

[ESG]

2024.09.23

Overweight

In-Depth Report

ESG 비즈니스 및 지배구조(G) 개선을 통한 밸류업

지배구조(G) 개선으로
기업의 지속가능성과 밸류 등이 상승

[지주/ESG/Mid-Small Cap]

이상헌 2122-9198

value3@imfnsec.com

[퀀트]

신희철 2122-9187

shc4235@imfnsec.com





CONTENTS

[산업분석]

I. Summary	3
II. 밸류체인에 내재화 된 비즈니스 모델 개선으로 밸류 상승 ⇒ ESG 투자 활성화	10
1. ESG 요소를 고려한 투자방식이 사회책임투자	10
2. ESG 요소를 포함한 사회책임투자(SRI) 형태	16
3. 기업의 사회적 책임(CSR)을 비즈니스 모델에 내재화 시켜 밸류를 창출시킨다	26
4. ESG 관련하여 기업 밸류의 상승은 단순 평가에서 나오는 것이 아니라 밸류체인에 내재화 된 비즈니스 모델 개선에서 나온다	34
5. E(환경)과 S(사회) 이슈를 G(지배구조)가 유기적으로 관리해야 기업의 지속 가능성이 높아지면서 밸류 상승	35
III. 지배구조(G) 개선을 통한 밸류업	36
1. 우리나라에서 기업지배구조(Corporate Governance) 개선의 본질: 경영권을 가진 지배주주와 소액주주 간의 대리인 비용 최소화 ⇒ 주주환원 확대를 통한 밸류업	36
2. 일본판 기업 밸류업 프로그램 ⇒ 주주환원 확대로 인한 자본효율성 개선으로 주식시장 상승의 촉매제 역할	42
3. 밸류업으로 지배구조 개선되면서 주주환원 확대로 이어진다(ft. 5가지 요인)	53
1) 코리아 디스카운트를 해소하기 위해서는 자본을 보다 효율적으로 활용하고, 기업지배구조의 실질적인 변화를 통하여 주주환원을 확대해야 함	53
2) 기업가치 제고 계획에서 이사회 책임 강화 ⇒ 전체 주주의 이익을 대변하는 선량한 관리자 의무를 수행할 수 있는 환경 조성(ft. 스튜어드십 코드)	56
3) 잉여 현금을 주주에게 배당하거나 자사주를 매입 및 소각함으로써 주주 이익 뿐만 아니라 자본의 효율성을 높일 수 듯(ft. 자사주 제도 개선방안 연내 시행 예정)	63
4) 비재무지표로서 기업지배구조보고서 공시항목 및 다양한 지배구조 관련 지표를 활용 ⇒ 투자자들이 지배구조에 대한 견제와 감시의 지속적인 기반 마련되면서 지배구조 개선의 시발점 될 듯	67
5) 조세특례제한법 개정을 통해 밸류업 정책과 관련된 세제 혜택 제공 ⇒ 밸류업에 참여하는 기업들에게 주주환원 확대의 명분을 견인할 듯	72
6) 주주환원 여력 관점에서 코리아 밸류업 지수 종목 선정 예상됨⇒ 기관투자자들이 벤치마크 지표로 활용하면서 기업가치 제고(밸류업) 계획의 지속성 및 수급적으로 우호적인 영향을 미칠 듯	75
4. 지주, 금융지주, 보험, 정부 소유 유틸리티 등 주주환원 확대하면서 밸류업	84

I . Summary

1. 밸류체인에 내재화 된 비즈니스 모델 개선으로 밸류 상승 ⇒ ESG 투자 활성화

기업의 사회적 책임(CSR)이 확장되고 보편화됨에 따라 ESG에 기반한 투자가 활성화 되고 있다.

그러면 ESG에 기반한 투자측면에서 기업이 사회적 책임(CSR)을 완수하여 ESG에 대한 평가가 우수하게 나온다면 과연 그 기업의 밸류가 상승할 수 있을까?

ESG 평가의 경우 본질적으로 주관적이고 추상적인 내용을 수치화하여 평가하기 때문에 평가의 자의성이 들어갈 수 밖에 없는 한계가 존재한다. 이러한 한계를 극복하기 위해서는 ESG 공시 기준이 통일되어 각 기업들이 통일된 형식으로 데이터를 공시하게 되면 좀 더 일관성 있는 ESG 평가가 가능할 것이다.

이러한 ESG 평가의 한계 때문에 ESG 평가가 우수한 기업이 밸류 상승으로 이어질 수 있는지 여부는 통계상 미약한 상관관계만 존재하고 인과관계는 존재하지 않고 있다.

이에 따라 ESG 관련하여 기업 밸류의 상승은 단순 평가에서 나오는 것이 아니라 밸류체인에 내재화 된 비즈니스 모델 개선에서 나온다고 볼 수 있다. 즉, 기업의 밸류체인에서 지속가능발전목표(SDGs) 수행을 통하여 창출하는 사회적 가치가 실질적으로는 수익증가, 비용감소 등의 경로로 이어져 개선되어야 밸류 향상의 원천이 될 수 있을 것이다.

특히 지속가능경영보고서의 경우 지속가능성을 확보하기 위한 미래 성장동력에 ESG가 어떤 측면에서 역할을 할 수 있는지와 더불어 목표 등이 제시되어야 피드백 등이 가능해져 밸류 상승의 정보로 활용할 수 있는데, 대부분의 지속가능경영보고서는 이 만큼의 사회적 가치를 달성했다는 단순 보여주식이거나 홍보용 측면이 강하다.

기업은 끝임 없이 성장해야 지속가능성이 있는 것이고, 이러한 성장에는 ESG 요소가 가미되어서 이해관계자 모두에게 공감대가 형성되어야 지속가능성이 그 만큼 높아진다.

따라서 ESG 관련 단순 평가 점수가 아니라 ESG 요소가 밸류체인에 내재화 되어 개선될 수 있어야 밸류를 상승시킬 수 있으며 이러한 기업에 투자하는 것이 ESG 투자가 단순 마케팅용이나 트렌드가 아닌 지속가능한 투자로 정착되는 길이라고 판단된다.

다른 한편으로는 ESG 등 지속가능성 이슈는 핵심 비즈니스 모델 조정과 그와 관련된 기업 전략의 문제이기 때문에, 이러한 기업 지속가능성 전략에 대하여 이사회 차원의 주관과 감독이 필요하다.

이에 따라 이사들은 기업의 단기적 의사결정과 장기적 전략 사이에서 균형을 맞추도록 안내하는 중요한 역할을 수행해야 하므로, 각각의 결정에 따른 위험을 파악한 상태로 모든 이해관계자의 요구사항을 평가해야 한다.

무엇보다 기업의 ESG 정보는 투자자뿐만 아니라 공급망, 정부규제기관, 임직원, 고객 등 다양한 이해관계자가 주목하는 이슈이기 때문에, ESG 관리가 제대로 이뤄지지 않으면 기업의 지속 가능성에 대하여 크게 위협받을 수 있다.

이에 따라 비즈니스 리스크 및 전략의 중심이자 투자자 및 일반 대중과의 신뢰를 구축하는 ESG 원칙의 역할이 더욱 더 강조되고 있다.

ESG가 이사회 최대 아젠다가 되면서, 이사회가 ESG를 감독하기 위해 설치할 지배구조 구조도 중요해졌다. 즉, 민첩하고, 선제적이며 일관성 있는 의사결정이 필요하므로 ESG 지배구조를 구축하는 것이 중요하다.

국내 기업은 이사회에서 ESG이슈를 다른 이슈와 함께 다루거나 이사회 내 다른 위원회에서 ESG 이슈를 다루는 경우도 있으며, 이사회 산하 ESG위원회를 따로 만드는 경우 등이 있다.

이와 같은 ESG 이슈를 관리하는 것은 리스크 차원을 넘어 기업의 새로운 가치 창출 도구로서도 활용될 수 있을 것이다.

결국에는 E(환경)와 S(사회) 이슈를 G(지배구조)가 유기적으로 관리해야 기업의 지속 가능성 등이 높아지면서 밸류가 상승할 수 있을 것이다.

2. 지배구조(G) 개선을 통한 밸류업

일반적으로 대리인 비용(agency cost)은 주인과 대리인 사이에서 발생한다. 기업과 관련된 대리인 비용(agency cost)의 출발점은 미국, 영국과 같이 소유와 경영이 분리된 상황에서 주주와 그 대리인으로서의 경영자 사이에서 발생하는 사안들에 초점이 맞춰져 있다.

그런데 우리나라의 경우 최적의 기업 자원 활용과 경영 성과의 배분을 방해하는 대리인 비용(agency cost)의 발생 원인으로 경영권을 가진 지배주주에 의한 경영권의 사적 이익 추구를 들 수 있다.

이는 우리나라에서는 경영권을 가진 지배주주가 피라미드식형 혹은 순환출자 등의 소유구조(ownership structure) 등을 통해 전체에 대하여 높은 수준의 지배권(control right)을 확보하고 있기 때문이다.

이에 따라 기업의 자원과 이익을 위법 혹은 편법적 내부거래 등을 사용하여 경영권을 가진 집단이 전용, 도용, 이전하는 터널링(tunneling) 등이 발생하고 있다.

대표적으로 지배주주가 경영권을 2세, 3세에게 승계하기 위하여 가족이 소유하는 계열사를 설립하여 이 계열사에 일감을 몰아주고 해당 계열사의 가치를 높인 후 상장 등을 통하여 상속 자금을 마련하는 행위 등이 여기에 해당된다.

이러한 경영권을 가진 지배주주와 소액주주 간의 대리인 비용(agency cost)은 기업구조 개편 과정에서도 많이 발생한다.

기업구조개편의 경우 기업 또는 사업을 매입, 매각 뿐만 아니라 합병 또는 분할 등 다양한 방법을 통해 가능하다. 그러나 원래 목적인 기업가치 향상을 도모하기 보다는 계열분리 및 승계, 지배권 강화, 법률위험 회피 등 지배주주의 이익을 증진시키기 위한 수단으로 주로 이용하기 때문에 소액주주와의 대리인 비용(agency cost)이 자주 발생한다. 대표적으로 최근 SK이노베이션과 SK E&S 합병 시도와 더불어 두산그룹의 소유구조 재편 등이 여기에 해당된다.

무엇보다 지배주주의 사적이익이 클수록 지배주주가 전체 주주의 이익보다 자신의 이익을 추구하는 내용으로 의사결정을 할 유인이 높기 때문에 일반(소액)투자자의 주주환원에 대한 수요와 대립되곤 한다. 이는 기업의 배당 성향과도 깊은 관계가 있다. 지배주주가 작은 지분으로도 기업을 지배하고 있어 배당에 인색할 수밖에 없다. 낮은 배당 수익률은 단기 차익 위주의 시장을 형성하는 불합리한 요인으로 작용한다.

이렇듯 기업지배구조(Corporate Governance)가 취약하면 경영권을 가진 지배주주의 사적이익 추구로 인해 대리인 비용(agency cost)을 발생시켜 기업 가치에 부정적 영향을 미칠 뿐만 아니라 사업에도 큰 부담이 된다. 만약 제대로 된 기업지배구조(Corporate Governance)가 구축되어 있다면, 경영권을 가진 지배주주의가 사적이익을 추구하고더라도 이러한 행위를 사전적으로 차단 혹은 완화하여 대리인 비용(agency cost)을 낮출 수 있을 것이다.

이와 같이 지배주주가 사적이익을 추구할 유인은 높은 반면에 지배주주를 견제할 수 있는 소액주주 권리보호 수단, 이사회 기능 등이 취약하다. 즉, 지배주주가 부당한 사적이익 추구를 위해 경영권을 휘두르는 상황이 지속적으로 발생하고 있지만, 이를 견제해야 할 이사회는 단순 거수기에 그쳐 소액주주의 이익이 제대로 반영하기 힘든 경우가 많다.

이렇게 취약한 기업지배구조(Corporate Governance)가 주시사장 저평가로 이어지면서 코리아 디스카운트 주요 요인으로 작용하고 있다.

이에 따라 기업가치 제고를 위해서는 증시를 통해 조달한 자본을 보다 효율적으로 활용하고, 기업지배구조의 실질적인 변화를 통하여 주주환원을 확대하는 등 다각적인 노력이 필요하다.

이러한 환경하에서 지난 5월 2일 기업가치 제고 계획 가이드라인을 공표하여 기업의 주주가치 제고를 위한 지원 방안을 마련하였다. 이는 기업이 투하한 자본의 수익률과 주주환원 성과가 중장기적 관점에서 주주가 요구하는 수익률에 부합하도록 기업의 전략과 목표를 설정하고 공시를 통해 그 이행 결과를 소통하는 것이다.

무엇보다 시가총액이 큰 기업일수록 저조한 주가수익률을 보전할 수익성과 성장 잠재력을 유지하고 있기 때문에 주주환원의 확대를 통해 기업가치의 제고를 기대할 수 있을 뿐만 아니라, 이들 기업이 사실상 주가지수의 대부분을 구성한다는 점에서 지수 상승도 기대해 볼 수 있을 것이다.

이와 같이 밸류업 프로그램으로 지배구조가 개선되면서 밸류업이 주주환원 확대로 이어질 수 있는 5가지 요인은 다음과 같다.

첫번째 요인은 기업가치 제고 계획에서 이사회 책임이 강화됨에 따라 전체 주주의 이익을 대변하는 선량한 관리자 의무를 수행할 수 있는 환경이 조성될 것이다.

기업가치 제고 계획을 수립하는 과정에서 이사회가 기업 경영관리에 있어 책임 있는 결정기관이기 때문에 신뢰성을 높이는 측면에서 이사회적 적극적인 참여가 불가피할 것으로 예상된다.

무엇보다 거수기로 전락한 이사회 문제가 수면 위로 부상하면서 이사회 운영방식 선진화에 대한 요구도 높아지고 있다.

이러한 환경하에서 기업가치 제고 계획에 대한 이사회적 의무와 책임 측면에서 법적 문제 소지를 만들지 않기 위해서 지배주주 사적이익 추구 등에 좌우되지 않는 이사회적 역할 수행이 가능할 것이다.

이렇듯 이사회 중심으로 기업가치 제고 계획 수립과 이행을 공식화 함에 따라 국민연금 등 기관투자자의 스튜어드십코드 활동과 맞물리면서 미이행 상장기업에 대한 주주활동을 강화할 뿐만 아니라, 경우에 따라서는 주주총회에서 주주제안 등 적극적인 주주활동 등이 펼쳐질 것이다.

결국에는 이사회 중심으로 작성되고 결정된 사항에 대하여 투자자들이 이사회에 대한 견제와 감시를 지속적으로 할 수 있기 때문에 이사회가 올바르게 운영할 수 있게 하는데 영향을 미칠 것이다. 즉, 전체 주주의 이익을 대변하는 선량한 관리자 의무를 수행할 수 있는 환경을 조성하는 것이다.

두번째 요인은 잉여 현금을 주주에게 배당하거나 자사주를 매입, 소각함으로써 주주 이익 뿐만 아니라 자본의 효율성을 높일 수 있을 것이다.

특히 자사주의 경우 신규취득 규모 자체보다는 얼마나 소각하는지, 기존 보유분을 어떻게 처분하는지 등에 대한 시장참여자들의 관심이 높아지고 있다.

그런데 국내 자사주 제도가 자사주 취득 및 소각을 통한 주주에의 기업 성과 환원 및 주주가치 제고라는 본래의 목적과 달리 지배주주의 지배력을 확대하거나 경영권을 방어하는 수단으로 악용되고 있다.

자사주가 더 이상 지배주주의 편법적 사익추구 수단으로 악용되지 않고, 주주가치 제고라는 제도 본연의 취지대로 운용될 수 있도록 개선하기 위하여 향후 자본시장법 시행령, 공시규정 등에 대한 개정절차를 거쳐 자사주 개선제도가 연내 시행될 예정이다.

즉, 지배주주의 편법적 지배력 확대를 방지하고, 제도의 글로벌 정합성을 제고하기 위하여 인적분할시 자사주에 대한 신주 배정을 금지하는 것과 더불어 공시-상장심사 강화도 병행 추진하여, 임의적 자사주 처분에 대한 시장의 감시와 견제 기능을 대폭 확대할 예정이다.

특히 자사주 보유 비중이 일정 수준(발행주식 수의 5%) 이상이 될 경우 자사주 보유현황과 보유목적, 향후 처리계획(추가취득 또는 소각 등) 등에 관한 보고서를 작성하여 이사회 승인을 받도록 하였다. 규정 개정안에서는 동 보고서를 사업보고서 첨부서류로 제출토록 하고, 보고서의 주요내용을 사업보고서에도 기재토록 하였다.

이와 같이 자사주의 취득·보유·처분 등 처리계획에 대한 공시 강화 등을 통하여 감시와 견제 기능을 활성화 함으로써, 지배주주의 편법적 사익추구 수단으로 악용되지 않고, 본연의 취지대로 주주가치 제고 수단으로 운용될 수 있게 하는 제도적 기반을 마련하였다.

세번째 요인은 비재무지표로서 기업지배구조보고서 공시항목 및 다양한 지배구조 관련 지표를 활용함에 따라 투자자들이 지배구조에 대한 견제와 감시의 지속적인 기반 마련되면서 지배구조 개선의 시발점 될 수 있을 것이다.

네번째 요인은 조세특례제한법 개정을 통해 밸류업 정책과 관련된 세제 혜택을 제공함에 따라 밸류업에 참여하는 기업들에게 주주환원 확대의 명분을 견인할 수 있을 것이다.

이러한 밸류업에 대한 세제 지원은 기업, 투자자, 상속이라는 세 가지 축으로 이뤄졌다. 정부에서는 배당이나 자사주 소각을 늘린 기업에 대하여 법인세를 감면해줘 자발적인 밸류업을 유도할 뿐만 아니라, 밸류업 기업에 투자한 주주에게는 세 부담을 완화시켜 추가 투자 유인을 늘리겠다는 계획이다. 또한 최대주주 상속에 부담이 없도록 할증 과세를 폐지해 밸류업 선순환 구조를 만들겠다는 의도다.

밸류업 정책과 관련된 세제 혜택은 상속세 및 증여세법이나 금융투자소득세 등과 비교해 정치적인 주목도가 떨어지기 때문에 조세특례제한법 특성상 다른 감세 법안과 묶어 논의되는 과정에서 생각보다 쉽게 국회를 통과할 가능성이 있다.

다섯번째 요인은 주주환원 여력 관점에서 코리아 밸류업 지수 종목 선정이 예상됨에 따라 기관투자자들이 벤치마크 지표로 활용하면서 기업가치 제고(밸류업) 계획의 지속성 및 수급적으로 우호적인 영향을 미칠 수 있을 것이다.

이러한 코리아 밸류업 지수는 수익성(당기순이익, 영업활동현금흐름 등), 자본효율성(PBR, ROE 등), 주주환원 성과(배당성향, 배당수익률, 자사주 소각 등) 등 주요 투자지표 등을 종합 고려해 기업가치 우수 기업(수익성과 시장평가 양호한 기업)을 중심으로 하면서 계량·비계량 항목에 대한 종합평가를 통해 기업가치 제고가 기대되는 기업도 편입할 예정이다.

이렇듯 코리아 밸류업 지수가 수익성과 시장평가가 양호한 기업을 중심으로 구성되기 때문에 시가총액이 높은 대형주 위주로 편입될 것으로 예상된다.

이러한 코리아 밸류업 지수를 기반으로 한 상장지수펀드(ETF)도 4분기 중으로 상장을 통해 일반투자자들도 투자할 수 있도록 지원할 예정이다.

무엇보다 자산운용 규모가 큰 국민연금 등 연기금을 포함한 기관투자자들이 코리아 밸류업 지수를 일부 위탁운용 벤치마크 지표로 활용하게 된다면 그 파급력은 확대되면서 이에 포함된 상장기업들의 경우 수급적으로 긍정적인 영향을 받을 것이다.

결국에는 이러한 5가지 요인으로 밸류업이 주주환원 확대로 이어질 수 있을 것이다.

이러한 환경하에서 주주환원 재원이 충분한데도 불구하고 주주환원 정책이 제대로 이뤄지지 않는 기업들의 경우 배당확대와 더불어 자사주 매입 및 소각 등을 통하여 ROE를 상승시킬 수 있을 것이다. 정부의 기업 밸류업 프로그램과 자사주 제도 개선의 타겟도 이러한 기업들에 집중되어 있다.

일본의 경우 PBR이 1배 미만인 상장기업들에게 주주환원 확대 등을 통한 자본효율성 개선을 강력하게 촉구하고 있지만 실질적으로는 이익증가와 주가상승을 기반으로 한 대형주 중심으로 이사회 역할이 강화되면서 주주환원 정책이 확대되고 있다. 즉, 지난해 프라임 시장 기업들이 설정한 자사주 매입 규모는 9.4조 엔으로 사상 최고치를 기록함에 따라 대형주 중심으로 적극적인 주주환원 등이 추진되고 있다.

이에 따라 주주환원 재원이 충분하여 향후 자사주 소각 및 배당확대 등을 할 수 있으면서도 주주환원 정책 의지가 높은 지주(삼성물산, SK, LG 등), 금융지주(KB금융, 신한지주, 하나금융지주 등), 보험(삼성생명, 삼성화재 등), 정부 소유 유틸리티(한국가스공사, 지역난방공사, 한국전력 등) 등에 주목해야 할 것이다.

II. 밸류체인에 내재화 된 비즈니스 모델 개선으로 밸류 상승 ⇒ ESG 투자 활성화

1. ESG 요소를 고려한 투자방식이 사회책임투자

(1) 사회책임투자(SRI)는 ESG(환경, 사회, 지배구조) 요소 등이 포함되어 있다

자본주의 발달로 인하여 사회에서 기업이 차지하는 비중이 증가함에 따라 기업의 존재 근거와 목적도 변화되고 있다. 즉, 과거에는 기업 자체만을 두고 별도로 판단하였다면, 최근에는 기업 역시 사회 시스템 속에서 다른 구성원과의 상호작용을 통해서만 존속, 유지될 수 있기 때문에 지속적인 공존을 위한 책임의식이 강조되고 있다.

이에 따라 재화와 용역의 생산 및 공급을 통하여 얻은 이익으로 직원에게는 보수를 제공하고 주주에게는 이익을 배당하는 이윤추구조직을 넘어서, 이제는 직원, 고객, 사회 전체 등 모든 이해관계자에 대한 일정한 책임도 기업의 목표 속에 포함되어야 한다.

이렇듯 기업을 둘러싼 이해관계자가 다양해지면서 기업의 경영전략 패러다임은 환경, 사회, 지배구조 등 비재무 영역을 포괄하며 확대되고 있다. 이에 따라 사회적 가치 이론은 주주의 이익을 우선하는 주주 중심주의에서 이해관계자들의 니즈를 충족하는 이해관계자 접근법으로, 더 나아가서 기업의 경제적/법적/윤리적 책임뿐만 아니라 사회적 가치를 실현하는 통합적 접근법으로 발전하고 있다.

또한 밀레니얼 세대와 Z세대는 사회적 가치에 대한 인식 수준이 매우 높아지고 있다.

이에 대하여 글로벌 기업들은 환경 및 사회 이슈를 고려한 제품 개발을 통해 자사의 지속가능경영 목표와 수익 창출 효과를 동시에 높이는 비즈니스 혁신을 실현하고 있을 뿐만 아니라 사회적 가치 기반의 지속적인 비즈니스 성장을 위하여 구체적인 방향성을 제시하고 있다.

무엇보다 코로나19 영향과 기후변화 대응에 대한 국제사회의 관심이 높아지면서 기업의 재무적 지표 이외에 환경, 사회, 지배구조 등 사회적 책임과 지속가능성에 대한 중요도가 확대되고, 이런 요인들의 개선을 위한 자금조달 요구가 높아지고 있다.

이러한 환경하에서 사회책임투자(Social Responsible Investment)가 주목을 받고 있다. 사회책임투자(SRI)는 투자 자산의 의사결정 즉 선택 및 운용에 있어서 기업의 재무적 지표에 국한하지 않고 ESG(Environmental, Social, Governance) 요소들을 포괄적으로 고려하여 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility)과 지속가능성(Sustainability)의 향상을 추구하는 투자방식을 의미한다.

또한 유럽 사회투자포럼(Eurosif)에서는 지속가능한 책임투자(Sustainable and Responsible Investment, SRI)를 투자 포트폴리오 구성을 위한 연구, 분석 및 선정 과정에서 ESG(환경, 사회, 지배구조) 요소들을 고려하는 장기 지향적 투자방식이라고 정의하고 있다. 즉 투자자들이 장기의 수익을 더 얻을 수 있도록 기본분석(fundamental analysis)과 경영관여(engagement)를 ESG(환경, 사회, 지배구조) 요소들의 평가와 결합하여 기업행위에 영향을 주어 사회의 유익을 증진시키는 것이다.

여기에서 경영관여(Engagement)는 공개적이고 공식적 절차를 통한 주주행동으로 의사를 관철시키는 것과 더불어 경영진과의 비공개 대화 등과 같이 경영자와 기업에 영향을 주는 모든 활동을 포괄한 개념으로 볼 수 있다.

특히 ESG 투자에서는 환경, 사회, 지배구조 등 비재무적 요소를 반영해야 한다. 이에 따라 ESG관련 요소 등을 평가하기 위해서는 다양한 지표들을 활용해야 한다.

우선 환경 부문의 경우 가령 다른 조건이 같을 때 탄소배출량이 적은 기업에 투자하는 식으로 이용하는 것이다.

또한 사회적인 측면의 경우 기업마다 다른 기준을 적용할 수 있는데, 가령 소셜미디어 회사는 개인정보를 잘 지키느냐가 사회적 기여를 판단하는 기준이 될 수 있고, 제조업은 종업원이 안전한 환경에서 일할 수 있느냐 등을 고려할 수 있다.

마지막으로 지배구조 측면에서는 지배구조를 평가하기 위해 경영자를 평가하고 보수를 산정하는 기준이 기업 성장 방향과 일치하는지, 기업이 지속가능한 성장을 위한 비즈니스 모델을 갖추고 있는지 등을 고려할 수 있다.

표1. ESG 요인 사례

구분	ESG 이슈	정의	평가지표
환경(E)	기후변화	탄소배출 관리 수준	온실가스관리시스템, 탄소배출량, 에너지 소비량
	청정생산	환경 유해물질 배출 관리 수준	청정생산관리시스템, 용수사용량, 화학물질 사용량, 대기오염물질 배출량, 폐기물 배출량
	친환경제품 개발	환경 친화적 제품 개발 노력 수준	친환경제품 개발 활동, 친환경 특허, 친환경 제품 인증, 제품환경성 개선
사회(S)	인적자원관리	근로 환경과 인권 및 다양성 관리 수준	급여, 복리후생비, 고용, 조직문화, 근속연수, 인권, 노동관행
	산업안전	작업장 내 안전성 관리 수준	보건안전시스템, 안전보건경영시스템 외부인증, 산재다발사업장 지정
	하도급 거래	공정하고 합리적인 협력 업체 관리 수준	거래대상선정 프로세스, 공정거래자율준수 프로그램, 협력업체 지원활동, 하도급법 위반사례
	제품안전	제품 안정성 관리 수준	제품안전시스템, 제품안전경영시스템 인증, 제품안전사고 발생
	공정경쟁	공정 경쟁 및 사회발전 노력 수준	내부거래위원회 설치, 공정경쟁 자해행위, 정보보호시스템, 기부금
지배구조(G)	주주의 권리	주주 권리 보호 및 소통 노력 수준	경영권 보호 장치, 주주의견 수렴 장치, 주주총회 공시 시기
	이사회 구성과 활동	이사회 독립성 및 충실성 수준	대표이사외 이사회 의장의 분리, 이사회 구조의 독립성, 이사회의 사외이사 구성 현황, 이사회 활동, 보상위원회 설치 및 구성, 이사보수 정책 적정성
	감사제도	감사의 독립성 수준	감사위원회 사외이사 비율, 장기 재직 감사 또는 감사위원 비중, 감사용역 비용 대비 비감사용역 비용
	관계사 위험	관계사 부실로 인한 위험성 수준	순자산 대비 관계사 우발채무 비중, 관계사 매출거래 비중, 관계사 매입거래 비중
	배당	배당 등 주주가치 환원 노력 수준	중간, 분기배당 근거 마련, 총주주수익률, 최근 3년 내 배당지급, 과소배당

자료: 한국사회책임투자포럼, iM증권 리서치본부

(2) 2006년 UN PRI, 2015년 파리기후협약, 블랙록 래리 핑크의 연례서신 등을 거치면서 ESG 투자가 활성화됨

사회책임투자의 출발점은 종교와 관련된 윤리적 규범을 투자에 적용시켰다. 즉, 영국의 감리교회가 술, 담배, 도박 등에 관련되는 산업군을 투자에서 배제하는 윤리투자의 접근방식은 네거티브 스크리닝(Negative Screening) 전략의 출발점이 되었다.

이러한 종교적 흐름이 지속됨에 따라 1950년대에 들어서면서 미국을 중심으로 술, 담배, 도박과 관련된 죄악주를 기피하는 사회책임투자가 자리를 잡게 되었다.

1960년대와 1970년대 여러 사회적, 문화적 변화를 거치는 과정에서 반전 및 인권 사회운동가, 환경운동가 등이 합류하면서 본격적인 사회책임투자가 거론되기 시작하였다.

즉, 베트남 전쟁에 생화학 무기 등을 납품한 기업, 인종차별이 심한 남아프리카공화국에 협력하는 기업, 노동착취, 환경사고 등 다양한 사회적 문제에 연루된 기업 등을 투자에서 배제하거나 주주권을 활용하여 관련 기업에 압력을 행사하려는 캠페인이 벌어졌다. 이로 인하여 미국과 영국을 중심으로 사회책임투자 펀드의 주주행동주의가 등장하였다.

1980년대는 보팔, 체르노빌, 엑스 발데즈 재해의 발생 등으로 환경과 기후변화에 대한 우려가 사회책임투자의 주요 이슈가 되었다. 또한 1990년대에 들어서면서 사회책임투자를 수행하는 뮤추얼 펀드와 사회적으로 의식 있는 투자가 확대되었다.

무엇보다 공적 연기금의 책임투자 관련 법제화가 나타나기 시작한 이후 사회책임투자가 본격화 되었다.

2000 년 영국이 최초로 연기금의 책임투자 정보공시를 법제화하였으며, 그 이후 연기금 정보공시법, 공적 연기금 책임투자 의무화법, 기업 ESG 정보 공시제도 등 제도적인 장치가 속속 도입되며 책임투자 시장이 활성화되기 시작하였다.

2006년 4월 제정된 유엔 책임투자원칙(United Nation's Principles of Responsible Investment, UN PRI)은 종래 NGO중심의 사회운동 형태로 진행되어 오던 사회책임투자가 주류적 투자기법으로 성장할 수 있는 계기가 되었다.

즉, 최적의 장기투자 수익률 구현을 목적으로 다양한 ESG 요소를 재무지표와 혼합하여 투자분석에 반영하는 것을 권고함에 따라 세계 유수의 기업들과 유관 기관들이 이러한 PRI에 가입하여 원칙을 적극적으로 활용하고 있다.

이러한 UN PRI가 발표되고 2년이 지난 2008년 리먼브러더스의 파산과 2009년부터 본격화된 글로벌 금융위기는 이 시기 지배적인 경영개념이었던 주주자본주의에 대한 의문을 갖게 하였고 자본주의의 변화에 대한 논의가 본격화 되는 계기가 되었다.

다른 한편으로는 2015년 파리에서 개최된 제21차 당사국총회(COP21)에서 기후협약이 채택되었다. 이러한 파리기후협약은 지구 평균기온 상승을 산업화 이전 대비 2°C보다 상당히 낮은 수준으로 유지하고, 1.5°C로 제한하기 위해 노력한다는 전지구적 장기목표 하에 모든 국가가 2020년부터 기후행동에 참여하기로 하였다. 즉, 선진국에서만 온실가스 감축의무를 부과하던 기존의 교토의정서 체제를 넘어 개발도상국을 포함한 전세계 국가가 참여하는 보편적인 체제가 마련되었다.

특히 파리기후협약의 경우 모든 국가가 스스로 결정한 온실가스 감축목표를 5년 단위로 제출하고 5년 주기 이행점검을 통해 점차 노력을 강화하도록 규정하고 있다.

또한 2019년 8월에 미국 기업 CEO들을 대변하는 비즈니스라운드테이블(BRT)에서 기업 목적을 기존 주주(shareholder) 이익 극대화에서 고객, 직원, 커뮤니티 등 모든 이해관계자(stakeholder)의 번영 극대화로 바꾸는 포용적 번영(inclusive prosperity)을 강조하는 성명을 발표하였다.

다시 말해서 기업 목적을 전통적인 밀턴 프리드먼의 주주 우선 자본주의 모델에 입각한 주주 이익 극대화에서 기업의 의사결정시 직원, 고객, 사회 전체 등 모든 이해관계자를 고려함으로써 모든 이해관계자에 대한 사회적 책임을 강화하겠다는 의도이다.

무엇보다 ESG 투자의 기폭제 역할을 한 것은 세계 최대의 자산운용사인 블랙록의 CEO인 래리 핑크가 기업들의 CEO에게 보내는 연례서신이었다. 블랙록의 경우 매년 기업 CEO에게 연례서신을 보내는데, 2018년 서신에서 ESG를 투자 프로세스에 통합하고 있기 때문에 기업들의 사회적 기여를 촉구하였다.

2020년 래리 핑크 연례서신에서는 기후 리스크를 투자 리스크로 규정하며 기후변화 리스크를 ESG 범주안에 포함시켰다. 이에 따라 블랙록의 핵심전략은 석탄개발업체나 화석연료 생산기업에는 투자를 중지하겠다고 하였으며, 향후 ESG성과가 저조한 기업에는 투자하지 않겠다고 선언하였다
이전까지 선택적, 자발적 성격의 ESG가 인류의 생존문제와 연결된 기후위기와 통합되면서 ESG를 당위적, 의무적 성격으로 바꾸는 명분이 되었다.

이어 2021년에는 전세계의 블랙록 투자기업들에 대하여 넷제로 계획을 밝힐 것으로 공개적을 요구하였으며, 2022년에는 블랙록이 추구하는 ESG는 기업과 주주가 공동으로 번영하기 위한 이해관계자 자본주의의 실천수단이라는 점을 강조하였다.

표2. PRI 6 대 원칙

구분	내용
1	ESG 사안을 투자 분석 및 의사결정 절차에 통합한다.
2	적극적 주주로서 활동하고 ESG 사안을 투자 보유 정책과 관행에 통합한다.
3	투자 대상 기업에 ESG 사안에 대한 공시를 요구하는 길을 모색할 것이다.
4	투자산업 내에서 책임투자원칙의 수용과 실천을 촉진한다.
5	책임투자원칙 실천의 효율성을 개선하기 위해 협력한다.
6	책임투자원칙 실천에 관한 활동과 진척 상황을 보고한다.

자료: UN PRI, iM증권 리서치본부

2. ESG 요소를 포함한 사회책임투자(SRI) 형태

(1) ESG 요소 포함(ESG incorporation) 전략과 관여(Engagement) 전략 등 두 가지로 구분

글로벌지속가능성투자협회(Global Sustainable Investment Association, GSIA)은 기관투자가 또는 펀드매니저가 사용하는 사회책임투자 형태를 7개로 분류하였다. 즉, 네거티브 스크리닝(Negative/Exclusionary Screening), 포지티브 스크리닝(Positive Screening/Best-in-Class), 규범 기반 스크리닝(Norms-Based Screening), ESG 통합(Integration of ESG), 임팩트/지역사회 투자(Impact/Community Investing), 지속가능성 테마 투자(Sustainability Themed Investing), 기업 관여활동 및 주주행동(Corporate Engagement and Shareholder Action) 등이다.

