

[ESG]

[ESG/거버넌스] 이념을 넘어 '숫자'로



[ESG]

[ESG/거버넌스] 이념을 넘어 '숫자'로



김호정

Economist/ESG

02 3770 3630
hojung.kim@yuantakorea.com

임지윤

Research Assistant

02 3770 3527
jjiyeon.lim@yuantakorea.com



이승웅

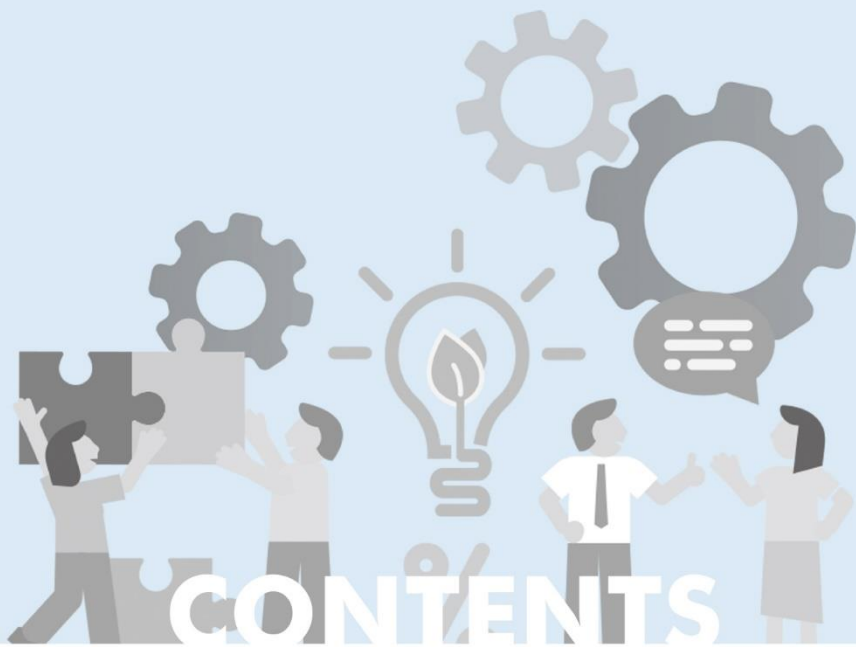
통신/지주

02 3770 5597
seungwoong.lee@yuantakorea.com

김고은

Research Assistant

02 3770 3649
koeun2.kim@yuantakorea.com

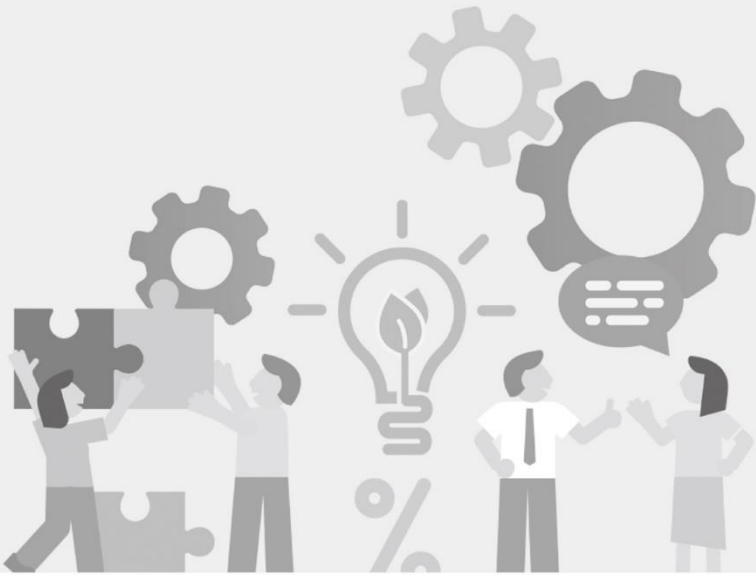


Part I : 조용히 진화중인 ESG

- | | |
|--------------------------|----|
| 1. ESG 펀드 자산의 성장과 변화 | 07 |
| 2. 글로벌 ESG 스튜어드십의 구조적 재편 | 15 |

Part II : 법이 바꾼 판

- | | |
|-------------------------|----|
| 1. 현실화된 디스카운트 해소 | 33 |
| 2. 주주가치 보호를 넘어 본질적 개편으로 | 39 |



Part I : 조용히 진화중인 ESG

1. ESG 펀드 자산의 성장과 변화
2. 글로벌 ESG 스튜어드십의 구조적 재편



김호정

Economist/ESG

02 3770 3630

hojung.kim@yuantakorea.com



1. ESG 펀드 자산의 성장과 변화

ESG 펀드 시장의 양적 성장과 지역별 분화

ETF vs 뮤추얼펀드: 상품 구조의 진화와 집중 위험 자본비용

ESG 리브랜딩의 거센 물결

구조적 취약성을 보이고 있는 ESG 펀드

도전을 받고 있는 테마

구조적 도전에 직면한 임팩트 펀드

지속가능 펀드의 방어적 특성

퀄리티, 저변동성, 그리고 가치의 조합

ESG 펀드 시장의 재편과 투자 전략의 진화

1. ESG 펀드 자산의 성장과 변화

ESG 펀드 시장의 양적 성장과 지역별 분화

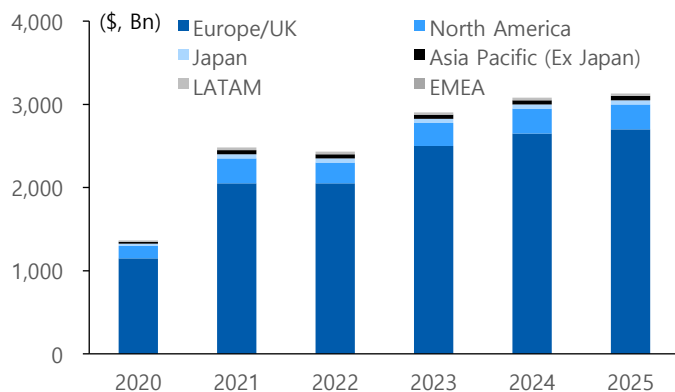
2025년 상반기 글로벌 ESG, 가치기반, 지속가능성 및 임팩트 라벨 펀드(ESG+) 등 ESG 펀드의 총 자산은 3조 달러를 돌파했다. 유럽이 전체 자산의 85% 이상을 차지하며 압도적 우위를 유지하고 있으나, 엄격한 라벨 규제에 따라 펀드명에서 ESG 관련 용어를 제거한 펀드들의 자산 감소로 2025년 들어 성장세가 둔화되고 있다.

북미 지역의 자산 비중은 2021년 이후 지속적으로 감소하고 있으며, 미국 내 ESG 반발 정서로 인해 이러한 추세는 계속될 것으로 전망된다. 또한 미국 내에서 정치적 양극화가 심화되면서 ESG는 더 이상 중립적인 투자 철학이 아니라 이념적 전장이 되었다. 공화당 주도 주 정부들은 ESG를 표적으로 한 입법을 추진하고 있으며, 일부 대형 자산운용사들은 ESG 용어 사용을 자제하거나 아예 포기하고 있다. 이는 북미 시장의 성장 둔화로 직결되었다.

이러한 점은 지역별 시장 구조의 뚜렷한 차이를 만들었다. 북미 지역은 ETF의 영향을 크게 받고 있으며, 2025년 현재 ETF가 차지하는 비중이 전체 ESG+ 자산의 40%를 넘어섰다. 이는 2019년 약 8%에서 급증한 수치다. 유럽은 여전히 뮤추얼 펀드 중심으로, ETF 비중은 20%에 머물고 있다. 미국의 ESG+ ETF 성장은 향후 둔화될 것으로 예상되는데, 소수 투자자에 대한 의존도가 높아 집중 위험이 존재하고 정치적 환경이 도전적이기 때문이다.

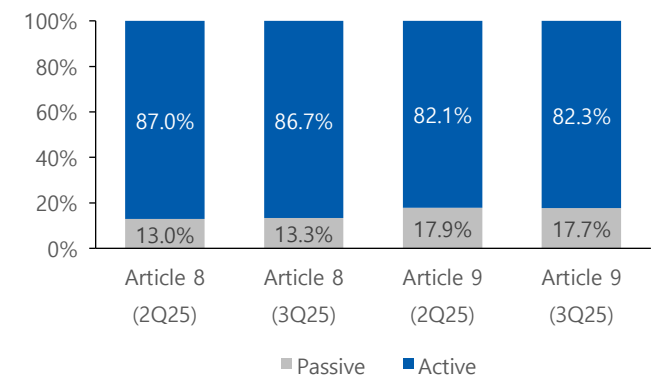
유럽에서 ESG의 지속적 우위는 제도적 기반에서 비롯된다. EU의 지속가능금융공시규제(SFDR)는 엄격한 기준을 제시하지만, 동시에 명확한 가이드라인을 제공한다는 특징이 있다. Article 9 펀드(지속가능 투자 목표)가 전체 ESG 자산의 9%를 차지하며, Article 8 펀드(환경·사회적 특성 촉진)가 대부분을 구성한다. 그러나 최근 Article 9 펀드의 비중이 2023년 12%에서 9%로 감소한 것은 주목할 만하다. 이는 청정에너지 및 기후 테마 펀드의 유출이 주요 원인이며, 정치적 불확실성이 유럽에서도 영향을 미치고 있음을 시사한다.

지난 상반기까지 ESG 펀드의 AUM은 3조 달러를 돌파



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

SFDR Article 9, Article 8 펀드는 Active 중심



자료: Morningstar, 유안타증권 리서치센터

ETF vs 뮤추얼펀드: 상품 구조의 진화와 집중 위험 자본비용

ESG 펀드 시장에서 ETF의 비중은 2019년 8%에서 2025년 20%로 급증했다. 북미에서는 이 비중이 40%를 넘어섰다. 이는 투자자들이 저비용, 높은 유동성, 그리고 투명성을 선호한다는 것을 의미한다. 북미 ESG ETF 시장의 집중이 심화되어 있다.

상위 3개 자산운용사(BlackRock, Vanguard, State Street)가 시장의 65%를 장악하고 있으며, 소수의 대형 투자자들에 대한 의존도가 높다. 이는 순환성(cyclicality)을 야기하며, 대형 투자자들이 배분을 완료하거나 방향을 전환할 경우 추가 약세의 위험을 높인다. 실제로 미국의 도전적인 정치 환경을 고려할 때, ESG ETF 성장은 둔화될 것으로 예상된다.

유럽은 상대적으로 뮤추얼펀드 중심 구조를 유지하고 있으며, ETF는 전체 ESG 자산의 20%에 불과하다. 이는 기관 투자자들의 장기 투자 성향과 밀접하게 관련되어 있다. 그러나 흥미롭게도 전체 ESG 펀드 시장에서는 상위 3개 운용사의 점유율이 34%에 그쳐, ETF 시장(65%)보다 훨씬 낮은 집중도를 보인다. 이는 더 큰 경쟁의 여지와 유연성을 제공한다.

ESG 리브랜딩의 거센 물결

유럽은 2023년 이후 700개 이상의 펀드가 ESG 관련 용어를 삭제하거나 수정했다. 이는 추적 대상 펀드의 20%에 해당하며, 전체 ESG 자산의 20% 이상에 영향을 미쳤다. 이러한 리브랜딩 물결은 규제 압박이 주된 원인이다.

2025년 5월 21일부터 시행된 유럽증권시장청(ESMA) 가이드라인은 펀드명에 ESG, 지속가능성, 기후 등의 용어를 사용할 경우 자산의 최소 80%를 명시된 환경적·사회적 목표에 부합하도록 배분할 것을 요구한다. 이는 그린워싱을 방지하기 위한 조치지만, 많은 펀드들이 이 기준을 충족하기 어렵다고 판단하여 명칭을 변경했다. 실제로 전체 리브랜딩의 90% 가까이가 유럽에서 발생했다.

북미에서는 ESG가 정치적 논쟁의 중심이 되면서, 일부 운용사들은 불필요한 정치적 표적이 되는 것을 피하기 위해 ESG 용어를 삭제하고 "screened" 같은 규제를 회피할 수 있는 라벨로 전환했다. 특히 UBS는 한때 ESG로 지정되었던 자산의 20% 이상이 라벨을 삭제하여 추적 대상 운용사 중 가장 높은 비율을 기록했다. BlackRock은 ESG 자산 점유율이 가장 크지만, 영향을 받은 자산은 5%에 불과했다.

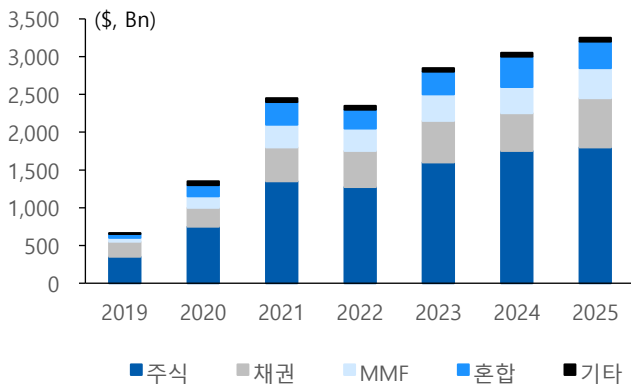
그러나 중요한 점은 리브랜딩에도 불구하고 ESG 자산이 계속 성장하고 있다는 것이다. 이는 많은 펀드들이 전략은 유지한 채 명칭만 변경했음을 의미한다. ESG는 사라지지 않고 있으며, 단지 덜 눈에 띄는 형태로 진화하고 있는 것이다.

구조적 취약성을 보이고 있는 ESG 펀드

ESG 펀드 자산의 구성을 보면 주식형이 압도적이며, MMF와 채권형이 뒤따르고 있다. 흥미로운 점은 MMF 펀드가 전체 펀드의 2%에 불과하지만 자산의 13%를 차지한다는 것이다. 이는 개별 펀드의 규모가 평균적으로 매우 크다는 것을 의미한다. 실제로 100억 달러 이상 펀드 15개 중 7개가 MMF 카테고리에 속한다. 반면 채권형은 펀드 수의 24%를 차지하지만 자산의 19%에 그쳐, 평균적으로 규모가 작다는 것을 보여준다. 이러한 불균형은 시장의 성숙도와 투자자 선호를 반영한다.

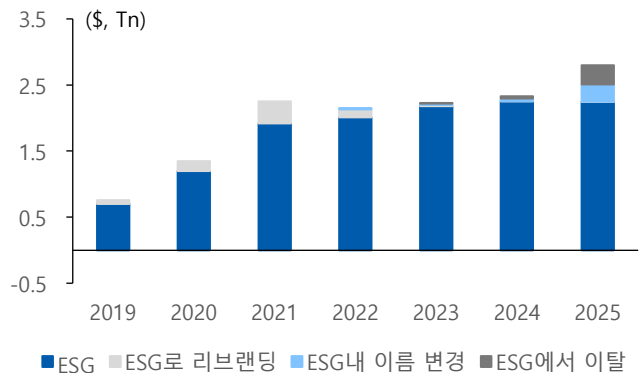
펀드 규모 분포에서 구조적 취약성이 드러난다. 1억 달러 이상 자산을 보유한 ESG 펀드 중 50% 이상이 5억 달러 미만이며, 10억 달러 이상을 보유한 펀드는 22%에 불과하다. 1억 달러 이하 펀드까지 포함하면, 10억 달러 이상 펀드는 15% 미만이다. 작은 자산 풀은 높은 수수료를 유발할 수 있다.

ESG 펀드 타입별 자산, 2025년 기준 주식 56%, 채권 19%, MMF 13% 수준



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

리브랜딩된 ESG 펀드의 AUM



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: AUM \$1억 이상 펀드만 집계

도전을 받고 있는 테마

2025년 ESG 테마의 주류는 여전히 환경 테마로의 전환이 강조되고 있지만, 실제 자금 흐름은 다른 모습이다. 광범위한 ESG 라벨 펀드(ESG, 지속가능성, SRI 등)는 80억 달러의 유입을 기록한 반면, 환경 펀드는 100억 달러 이상의 유출을 경험했다. 이러한 격차는 정책 불확실성에 기인한다. 특히 청정에너지 펀드는 시장을 6.1% 아웃퍼폼했음에도 불구하고 40억 달러의 유출을 겪었다. 이는 정치적 불확실성과 심리가 펀더멘털을 압도하고 있음을 보여준다. 그러나 심리가 전환되면 유입이 재개될 수 있으며, 향후 AI 중심 에너지 수요에 의해 뒷받침될 수 있다.

지역적 패턴도 분화되었다. 유럽은 광범위한 ESG 라벨로 유입을 주도한 반면, 북미는 미국 내 반발로 인해 유출을 경험했다. 유입 규모는 2021년 최고치인 4,500억 달러에 비해 크게 작지만, 이는 부분적으로 글로벌 흐름을 반영하며 기후 테마의 약세와 정치적 불확실성도 요인이다.

광범위한 ESG 전략은 여전히 지배적이며, 전체 ESG+ 자산의 약 85%를 차지한다. 환경 테마는 22% 또는 6,300억 달러를 보유한다. 환경 펀드가 정치적 불확실성으로 압박을 받고 있는 상황에서, 새로운 전략은 광범위한 ESG 의 성숙도를 고려할 때 차별화를 위해 테마를 계속 찾을 가능성이 있다. 미국에서는 ESG 에 대한 정치적 저항 속에서 테마가 선호될 것으로 보인다.

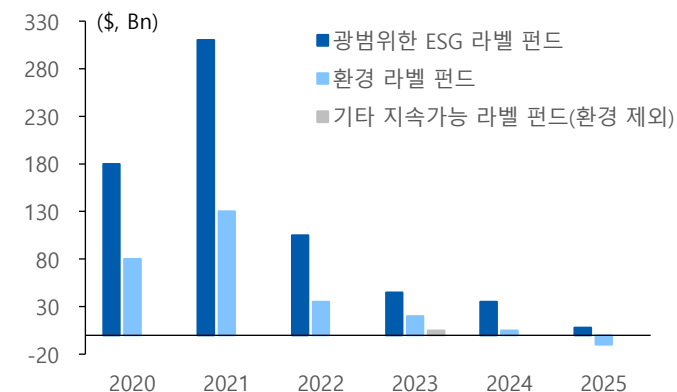
환경 및 기후 테마 펀드 자산이 6,300억 달러를 넘어섰지만, 내부적으로는 극명한 분화가 진행되고 있다. 청정에너지는 환경 자산의 6%에 불과하며, 2021년 18%에서 급격히 하락했다. 투자자들은 정책 리스크가 유출을 주도하고 있어 신중하다.

반면 "파리협약(Paris aligned)" 펀드와 기후 라벨 펀드가 가장 많은 자산을 보유하며, 저탄소/전환 및 환경 펀드가 뒤따른다. 이러한 전략들은 청정에너지보다 시장을 더 밀접하게 추적하며, 덜 극단적인 변동성을 경험한다. 이는 파리협약벤치마크(PAB) 인덱스와 기타 선별된 저탄소 테마가 덜 변동적이며 시장으로부터의 편차가 낮다는 것을 의미한다. 결국 이러한 상대적 안정성은 연기금 관리자들과 같은 대형 ESG 지지자들로부터 더 지속적인 관심을 의미할 수 있다.

수수료 구조도 이러한 분화를 반영한다. 저탄소 펀드는 패시브 전략의 경우 중간 수수료가 0.15%, 액티브의 경우 0.55%인 반면, 청정에너지는 패시브가 0.56%, 액티브가 1.4%다. 이는 복잡성의 차이에서 비롯된다. 간단한 저탄소 스크리닝 대비 순환경제 같은 더 복잡한 접근이다. 시장이 낮은 수수료를 선호하는 상황에서, 지속적인 수익을 창출하지 못하는 고가 펀드는 어려움을 겪을 수 있다.

