

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2021. 6. 29 (화)

meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

가치(Value), 성장(Growth) 구분보다 '성장'하는 기업을 찾아라

오늘의 차트

델타 바이러스(B.1.617) – 주의가 필요한 새로운 변이

칼럼의 재해석

ESG, "E" Rating의 문제점과 극복노력

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea



▲ 투자전략
Analyst 이진우
02. 6454-4890
jinwoo.lee@meritz.co.kr

가치(Value), 성장(Growth) 구분보다 '성장'하는 기업을 찾아라

- ✓ 무엇이 가치(Value)이고, 성장(Growth)인가? '구조적인 성장' 여부가 핵심
- ✓ 가치와 성장을 구분 지었던 이유는 시장을 이기기 위한 전략. 하지만 현재는?
- ✓ Style 구분보다는 '성장'하는 기업을 찾는 것이 결국 답이 될 것

무엇이 '가치(Value)'이고 '성장(Growth)'인가요?

Style에 대한 혼선: 무엇이 가치이고, 성장인가?

투자자들에게 가장 많이 받는 질문 중 하나다. 그 만큼 최근 기업들의 구분이 모호해지고 있다는 뜻이자, 성장주와 가치주에 대한 고정관념이 있다는 의미일 듯하다. 성장주는 밸류에이션이 비싼 기업, 가치주는 밸류에이션이 싼 기업으로 투자자들에게 각인되어 있듯이 말이다. 우리 스스로에게 질문을 해보자. "삼성전자는 가치주인가, 성장주인가?"

기업을 보는 관점에 따라 답변은 다를 것이다. 그도 그럴 것이 인덱스 분류 상 획일적인 기준(ex. 가치주는 B/P(Book to Price)가 상대적으로 낮은 기업, 성장주는 이익 성장률이 높은 기업)으로 가치(Value)와 성장(Growth)주를 구분 짓고 있을 뿐, 명확한 기준은 없기 때문이다. 절대적인 기준인 아닌 상대적인 기준으로 평가하는데다, 상장 기업 전체를 두 분류(가치 vs. 성장)로 구분하는 것도 한계가 있을 수 밖에 없다.

밸류에이션이 아닌 '구조적인 성장'이 핵심

필자가 생각하는 가치, 성장주의 기준은 이렇다. 밸류에이션의 높고 낮음 보다는 '구조적인 성장(단순 턴어라운드 제외)'이 존재하는 기업하는 '성장주'이고, 가치주라 할 지라도 새로운 성장이 존재한다면 성장주로 봐야 한다. 반대의 경우도 마찬가지다. 영원한 가치주, 성장주는 없다. 개별 기업의 성장성이 핵심이라는 뜻이다.

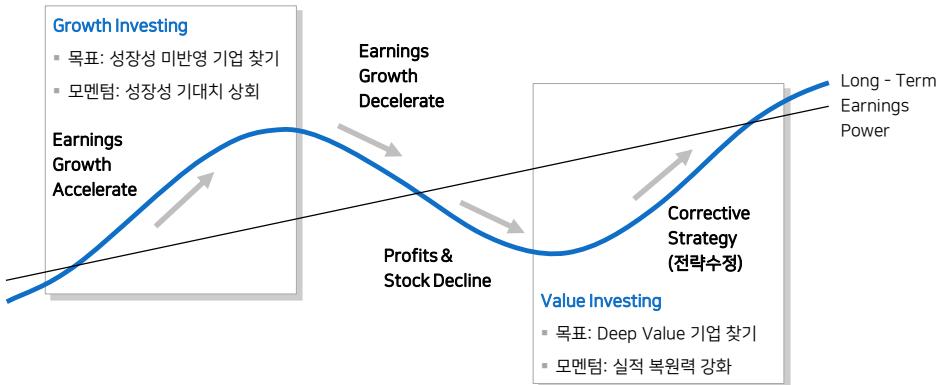
Value Investing vs. Growth Investing

가치주 투자(Value Investing)와 성장주 투자(Growth Investing)의 방식이 다른 이유도 여기에 있다. Value Investing의 사전적 정의는 '본질 가치' 대비 저평가(ex. Deep Value) 된 기업을 사서 '적정 가치(Fair Value)'에 파는 것을 의미한다. 반면 Growth Investing은 기업의 어닝 사이클 내 성장성이 정점에 이를 때까지 집중하는 방식이다. 투자 방식과 기간이 차이가 날 수 밖에 없는 이유다.

성장주는 '추세', 가치주는 '역발상'으로 지칭되는 경우가 많은 이유

성장주의 경우 어닝 사이클의 고점을 확인했다면 단순히 주가가 많이 하락했다고 해서 접근하는 것은 지양해야 한다는 뜻이고, 반대로 가치주의 경우 해당 기업의 어닝 사이클이 이미 정상궤도에 진입된 것이 확인된다면 이미 주가는 선반영 했을 가능성이 높다. 성장주 투자를 '추세 전략', 가치주 투자를 '역발상 전략'으로 지칭하는 경우가 많은 이유다.

