

ESG and Socially Responsible Investment- A Critical Review

Abstract

- 이 논문은 ESG Literature 에 관한 리뷰 논문이다.
- 특별한 고정 수익 투자에 초점을 둔 사회적 책임 투자에 관한 것.
- 이 분야 관련 논문들 대부분은 회사의 CSR 과 ESG 활동들 사이의 연결, 투자자들의 **SR 참여**, 주식 수익률 그리고 회사 가치에 대해 초점을 두고 있다.

Literature type

1. CSR ↔ SR 관계
2. 투자자들의 SR 참여
3. 주식 수익률
4. 회사 가치

Extra literature type

1. ESG 정책들과 채권 가격
2. 리스크 및 수익
3. SR FI 펀드 성과

- 몇몇의 연구들만이 회사 ESG 정책들과 채권 가격, 리스크 및 수익 그리고 SR FI 펀드의 성과를 조사하고 있다.
- 그리고 CSR 과 회사 가치의 연결에 관련된 연구들은 더 높은 CSR 수치들 가지고 있으면 회사의 가치가 더 높아지고 자기 자본 이익율이 더 높아지고 리스크는 낮아지며, 회사의 부수적인 가치를 높인다고 제안한다.

CSR 은 여러가지 측면에서 회사에 긍정적인 영향을 준다.

- 그리고 FI 수입 연구들은 ESG SCORES 와 채권 가격들 그리고 수입 특성들 간의 연결에 관한 합쳐진 증거들을 제공한다.
- ESG 가 매우 우수하거나 매우 좋지 않은 발행인의 채권은 ESG 점수가 매우 높지도 않고 매우 낮지도 않은 발행인의 채권에 미치지 못하는 경향이 있다.(ESG 가 별 효능이 없다는건가?)

=> 최근에는 주식 및 채권 가격으로 ESG 성과를 충분히 평가하는 것 같다.

- 1980s년대 이후에, 학술 조사들은 기업의 재정적, 환경적 성과를 위한 좋은 기업 거버넌스의 중요성에 대해서 연구했다. 최근에는 생태적(환경적으로) 해로운 사적 행동의 공공 비용의 인식이 늘게 되면서 규제와 열악한 환경에 대한 패널티가 증가하게 됐다. (환경)
- 마찬가지로, 기업의 사회적 책임에 대한 우려는 기업 투자자, 이해 관계자 그리고 규제 당국에 더 큰 중요성을 부여했다.
- 이로 인해서 책임있는 투자를 위한 **UN PRI 6 원리**를 수립하게 되고 광범위하게 채택하게 됐다. (자산 소유자와 투자 관리 산업에 어떻게 사회적 책임과 수탁자의 의무의 균형을 맞추는지에 관한 가이드 라인으로서..)
- 더 구체적으로는 고정 소득 투자자를 대상으로 하는 추가 지침이 2014년에 제정됐다.

기업의 투자자들에 대한 책임있는 사회적 투자에 대한 인식이 늘게 되고 그에 대한 규제들이 생겨나게 됐다.

- Literature 은 두 개의 관련이 있지만 약간 다른 지점이 존재한다.
 - CSR(Corporate Social Responsibility) 또는 ESG(Environmental, Social, Governance)
 - CSR
 - CSR 은 ESG 의 두 개의 요소들을 포괄한다.
 - "회사의 환경과 사회적 행위 " (Environmental, social conduct of the firm) => ES
 - ESG
 - ESG 는 environmental 과 social impact 를 결합한다. (그것의 Corporate Governance Performance 와 함께)
 - 따라서, ESG 는 CSR + Governance다.
 - CSR 은 환경과 Social conduct 를 포함하고 있는데, ESG 는 거기에 Governance 가 포함이 된다.
- 이 논문의 리뷰 저자는 ESG 의 ES 와 G를 끈덕지게 구분한다.
- 그들의 투자 선택에서 몇몇의 그리고 모든 ESG 걱정들을 포함하고 있는 뮤추얼 펀 및 투자 펀드들은 일반적으로 Socially Responsible(SR) funds 라고 불린다.

ESG 걱정들을 포함하고 있는 펀드들 => Socially Responsible 이라고 불림

내가 모르는 용어인 SR 용어 설명
- 이 레이블은 단순히 주식과 채권을 제외한 것에서부터 투자 과정에 E,S,G 점수의 세부 가중치를 통합하는 것까지 다양한 접근법을 다룬다. (SR을 이용해서 E,S,G 점수의 세부 가중치를 통합하는 것까지 다양하게 다룸)

- 투자 성과와 CSR 그리고 G scores 를 평가하기 위해서, 5개의 관련된 question 들을 고려하는게 유용할 것이다.

1. **회사의 CSR 혹은 G 성능**은 어떻게 그것의 가치(지분), 그것의 **재정적인 성능 그리고 지분 리스크 수익**에 어떻게 영향을 끼치는지 (csr 과 g과 어떻게 회사의 가치에 영향을 끼치는지 (재정, 주식 등등))
 - 이 질문에 답하게 되면 CSR 그리고 G 특성을 조사하는건 주식 포트폴리오 성능에 도움을 줄 수 있을지 없을지에 대한 우리의 평가를 도울 것.
 - 관련된 이슈(question)는 CSR 과 G 성능의 기초를 관찰하는 투자 펀드들이 비심사 경쟁자들보다 성능이 더 좋은지 좋지 않은지다.
 - csr 을 관찰하는 투자 펀드들의 성능이 그렇지 않은 투자 펀드들보다 성능이 좋으나 좋지 않으나. 그리고 csr과 g과 어떻게 회사의 가치에 영향을 끼치느냐.. (이를 해결하게 되면 주식 포트폴리오를 만드는 성능에 도움을 줄 수 있을 것.)
2. **그녀가 보유한 CSR 혹은 G 특성이 그녀의 주식 수익**에 영향을 끼치는지? 즉 어떻게 투자자들의 행동이 회사를 향상시키는지?
 - 이 질문에 대한 답은 아마 적극적인 소유권이 투자자들의 관련 포트폴리오 수익을 향상시킬지 시키지 않을지에 대해서 알 수 있을 것이다. (개인의 esg 성향이 자산 증식에 영향을 끼치는가?)
3. 어떻게 회사의 CSR 그리고 G 성능이 빚 가치(debt value), 신용 위험(credit risk) 그리고 그것의 **펀드 리스크 수입**에 영향을 끼치는지.
 - 이 질문에 대한 답은 csr과 g 특성을 살피는 게 펀드 포트폴리오 성능에 도움이 될지 안될지 평가할 수 있게 도와 줄 것.
 - 관련된 이슈는 CSR 과 G 특성을 살피는 **FI** 펀드들이 그들의 투자자들에게 더 매력적인 성능을 제공하는지 제공하지 않은지이다.
 - FI 펀드는 CSR 과 G 특성을 살피는 펀드
4. 어떻게 채권자의 행위가 회사의 특성인 CSR 과 G 특성들을 향상시키는지, 그녀가 채권 보유 수익에 영향을 미치도록 불러준다고?
 - 이 question 에 대한 답은 적극적인 채권 보유주의 참여가 채권 보유자의 수익을 향상시킬 수 있는지 없는지 답을 얻는데 도움을 얻을 수 있다.
5. "green bond(채권)" label 과 같은 ESG 준수로서의 증권들을 검증하는 전문 표준은 이 증권들의 가치를 향상시킬 수 있는지 그리고 ESG 위험을 줄일 수 있는지?

-
- 나머지 검증은 다음과 같이 진행된다.

- 섹션 1은 **CSR 과 G 특성들간의 연결** 또는 **기업의 가치 또는 지분간의 연관성**에 관한 배경 논의가 진행된다. 그리고 적극적인 참여의 혜택에 대해서도...
- 섹션 2는 회사의 **ESG 성능**과 그것의 **신용 위험 그리고 채권 가치의 연결성**에 대해서 논의한다.
- 섹션 3는 SRI 채권 펀드에 관한 증거를 묘사한다.
- 섹션 4는 ESG가 다운 사이트 리스크에 미치는 영향에 대해서 논의한다.
- 섹션 5에서는 "Green Bonds" 에 관한 literature 을 리뷰하고
- 섹션 6는 결론을 낸다.

