어 신뢰도를 높인다는 사실이 입증되었습니다.

해당 기업이 ESG 성과를 공시하지 않았다면 ERP 조정치에 이 불확실성이 반영되었을 것입니다. 기업들은 실적이 좋으면서도 충분한 내용을 공시하지 않아 비 공시 리스크에 시달리는 경우가 흔했습니다.

도표 23: ESG 공시 대비 산업부문 실적



출처: Macquarie Securities, 2012

핵심 교훈

Macquarie Securities는 ESG 성과에 대한 기업 공시 내용이 미래 ESG 관리 능력의 신뢰할 수 있는 지표라는 사실을 확인했습니다. ERP 전망과 베타 전망은 모두 추정치입니다. 두 추정치 모두 Macquarie Securities측에 ESG 리스크 요소를 밸류에이션 절차에 통합하는 진입 포인트를 제시하였고 이를 통해 보다 정확한 주가 동향을 예측할 수 있게 하였습니다.

할인율의 직접 조정: ESG 리스크와 광산 기업 밸류에이션 사례 연구 21:

회사명: Citi

연락처: Heath Jansen

회사 유형: 브로커(미국)

출판일: 2006년 3월

정보 출처: Towards Sustainable Mining: Riding with the cowboys, or hanging with the sheriff? (출판물)

링크: www.citivelocity.com

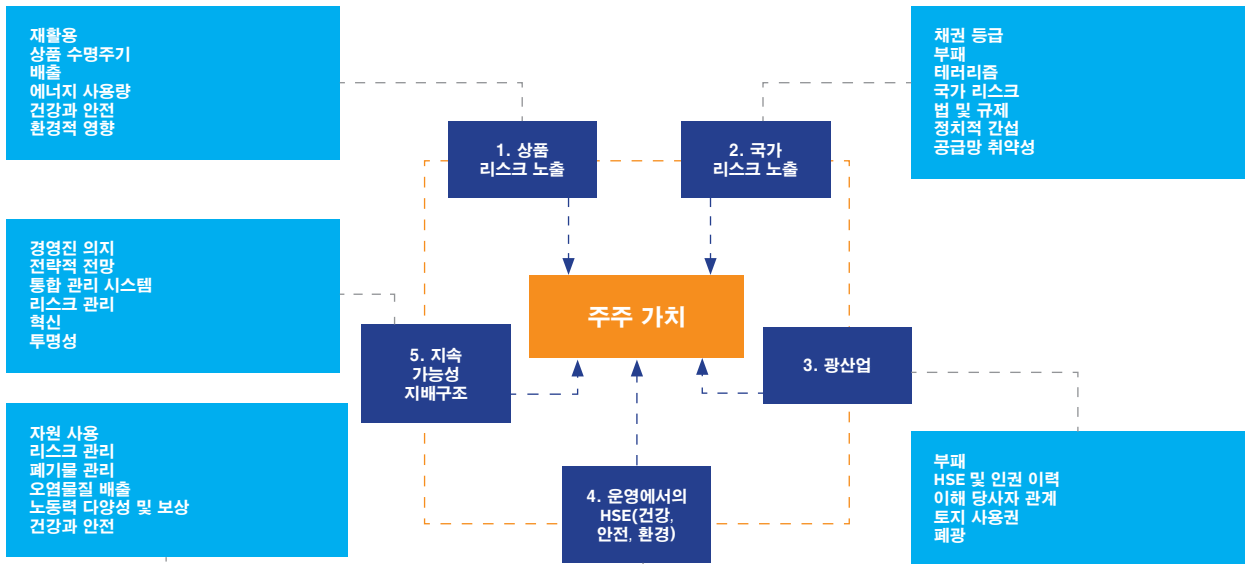
ESG 요소 식별

Citi의 리서치는 광산산업 리스크는 국가에 관련된 것이 아니라 기업 관련 특성이라는 사실을 발견하였고 따라서 컨센서스 전망치가 광산 산업의 리스크의 가치를 잘못 책정하고 있다고 판단하였습니다.

*'정치체계가 안정적이고 투명한 국가의 광산업 리스크가 더 낮다는 것이 컨센서스 시각이다. 이 관점에서 광산업은 다른 비즈니스나 투자 활동과 마찬가지로 해석되어 왔으며, 따라서 금융 커뮤니티는 채권 시장을 리스크 및 밸류에이션 동인의 핵심 지표로 의존해 왔다. 당사의 분석은 광산업 리스크가 국가보다는 기업에 달려 있음을 시사하고 있다.'*³⁰

Citi는 5대 세력 프레임워크를 사용하여 'Citi 지속 가능한 광산업 지수'를 구성하였습니다.

도표 24: Citigroup의 지속 가능성 관련 5대 세력



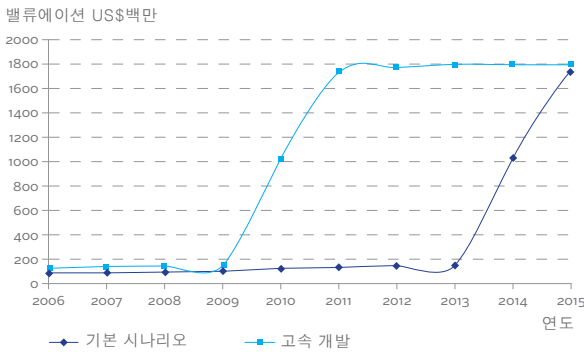
출처: Citigroup Investment Research

30. Heath Jansen, Towards Sustainable Mining: Riding with the cowboys, or hanging with the sheriff? 2006년 3월 14일

예를 들어, 광산 개발은 미래 수익 창출 능력과 광산 기업 밸류에이션의 핵심 요소입니다. Citi는 광산 개발 시, 사회적, 정치적 리스크를 관리하는 기업의 능력이 프로젝트 관리 및 전문 기술만큼 중요하다는 사실을 확인하였습니다.