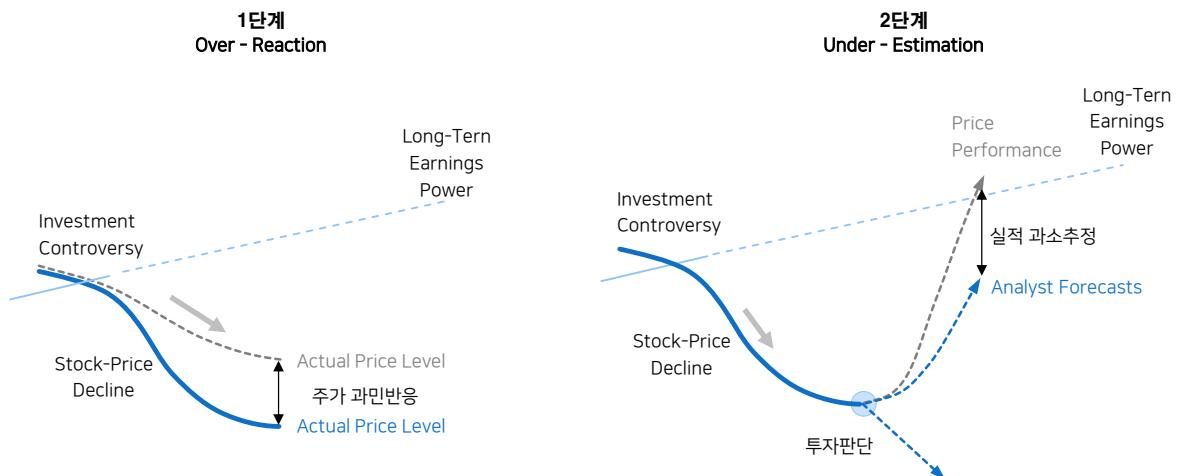
그림1 Earnings Cycle에 따른 가치주, 성장주 투자 시계



자료: Richard Bernstein, 메리츠종금증권 리서치센터

투자의 오류는 종종 기업과 투자 방식의 엇박자에서 나온다. 가치주를 성장주 방식으로, 성장주를 가치주 투자의 방식으로 접근하는 경우가 있기 때문이다. 올해 상반기 괄목할만한 성과를 거두었던 경기민감주를 예로 들어보자. 주가의 복원력이 강했던 이유는 1) 주가의 과민반응(Oversold), 2) 실적의 과소추정이 이유였다. 지금 고민은 빠르게 반등한 주가일 것이다. 어떻게 전략을 수립해야 할까?

그림2 가치주(ex. 경기민감주) 초기 반응: (1단계) 주가 과민반응, (2단계) 실적 과소추정에 따른 적정가치 회복



자료: Richard Bernstein 메리츠종금증권 리서치센터

해당 기업이 새로운 성장동력을 확보(실적 성장의 연속성)했다면 Buy & Hold 전략이 맞겠지만, 이전에 비해 사업의 구조, 체질이 달라진 것이 없다면 적정가치 수준에서 차익실현을 고민할 필요가 있다. Value Investing 원칙으로 본다면 말이다.

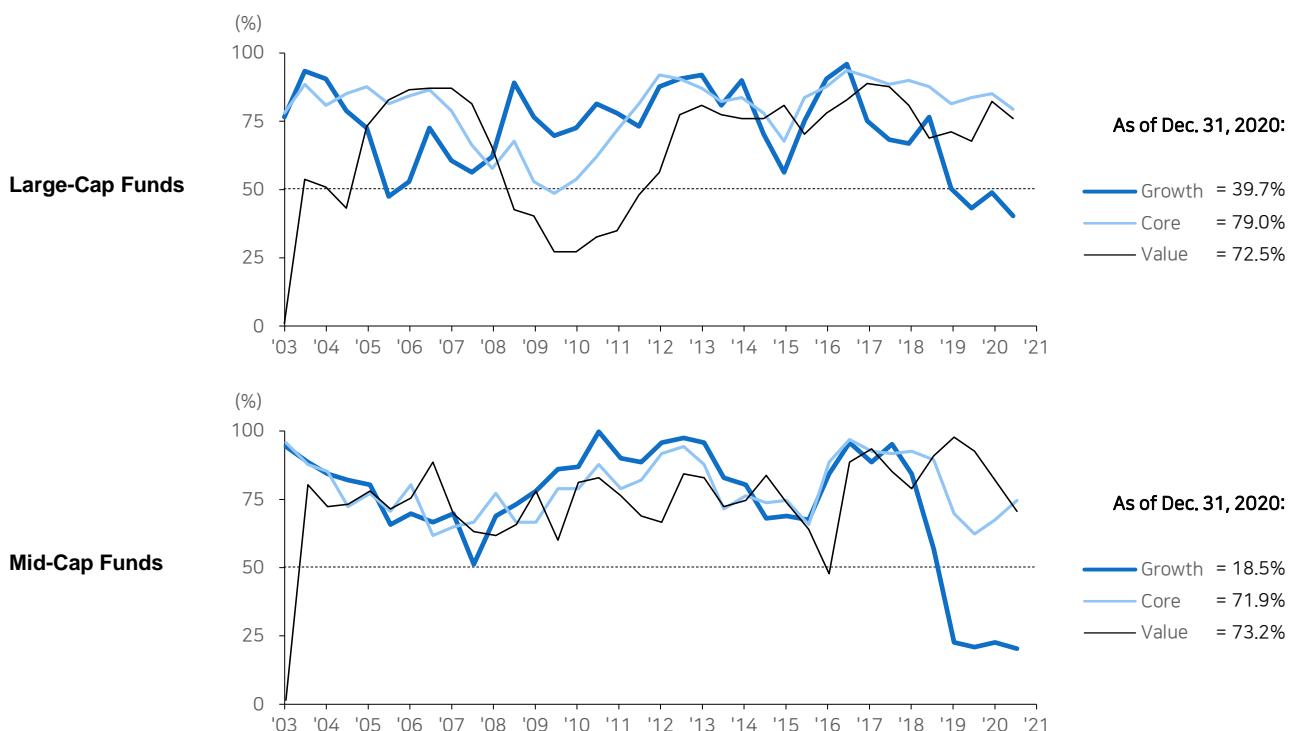
과거 가치, 성장을 구분 지었던 이유는 '시장을 이기기(Outperforming) 위한 Style 전략'에서 출발, 현재는...

