meritz Securities

The ESGverse

Analyst 이진아 jina.lee@meritz.co.kr

ESG Strategy 2026. 3. 18

Contents

Summary	4
Part 1. Regulation Reset	11
Part 2. 자사주 소각은 실제로 리레이팅을 만드는가	21
Part 3. 배당 DNA, 배당 귀족의 성공 방정식	29
Part 4. 거버넌스 프리미엄과 ESG 투자 전략	37

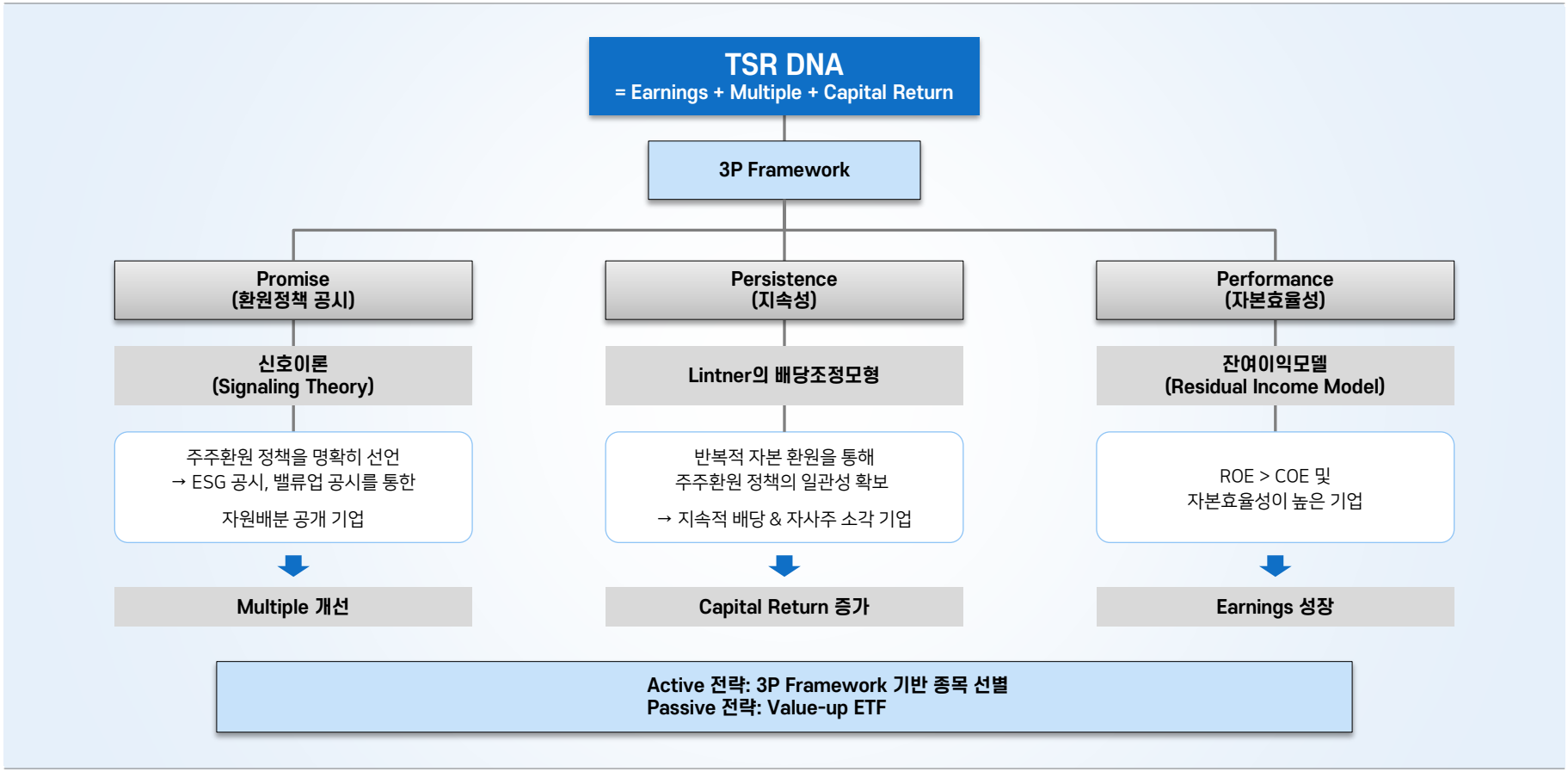
Summary

TSR DNA: 거버넌스 프리미엄의 시대

1 **Regulation Reset**	▪ 역사적 변곡점: 글로벌 증시의 장기 상승은 실적 성장과 주주 중심 자본배분 규율 제도화에서 시작 (미국: 1982년 SEC Rule 10b-18, 일본: 2014년 스튜어드십 코드 및 거버넌스 개혁) ▪ 한국: 1~3차 상법 개정과 밸류업 정책은 한국 시장의 TSR DNA를 재설계하는 제도적 트리거 ▪ TSR = Earnings + Multiple + Capital return → 지속가능한 주가 상승을 만드는 DNA
2 **자사주 소각은 실제로 리레이팅을 만드는가**	▪ 자사주 소각 공시 이벤트를 대상으로 한 이벤트 스터디 결과, 단기 주가 반응(CAAR)은 전반적으로 (+)의 방향성을 보임 ▪ 공시 당일(T=0)의 평균초과수익률(AAR)은 통계적으로 유의미한 양(+)의 값을 기록. 즉각적인 투자 심리 개선을 입증 ▪ 자사주 소각은 단기 이벤트 효과가 존재. 다만 지속적인 리레이팅은 주주환원 정책의 '예측가능성'과 '지속성'에서 발생 ▪ 금융업은 안정적 이익 구조와 자본 여력 → 저PBR 해소 기대 반영 ∴ Event-driven 접근 유효 ▪ 비금융업은 투자 성장과 주주환원 간 균형이 중요 → 초기 반응 신중, 시간이 지날수록 점진적 리레이팅 양상 ∴ 중장기 Buy & Hold 전략 유효
3 **배당 DNA, 배당 귀족의 성공 방정식**	▪ 배당소득 과세특례: 밸류업 공시와 세제를 연결한 정책 → 배당 공시는 기업의 자본배분 방향성과 주주환원 의지를 시장에 명확히 전달하는 신호 ▪ 배당의 지속성은 자본배분 정책과 주주환원 의지를 반영하는 핵심 지표 ▪ 단순 배당수익률보다 지속적 배당과 배당 성장 기반 투자 필요
4 **거버넌스 프리미엄과 ESG 투자 전략**	▪ 투자전략: 3P 프레임워크(Promise, Persistence, Performance) → TSR DNA가 작동하는 기업 선별 ① Promise(공시): 중장기 자본 배분 계획 명시. 자기자본비용 산출 및 이를 상회하는 ROE 목표 공시 기업 ② Persistence(지속성): 배당 및 자사주 소각의 지속적 이력 보유기업 ③ Performance(자본효율성): ROE-COE 스프레드를 안정적으로 유지하여 TSR 창출 능력을 입증한 기업

투자전략: 3P Framework

TSR(Total Shareholder Return) DNA 기반 투자전략: 3P Framework

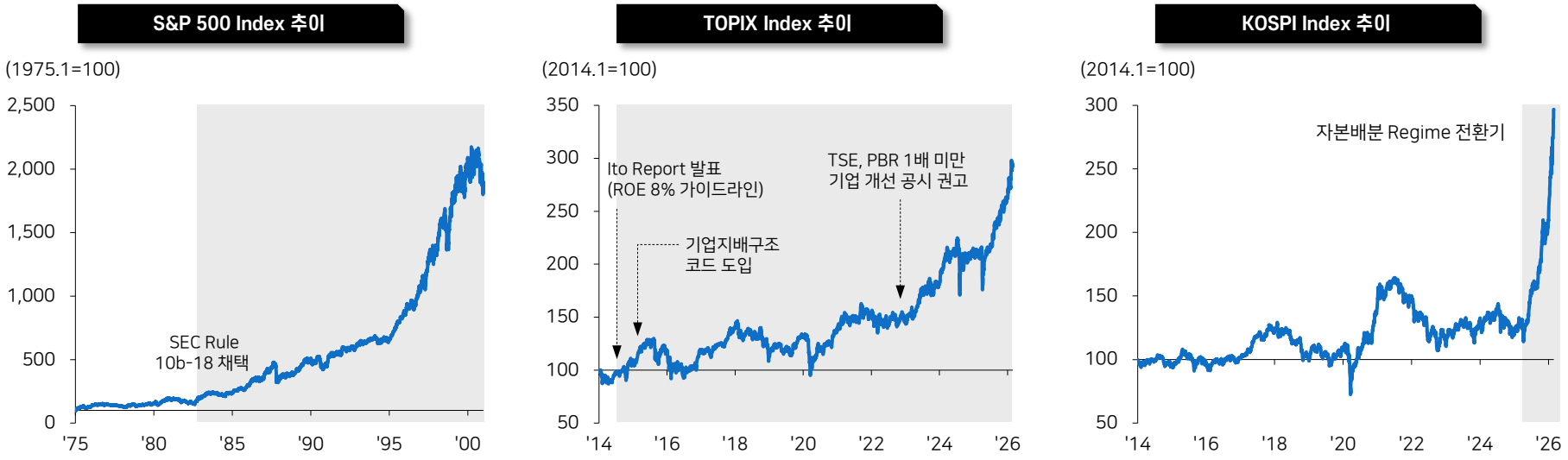


자료: 메리츠증권 리서치센터

TSR DNA의 역사적 입증

- 역사적 변곡점: 글로벌 증시의 장기 우상향은 실적 성장과 주주를 향한 자본배분 규칙의 재정립에서 시작
- 미국: 1982년 SEC Rule 10b-18(자사주 매입 활성화) 이후 S&P500은 단순한 이익 성장을 넘어선 멀티플 확장 구간에 진입
- 일본: 2014년 스튜어드십 코드 도입과 거버넌스 개혁은 TOPIX의 10년 리레이팅을 이끌어 낸 결정적 트리거
- 한국: 1~3차 상법 개정과 밸류업 정책은 한국 시장의 TSR DNA를 재설계하는 결정적 트리거
- 장기 상승은 지배구조 규제 변화와 주주환원과 자산 효율성을 중시하는 체질 변화에서 시작

자본배분 규칙 재정립 이후 추세적 우상향 진입

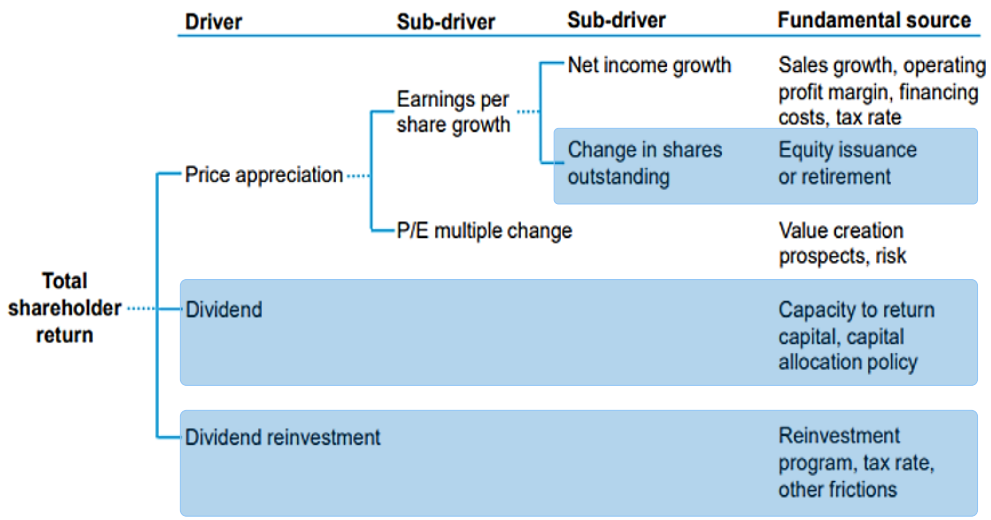


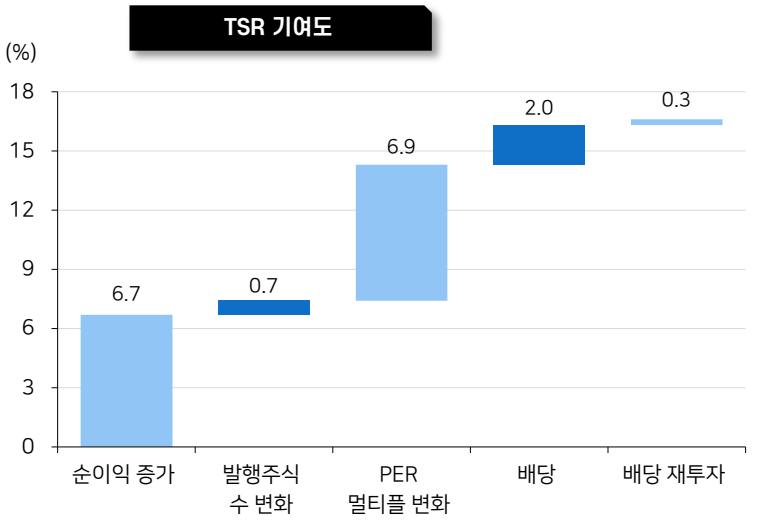
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

TSR DNA, 기업가치를 결정하는 3대 핵심 동력

- TSR(Total Shareholder Return)은 이익 성장(Earnings), 멀티플 변화(Multiple), 주주환원(Capital return)의 결합
  → 지속가능한 주가 상승을 만드는 DNA
- 자사주 소각과 배당 정책은 발행주식수와 현금흐름을 통해 TSR을 직접적으로 변화시키는 자본배분 변수
- 글로벌 시장의 밸류에이션 리레이팅은 이익 성장만이 아니라 자본배분 정책 변화에서 촉발되는 경우가 많음
- 일본 스튜어드십 코드, 미국 10b-18 규정 등은 자본배분 규칙을 재정의하며 장기 주식 수익률 구조를 변화시킨 대표적 사례

2012-2021 S&P 500 TSR 분해



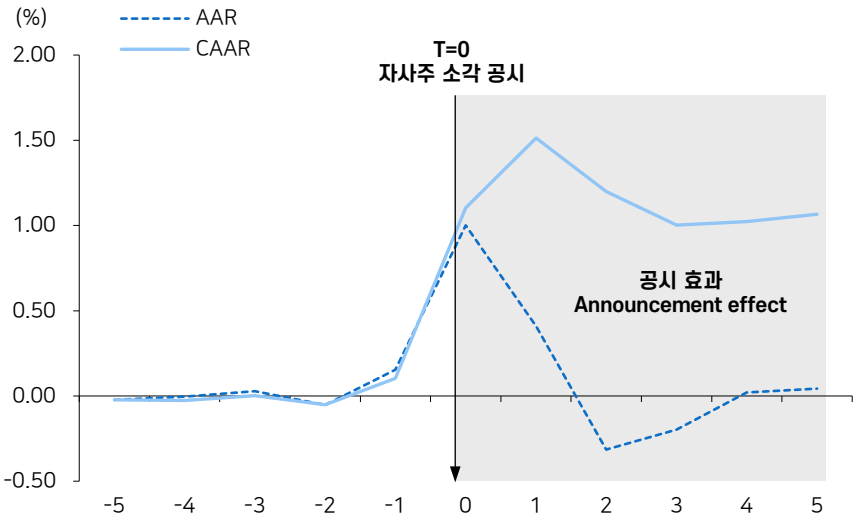


자료: Counterpoint Global, Morgan Stanley, 메리츠증권 리서치센터

자사주 소각 공시 이후 주가 반응

- 자사주 소각 공시 이벤트를 대상으로 한 이벤트 스터디 결과, 소각 발표 이후 단기 주가 반응(CAAR)은 전반적으로 (+)의 방향성을 보임
- 특히 공시 당일(T=0)의 평균초과수익률(AAR)은 통계적으로 유의미한 양(+)의 값을 기록하며 즉각적인 투자 심리 개선을 입증
- 공시 이후 누적초과수익률(CAAR)이 횡보하지 않고 약 1% 수준에서 유지되며 시장의 긍정적 반응이 단기적으로 지속
- 소각 공시 이후에도 수익률이 회귀하지 않고 유지 → 시장이 이를 일시적 이벤트가 아닌 기업 가치의 구조적 상승으로 받아들이고 있음을 의미