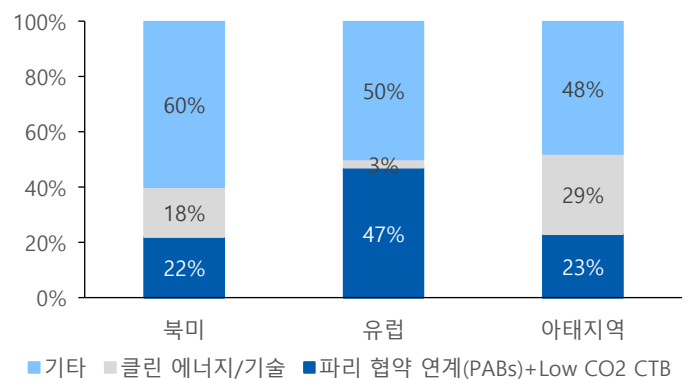
청정에너지 자산의 향후 성장은 불확실하다. 2019-21년 정책 촉매와 아웃퍼폼에 힘입어 9배 급증했지만, 이후 역전되었다. 2023년 이후 저탄소 펀드가 이 테마를 추월했다. 청정에너지 펀드는 정서와 단기 성과를 쫓는 경향이 있는 반면, 저탄소 펀드는 더 넓은 시장을 추적하고 덜 극단적인 변동을 경험한다. 이는 청정에너지 펀드가 장기 핵심 포지션보다는 위성 역할에 더 적합하지만, 강력한 촉매가 나타날 때(2020년 미국 대선 이후처럼) 더 넓은 소매 관심을 끌 수 있음을 의미한다.

분위기는 여전히 환경 테마로의 전환이 강조되고 있지만, 환경 테마의 자금은 유출



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

설정 지역 기준 환경테마 펀드의 자산 비중



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

구조적 도전에 직면한 임팩트 펀드

임팩트 라벨 펀드는 구조적 도전에 직면해 있다. 2025년 상반기 33억 달러의 유출을 기록했으며, 이는 약한 성과와 상대적으로 높은 수수료가 복합적으로 작용한 결과로 보인다. ESG 와 SRI 라벨 펀드가 각각 60억 달러 이상의 강력한 유입을 기록한 것과 대조적이다. 이는 주로 채권과 머니마켓 전략에 의해 주도되었으며, 이들은 주식형 대비 강세를 보였다. 자산 측면에서 ESG, 지속가능성, SRI 라벨이 가장 인기 있으며, 각각 6,500억 달러 이상을 보유한다.

수수료 구조도 임팩트 펀드의 운용에 있어서 어려움을 가중시킨다. 윤리 펀드는 액티브 전략의 경우 중간 수수료가 1.16%이며, 임팩트는 0.93%, ESG 는 더 낮은 0.86%다. 시장이 낮은 비용을 선호하는 상황에서, 지속적인 수요를 창출하지 못하는 수수료가 비싼 펀드는 어려움을 겪을 수밖에 없다.

성과 측면에서 임팩트 펀드. 2025년 9월 종료 3년 동안 벤치마크 대비 중간 30% 수익률 부족을 기록했다. 추적한 50개 주식형 펀드 중 단 2개만이 이 기간 동안 벤치마크를 아웃퍼폼했다. 이는 임팩트 라벨 펀드의 자산 성장이 제약될 것임을 시사하며, 높은 수수료와 저조한 성과의 조합은 치명적이다.

그러나 모든 ESG 전략이 동일하게 어려움을 겪는 것은 아니다. ESG 라벨 펀드는 리브랜딩 압박에도 불구하고 자산이 계속 성장했다. 한때 ESG 라고 불렸던 펀드 자산의 약 27%가 라벨을 삭제하거나 변경했지만, 전반적인 성장은 계속되었으며 이는 주로 유럽 펀드에 의해 주도되었다. 이는 많은 펀드들이 전략을 유지한 채 명칭만 변경했음을 의미한다.

지속가능 펀드의 방어적 특성

2015년 이후 4번의 대형 하락장 중 3번에서 추적 대상 미국 지속가능 펀드의 50% 이상이 벤치마크를 아웃퍼폼했다. 이러한 결과는 3년 동안 24%, 5년 동안 20%만이 아웃퍼폼한 것과 극명하게 대조된다. 이는 구조적 요인에서 비롯된다. 지속가능 및 ESG 펀드는 퀄리티 팩터와 어느 정도는 저변동성 팩터에 대한 경향을 보인다. 두 팩터 모두 경기 침체기에 잘 작동하는 경향이 있지만, 시장이 과열될 때는 보조를 맞추는 데 어려움을 겪는다. 따라서 이러한 펀드들은 단기 수익률 극대화보다는 장기 자본 보존에 더 적합하다.

60개 이상의 지속가능 테마, ESG 및 임팩트 펀드에 대한 분석은 이러한 팩터 경향을 확인한다. 중요한 점은 이 분석이 핵심 펀드 또는 가치 같은 팩터 경향이 없는 펀드만을 대상으로 한다는 것이다. 또한 청정에너지 펀드는 제외되었는데, 이들은 매우 다른 팩터 노출을 가지며 ESG 및 기타 지속가능 펀드와 달리 시장과 상관관계가 없기 때문이다.

퀄리티, 저변동성, 그리고 가치의 조합

지속가능 펀드의 팩터 분석은 전략 수립에 있어서 시사점을 제공한다. 이들 펀드는 이제 명시적으로 "ESG 펀드"라고 불리지 않더라도, 퀄리티(높은 수익성, 낮은 레버리지), 저변동성(방어적 특성), 가치(매력적 밸류에이션)의 조합을 통해 ESG 목표를 추구한다. 이러한 팩터들은 우연히 ESG 고려사항과 정렬되는 경우가 많다. 고퀄리티 기업들은 일반적으로 더 나은 지배구조, 환경 관리, 직원 관계를 가진다. 이는 ESG의 "탈정치화"이자 주류 투자 관행으로의 재통합이다.

지속가능펀드의 평균 팩터 노출을 분석하면, 퀄리티 부분에 대한 노출이 높다. 지속가능펀드는 비교 가능한 벤치마크 대비 약 15% 이상 퀄리티 팩터에 노출되어 있다. 퀄리티 팩터는 높은 수익성, 낮은 레버리지, 그리고 매출 및 이익 같은 지표의 낮은 변동성을 가진다. 지속가능 펀드의 모멘텀에 대해서는 부정적 컨센서스가 노출되는 반면, 저변동성과 가치에 대해서는 긍정적 컨센서스가 형성되고 있다. 한편 사이즈와 배당에 대한 컨센서스는 대체로 중립적이다. 이러한 조합은 의미가 있다. 퀄리티, 저변동성, 가치의 조합은 견고한 펀더멘털, 매력적인 상대 가격 등의 특성을 반영하는 기업들이 지속가능 펀드 포트폴리오에 포함되어 있다.

현재 시장 환경에서 퀄리티 팩터는 매력적인 특징이 확인된다. 기본적으로 퀄리티 팩터 주식은 강세를 보이고 있으며, 이는 ROE 스프레드에 의해 뒷받침되고 있다. 퀄리티 주식의 중간 자기 자본이익률(ROE)은 37.8%로, Russell 1000 중간값 13.6%보다 24%p 이상 높다. 이 격차는 지난 25년 장기 평균 스프레드인 약 17%p를 상회한다. 현재 퀄리티 주식의 ROE 수준은 시장에서 계속 누리는 밸류에이션 프리미엄을 정당화할 수 있는 근거가 된다.

퀄리티, 저변동성의 팩터 조합은 지속가능 투자에서 방어적 특성과 수익 잠재력을 균형있게 제공한다. 특히 시장 불확실성이 높은 시기에 이러한 팩터 익스포저를 가진 펀드들이 상대적으로 아웃퍼폼할 가능성이 높으며, 자본 보존을 중시하는 연금 및 기관 투자자들의 관심이 지속될 것으로 전망된다. 현재 고퀄리티 주식의 ROE 스프레드가 역사적 고점에 근접해 있다는 점은 퀄리티 팩터의 강세가 단기적으로 지속될 가능성을 시사한다.

마지막으로 최근에는 테마에서 팩터로, 그리고 새로운 이슈의 부상 특징적이다. 청정에너지, DEI 같은 정치적으로 논란이 되는 테마는 쇠퇴하고 있다. 대신 퀄리티, 저변동성 같은 전통적 팩터가 ESG 목표를 달성하는 수단으로 재평가되고 있다. 동시에 AI 윤리, 사이버보안, 공급망 투명성 같은 새로운 이슈들이 부상하고 있다. 이들은 좌우 정치 스펙트럼을 초월하는 실질적 비즈니스 리스크를 제기할 수 있는 특징을 가지고 있다.

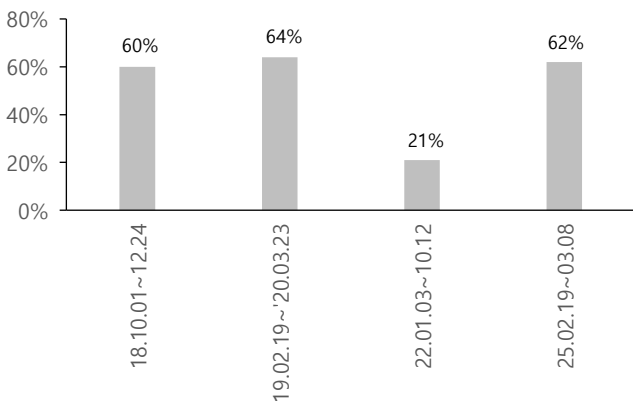
ESG 펀드 시장의 재편과 투자 전략의 진화

ESG 펀드 시장이 양적 성장과 질적 분화를 동시에 경험하고 있다. 3조 달러를 넘어선 시장 규모는 인상적이지만, 이면에는 지역별 분화(유럽 우위, 북미 둔화), 상품 구조의 진화(ETF 급증과 집중), 그리고 정치적·규제적 압박(700개 이상의 리브랜딩)이 작동하고 있다.

투자 전략 측면에서는 지속가능 펀드의 방어적 특성이 명확히 드러난다. 퀄리티와 저변동성 팩터에 대한 경향은 이들 펀드가 하락장에서 강력한 성과를 낼 수 있게 하지만, 강세장에서는 제약으로 작용한다. 현재 시장 환경에서 퀄리티가 강세를 보이고 있으므로, 높은 퀄리티 노출을 가진 펀드들이 수혜를 받을 가능성이 높다. 최근에는 테마에서 팩터로, 그리고 새로운 이슈의 부상도 특징적이다. 청정에너지, DEI 같은 정치적으로 논란이 되는 테마는 쇠퇴하고 있다. 대신 퀄리티, 저변동성 같은 전통적 팩터가 ESG 목표를 달성하는 수단으로 재평가되고 있다.

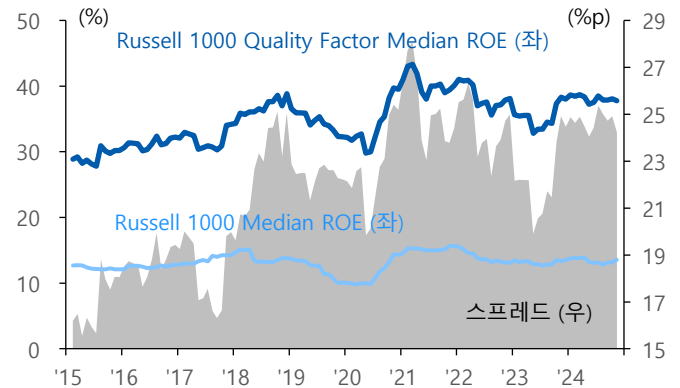
그러나 가장 중요한 함의는 ESG가 사라지지 않고 있다는 것이다. 리브랜딩, 유출, 정치적 압박에도 불구하고 자산은 계속 성장하고 있다. ESG는 명시적인 의제에서 통합된 리스크 관리 프레임워크로, 공개적 행동주의에서 조용한 참여로, 테마 중심에서 팩터 기반 접근으로 진화하고 있다. 결국 라벨보다는 실질적 팩터 노출과 장기 성과에 초점을 맞춰야 할 필요가 있다.

2015년 이후 4번의 큰 하락장에서 BM을 아웃퍼폼한 지속가능펀드 비율



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

지속가능펀드의 노출도가 높은 퀄리티 팩터의 ROE는 BM을 크게 상회



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



2. 글로벌 ESG 스튜어드십의 구조적 재편

미국: 규제 압박과 정치화 속 스튜어드십의 위기와 재편

유럽: 규제를 통한 지배구조 확장과 제도화

글로벌 ESG 스튜어드십의 방향성

지배구조의 가치는 재발견되고 스튜어드십은 성숙하고 있음

2. 글로벌 ESG 스튜어드십의 구조적 재편

미국: 규제 압박과 정치화 속 스튜어드십의 위기와 재편

1) 구조적 전환의 시작

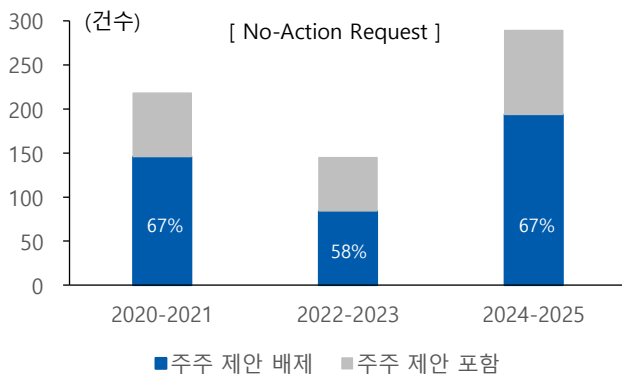
2025년 2월 12일, 프록시 시즌이 한창일 때 SEC는 Staff Legal Bulletin 14M을 발표했다. 타 이밍 측면에서 의도성이 보였는데 통상 과거 2년간 SEC의 no-action 판결 약 75%가 3월과 4월에 집중되었기에, 제안자들은 통상 2월 중순까지 SEC의 방향성을 파악하고 대응할 수 있었다. 그러나 2025년에는 그럴 수 없었다.

DLA Piper와 MarketEdge의 2025년 10월 분석에 따르면, SLB 14M은 바이든 시대의 SLB 14L을 폐지하며 "광범위한 사회적 영향(significant social policy)" 기준을 대폭 축소했고, 각 제안이 해당 기업의 특정 비즈니스에 얼마나 중요한지를 "개별 사례별로(case-by-case)" 평가하도록 했다. 표면적으로는 합리적이지만, 실질적으로는 SEC 직원들에게 훨씬 더 넓은 재량권을 부여하여 친 ESG 제안을 제외할 수 있게 만든 것이다.

결과는 즉각적으로 확인되었다. SEC는 289건의 no-action 판결에서 67%의 제안을 프록시에서 제외하도록 허용했다. 이는 바이든 행정부 시절 58%보다 높고, 트럼프 1기 67%와 정확히 일치한다. "일상적인 비즈니스" 제외를 요구하는 회사 수는 2023년 대비 140% 급증했다. 그러나 전체 no-action 요청의 48%를 차지하는 이 근거로 제외가 승인된 비율은 60%에 그쳤다.

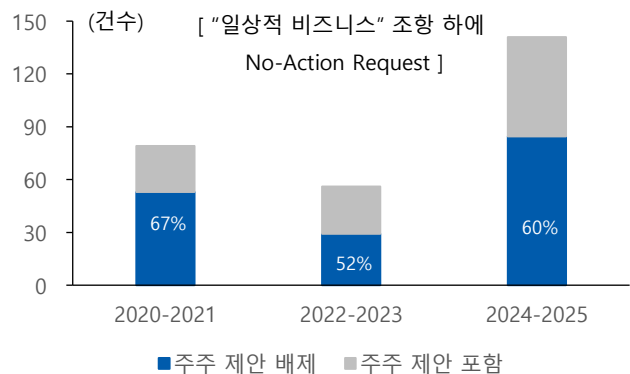
한편 우려스러운 것은 SEC의 결정이 이념적 편향을 불러올 수 있다는 점이다. 전체적으로 기업들이 문제를 제기한 제안의 67%에서 제외가 승인되었지만, 보수 성향 제안자들의 제안에 대해서는 제외율이 44%로 낮아졌다. 특히 "일상적인 비즈니스" 근거를 인용한 경우, 이러한 편향이 표면적으로 드러났다. Anti-ESG 제안 12건 중 10건(83%)이 투표 용지에 포함된 반면, 친 ESG 제안은 40%만 포함되었다.

SEC의 주주 제안에 대한 No-Action 요청 건수



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

"일상적 비즈니스(Rule 14a-8(i)(7)) 조항 하에 No-Action 요청 건수



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

2) Schedule 13D-G 재해석: 불확실성에 직면한 대형 운용사

Staff Legal Bulletin 14M 은 시작에 불과했다. 2025년 7월 11일, SEC 는 Schedule 13D-G 관련 C&DI(Compliance and Disclosure Interpretations)를 업데이트했다. 이로 인한 해석 변경이 대형 패시브 자산운용사들의 방향성 수립에 대해 불확실성으로 작용하게 되었다.

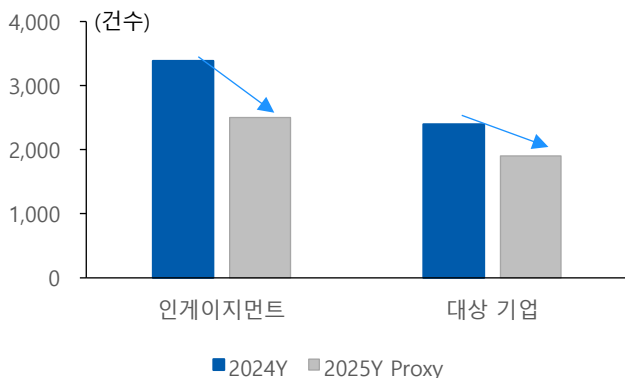
전통적으로 패시브 인덱스 펀드는 13G(덜 부담스러운 보고)를 사용할 수 있었지만, 새로운 해석은 특정 이슈에 대한 기업 성과가 미흡하다는 것을 암시하고 이것이 향후 의결권 행사에 영향을 미칠 수 있다고 언급하는 것만으로도 13D(활동가 행위)로 간주될 위험을 만들었다.

해당 지침은 13G 신고자가 "특정 주제에 대한 견해와 그러한 견해가 의결권 결정에 어떻게 영향을 미칠 수 있는지"를 논의할 수 있다고 명시했지만, 모호한 구별은 실무에서는 의미있게 활용되기 어렵다. 결국 기업 참여의 본질은 현재 관행에 대한 우려를 표명하고 변화를 장려하는 것인데, 이것이 향후 투표에 영향을 미치지 않을 것이라고 말하는 것은 참여를 무의미하게 만드는 것이다.

BlackRock 과 Vanguard 의 대응은 해당 딜레마의 심각성을 보여준다. 이들은 모든 스튜어드십 대화를 일시적으로 중단했다. 이는 전례 없는 조치로, 수천 개의 기업들이 갑자기 세계 최대 주주들로부터 어떠한 피드백도 받지 못하게 되었다. 비용 분석은 13D 요건의 부담을 명확히 보여준다. 2023년 데이터를 기반으로, 1,200개 이상의 미국 기업과 참여한 BlackRock 은 모두 13D 를 제출해야 할 경우 최대 810만 달러의 비용에 직면하며, Vanguard 는 837개 기업에 대해 최대 570만 달러가 소요된다.