왜 가치와 성장을 구분 지었을까?
 '시장을 이기기 위한 전략'이었을 뿐. 하지만 현재는 효용성에 대한 의심이 높아

보다 본질적인 고민을 해보자. 가치, 성장의 구분의 진짜 목적은 '시장을 이기기 위한 전략'이었다. 20세기초 Benjamin Graham이 가치투자(Value Investing)의 개념을 정립한 이후 1970년대부터 본격적으로 연구가 진행됐다. 이후 Fama and French(1992,1998)가 Factor 구분(Style, Size 등)을 세분화 시킨 것이 지금과 유사한 Style investing의 시작이다. 그런데 지금은 어떠한가? 가치, 성장의 구분이 크게 효과적으로 보이지는 않는다. 글로벌 뮤추얼 펀드 시장의 공통적인 고민이기도 하다.

S&P Global의 자료에 따르면, 미국 전체 주식형 펀드 내 시장(S&P500)을 이긴 펀드의 비중은 최근 3년은 30.3%, 5년은 24.7%에 불과하다. 그나마 작년 성과가 위낙 좋았던 탓이다(S&P500 아웃퍼폼 펀드 비중: 2020년 40%, 2019년 29%). 가치, 성장으로 세분화 해봐도 크게 다르지 않다. 3년 수익률 기준 성장주 Style이 좋은 성과를, 성장주 내에서도 중소형 성장주의 성과가 두드러지지만 2017년 이전의 성과는 다른 Style과 큰 차별성은 없다. 가치, 성장의 구분이 떠나 시장을 지속적으로 이기기가 어려워졌다는 의미다.

그림3 U.S Equity Fund 유형별 벤치마크(BM) 하회(Underperforming) 비율(3년 누적 수익률 기준)



자료: SPIVA® U.S. Scorecard, 메리츠증권 리서치센터

표1 U.S Equity Fund 유형별 벤치마크(BM) 하회(Underperforming) 비율(연도별)

FUND CATEGORY	COMPARISON INDEX	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Domestic Funds	S&P Composite 1500	68.0	48.9	64.9	40.7	48.3	84.6	64.9	43.3	86.9	74.0	60.5	63.4	68.8	70.0	57.1
Large-Cap Funds	S&P 500	68.4	44.6	56.0	48.4	65.9	82.2	62.7	54.6	86.7	65.4	66.0	63.1	64.5	71.0	60.3
Mid-Cap Funds	S&P MidCap 400	44.8	45.8	75.7	55.7	73.3	68.6	79.8	37.1	66.1	57.2	89.4	44.4	45.6	31.7	50.7
Small-Cap Funds	S&P SmallCap 600	62.5	46.0	83.3	30.7	54.0	85.8	66.3	67.8	72.0	71.8	85.5	47.7	68.5	38.5	45.5
Multi-Cap Funds	S&P Composite 1500	68.8	46.0	70.1	39.3	60.4	83.9	65.2	46.8	81.6	70.1	74.9	56.5	66.8	69.2	55.6
Large-Cap Growth	S&P 500 Growth	93.9	27.1	90.7	36.8	51.0	95.9	45.6	41.1	95.6	47.6	89.8	32.9	60.3	33.3	38.2
Large-Cap Core	S&P 500	81.1	43.5	52.3	50.5	76.6	83.2	66.6	57.7	80.4	73.7	74.6	69.0	75.8	69.5	65.9
Large-Cap Value	S&P 500 Value	80.3	45.8	24.5	45.7	70.6	54.3	85.0	64.9	77.8	61.5	78.0	46.9	46.3	97.2	33.4
Mid-Cap Growth	S&P MidCap 400 Growth	28.0	42.0	91.0	54.0	84.1	76.5	86.8	34.5	55.4	79.7	94.6	18.0	15.2	9.3	17.2
Mid-Cap Core	S&P MidCap 400	32.0	60.8	60.2	70.7	86.5	65.7	78.6	43.0	58.6	68.2	90.6	61.7	62.2	40.5	80.4
Mid-Cap Value	S&P MidCap 400 Value	36.9	57.8	68.0	47.3	57.1	67.6	73.5	40.8	71.4	34.4	96.8	43.1	72.2	65.0	52.7
Small-Cap Growth	S&P SmallCap 600 Growth	50.8	40.8	94.8	31.3	62.2	94.1	62.9	55.3	64.0	87.5	96.0	15.1	61.5	13.8	13.7
Small-Cap Core	S&P SmallCap 600	56.3	55.5	82.1	33.2	58.6	86.0	68.7	77.7	66.9	77.5	89.5	58.6	87.5	41.4	62.4
Small-Cap Value	S&P SmallCap 600 Value	71.3	39.4	72.1	25.2	42.0	81.8	61.5	78.8	94.1	45.0	88.9	74.1	83.3	80.0	43.8
Multi-Cap Growth	S&P Composite 1500 Growth	73.2	29.8	88.3	42.0	45.7	94.8	51.6	38.8	87.4	65.5	85.3	46.3	65.9	45.2	46.7
Multi-Cap Core	S&P Composite 1500	77.4	45.2	65.8	39.2	66.1	82.9	68.2	53.3	84.1	83.9	74.5	68.8	81.7	74.4	62.1
Multi-Cap Value	S&P Composite 1500 Value	84.0	58.1	48.4	35.8	68.2	66.7	72.6	47.9	67.3	55.6	71.2	49.6	74.8	91.8	50.0
Real Estate	S&P United States REIT	68.4	45.3	72.9	38.3	66.7	66.3	62.0	64.8	67.8	43.0	84.0	36.9	88.9	26.6	24.7