Citi는 개발 기간 단축에서 기업 가치의 상승 추정치를 산출하였습니다. 다음의 도표에 그 내용이 설명되어 있습니다:

도표 25: 프로젝트 조기 완료



출처: Citi Investment Research

자본 할당 절차에서 ESG 요소를 고려하면 광산 개발의 리드 타임을 크게 단축할 수 있다는 점을 감안하여 Citi는 이 요소가 프로젝트 선정, 입찰, 계약, 자본 조달, 규제 기관 허가 및 폐광에 미치는 영향을 평가했습니다.

ESG 요소 분석

이러한 광산 개발 단계에서의 ESG 관리 능력을 평가하기 위하여 Citi는 정부 관계, 현지 경제 및 커뮤니티 관계, 폐광 계획, 이력과

같은 성과 지표를 사용하였습니다. Citi는 유사한 방식으로 지속 가능성의 다른 4대 동력 지표, 즉 운영 과정에서 발굴한 상품, 건강, 안전, 고용, 환경 (HSEE)과 지속 가능성 지배구조를 조사하여 이 지표에 따라 할인율을 조정하였습니다.

‘동일한 국가에서 사업을 펼치는 두 광산 기업이 상당히 다른 할인율을 지닐 수 있다. 그 근거는 발굴되는 상품, 광산 개발 능력, 운영 시 HSEE의 관리, 그리고 지속가능성 지배구조에 있다.’

시나리오 분석의 차원에서 우리는 Citi 지속가능성 광산업 지수를 토대로 리스크 조정 할인율을 사용하였다. 우리는 다양한 광산을 개발하는 대규모 광산 기업의 밸류에이션에 가장 큰 주가 상승 잠재력(23%~30%)이 있다고 생각한다.³¹

Citi 밸류에이션 도표 예시:
리스크 조정 할인율

기업	현재 WACC	리스크 조정 할인율	현재 NPV	NPV 영향	% 변화
광산기업 x	10.7%	7.5%	\$36.70	\$47.27	29%

핵심 교훈

Citi는 특정 기업의 ESG 리스크 관리 능력을 프로젝트 적시 완료 및 미래 수익을 기획하고 창출하는 근본적인 요소로 판단하였습니다. 따라서, Citi의 광산업 지수는 현재의 지속 가능성 프로필을 토대로 장기적인 주주 가치를 창출하기에 가장 적합한 입지를 확보한 기업을 식별하였습니다.

밸류에이션 통찰력: 밸류에이션 기법

ESG 분석을 통합하고자 하는 주식 분석가는 다음의 문항을 고려할 수 있습니다:

- 과거 해당 기업이 경험하였던 주식 가격 리스크는 무엇인가?
- 해당 기업은 이 리스크를 어떻게 관리하였는가?
- 경쟁자는 어떠한 ESG 주식 가격 리스크를 경험했는가?
- 이러한 사안이 투자자, 소비자 및 미디어에게 의미하는 중요성은 무엇인가?

- 시장은 이러한 사안에 관한 뉴스에 얼마나 민감한가?
- ESG 성과의 변동성을 반영하기 위하여 할인율을 적용하여야 하는가?
- 기업 지배구조의 개선을 낮은 베타 전망치에 반영해야 하는가?
- ESG 분석을 펀더멘탈 주식 밸류에이션에 통합하는 절차가 특정 기업의 내재 가치에 대한 믿음을 약화시키는지, 아니면 강화시키는지?

31. Heath Jansen, Towards Sustainable Mining: Riding with the cowboys, or hanging with the sheriff? 2006년 3월 14일

결론

이 문서는 전체적인 통합 분석 절차에 투명성을 제시한 사례 연구를 사용하여 최첨단 통합 분석 기법을 설명합니다. 저희는 ESG 사안이 다음의 분석에 통합되어 펀더멘탈 분석의 각 단계에서 기업의 적정 가치를 파악하는 데 사용되는 통합 문서의 명료한 예를 발견하였습니다:

- 경제적, 산업적 맥락의 상장사 기업 분석;
- 기업 경영과 전략 우수성 분석;
- 미래 리스크와 기회를 더욱 정확하게 반영하기 위한 수익 전망 조정;
- 산업 또는 기업 특유의 ESG 사안을 반영하기 위한 밸류에이션 할인을 조정.

본 워킹그룹의 접근법이 지니는 강점은 상당한 양의 증권사, 자산운용사 보고서를 동시에 검토할 수 있었다는 점이었습니다. 이러한 독특한 관점을 통해 리뷰 기간 중 공통된 문제점을 발견할 수 있었습니다:

긍정적인 현상: 투자자들이 몇 년에 걸쳐 요구해 온 높은 수준의 통합 분석이 현재 실행되고 있다는 데에는 의심의 여지가 없습니다. 구조, 활용도, 자원 조달, 지불을 둘러싼 의문이 이제는 통합 분석이 가능하느냐는 화두를 대체하게 되었습니다.

메인스트림 준비 완료: 저희가 검토한 거의 모든 분석 기법이 일반 증권사 리서치팀이나 투자자가 사용하는 표준 리서치 기법과 동일한 기법을 사용했습니다. ESG 사안이 새로운 리스크와 기회를 제시할 수는 있으나 이 사안은 비즈니스 실적과 밸류에이션의 표준 모델을 통해 평가되고 있습니다. 저희가 실시한 리서치 결과를 투자자가 활용할 수 있다고 믿습니다.

