

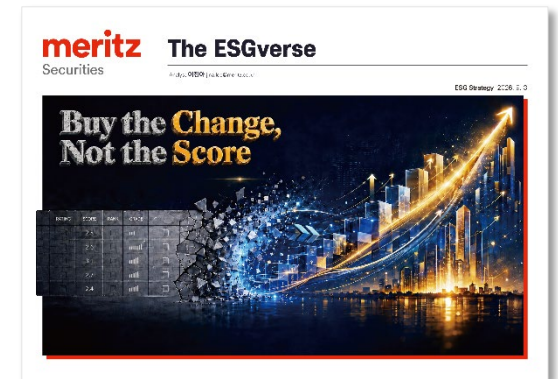
**Buy the Change,
Not the Score**

	RATING	SCORE	RANK	GRADE	0
	☒	2.8	☐		☐
	☒	2.6	☐		☐
	☒	3.1	☐		☐
	☒	2.7	☐		☐
	☒	2.4	☒		☐



Contents

Summary	5
Part 1. Governance Regime Shift: 자율에서 규율로	13
Part 2. 압력을 만드는 4개의 힘	19
Part 3. 기업의 반응이 투자 신호가 되는 순간	33
Part 4. Governance Transition Strategy: 좋은 기업에서 좋아지는 기업까지	41



Buy the Change, Not the Score

- | | | |
|---|--|---|
| 1 | Governance Regime Shift:
자율에서 규율로 | <ul style="list-style-type: none">▪ 한국 자본시장의 거버넌스는 기업의 자율적 선언과 공시 중심에서, 실제 이행 여부를 시장이 점검하는 규율 체계로 이동중▪ 국민연금 수탁자책임 이행점검 강화, 지속가능성 공시, 스튜어드십 코드 개정, 저PBR기업 공표가 연이어 도입되며 기업가치 제고에 대한 시장의 점검과 관여가 한층 강화될 전망▪ 핵심 변화의 초점은 '무엇을 발표했는가'에서 '무엇을 실제로 실행했는가'로 이동하고 있다는 점 |
| 2 | 압력을 만드는 4개의 힘 | <ul style="list-style-type: none">▪ 기업의 행동 변화를 만드는 힘은 하나의 제도가 아니라 국민연금·지속가능성 공시·스튜어드십 코드·저PBR기업 공표가 동시에 작동하는 복합적인 압력▪ 국민연금 수탁자책임 이행점검 강화와 스튜어드십 코드는 책임투자자와 주주관여의 실효성을 높임▪ 지속가능성 공시와 저PBR 공표는 기업 간 비교 가능성을 높여 자본효율성 개선 압력을 강화▪ 투자자는 개별 제도보다 여러 압력이 중첩되는 기업에서 행동 변화가 먼저 나타날 가능성에 주목할 필요 |
| 3 | 기업의 반응이
투자 신호가 되는 순간 | <ul style="list-style-type: none">▪ 압력이 존재한다고 주가가 자동으로 재평가되는 것은 아님▪ 투자 신호는 기업이 압력에 어떻게 반응하고, 그 반응이 실제 실행으로 이어지는가에서 발생▪ 핵심 경로는 압력 → 대응 → 실행 → 지속적 이행 → 성과이며, 최초 실행이 확인되는 순간이 첫 진입 신호▪ 이후 반복 실행과 후속 공시가 확인되면 비중을 확대 |
| 4 | Governance Transition
Strategy:
좋은 기업에서 좋아지는 기업까지 | <ul style="list-style-type: none">▪ 국내에도 주주가치 액티브 ETF, 밸류업 ETF, 주주관여·행동주의형 펀드 등 현실적인 투자수단이 존재▪ 다만 기존 상품은 주로 현재의 우수성 또는 개선 가능성을 선별▪ Governance Transition Strategy는 투자자와 시장의 압력 이후 기업의 대응이 실제 실행과 지속적 이행으로 이어지는 변화 구간에 주목▪ 핵심은 거버넌스의 현재 수준(Level) 뿐 아니라 변화의 방향과 속도(개선 기율기), 실제 이행 여부를 함께 보는 것▪ 이미 우수한 기업뿐 아니라 개선이 빠르게 진행 중인 기업까지 투자대상으로 확장해 전환 구간을 선점하는 전략 |

Level이 아니라 Transition을 본다

- 기존 ESG 투자는 상대적으로 현재 상태가 우수한 기업(Aligned)을 선별하는 접근이 중심이었으나, 전환금융(Transition Finance)은 현재 수준 뿐 아니라 신뢰할 수 있는 전환경로를 이행 중인 기업(Aligning)까지 투자 대상으로 확장
- Governance에도 같은 관점 적용 → 전환금융이 '현재 얼마나 Green을 달성했는가'보다 '어떤 경로로 저탄소 전환을 이행하고 있는가'를 보듯, Governance 투자도 현재 수준보다 실제 변화의 방향과 속도를 함께 볼 필요
- 투자 아이디어는 현재 거버넌스 수준이 높은 기업뿐 아니라, 대응·실행·지속적 이행을 통해 개선 속도가 확인되는 기업까지 투자 대상에 포함