자사주 소각 이벤트 스터디: CAAR과 AAR 추이 및 통계 분석 결과



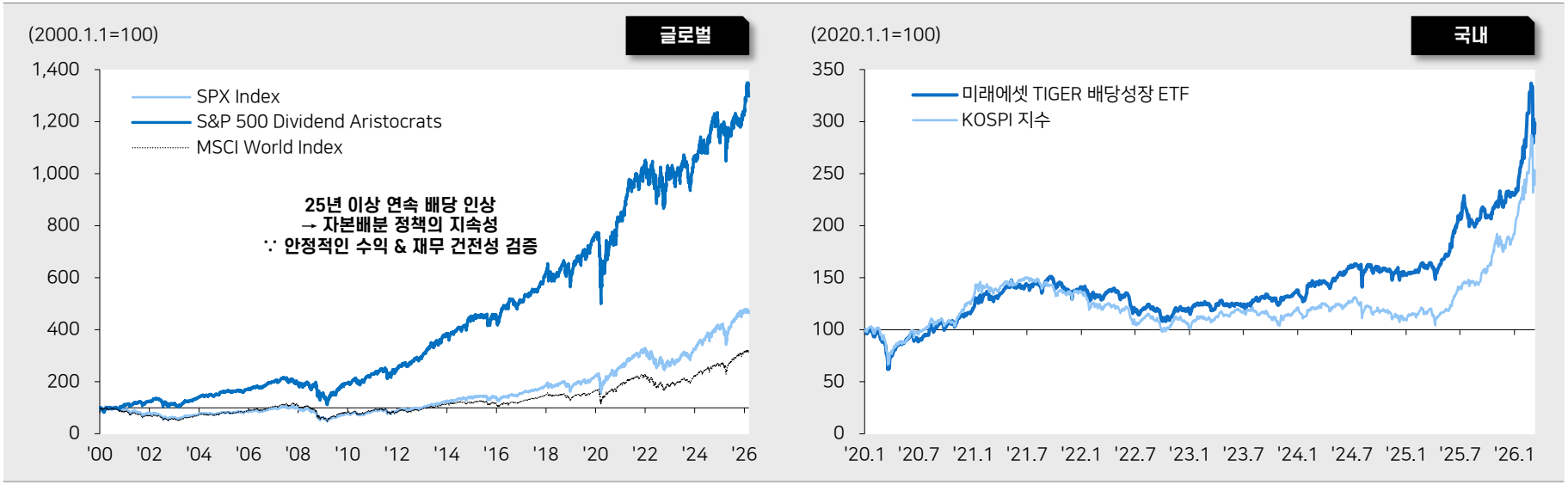
Days	AAR	CAAR	Std. of CAAR	t-Value	p-Value	Obs.
-5	-0.022	-0.022	2.455	-0.215	0.830	583
-4	-0.005	-0.027	3.321	-0.193	0.847	583
-3	0.027	0.001	4.977	0.004	0.997	583
-2	-0.052	-0.051	5.847	-0.212	0.832	583
-1	0.154	0.103	6.390	0.389	0.698	583
0	1.001	1.104 ***	7.453	3.576	0.000	583
1	0.410	1.513 ***	8.085	4.519	0.000	583
2	-0.314	1.199 ***	8.530	3.393	0.001	583
3	-0.197	1.002 ***	8.872	2.726	0.007	583
4	0.021	1.022 **	9.858	2.504	0.013	583
5	0.044	1.066 **	10.110	2.546	0.011	583

주: 표본은 2022.1.1~2025.12.31 동안 DART '주식소각결정' 공시 기업 (N=693).
AAR은 평균 초과수익률, CAAR은 이벤트 윈도우 동안의 누적 평균 초과수익률.
* p < 0.10, ** p < 0.05, *** p < 0.01
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

지속가능한 자본배분 정책

- 지속적인 배당과 자사주 정책은 자본배분 신뢰도를 높임 ∵ 지속가능한 주주환원은 단순 현금 배분이 아닌 자본 효율성 개선 신호
- 지속적인 DPS 성장 기업은 안정적 현금흐름과 이익 가시성을 보유
- 배당 정책의 일관성은 경영진의 자본배분 규율과 주주환원 의지를 반영
- 정기적인 배당 지급과 자사주 소각, 공시 등 예측가능한 자본배분 정책을 가진 기업은 시장 대비 낮은 자기자본비용을 적용받아 멀티플 리레이팅 가능

지속적이고 예측 가능한 배당 정책은 장기 초과성과로 이어지는 경향



자료: Bloomberg, 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

Active 전략: 3P Framework 기반 종목 선별

- TSR DNA가 작동하는 기업은 Promise(자원배분 정책 공시), Persistence(주주환원 지속성), Performance(자본효율성)을 동시에 충족
- 2025년 밸류업 우수기업 등 공시 신뢰도와 실행 의지가 검증된 종목을 핵심 투자 유니버스로 선정
- 개별 기업의 ROE 개선 경로와 자사주 소각 및 배당 정책의 지속성 등 실질적 주주환원 이행력을 3P 기준으로 분석
- 기관 Engagement가 집중될 가능성이 높은 저평가 우량주에 대해 편입 비중 확대 전략이 유효할 것

거버넌스 프리미엄을 통한 TSR 상승 여력 보유 후보군: 밸류업 우수기업

기업명	산업	Promise (자원배분 정책 공시)	Persistence (주주환원 지속성)	Performance (자본효율성)	투자 포인트
HD현대일렉트릭	전력기기	'25~'27년 배당성향 30% 이상 추진 선 배당결정으로 예측 가능성 제고	중장기 성과와 업황을 고려한 지속가능한 주주환원 정책 수립 계획	'25~'27년 평균 ROE 28% 목표	전력 인프라, 변압기 슈퍼 사이클 수혜를 주주환원으로 연결하는 성장형 밸류업
KB금융	금융	CET-1 비율 13% 초과분 환원 원칙 + 13.5% 초과 자본 추가 환원 목표 공시	분기 배당 및 자사주 매입 소각 병행, 선제적 4천억원 규모 주주환원 실행	RoRWA 중심 관리체계 구축으로 안정적인 자본적정성 관리 지속	업계 최고 수준의 총주주환원율 지향, EPS와 DPS 성장 기반의 지속적인 TSR 개선 구조 추진
메리츠금융지주	금융	중기 주주환원 정책(총주주환원=연결 당기순이익의 50%) 수립, 지속 공시	지속적 환원 정책으로 주주환원율 61.7% 달성 '23년 51.2%(자사주 6,400억+배당 4,483억) '24년 53.2%(자사주 1조+배당 2,407억) '25년 61.7%(자사주 1.45조)	자사주 매입 · 소각 수익률 (13.9%)이 요구수익률(10%)을 상회, 자본배분 효율성 입증	고환원 정책과 자본배치 최적화로 실제 TSR로 검증된 대표적인 밸류업 성공 사례
삼양식품	소비재	'24년 정기주총에서 선 배당 후 기준일 확정 제도 도입으로 예측 가능성 제고	'20년부터 5년 연속 DPS 상향	CAPEX투자 → 매출 성장 → ROE 33% 수준 달성	해외 수출 중심 성장 및 주주환원 확대 기조
케이티앤지	필수소비재	TSR 100% 및 총 3.7조원 이상 현금환원 등 고환원 목표 & 구체적 자본배분 계획 명시	배당성향 50% 이상 유지, DPS 지속 증가, 자사주 매입 소각 지속	자본효율 개선과 환원 정책 결합으로 TSR 100% 달성 목표	비핵심 자산 유동화 등에 따른 재원 활용하여 배당과 자사주 매입 균형적 실시
삼성화재해상보험	보험	'28년 50%를 목표로 주주환원 확대	'19년 이후 DPS 지속적 우상향 유지	중장기 K-ICS 비율 220% 이상, ROE 11~13% 목표 설정	초과자본 기반으로 환원 확대 전환 중이나, 정책 구체화 여부가 리레이팅의 핵심 변수
신한지주	금융	CET-1 비율 13% 기반 ROE 10% 달성, 주주환원율 50% 수준 확대 목표	DPS 전년 대비 확대 및 자사주 중심의 일관된 주주환원 정책 시행 → 주주환원율 40% 이상으로 확대	비은행 정상화, 자본효율 개선으로 ROE 10% 달성	자사주 소각과 ROE 개선 결합으로 EPS 성장
케이티	통신	'28년까지 1조원 자사주 매입 · 소각 목표, ROE 9~10% 목표 공시	'28년까지 누적 목표치 달성을 위해 '25년 2,500억원 규모 자사주 취득 완료	ROE 개선을 위한 자본배치 추진	ROE < COE → ROE > COE 전환 & 자사주 소각 병행 시 리레이팅 가능성
현대글로비스	산업	TSR을 기업가치제고 핵심지표로 선정	'25~'27년 배당성향 ≥25% & DPS 연5% 이상 성장의 중장기 배당정책 수립	2030년까지 ROE 15% 이상 목표	중장기 이익 가시성 확보
SK하이닉스	반도체	재무 건전성 확보와 주주환원 균형 추진	고정 배당금 25% 상향, '25~'27년 누적 FCF의 50% 범위 내 추가 환원 고려	HBM 시장 점유율 1위 기반 초과 수익 창출로 ROE 개선	반도체 사이클 기반 환원 여력 기대

자료: 각사, 한국거래소, 메리츠증권 리서치센터

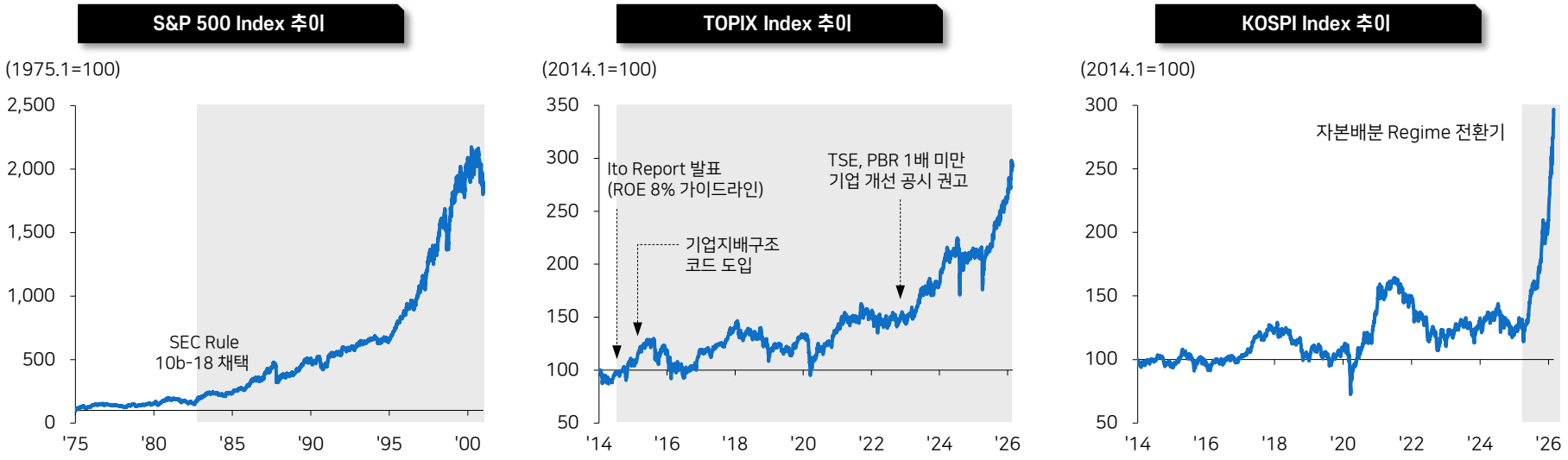
Part. 1

Regulation Reset

TSR DNA의 역사적 입증

- 역사적 변곡점: 글로벌 증시의 장기 우상향은 실적 성장과 주주를 향한 자본배분 규칙의 재정립에서 시작
- 미국: 1982년 SEC Rule 10b-18(자사주 매입 활성화) 이후 S&P500은 단순한 이익 성장을 넘어선 멀티플 확장 구간에 진입
- 일본: 2014년 스튜어드십 코드 도입과 거버넌스 개혁은 TOPIX의 10년 리레이팅을 이끌어 낸 결정적 트리거
- 한국: 1~3차 상법 개정과 밸류업 정책은 한국 시장의 TSR DNA를 재설계하는 결정적 트리거
- 장기 상승은 지배구조 규제 변화와 주주환원과 자산 효율성을 중시하는 체질 변화에서 시작

자본배분 규칙 재정립 이후 추세적 우상향 진입

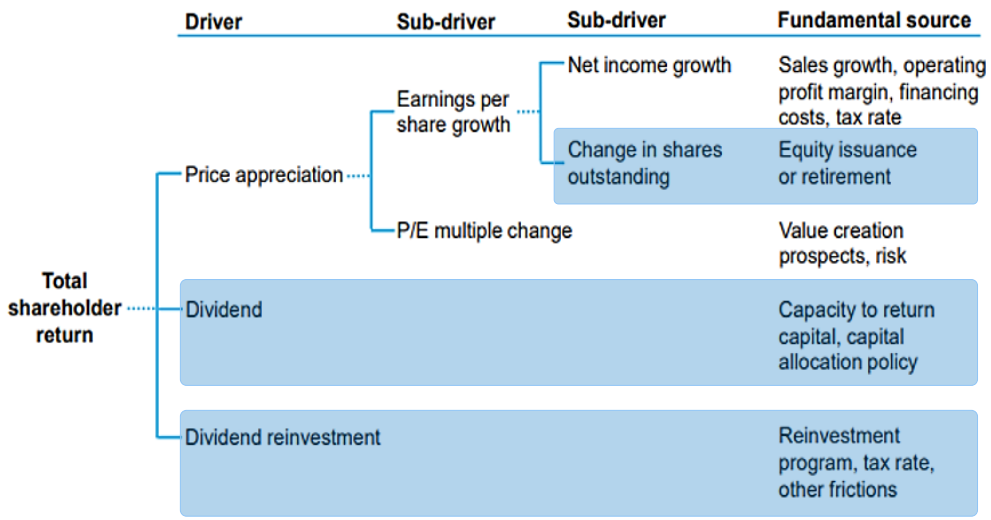


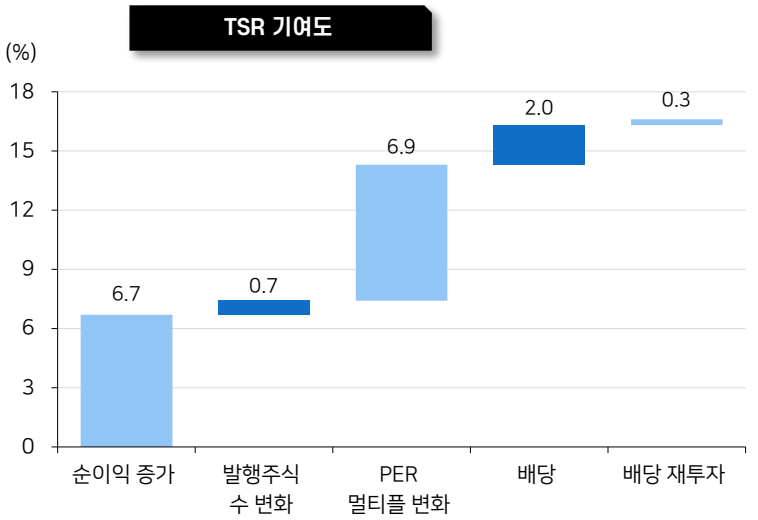
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

TSR DNA, 기업가치를 결정하는 3대 핵심 동력

- TSR(Total Shareholder Return)은 이익 성장(Earnings), 멀티플 변화(Multiple), 주주환원(Capital return)의 결합
  → 지속가능한 주가 상승을 만드는 DNA
- 자사주 소각과 배당 정책은 발행주식수와 현금흐름을 통해 TSR을 직접적으로 변화시키는 자본배분 변수
- 글로벌 시장의 밸류에이션 리레이팅은 이익 성장만이 아니라 자본배분 정책 변화에서 촉발되는 경우가 많음
- 일본 스튜어드십 코드, 미국 10b-18 규정 등은 자본배분 규칙을 재정의하며 장기 주식 수익률 구조를 변화시킨 대표적 사례

2012-2021 S&P 500 TSR 분해





자료: Counterpoint Global, Morgan Stanley, 메리츠증권 리서치센터

TSR DNA의 밸류에이션 리레이팅 경로

- PBR이 구조적으로 높아지려면 자본배분 DNA의 근본적 체질 개선 필요: ① 지속가능한 ROE와 성장성, ② 지배구조 개선을 통한 자기자본비용(COE) 하향 안정화
- 자사주 소각과 배당 확대는 자본효율성 상승 → ROE 개선 & COE 하락 → 밸류에이션 리레이팅 유도
- 투명한 거버넌스와 예측 가능한 주주환원 → 투자자의 위험 프리미엄↓ → 기업의 COE↓
- 잉여 현금을 비효율적인 자산에 방치하지 않고 주주에게 환원 → 경영진의 방만한 운영을 방지하여 대리인 비용 절감 & 기업가치 제고
- 시장은 高ROE를 넘어 'ROE의 장기 유지 가능성'에 반응. 지속성은 일관된 자본배분 원칙과 투자 효율성에서 기인