투자 기간에 따른 부담: 전통적인 밸류에이션 기법에 의존할 경우, 다수의 ESG 사안이 기업에 영향을 미치기까지의 기간이 전통적인 기법이 다루는 비교적 짧은 투자 기간에 비해 길기 때문에 마찰이 빚어질 수 있습니다. 따라서 본 조사의 상당 부분이 ESG 사안의 분석이 더 시급하거나, 투자자들이 보다 장기적인 투자 시각을 갖기 시작한 영역을 분석하는 데 초점을 맞추게 되었습니다.

자원 집약적: ESG 정보는 여전히 감사 재무 정보에 비해 정보의 수집과 평가에 많은 자원이 소요되고 있습니다. 일관되고 비교 가능한 ESG 감사 정보 수집 과정의 어려움은 여전히 통합 분석에 장애물이 되고 있습니다.

성과 대비 부족한 공시: 보고 내용이 질적으로 중요하지만 기업이 흔히 공시한 내용보다는 많은 활동을 하고 있는 경우가 흔하다는 사실이 밝혀졌습니다. 이러한 점도 기업 성과를 정확히 판단하는데 많은 자원이 요구되는 문제와 관련이 있습니다.

배경 설명이 중요하다: 세계의 각 규제기관이 다른 공시 요건을 갖고 있기 때문에 배경 설명이 빠진 ESG 데이터는 오해의 소지가 있다는 것도 지적했습니다. 탄소 배출은 사업 지역, 탄소 정별제 메커니즘 및 일체의 무료 할당 배출량의 정보가 제공되지 않으면 오해의 소지가 많은 것으로 지적했습니다. 그러한 배경 정보 없이 데이터만을 밸류에이션에 통합하는 것은 잘못된 분석을 가져올 수 있습니다.

등급의 역할: 책임 투자 안에서의 평가 등급의 중요성은 널리 인정받고 있는 추세이나 이 등급이 분석에 통합되는 비중은 그리 크지 않았습니다. 대신, ESG 메트릭에 따른 성과가 비즈니스 성과와 가치를 평가하는 데 사용되었습니다. 독립적인 ESG 리서치 제공업체의 통합 리서치가 부족하다는 점도 검토 시 지적되었습니다.

중대성: 중대한 사안을 식별하는 것 또한 여전히 과학이라기보다는 예술에 가까운 차원에 머무르고 있습니다. 일부 ESG 요소의 경우, 해당 사안이 특정 회사의 성과에 중대한 영향을 미칠 수 있다는 데 의견의 일치가 있는 반면, 다른 ESG 측면의 중요성에 대한 평가는 개별 투자자의 절차, 투자 기간, 리스크 예산 및 성과 목표에 따라 달랐습니다.

현재의 관행에 대한 설명은 추가의 작업이 요구되는 영역을 식별하는 데에도 도움이 됩니다. 통합 분석의 품질은 이 리뷰를 작성, 출판하는 중에도 계속 개선되고 있었습니다. 저희는 현재 활동의 스냅샷을 제공함으로써 통합 작업을 수행하고 있는 전문가들의 새롭고 혁신적인 작업이 계속되고 저희가 놓쳤을 수 있는 기존의 작업이 더 폭넓게 전달되는 기회가 마련되기를 바랍니다.

이 지속적인 전문 지식의 수집 작업이 날로 중요성을 더해가는 펀더멘탈 분석의 발전을 확인하는 실시간 통합 분석의 지식 베이스를 형성하기를 바랍니다. 아울러 이 작업은 저희가 앞으로 마주칠 난관에 초점을 맞추는 데에도 도움이 될 것입니다.

부록 1: 기여자와 리서치 자료

다음의 도표는 저희가 인터뷰한 브로커와 리서치 제공업체 및 거론된 리서치 목록입니다.

인터뷰 대상 조직	검토한 리서치	검토한 주식
Bloomberg	상품 개요	다수
BoA Merrill Lynch	상품 개요	다수
Carbon Tracker Initiative	태울 수 없는 탄소: 세계의 금융 시장이 '탄소 버블'에 매료되어 있는가? 2011년 7월	다수
Cheuvreux*	Enel: ESG 프로필, 2011년 9월 22일 항공산업 보고서, Loic Sabatier, Erwan Crehalet, 2011년 9월	Enel, easyJet, Ryanair, Air France KLM, Vueling, Lufthansa
Citi*	미국 자동차 & 자동차 부품: 연료 절약 포커스: 2020 산업에 미치는 영향, Itay Michaeli, 2011년 3월 14일 미국 자동차 & 자동차 부품: 전기 자동차: 증가 중인 투자 테마, Itay Michaeli, 2011년 3월 23일	27개 자동차 주식
Goldman Sachs*	GS 지속, 중국의 잠재력을 공개하다 – 우수에서 탁월로, Richard Manley, Anthony Ling, Andrew Howard, Santanu Sengupta, 2010년 11월 5일 GS 지속, 신흥 산업: 구조적 성장이 저평가됨, Evgeny Titel, Andrew Howard, Richard Manley, Hanna Notte, 2011년 1월 27일 GS Sustain, 성장통, Andrew Howard, Richard Manley, Nick Hartley, Derek Bingham, 2012년 5월	1500개 주식
Macquarie Securities*	다시 보는 ESG 등급, Aimee Kaye, Gabby Hajj, 2012년 3월 26일	48개 호주 주식
Société Générale*	SRI: 통합 이후, Niamh Whooley, Yannick Ouaknine, Carole Crozat, 2011년 3월 2일 계약회사 마케팅: 부작용에 유의하라, Carole Crozat, Yannick Ouaknine, Niamh Whooley, 2011년 9월	Sanofi, Merck AG, BMS, Pfiser, J&J, Merck & Co
UBS*	UBS, ESG 분석기 – 프레임워크, Julie Hudson CFA, Hubert Jeaneau, Eva Zlotnicka, 2010년 5월 18일	다수
West LB	Siemens: 지속 가능성의 ESG 분석 보고서(추천), Thomas Langer, Dr Hendrik Garz, Claudia Volk, 2010년 7월 30일	Siemens

*프레젠테이션, 브로커에서 직접 입수 가능.