CSR, G and firm value

- 이 장에서는 기업의 가치와 지분 수익에 관한 **CSR** 과 **회사 거버넌스(G)** 와 연결된 **경제 메커니즘**을 빠르게 논의한다.

기업의 가치와 지분 수익에 관한 **경제 메커니즘** : CSR 과 회사 거버넌스로 설명하면서...

- 부채 가치에 관해서 바로 집중하지 않은 반면에, ESG 정책들과 기업 가치간의 연결은 중요하다.
 - 왜냐하면 기업의 ESG 행위가 기업의 가치에 영향을 끼치면, 그것은 또한 기업의 채권 보유자들에 대한 기업의 지불과 관련된 기업 활동들의 일반적인 측면적 가치에도 영향을 끼친다.
- 논문 리뷰 저자들은 CSR 과 기업 거버넌스를 분리해서 논의하고 그것들의 조합의 영향을 논의한다.
- 그리고 빠르게 SRI 주식 뮤추얼 펀드에 대한 증거에 대해서 리뷰한다.

Corporate Governance and equity value

#지분가치

#투자를 새천년 10년 동안 투자하지 않았다.

- 향상된 기업 거버넌스에 찬성하는 경제적인 논쟁들은 간단하다.
- 좋은 기업의 지배구조가 agency 문제를 줄이고, 경영자 및 주주 목표의 조정을 개선한다. 그리고 전망과 기업의 가치를 향상시킨다. (**좋은 기업의 지배구조가 기업의 가치를 향상시킨다**)
 - 경험적인 증거들이 이 관점에 대해서 강하게 지지를 해준다. 그리고 너무 많은 review 들이 존재한다.
- 세 가지의 최근 작업들은 이 증거를 설명한다. (좋은 기업의 지배구조가 기업의 가치를 향상시킴)
 - Gompers, Ishii and Metrick (2003) and Bebchuk
 - Cohen and Ferrell (2009)
 - Investor Responsibility Research Center(IRRC) 의 지배구조 조항에 기록되어져 있는 경영 확립 변수에 대한 더 낮은 가치들에 의해서 측정된대로, 더 나은 경영 지배구조는 더 높은 회사 가치들과 더 높은 수익을 창출해낸다.
 - Gompers 는 가장 센 기업 지배구조를 가지고 있는 10%의 회사들은 가장 약한 지배구조를 가지고 있는 10%의 회사들을 매년 8.5%씩 앞섰다. (8.5%)
 - 반면에, Bebchuk는 저침체 회사들에 투자하는 것은 수익을 조정한 긍정적인 위험 조정 수익으로 이끌 수 있다고 주장한다.

(경영 용어) 위험조정수익(RAR: Risk Adjusted Return) 설명

위험 조정 수익이란 투자 수익(investment returns)을 단순히 투입 대비 산출로만 계산하는 것이 아니라, 수익이 나타나는 과정에서 포함된 위험들을 고려했을 때의 수익을 의미한다.

ROI : 투자 대비 수익

PER

PBR

ROE

ROA

- Gompers, Bebchuk 양쪽의 연구들은 더 강력한 주주권을 가진 회사들이 평균적으로 더 높은 이윤, 더 높은 매출 성장 그리고 더 낮은 자본 지출을 가지고 있다는 증거를 제공하며, 이는 더 높은 **시장 가치** 를 의미한다.
- Bebchuk 은 학습과 일치하며 더 좋은 지배구조에 대한 더 많은 관심을 보여준다.
 - 학습과 좋은 거버넌스에 대한 더 큰 관심으로 인해-> 더 나은 거버넌스를 가진 기업에 대한 **투자**로 인한 -> 긍정적인 비정상적 수익은 새 천년의 첫 10년 동안 사라진
 - 반면, 좋은 거버넌스와 확고한 가치와 확고한 운영 성과 사이의 연결은 지속되었음을 보여준다.

투자와 달리

- 더 나은 거버넌스를 가진 기업들을 더 높게 평가하고 더 나은 거버넌스를 가진 기업에 투자하는 것은 더 이상 긍정적인 비정상적 수익을 창출하지 않는다.
- 더 나은 거버넌스를 가진 기업에 대해서 투자를 했을 때, 긍정적인 수입이 10년동안 나지 않았다. 그러나 좋은 거버넌스와 기업의 확고한 가치와 확고한 운영 성과 사이의 연결은 지속됐다 즉, 좋은 거버넌스 -> 기업의 가치 상승, 좋은 거버넌스 -> 운영 성과 상승의 공식은 지속됐다.

Corporate Social Responsibility and firm value

(CSR ↔ Firm value)

#회사의 사회적 책임과 회사의 가치 (인수, 펀드(펀드 이익), 주식)

- CSR 에 찬성한 경제 논의들은 유사하다. 하지만 덜 직설적이다. 높은 CSR 점수들은 경영진이 장기적인 지속가능성에 대해서 걱정하고 있음을 시사하고 따라서 더 높은 장기 주주 가치와 수익을 표시해야한다.
좋은 일 하면 잘된다 명제...
- 하지만 높은 CSR 점수들을 성취하는 것은 더 높은 지출을 요구하고, 특히 단기간 및 장기간의 기업 수익에 영향을 끼칠 것이다.
 - 비록 회사와 관리자의 평판은 높일 수 있지만, 증가된 CSR 지출은 즉시 수익에 영향을 끼친다. 반면에 수익은 확실하지 않을 것이고 먼 미래에 있을 것이다.
 - 향상된 CSR 은 비용이 미래 수익에 대한 기대되는 이익들에 비해서 더 낮은 경우에만 매력적이다.
 - 프리드만은 "기업의 사회적 책임이 기업의 수익을 증가시킨다" 라고 주장한 유명한 사람.
- CSR 과의 긍정적인 연결을 지지하는 경제 논의들은 두 개의 유형이며 요약될 수 있다. "good company" and "good management" 이론들로
 - good company

- 첫 번째에 따르면, 주요 이해관계자들과 좋은 관계를 구축하는 것은 회사에 대한 평판 자본을 산출한다. 또 불리한 상황에서 손실을 줄이고 수익을 향상시키는 것을 통해 회사의 가치를 향상시킨다.
- Lins, Servaes and Tamayo 은 CSR 은 회사의 사회적 자본을 향상시키고 모든 경제 활동들이 신뢰의 일부 요소에 의존하기 때문에 비즈니스 거래에 참여하는 능력을 강화한다고 제안한다.
- 이러한 관점에서, 사회적 자본은 기업의 신뢰성을 향상시키고 이것은 경제적인 위기 시대, 신뢰가 낮은 시대에 금전적 가치가 있게 된다. (Csr 을 높임으로써 위기의 시대에 강할 수 있다.)

○ the good management

- 적합하고 효과적인 CSR 정책들이 높은 경영 품질을 나타낸다고.
 - 왜냐하면 그 task 는 복잡하고 다양한 여러 이해 관계자 그룹의 주장의 균형을 맞추고 기업 CSR 정책의 명시적이고 암묵적인 비용과 편익을 평가해야 하기 때문에 **적절하고 효과적인 CSR 정책을 구현하는 것이 높은 경영 품질을 의미한다는 것을 시사한다.**

■ 극단 말고 적절하게 CSR 정책 실현

- 더 높은 경영 기술들은 기업 재산의 더 효과적인 사용, 더 높은 수익 그리고 더 높은 가치로 이끌 것.
- 다른 이해 관계자들의 흥미들을 균형 맞추는 능력이 커지면, 경영진과 주주들 사이의 더 낮은 대리인 문제를 나타내며 가치를 높일 수 있다.

● 기업의 가치와 CSR 활동들 사이의 연결에 대한 증거는 섞여있다.

- Margolis, Elfenbein and Walsh (2011) : 두 연결간의 긍정성을 확인했지만, 재정적인 성과에서 그렇게 큰 성과를 보이지 않았다.
 - 이러한 긍정적인 관계가 후기에 약해지는 반면에, 드러난 사회적 또는 환경적 악행의 부정적인 영향은 증가한다.
- 대부분의 연구들은 CSR 활동들에 참여하기로 결정한 회사들과 회사의 수익성에 영향을 끼칠 수 있는 관찰 불가능한 기업 특징들과의 상관관계를 다루는 분석에 실패한다. ((in statistical terms, an “endogeneity problem”))
- 따라서 위에서 연구들의 증거는 CSR.과 기업 재무성과와의 긍정적인 상관관계에 불과하다.(인과관계가 아니다.)
- unobserved 특징들을 계량적 데이터가 아니라 비정형 데이터에서 찾으려면 어떻게??
- 첫기업의 가치와 CSR 사이의 가능한 인과적 연결에 대한 더 엄격한 증거들을 제공하는 첫 번째 페이퍼가 있는데!