거버넌스 프리미엄의 이론적 근거

$$PBR = \frac{ROE - g}{COE - g}$$

거버넌스 개선은
ROE를 높이고 COE를 낮추는
최적의 가치제고 수단

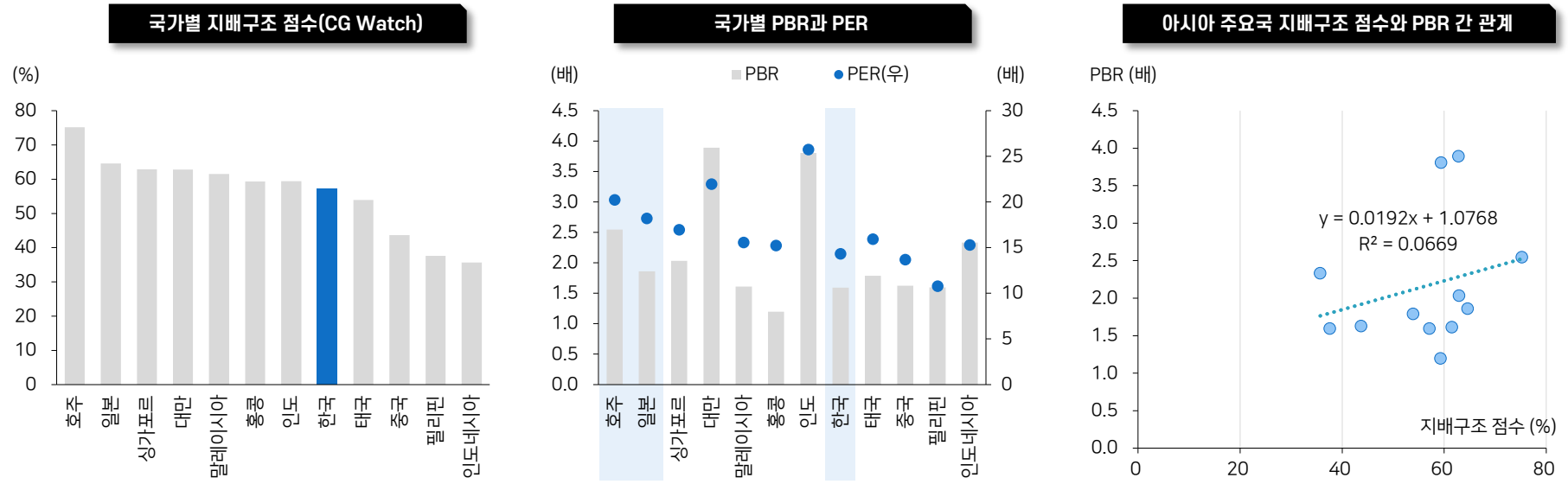
1	자사주 소각	자사주 소각 → Equity 감소 → ROE 상승 → PBR 상승
2	배당 확대	현금 유보 감소 → 자본배분 효율성 증가 → COE 감소 → PBR 상승
3	밸류업 공시	투명성 증가 → 정보 비대칭성 해소 → 거버넌스 리스크 감소 → 멀티플 리레이팅

자료: 메리츠증권 리서치센터

거버넌스와 멀티플 상관관계

- 거버넌스 개선은 TSR 구성 요소 중 멀티플 상승에 기여: 거버넌스 점수가 높은 국가는 시장 전체의 요구수익률(COE)이 낮아져 멀티플이 높게 형성
- ACGA(아시아 기업지배구조협회) 점수와 PBR 간 양(+)의 관계 확인
- 한국은 아시아 주요국 대비 지배구조 점수가 낮은 편이며, 이에 따른 밸류에이션 할인 존재
- TSR DNA 관점에서 거버넌스 개선은 멀티플 상승을 통해 주주가치 증가로 연결

아시아 주요국 지배구조 지수와 PBR의 상관관계: 지배구조 점수가 높을수록 시장 PBR이 높은 경향



자료: ACGA, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

TSR DNA의 성공 사례: 일본 제도 변화 이후 밸류에이션 상승 ①

- 일본 거버넌스 개혁

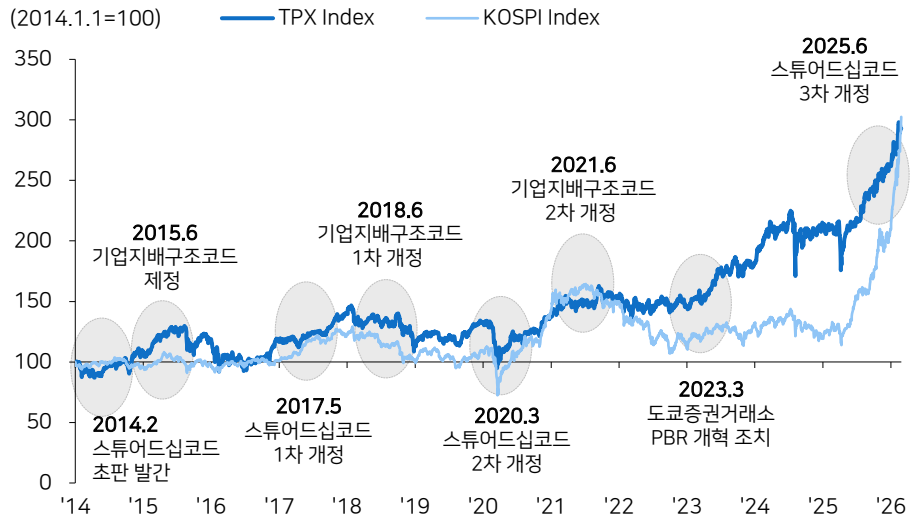
  1단계: 아베노믹스와 거버넌스 코드 도입이 외국인 매수세 유도 → 멀티플 리레이팅의 초석 마련

  2단계: 도쿄증권거래소의 PBR 1배 미만 기업 개선 요구 → 자사주 매입과 배당 급증으로 이어지며 ROE의 구조적 우상향 달성

  3단계: 제도적 압박이 자율적인 자본효율화로 정착 → 일시적 반등이 아닌 장기 주가 상승의 지속성 확보

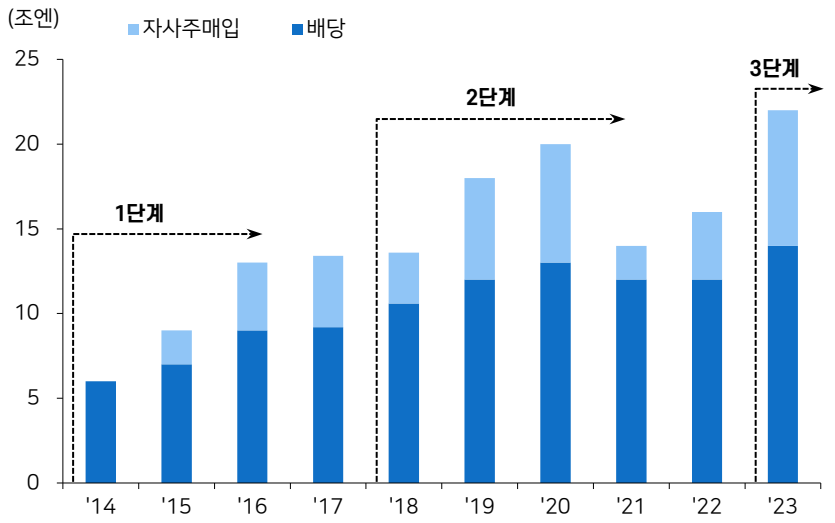
- 현재 한국의 상법개정과 자사주 소각 의무화는 일본의 2~3단계 과도기로, 실질적 주가 리레이팅의 변곡점에 진입한 것으로 판단

일본 거버넌스 개혁과 TOPIX 지수 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

일본 자사주 매입 및 배당 추이



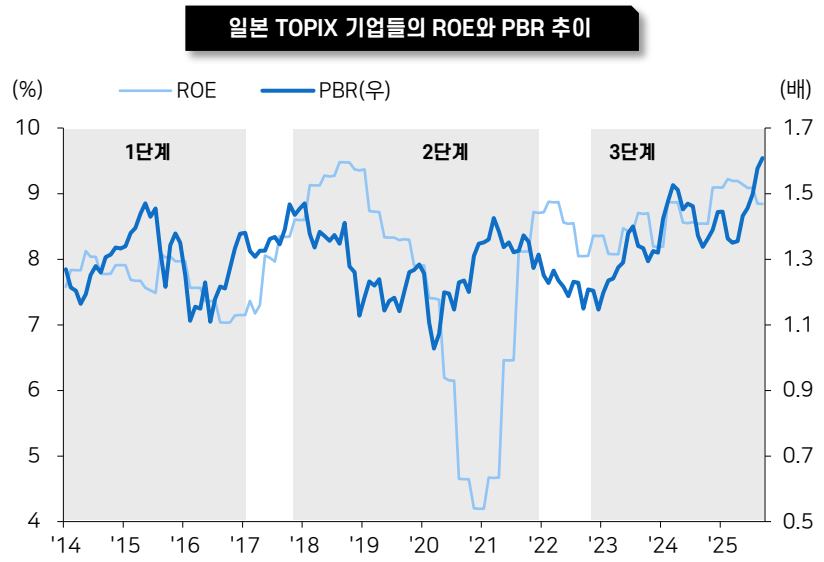
주: 배당금은 매년 5월말 MSCI Japan Index기준이며, 지난 12개월간 실적을 바탕으로 산출
자료: MSCI, WisdomTree, 메리츠증권 리서치센터

TSR DNA의 성공 사례: 일본 제도 변화 이후 밸류에이션 상승 ②

- 거버넌스 개혁과 거래소의 자본 효율 요구가 맞물리며 주주환원 정책이 일본 기업의 핵심 자본배분 전략으로 자리잡음
- 교차지분 축소와 비핵심 사업 매각 등 기업의 자본구조 개편이 병행되며 자본 효율 개선 가속화
  → 이러한 적극적 기업 행동(Corporate Action)이 ROE와 밸류에이션 개선을 견인
- 한국에서도 금융지주와 현금흐름이 안정적인 대형주를 중심으로 일본과 유사한 자본배분 전략이 확산될 가능성

일본 거버넌스 개혁 단계별 주요 특징과 예상되는 한국의 Next Step

구분	2단계 자본효율성 중심 개편기 (2018~2022년)	3단계 Value-Up 실행기 (2023년~현재)
특징	▪ 기업지배구조 코드 및 스튜어드십 코드 강화 ▪ 자사주 매입 및 소각 확대 ▪ 배당정책 투명화 ▪ 기관투자자 책임투자 강화	▪ 교차지분 정리 ▪ 비핵심자산 매각 ▪ 공개매수 · 지배구조 단순화
일본 대표 수혜 기업 및 조치	▪ Dai Nippon Printing: 자사주 매입 · 소각 연속 발표 ▪ 전 상장사 : '24년 자사주 매입 18조엔, 역대 최대	▪ Toyota Group: Toyota Industries 지분 정리 추진 ▪ Mitsui Fudosan 등: 비핵심 자산 매각 · 환원율 상향
리레이팅 요인	▪ 현금 활용 효율화 ▪ 주주환원 정책 강화 ▪ ROE 상승 및 PBR 재평가	▪ 구조개편 수반 시 밸류업 폭 확대 ▪ Execution 중심 리레이팅
시사점	▪ 한국도 자본효율성 중심 개편기 진입 ▪ 자사주 매입, 소각 정례화 ▪ 밸류업 공시 기반 자본배분 정책 변화	▪ 향후 기업행동 기반 지배구조개선 진입 가능성 ▪ 일본식 Value-Up Plan의 재현 가능성 높음

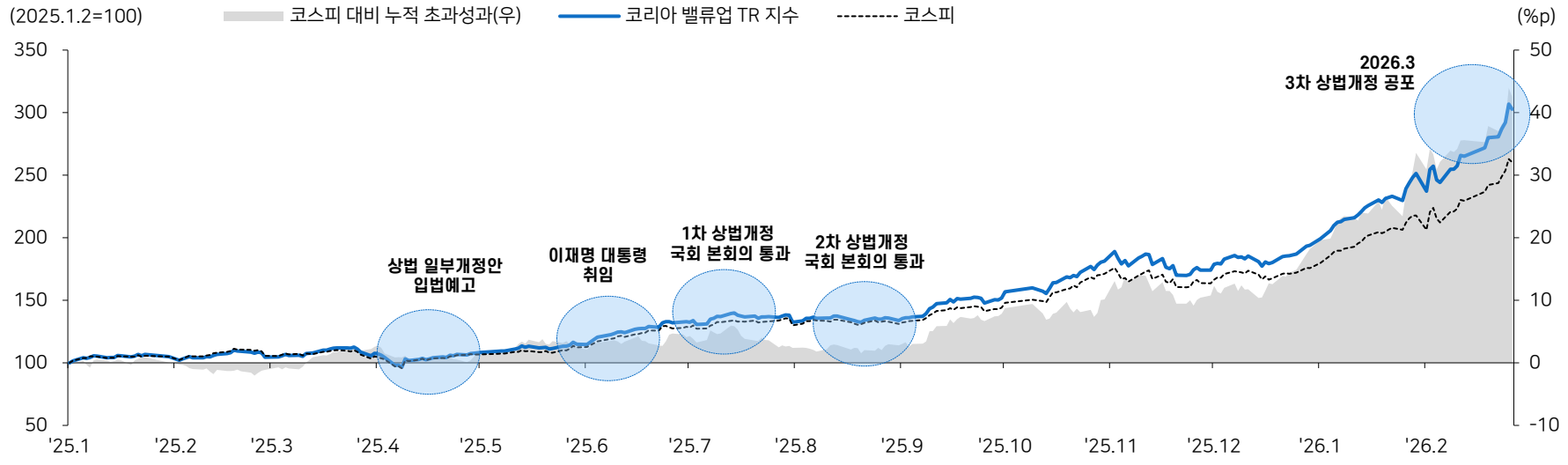


주: 오른쪽 그래프는 TOPIX Index 구성 기업들의 ROE(자기자본이익률) 및 PBR(주가순자산비율) 추이
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

한국 자본시장의 새로운 스탠다드

- 3차 상법 개정과 자사주 소각 의무화는 단순 권고를 넘어 자본배분 Regime 전환의 트리거
- 자사주 마법 차단과 배당절차 선진화 → 투자자의 예측가능성을 높여 시장 전체의 자기자본비용을 낮추는 요인
- 상시적인 주주환원 시스템 구축을 통해 한국 증시의 고질적인 디스카운트를 프리미엄으로 전환하는 변곡점
- 제도적 안전장치가 마련됨에 따라 한국 시장을 기피하던 글로벌 자금 유입 & 정책 기대는 이미 주가에 반영
- 정책 기대감이 선반영 되어 밸류업 지수는 벤치마크 대비 초과 성과 기록 → 거버넌스 프리미엄 입증

정책 이벤트별 밸류업 지수 성과

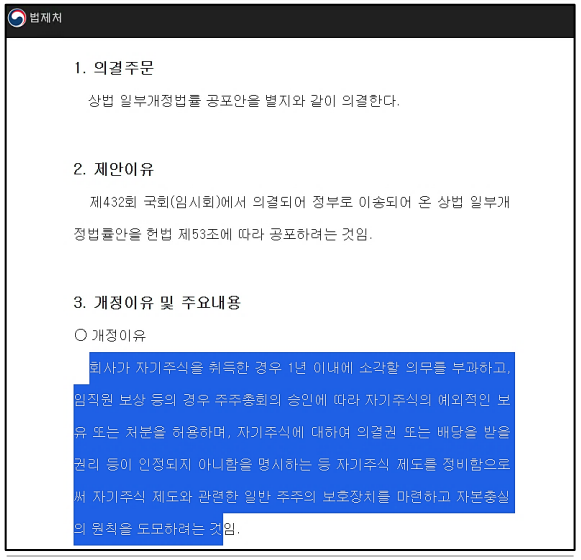


자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

정책, 거버넌스 프리미엄의 트리거

- 상법 개정과 밸류업 정책은 한국 증시의 자본배분 방식을 주주가치 중심으로 재설계. 자본배분 DNA의 근본적 전환을 유도
- 2026년 현재 작동 중인 '자사주 소각 의무화'와 '배당소득 분리과세' 세제 개편은 주주환원 확대를 위한 강제적이면서도 유인적 장치
- 자사주 소각 의무화가 자본배분의 하한선을 높인다면, 배당소득 분리과세와 밸류업 공시는 시장의 상한선을 여는 역할
- 구조적 안착을 위해서는 기업의 자본배분 전략 축적 & 시장과 공유하는 과정이 필요
- '밸류업 공시'는 기업이 자본배분 전략을 시장과 공유하도록 유도하며 시장의 감시 기능을 높이는 기능

3차 상법 개정안 3월 6일 공포, 즉시 시행



법제처

1. 의결주문

상법 일부개정법률 공포안을 별지와 같이 의결한다.