현재 사용 가능한 ESG 리서치가 투자 절차에 어떻게 통합되고 있는지 확인하기 위하여 7개 투자운용사를 상대로 인터뷰를 실시하였습니다. 인터뷰에 참여한 투자운용사는 다음과 같습니다. Alliance Trust Investments, DWS, Groupama, NEI Investments, Quotient Investors, Robeco, SAM.

본 워킹 그룹은 이 프로젝트에 자료를 제공하기 위해 시간을 할애해 주신 브로커와 투자운용사에 감사의 뜻을 포함합니다. 추가로, 본 워킹그룹은 이 문서의 작성에 기여하고 방향을 제시해 준 ClearBridge Investments, Newton Investment Management, Baillie Gifford, Schroder's, Oddo Securities, Kepler Capital Markets, International Corporate Governance Network's Integrated Business Reporting Committee, Richard Manley, Seb Beloe, Professor Robert Eccles, Professor George Serafeim, Louise O'Halloran, Daniela Carosio 에게 감사의 뜻을 포함합니다.

PRI 사무국은 본 문서의 작성에 기여한 ESG 통합 워킹그룹 회원의 노고에 감사의 뜻을 포함합니다.

부록 2: 관련 산업 이니셔티브

워킹그룹의 몇몇 회원은 다음의 산업 이니셔티브에도 참여하고 있습니다. 이 이니셔티브 또한 통합 분석이 상장사 주식을 정확하게 평가하는 데 도움을 주는 방법을 향상시키기 위한 노력을 기울이고 있습니다:

■ Delphi 프로젝트

이 프로젝트의 목표는 투자 커뮤니티가 기업의 장기적인 가치에 가장 큰 영향을 미칠 것으로 판단하는 ESG 요소를 식별하는 것입니다. 아울러, 이러한 요소들을 측정하는 방법과 이러한 요소와 메트릭이 유럽 기관투자자의 요건을 충족시키는 방법에 대해 고민하고 있습니다. 유럽 투자운용사와 자산소유주로 구성된 그룹이 2013년 3월까지 이 목표를 달성하기 위해 European Federation of Financial Analysts Societies(EFFAS)와 협력하고 있습니다. 추가 정보가 필요하면 Michael Polya의 이메일 주소 michael_polya@ssga.com으로 연락하십시오.

■ EFFAS(European Federation of Financial Analysts Societies) 핵심 성과 지표(KPI)

EFFAS KPI 프로젝트는 기업 성과 보고서에 주요 ESG 요소를 포함시키는 것을 제안하고자 합니다. ESG 3.0의 KPI 목표는 ESG 데이터를 기업 성과 보고서에 통합하는 것을 제안하는 데 있습니다. 이를 위하여, ESG 3.0의 KPI는 ESG 보고서의 전반적 작성 요건, 작성 지침과 구조는 물론, 최소한의 의무 공시 내용까지 명시하고 있습니다. 추가 정보는 www.effas-esg.com에서 확인하십시오

■ PRI의 ESG 투자자 브리핑: ESG 가치 동인 홍보

지속 가능한 성과가 단순한 보고 차원을 넘어 금융시장에서 보상을 받도록 보장하기 위해 PRI 서명사 그룹과 글로벌컴팩트 LEAD 기업이 힘을 합쳐 ESG 가치 동인의 홍보 개선 활동에 나섰습니다. 이 프로젝트의 목표는 투자자의 기업 관계 활동 시, ESG 가치 동인을 홍보하는 전략을 개발하고 개선하는 데 있습니다. PRI의 Clearinghouse(서명사에 한함) 웹페이지 <http://intranet.unpri.org>에서 추가 정보를 확인하십시오.

이 프로젝트들은 다음의 영향력 있는 조직과 해당 조직들의 지속적인 이니셔티브를 배경으로 진행됩니다:

■ Carbon Disclosure Project (CDP)

CDP는 전 세계 기업들이 기후 변화와 물 관련 정보를 측정, 공시, 관리, 공유할 수 있게 해줍니다. CDP 데이터는 투자운용사 투자 자문인, 자산 소유주, 데이터 및 지수 제공업체, 은행, 브로커가 다양한 용도로 활용하고 있으며 다양한 범위의 리서치 제공업체를 통해 입수할 수 있습니다. 추가 정보는 www.cdproject.net에서 확인하십시오.

■ Global Reporting Initiative (GRI)

GRI는 지속 가능성 보고서 지침을 지속적으로 개발하고 있습니다. 최근 발표한 지침(G3.1)과 최신 정보는 www.globalreporting.org에서 확인할 수 있습니다.

■ International Integrated Reporting Council (IIRC)

최근 출판한 '통합 보고를 향해: 21세기의 가치 전달'에서 IIRC는 통합 보고가 필요한 이유에 대해 논의하고 국제 통합 보고 프레임워크의 개발을 제안하는 한편, 이 프레임워크의 개발에 필요한 후속 절차와 프레임워크의 채택에 대해 설명하고 있습니다. 추가 정보는 www.theiirc.org에서 확인하십시오. PRI 서명사도 Clearinghouse를 통해 투자자 워킹그룹에 합류할 수 있습니다.