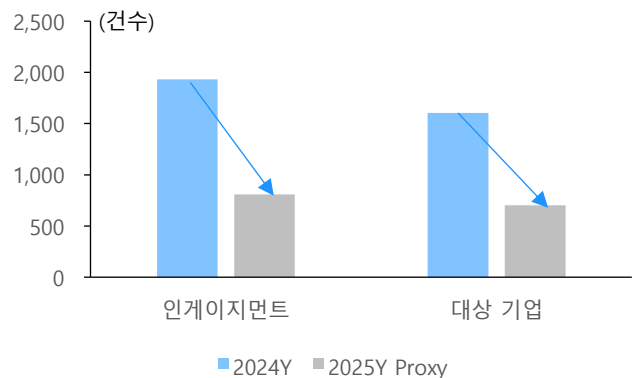
추가로 생각해볼 문제는 거래 제한으로 인한 기회비용이다. 13D 는 1% 이상 보유 변동 시 신속 공시를 요구하는데, 이는 일상적 인덱스 리밸런싱을 사실상 불가능하게 만든다. 스튜어드십은 사라지지 않았지만, 극도로 조용하고 선별적으로 변했으며, 주로 지배구조 이슈에만 집중하게 되었다.

25 년 Proxy 데이터로 직접 비교는 한계가 존재, BlackRock 의 인게이지먼트는 감소



자료: BlackRock Investment Stewardship Statistics, 유안타증권 리서치센터

25 년 Proxy 데이터로 직접 비교는 한계가 존재, Vanguard 의 인게이지먼트는 감소



자료: Vanguard Engagement Report, 유안타증권 리서치센터

3) 산업별 추가 제약: 규제 포위망의 완성

Schedule 13D-G 재해석에 따라 산업별로 추가적인 규제 제약이 동시다발적으로 나타났다. FDIC는 은행 부문에서 Change in Bank Control Act 업데이트를 제안하며, 10% 이상 지분을 보유한 자산운용사에게 수동성 계약(Passivity Agreement) 체결을 요구했다. Vanguard는 S&P 500 FDIC 은행 중 절반 이상에서 10% 이상 지분을 보유하고 있어 2024년 12월에 새로운 계약을 체결했는데, 이는 프록시 의결권 및 참여 활동에 관한 규칙과 보고 요건을 상세히 설정한다.

FERC는 유틸리티 부문에서 Federal Power Act 섹션 203에 따른 포괄적 승인을 재검토하기 시작했다. 당시 FERC 의장 Mark Christie는 "주에서 부여한 프랜차이즈를 가진 공공 유틸리티에 대한 적절한 발전 자원 믹스에 대한 결정은 거대한 월스트리트 자산운용사가 아니라 주 정책 입안자를 위한 정책 결정"이라고 명확히 밝혔다.

의회 차원에서는 Retirement Proxy Protection Act (H.R. 5337)가 제안되었는데, 이는 민간 연금 계획을 관리하는 ERISA를 개정하여, 수탁자가 "참가자 및 수혜자의 이익을 어떤 비금전적 목적에도 종속시키지 않아야" 하며, "비금전적 혜택 또는 목표"를 촉진하지 않아야 한다고 명시한다. 더 나아가 이 법안은 수탁자에게 프록시 의결권 및 참여에 대한 포괄적인 모니터링을 요구하며, 비금전적 제안에 대한 의결권을 포기할 수 있도록 허용한다. 이러한 다층적 규제 제약들은 함께 작동하여 대형 자산운용사는 규제 포위망에 둘러싸이게 되었다.

4) E: 기후 행동주의의 한계

환경 관련 주주제안은 2025년 프록시 시즌에서 가장 극적인 하락을 경험했다. 21% 감소한 제안 건수도 충격적이지만, Alliance Bernstein의 조사에 따르면 투자자 지지율이 평균 18.7%로 급락했다는 점이다. 이는 2021년 평균 40% 이상에서 절반 이하로 하락한 것으로, 기후 행동주의가 미국 자본시장에서 겪고 있는 위기를 반영하는 결과이다.

기후 행동주의의 한계는 여러 부분에서 동시 다발적으로 확인되고 있다. 규제적 차원에서는 SEC가 바이든 시대의 기후 공시 규칙에 대한 지원을 철회했고, 캘리포니아의 더 엄격한 규칙도 법적 소송에 직면했으며, 심지어 EU 조차 기업들의 부담을 줄이기 위해 공시 프레임워크를 단순화하고 있다. 법적 차원에서는 Exxon Mobil이 Arjuna Capital과 Follow This의 기후 제안을 차단하기 위해 제기한 2024년 소송이 강력한 위축 효과를 만들어냈다.

기후변화 제안은 이러한 압박을 가장 먼저 받고 있다. 올해 제출된 기후 결의안 건수는 46건으로, 2024년 대비 40% 이상 감소했다. 더욱 충격적인 것은 단 한 건의 제안도 통과되지 않았다는 사실이다(2024년 2건 통과). 평균 지지율은 10.8%로, 2024년의 절반을 약간 넘는 수준이며 2021년 거의 50%의 최고치와 비교하면 78%나 하락한 것이다.

섹터별로 보면 이러한 패턴은 더욱 뚜렷해진다. 소비재 섹터에서는 Under Armour, Columbia Sportswear 같은 의류 기업과 McDonald's, Wendy's 같은 레스토랑 체인이 온실가스 감축 목표 설정에 대한 압박에 직면했다. 2024년에는 Jack in the Box 와 Wingstop 에서 이러한 제안이 승인되었고, 여러 제안이 25% 이상의 지지를 받았다. 그러나 2025년에는 유사한 제안들의 지지율이 크게 하락했다.

금융 섹터의 한 사례가 이러한 변화를 상징적으로 보여준다. 뉴욕시 재무감사관실이 2년 연속으로 Bank of America, Goldman Sachs, Morgan Stanley 에 청정에너지 대비 화석연료 금융의 비율(ESBR) 공시를 요구했다. (참고로 Bloomberg NEF 분석에 따르면 북미 은행들이 유럽 동종 업체들보다 화석연료 금융에 훨씬 더 의존하고 있으며, 지구 온도 상승을 1.5도로 제한하는 데 필요한 ESBR(2030년까지 최소 4:1)에 미달한다.) 2024년에 세 은행 모두 22% 이상의 투자자 지지를 받았으나, 2025년에는 10% 대로 급락했다. 흥미롭게도 캐나다 은행인 BMO, CIBC, TD Bank 는 유사한 제안에 대해 30% 이상의 투표를 받았다. 이는 동일한 이슈에 대해 미국과 캐나다의 투자자 반응이 극명하게 다르다는 것을 보여주며, 미국 내 정치적 압박이 얼마나 강력한지를 입증한다.

그러나 모든 환경 이슈가 동일하게 쇠퇴한 것은 아니다. 폐기물 관리 제안은 18건으로 2024년 대비 29% 증가했으며, 2023년 대비로는 2배 증가했다. 대부분은 General Mills, PepsiCo, Home Depot 의 플라스틱 포장에 초점을 맞췄다. 승인된 제안은 없었고 평균 지지율은 12%로 낮았지만, General Mills 의 지속가능한 포장 확대 보고서를 요구하는 제안은 40% 이상의 지지를 받았다. 이는 광범위하고 추상적인 기후 이슈보다는 구체적이고 측정 가능한 환경 문제가 투자자들에게 더 호소력이 있음을 시사한다.

5) S: 이념적 충돌에서 취약한 사회 이슈

사회적 이슈 관련 주주제안은 2025년에 가장 큰 타격을 받았다. Russell 3000 기업을 대상으로 한 제안이 175건으로 전년 대비 40% 급감했으며, 평균 투자자 지지율도 19%에서 13.5%로 하락했다. 이는 환경 제안의 21% 감소보다 훨씬 가파른 하락세로, 사회적 이슈가 현재의 정치적 환경에서 얼마나 취약한지를 보여준다.

이러한 변화의 중심에는 DEI(다양성·형평성·포용성)가 있다. DEI 제안 건수는 최소 2018년 이후 매년 증가해왔으나, 2025년에 처음으로 감소세로 전환되었다. 2025년 DEI 제안은 53건으로 여전히 상대적으로 가장 활발한 카테고리 중 하나였으나, 이는 전년 대비 30% 감소한 수치다. 지지율 또한 급락했다. DEI 제안의 평균 지지율은 2021년 36%에서 2024년 14%, 2025년에는 8%로 급락했다. 또한 트럼프 대통령의 "불법 DEI"를 겨냥한 행정명령은 DEI 지지율 급락이라는 변화를 촉발했으며, 많은 기업들이 DEI 프로그램을 축소하거나 이름을 바꾸는 등 선제적으로 대응했다.

투자자들의 대응도 주목할 만하다. State Street 는 "기업 이사회가 최소 30%의 여성으로 구성되지 않은 경우 의결권 행사를 취하는" 2023년 정책을 포기했다. BlackRock 과 Vanguard 도 이사회 다양성에 대한 명시적 쿼터를 제거하고, 다양성을 여러 이사회 평가 요소 중 하나로 격하했다. 이는 세계 최대 자산운용사들조차 DEI 를 둘러싼 정치적 이슈에서 한 발 물러서고 있음을 보여준다.

6) AI 거버넌스: 정치적 스펙트럼을 초월하는 새로운 이슈로 등장

그러나 모든 사회적 이슈가 동일하게 쇠퇴한 것은 아니다. 인공지능 관련 위험에 대한 주주제안은 오히려 증가했다. 지난해 AI와 관련된 위험 보고를 요구하는 제안이 13건으로 전년도 10건에서 증가했으며, 이는 저작권 보호, 프라이버시 우려, 인권 영향, 에너지 소비 등 기업들이 직면한 AI 관련 과제에 대한 투자자들의 지속적인 관심을 나타낸다.

특히 주목할 만한 것은 이들 제안이 받은 지지 수준이다. Norton Rose Fulbright 의 2025년 9월 분석 "The Rise in AI Shareholder Proposals"에 따르면, AI 관련 주주제안이 급증하고 있으며, 특히 AI 윤리 및 리스크 관리 제안이 평균 36%의 높은 지지율을 받고 있다. 이는 DEI(8%)나 광범위한 기후 제안(13% 미만)보다 훨씬 높다.

Microsoft 에서 AI 데이터 소싱 책임성을 요구한 제안은 36%의 지지를 받았고, Netflix 와 Apple에서 AI 사용 감독을 요구한 AFL-CIO 의 제안은 각각 43%와 38%의 지지를 받았다. 대부분의 사회적 제안이 10% 미만의 지지율을 받는 상황과 대조적이다. 더욱 흥미로운 것은 Microsoft, Apple, Amazon, Meta 에서 상당한 지지를 받은 일부 AI 제안들이 일반적으로 한 자릿수 낮은 지지만 받는 Anti-ESG 제안의 정기 제출자인 National Legal and Policy Center 에서 제출되었다는 점이다. 이는 AI 윤리가 정치적 스펙트럼을 초월하는 이슈임을 시사한다. 정치 진영에 무관하게 AI의 부적절한 데이터 사용, 편향, 프라이버시 침해를 우려하고 있다.

이사회 차원에서도 변화가 급속히 진행되고 있다. Glass Lewis 는 2024년 글로벌 정책 설문조사 결과를 바탕으로 2025년 가이드라인에서 이사회 AI 감독 책임을 명시적으로 다루기 시작했다. 이는 의결권 자문사가 AI 를 이사회 수준에서 관리해야 할 핵심 리스크로 공식 인정했음을 의미한다. EY Center for Board Matters 와 JD Supra 의 2025년 10-11월 공동 분석 "Governing the Ungovernable: Corporate Boards Face AI Accountability Reckoning"에 따르면, S&P 500 기업 이사회 AI 감독 책임 할당이 3배 이상 증가했다.

흥미롭게도 이 책임은 주로 감사위원회(Audit Committee)에 할당되고 있다. 전통적으로 감사위원회는 재무 보고와 내부 통제를 감독했지만, 이제 AI 리스크 관리, 알고리즘 편향 모니터링, 데이터 프라이버시, 그리고 AI 윤리 프레임워크 승인까지 담당하게 되었다. 일부 기업들은 별도의 기술위원회(Technology Committee)를 신설하고 있지만, 대다수는 기존 위원회 구조 내에서 AI 감독을 통합하고 있다.

AI 거버넌스는 전통적 E/S 와 구별되는 몇 가지 특징이 있다. 첫째, 정치적으로 덜 양극화되어 있다. 둘째, 명확한 비즈니스 리스크를 제기한다. 셋째, 이사회의 직접적 감독 역량을 요구한다. 넷째, 빠르게 진화하는 기술과 규제 환경에 대한 지속적 학습이 필요하다. 이러한 특성들은 AI 거버넌스를 향후 5-10년간 가장 중요한 G 이슈로 자리잡을 것으로 예상된다.

7) G: 중심으로 자리 잡은 지배구조 제안

환경과 사회 제안이 급격한 하락을 경험하는 동안, 지배구조 관련 제안은 놀라운 안정성을 보였다. Alliance Bernstein 에 따르면 지배구조 제안 건수는 5% 감소에 그쳤고, 투자자 지지율은 평균 42%로 전년도 31%에서 오히려 11%p 상승했다. 이러한 안정성은 지배구조가 ESG 의 정치화에 훨씬 덜 취약하다는 것을 보여준다. 지배구조 이슈는 본질적으로 주주 권리와 기업 가치의 보호에 관한 것이며, 이는 진보와 보수 모두가 지지할 수 있는 영역이다.

실제로 많은 스튜어드십 중심 투자자들이 논란이 적은 지배구조를 중심으로 재편성하고 있다. 환경과 사회 이슈에 대한 공개적 압박이 정치적 반발과 법적 위험을 초래하는 상황에서, 지배구조는 상대적으로 안전한 피난처를 제공한다. 이는 ESG 투자의 전술적 후퇴가 아닌, 더 효과적이고 지속 가능한 참여 방식으로의 전환으로 해석될 수 있다.

특별 주주총회 소집권이 가장 활발한 지배구조 제안 영역으로 부상했다. 주주들이 특별 주주총회를 소집하거나 이를 활발히 하도록 하는 제안이 60건으로, 2024년 23건과 비교하여 거의 3배 증가했다. 평균 32%의 찬성 투표를 받았으며, Akamai 와 US Foods 를 포함하여 8건이 승인되었다. 이러한 급증은 투자자들이 이사회에 대한 더 직접적인 통제와 더 신속한 대응 능력을 원한다는 것을 보여준다.

CEO 와 이사회 의장의 역할 분리를 요구하는 제안도 흥미로운 패턴을 보였다. 투자자 지지율은 30%에서 31% 이상으로 소폭 증가했지만, 제안 건수는 25건으로 작년 40건, 2023년 81건과 비교하여 상당히 감소했다. 이러한 역설은 두 가지를 시사한다. 첫째, 시장이 점진적으로 변화하고 있다는 것이다.

정치 기부금 투명성도 흥미로운 패턴을 보였다. 투자자들은 정치 기부의 투명성을 높이기 위한 결의안을 강력히 지지했으나, 이러한 제안의 수는 36건에서 16건으로 절반 이상 감소했다. 그러나 평균 지지율은 18%에서 거의 40%로 급등했다. 4건의 제안이 실제로 승인되었다. 이러한 지지율 급등은 특히 선거 관련 지출이 기업의 지속가능성이나 기타 공개된 정책과 충돌할 때 증가하는 정치적 위험에 대한 주주들의 더 큰 초점을 반영한다. 투자자들은 기업이 정치적 기부를 하는 것 자체를 반대하는 것이 아니라, 그러한 기부가 투명하게 공개되고 주주들이 그것이 기업 가치와 일치하는지 평가할 수 있기를 원한다.

8) Anti-ESG 운동의 성장, 미국 스튜어드십의 방향성

Anti-ESG 운동의 성장은 2025년 미국 스튜어드십 환경에서 가장 놀라운 특징 중 하나다. Anti-ESG 제안이 전체 환경·사회 제안의 25%를 차지하게 되었는데, 이는 5년 전 4%에서 6배 이상 증가한 것이다. 그러나 이 수치는 실제 투자자 지지와 큰 괴리가 있다. Anti-ESG 제안의 평균 투자자 지지율은 여전히 3%에 불과하다.

그럼에도 불구하고 Anti-ESG 운동이 상당한 영향력을 행사하는 이유는 SEC 와 의회의 구조적 지원 때문이다. SEC 의 규제 편향, 의회의 입법 노력, 그리고 일부 주 정부의 적극적 지원이 결합되어, Anti-ESG 운동은 광범위하게 퍼지고 있으며 투자자 지지 없이도 시장 규칙에 영향을 미치고 있다. 한편 Anti-ESG 제안의 내용은 대체로 예상 가능하다는 점이 특징이다. DEI 정책의 위험을 강조하고, 보수적 및 종교적 관점에 대한 차별을 주장하며, 진보 단체에 대한 기업 기부를 비판하고, 환경 약속의 재검토를 요구한다.

AI 와 관련해서는 조금 흥미롭다. AI 에서 외부 데이터의 부적절한 사용과 관련된 4건의 제안은 평균 17.5%의 지지를 받았는데, Microsoft 에서는 36%에 달했다. 이들은 모두 보수 성향 단체인 National Legal and Policy Center 가 제출했지만, 내용 자체는 AI 의 윤리적 데이터 사용, 저작권 보호, 프라이버시 우려를 다루고 있어 정치적 성향을 초월해 모두가 공감할 수 있다.

미국 스튜어드십은 도전을 받고 있지만 "전략적 재편(strategic restructuring)"이 진행 중이다. 공개적이고 마찰적인 접근은 사라지고 있지만, 핵심 지배구조 이슈에 대한 압박은 오히려 강화되고 있다. State Street 가 여성 이사 30% 쿼터 정책을 폐기한 것은 퇴보처럼 보이지만, 동시에 이사회 독립성과 전문성에 대한 요구는 더욱 엄격해졌다. BlackRock 과 Vanguard 는 ESG 수사를 축소했지만, 퀄리티(고 ROE, 낮은 레버리지)와 지배구조 팩터에 대한 포트폴리오 기우는 유지하거나 강화했다.

이사회 지지율이 평균 95%로 2018년 이후 최고를 기록한 것은 경영진 우호적 환경을 시사하지만, 이는 부분적으로 이사회들이 투자자 요구에 점진적으로 대응해온 결과이기도 하다. 특별 주주총회 소집권 제안의 급증(23건→60건)은 투자자들이 더 직접적인 통제 수단을 원하고 있음을 보여준다. 정치 기부 투명성 제안의 지지율이 18%에서 40%로 급등한 것은 구체적이고 측정 가능한 G 이슈에 대한 합의가 여전히 가능성을 증명한다.

중장기적으로 미국 스튜어드십은 다음과 같은 특징을 가질 것이다. (1) ESG 라벨의 거의 완전한 소멸과 "장기 가치", "퀄리티", "책임 투자"로의 리브랜딩, (2) 공개 제안에서 비공개 참여로의 완전한 전환, (3) G 이슈 중심의 선별적 압박, (4) AI, 사이버보안, 데이터 프라이버시 같은 차세대 G 이슈로의 확장, (5) 팩터 기반 투자를 통한 조용한 ESG 통합. 미국의 스튜어드십은 더 전략적이며, 더 지배구조 중심으로 진화하고 있다.

유럽: 규제를 통한 지배구조 확장과 제도화

1) SFDR 과 ESMA 펀드명 규칙: 그린워싱 제거와 시장 재편

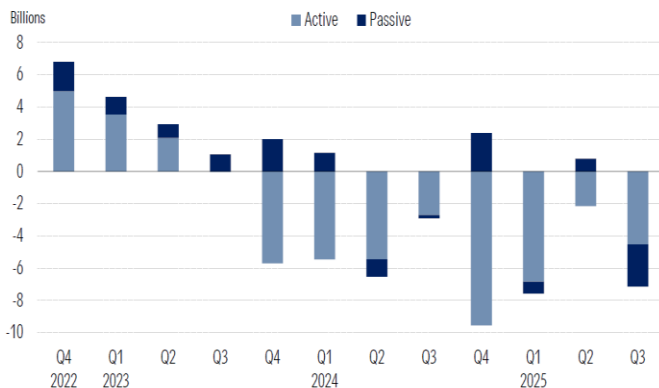
2025년 5월 21일부로 전면 시행된 ESMA 펀드명 규칙(Fund Names Guidelines)은 유럽 자산 운용 시장에 즉각적이고 광범위한 영향을 미쳤다. 이 규칙은 펀드명에 ESG, 지속가능성(sustainability), 기후(climate) 등의 용어를 사용할 경우 자산의 최소 80%를 명시된 목표에 부합하도록 배분할 것을 요구하며, "지속가능" 또는 "기후" 용어 사용 시에는 Paris Aligned Benchmark(PAB) 제외 기준까지 충족해야 한다.

