

Monthly Sustainability 2025.7월호

돈이 되는 ESG

– 상법 다음? 배당소득 분리과세

FICC리서치부 | 2025.07.01

책임연구위원 이경연
kyungyeon.lee@daishin.com

 t.me/ESG_Hotspot



Contents

Key Takeaways	03
Part 1. ESG ETF 성과	04
Part 2. 상법 다음? 배당소득 분리과세	10
Part 3. 글로벌 지속가능투자 전략 탐색	16
Appendix.	20

이달의 ESG 질문? 대신이 묻고 AI가 답하다!

Key Takeaways

고배당 및 배당성장, 원자력 테마 ETF에 자금 유입이 이어지며 거버넌스 중심 ETF는 안정적 성과를 유지했다. 6월 수익률 상위권은 원자력, 신재생에너지, 기후변화 솔루션 테마가 차지하며 친환경 섹터가 강세를 보였다.

상법 다음으로 뜨거운 논의가 시작될 이슈는 배당성향이 높은 기업에 한해 분리과세 혜택을 부여하는 '배당소득 분리과세'가 될 것으로 예상된다. 과거보다 정책 유인이 성과 연동형으로 정교화된다. 이는 최대주주의 배당 확대 유인을 자극하고, 고배당주 중심의 투자 전략 강화로 연결될 수 있다.

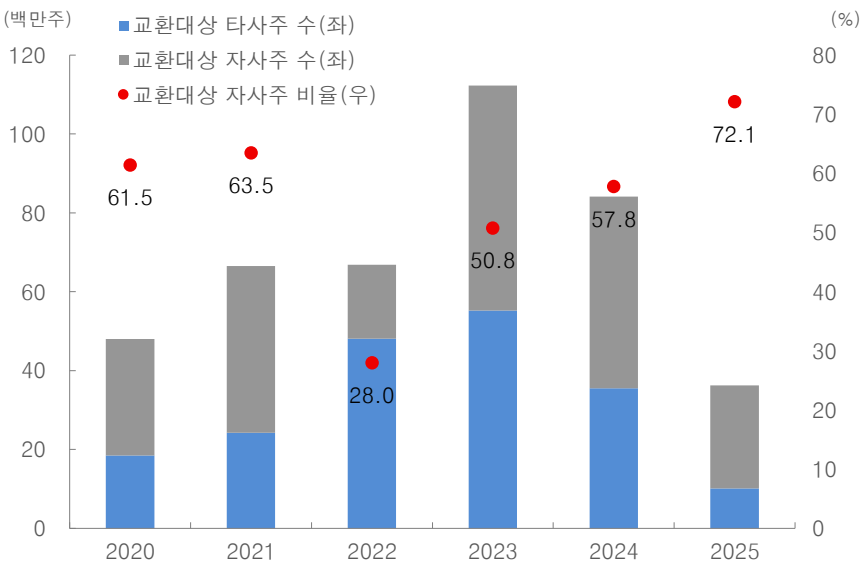
자사주 또한 이어지는 논의가 될 것으로 보인다. 자사주 소각 권고에도 불구하고, 교환사채(EB) 발행이 증가하고 있다. 이는 유동성 확보 전략이지만 실질적 주주환원과는 거리가 멀다는 투자자 시각이 존재한다. 제도와 현실의 괴리 속에서 '진짜 주주환원' 여부를 가려내는 분별력이 중요해지는 시점이다.

상법 다음은 '배당소득 분리과세' ... 정책의 무게 중심은 세제로

	2015년 배당소득 중대세제	2025년 배당소득 분리과세 법안
도입 목적	기업의 배당 확대 유도 및 가계소득 증대	지배주주의 배당 회피 유인을 제거하고 배당성향 제고 유도
적용 대상	고배당 + 배당 증가율 높은 상장기업	배당성향 35% 이상 상장기업
기업 요건	시장 평균 대비 ① 배당성향수익률 120% 이상 + 총배당금 증가율 10% 이상 또는, ② 배당성향수익률 50% 이상 + 총배당금 증가율 30% 이상	당기순이익 대비 배당금 비중(배당성향) 35% 이상
과세 방식	① (분리과세 대상) 원천징수 세율 14→9%로 인하 ② (종합과세 대상) 25% 선택적 분리과세 허용	종합과세에서 분리과세 허용: - 2천만원 이하: 14% - 2천~3억: 20% - 3억 초과: 25%
배당 종류	현금배당으로 한정하고, 중간배당은 제외	고소득자 포함 개인투자자 → 특히 상장사 최대주주 절세 유인 높음
정책 유인 구조	배당 증가 + 고배당 성과 → 세제 혜택	배당성향 요건 충족 → 최대주주 과세 부담 완화

자료: 기획재정부, 국회 의안정보시스템, 대신증권 Research Center

최근 자사주를 교환대상으로 하는 EB 발행 증가



자료: DART, 대신증권 Research Center

Part I.