■ The Sustainability Accounting Standards Board™ (SASB™)

올해 출범한 SASB(지속가능성 회계 기준심의회)는 산업별 지속 가능성 회계 기준의 개발과 배포를 추진 중인 등록된 비영리 기관입니다. SASB는 각 산업이 직면하고 있는 중대한 지속 가능성 사안에 관한 합의를 도출하고 10-K 및 20-F 보고서와 같은 표준 보고서에 적합한 지속 가능성 회계 기준을 마련할 것입니다. SASB는 미국 시장의 독특한 니즈를 고려하여 간략하고 산업 내에서 비교 가능한 동시에, 미국의 35,000여 상장 기업에게 의미 있는 통합 보고 기준을 마련할 것입니다. 추가 정보는 www.sasb.org에서 확인하십시오.

학계에서는 추가 수익률과 ESG 등급 간의 연결 고리를 넘어 ESG 요소의 평가가 기업 운영에 미치는 영향에 관한 연구를 진행 중에 있습니다. 하버드대학교 경영대학원의 Robert Eccles 교수와 George Serafeim 교수는 지속 가능성 관련 기업 문화와 기업 실적의 연결 고리에 관한 분석 논문을 출판하였고 본 워킹 그룹에 그 내용을 설명하였습니다.³²

32. Robert G. Eccles, Ioannis Ioannou, George Serafeim, 'The Impact of a Corporate Culture of Sustainability on Corporate Behavior and Performance', 2011년 11월, <http://hbswk.hbs.edu/item/6865.html>

부록 3: 책임 투자의 발전을 견인하는 새로운 규정 예시

유럽

기업 지배구조와 기업의 사회적 책임(CSR)을 다루는 보다 큰 범위의 법안의 일환으로 유럽연합 집행위원회는 최근 ESG 공시와 관련하여 몇 차례의 자문을 받았습니다:

우선 회계지침의 수정을 통하여 대기업의 비재무적 의무 공시 사항을 강화하게 되었습니다. 이 안건은 2012년 말에 채택될 예정이었습니다.

추가 정보:

- http://www.eurosif.org/images/stories/pdf/Lobbying_Papers/Eurosif_ESG_Reporting_2011_final.pdf
- http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/non-financial_reporting/summary_report_en.pdf

2012년 7월에는 투자 상품에 적용되는 핵심 정보 문서(KID)가 또한 차례 제안되었습니다. 이 제안은 결합 소매 투자 상품(PRIP)의 판매와 공시 내용에 적용되는 지속 가능하고 만족스러운 규제 환경 조성 목표를 갖고 있는 보다 넓은 범위의 유럽연합 이니셔티브와 연계되어 있습니다.

이 법안은 소매 투자자가 뮤추얼펀드나 기타 투자 연계 상품에 투자할 때, 해당 투자금에 관련된 ESG 사안의 공시를 의무화합니다.

추가 정보:

- <http://www.eurosif.org/images/stories/30July2012KidDisclosureRelease.pdf>
- http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/docs/investment_products/20120703-proposal_en.pdf

남아프리카공화국

남아프리카공화국 정부는 최근 연금기금법 규정 28을 통과시켰습니다. 이 새로운 규정에는 은퇴기금의 운용 지침이 포함되어 있으며 ESG 리스크와 기회를 주제 중 하나로 다루고 있습니다.

추가 정보:

- <http://www.world-exchanges.org/insight/views/southern-african-pension-funds-tackle-responsible-investing>
- ftp://ftp.fsb.co.za/public/documents/R28_0508.pdf

이 새로운 규정을 지원하기 위해 남아프리카공화국 책임 투자 강령(CRISA)이 2011년 7월에 선포되었습니다. CRISA는 기관투자자와

서비스 제공업체가 CRISA 원칙을 채택하고 '적용 또는 설명' 차원에서 추천할 것을 권장하고 있습니다. CRISA는 기관투자자가 이해 당사자에게 최소 연 1회 이 강령이 적용된 범위를 완전하게 공시하는 의무 조항을 담고 있습니다. 기관투자자가 이 강령의 원칙 중 하나라도 완전하게 적용하지 않은 경우, 그 이유를 공시하도록 규정하고 있습니다. 공시 사항은 물론, 정책 또한 대중에게 알려야 합니다.

- <http://www.asisa.co.za/index.php/info-centre/responsible-investment.html>

영국

2000년, 영국 연금법이 개정되어 직업 관련 연금 제도의 신탁사 자사의 사회 책임 투자 정책을 투자원칙서(SIP: Statement of Investment Principles)에 공시하도록 의무화하였습니다. 영국의 법원들 또한 연금 투자신탁하의 수혜인의 '최선의 이익' 개념은 재무적 이익을 넘어 수혜인의 '도덕적 시각과 사회적 사안'까지 포함하는 개념으로 확대 해석할 수 있다고 명령하였습니다. 2000년 이후, 오스트리아, 벨기에(2003년), 프랑스, 독일, 이탈리아, 스페인(2004년), 스웨덴이 영국의 공시 규정과 유사한 규정을 채택하였습니다.

- <http://www.oecd.org/investment/guidelinesformultinationalenterprises/38550550.pdf>

영국의 신탁자 강령(Stewardship Code)은 2010년에 출판되었고 2012년 9월에 개정되었습니다. Financial Reporting Council(FRC)은 면허를 보유한 영국의 자산운용사에게 강령을 준수하거나 준수하지 않는 이유를 설명하도록 규정하고 있습니다. 이 강령은 장기적인 수익률을 개선하고 지배구조 책임을 효율적으로 수행하도록 투자 대상 기업과의 모범적인 기업 관계 활동을 명시하고 있습니다.