투자 아이디어: Green과 Brown 사이의 자본을 재배치하는 전환금융의 아이디어를 거버넌스에 차용

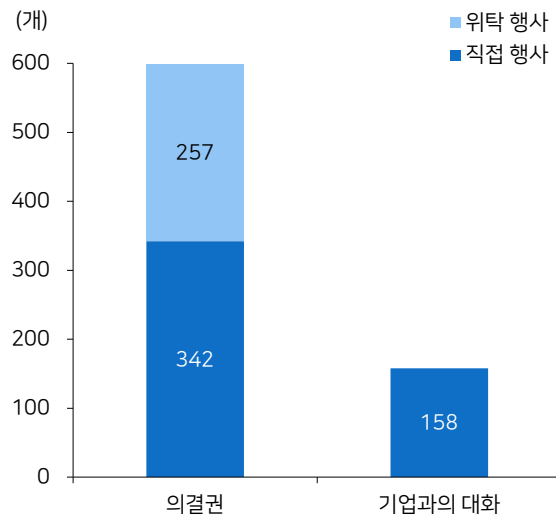


자료: 메리츠증권 리서치센터

국민연금도 수탁자책임 '이행'을 점검한다

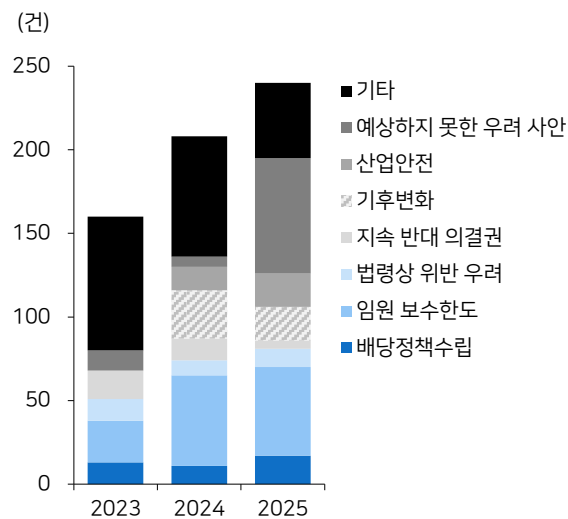
- 2026년 7월 2일, 국민연금은 자체 수탁자책임활동에 대한 이행점검 체계 도입방안을 의결
- 올해 하반기부터 7개 원칙별 12개 이행점검 항목에 대해 이행보고서를 작성
- 보고서는 수탁자책임전문위원회의 점검을 거쳐 공개되고, 기금운용실무평가위원회·기금운용위원회에도 보고
- 중요한 점은 단순히 수탁자책임 원칙을 보유하는 데서 나아가, 국민연금 자신의 실제 활동과 이행 수준까지 정기적으로 점검·공개한다는 것

국민연금 수탁자책임활동 구성



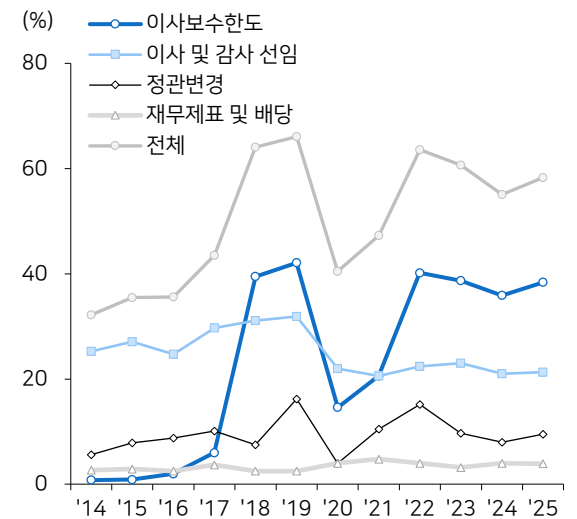
주: 2025년 국민연금 국내주식 수탁자 책임활동 내역 기준
 자료: 국민연금, 메리츠증권 리서치센터