ESG ETF 성과



국내 상장 ESG ETF FUNDFLOW

고배당 및 배당성장 테마와 원자력 테마로의 자금 유입이 지속되었으며, YTD 수익률은 원자력 테마가 가장 우수

월간 순유입 상위 15개 종목

	티커	ETF명	BM	E/S/G 전략	AUM (억원)	수익률(%)			월간 FLOW (억원)	FUNDFLOW (4주)	주가흐름 (12개월)
						1개월	3개월	YTD			
1	A161510	PLUS 고배당주	FnGuide 배당주 지수	거버넌스	5,455	1.2	-5.0	3.0	2,172		
2	A434730	HANARO 원자력iSelect	iSelect 원자력지수 (시장가격)	환경	573	-7.1	9.4	16.6	1,484		
3	A442320	RISE 글로벌원자력	iSelect 글로벌원자력 지수(시장가격)	환경	871	-21.3	-7.7	0.7	566		
4	A437080	KODEX 미국중합채권ESG액티브(H)	Bloomberg MSCI US Aggregate 2bn ex Securitized SRI Capped Index(Total Return)	융합	1,470	2.1	0.9	2.3	267		
5	A433500	ACE 원자력테마답서치	DeepSearch 원자력테마 지수 (시장가격지수)	환경	178	-5.4	10.2	17.0	213		
6	A377990	TIGER Fn신재생에너지	FnGuide 신재생에너지 지수	환경	181	-2.3	14.0	17.4	169		
7	A210780	TIGER 코스피고배당	코스피 고배당 50	거버넌스	232	1.2	-1.6	3.1	129		
8	A211900	KODEX 배당성장	코스피 배당성장 50	거버넌스	158	3.4	1.5	5.6	77		
9	A472720	TRUSTON 주주가치액티브	코스피 200	거버넌스	84	-1.0	2.7	4.9	72		
10	A422420	RISE 2차전지액티브	iSelect 2차전지 지수 (시장가격지수)	융합	1,586	0.2	-8.2	8.0	38		
11	A211560	TIGER 배당성장	코스피 배당성장 50	거버넌스	279	3.1	1.6	5.0	36		
12	A461950	KODEX 2차전지핵심소재10	FnGuide 2차전지핵심소재10 지수	융합	1,316	1.4	-16.1	6.4	35		
13	A322410	HANARO 고배당	FnGuide 고배당 알파 지수	거버넌스	75	0.4	-4.1	3.1	33		
14	A465330	RISE 2차전지TOP10	iSelect 2차전지 TOP10 지수(PR)	융합	477	0.2	-11.5	4.7	31		
15	A494330	ACE 라이프자산주주가치액티브	FnGuide 기업가치 지수(시장가격)	거버넌스	215	1.5	2.1	5.7	31		

자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

국내 상장 ESG ETF 성과

- 2분기 들어 원자력 테마가 월간 수익률 상위권을 차지하였으며, 전반적으로 월간 수익률 Top 10의 상승폭 또한 확대. 반면, 중국 관련 테마와 탄소배출권은 성과 측면에서 하위권을 차지.
- 올해 들어 고배당주와 배당성장주에 대한 자금 유입이 꾸준히 이어지고 있으며, 2분기 들어 수익률 또한 상승세를 보이고 있음. 특히 증권업 비중이 높은 배당성장 테마의 성과가 상대적으로 더 우수한 흐름을 나타내고 있음.

월간 수익률 Top10

상위 순위	티커	ETF명	시가총액 (억원)	수익률 (%)
1	A434730	HANARO 원자력iSelect	3,179	33.2
2	A433500	ACE 원자력테마답서치	592	26.4
3	A377990	TIGER Fn신재생에너지	506	23.9
4	A457990	PLUS 태양광&ESS	136	23.7
5	A289260	TIGER MSCI KOREA ESG리더스	89	22.9
6	A442320	RISE 글로벌원자력	2,105	22.5
7	A488200	KIWOOM K-2차전자북미공급망	67	22.2
8	A404540	TIGER KRX기후변화솔루션	66	19.3
9	A367770	RISE 수소경제테마	1,427	19.2
10	A404260	KODEX 기후변화솔루션	106	19.2

월간 수익률 Bottom10

하위 순위	티커	ETF명	시가총액 (억원)	수익률 (%)
1	A371460	TIGER 차이나전기차SOLACTIVE	15,643	-3.4
2	A400570	KODEX 유럽탄소배출권선물ICE(H)	301	-2.8
3	A400580	SOL 유럽탄소배출권선물S&P(H)	72	-2.7
4	A400590	SOL 글로벌탄소배출권선물ICE(합성)	96	-1.0
5	A457480	ACE 테슬라밸류체인액티브	10,548	-0.5
6	A401590	HANARO 글로벌탄소배출권선물ICE(합성)	63	-0.2
7	A396510	TIGER 차이나클린에너지SOLACTIVE	151	0.0
8	A448510	HANARO 글로벌신재생에너지MSCI(합성)	-	0.0
9	A419890	KIWOOM 단기채권ESG액티브	1,041	0.2
10	A413220	SOL 차이나태양광CSI(합성)	35	0.7

주) 2025.6.27 기준

자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

월간 수익률 차이를 보인 고배당 vs. 배당성장 ETF 상위 보유 종목

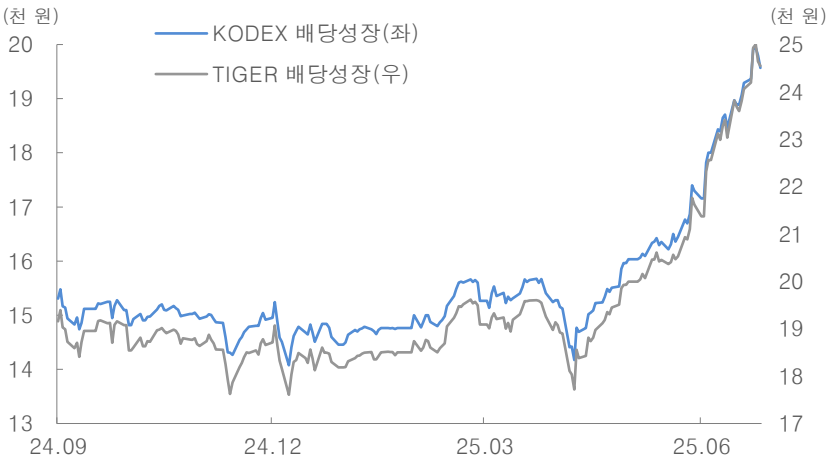
PLUS 고배당주(161510) & TIGER 코스피고배당(210780)



PLUS 고배당주			TIGER 코스피고배당		
코드	보유종목	비중(%)	코드	보유종목	비중(%)
024110	기업은행	5.3	001430	세아베스틸지주	3.0
000270	기아	5.3	001120	LX인터내셔널	2.7
005380	현대차	5.2	005830	DB손해보험	2.6
005830	DB손해보험	4.9	024110	기업은행	2.6
017670	SK텔레콤	4.9	030610	교보증권	2.6
316140	우리금융지주	4.9	016360	삼성증권	2.6

주) 2025.6.27 기준
 자료 : Quantiwise, 한화자산운용, 미래에셋자산운용, 대신증권 Research Center

KODEX 배당성장(211900) & TIGER 배당성장(211560)