Morningstar의 2025년 3분기 European Sustainable Fund Flows 보고서에서는, ESMA 펀드명 규칙으로 인해 대규모 "De-labeling" 현상이 발생했다고 명시하고 있다. Article 9 펀드(가장 강력한 지속가능 투자 목표를 가진)는 8개 분기 연속 자금 유출을 겪었으며, 많은 펀드들이 Article 8(환경·사회 특성 촉진)로 하향 조정되거나 아예 ESG 라벨을 제거했다. 2024년 하반기부터 2025년 상반기까지 약 150개 펀드가 Article 9에서 Article 8로 재분류 되었고, 80개 이상의 펀드가 ESG 라벨을 완전히 제거했다.

이러한 현상은 ESG 투자의 후퇴가 아니라 그린워싱의 제거로 봐야한다. 엄격한 기준을 충족하는 펀드들은 투자자들로부터 더 강한 신뢰를 받고 있으며, 명확한 차별화가 가능해졌다. 시장은 "지속가능(Sustainable)"이라는 상징적 라벨 대신에 "전환(Transition)", "책임(Responsible)" 같은 보다 신중한 용어를 선호하는 방향으로 재편되고 있다. 이는 실질보다 수사가 앞섰던 2020-2021년의 ESG 과열에서 벗어나 측정 가능한 접근으로 성숙해가는 과정으로 볼 수 있다.

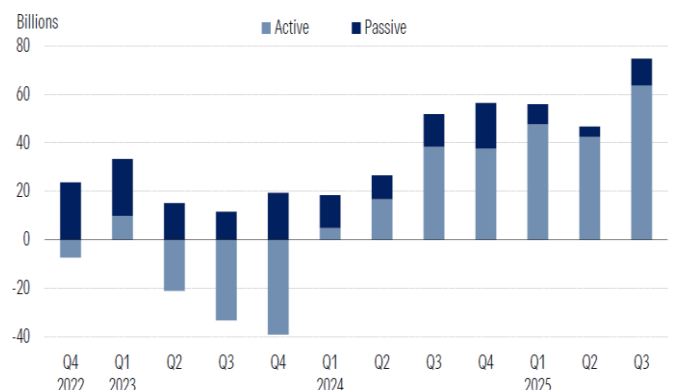
Article 8 펀드는 여전히 강력한 수요를 유지하고 있다. 2025년 상반기 유럽 지속가능 펀드로의 순유입은 600억 유로를 초과했는데, 이 중 대부분이 Article 8로 유입되었다. 글로벌 지속가능 투자자들은 "완벽한 지속가능성"보다는 "점진적 개선"을 선호하고 있으며, Article 8이 제공하는 유연성이 더 현실적이라고 판단하고 있는 것으로 생각된다.

ESMA 펀드명 규칙으로 Article 9에서 De-labeling 발생, 8개 분기 연속 자금 유출



자료: Morningstar, 유안타증권 리서치센터

Article 8 펀드로 전환되며 7개 분기 연속 자금 유입



자료: Morningstar, 유안타증권 리서치센터

2) CSDDD: 지배구조가 공급망으로 확장

2025년 유럽 ESG 스튜어드십의 가장 중요한 발전은 CSDDD(Corporate Sustainability Due Diligence Directive, 기업 지속가능성 실사 지침)의 시행으로 평가된다. 2024년 5월 24일 EU 이사회의 최종 승인을 받아 2025년부터 회원국들의 국내법 전환이 시작된 CSDDD는 지배구조 관점에서 가장 혁명적인 제도적 혁신이다. CSDDD의 시행으로 기업 이사회의 책임 범위를 자사 운영에서 전체 가치사슬의 인권 및 환경 리스크로 확장하기 때문이다.

CSDDD의 핵심 요구사항

- (1) 실사 정책(Due Diligence Policy): 기업은 인권 및 환경 실사에 대한 명확한 정책을 수립하고 이사회가 이를 승인해야 한다. 이 정책은 기업의 행동 강령과 통합되어야 하며, 모든 자회사 및 사업 관계에 적용되어야 한다.
- (2) 리스크 식별(Risk Identification): 직접 공급업체(Tier 1)뿐만 아니라 간접 공급업체(Tier 2 이상)의 인권·환경 리스크도 식별해야 한다.
- (3) 예방 및 완화 조치(Prevention and Mitigation): 실제적 또는 잠재적 부정적 영향이 발견되면 이를 예방, 완화, 중단시키기 위한 적절한 조치를 취해야 한다. 이는 공급업체와의 계약 조정, 시정 계획 개발, 필요시 사업 관계 종료를 포함한다.
- (4) 고충처리 메커니즘(Grievance Mechanism): 이해관계자들이 우려를 제기할 수 있는 접근 가능하고 투명한 채널을 구축해야 한다.
- (5) 모니터링 및 보고(Monitoring and Reporting): 실사 활동의 효과성을 지속적으로 모니터링하고 연간 공개 성명을 발표해야 한다.
- (6) 기후 전략 통합(Climate Strategy Integration): 기업은 기업 전략에 기후변화 완화를 통합하고, 1.5°C 목표와 일치하는 전환 계획을 수립해야 한다. 이사회는 이 계획을 승인하고 실행을 감독할 책임이 있다.

자료: 유안타증권 리서치센터

CSDDD 도입에 따라 전통적인 지배구조 개념이 재정의되고 있다. 과거 이사회의 주요 책임은 재무 성과, 리스크 관리, 법적 컴플라이언스, 그리고 주주 이익 보호였다. CSDDD는 이제 이사회가 공급망 전체에 걸친 인권과 환경에 대한 법적 책임을 지도록 한다.

CSDDD가 이사회 구조와 운영 방식에 미치는 영향은 다소 복잡하다. Kirkland & Ellis의 2025년 6월 분석 "CSDDD Compliance: Board-Level Implications"에 따르면, 유럽 대기업들은 CSDDD 대응을 위해 이사회 위원회 구조를 재편하고 있는데, 가장 일반적인 접근은 기존 감사위원회(Audit Committee)에 지속가능성 감독 책임을 추가하거나, 별도의 지속가능성 위원회(Sustainability Committee) 또는 ESG 위원회를 신설하는 것이다.

독일의 경우 대기업들 사이에서 지속가능성 위원회 신설이 빠르게 증가하고 있다. DAX 40 기업 중 약 60%가 이미 별도의 지속가능성 위원회를 운영하거나 신설을 계획 중이다. 프랑스 CAC 40에서는 약 45%가 유사한 구조를 채택했다. 이들 위원회는 통상 분기별로 회의를 개최하며, CSDDD 컴플라이언스, 공급망 리스크 평가, 기후 전환 계획을 점검한다.

CSDDD 는 이사회가 인권, 환경법, 공급망 관리에 대한 실질적 이해를 가질 것을 암묵적으로 요구한다. 이에 따라 지속가능성 전문가, 공급망 관리 등 전문가를 이사로 임명하는 사례가 증가하고 있다. Spencer Stuart 의 2025년 European Board Index 에 따르면, 유럽 상장사 이사의 약 18%가 현재 "지속가능성 또는 ESG 전문성"을 주요 자격으로 명시하고 있으며, 이는 2020년 8% 수준에서 2배 이상 증가한 것이다.

CSDDD 는 임원 보수를 지속가능성 성과와 연계할 것을 권장한다. 이에 임원 보수 구조에도 변화가 나타나고 있다. Willis Towers Watson 의 2025년 분석에 따르면, 유럽 대기업 CEO 보수의 평균 15-20%가 현재 ESG 지표와 연계되어 있으며, CSDDD 시행 후 해당 비율은 25-30%까지 증가할 것으로 예상된다. 대표적 지표로는 Scope 3 배출 감축, 공급망 실사 완료, 인권 고충 해결 등이 포함된다.

3) CSDDD 실행과 괴리

다만 CSDDD 의 목표와 실제 실행 가능성 사이에는 상당한 괴리가 존재한다. 가장 큰 문제는 공급망의 투명성 부족이다. 대부분의 기업은 Tier 1 공급업체에 대해서는 높은 수준의 접근성을 가지고 있지만, Tier 2 이상으로 가면 접근성이 급격히 낮아진다. McKinsey 의 2024년 조사에 따르면, 유럽 대기업의 약 70%가 Tier 1 공급업체를 완전히 파악하고 있다고 답했지만, Tier 2는 35%, Tier 3 이상은 15% 미만에 불과했다.

현실적으로 복잡한 글로벌 공급망에서 모든 Tier 의 인권 및 환경 리스크를 식별하고 완화하는 것은 엄청난 자원을 요구한다. Deloitte 의 비용 추정에 따르면, 5,000명 이상 규모의 대기업이 CSDDD 컴플라이언스를 위해 초기 투자로 200-500만 유로, 연간 운영 비용으로 100-200만 유로가 필요하다는 분석을 제시한 바 있다.

CSDDD 는 직원 500명 이상 또는 매출 1억 5천만 유로 이상 기업에만 직접 적용된다. 중소기업 제외 조항이 있지만 간접적 영향은 불가피하다. CSDDD 를 이행하면서 공급망 실사를 수행하는데 결국 이 과정에서 중소기업 공급업체들에게 광범위한 정보 제공과 컴플라이언스 증명을 요구할 수밖에 없기 때문이다. 이는 결과적으로 중소기업에게 실질적으로 CSDDD 준수를 강제하는 효과를 만들며, 일부 중소기업들은 이러한 요구를 충족할 수 없는 경우 공급망에서 배제될 리스크가 존재한다.

민사 책임 조항은 CSDDD 에서 가장 논란이 많은 부분이다. 기업들은 실사 의무 위반으로 인한 손해에 대해 민사 책임을 질 수 있다. 그러나 "적절한 주의(appropriate due diligence)"를 기울였음을 입증하면 책임을 면할 수 있다. 문제는 무엇이 "적절한" 인지가 명확하지 않다는 것이다. 결국 규제 초기에는 상당한 법적 불확실성을 야기할 수 있다.

4) EU 지속가능성 규제의 복잡성

EU의 지속가능성 규제는 CSDDD 뿐만 아니라 CSRD(Corporate Sustainability Reporting Directive), EU Taxonomy, SFDR(Sustainable Finance Disclosure Regulation), 삼림 파괴 규제(Deforestation Regulation) 등 복잡하게 얽혀있다. 이들 규제는 중복되거나 일관성이 부족하여 EU 기업들에게 컴플라이언스 측면에서 어려움을 만들어낸다.

예를 들어 CSRD는 기업에게 '이중 중요성(double materiality)' 관점에서 광범위한 지속가능성 정보를 공시하도록 요구한다. 이는 재무적 중요성(환경·사회 이슈가 기업 가치에 미치는 영향)과 영향 중요성(기업 활동이 환경·사회에 미치는 영향)을 모두 평가해야 함을 의미한다. CSDDD의 실사 요구사항은 CSRD의 영향 중요성 평가와 크게 겹치지만, 구체적인 방법론과 보고 형식은 다르다.

EU Taxonomy는 어떤 경제 활동이 "환경적으로 지속가능한가"를 정의하며, 이는 SFDR의 Article 9 펀드 분류와 연결된다. 그러나 Taxonomy의 기술적 선별 기준(Technical Screening Criteria)은 매우 복잡하고 일부 산업에서는 현실적으로 달성 불가능하다는 비판을 받고 있다. 삼림 파괴 규제는 공급망에서 특정 상품(대두, 팜유, 목재 등)의 원산지 추적을 요구하며, 이는 CSDDD의 공급망 실사와 겹치지만 더 구체적이다.

이러한 복잡성은 컴플라이언스 비용 지출 확대를 야기한다. PwC의 2025년 조사에 따르면, 대기업들은 이제 연간 수백만 유로를 ESG 컴플라이언스에 지출하고 있으며, 이 중 상당 부분이 서로 다른 규제 프레임워크를 조화시키는 데 사용된다. EU 집행위원회도 이 문제를 인식하고 있으며, 2024년 "Omnibus I" 제안을 통해 일부 보고 요구사항을 단순화하려는 시도가 있었으며, 문제 해결을 위해 추후 조치를 발표하고 있으나, 아직까지는 한계가 있어 보인다.

5) 미국과 달리 EU 투자자들은 기후 압박을 지속

유럽 스튜어드십의 미래는 "규제 주도 통합(regulation-driven integration)"의 심화로 요약될 수 있다. CSDDD와 CSRD가 완전히 시행되는 2027년 이후부터는 유럽 대기업들의 이사회가 전 세계 공급망의 인권과 환경에 대해 전례 없는 수준의 책임을 지게 될 것이다. 이는 이사회 구성, 전문성, 시간 할당, 보수 구조에 근본적 변화를 초래할 것이다.

동시에 실행 가능성과 비용 부담에 대한 우려도 커질 것이다. 중소기업들의 컴플라이언스 능력 부족, 개발도상국 공급업체들의 데이터 부족, 민사 책임의 불확실성은 향후 5년간 지속적인 정책 조정을 요구할 것이다. EU는 이미 일부 규제를 단순화하고 있으며, CSDDD 실행 가이드라인을 지속적으로 업데이트하여 기업들을 지원하고 있다.

그럼에도 불구하고 유럽의 방향성은 명확하다. 이해관계자 자본주의를 법적 프레임워크로 제도화하고, 지배구조의 범위를 공급망으로 확장하며, 기후 전환을 기업 전략의 핵심으로 통합하는 것이다. 이는 미국의 주주 우선주의와는 근본적으로 다른 자본주의 모델이며, 향후 10년간 글로벌 기업 지배구조의 진화에 지속적인 영향을 미칠 것이다.

글로벌 ESG 스튜어드십의 방향성

1) G로 수렴: 지배구조의 중요성

미국에서 G 제안 지지율이 31%에서 42%로 급등한 것, 일본과 한국의 Value-Up/밸류업 프로그램이 본질적으로 지배구조 개선 프로그램인 것, 유럽이 CSDDD를 통해 지배구조 책임을 공급망으로 확장한 것은 모두 같은 현상의 다른 표현이다. 전 세계적으로 투자자들과 정책 입안자들은 ESG의 핵심을 지배구조에서 찾고 있다. 이러한 공통 현상이 나타나는 이유는 명확하다.

첫째, 정치적 중립성이다. 이사회 독립성, 주주 권리, 투명성, 자본 효율성은 좌우 정치 스펙트럼을 초월하여 합의 가능하다. DEI는 문화 전쟁의 전장이 되었고, 기후변화는 이념적 분열선이 되었다. 그러나 이사회가 독립적이어야 하고, 주주가 권리를 가져야 하며, 기업이 투명해야 하고, 자본이 효율적으로 배분되어야 한다는 것에는 보수와 진보 모두 동의한다.

둘째, 측정 가능성이다. G는 명확한 지표로 독립이사 비율, 의결권 구조, ROE, PBR, 배당성향, 자사주 매입, 교차보유 비율을 포함하고 있어서 객관적 평가가 가능하다. 환경과 사회 이슈는 종종 모호하고 측정하기 어렵다. "포용적 기업 문화"가 무엇인지, "충분한 기후 행동"이 무엇인지에 대한 합의된 정의가 없다. 그러나 이사회에 독립이사가 몇 명인지, ROE가 얼마인지, 배당성향이 얼마인지는 명확하게 측정할 수 있다.

셋째, 직접적 주주 이익 연결성이다. 좋은 지배구조는 이론적으로나 실증적으로 주주가치 증대로 이어질 가능성이 높다. 수많은 학술 연구가 이사회 독립성, 주주 권리, 투명성과 기업 성과 간의 양의 상관관계를 보여준다. 일본의 경험이 이를 실시간으로 증명하고 있다. PBR 1.0 미만 기업을 압박하자 실제로 PBR이 올라갔다. 지배구조 개선은 "올바른 변화" 뿐만 아니라 "수익성을 개선할 수 있는 일"이기도 하다.

넷째, 보편적 적용 가능성이다. 모든 기업, 모든 산업, 모든 지역에서 좋은 지배구조는 중요하다. 기후변화는 석유·가스·유틸리티 등 업종에 집중되고, 인권은 광업·농수산업 등 업종에 집중된다. 그러나 지배구조는 보편적이다. 어느 섹터에도 좋은 지배구조가 필수적이다.

ESG의 방향성을 지배구조에서 찾고 있지만 글로벌 기류를 대표하는 미국과 유럽은 조금은 다른 지배구조 모델을 발전시키고 있다. 먼저 미국의 경우 주주 우선주의(shareholder primacy)

2. 글로벌 ESG 스튜어드십의 구조적 재편

를 기반으로 한다. 이사회는 주요 의무는 주주 이익 극대화이며, 다른 이해관계자들의 이익은 주주 이익과 충돌하지 않는 범위 내에서만 고려된다. 압박은 주로 시장에서 나온다. 행동주의 헤지펀드, 대형 자산운용사의 의결권 행사, 그리고 적대적 인수 위협이 경영진에게 주주가치 제고 압력을 만든다.

2025년의 정치화와 규제 압박으로 인해 미국 스튜어드십은 "조용한 스튜어드십(quiet stewardship)"으로 전환 중이다. 공개적이고 대결적인 접근은 줄어들고, 비공개 참여, 팩터 기반 투자, 그리고 선별적 의결권 반대가 주류가 되고 있다. ESG 수사는 사라지지만, 실질적으로는 높은 ROE, 낮은 레버리지, 강한 지배구조를 가진 기업들에 대한 포트폴리오 기울기가 유지되거나 강화되고 있다.

유럽은 이해관계자 자본주의(stakeholder capitalism)를 기반으로 한다. 이사회는 주주뿐만 아니라 직원, 고객, 공급업체, 지역사회, 환경에 대한 책임을 진다. 독일과 북유럽의 공동결정제(codetermination)는 노동자 대표가 이사회에 직접 참여하는 제도화된 형태다.

CSDDD 는 이사회 책임을 공급망으로 확장했다. 방글라데시 의류 공장의 노동 조건, 콩고 광산의 아동 노동이 이제 유럽 기업 이사회에 직접적 법적 책임이다. 유럽 모델의 핵심은 강제성이다. 기업들은 CSDDD, CSRD, SFDR, Taxonomy 를 준수하지 않으면 법적 제재, 벌금, 또는 시장 접근 제한을 받는다. 자발적 참여나 시장 압력이 아니라 법적 의무가 변화를 따른다.

2) G로 수렴: 세 가지 자본주의의 공존

글로벌 지배구조 모델의 분화는 근본적으로 세 가지 자본주의 철학의 충돌이지만 지배구조 측면에서 공존 가능성을 제시하고 있다.

주주 자본주의(Shareholder Capitalism)는 미국을 중심으로 발전된 철학이다. 기업의 목적은 주주 이익 극대화이며, 경영진과 이사회는 주주에게 있다. Milton Friedman 의 "The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits"이 주주자본주의를 대표한다. 이 관점에서 ESG는 주주 가치를 증대시키는 범위 내에서만 정당화된다. 환경 개선이나 사회적 책임은 그 자체로 목적이 아니라, 장기 주주 가치 창출의 수단이다.

이해관계자 자본주의(Stakeholder Capitalism)는 유럽을 중심으로 발전된 철학이다. 기업은 주주뿐만 아니라 모든 이해관계자(직원, 고객, 공급업체, 지역사회, 환경)에 대한 책임이 있다. CSDDD 는 이해관계자 자본주의를 법적 프레임워크로 제도화한 것이다.