2. 제안이유

제432회 국회(임시회)에서 의결되어 정부로 이송되어 온 상법 일부개정법률안을 헌법 제53조에 따라 공포하려는 것임.

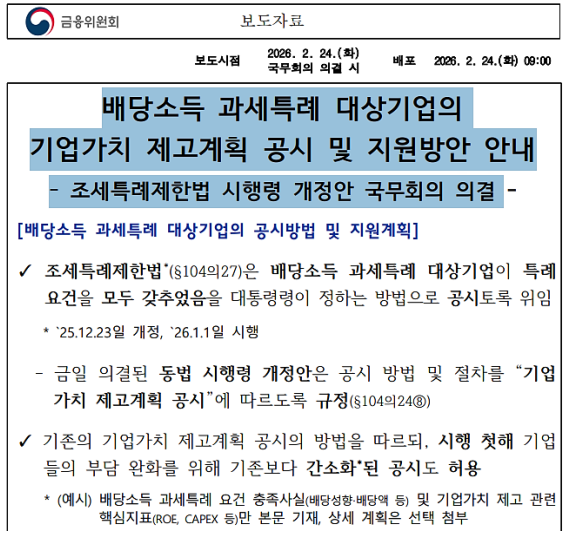
3. 개정이유 및 주요내용

○ 개정이유

회사가 자기주식을 취득한 경우 1년 이내에 소각할 의무를 부과하고, 임직원 보상 등의 경우 주주총회의 승인에 따라 자기주식의 예외적인 보유 또는 처분을 허용하며, 자기주식에 대하여 의결권 또는 배당을 받을 권리 등이 인정되지 아니함을 명시하는 등 자기주식 제도를 정비함으로써 자기주식 제도와 관련한 일반 주주의 보호장치를 마련하고 자본충실의 원칙을 도모하려는 것임.

자료: 법제처 (공포안, 공포번호 21448)

배당소득 분리과세 조특법 시행령 개정안 의결



금융위원회 보도자료

보도시점 2026. 2. 24.(화) 국무회의 의결 시 배포 2026. 2. 24.(화) 09:00

배당소득 과세특례 대상기업의 기업가치 제고계획 공시 및 지원방안 안내

- 조세특례제한법 시행령 개정안 국무회의 의결 -

[배당소득 과세특례 대상기업의 공시방법 및 지원계획]

✓ 조세특례제한법*(§104의27)은 배당소득 과세특례 대상기업이 특례 요건을 모두 갖추었음을 대통령령이 정하는 방법으로 공시토록 위임

* '25.12.23일 개정, '26.1.1일 시행

- 금일 의결된 동법 시행령 개정안은 공시 방법 및 절차를 "기업가치 제고계획 공시"에 따르도록 규정(§104의24⑧)

✓ 기존의 기업가치 제고계획 공시의 방법을 따르되, 시행 첫해 기업들의 부담 완화를 위해 기존보다 간소화*된 공시도 허용

* (예시) 배당소득 과세특례 요건 충족사실(배당성향·배당액 등) 및 기업가치 제고 관련 핵심지표(ROE, CAPEX 등)만 본문 기재, 상세 계획은 선택 첨부

자료: 금융위원회 보도자료 (2026.2.24일자)

밸류업 공시 의무화 법안 발의 예정

저평가 기업에 밸류업공시 의무화 추진

전경운 기자

업데이트 : 2026.03.05 20:05 지면 A6

與 자본시장법 개정안 발의

PBR 1배 미만 기업 대상

더불어민주당이 주가순자산비율(PBR)이 1배보다 낮은 기업에 대해 기업가치 제고 계획서를 제출하도록 하는 법안을 발의한다. 5일 국회에 따르면 김현정 민주당 의원은 이 같은 내용의 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 개정안을 조만간 발의할 예정이다. 개정안은 2개 사업연도 연속으로 PBR이 1배 미만인 기업에 대해 배당 가능 이익 처분 계획, 배당 및 자기주식 취득·소각·처분 계획 등을 담은 기업가치 제고 계획서를 제출하도록 하는 내용이다.

자료: 매일경제 (2026.3.5일자)

Part. 2

자사주 소각은 실제로 리레이팅을 만드는가

자사주 매입 vs. 소각: 왜 소각인가?

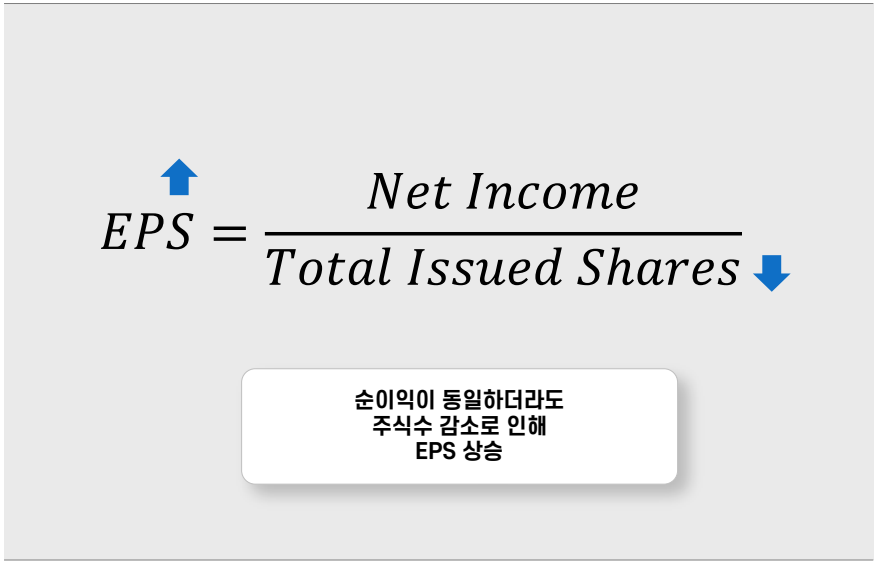
- 자사주 매입은 유통주식 수 감소를 통해 단기적으로 EPS(주당순이익)를 개선하는 효과가 있으나, 매입된 주식을 재매각 시 효과는 제한적
- 자사주 소각은 발행주식 수를 영구적으로 감소 → EPS 상승과 자본효율성 개선 → 밸류에이션 상승으로 이어질 가능성
- 자사주를 장기간 보유 시에는 현금 유동성 고착화와 대리인 비용 관점에서 할인 요인으로 작용
- 이러한 구조에서 자사주 소각 빈도가 높은 기업일수록 밸류업 포트폴리오 내 핵심 편입 대상이 될 가능성 높음

자사주 매입 vs 소각의 재무적 효과 비교

구분	자사주 매입 (Buyback)	자사주 소각 (Cancellation)
주당순이익 (EPS)	유통주식 수 감소로 단기 상승하나, 재 매각 시 회석 위험 존재	즉시 상승 (분모인 발행주식 수 감소)
자기자본이익률 (ROE)	자본 감소로 일부 상승	강력한 상승 (자본 효율성 극대화)
경영권 방어 활용	가능 (우호 지분 매각, EB 발행)	불가능 (주식 자체가 소멸)
시장 시그널	주가가 저평가되어 있다는 단기적 방어 신호	주주가치를 영구히 높이겠다는 강력한 확신 신호
수급 효과	취득 기간 내 단기 수급 개선	오버행 리스크의 완전한 해소

자료: 메리츠증권 리서치센터

자사주 소각에 따른 주당 가치 상승 매커니즘



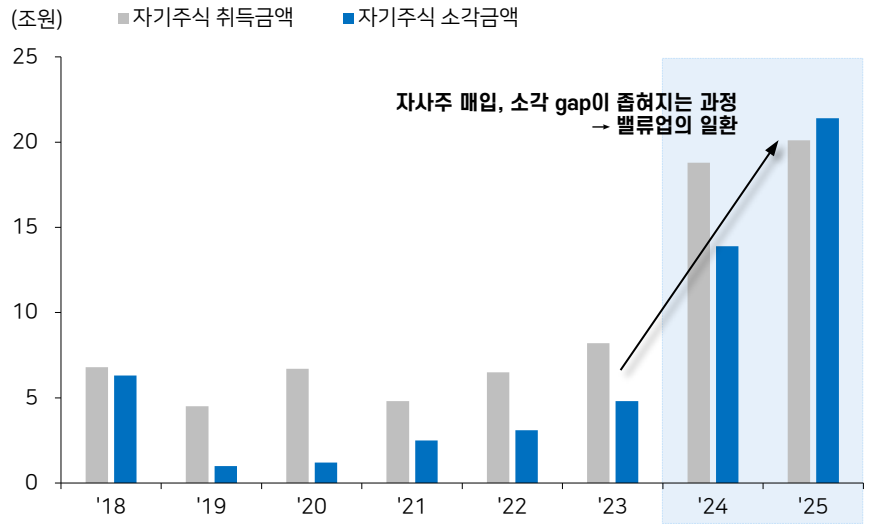
자료: 메리츠증권 리서치센터

자사주 소각 의무화 자본시장 구조 전환의 신호

- 자기주식 취득액 대비 저조했던 소각 금액이 최근 급격히 증가 → 과거 매입 후 보유 관행에서 벗어나 실질적인 주주환원 이행 구간에 진입
- 자사주 소각 의무화는 기업이 자본을 쌓아두지 못하게 만드는 구조적 변화 → 자본 배분 효율성 ↑
- 자사주의 제3자 처분과 경영권 방어 활용 제한은 한국 기업의 고질적인 문제였던 거버넌스 리스크를 제거 → 시장 전체 할인율을 낮추는 역할
- 매입된 주식의 재매각 가능성을 법적으로 차단 → 수급 불안요인 제거 & 오버행(Overhang) 리스크 해소 & 시장에 강력한 주주가치 제고 확신 시그널 제공

3차 상법개정안(자사주 제도 개편) 주요 내용

구분	주요 개정 내용 (2026년 3월)	예상 효과
자사주 소각 원칙	회사가 자사주 취득 시 원칙적으로 1년 이내 소각 의무	장기 보유를 통한 우호 지분 활용 여지 원천 봉쇄
기존 보유 자사주	시행 이전 취득 자사주도 원칙적으로 소각 의무 대상. 단, 기존 직접취득분은 시행 후 6개월 유예기간+1년 내 소각 의무 발생 → 사실상 최대 1년 6개월 유예	과거 누적 자사주까지 제도 영향권
예외 보유 및 처분	임직원 보상, 우리사주, 외국인 지분 제한 업종 특례, 경영상 목적 등 일정 사유 → 자기주식 보유 · 처분 계획 수립 및 주주총회 승인을 전제로 예외 허용	소각이 원칙, 예외는 승인 받아야 하는 구조로 전환
자사주 처분 규제	제3자 처분, 경영권 방어 활용 등 활용 제한 강화	우호지분 확보 수단 차단, 경영권 방어 수단 악화
위반 시 제재	승인없이 소각하지 않거나 계획 위반 시 이사 책임 및 제재 가능	이사회 주주환원 의무 강화

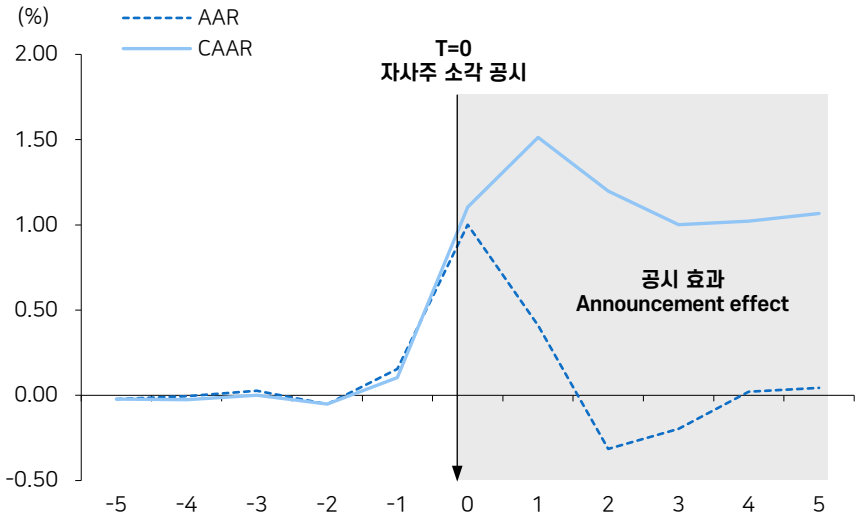


주: 자사주 매입은 '자기주식 취득 결정' 및 '자기주식 신탁계약 체결 결정' 공시 기준.
자사주 소각은 '주식 소각 결정' 공시 기준
자료: 법제처, 한국거래소, 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

자사주 소각 공시 이후 주가 반응

- 자사주 소각 공시 이벤트를 대상으로 한 이벤트 스터디 결과, 소각 발표 이후 단기 주가 반응(CAAR)은 전반적으로 (+)의 방향성을 보임
- 특히 공시 당일(T=0)의 평균초과수익률(AAR)은 통계적으로 유의미한 양(+)의 값을 기록하며 즉각적인 투자 심리 개선을 입증
- 공시 이후 누적초과수익률(CAAR)이 횡보하지 않고 약 1% 수준에서 유지되며 시장의 긍정적 반응이 단기적으로 지속
- 소각 공시 이후에도 수익률이 회귀하지 않고 유지 → 시장이 이를 일시적 이벤트가 아닌 기업 가치의 구조적 상승으로 받아들이고 있음을 의미

자사주 소각 이벤트 스터디: CAAR과 AAR 추이 및 통계 분석 결과



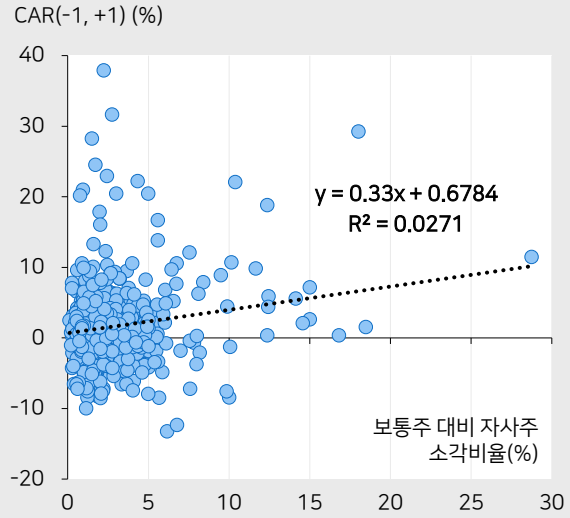
Days	AAR	CAAR	Std. of CAAR	t-Value	p-Value	Obs.
-5	-0.022	-0.022	2.455	-0.215	0.830	583
-4	-0.005	-0.027	3.321	-0.193	0.847	583
-3	0.027	0.001	4.977	0.004	0.997	583
-2	-0.052	-0.051	5.847	-0.212	0.832	583
-1	0.154	0.103	6.390	0.389	0.698	583
0	1.001	1.104 ***	7.453	3.576	0.000	583
1	0.410	1.513 ***	8.085	4.519	0.000	583
2	-0.314	1.199 ***	8.530	3.393	0.001	583
3	-0.197	1.002 ***	8.872	2.726	0.007	583
4	0.021	1.022 **	9.858	2.504	0.013	583
5	0.044	1.066 **	10.110	2.546	0.011	583

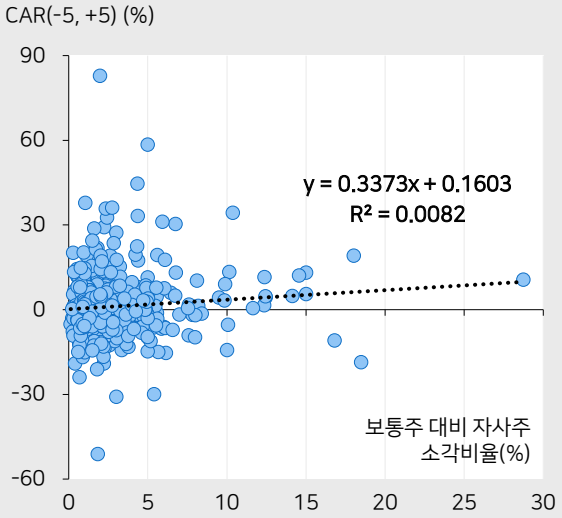
주: 표본은 2022.1.1~2025.12.31 동안 DART '주식소각결정' 공시 기업 (N=693).
AAR은 평균 초과수익률, CAAR은 이벤트 윈도우 동안의 누적 평균 초과수익률.
* p < 0.10, ** p < 0.05, *** p < 0.01
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