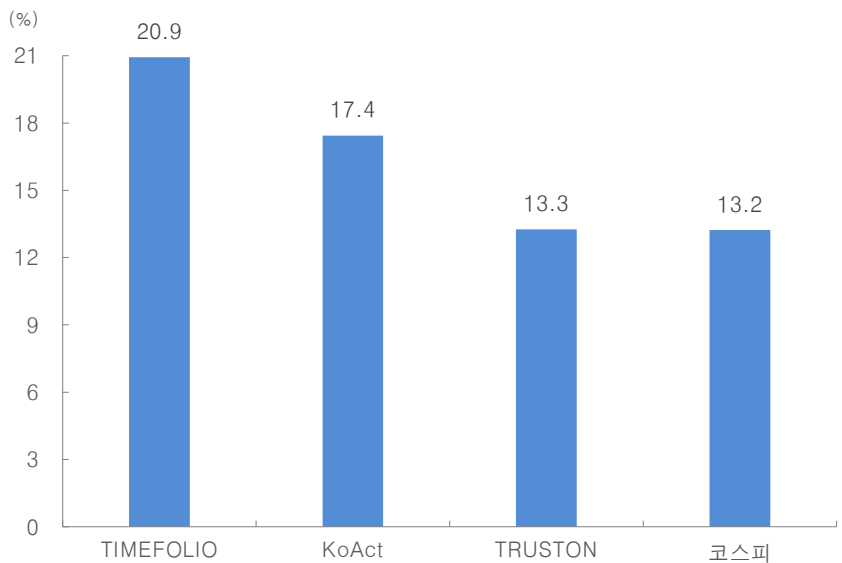
KODEX 배당성장			TIGER 배당성장		
코드	보유종목	비중(%)	코드	보유종목	비중(%)
016360	삼성증권	4.5	005830	DB손해보험	4.5
005830	DB손해보험	4.5	016360	삼성증권	4.5
000270	기아	4.3	000270	기아	4.3
023590	다우기술	4.0	023590	다우기술	4.1
005940	NH투자증권	4.0	029780	삼성카드	4.0
029780	삼성카드	3.9	005940	NH투자증권	3.9

주) 2025.6.27 기준
 자료 : Quantiwise, 삼성자산운용, 미래에셋자산운용, 대신증권 Research Center

밸류업 액티브 vs. 주주가치 액티브 성과 비교

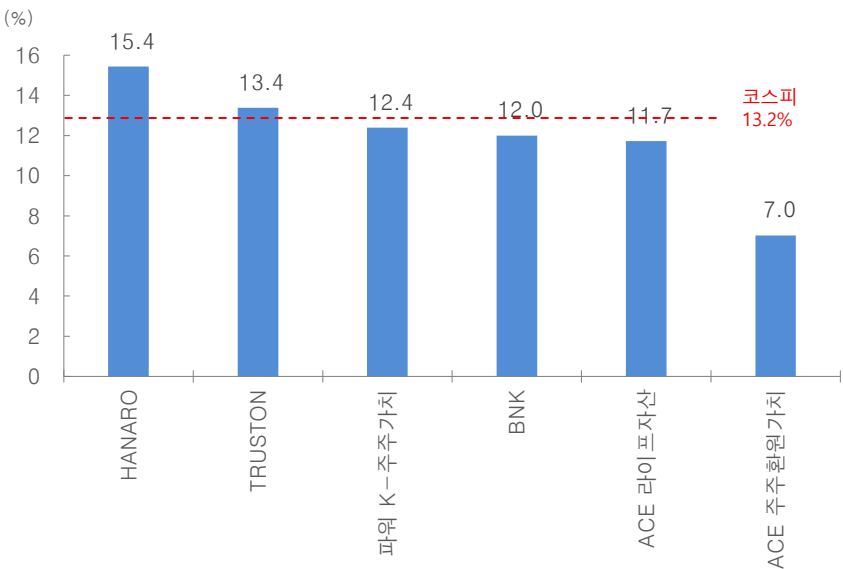
- 6월 한 달 동안 코리아 밸류업 테마 액티브 ETF 중에서는 TIMEFOLIO (20.9%)와 KoAct (17.4%)가 가장 높은 수익률을 기록. 세 개의 밸류업 액티브 ETF 모두 같은 기간 코스피 지수 상승률(13.2%)을 웃도는 성과를 시현.
- 한편, 주주가치 테마 액티브 ETF 가운데에서는 HANARO 주주가치성장코리아액티브 (15.4%)와 TRUSTON 주주가치액티브 (13.4%)가 비교적 안정적인 흐름을 보이며 코스피를 상회하는 성과를 기록.

코리아 밸류업 액티브 ETF 성과 비교



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

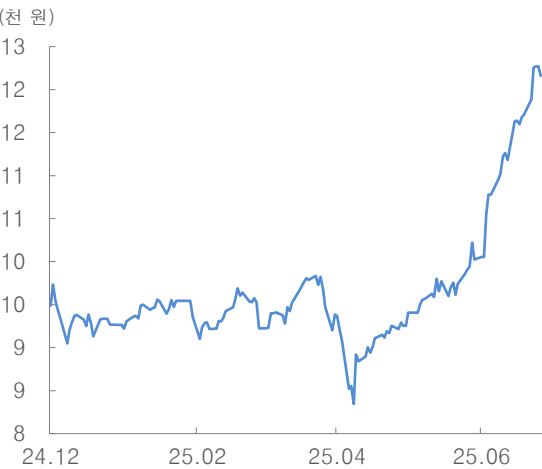
주주가치 액티브 ETF 성과 비교



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

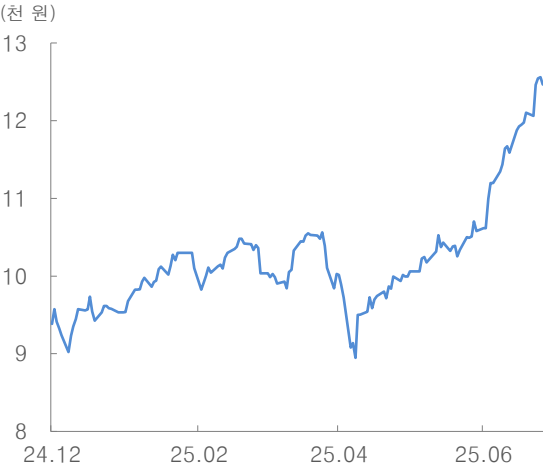
월간 수익률 차이를 보인 액티브 ETF 보유 종목

TIMEFOLIO 코리아밸류업액티브 (495060)