- <http://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code.aspx>

미국

미국은 2011년, 인신매매와 노예계약에 관한 정보의 공시를 의무화하는 HR 2759 법안을 상정했습니다.

- <http://maloney.house.gov/press-release/maloney-introduces-bipartisan-bill-fight-human-trafficking>

2012년, SEC는 특정 기업에게 콩고 민주 공화국과 인근 국가에서 생산된 분쟁광물의 사용을 의무적으로 공시하도록 하는 규정을 채택하였습니다.

- <http://www.sec.gov/news/press/2012/2012-163.htm>

부록 4: ESG 요소

ESG 사안을 분류하는 포괄적인 목록이나 기법은 존재하지 않습니다. 이 섹션에는 투자자들이 'ESG'의 제목하에 언급하는 사안의 목록이 담겨 있습니다. 이 목록은 포괄적이지 않으며 따라서 투자자들이 감안하는 사안을 이 목록에 포함된 사안만으로 한정시켜서는 안 됩니다. 일부 투자자들이 산업부문이나 지역에 따라 자신이 중시하는 자신만의 우선 순위 ESG 사안을 정의할 수 있지만 책임 투자자의 개념에는 투자 의사결정에 고려되는 사안의 범위를 확대하려는 목표가 내포되어 있습니다.

시장 안정성과 건전성

환경	사회	지배구조				
<ul style="list-style-type: none"> 기후 변화 환경 정책 지속 가능성 모범 관행 환경 관리 물 공급 지속 가능한 운송 수단 폐기물 관리 	<ul style="list-style-type: none"> 소비자 권리 공급망 관리 건강과 안전 제품 안전성 노동 관계, 노조 관계를 포함 커뮤니티 / 이해 당사자 관계 	<table border="1"> <thead> <tr> <th>기업</th> <th>펀드</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td> <ul style="list-style-type: none"> 이사회 구조 외부 이사 회장 / CEO 분리 중역 보수 주주 권리 회계 / 감사 비즈니스 윤리 이해 상충 </td> <td> <ul style="list-style-type: none"> 펀드 지배구조 자문위원회 권한 및 구성 밸류에이션 관련 사안 자유로운 구조 </td> </tr> </tbody> </table>	기업	펀드	<ul style="list-style-type: none"> 이사회 구조 외부 이사 회장 / CEO 분리 중역 보수 주주 권리 회계 / 감사 비즈니스 윤리 이해 상충 	<ul style="list-style-type: none"> 펀드 지배구조 자문위원회 권한 및 구성 밸류에이션 관련 사안 자유로운 구조
기업	펀드					
<ul style="list-style-type: none"> 이사회 구조 외부 이사 회장 / CEO 분리 중역 보수 주주 권리 회계 / 감사 비즈니스 윤리 이해 상충 	<ul style="list-style-type: none"> 펀드 지배구조 자문위원회 권한 및 구성 밸류에이션 관련 사안 자유로운 구조 					

ESG 요소는 본질적으로 재무 분석에 중대한 영향을 미치는 질적 또는 양적 사안입니다. 그러한 요소들은 거시경제, 국가, 산업부문 또는 기업 레벨에서 나타납니다.

- 거시경제적 레벨에서는 대세 ESG가 글로벌 경제에 영향을 미칠 수 있으며 긴 기간 엄청난 영향을 미칠 수도 있습니다. 자원 부족과 기후 변화가 그 예입니다.
- 국가와 산업 레벨의 ESG 요소는 다양하며 흔히 서로 연결되어 있습니다. 법규 변화와 공급망 문제가 그 예입니다.
- 기업 레벨에서는 ESG 분석이 규모, 구조, 운영 사안별로 이뤄집니다.
- 다음의 기업 레벨 평가 항목에서 중대한 사안이 발생할 수 있습니다:
 - A. 환경 평가에는 폐기물, 온실 가스 배출, 물, 에너지 사용 관점에서의 자원 효율과 이 효율을 개선하기 위한 노력이 포함될 수 있습니다.

- B. 사회적 평가는 해당 기업의 사회적 승인, 기업의 거래 관행과 부패 리스크를 파악하는 데 그 목표가 있습니다. 아울러, 제품 안전성, 고객 충성도, 사업 희망 지역 공동체와의 관계, 라벨 관련법 준수, 마케팅 관행 등도 포함될 수 있습니다.
 - a. 인권 평가는 차별, 강제 노동, 원주민 권리, 조달 관행을 다룹니다.
 - b. 노동 관행에 대한 평가는 인적 자본 관리 방법(성별 다양성을 포함), 작업 안전성, 노동 관계 및 노조 관계를 평가합니다.
- C. 회사들에 대한 지배구조 평가는 직원 보상 관행, 이사회 구성, 이사회 정책, 리스크 관리와 기업 공시 관행을 다룹니다.