사회책임투자 형태는 크게 ESG 요소 포함(ESG incorporation) 전략과 관여(Engagement) 전략 등 두 가지로 구분할 수 있다. 앞의 여섯 가지 형태는 자산투자 시 ESG 항목들을 고려 요소로 포함시키는 ESG 요소 포함(ESG incorporation)전략으로 자산의 재무적 위험과 수익을 계량적으로 분석하는 기존의 전통적인 투자분석에 ESG 정책과 성과 등에 대한 질적, 계량적 분석을 보완적으로 반영하는 것을 의미한다.

일곱번째 형태인 기업 관여활동 및 주주행동은 주주로서의 권한을 활용하여 기업에 ESG 관련 이슈들을 제기하고 관철시켜 기업을 변화시키는 관여(Engagement) 전략이라고 할 수 있으며, 투자자들의 스튜어드십 코드와 긴밀히 연관된다.

다시 말해서 관여(Engagement) 전략은 공식적으로 ESG 이슈에 관련한 주주제안을 하고 이의 관철을 위해 적극적으로 주주 투표에 임하는 것을 들 수 있으며, 기업의 경영자에게 비공식 대화 등 여러 수단을 동원하여 ESG 관련 정책을 채택하도록 압박하는 활동이 이에 포함된다.

(2) 7가지 형태로 ESG 관련 사회책임투자(SRI)가 행해진다

1) 네거티브 스크리닝(Negative/Exclusionary Screening)

네거티브 스크리닝은 가장 오래된 책임투자 형태로 ESG를 기준으로 부정적으로 평가되는 기업/섹터/산업을 투자에서 배제하는 것이다. ESG 관련 위험을 관리하는 방식이다. 과거 종교기관들이 술, 도박, 담배와 같은 특정 산업을 죄악주(sin stock)로 여겨 투자에 배제하는 것에서 시작되었으며, 최근에는 기후 변화에 대한 높은 관심을 반영하여 석탄, 기름, 가스 등의 화석 연료와 관련된 투자자산을 배제하는데 초점을 맞추고 있다.

노르웨이 국부펀드의 경우 이러한 네거티브 스크리닝 방식의 ESG투자를 적극적으로 활용한다. 블랙록이나 다른 연기금/기관투자자들이 기업들에게 ESG 성과가 좋지 않으면 투자를 빼거나 줄이겠다고 말하는 것도 네거티브 스크리닝 방식의 일종이다.

다만, ESG 기준에 부합하지 않는 산업이나 종목을 무조건적으로 배제하는 것이 아니라 관련 회사가 창출하는 수익의 얼마만큼의 비율이 ESG기준에 부합하지 않는 활동에서 나오는지 여부와 더불어 자금 위탁자의 ESG 기준에 적합한지 여부를 측정하는 등 유연한 방법으로 적용하여 배제한다.

2) 포지티브 스크리닝(Positive screening/Best-in-class)

포지티브 스크리닝은 어떤 특정한 섹터의 기업군에서 보다 긍정적인 ESG 성과를 보이는 업종, 기업, 프로젝트에 선별적으로 투자하는 방식이다. 또한 포지티브 스크리닝의 한 종류인 Best-in-class는 ESG 기준 별로 정하고 있는 특정한 높은 편입 허들을 설정하여 이를 충족하는 기업만을 선택하는 방식이다.

일반적으로 평가대상 기업이 속한 산업에 따라 영업 환경이 상이하기 때문에 산업별로 각기 다양한 기준과 가중치를 부여하여 ESG 점수가 산정되게 된다.

예를 들어 투자기업의 최소자격 요건을 ESG 점수 A 이상 기업 또는 ESG 상위 85%에 포함하는 기업으로 한정하고 최소자격을 충족한 기업 중에서 투자처를 선정하는 방식이다.

3) 규범 기반 스크리닝(Norms-Based Screening)

규범 기반 스크리닝은 포트폴리오에 속한 각각의 기업들이 환경, 인권, 노동, 반부패 등에 관한 국제적 규범을 잘 준수하는지를 기준으로 기업의 ESG 고려 정도를 평가하는 방식이다.

즉, UN Global Compact, 국제노동조약(ILO Conventions), OECD 가이드라인 등 국제 규범을 충실히 따르지 않을 때 투자자들은 이들 기업에 관여하여 어떤 조치가 필요한지 여부와 더불어 투자 대상에서 제외할지 여부를 판단한다.

최근의 추세는 선택한 규범을 활용하여 점수를 산출한 후에 점수가 낮은 기업을 제외하는 방식이 많이 사용되고 있다.

4) ESG 통합(Integration of ESG)

ESG 통합은 투자대상기업의 재무적 성과에 영향을 줄 수 있는 ESG 요소들에 초점을 두고 기업가치 평가(valuation) 단계에서 재무적(financial)분석과 비재무적(Non-Financial, ESG)분석을 함께 진행하는 방식이다.

단순히 ESG 스크리닝만을 곁들이는 방식에 비해 진화된 방식이지만 그 명확한 범위를 구분하기 어려운 모호성 때문에 그 사용 정도의 정확한 추정이 어렵다.

그러나 ESG 데이터 축적과 양적/질적 분석 도구의 발전에 힘입어 관련 투자자산 규모는 빠른 속도로 성장하고 있다. 또한 ESG 통합 투자 방식은 모든 투자 과정에서 적용할 수 있어 활용 방법이 다양하다.

가령 UN에서 발간한 주식투자를 위한 ESG통합 실용 가이드에 의하면 노동기준이 수익 및 할인율에 미치는 영향, 환경규제가 수익에 미치는 영향, ESG가 프로젝트 비용에 미치는 영향, ESG수준에 따른 예상 수익조정, ESG요인이 경제에 미치는 영향 등을 평가하여 경제 성장률 등에 대한 예측을 조정하고 이를 기업의 재무예측에 적용하는 방식으로 사용된다.

5) 임팩트/지역사회 투자(Impact/Community Investing)

임팩트/지역사회 투자는 사회적, 환경적 문제 등의 해결을 통해 지속 가능한 개발에 긍정적인 영향을 미치는 방식으로 사회적인 문제 해결을 자본주의적인 방법으로 접근하는 것이다. 즉, 재무적인 성과를 일정 부분 양보하더라도 ESG 이슈와 관련된 사업에 투자하여 사회적으로 긍정적인 영향을 창출하는 것을 목적으로 하고 있다.

이에 따라 사회적 기업처럼 비영리조직과 영리기업의 중간 단계의 회사들 중 사회적 문제 해결을 목적으로 하는 회사 또는 자선단체의 사업이 주로 투자대상으로 사회적 기업의 성장단계에 핵심적인 역할을 하고 사회적 사업 모델에 투자한다는 점에서 벤처 캐피탈이나 사모펀드와 유사한 형태라고 할 수 있다.

6) 지속가능성 테마 투자(Sustainability Themed Investing)

지속가능성 테마 투자는 ESG 각각의 영역과 관련된 테마를 선정하고, 이러한 테마와 관련하여 수익을 창출할 수 있을 것으로 기대되는 산업과 기업을 선별하여 포트폴리오를 구성하는 방식이다.

환경 부문에서는 수자원 및 폐기물 관리, 에너지 효율성, 기후변화, 청정에너지, 환경보호기술 등을, 사회 부문에서는 주택, 교육, 헬스케어 등을, 지배구조부문에서는 기업 투명성, 이사회 구성의 다양성 등의 테마를 고려해 볼 수 있다.

임팩트 투자의 경우에는 수익에 우선순위를 두지 않고 사회적 문제 해결을 우선 목표로 설정하는 반면, 지속가능성 테마 투자는 ESG관련 테마에 속한 자산에 투자하지만 재무적 수익 창출을 최우선 목표로 한다는 것에 차이가 있다.

7) 기업 관여활동 및 주주행동(Corporate Engagement and Shareholder Action)

기업 관여활동 및 주주행동은 주주로서의 권한을 활용하여 기업에 ESG 관련 이슈들을 제기하고 관철시켜 기업 의사결정에 영향을 미치는 방식이다.

과거의 주주 행동주의 전략에서는 대부분 배당금이나 자본이득을 얻기 위해 경영의사결정에 개입하였으나 최근 ESG 기반의 주주 행동주의 전략은 기업의 부실한 경영성과, 경영 투명성 제고뿐만 아니라 ESG 기준과 관련된 기업 의사결정에 관여함으로써 기업의 재무적 가치와 더불어 사회적 가치를 제고하는 활동이 이루어지고 있다.

기업 관여활동 및 주주행동은 공식적으로 ESG 이슈에 관련한 주주제안을 하고 이의 관철을 위해 적극적으로 주주 투표에 임하는 것을 들 수 있으며, 기업의 경영자에게 비공식 대화 등 여러 수단을 동원하여 ESG 관련 정책을 채택하도록 압박하는 활동이 이에 포함되기 때문에 스튜어드십 코드와 긴밀히 연관되어 있다.

기관투자자의 시기 적절한 정보력에 의존해 수익을 만들어내기가 점점 더 어려워짐에 따라 ESG기준에 맞는 주식을 단순히 포트폴리오에 편입하거나 매도하는 방식으로는 목표 수익률을 만들어내기가 힘든 시대가 되었다.

이러한 환경하에서 ESG기준에 부합하는 경영을 토대로 기업가치를 제고시켜 주가를 상승시키려는 ESG 기반 주주 행동주의 전략이 향후 각광을 받을 것으로 예상된다.

표3. 사회책임투자의 형태

책임투자 유형	정의
네거티브 스크리닝 (Negative/Exclusionary Screening)	특정의 환경(E), 사회(S), 지배구조(G) 기준을 토대로 부정적으로 평가되는 산업/기업을 포트폴리오나 펀드 구성에서 배제하는 방식
포지티브 스크리닝 (Positive/Best-in-Class Screening)	동종업종 비교집단에 비해 상대적으로 우수한 ESG 성과를 보이는 기업 혹은 프로젝트를 선별하여 투자하는 방식
규범 기반 스크리닝(Norms-Based Screening)	국제적으로 통용되는 규범에 입각하여 비즈니스 관행에 대한 최소한의 기준을 설정하고 그 충족 여부를 투자심사에 반영하는 방식
ESG 통합 투자(Integration of ESG Factors)	투자의사 결정을 위한 재무분석 프로세스에 환경적(E), 사회적(S), 지배구조적(G) 요소들을 체계적/명시적으로 융합시키는 방식
지속가능성 테마 투자 (Sustainability Themed Investing)	지속가능성에 특화된 테마(청정에너지, 녹색기술, 지속가능 농업 등)의 자산/기업들에 투자하는 방식
임팩트/지역사회 투자 (Impact/Community Investing)	사회, 환경 문제를 해결하여 긍정적인 영향을 이끌어내기 위한 자본투자(임팩트 투자), 혹은 소외된 계층이나 지역사회를 대상으로 특화된 책임투자(지역사회 투자) 방식
기업 관여활동 및 주주행동 (Corporate Engagement and Shareholder Action)	책임투자 기준에 맞는 기업경영을 위해 주주 권한을 활용하여 적극적인 영향력을 행사(기업 관여활동, 의결권 행사, 주주 제안 등)하는 방식

자료: Global Sustainable Investment Review, iM증권 리서치본부

(3) 관여(Engagement) 전략의 핵심 스튜어드십 코드

스튜어드십 코드는 서양에서 큰 저택이나 집안일을 맡아 보는 집사(steward)처럼 기관투자자들도 고객 재산을 선량하게 관리해야 할 의무가 있다는 뜻에서 생겨난 용어이다. 즉, 스튜어드십 코드는 연기금과 자산운용사 등 주요 기관투자자들의 의결권 행사를 적극적으로 유도하기 위한 자율지침으로서 법적 강제력이 없이 개별 기관투자자가 자율적/탄력적으로 운영할 수 있는 연성규범이다.

무엇보다 기관투자자는 의결권 행사 뿐만 아니라 기업과 적극적인 대화와 소통을 통해서 기업의 지속가능 성장에 기여하고 이를 바탕으로 고객의 이익을 극대화하는 것을 목적으로 한다.

2008년 글로벌 금융위기가 당시 기관투자자들이 투자 대상 회사의 리스크를 제대로 관리하지 못한 결과로 나타난 것으로 판단하고 이에 대하여 기관투자자의 적극적인 경영참여를 통해 이사회를 견제할 필요성이 제기되었다. 즉, 금융위기의 원인이 기업지배구조의 실패와 취약성 그리고 소액주주들의 무관심이라는 진단이 나오면서, 기관투자자의 역할과 책임의 중요성을 부각되었다.

그 결과 2010년 7월 영국 재무보고위원회(FRC)에서 기관투자자의 의결권 행사에 관한 자율규범인 스튜어드십 코드를 처음 제정하였다. 이어 2012년에는 기관투자자의 감시의무를 장기적 관점에서 전환하고 의결권 행사와 관련된 기업정보공개 부분들을 보다 효율적으로 강화하고자 7개 원칙의 개정 코드를 공표하였다.

우리나라의 경우는 기관투자자들이 의결권을 행사함에 있어 적극적 의사표현 실적이 없는 기관투자자가 상당수에 달하고 있을 뿐만 아니라, 투자 대상기업의 기업가치 제고를 위한 적극적 관여활동의 필요성에 대한 인식 부족 등으로 인하여 스튜어드십 코드 도입의 필요성이 제기되었다.

더군다나 자본시장에서 기관투자자의 비중이 커지면서 수탁자책임의 중요성과 더불어 투자대상기업의 지배구조에 미칠 영향력 또한 증대되고 있다.

이에 대하여 지난 2016년 12월 한국기업지배구조연구원에서 「기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙」이라는 명칭의 한국형 스튜어드십 코드를 민간 자율규범의 형태로 제정하였다.

우리나라 스튜어드십 코드는 -(원칙1) 관리수탁자로서 책임을 이행하기 위한 정책 마련. (원칙2) 이해상충 문제에 대한 해결 및 방지정책 제정 공개. (원칙3) 투자 대상 기업에 대한 주기적 점검. (원칙4) 활동전개 시기와 절차 방법 등 수탁자 책임활동 수행에 관한 내부지침 마련. (원칙5) 의결권 정책 제정/공개, 의결권 행사 내용과 그 사유 공개. (원칙6) 의결권 행사, 수탁자 책임이행 활동의 주기적 보고. (원칙7) 수탁자 책임의 효과적 이행을 위한 역량과 전문성 확보 - 7가지 원칙으로 구성되어 있다.

2018년 7월 말 국민연금 기금운용위원회는 제6차 회의를 열고 국민연금 스튜어드십코드 도입을 의결하였다. 이에 따라 국민연금은 스튜어드십코드에 대한 구체적인 행동지침이 될 국민연금기금 국내주식 수탁자 책임 활동 가이드라인을 확정하였다.

여기서는 크게 세가지 방향으로 나눠서 수탁자책임 활동을 구체화하였다.

우선 지분을 5% 이상 또는 보유 비중 1% 이상 투자기업 중에서, 기업의 배당정책 수립, 임원 보수 한도의 적정성, 법령상 위반 우려로 기업가치 훼손 내지 주주권익 침해 사안, 지속적인 반대의결권 행사에도 개선이 없는 사안 등을 기준으로 중점관리 대상 기업을 선정한다.

중점관리 대상으로 선정된 기업이 비공개 대화 후에도 개선될 여지가 없다고 판단되면, 공개서한 발송-비공개/공개 중점관리기업 선정-주주제안 등 단계별로 압박을 높여갈 방침이다.

다음으로 국민연금은 정기 ESG평가등급이 일정 등급 이상 하락하여 하위등급에 해당되거나, 예상하지 못한 기업가치 훼손 내지 주주권익을 침해할 우려가 발생한 경우, 정성평가 - 비공개대화 - 공개서한 발송 - 경영참여에 해당하는 주주권행사 등 단계별 수탁자 책임 활동을 추진한다.

이밖에, 기금 투자대상 기업에 재직하였거나 재직 중인 이사 및 감사 등이 손해배상책임 뿐만 아니라 기업에 대해 부담하는 모든 책임을 대상으로 기업이 책임추궁을 게을리 하는 경우 대표소송을 제기할 수 있으며, 기금이 투자한 대상자산(주식, 채권, 부동산 등)과 관련하여 법령 및 관련 규정의 위반행위 등으로 인하여 기금에 손해를 가한 기업 또는 그 임직원 등을 대상으로 손해배상소송을 제기할 수 있다.

표4. 한국형 스튜어십 코드 7대 원칙

구분	내용
원칙 1.	기관투자자는 고객 등 타인 자산을 관리/운영하는 수탁자로서 책임을 충실히 이행하기 위한 명확한 정책을 마련해 공개해야 한다.
원칙 2.	책임을 이행하는 과정에서 이해 상충 문제를 해결하기 위한 정책을 마련해 공개해야 한다.
원칙 3.	투자 자산의 가치를 보존하고 높일 수 있도록 투자 대상 회사를 지속적으로 점검/감사해야 한다.
원칙 4.	투자 대상 회사와 공감대 형성을 지향하되, 수탁자 책임 이행을 위한 활동 전개 시기와 절차, 방법에 관한 내부 지침을 마련해야 한다.
원칙 5.	충실한 의결권 행사를 위한 지침/절차/세부 기준을 포함한 의결권 정책을 마련해 공개해야 하며, 의결권 행사의 구체적인 내용과 그 사유를 함께 공개해야 한다.
원칙 6.	의결권 행사와 수탁자 책임 이행 활동에 관해 고객과 수익자에게 주기적으로 보고해야 한다.
원칙 7.	수탁자 책임의 효과적 이행을 위해 역량과 전문성을 확보해야 한다.

자료: 한국ESG기준원, iM증권 리서치본부

표5. 중점관리사안별 대상기업 선정 기준

구분	세부내용
기업의 배당정책 수립	- 배당관련 반대 의결권 행사 기업, 의결권 행사 대상 기업 중 배당성향 하위 기업, 보유비중 상위 기업으로, 합리적인 배당정책 수립 · 공개하고 있지 않거나, 그에 따라 배당하지 않는 기업을 선정 * 당기순손실(결손 누적 포함), 배당가능이익이 없는 기업을 제외 - 합리적인 배당정책 여부는 '배당정책 체크리스트'를 기반으로 판단 * 배당정책의 투명성, 구체성, 일관성을 검토
임원보수한도의 적정성	- 이사보수한도가 경영성과와 연계되지 않거나 실질금액 대비 과도한 기업으로서, 최근 주주총회에서 이사보수한도 대비 실질금액 비율을 고려하여 선정
법령상 위반 우려로 기업가치 훼손 내지 주주권익 침해 사안	- 국가기관의 조사 등 객관적 사실에 근거하여 횡령 · 배임, 부당자원행위, 경영진의 사익편취에 해당할 우려로 인해 기업가치를 훼손하거나 주주권익을 침해할 수 있는 기업을 선정
지속적 반대의결권 행사에도 개선이 없는 사안	- 최근 5년 이내 이사 및 감사(위원) 선임의 건 중에서 동일한 사유 등으로 2회 이상 반대의결권을 행사한 기업 중, 반대의결권 행사 횟수, 안건의 중요도, 개선여지, 보유비중 등을 고려하여 선정

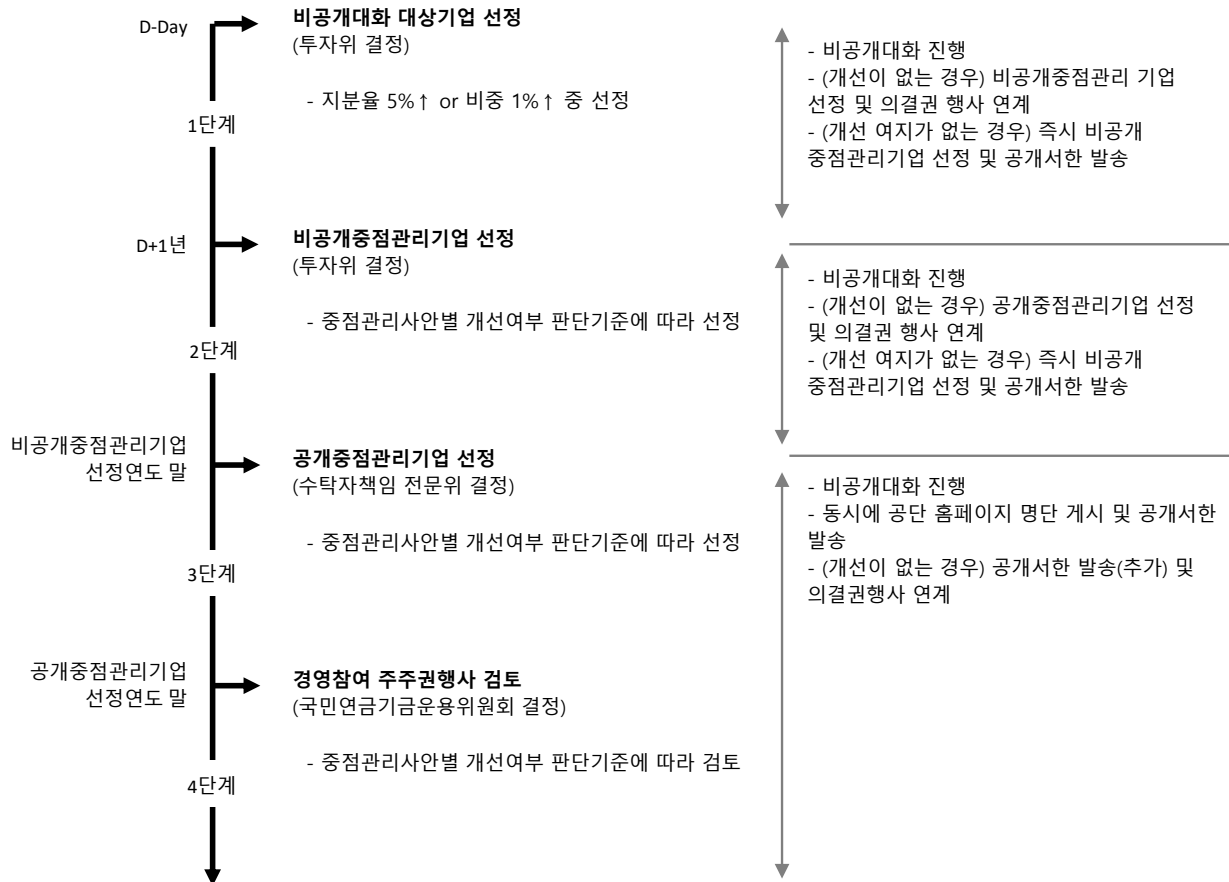
자료: 국민연금공단, iM증권 리서치본부

표6. 중점관리사안 및 예상하지 못한 우려에 대한 수탁자 책임 활동

구분	중점관리사안	예상하지 못한 우려
목적	주주가치 제고 및 금금의 장기수익성 제고	
행사 내용	해당 사안에 대한 개선 요구	해당 우려에 대한 개선 요구
기업과의 대화	(대상) 지분율 5% 이상 또는 보유 비중 1% 이상 투자기업을 대상으로 중점관리사안 대상 기업 선정 기준에 해당하는 기업 (내용) 기업과 우호적 대화 채널을 구축하여, 주주가치를 제고할 수 있는 조치계획 및 개선대책 수립 유도 * 비공개 원칙, 대화를 거부하는 등 개선여지가 없을 시 공개서한 발송	(대상) 컨트리버설 이슈 중대성 평가와 ESG 등급 정성 평가를 실시 후, 투자위원회에서 비공개 대화를 실시하기로 의결한 기업 * 기업 가치에 영향을 미칠 수 있는 사건이나 쟁점이 되는 이슈를 총칭 (내용) 기업과 우호적 대화 채널을 구축하여, 주주가치를 제고할 수 있는 조치계획 및 개선대책 수립 유도 * 비공개 원칙, 대화를 거부하는 등 개선여지가 없을 시 공개서한 발송
비공개, 공개 중점관리기업 선정	(대상) 일정기간 기업과의 대화에도 불구하고, 개선이 없는 기업 (내용) 중점관리기업으로 지정하고 지속적으로 개선 유도 * 비공개 원칙, 지정 후 연도 말까지 개선이 없는 경우, 수탁자 책임 전문위원회가 대상 명단 공개여부 결정	해당 없음
경영참여(주주제안)	(대상) 일정기간 기업과의 대화에도 불구하고, 개선이 없는 기업 (내용) 기금운용위원회가 개선 여부 검토하여 경영참여 주주권행사 여부 결정 * 기업의 배당정책 수립 관련 공개 중점관리기업에 한하여, 개선이 없는 경우 수탁자책임전문위원회 의결로 다른 소수주주의 주주제안에 참여하거나, 직접 주주제안 가능	(대상) 일정기간 기업과의 대화에도 불구하고, 개선이 없는 기업 (내용) 수탁자책임전문위원회의 논의를 거쳐, 필요한 경우 기금운용위원회 의결에 따라 경영참여 주주권 행사 여부 결정

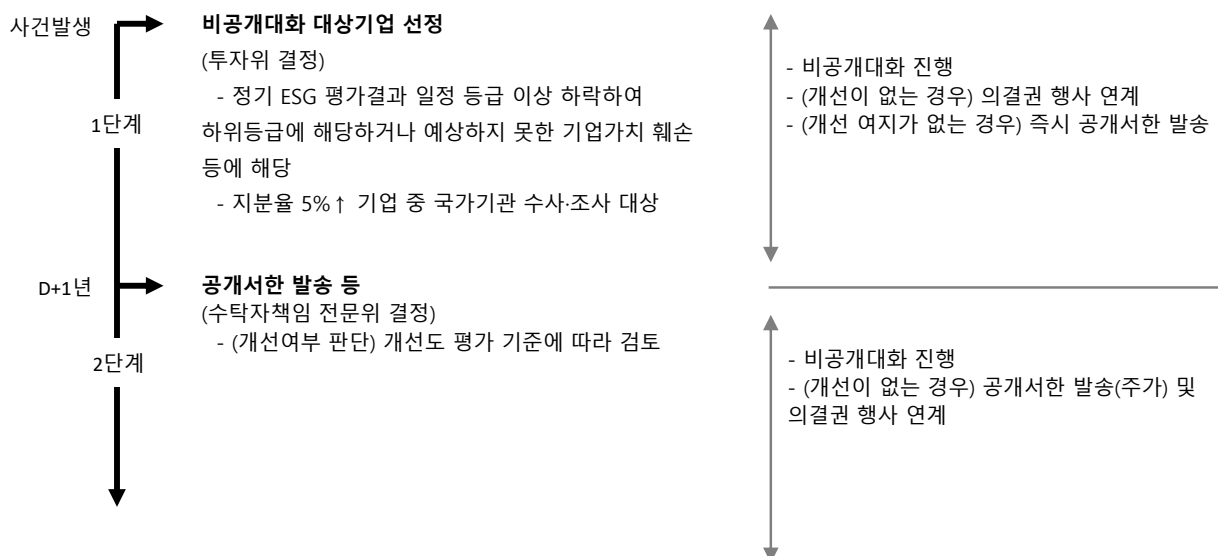
자료: 국민연금공단, iM증권 리서치본부

그림1. 중점관리사안에 대한 수탁자 책임 활동 수행 단계



자료: 국민연금공단, iM증권 리서치본부

그림2. 예상하지 못한 우려에 대한 수탁자 책임 활동 수행 단계



자료: 국민연금공단, iM증권 리서치본부

표7. 소송 제기

구분	주주대표소송	손해배상소송
목적	투자대상 기업의 장기적인 주주가치 증대에 기여	
소송내용	(대상) 기금 투자 대상 기업에 재직하였거나 재직 중인 이사 및 감사 등	(대상) 기금 투자 대상 자산(주식, 채권, 부동산 등)과 관련하여 법령 및 관련 규정의 위반행위 등으로 인하여 기금에 손해를 가한 기업 또는 그 임직원 등
	(내용) 손해배상책임 뿐만 아니라, 이사 등이 기업에 대해 부담하는 모든 책임을 대상으로 기업이 책임 추궁을 게을리 하는 경우 소제기	(내용) 법률상 사업보고서 등의 거짓 기재 등에 대한 투자자 소송 및 투자자(주주, 채권자 등)로서 추궁할 수 있는 모든 손해배상 책임에 대한 소제기
소제기검토	(검토사항) 제소 요건, 승소 가능성, 소송 실익, 위반 행위, 손해액 등을 고려	(검토사항) 제소 요건, 승소 가능성, 소송 실익, 위반 행위, 손해액 등을 고려
	(타주주 요청) 제소 요건 충족에 필수적인 경우에 한해 소송 제기 여부 검토	(외부자문) 전문성 있는 법무법인 등 외부 기관으로부터 승소가능성 등에 대한 자문을 받아 결정의 객관성과 전문성을 보완하며, 법무법인은 준법지원실, 기타 자문기관은 대상자산(주식, 채권, 부동산 등)의 소관부서가 주관하여 선정
	(외부자문) 전문성 있는 법무법인 등 외부 기관으로부터 승소가능성 등에 대한 자문을 받아 결정의 객관성과 전문성을 보완하며, 법무법인은 준법지원실, 기타 자문기관은 대상자산(주식, 채권, 부동산 등)의 소관부서가 주관하여 선정	
	(소제기 결정) 투자위원회 또는 수탁자책임전문위원회가 소제기 여부 결정	
소제기결정	(소제기 청구) 수탁자책임실은 준법지원실의 사전 법률검토를 거쳐 기업에 대하여 소제기 청구	(소제기 결정) 투자위원회 또는 수탁자책임전문위원회가 소제기 여부 결정
	(소송 의뢰) 소제기 청구 이후 30일이 경과하도록 회사가 소송을 제기하지 않는 경우, 수탁자 책임실은 준법지원실에 소송의뢰	(소송 의뢰) 해당 증권 등의 소관부서는 준법지원실에 소송 의뢰
소송 수행	(소송대리인 선임) 전문성 있는 법무법인 등을 사전에 복수로 선정하여 필요에 따라 수의계약 또는 제한경쟁을 통해 즉시 선임	(소송대리인 선임) 전문성 있는 법무법인 등을 사전에 복수로 선정하여 필요에 따라 수의계약 또는 제한경쟁을 통해 즉시 선임
	(소송 수행) 준법지원실은 대표 소송에 관한 소송 제기, 소송 고지, 변론, 상소 등의 제반 소송 사무를 담당	(소송 수행) 준법지원실은 소송 제기, 소송 고지, 변론 상소 등의 제반 소송 사무를 담당

자료: 국민연금공단, iM증권 리서치본부

3. 기업의 사회적 책임(CSR)을 비즈니스 모델에 내재화 시켜 밸류를 창출시킨다

(1) 기업의 사회적 책임(CSR)이 공유가치 창출(CSV) 비즈니스 모델로 진화

사회적 가치는 사회, 경제, 환경, 문화 등 모든 영역에서 개인이 아닌 지속가능한 공공의 이익과 공동체 발전에 기여할 수 있는 가치를 의미한다.

이에 따라 기업의 사회적 책임(CSR, Corporate Social Responsibility)은 기업 스스로가 자신의 사업을 수행할 때나 이해관계자와의 상호관계에서 자발적으로 사회적 가치 요소들을 함께 고려하는 것으로서, 기업이 이익을 창출하는 것만을 목적으로 하는 것이 아니라 자발적으로 이해관계자와 사회 나아가 환경까지 고려한 의사결정을 하면서 실행하고 있다.

이렇듯 사회적 가치에 기반을 둔 사회적 책임(SR, Social Responsibility)이라는 개념은 기업의 사회적 책임(CSR)에서 비롯되었다. 왜냐하면 기업에 대하여 책임경영, 윤리경영, 준법경영 등을 표준화, 구체화하는 과정에서 ISO 26000(국제표준화기구가 제정한 기업의 사회적 책임에 대한 국제표준)이 제정되었으며, 여기에서 기업을 포함한 모든 조직의 사회적 책임을 강조하면서 사회적 책임 개념이 확산되었기 때문이다.

1960년대 미국에서 기업의 사회적 책임(CSR)이 등장할 당시에는 기업의 사회적 책임은 이익을 올려 고용을 늘리고 임금을 더 지불하고 세금을 많이 내는 것으로 간주되었다. 즉, 한 기업에 이익이 창출되면 그 기업의 수익이 투자자에게는 배당으로, 종업원에게는 급여로, 정부에는 세금으로 분배되기 때문에 기업에 좋은 것은 결국 사회에도 좋은 것이라는 인식을 가지고 있었다.

이러한 기업의 사회적 책임(CSR)은 마이클 포터와 마크 크레이머가 제시한 공유가치 창출(CSV, Creating Shared Value)로 진화하였다.

공유가치 창출(CSV)은 기업의 사회적 책임 역량이 기업 경영에 큰 영향을 주는 것에 착안해, 사회문제 해결을 기업의 본 사업과 연계해 장기적인 경쟁우위를 확보한다는 전략으로 사회문제를 해결하는 성장전략이다. 즉, 경제적 가치와 사회적 가치를 동시에 창출하여 공유가치의 총량을 확대하는 비즈니스 모델로서 사회적 이익과 기업의 성과를 연결하는 경영전략이다.

여기에서 공유가치(SV)는 제품/서비스와 시장의 혁신, 밸류체인의 재구성, 상생적 기업생태계 구성 등을 통해 사회적 가치를 가격기구에 통합하여 비즈니스에 내재화하는 것을 의미하며, 이렇게 창출한 사회적 가치를 전략적으로 활용하여 새로운 경쟁우위를 확보하는 것이다.

이에 따라 기업의 사회적 책임이 기업 경영의 주요한 축으로 자리 잡기 시작하였다.

이제 기업에서는 지속가능한 성장을 위해서 이러한 공유가치(SV)를 기업 비즈니스 모델에 내재화함으로써 사회적 가치를 창출해야 한다. 이에 따라 ESG 요소들이 경영 활동 의사결정구조에서 중요한 이니셔티브가 되고, 이를 통한 중장기적인 시장 경쟁력 확보의 수단으로 가능하다는 점에서 경영 전략을 수립할 때 중요하게 고려해야 하는 핵심 요소가 되어 가고 있다.

무엇보다 ESG 관련 사회책임투자(SRI)가 기업의 사회적 책임(CSR) 성과를 투자 의사결정의 중요한 기준으로 삼고 있기 때문에 기업의 사회적 책임(CSR) 활성화의 기반을 마련할 것이다.

한편, 기업의 사회적 책임(CSR) 및 공유가치(SV) 활동을 통해 실제 창출된 사회적 가치를 사회성과라고 한다.

기업회계에서 재무성과를 기준으로 기업의 경제적 가치창출 활동을 평가하듯이, 기업활동의 사회성과를 측정/평가함으로써 기업의 사회적 가치 창출 정도를 판단할 수 있다.

사회책임 차원의 사회성과는 주로 기업의 지속가능성보고서를 보고 판단할 수 있다. 이 보고서는 기업 입장에서 사회를 이해관계자의 집합으로 가정하고, 이해관계자 관련 사회성과를 측정한 일종의 사회적 회계보고서이다.

이를 바탕으로 투자자에게 사회성과 정보를 제공하는 각종 ESG 지수(index)와 평가도구 등이 개발되어 널리 활용되고 있다.