자사주 소각은 '규모'보다 'Signal'

- 자사주 소각규모와 단기 주가 반응 간 통계적으로 유의한 양(+)의 관계가 일부 구간에서 확인되나, 설명력(R^2)이 낮음
  → 규모만으로 주가 반응을 설명하기는 어려움
- 특히 이벤트 윈도우 (−5, +5) 구간에서는 유의하지 않아 지속성이 제한적
- 이는 시장이 소각비율 자체보다 경영진의 자본배분 정책 변화와 주주가치 제고 의지라는 '신호'에 더 민감하게 반응할 가능성 시사
- 따라서 투자 전략은 단순 소각규모가 큰 종목보다는 지속가능한 자본배분 정책을 가진 기업 선별에 초점을 맞출 필요

소각 규모와 주가 반응의 상관관계 및 회귀분석 결과





구분	자사주 소각비율 계수	t-stat	p-value
CAR (-1, +1)	0.330 ***	4.025	0.000
CAR (-3, +3)	0.362 **	2.840	0.005
CAR (-5, +5)	-0.131	-0.832	0.406

주: 표본은 2022.1.1~2025.12.31 동안 DART '주식소각결정' 공시 기업.
종속변수는 CAR(이벤트 윈도우 동안의 누적 평균 초과수익률)이며 산업 및 연도 고정효과 포함.
* p < 0.10, ** p < 0.05, *** p < 0.01
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

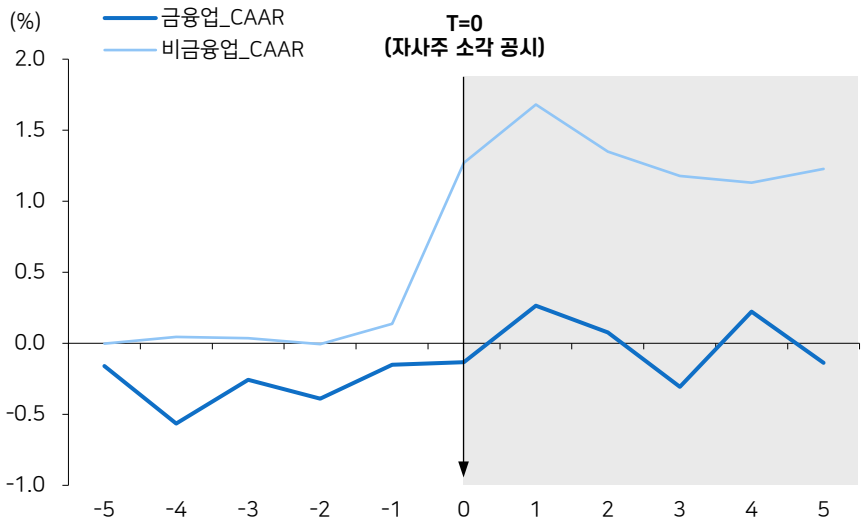
업종별 자사주 소각 반응 차이: 금융 vs. 비금융

- 업종별 반응 차이는 자본 구조와 자본효율성 차이에서 기인

① 금융업은 안정적 이익 구조와 자본 여력 → 저PBR 해소 기대로 초기 반응 빠르나 추가 신호 효과가 제한적 ∴ Event-driven 접근 유효

② 비금융업은 투자 성장과 주주환원 간 균형이 중요 → 초기 반응은 신중하나, 시간이 지날수록 자본배분 정책 변화 신호로 인식
→ 수익률이 누적되며 점진적 리레이팅 양상 ∴ 중장기 Buy & Hold 전략 유효

자사주 소각 공시 후 금융 vs. 비금융 수익률 반응 차별화



Window	금융 평균	비금융 평균	차이	t-stat	p-value	투자 시사점
공시 직후 (0,+2) CAAR	0.227	1.212	-0.985 *	-1.940	0.055	금융업의 즉각적 저PBR 해소 기대 반영
공시 전후 (±1) CAAR	0.654	1.687	-1.033 **	-2.155	0.033	공시 시점 전후의 정보 반영 속도 차이 반영
공시 전후 (±3) CAAR	0.259	1.131	-0.873	-1.050	0.296	시간이 지남에 따라 업종 간 격차보다 개별 기업의 펀더멘털 중요
공시 전후 (±5) CAAR	-0.138	1.228	-1.366	-1.371	0.173	

주: 표본은 2022.1.1~2025.12.31 동안 DART '주식소각결정' 공시 기업.
종속변수는 CAR(이벤트 윈도우 동안의 누적 평균 초과수익률)이며 산업 및 연도 고정효과 포함.
* p < 0.10, ** p < 0.05, *** p < 0.01
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

자사주 소각 공시 효과: 외국인 지분과 기업규모의 영향

- 자사주 소각 규모는 공시일 기준 단기 이벤트 윈도우 (-1, 1)에서 유의한 영향을 미치나, 이벤트 기간이 확대될수록 통계적 유의성 약화
- 외국인 지분율이 높은 기업일수록 글로벌 투자자들의 긍정적 반응 강화 → 공시 효과(Announce effect)가 확대 → CAR이 통계적으로 유의하게 상승
- 반면, 기업규모가 클수록 이벤트 효과는 감소 → 대형주의 경우 정보가 가격에 사전 반영 될 가능성으로 인해 중소형주 대비 이벤트 효과 제한적
- 자사주 소각의 밸류에이션 효과는 기업의 자본배분 정책에 대한 투자자 신뢰도와 투자자 구성에 따라 차별화될 가능성

자사주 소각 공시의 초과수익 결정요인 회귀분석

변수	CAR (-1, +1)	CAR (-3, +3)	CAR (-5, +5)
보통주 대비 자사주 소각 비율	7.08 ** (2.13)	0.86 (0.16)	0.01 (0.00)
PBR	0.17 (1.46)	0.01 (0.06)	0.11 (0.50)
외국인지분율	0.09 *** (5.02)	0.15 *** (5.16)	0.16 *** (4.56)
규모	-0.85 *** (-6.34)	-1.17 *** (-5.35)	-1.16 *** (-4.50)
controls	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes
Industry FE	Yes	Yes	Yes
observations	583	583	583
Adj.R^2	0.079	0.064	0.054

주: 표본은 2022.1.1~2025.12.31 동안 DART '주식소각결정' 공시 기업.
자사주 소각 공시 이후 CAR(-1, +1), CAR(-3, +3), CAR(-5, +5)을 종속변수로 한 패널 회귀분석이며, 산업 및 연도 고정효과 포함.
* p < 0.10, ** p < 0.05, *** p < 0.01
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

자사주 소각의 밸류에이션 제고 효과

- 회귀분석 결과, 소각 반복 횟수는 PBR 변화에 유의미한 영향을 미치지 못함 → 시장이 과거의 단순 반복적 자사주 소각 횟수를 기계적으로 추종하지 않음. 그 소각이 근본적인 자본배분 정책 변화로 이어졌는지를 판단하기 때문인 것으로 해석
- 외국인 지분율 변수는 PBR 개선에 매우 유의미한 정(+)의 효과 → 외국인 투자자가 신뢰할 수 있는 투명한 지배구조 조성 시 소각 효과 극대화
- 기존 PBR 수준은 음(−)의 계수를 보여, 저PBR 기업일수록 리레이팅 여지↑
- PBR 변화 회귀분석에서는 금융업에서도 밸류에이션 개선 효과 확인 → 금융업의 경우, 단기 이벤트 효과보다는 기존 저PBR 디스카운트가 구조적으로 완화되는 형태로 반영

자사주 소각 공시 전후 PBR 변화 결정요인 회귀분석

변수	계수	t-Value	p-Value	
소각비율	0.176	1.296	0.195	
PBR	-0.034 ***	-4.328	0.000	⇨ 저PBR일수록 주주환원 정책에 따른 리레이팅 탄력성↑
외국인지분율	0.004 ***	2.894	0.004	⇨ 거버넌스 신뢰도≒PBR 상승
최대주주지분율	0.003 **	2.502	0.013	⇨ Agency cost↓
자산대비 순현금	-0.022	-0.266	0.790	
시가총액 대비 FCF	-117.432	-1.410	0.159	
Ln(시가총액)	0.008	0.766	0.444	
자사주 소각 횟수 더미변수	0.017	0.456	0.649	
금융업 여부	0.147 ***	2.721	0.007	⇨ 금융업은 자사주 소각의 단기 이벤트 효과보다는 저PBR 디스카운트의 구조적 완화

주: 표본은 2022.1.1~2025.12.31 동안 DART '주식소각결정' 공시 기업.
종속변수는 ⊿PBR(자사주 소각 전후 PBR 변화분)이며 산업 및 연도 고정효과 포함.
* p < 0.10, ** p < 0.05, *** p < 0.01
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

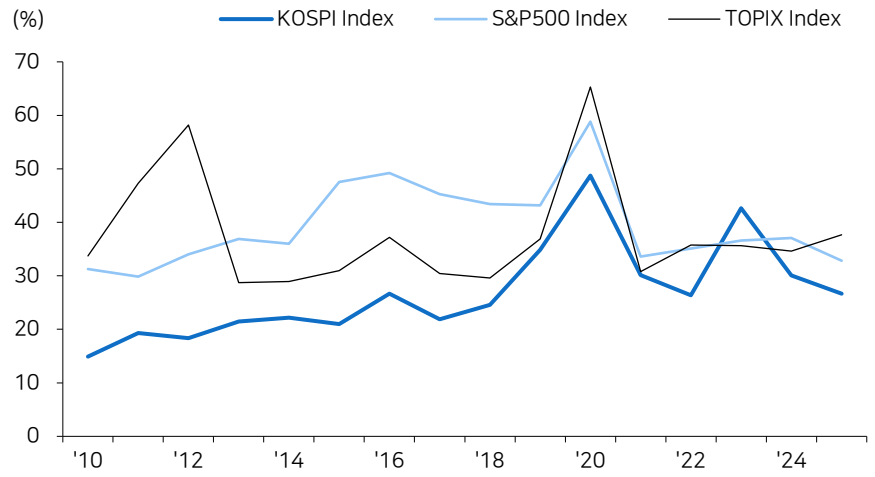
Part. 3

배당 DNA,
배당 귀족의 성공 방정식

한국 배당의 구조적 저평가: 배당 확대 여력 존재

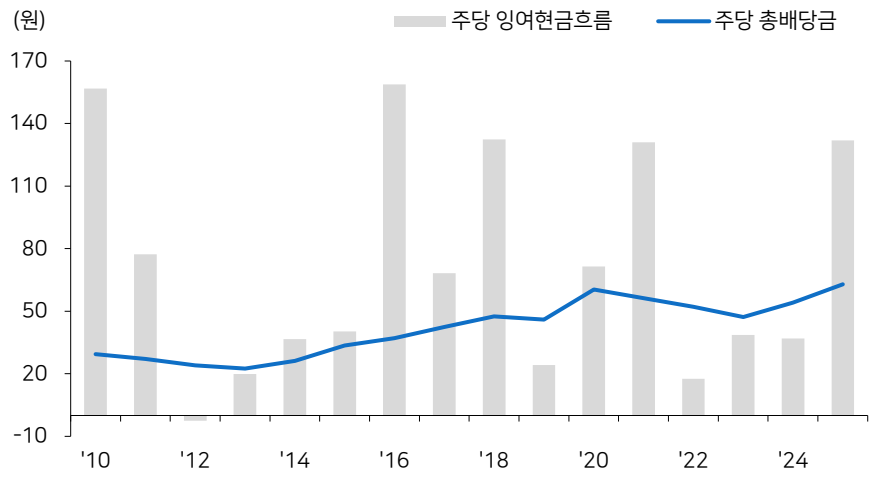
- 한국 상장사의 평균 배당수익률은 미국, 일본 등 글로벌 주요 지수 대비 구조적으로 낮은 수준
- 코스피 지수의 배당수익률은 2% 내외에서 등락하며 특히 TOPIX 지수 대비 하회해 왔으나, 정책적 유인에 따른 우상향 전환 가능성에 주목
- 한국기업의 배당금 지급 규모는 잉여현금흐름 대비 보수적인 수준 → 자본배분 정책 변화 시 배당 확대 여력 존재
- 일부 구간에서 한국 배당 수익률이 S&P500 지수 대비 높은 것은 상대적으로 저평가된 주가에 따른 분모효과가 반영된 측면
- 따라서 단순 수익률 수치보다 실질적인 배당금의 지속적 증가 여부 확인 필요

KOSPI vs. S&P500 vs. TOPIX 배당수익률 비교



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

FCF 대비 보수적인 배당 집행 현황



주: 코스피 기준. 주당 총배당금은 최근 12개월 합계 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

배당소득 분리과세 도입, 배당 확대 유인 강화

- 배당소득 분리과세 도입은 배당투자에 대한 세후 수익률 개선
  → 자본을 사유화하거나 내부에 유보할 동기↓ & 적극적인 배당 정책 실시 유인↑
- 최고세율 30% 적용은 고액 자산가와 기관의 자본을 '보유'에서 '배당 투자'로 유도하는 강력한 촉매제로, 세제 인센티브 강화 효과를 지님
- 분리과세 적용 요건인 배당성향 및 배당 증가 요건은 기업들의 단발성 배당 ≪ 지속적이고 우상향하는 배당 정책을 채택할 유인 강화

배당소득 분리과세 개요

기준		정부안	여야 합의안
배당소득	2천만원 이하	14%	14%
	2천만원 초과 ~ 3억원 이하	20%	280만원 + 2천만원 초과 금액의 20%
	3억원 초과 ~ 50억원 이하	35%	5,880만원 + 3억원 초과 금액의 25%
	50억원 이하		123,380만원 + 50억원 초과 금액의 30%
적용 대상 요건		배당성향 40% 이상 또는 배당성향 25% 이상 & 배당이 직전 3년 평균 대비 5% 이상 증가	배당성향 40% 이상 또는 배당성향 25% 이상 & 배당이 전년 대비 10% 이상 증가

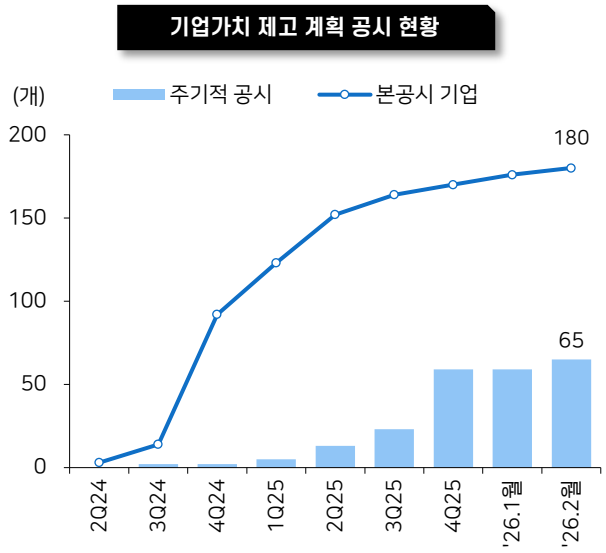
자료: 기획재정부, 금융위원회, 국회 의안정보시스템, 메리츠증권 리서치센터

배당 과세특례와 밸류업 공시

- 배당소득 과세특례는 밸류업 공시를 세제와 연결한 정책. 기업의 자본배분 정책과 주주환원 전략을 시장에 공개하도록 유도
- 배당 정책 공시는 외국인 투자자의 투자 판단에도 중요한 참고 지표. 기업의 자본배분 방향성과 주주환원 의지를 투자자에게 전달
- 밸류업 공시는 기관투자자의 의결권 행사 및 스튜어드십 코드 이행의 핵심 벤치마크 → 기관투자자는 밸류업 공시 내용을 근거로 이사회에 자본배분 효율화 요구 가능 → 기업의 자본 효율 개선 & 주주환원 정책 강화로 중장기 PBR 리레이팅 요인