자료: SPIVA® U.S. Scorecard, 메리츠증권 리서치센터

Style의 유무와 상관없이 '성장'하는 기업이 결국 '답'이 될 것

변하지 않는 것은 '성장'하는 기업에 대한 시장의 평가

지금은 Style의 구분에 매몰되는 것 보다는 '성장'이 강화되거나, 새로운 '성장'이 생겨나는 기업 중심으로 투자하는 것이 현실적인 대안이다. 어떤 국면에서나 성장하는 기업은 항상 존재하고 탄생하기 때문이다. 가치주였지만 성장주로 탈바꿈 했던 기업에 대해서는 시장은 후한 점수를 주었기 때문이다.

분류상 가치주였더라도 '구조적인 성장'이 수반된다면 '성장주'로 평가해야

대표적인 예가 2011년 이후 '오리온'과 2014년 이후 '아모레퍼시픽'이다. 전형적인 내수기업이었던 이들 기업은 중국향 매출 비중이 국내 내수 비중을 뛰어넘기 시작하면서 성장주에 준하는 벤류에이션이 부여되기 시작했기 때문이다. '수출하는 내수주'가 부각된 것도 이때부터다.

오리온과 아모레퍼시픽의 기억

오리온의 경우 2011년 PER(12개월 예상) 10배 수준에서 2015년 25배 수준까지, 아모레퍼시픽 역시 2014년 PER(12개월 예상) 20배 수준에서 2015년 40배 중반까지 벤류에이션이 팽창됐다.

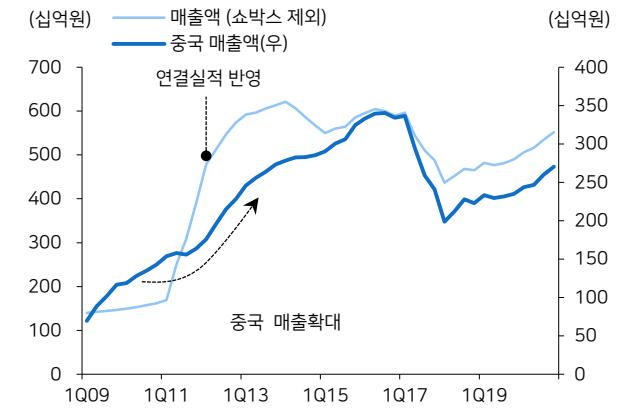
반대로 2016년말 중국의 THAAD 보복의 일환으로 중국향 매출이 급감 & 정체되면서 이들 기업의 벤류에이션 디스카운트가 진행됐지만, 현재 이들 기업을 예전의 가치주의 기준으로 평가하는 경우는 없다. 기업의 성장동력이 바뀌었기 때문이다.

그림4 오리온 베이직에이션: PER 10배에서 25배로



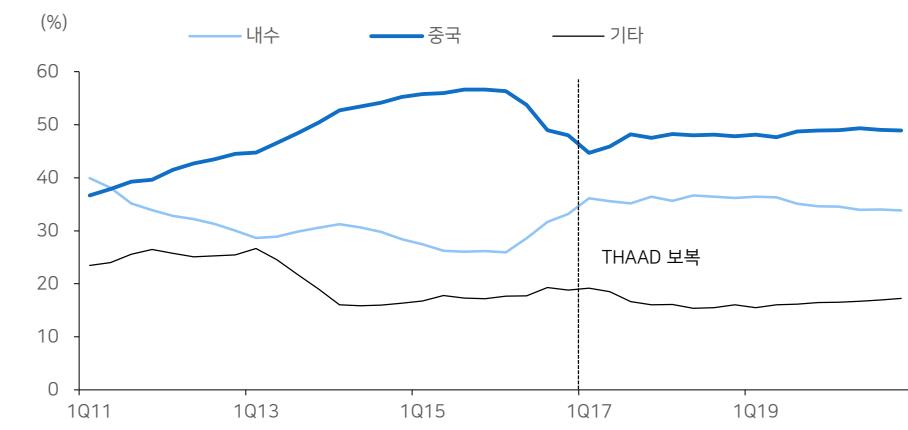
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림5 오리온 매출추이: 2011년 이후 중국 매출 성장 가속