공유가치(SV) 차원의 사회성과는 화폐가치로 측정하는 것이 바람직하다. 그래야 다양한 사회적 가치의 비교가능성이 높아져 사회성과를 시장의 가격기구에 통합하기가 쉬워지고, 비즈니스 의사결정 과정에서 사회적 가치와 경제적 가치를 동일한 기준과 단위로 평가할 수가 있기 때문이다.

이에 따라 공유가치(SV)의 사회성과는 주로 제품/서비스, 프로세스, 가치사슬, 커뮤니티에서 발생한 사회적 편익과 비용을 화폐가치로 환산하여 합산하는 방식으로 측정한다.

특히 제품/서비스를 통해 발생하는 사회적 차원의 삶의 질 개선 성과가 중요한데, 이 성과는 매출액 또는 생산량에 비례해서 증가하기 때문에 사회성과에서 가장 큰 비중을 차지한다.

표8. 마이클 포터와 마크 크레이머의 CSV 학문적 발전

	1기(2002)	2기(2006)	3기(2011)
논문명	The Competitive Advantage of Corporate Philanthropy	Strategy & Society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility	The Big Idea: Creating Shared Value
기업의 책임과 목적	- 자발적 사회 공헌을 통한 경쟁우위 확보	- 전략적 CSR을 통한 기업과 사회의 가치 창출	- 공유 가치 창출을 통한 기업과 사회의 동시 발전과 성장
책임의 성격	- 자발적, 대응적 - 외부의 요구에 대응하는 책임	- 의무적, 전략적 - 기업 사회공헌 활동을 경쟁력으로 인식	- 전략적 - 사회문제 해결을 전략적 비즈니스로 모델화하여 이윤 창출
가치 실현	- 시스템 구축 - 생산, 관련/자원산업, 전략/조직 경쟁상황, 수요	- 기업과 사회의 상호의존성 인식	- 제품과 시장 재인식

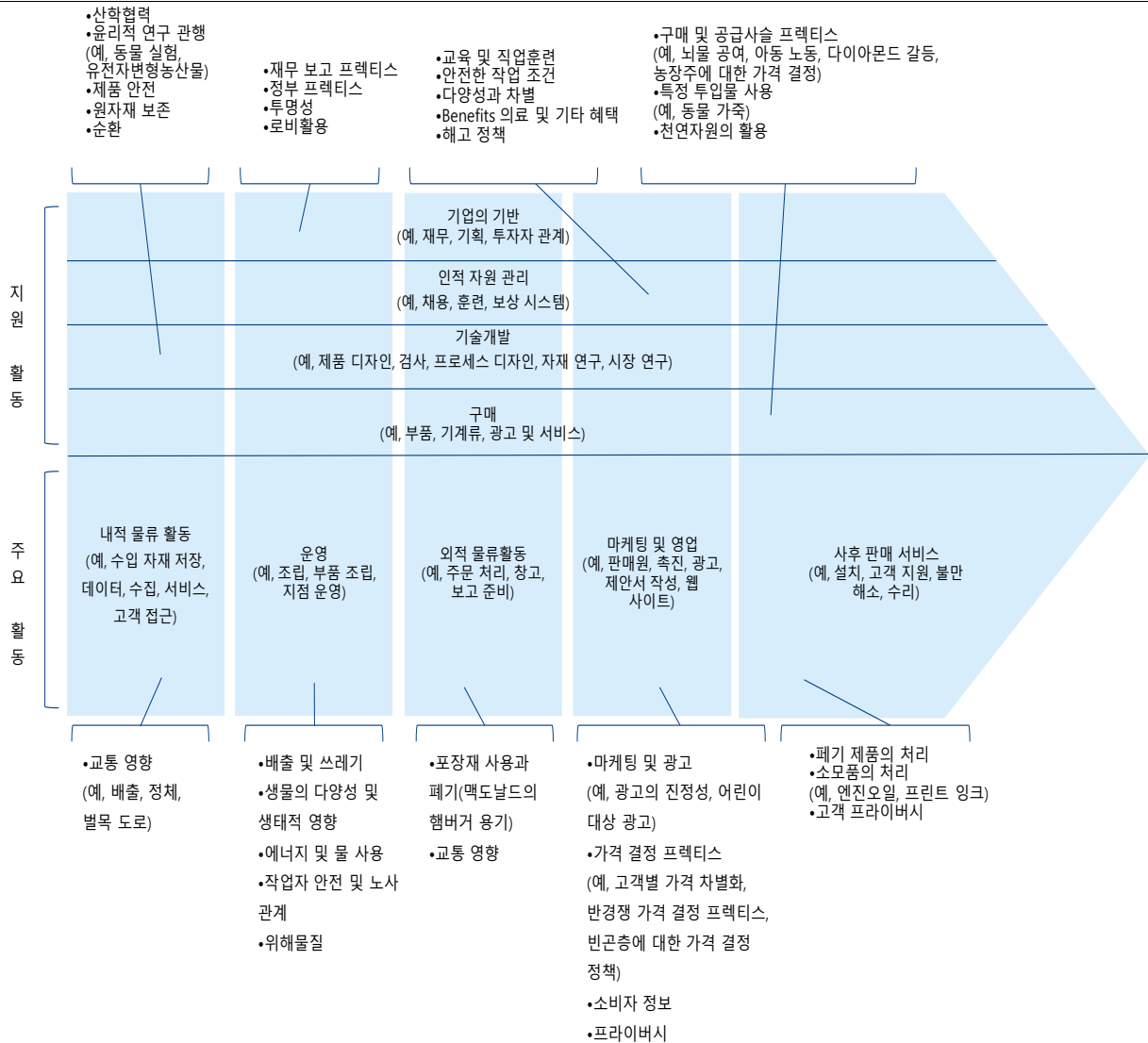
자료: 산업통상자원부, iM증권 리서치본부

표9. 공유가치창출 성과 측정

유형	기업 가치	사회적 가치
제품과 서비스 혁신	- 매출 증대	- 환자치료 향상
	- 시장 점유율 증대	- 탄소 저감
	- 시장 성장 증대	- 영양 향상
	- 수익성 향상	- 교육 향상
가치사슬 혁신	- 생산성 증대	- 에너지 절감
	- 유통과 운영비 절감	- 물사용 절감
	- 협력사 보호	- 원재료 절감
	- 품질 향상	- 직무기술 향상
	- 수익성 향상	- 임금 인상
지역 비즈니스 환경 개선	- 원가 절감	- 교육 향상
	- 협력사 보호	- 고용창출 향상
	- 공급망 인프라 향상	- 의료 개선
	- 노동력 확보 향상	- 수익 증대
	- 수익성 향상	

자료: FSG, Measuring Shared Value - How to Unlock Value by Linking Social and Business Results, iM증권 리서치본부

그림3. CSV 구현을 위한 밸류체인 분석도



자료: M. Porter(2008), iM증권 리서치본부

(2) 지속가능발전목표(SDGs) 등을 통한 비즈니스 모델 혁신으로 밸류 향상을 도모

1) 지속가능발전목표(SDGs) 17개 목표는 사회발전, 경제성장, 환경보존 세 가지 축을 기반으로 하고 있음.

2000년 유엔 지속개발위원회(UN Commission on Sustainable Development)가 설립되어 세계의 빈곤을 절반으로 줄이겠다는 목표를 수립하고 절대 빈곤 및 기아퇴치, 보편적 초등교육 달성, 남녀평등 및 인권시진장 등의 8대 실행목표하에 21개 세부목표를 제시하고 이를 실행하였던 MDGs(Millennium Development Goals) 활동이 2015년에 활동기한 만료로 종료되면서 유엔은 인류의 번영과 행복을 위한 새로운 목표를 제시하게 되는데 이것이 지속가능발전목표(SDGs, Sustainable Development Goals)이다.

지난 2015년 9월 193개 유엔 회원국 정상들이 모여, 2016~2030년까지 국제사회가 함께 달성해야 할 지속가능발전목표(SDGs)를 공식 채택하였다. 즉, 전 세계 정부, 기업, 시민사회 등 모든 이해관계자들의 폭넓은 의견수렴과 논의를 거쳐, 2030년까지 달성해야 할 17개 목표와 더불어 169개 세부목표를 수립하였다. 이는 개도국뿐만 아니라 선진국 모두가 보편적으로 적용하고 추진해야 할 광범위한 발전 목표이며, 누구도 소외되지 않는 모두의 발전을 원칙으로 한다.

지속가능발전목표(SDGs)의 17개 목표는 사회발전, 경제성장, 환경보존 세 가지 축을 기반으로 하고 있다.

먼저 17개 목표 중 목표1부터 목표6은 사회발전 영역의 목표로, 이 목표의 달성을 통해 빈곤퇴치 및 불평 등을 해소하고 인간의 존엄성을 회복하고자 한다.

목표8부터 목표11은 경제성장을 달성하기 위한 목표이다. 무분별한 개발을 통한 경제규모의 성장을 의미하는 것이 아니라 모든 사람들이 양질의 일자리를 통해 적절한 수준의 생계를 유지할 수 있도록 포용적인 경제환경을 구축하고 지속 가능한 성장 동력을 만드는 것을 목표로 하고 있다.

목표 7, 12, 13, 14, 15는 생태계를 보호하기 위한 목표이다. 현재 지구는 극심한 기후변화와 그로 인한 자연재해로 몸살을 앓고 있을 뿐만 아니라, 선진국에서의 대량 생산과 대량 소비는 환경을 오염 시키며 지구의 자원을 고갈시키고 있다. 이에 따라 환경을 보호하고 지속 가능한 지구를 만들기 위한 목표가 여기에 포함되어 있다.

1번부터 15번까지의 목표가 지속가능한 발전을 위해 달성해야 하는 목표라면 16번과 17번은 이 목표들을 달성하기 위한 조건 및 방법을 담은 목표라고 할 수 있다. 즉, 16번은 정의롭고, 평화로우며 효과적인 제도를 구축하는 것이며, 17번 목표는 이 모든 목표를 달성하기 위하여 전 지구적인 협력이 필요하다는 내용이다.

국제사회는 기업이 지속가능한 발전을 이루기 위해 주도적인 역할을 하도록 요구하고 있으며, 이미 기업들이 제시하는 다양한 솔루션들은 사회 문제해결 및 지속가능발전목표 달성에 중요한 열쇠가 되고 있다.

2) 기업의 밸류체인에서 지속가능발전목표(SDGs) 수행을 통하여 창출하는 사회적 가치는 수익증가, 비용감소 등의 경로로 밸류 향상의 원천이 될 수 있음

지속가능발전목표(SDGs) 이행의 대전제는 기업의 규모, 업종, 활동 국가나 지역에 상관없이, 모든 기업은 현재와 미래 세대의 지속가능성을 저해하지 않도록 인권, 노동, 환경, 반부패와 관련된 법과 제도를 준수하며, 국제 기준들을 지지하고 이행해야 한다.

무엇보다 기업들은 지속가능발전목표(SDGs)를 비즈니스와 연계하고 이행해나가면서 새로운 성장 및 비즈니스 기회를 발견하고 법, 평판, 사업 리스크를 줄이는 한편, 이해관계자와의 커뮤니케이션에도 매우 유용한 톨로 사용되어야 한다.

기업 내부적으로 효과적인 지속가능발전목표(SDGs)를 위해서 먼저, 기업의 밸류체인 전반에서 긍정적 영향을 극대화하는 영역과 부정적 영향을 최소화할 수 있는 영역을 산업별/지역별 특성에 맞게 파악하여, 기업이 중점을 두어야 할 지속가능발전목표(SDGs)의 우선 순위를 정해야 한다.

지속가능발전위원회(BSDC) 보고서에 따르면, 지속가능한 비즈니스 모델은 2030년까지 최소 12조 달러 가치에 준하는 경제적 기회와 3억 8천여 개의 일자리를 창출하며, 기업이 지속가능발전목표(SDGs)를 기업 전략에 통합할 경우 경제 전반에서 8조 달러의 부가적인 가치가 발생될 것으로 예상하고 있다.

전 세계적으로 지속가능발전목표(SDGs)를 기업 전략에 내재화하는 추세이며, 연기금 및 투자자 의사결정에 기업의 지속가능발전목표(SDGs) 등을 고려하고 있다.

이에 따라 기업의 밸류체인에서 지속가능발전목표(SDGs) 수행을 통하여 창출하는 사회적 가치는 수익증가, 비용감소 등의 경로로 기업가치 향상의 원천이 될 수 있다.

친환경적 등의 사회적 가치를 창출하는 비즈니스 모델의 경우 친환경적 소비를 하고 싶은 소비자들에게 경쟁우위의 요소로 작용하여 신규시장을 개척하거나 기존 시장을 확대하는 데 도움이 되면서 매출 증가로 기업가치를 증대시킬 수 있을 것이다.

비용 감소 측면에서는 자원의 재활용, 준법 리스크 관리 시스템 등이 불필요한 비용을 최소화 시킬 수 있으며, 지속가능발전목표(SDGs)와 관련된 투명한 공시 등은 정보 비대칭 해소로 인한 자본조달비용 등을 감소 시키면서 기업가치가 개선 될 수 있을 것이다.

그림4. 지속가능발전목표(SDGs) 17 개 목표



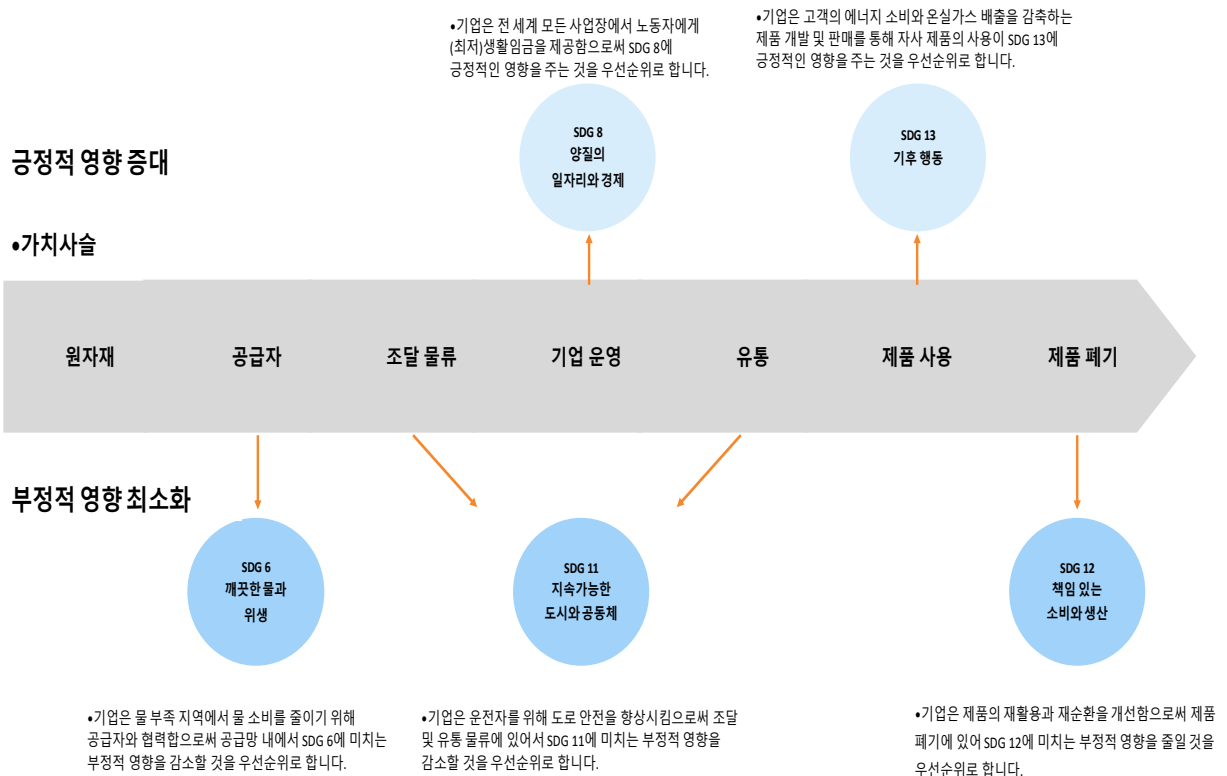
자료: KoFID, KOICA, iM증권 리서치본부

표10. 지속가능발전 17 개 목표

구분	내용
목표 1.	모든 형태의 빈곤을 모든 지역에서 종식시킨다.
목표 2.	기아를 종식하고, 식량안보 및 영양 개선과 지속 가능한 농업을 증진한다.
목표 3.	건강한 삶을 보장하고 모든 세대의 복지를 증진한다.
목표 4.	모두를 위한 포용적이고 공평한 양질의 교육 보장 및 평생학습 기회를 증진한다.
목표 5.	양성평등 달성 및 모든 여성과 여아의 역할을 강화한다.
목표 6.	모두를 위한 식수 및 위생시설의 접근성을 확보하고 지속 가능한 관리를 보장한다.
목표 7.	모두를 위한 적정 가격의 신뢰성 있고 지속 가능한 현대적인 에너지의 접근을 보장한다.
목표 8.	지속적, 포괄적, 지속 가능한 경제 성장을 촉진하며, 완전하고 생산적인 고용 및 모두를 위한 양질의 일자리를 증진한다.
목표 9.	복원력 있는 인프라 시설을 구축하고 포용적이고 지속 가능한 산업화를 촉진시키며 혁신을 장려한다.
목표 10.	국가 내, 국가 간 불평등을 완화한다.
목표 11.	포용적이고 안전하고 복원력이 있으며 지속 가능한 도시와 인간 거주지를 조성한다.
목표 12.	지속 가능한 소비 및 생산 양식을 보장한다.
목표 13.	기후 변화와 그 영향에 대처하는 긴급 행동을 시행한다.
목표 14.	지속 가능한 발전을 위한 해양, 바다, 해양 자원을 보호하고 지속 가능하게 이용한다.
목표 15.	육상 생태계를 보호, 복원 및 지속 가능하게 이용하고, 산림을 지속 가능하게 관리하며, 사막화와 토지 황폐화를 방지 및 복원하고, 생물 다양성의 손실을 방지한다.
목표 16.	지속 가능한 발전을 위해 평화롭고 포용적인 사회를 촉진하고, 모두를 위한 사법 접근성을 확보하여, 모든 차원에서 효과적이고 신뢰할 수 있는 포용적 제도를 구축한다.
목표 17.	이행수단 강화 및 지속 가능 발전을 위한 글로벌 파트너십을 확대한다.

자료: SDG Compass, iM증권 리서치본부

그림5.밸류체인에 상응하는 SDGs 맵핑 예시



자료: SDG Compass 웹사이트, iM증권 리서치본부

4. ESG 관련하여 기업 밸류의 상승은 단순 평가에서 나오는 것이 아니라 밸류체인에 내재화 된 비즈니스 모델 개선에서 나온다

기업의 사회적 책임(CSR)이 확장되고 보편화됨에 따라 ESG에 기반한 투자가 활성화 되고 있다.

그러면 ESG에 기반한 투자측면에서 기업이 사회적 책임(CSR)을 완수하여 ESG에 대한 평가가 우수하게 나온다면 과연 그 기업의 밸류가 상승할 수 있을까?

ESG 평가의 경우 본질적으로 주관적이고 추상적인 내용을 수치화하여 평가하기 때문에 평가의 자의성이 들어갈 수 밖에 없는 한계가 존재한다. 이러한 한계를 극복하기 위해서는 ESG 공시 기준이 통일되어 각 기업들이 통일된 형식으로 데이터를 공시하게 되면 좀 더 일관성 있는 ESG 평가가 가능할 것이다.

이러한 ESG 평가의 한계 때문에 ESG 평가가 우수한 기업이 밸류 상승으로 이어질 수 있는지 여부는 통계상 미약한 상관관계만 존재하고 인과관계는 존재하지 않고 있다.

이에 따라 ESG 관련하여 기업 밸류의 상승은 단순 평가에서 나오는 것이 아니라 밸류체인에 내재화 된 비즈니스 모델 개선에서 나온다고 볼 수 있다. 즉, 기업의 밸류체인에서 지속가능발전목표(SDGs) 수행을 통하여 창출하는 사회적 가치가 실질적으로는 수익증가, 비용감소 등의 경로로 이어져 개선되어야 밸류 향상의 원천이 될 수 있을 것이다.

특히 지속가능경영보고서의 경우 지속가능성을 확보하기 위한 미래 성장동력에 ESG가 어떤 측면에서 역할을 할 수 있는지와 더불어 목표 등이 제시되어야 피드백 등이 가능해져 밸류 상승의 정보로 활용할 수 있는데, 대부분의 지속가능경영보고서는 이 만큼의 사회적 가치를 달성했다는 단순 보여주기식 이거나 홍보용 측면이 강하다.

기업은 끝임 없이 성장해야 지속가능성이 있는 것이고, 이러한 성장에는 ESG 요소가 가미되어서 이해관계자 모두에게 공감대가 형성되어야 지속가능성이 그 만큼 높아진다.

따라서 ESG 관련 단순 평가 점수가 아니라 ESG 요소가 밸류체인에 내재화 되어 개선될 수 있어야 밸류를 상승시킬 수 있으며 이러한 기업에 투자하는 것이 ESG 투자가 단순 마케팅용이나 트렌드가 아닌 지속가능한 투자로 정착되는 길이라고 판단된다.

5. E(환경)과 S(사회) 이슈를 G(지배구조)가 유기적으로 관리해야 기업의 지속 가능성이 높아지면서 밸류 상승

그 동안 ESG 등 기업의 지속가능성에 관한 논의는 지속가능보고서의 공개 혹은 다른 유형의 기업의 사회적 책임(CSR)에 관한 홍보 등에 초점이 맞춰져 있었다. 이 때문에 지속가능보고서 작성은 회사의 최고경영진이나 이사회 차원의 큰 상호작용 없이 만들어졌다.

ESG 등 지속가능성 이슈는 핵심 비즈니스 모델 조정과 그와 관련된 기업 전략의 문제이기 때문에, 이러한 기업 지속가능성 전략에 대하여 이사회 차원의 주관과 감독이 필요하다.

이에 따라 이사들은 기업의 단기적 의사결정과 장기적 전략 사이에서 균형을 맞추도록 안내하는 중요한 역할을 수행해야 하므로, 각각의 결정에 따른 위험을 파악한 상태로 모든 이해관계자의 요구사항을 평가해야 한다.

무엇보다 기업의 ESG 정보는 투자자뿐만 아니라 공급망, 정부규제기관, 임직원, 고객 등 다양한 이해관계자가 주목하는 이슈이기 때문에, ESG 관리가 제대로 이뤄지지 않으면 기업의 지속 가능성에 대하여 크게 위협받을 수 있다.

이에 따라 비즈니스 리스크 및 전략의 중심이자 투자자 및 일반 대중과의 신뢰를 구축하는 ESG 원칙의 역할이 더욱 더 강조되고 있다.

ESG가 이사회 의 최대 아젠다가 되면서, 이사회가 ESG를 감독하기 위해 설치할 지배구조 구조도 중요해졌다. 즉, 민첩하고, 선제적이며 일관성 있는 의사결정이 필요하므로 ESG 지배구조를 구축하는 것이 중요하다.

국내 기업은 이사회에서 ESG이슈를 다른 이슈와 함께 다루거나 이사회 내 다른 위원회에서 ESG 이슈를 다루는 경우도 있으며, 이사회 산하 ESG위원회를 따로 만드는 경우 등이 있다.

이와 같은 ESG 이슈를 관리하는 것은 리스크 차원을 넘어 기업의 새로운 가치 창출 도구로서도 활용될 수 있을 것이다.

결국에는 E(환경)과 S(사회) 이슈를 G(지배구조)가 유기적으로 관리해야 기업의 지속 가능성 등이 높아지면서 밸류가 상승할 수 있을 것이다.

II. 지배구조(G) 개선을 통한 밸류업

1. 우리나라에서 기업지배구조(Corporate Governance) 개선의

본질: 경영권을 가진 지배주주와 소액주주 간의 대리인 비용
최소화 ⇒ 주주환원 확대를 통한 밸류업

1) 정보의 비대칭성과 이해 상충 등으로 발생하는 대리인 비용 최소화 ⇒ 기업지배구조 개선으로 기업의 지속가능성과 밸류 등이 높아질 듯

경영자(Agent)는 정보와 경영능력을 소유한 계약당사자이고 주주(Principal)는 경영자에게 경영을 위임하게 되는데, 경영자의 이익과 주주의 이익은 항상 일치하지 않기 때문에 필연적으로 대리인 비용(agency cost)이 발생한다.

이러한 대리인 비용(agency cost)은 주주와 경영자 사이의 이해 상충과 정보의 비대칭성이라는 두 가지 큰 전제하에 발생한다. 즉, 주주가 기업 경영에 관한 정확한 정보가 부족한 상황(정보의 비대칭성)에서 주주 이익과 경영자 이익이 상충할 때(이해 상충) 경영자는 자신의 이익을 추구하기 때문에 대리인 비용(agency cost)이 발생한다.

이러한 대리인 비용(agency cost) 때문에 경영자는 자신이 혜택을 보다 많이 얻는데 집중하고, 재선임을 위해 당장 임기 내에 가시적 성과가 나올 수 있는 단기 프로젝트에 치중하게 되며, 위험이 수반되는 의사결정을 주저하게 된다.

또한 자신의 의사결정을 주위 많은 사람들에게 승인 받거나 이해시켜야 하기 때문에 의사결정과 집행이 느린 경향이 있다.

이러한 대리인 비용(agency cost) 등이 기업지배구조 이슈가 생기는 가장 근본적인 요인이 된다.

대리인 비용(agency cost)는 주주와 경영자 사이의 이해 상충과 정보의 비대칭성이라는 두 가지 전제조건이 모두 충족될 때 발생하는 것이기 때문에 그 중 하나라도 충족되지 않을 경우엔 발생하지 않는다.

즉, 주주가 기업 경영에 대한 상세한 정보를 갖고 있어 정보의 비대칭성이 없는 경우 비록 주주와 경영자 사이에 이해 상충이 있더라도 경영자가 자신의 이익만을 추구하기 어렵다. 또한 비록 정보의 비대칭성이 있더라도 경영자 이해가 주주의 이해와 일치한다면 대리인 비용(agency cost)이 발생하지 않는다.

이에 따라 대리인 비용(agency cost)을 최소화 시키기 위해서는 기업지배구조(Corporate Governance)를 수단으로 하여 주주와 경영자 간 이해관계를 일치시키고, 정보의 비대칭성 등을 완화해야 한다.

이와 같이 기업지배구조(Corporate Governance)는 기업이라는 경제활동의 단위를 둘러싼 여러 이해관계자간의 관계를 조정하는 메커니즘 즉, 경영 의사결정 규율 메커니즘이다. 이에 따라 기업지배구조(Corporate Governance)는 지배권(control) 또는 소유구조(ownership structure)와는 엄연히 다른 의미다.

보다 구체적으로 기업지배구조(Corporate Governance)는 최적의 기업 자원 활용과 경영 성과 배분 등을 원활하게 이뤄지기 위해서 기업의 대리인 비용(agency cost)을 감소시키는 메커니즘이다.

특히 기업지배구조(Corporate Governance)는 다양한 이해관계자 사이에 발생할 수 있는 이해 상충으로 인해 기업가치가 훼손되지 않도록 구성되어야 한다.

즉, 기업지배구조(Corporate Governance)는 기업의 내부적인 측면(기업 경영의 투명성 제고 및 책임 강화, 이사회 및 감사(감사위원회)의 역할과 기능 정립, 사외이사제도 강화, 감사위원회 설치, 감사의 독립성 제고)과 외부적인 측면(투명한 소유 구조, 안정적인 경영권 확보, 주주 권리의 강화 및 공정성 충족, 금융감독체계 강화)으로 구분하여, 각각의 개선을 통해 기업가치 및 주주 이익의 극대화를 실현시킬 수 있다.

이러한 기업지배구조(Corporate Governance)를 평가하기 위해서는 경영자를 평가하고 보수를 산정하는 기준이 회사 성장 방향과 일치하는지, 회사가 지속 가능한 성장을 위한 비즈니스 모델을 갖추고 있는지 등을 고려해야 한다.

무엇보다 재무제표 등 기업회계가 정보의 비대칭성을 완화하고 지배구조 등을 개선하는데 다양하게 활용된다. 가령, 주주에겐 필요하지 않지만 경영자에겐 필요한 주식, 부동산 등은 회사 투자자본수익률(ROI)을 떨어뜨리는 불필요한 자산이므로 사업과 무관한 계열사 지분을 매각하는 것이 기업지배구조(Corporate Governance) 개선의 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

기업의 중장기 가치를 제고할 수 있는 ESG 관련 요인 등을 통하여 지속가능 경영이 이뤄질 수 있을 것이다. 무엇보다 기업지배구조(Corporate Governance)는 중장기적으로 지속 가능한 기업가치에 영향을 미친다는 측면에서 투자자들이 의사 결정시 중요하게 고려하는 요소이다.

이와 같이 기업지배구조(Corporate Governance)는 지속가능성의 원천이며 척도가 될 수 있기 때문에 ESG 관련 요인 중 가장 중요한 것이 지배구조(G)다. 즉, 투명한 지배구조가 새로운 기업 가치를 창출하고, 기업 발전과 주가 상승이라는 선순환을 만들면서 기업의 지속가능성을 높일 수 있기 때문이다.

2) 지배주주 중심 체제인 기업 의사결정 구조를 일반 주주와 이사회 중심 거버넌스(Governance) 체제로 변화시키는 것 ⇒ 밸류업의 기반 마련

일반적으로 대리인 비용(agency cost)은 주인과 대리인 사이에서 발생한다. 기업과 관련된 대리인 비용(agency cost)의 출발점은 미국, 영국과 같이 소유와 경영이 분리된 상황에서 주주와 그 대리인으로서의 경영자 사이에서 발생하는 사안들에 초점이 맞춰져 있다.

그런데 우리나라의 경우 최적의 기업 자원 활용과 경영 성과의 배분을 방해하는 대리인 비용(agency cost)의 발생 원인으로 경영권을 가진 지배주주에 의한 경영권의 사적 이익 추구를 들 수 있다.

이는 우리나라에서는 경영권을 가진 지배주주가 피라미드식형 혹은 순환출자 등의 소유구조(ownership structure) 등을 통해 전체에 대하여 높은 수준의 지배권(control right)을 확보하고 있기 때문이다.

이에 따라 기업의 자원과 이익을 위법 혹은 편법적 내부거래 등을 사용하여 경영권을 가진 집단이 전용, 도용, 이전하는 터널링(tunneling) 등이 발생하고 있다.

대표적으로 지배주주가 경영권을 2세, 3세에게 승계하기 위하여 가족이 소유하는 계열사를 설립하여 이 계열사에 일감을 몰아주고 해당 계열사의 가치를 높인 후 상장 등을 통하여 상속 자금을 마련하는 행위 등이 여기에 해당된다.

이러한 경영권을 가진 지배주주와 소액주주 간의 대리인 비용(agency cost)은 기업구조 개편 과정에서도 많이 발생한다.

기업구조개편의 경우 기업 또는 사업을 매입, 매각 뿐만 아니라 합병 또는 분할 등 다양한 방법을 통해 가능하다. 그러나 원래 목적인 기업가치 향상을 도모하기 보다는 계열분리 및 승계, 지배권 강화, 법률위험 회피 등 지배주주의 이익을 증진시키기 위한 수단으로 주로 이용하기 때문에 소액주주와의 대리인 비용(agency cost)이 자주 발생한다. 대표적으로 최근 SK이노베이션과 SK E&S 합병 시도와 더불어 두산그룹의 소유구조 재편 등이 여기에 해당된다.

무엇보다 지배주주의 사적이익이 클수록 지배주주가 전체 주주의 이익보다 자신의 이익을 추구하는 내용으로 의사결정을 할 유인이 높기 때문에 일반(소액) 투자자의 주주환원에 대한 수요와 대립되곤 한다. 이는 기업의 배당 성향과도 깊은 관계가 있다. 지배주주가 작은 지분으로도 기업을 지배하고 있어 배당에 인색할 수밖에 없다. 낮은 배당 수익률은 단기 차익 위주의 시장을 형성하는 불합리한 요인으로 작용한다.

이렇듯 기업지배구조(Corporate Governance)가 취약하면 경영권을 가진 지배주주의 사적이익 추구로 인해 대리인 비용(agency cost)을 발생시켜 기업 가치에 부정적 영향을 미칠 뿐만 아니라 사업에도 큰 부담이 된다. 만약 제대로 된 기업지배구조(Corporate Governance)가 구축되어 있다면, 경영권을 가진 지배주주의가 사적이익을 추구하더라도 이러한 행위를 사전적으로 차단 혹은 완화하여 대리인 비용(agency cost)을 낮출 수 있을 것이다.

다른 한편으로는 이와 같이 경영권이 가진 지배주주의 사적이익 추구로 인한 대리인 비용(agency cost)이 전문경영인이 경영권을 가진 기업에게도 적용될 수 있을 것이다.

이는 소유가 분산되어 연기금이나 펀드들이 주로 소유하는 소유분산기업의 경우 경영권을 가진 전문경영인이 자신만의 참호를 파고 그 속에 들어가 별다른 감독을 받지 않으며 자신이 원하는 대로 경영을 하면서 사적 이익을 추구하는 참호구축(entrenchment) 형태의 대리인 비용(agency cost)을 초래하고 있기 때문이다.

이에 따라 정권이 바뀔 때마다 나오는 금융지주회사, 포스코, KT 등에서의 낙하산 CEO 선임 및 CEO의 참호구축(entrenchment) 논란은 우리나라 기업지배구조(Corporate Governance) 문제의 또 다른 한 축을 이루고 있다.

대표적으로 소유분산기업의 경영자가 이사진 구성에 간여하여 자신과 친한 지인들을 이사회와 CEO 추천위원회 등에 포진시켜 놓고 이들을 통하여 자신의 연임을 도모하는 행위 등을 꼽을 수 있다. 이는 이사회의 감독 기능을 약화시켜 기업 가치에 악영향을 미치고 경영 성과에도 부정적인 영향을 주어 왔다. 최근 논의되고 있는 기업 밸류업 프로그램의 핵심 주제이기도 하다.

이러한 환경하에서 코리아 디스카운트를 유발하는 요인은 다양하게 발생할 수 있으나 미국 등 선진시장에 비해 상대적으로 취약한 기업지배구조(Corporate Governance) 등을 들 수 있다. 즉, 지배주주가 사적이익을 추구할 유인은 높은 반면에 지배주주를 견제할 수 있는 소액주주 권리보호 수단, 이사회 기능 등이 취약하다.

이와 같은 지배주주의 과도한 사적이익 추구는 결국에는 소액주주의 정당한 이익을 침해하고 기업가치를 훼손시키는 결과를 초래한다.

한편, 우리나라에서 기업지배구조(Corporate Governance)라는 용어가 일상적으로 언급된 계기는 1997년말 IMF 금융위기 이후이다. IMF는 구제금융을 지원하면서 지배주주 중심 체제인 기업 의사결정 구조를 일반 주주와 이사회 중심 거버넌스(Governance) 체제로 변화시키라고 독려했다.

이는 의사결정체제에서 지배주주의 잘못된 결정을 아무도 반대하지 못하는 오너 리스크를 줄이고 준법, 윤리경영을 효율적으로 실천할 수 있는 기반을 마련하기 위함이다.

당시 IMF는 거버넌스(Governance)체제를 확립하기 위하여 이사회 중심의 기업경영 전환 뿐만 아니라 사외이사제도, 감사위원회제도의 도입을 의무화하고 기업 공시를 강화 할 것을 요구한 바 있다.