관계적 자본주의(Relational Capitalism)는 동아시아 지역을 중심으로 발전된 철학이다. 기업은 고립된 실체가 아니라 장기적 관계의 네트워크 내에 존재한다. 주요 이해관계자(주거, 은

행, 핵심 공급업체, 장기 고객) 등 신뢰와 상호 의존이 기업 거버넌스의 핵심이다. 교차보유, 메인 은행 시스템, 종신 고용은 이 철학의 제도적 표현이다. 최근 들어 해당 제도 중 일부는 약화되고 있지만, 근본적인 관계 중심 사고방식은 여전히 강하다.

이 세 철학은 본질적으로 충돌한다. 주주 자본주의는 다른 이해관계자에 대한 책임을 주주 가치 증대에 기여하는 범위 내로 제한한다. 이해관계자 자본주의는 주주를 여러 이해관계자 중 하나로 격하시키고, 때로는 주주 이익을 다른 이해관계자 이익을 위해 희생할 것을 요구한다. 관계적 자본주의는 단기 주주 수익보다 장기 관계 유지를 우선시하며, 이는 낮은 ROE와 느린 변화로 이어진다.

그러나 이 세가지 자본주의 철학이 지배구조(G)를 중심으로 수렴하고 있다는 것이다. 주주 자본주의는 좋은 지배구조가 주주 가치를 높인다고 주장하며 G를 지지한다. 이해관계자 자본주의는 좋은 지배구조가 모든 이해관계자의 목소리를 반영하고 권리를 보호한다고 주장하며 G를 지지한다. 관계적 자본주의는 좋은 지배구조가 장기 관계의 안정성과 신뢰를 강화한다고 주장하며 G를 지지한다.

지배구조의 가치는 재발견되고 스튜어드십은 성숙하고 있음

1) G로 회귀는 ESG 도약을 위한 발판

글로벌 ESG 스튜어드십 트렌드에서 확인되는 가장 명확한 특징은 지배구조(G)로의 회귀다. 환경과 사회 이슈가 극심한 정치적 양극화에 직면하면서, 투자자들과 기업들은 더 근본적이고 보편적인 원칙으로 돌아가고 있다. 결국 좋은 지배구조가 장기적인 가치 창출의 기반이라는 생각이 동력으로 작용하고 있는 것이다.

과거 기후변화, 인권, 다양성, 노동 관행, 공급망 투명성, 정치, 등 수없이 많은 다른 이슈들이 ESG의 틀 아래서 묶이고 해석이 시도되었다. 그러나 이러한 확장은 지속 불가능했고, 현실적 문제에 직면하게 되었다. 결국 이러한 ESG 과잉 확장에서 벗어나 현실적 핵심으로 회귀하고 있는 것이 현재의 상황이다. 그리고 그 현실적 핵심은 지배구조에 있다. 이사회가 독립적이고 유능한가? 주주들이 권리를 행사할 수 있는가? 기업이 투명하게 운영되는가? 자본이 효율적으로 배분되는가? 등 질문을 통해 ESG의 가치를 확인하고 있다.

좋은 지배구조는 환경과 사회 이슈를 더 잘 관리하기 위한 전제 조건이다. 독립적이고 유능한 이사회는 장기 환경 리스크를 더 잘 식별하고 관리할 수 있다. 투명한 기업은 인권 침해나 환경 파괴를 숨기기 어렵다. 주주들이 권리를 행사할 수 있는 기업은 경영진의 단기주의를 견제하고 장기 지속가능성을 요구할 수 있다.

2) 조용하지만 디데일한 스튜어드십으로 진화

미국에서 BlackRock 과 Vanguard 가 모든 스튜어드십 대화를 일시 중단한 것은 상징적이다. 그러나 이것이 스튜어드십의 붕괴를 의미하는 것은 아니라는 생각이다. 오히려 조용하고 전략적인 형태의 G 중심적인 스튜어드십으로 전환을 의미한다. 따라서 과거와 같이 공개적이고 적대적인 주주 행동주의는 현재 미국의 규제하에서는 작동하기 어려울 것이다. 주주제안 제출, 언론 캠페인, 프록시 파이트는 점점 더 정치화되고 법적 위험이 높아지고 있다. 대신 비공개 참여, 팩터 기반 투자, 그리고 의결권 행사를 통한 조용한 압박이 주류가 될 것이다.

BlackRock 과 Vanguard 는 "ESG 펀드"라는 라벨을 제거하지만, 높은 ROE, 낮은 레버리지, 강한 지배구조, 낮은 탄소 집약도를 가진 기업들에 대한 포트폴리오를 유지할 것이다. 이는 "ESG"라는 수사를 낱발한 마케팅이 소멸이고, 실질적이고 현실적인 지속가능 투자의 통합이 될 것으로 예상된다.

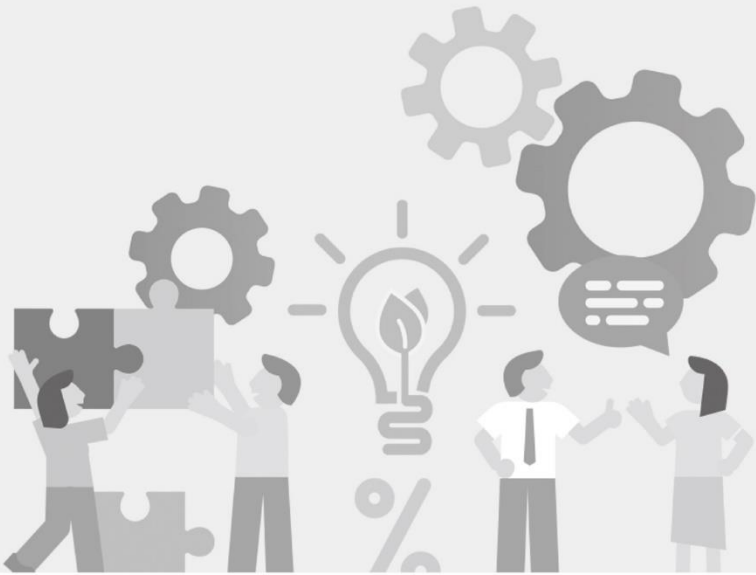
일본의 GPIF 의 방법도 스튜어드십의 방향성을 제시해준다. GPIF 는 언론 인터뷰를 거의 하지 않고, 개별 기업을 공개적으로 비판하지 않으며, 특별한 캠페인을 벌이지 않는다. 그러나 지난 10년 만에 일본 기업 지배구조를 실질적으로 변화시켰다. 핵심은 명확한 기대, 일관된 적용, 그리고 장기적 인내이다. 결국 조용하지만 전략적인 형태의 G 중심적인 스튜어드십은 현재와 같은 시기에 중심이 될 것으로 생각된다.

3) 지배구조를 통한 ESG 가치 창출

2022년 이후 ESG 는 후퇴하고 있는 것이 사실이다. 그러나 ESG 는 종말로 향하고 있는 것이 아닌 현실적인 관점에서 진화하고 있다고 생각된다. 과거 ESG 태동기에 만들어진 과도한 수사와 정치화된 논쟁에서 벗어나, 실질적이고 측정 가능한 부분으로 ESG 는 진화하고 있다.

유럽을 중심으로 그린워싱이 제거되고 정직한 라벨링이 부상하고 있으며, 규제의 과도기를 지나면 지배구조라는 견고한 기반 위에서 환경과 사회 이슈가 더 효과적으로 다루어질 수 있을 것이다. 또한 정치적 이념에서 벗어나는 AI 거버넌스 같은 테마가 등장하고 있으며, 규제 충동을 피해 조용하지만 전략적인 스튜어드십 모델이 확립되고 있다. 결국 ESG 의 방향성은 G로부터 출발해 지배구조를 통한 ESG 가치 창출로의 전환으로 향하는 것이 현실적이며 바람직하다고 생각된다.

지배구조를 통한 ESG 가치 창출의 핵심 명제는 간단하다. 좋은 지배구조는 장기 가치를 창출한다는 것이다. 독립적이고 유능한 이사회는 더 나은 전략적 결정을 내린다. 투명한 기업은 더 낮은 자본 비용을 누린다. 주주 권리가 보호되는 기업은 더 높은 평가를 받는다. 자본을 효율적으로 배분하는 기업은 더 높은 수익을 창출한다. 이것은 이념이 아니라 실제 금융시장에서 확인된 증거이다.



Part II: 법이 바꾼 판

1. 현실화된 디스카운트 해소
2. 주주가치 보호를 넘어 본질적 개편으로



이승웅

통신/지주

02 3770 5597

seungwoong.lee@yuantakorea.com



1. 현실화된 디스카운트 해소

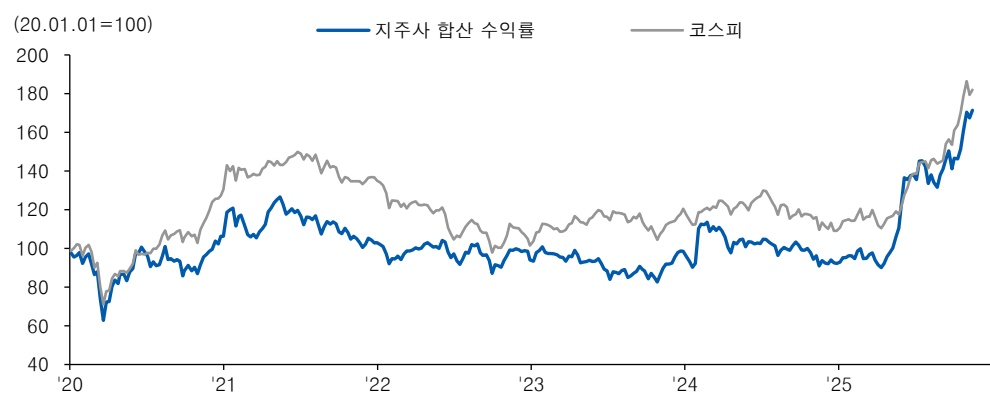
주주가치 개선이 가져온 주가 상승

주주가치 개선만큼 반영된 할인율 축소

주주가치 개선이 가져온 주가 상승

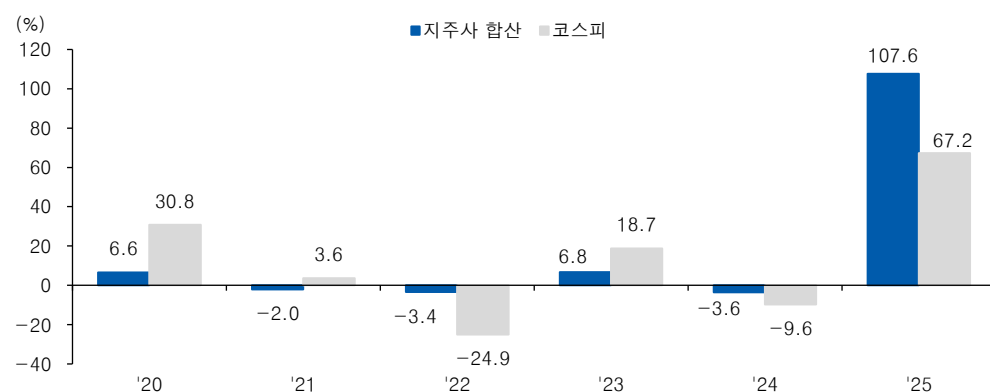
26년에도 지주사의 할인율 축소와 주가 상승이 동반될 것으로 전망한다. 올해 주요 지주사의 합산 시가총액(11/14 기준)은 +107.6% 상승하며, 같은 기간 코스피 상승률 67.2%를 큰 폭으로 상회하고 있다. 20년말 주주가치에 대한 이슈가 부상한 이후 장기간 증시에서 소외됐던 지주업종에 대한 관심이 확대된 한 해이다. 이러한 주가 견인의 배경에는 일련의 제도적 변화가 자리하고 있다. 22년부터 시동을 건 주주가치 개선 노력은 24년 밸류업 프로그램을 거쳐 25년 상법 개정으로 이어졌다. 당사는 주주가치 중심의 규제 및 제도 변화가 시장의 인식을 근본적으로 변화시켰고 디스카운트 해소 관점에서 지주업종의 주가를 견인한 것으로 분석된다.

20년 이후 지주사 및 코스피 수익률 추이



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

20년 이후 지주사 및 코스피 연간 수익률 비교



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

주주가치 개선만큼 반영된 할인율 축소

25년 지주업종 주가 상승의 핵심 동력을 주주가치 개선에 따른 NAV 할인율 축소로 판단하는 근거는 7월 이후 할인율이 횡보하고 있다는 점이다. 21년 이후 65.0%까지 확대됐던 지주사의 NAV 할인율(당사 커버리지 합산 기준)은 현재 55.8%로 20년말(56.5%) 수준으로 회귀했다. 올해 가파른 주가 상승에 비하면 할인율 축소폭 자체는 크지 않다. 올해 주가 상승이 두드러진 SK스퀘어(+267.0% YTD)와 한화(+230.5% YTD)의 NAV 할인율은 연초대비 -6.7%p, -6.5%p 축소에 그쳤다. 7월 이후 추가적인 할인율 축소가 나타나지 않고 있다는 점은 상법 개정에 의해 촉발된 디스카운트 해소였음을 방증한다. 당사는 지난 5년간 지주업종의 주가 부진과 NAV 할인율 확대 원인이 주주가치 훼손에 있었으며 상법 개정이 결정적인 계기가 된 것으로 판단한다.

주요 지주사 합산 NAV 할인율 및 시가총액 추이



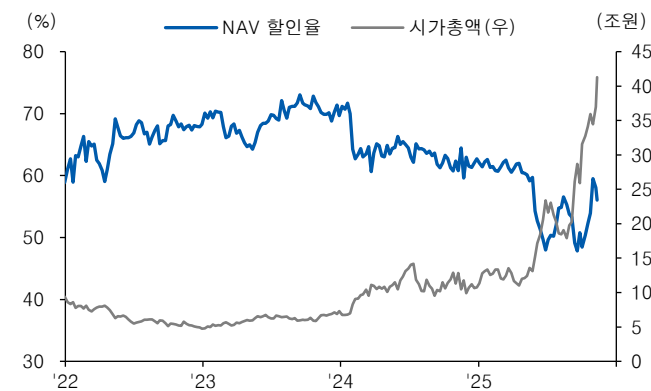
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

SK NAV 할인율 및 시가총액 추이



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

SK 스퀘어 NAV 할인율 및 시가총액 추이



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

한화 NAV 할인율 및 시가총액 추이



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

1. 현실화된 디스카운트 해소

CJ NAV 할인율 및 시가총액 추이



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

LG NAV 할인율 및 시가총액 추이



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

1차 상법 개정이 디스카운트 해소의 트리거가 됐다. 22년 이후 주주가치를 제고하기 위한 제도적 변화와 노력이 지속적으로 이어졌다. 22년 자본시장법 개정을 통해 물적분할시 소액주주 보호를 위한 주식매수청구권 부여를 시작으로, 24년에는 밸류업 프로그램, 기업가치제고 계획 공시제도가 시행됐다. 같은 해 12월에는 자사주 마법을 금지하는 자본시장법 개정이 이루어지며 주주 권익 보호를 위한 장치가 마련됐다. 점진적으로 개선되던 주주가치에 대한 할인율은 이사의 충실의무 대상을 회사에서 주주로 확대한 상법 개정이 결정적인 계기가 됐다. 기존에는 회사의 이익과 주주의 이익이 상충하는 상황이 빈번했다. 하지만 충실의무 대상에 주주를 명시적으로 포함하면서 회사의 추상적인 개념이 아니라 주주 전체의 이익을 직접적으로 고려해야 하는 법적 의무가 생기게 됐다. 따라서 시장이 디스카운트의 주요 원인 중 하나였던 일반 주주의 가치를 재평가하는 트리거로 작용한 것으로 판단한다.

1차 상법 개정 주요 내용

	기존	내용	적용 대상	제안 유인	시행
이사의 주주 충실의무	이사 충실 의무 '회사' 한정	이사 충실 의무 대상을 '회사+주주' 로 확대	모든 상장사	소수주주 보호 강화, 기업지배구조 개선	25년 7월
3% 룰 확대	사내이사 감사위원 선출 시에만 적용	사내이사+사외이사 감사위원 선출 시 최대주주와 특수관계인의 의결권을 합산 3%로 제한	자산 1,000억원 이상 상장사 (2조원 이상 의무설치)	지배주주 영향력 견제	26년 7월
독립이사제 시행	의무선임 비율 1/4 사외이사 명칭 사용	1) 의무선임 1/3로 상향 2) 사외이사 → 독립이사로 명칭 변경	모든 상장사	이사회 견제 기능 강화	26년 7월
전자주주총회 도입	이사회 의결로 실시	자산 규모 2조원 이상 상장사는 현장 병행형 전자 주총 도입 의무화	미정(시행령 위임)	주주참여율 제고	27년 1월

자료: 국가법령정보센터, 유안타증권 리서치센터

2차 상법 개정 개요

	내용	적용 대상	제안 유인	시행
집중투표제 의무	대규모 상장회사에 대해 집중투표제 의무화 (정관 배제 불가 조항 신설)	자산 2조원 이상 상장사	소수주주 대표성 제고	26년 9월
감사 분리선출	대규모 상장회사의 경우 감사위원 中 2명 이상 분리 선출하도록 확대 규정 신설	1) 감사위원회 설치 상장사 中 자산 2조원 이상 2) 감사위원회 설치 기업 3) 상근감사를 두지 않은 상장사	소액 주주 권한 확대, 감사 독립성 강화	26년 9월

자료: 국가법령정보센터, 유안타증권 리서치센터



2. 주주가치 보호를 넘어 본질적 개편으로

제도 변화가 이끈 3년

방어적 조치에서 적극적 개입으로

지주사에 관심이 지속될 수밖에 없는 정책

단기적으로 배당소득 분리과세에 주목

자사주 소각 예외 적용의 필요성

자금조달 대안으로 부상할 CVC

주가 부양이 기대되는 상속·증여세법

본질로 회귀: 결국 숫자가 가치를 증명

2. 주주가치 보호를 넘어 본질적 개편으로

제도 변화가 이끈 3년

지난 3년간의 제도 변화가 지배구조에 실질적인 영향을 미치고 있다. 초기 주주가치 보호 장치 마련에 집중됐던 것에서 최근 지배구조 개편과 같은 본질적인 Corporate Action에 변화를 주고 있다.

22년 지주사로 전환한 포스코홀딩스는 물적분할한 포스코의 상장시 주주총회 특별결의를 거치도록 정관에 명시했다. KT는 KT클라우드를 현물출자 방식으로 분할하는 과정에서 주주가치 보호의 일환으로 자회사 주식(기타의 재산)으로도 이익 배당이 가능하도록 정관에 근거를 마련했다. 자본시장법 개정 등 일반주주 보호 장치가 마련된 결과이다. 이후 밸류업 프로그램과 상법 개정을 거치면서 방어적 조치를 넘어 지배구조 개편과 같은 Corporate Action에 대한 영향력도 커지고 있다. 지난해 두산그룹이 발표했던 두산밥캣의 두산로보틱스 자회사로 이전 계획은 합병비율 등이 이슈로 부각되면서 결국 지배구조 개편안을 철회했다. 올해 3월 한화에어로스페이스의 유상증자는 경영권 승계 이슈로 번졌지만 증자 규모와 조달 방식을 변경하는 적극적인 시장과의 소통을 통해 성공적인 사례로 마무리했다.