● Dowel Hart and Yeung (2000)

- 이 사람들은 기업의 자발적인 환경정 자세를 취하는 것은 기업의 가치를 향상시킨다고 주장한다.
- 선진 시장과 개발 도상 시장에서 자원 추출 및 제조 분야에서 활동하는 미국에 기반을 둔 다국적 기업의 표본에서, 단일 엄격한 글로벌 환경 표준을 채택하는 기업이 전 세계적으로 미국 법률 표준을 채택하는 기업이나 미숙한 주최국보다 시장 가치가 더 높다는 것을 발견했다.(시장 가치를 csr 을 고려해서 판단)
- 후속 작업에서는 인수 대상 기업의 CSR 상태가 인수·합병 수익률을 높였는지 여부를 조사했다. 그 증거는 높은 CSR 인수자가 모든 관련자에 대해 더 나은 거래를 하고 높은 CSR 목표가 인수자에게 더 나은 거래임을 시사한다.(csr 지수를 고려한 인수와 관련)
- Deng, Kang and Low (2013) study a sample of 1,556 completed US mergers
 - CSR 등급이 높은 인수자가 상당히 긍정적인 발표 수익률과 합병 후 수익률을 보이고 있으며, 운영 성과도 개선됐다는 사실을 알게 된다.

- 또 높은 CSR 등급을 가지고 있는 기업이 합병 성공률이 높음을 보여주고, 낮은 CSR 기업의 인수가 더 짧은 시간에 완료된다는 사실을 이야기 한다.
- 다른 이해관계자들의 재산에 대한 긍정적인 영향을 이야기한다. (**csr 을 고려한 채권 보유 소득**)
 - 낮은 CSR 인수자
 - 그들은 낮은 CSR을 소유하고 있는 채권 보유자는 비정상적 공시 수익률이 15% 마이너스인 반면, 높은 csr 채권 보유자의 비정상적 공시 수익률은 약간 플러스인 것으로 기록한다.
 -
 - 악타스, 드 보트와 사촌(2011)은 목표 CSR 등급이 거래로 인한 취득자의 이득에 미치는 영향을 조사하여 취득자의 이득이 목표 CSR 점수와 긍정적으로 관련되어 있음을 발견한다. 더욱이, 그들은 취득자 CSR 점수가 SR 인식 목표의 취득 후에 향상된다는 것을 문서화한다.
- Aktas, de Bodt and Cousin (2011)
 - 목표 CSR 등급이 거래로 인한 인수자의 이득에 미치는 영향을 조사
 - 인수자의 이득이 목표 CSR 점수와 긍정적으로 관련되어 있음을 발견한다. (**csr 을 고려한 합병 후 인수자의 이득**)
 - 인수자 CSR 점수가 SR 인식 목표(target)의 취득 후에 향상된다.(인수자의 CSR 점수와 sr 과의 관계)
- Kruger (**ESG, CSR을 고려한 주식의 가치**)
 - 2001 ~ 2007년 사이의 2,116 개의 ESG 긍정 부정 데이터들을 찾는다.
 - ESG 이벤트가 공개되는 날의 주식 실적을 조사한다.
 - 부정적인 이벤트가 주식 사치에 부정적인 영향을 끼치는걸 발견했다.
 - 부정적인 사건들이 주식 가치에 강한 부정적인 영향을 미치고 **환경 및 지역사회 관련 사건들**에 더욱 그러하다는 것을 발견
- Ferrell, Liang, and Renneboog (2016)
 - CSR과 대리인 문제들 그리고 회사 가치 사이의 연결을 조사하기 위해서 MSCI IVA ratings을 사용했다. (1999-2011년 사이의 7000개가 넘는 회사들에 대해서.)
 - 낮은 대리인 문제들을 가지고 있는 회사들은 적극적으로 CSR 에 참여하고 있다는걸 발견했다.
 - 대리인 문제란?

개인 또는 집단이 의사 결정 과정을 다른 사람에게 위임할 때 대리인 관계가 성립된다. 대리인 관계가 성공적으로 유지되기 위해서는 주인이 대리인에게 적절한 보상을 지급해야 하고, 대리인의 노력으로 인한 경제적 결과를 정확히 평가할 수 있어야 한다.[2] 그러나 대부분의 대리인 관계는 불확실한 미래 상황을 대상으로 할 뿐만 아니라, 주인이 대리인을 완벽하게 감시한다는 것은 현실적으로 불가능하다.[2] 여기서 [정보 비대칭](#) 문제가 발생하고, 대리인은 자기 나름대로의 이해관계를 가지기 때문에 주인의 이해관계에 반하는 행동을 할 수 있다.[3] 이로 인해 [역선택](#)의 문제, [도덕적 해이](#), [무임승차자 문제](#) 등이 발생한다.
 - 낮은 대리인 문제 회사들에 대한 CSR 과 회사가치 사이의 강한 긍정적인 연결을 발견했다.
 - 이들이 발견한 증거는 "good manager" 가설을 증명한다.
- 검토된 많은 연구들의 약점은 특이점과 정보에서 많은 변화가 있는 CSR의 대안적 조치가 많다는 것이다.
 - Standard 한 CSR 지수가 존재하지 않는다. 계산하는 방법에 대한 기준도, 어떤 척도를 고려해야 하는지도, 그리고 어떤 척도가 중요한지에 대한 합의도 또한 어떻게 결합되어야 하는지에 대한 합의도 없다.
 - 따라서 CSR 점수와 회사 또는 투자 성과에 대한 연결을 평가하는 모든 연구들은 고전적인 가설 연결 문제를 겪는다.
 - 그들은 항상 CSR 지수가 재정적인 성과에 관련이 있는지 없는지에 대해서 테스트한다. 그리고 선택된 CSR 지수는 실제로 물질적인 CSR 성과를 측정한다.
 - 특정 CSR 지수와 재정적인 성과가 CSR은 성과에 영향을 끼치지 않거나 선택된 CSR 지수가 물질적인

CSR 성과를 적절하게 반영하지 않는다는 사실을 반영한다.

- 다른 물질 단계들을 가지고 있는 많은 대안적인 CSR 지수를 사용하는 연구들의 결과를 합치는 것은 CSR 영향에 대한 bias 된 결론으로 이끌어질 수 있다.

- 이 issue 는 Serafeim and various co-authors에 의한 최근 논문들의 집합에서 조사되어진다.
- issue : CSR 지수가 standard 한게 없고, csr 지수를 합쳐서 사용하게 되면 bias 가 있을 수 있다.

- Khan, Serafeim and Yoon (2016)

- Khan, Serafeim, Yoon(2016)은 CSR의 차원이 각 산업의 기업들이 KLD 점수의 다른 요소를 중요하거나 중요하지 않은 요소로 분류하기 위해 SASB(Sustainability Accounting Standards Board) 평가를 사용한다.

<https://news.einfomax.co.kr/news/articleView.html?idxno=4186398>

SASB는 미국의 지속가능회계기준위원회가 제정한 **환경·사회·지배구조(ESG)** 관련 **지속가능성 공시 기준**이다. 이는 미국 지속가능회계기준위원회와 통합기준위원회가 합병한 가치보고재단이 제정한 것으로, 개념체계 및 적용 지침과 **총 77개 산업별 기준으로** 구성돼 있다.