이와 같이 우리나라에서의 기업지배구조(Corporate Governance) 개선은 지배주주 중심 체제인 기업 의사결정 구조를 일반 주주와 이사회 중심의 거버넌스(Governance) 체제로 변화시키는데서 시작되었다. 즉, 지배주주 사적이익 추구를 통제하는 것이 우리나라 기업지배구조(Corporate Governance)의 가장 중요한 과제로 자리 잡았다.

이에 따라 지배주주의 무분별한 사적이익 추구를 통제하기 위해 공정거래법, 상법, 세법, 형법 등에 관한 다양한 법 제정과 개선 등이 이루어졌다. 이후에도 지배주주의 횡령 등 각종 사익 편취를 통제하려는 시도는 지속되어 왔다. 2010년대 들어서도 계속되는 법률 개정을 통해 자기거래, 일감 몰아주기, 회사기회 유용 등에 대한 규제가 보다 더 강화되었다.

하지만, 다양한 노력에도 불구하고 소액주주인 외부 일반주주가 주주총회에서 적극적인 의결권 행사를 통해 대리인으로서 경영권을 가진 지배주주의 사적이익 추구를 효과적으로 감독하고 통제할 수 있는 능력은 매우 제한되었다..

아직도 현실은 지배주주가 부당한 사적이익 추구를 위해 경영권을 휘두르는 상황이 지속적으로 발생하고 있지만, 이를 견제해야 할 이사회는 단순 거수기에 그쳐 소액주주의 이익이 제대로 반영하기 힘든 경우가 많다.

이렇게 취약한 기업지배구조(Corporate Governance)가 주식시장 저평가로 이어지면서 코리아 디스카운트 주요 요인으로 작용하고 있다.

이러한 환경하에서 정부에서는 기업 밸류업 프로그램, 자사주 제도 개선 등을 위한 목소리를 높이고 있다. 이는 지배주주의 사익추구를 막아 지배구조를 개선하겠다는 의지가 담긴 것이며, 이런 기조가 지속되면 궁극적으로 기업들의 자사주 소각, 배당확대 등 주주환원정책의 개선으로 옮겨갈 것으로 기대된다.

여기에서 분명히 확인할 점은 PBR이 낮은 상장기업들은 대부분 ROE가 낮기 때문이다. 즉 ROE가 높는데 PBR이 낮은 상장기업은 없다. 대부분의 PBR이 낮은 상장기업들의 경우 이익 증가의 지속성이 현저히 떨어지기 때문에 ROE가 낮은 것이다. 이에 따라 하루 아침에 지속적인 이익 증가를 이뤄 내기가 여간 힘든 것이 아니다. 무엇보다 PBR이 낮은 상장기업들의 경우 주주환원 재원이 충분하지 못한 경우가 많다.

따라서 PBR이 낮은 상장기업들이 단기적으로 ROE를 상승시키는 것은 어렵기 때문에 기업가치 제고 계획에 따라 중장기적으로 접근해야 할 것이다. 하지만 주주환원을 위한 재원이 충분함에도 불구하고 지배주주 사익추구를 위해 주주환원 정책이 제대로 이뤄지지 않는 기업들을 찾기는 어렵지 않다.

특히, 제대로 작동하지 못하고 거수기로 전락한 이사회가 이러한 지배주주 사익추구가 지속될 수 있게 만드는 기반이 되고 있다. 기업 밸류업 프로그램 및 자사주 제도 개선 등을 통해 이사회 중심으로 합리적 의사결정이 이뤄지도록 지배구조를 강화한다면 일반 투자자들의 견제와 감시가 지속적으로 가능해진다.

이에 따라 재원이 충분한데도 불구하고 주주환원 정책을 제대로 시행하지 않는 기업들의 경우, 배당확대와 더불어 자사주 매입 및 소각 등을 통하여 ROE 수준을 상승시켜 기업가치 증대를 꾀할 수 있다.

기업 밸류업 프로그램이 허울만이 아닌 실질적으로 기업지배구조(Corporate Governance)를 개선시키는 탄탄한 기반이 되기를 기대해 본다.

2. 일본판 기업 밸류업 프로그램 ⇒ 주주환원 확대로 인한 자본효율성 개선으로 주식시장 상승의 촉매제 역할

일본 아베 정권은 2012년 12월 출범 이후 일본 경제 활성화를 목표로 완화적 통화정책, 확대 재정정책, 산업 구조개혁 등 세 가지 화살 정책을 발표하였다.

먼저 2013년 4월 일본 BOJ는 양적·질적 금융완화정책(Quantitative and Qualitative Monetary Easing: QQE)의 일환으로 본원 통화량을 연간 60~70조엔씩 증대하고 장기국채의 매입 규모를 연간 50조엔씩 확대하며, 상장지수펀드 및 부동산투자신탁을 연간 1조엔과 300억엔씩 매입할 계획을 발표했다.

일본 중앙은행(BOJ)은 오랜 기간 지속된 경기 침체 및 물가 하락 추세를 벗어나는 것을 목표로, 비전통적 통화수단의 일환으로 대규모 주식 ETF 매입을 추진하였다. 이에 따라 일본 중앙은행(BOJ)은 2013년부터 2023년 말까지 연평균 3~4조엔 규모의 일본 주식 ETF를 꾸준히 매입하였다. 특히 일본 중앙은행(BOJ)은 상장기업 지배구조 개선에 동참하기 위해 ROE (Return on Equity)와 특정 지배구조 항목에 가중치를 부여한 NIKKEI400 지수를 벤치마크로 한 ETF를 매입하였다. 이러한 특정 지배구조 항목에는 독립 사외이사 비중의 과반수 요건, 여성 사외이사·임원 선임 여부, IFRS 도입 여부, 영문공시 여부, 지배구조보고서 공시 여부 등을 포함되어 있다.

둘째, 일본 내각부는 경기부양을 목표로 대규모 확대 재정정책을 발표하였다. 2013년 1월 일본 내각부는 지진복구 및 재해 예방, 지속가능 성장을 통한 부의 창출, 안전시설 확충 및 지역활성화 정책을 목표로 10.3조엔의 재정지출을 포함한 추경 예산안을 마련하였으며 공공사업 투자 확대를 위해 약 5.5조엔 규모의 건설국채 발행 계획을 제시하였다.

무엇보다 2013년 6월 발표한 일본재흥전략의 경우 대표 엔저 정책으로 불리우는 아베노믹스 중 세 번째 화살(산업 구조개혁)인 성장 전략의 구체화한 정책으로 장기 저성장과 고령화에 직면한 일본 경제의 구조적 성장을 위해 기업의 경쟁력 회복을 통한 기업가치 제고가 필요하다는 것이다.

2014년 일본 경제산업성 의뢰로 이토 구니오(Ito Kunio) 히토쓰바시대 교수는 지속가능한 성장을 위한 기업 경쟁력 제고 및 인센티브 검토라는 보고서를 작성하였는데 그 핵심은 기업지배구조 개선을 통한 기업가치 제고다. 즉, 일본 기업들이 주요국 대비 자기자본 이익률(ROE)과 매출액 이익률(Return on Sales:ROS)이 현저히 낮은 문제를 지적하였으며, 일본 기업의 경쟁력 제고를 위해 수익성과 성장성을 높이는 노력이 필요할 뿐만 아니라 일본 정부는 기업지배구조 및 세제 등 다양한 제도를 개선할 필요가 있음을 제시하였다.

이러한 이토 보고서의 정책 제언을 실행하는 주요 수단으로서 일본 금융청은 2014년 스튜어드십 코드를 제정하고 곧이어 도쿄증권거래소(Tokyo Stock Exchange, TSE)와 공동으로 2015년 기업지배구조 코드를 발표하였다.

기관투자자들이 피투자기업의 기업가치 제고 촉구가 필요하다는 인식하에서 2014년 일본 금융청은 수탁자 책임 원칙으로 불리는 스튜어드십 코드를 제정하였다. 당시 일본 스튜어드십 코드에는 수탁자 책임 이행 정책, 이해상충 관리, 의결권 행사, 지속가능성장 등 7가지 원칙을 포함되었으며, 기관투자자들은 스튜어드십 코드를 반드시 준수해야 할 의무는 없지만 기관투자자들이 해당 원칙을 준수하지 않는 경우 미준수 이유를 설명하도록 권고하고 있다.

2014년 일본 공적연금(Government Pension Investment Fund, GPIF)은 스튜어드십 코드를 도입함에 따라 2023년까지 스튜어드십 코드에 331개 기관투자자가 가입하였다.

또한 2015년 일본 공적연금(GPIF)은 UN 환경계획 및 UN 글로벌 콤팩트의 파트너로서 책임투자를 지향하는 투자자 이니셔티브인 PRI(Principles for Responsible Investment)에 서명함에 따라 일본 공적연금(GPIF)의 투자운용원칙에 모든 투자자산에 대해 ESG요소를 반영한다는 내용도 추가하였다.

이러한 환경하에서 일본 금융청은 2017년과 2020년 두 차례의 스튜어드십 코드 개정을 통해 기관투자자로 하여금 의결권 행사 내역을 공시하도록 하고, ESG 요소 고려를 핵심 원칙에 포함시켰다.

2015년에는 상장기업 스스로 기업가치를 높이고, 주가 상승분을 투자자가 향유하는 것을 목표로 도쿄증권거래소(TSE)에 의해 기업지배구조 공시가 의무화됨에 따라 상장기업을 대상으로 한 지속적인 기업가치 향상을 위한 체제정비가 이루어졌다.

이러한 기업지배구조 공시에서는 상장기업의 투명성과 공정성을 높이고, 이사회와 주주책임을 강화한다는 측면에서 주주에 대한 수탁자 의무와 더불어 지배주주와 일반주주 간의 이해충돌 회피 의무 등을 명시하였다.

일본 금융청과 도쿄증권거래소(TSE)는 스튜어드십코드 개정에 맞추어 2018년과 2021년에 기업지배구조 코드를 개정하였다. 2018년 1차 개정에서는 정책보유 주식, 자산소유자 등에 관한 원칙과 보충원칙을 확대하였으며, 2021년에는 이사회와 독립성 및 다양성을 강화하고, ESG 공시를 확대하며, 전자투표 플랫폼 구축 등을 통해 주주권리를 제고하였다.

일본 금융당국에서는 스튜어드십 코드와 기업지배구조 코드의 상호 작용을 강조하였다. 이에 따라 일본 공적연금(GPIF)은 상장기업의 의결권을 위임한 자산운용사로 하여금 피투자기업 기업지배구조 개선을 촉구할 뿐만 아니라 위탁운용사 선정 시 피투자기업에 대한 자본 효율성, 공시 이행 여부, 기업지배구조 개선 사항, 기후변화 대응 현황 등을 반영하고 있으며, 최근 자본 효율성과 기업 지배구조개선 사항에 대한 중요도를 상향하고 의결권 행사 내용을 구체적으로 공시하고 있다.

이러한 스튜어드십 코드 및 기업지배구조 코드를 기업 성장전략의 핵심으로 삼았으며 기업의 지속적인 성장에 대한 초석을 다졌다.

다른 한편으로는 2022년 4월 일본 금융청과 일본거래소그룹(JPX)은 상장유지 조건을 강화할 뿐만 아니라 상장기업의 지배구조 개선을 제고하는 측면에서 1부 거래소 시장, 2부 거래소 시장, 마더스(Mothers) 사장, 자스닥(JASDAQ) 스탠다드(Standard) 시장, 자스닥(JASDAQ) 그로스(Growth) 시장 등 기존 5개 거래소 시장에서 프라임(Prime)(대기업 중심) 시장, 스탠다드(Standard)(중견 기업 중심) 시장, 그로스(Growth)(신흥 기업 자금 조달 목적) 시장 등 3개로 재편하였다.

특히 주요 대기업이 편입되는 프라임 시장에서는 해외 투자자가 요구하는 정보 공시 기준과 더불어 기업 관여(Engagement) 요건이 도입되었다. 또한 일본거래소그룹(JPX)은 프라임 시장 상장기업의 경우 독립적인 사외이사 비율을 이사회 구성원의 최소 1/3 이상 유지하고 독립적인 사외이사로 하여금 회사의 조연자와 감독자 임무를 수행하도록 할 뿐만 아니라, 독립적인 사외이사 중 한 명을 이사회 의장으로 임명하도록 요구하였다.

이러한 환경하에서 지난해 3월 도쿄증권거래소(TSE)는 PBR이 1배 미만인 동시에 ROE가 8% 미만인 일본 상장기업의 비율이 프라임 시장 기준 약 49% 이상 된다는 문제점을 제기하였다. 이에 따라 도쿄증권거래소(TSE)에서는 프라임과 스탠다드 시장 상장기업들을 대상으로 자본효율성 제고 및 지속가능한 성장성을 높이기 위해 일본판 기업 밸류업 프로그램인 <자본효율성과 주가를 고려한 경영>의 실천 방침과 구체적인 이행 목표를 매년 공개하도록 요구하였다.

일본판 기업 밸류업 프로그램인 <자본효율성과 주가를 고려한 경영>의 프로세스는 현황의 분석, 개선 계획의 수립과 공시, 실행 등으로 구성되었다.

먼저 해당 기업의 PBR과 ROE를 정확히 파악하고, 그 내용과 시장평가에 관해 이사회에서 현황분석과 평가를 실시한다.

그 다음 개선방법과 목표, 기간 등 구체적 추진방안을 이사회에서 검토 및 수립하고, 해당 내용을 현황 평가와 함께 투자자에게 알기 쉽게 공시한다.

이러한 개선 계획을 기반으로 <자본효율성과 주가를 고려하는 경영>을 추진하고, 공시된 정보를 기반으로 투자자와 적극적으로 소통하며 소통 결과를 공시해야 한다.

사업보고서, 결산설명자료, 경영전략, 자사 홈페이지 등에 일본판 기업 밸류업 프로그램인 <자본효율성과 주가를 고려한 경영>의 프로세스 내용에 대한 진행상황 및 이행 여부 등을 기재할 것을 권고하였다.

이에 대하여 도쿄증권거래소(TSE)는 기업지배구조 보고서 작성 가이드라인을 개정하였다. 즉, 기업지배구조 원칙에 따른 공시 부분에 일본판 기업 밸류업 프로그램인 자본비용과 주가를 고려한 경영 및 주주와의 대화 경과에 대해 공시하고 있는 경우에는 영문 공시 여부 및 열람방법, 공시하지 않고 검토중인 경우에는 구체적인 검토 상황 및 공시 예정 시기 등을 기재하도록 하였다.

올해 1월 15일부터는 개별 상장기업 기업지배구조보고서 등에 구체적인 기업가치 제고 노력을 기재한 기업명단을 매일 공표하기로 발표하였다. 이는 상장기업들에게 적극적이고 실질적인 주주가치 노력을 요구하고, 이를 정부가 모니터링하겠다는 의지를 표명한 것이다.

스튜어드십코드 제정, 기업지배구조 코드 도입 및 개정, 일본판 기업 밸류업 프로그램인 <자본효율성과 주가를 고려한 경영> 시행 등 지배구조 개선의 환경이 조성됨에 따라 주주행동주의 펀드의 요구가 주주가치 제고로 이어지고 있는 중이다.

무엇보다 6월에 집중적으로 개최되는 정기주주총회에서 주주 입장에서 충실한 기업가치 제고 계획에 대한 공시 및 이행이 이뤄지지 않을 경우 회사에 대한 추가 질의 및 설명 요청, 경영진이 추천한 임원 선임 안건 반대 등 일본 공적연금 및 주주행동주의 펀드 등의 적극적 주주 제안 및 기관투자자의 이에 대한 찬성 의결권 행사 등 적극적인 관여(Engagement)가 있을 수 있다.

이에 따라 올해 6월 주주총회를 열었던 일본의 3월 결산 상장사 2천여 곳 중 91개 사를 상대로 이사선임과 주주환원, 제도개선 등 336건의 주주제안이 제출되어 역대 최고 수준을 기록하였다.

한편, 지난해 6월에는 ROE가 자본비용보다 높고 PBR이 1을 초과하는 기업에게 높은 가중치를 부여하는 JPX 프라임 150 지수를 새롭게 만들었다. 즉, 시가총액 상위 500개 중 자본효율성 상위 75종목(판단기준: ROE-주주 자본비용)과 지속가능성 상위 75종목(판단기준: PBR 및 시가총액)을 선별해 만든 지수다. 또한 JPX 프라임 150 지수를 추종하는 ifree JPX 프라임 150 ETF도 올해 1월 상장하였으며, 3월에는 JPX 프라임 150 선물을 도입하였다.

기관투자자로 하여금 JPX 프라임 150의 벤치마크 사용을 유도함으로써 일본 상장기업들이 스스로 기업가치 제고에 나서도록 하고 있다. 이에 따라 일본 공적연금(GPIF)과 중앙은행(BOJ) 등이 JPX 프라임 150 지수를 새로운 유형 투자전략의 벤치마크로 검토 중에 있다.

이와 같이 일본판 기업 밸류업 프로그램인 <자본효율성과 주가를 고려한 경영>은 일본 상장기업의 낮은 자본효율성과 주가 디스카운트를 해소하고자 상장기업들에게 주주환원 확대 등을 통한 자본효율성 개선을 강력하게 촉구하는 것이다. 이에 따라 배당금 지급 확대, 자사주 매입 및 소각 등 주주환원을 확대함으로써 PBR을 개선할 것이라는 기대감이 커졌다.

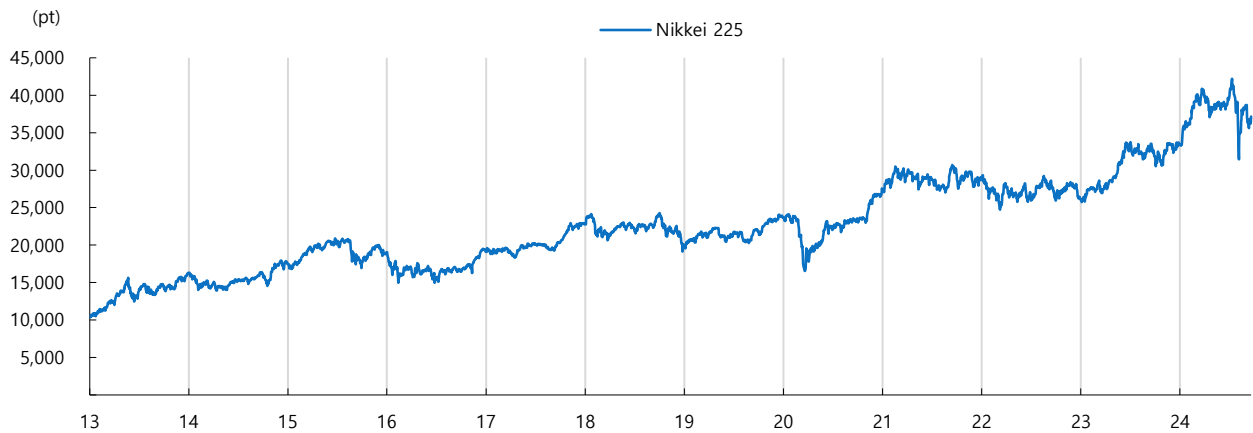
도요타는 현재 2년 연속 사상 최대 매출을 기록 중이며, 어드반테스트, 도쿄일렉트론 등 반도체 기업 주가는 실적 개선과 더불어 미국과의 연대 강화로 신고가 수준에서 등락을 거듭하고 있는 중이다.

이와 같은 이익증가를 기반으로 지난해 프라임 시장 기업들이 설정한 자사주 매입 규모는 9.4조 엔으로 사상 최고치를 기록함에 따라 대형주 중심으로 적극적인 주주환원 등이 추진되고 있다.

일본의 경우 PBR이 1배 미만인 상장기업들에게 주주환원 확대 등을 통한 자본효율성 개선을 강력하게 촉구하고 있지만 실질적으로는 이익증가와 주가상승을 기반으로 한 대형주 중심으로 이사회 역할이 강화되면서 주주환원 정책이 확대되고 있다.

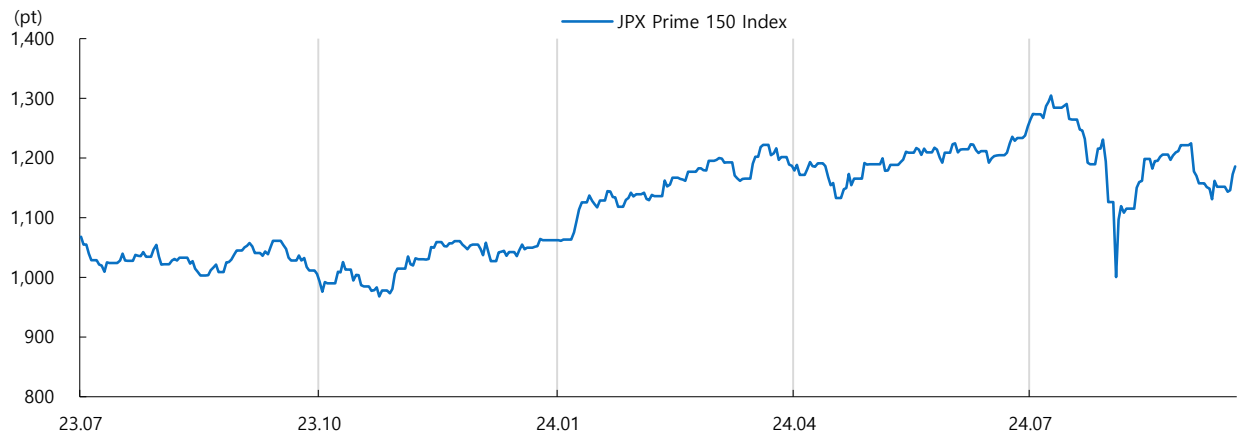
결국에는 일본판 기업 밸류업 프로그램인 <자본효율성과 주가를 고려한 경영>은 반 등수 평균을 올리는 것도 중요 하지만 달리는 말에 채찍질로 인한 주주환원 확대로 주식시장 상승을 이끌고 있다.

그림6. Nikkei 225 주가추이 (2013년 ~ 현재)



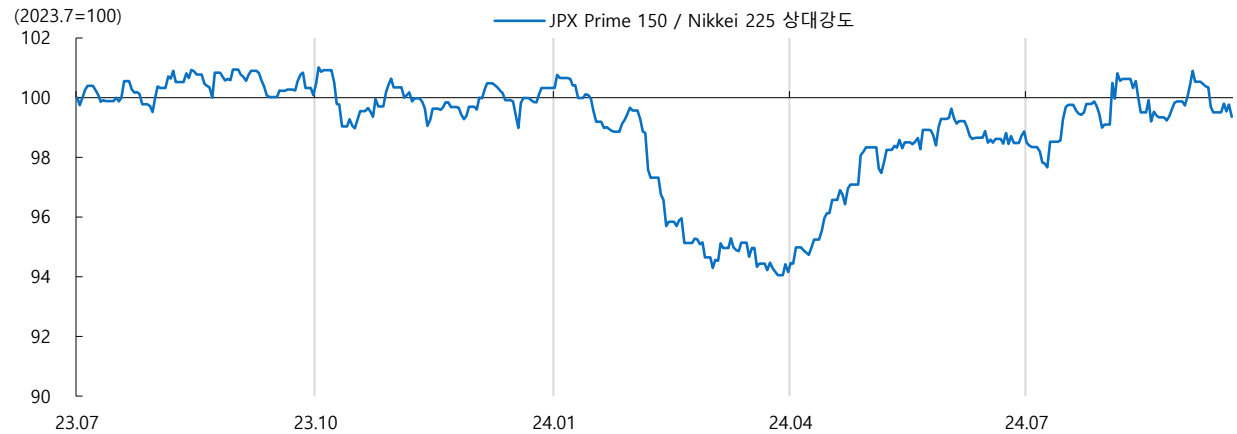
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림7. JPX Prime 150 지수 추이



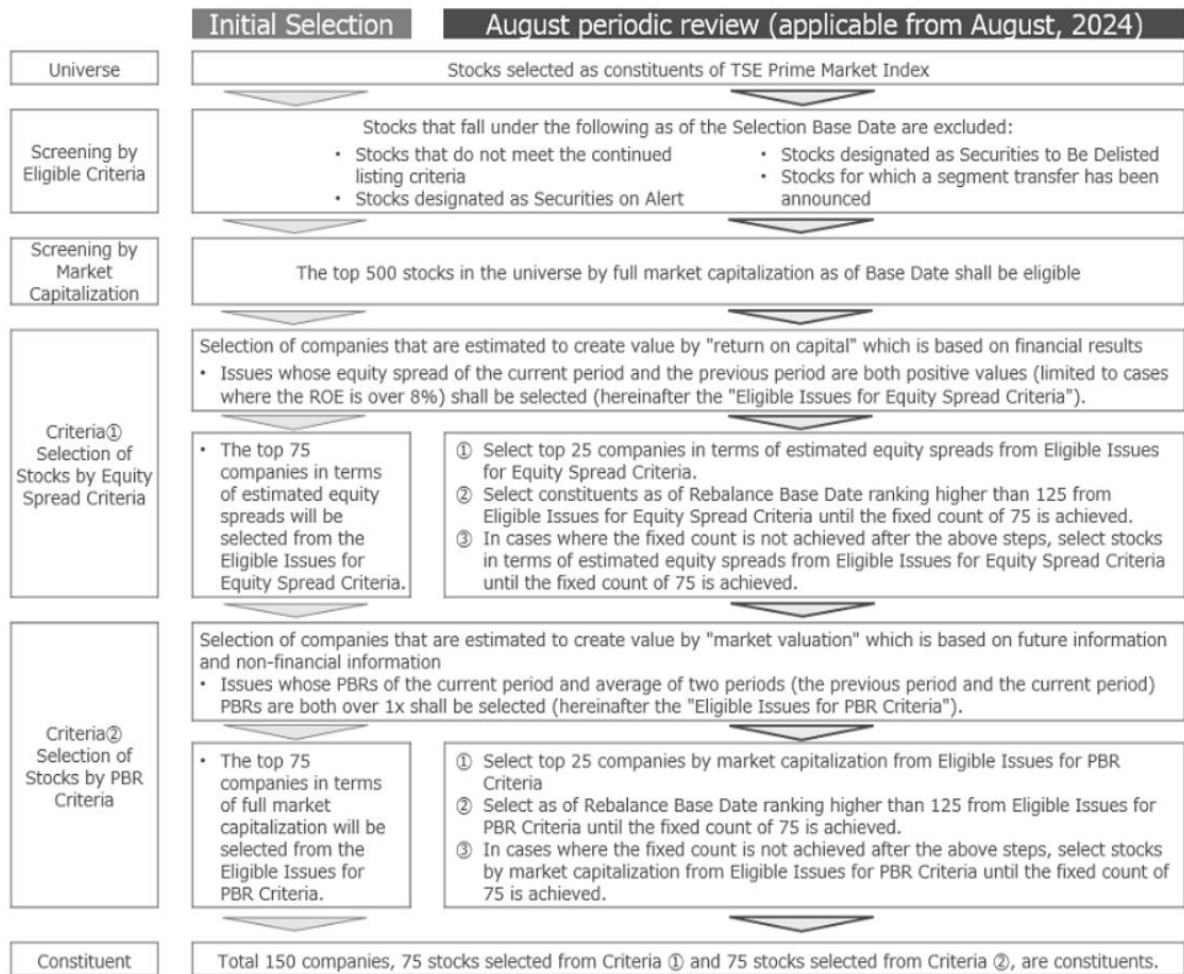
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림8. JPX Prime 150 지수 및 닛케이 225 지수 상대강도 추이(2023년 7월 ~ 현재)



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림9. JPX 프라임 150 지수 구성기업 선정기준



자료: JPX, iM증권 리서치본부

표11. JPX Prim 150 지수 편입종목(1)

종목명	섹터	시가총액 (JPY, 10억)	주가추이		2023 EPS	이익 전망치		주주환원여력		
			1M	YTD		2024E EPS	YoY (%)	ROE	DPS	배당 수익률
HITACHI	Industrials	16,965	4.2	79.9	146	143	-1.8	11.7	31.1	0.8
SONY GROUP	Consumer Discretion	16,451	-0.7	-2.7	707	839	18.7	12.6	80.1	0.6
KEYENCE	Industrials	16,361	-1.0	8.3	1490	1661	11.5	14.2	305.3	0.5
RECRUIT HOLDINGS	Industrials	15,192	8.8	50.2	199	256	29.2	18.2	25.6	0.3
FAST RETAILING	Consumer Discretion	14,606	4.0	31.2	966	1156	19.6	17.2	303.6	0.7
NIPPON TELG. & TEL.	Telecommunications	13,601	-1.2	-12.8	14	14	-0.5	14.4	5.0	3.3
ITOCHU	Industrials	12,142	6.9	32.8	501	628	25.3	16.7	159.1	2.1
SHIN-ETSU CHEMICAL	Basic Materials	11,510	-7.7	-3.9	306	292	-4.7	15.4	100.6	1.7
CHUGAI PHARM.	Health Care	11,431	-1.8	27.4	205	219	7.2	21.1	82.3	1.2
TOKYO ELECTRON	Technology	10,857	-19.0	-8.8	731	1038	41.9	22.6	395.3	1.7
KDDI	Telecommunications	10,549	1.6	2.1	321	341	6.4	13.4	139.8	2.9
TOKIO MARINE HOLDINGS	Financials	10,262	-7.0	45.2	248	453	82.7	13.3	115.3	2.2
NINTENDO	Consumer Discretion	9,965	-5.8	4.3	407	294	-27.6	19.3	191.6	2.5
DAIICHI SANKYO	Health Care	9,638	-15.5	27.8	77	113	46.2	8.9	35.6	0.7
SOFTBANK	Telecommunications	9,408	0.4	11.5	126	109	-13.7	21.7	85.9	4.4
MITSUMI	Industrials	8,863	-5.0	9.9	342	310	-9.2	15.5	79.4	2.7
JAPAN TOBACCO	Consumer Staples	8,186	-0.7	12.3	271	280	3.3	13.5	186.4	4.6
ORIENTAL LAND	Consumer Discretion	7,117	-3.1	-25.5	66	80	20.0	12.8	9.4	0.2
TAKEDA PHARMACEUTICAL	Health Care	6,782	-2.3	5.7	123	72	-41.7	4.3	186.0	4.4
HOYA	Health Care	6,737	-2.3	8.9	448	594	32.4	20.4	115.2	0.6
DENSO	Consumer Discretion	6,564	-8.7	-2.1	126	178	41.8	9.8	56.9	2.7
CANON	Technology	6,322	-1.8	30.9	265	328	23.5	9.0	139.8	2.9
MITSUBISHI HEAVY INDS.	Industrials	6,261	-0.5	125.2	50	79	57.0	10.6	16.5	0.9
FUJITSU	Technology	6,053	14.5	37.4	94	139	48.0	12.8	25.3	0.9
SEVEN & I HDG.	Consumer Staples	5,621	11.6	13.3	85	111	31.2	7.3	39.1	1.8
MURATA MANUFACTURING	Technology	5,306	-9.9	-12.6	116	143	23.8	9.0	55.9	2.1
DAIKIN INDUSTRIES	Industrials	5,238	-1.1	-22.3	869	895	3.0	11.9	248.6	1.4
ADVANTEST	Technology	4,762	-6.7	29.6	116	141	22.1	23.3	32.7	0.5
MITSUBISHI ELECTRIC	Industrials	4,729	-6.4	10.2	123	148	20.0	7.7	44.4	2.0
FUJIFILM HOLDINGS	Technology	4,684	4.6	33.3	198	209	6.0	7.8	47.9	1.3
OTSUKA HOLDINGS	Health Care	4,419	-5.1	49.8	340	427	25.4	8.1	103.1	1.3
SMC	Industrials	4,019	-11.5	-21.3	2877	2994	4.1	11.3	903.5	1.5
TERUMO	Health Care	4,005	0.5	15.9	66	87	30.7	9.2	21.3	0.8
BRIDGESTONE	Consumer Discretion	3,879	-7.7	-6.9	550	514	-6.7	11.4	204.3	3.8
DISCO	Technology	3,842	-22.6	1.4	692	1194	72.5	22.1	327.1	0.9
RENESAS ELECTRONICS	Technology	3,827	-17.8	-23.3	191	205	7.4	20.5	0.0	0.0
MARUBENI	Industrials	3,813	-8.3	1.5	282	301	6.6	16.7	80.7	3.5
FANUC	Industrials	3,807	-8.2	-8.5	158	143	-9.4	8.4	86.3	2.3
KOMATSU	Industrials	3,725	-7.9	3.7	391	423	8.3	13.9	151.1	3.9
AEON	Consumer Staples	3,530	14.6	28.5	31	55	75.6	3.6	36.0	0.9
NTT DATA GROUP	Technology	3,478	19.1	24.1	93	101	8.5	9.7	22.7	0.9
NIDEC	Industrials	3,464	-5.8	2.0	113	331	194.3	10.4	72.3	1.2
TDK	Industrials	3,459	-10.7	32.5	215	461	114.7	8.3	113.4	1.3

자료: Refinitiv, TSE, iM증권 리서치본부

표 12. JPX Prim 150 지수 편입종목(2)

종목명	섹터	시가총액 (JPY, 10억)	주가추이		2023 EPS	이익 전망치		주주환원여력		
			1M	YTD		2024E EPS	YoY (%)	ROE	DPS	배당 수익률
EAST JAPAN RAILWAY	Industrials	3,323	7.0	8.2	167	191	14.2	5.5	38.1	1.3
KAO	Consumer Staples	3,219	7.4	19.1	129	229	77.6	6.0	153.0	2.2
UNI CHARM	Consumer Staples	3,189	0.7	0.8	128	161	25.4	13.1	40.2	0.8
ASTELLAS PHARMA	Health Care	3,134	1.2	2.7	19	34	80.2	9.3	67.5	3.9
OLYMPUS	Health Care	3,101	1.5	20.0	235	102	-56.3	30.7	17.2	0.7
SUZUKI MOTOR	Consumer Discretion	3,100	-7.8	4.6	121	169	39.2	12.3	29.3	1.9
DAIWA HOUSE INDUSTRY	Consumer Discretion	3,037	4.1	7.8	542	418	-23.0	12.3	138.9	3.0
NOMURA RESEARCH INST.	Technology	3,012	8.3	23.6	132	159	20.1	20.4	48.9	0.9
ASAHI GROUP HOLDINGS	Consumer Staples	2,805	2.9	5.2	336	397	18.2	7.9	117.4	2.1
AJINOMOTO	Consumer Staples	2,763	-1.0	-2.6	177	198	11.6	12.7	73.1	1.4
SEKISUI HOUSE	Consumer Discretion	2,583	9.3	24.4	268	327	21.7	11.6	117.5	3.0
SECOM	Industrials	2,565	7.7	8.3	473	465	-1.7	8.3	191.3	1.7
NITORI HOLDINGS	Consumer Discretion	2,527	9.4	16.9	774	832	7.5	11.0	147.1	0.7
OBIC	Technology	2,518	0.6	4.1	605	720	19.1	16.4	271.3	1.1
KUBOTA	Industrials	2,379	-1.4	-4.8	173	196	13.4	10.3	48.0	2.4
NIPPON YUSEN KK	Industrials	2,344	0.8	5.1	828	834	0.8	18.4	232.0	4.6
PAN PACIFIC INTERNATIONAL HOLDINGS	Consumer Discretion	2,338	4.2	9.5	121	159	31.1	15.8	21.1	0.6
NIPPON SANSEI HOLDINGS	Basic Materials	2,324	14.3	42.1	200	264	32.2	12.2	43.3	0.8
NEXON	Consumer Discretion	2,321	-9.8	5.4	123	164	33.6	13.5	9.9	0.4
SHIMANO	Consumer Discretion	2,288	-10.6	16.4	827	860	4.1	9.7	285.0	1.1
LASERTEC	Technology	2,210	-20.9	-36.9	523	868	66.0	47.1	195.8	0.8
BANDAI NAMCO HDG.	Consumer Discretion	2,183	9.9	16.0	115	154	34.1	14.5	71.5	2.2
NIPPON PAINT HOLDINGS	Industrials	2,055	-5.3	-24.0	50	55	10.0	10.1	13.7	1.6
KONAMI GROUP	Consumer Discretion	2,041	16.6	92.7	309	522	69.1	12.7	127.2	0.9
KIRIN HOLDINGS	Consumer Staples	1,995	4.0	5.6	82	157	92.0	11.2	69.7	3.2
SHIONOGI	Health Care	1,896	-3.5	-9.3	740	570	-23.0	14.7	146.9	2.3
mitsui Osk Lines	Industrials	1,823	0.8	11.4	954	892	-6.6	20.3	274.0	5.4
JAPAN EXCHANGE GROUP	Financials	1,817	0.8	15.2	104	120	14.6	17.8	67.6	1.9
SYSMEX	Health Care	1,775	3.6	7.7	70	92	31.8	12.9	27.8	1.0
KYOWA KIRIN	Health Care	1,744	2.9	36.3	108	129	19.4	9.1	54.4	1.7
CAPCOM	Consumer Discretion	1,742	4.6	43.5	110	121	10.6	24.7	30.4	0.9
EISAI	Health Care	1,707	-2.6	-18.4	168	159	-5.4	6.1	161.7	2.8
NITTO DENKO	Basic Materials	1,705	4.4	12.6	619	908	46.6	11.5	253.7	2.1
SUNTORY BEVERAGE & FOOD	Consumer Staples	1,687	5.8	17.4	264	297	12.8	7.3	80.4	1.5
KIKKOMAN	Consumer Staples	1,586	-6.4	-5.3	52	63	23.0	11.5	16.1	1.0
ZOZO	Consumer Discretion	1,491	7.0	56.3	136	154	13.3	53.5	82.3	1.7
ANA HOLDINGS	Consumer Discretion	1,479	8.0	-0.2	348	259	(흑전)	11.6	27.2	0.9
HIKARI TSUSHIN	Telecommunications	1,454	14.2	38.1	2091	1984	-5.1	15.2	566.2	1.7