22년 이후 주주권리 및 주주가치 관련 주요 사례

시기	기업	주요 내용
22.01	포스코	지주사 전환 과정에서 물적분할해 신설된 포스코가 상장할 경우 모회사인 포스코홀딩스의 주주총회 특별결의 승인을 받도록 하는 내용을 정관에 추가
22.03	KT	KT클라우드 설립 과정에서 KT는 배당금 지급과 관련해 이익의 배당을 금전, 주식 이외에 기타의 재산으로 할 수 있도록 정관을 개정, 자회사 주식을 현물 배당할 수 있는 근거 마련
24.07-24.12	두산그룹	두산밥캣을 두산에너빌리티를 인적분할해 두산밥캣을 두산로보틱스 자회사로 이전하는 인적분할 및 합병 계획. 분할 및 합병 과정에서 상장사와 비상장사간 합병 비율 산정이 이슈로 부상, 주주 반발과 금융당국 제동으로 합병 비율 수정했으나 주식매수청구권 부담, 외부환경 변화 등 고려해 최종적으로 개편 철회
24.03-24.07	한화에어로스페이스	3.6조원의 대규모 주주배정 유상증자 계획 발표 후 경영권 승계 등에 활용 의혹 제기. 유상증자 규모를 2.3조원으로 축소하고 모회사 한화가 100% 참여하고 한화에너지 등 그룹 계열사가 부족한 자금을 참여하면서 시장의 신뢰를 회복하고 유상증자 완료
25.01-25.07	하나미이크론	투자회사와 사업회사로 인적분할 후 사업회사 주주 대상으로 현물출자 유상증자 및 공개매수 진행 발표, 임시주총에서 인적분할 안건 통과했으나 후속절차를 담은 정관 변경안은 부결, 임시주총 효력정지 가처분 신청 일부 인용, 지배구조 개편 철회
25.06-25.07	파마리서치	투자 부문과 사업 부문을 분리하는 인적분할 방식의 지주사 체제 전환 발표 후 주주반발과 분할 비율 논란이 제기되면서 신장의 신뢰 회복과 주주 가치 제고를 위해 개편안 철회

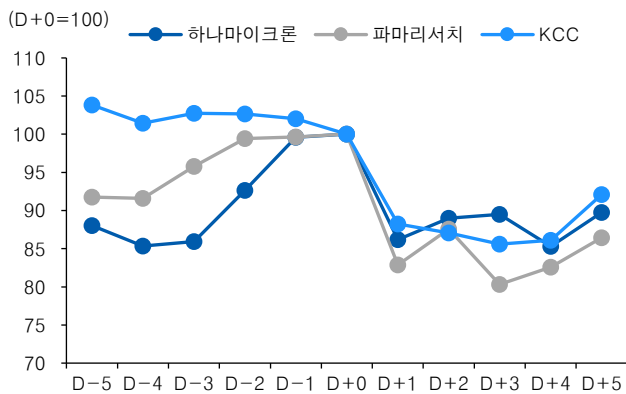
자료: Dart, 언론보도, 유안타증권 리서치센터

방어적 조치에서 적극적 개입으로

최근 인적분할을 통한 지주사 전환 계획과 자사주를 활용한 EB 발행 시도가 잇따라 철회되고 있다. 이는 주주가치에 대한 시장의 민감도가 높아지고 기업의 주요 의사결정에 주주가치를 고려하기 시작한 결과로 판단한다.

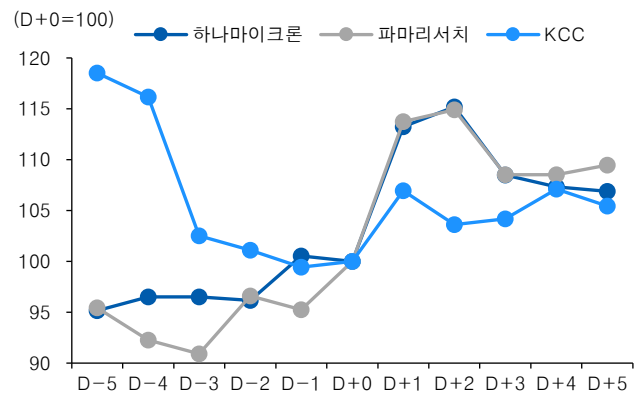
특히 상법 개정으로 이사의 충실의무 대상에 주주가 포함되면서 과거와 같은 방식의 인적분할을 통한 지주회사 체제 전환은 쉽지 않을 전망이다. 이러한 분할 방식은 대주주가 현물출자를 통해 지주회사 지배력을 강화하는 한편, 모자회사 동시상장 구조를 고착화해 기업가치 할인을 야기했기 때문이다. 하나마이크론과 파마리서치는 각각 1월과 6월 투자와 사업부문의 분리로 경영 효율성 제고를 목적으로 인적분할을 통해 지주회사 체제로 전환하는 지배구조 개편안을 발표했다. 하지만 시장에서는 대주주의 지배력 확대와 중복상장 이슈 등 주주가치 훼손 우려가 불거졌다. 하나마이크론은 임시주총에서 인적분할 안건은 승인됐으나 사명 변경, 신주인수권 부여 등 후속 절차를 담은 정관 변경안은 부결됐다. 더불어 주주들이 제기한 임시주주총회 효력정지 가처분 신청이 일부 인용되면서 지배구조 개편 계획을 최종 철회했다. 파마리서치도 리쥬란 등 핵심 사업을 신설 법인으로 분할하는 과정에서 분할 비율에 대한 논란이 거세지자 분할 계획을 철회했다. 시장의 반응은 주가로 명확히 나타났다. 분할 발표 직후 하나마이크론(-13.8%)과 파마리서치(-17.1%) 주가가 급락했지만 해당 계획을 철회한 후에는 각각 +13.2%, +13.7% 급등했다.

하나마이크론, 파마리서치의 분할 및 KCC 자사주 EB 발행 발표 전후 주가 수익률



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

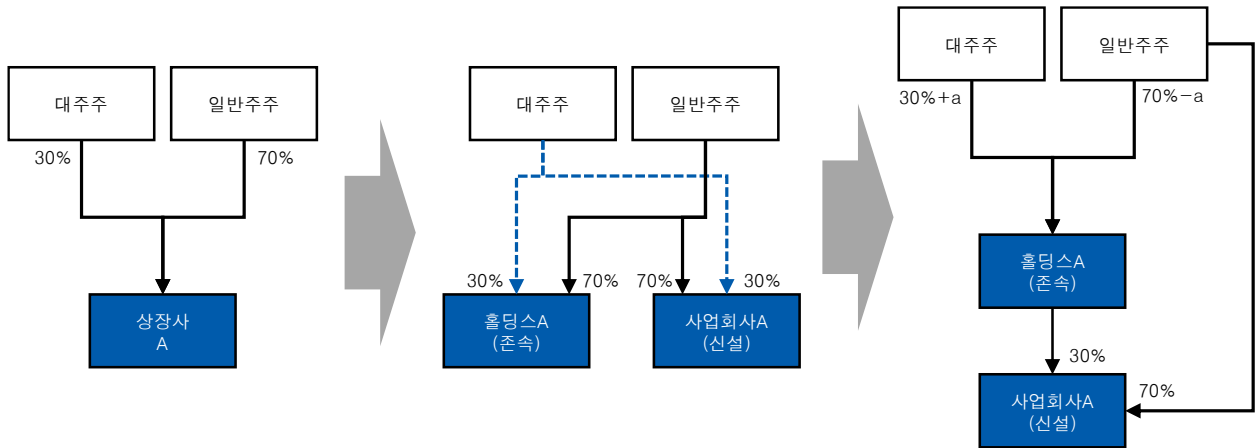
하나마이크론, 파마리서치의 분할 및 KCC 자사주 EB 발행 철회 전후 주가 수익률



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

2. 주주가치 보호를 넘어 본질적 개편으로

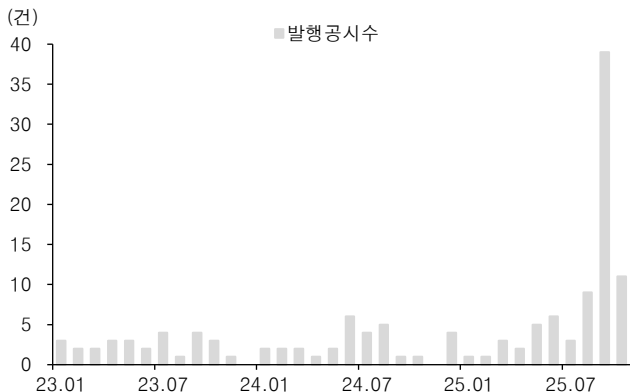
인적분할 후 현물출자를 통한 지주사 체제 전환 방식



자료: 유안타증권 리서치센터

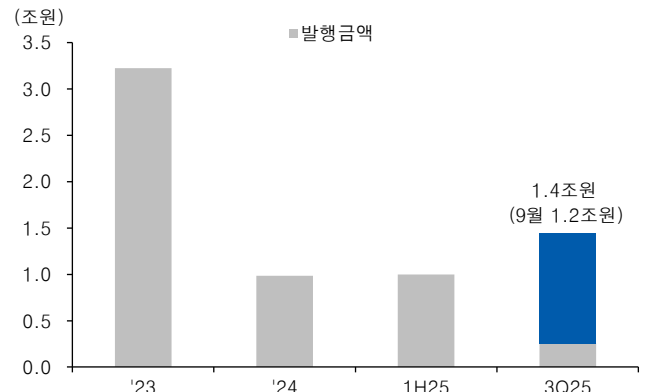
현재 추진 중인 제도 변화에도 투자자들은 민감하게 반응하고 있다. 자사주 소각 의무화를 골자로 하는 3차 상법 개정 논의가 본격화되면서 9월부터 자사주를 활용한 자금 조달이 급증했다. 상반기에 자사주 대상 EB 발행 규모는 총 17건, 9,997억원 수준이었으나 3분기에는 50건, 1.4조원 규모로 급증했다. 이는 9월에만 39건, 1.2조원이 집중된 것으로 24년 연간 총액 9,863억원(28건)을 넘어선 수준이다. 주주환원을 목적으로 매입한 자사주가 사실상 자금조달에 활용된 것이다. 이에 대해 라이프자산운용은 KCC가 보유한 삼성물산 보유 지분에 대한 활용 계획을 요구하며 공개서한을 발송했고, 트러스트자산운용은 태광산업에 대해 가처분 신청했다. 자사주를 활용한 EB 발행에 대한 시장의 비판이 거세지면서 KCC, 태광산업, 광동제약 등은 발행 계획을 잠정 중단하거나 철회했다.

자사주 활용 EB 발행 공시수 추이



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

자사주 활용 EB 발행금액 추이



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

*23년은 SK 하이닉스 2.2조원 포함

지주사에 관심이 지속될 수밖에 없는 정책

26년에도 제도 개선에 따른 정책 모멘텀이 지속될 전망이다. 주주가치뿐만 아니라 지주사의 투자를 촉진하는 새로운 방향성이 추가되며 디스카운트 해소를 위한 정책 변화가 동시에 추진될 전망이다. 현재 계속해서 주주가치 제고를 목적으로하는 다수의 법 개정이 활발하게 논의되고 있다. 자사주 소각 의무화를 핵심으로 하는 3차 상법 개정과 더불어 배당소득 분리과세와 금산분리 완화 등이 구체적으로 추진될 전망이다. 최근 들어 정부는 금산분리 규제에 대한 완화를 검토하기 시작했다. 당사는 지주사의 CVC(기업형 벤처캐피탈) 규제 완화를 예상한다. AI, 반도체, 조선, 방산, 에너지 등 대규모 투자가 선제적으로 필요한 산업에 새로운 자금조달 창구로 활용될 것으로 예상한다.

주주가치 개선을 위한 제도 개선

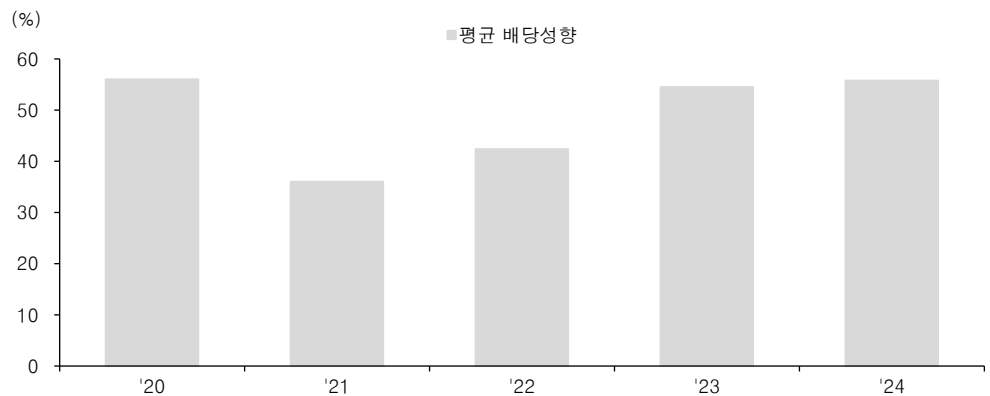
시기	구분	주요 내용
'22.12	주식매수청구권	자본시장법 개정으로 물적분할시 반대주주 주식매수청구권 부여, 일반주주 보호 방안 마련
'24.02	정책 발표	코리아 디스카운트 해소를 위해 기업가치 제고 노력을 유도, 지원하는 '기업 밸류업 프로그램' 발표
'24.06	공시 강화	기업지배구조 보고서 가이드라인 개정, 상장사가 기업가치 제고 계획을 수립하고 이행했는지 기업지배구조 보고서 통해 공시
'24.12	자사주	자사주 마법' 금지, 인적분할시 자사주에 대한 신주 배정을 금지하는 '자본시장법' 개정안 시행
'25.07	상법 개정	1차 상법 개정 통과, 이사의 충실의무 대상을 기존 '회사'에서 '회사 및 주주'로 확대
'25.09	상법 개정	2차 상법 개정 통과, 집중투표제 의무화와 감사위원 분리선출 확대
'25.11	추진 중	자사주 소각 의무화'를 골자로 한 3차 상법 개정, 배당소득 분리과세, 금산분리 완화, 상속증여세법 등 다수 논의 및 추진 중

자료: 유안타증권 리서치센터

단기적으로 배당소득 분리과세에 주목

배당소득 분리과세가 시행되면 1)잉여현금으로 배당 확대가 가능하고, 2)세금 절감 효과가 크게 나타나며, 3)현금 배당이 중요한 기업의 배당성향이 중장기적으로 확대될 가능성이 높다. 다만 사업의 경쟁력을 유지 혹은 강화하기 위한 재투자가 배당보다는 우선시되어야 하기 때문에 미래 성장동력에 영향을 미치면서 배당을 확대하는 것은 장기적으로 지속 가능한 주주환원이 아니다. 단순히 배당성향이 높은 기업보다는 안정적인 현금흐름을 창출하는 방어주에 주목한다. 특히 대주주가 직접 지분을 소유한 지주사의 경우 배당 확대 유인이 더욱 크게 작용할 것이다. 따라서 배당소득 분리과세로 인한 수혜는 지주사가 유망하다.

주요 지주사 평균 배당성향 추이



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

*별도순이익 기준 배당성향, 배당성향 (-) 및 배당미 실시 기업 제외

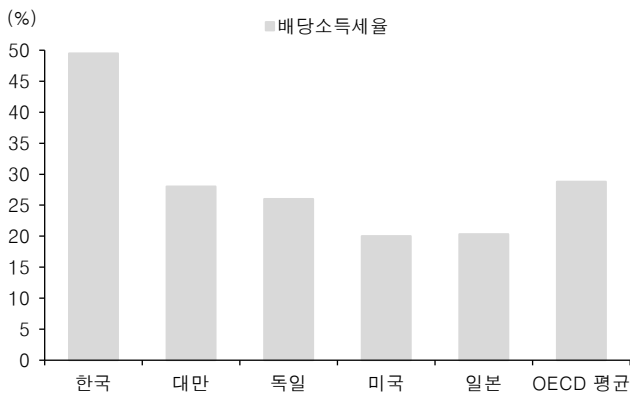
배당소득 분리과세로 인한 영향 분석

항목	내용
긍정적 효과	1. 잉여 현금을 통한 기업의 배당 확대 가능성 2. 투자자의 세금 절감 효과 발생 3. 현금 배당이 중요한 기업들의 중장기적 배당성향 확대 기대
전제 조건	사업 경쟁력 유지를 위한 재투자가 배당보다 우선되어야 함 미래 성장동력을 훼손하는 배당 확대는 장기적으로 지속 불가능
예상 유망업종	단순 고배당 기업이 아닌 안정적인 현금흐름을 창출하는 방어주, 특히 대주주 지분이 높은 지주사

자료: 유안타증권 리서치센터

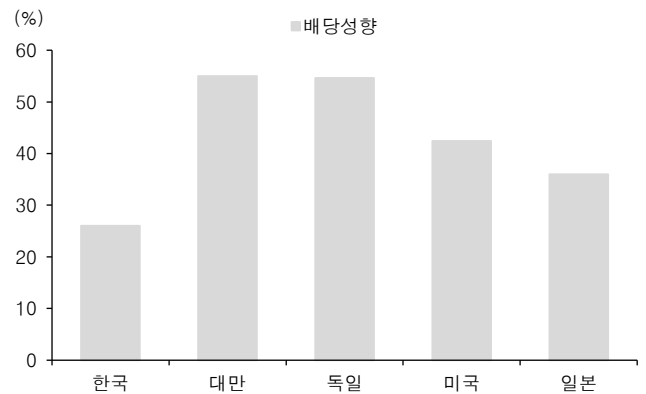
현재 배당소득 분리과세에 대한 최고세율을 정부가 제시했던 35%에서 25%까지 완화하는 방향으로 세율은 협의된 것으로 파악된다. 이는 해외 주요국의 배당소득세율인 20-25% 및 주식 양도세율 25%에 부합하는 수준이다. 다만 정책의 실효성은 세제 혜택 대상 조건에 달려있다. 정부는 전년대비 현금배당이 감소하지 않은 상장사 중 1) 배당성향이 40% 이상이거나 2) 배당성향 25% 이상 및 직전 3년 평균 대비 5% 이상 배당이 증가한 상장사에 적용하는 개정안을 제시했다. 국회에서는 두 조건 중 하나만 적용하거나 조건 없이 모든 상장사에 적용해야 한다는 의견으로 엇갈리고 있다.