국민연금 기업대화·중점관리 활동 확대



자료: 국민연금, 메리츠증권 리서치센터

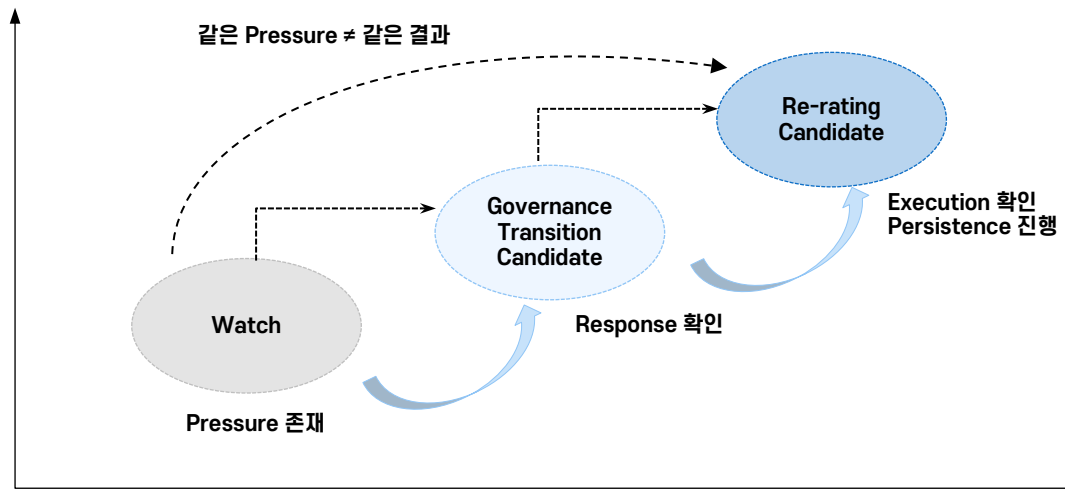
국민연금 실제 주주권 행사: 안건별 반대 의결권



자료: 국민연금, 메리츠증권 리서치센터

- 제도·기관·시장의 압력만으로는 투자 신호가 아니며, 대응과 실행이 확인될 때 신호가 강화
 첫 번째 확인은 기업의 대응:
 이사회 의결, 목표 설정, 자본배분 정책 변화 등
 두 번째 확인은 최초 실행:
 자사주 소각, 배당 실행, 자산매각, CAPEX 조정 등 실제 행동
 세 번째 확인은 지속적 이행:
 동일 방향의 실행과 후속조치가 반복되는지 확인
- 투자 신호는 압력의 존재보다 '대응 → 실행 → 지속적 이행'이 확인되는 과정에서 강화
- 중요한 관찰 포인트는 압력의 존재가 아니라 '압력 이후 실제 행동의 확인'

기업 행동 확인에 따른 투자자 판단 변화 & 투자 신호를 확인하는 5단계 체크포인트



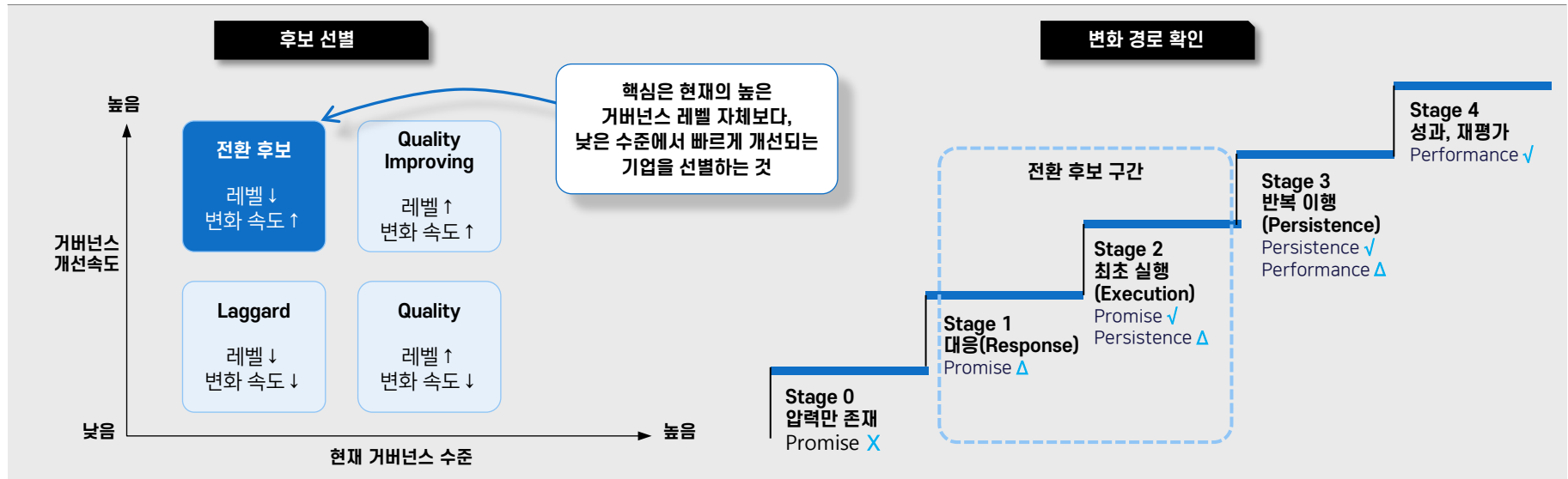
1단계	2단계	3단계	4단계	5단계
압력 발생 * 제도 변화 * 기관투자자 관여 * 시장 규율 강화	기업의 대응 확인 * 이사회 논의 * 목표 발표 * 정책 방향 제시	최초 실행 확인 * 자사주 소각 * 배당 실행 * 자산 매각 * 지배구조 조치	지속 이행 확인 * 후속 공시 * 반복 실행 * 일정, KPI 점검 * 정책 유지 여부 확인	기업가치 제고 성과 확인 * 실행과 지속적 이행 확인 * ROE, FCF, 주당가치 개선 * Re-rating Potential