배당소득 과세특례 내용과 기업가치 제고 계획 공시 기업 누적 추이

구분	내용
정책 목표	배당 확대 및 주주환원 강화를 통해 코리아 디스카운트 해소 및 자본시장 밸류업 유도
과세특례 적용 대상	일정 요건을 충족하는 고배당 기업에 대해 배당소득 분리과세 적용
고배당 기업 요건	배당성향 40% 이상 또는 배당성향 25% 이상 & 배당이 전년 대비 10% 이상 증가
배당 지속성 요건	배당 감소 없이 지속적인 배당 확대 정책 유지 필요
기업 공시 의무	기업은 정기주주총회 이후 고배당 기업 여부 및 배당 정책 공시
공시 내용	기업가치 제고 계획에 다음 내용 포함 가능 중장기 주주환원 정책, 배당 정책 및 배당성향 목표, 자사주 매입 및 소각 계획, ROE 및 자본효율성 개선 계획
공시 목적	투자자에게 주주환원 정책의 신뢰성 있는 시그널 제공
적용 기간	2026년 배당부터 적용. 2028년 배당까지 적용 예정
투자자 세제 혜택	고배당 기업의 배당소득에 대해 종합과세 대신 분리과세 적용
투자 시사점	주주환원 정책을 명확히 공시하고 배당확대 의지가 확인되는 기업 → 배당 프리미엄 및 밸류에이션 리레이팅 가능성

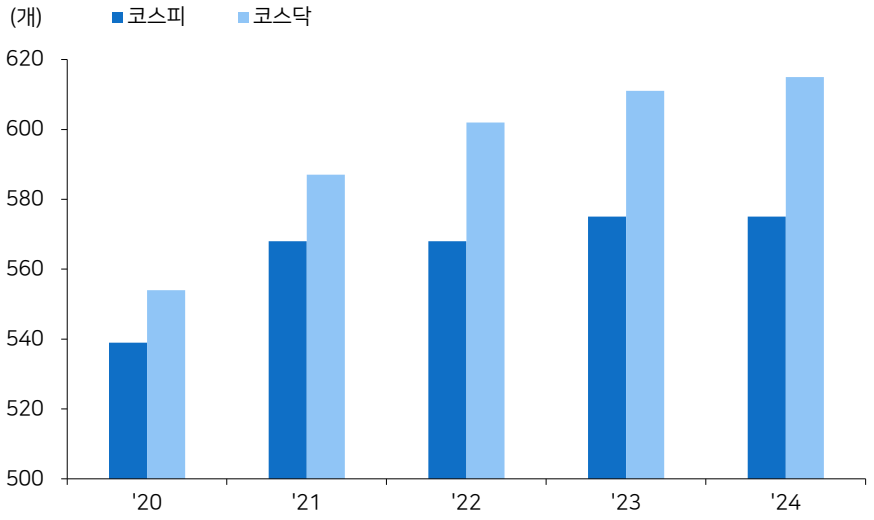


자료: 기획재정부, 금융위원회, 한국거래소, 메리츠증권 리서치센터

배당 확대 트렌드

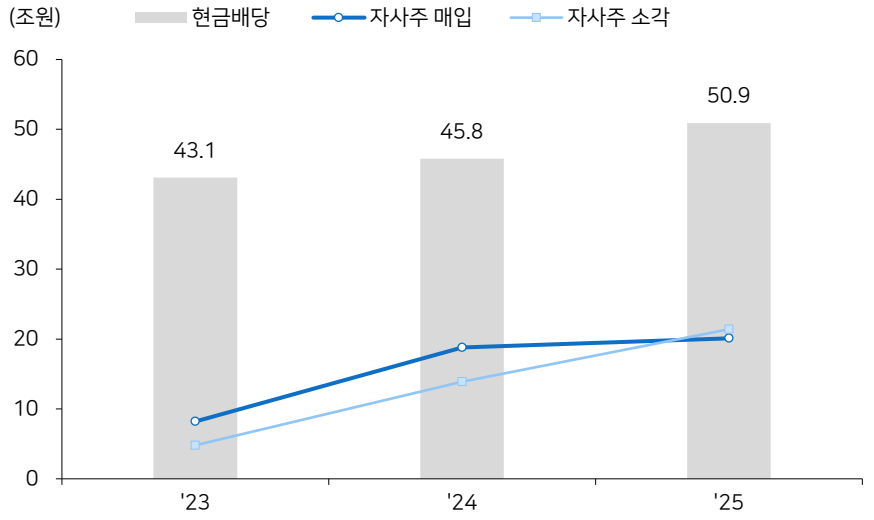
- 최근 배당 지급 기업 수와 배당 규모 모두 증가 추세
- 특히 2024~2025년 주주환원 정책 강화로 배당 확대 가속
- 자사주 매입, 소각도 증가하고 있으나 주주환원의 중심은 여전히 현금배당
- 이러한 변화는 밸류업 정책과 주주환원 요구 강화 등 제도적 환경 변화와 결합되며 가속화될 전망

현금배당 지급 상장기업 수 추이



주: 12월 결산법인, 현금배당, 우선주 포함 기준
자료: 한국예탁결제원, 메리츠증권 리서치센터

국내 상장사 현금배당 및 주주환원 규모 추이



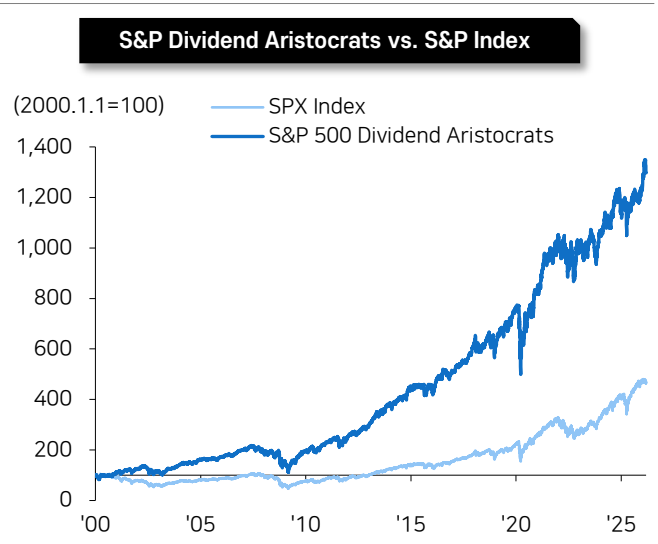
주: 자사주 매입은 '자기주식 취득 결정' 및 '자기주식 신탁계약 체결 결정' 공시 기업 기준.
자사주 소각은 '주식 소각 결정' 공시 기업 기준.
현금배당은 '현금배당 결정' 공시 기업 기준임
자료: 한국거래소, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 시장의 배당 프리미엄: 배당 귀족주

- 배당성향은 이익 변동에 따라 변화할 수 있는 반면, 배당의 지속성은 기업의 자본배분 정책과 주주환원 의지를 보다 안정적으로 반영하는 지표
- 글로벌 시장에서는 고배당 전략 외에도 일정 기간 이상 배당 증가 여부를 기준으로 활용하는 배당 성장 전략이 널리 사용
- 일례로, S&P Dividend Aristocrats는 최소 25년 이상 배당 증가 기업을 포함
- 배당 귀족주는 장기간 배당을 유지할 수 있는 기업의 안정적 현금흐름과 자본배분 규율을 반영. 장기적으로 벤치마크 대비 초과 성과 기록
- 멀티플의 근거는 이사회의 일관된 자본배분 원칙에 대한 신뢰의 대가

배당 귀족주 지수는 벤치마크 대비 아웃퍼폼

구분	배당 챔피언 (Dividend Champions)	배당 귀족 (Dividend Aristocrats)	배당킹 (Dividend Kings)
정의	25년 이상 연속 배당 증가 기업	S&P 500 지수에 포함된 25년 이상 연속 배당 증가 기업	50년 이상 연속 배당 증가 기업
조건	특정 지수와 관계없이 25년 이상 배당 증가	S&P 500 지수 포함 + 25년 이상 배당 증가	특정 지수와 관계없이 50년 이상 배당 증가
대표기업	월마트, 존슨앤드존슨, 3M 등	코카콜라, P&G, 맥도날드 등	듀폰, 제너럴밀스, 코카콜라 등



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 밸류에이션 프리미엄: 배당 귀족주

해외 주요 배당 지수: 배당지표의 핵심은 '지속성'과 '주기성'

지수명	특성	지급기간
S&P 500 Dividend Aristocrats Index	연속 인상	25년
S&P 500 Dividend Aristocrats Monthly Index	연속 인상	25년
S&P Emerging Markets High Yield Dividend Aristocrats Index	연속 인상 또는 유지	5년
S&P Europe 350 Dividend Aristocrats Index	연속 인상	10년
S&P Global Dividend Aristocrats Index	연속 인상 또는 유지	10년
S&P Developed Dividend Aristocrats Index	연속 인상 또는 유지	10년
S&P International Dividend Aristocrats Index	연속 인상 또는 유지	25년
S&P Global Dividend Aristocrats Quality Income Index	연속 인상 또는 유지	10년
S&P Developed Ex-Korea Dividend Aristocrats Quality Income Index	연속 인상 또는 유지	10년
S&P International Developed Ex-North America & Korea Dividend Aristocrats	연속 인상 또는 유지	10년
S&P Euro High Yield Dividend Aristocrats Index	연속 인상 또는 유지	10년
Dow Jones Asia Select Dividend 30 Index	연속 지급	3년
Dow Jones Asia/Pacific Select Dividend 50 Index	연속 지급	3년
Dow Jones Asia Select Dividend 100 Index	연속 지급	3년
Dow Jones Emerging Markets Select Dividend Index	연속 지급	3년
Dow Jones EPAC Select Dividend Index	연속 지급	3년
Dow Jones Global Select Dividend Index	연속 지급	5년
Dow Jones Global Select Dividend Composite Index	연속 지급	3년
Dow Jones International Dividend 100 Index	연속 지급	10년
Dow Jones Canada Select Dividend Index	연속 지급	5년
Dow Jones U.S. Dividend 100 Index	연속 지급	10년
Dow Jones U.S. Dividend 30 Index	연속 지급	10년

주: 주로 지급기간 관련 조건을 기재함. 지수별로 배당성장성, 재무기준, 유동성 등 별도 기준 존재
1) 연속 지급: 배당금 인상 또는 삭감과 관계없이 지급만 하면 되는 경우
2) 연속 인상: 배당금을 매년 인상하여야 하는 경우
3) 연속 인상 또는 유지: 배당금을 매년 인상하거나 최소 유지하여야 하는 경우
자료: S&P Dividend Aristocrats Indices Methodology, Dow Jones Dividend Indices Methodology, 한국ESG기준원, 메리츠증권 리서치센터

한국 배당 지수: 배당 수익률 중심의 편입 구조

- 국내 배당 지수는 배당수익률을 중심으로 구성되는 경우가 많음 → 장기적인 배당 성장 기업을 선별하는 기능은 제한적인 구조
- 배당정책의 예측 가능성을 높이기 위해서는 단순 배당수익률 중심 지수에서 벗어나 배당의 지속적 유지 및 증가 여부를 반영하는 배당 성장 기반의 지수 개발 필요

한국 주요 배당 지수

지수명	특성	지급기간
KRX 고배당 50	배당수익률	3년
코스피 고배당 50	배당수익률	3년
코스피 배당성장 50	배당 성장, 배당증가율	7년
KRX-IHS Markit 코스피 200 예측 배당성장 30	예상 배당성장률	2년
KRX-IHS Markit 코스피 200 예측 고배당 30	예상 배당수익률	-
MKF Wealth 고배당 20	연속 지급	4년
FnGuide 고배당주	배당수익률	-
FnGuide 고배당저변동 50	배당수익률	-
FnGuide 고배당 채권혼합	배당수익률	-
FnGuide SLV 배당주형	배당수익률	-
FnGuide 고배당 Plus	배당수익률	-
FnGuide 고배당포커스	배당수익률	-
FnGuide KQ고배당포커스	배당수익률	-
FnGuide 중소형 고배당포커스	배당수익률	-
FnGuide 고배당 알파 지수	배당성장률, 시가배당률	3년
FnGuide SLV 배당가치형 지수	배당수익률	-
FnGuide 리츠부동산인프라 지수	배당수익률	-
FnGuide 코리아 배당알파15 지수	연속 지급	3년
MKF 배당귀족 지수	연속 인상 또는 유지	10년

주: 주로 지급기간 관련 조건을 기재함. 지수별로 배당성장성, 재무기준, 유동성 등 별도 기준 존재
1) 연속 지급: 배당금 인상·삭감과 관계없이 지급만 하면 되는 경우
2) 연속 인상 또는 유지: 배당금을 매년 인상하거나 최소 유지하여야 하는 경우
자료: 한국거래소, 에프앤가이드, 한국ESG기준원, 메리츠증권 리서치센터

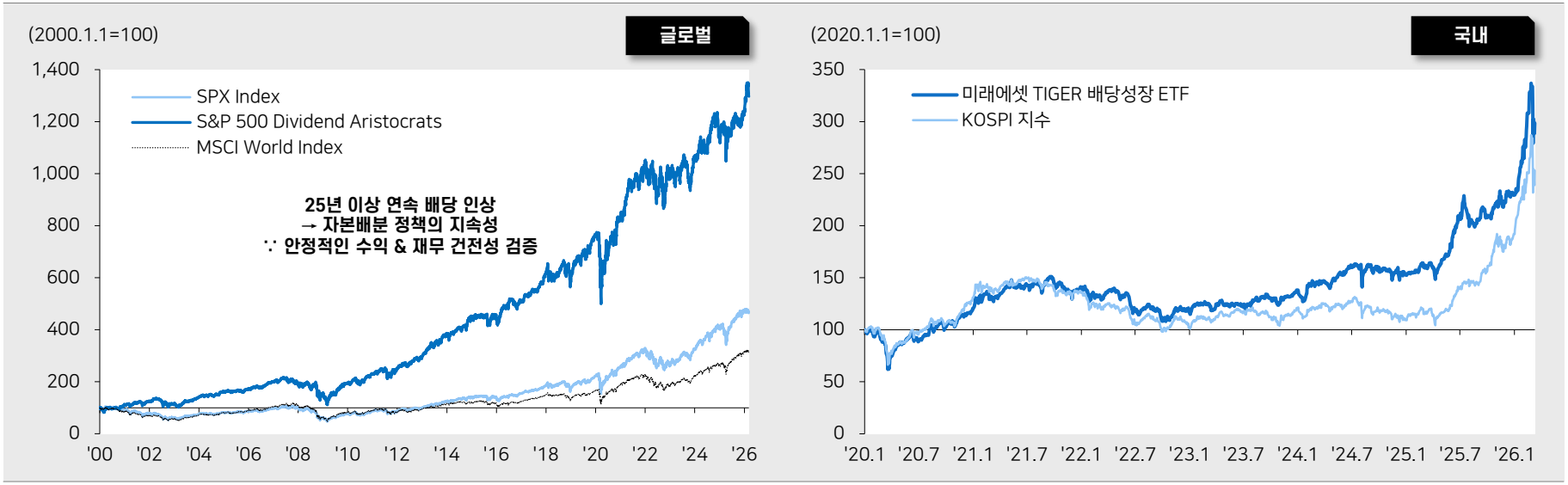
Part. 4

거버넌스 프리미엄과 ESG 투자 전략

투자 아이디어 1 지속가능한 자본배분 정책

- 지속적인 배당과 자사주 정책은 자본배분 신뢰도를 높임 ∵ 지속가능한 주주환원은 단순 현금 배분이 아닌 자본효율성 개선 신호
- 지속적인 DPS 성장 기업은 안정적 현금흐름과 이익 가시성을 보유
- 배당 정책의 일관성은 경영진의 자본배분 규율과 주주환원 의지를 반영
- 정기적인 배당 지급과 자사주 소각, 공시 등 예측가능한 자본배분 정책을 가진 기업은 시장 대비 낮은 자기자본비용을 적용받아 멀티플 리레이팅 가능

지속적이고 예측 가능한 배당 정책은 장기 초과성과로 이어지는 경향



자료: Bloomberg, 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

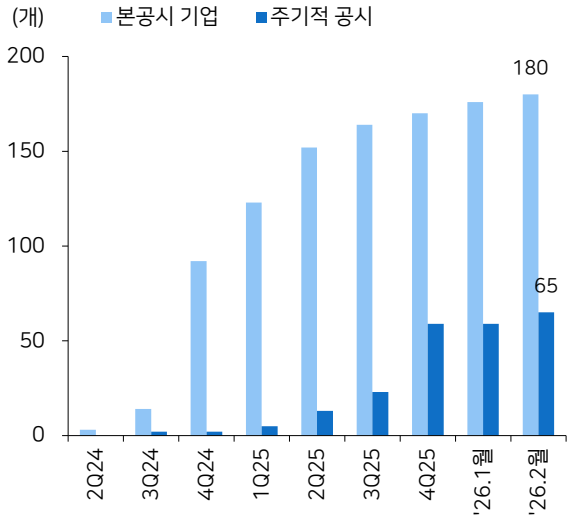
투자 아이디어 2 밸류업 공시와 기업 밸류에이션

- 자본배분 공시는 기업행동 변화를 유도하여 밸류업 성과로 이어지는 거버넌스 장치. 투자자의 예측가능성을 높이는 핵심 정보
- **[활용방안 1. Governance scoring model]** 배당기준일(선 배당액 확정 후 투자), 자사주 소각 계획 공시 여부 등을 수치화 → 주주환원 정책의 예측가능성을 평가하여 Governance scoring 모델을 투자 판단에 활용