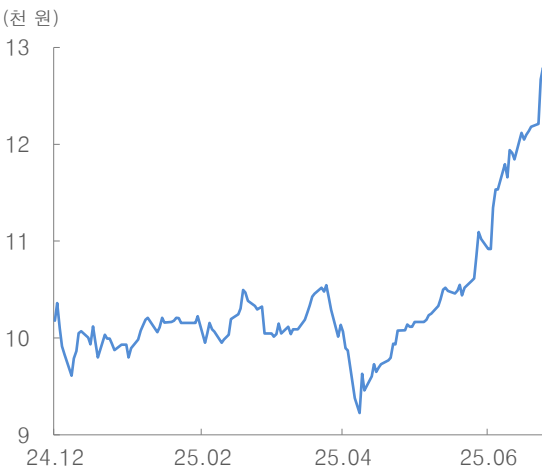
코드	보유종목	비중(%)	성과(%)
000660	SK하이닉스	14.4	36.9
005930	삼성전자	6.9	7.0
000150	두산	4.3	33.8
034020	두산에너지빌리티	4.1	60.7
012450	한화에어로스페이스	3.7	6.6
055550	신한지주	3.4	8.4

KoAct 코리아밸류업액티브 (495230)



코드	보유종목	비중(%)	성과(%)
000660	SK하이닉스	18.7	36.9
005930	삼성전자	12.2	7.0
105560	KB금융	5.1	10.6
012450	한화에어로스페이스	4.9	6.6
267260	HD현대일렉트릭	4.6	29.0
005380	현대차	4.2	11.4

HANARO 주주가치성장코리아액티브 (482870)



코드	보유종목	비중(%)	성과(%)
005930	삼성전자	12.2	7.0
402340	SK스퀘어	5.3	59.8
086790	하나금융지주	3.9	20.3
015760	한국전력	3.6	30.4
071050	한국금융지주	3.6	33.8
034020	두산에너지빌리티	3.3	60.7

주) 2025.6.27 기준
 자료 : Quantiwise, 타임폴리오자산운용, 삼성액티브자산운용, NH-Amundi자산운용, 대신증권 Research Center

Part II.

상법 다음? 배당소득 분리과세



배당확대 유인 세제 비교: 2015년 vs. 2025년

배당 확대 유인을 위한 세제 정책 비교

	2015년 배당소득 증대세제 (2015~2017년 시행)	2025년 배당소득 분리과세 법안 (의안번호 10092)
도입 목적	기업의 배당 확대 유도 및 가계소득 증대	지배주주의 배당 회피 유인을 제거하고 배당성향 제고 유도
적용 대상	고배당 + 배당 증가율 높은 상장기업	배당성향 35% 이상 상장기업
기업 요건	시장 평균 대비 ① 배당성향·수익률 120% 이상 + 총배당금 증가율 10% 이상 또는, ② 배당성향·수익률 50% 이상 + 총배당금 증가율 30% 이상	당기순이익 대비 배당금 비중(배당성향) 35% 이상
과세 방식	① (분리과세 대상) 원천징수 세율 14→9%로 인하 ② (종합과세 대상) 25% 선택적 분리과세 허용	종합과세에서 분리과세 허용: - 2천만원 이하: 14% - 2천~3억: 20% - 3억 초과: 25%
배당 종류	현금배당으로 한정하고, 중간배당은 제외	고소득자 포함 개인투자자 → 특히 상장사 최대주주 절세 유인 높음
시행 형태	2017.12.31이 속하는 사업연도의 결산 배당분까지 적용	-
정책 유인 구조	배당 증가 + 고배당 성과 → 세제 혜택	배당성향 요건 충족 → 최대주주 과세 부담 완화

자료: 기획재정부, 국회 의안정보시스템, 대신증권 Research Center

배당소득 분리과세, 감세인가 유인인가

- 고소득자 감세라는 비판이 있지만, **세계 혜택은 '배당을 실제로 늘리는 기업'에만 주어지는 성과 연동형 구조**로 설계.
- 배당이 확대되면 과표 자체가 커지기 때문에, **세수 감소 우려보다 오히려 세수 증가 가능성**이 높을 수 있음.
- **최대주주는 세율 인하 혜택을 받기 위해 배당을 늘릴 유인이 크고**, 이미 배당성향이 높은 기업 중에서도 **정책 시행 시점에 배당 확대에 나설 수 있는 종목**에 주목할 필요.

배당소득 분리과세에 대한 반대 주장과 반박 논리

반대 주장	반박 논리
고소득자 감세 → 세수 감소	배당 확대가 발생하면 과표 자체가 커지며, 오히려 전체 세수는 늘어날 수 있음
조세 형평성 훼손	배당은 법인세 후 이익에 다시 과세하는 구조이므로 본질적으로 이중과세 성격, 따라서 다른 소득과 동일 비교는 부적절
대기업 오너 편익 우려	최대주주뿐 아니라 외국인·소액주주도 배당 수혜를 공유하므로, 투자자 저변 확대와 시장 신뢰 제고 가능성

자료: 언론 종합, 대신증권 Research Center

투자자 입장에서 보는 핵심 유인 구조

주체	유인 내용
최대주주	기존의 종합과세 최고세율 49.5% 부담을 25%로 절반 가량 낮출 수 있어, 배당 확대에 대한 실질적 동기 발생
소액주주	최대주주가 배당을 늘릴 경우 전체 배당금이 증가하며, 배당수익률 제고로 투자 매력 상승
외국인 투자자	배당금 확대는 글로벌 투자자들에게도 긍정적 신호로 작용, 한국 시장에 대한 자금 유입 기대 강화

자료: 언론 종합, 대신증권 Research Center

[참조] 배당 여력과 배당 확대 의지와 세제 수혜 가능성을 갖춘 '진짜 가치주' 스크리닝

최근 5년 평균 배당성향 35% 이상, 최대주주 지분율이 높은 지주사

코드	기업명	시가총액 (억 원)	2020~2025년		최대주주 지분율 (%)	최근 3년 평균 배당금 (백만원)	추가 배당 여력 ^{주1)}	(G)주주 점수 ^{주2)}
			평균 배당성향(%)	DPS 증가율(%)				
A100250	진양홀딩스	1,808	55.1	4.1	KPX홀딩스(주)	67.1	10,862	○ 5.8
A001430	세아베스틸지주	11,350	57.6	56.5	(주)세아홀딩스	61.7	38,541	○ 6.2
A002790	아모레퍼시픽홀딩스	24,314	65.3	9.4	서경배	53.0	19,829	○ 4.6
A084110	휴온스글로벌	5,712	39.6	5.4	윤성태	43.8	6,319	○ 4.4
A001040	CJ	46,275	59.8	10.7	이재현	42.1	76,666	○ 3.7
A006120	SK디스커버리	10,513	35.1	14.2	최창원	40.7	30,788	○ 6.5
A081660	미스토홀딩스	21,154	59.5	59.6	(주)피에몬테	35.8	76,638	○ 6.7
A035000	HS애드	1,274	41.3	16.4	LG	35.0	7,564	○ 4.2
A001800	오리온홀딩스	13,531	38.9	5.3	이화경	34.0	45,117	○ 4.2
A001230	동국홀딩스	2,522	37.5	25.7	장세주	32.5	26,654	○ 4.2