주요국별 배당소득세율 비교



자료: 금융위원회, 자본시장연구원, 유안타증권 리서치센터

주요국별 배당성향 비교



자료: 금융위원회, 유안타증권 리서치센터

정부의 25년 세제개편안 내 배당소득 분리과세 도입 내용

개정안	내용
고배당 기업 배당소득 분리과세	- (대상) 고배당 상장법인 주주(거주자) *전년대비 현금배당이 감소하지 않은 ① 또는 ② 충족 법인 ① 배당성향 40% 이상 ② 배당성향 25% 이상 및 직전 3년 평균 대비 5% 이상 배당 증가 (제외) 공모·사모펀드, 리츠, 투자목적회사(SPC) 등 - (과세특례) 고배당기업 배당소득은 금융소득 종합과세 대상에서 제외하여 분리과세 (대상) 현금배당액(중간, 분기, 결산배당 포함) (적용세율) 3단계 누진세율 2천만원 이하: 14% 2천만원 초과, 3억원 이하: 20% 3억원 초과: 35% - (적용기간) 28.12.31이 속하는 사업연도에 귀속되는 배당분까지 - (적용시기) 26.01.01 이후 개시하는 사업연도에 귀속되는 배당 분부터 적용

자료: 기획재정부, 유안타증권 리서치센터

2. 주주가치 보호를 넘어 본질적 개편으로

배당소득 분리과세 관련 발의 법안

날짜 및 의원명	내용	세율 구분
4/24 이소영 등	배당성향 35% 이상 기업 대상 배당소득 분리 과세	1) 2,000만원 이하: 14% 2) 2,000만원~3억원: 20% 3) 3억원~: 25%
7/21 유상범 등	고배당성향법인 대상, 액수에 상관없이 배당소득에 대해 분리과세 및 별도 세율 적용 특례 신설	1) 2,000만원 이하: 9% 2) 2,000만원~5,000만원: 14% 3) 5,000만원~: 20%
7/28 안도걸 등	상장법 대상, 배당소득 분리과세 및 저율과세 특례 부여 - 대상: 배당성향이 40% 이상 기업(직전 사업연도 기준) - 배당금 확대 적용 조건: 배당성향이 20% 이상(직전 사업연도 기준) + 해당 사업연도 배당금 총액/직전 3개년 배당금 총액 평균 증가율이 5% 이상인 법인으로부터 받는 지분증권의 배당소득	1) 2,000만원 이하: 9% 2) 2,000만원~3억원: 20% 3) 5,000만원~: 30%
8/19 김현정 등	기업의 배당금 확대 시, 분리 과세 적용 - 대상: 배당성향 25% 또는 35% 이상 기업 - 배당금 확대 조건(1): 해당 사업연도 배당금 총액 / 직전 사업연도 배당금 총액 증가율 > 5% - 배당금 확대 조건(2): 해당 사업연도 배당금 총액/ 직전 3개 사업연도 배당금 총액 평균 증가율 > 5%	1) 2,000만원 이하: 9% 2) 2,000만원~3억원: 20% 3) 3억원 초과: 25%
8/28 박수민 등	배당소득 분리 과세 적용	1) 2,000만원 이하: 14% 2) 2,000만원~3억원: 20% 3) 3억원 초과: 25%
9/1 차규근 등	차등배당 시, 배당소득에 대해 분리과세 실시	1) 2,000만원 이하: 14% 2) 2,000만원~ : 280만원 + (2천만원 초과액의 27%)
9/24 박성훈 등	고배당성향 기업과 당기순이익이 없는 기업으로부터 받는 배당소득 분리 과세	1) 2,000만원 이하: 14% 2) 2,000만원~3억원: 20% 3) 3억원 초과: 25%
9/30 임이자 등	1) 상장법인 배당소득을 종합소득과 분리하여 별도 세율 적용 2) 납세자는 종합과세와 분리과세 중 유리한 방식으로 선택 가능	1) 2,000만원 이하: 9% 2) 2,000만원~3억원: 20% 3) 3억원 초과: 25%
10/10 윤영석 등	일정 수준 배당 기업 대상, 직전 3개 FY 대비 배당금을 일정 수준 확대한 기업에 대한 배당소득 분리과세 - 대상: 배당성향 40% 이상 기업 - 배당금 확대 조건: 배당성향 25% 이상+이익배당금액/직전 3개 FY 이익배당금액 평균 > 5%	1) 2,000만원 이하: 14% 2) 2,000만원~3억원: 20% 3) 3억원 초과: 35%
10/13 최은석 등	상장법인 및 상장사 투자 집합투자기구 배당소득 분리과세	1) 2,000만원 이하: 9% 2) 2,000만원~3억원: 20% 3) 3억원 초과: 25%

자료: 의안정보시스템, 유안타증권 리서치센터

당사는 투자자의 예측 가능성을 높이기 위해 모든 상장사를 대상으로 하거나 적정 배당성향을 초과하는 상장사를 대상으로 적용하는 것이 적절하다고 판단한다. 과거 사례를 비추어 봤을 때 적용 조건이 복잡하거나 충족하기 어려울 경우 효과가 반감될 것으로 예상되기 때문이다. 15년에도 이와 유사한 배당소득 증대세제를 실시한 바 있지만 효과를 보지 못하고 2년만에 폐지된 바 있다. 당시 배당소득 증대세제는 배당성향과 배당수익률이 각각 시장 평균의 20%를 상회하고 총배당금이 10% 증가하거나 배당지표가 시장 평균의 50%를 상회하며 총배당금이 30% 이상 증가한 상장사의 소액주주에 대해 배당 원천징수세율을 14%에서 9%로 인하하고 대주주에게도 25% 단일 분리과세 세율을 적용했다. 당시 조건이 복잡하고 충족하기 어려웠다. 시장 평균 등의 지표가 포함되면서 투자자 입장에서는 투자기업의 조건 충족 여부를 예측하기 쉽지 않아 실효성이 떨어졌다.

늦어도 11월말까지 배당소득 분리과세에 대한 구체적인 내용이 결정될 전망이다. 11월 30일까지 합의가 이루어지지 않는 경우 12월 1일 기존의 정부안인 최고세율 35% 기준으로 국회 본회의에 자동으로 부의되기 때문이다. 따라서 배당소득 분리과세는 단기적인 주가 변동 요인으로 작용하는 한편, 정책이 시행될 경우 지주사의 수혜가 예상된다.

15년 가계소득 증대세제 패키지 중 배당 관련 주요 내용

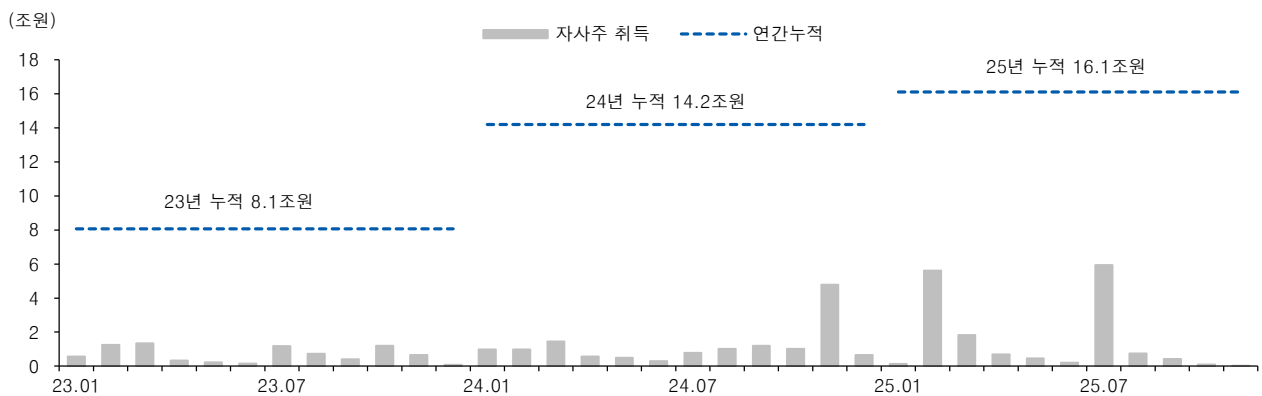
세법	내용
배당소득 증대세제	고배당주식 배당소득의 원천징수세율 인하 14% → 9% 금융소득 종합과세 대상자는 분리과세(25%)를 선택할 수 있도록 허용 고배당 주식 조건: 1. 시장평균 배당성향 · 배당수익률 120% 이상, 총배당금액 증가율 10% 이상 상장사 2. 시장평균 배당성향 · 배당수익률 50% 이상 총배당금액 증가율 30% 이상 상장사
기업소득 환류세제	투자, 임금증가, 배당 등이 당기소득의 일정액에 미달시 10% 추가과세 (적용대상) 자기자본 500억원 초과(중소기업 제외), 상호출자제한기업집단 소속기업 (과세방식) 1. [당기소득*60~80% - (투자+임금증가+배당액등)]*10% 2. [당기소득*20~40% - (임금증가+배당액등)]*10% 중 선택 허용

자료: 정부, 유안타증권 리서치센터

자사주 소각 예외 적용의 필요성

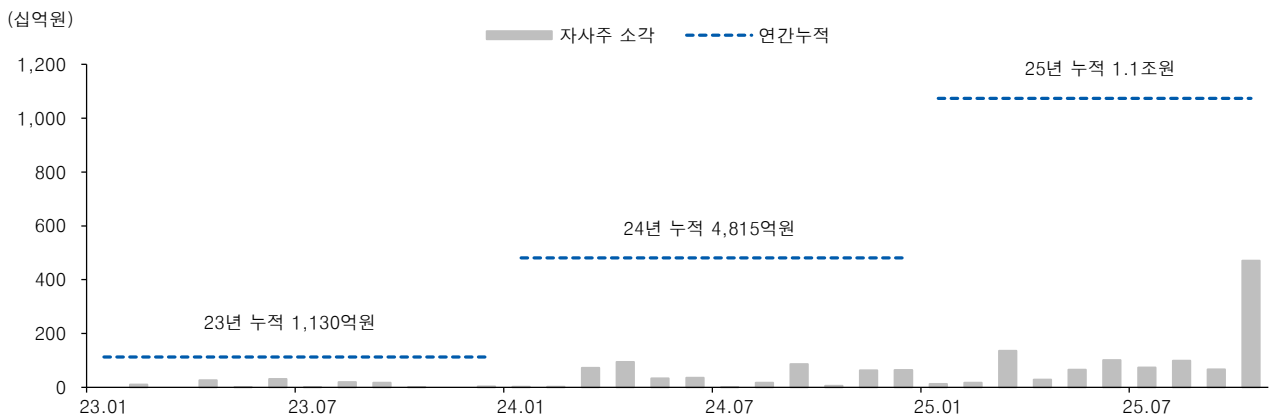
자사주 소각 의무화를 중심으로 하는 3차 상법 개정 역시 연내 통과를 목표로 추진 중이다. 이와 관련해 다수의 개정안이 발의된 상태이다. 대체로 자사주 취득 후 1년 이내 소각을 원칙으로 하고 있으며 예외적인 보유는 주주총회 승인 혹은 임직원 인센티브 등 복지 도모의 경우에만 제한적으로 허용하는 방식이다. 국내 증시에서 자사주 취득은 23년 8조원, 24년 14.2조원, 25년 누적 16.1조원으로 증가하고 있다. 자사주 소각 역시 23년 1,130억원, 24년 4,815억원, 25년 1.1조원으로 급증했다. 하지만 매입 대비 소각 규모는 여전히 한참 낮은 수준이다.

국내 증시 자사주 취득액 추이



자료: KIND, 유안타증권 리서치센터

국내 증시 자사주 소각액 추이



자료: KIND, 유안타증권 리서치센터

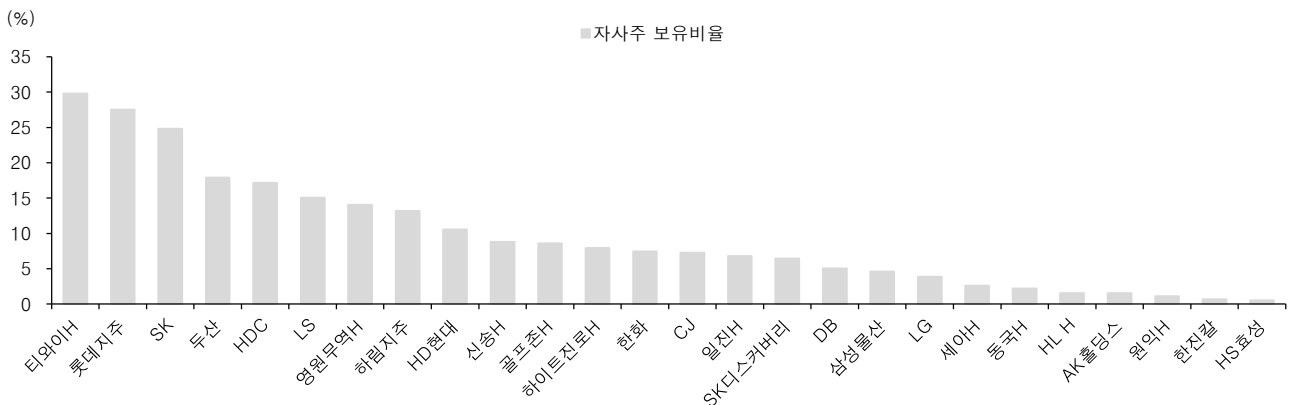
자사주 소각 의무화 관련 발의 법안

날짜 및 의원명	내용	예외 내용
7/14 차규근 등	1) 신규 취득 자사주 → 취득일로부터 6개월 내 소각 의무화(제342조) 2) 회사 분할/분할합병 시, 피분할되는 회사 보유 자사주의 신주 배정 금지 보유 자사주 5년 이내 처리	대통령령으로 정하는 예외적인 경우만 보유 허용
7/22 김현정 등	신규 취득 자사주 즉시 소각, 예외 보유 시, 정기 주주총회의 승인을 거쳐 보유 허용 보유 자사주 6개월 이내 처리	-
7/22 민병덕 등	신규 취득 자사주 원칙적 1년 내 소각, 취득 당시 자기주식의 총수가 발행주식 총수의 3/100 미만인 경우 그 기한을 2년으로 국한 법 시행일로부터 1년 이내 소각 (단, 자기주식의 총수가 발행주식 총수의 3/100 미만인 경우, 2년 이내 소각	3개월 이내 주주총회 승인 필요
7/23 이강일 등	자본금 감소를 목적으로 하지 않은 취득 자사주도 일정 기간 내 소각 의무화 대통령령으로 정하는 기간 내 소각	복지 도모의 경우 처분 가능

자료: 유안타증권 리서치센터

당사는 자사주 보유에 대해서는 주주총회 등을 거쳐 주주의 동의가 있다면 예외적 보유를 허용하는 방향이 적절하다고 판단한다. 현재 신규 매입 자사주 외에 기존 보유 자사주에 대해서도 원칙적으로 1년 이내 소각을 의무화하는 방향으로 추진되고 있는 것으로 파악된다. 다만 예외 조항에 대한 이견차는 존재한다. 자사주 보유비율에 따라 소각 기간에 유예를 다르게 하거나 자사주 처분시 신주 발행 수준의 절차를 부여하는 방안, 또 우리사주, 인센티브 등 예외 사유에 대한 범위 등도 검토 대상이다. 그동안 주주환원으로 매입한 자사주가 경영권 방어와 같이 대주주 지배력에 활용되거나 제3자에게 처분되면서 디스카운트 요인으로 작용하기도 했다. 다만 자사주 소각이 오히려 주주의 부담으로 적용되는 사례도 발생할 가능성이 있다.

주요 지주사 자사주 보유비율

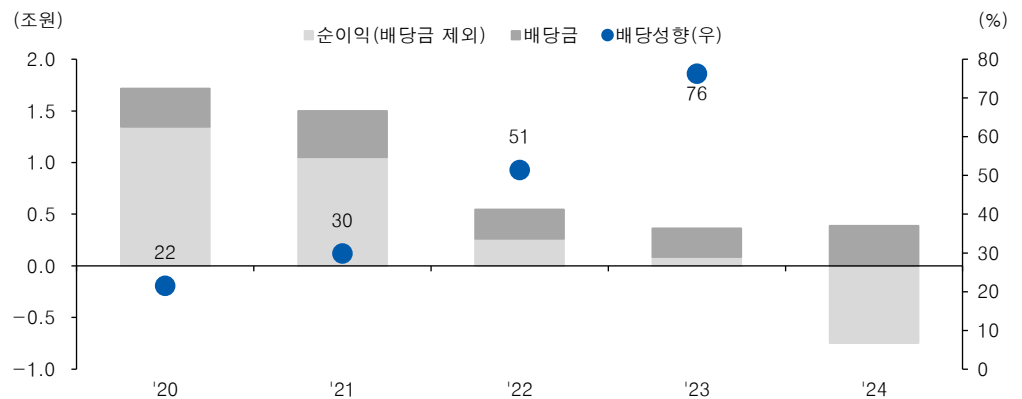


자료: KIND, 유안타증권 리서치센터

2. 주주가치 보호를 넘어 본질적 개편으로

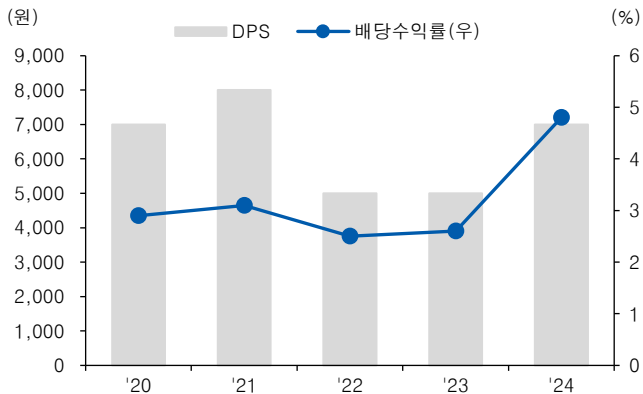
대표적으로 SK의 경우 자사주 24.8% 중 15%는 과거 분할, 합병 과정에서 발생한 자사주로 소각하는 경우 법인세가 발생한다. 자사주 소각으로 인해 3,000-4,000억원 법인세가 부과될 것으로 추정된다. 최소 DPS 5,000원 기준의 현금배당액인 2,800억원을 넘어서는 수준이다. SK는 연간 시가총액의 1-2% 규모의 자사주 매입, 소각 혹은 추가 배당금을 지급했었다는 점을 감안한다면 해당 자사주 소각으로 인한 재무적 부담이 상당할 것으로 예상돼 오히려 주주 입장에서 소각을 반대할 가능성이 높다고 판단한다. 자사주 소각 의무화 도입에 취지를 감안한다면 주주총회 등을 통해 주주 동의시 예외적 보유를 허용하는 것이 합리적이라는 판단이다.

SK 별도 순이익 및 배당금 추이



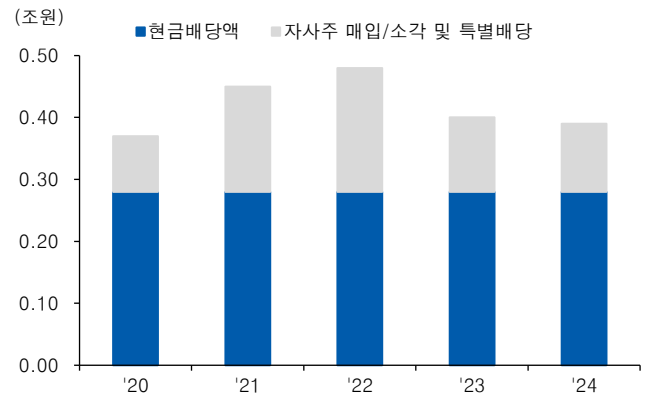
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

SK DPS 및 배당수익률 추이



자료: SK, 유안타증권 리서치센터

SK 주주환원 합계액 추이



자료: SK, 유안타증권 리서치센터

자금조달 대안으로 부상할 CVC

지주회사 CVC 펀드의 외부자금 비중 제한이 완화될 것으로 예상된다. 지난 10월 이재명 대통령은 OpenAI의 샘 올트먼을 접견한 후 AI 산업에 대한 투자 활성화를 위한 금산분리 등 규제 일부를 완화하는 것을 검토하도록 지시했다. AI에 대한 전문학적 재원 마련을 위해 조달시 독점 폐해가 없다는 안전장치가 마련된 범위 내에서 금산분리 규제 등을 완화하는 방안을 검토 하라고 지시했다.

당사는 지주회사 CVC(기업형 벤처캐피탈)의 규제 완화 가능성이 높다고 본다. 공정거래법상 일반 지주회사는 금융 자회사를 소유하거나 지배하는 것이 불가능하다. 하지만 21년 12월 공정거래법 개정으로 일반지주회사의 CVC 보유를 제한적으로 허용하고 있다. 다만 1)지분 100%의 완전 자회사 형태로만 설립 가능, 2)부채비율은 자기자본의 200% 이내로 제한, 3)투자업무만 영위 가능, 4)총수일가 지분 보유기업, 그룹 계열사, 상호출자제한기업집단 소속 회사에는 투자 제한, 5)펀드 조성시 외부자금 비중 40% 이내로 제한, 6)계열사나 총수일가 출자 금지, 7) 해외투자는 CVC 총자산의 20% 이내에서만 허용하고 있다.