자료: 메리츠증권 리서치센터

현재 수준보다 ‘변화의 기울기’를 본다

- 기존 거버넌스 투자는 기업의 현재 수준(Level)을 평가해 우수 기업을 선별하는 정적 접근 중심
- 그러나 같은 현재 수준의 기업이라도 변화의 방향과 속도(Delta)는 다를 수 있음
- Governance Transition Strategy는 현재 수준과 개선 속도를 함께 보고, Response → Execution → Persistence가 확인되며 빠르게 개선되는 기업을 전환 후보로 선별
- 핵심은 현재의 거버넌스 수준 뿐 아니라 개선의 방향과 속도, 실제 이행 여부를 함께 보는 것
- 특히 현재 수준은 낮지만 변화의 기울기가 가파른 기업이 거버넌스 전환 투자의 핵심 후보군

현재 수준(level) x 변화의 기울기(Delta): Static Score vs. Dynamic Change

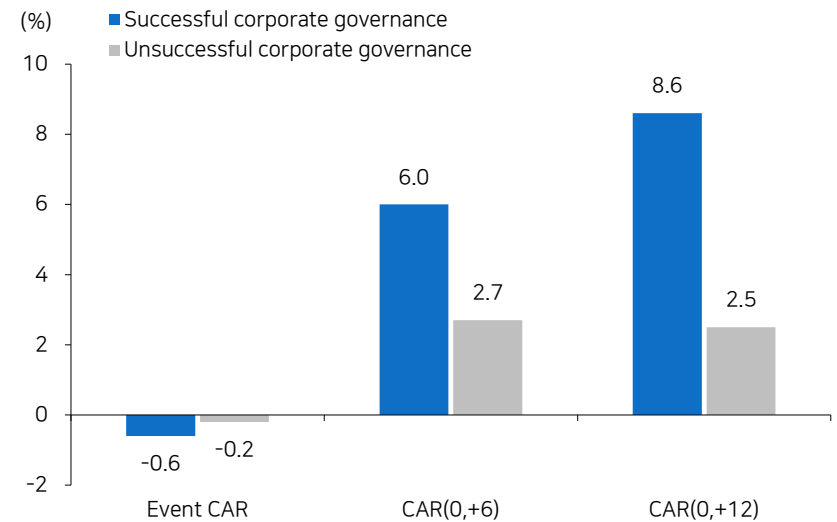
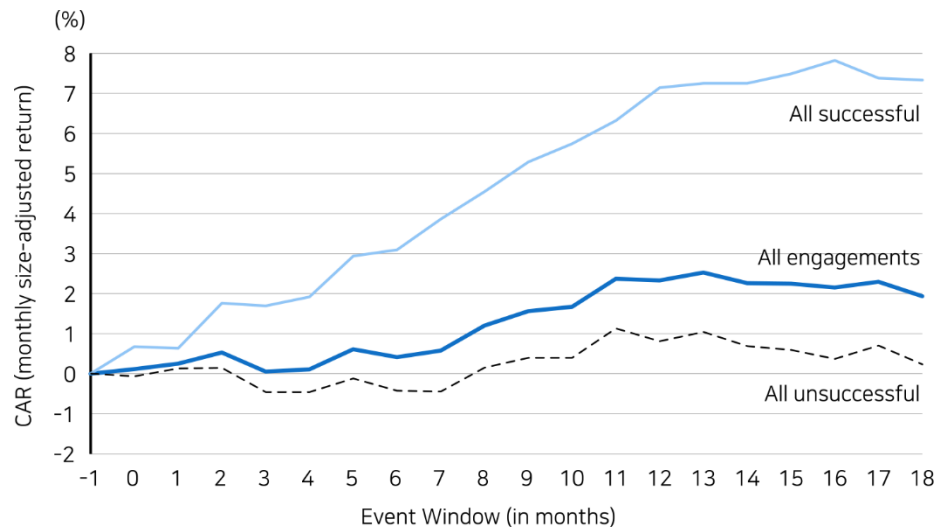