- Growal, Hauptmann 및 Serafeim(2017)

- 관련 논문에서 Growal, Hauptmann 및 Serafeim(2017)은 위의 연구와 동일한 SASB 산업별 중요성 기준을 사용(2007 ~ 2015) 1,291개 기업의 표본에 대해(표본집단 형성), 블룸버그에 보고된 **자발적 ESG 공개**를 물질적 또는 무물질적으로 분류했다.
- SASB 가 식별한 중요한 공시사항은 주가의 정보성을 향상시키는 반면에 중요한 공시나 주주들의 우려(ex, GRI 기준서)에 초점을 두지 않는 기준서를 준수하는 공시는 그렇지 않음을 발견했다.(당연한 말 아니냐?)
- 공시란?
사업내용, 재무상황, 영업실적 등의 기업정보를 투자자 또는 이해관계자에게 공개하는 제도.
- 물질적 공시는 지속 가능성에 더 많이 노출되는 기업과 기관 및 SR 투자자가 더 많은 기업의 주가 정보에 더 큰 영향을 미친다.
- Serafeim과 Growal, 2017 는 대조적임
 - 중요성에 명확한 고려 없이 대규모 자산 소유자에 의해 구성된 공시 점수가 미래의 재무 성과에 대한 정보를 제공하지 않는다.
 - 공개 및 성과를 감시하는 기업 집합에 포함시키는 게 완전하게 체계적이지 않으며 간헐적으로 감시가 수행되었기 때문에 주의깊게 살펴봐야 한다.

CSR and G screening and fund performance

SRI : 사회책임투자

- SRI 와 ESG 목표가 뮤추얼 펀드 실적에 미치는 영향을 기껏해야 복잡적.
- 대부분의 연구는 SRI 주식형 펀드와 기존 주식형 펀드의 성능 차이를 거의 발견하지 못했다.

(Rennebog, Ter Horst and Zhang, 2008a; Rennebog, Ter Horst and Zhang, 2008b)

- SRI 주식형 펀드인자와 관계 없이 2003 ~ 2011년까지 2,168개 미국 주식 펀드 샘플에 대한 자산 가중 종합 CSR 점수를 구성하면 높은 CSR 점수 펀드가 낮은 CSR 점수 펀드에 비해 더 열악하고 지속적으로 성능이 낮다.

결국 csr 혹은 esg 지수가 높다고 해서 펀드의 성과가 좋음을 알수 없다.

- CSR 기반 전략의 성과를 조사하는 연구, ESG 점수를 기반으로 포트폴리오를 구성하거나 점수가 낮은 종목의 포트폴리오를 구성하는 게 가능할 수 있음을 시사한다.
 - 더월 외(2005)
 - 높은 환경 등급 주식으로 구성된 글로벌 포트폴리오를 구성, 1995 - 2003년 기간 동안 시장 벤치마크에서 4%를 증가하고 그에 상응하는 낮은 등급의 주식으로 구성된 포트폴리오를 6% 증가한다는 걸 발견.
 - Statmatn & Glushokov(2009)
 - KLD 가 제공한 등급을 사용해, 1992 ~ 2007년까지 미국 회사들에 대한 유사한 결과 발견
 - Halbritter and Dorfleitner(2015)
 - 3개의 등급 제공업체와 1990 ~ 2012년까지의 표본 기간을 사용
 - 세 등급 모두에 대해, 낮은 등급 포트폴리오와 비교하여 높은 등급 포트폴리오의 수익률
 - 1990 ~ 2001 : 비교해서 수익률이 크고 긍정적
 - 2002 ~ 2006 : 절반 정도 크기
 - 2006 ~ 2012 : 완전히 사라진다.
 - 낮은 등급 포트폴리오에 대한 높은 등급 포트폴리오의 수
 - 이러한 연구들은 높은 ESG 성과로 인한 기업 가치와 수익성에 대한 영향이 주식 평가에도 충분히 반영될 수 있음을 시사한다.

The returns to active engagement

투자자들과 자산 소유자들은 다음과 같은 문제에 직면한다.

- 비록 더 나은 ESG 성과가 회사의 가치를 향상시킨다 해도, 자산 소유자가 경영진과 적극적으로 협력하여 기업 ESG 정책을 변경하는 게 도움이 되는가? (ESG 에 참여하는 것에 대한 고찰)
 - 이러한 참여 활동들(기업 ESG 정책에 대한)은 값이 비쌀 것이고 이익은 한정되고 불확실할 것이다.
 - 모든 주주들이 이익을 공유하는 반면에 활동적인 자산 소유자는 모든 참여 비용을 부담하기 때문에, 참여는 고전적인 무임승차 문제로 어려움을 겪고 있다.
 - 직접적인 증거는 제한적이며 4개의 논문이 이 문제를 정면으로 다루고 있다.
 - Kim and Lyon (2011)
 - 기관투자자의 탄소공시 프로젝트 참여 압력에 응답한 파이낸셜타임스 글로벌 500의 기업들이 기후변화 규제 가 능성이 높아졌을 때, 주주가치 상승을 경험했음을 보여준다.
 - Dimson, Karakas and Li (2015)

- SR 참여 이력을 가진 단일 대형 자산 관리자에 의해 1999년 2009년 사이에 미국 공기업과의 2,152건의 SR 계약 샘플을 조사한다.
- G 계약이 ES 계약보다 더 성공적이며 **지배구조가 열등한** 거대하고 성숙하며 실적이 저조한 기업들이 성공적인 계약에 더 취약하다는 걸 발견한다.
- 성공적인 참여에 대한 엄청난 양의 비정상적 수익을 발견했지만, 이런 **이득의 대부분은 기후 변화에 초점을 맞춘 기업 지배구조 조치와 참여에서 발생한다.**

G 에 초점을 두니 Good performance

- 성공적인 참여(혹은 계약?) 이 대상 기업의 운영 성과와 수익성의 향상, 주식 변동성의 감소, 지배구조 점수의 개선 그리고 기관 소유권의 증가로 이어지며 성공하지 못할 때 기업의 가치를 파괴하지 않는다.

○ Hoepner et al (2018)

- ESG 주제에 대한 투자자들의 참여가 포트폴리오 기업의 후속 **하향 위험 감소**와 관련이 있는지 여부를 조사한다. (esg 기반 포트폴리오 투자를 하면 주식 투자 위험이 감소?)
- 2005 ~ 2014년, 296개 기업에 걸쳐 **682개 민간 직접 참여 활동을 추구한 단일 기관 투자자의 참여 활동에 초점**을 맞추고 있다.
- 이러한 참여의 절반은 거버넌스 문제 21%는 사회 문제에 S, 18%는 환경 및 기후에 E, 13%는 기업 전략 및 리스크 관리에 초점
- 참여 중 28%가 성공적으로 마무리됐으며, 참여로 인해 통계적, 경제적으로 기업 하향 위험이 20% 감소했다.
- 전략 및 거버넌스 참여뿐만 아니라 성공적인 참여도 더 큰 위험 감소로 이어졌다.
- 하지만 단일 투자자의 참여 활동에 대한 사례 연구이기 때문에 일반화를 하기엔 제한적.

○ Flammer(2015)

- CSR 주주 제안이 기업 가치에 미치는 영향을 조사.
- 주주제안:
주주제안권이란 주주가 일정한 사항을 주주총회의 목적사항으로 할 것을 회사의 이사회에게 제안할 수 있는 권리를 의미(상법 제 363조의2 제 1항)
회사가 이러한 것들을 목적사항으로 설정해 줘! 이런건가?
- 1997 ~ 2012 까지 S & P 1500개 기업에 제출된 2,729 개의 **CSR 주주 제안**이 포함되어 있다.
- 대부분의 제안은 실패했지만, 평균적인 지지도는 샘플 전반의 약 9%에서 후반 약 17%로 상승
- Csr 제안서 채택이 주식 가치에 긍정적인 영향을 미치고, 이후 몇 년간의 영업 실적에 긍정적인 효과가 있으며, 투표 전에 csr 점수가 낮은 회사의 경우에 긍정적인 효과가 더 크다는 것을 알게 됐다.

ESG and bond value

ESG 와 채권 가치와 성과에 대한 연결에 대해서 연구한 것들을 리뷰

Corporate Social Responsibility and credit risk

채권이란?

돈 필요할 때 우리는 은행을 찾습니다. 그런데 은행은 호락호락하지 않습니다. 만약 적당한 담보가 없다면 쉽게 돈을 빌릴 수 없습니다. 이때 우리가 의지할 곳은 한 곳밖에 없습니다. 가까운 지인들이죠. 그렇게해서 우리는 직장동료에게, 또는 친구에게 도움을 청합니다. 그리고 돈을 빌려준 고마운 분께 증거로 차용증을 서줍니다.