배당성향 25~35% 미만 지주사 중 배당성향 35%에 도달하고자 할 유인이 있는 기업

코드	기업명	시가총액 (억 원)	2020~2025년 ^{주3)}		최대주주 지분율 (%)	최근 3년 평균 배당금 (백만원)	추가 배당 여력	(G)주주 점수
			최근 3년 평균 배당성향(%)	DPS 증가율(%)				
A002020	코오롱	6,755	32.6	2.4	이웅열	6,945	○	3.5
A001940	KISCO홀딩스	3,509	31.1	56.5	장세홍	14,358	○	3.5
A000240	한국엔컴퍼니	17,829	33.2	18.9	조현범	74,243	○	3.8
A084690	대상홀딩스	3,770	42.7	5.3	임상민	9,777	○	3.1

주1) 실질적 배당가능이익의 원천인 '이익잉여금'과 '현금 및 현금성 자산'이 최근 3년 평균 배당금의 2배 이상일 경우, 정책 수혜 시 배당을 늘릴 여력이 충분하다고 판단

주2) 한국ESG연구소 평가 모델 항목 중 거버넌스(G) 내 대분류 '주주(주주권리와 이익배분)'에 대한 평가점수

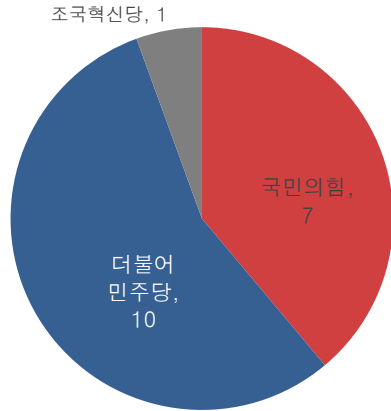
주3) 최근 3년 평균 배당성향이 30% 이상 35% 미만이거나 최근 5년 평균 배당성향이 25% 이상 35% 미만이고 최근 2년 동안 배당성향이 상승 추세를 보이는 기업은 정책 모멘텀에 적극 대응할 것으로 판단

자료: Quantiwise, 한국ESG연구소, 대신증권 Research Center

거버넌스 개혁, 어디서 결정되나?

국회 상임위원회별 구성과 법안 소관

법제사법위원회 구성



법제사법위원회 소관 사항

가. 법무부 소관에 속하는 사항

→ 법무부 소관법률인 「상법」에 자사주 관련 조항 포함

나. 법제처 소관에 속하는 사항

다. 감사원 소관에 속하는 사항

라. 고위공직자범죄수사처 소관에 속하는 사항

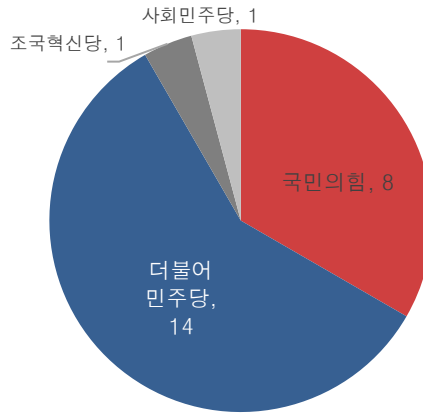
마. 헌법재판소 사무에 관한 사항

바. 법원·군사법원의 사법행정에 관한 사항

사. 탄핵소추에 관한 사항

마. 법원·국회규칙안의 체계·형식과 자구의 삼사에 관한 사항

정무위원회 구성



정무위원회 소관 사항

가. 국무조정실, 국무총리비서실 소관에 속하는 사항

나. 국가보훈부 소관에 속하는 사항

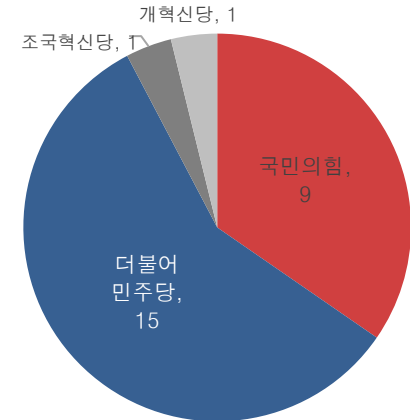
다. 공정거래위원회 소관에 속하는 사항

라. 금융위원회 소관에 속하는 사항

→ 금융위원회 소관법률인 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률(자본시장법)」에 자사주 관련 조항 포함

마. 국민권익위원회 소관에 속하는 사항

기획재정위원회 구성



기획재정위원회 소관 사항

가. 기획재정부 소관에 속하는 사항

→ 국가재정법, 사회기반시설에 대한 민간투자법, 외국환거래법 등 경제·재정부문 46개 법률과 법인세법, 상속세 및 증여세법, 소득세법, 조세특례제한법, 증권거래세법 등 조세부문 28개 법률 개정을 담당