자료: 메리츠증권 리서치센터

실제 변화에 성공한 기업에서 성과 차별화

- Dimson·Karakas·Li(2015)는 1999~2009년 미국 상장기업 613개사, 2,152건의 ESG Engagement를 분석
- 성공한 Engagement 이후 1년간 누적 평균 초과수익률은 평균 약 +4.4% ↔ 실패한 Engagement는 유의한 초과수익이 관찰되지 않음
- 특히 Governance Engagement에서는 초기 반응보다 시간이 지나 실제 변화가 확인될수록 성공·실패 사례 간 누적 초과수익 격차가 확대
- 이는 Engagement 자체보다 기업이 실제로 변화에 성공했는지 여부가 투자성과 차별화에 중요할 수 있음을 시사
- 압력 자체보다 이후 기업 행동의 변화 여부를 확인해야 한다는 투자 논리의 근거

Academic Evidence: 성공·실패 Engagement의 누적초과수익률 격차



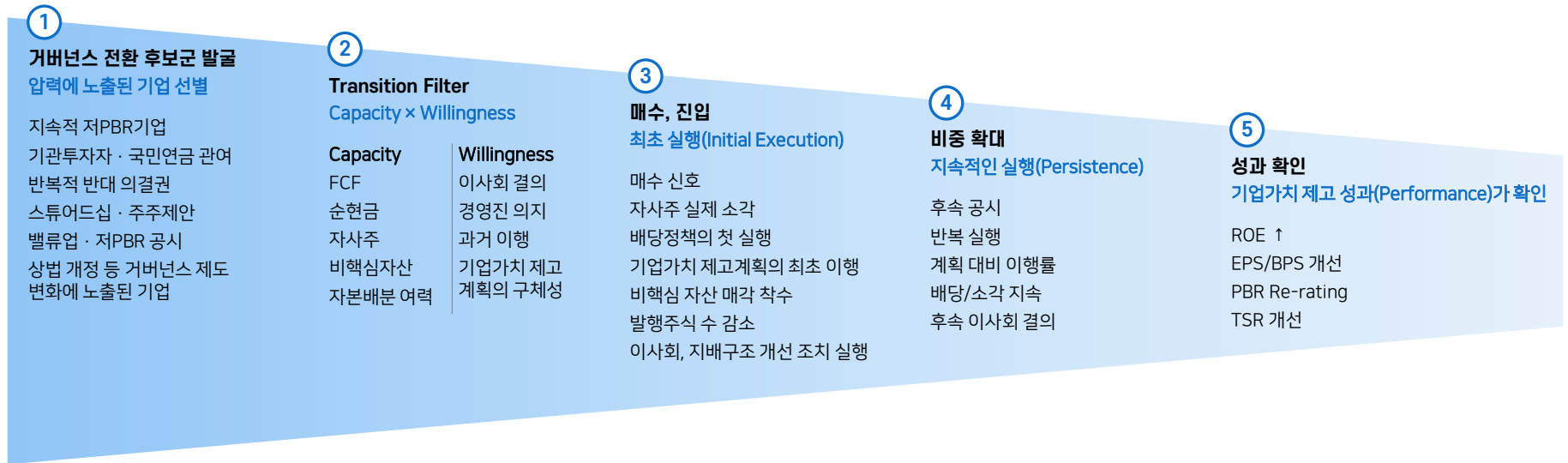
주: 미국 단일 대형 기관투자자의 독점 데이터셋에 기반하여 인게이지먼트 2,152건, 613개 기업을 대상으로 분석한 연구 결과임.

본문의 +4.4%는 전체 성공 Engagement의 평균 초과수익률이며, 우측 그래프는 Governance Engagement 표본의 기간별 누적 초과수익률
 자료: Dimson, E., Karakas, O., & Li, X. (2015). Active ownership., 매리츠증권 리서치센터

최초 실행에서 진입, 지속적 이행에서 비중 확대

- 후보군에 포함됐다는 사실만으로는 투자 신호가 아님
- 기업의 반응과 대응(Response)이 확인되면 모니터링을 강화하되, 아직 진입 신호로 보지는 않음
- 정책 변화, 자사주 소각, 배당 실행, 비핵심자산 매각 등 최초 실행(Execution)이 확인될 때 초기 진입
- 이후 동일 방향의 실행이 반복되는 지속적 이행(Persistence)이 확인될수록 비중 확대
- ROE, Equity Spread, PBR 등 자본효율성과 시장평가 지표로 거버넌스 변화가 기업가치 제고 성과(Performance)로 연결되는지 확인