그런데 돈이 필요해 이웃에게, 친구에게 전화를 돌리는 것은 우리 같은 평범한 시민들만 하는 일이 아닙니다. 삼성전자나 현대자동차 같은 회사도 돈이 필요할 때가 있습니다. 그리고 이들도 대출이 여의치 않으면 우리처럼 이사람 저사람 찾아다니며 돈을 빌립니다. 이때 여러 회사가 필요한 돈을 빌리고 그 증거로 써주는 차용증을 특별히 채권이라 부릅니다.

채권에 적혀 있는 핵심 내용은 우리가 흔히 쓰는 차용증과 크게 다름이 없습니다. 채권에는 이렇게 적혀 있습니다.

“1만원을 빌려주셔서 감사합니다. 1년 뒤 원금 일만원과 이자 1000원을 합쳐서 총 1만 1000원을 돌려드리겠습니다.”

물론 모든 채권이 딱 이렇게 적혀있는 것은 아닙니다. 차용증도 가지각색이듯이 채권도 마찬가지로 가지각색입니다. 하지만 가장 기본적인 내용은 위의 것과 같습니다. 얼마를 빌렸는지, 또 이자는 얼마를 줄것인지 적혀 있습니다.

- 몇몇 학술적 연구는 CSR 행동 특히 환경 성과가 회사의 수익률에 미치는 영향을 조사
 - Menz(2010)
 - 유럽 회사 채권 시장에 초점
 - 사회적 책임이 있는 기업이 사회적 책임이 없는 기업보다 더 큰 신용 확산을 초래하는 것을 발견
 - Stellner, Klein Zwergel(2015)
 - 좋은 CSR 이 신용 위험을 체계적으로 감소시킨다는 것을 보여준다.
 - Bauer and Hann (2014)
 - 미국 공기업의 큰 단면에서는 **강력한 환경적 성과**가 부채 비용 감소와 관련이 있음
 - Chava(2014)
 - 5,879개의 미국 은행 대출 시설을 대상으로 연구
 - KLD 환경 점수가 좋으면 기업의 부채 비용(firm's borrowing costs)이 절감되지 않는 반면, 환경 점수가 나쁜 기업의 경우 올인 대출 비용이 훨씬 더 높다.
 - Oikonomou, Brooks and Pavelin(2014)
 - 미국의 기업 부채에 관하여,
 - 낮은 수익률을 통해 좋은 CSR 성과가 보상(낮은 수익률 ↔ 좋은 csr 성과)

- 낮은 CSR 점수는 신용위험과 긍정적으로 상관관계가 있다. (낮은 csr ↔ 신용위험)
- Ge and Liu
 - CSR 공시가 미국 1차 시장에서 발행되는 회사 채권 신규 발행 할인에 미치는 영향을 조사
 - CSR 점수가 좋은 기업은 CSR 점수가 낮은 기업에게 프리미엄을 붙여 신규 채권을 발행할 수 있다고 주장
- Attig, El Goul과 Guedhami(2013)
 - 기업의 신용 등급과 CSR 점수 사이의 긍정적인 상관관계
 - 주요 이해관계자 관리와 관련된 CSR 의 구성 요소가 가장 중요하다는 것을 발견
 - 신용등급은 csr의 구성 요소 중 이해관계가 관리와 관련된 요소가 가장 중요
 - 이는 CSR 성과가 신용도 평가에 신용평가기관들이 활용할 수 있는 중요한 정보를 제공하고 있음을 시사한다.
- Shi and Sun(2015)
 - 높은 CSR 점수 대출자가 발행한 채권이 낮은 CSR 대출자의 채권보다 실질적으로 적은 수의 약정을 포함하고 있음을 발견했다.

Corporate Governance and bond value

- 기업의 지배구조와 채권 수익률 및 등급의 효과에 완전히 초점을 맞추고 있다.
- Bojraj와 Sengupta(2003)
 - 1991년 ~ 1996년 사이에 발행된 1,005개의 미국 산업 채권의 샘플 사용
 - 이사회 독립성에 의해 대리되는 더 나은 기업 지배구조를 가진 기업들이 발행한 채권이 더 높은 등급을 얻고, 등급과 수익률의 다른 잠재적 결정 요인을 통제한 후 더 낮은 수익률을 명령한다는 것을 보여준다.
 - 더 높은 등급을 얻는데 왜 더 낮은 수익률을 명령하지... 원말이여

CSR and G joint effect on bond value

- 채권 가치에대한 G와 CSR 의 결합 가치는 불분명하다.
- 이 주제에 대한 연구는 제한적이며, 최고의 quality 가 아니다.
- Hoopner 등(2014)
 - Oekom7 국가 및 기업 지속가능성 등급을 사용해서 28개국 470개 대출 시설에 대한 은행 대출 금리와 대출자 특성 간의 연관성을 조사 (**대출 금리와 대출자 특성 간의 연관성 조사**)
 - 대출자의 국가 지속가능성 점수가 대출 금리의 주요 요인
 - 반면에, 대출자별 지속성 점수는 대출 금리의 주요 요인이 아니다. (근데 이 연구의 의미는 간단치 않다. 그 이유에 대한 설명은 생략)
- 이론적인 차원에서 기업의 지배구조 개선을 주주와 경영자 사이의 대리점 문제(agency problem)를 줄여준다.
 - 만약 경영자들이 주주들이 원하는대로 더 많이 행동한다면, 경영자들과 채권 보유자들 사이의 대리점 문제(agency problem) 을 악화시키고 채권 가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있다.
 - 채권 보유자들과 주주가 다르다는 점을 엄밀하게 이해하자

- 그러나 적절한 CSR 행동이 모든 또는 대부분의 이해관계자의 이익을 적절히 균형 있게 조정하는 "좋은 경영자(good managers)" 를 의미한다면,
- 지배구조 개선은 낮은 CSR 기업의 경우 채권 보유자의 손해에 대해서는 주주에게 이익이 될 수 있다.
- 반면에, 높은 CSR 기업의 경우에는 지배구조 개선은 주주와 채권 보유자 모두에게 이익이 될 수 있다.
- ESG 혹은 csr 은 주주와 채권 보유자들 즉, 기업의 이해 관계자들 모두를 충족시킬 수 있는 좋은 경영자가 될 수 있다.

- Deng et al. (2013)

- 1,556 건의 완료된 미국 합병 사례에서 낮은 CSR 인수자의 채권 보유자는 상당한 재산 손실을 경험
- 고 CSR 인수자의 채권 보유자는 전체 상태를 유지한다고 주장.
- 회사가 합병이 될 때, csr 지수가 낮은 기업의 채권을 가지고 있던 투자자는 합병 후 상당한 재산 손실을 겪지만, 높은 csr 지수를 기록하는 기업의 채권을 가지고 있던 투자자는 재산 상태를 유지한다고 주장.

ESG and bond returns

채권, 펀드 설명하는 블로그

<https://www.econowide.com/242>

<http://midasasset.com/%ED%88%AC%EC%9E%90%EC%A0%95%EB%B3%B4/%ED%8E%80%EB%93%9C%ED%88%AC%EC%9E%90%EC%95%88%EB%82%B4/%EC%A0%95%EC%9D%98/>

(ESG와) 채권 또는 채권 포트폴리오 수익률 간의 연계에 관한 증거와 채권 발행자의 ESG 등급을 평가.

- Derwall과 Koedijk(2009)

- 사회적 책임이 있는 고정 수입과 **균형 잡힌 뮤추얼 펀드**의 성과를 조사.
- 1987년 ~ 2003년 미국 SR 채권 펀드의 실적이 비 SR 경쟁사의 실적과 맞먹는다.
- 반면 **SR 균형 펀드**는 **비 SR 경쟁사**보다 약 1.3% 더 높은 성과를 기록
- ESG 기준이 고정 수익 펀드 수익률에 미치는 영향을 평가하는 첫 번째 연구 중의 하나
- 하지만 수천 개의 펀드 샘플 중 16개의 FI와 9개의 균형 펀드만이 SR로 식별되었기 때문에 연구 결과는 조심스럽게 다뤄져야한다.
- 균형잡힌 SR 펀드가 비 sr 경쟁사보다 뛰어나다.
- 순수 SR 채권 펀드는 비 sr 성과와 맞먹는다.