자료: 오리온, 메리츠증권 리서치센터

그림6 오리온 지역별 매출비중: 내수기업에서 수출기업으로 전환



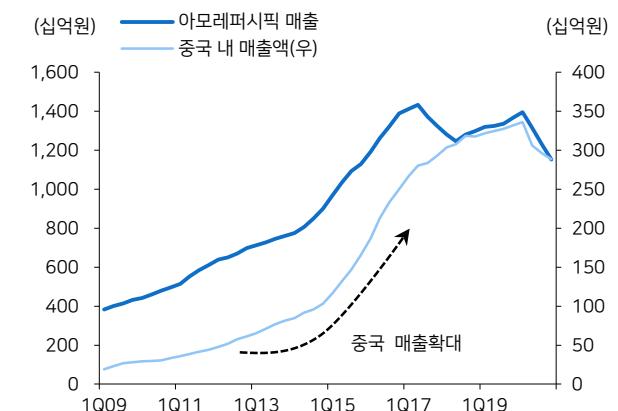
자료: 오리온, 메리츠증권 리서치센터

그림7 아모레퍼시픽 베이직에이션: PER 20배에서 40배로



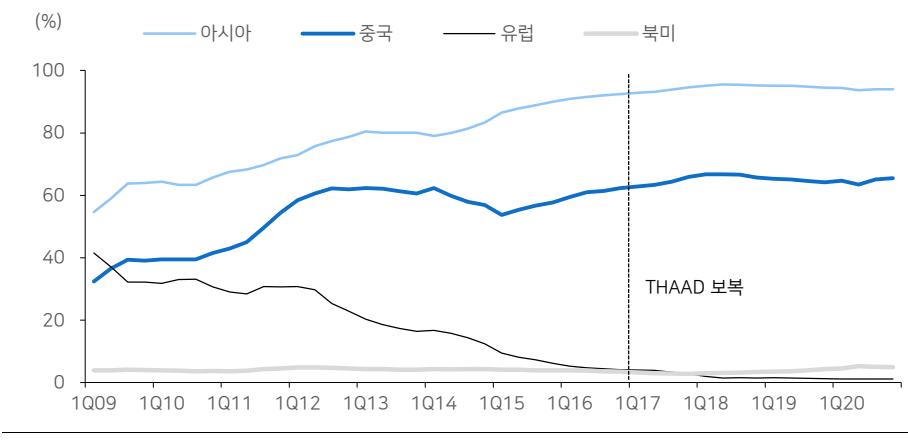
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림8 아모레퍼시픽 Sales: 2014년 이후 중국 매출 본격화



자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

그림9 아모레퍼시픽 지역별 매출비중 추이: 2011년 중국 매출 비중 급증



자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

역사는 반복된다. '성장'하는 기업에 집중하는 전략이 중요

이러한 현상은 비단 중국 소비관련주의 특별한 이야기만은 아니다. 2005년~2007년 경기민감주의 선전은 단순한 가치주의 선전이라기 보다는 해당 기업의 실적 '고성장'에 기인한다.

본질은 동일하다고 본다. 지금도 '성장'하는 기업에 집중하는 전략은 유효하다. 기존의 성장기업은 성장성의 흐손은 없는지가 관건이고, 가치주 내에서는 성장성 잠재력이 있는 기업을 찾는 것이 중요할 뿐이다.

예컨대 국내 자동차 관련 기업의 경우 일반적으로 가치주로 분류되고 있지만 기존의 수익구조에서 변화된 동력(BEV 관련 혹은 플랫폼 매출 등 구조적 성장동력)이 확인된다면 현재의 벨류에이션이 유지되기 보다는 레벨 업 될 가능성이 높다.

가치주 Style 내에서도 결국 '성장'하는 기업을 찾아야

다른 기업도 마찬가지다. 기존에 익숙한 성장 기업 외 가치주 Style 내 장기 성장 기업을 찾는다면 아래의 기업을 체크(점검)해 보자. 컨센서스 상 3년 연속 매출 & 이익 성장 기업 중 시장 대비 벨류에이션이 낮은 기업군이다.

표2 Value style 내 장기 성장 기업 스크리닝: 3년 연속 매출 & 이익증가 + 밸류에이션 매력(코스피 12M Fwd PER 하회) 종목

코드	종목명	업종	시가 총액	주가	매출액(조원)			매출액증가율(%)			영업이익(조원)			영업이익증가율(%)			12M Fwd PER (배)
					(조원)	(천원)	'21	'22	'23	'21	'22	'23	'21	'22	'23	'21	'22
A005380	현대차	자동차	51.9	243	117	124	130	12.7	5.9	4.9	7.0	7.8	8.7	191	11.9	11.3	11.0
A000270	기아	자동차	36.8	90.7	69.5	73.2	76.1	17.5	5.3	3.9	4.9	5.4	5.8	137	11.1	6.9	8.3
A012330	현대모비스	자동차	27.7	292.5	42.5	46.4	49.7	16.0	9.1	7.1	2.5	3.0	3.2	37.2	18.4	7.3	9.4
A021240	코웨이	화장품, 의류, 완구	5.9	79.5	3.6	4.0	4.3	11.6	9.9	7.4	0.7	0.7	0.8	7.5	10.5	8.3	11.7
A285130	SK케미칼	화학	3.1	261	2.1	2.6	3.1	74.8	21.7	18.2	0.6	0.7	0.8	428	22.5	23.5	5.2
A002380	KCC	건설, 건축관련	3.0	333	5.4	5.7	5.9	6.5	5.1	3.0	0.4	0.4	0.5	171	14.1	24.8	10.4
A004170	신세계	소매(유통)	2.8	284	5.7	6.5	7.0	19.6	14.0	7.8	0.4	0.5	0.6	408	17.8	12.2	10.4
A069960	현대백화점	소매(유통)	2.1	89.2	3.1	3.4	3.7	34.8	12.5	7.3	0.3	0.4	0.4	125	27.3	13.4	9.6
A010780	아이에스 동서	건설, 건축관련	1.8	58.5	1.6	2.0	2.3	36.3	25.2	11.6	0.3	0.4	0.5	47.1	37.4	12.2	9.0
A005850	에스엘	자동차	1.8	37.35	3.1	3.3	3.5	22.5	8.4	4.6	0.2	0.3	0.3	132	18.5	7.0	9.0
A000670	영풍	IT하드웨어	1.2	644	3.6	3.8	4.0	13.1	5.7	4.2	0.1	0.1	0.1	53.0	37.4	10.1	5.8
A192080	더블유 게임즈	소프트웨어	1.1	59.2	0.7	0.7	0.8	3.4	6.5	5.5	0.2	0.2	0.3	11.0	11.8	6.3	7.7
A298000	효성화학	화학	1.1	338.5	2.5	2.9	3.0	37.7	14.9	3.8	0.3	0.4	0.4	341	33.4	7.2	5.3
A005440	현대 그린푸드	화장품, 의류, 완구	1.1	10.8	3.3	3.4	3.5	3.0	3.3	2.8	0.1	0.1	0.1	14.0	16.6	5.3	11.2
A064960	SNT모티브	자동차	1.0	71.5	1.1	1.2	1.3	15.8	10.6	7.3	0.1	0.1	0.1	23.9	11.7	9.1	11.3
A284740	쿠쿠홈시스	화장품, 의류, 완구	1.0	46.3	0.9	1.1	1.2	18.4	13.9	12.9	0.2	0.2	0.2	37.4	10.6	14.3	8.6
A001680	대상	필수소비재	1.0	27.7	3.2	3.3	3.5	4.0	3.4	4.0	0.2	0.2	0.2	6.9	10.7	3.0	7.3
A009450	경동나비엔	화장품, 의류, 완구	0.9	69.4	1.1	1.2	1.4	21.0	17.2	16.2	0.1	0.1	0.1	41.6	23.2	23.1	10.7