Governance Transition Strategy에 따른 투자 프로세스



자료: 메리츠증권 리서치센터

거버넌스 변화에 투자하는 방법

The ESGverse
Buy the Change, Not the Score

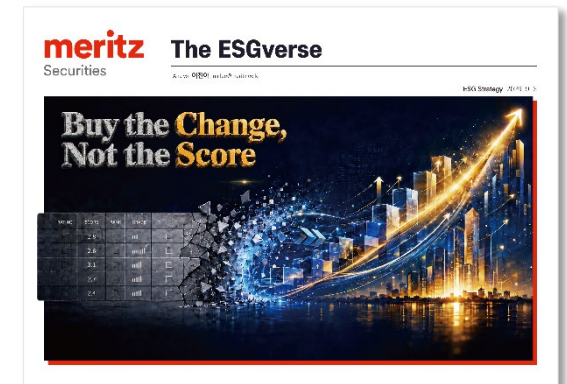
- 국내에도 주주가치 개선, 밸류업, 주주참여, 주주환원 투자 테마로 구현한 ETF와 펀드가 존재
- 투자자는 개별 기업의 거버넌스 변화를 직접 분석하지 않더라도 관련 ETF와 펀드를 통해 간접적으로 접근 가능
- 다만 기존 상품은 각각 현재 우수성, 개선 가능성, 직접 관여, 주주환원 등 서로 다른 기준으로 종목 선별
- Governance Transition Strategy는 Pressure → Response → Execution → Persistence → Performance의 변화 경로 자체를 투자신호로 활용한다는 점에서 차별화

Investable Proxy: 국내 거버넌스 관련 상품 및 전략

구분	주주가치 Active ETF	Engagement · 주주참여형 펀드	Value-up ETF	Value-up Active ETF	주주환원 · 고배당 ETF
대표 국내 상품/전략	TRUSTON 주주가치액티브 ETF (472720)	트러스트ESG레벨업증권투자신탁 [주식]	KODEX 코리아밸류업 (495850)	TRUSTON 코리아밸류업액티브 ETF (496130)	TIGER 은행고배당플러스 TOP10 ETF (466940)
핵심 투자대상	기초체력은 우수하나 낮은 주주환원을, 지배구조 이슈 등으로 저평가된 기업	ESG, 지배구조 개선 가능성이 있는 기업	수익성, 주주환원, 시장평가, 자본효율성이 우수한 기업	밸류업 지수 편입, 편입 가능 기업 중 추가 개선 여지 종목	고배당, 주주환원 여력이 높은 금융주 중심
투자 방식	액티브 ETF	공모 액티브 주식형 펀드	지수 추종 ETF	액티브 ETF	테마, 팩터 ETF
Governance 연결고리	경영진 행동변화, 정책 변화, 주주행동주의 가능성 반영	적극적 주주활동을 통해 ESG, 지배구조 개선에 참여	기업가치 제고 프로그램 우수기업 선별	저평가, 펀더멘털, 거버넌스 개선 가능성 반영	배당 확대, 자본효율성 개선, 저평가 정상화