- Henke (2016)

- 2001년 ~ 2014년 , 38개의 미국 및 65개의 유로존 SR 채권 펀드의 성과를 조사.
- SR 채권 펀드가 비 SR 채권 펀드를 약 25 베이스 포인트, 유로존에서는 약 50 베이스 포인트 능가.
- 놀랍게도, SR 펀드가 비불황 기간 동안 동종 펀드의 실적을 밑돌기 때문에(NBER 에 의해 결정됨) 이러한 실적은 대부분 불황 기간에 발생한다. (비불황시기에는 그닥 성과가 없다.)
- 어떤 증거가 있는데, ESG 점수가 높으면 하향 위험이 감소한다는 가설과 일치한다.

- Leite and Cortez (2018)

- 2002 ~ 2014년 말까지의 28개의 채권 펀드와 23개의 균형 펀드를 커버한다.

- Derwall과 Koedijk(2009)(위에서 언급한) 와 대조적으로 균형 잡힌 SR 펀드가 그들의 동료들과 일치(??) 하지만, 순수한 SR 채권 펀드가 비 SR 동료들보다 더 뛰어나다는 것을 발견

위의 연구와 반대로 균형 잡힌 SR 펀드가 순수 SR 과 성능 비슷하고 순수한 sr 펀드가 더 성능이 좋음을 주장하는 중.

- ESG 와 지속가능성 기준에 초점을 맞춘 SRFI 펀드가 비 SR 펀드보다 유로 국가채무 위기의 영향을 가장 많이 받은 국가가 발행한 주권 보유량이 상당히 낮았다. (국가 채권을 상품으로 하는 펀드들의 사례를 이야기 하는 듯하다.)

유로 국가채무 위기의 영향을 가장 많이 받은 국가가 발행한 채권은 상품 가치가 하락했을 수 밖에 없다. 근데 ESG 와 지속가능성에 초점을둔 펀드가 비 sr 펀드들보다 이런 채권 상품들을 포트폴리오에 포함하지 않았음을 의미하는 듯.

- ESG 포커서에 대한 주요 수익이 위험 하락(downside risk) 으로부터 일어난다.
즉, 경기가 불안정하거나 국가가 불안정할 때, ESG 의 이득이 산출된다는 의미인 거 같다.

하방 리스크, 상방 리스크?

리스크를 위험이라고 해석할 수 있지만 변동성이라고 해석을 했을 때,

주가를 예시로 주가의 가격이 위로 올라가면 상방 리스크라고 하고 주가가 떨어지면 하방 리스크라고 한다.

상방 리스크를 위험이라고 인지하지 않는 게 대부분이지만 경영자의 입장에서 주가가 올라가면서 생기는 이득으로 회사의 규모에 재투자를 하지 못하여 다른 경쟁사와의 경쟁에서 뒤쳐질 수 있다. 이러한 위험을 상방 리스크라고 한다.

- 그러나 이 논문은 Henke(2016) 의 개선일 뿐이다.

• Hoopner와 Nilson(2017a)

- SR 채권 펀드에 걸친 ESG 전문성의 차이가 실적의 차이와 관련이 있는지 조사
- 2000 ~ 2013, 108개의 SR 고정 수익 펀드의 글로벌 샘플을 사용
 - 펀드 관리 회사의 SRI AUM 이나 각 펀드의 SRI 심사 강도가 펀드 실적과 관련이 없다는 것을 발견 (esg적 성향이 펀드의 실적과 관련이 없음을 발견)
 - 그러나 ESG 참여 정책을 명시적으로 수립한 기업이 관리하는 펀드와 참여 정책을 수립하지 않은 기업이 관리하는 펀드는 펀드 성과에서 상당히 큰 차이를 보인다.
 - 이 두 가지를 통해서, 펀드 관리 회사의 ESG 참여 전문성이 SR 기업 채권 펀드의 성능을 향상시키기 위해서 ESG 기준을 효과적으로 사용하는데 매우 중요하다고 주장.

즉, 펀드 관리 회사가 ESG 참여 정책을 시도해서 sr 채권 펀드의 성능을 향상시킬 수 있다.

펀드 회사의 esg 정책과 관련한 이론인듯

- 역시나 마찬가지로 표본은 작으며, 사용된 경험적 접근법은 저자가 추론하는 것을 완전히 보장하지 않는다.

• Hoepner and Nilsson (2017b)

- 발행회사의 ESG 등급을 기반으로 한 채권 포트폴리오 전략이 장점이 있는지 여부를 연구

채권 상품의 회사의 ESG 등급이 채권 포트폴리오 성과에 영향을 끼치는지?

- 2001 ~ 2014, 425개 회사가 발행한 5,240 개의 채권에 대한 가격과 수익, 발행 회사의 연간 KLD 점수를 수집

- KLD 점수가 강하거나 약한 발행인(채권 발행 기업)의 채권 포트폴리오가 중립 점수를 가진 회사가 발행한 채권 포트폴리오보다 성과가 낮다는 것을 발견.

■ KLD 가 점수 중립이 점수 극성보다 성과가 좋다.

- 채권 발행 기업의 ESG 의 강점과 우려 사항 모두 채권 수익률에 부정적인 영향을 미쳤다.
- 채권 발행 기업의 ESG 강점과 약점이 없는 발행인의 채권이 가장 잘 수행된다는 것을 시사.
- 불행히도 채권 수익률 데이터는 거래 가격이 아닌 견적을 통해 추정.
- ESG 가 물으면 오히려 채권 포트폴리오의 성능이 낮아진다. 즉 연구의 결과는 ESG 적 채권 포트폴리오는 성과가 나쁘다.

- Bektic (2018) => 최근 연구

- 채권 발행자 ESG 점수와 채권 실적 사이의 연관성에 대한 경험적 증거가 거의 없으며 증거가 거의 없다는 유사한 결론 (위의 연구와)

ESG and downside risk

- 환경 및 사회적 성과에는 기업에 대한 **사회적 규범과 기대**뿐만 아니라 기업에 책임을 수반할 수 있는 **공공 법령 및 수의 계약 준수**가 포함된다.

■ 환경 및 사회적 성과 => 도덕적 기대 + 법률적 강압

- 기업의 **사회적 자본**은 불황이나 금융 위기 시기에 매우 중요할 수 있다.
- 기업별 ESG 이벤트도 경제적으로 큰 영향을 미칠 수 있다.
- ESG 와 하방 리스크(downside risk)를 조사하는 대부분의 연구는 **주식 가치에 초점**을 맞추고 있다.
 - 이러한 연구는 채권 보유자에게도 적합 => 기업 가치의 변동이 채권 보유자의 신용도에 영향을 미치기 때문에 (ESG 로 인한 기업 가치의 변동(사회적 자본이나 이런 것들에 의한)은 그 기업의 채권을 보유한 이해관계자들의 신용도에도 영향을 미친다.)
- Konar and Cohen (2001)
 - S & P 500 기업의 시장 가치(금융 및 보험 제외)와 환경 성과 간의 연관성을 조사한다.
 - 열악한 환경 성과가 기업의 **무형자산** 가치와 부정적인 관련이 있음을 발견
 - 표본에 있는 기업들의 평균 **무형부채**를 유형 자산 대체 가치의 약 9%로 추정
- Lins, Servaes and Tamayo (2017)
 - 시장과 기업에 대한 신뢰도가 낮은 기간 동안에 CSR 강도와 실적에 의해 측정되는 확고한 사회적 자본 간의 연관성을 조사

■ CSR 강도와 실적으로 측정되는 **사회적 자본** 간의 연관성

- 2008 ~ 2009년 금융 위기 동안 CSR 강도가 높은 기업(따라서 사회적 자본이 더 높은 것으로 추정되는)의 주식 수익률이 CSR 강도가 낮은 기업의 수익률보다 4 ~ 8%더 높았다
- 그리고 높은 사회적 자본 기업들은 낮은 CSR 기업들보다 더 높은 수익성과 성장을 경험했으며 부채 시장에 더 쉽게 접근할 수 있었다.

- 시장과 기관에 대한 신뢰가 낮을 때, 사회적 자본에 대한 투자가 성과를 거둔다는 것을 시사한다.