→ 배당소득 분리과세와 같은 세법 개정안 포함

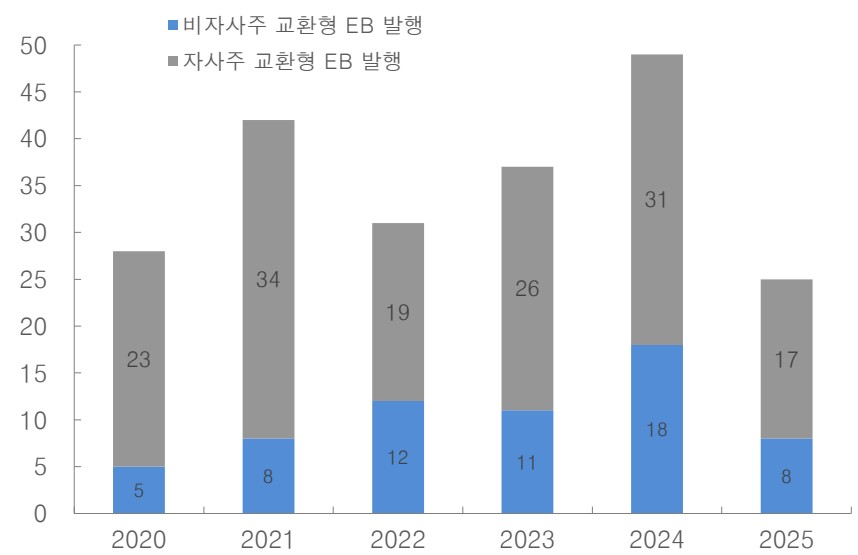
나. 한국은행 소관에 속하는 사항

자료: 법제처 국가법령정보센터(국회법), 국회 상임위원회 및 특별위원회, 대신증권 Research Center

최근 자사주를 교환 대상으로 하는 EB 발행 증가

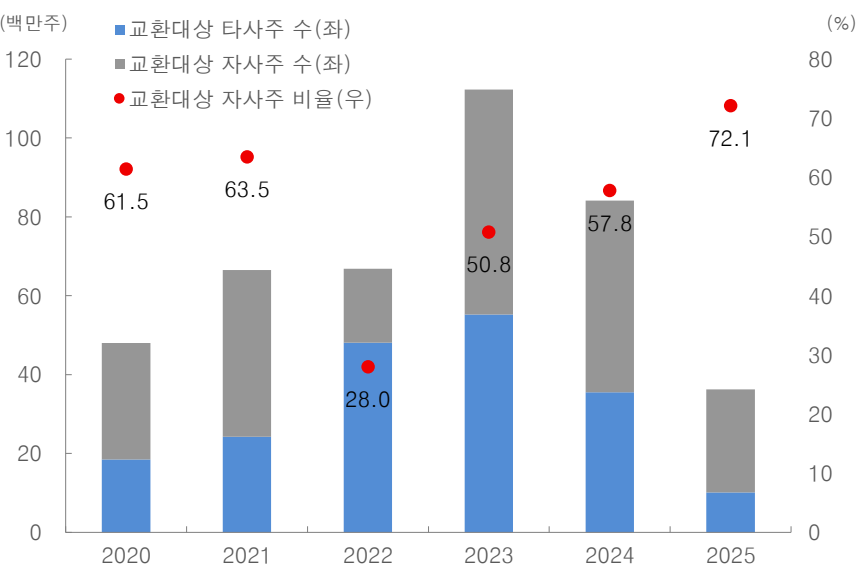
- 2020년 이후 자사주 교환형 EB 발행 기업 수는 매년 20건 안팎에서 등락을 보였으며, 2025년 6월말 기준으로 17개 기업이 자사주 교환형 EB를 발행.
- 단순 건수만으로는 자사주 기반 EB 발행이 뚜렷이 증가한다고 단정하기 어렵지만, 2025년 상반기 교환대상 자사주 비율이 72.1%에 달한다는 점은 기업들이 자사주를 보다 전략적으로 활용하고 있음을 시사.
- 자사주를 소각하기보다 처분을 선택하는 기업들의 행보에 대한 투자자들의 우려도 커지고 있으며, 관련 흐름에 시장의 관심이 집중되고 있음.

연도별 EB 발행 기업 수 추이: 자사주 vs. 비자사주 교환형



자료: DART, 대신증권 Research Center

연도별 교환대상 자사주 수 및 비율 추이



자료: DART, 대신증권 Research Center

Part III.

글로벌 지속가능투자 전략 탐색



“유럽 투자 확대에 의미 있는 기회 포착”

미국 불확실성 커지는 가운데, 안정적인 유럽으로 자본 재배치 본격화

주요 내용

1) 개요

- 호주 대형 연기금 Aware Super (AUM 약 A\$1900억)는 영국과 유럽 시장에 대한 중장기 투자 계획을 앞당겨 달성하고 있으며, 해당 지역의 투자 기회를 매우 의미 있는 것으로 평가.
- 2023년 11월 런던에 해외 첫 사무소를 설립하고 5년간 A\$100억 투자 계획을 발표. 현재 중간 목표였던 A\$35억 투자를 조기 달성.
- 투자 대상은 영국 에너지 기업 Octopus Energy, 디지털 인프라 기업 euNetworks, 런던 오피스 자산 등으로 구성됨.
- CIO Damian Graha은 “유럽은 에너지 전환 관련 투자에 있어 장기적 의사결정이 가능한 보다 안정적인 환경”이라며, 미국은 탈탄소화가 정치화되면서 정책 불확실성이 높다고 평가.
- 미국은 트럼프 대통령의 무역정책 및 외국인 투자자 대상 신규 세금 제안 등으로 인해 투자 불확실성 부각. Aware Super는 해당 법안이 수천만 달러 규모의 손실을 유발할 수 있다며 영향 분석에 집중.
- 그럼에도 불구하고 “미국은 여전히 중요한 시장이지만, 주장기적으로 자본의 리밸런싱이 불가피”하다고 진단.
- Aware Super 외에서 Blackstone(10년간 유럽에 \$5000억 투자 계획)과 캐나다 University Pension Plan 등 주요 글로벌 기관들이 유럽 사모펀드 및 인프라 투자로 무게 중심 이동 중.

2) 투자 시사점

- **(유럽 에너지 전환 인프라)** 정책 안정성과 탄소중립 기조가 유지되는 유럽은 에너지 기업과 전력망, 재생에너지 인프라 투자처로 적합. Octopus Energy 사례처럼 지속가능 테마에 민간자본 유입 가속화.
- **(디지털 인프라 및 도시 핵심 자산에 대한 저가 매수 기회)** euNetworks와 같은 광통신망 및 데이터 인프라 기업은 AI 확산에 따른 장기 수혜 예상. 런던 오피스 등 기존 자산에 대한 리노베이션 및 리오프닝 플레이 가능.
- **(미국 투자 포지션 점검 및 포트폴리오 리밸런싱 전략 검토)** 미국 내 외국인 투자자 대상 세금 변화가 실질 수익률에 미치는 영향 고려 필요. 유럽 비중 확대 전략은 지역별 불확실성을 완충할 수 있는 헤지 수단으로 작용.
- **(유럽 사모시장(Private Equity) 내 신규 전략 발굴)** Blackstone 및 캐나다 연기금과 같이 유럽 사모펀드의 매력도가 부각되는 국면. 구조개혁과 규제 완화로 경쟁력 회복 초기 사이클에 진입 중인 유럽 기업군에 대한 선제적 투자 전략 유효.