따라서 CVC 펀드의 외부자금 비중 제한을 완화하는 방식을 예상한다. 외부자금에 대한 제약이 완화되면 모회사뿐만 아니라 외부투자자(LP)의 자금 유치가 추가적으로 가능해지며 GP 역할도 수행이 가능해질 것이다. 또한 초대형 펀드 조성과 유망 스타트업에 대한 스케일업 투자도 확대할 수 있다. 지주회사의 사업 방향과 연계된 전략적 투자와 외부출자자의 수익률 극대화를 위한 재무적 투자가 병행될 것이다. 따라서 지주사의 자금 부담을 줄이는 동시에 대규모 펀드 조성을 통해 그룹의 미래 성장동력에 대한 투자 기회가 확대되고 이는 자본 효율성을 제고하는 효과로도 이어질 수 있을 것이다. 지주사는 CVC를 통해 미래 성장동력에 투자하는 그룹의 컨트롤 타워 역할이 부각되면서 성장 포트폴리오를 보유한 전문 투자기업으로 밸류에이션 리레이팅도 가능할 것으로 기대된다.

일반 지주회사의 CVC 관련 제도

항목	내용
CVC 설립 · 운용	지주회사가 지분 100% 보유한 완전 자회사로 설립 부채비율은 자기자본의 200% 이내로 제한 투자 행위만 허용, 타 금융업은 금지
자금 조달 · 투자	투자조합별 40% 이내에서 외부자금 출자 허용 총자산(펀드 출자금액 포함)의 20% 이내에서 해외투자 허용 소속 기업집단 총수일가가 보유한 기업에는 투자 금지
모니터링	출자자 현황, 투자내역 등 공정거래위원회에 보고
기타	투자 중소벤처 기업의 대기업 집단 편입 유예기간 7년 → 10년으로 확대

자료: 공정거래위원회, 유안타증권 리서치센터

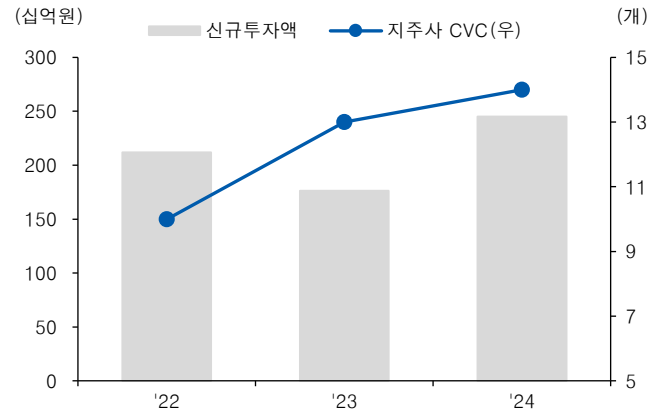
2. 주주가치 보호를 넘어 본질적 개편으로

24년 12월 기준 주요 그룹의 CVC 현황

그룹	CVC	투자조합수	출자금총액	자산
포스코	포스코기술투자	35	9,676	2,951
CJ	CJ인베스트먼트	18	3,973	248
효성	효성벤처스	2	1,510	72
GS	GS벤처스	1	1,313	145
두산	두산인베스트먼트	1	1,010	98
동원	동원기술투자	3	800	931
빗썸	빗썸인베스트먼트	1	600	81
세아	세아기술투자	6	574	94
LX	LX벤처스	1	300	113
동국제강	동국인베스트먼트	—	—	100

자료: 공정거래위원회, 유안타증권 리서치센터

지주사 CVC 수 및 신규 투자액 추이



자료: 공정거래위원회, 유안타증권 리서치센터

주가 부양이 기대되는 상속·증여세법

지주사 디스카운트 원인 중 하나인 상속·증여세 부담이 법 개정을 통해 일부 완화될 가능성이 존재한다. 현행 상속·증여세는 최대주주에 20% 가산세율을 적용할 경우 실질 세율이 최대 60%에 달한다. 주가는 상장 지분의 과세표준 산정의 핵심이기 때문에 승계를 앞둔 기업의 주가 하락 요인으로 작용했다. 지난 5월 9일 발의된 〈상속세 및 증여세법 일부개정법률안〉에서는 PBR 0.8배 이상인 상장사의 경우 최대주주에 대한 20% 가산세율을 삭제하고, 0.8배 미만인 경우 비상장 주식과 동일한 평가 방법으로 자산, 수익 등 고려해 평가하되 그 하한선을 순자산가치의 80%로 적용하는 내용을 포함하고 있다. 해당 개정안이 시행될 경우 PBR 0.8배 이상으로 주가를 부양시킬 필요성이 발생한다. 물론 PBR이 일정 수준 이상으로 상승하는 경우 PBR 0.8배 이하인 경우보다 상속·증여세가 높아질 가능성도 존재한다는 점은 고민할 필요가 있다.

상속·증여세법 일부개정법률안의 상속, 증여세 계산 수식

$$ValuationBasis(P, BPS) = \begin{cases} BPS \times 0.8 & \text{if } P < BPS \times 0.8 \\ P & \text{if } P \geq BPS \times 0.8 \end{cases}$$

주가가 순자산의 80% 미만이면 비상장 기준으로 평가, 그 이상이면 시가 기준으로 과세
비상장의 경우 순자산가치의 80%를 하한선으로 순손익가치와 순자산가치를 3:2 비율로 가중평가

$$TaxRate(PBR) = \begin{cases} 0.6 & \text{if } PBR < 0.8 \\ 0.5 & \text{if } PBR \geq 0.8 \end{cases}$$

PBR 0.8 배 미만일 경우 최대주주 할증 20% 적용
PBR 0.8 배 이상일 경우 최대주주 할증 삭제

$$TaxAmount(P, BPS, Shares) = ValuationBasis(P, BPS) \times Shares \times TaxRate\left(\frac{P}{BPS}\right)$$

PBR 0.8 배 기준으로 상속·증여세의 과세 표준과 세율이 확정됨

자료: 유안타증권 리서치센터

2. 주주가치 보호를 넘어 본질적 개편으로

순자산가치가 1조원이고 3년 평균 순이익이 1,000억원인 기업의 최대주주의 지분율이 30%라고 가정했을 때 시가총액이 8,000억원(PBR 0.8배 미만) 미만인 경우 상속·증여세는 최대주주 할증 20%에 순자산가치의 0.8배를 적용해 1,440억원이다. 시가총액이 정확히 8,000억원(PBR 0.8배)인 경우 최대주주 할증 20%가 삭제되기 때문에 1,200억원 수준으로 감소한다. 다만 시가총액이 일정 수준 이상으로 상승하는 경우 오히려 비상장 평가가치보다 높아지게 된다. 국내 주요 지주회사의 71% 이상이 PBR 0.8배 미만이라는 점을 감안한다면 상속·증여세법 개정은 지주회사 주가 부양으로 이어질 가능성이 높다고 판단한다. 최근 주가(5/16) 및 24년말 재무제표 기준 주요 지주회사 38개 중 27개 기업의 별도 PBR 이 0.8배 미만이다. 이들 기업의 PBR 은 0.5배 수준으로 상속·증여세 부담 축소를 위해서는 주가 부양이 불가피하다.

상속·증여세 개정안 기반의 PBR 및 최대주주 지분율 기준 상속세 예상

가정		순자산 가치 1조원 최근 3년 평균 순이익 1,000억원 최대주주 지분율 30%					
(십억원)		지분율					
		10%	20%	30%	40%	50%	60%
PBR	0.8x 미만	48	96	144	192	240	288
	0.8x	40	80	120	160	200	240
	1.0x	50	100	150	200	250	300
	1.2x	60	120	180	240	300	360
	1.4x	70	140	210	280	350	420

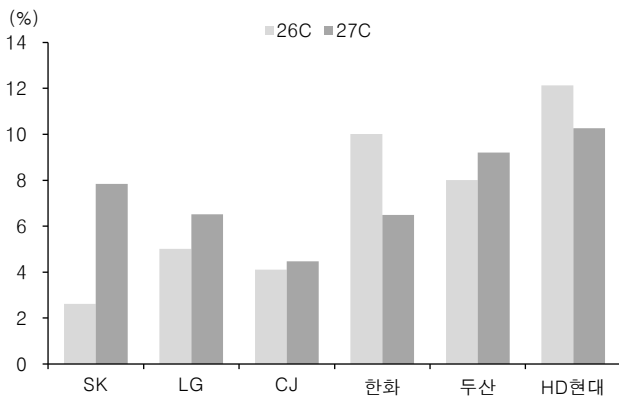
자료: 유안타증권 리서치센터

본질로 회귀: 결국 숫자가 가치를 증명

26년은 제도 개선에 따른 디스카운트 축소 외에 숫자로 가치를 증명해야 할 시점이다. 따라서 실적 성장 → 주주환원 강화 → 가치 상승으로 이어지는 선순환이 필요하다. 당사는 제도적 변화에 수혜를 받는 동시에 1)계열사 실적 성장, 2)계열사 지분 가치 상승, 3)높은 배당수익률을 보유한 지주사에 주목한다. 지주사 기업가치는 자회사의 실적과 주가에 밀접하게 연동되어 있으며 주가 상승 동력을 유지하기 위해 실적 성장과 지분가치 상승이 필요하다.

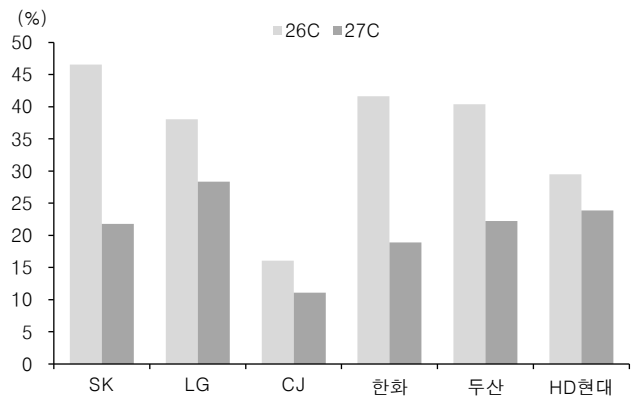
26년 주도 업종으로 예상되는 반도체, 방산, 조선 산업에 비중이 높은 지주사의 실적 성장이 두드러질 것으로 전망된다. 더불어 자회사의 가치가 급등했으나 이를 반영하지 못한 저평가 지주사에 대한 관심도 필요하다. 정확한 시점과 트리거를 판단하기는 쉽지 않지만 대체로 자회사 지분가치가 급증한 후 일정 시차를 두고 지주사 주가가 상승하는 패턴이 반복되어 왔다. 실제로 한화와 SK 스퀘어 주가는 핵심 자회사의 지분가치 상승을 반영하며 연초대비 231%, 267% 상승했다. 지주사 주요 투자 포인트 중 하나인 배당 관점에서 높은 배당수익률은 견조한 펀더멘탈 대비 저평가를 시사한다. 따라서 견조한 이익을 바탕으로 지속적인 주주환원이 가능하고, 주가 상승에도 여전히 높은 배당수익률을 유지 중인 지주사에 주목할 필요가 있다.

지주사별 주요 자회사 합산 매출액 증가율



자료: SK, 유안타증권 리서치센터

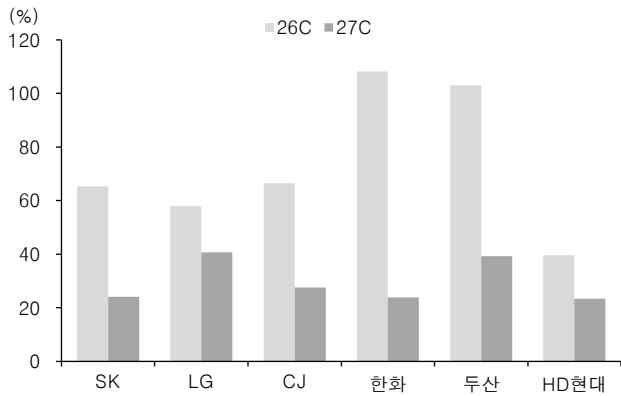
지주사별 주요 자회사 합산 영업이익 증가율



자료: SK, 유안타증권 리서치센터

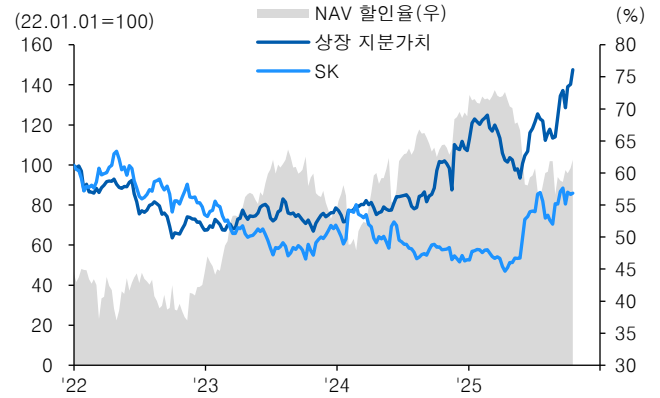
2. 주주가치 보호를 넘어 본질적 개편으로

지주사별 주요 자회사 합산 지배순이익 증가율



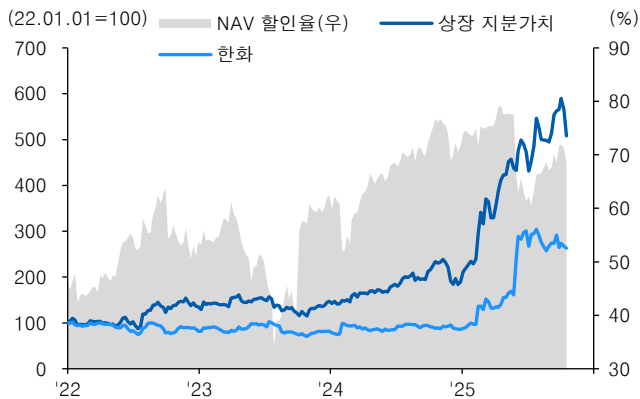
자료: SK, 유안타증권 리서치센터

SK 주가, 상장 자회사 지분가치 및 NAV 할인율 추이



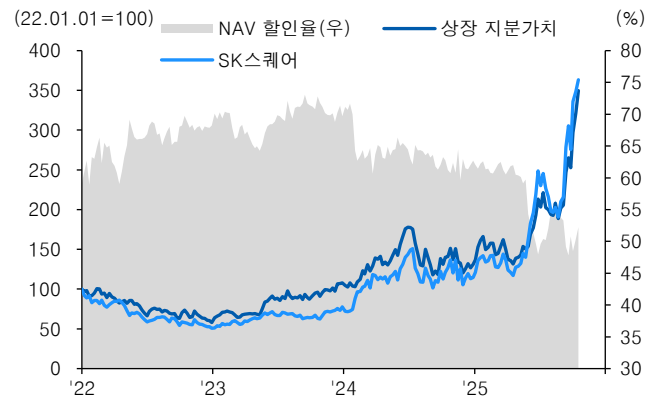
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

한화 주가, 상장 자회사 지분가치 및 NAV 할인율 추이



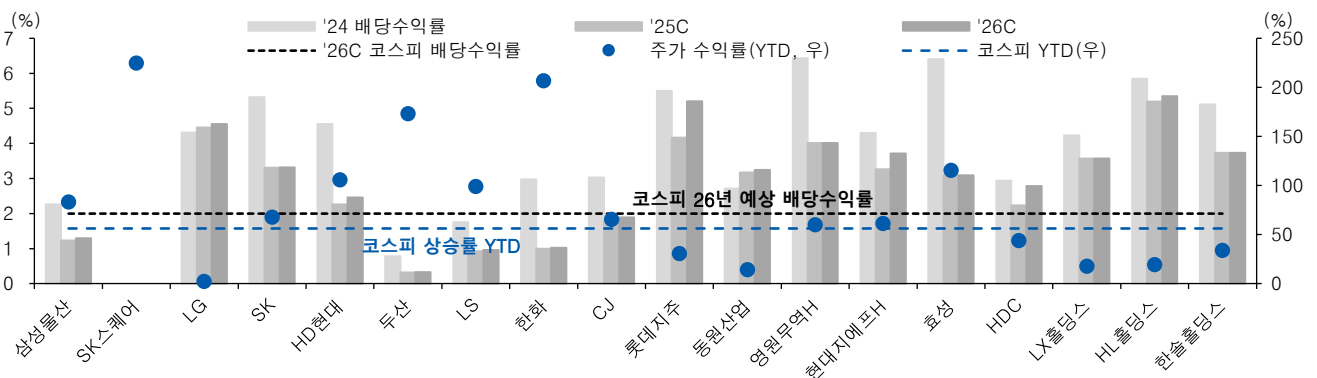
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

SK 주주환원 연계액 추이



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

주요 지주사의 배당수익률 및 주가수익률 추이



자료: KIND, 유안타증권 리서치센터

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함
(작성자: 김호정, 이승웅).
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

Head of Research Center **윤여철**
3770-3522 / ycyoon@yuantakorea.com

부센터장 2차전지/신에너지 **이안나**
3770-5599 / anna.lee@yuantakorea.com

투자전략

팀장 Strategist	김용구	3770-3521	yg.kim@yuantakorea.com	Quant Analyst	신현용	3634	hyunyong.shin@yuantakorea.com
Fixed Income Strategist	이재형	5579	jaehyung.lee@yuantakorea.com	Research Assistant	임지윤	3527	jiyoon.lim@yuantakorea.com
Global Strategist	민병규	3635	byungkyu.min@yuantakorea.com	Research Assistant	김혜원	3526	hyewon.kim@yuantakorea.com
Passive/ ETF Analyst	고경범	3625	gyeongbeom.ko@yuantakorea.com	Research Assistant	김세빈	3646	sebin2.kim@yuantakorea.com
Economist/ESG	김호정	3630	hojung.kim@yuantakorea.com				
US Market Analyst	황병준	3523	byeongjun.hwang@yuantakorea.com				

기업분석

팀장 2차전지/신에너지	이안나	3770-5599	anna.lee@yuantakorea.com	전기전자	고선영	3525	sunyoung.kou@yuantakorea.com
인터넷/SW	이창영	5596	changyoung.lee@yuantakorea.com	방산/AI/로보틱스	백종민	5598	jongmin.baik@yuantakorea.com
정유/화학	황규원	5607	kyuwon.hwang@yuantakorea.com	운송	최지운	3640	jiyun.choi@yuantakorea.com
스몰캡	권명준	5587	myoungchun.kwon@yuantakorea.com	Research Assistant	김도엽	5580	doyub.kim@yuantakorea.com
철강/비철금속	이현수	5718	hyunsoo.yi@yuantakorea.com	Research Assistant	서석준	5585	seokjun.seo@yuantakorea.com
화장품/의료기기/유통	이승은	5588	seungeun.lee@yuantakorea.com	Research Assistant	조혜빈	5594	hevin.cho@yuantakorea.com
제약/바이오	하현수	2688	hyunsoo.ha@yuantakorea.com	Research Assistant	한동우	3647	dongwoo.han@yuantakorea.com
통신/지주	이승웅	5597	seungwoong.lee@yuantakorea.com	Research Assistant	임석민	3648	seokmin.lim@yuantakorea.com
조선/자동차	김용민	5606	yongmin.kim@yuantakorea.com	Research Assistant	김고은	3649	koeun2.kim@yuantakorea.com
미디어/엔터/디지털자산	이환욱	5590	hwanwook.lee@yuantakorea.com	Research Assistant	배종성	3643	jongsung.bae@yuantakorea.com
음식료/전력기기	손현정	5595	hyunjeong.son @yuantakorea.com				
반도체	백길현	5635	gilhyun.baik@yuantakorea.com				
금융	우도형	5589	dohyeong.woo@yuantakorea.com				

채권분석

팀장 Credit Analyst	유태인	3770-5571	taein.yoo@yuantakorea.com	Credit Analyst	황태웅	5578	taewoong.hwang@yuantakorea.com
Credit Analyst	김현수	5582	hyunsoo.kim@yuantakorea.com	Research Assistant	선여원	5583	yeowon.sun@yuantakorea.com
Credit Analyst	공문주	5586	moonju.kong@yuantakorea.com	Research Assistant	현정희	5570	junghee.hyun@yuantakorea.com
Credit Analyst	이소윤	5572	soyoon.lee@yuantakorea.com				