자료: Refinitiv, TSE, iM증권 리서치본부

표 13. JPX Prim 150 지수 편입종목(3)

종목명	섹터	시가총액 (JPY, 10억)	주가추이		2023 EPS	이익 전망치		주주환원여력		
			1M	YTD		2024E EPS	YoY (%)	ROE	DPS	배당 수익률
KAWASAKI KISEN KAISHA	Industrials	1,443	0.9	0.1	273	308	12.6	20.0	83.4	3.9
IDEMITSU KOSAN	Energy	1,407	-6.3	23.1	97	117	21.0	12.0	28.5	2.8
SUMITOMO FOREST	Consumer Discretion	1,395	16.6	61.1	446	565	26.8	13.9	125.0	1.8
SHIMADZU	Industrials	1,358	-4.3	16.4	184	198	7.8	12.7	54.8	1.2
SHISEIDO	Consumer Discretion	1,348	-5.2	-20.7	64	48	-24.6	4.9	63.5	1.9
WEST JAPAN RAILWAY	Industrials	1,313	-2.1	-8.5	187	212	13.5	8.0	59.1	2.2
MAKITA	Industrials	1,307	1.6	20.0	79	215	170.3	4.1	37.1	0.8
YAMAHA MOTOR	Consumer Discretion	1,306	-3.0	-1.3	189	183	-2.8	17.5	47.9	3.8
KOBE BUSSAN	Consumer Staples	1,277	14.8	12.0	94	110	17.8	21.7	23.0	0.5
OMRON	Industrials	1,248	10.3	-8.1	263	68	-74.4	5.9	101.7	1.7
NISSIN FOODS HOLDINGS	Consumer Staples	1,215	2.6	-20.0	195	198	1.2	11.6	58.9	1.5
DAITO TST.CONSTRUCTIO N	Real Estate	1,204	0.7	6.9	1070	1266	18.4	19.0	567.2	3.2
YASKAWA ELECTRIC	Industrials	1,189	-8.1	-24.3	200	187	-6.3	14.1	64.6	1.4
DENTSU GROUP	Consumer Discretion	1,187	1.9	21.4	89	252	184.9	7.6	148.4	3.4
MONOTARO	Consumer Discretion	1,163	-5.7	50.7	44	51	17.8	28.3	15.9	0.7
TOKYU	Consumer Discretion	1,153	6.1	7.2	70	107	53.0	5.9	17.9	1.0
MINEBEA MITSUMI	Industrials	1,139	-13.7	-8.0	160	191	19.3	10.2	40.4	1.5
HANKYU HANSHIN HDG.	Industrials	1,130	4.8	-1.0	252	308	21.9	6.4	54.7	1.2
TOHO	Consumer Discretion	1,097	10.5	23.4	193	242	25.6	9.0	65.7	1.1
JAPAN AIRLINES	Consumer Discretion	1,076	4.1	-11.3	225	227	1.2	8.8	53.3	2.2
YAKULT HONSHA	Consumer Staples	1,071	5.9	-1.2	160	174	9.2	10.6	54.3	1.7
SANRIO	Consumer Discretion	1,044	7.5	99.3	65	124	91.1	23.5	16.1	0.4
SCREEN HOLDINGS	Technology	1,027	-13.4	-15.3	571	804	40.7	19.6	187.0	1.9
SG HOLDINGS	Industrials	1,002	0.0	-22.7	158	110	-30.5	15.3	51.8	3.3
ONO PHARM.	Health Care	986	-8.0	-24.3	257	170	-33.6	16.7	76.5	3.9
M3	Health Care	972	2.8	-38.7	71	67	-5.8	16.7	20.2	1.4
MATSUKIYOKARA	Consumer Staples	941	0.1	-12.2	114	129	13.5	9.8	32.4	1.4
TIS	Technology	848	8.4	11.6	235	195	-17.1	15.3	53.7	1.5
SHINKO ELEC.INDS.	Technology	741	-4.4	-0.1	195	234	19.9	14.1	51.9	0.9
SEGA SAMMY HDG.	Consumer Discretion	712	22.5	49.6	269	214	-20.4	12.9	68.9	2.3
GMO PAYMENT GTWY.	Industrials	706	5.6	-5.9	178	225	26.7	15.4	92.8	1.0
NISSAN CHEMICAL	Basic Materials	701	2.1	-8.9	263	294	11.8	18.4	165.0	3.2
SQUARE ENIX HOLDINGS	Consumer Discretion	678	9.5	9.2	220	279	26.4	12.4	101.8	1.8
OPEN HOUSE GROUP	Real Estate	667	0.3	32.1	764	781	2.3	23.8	164.7	3.0

자료: Refinitiv, TSE, iM증권 리서치본부

표 14. JPX Prim 150 지수 편입종목(4)

종목명	섹터	시가총액 (JPY, 10억)	주가추이		2023 EPS	이익 전망치		ROE	주주환원여력	
			1M	YTD		2024E EPS	YoY (%)		DPS	배당 수익률
YAMAHA	Consumer Discretion	646	8.1	5.9	190	209	10.2	8.1	70.7	2.0
ROHM	Technology	618	-11.6	-44.5	167	52	-69.0	7.2	54.7	3.6
mitsubishi MOTORS	Consumer Discretion	586	-5.3	-12.4	103	93	-9.7	18.3	9.0	2.3
HAMAMATSU PHOTONICS	Technology	576	-11.2	-39.9	277	170	-38.6	13.8	76.0	2.2
INTERNET INTV.JAPAN	Telecommunications	538	7.7	1.8	103	121	17.0	17.5	33.5	1.1
CYBERAGENT	Technology	531	6.6	18.5	11	35	230.9	5.4	15.2	1.4
SOCIONEXT	Technology	503	-13.7	10.1	146	140	-4.3	20.1	48.0	1.7
KAKAKU.COM	Technology	496	6.0	40.7	79	107	35.2	34.8	43.8	1.8
BIPROGY	Technology	494	-1.3	2.1	228	261	14.4	15.8	89.6	1.8
GOLDWIN	Consumer Discretion	374	-9.0	-22.2	498	503	0.9	27.5	121.3	1.5
DENTSU SOKEN	Technology	362	-3.5	-4.8	213	249	16.9	18.8	92.8	1.7
MACNICA HOLDINGS	Technology	353	2.1	-22.0	822	720	-12.4	0.0	155.0	2.7
TECHNOPRO HOLDINGS	Technology	316	2.1	-20.6	142	179	26.5	21.4	77.7	2.6
PEPTIDREAM	Health Care	315	4.1	63.0	87	113	29.9	14.9	0.0	0.0
NET ONE SYSTEMS	Technology	287	13.1	43.5	164	189	14.8	16.4	75.1	2.1
RELO GROUP	Real Estate	282	1.2	8.4	109	213	95.9	26.8	35.9	1.9
NSD	Technology	281	6.0	19.2	122	140	14.6	16.5	67.8	2.1
GMO INTERNET GROUP	Technology	264	-3.2	-6.3	84	153	81.5	19.9	45.7	1.9
NIPPON GAS	Utilities	259	-1.9	-3.5	108	126	17.0	15.2	72.5	3.2
MEITEC GROUP HOLDINGS	Industrials	257	-1.2	10.4	163	166	1.5	26.1	101.3	3.1
GUNGHO ONLINE ENTM.	Consumer Discretion	255	4.2	24.4	324	237	-27.1	14.5	30.0	1.0
SHIFT	Technology	240	13.7	-62.4	355	425	19.7	24.8	0.0	0.0
NIHON M&A CENTER HOLDINGS	Financials	224	0.7	-14.5	26	34	33.3	18.9	21.7	3.3
TOKYO STEEL MNFG.	Basic Materials	220	2.9	-17.9	250	236	-5.7	14.9	47.5	2.4
JAPAN MATERIAL	Technology	189	-0.3	-28.3	55	75	36.2	14.8	20.0	1.1
SMS	Industrials	188	0.2	-26.1	74	97	30.6	18.0	16.7	0.8
AMVIS HOLDINGS	Health Care	187	-25.3	-36.7	64	79	22.0	26.5	3.3	0.2
NOEVIR HOLDINGS	Consumer Discretion	181	-5.0	3.1	225	236	5.2	14.7	221.3	4.2
FUJIMI	Basic Materials	179	-15.7	-28.7	105	113	7.5	13.2	64.2	2.9
MITSUI HIGH-TEC	Technology	171	-17.6	-41.1	339	72	-78.6	16.7	71.4	8.2
KATITAS	Consumer Discretion	148	4.6	-14.0	66	121	84.9	23.4	52.4	2.8
TAKARA BIO	Health Care	123	-4.0	-18.6	71	27	-61.8	8.1	23.3	2.3

자료: Refinitiv, TSE, iM증권 리서치본부

주1: ROE, DPS는 2023년 기준, 배당수익률은 9/20 종가기준

3. 밸류업으로 지배구조 개선되면서 주주환원 확대로 이어진다(ft. 5가지 요인)

1) 코리아 디스카운트를 해소하기 위해서는 자본을 보다 효율적으로 활용하고, 기업지배구조의 실질적인 변화를 통하여 주주환원을 확대해야 함

2023년 말 기준 우리나라 주식시장 시가총액은 2,558조원으로 주요국 13위 수준이다. 국내총생산(GDP) 대비 시가총액도 116.2%로 주식 시장이 실물 경제 규모를 넘어설 만큼 성장하였다.

또한 코스피와 코스닥 시장에 상장된 기업 수는 2,558개로 미국, 중국, 인도, 일본, 캐나다, 홍콩에 이어 주요국 7위 수준이다.

이와 같이 규모만 놓고 보면 지난 10년 동안 양적으로 지속 성장해 기업의 주요 자금조달 인프라 기능을 해 왔고 기업의 주식시장 접근성도 높아졌다.

그런데 우리나라 주식시장에서 2023년 말 기준 PBR은 1.05배, 10년 평균 PBR은 1.04배로 순자산 장부가치 수준에서 주가가 형성되고 있다. 하지만 PBR 1배수 미만 기업 비율이 코스피에서 65.8%(526개), 코스닥에서 33.8%(533개)에 이르고 있다.

또한 우리나라 주식시장에서 10년 평균 PER은 14.16배로, 주요국 대비 기업이 벌어들이는 이익보다 주가가 상대적으로 저평가되어 있다.

이와 같이 우리나라 주식시장이 그간의 양적 성장에도 불구하고 PBR 또는 PER 대비 주가 수준은 주요국 대비 낮은 상황이다.

무엇보다 2023년 말 기준 상장사 ROE 의 경우 미국 17.7%, 영국 15.9%, 인도 12.8%, 대만 12.5%, 중국 9.8%, 일본 8.6%인데 반하여 우리나라는 5.2%에 불과해 자본 생산성이 낮은 수준이다.

주식을 발행하여 자본을 조달하는 상장기업의 경우 장기적으로 주가의 제고를 통해 주주가 요구하는 수익률을 실현해야 한다. 그것이 위험 자본을 투자한 주주에게 적절한 비용을 지급하는 일반적인 방식이다. 그러나 우리나라 시장에서는 이와 같이 오랜 기간 무위험수익률조차 달성하지 못한 기업이 절반을 넘어선다.

또한 10년 평균 배당성향도 대만 55.0%, 미국 42.4%, 인도 38.5%, 일본 36.0%, 중국 31.3%인데 반하여 우리나라는 26.0%에 불과한 수준으로 주주가치 제고를 위한 자본 활용도가 미흡하다.

이와 같이 코리아 디스카운트(Korea Discount)는 우리나라 상장기업 주식 가치평가 수준이 외국 상장기업에 비해 낮게 형성되는 현상으로, 국내 자본시장의 주요 문제로 인식되고 있다.

이러한 코리아 디스카운트의 핵심 요인은 기업의 낮은 수익성 및 성장성, 취약한 기업지배구조, 주주환원 미흡 등으로 파악된다.

이러한 요인들 중에서도 소액주주 권리 보호 수단과 이사회 기능이 약한 기업지배구조는 투명경영, 주주환원 등으로 이어지기 어려운 구조를 낳는다.

최근 몇 년간 정부에서는 배당절차 개선, 물적분할 시 소액주주 보호, 기업지배구조 보고서의 공시 의무화 등 기업지배구조 개선을 위한 여러 정책 등을 마련하였다.

이에 따라 기업가치 제고를 위해서는 증시를 통해 조달한 자본을 보다 효율적으로 활용하고, 기업지배구조의 실질적인 변화를 통하여 주주환원을 확대하는 등 다각적인 노력이 필요하다.

이러한 환경하에서 지난 5월 2일 기업가치 제고 계획 가이드라인을 공표하여 기업의 주주가치 제고를 위한 지원 방안을 마련하였다. 이는 기업이 투하한 자본의 수익률과 주주환원 성과가 중장기적 관점에서 주주가 요구하는 수익률에 부합하도록 기업의 전략과 목표를 설정하고 공시를 통해 그 이행 결과를 소통하는 것이다.

무엇보다 시가총액이 큰 기업일수록 저조한 주가수익률을 보전할 수익성과 성장 잠재력을 유지하고 있기 때문에 주주환원의 확대를 통해 기업가치의 제고를 기대할 수 있을 뿐만 아니라, 이들 기업이 사실상 주가지수의 대부분을 구성한다는 점에서 지수 상승도 기대해 볼 수 있을 것이다.

이러한 현금배당과 자사주를 활용한 주주환원은 대체로 기업가치를 높일 수 있으나, 핵심 사업에서 높은 마진을 달성하고 있는 경우 사내유보를 통한 재투자가 기업가치 제고에 더 효과적이다. 결국에는 주주 관점에서 최선의 환원은 세후 수익률의 극대화이기 때문이다.

표15. 주요국 현행 PER, PBR (단위: 배)

구분		한국	대만	중국	인도	신흥 평균	미국	일본	영국	선진 평균
PBR	'23년 말	1.05	2.41	1.13	3.73	1.61	4.55	1.42	1.71	3.10
	10년 평균	1.04	2.07	1.50	3.32	1.58	3.64	1.40	1.71	2.50
PER	'23년 말	19.78	19.93	11.61	28.61	15.32	23.68	16.52	11.02	20.23
	10년 평균	14.16	15.92	13.09	25.62	14.32	21.78	16.86	16.09	19.69

자료: Bloomberg, 금융위원회, iM증권 리서치본부

표16. 주요국 ROE, 배당성향 (단위: %)

구분		한국	대만	중국	인도	신흥 평균	미국	일본	영국	선진 평균
ROE	'23년 말	5.2	12.5	9.8	12.8	10.8	17.7	8.6	15.9	14.3
	10년 평균	8.0	13.6	9.3	13.8	11.1	14.9	8.3	9.6	11.6
배당성향	'23년 말	40.5	57.6	30.5	64.7	45.2	37.1	36.2	42.5	42.2
	10년 평균	26.0	55.0	31.3	38.5	39.6	42.4	36.0	129.4	49.5

자료: Bloomberg, 금융위원회, iM증권 리서치본부

2) 기업가치 제고 계획에서 이사회 책임 강화 ⇒ 전체 주주의 이익을 대변하는 선량한 관리자 의무를 수행할 수 있는 환경 조성 (ft. 스튜어드십 코드)

기업가치 제고(밸류업) 계획에 자발적으로 참여하는 상장기업의 경우 개별 특성에 맞춰 자율적으로 기업가치 제고 계획을 수립하여 투자자의 이해 편의 및 비교 가능성을 제고할 수 있도록 기업 개요-현황진단-목표설정-계획수립-이행평가-소통 등 6개의 항목을 작성하여 공시해야 한다.

기업가치 제고 계획을 수립하는 과정에서 이사회는 보고, 심의 또는 의결을 거치는 것이 의무사항은 아니지만, 이사회가 기업 경영관리에 있어 책임 있는 결정기관이라는 점에서 이사회는 적극적인 참여가 필요하다.

이와같이 기업가치 제고 계획의 수립 과정에서 이사회는 보고, 심의 또는 의결을 거친 경우, 이사회는 개최일자나 심의내용 등을 기업가치 제고 계획에 기재함으로써 계획의 신뢰도를 제고할 수 있을 것이다.

주식회사의 이사는 상법 제382조 및 민법 제681조에 의해 선량한 관리자의 주의의무를 다해 업무를 처리해야 한다. 또한 상법 제382조의3에 의해 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위해 그 직무를 충실하게 수행해야 할 의무도 있다.

이러한 이사의 의무를 위반해 회사에 손해가 발생한 경우 이사는 상법 제399조에 따라서 회사에 대해 민사상 손해배상책임을 부담해야 한다.

만약 회사가 자신의 경영진인 이사에 대해 적극적으로 손해배상청구를 하지 않을 가능성을 고려해 상법 제403조에선 대표소송 제도를 채택해 일정 지분을 이상의 소수주주가 회사를 대신해 이사의 손해배상책임 청구를 위한 대표소송을 제기할 수 있도록 하고 있다.

기업가치 제고 계획 공시에는 현재 회사의 상황, 기업가치 개선을 위한 자사주 취득 및 배당 증대 등 주주환원정책 확대 계획과 지속적인 성장 실현을 향한 설비투자, 사업 포트폴리오의 재검토 등 회사의 사업 및 재무와 관련한 현황과 계획 전반이 포함될 것이다.

이는 해당 회사의 재산 및 경영에 관하여 중대한 영향을 미쳐서 투자자의 투자 판단에 영향을 미칠 수 있는 사항으로 인정될 수 있다. 따라서 이러한 기업 가치 개선계획 공시가 사실과 다르거나 실제로 이행 및 실현되지 않는 경우, 이사회는 의무와 책임 측면에서 법적으로 문제에 소지가 될 위험을 배제하기 어렵다.

기업가치 제고 계획을 수립하는 과정에서 이사회가 기업 경영관리에 있어 책임 있는 결정기관이기 때문에 신뢰성을 높이는 측면에서 이사회의 적극적인 참여가 불가피할 것으로 예상된다.

무엇보다 거수기로 전락한 이사회 문제가 수면 위로 부상하면서 이사회 운영방식 선진화에 대한 요구도 높아지고 있다. 이에 따라 독립적인 사외이사의 역할이 중요해지고 있다.

이러한 환경하에서 기업가치 제고 계획에 대한 이사회의 의무와 책임 측면에서 법적 문제 소지를 만들지 않기 위해서 지배주주 사적이익 추구 등에 좌우되지 않는 이사회의 역할 수행이 가능할 것이다.

이와 같이 기업가치 제고 계획 수립이 이사회 중심으로 작성되고 결정됨에 따라 투자자들이 이사회에 대한 견제와 감시를 지속적으로 할 수 있는 기반을 마련할 수 있을 것이다.

이에 따라 공시된 기업가치 제고 계획이 국민연금 등 기관투자자가 요구하는 수준에 부합하도록 구체적이고 충실하게 공시되었는지가 상장기업 IR 및 주주총회 진행 과정에서도 중요한 쟁점이 될 수 있을 것이다.

이렇듯 이사회 중심으로 기업가치 제고 계획 수립과 이행을 공식화 함에 따라 국민연금 등 기관투자자의 스튜어드십코드 활동과 맞물리면서 미이행 상장기업에 대한 주주활동을 강화할 뿐만 아니라, 경우에 따라서는 주주총회에서 주주제안 등 적극적인 주주활동 등이 펼쳐질 것이다.

이러한 측면에서 지난 3월 한국ESG기준원은 스튜어드십 코드 가이드라인 개정을 통해 기관투자자에게 ‘투자대상회사가 기업가치를 중장기적으로 향상시키기 위한 전략을 수립·시행(현황 진단 → 계획 수립 → 이행 및 평가)하면서 시장 및 주주와 충실히 소통하고 있는지’를 점검할 필요가 있음을 명시하였다.

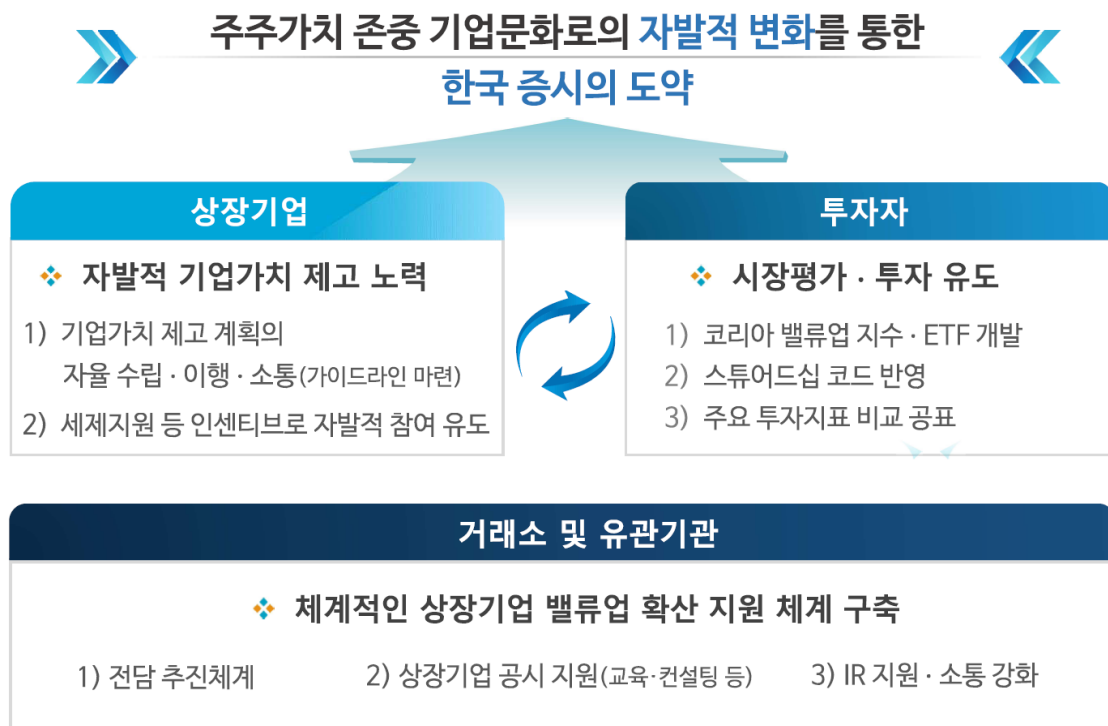
이는 곧 국민연금 등 연기금을 포함한 기관투자자들이 기업 밸류업 프로그램에 적극적으로 참여할 수 있는 계기를 마련한 것이다. 이에 따라 국민연금 등 연기금을 포함한 기관투자자들이 투자대상회사가 밸류업 프로그램에 참여하고 있는지 점검하고 그렇지 않다면 참여를 독려할 수 있게 되었다.

무엇보다 주주행동주의 펀드 및 기관 투자자 등 주주 입장에서 충실한 기업가치 제고 계획이 공시 및 이행이 이뤄지지 않을 경우 회사에 대한 추가 질의 및 설명 요청, 경영진이 추천한 임원 선임 반대 등 주주행동주의 등의 적극적 주주 제안 및 기관투자자의 이에 대한 찬성 의결권 행사 등 적극적인 관여(Engagement)가 있을 수 있다.

결국에는 이사회 중심으로 작성되고 결정된 사항에 대하여 투자자들이 이사회에 대한 견제와 감시를 지속적으로 할 수 있기 때문에 이사회가 올바르게 운영할 수 있게 하는데 영향을 미칠 것이다. 즉, 전체 주주의 이익을 대변하는 선량한 관리자 의무를 수행할 수 있는 환경을 조성하는 것이다.

이에 따라 기업가치 제고 계획의 신뢰성을 높일 수 있을 뿐만 아니라 이행력 또한 강화 될 수 있을 것이다.

그림10. 기업 밸류업 프로그램 지원방안



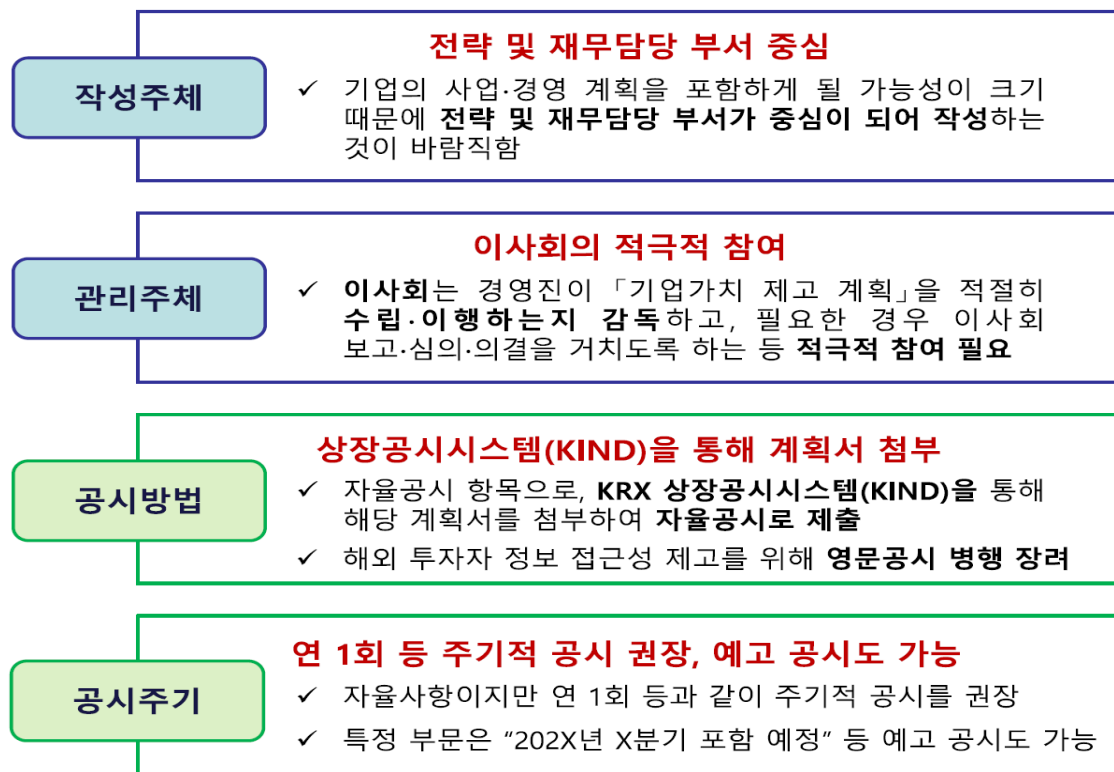
자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

표17. 기업가치 제고 계획의 5대 핵심특징

구분	내용
자율성	- 참여여부, 작성내용 등에 있어 기업의 자율성 보장
미래지향성	- [기준공시] 이미 발생·결정한 내용 중심(예: 재무상태, 계약체결 등) - [기업가치 제고 계획] 중장기적 목표 및 계획 중심
종합성	- 각종 공시에 산재되어 있는 기업정보를 '기업가치 제고'에 초점을 맞춰 재구성하는 종합적·입체적 보고서 성격
선택과 집중	- 가이드라인에 담긴 모든 사항을 열거식으로 기술하는 것이 아니라, 기업의 개별특성과 주주 및 시장참여자의 관심 등을 고려하여 기업가치 제고에 중요한 내용을 선정하여 수립
이사회 책임	- 기업 경영관리에 책임있는 결정기관인 이사회에 적극적 참여 필요, 의무사항은 아니지만 이사회에 보고·심의·의결 등 권장

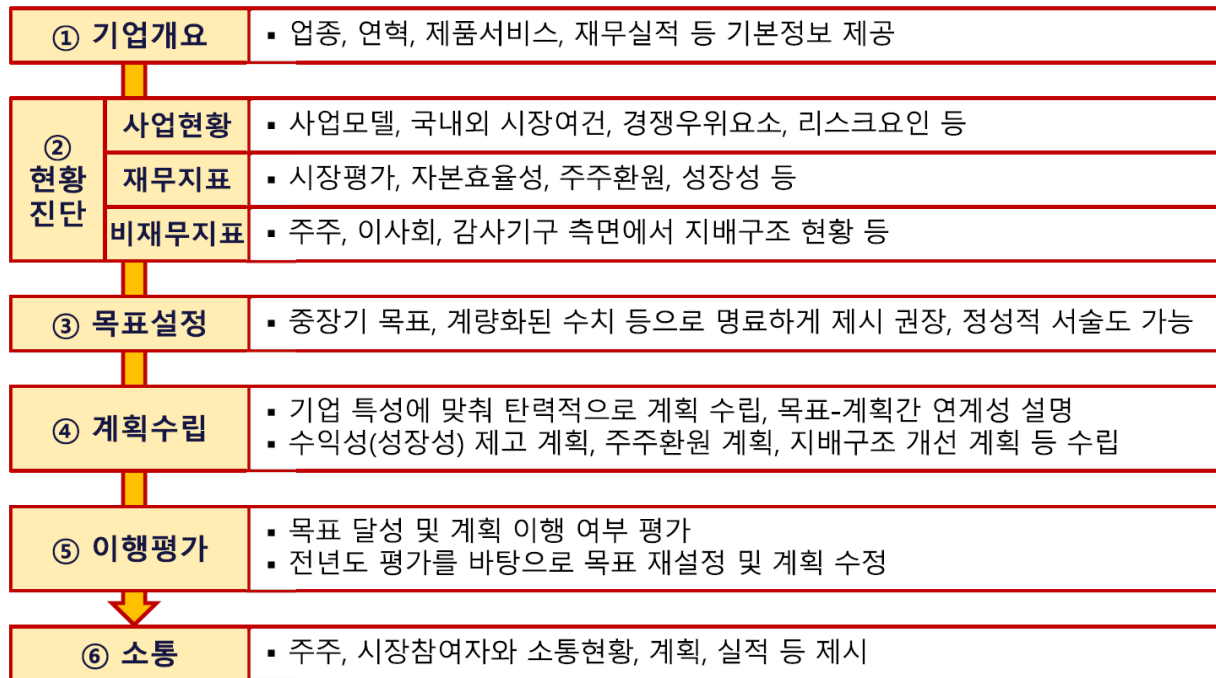
자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

그림11. 기업가치 제고 계획 작성주체 및 공시 방법



자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

그림12. 기업가치 제고 계획 기재사항 개요



자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

표18. 기업가치 제고 계획 사업현황 진단

구분	주요 고려사항 예시
사업모델	- 주요 사업부문의 구분 - 주요 제품·서비스 종류 및 특징 - 사업부문별 매출·이익 추이, 전체 대비 비중 등
시장환경	- 시장 특성 및 규모 - 경쟁 환경 - 기업의 점유율 및 시장 내 위상 등
경쟁우위요소	- 인적·물적자원, 기술력 등 경쟁우위 요소 등
리스크요인	- 거시경제, 산업, 개별기업 측면의 다양한 주요 리스크 요인 등

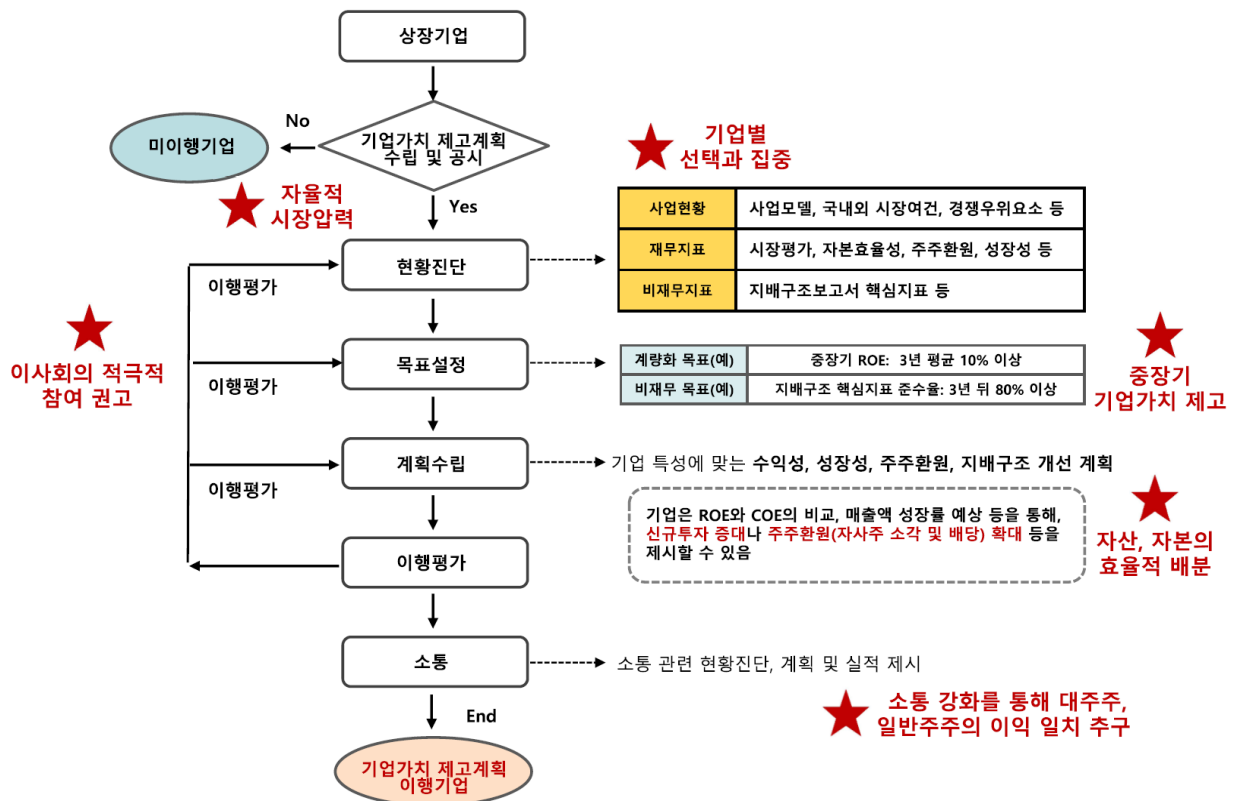
자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

표19. 기업가치 제고 계획 현황진단 재무지표

구분	주요 재무지표 예시
시장평가	- PBR(주가순자산비율), PER(주가이익비율)
자본효율성	- [자본수익성 관련] ROE(자기자본이익률), ROIC(투자자본이익률) 등 - [자본비용관련] COE(주주자본비용), WACC(가중평균자본비용) 등
주주환원	- [배당 관련] 배당금액, 배당성향, 배당수익률 등 - [자사주 관련] 자사주 보유분, 신규취득, 소각내역 등 - [종합] TSR(총주주수익률), 주주환원율 등
성장성	- 매출액 증가율, 영업이익 증가율, 자산 증가율 등
기타	- 자산포트폴리오(영업/비영업자산 등), FCF(잉여현금흐름), 부채비율 등

자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

그림13. 기업가치 제고 계획 의의 및 기대효과



자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

표20. 한국 스텝어드십 코드 원칙

구분	내용
원칙 1	기관투자자는 고객, 수익자 등 타인 자산을 관리·운영하는 수탁자로서 책임을 충실히 이행하기 위한 명확한 정책을 마련해 공개해야 한다.
원칙 2	기관투자자는 수탁자로서 책임을 이행하는 과정에서 실제 직면하거나 직면할 가능성이 있는 이해상충 문제를 어떻게 해결할지에 대해 효과적이고 명확한 정책을 마련하고 내용을 공개해야 한다.
원칙 3	기관투자자는 투자대상회사의 중장기적인 가치를 제고하여 투자자산의 가치를 보존하고 높일 수 있도록 투자 대상 회사를 주기적으로 점검해야 한다.
원칙 4	기관투자자는 투자대상회사와의 공감대 형성을 지향하되, 필요한 경우 수탁자 책임 이행을 위한 활동 전개 시기과 절차, 방법에 관한 내부지침을 마련해야 한다.
원칙 5	기관투자자는 충실한 의결권 행사를 위한 지침·절차·세부기준을 포함한 의결권 정책을 마련해 공개해야 하며, 의결권 행사의 적정성을 파악할 수 있도록 의결권 행사의 구체적인 내용과 그 사유를 함께 공개해야 한다.
원칙 6	기관투자자는 의결권 행사와 수탁자 책임 이행 활동에 대해 고객과 수익자에게 주기적으로 보고해야 한다.
원칙 7	기관투자자는 수탁자 책임의 적극적이고 효과적인 이행을 위해 필요한 역량과 전문성을 갖추어야 한다.