  [활용방안 2. 리스크 관리] 공시된 계획과 실제 집행 간 괴리 발생 시 거버넌스 리스크로 간주 → 포트폴리오 리밸런싱

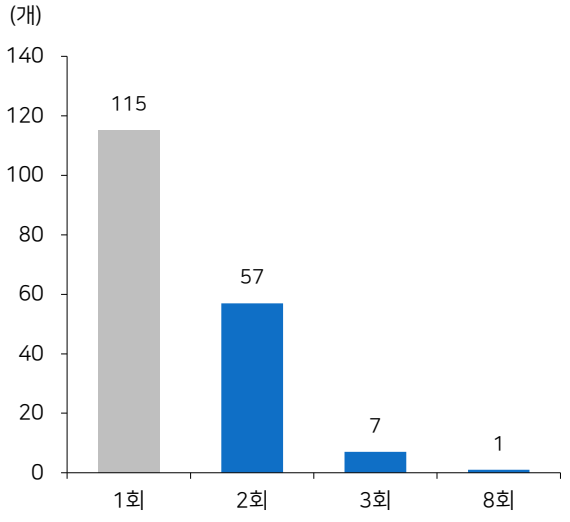
  [활용방안 3. 적극적 주주관여] 공시 미이행 기업을 대상으로 적극적 주주관여 및 의결권 행사 → 스튜어드십 활동과 기업 행동 변화 유도

밸류업 공시 기업 수 누적 추이



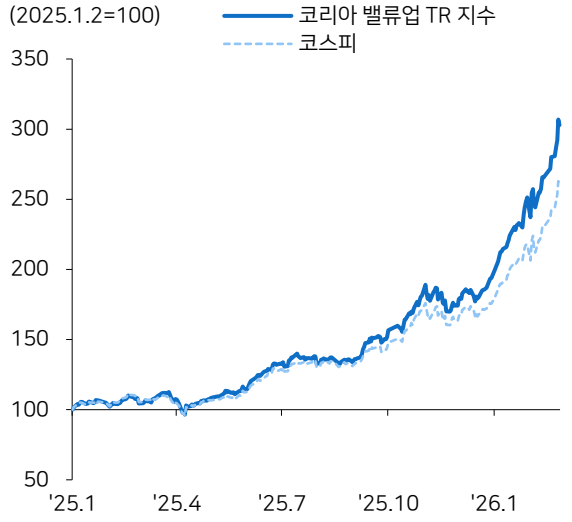
자료: 한국거래소, 메리츠증권 리서치센터

주기적 공시 기업의 공시 빈도



자료: 한국거래소, 메리츠증권 리서치센터

밸류업 공시 기업 중심 TR 지수 vs. 코스피



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

투자 아이디어 3 한국도 일본과 유사한 Value-Up 경로 재현

- 일본은 거버넌스 코드 도입 → 스튜어드십 코드 강화 → 기업 행동 변화와 밸류업으로 이어지는 단계적 지배구조 개혁을 추진
- 일본이 거버넌스 개혁을 통해 자사주 매입과 소각을 유도하고 PBR을 상승시켰듯이, 한국도 Behavioral Enforcement 단계로 진입: 단순 권고를 넘어 제도적 의무화와 시장의 압력이 결합
- 정책 기대 국면을 지나 실제 기업 공시와 행동이 나타나는 단계: 한국은 일본보다 빠른 속도로 제도 개혁이 진행되며 기업의 자본배분 정책 변화가 가속화될 가능성
- 일본의 성공 사례처럼 제도 개혁 → 자본배분 정책 변화 → 자사주 소각 및 배당 확대 → PBR 상승으로 이어지는 선순환 기대

일본 vs. 한국 지배구조 개혁 3단계 비교

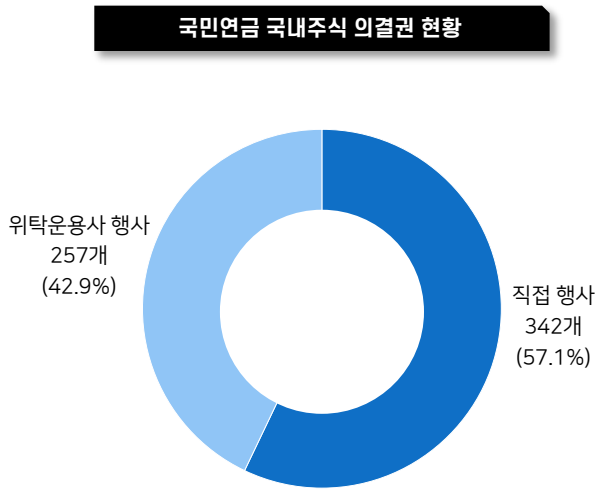
구분	1단계	2단계	3단계
일본 거버넌스 개혁 단계	**① 제도 기반 구축기 ('14~'17)** Stewardship Code 제정 Governance Code 제정	**② 자본효율성 중심 개편기 ('18~'22)** Governance Code 2차 개정 Stewardship Code 2차 개정	**③ 기업 행동 유도 & Value-Up 단계 ('23~)** Action Program 및 Value-Up Plan
주요 정책 내용	기관투자자 책임투자 도입 이사회 투명성, 독립성 확보	ROE, PBR 등 자본효율성 지표 명시 자사주, 배당정책 투명성 강조 기관투자자 Engagement 강화	PBR 1배 미만 기업 개선 압박 자사주 소각, 배당 확대 요구 시장 중심 밸류업 정책화
한국 상법개정 단계	1차 상법개정 ('25.7 공포)	2차 상법개정 ('25.9 공포)	3차 상법개정 ('26.3 공포)
주요 개정 내용	이사의 주주 충실의무 확대 독립이사 비율 1/3 확대 감사위원 선임 시 최대주주 의결권 3%룰 강화 전자주주총회 도입	집중투표제 의무화(자산 2조원 이상) 감사위원 분리선출 확대(1명 → 2명)	자사주 원칙적 소각 제도화 합병, 분할 등 관련 제도 개선

자료: 메리츠증권 리서치센터

투자 아이디어 4 실질적 행동변화의 Trigger: 국민연금 의결권 위탁 추진

- 의결권 행사 주체의 민간 이양 & 단독 펀드 전환: 기존의 투자 일임 방식 → 운용사 명의의 의결권 행사로, 능동적 주주권 행사 보장
- 수탁자 책임활동 평가의 질적 변화 예상: 스튜어드십 활동 점검 결과를 단순 가점 → 자금 배정 및 회수의 핵심 지표로 반영
- 단순 연기금 체제에서 다수 운용사의 독립적 판단 체제로 전환: 중소형주를 포함한 전방위적 밸류업 가속화 기대
- Active Engagement 증가 예상: 책임투자형 운용사 중심의 의결권 위탁 → 거버넌스 우량주에 대한 장기 보유 유인 강화 vs. 미이행 기업은 반대 의결권 및 주주관여 대상이 될 리스크↑

국민연금 국내주식 위탁운용의 수탁자 책임활동 활성화 방안 추진 내용

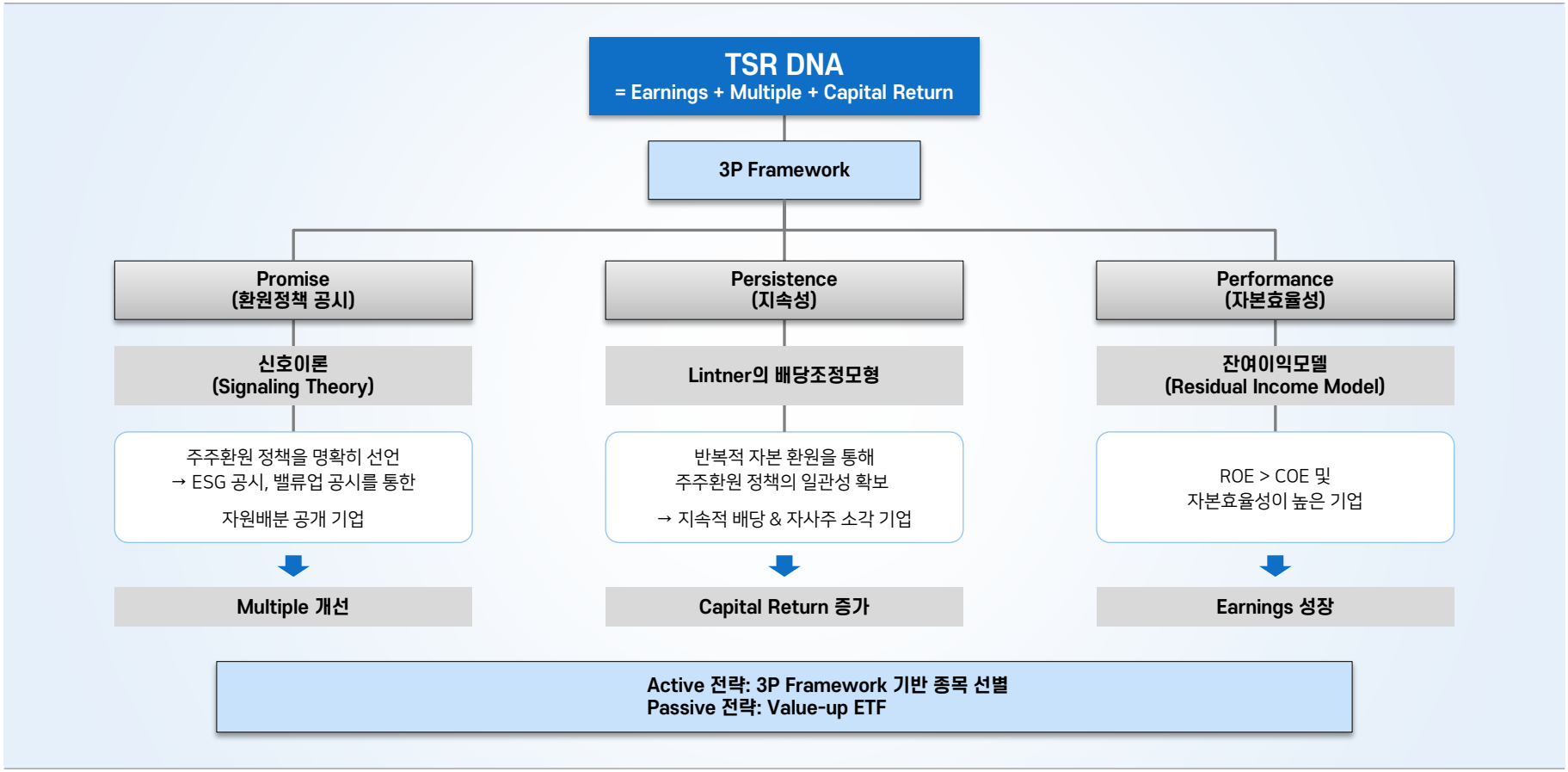


구분	기존 방식	개선방안 (2026년 3월)
의결권 행사 주체	기금운용본부 직접 행사 위주(57%)	민간 위탁운용사 명의로 독립적 행사 확대
위탁운용 방식	투자 일임	단독 펀드 & 운용사 명의 의결권 직접 행사
대상 운용사	27개 위탁운용사	책임투자형 8개사 대상 우선 시범 추진
평가	양적 점검 기반 가점 부여	질적 성과평가 & 자금 배정 및 회수와 연동
예상 효과	연금 사회주의 논란 및 관리 부담 감소	운용사별 능동적 주주권 행사

자료: 보건복지부, 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

투자전략: 3P Framework

TSR(Total Shareholder Return) DNA 기반 투자전략: 3P Framework

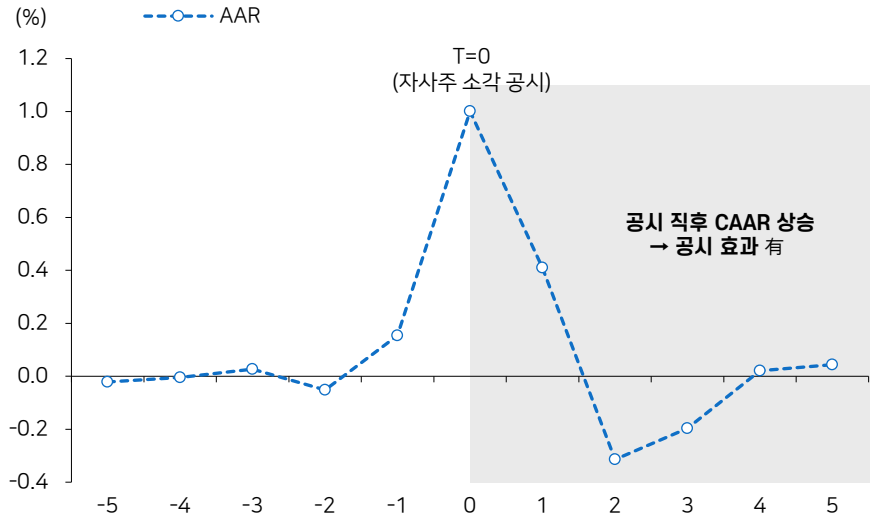


자료: 메리츠증권 리서치센터

3P Framework ① Promise: 자원배분 정책 공시

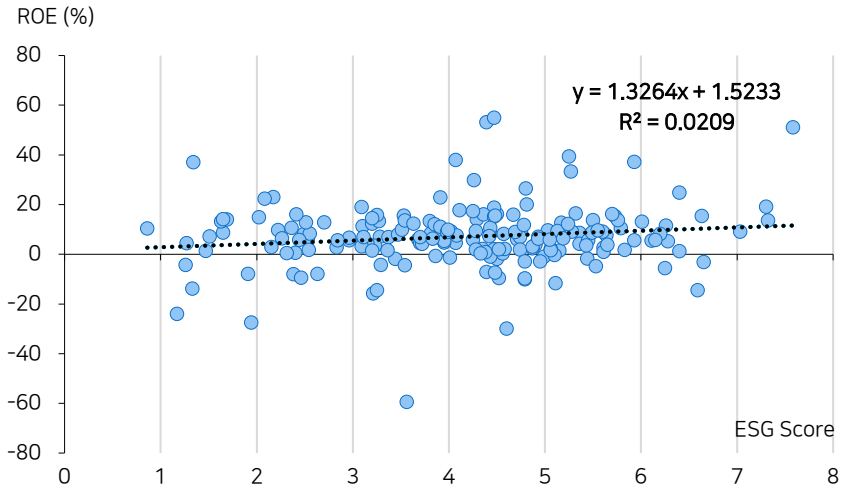
- 주주환원 및 자원배분 계획을 명확히 공시 → 투자자 신뢰 확보 & 시장에서 긍정적 신호로 작용
- 주주환원 공시 직후 평균 초과수익(AAR) 상승 → 공시 이벤트가 주가에 유의미한 영향을 미치는 것으로 확인
- ESG 평가점수와 ROE 간 미약하지만 양(+)의 관계 관측 → 공시와 거버넌스 고도화가 자본효율성 개선에 긍정적인 영향 기대
- 투자 포인트: 공시를 통해 명확한 주주환원 시그널과 주주가치 제고 의지를 시장에 제공하는 기업은 밸류에이션 리레이팅 가능성 → Active 전략 투자 대상

주주환원 공시 자체가 시장에 긍정적 반응



주: 표본은 2022.1.1~2025.12.31 동안 DART '주식소각결정' 공시 기업.
AAR은 평균 초과수익률
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

ESG 공시 점수와 ROE 간 관계



주: ESG 점수는 Bloomberg ESG Score
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

3P Framework ② Persistence: 주주환원의 지속가능성

- 지속적인 주주환원 정책은 기업의 자원배분 일관성을 보여주는 핵심 신호
- 지속적인 주주환원이 가능하기 위해서는 안정적인 재원 확보가 중요 → 잉여현금흐름(FCF) 창출을 기반으로 한 지속적인 주주환원 구조 형성
- 정기적인 주주환원 정책을 정례화함으로써 주주가치 제고의 상시화로 체질 개선 필요
- 지속적인 배당과 자사주 정책은 Capital Return을 통해 TSR을 안정적으로 상승시키는 핵심 요인
- 투자 포인트: 지속적인 주주환원 정책을 통해 예측가능성과 신뢰를 쌓은 기업이 Active 전략의 투자 대상