자료: ETF CHECK, 트러스트자산운용, 메리츠증권 리서치센터

Part. 1



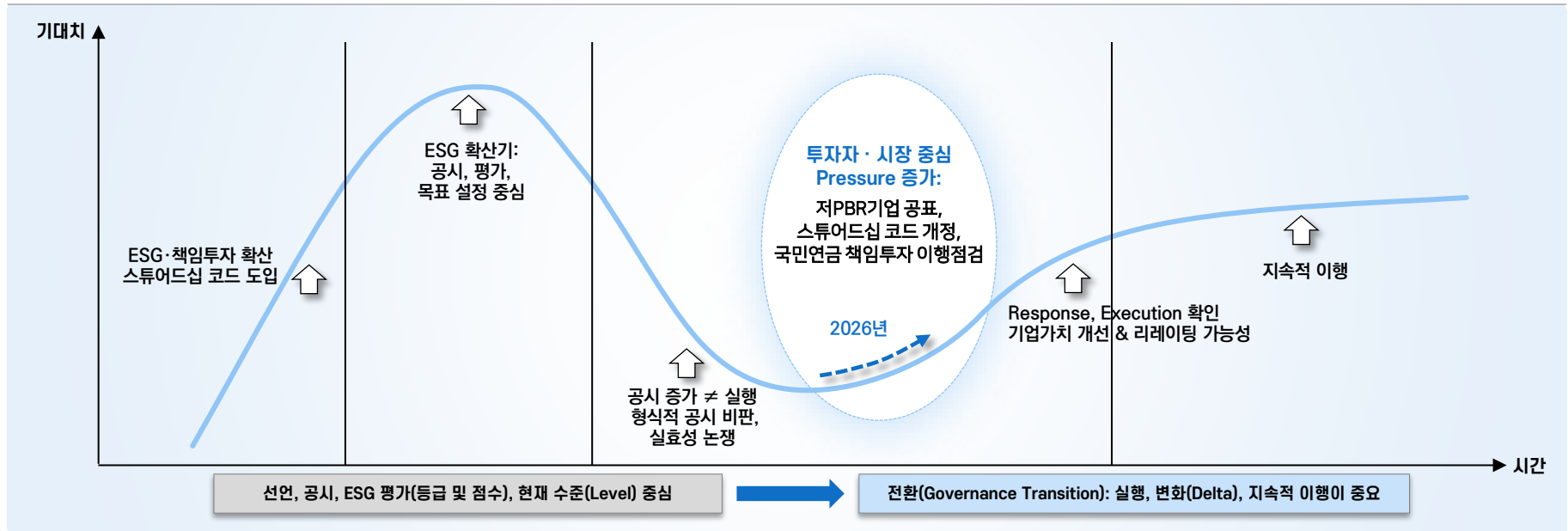
Governance Regime Shift : 자율에서 규율로

Governance, 자본시장 규율로 돌아온다

The ESGverse
Buy the Change, Not the Score

- 상법개정, 배당제도 개선, 스튜어드십, 저PBR기업 공표 제도가 맞물리며 Governance가 자율적 ESG 의제에서 자본시장 규율로 이동
- 주주환원, 의결권, 주주관여는 이제 개별적인 이슈가 아니라 기업의 자본배분과 실행력을 검증하는 하나의 흐름으로 연결
- 시장의 관심은 '무엇을 발표했는가' → '무엇을 실행했는가'로 이동 중
- 즉, ESG 점수나 기업의 선언을 넘어 기업이 실제로 무엇을 실행했는가에 초점 → 기업 행동 변화가 새로운 투자 신호로 부상할 가능성

G(거버넌스)의 시장 기대치 변화: '공시와 평가' 중심에서 '실행과 지속적 이행'으로



자료: 메리츠증권 리서치센터

날짜	7월 2일	7월 8일	7월 27일	7월 28일
제도	국민연금 수탁자책임활동 이행점검 체계 도입	지속가능성 공시	스튜어드십 코드 개정	저PBR기업 공표
핵심 메커니즘	자본배분 (Capital Allocation)	공시 (Disclosure)	주주관여 (Engagement)	시장 규율 (Market Discipline)

Meritz Research 15

이번이 처음은 아니다, 그러나 이번은 다르다

The ESGverse
Buy the Change, Not the Score

- 한국의 거버넌스 제도화는 2016년 스튜어드십 코드 도입에서 이미 시작됐으나, 제도의 양적 확산과 실제 주주권 행사 강화 사이에는 상당한 시간차 존재
- 스튜어드십 코드 참여기관은 2017년 16개 → 2026년 267개로 빠르게 증가 & 국내 민간 기관투자자의 반대의결권 비율도 2016년 3월 1.84% → 2024년 3월 4.59%로 상승
- 참여기관 확대와 함께 주주권 행사도 강화됐지만, 양적 확산 속도에 비해 실제 의결권 및 주주관여의 변화는 점진적으로 진행
- 2024년 밸류업 프로그램도 도입 초기에는 기업가치 제고계획의 수립과 공시를 확산시키는 단계에서 출발
- 과거 10년이 '제도의 도입과 확산'이었다면, 2026년이 다른 점은 여러 규율이 동시에 작동하며 실제 이행을 확인하기 시작한 전환점이라는 것

한국 거버넌스와 책임투자 관련 제도 변천사

	주요 변화	시장의 특징	핵심 의미
2016~	2016.12 한국 스튜어드십 코드 도입 → 2018.7 국민연금 스튜어드십 코드 도입	수탁자책임과 적극적 주주권 행사의 제도적 기반 형성	Governance 규율의 출발
2017~	스튜어드십 코드 참여기관 지속 증가, 기관투자자의 의결권 · 주주활동 점진적 확대	참여기관 수는 빠르게 늘었지만 실제 이행 강도는 상대적으로 완만	양적 확산과 실질적 이행 사이의 간극
2024~	밸류업 프로그램 도입, 기업가치 제고계획 공시 확산	ROE · PBR · 주주환원 · 자본효율성에 대한 시장 관심 확대	선언 · 공시에서 실행 확인으로 넘어가는 과도기
2026~	저PBR 공표, 스튜어드십 코드 개정, 국민연금 이행점검, 지속가능성 공시 등 동시 전개	투자자 · 시장 · 공시 · 자금배분 경로의 압력이 중첩	실행과 지속적 이행을 확인하는 단계로 전환