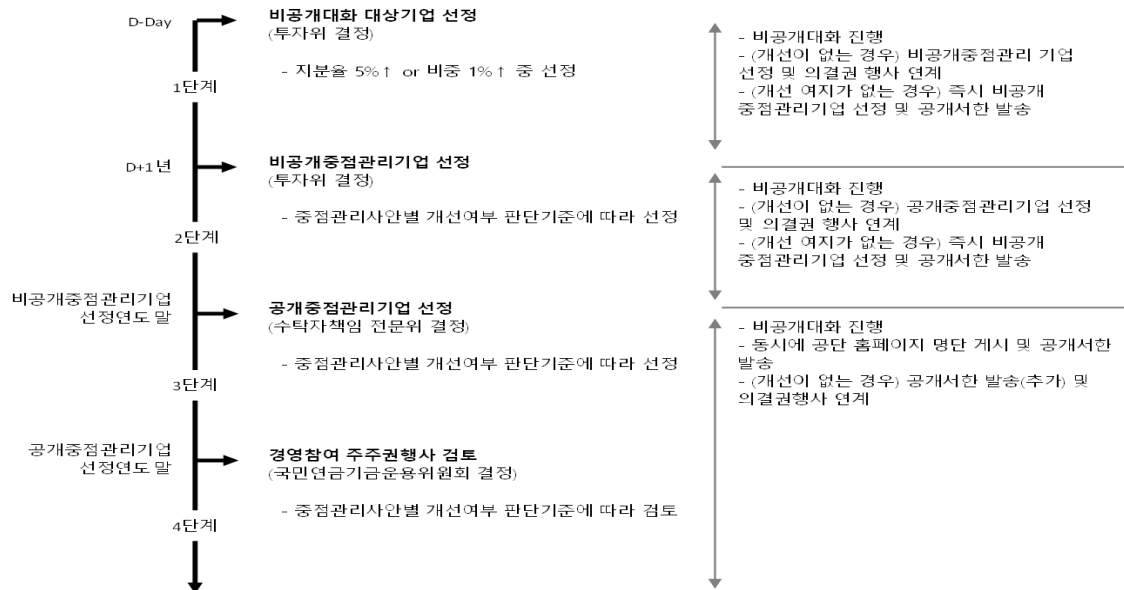
자료: 한국ESG기준원, iM증권 리서치본부

표21. 스튜어디십 코드 참여 기관

구분	참여기관	참여기관수
연기금	국민연금 등	4곳
보험사	신한생명 등	5곳
자산운용사	미래에셋자산운용 등	58곳
PEF운용사	IMM인베스트먼트 등	70곳
증권사	KB증권 등	6곳
투자자문사	케이원투자자문 등	4곳
서비스기관	한국ESG기준원 등	5곳
은행	KB국민은행 등	2곳
기타		72곳
합계		226곳

자료: 한국ESG기준원, iM증권 리서치본부

그림14. 국민연금 중점관리사안에 대한 수탁자 책임 활동 수행 단계



자료: 국민연금, iM증권 리서치본부

3) 잉여 현금을 주주에게 배당하거나 자사주를 매입 및 소각함으로써 주주 이익 뿐만 아니라 자본의 효율성을 높일 수 듯(ft. 자사주 제도 개선방안 연내 시행 예정)

개별 특성을 고려해 다양한 재무·비재무 지표 중 중장기적인 가치 제고 목적에 부합하는 핵심 지표를 선정해 분석한다. 이러한 현황진단 결과를 토대로 향후 달성하고자 하는 목표를 기재해야 한다. 기업가치 제고 계획 취지에 맞도록 지속가능한 기업가치 제고를 추구하여야 하며, 일시적, 임시방편적인 개선이 아닌 중장기적인 목표를 제시해야 한다.

재무 지표의 경우 시장평가(PBR, PER 등), 자본효율성(ROE, ROIC, COE, WACC 등), 주주환원(배당, 자사주소각, TSR 등), 성장성(매출·이익·자산 증가율 등) 등이 있다.

그동안 자본의 효율적인 활용성 측면에서 가장 미진한 부분이 주주환원 정책이기 때문에 이러한 재무지표 중 가장 중요한 지표가 주주환원이다.

투자자와의 신뢰 구축과 장기적인 투자 유치를 위해서는 기업이 주주환원 현황을 명확히 인식하고 평가해야 한다. 배당금액, 배당성향, 배당수익률, 자사주 신규취득 및 소각 등 여러가지 선택가능한 지표가 있다.

또한 TSR은 주주의 입장에서 일정기간(통상 1년) 얻을 수 있는 총수익률을 나타내는 지표로서 주가변동률과 배당수익률이 합산된 값으로 볼 수 있다. 주주환원율은 기업의 입장에서, 순이익 중 배당과 자사주 매입액에 얼마를 썼는지를 나타내는 비중이다.

결국에는 기업은 잉여 현금을 주주에게 배당하거나 자사주를 매입, 소각함으로써 주주 이익 뿐만 아니라 자본의 효율성을 높일 수 있다.

특히 자사주의 경우 신규취득 규모 자체보다는 얼마나 소각하는지, 기존 보유분을 어떻게 처분하는지 등에 대한 시장참여자들의 관심이 높아지고 있다.

그런데 국내 자사주 제도가 자사주 취득 및 소각을 통한 주주에의 기업 성과 환원 및 주주가치 제고라는 본래의 목적과 달리 지배주주의 지배력을 확대하거나 경영권을 방어하는 수단으로 악용되고 있다.

자사주가 더 이상 지배주주의 편법적 이익추구 수단으로 악용되지 않고, 주주가치 제고라는 제도 본연의 취지대로 운용될 수 있도록 개선하기 위하여 지난 1월 30일 자사주 제도개선 방안을 발표하였다. 향후 자본시장법 시행령, 공시규정 등에 대한 개정절차를 거쳐 자사주 제도개선이 연내 시행될 예정이다.

즉, 지배주주의 편법적 지배력 확대를 방지하고, 제도의 글로벌 정합성을 제고하기 위하여 인적분할시 자사주에 대한 신주 배정을 금지하는 것과 더불어 공시·상장심사 강화도 병행 추진하여, 임의적 자사주 처분에 대한 시장의 감시와 견제 기능을 대폭 확대할 예정이다.

특히 기업이 자사주를 취득한 이후 처분 또는 소각 등 이를 어떻게 처리할 것인지 등이 주가에 중대한 영향을 미치는 정보임에도 불구하고, 국내에서는 이에 대한 체계적인 공시의무 부재로 인하여 상장기업이 자사주를 취득·보유·처분하는 과정에서 투명성이 보장되지 않았다.

즉, 자사주 취득 후 이를 장기간 보유함에도 그 활용 계획에 대한 정보를 구체적으로 제공하지 않거나, 제3자에 대한 자사주 처분시 주요사항보고서에 처분 목적을 간략하고 기계적인 수준으로 서술하는 데 그치거나, 자사주를 포함하여 시가총액을 계산함으로써 유통주식 대비 시가총액이 과대평가되고 투자정보가 왜곡되는 등의 문제가 발생하였다.

이에 따라 자본시장법 시행령, 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 및 기업공시서식 작성기준을 개정하고 거래소 정보데이터시스템을 개편 하여 자사주 취득·보유·처분 전 과정에 대한 공시를 강화할 예정이다. 즉, 일정규모 이상 자사주 보유시 공시의무 부과, 자사주 처분시 주요사항보고서 공시 확대, 자사주를 제외한 시가총액 정보 제공 등이 있다.

먼저 자사주 보유 비중이 일정 수준(발행주식 수의 5%) 이상이 될 경우 자사주 보유현황과 보유목적, 향후 처리계획(추가취득 또는 소각 등) 등에 관한 보고서를 작성하여 이사회의 승인을 받도록 하였다. 규정 개정안에서는 동 보고서를 사업보고서 첨부서류로 제출토록 하고, 보고서의 주요내용을 사업보고서에도 기재토록 하였다.

자사주는 의결권이 제한되기 때문에 기업은 자사주 매입을 통해 의결권을 가진 주식수를 줄임으로써 지배주주 보유 지분의 의결권을 상대적으로 강화시킨다. 특히 자사주 보유 비중이 일정 수준이상의 경우 지배주주 보유 지분의 의결권의 강화효과가 더 크게 나타날 수 있다.

이에 따라 이사회가 자사주 비중의 적정성 등을 검토하여 향후 자사주 처리 계획 등을 사업보고서에 공시하게 되면 자사주가 지배주주의 지배력 수단으로 악용되는 것을 견제하는 효과가 있을 것이다.

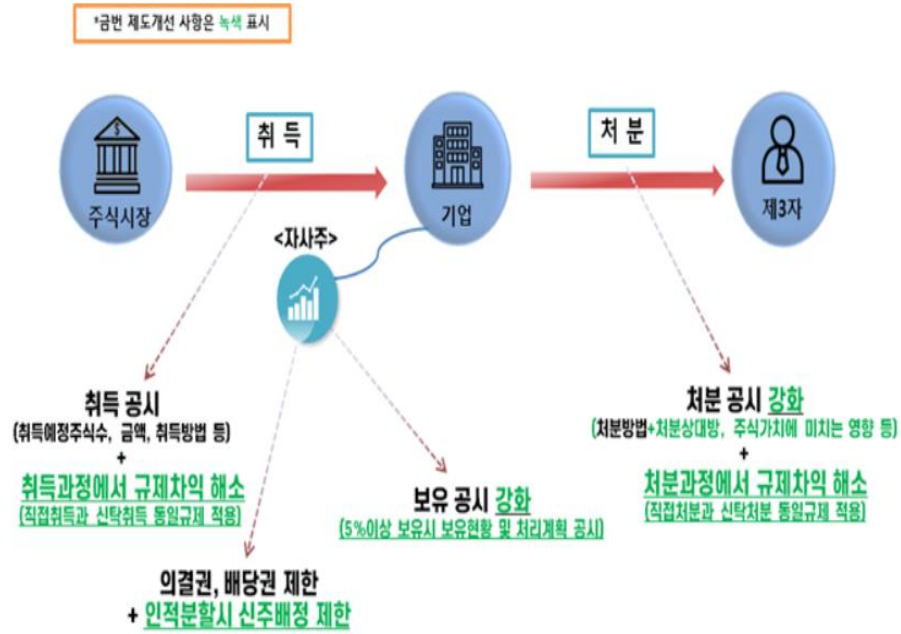
또한 제3자에 대한 자사주 처분은 신규 주주 진입으로 유통주식수가 증가되면서 주주가치 희석 등 기존 주주의 권익을 감소시킬 수 있을 것이다. 이에 따라 임의적인 자사주 처분에 대한 시장의 감시와 견제기능이 작동할 수 있도록 자사주를 처분하는 경우 기존에는 주요사항보고서에 처분목적만 간략하게 기재하였으나 향후에는 처분목적, 처분상대방 선정사유, 일반주주 권익영향 등을 구체적으로 서술하게 하는 등 공시의무를 확대할 예정이다.

이러한 자사주 제도개선 방안으로 인하여 지배주주의 편법적 지배력 확대를 방지하고 일반 주주의 권익 제고를 위한 제도적 기반이 마련되었다. 즉, 인적분할시 주주권이 제한된 자사주에 대하여 신주배정권을 부여하던 기존의 관행을 시정할 뿐만 아니라 인적분할 이후 재상장에 대하여도 상장심사를 강화하였다.

또한 자사주의 취득·보유·처분 등 처리계획에 대한 공시 강화 등을 통하여 감시와 견제 기능을 활성화 함으로써, 지배주주의 편법적 사익추구 수단으로 악용되지 않고, 본연의 취지대로 주주가치 제고 수단으로 운용될 수 있게 하는 제도적 기반을 마련하였다.

무엇보다 기업들이 자사주 매입시 주주환원 목적이라고 공시를 통해 밝히고 있지만, 실제로 소각으로 이어지는 건 일부여서 실질적 의미의 주주 환원으로 이어지지 못하기 때문에 자사주 매입 후 소각으로 이어질 수 있는 정책 등이 향후 가시화 되어야 한다.

그림15. 상장법인 자기주식 제도개선 주요 내용



자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

4) 비재무지표로서 기업지배구조보고서 공시항목 및 다양한 지배구조 관련 지표를 활용 ⇒ 투자자들이 지배구조에 대한 견제와 감시의 지속적인 기반 마련되면서 지배구조 개선의 시발점 될 듯

기업의 주요 의사결정이 지배주주 중심으로 이뤄져 일반주주에 대한 보호가 미흡하였다. 이러한 국내 상장기업의 지배구조 이슈는 우리나라 증시의 주요 저평가 요인 중에 하나이다. 무엇보다 지배구조 등 비재무지표가 중·장기적인 기업가치에 중대한 영향을 미친다.

이에 따라 밸류업 프로그램에서는 기업가치와 밀접한 관련이 있는 지배구조 등 비재무지표를 선정하여 개선 계획을 세워야 한다.

지배구조 측면에서 주주, 이사회, 감사기구 등 다양한 측면의 지배구조 현황을 진단해야 하며, 이를 토대로 목표설정 및 계획수립 목차에서 주주의사 반영, 이사회 책임, 감사의 독립성 등 다양한 측면에서 개선 방안을 제시할 수 있다.

특히 기업지배구조보고서에서 제시하는 핵심지표(15개) 및 다양한 공시항목은 유용한 참고지표 등으로 활용할 수 있다. 지배구조보고서 의무공시 대상기업이 아닌 경우에도 지배구조보고서 가이드라인을 참고해 자율적으로 기업의 가치제고 측면에서 중요하다고 판단되는 지표들을 선정·기재할 수 있다.

기업지배구조보고서 공시제도는 주주, 이사회, 감사기구와 관련하여 한국ESG기준원의 모범규준, G20/OECD 기업 지배구조 원칙 등에서 제시한 10가지 기업지배구조 핵심원칙(주주의 권리, 주주의 공평한 대우, 이사회 기능, 이사회 구성, 사외이사의 책임, 사외이사 활동의 평가, 이사회 운영, 이사회 내 위원회, 내부감사기구, 외부감사인 등), 28개 세부원칙 및 15개 핵심지표로 구성되어 이에 대한 준수(Comply)여부와 미준수시 그 사유에 대해 설명(Explain)토록 하여 자율적인 경영투명성 개선을 유도하고 있다.

이러한 기업지배구조보고서는 2017년 3월에 한국거래소의 자율공시로 최초 도입된 이후 2019년부터 자산규모 2조원 이상 코스피 상장사를 대상으로 의무화함에 따라 매년 5월 31일까지 거래소 공시시스템에 공시해야 한다.

또한 2022년에는 자산규모 1조 원 이상, 2024년에는 자산규모 5,000억 원 이상, 2026년에는 전체 코스피 상장사로 기업지배구조보고서 공시 의무가 확대될 예정이다.

기업지배구조보고서에서의 핵심지표란 투명한 기업지배구조 확립을 위해 특히 준수가 장려되는 지표 15개로, 주주의 권리 제고 관련 지표(4개), 이사회 구성·책임·운영 관련 지표(6개), 감사기구의 전문성·독립성 관련 지표(5개)로 구성되어 있다. 이와 같은 핵심지표(15개)는 기업지배구조보고서 도입부에 기재하도록 하고 있다.

구체적으로 주주의 권리 제고 관련 지표로는 ① 주주총회 4주 전에 소집공고 실시, ② 전자투표 실시, ③ 주주총회의 집중일 이외 개최, ④ 배당정책 및 배당실시 계획을 연 1회 이상 주주에게 통지하는지 여부 등이 있다.

또한 이사회 구성·책임·운영 관련 지표로는 ⑤ 최고경영자 승계정책(비상시 선임정책 포함) 마련 및 운영, ⑥ 내부통제정책 마련 및 운영, ⑦ 이사회 의장과 대표이사 분리, ⑧ 집중투표제 채택, ⑨ 기업가치 훼손 또는 주주권의 침해에 책임이 있는 자의 임원 선임을 방지하기 위한 정책 수립, ⑩ 6년 초과 장기재직 사외이사 부존재 여부 등이 있다.

감사기구의 전문성·독립성 관련 지표로는 ⑪ 내부감사기구에 대한 연 1회 이상 교육 제공, ⑫ 독립적인 내부감사부서(내부감사업무 지원 조직)의 설치, ⑬ 내부감사기구에 회계 또는 재무 전문가 존재, ⑭ 내부감사기구가 분기별 1회 이상 경영진 참석 없이 외부감사인과 회의 개최, ⑮ 경영 관련 중요정보에 내부감사기구가 접근할 수 있는 절차를 마련하고 있는지 여부 등이 있다.

지배구조 핵심지표(15개) 외에도 지배구조보고서 가이드라인에는 다양한 공시 항목이 제시되어 있다. 즉, 주주(주주제안·공개서한 프로세스의 구축 및 안내, 부당한 내부거래 및 자기거래 통제 장치, 소유·지분구조 변동 시 반대주주 권리보호 장치), 이사회(이사회 지원부서 등 적절한 조직체계 구축, 이사회 구성의 전문성·책임성·다양성 및 이사 선임의 공정성, 사외이사 관련 업무 지원체계 및 사후평가체계 구축), 감사기구(내부감사기구 업무 지원체계 구축, 외부감사인 선임 시 독립성 및 전문성 확보 방안 마련) 등 다양한 공시항목이 있다.

이러한 기업지배구조보고서 가이드라인의 공시항목 외에도 개별 특성에 따라 다양한 지배구조 관련 지표를 선정하여 주주 및 시장참여자와 소통할 수 있다.

예를 들면 상장기업이 성장성 높은 사업 부문을 물적분할한 뒤 분할자회사를 상장하는 모회사 중복상장 이슈이다. 이와 관련하여 기업은 모회사 일반주주의 권익을 보호·증진할 수 있는 계획을 설명하거나, 물적분할 후 분할자회사를 비상장 완전자회사로 유지하는 계획을 밝히는 등의 소통을 할 수 있다.

또 다른 예시로 상장기업 지배주주 및 그 특수관계인의 비상장 개인회사 보유 이슈도 있다. 이런 경우 상장기업과 비상장 개인회사간 이해상충 우려를 해소하기 위한 정확한 사실관계 및 향후 계획을 설명할 수 있다.

감사위원의 분리선출을 통한 감사 독립성 강화도 좋은 예시로서, 기업은 감사위원 분리선출 현황과 향후 계획 등을 밝힐 수 있다.

밸류업 프로그램에서 지배구조와 관련된 비재무지표로서 기업지배구조보고서에서 제시하는 핵심지표(15개) 및 다양한 공시항목을 유용한 참고지표 등으로 활용함에 따라 그동안 공시의무이면서도 주목도가 미흡하였던 기업지배구조보고서가 재탄생하는 계기가 될 것이다.

이와 같이 밸류업 프로그램에서는 기업지배구조보고서 공시항목 및 다양한 지배구조 관련 지표를 활용함에 따라 투자자들이 지배구조에 대한 견제와 감시를 지속적으로 할 수 있는 기반이 마련되면서 지배구조 개선의 시발점이 될 수 있을 것이다.

한편, 올해 6월 상장기업이 밸류업 계획을 수립하고 소통에 활용하였는지 여부 등을 기업지배구조보고서를 통해 공시하도록 기업지배구조보고서 가이드라인을 개정하였다. 즉, 공시대상기간 개시시점부터 보고서 제출 시점까지 기업가치 제고 계획 공시 여부, 기업가치 제고 계획 공시 현황 및 기업가치 제고 계획 수립 및 공시 과정에 이사회 참여 여부, 주주 및 시장참여자와 기업가치 제고 계획을 활용하여 소통한 실적이 있는지 여부 등을 기타사항으로 공시해야 한다.

이와 같이 밸류업 계획 관련 사항도 기업지배구조보고서를 통하여 공시하도록 하고 있는 이상 기업지배구조보고서 의무 공시대상법인에 있어서 밸류업 계획의 수립, 이행 및 공시의 중요성은 더욱 더 커질 것이다.

표22. 기업지배구조 보고서 공시의 단계별 의무화

적용시기	'19년(既往)	'22년(既往)	'24년	'26년
자산총액	2조원 이상	1조원 이상	5천억원 이상	쏠코스피 상장사

자료: KRX, iM증권 리서치본부

표23. 2023년 기업지배구조보고서 가이드라인 주요 개정사항(세부원칙 관련)

구분	주요 개정내용	원칙번호
배당예측 가능성 제공	<ul style="list-style-type: none"> 배당 관련 표준정관 개정에 따른 정관 개정여부 현금배당 관련 배당액 예측가능성 제공여부 추가 	1-4
소액주주, 기관투자자 소통 강화	<ul style="list-style-type: none"> 소액 주주들과 따로 소통한 내역, 해외투자자 소통 위한 행사, 외국인 주주를 위한 소통채널 확대 등 신설 주주총회 의결사항 중 반대비율이 높거나 부결안건 있는 경우 주주와의 소통노력 및 그 내용을 공시 	1-2 1-4 2-1
메자닌 채권 등을 통한 자금조달	<ul style="list-style-type: none"> 주주간 이해관계를 달라하는 자본조달' 현황 "CB, BW, WB 등 주식 전환가능채권, 조건부 자본증권 등 조달과정에서의 주주의권 수렴정책 공시 의무화 	2-3
이사회원의 다양성	<ul style="list-style-type: none"> 성별 뿐 아니라 연령, 경력 등으로 다양성 확대 이사회 내 동일 성별 구성여부 및 미준수시 사유 기술 이사 개별명기에 연동한 보수정책 마련 여부 	4-2
보수정책 및 임원배상책임보험	<ul style="list-style-type: none"> 보수 관련 정책의 공개 여부 임원배상책임보험 가입여부 및 남용방지 정책 공시 	7-1
부적격임원 선임 방지	<ul style="list-style-type: none"> 사익편취/부당지원, 회계처리기준 위반까지 확대 1차적인 당국의 판단(기소 및 행정처분)을 기점으로 '형의 집행이 종료되거나 면제된 후 5년'까지 공시 	4-4

자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

표24. 2023년 기업지배구조보고서 가이드라인 주요 개정사항(핵심지표 관련)

산실항목	삭제항목
<ul style="list-style-type: none"> 현금배당 관련 예측가능성 제공 이사회 구성원 모두 단일성(性)이 아님 	<ul style="list-style-type: none"> 6년 초과 장기재직 사외이사 부존재 내부감사가구에 대한 연1회 이상 교육 제공

자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

표25. 「기업지배구조보고서」 공시 필요사항 중 주요 내용 예시

구분	「기업지배구조보고서」 공시 필요사항 중 주요 내용 예시
주주	<ul style="list-style-type: none"> 주주제안·공개서한 프로세스의 구축 및 안내 부당한 내부거래 및 자기거래 통제 장치 소유·지분구조 변동 시 반대주주 권리보호 장치
이사회	<ul style="list-style-type: none"> 이사회 자원부서 등 적절한 조직체계 구축 이사회 구성의 전문성·책임성·다양성 및 이사 선임의 공정성 사외이사 관련 업무 지원체계 및 사후평가체계 구축
감사기구	<ul style="list-style-type: none"> 내부감사기구 업무 지원체계 구축 외부감사인 선임 시 독립성 및 전문성 확보 방안 마련

자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

표26. 2024년 기업지배구조 핵심지표 준수 현황

핵심지표	전체	2조원 이상	2조원 미만 1조원 이상	1조원 미만 5천억원 이상
주주				
① 주주총회 4주 전에 소집공고 실시	29%	45%	19%	15%
② 전자투표 실시	78%	86%	77%	66%
③ 주주총회의 집중일 이외 개최	66%	77%	67%	50%
④ 현금배당 관련 예측가능성 제공	17%	23%	15%	9%
⑤ 배당정책 및 배당실시 계획을 연 1회 이상 주주에게 통지	41%	64%	28%	20%
이사회				
⑥ 최고경영자 승계정책(비상시 선임정책 포함) 마련 및 운영	31%	52%	20%	11%
⑦ 위험관리 등 내부통제정책 마련 및 운영	75%	88%	68%	60%
⑧ 사외이사가 이사회 의장인지 여부	13%	21%	9%	5%
⑨ 집중투표제 채택	3%	5%	1%	2%
⑩ 기업가치 훼손 또는 주주권의 침해에 책임이 있는 자의 임원 선임을 방지하기 위한 정책 수립 여부	56%	76%	45%	36%
⑪ 이사회 구성원 모두 단일 성(性)이 아님	50%	79%	27%	27%
감사기구				
⑫ 독립적인 내부감사부서(내부감사업무 지원 조직)의 설치	46%	48%	44%	45%
⑬ 내부감사가구에 회계 또는 재무 전문가 존재 여부	87%	98%	85%	73%
⑭ 내부감사가구가 분기별 1회 이상 경영진 참석 없이 외부감사인과의 회의 개최	55%	82%	46%	23%
⑮ 경영 관련 중요정보에 내부감사가구가 접근할 수 있는 절차를 마련하고 있는지 여부	97%	100%	98%	92%
총 준수율	50%	63%	43%	36%

자료: 한국거래소, iM증권 리서치본부

5) 조세특례제한법 개정을 통해 밸류업 정책과 관련된 세제 혜택 제공 ⇒ 밸류업에 참여하는 기업들에게 주주환원 확대의 명분을 견인할 듯

밸류업 프로그램에 대한 세제 지원은 기업, 투자자, 상속이라는 세 가지 축으로 이뤄졌다. 정부에서는 배당이나 자사주 소각을 늘린 기업에 대하여 법인세를 감면해줘 자발적인 밸류업을 유도할 뿐만 아니라, 밸류업 기업에 투자한 주주에게는 세 부담을 완화시켜 추가 투자 유인을 늘리겠다는 계획이다. 또한 최대주주 상속에 부담이 없도록 할증 과세를 폐지해 밸류업 선순환 구조를 만들겠다는 의도다.

먼저 정부에서는 주주 환원을 늘려 밸류업에 참여한 기업에게 법인세를 감면하는 방안을 추진할 예정이다. 기재부는 직전 3년 배당이나 자사주 소각 평균치를 5% 초과하는 주주 환원액에 대해 법인세를 5% 세액공제할 방침이다.

이와같이 법인세 세액공제를 받은 밸류업 공시 기업의 주주도 배당 증가분에 대해서 소득세 혜택을 받는다. 현행 기준으로는 2000만원 이하 배당소득은 14%를 원천징수하고 2000만원 초과분에는 금융소득 종합과세해 과표 구간에 따라 14~45% 세율이 적용된다.

법인세 세액공제를 받은 밸류업 공시 기업의 배당 증가분에 대해 금융소득이 2000만원 이하일 경우 원천징수 세율을 14%에서 9%로 낮추기로 했다. 금융소득 2000만원 초과분에 대해서는 기존대로 종합과세하거나 25% 세율로 분리과세하는 방안 중 선택할 수 있게 했다.

예컨대 A기업이 직전 3개년 평균 1000억원을 배당하다가 1200억원을 배당하게 되면 5% 초과분인 150억원에 대해 5%를 세액공제 받게됨에 따라 법인세를 7억5000만원 감면받게 된다.

A기업 주주인 B씨의 배당금도 1000만원에서 1200만원으로 늘었다고 가정해 보면, B씨가 배당소득 1200만원 외에 다른 소득이 없다면 기존 제도에서는 168만원(1200만원×14%)의 세금으로 났다. 하지만 개정안대로라면 증가분인 200만원에 대해선 9%(18만원) 세율을 적용하고 나머지 1000만원은 14%(140만원) 세율이 적용돼 158만원을 내게 됨에 따라 10만원 경감 효과가 있다.

주주 C씨의 배당금이 직전 3년 평균 2000만원에서 내년엔 2400만원으로 증가했고, 다른 소득이 10억원이라고 가정해 보면 지금까지는 비교 종합과세를 적용받아 3억8866만원을 내야 했다.

하지만 분리과세가 적용되면서 기존 배당금인 2000만원에 대해선 14%의 세율을 적용받고, 배당증가 금액인 400만원에 대해선 25%의 세율을 적용받게 되면 다른 소득인 10억원에 대해서만 기본세율이 적용된다. 이에 따라 C씨가 내야 하는 세금은 3억8786만원으로, 지금보다 80만원이 줄어든다.

이와 같은 주주환원 관련 기업과 주주의 세제 혜택은 3년간 한시적으로 운영할 계획으로 조세특례제한법을 개정해야 한다.

다른 한편으로는 정부에서는 상속세 최대주주 할증평가 제도도 폐지하겠다고 발표했다. 최대주주 할증 과세는 기업 최대 주주가 물려받는 주식 가치에 20%를 할증해 상속가액을 산정하고 상속세를 부과하는 제도로, 1993년 처음 도입되었다. 즉, 중소기업을 제외한 중견·대기업의 경우 최대주주의 경영권 프리미엄에 대한 할증율(20%)이 적용돼 최고세율이 60%까지 올라간다.

기업의 최대주주에 대해 과도한 상속세를 부담하게 하는 최대주주 할증평가 제도는 영국, 독일, 일본 등에는 존재하지 않으며, 미국에서도 일괄적으로 적용하는 것이 아닌 기업의 특성이나 경제 상황 등을 고려해 상황에 따라 유연하게 할증 또는 할인평가를 할 수 있도록 하고 있다.

이와 더불어 정부에서는 기업상속공제 대상과 한도도 대폭 확대한다. 기업상속공제는 중소기업과 매출액 5000억원 미만인 중견기업을 10년 이상 경영한 오너가 회사를 상속할 때 최대 600억원까지 상속세를 공제해주는 제도다. 정부에서는 중견기업의 매출액 요건을 없애고, 상속세 공제액도 최대 1200억원으로 늘릴 방침이다.

또한 정부에서는 금융투자소득세 폐지도 그대로 추진하며, ISA(개인종합자산관리계좌) 납입과 비과세 한도도 확대해 연 4000만원까지 납입하고 500만원까지 비과세 혜택을 받을 수 있게 한다.

주주환원 관련 기업과 주주의 세제 혜택은 모두 조세특례제한법을 개정해야 하며, 최대주주 할증평가 폐지와 기업상속공제 확대의 경우 상속세 및 증여세법을 바꿔야 한다.

밸류업 정책과 관련된 세제 혜택은 상속세 및 증여세법이나 금융투자소득세 등과 비교해 정치적인 주목도가 떨어지기 때문에 조세특례제한법 특성상 다른 감세 법안과 묶어 논의되는 과정에서 생각보다 쉽게 국회를 통과할 가능성이 있다.

이와 같이 조세특례제한법 개정을 통해 밸류업 정책과 관련된 세제 혜택 제공으로 밸류업 정책에서 기업들의 주주환원 확대 명분을 견인할 수 있을 것이다.

표27. 밸류업 관련 배당소득세 분리과세 방안

구분	금융소득 2,000만원 이하	금융소득 2,000만원 초과
현행	배당 전체 x 14%	배당 전체 x 비교 종합과세(14~45%)
개정	밸류업 기업 배당 증가금액 등 x 9% + 그 외 배당 x 14%	1) 배당 증가 금액 등 x 25% + 그 외 배당 x 비교 종합과세
		2) 배당 증가금액 등 (2,000만원 한도) x 9% + 그 외 배당 x 비교 종합과세

자료: 기획재정부, iM증권 리서치본부

**6) 주주환원 여력 관점에서 코리아 밸류업 지수 종목 선정 예상됨⇒
기관투자자들이 벤치마크 지표로 활용하면서 기업가치 제고(밸류업)
계획의 지속성 및 수급적으로 우호적인 영향을 미칠 듯**

상장기업의 기업가치 개선 노력과 성과를 투자자가 쉽게 평가하고 투자 판단에 활용할 수 있는 수단도 확충할 예정이다.

무엇보다 한국거래소에서는 지속적 수익 창출 및 주주 환원을 통한 기업가치 성장이 예상되는 상장기업으로 구성된 코리아 밸류업 지수를 9월 중으로 개발하여 발표할 예정으로 연기금 등 기관투자자들이 벤치마크 지표로 참고 및 활용할 것으로 기대된다.

이러한 코리아 밸류업 지수는 수익성(당기순이익, 영업활동현금흐름 등), 자본효율성(PBR, ROE 등), 주주환원 성과(배당성향, 배당수익률, 자사주 소각 등) 등 주요 투자지표 등을 종합 고려해 기업가치 우수 기업(수익성·시장평가 양호한 기업)을 중심으로 하면서 계량·비계량 항목에 대한 종합평가를 통해 기업가치 제고가 기대되는 기업도 편입할 예정이다.

이렇듯 코리아 밸류업 지수가 수익성과 시장평가가 양호한 기업을 중심으로 구성되기 때문에 시가총액이 높은 대형주 위주로 편입될 것으로 예상된다.