"유럽 자산운용사에 열린 7.3조 달러의 기회"

미국 운용사의 '그린 후퇴' 속, 유럽 운용사의 책임투자 역량 부각

주요 내용

1) 개요

- JP모건 분석에 따르면, 세계 100대 자산 소유(연기금, 국부펀드, 재단 등) 중 60곳이 책임투자를 도입하고 있으며, 이들이 운용하는 총 자산은 17.9조 달러.
- 이 중 평균적으로 39%는 외부 운용사에 위탁하고 있어, 이는 약 7.3조의 장기적 위탁 기회로 해석됨.
- 특히 유럽 운용사들이 ESG 역량, 특히 의결권 행사 측면에서 미국 운용사보다 우위에 있다는 점이 기회 요인으로 지목됨.
- ShareAction 평가 기준에서 Robeco, Axa IM, BNP AM 등 유럽계 운용사들이 최상위권에 포진. Amundi와 DWS는 패시브 ESG 펀드 부문에서 강점을 보이며 시장 점유 확대 가능성 보유.
- 반면 미국 대형 운용사들(BlackRock, State Street 등)은 최근 기후 관련 주주제안 지지율을 낮추거나 Net Zero 금융 연합을 탈퇴하면서 위탁 철회 압박 직면.
- 실제로 영국 People's Pension, 덴마크 AkademikerPension은 지속가능성 정책 부족을 이유로 State Street와의 위탁 관계 종료.
- 뉴욕시 연기금, 노르웨이 국부펀드 등도 기후 리스크를 반영한 위탁 전략 재검토 중.
- 다만 전체 위탁 시장에서 유럽의 기회는 상대적으로 제한적이고 북미·중동·아시아 시장이 전체의 90% 이상을 차지함. 특히 아시아에서는 3.4조 달러 규모의 잠재 위탁 시장 존재.

2) 투자 시사점

- **(유럽 운용사에 대한 위탁 증가 가능성)** 미국 운용사의 ESG 후퇴로 인해 유럽계 운용사로의 자금 이동 가속화. 특히 ShareAction 등에서 ESG 우수 등급 운용사에 대한 선호 확대 예상.
- **(기후 리스크 반영한 위탁전략 재편 주시 필요)** 뉴욕, 노르웨이, 네덜란드 등 주요 연기금이 기후 리스크를 반영한 위탁사 교체에 착수. 이에 따라 글로벌 ESG 위탁 기준의 비가격(non-price) 요인 비중 확대 가능.
- **(글로벌 자금 흐름의 중심은 아시아와 북미)** 유럽은 ESG 선도 지역이지만, 위탁 규모는 제한적. 북미와 아시아를 중심으로 ESG 강화 기조 확산 시 미국 운용사의 점유율 급락 우려.
- **(패시브 ESG 펀드 시장의 재편에 따른 기회 포착)** Amundi, DWS 등 패시브 운용 강자는 지속가능 지수 추종 전략에 집중, 구조적 수혜 가능성.

"카타르 국부펀드, 캐나다 Fiera와 Qatari 주식 펀드 설립"

중동 자본시장의 지역허브 전략 본격화... 외자 유치 및 내수시장 활성화 가속

주요 내용

1) 개요

- 카타르 국부펀드(QIA)는 캐나다 운용사 Fiera Capital과 손잡고 카타르 주식시장에 2억 달러 규모의 펀드를 설립. QIA는 펀드에 현금과 상장 주식 모두를 출자(앵커 투자자 역할).
- Fiera는 도하(Doha)에 오피스를 개설했을 예정이며, 자산운용 허브로서 카타르의 위상 강화에 동참.
- 이번 펀드는 QIA가 외부 액티브 운용사와 추진하는 두 번째 프로젝트. 첫 번째는 이머징 마켓 전문 운용사 Ashmore Group과의 2억 달러 펀드였으며, Ashmore도 도하 오피스를 개설했.
- QIA는 5000억 달러 규모의 자산을 운용하며, 카타르 내수 활성화 및 해외 자산 운용(런던 카나리워프, 히드로 공항, 스페인 Iberdrola 등)을 병행.
- 천연가스 수출 확대(2030년까지 생산량 두배)로 카타르 경제의 펄로드러 수혜 기대. 사우디의 투자 감축 및 유가 하락 국면과 대비되며, 외국 자본의 관심이 카타르로 이동 중.
- QIA는 최근 벤처캐피탈 육성을 위해 10억 달러 규모의 fund-of-funds도 조성. 카타르 금융센터를 아부다비, 리야드와 경쟁 가능한 투자 허브로 성장시키기 위한 중장기 전략.
- 한편, 이번 발표는 카타르가 이스라엘-이란 무력 충돌에 간접적으로 휘말린 직후 나온 것으로, 지정학적 리스크에도 불구하고 금융허브 구축 의지를 재확인한 셈.

2) 투자 시사점

- **(중동 내 운용사 현지화 전략 가속)** Fiera, Ashmore, BlackRock 등 글로벌 운용사들이 사우디, 카타르, 아부다비에 투자법인 설립 확대.
- **(카타르 상장주식 시장에 대한 직접 투자 및 운용사 연계 기회 확대)** QIA가 상장주식에 직접 출자하며 현지 시장 유동성 확대와 밸류에이션 개선 유도. Fiera 펀드 외에도 Ashmore 펀드, QIA 연계 벤처펀드 등과의 공동 투자 기회 탐색 가능.
- **(천연가스 기반 중동 국가별 리스크 프리미엄 차별화 필요)** 사우디는 석유 가격 하락에 따른 투자 감축, 반면 카타르는 LNG 생산 확대를 통한 성장 모멘텀 보유. 중동 내 천연가스 관련 인프라, 항만, 운송 등 연계 산업군 주목.
- **(기존 GP/LP 위탁전략에서 벗어난 국부펀드 직접 참여형 모델 부상)** 국부펀드가 앵커로 출자하면서 지분 및 운용 의사결정에 실질적 영향력 확보. 기존 블라인드펀드보다는 공동 GP 구조(Co-GP)나 SMAs(Separately Managed Accounts)로의 구조 재편 고려 필요.