- Kim, Li and Li (2014)

- CSR 이 주가 폭락 위험을 완화하는지 조사
 - 1995 ~ 2009년까지 850개 미국 기업의 샘플을 사용
 - CSR 실적이 나쁜 기업의 후속적으로 실현된 총돌 위험이 더 크다는 것을 발견
 - 기업들이 효과적이지 않은 지배구조를 가지고 있거나, 더 낮은 수준의 기관 소유를 가지고 있을 때, CSR 의 완화 효과가 더 강하다는 것을 발견

- Grossner (2017)

- CSR 위험이 높은 기업의 후속 수익률이 낮는지 여부를 조사
 - CSR 지수가 안좋으면 수익률이 낮아 높아 $\pi\pi$?
- 2007 ~ 2016 년까지 2,592개 미국 기업을 대상으로 RePRisk ESG-issues 점수를 사용하여 **위험 요소가 높은 ESG** 는 다른 위험 요소 및 프리미엄(premia) 를 제외한 후 **장기적으로 부정적인 비정상 수익률**을 보인다.
- 반면에 ESG 위험이 낮거나 중간 정도인 기업은 비정상적인 수익률이 없다는 사실을 발견
 - 위험 요소가 높은 ESG 는 장기적으로 부정적인 비정상 수익률을 보이고 그렇지 않다면 부정적인 비정상적인 수익률을 보이지 않는다.
- ESG 위험 점수가 높은 기업은 후속 부정적인 사건의 수가 훨씬 더 많다.
 - 이러한 사건들은 부정적인 비정상적 수익과 더 관련이 있음
- ESG 위험이 높은 기업의 수는 2009년 38개에서 2014년 95개로 전체 샘플에 비해서 너무 작다.(데이터 문제)

- Hong and Liskovich (2016)

- 미국 법인을 상대로한 외국인 부패 관행법 시행 행위를 살펴봄
- 양형 가이드라인의 명시적인 요소는 아니지만 CSR 점수가 높은 기업에 검사가 더 관대한 합의를 제공
- CSR 이 높으면 법도 봐줘?? ㄸ

- Flammer (2013)

- 기업의 환경 CSR 등급이 기업별 긍정 또는 부정 환경 뉴스에 대한 주식 시장 반응에 영향을 미치는지 조사
 - 기업의 환경 CSR 지수가 그 기업의 주식 시장 반응에 대해서 사람들이 긍정적인지 부정적인지를 조사.
- 기업별 환경 유해 이벤트 뉴스와 관련된 부정 이상 발표 수익률이 KLD 환경이 높은 기업에 대해 크게 약화되는 것을 발견
 - kld 환경이 높으면 환경과 관련된 부정 뉴스가 났을 때, 수익률이 크게 약화
- 환경 CSR 이 좋지 않은 기업에서는 강점이 두드러졌다.
 - csr 이 본래 좋지 않았다면 수익률이 그렇게 줄어들지 않았다.
- 대조적으로 긍정적인 사건에 대한 반응은 낮은 환경 CSR 기업들에 비해 더 영향력이 작았다.

- Jagannathan, Ravikumar, Sammon(2017)

- ESG 관련 이슈가 기업에 대한 고객 선호도에 갑작스런 변화를 일으키고 이에 따라서 대규모 자산 가격 변동이 유도되며 포트폴리오를 하향 위험에 노출시킬 수 있다는 증거를 제시.

ESG 관련 issue → 고객 선호도 → 대규모 자산 가격 변동 유도 → 포트폴리오 하향 위험에 노출

- ESG 기준을 통합하는 최적의 포트폴리오 구성 알고리즘

- ESG 위험이 낮은 자산으로 포트폴리오를 조정(보유를 조정) 잠재적으로 큰 위험에 대한 노출을 줄이고 관리

- Albuquerque, Koskinen and Zhang (2017)

- **CSR 투자 확대를 통해 제품 차별화**를 높이려는 기업의 노력이 **기업의 체계적인 리스크를 줄이고 기업의 가치를 높이는 이론적 모델을 개발한다.**

CSR 투자 확대 → 기업의 제품 차별화 → 기업의 리스크를 줄이고 가치를 높임

이와 관련된 모델 개발

- 2003 ~ 2015 미국 기업에 대한 KLD 데이터 사용

- CSR 점수가 높은 기업에 대한 통계적, 경제적으로 상당한 시스템 리스크 감소를 기록(csr이 좋았더니 기업의 위험이 줄어들더라)

- 차별화된 제품을 보유한 기업에 더 강력하게 적용됨

- 높은 CSR 기업의 이익이 경기 순환과 덜 연관성이 있음을 제시

- 낮은 체계적 위험의 증거를 뒷받침한다.

- 경기의 변동성에 대해서 쉽게 반응하지 않음을 이야기 하는 듯 하다.

- Oikonomou, Brooks 및 Pavelin(2014)

- 이 연구자들 마찬가지로 기업 리스크(하방 리스크(downside risk)가 기업 ESG 등급과 관련이 있음을 보여준다.)



- Hoepner et al (2018)

- **ESG 주제에 대한 투자자들의 참여**가 포트폴리오 기업의 하향 리스크를 후속적으로 감소시키는지 여부를 연구
- 2005 ~ 2014, 296개 기업에 걸쳐 단일 투자자의 682개의 민간 직접 참여 활동, 이 중 28%가 성공적으로 마무리
- 세 가지 하향 위험 측정 모두에 대해 기업 하향 위험이 20% 감소했다는 것을 발견 (통계적으로나 경제적으로나) => ESG 주제에 대한 투자자들의 참여

- Bhojraj와 Sengupta(2003)

- 기업 지배구조(G)와 채권의 하방 위험(downside risk)를 명시적으로 연계하는 단일 연구
- 기업지배구조 메커니즘이 저평가된 발행인의 채무불이행 위험을 줄이는 데 더 큰 역할을 한다는 걸 시사한다. (G가 위험을 줄이는데 크게 도움을 준다?)

Green Bonds

- ESG 기준을 충족하는 특수 유형의 고정 수익 도구는 "녹색 채권" 이다.
- 국제자본시장협회(ICMA 2017)가 공식화한 "녹색채권 원칙"
 - 기후변화, 천연자원 고갈, 생물다양성 상실, 공기, 물 또는 토양과 같은 주요 환경 우려 영역을 해결하기 위한 녹색 프로젝트의 여러 광범위한 자격과 관련이 있다.
- 녹색채권은 기업, 국가, 지방정부, 국제기구에서 발행한다.
 - 최근 연구는 단지 마케팅 전략인지 아니면 녹색 채권이 그들의 "갈색" 상대와 다른지 여부를 평가
 -  환경적 요인을 고려하지 않는? 의 의미인듯
- Karpf와 Mandel(2017)
 - 녹색으로 표시된 1,880개의 미국 지방 채권의 가격과 수익률을 동일한 발행 그룹의 비녹색 34,100개의 채권과 비교
=> **녹색 채권과 비녹색 채권의 가격과 수익률 비교**
 - 녹색채권이 비슷한 특성을 가지는 갈색채권보다 평균 5 ~ 7베이스포인트(??오잉뭐냐) 높은 수익률을 기록한다.
 - 투자자들에게 녹색 라벨이 추가적인 위험을 대신하거나 새로운 자산 등급으로 매력적일 수 있음을 시사
- Zerbib (2017)
 - 135개의 ~ 녹색 채권 샘플에 대한 가격과 수익률의 차이를 조사
 - 동일한 발행인의 동일한 특성(등급, 연공서열 등)을 가지고 있다.
- Wulandri, Schaefer, Andreas and Sun(2018)
 - 증권 거래소에서 거래된 64개의 녹색 및 56개의 일치 채권의 샘플 사용
 - 녹색 프로젝트별 신용위험 및 녹색 채권의 수익률 간의 연관성을 조사
 - **샘플이 적고, 녹색 채권에 대한 기존 채권의 매칭이 좋지 않아 어려움을 겪고 있다.**
 - Katori (2018)
 - 단순 "녹색채권 원리"를 녹색채권 주권자와 관련된 발행 할인을, ""기후채권 표준""을 준수하거나 "무디스" 또는 ""다른 신용평가기관으로부터 녹색채권 등급""을 받는 녹색채권 주권자와 비교한다.
 - 엄격한 기후 채권 표준을 준수하는 채권은 일반 녹색 채권(녹색채권 원리를 따르는)보다 주권자에 비해 낮은 보험료를 명령하는 경향이 있다. (보험료?)
- 투자은행과 국제기구들도 녹색채권시장을 평가했다.
 - Kaminker and Stewart (OECD, 2012)
 - 녹색채권이 다른 고정수익증권과의 상관관계가 낮아 투자자들에게 다양화 혜택을 제공한다고 주장
 - OECD 보고서
 - 투자자들이 녹색 투자에 대한 프리미엄을 지불할 의사가 없기 때문에 발행인들이 녹색 채권에 대해 기존 채권과 동일한 조건을 제공할 것이라고 말한다.
 -  채권 발행자는 돈을 빌린 사람이고, 채권** 보유자는 돈을 빌려준 사람
 - I4CE(2016)
 - 녹색채권에 대한 사회적 책임 투자자들의 수요가 늘어나면 수익률이 낮아질 가능성이 높지만, 녹색채권이 발행사

의 자본비용을 줄인다는 확실한 증거가 없다고 주장한다.