일본의 JPX Prime 150 지수는 종목 선정 로직에 PBR 1배 이상이라는 조건이 있을 만큼 우량기업을 중심으로 구성되어 있다. 우리나라 밸류업 프로그램이 일본을 벤치마크한 만큼, 국내 밸류업 수혜주 역시 단순 저 PBR 기업이 아닐 것으로 판단한다. 오히려 건전한 재무상태와 높은 이익률, 그리고 이를 바탕으로 주주환원을 잘 하고 있거나 주주환원여력이 있는지 여부가 코리아 밸류업 지수의 주요 선정 로직이 될 것으로 판단된다.

주주환원 여력의 경우 주주환원 정도를 확대할 수 있거나 유지할 양호한 수익성 및 현금흐름을 보유하고 있는지 여부와 더불어 이에 따른 자사주를 매입할 수 있거나 소각할 여력이 있는지 여부가 중요할 것이다.

먼저, 기업 입장에서 주주환원을 확대하기 위해서는 현재 충분한 현금성 자산을 보유하고 있는지가 중요하다. 현금 여력이 충분한 기업일수록 배당을 확대할 수 있는 우호적인 환경이 조성되기 때문이다. 또한 확대된 배당을 유지하기 위해서는 일정한 현금흐름이 지속적으로 유입되는지 여부 역시 중요하다.

이러한 현금흐름이 지속적으로 유입되기 위해서는 해당 기업이 영위하는 사업을 통해 지속적으로 수익을 창출하고, 잉여 현금흐름이 충분해야 할 것이다. 이에 따라 순부채(-), FCF/시가총액을 주요 지표로 선정하였다.

둘째, 기업이 현재 보유하고 있는 자사주의 규모 역시 중요한 주주환원 여력 판단 지표가 될 수 있을 것이다.

우리나라는 타 선진 금융시장과 달리 자사주 매입 이후 소각의무가 없어, 기업이 자사주를 매입하더라도 소각하지 않는 경우 기업 가치 상승 효과가 미미하다. 현재 정부 차원에서 주주환원을 장려하고 있는 환경하에서 자사주 보유량이 많은 기업이 보유 자사주를 소각할 경우 기업 가치 상승 가능성이 커질 수 있을 것이다. 해당 케이스는 배당과 방식은 다르나 주주환원을 통해 기업 가치를 제고할 수 있다는 점에서 본질적으로 효과는 같다. 이에 대하여 자사주 지분을 역시 코리아 밸류업 지수 편입 종목을 예측하는데 주요 지표라고 판단하였다.

이를 바탕으로 한 코리아 밸류업 지수 선정 로직은 다음과 같으며, 이에 따라 코리아 밸류업 지수 편입 예상 종목을 선정하였다.

대상: KOSPI 지수 내 종목 중 12M 선행 PER/PBR 상위 1% 제거, 선행 EPS가 (+)인 흑자기업 대상

주요 팩터:

- FCF(잉여현금흐름)/시가총액 비율
- 순부채 (-) 여부
- 2024년 예상 배당수익률(전망치 없을 시 과거 배당수익률)
- DPS 성장률(3년 평균)
- 자사주 지분율

향후 한국거래소에서 발표할 코리아 밸류업 지수를 기반으로 한 상장지수펀드(ETF)도 4분기 중으로 상장을 통해 일반투자자들도 투자할 수 있도록 지원할 예정이다.

무엇보다 자산운용 규모가 큰 국민연금 등 연기금을 포함한 기관투자자들이 코리아 밸류업 지수를 일부 위탁운용 벤치마크 지표로 활용하게 된다면 그 파급력은 확대되면서 이에 포함된 상장기업들의 경우 수급적으로 긍정적인 영향을 받을 것이다.

표28. 지주, 금융, 유틸리티 섹터 코리아 밸류업 지수 편입 예상종목

섹터명	종목명	시가총액 (10억원)	P/B	ROE	비고
지주	삼성물산	26,757	0.6	6.7	
	LG	13,308	0.5	5.1	24년 4분기 중 '기업가치 제고계획' 공시 예정
	SK	10,846	0.4	6.9	
	HD현대	6,430	0.7	12.7	
	GS	4,125	0.3	8.6	
	LS	3,497	0.6	9.4	
	두산	2,698	1.7	13.0	
	롯데지주	2,555	0.3	2.7	
	한화	2,204	0.2	6.0	
	효성	854	0.4	1.5	
	세아베스틸지주	704	0.3	6.3	24년 4분기 중 '기업가치 제고계획' 공시 예정
	세아홀딩스	414	0.2	3.9	24년 4분기 중 '기업가치 제고계획' 공시 예정
	HL홀딩스	358	0.3	7.6	
금융	KB금융	32,466	0.5	9.0	24년 4분기 중 '기업가치 제고계획' 공시 예정
	신한지주	28,985	0.5	8.8	27년까지 ROE 10%, 주주환원율 50% 수준으로 확대
	삼성생명	20,080	0.4	5.8	
	메리츠금융지주	18,138	1.6	22.6	23~'25년까지 총 주주환원율 연결 당기순이익의 50% 목표
	하나금융지주	17,694	0.4	9.2	24년 4분기 중 '기업가치 제고계획' 공시 예정
	삼성화재	17,363	0.9	12.6	
	우리금융지주	11,733	0.3	8.9	지속가능 ROE 10%, 보통주자본비율 13%, 총주주환원율 50% 등을 달성하겠다는 계획.
	미래에셋증권	5,281	0.4	6.7	24~'26년 ROE 10%이상, 주주환원율 35% 이상. '27~'30 발행주식 1억 주 이상 소각
	삼성카드	5,051	0.5	7.5	
	NH투자증권	4,611	0.6	9.4	24년 4분기 중 '기업가치 제고계획' 공시 예정
	한국금융지주	4,207	0.5	10.4	
	키움증권	3,359	0.6	14.6	주주환원율 30% 이상, PBR 1배 이상, ROE 15% 이상 달성 등을 목표
	BNK금융지주	3,179	0.3	7.7	24년 10월 이내 '기업가치 제고계획' 공시 예정
	JB금융지주	3,002	0.5	12.2	24년 10월 이내 '기업가치 제고계획' 공시 예정
	DGB금융지주	1,412	0.2	6.9	24년 10월 이내 '기업가치 제고계획' 공시 예정
	DB금융투자	254	0.2	0.7	27년 ROE 10% 이상, PBR 업종평균 상회 목표. 향후 3년간 주주환원율 40% 이상
유틸리티	한국전력	14,252	0.3	10.4	
	한국가스공사	4,348	0.4	7.8	
	한전KPS	1,942	1.4	13.2	
	지역난방공사	577	0.3	9.4	24년 4분기 중 '기업가치 제고계획' 공시 예정
	E1	512	0.2	9.4	

자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

표29. IT, 경기관련 소비재, 산업재 섹터 코리아 밸류업 지수 편입 예상종목

섹터명	종목명	시가총액 (10억원)	P/B	ROE	비고
IT	삼성전자	376,693	1.0	11.6	
	LG전자	17,919	0.9	10.4	24년 4분기 중 '기업가치 제고계획' 공시 예정
	삼성에스디에스	12,528	1.3	9.1	
	삼성전기	9,763	1.1	9.5	
	현대오토에버	4,536	2.4	11.4	
	DB하이텍	1,643	1.4	15.7	향후 5년간 주주환원율 30% 유지
	롯데이노베이트	362	0.8	11.1	
	에스트라픽	160	1.3	14.6	26년 말 PBR 2 달성 목표, 향후 3년간 자사주 매입 150억원, 결산 배당 매년 20% 이상 증대 ('24년 결산배당 최소 주당 100원 이상)
경기관련소비재	현대차	51,516	0.6	13.0	23~24 배당성장 최소 24%, 분기배당 도입, 기보유 자사주 3% 소각. '25~27 TSR 35% 이상, 주당 배당금 10,000원 이상 목표
	기아	41,385	0.7	18.6	24년 4분기 중 '기업가치 제고계획' 공시 예정
	현대모비스	20,738	0.4	8.9	24년 4분기 중 '기업가치 제고계획' 공시 예정
	아모레퍼시픽	8,230	1.7	8.5	
	LG생활건강	5,459	1.0	6.4	
	힐라홀딩스	2,467	1.1	12.1	
	GS리테일	2,299	0.5	5.3	
	BGF리테일	2,055	1.6	16.9	
	영원무역	1,724	0.4	10.8	
	한국엔컴퍼니	1,704	0.4	9.9	
	에스엘	1,598	0.6	16.9	
	신세계	1,538	0.3	6.7	24년 4분기 중 '기업가치 제고계획' 공시 예정
	DN오tom티브	958	0.6	27.3	
	SNT다이내믹스	718	0.5	7.3	
	SNT모티브	676	0.5	9.4	
	신세계 인터내셔널	455	0.5	6.9	24년 4분기 중 '기업가치 제고계획' 공시 예정
	한섬	371	0.2	5.6	
	감성코퍼레이션	312	2.4	35.1	24년 4분기 중 '기업가치 제고계획' 공시 예정
	백산	291	1.0	24.6	
	광주신세계	242	0.3	6.0	24년 4분기 중 '기업가치 제고계획' 공시 예정
산업재	HD한국조선해양	13,518	1.1	13.7	
	HMM	12,966	0.5	7.2	
	포스코인터내셔널	9,658	1.3	11.1	24년 4분기 중 '기업가치 제고계획' 공시 예정
	대한항공	8,322	0.7	12.1	
	현대로템	5,883	2.5	20.7	
	한국항공우주	5,225	2.7	15.4	
	삼성E&A	4,773	1.0	15.4	
	LIG넥스원	4,543	3.3	19.3	
	두산밥캣	4,195	0.6	11.1	
	한화시스템	3,531	1.5	8.4	
	KCC	2,573	0.4	9.4	
	CJ대한통운	2,274	0.5	7.4	
	에스원	2,242	1.2	10.6	
	현대엘리베이	1,699	1.3	26.2	24년 4분기 중 '기업가치 제고계획' 공시 예정
	한샘	1,313	2.5	17.4	
	SK네트웍스	1,217	0.5	3.4	
	LX인터내셔널	1,173	0.4	12.6	
	롯데렌탈	1,117	0.7	10.7	

자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

표30. 소재, 에너지, 건강관리, 커뮤니케이션서비스, 필수소비재 섹터 코리아 밸류업 지수 편입 예상종목

섹터명	종목명	시가총액 (10억원)	P/B	ROE	비고
소재	POSCO홀딩스	31,026	0.5	4.3	24년 4분기 중 '기업가치 제고계획' 공시 예정
	포스코퓨처엠	18,088	7.1	6.3	24년 4분기 중 '기업가치 제고계획' 공시 예정
	금호석유	3,625	0.5	7.7	
	롯데정밀화학	1,178	0.4	7.7	
	미원상사	1,005	2.1	17.0	
	코오롱인더	933	0.3	5.9	
	TKG휴켄스	755	0.7	12.1	
에너지	S-Oil	6,879	0.7	9.2	
건강관리	삼성바이오로직스	74,662	6.3	10.5	
	종근당	1,574	1.7	10.1	
	대웅	1,486	0.9	17.3	
	HK이노엔	1,356	1.1	6.6	24년 4분기 중 '기업가치 제고계획' 공시 예정
	덴티움	852	1.0	19.5	
	콜마비엔에이치	424	1.0	8.3	25년 1분기 중 '기업가치 제고계획' 공시 예정
커뮤니케이션서비스	NAVER	25,822	0.9	6.5	
	크래프톤	16,667	2.1	15.6	
	SK텔레콤	12,544	1.0	10.3	
	KT	10,509	0.6	7.4	
	하이브	6,731	2.0	8.6	
	LG유플러스	4,340	0.5	6.8	
	제일기획	2,112	1.3	15.6	
	이노션	779	0.8	10.7	
	컴투스	507	0.4	3.2	25년 1분기 중 '기업가치 제고계획' 공시 예정
필수소비재	KT&G	13,905	1.2	11.0	24년 4분기 중 '기업가치 제고계획' 공시 예정
	농심	2,351	0.8	7.6	
	동서	1,847	1.1	9.2	
	오뚜기	1,695	0.7	8.8	
	동원산업	1,108	0.4	8.6	
	대상	712	0.5	8.3	

자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

표31. 시가총액순 코리아 밸류업 지수 예상 편입 종목(1)

종목명	시가총액 (10억원)	P/E	P/B	ROE (3Y Avg.)	2024 EPS	YoY (%)	FCF/MV (3Y Avg.)	순부채 (조원)	자사주 지분율	배당 수익률	DPS 성장률
삼성전자	384,454	9.4	1.0	11.7	5,518	(+159%)	1.5	-79.7	0.0	2.4	5.1
현대차	49,632	4.7	0.6	10.0	50,043	(+14.9%)	-5.7	96.9	3.6	5.4	11.5
기아	40,186	3.9	0.7	16.6	26,459	(+21.6%)	18.9	-16.4	1.5	6.5	16.1
KB금융	32,191	6.1	0.5	8.8	12,551	(+9.8%)	6.1	117.6	6.2	3.9	4.3
POSCO홀딩스	30,571	12.9	0.5	7.8	24,077	(+20%)	4.2	9.3	10.3	2.7	1.1
신한지주	28,475	5.6	0.5	8.9	9,538	(+13.6%)	12.9	117.3	0.5	3.9	3.4
삼성물산	26,525	10.6	0.6	6.6	13,368	(+13.1%)	4.7	-0.1	12.6	1.8	6.1
NAVER	25,742	16.0	0.9	38.1	9,809	(+58.8%)	3.5	-0.2	7.3	0.8	11.2
현대모비스	20,784	5.3	0.4	7.5	39,725	(+9.4%)	10.0	-6.5	3.2	2.2	8.4
삼성생명	19,500	8.1	0.4	5.0	11,693	(+23.4%)	8.2	12.2	10.2	4.9	29.3
메리츠금융지주	17,756	7.8	1.6	27.5	11,912	(+13.7%)	8.6	15.2	6.6	2.9	12.5
하나금융지주	17,436	4.5	0.4	10.0	12,957	(+11.6%)	28.2	85.8	1.5	5.9	5.8
삼성화재	16,937	8.3	0.9	10.5	42,615	(+18.6%)	0.2	-1.7	15.9	5.6	25.0
크래프톤	16,188	15.3	2.1	13.1	21,909	(+79.3%)	3.6	-2.8	4.4	0.0	-
KT&G	14,531	13.9	1.3	10.5	8,134	(+23%)	6.0	-1.1	15.7	4.9	5.1
한국전력	14,284	3.4	0.3	-22.5	4,645	(+161.9%)	-131.6	130.4	0.0	0.6	신규
고려아연	13,788	19.0	1.4	8.7	31,687	(+21.3%)	2.3	-1.1	0.5	2.4	4.8
LG	13,213	9.6	0.5	8.6	7,500	(-4.7%)	5.6	-2.1	2.7	3.8	1.9
HD한국조선해양	12,951	8.2	1.1	-3.0	15,038	(+380%)	3.9	-0.6	0.1	0.5	신규
삼성에스디에스	12,752	14.9	1.3	10.4	10,238	(+14.3%)	6.3	-4.6	0.0	1.8	7.6
HMM	12,629	7.1	0.5	52.7	3,903	(+113.4%)	43.1	-8.7	0.0	5.0	19.4
SK텔레콤	12,522	10.2	1.0	10.4	5,617	(+12.5%)	16.9	9.3	2.9	6.1	0.3
우리금융지주	11,451	3.7	0.3	10.1	4,048	(+19.5%)	68.7	40.2	0.0	7.7	18.4
기업은행	11,076	3.9	0.3	9.2	3,458	(+3.3%)	-52.4	218.4	0.0	7.6	7.5
SK	10,723	6.8	0.4	3.9	12,531	(+219.4%)	-51.3	58.9	25.1	3.4	0.9
KT	10,598	8.3	0.6	7.8	4,794	(+23.4%)	12.7	7.1	4.4	4.9	5.4
SK스퀘어	10,376	3.5	0.5	-3.2	17,463	(+291.2%)	0.3	-1.3	2.6	0.3	신규
삼성전기	9,762	12.3	1.1	11.2	8,964	(+64.5%)	3.9	-0.1	2.7	1.1	21.3
대한항공	8,248	6.4	0.7	15.0	3,579	(+24.6%)	41.1	4.8	0.0	3.3	-0.9
아모레퍼시픽	8,224	20.9	1.7	3.6	9,500	(+264.3%)	3.5	-0.7	0.0	0.8	17.3
DB손해보험	7,972	4.2	0.7	17.0	26,975	(+9.9%)	39.2	-0.6	15.2	6.1	29.7
하이브	6,831	24.7	2.0	5.1	4,454	(-1.2%)	3.6	-0.3	0.0	0.6	34.0
S-Oil	6,721	7.8	0.7	19.9	5,527	(-32.1%)	12.9	3.9	0.0	3.2	13.1
HD현대	6,217	6.1	0.7	7.3	9,255	(+176.5%)	0.3	13.7	10.5	4.9	4.6
현대로템	5,654	12.7	2.4	9.7	3,240	(+119.7%)	7.4	-0.4	0.0	0.2	10.0
LG생활건강	5,466	16.7	1.0	7.9	19,336	(+140%)	9.2	-0.6	6.1	1.2	20.7
미래에셋증권	5,179	8.2	0.4	7.0	1,006	(+134%)	-18.0	29.4	24.1	3.0	75.3
한국항공우주	5,166	18.3	2.6	9.6	2,383	(+3.7%)	6.5	-0.1	0.0	1.0	2.2
한국타이어앤 테크놀로지	5,104	4.3	0.4	7.9	9,955	(+71.3%)	14.9	-1.6	1.5	3.7	16.6
삼성카드	4,988	7.8	0.5	7.7	5,647	(+7.4%)	-17.0	15.7	7.9	6.1	5.2
삼성E&A	4,733	7.1	1.0	24.5	3,727	(-3.1%)	5.5	-1.3	0.0	0.3	신규
NH투자증권	4,644	6.5	0.6	8.9	2,141	(+35%)	63.0	12.7	0.2	6.4	13.4
LIG넥스원	4,554	18.6	3.3	15.6	9,511	(+19.6%)	6.7	-0.2	0.9	1.0	3.2
현대오토에버	4,396	21.6	2.4	8.1	6,610	(+31.6%)	4.0	-0.6	0.0	1.0	10.3

자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

표32. 시가총액순 코리아 밸류업 지수 예상 편입 종목(2)

종목명	시가총액 (10억원)	P/E	P/B	ROE (3Y Avg.)	2024 EPS	YoY (%)	FCF/MV (3Y Avg.)	순부채 (조원)	자사주 지분율	배당 수익률	DPS 성장률
LG유플러스	4,366	7.3	0.5	8.4	1,308	(-8.3%)	21.4	6.8	1.6	6.4	-1.8
한국가스공사	4,265	5.2	0.4	6.5	8,929	(+208.3%)	-112.8	39.9	7.0	2.9	신규
GS	4,153	3.4	0.3	14.8	12,295	(-10.5%)	32.6	9.0	0.0	5.8	4.6
두산밥캣	4,145	5.5	0.6	13.3	6,978	(-24.1%)	15.2	0.0	0.1	3.8	-1.0
한국금융지주	4,062	4.6	0.4	14.8	15,909	(+38.6%)	-132.9	29.5	5.4	4.8	31.5
강원랜드	3,804	12.2	0.9	4.3	1,660	(+4.3%)	7.2	-1.3	5.2	5.0	-3.5
금호석유	3,689	8.7	0.5	24.8	13,882	(+0.1%)	17.2	-0.1	18.4	2.3	5.1
한화시스템	3,555	18.5	1.5	6.4	825	(-55.4%)	3.8	-0.2	1.0	1.5	0.7
카카오증권	3,318	4.5	0.6	15.4	28,567	(+90.2%)	-77.6	8.6	6.8	3.9	67.3
LS	3,304	6.7	0.5	12.7	13,377	(-1.2%)	-6.8	5.7	14.8	1.6	1.6
BNK금융지주	3,124	3.7	0.3	7.8	2,529	(+28.3%)	28.1	14.2	0.0	6.9	32.5
JB금융지주	3,012	4.5	0.5	12.9	3,306	(+11.2%)	-18.4	11.6	2.8	6.2	11.1
현대해상	2,977	2.5	0.4	11.5	14,265	(+109.9%)	44.6	-0.4	12.3	8.4	35.9
두산	2,629	15.8	1.6	-15.9	6,966	(+138.5%)	19.0	4.0	18.2	1.3	4.2
KCC	2,568	4.8	0.4	1.3	76,671	(+220.4%)	7.5	3.7	17.2	2.8	0.0
힐라홀딩스	2,566	9.9	1.1	12.7	3,354	(+378.5%)	8.7	0.9	1.1	3.0	16.8
롯데지주	2,534	13.9	0.3	2.3	189	(+230.4%)	9.9	6.5	32.5	6.2	0.0
한화생명	2,514	3.3	0.2	8.1	882	(+1.1%)	111.0	5.7	13.5	6.1	18.0
GS리테일	2,367	10.4	0.5	9.0	1,997	(+1081.7%)	16.8	2.7	1.2	3.1	38.6
농심	2,351	11.8	0.8	5.7	30,308	(+7.3%)	3.6	-0.7	4.9	1.3	2.0
CJ대한통운	2,313	8.1	0.5	4.3	11,245	(+14.2%)	15.6	2.8	12.6	0.6	15.8
한온시스템	2,301	14.2	0.9	5.6	116	(+20.9%)	4.0	3.4	0.0	6.1	-17.4
F&F	2,256	5.4	1.3	49.4	10,147	(-8.6%)	16.0	0.0	0.4	3.2	10.5
에이피알	2,244	17.3	5.2	36.8	14,383	(+28%)	1.8	-0.1	0.0	0.0	신규
에스원	2,204	12.3	1.1	10.5	4,454	(-10.7%)	8.0	-0.7	11.0	4.8	2.2
한화	2,200	4.4	0.2	12.7	2,438	(-37.3%)	96.8	14.2	1.5	2.9	11.9
아모레G	2,169	7.7	0.6	3.6	3,697	(+197.5%)	14.3	-1.4	7.5	0.9	0.0
제일기획	2,137	9.7	1.3	15.7	1,840	(+13.1%)	10.1	-0.5	12.0	6.5	9.4
BGF리테일	2,040	9.8	1.6	20.2	11,095	(-2.1%)	20.0	0.5	0.1	3.5	1.7
한전KPS	1,937	10.8	1.4	10.3	3,994	(+10.5%)	1.2	0.0	0.0	5.0	-0.6
동서	1,847	12.8	1.1	9.5	-	-	5.1	-0.7	1.0	4.2	0.0
영원무역	1,719	4.4	0.4	19.5	8,180	(-29.8%)	16.0	-0.7	1.0	3.3	-0.5
HDC현대산업개발	1,704	6.0	0.5	4.6	2,906	(+10.7%)	-24.0	1.5	2.6	2.7	-1.7
한국엔컴퍼니	1,690	3.7	0.3	4.9	4,829	(+144.9%)	0.3	0.1	0.2	6.5	64.3
현대엘리베이	1,687	5.4	1.2	14.6	-	-	-3.9	0.3	7.6	9.3	0.0
DB하이텍	1,669	6.4	0.9	29.9	3,909	(-34.2%)	14.0	-0.6	6.1	1.5	0.0
오투기	1,647	8.9	0.6	11.3	45,411	(+13.6%)	6.7	0.3	14.2	2.2	0.0
SK가스	1,598	6.0	0.5	12.3	17,421	(-49.2%)	-18.8	2.1	2.8	4.6	0.0
종근당	1,569	17.8	1.7	16.9	6,528	(-59.6%)	5.6	-0.1	3.6	0.9	-0.6
에스엘	1,524	3.9	0.6	11.8	8,129	(+12.6%)	6.9	-0.2	0.8	3.2	15.6
대웅	1,483	9.7	1.1	13.9	-	-	3.8	0.2	29.7	0.4	0.0
코리안리	1,432	4.3	0.4	8.8	1,784	(+4%)	60.0	-0.9	10.9	6.5	3.7
DGB금융지주	1,402	3.3	0.2	7.9	2,001	(-12.8%)	3.4	14.4	1.6	6.7	1.3
OCI홀딩스	1,371	2.8	0.3	22.6	21,147	(-41.3%)	27.8	-0.1	1.3	4.6	-3.0

자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

표33. 사가총액순 코리아 밸류업 지수 예상 편입 종목(3)

종목명	시가총액 (10억원)	P/E	P/B	ROE (3Y Avg.)	2024 EPS	YoY (%)	FCF/MV (3Y Avg.)	순부채 (조원)	자사주 지분율	배당 수익률	DPS 성장률
신영증권	1,342	9.4	0.4	7.6	-	-	2.1	0.5	35.9	5.5	0.0
한샘	1,276	19.8	2.4	-6.7	4,712	(+278.5%)	0.2	0.2	29.5	8.9	7.4
세방전지	1,249	5.0	0.7	6.8	15,007	(+79.8%)	0.7	-0.2	6.1	1.5	87.1
영원무역홀딩스	1,227	3.0	0.4	18.5	25,228	(-7.5%)	31.1	-1.4	14.9	4.4	0.0
롯데정밀화학	1,216	6.1	0.5	14.9	7,561	(+7.2%)	22.3	-0.4	1.3	4.2	-1.0
DL이앤씨	1,205	4.6	0.3	6.9	4,927	(+12.6%)	25.4	-1.0	7.0	2.0	27.2
LX인터내셔널	1,172	3.6	0.4	17.7	8,469	(+180.4%)	46.5	1.4	7.2	5.7	42.8
SK네트웍스	1,144	14.8	0.5	2.8	288	(+9700%)	-5.8	4.5	15.6	4.8	25.0
동원산업	1,104	4.2	0.4	10.7	6,809	(+46.9%)	22.5	1.9	22.5	4.2	18.2
롯데렌탈	1,103	6.9	0.7	9.6	3,406	(+4%)	0.5	3.7	0.0	4.0	0.8
LX세미콘	1,005	5.9	0.9	27.2	8,026	(+29%)	10.6	-0.3	0.0	3.5	21.0
한일시멘트	990	4.9	0.5	7.6	3,198	(+30.2%)	-0.9	0.4	0.0	6.1	8.4
미원상사	988	16.5	2.6	20.0	-	-	3.1	0.0	0.2	1.0	0.0
오리온홀딩스	971	7.2	0.4	4.3	1,884	(+37.9%)	35.1	-1.0	4.0	5.8	20.0
대덕전자	958	12.1	1.0	12.1	805	(+63.3%)	7.9	-0.2	0.0	1.6	2.3
미래에셋생명	933	7.9	0.3	3.8	538	(-9.2%)	-56.4	-1.1	26.3	1.6	산규
코오롱인더	930	5.8	0.3	5.6	4,089	(+189.6%)	-3.5	2.0	0.0	3.8	0.0
DN오tom티브	923	3.4	0.7	20.7	-	-	13.3	1.8	13.8	3.2	0.0
동양생명	918	3.0	0.3	5.2	1,829	(+9.1%)	61.8	-1.4	3.4	7.5	6.7
쿠쿠홀딩스	848	6.5	0.7	13.8	-	-	6.2	-0.3	12.6	4.6	0.0
대신증권	847	9.0	0.4	11.8	1,587	(+3.1%)	-157.0	7.7	26.3	7.2	0.0
효성	835	25.6	0.3	6.2	956	(+31766.7%)	11.4	1.0	5.5	6.0	0.0
덴티움	833	7.2	1.0	23.4	9,084	(+4.2%)	2.5	0.1	22.1	0.5	-0.5
롯데손해보험	790	2.6	0.6	7.6	-	-	75.6	-1.0	0.4	0.0	-
현대지애프홀딩스	776	2.1	0.2	18.5	4,394	(-60.7%)	-4.8	0.1	0.0	4.0	0.0
이노션	771	7.4	0.8	9.4	2,470	(-3%)	14.8	-0.5	0.0	6.3	2.6
TKG휴켄스	755	6.7	0.7	11.5	2,491	(-24.5%)	5.3	-0.3	6.1	5.4	0.0
대상	712	6.3	0.5	8.1	2,829	(+52%)	-8.1	0.6	0.0	4.1	4.8
SNT다이내믹스	695	11.0	0.7	6.7	2,517	(+69.1%)	4.7	-0.4	32.7	3.3	0.0
SNT모티브	685	7.1	0.5	9.8	6,670	(+12.2%)	8.5	-0.4	10.5	3.5	3.1
아이에스동서	678	8.0	0.4	11.5	3,154	(-39.6%)	29.5	0.8	2.3	5.6	-16.7
케이씨텍	675	11.4	1.2	10.8	2,397	(+57.7%)	3.6	-0.2	2.7	0.6	0.0
HDC	661	5.9	0.2	3.1	-	-	-115.7	2.7	13.3	2.7	0.0
SK디스커버리	647	3.7	0.2	10.9	-	-	-79.4	2.3	4.7	4.9	0.0
KCC글라스	642	7.4	0.4	7.0	4,277	(-16.5%)	0.4	0.0	0.2	5.5	0.0
명산산업	634	4.6	0.8	25.8	2,603	(-10.6%)	8.3	0.0	0.0	0.8	0.0
케이카	633	13.1	2.8	11.7	900	(+52.6%)	6.2	0.2	0.0	8.8	51.3
교보증권	602	6.4	0.3	5.9	-	-	-192.8	2.2	1.0	4.7	0.0
NICE평가정보	594	7.9	1.3	17.2	1,155	(+25%)	11.6	-0.2	1.6	4.3	4.9
유안타증권	585	9.7	0.4	5.8	-	-	3.5	1.6	3.5	6.1	0.0
지역난방공사	577	2.9	0.3	0.4	14,108	(-18.1%)	-80.2	4.1	0.0	6.4	산규
LX홀딩스	537	3.4	0.3	7.4	2,084	(+105.6%)	8.0	-0.3	0.1	4.4	14.8

자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

표34. 시가총액순 코리아 밸류업 지수 예상 편입 종목(4)

종목명	시가총액 (10억원)	P/E	P/B	ROE (3Y Avg.)	2024 EPS	YoY (%)	FCF/MV (3Y Avg.)	순부채 (조원)	자사주 지분율	배당 수익률	DPS 성장률
F&F홀딩스	527	4.3	0.2	55.4	-	-	64.9	-0.2	0.1	3.0	0.0
E1	499	3.0	0.2	11.6	25,612	(-17.6%)	24.0	1.8	15.7	7.1	0.0
쿠쿠홈시스	481	4.3	0.6	17.7	-	-	7.5	-0.1	0.1	3.7	0.0
아세아시멘트	426	4.3	0.3	8.9	3,512	(+52.7%)	7.6	0.5	2.1	2.3	0.0
세아홀딩스	411	5.0	0.2	4.2	-	-	-13.8	1.4	2.6	3.9	0.0
한섬	372	4.6	0.2	8.5	2,993	(-12.1%)	-1.3	0.0	10.8	4.8	1.3
한국자산신탁	365	4.7	0.3	12.9	605	(-42.2%)	-28.8	0.2	1.3	7.5	0.0
HL홀딩스	359	4.3	0.3	5.5	8,014	(+63.3%)	8.2	0.7	5.5	5.7	0.0
롯데이노베이트	358	7.3	0.8	8.4	2,291	(-16.1%)	5.6	0.0	1.7	4.2	0.0
아세아제지	354	4.4	0.4	11.9	-	-	14.2	-0.1	5.9	6.1	0.0

자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

주1: P/E, P/B는 12개월 선행, 컨센서스 존재하지 않는 경우 12개월 Trailing

주2: 순부채, 자사주지분율은 2023년도 말 기준

주3: 배당수익률은 컨센서스 존재하는 경우 2024년 예상 DPS 기준, 존재하지 않는 경우 2023년도 DPS 기준

주4: DPS 성장률은 과거 3개년 평균 성장률

4. 지주, 금융지주, 보험, 정부 소유 유틸리티 등 주주환원 확대하면서 밸류업

정부의 기업 밸류업 프로그램, 자사주 제도 개선 등의 핵심은 지배주주의 사익추구를 근절하고 지배구조를 개선하겠다는 의지가 담긴 것이며 이런 기조가 결국에는 기업들의 자사주 소각, 배당확대 등 주주환원정책 확대로 옮겨갈 가능성이 크다.

여기에서 분명히 확인할 점은 PBR이 낮은 상장기업들은 대부분 ROE가 낮기 때문이다. 즉 ROE가 높는데 PBR이 낮은 상장기업은 없다.

대부분의 PBR이 낮은 상장기업들의 경우 이익 증가의 지속성이 현저히 떨어지기 때문에 ROE가 낮은 것이다. 이에 따라 하루 아침에 지속적인 이익 증가를 이뤄 내기가 여간 힘든 것이 아니다. 무엇보다 PBR이 낮은 상장기업들의 경우 주주환원 재원이 충분하지 못한 경우가 많다.

이에 따라 PBR이 낮은 상장기업들이 단기적으로 ROE를 상승시키는 것은 어렵기 때문에 기업가치 제고 계획에 따라 중장기적으로 접근해야 할 것이다.

하지만 주주환원 재원이 충분한데도 불구하고 지배주주 사익추구로 인한 놀부 심보 때문에 주주환원 정책이 제대로 이뤄지지 않는 기업들이 우리나라에서는 많이 찾아볼 수 있다.

거수기로 전락한 이사회가 이러한 지배주주 사익추구가 지속될 수 있게 하는 기반이 되고 있다. 그러나 기업 밸류업 프로그램 및 자사주 제도 개선 등이 이사회 중심으로 이뤄지도록 공식화 함에 따라 투자자들의 견제와 감시가 지속적으로 가능해 지면서 법적인 문제나 주주총회 이슈화 등의 소지를 만들지 않기 위해서 지배주주 사적이익 추구 등에 좌우되지 않는 이사회의 역할 수행이 가능할 것이다.

이에 따라 주주환원 재원이 충분한데도 불구하고 주주환원 정책이 제대로 이뤄지지 않는 기업들의 경우 배당확대와 더불어 자사주 매입 및 소각 등을 통하여 ROE를 상승시킬 수 있을 것이다. 정부의 기업 밸류업 프로그램과 자사주 제도 개선의 타겟도 이러한 기업들에 집중되어 있다.

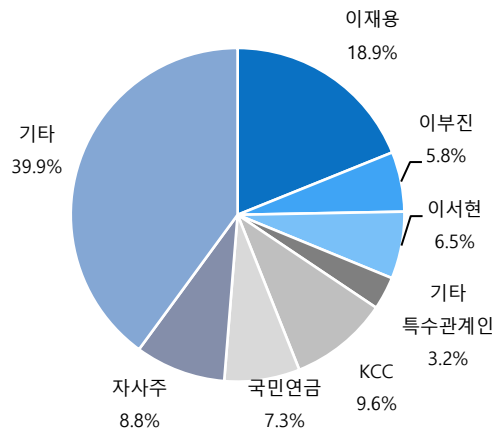
일본의 경우 PBR이 1배 미만인 상장기업들에게 주주환원 확대 등을 통한 자본효율성 개선을 강력하게 촉구하고 있지만 실질적으로는 이익증가와 주가상승을 기반으로 한 대형주 중심으로 이사회 역할이 강화되면서 주주환원 정책이 확대되고 있다. 즉, 지난해 프라임 시장 기업들이 설정한 자사주 매입 규모는 9.4조 엔으로 사상 최고치를 기록함에 따라 대형주 중심으로 적극적인 주주환원 등이 추진되고 있다.