Appendix

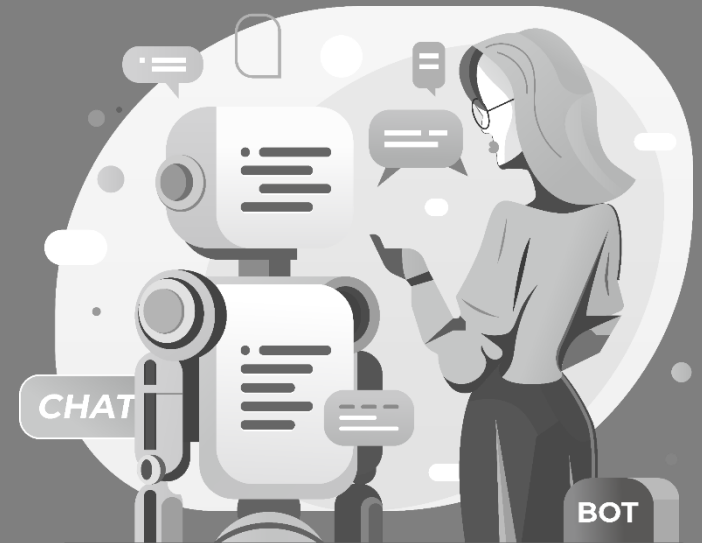
업무에서 AI의 활용이 빠르게 확대되고 있습니다.

과거에는 방대한 정보를 기억하고 전달하는 능력이 지식인의 중요한 덕목으로 여겨졌지만, 이제 이 역할은 AI가 더 빠르고 정확하게 수행할 수 있게 되었습니다.

그러나 방대한 정보 속에서 맥락을 파악하고 진정한 통찰을 이끌어내는 핵심적인 질문을 하는 일은 여전히 인간의 역할로 남아 있습니다.

이에 따라 이 코너는 매달 주요 ESG 이슈를 중심으로 AI와의 대화를 통해 투자자 여러분과 함께 사고의 깊이를 더하고 다양한 관점을 탐색하기 위해 마련했습니다.

AI의 의견을 통해 새로운 통찰을 얻고, 더 깊이 있는 질문을 이어가는 기회를 제공하고자 합니다.



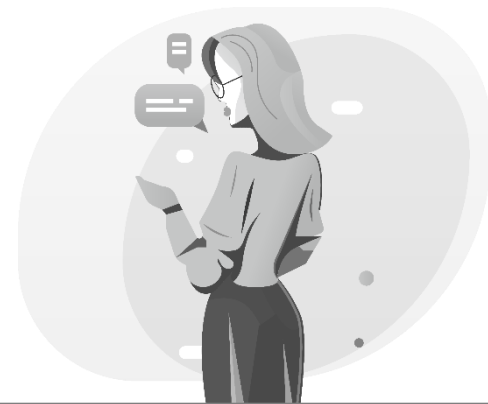
이 달의 ESG 질문? 대신이 묻고 AI가 답하다!

Q

Sustainable Daishin

정부가 자사주 소각을 장려한다던데 왜 기업들은 교환사채(EB) 발행에 나설까?

진짜 주주환원은 무엇일까?



A

AI



제도와 현실 사이의 ‘차이’가 오히려 기업 전략의 회색지대를 넓히고 있어. 정부는 올해부터 자기주식 관련 공시를 대폭 강화하고, 자사주를 보유하지 말고 소각하도록 권고하는 정책 기조가 분명해. 실제로 일부 기업들은 적극적으로 자사주를 소각하고 있고, 이는 시장의 긍정적인 평가로 이어졌어.

하지만 최근 눈에 띄는 반대 흐름이 있어. 자사주를 기반으로 EB를 발행하는 기업들이 늘고 있어. 이는 자사주를 이용해 향후 주식 전환을 약속하고 자금을 조달하는 방식인데, 이런 흐름은 당장의 소각을 피하면서도 유동성을 확보하려는 전략이지만 투자자 입장에서는 “주주환원을 가장한 자금조달”로 느껴질 수 있어.

투자자들이 기대하는 것은 자사주 소각을 통한 지분가치 희석의 제거와 주가 부양 효과야. 반면 기업들은 자사주를 자산으로 보유하며 유동성 수단 또는 방어 수단으로 삼는 유인을 여전히 갖고 있어. 이 사이의 괴리가 제도와 시장 사이의 틈을 만들고 있고, 이 틈은 결국 투자자들이 주의 깊게 들여다봐야 할 영역이야.

리포트 발간 목록

발간일	제목	작성자	종류
2025.06.24	지배구조 개혁 모멘텀에 우선주 우선	이경연, 박현정	이슈
2025.06.19	순진한 접근과 냉정한 전략 사이: 행동주의와 경영권 분쟁	이경연	이슈
2025.06.11	상법 일부개정법률안 비교	이경연	이슈
2025.06.02	자사주와 지배주주 지분율	이경연	이슈
2025.05.16	거버넌스, 너 뭐 돼	이경연	심화자료
2025.04.21	방위산업, ESG 투자관점의 새로운 해석: “안보(Security)”	이경연	이슈
2025.04.02	2025년 주주총회 리뷰: 주주제안 분석	이경연	이슈
2025.03.13	상법 개정 논쟁으로 살펴본 韓 주식시장의 과거, 현재, 미래	이경연	이슈
2025.03.04	2025년 주주총회 키워드: #배당절차개선, #행동주의	이경연	이슈
2025.02.21	행동주의, 기업공격인가 밸류업인가	이경연	심화자료
2025.02.05	과도기적 불편함 – 트럼프 2.0 시대의 지속가능투자	이경연	이슈
2024.12.17	기후금융과 잠재적 기회	이경연, 위정원	심화자료
2024.11.28	논란의 ‘K-밸류업 지수’ 거버넌스(G)로 차별화	이경연	이슈
2024.10.02	그 때는 맞고 지금은 틀리다	이경연	심화자료
2024.09.24	한국의 거버넌스 중심의 개혁 – 자사주 소각 증가의 배경	이경연	이슈

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 이경연)
- 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 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.