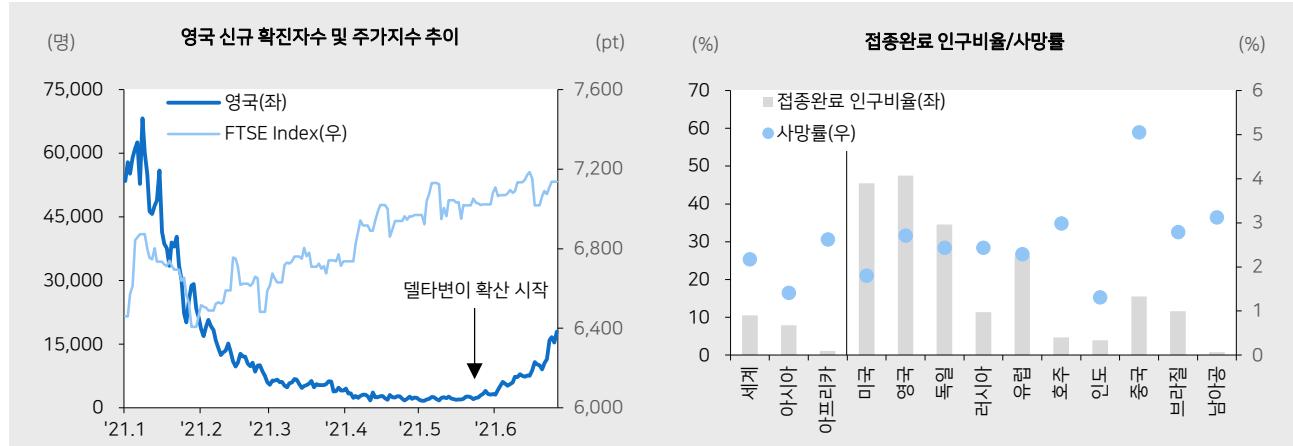
주: 3년 연속 이익증가 종목 중 2022년 Double-digit 성장예상 종목만 스크리닝

자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

이진우 연구위원

델타 바이러스(B.1.617) - 주의가 필요한 새로운 변이



자료: Bloomberg, Our World in Data, 메리츠증권 리서치센터

5월 델타 바이러스의 등급 상향
이후 본격적인 변이 확산 시작

5월 WHO가 델타변이를 '주요 변이'로 등급을 상향한 후, 델타변이 감염자는 영국을 중심으로 증가세를 보이고 있다. 6월 26일 영국의 COVID19 확진자 수는 17,943명으로, 5월 저점에서 반등해 지역봉쇄가 7월 19일까지 연장되는 등 재확산에 대한 우려가 높은 상황이다. 그리고 이는 비단 영국만의 일은 아니다. 이스라엘, 호주 등이 방역조치를 강화한 가운데 현재까지 약 92개국에 델타변이 감염자가 보고되고 있다. 하반기 경기회복에 대한 우려가 부각되는 상황이다.

델타변이의 특징

- 1) 강한 전파력
 - 2) 높은 입원율

델타변이의 특징은 1) 강한 전파력과 2) 높은 입원율이다. WHO에 따르면 델타변이는 기존 바이러스보다 2.5배 높은 전파력을 가지고 있다(알파변이의 1.6배). 또한, PHE에 따르면 mRNA 백신 1차접종자의 델타변이 예방률은 약 33%이고, 입원율은 알파변이보다 32%~289% 높다. 선진국을 중심으로 백신접종률이 빠르게 증가하고 있지만, 기존 변이들보다 위협적인 델타변이의 확산은 추가적인 봉쇄로 이어질 가능성이 있다.

백신접종률이 낮은 국가들의
델타변이 확산 추이에 대한
지속적 관심 필요

그럼에도 불구하고, 델타변이 감염자 비율이 높은 영국, 미국 중시는 큰 반응을 보이지 않았다. FTSE와 다우존스 지수는 각각 6월 7일 이후 0.83% 상승, 0.56% 하락했을 뿐이다. 중시가 크게 반응하지 않은 이유는 신규확진자 수 대비 사망자 수가 적어 상대적으로 바이러스 확산에 대한 민감도가 낮아졌기 때문으로 보이며, 이는 백신접종의 높은 위중증 예방률의 결과로 보인다. 백신접종 완료 시, 평균적인 델타변이 위중증 예방률은 90% 수준으로 추정되기 때문이다.