다른 한편으로는 기업가치 우수 기업(수익성·시장평가 양호한 기업)을 중심으로 하면서 계량·비계량 항목에 대한 종합평가를 통해 기업가치 제고가 기대되는 기업도 편입시켜 코리아 밸류업 지수를 개발할 예정이다. 코리아 밸류업 지수가 수익성과 시장평가가 양호한 기업을 중심으로 구성되기 때문에 시가총액이 높은 대형주 위주로 편입될 것으로 예상된다.

무엇보다 자산운용 규모가 큰 국민연금 등 연기금을 포함한 기관투자자들이 코리아 밸류업 지수를 일부 위탁운용 벤치마크 지표로 활용하게 된다면 그 파급력은 확대 될 수 있을 것이다.

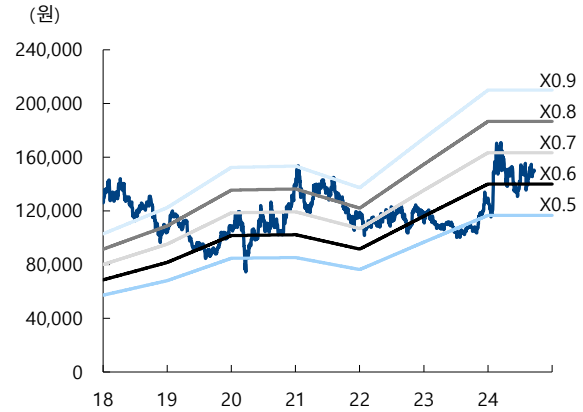
이에 따라 주주환원 재원이 충분하여 향후 자사주 소각 및 배당확대 등을 할 수 있으면서도 주주환원 정책 의지가 높은 지주(삼성물산, SK, LG 등), 금융지주(KB금융, 신한지주, 하나금융지주 등), 보험(삼성생명, 삼성화재 등), 정부 소유 유틸리티(한국가스공사, 지역난방공사, 한국전력 등) 등에 주목해야 할 것이다.

그림16. 삼성물산 주주 분포(2024년 6월 30일 기준)



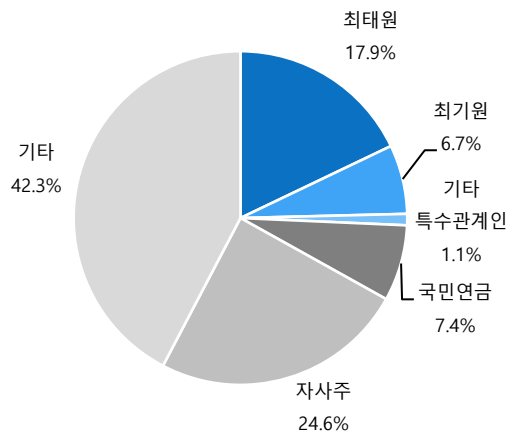
자료: 삼성물산, iM증권 리서치본부

그림17. 삼성물산 PBR 밴드



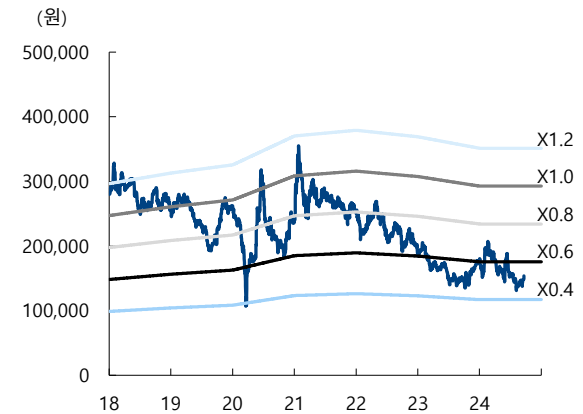
자료: 삼성물산, iM증권 리서치본부

그림18.SK 주주 분포(2024년 6월 30일 기준)



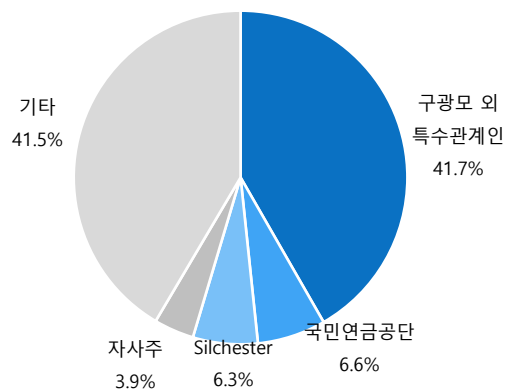
자료: SK, iM증권 리서치본부

그림19. SK PBR 밴드



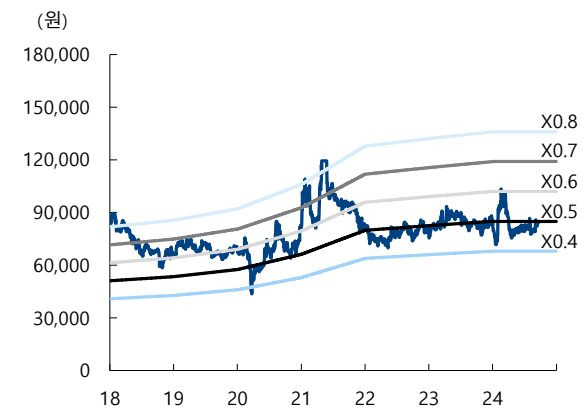
자료: SK, iM증권 리서치본부

그림20.LG 주주 분포(2024년 6월 30일 기준)



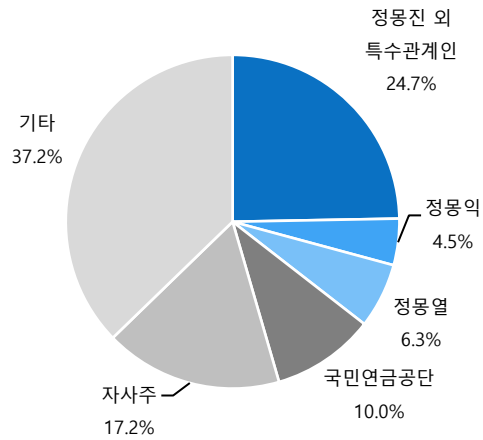
자료: LG, iM증권 리서치본부

그림21. LG PBR 밴드



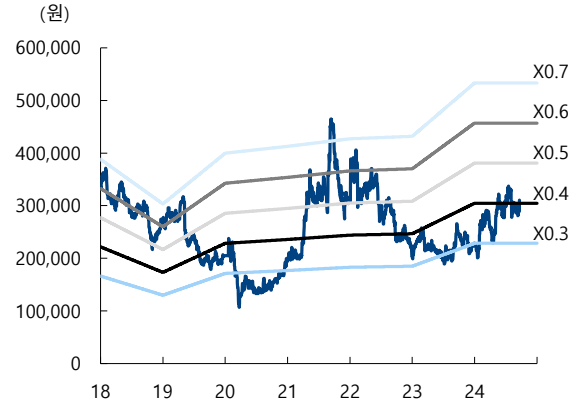
자료: LG, iM증권 리서치본부

그림22. KCC 주주 분포(2024년 7월 17일 기준)



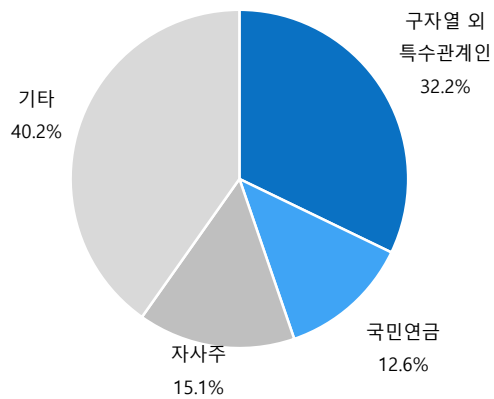
자료: KCC, iM증권 리서치본부

그림23. KCC PBR 밴드



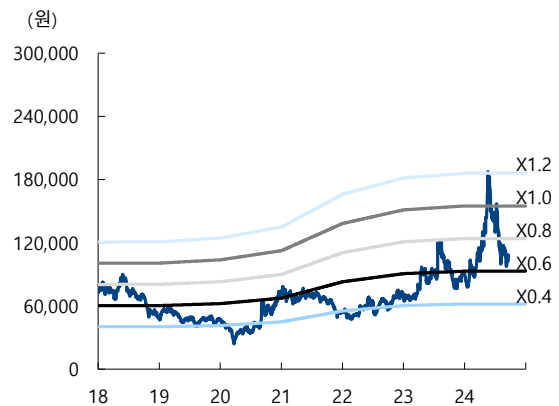
자료: KCC, iM증권 리서치본부

그림24. LS 주주 분포(2024년 6월 30일 기준)



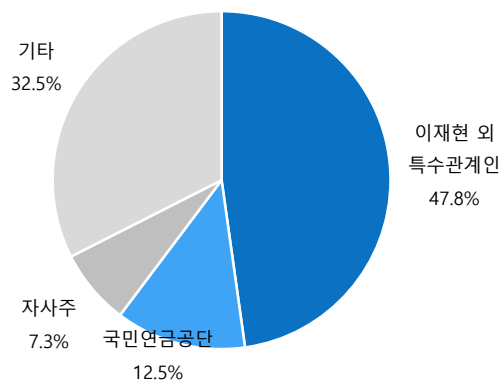
자료: LS, iM증권 리서치본부

그림25. LS PBR 밴드



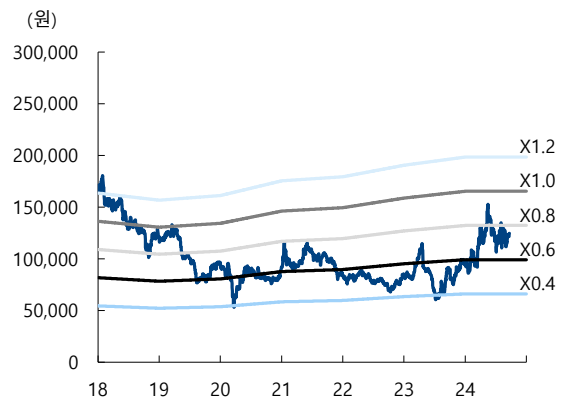
자료: LS, iM증권 리서치본부

그림26. CJ 주주 분포(2024년 6월 30일 기준)



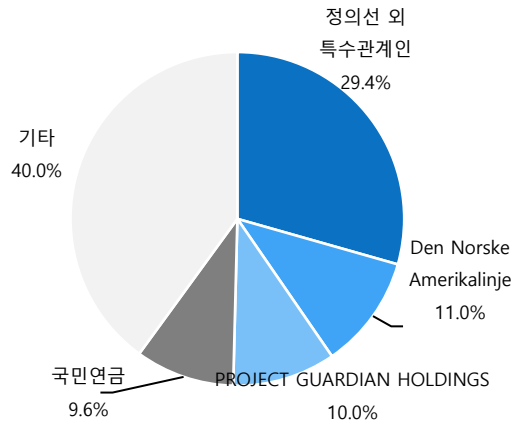
자료: CJ, iM증권 리서치본부

그림27. CJ PBR 밴드



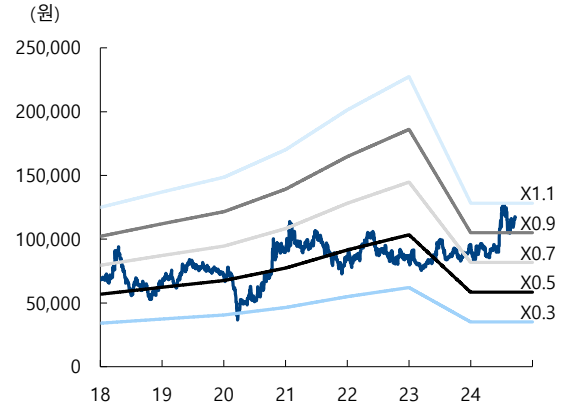
자료: CJ, iM증권 리서치본부

그림28. 현대글로비스 주주 분포(2024년 6월 30일 기준)



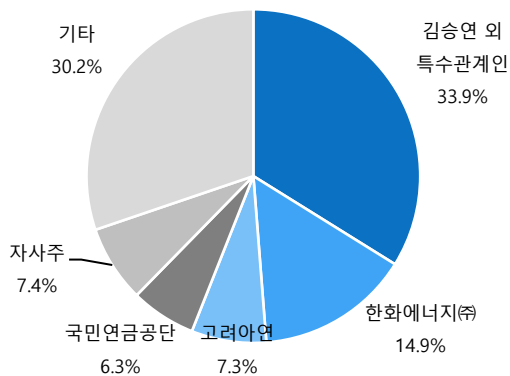
자료: 현대글로비스, iM증권 리서치본부

그림29. 현대글로비스 PBR 밴드



자료: 현대글로비스, iM증권 리서치본부

그림30. 한화 주주 분포(2024년 7월 26일 기준)



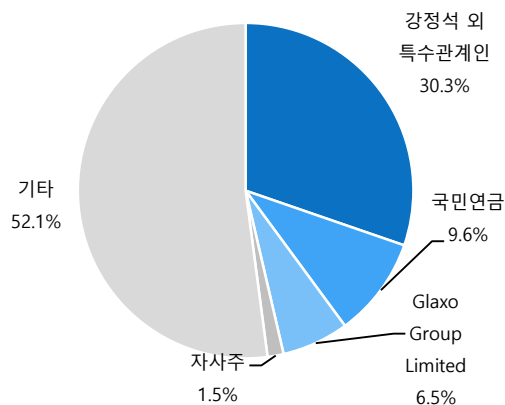
자료: 한화, iM증권 리서치본부

그림31. 한화 PBR 밴드



자료: 한화, iM증권 리서치본부

그림32. 동아쏘시오홀딩스 주주 분포(2024년 6월 30일 기준)



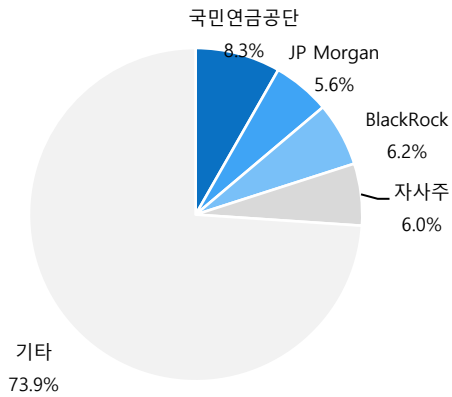
자료: 동아쏘시오홀딩스, iM증권 리서치본부

그림33. 동아쏘시오홀딩스 PBR 밴드



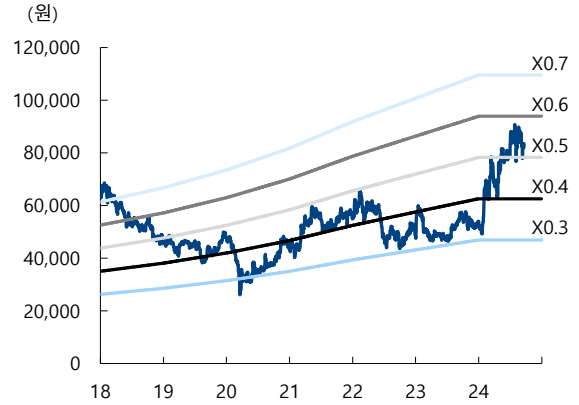
자료: 동아쏘시오홀딩스, iM증권 리서치본부

그림34. KB금융 주주 분포(2024년 6월 30일 기준)



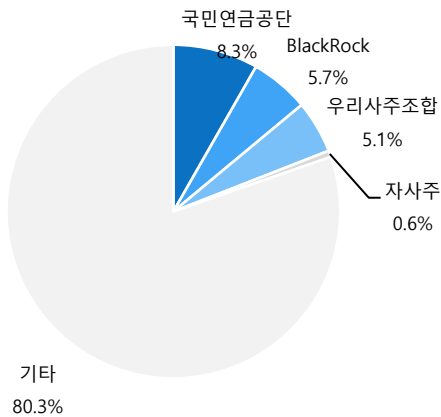
자료: KB금융, iM증권 리서치본부

그림35. KB금융 PBR 밴드



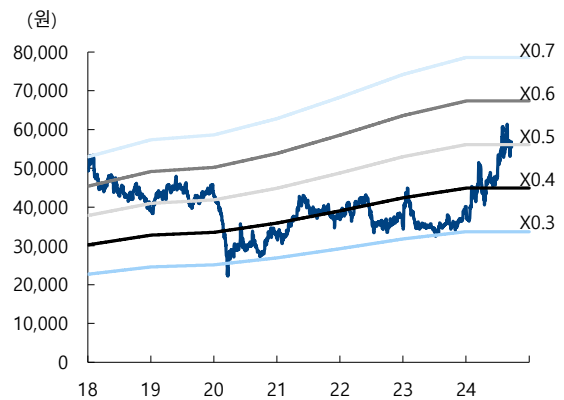
자료: KB금융, iM증권 리서치본부

그림36. 신한지주 주주 분포(2024년 6월 30일 기준)



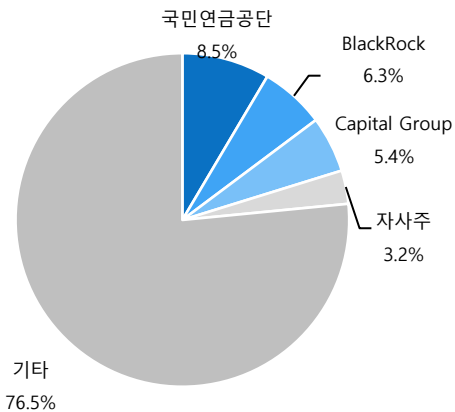
자료: 신한지주, iM증권 리서치본부

그림37. 신한지주 PBR 밴드



자료: 신한지주, iM증권 리서치본부

그림38. 하나금융지주 주주 분포(2024년 6월 30일 기준)



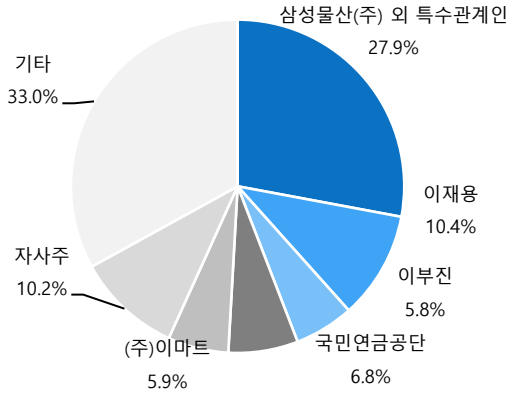
자료: 하나금융지주, iM증권 리서치본부

그림39. 하나금융지주 PBR 밴드



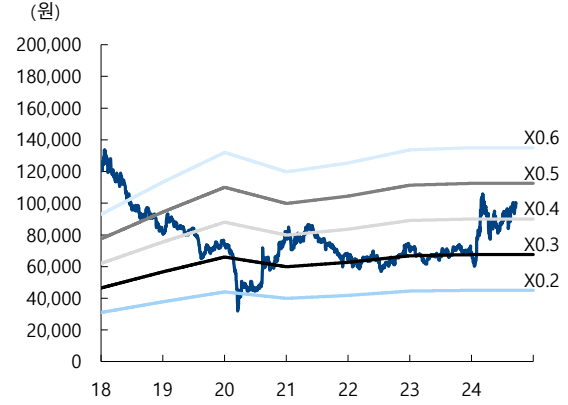
자료: 하나금융지주, iM증권 리서치본부

그림40. 삼성생명 주주 분포(2024년 6월 30일 기준)



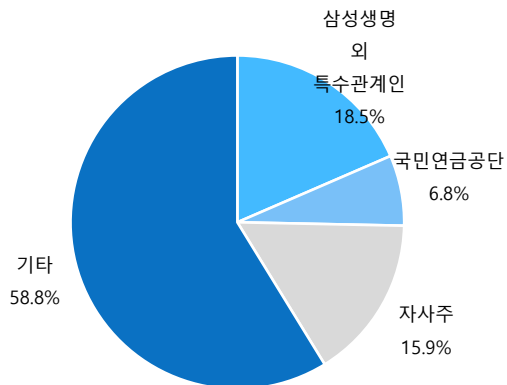
자료: 삼성생명, iM증권 리서치본부

그림41. 삼성생명 PBR 밴드



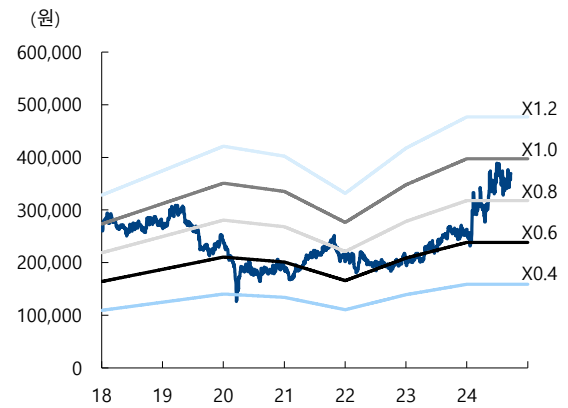
자료: 삼성생명, iM증권 리서치본부

그림42. 삼성화재 주주 분포(2024년 6월 30일 기준)



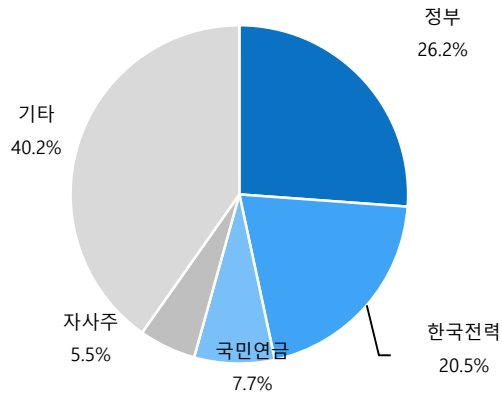
자료: 삼성화재, iM증권 리서치본부

그림43. 삼성화재 PBR 밴드



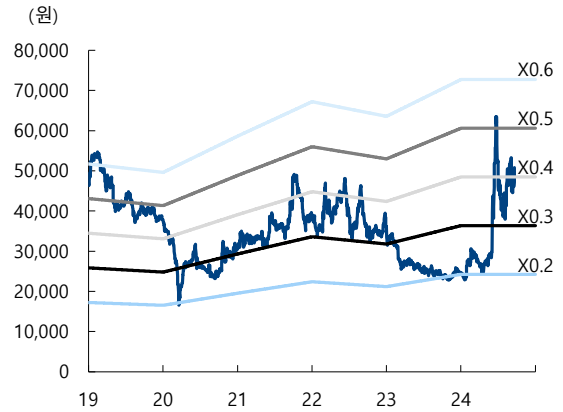
자료: 삼성화재, iM증권 리서치본부

그림44. 한국가스공사 주주 분포(2024년 6월 30일 기준)



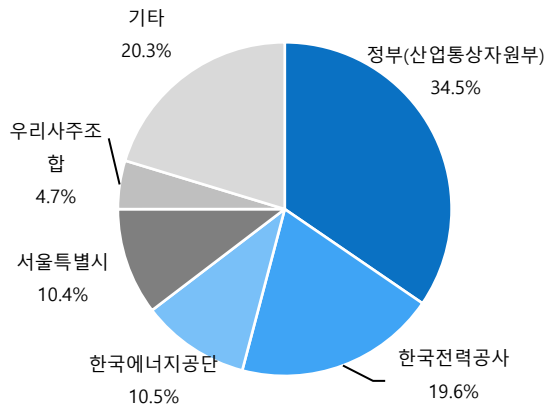
자료: 한국가스공사, iM증권 리서치본부

그림45. 한국가스공사 PBR 밴드



자료: 한국가스공사, iM증권 리서치본부

그림46. 지역난방공사 주주 분포(2024년 6월 30일 기준)



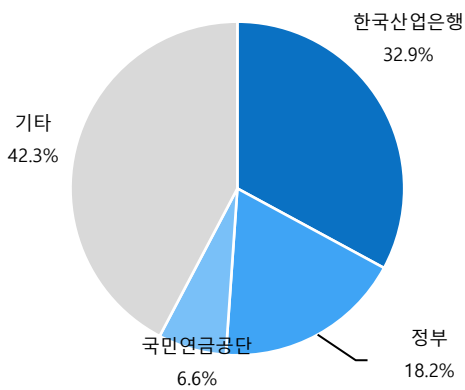
자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

그림47. 지역난방공사 PBR 밴드



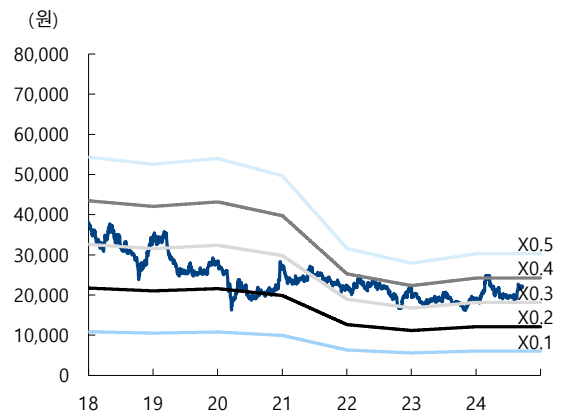
자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

그림48. 한국전력 주주 분포(2024년 6월 30일 기준)



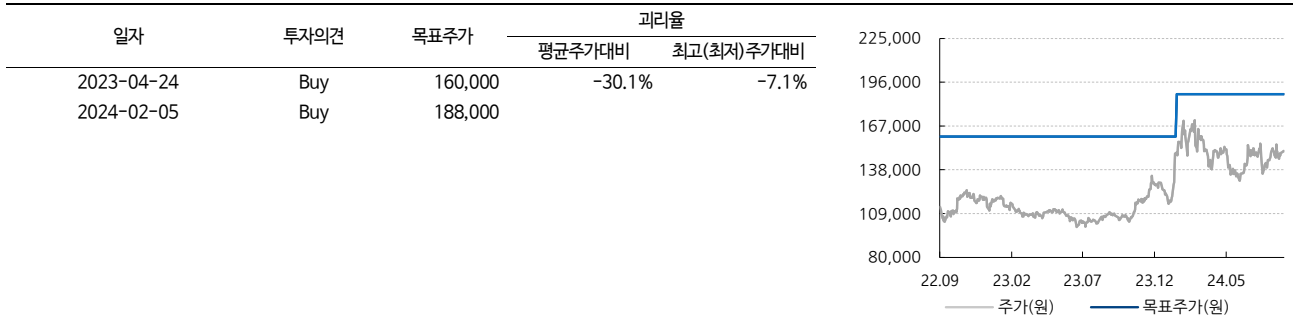
자료: 한국전력, iM증권 리서치본부

그림49. 한국전력 PBR 밴드

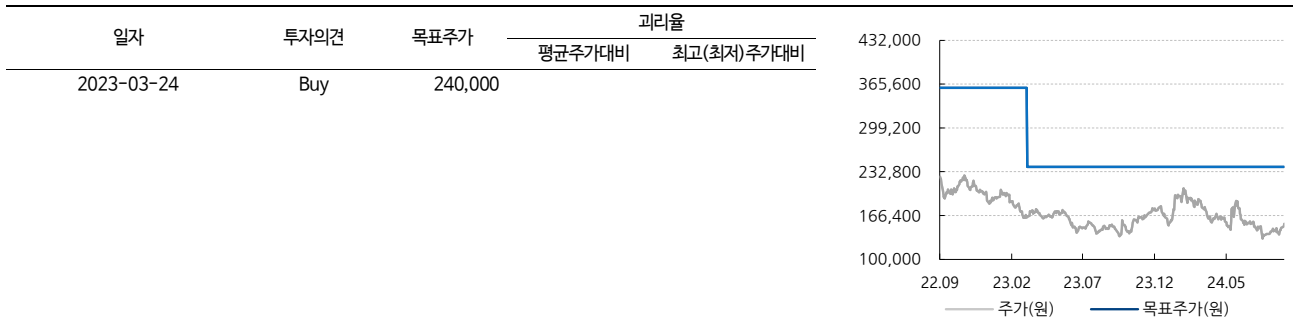


자료: 한국전력, iM증권 리서치본부

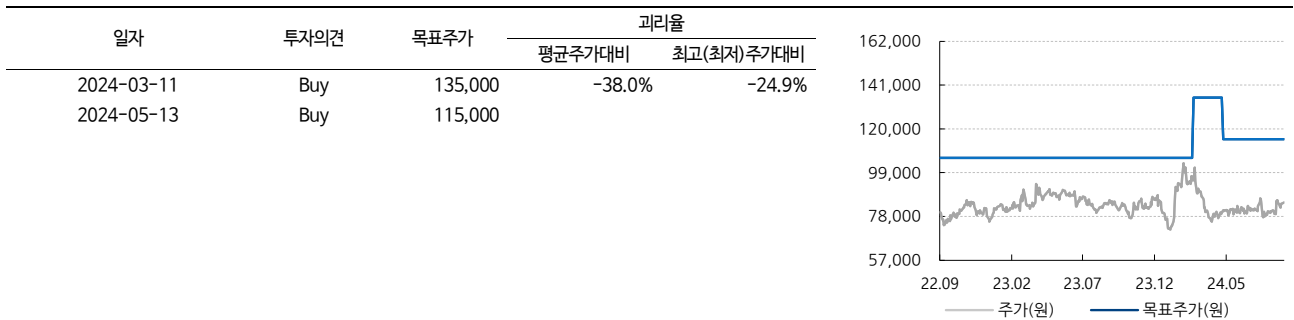
삼성물산 투자의견 및 목표주가 변동추이



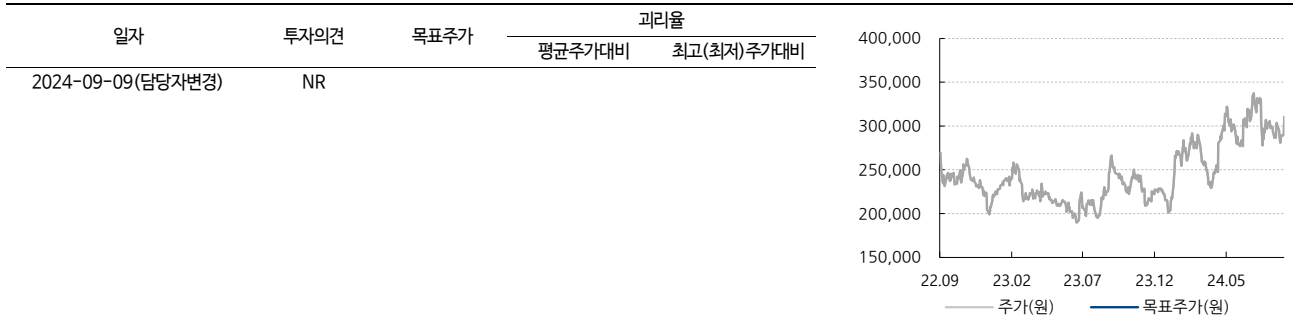
SK 투자의견 및 목표주가 변동추이



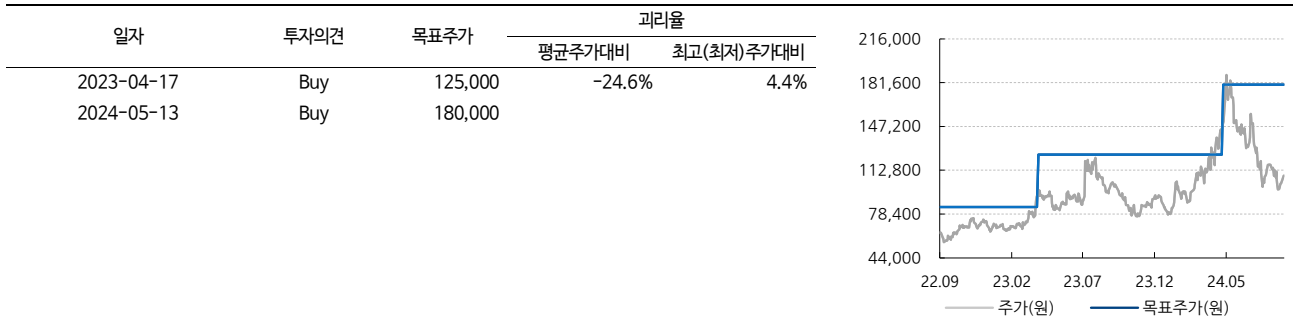
LG 투자의견 및 목표주가 변동추이



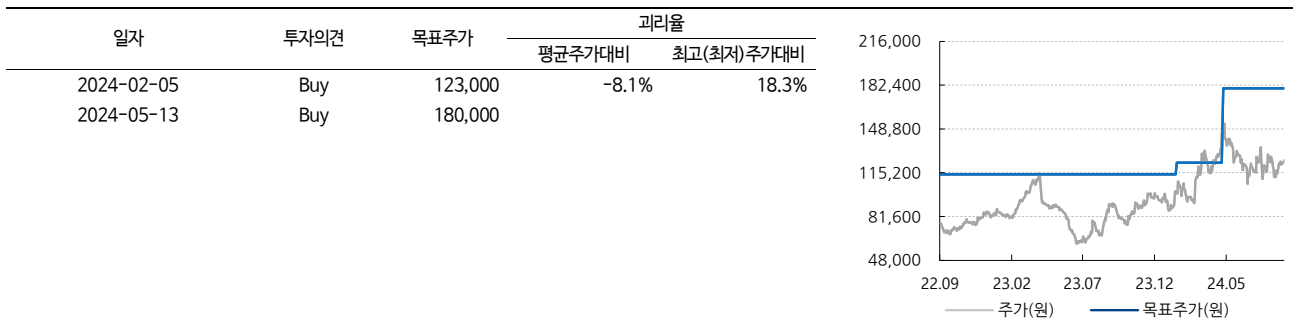
KCC 투자의견 및 목표주가 변동추이



LS 투자의견 및 목표주가 변동추이

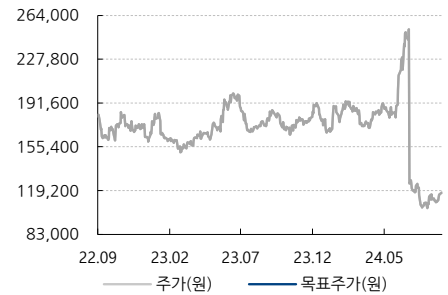


CJ 투자의견 및 목표주가 변동추이



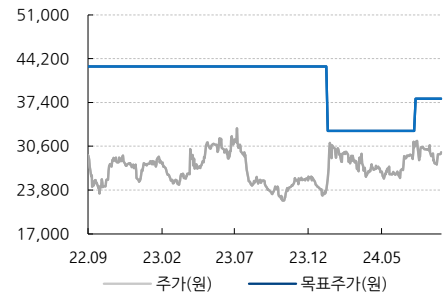
현대글로비스 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-07-10(담당자변경)	NR			



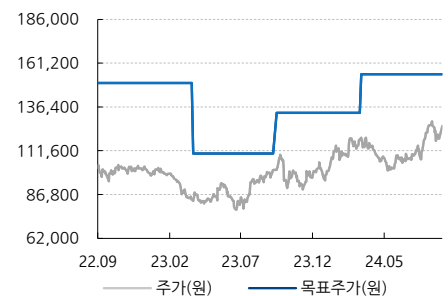
한화 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-01-29	Buy	33,000	-15.4%	-5.2%
2024-07-29	Buy	38,000		



동아쏘시오홀딩스 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-04-10	Buy	110,000	-19.7%	-8.5%
2023-10-04	Buy	133,000	-22.4%	-10.8%
2024-04-01	Buy	155,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.8%	6.6%	0.6%