부록 5: 투자자의 ESG 사용법

ESG 정보 사용법	예시
특정 ESG 요소의 이익 및 비용의 수량화	투자자들은 ESG 요소에서 얻은 정보를 수익 전망에 통합하거나 DCF 밸류에이션의 할인율 조정에 통합할 수 있습니다.
전통적 투자 리서치가 식별하지 않을 수 있는 리스크와 기회의 식별	정치적, 사회적으로 민감한 지역에서 사업을 운영하는 회사는 파업과 변동 심한 불안정한 기관의 관점에서 운영 리스크와 주가 리스크에 처할 수 있습니다.
선도 기업과 뒤쳐진 기업의 식별	'업계 최고'의 펀드는 선도 기업을 식별하며 '포커스' 펀드는 열악한 ESG 성과 기록을 지닌 기업을 선택하여 투자에 부가 가치를 부여하는 수단으로 해당 기업을 개선시키기 위한 방안을 모색합니다.
경제의 보다 장기적인 구조적 변화 식별	테마 리서치 기법을 사용하여 주식을 식별하고 보다 상세한 분석을 실시하거나 테마 펀드 구성에 활용합니다. 인구 노령화가 진행 중인 선진국의 인구지정학적 변화가 ESG 테마 리서치의 한 예입니다.
ESG 목표와 타겟을 상대로 기업 성과를 평가	ESG 성과에 주의를 기울이면 비즈니스 전략의 모든 영역에서 성과를 올리는 특정 기업을 식별할 수 있습니다.
네거티브 또는 포지티브 스크리닝	투자자는 포트폴리오 대상 기업을 선정하는 과정에서 다양한 부정적 요소나 긍정적 요소를 심사 기준으로 삼을 수 있습니다.

출처: PRI 리서치

부록 6: 참고문헌

Carbon Tracker Initiative, 태울 수 없는 탄소: 세계의 금융 시장이 '탄소 버블'에 매료되어 있는가?
<http://www.carbontracker.org>

Citi, 지속 가능한 광산업을 향하여: 카우보이, 아니면 보안관과 함께?(Riding with the cowboys, or hanging with the sheriff?)
<http://www.citivelocity.com>

Cheuvreux, 항공사 산업 보고서, Loic Sabatier, Erwan Crehalet, 2011년
http://www.cheuvreux.com/public/leading_research.aspx

Cheuvreux, Enel ESG 프로필, 2011년 9월 22일
http://www.cheuvreux.com/public/leading_research.aspx

Cheuvreux, 지속 가능성 리서치 – 승계 계획: 계획하지 않는 것은 망할 계획을 하는 것이다, Robert Walker, 2011년 9월
http://www.cheuvreux.com/public/leading_research.aspx

Cheuvreux, 지속 가능성 리서치 – 기업 지배구조: 안내서 2011, 2011년 3월
http://www.cheuvreux.com/public/leading_research.aspx (various companies on the watch list)

Deutsche Bank, 지속 가능한 투자: 장기적 가치 및 실적 정립, June 2012
https://www.dbadvisors.com/content/_media/Sustainable_Investing_2012.pdf

DVFA, 지속 가능성 보고서의 재무제표 통합: 실험 연구, 2012년 6월 11일
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2030891

Edmans, A, '주식시장이 무형자산의 가치를 제대로 평가하고 있는가? 직원 만족도와 주가', Wharton School, University of Pennsylvania, Journal of Financial Economics, 2010년 1월 20일
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=985735

El Ghouli, Sadok, Guedhami, Omrane, Kwok, Chuck C.Y., Mishra, Dev R., '사회적 책임이 자본 비용에 영향을 미치는가?', Journal of Banking & Finance, Vol. 35, Issue 9, pp. 2388–2406, 2011년 9월. SSRN:
<http://ssrn.com/abstract=1546755>

Eurosif, HNWI 및 지속 가능한 투자 연구, 2010년
<http://www.eurosif.org/research/hnwi-a-sustainable-investment/2010>

Kepler Capital Markets, 자동차 & 부품: 안전책을 강구하다 – 도로 안전 보고서(출판물), Michael Raab, Pierre Boucheny, Xavier Caroen, Fabio Iannelli, Tobias Loskamp, 2011년 10월 4일

Lucas-Leclin, V, Nahal, S, 지속 가능한 투자의 '지속 가능성 분석', 편집인 Cary Krosinsky, Nick Robins, Earthscan publishers, 2008년

Macquarie Securities, 다시 보는 ESG 등급, Aimee Kaye, Gabby Hajj, 2012년 3월 26일

Oddo Securities, 연령 피라미드: 노령은 금이다, Jean-Philippe Desmartin, Hortense Palmier, Lea Sombret, 2007년 7월

PRI in Person: 너트 앤 볼트, 패널 리코딩, 2011년 9월 14일 - PRI Signatory Extranet에서 제공

지수 투자자, 메인스트림 ESG 주식 투자 할당, Andre Bertolotti
http://www.quotientinvestors.com/News_Files/Quotient_Investors_-_Mainstream_ESG_Equity_Allocations.pdf

RobecoSAM, '현장에서의 ESG 통합', 프레젠테이션, Cécile Churet, Mark Glazener, 2012년 5월

시그마 지침서 - 톨킷: 지속 가능성 회계 가이드, 시그마 프로젝트,
http://nbis.org/nbisresources/accounting_and_green_banking/signma_sustainability_accounting.pdf

Société Générale, 2011 통합 이후, Niamh Whooley, Yannick Ouaknine, Carole Crozat, 2011년 3월 2일
<https://www.sgresearch.com/Default.aspx?ReturnUrl=https%3a%2f%2fwww.sgresearch.com%2f>

Société Générale, 제약회사 마케팅: 부작용에 유의하라, Carole Crozat, Yannick Ouaknine, Niamh Whooley, 2011년 9월, <https://www.sgresearch.com/Default.aspx?ReturnUrl=https%3a%2f%2fwww.sgresearch.com%2f>

SRI-Connect, 통합 분석: 티핑포인트에 접근하다
http://www.sri-connect.com/index.php?option=com_content&view=category&layout=blog&id=22&Itemid=104

Stiglitz, J, Sen, A, Fitoussi, J, 경제 성과 및 사회적 발전 측정 보고서, www.stiglitz-sen-fitoussi.fr

UBS, ESG 분석기 - 프레임웍, Julie Hudson CFA, Hubert Jeaneau, Eva Zlotnicka, 2010년 5월 18일
Julie Hudson에게 연락하면 보고서 사본 입수 가능