Worst Case로 변이 바이러스의 확산을 가정해도 위 데이터를 고려하면 백신접종률이 높은 국가의 경제정상화 속도는 여전히 기대에 부합할 수 있다. 하지만, 접종률이 낮은 신흥국의 경우 Lockdown이 길어져 정상화가 늦어질 수 있다. 하반기 신흥국의 회복이 기대되나, 델타변이 확산 및 백신접종률 추이에 대한 지속적인 관심이 필요할 이유다.

칼럼의 재해석

강봉주 연구위원

ESG, "E" Rating 의 문제점과 극복노력(Forbes)

ESG는 이미 투자의 유행이 되었다. ESG로 유입되는 자금은 불어나고 있으며 각국 정부도 이에 발맞춰 법안과 규제를 제정, 검토 중이다. 기업들은 이런 규제 속 다양한 경로를 탐색 중이며 투자자들은 ESG 점수를 투자 판단 지표 중 하나로 인식하고 있다. 하지만 1)표준 평가기관과 2)측정기준의 부재, 3)그린워싱 세 가지 이유로 ESG 중 "E Rating"에 대해 신뢰성 있는 판단이 힘들다. 지수 개발 기관 각자의 기준으로 점수를 산정하기 때문에 서로 다른 점수가 산정된다. 또한 각 기업이 자체 보고한 탄소배출량에 따라 점수를 산정하기 때문에 누락, 오기 등 본질적인 한계점이 있다. 친환경적으로 보이기 위한 그린워싱 관련 논란들도 제기된다.

하지만 이런 문제점들을 해결하려는 노력 또한 지속되고 있다. 먼저 국제적인 표준을 제정하기 위한 움직임이다. IFRS는 WEF 등의 지지를 받아 현재까지의 다양한 지수를 참고해 국제적으로 통용되는 단일 지수를 개발하는 중이다. 두 번째로 보다 엄밀한 Carbon Rating이다. Carbon data 분석 전문 업체를 인수하는 등 적극적으로 점수 산정 방식의 정확성을 제고하기 위해 노력중이다. 마지막으로 ESG 정보 공시 의무 강화 등 각국에서 ESG 관련 제도를 마련하기 위한 절차들이 진행 중이다. 아직 제도적으로 미비한 점이 많지만 이를 해결하려는 노력 또한 활발히 이루어지고 있어 미래를 기대해 볼 만하다.

크게 관심이 높아진 ESG

ESG 투자 성장속도 증가

2021년 1~5월에 2020년 ESG 채권 펀드 총판매액 80% 달성

ESG투자에 대한 관심이 점점 증가하고 있다. 2021년 1월~5월에 ESG 전문 채권 펀드 판매액은 540억 달러를 기록했다. 이는 2020년 ESG 전문 채권 펀드 총판매액 680억달러의 80%에 달한다. 투자자들은 ESG를 하나의 투자 판단 지표로 인식하고 있으며 소비자도 기업의 환경적 영향에 더 주의를 기울이게 되었다.

그림1 ESG 투자의 성장



주: 2021년은 1월~5월까지의 판매액 합산

자료: Morningstar, Financial Times, 메리츠증권 리서치센터

문제점: 표준화된 평가기관과 측정기준의 부재.

ESG, Environment의 문제점:

- 1)평가기관
- 2)측정기준
- 3)그린워싱

경영, 투자 등 다양한 산업분야에서 ESG 개념이 차지하는 비중은 점점 높아지고 있지만 ESG, 그 중에서도 "E"에 관한 현 제도는 수정할 곳이 많다. 대표적으로 오래 전부터 지적됐던 표준 평가기관의 부재가 있다. 이외에도 탄소배출량 Rating의 본질적 한계점과 그에 따른 그린워싱 문제점들이 제기되고 있다. 이와 같은 문제점들과 함께 이를 극복하려는 노력에 대해 소개하고자 한다.

Carbon Rating 점수 산정 방식의 본질적 한계

표준화된 측정 기준의 부재:

기업이 자체적 기준에 따라 측정해 보고한 탄소배출량 자료를 통해 점수 산정

ESG Rating 기관들은 각 기업이 보고한 탄소배출량에 대해 점수를 산정한다. 때문에 보고받은 탄소배출량 정보에 의존적인 점수를 기록할 수 밖에 없다. 각 기업은 탄소배출 측정업체에 측정을 의뢰하거나 자체적인 측정방법을 사용하는데 표준화된 측정 기준이 부재해 Carbon Rating 방식의 염밀성에 의문이 제기된다. 그에 더해 상기한 것처럼 공시자료가 없을 시 이전 자료에 의존해 추정하는 방식을 사용하기 때문에 정확성 측면에서 확실한 신뢰를 주기 어렵다.

또한 ESG 관련 정보 공시가 의무사항이 아닌 것도 문제점이다. 현 미국 증권거래소에는 기후변화 정보 공개 기준 또는 기후 위험의 정량화 및 통일된 표준 보고서, 지속가능성 등의 주요 용어의 정의에 대한 합의가 없다. 이와 같이 공시 기준이 명확하지 않은 점 또한 정확한 Carbon Rating을 어렵게 만든다.