5년 연속 배당 인상 기업 리스트 예

기업 코드	기업명	구분	주당배당금 (원)						2025년 예상 배당수익률 (FY1, %)	배당 CAGR (5Y, %)
			2020	2021	2022	2023	2024	2025		
A079550	LIG넥스원	산업재	900	1,200	1,500	1,950	2,400	2,950	0.69	26.8
A030190	NICE평가정보	산업재	275	330	370	410	460	510	3.00	13.1
A009450	경동나비엔	경기관련소비재	350	450	500	550	650	750	1.04	16.5
A003230	삼양식품	필수소비재	800	1,000	1,400	2,100	3,300	4,800	0.34	43.1
A005720	넥센	경기관련소비재	85	100	110	125	135	175	-	15.5
A214150	클래시스	건강관리	60	66	116	200	257	1,000	0.49	75.5
A000240	한국앤컴퍼니	경기관련소비재	500	600	650	700	1,000	1,100	4.21	17.1
A161390	한국타이어앤테크놀로지	경기관련소비재	650	700	800	1,300	2,000	2,300	3.99	28.8
A009180	한솔로지스틱스	산업재	50	60	70	100	150	200	7.23	32.0
A086280	현대글로비스	산업재	1,750	1,900	2,850	3,150	3,700	5,800	3.13	27.1
A105560	KB금융	금융	1,770	2,940	2,950	3,060	3,174	4,367	2.96	19.8
A000810	삼성화재	금융	8,800	12,000	13,800	16,000	19,000	19,500	4.20	17.2
A055550	신한지주	금융	1,500	1,960	2,065	2,100	2,160	2,590	3.04	11.5

자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

3P Framework ② Persistence: 주주환원의 지속가능성

자사주 소각 여력 & 이행 Track Record 보유 기업

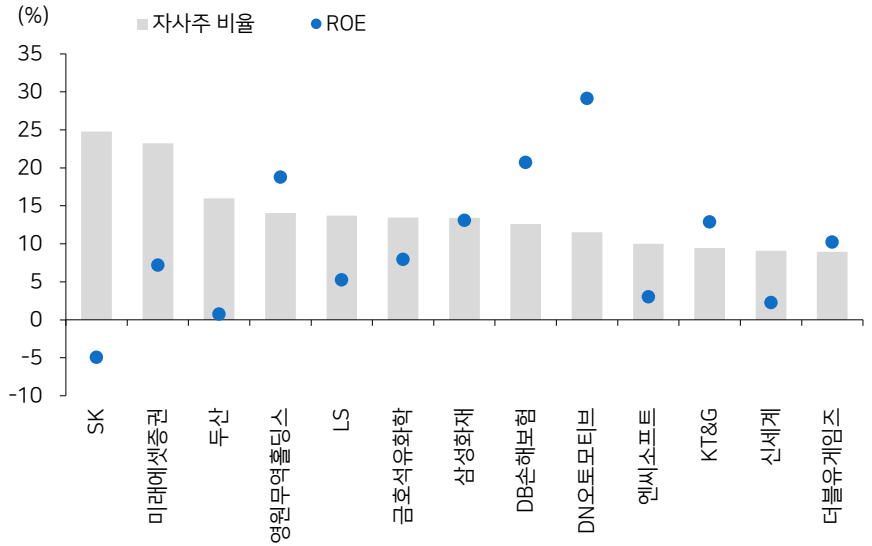
코드명	기업명	업종	자사주 비율 (%)	PBR (배)	ROE (%)	시가총액 (조원)	Tier 구분	자사주 소각 공시 이력 (해당연도)
A003090	대웅	건강관리	29.7	1.8	1.5	1.3	Tier 3	
A009240	한샘	산업재	29.5	2.4	44.6	1.1	Tier 3	
A004990	롯데지주	산업재	27.5	0.4	-9.6	3.2	Tier 3	
A034730	SK	에너지	24.8	0.5	-4.9	17.7	Tier 1	2023, 2024
A003240	태광산업	소재	24.4	0.2	5.8	0.9	Tier 3	
A006800	미래에셋증권	금융	23.2	0.5	7.2	14.8	Tier 1	2022, 2023, 2024, 2025
A002380	KCC	산업재	17.2	0.3	10.2	3.9	Tier 3	
A012630	HDC	산업재	17.1	0.3	3.7	1.1	Tier 3	
A000150	두산	산업재	16.0	1.5	0.8	14.5	Tier 2	2025
A145720	덴티움	건강관리	15.9	1.3	6.6	0.6	Tier 3	
A007310	오뚜기	필수소비재	14.2	0.8	5.9	1.6	Tier 3	
A009970	영원무역홀딩스	경기관련소비재	14.0	1.4	18.8	1.9	Tier 2	2025
A006260	LS	산업재	13.7	0.6	5.3	6.9	Tier 2	2025
A088350	한화생명	금융	13.5	0.2	6.6	2.7	Tier 3	
A011780	금호석유화학	소재	13.4	0.7	8.0	3.1	Tier 2	2025
A000810	삼성화재	금융	13.4	1.0	13.1	20.7	Tier 2	2025
A005830	DB손해보험	금융	12.6	0.7	20.7	9.4	Tier 2	2025
A000120	CJ대한통운	산업재	12.6	0.5	8.2	1.9	Tier 3	
A001450	현대해상	금융	12.3	0.4	18.7	2.5	Tier 3	
A030000	제일기획	커뮤니케이션서비스	12.0	3.1	10.3	2.3	Tier 3	
A007340	DN오토모티브	경기관련소비재	11.5	0.8	29.2	1.4	Tier 1	2024, 2025
A012750	에스원	산업재	11.0	1.2	10.7	2.9	Tier 3	
A267250	HD현대	에너지	10.5	1.0	4.9	16.4	Tier 3	
A032830	삼성생명	금융	10.2	0.7	4.8	32.0	Tier 3	
A011790	SKC	소재	10.0	2.3	-16.3	4.6	Tier 3	
A036570	엔씨소프트	커뮤니케이션서비스	10.0	1.2	3.0	4.7	Tier 2	2025
A033780	KT&G	필수소비재	9.5	1.5	12.9	16.2	Tier 1	2023, 2024, 2025
A004170	신세계	경기관련소비재	9.1	0.3	2.3	1.7	Tier 2	2025
A192080	더블유게임즈	커뮤니케이션서비스	8.9	1.4	10.3	1.1	Tier 1	2023, 2025
A029780	삼성카드	금융	7.9	0.5	8.0	5.8	Tier 3	

주: '26.3.16일 기준. 자사주 비율 = 발행주식 총수 대비 자기주식 보유 비율 기준.
2022.1.1~2025.12.31 동안 2회 이상 소각 이력을 보유하고 있는 기업은 Tier 1, 소각 이력 1회 보유 기업은 Tier 2, 소각 이력이 없는 기업은 Tier 3으로 분류함
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

3P Framework ③ Performance: 자본효율성과 주주환원

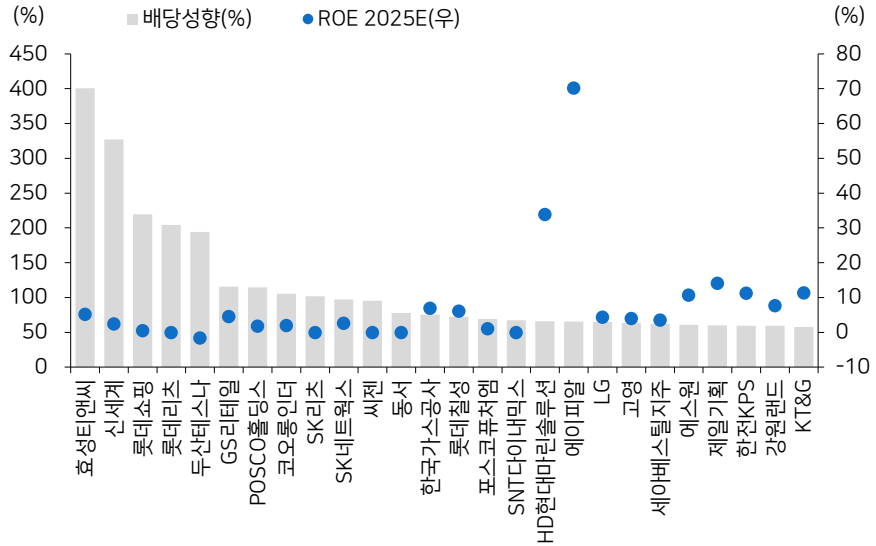
- ROE는 기업의 자본효율성과 이익 창출 능력을 보여주는 핵심 지표
- 높은 ROE를 유지하는 기업은 동일 자본 대비 높은 이익을 창출하며 장기적인 TSR 상승 가능성 보유
- ROE가 높은 기업은 투자자 기대가 반영되며 밸류에이션 프리미엄 가능성
- 투자 포인트: ROE 개선이 확인되는 기업은 Performance 기반 Active 전략의 투자 대상

자사주 보유 기업의 ROE 수준



주: '26.3.16일 기준. 자사주 비율 = 발행주식 총수 대비 자기주식 보유 비율 기준
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

고배당 기업의 ROE 수준



주: 시가총액 1조원 이상, 배당성향 40% 이상이 기업 대상.
배당성향은 2025년 컨센서스 추정치(AS) 기준
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

Active 전략: 3P Framework 기반 종목 선별

- TSR DNA가 작동하는 기업은 Promise(자원배분 정책 공시), Persistence(주주환원 지속성), Performance(자본효율성)을 동시에 충족
- 2025년 밸류업 우수기업 등 공시 신뢰도와 실행 의지가 검증된 종목을 핵심 투자 유니버스로 선정
- 개별 기업의 ROE 개선 경로와 자사주 소각 및 배당 정책의 지속성 등 실질적 주주환원 이행력을 3P 기준으로 분석
- 기관 Engagement가 집중될 가능성이 높은 저평가 우량주에 대해 편입 비중 확대 전략이 유효할 것

거버넌스 프리미엄을 통한 TSR 상승 여력 보유 후보군: 밸류업 우수기업

기업명	산업	Promise (자원배분 정책 공시)	Persistence (주주환원 지속성)	Performance (자본효율성)	투자 포인트
HD현대일렉트릭	전력기기	'25~'27년 배당성향 30% 이상 추진 선 배당결정으로 예측 가능성 제고	중장기 성과와 업황을 고려한 지속가능한 주주환원 정책 수립 계획	'25~'27년 평균 ROE 28% 목표	전력 인프라, 변압기 슈퍼 사이클 수혜를 주주환원으로 연결하는 성장형 밸류업
KB금융	금융	CET-1 비율 13% 초과분 환원 원칙 + 13.5% 초과 자본 추가 환원 목표 공시	분기 배당 및 자사주 매입 소각 병행, 선제적 4천억원 규모 주주환원 실행	RoRWA 중심 관리체계 구축으로 안정적인 자본적정성 관리 지속	업계 최고 수준의 총주주환원율 지향, EPS와 DPS 성장 기반의 지속적인 TSR 개선 구조 추진
메리츠금융지주	금융	중기 주주환원 정책(총주주환원=연결 당기순이익의 50%) 수립, 지속 공시	지속적 환원 정책으로 주주환원율 61.7% 달성 '23년 51.2%(자사주 6,400억+배당 4,483억) '24년 53.2%(자사주 1조+배당 2,407억) '25년 61.7%(자사주 1.45조)	자사주 매입 · 소각 수익률(13.9%)이 요구수익률(10%)을 상회, 자본배분 효율성 입증	고환원 정책과 자본배치 최적화로 실제 TSR로 검증된 대표적인 밸류업 성공 사례
삼양식품	소비재	'24년 정기주총에서 선 배당 후 기준일 확정 제도 도입으로 예측 가능성 제고	'20년부터 5년 연속 DPS 상향	CAPEX투자 → 매출 성장 → ROE 33% 수준 달성	해외 수출 중심 성장 및 주주환원 확대 기조
케이티앤지	필수소비재	TSR 100% 및 총 3.7조원 이상 현금환원 등 고환원 목표 & 구체적 자본배분 계획 명시	배당성향 50% 이상 유지, DPS 지속 증가, 자사주 매입 소각 지속	자본효율 개선과 환원 정책 결합으로 TSR 100% 달성 목표	비핵심 자산 유동화 등에 따른 재원 활용하여 배당과 자사주 매입 균형적 실시
삼성화재해상보험	보험	'28년 50%를 목표로 주주환원 확대	'19년 이후 DPS 지속적 우상향 유지	중장기 K-ICS 비율 220% 이상, ROE 11~13% 목표 설정	초과자본 기반으로 환원 확대 전환 중이나, 정책 구체화 여부가 리레이팅의 핵심 변수
신한지주	금융	CET-1 비율 13% 기반 ROE 10% 달성, 주주환원율 50% 수준 확대 목표	DPS 전년 대비 확대 및 자사주 중심의 일관된 주주환원 정책 시행 → 주주환원율 40% 이상으로 확대	비은행 정상화, 자본효율 개선으로 ROE 10% 달성	자사주 소각과 ROE 개선 결합으로 EPS 성장
케이티	통신	'28년까지 1조원 자사주 매입 · 소각 목표, ROE 9~10% 목표 공시	'28년까지 누적 목표치 달성을 위해 '25년 2,500억원 규모 자사주 취득 완료	ROE 개선을 위한 자본배치 추진	ROE < COE → ROE > COE 전환 & 자사주 소각 병행 시 리레이팅 가능성
현대글로비스	산업	TSR을 기업가치제고 핵심지표로 선정	'25~'27년 배당성향 ≥25% & DPS 연5% 이상 성장의 중장기 배당정책 수립	2030년까지 ROE 15% 이상 목표	중장기 이익 가시성 확보
SK하이닉스	반도체	재무 건전성 확보와 주주환원 균형 추진	고정 배당금 25% 상향, '25~'27년 누적 FCF의 50% 범위 내 추가 환원 고려	HBM 시장 점유율 1위 기반 초과 수익 창출로 ROE 개선	반도체 사이클 기반 환원 여력 기대

자료: 각사, 한국거래소, 메리츠증권 리서치센터

Passive 전략: Value-up ETF

- 기관투자자는 수탁자 책임 이행을 위해 적극적 Engagement를 통한 개선 요구: 밸류업 공시 미이행, 주주환원 정책 미흡, 자본효율 개선 필요, 저평가가 지속되는 기업에 대해 반대 의결권 행사 및 주주가치 제고를 위한 주주제안 검토
- 이러한 기관투자자의 스튜어드십 강화 → 자본배분 정책이 우수한 기업으로의 패시브 자금 유입을 촉진
- 코리아 밸류업 지수를 추종하는 ETF는 배당 확대, 자사주 소각, 자본효율 개선 기업에 대한 간접 투자 수단

국내 밸류업 ETF 현황 및 성과 비교

ETF명	운용사	상장일	기초지수	AUM (억원)	총보수율 (%)	거래량 (60일평균, 주)	거래대금 (60일평균, 억원)	기간수익률(%)			
								1M	3M	6M	12M
KoAct 코리아 밸류업 액티브	삼성액티브자산운용	2024-11-04	코리아 밸류업 지수	2,190	0.500	284,274	67	6.6	46.4	90.9	156.8
TIME 코리아 밸류업 액티브	타임폴리오자산운용			1,448	0.800	193,571	42	5.6	45.0	77.1	143.2
TRUSTON 코리아 밸류업 액티브	트러스톤자산운용			124	0.785	2,314	1	0.6	30.3	56.5	115.0
RISE 코리아 밸류업	KB자산운용			7,112	0.008	2,340,086	541	6.3	46.8	89.4	154.7
KODEX 코리아 밸류업	삼성자산운용			6,289	0.008	783,200	180	6.4	46.7	89.2	154.2
TIGER 코리아 밸류업	미래에셋자산운용			4,154	0.008	751,273	176	6.2	46.6	88.9	154.1
SOL 코리아 밸류업TR	신한자산운용			1,146	0.050	67,354	16	6.5	46.8	88.8	154.3
KIWOOM 코리아 밸류업	키움투자자산운용			1,049	0.009	7,791	2	5.9	46.0	88.1	153.3
1Q 코리아 밸류업	하나자산운용			986	0.020	77,128	18	6.5	46.7	89.7	156.2
PLUS 코리아 밸류업	한화자산운용			639	0.009	19,164	4	6.5	47.5	89.8	155.1
HANARO 코리아 밸류업	NH-Amundi자산운용			530	0.008	4,119	1	6.0	45.6	87.5	153.4
ACE 코리아 밸류업	한국투자신탁운용			200	0.090	7,925	2	6.5	47.0	89.0	153.5

주: 2026.3.16일 기준
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, 코스콤 ETF CHECK, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 본 자료에 언급된 종목 중 메리츠금융지주와 계열회사의 관계가 있습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

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

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

[기업] 향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
[산업] 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.1%
중립	13.3%
매도	0.6%

2025년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율