UniCredit, ESG 리서치: The Halo's Creed, Patrick Yves Berger, 2010년 11월 5일
<https://www.research.unicreditgroup.eu/Login/Login.aspx?ReturnUrl=%2fResearch%2fDefault.aspx>

Unicredit, ESG 리서치: 방사능 낙진 - 독일의 신 에너지 정책이 비용에 미치는 영향, Andreas Heine, Georg Sturzer, Patrick Yves Berger, 20 July 2011 <https://www.research.unicreditgroup.eu/Login/Login.aspx?ReturnUrl=%2fResearch%2fDefault.aspx>

West LB, Siemens: 지속 가능성의 ESG 분석 보고서 (추천), Thomas Langer, Dr Hendrik Garz, Claudia Volk, 2010년 7월 30일
(현 Porticon Financial Services)

저작권

본 보고서와 본 보고서에 담긴 내용은 PRI 연맹의 고유 재산입니다. 본 보고서에 포함되고 제공된 그 어떤 정보도 영국 런던에 소재한 PRI 사무국 또는 적법한 계열사나 파트너의 명시적인 서면 승인 없이 그 전체 또는 일부분을 그 어떤 형식이나 복사를 포함한 전자적, 기계적 수단을 이용하거나 일체의 정보 저장 매체 및 복구 시스템을 이용하여 수정, 복사, 배포, 전달, 판매, 출판, 방송, 또는 유포하여서는 안 됩니다. 문자, 사진, 그래픽, 그림, 아트웍, 이름, 로고, 상표 및 서비스 마크를 포함한(이에 국한되지 않음) 본 보고서의 내용물은 PRI 연맹 또는 PRI 계열사나 기여자 또는 파트너의 재산이며 저작권, 상표권 및 기타 법에 의해 보호됩니다.

면책 조항

이 보고서에 담긴 정보는 오로지 정보 제공을 위한 것이며 투자, 법적, 조세적 자문이나 다른 자문을 위해 제공되는 것이 아니며 투자 시나 다른 의사결정 시, 이에 의존하여서는 안 됩니다. 본 보고서는 저자와 출판인이 법, 경제, 투자 또는 다른 전문적인 사안과 서비스에 관한 자문을 제공하는 것이 아니라 이해 아래 제공되는 것입니다. PRI 연맹과 PRI 이니셔티브는 본 보고서에 언급된 정보 웹사이트와 출처의 내용물에 대하여 책임을 지지 않습니다. 이러한 사이트의 접속이나 정보 출처에 대한 정보 제공이 그 안에 담긴 정보에 대한 PRI 연맹이나 PRI 이니셔티브의 추천을 성립하지 않습니다. 달리 명시되지 않은 한, 이 보고서에 설명된 의견, 추천, 결과물, 해석 및 결론은 이 보고서의 기여자의 것이며 PRI 연맹, PRI 이니셔티브 또는 책임투자원칙 서명사의 시각을 대표하지는 않습니다. 회사 사례의 포함은 이러한 조직에 대한 PRI 이니셔티브나 책임투자원칙 서명사의 추천을 그 어떤 형태로도 성립하지 않습니다. 이 보고서에 담긴 정보는 신뢰할 수 있는 가장 최신의 출처에서 얻고자 노력하였으나 통계, 법, 규칙, 규정의 가변적인 속성으로 인하여 이 보고서에 담긴 정보는 늦거나, 누락되거나 부정확한 정보가 될 수 있습니다. PRI Association 또는 PRI Initiative는 일체의 오류나 누락, 또는 이 보고서 안에 담긴 정보를 토대로 취한 일체의 의사결정이나 조치, 또는 그에서 비롯되거나, 그러한 의사결정이나 조치에서 비롯된 일체의 손실이나 피해에 대한 책임이 없습니다. 이 보고서에 담긴 모든 정보는 완전성, 정확성, 적시성이나 이 정보의 사용에서 얻을 수 있는 결과물에 대한 아무런 보장 없이 “있는 그대로”, 그리고 일체의 명시적, 묵시적 형태의 보장 없이 제공되는 것입니다.

UN 파트너

UN 환경계획의 금융 이니셔티브(UNEP FI)

는 UN 환경계획과 글로벌 금융산업 간의 독특한 파트너쉽입니다. UNEP FI는 지속 가능한 개발을 위한 선언문에 서명한 200여 금융기관 및 다양한 파트너 기관과 협력하여 지속 가능성과 금융 성과 사이의 관계를 개발하고 장려하기 위한 노력을 기울이고 있습니다. UNEP FI는 상호 교류 네트워크, 리서치 및 교육을 통하여 금융기관 운영의 모든 레벨에서 모범적인 환경적, 지속 가능성 관행을 식별, 장려, 실현하는 저희의 책임을 수행하고 있습니다.

추가 정보: www.unepfi.org

UN 세계기업 협약기구

2000년에 출범한 유엔 세계기업 협약기구는 지속 가능성과 책임 있는 모범적 비즈니스 관행을 채택하기로 약정한 기업을 위한 정책 플랫폼이자 실용적 프레임워크의 역할을 수행하고 있습니다. 다수의 이해관계자가 참여하는 이 이니셔티브는 비즈니스 운영과 전략이 전 세계에서 인정하고 있는 인권, 노동, 환경 및 반부패 관련 10대 원칙과 일치하도록 조율하는 한편, 더 폭넓은 UN의 목표를 지원하는 조치를 촉진할 수 있는 방법을 모색합니다. 135 개 국가의 7천여 기업이 서명한 세계 최대 규모의 자발적 기업 지속가능성 이니셔티브입니다.

추가 정보: www.unglobalcompact.org