표1 MSCI, Refinitiv, Carbon Rating 방식

기관	공시자료 부재 시	공시자료 존재 시
MSCI	매출, 공시자료 존재하는 이전 탄소배출량 자료를 통해 추정	기업이 보고한 탄소배출량 자료를 통해 Rating
REFINITIV	1. 최근 탄소배출량을 해당 시기 직원 수, 순매출액으로 나눠 탄소배출량 산출 2. 현재 직원 수 또는 순매출액을 곱해 산출	위와 같음

자료: MSCI, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그린워싱:

실제로 환경에 큰 영향을 주지 않거나 악영향을 주지만 친환경적으로 보이도록 홍보

그린워싱 문제

이와 같은 투명성의 부재는 그린워싱이라 불리는 “보여주기식” 친환경 정책을 펼치는 사례의 증가를 불러왔다. 친환경적인 이미지를 내세우면서 실은 친환경적이지 않은 정책을 시행하거나 친환경에 대한 과장 광고 등으로 논란을 불러일으키는 것이다. 스타벅스의 빨대 없는 뚜껑이나 환경단체에 과장광고로 고발당한 셰브론을 그 예로 들 수 있다.

그림2 스타벅스, 빨대 없는 뚜껑



자료: Starbucks.com, 메리츠증권 리서치센터

그림3 환경단체에 과장광고로 고발당한 셰브론



자료: EnergynewsBulletin, 메리츠증권 리서치센터

문제 해결 노력 1: 국제 표준 제정

1) 표준제정:

IFRS, 지속가능성 기준위원회 출범
통한 단일화 기준 제정 움직임

국제회계기준(IFRS)는 일관된 지표의 기준을 마련하기 위한 기구 출범을 준비하고 있다. 지속가능성 기준위원회(Sustainability Standards Board)를 11월 출범해 내년 상반기에 표준화된 ESG 판단 기준을 마련하겠다는 계획이다. 현재 지수 평가 방식들을 모두 참고하여 하나로 통합하는 것이 목표이다. 세계경제포럼(WEF)과 국제증권감독기구(IOSCO) 그리고 소니 등 글로벌 기업들이 SSB 설립을 지지하는 중이며 흔히 빅4라 불리는 회계법인 또한 이에 동참하고 있다.

문제 해결 노력 2: Carbon Rating 엄밀성 제고

2) Carbon Rating 엄밀성 제고:

기후 변화 또는 지속가능 관련 자료 분석 전문 회사 인수

Carbon Rating 방식의 본질적 한계점 또한 이전부터 제기되어왔던 문제였다. 몇몇 지수평가기관들은 탄소배출량 등 전문 지속가능 관련 데이터 분석 기법을 인수하는 방안을 택했다. 보고를 통한 Rating이라는 근본적인 문제점이 해결된 것은 아니지만 보다 세밀하고 체계화된 기준으로 기업을 분석하기 위한 접근이다.

MSCI를 예로 들면 2019년 글로벌 기후변화 시나리오 분석 회사 Carbon Delta를 인수했다. Carbon delta는 25,000개 이상 회사의 기후변화 리스크 분석 전문 회사다. MSCI는 해당 회사를 인수하여 이들의 도움을 받아 4가지 지표를 통해 투자자들에게 보다 전문적이고 체계화된 지속가능 정보를 전달한다.

표2 MSCI 세밀화된 Carbon Rating 방법론

MSCI Scenario	Carbon Delta methodology
정책 변화 시나리오	추정 향후 배출량을 통해 현재와 미래의 기후정책이 회사에 미칠 영향 분석
기술 혁신 시나리오	저탄소 기술의 발전 시나리오 별 영향 분석
지구 온난화 시나리오	회사가 현재 지구 온난화에 어느 수준으로 기여하고 있는지 분석
극단적 기후 변화 시나리오	덥거나 추운 기후, 또는 홍수 등의 극심한 기후 변화 발생 시 미칠 영향 분석

자료: MSCI, 메리츠증권 리서치센터

문제 해결 노력 3: ESG 정보 공시 의무화

3) ESG 정보 공시 의무화:

미 증권거래소, 연례 보고서에
ESG 정보 명시 추진

미 증권거래소(이하 SEC)는 3월 기후변화 정보 공시 규정 개정을 기후변화 정보 공시를 의무화할 것인지, 산업별 기준 등에 대해 의견 수렴절차를 진행했고 지난 14일 마무리됐다. 아직 의견을 표명하진 않았으나 로이터 등 매체들은 SEC의 ESG 공시 기준이 강화될 것이라는 예측을 내놓았다.

하지만 이에 대해 마이크로소프트와 알파벳 등 미국 거대 기술기업들이 법률 소송 부담 등을 이유로 ESG 의무 공시를 반대하고 있다. 따라서 SEC가 투자자들의 요구와 기업들의 요구 사이에서 적절한 절충안을 찾는 것이 중요해 보인다.

ESG;

시대적 요구에 따라
제도적, 사회적 미비한 점 보충 중

미비한 점 많지만 시대의 요구 따라 보완될 것

상기한 것처럼 현재 ESG 제도에는 미비한 점이 많다. 단일화된 평가기관이나 측정기준의 부재, 그에 따른 그린위성 등의 문제점이 눈에 띈다. 하지만 ESG가 세계적으로 유행하는 만큼 이와 같은 문제점들을 개선하고자 하는 의지 또한 강하다. 평가기관과 측정기준의 단일화 및 표준화, 그리고 관련 정보 공시 의무화 등 여러 경로에서 문제점 해결을 위한 노력을 보여주고 있다. 이런 개선의지를 고려했을 때 멀지 않은 시기 신뢰할 수 있는 ESG Rating을 기대해 볼 수 있다.

원문: *Prerequisites For A Low-Carbon Future: Cold, Hard Facts*