- 세 개의 은행 보고서(Preclaw & Bakshi, 2015; Bloomberg, 2017 및 HSBC, 2016)
 - 2차 시장에서 녹색 채권 프리미엄(이득)의 존재를 조사
 - 표본은 매우 작고 유동성 및 기타 관련 채권 특성의 차이를 밝혀내지 못한다.
- 처음 두 연구는 녹색 채권이 큰 마이너스 수익률 프리미엄을 누리고 있음을 시사한다.(각각 -17 bps와 -25 bps)

채권 프리미엄이 뭐임?

- Flammer (2018)
 - 녹색채권 발행이 발행법인의 실적에 미치는 영향을 조사
 - 2013년 ~ 2017 발행된 368개의 회사 녹색 채권이 포함
 - 녹색 채권 발행은 공익 사업, 에너지, 운송과 같이 환경 문제가 기업의 운영에 재정적으로 중요한 산업들에서 더 흔히 발생한다.
 - 녹색 채권을 발행하는 회사들이 발행을 발표하는 것과 함께 주식 시장의 긍정적인 반응과 장기적인 가치 상승을 경험함을 발견하고 보여준다.
 - 녹색 채권을 발행하는 과정이 투자자들에게 인정받고 가치 있는 기업을 위한 약속 메커니즘임을 시사한다.

Conclusion

- 이 논문에서 검토한 연구에서 몇 가지 광범위한 주제가 도출
1. 기업의 ESG 성과가 재무 성과, 기업의 가치 평가 및 위험과 관련이 있다는 증거가 제시
 - ESG 점수가 높을수록 기업의 수익성은 향상되고 주식의 가치도 상승하며, 기업의 위험은 감소하고 M&A 활동에서 긍정적인 수익이 증가한다.
 2. **ESG 이벤트는 기업 가치에 큰 영향을 끼친다.**
 - 부정적인 ESG 이벤트가 터지게 되면 기업의 가치를 떨어뜨리고 긍정적인 이벤트가 부정적인 이벤트를 따르거나 좋은 거버넌스를 가진 기업에 발생할 경우 긍정적인 평가 결과를 초래한다.
 3. ESG 의 G는 굉장히 중요하다. => ESG 점수와 강한 연결 관계를 가지고 있다.
 - 기관 문제가 적고 거버넌스가 양호한 기업은 ESG 점수와 기업 실적 사이에 더 강한 연관성이 있다.
 - 거버넌스가 더 나은 기업은 불리한 ESG 이벤트에 대한 부정적인 기업 가치 반응과 긍정적인 ESG 이벤트에 대한 부정적인 반응보다는 긍정적인 반응을 더 적게 겪는다.

즉 g가 높은 기업은 esg 지수가 좋다고 할 수 있는데, esg 이벤트에 취약하다?

4. 1990년대 초 ESG 인식이 널리 퍼져있지 않을 때는 총 ESG 점수를 기반으로 주식을 차별화하는 게 우수한 투자 성과로 이어졌을 수 있지만, 2010년대 초에는 ESG 우려의 중요성에 대한 인식이 전체는 아니더라도 부분적인 투자로 이어지면서 성능 차이가 사라졌다.
5. 지배구조를 개선하는 투자자의 행동, 즉 CSR 이 낮은 기업에 대한 CSR 은 보안 가치(security values)에 긍정적인 영향을 미친다.

- 몇몇의 issue 들은 해결되지 않는다.

1. 물질성 문제

- 모든 기업에서 ESG 성능의 모든 차원이 중요한 것은 아니며(E S G 모든 요소), ESG 점수를 집계하면 경쟁 기업 간의 ESG 점수에서 중요한 차이를 없앨 수 있다.

즉, ESG score를 만들게 되면, 어떤 수치가 도출이 될텐데 a산업이랑 b산업의 esg score 수치가 동일하게 된다면, a,b 의 각 요소별 특징 차이가 제거되어 타대상과 비교하여 어떤 점이 더 강점이고 어떤 점이 더 약점인지 파악할 수 없다.

2. ESG 점수와 긍정 또는 부정 ESG 이벤트 발생 간의 연관성

- ESG 점수가 높은 기업은 부정적인 ESG 이벤트를 겪을 가능성이 낮기 때문에 ESG 리스크에 대한 노출이 감소 했는가? 혹은 그 차이가 측정이 가능하고 중요한가?
- ESG 위험이 매우 높은 기업이 일반 기업 집단보다 부정적인 ESG 이벤트를 훨씬 더 자주 경험한다는 일부 증거가 존재하지만, ESG 위험이 매우 낮거나 ESG 점수가 매우 높은 기업이 일반 기업 집단보다 부정적인 ESG 이벤트의 영향을 덜 받는지에 대해서는 전혀 알 수 없다.

esg score 낮으면 부정적 esg 이벤트를 많이 겪는구나는 몇 가지 증거가 있음..

그러나 score 가 높으면 부정적 esg 이벤트를 덜 겪는지는 도저히 알 수 없음

3. 투자자들이 참여를 추구하도록 이끌어야 하는 기준은 무엇인지 알 수 없다.

- 어떤 계약이 투자자들에게 가장 유익한지
- 유익한 계약 중 언제 성공할 가능성이 가장 높은지

- 위와 같은 광범위한 주제가 도출되는 근거의 대부분은 ESG 와 주식 가치 사이의 연관성을 조사하는 연구에 의존한다. (주식 투자 때문에 ESG 가 뜬거다.)

- 기업 ESG 성과와 채권 가치, 수익률 및 위험과 관련하여 검토한 증거는 훨씬 더 제한적, 일반적인 결론을 도출하기에는 무리가 있다.
- 적절하고 매력적인 SR 고정 수익 투자 전략이 무엇을 수반할 것인지 정의하기도 어렵다.
- 어떤 종류의 SR 활동 참여 채권 보유자들이 그들의 채권의 수익과 ESG 성과를 향상시키는걸 추구하는지 공식화 하는 게 쉽지 않다.

- 증명하기 위해서는 많은 경험적 증거가 필요하다.

- 1. 발행자 ESG 점수와 채권 가격, 수익률 및 위험, 발행자, 산업 및 국가의 광범위한 횡단면 그리고 시간 경과에 따른 관계는 무엇?

- 채권 발행자 ESG 점수와 후속 채권 채무불이행 경험 사이의 관계는 무엇인가?(ESG 점수에 따라서 빚을 잘 갚는 회사와 아닌 회사는?)

ESG score 와 기존 재무적 변수들과의 관계는 무엇?

2. 채권 발행자와 채권 투자자에게 중요한 ESG 점수의 차원은 무엇인가?

3. 채권 가격 및 리스크에 대한 부정적 및 긍정적 ESG 이벤트의 결과는 무엇인가?

■ ESG 이벤트(긍,부정) 이 터졌을 때, 기업의 채권 가격과 리스크에 관하여

4. 채권 보유자에 대한 ESG 점수 차원이 적극적인 참여에 의해 영향을 받을 수 있는가?

■ 투자자에 대한 esg score 에 관한 고찰

5. 가장 유망한 건 Flammer(2018) 년 논문일 것.

- 기업의 녹색채권 발행이 장단기 기업 가치 상승으로 이어지는 ESG 의 선행을 위한 약속임을 시사한다.
- 더 보여줘야 할 것은 그것이 채권 투자자들에게도 이익이 되는가 하는 것