자료: 메리츠증권 리서치센터

ESG투자의 시선도 '현재 상태'에서 '변화 경로'로 이동

The ESGverse
Buy the Change, Not the Score

- 기존 ESG 투자는 상대적으로 현재 상태가 우수한 기업(Aligned)을 선별하는 접근이 중심이었으나, 전환금융(Transition Finance)은 현재 수준 뿐 아니라 신뢰할 수 있는 전환경로를 이행 중인 기업(Aligning)까지 투자 대상으로 확장
- Governance 투자에도 같은 관점 적용 → 투자 아이디어는 현재 거버넌스 수준이 높은 기업뿐 아니라, 대응·실행·지속적 이행을 통해 개선 속도가 확인되는 기업까지 투자 대상에 포함
- 전환금융이 '현재 얼마나 Green을 달성했는가'보다 '어떤 경로로 저탄소 전환을 이행하고 있는가'를 보듯, Governance 투자도 현재 수준보다 실제 변화의 방향과 속도를 함께 볼 필요

투자 아이디어: Green과 Brown 사이의 자본을 재배치하는 전환금융의 아이디어를 거버넌스에 차용



자료: 메리츠증권 리서치센터

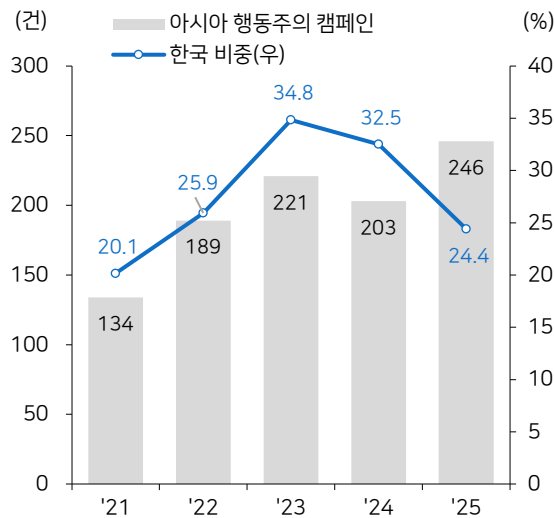
Investor Pressure의 저변이 넓어지고 있다

The ESGverse

Buy the Change, Not the Score

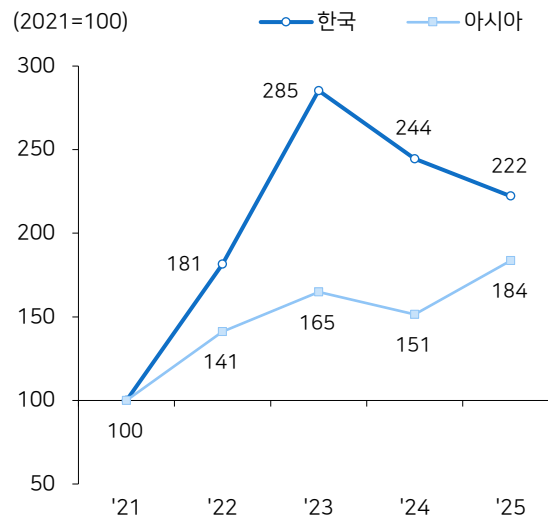
- Investor Pressure는 일부 행동주의 펀드의 이벤트성 캠페인에서 연기금, 기관투자자의 제도화된 스튜어드십으로 확대되면서 저변이 넓어지고 있음
- 한국은 아시아 대비 행동주의 캠페인 확산 속도가 빠르고, 의결권과 주주제안의 대상 이슈도 이사회, 자본배분 등으로 확대
- 이에 따라 기업이 받는 거버넌스 압력은 일회성 이벤트에서 상시화 & 제도화된 형태로 변화

한국 vs. 아시아 행동주의 캠페인 대상 기업 수



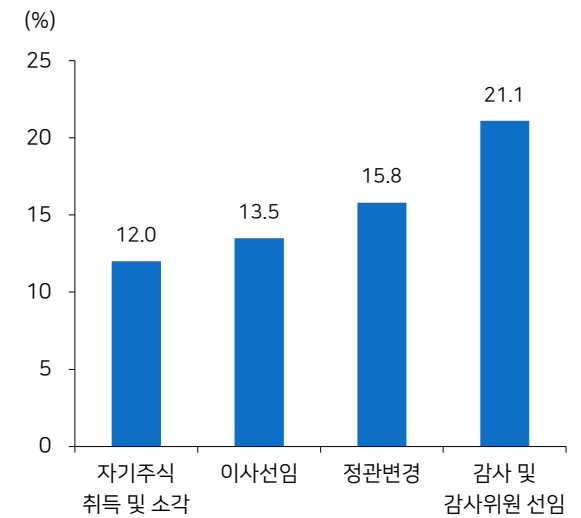
자료: Diligent, 메리츠증권 리서치센터

한국 행동주의 캠페인, 아시아보다 빠른 확산



자료: Diligent, 메리츠증권 리서치센터

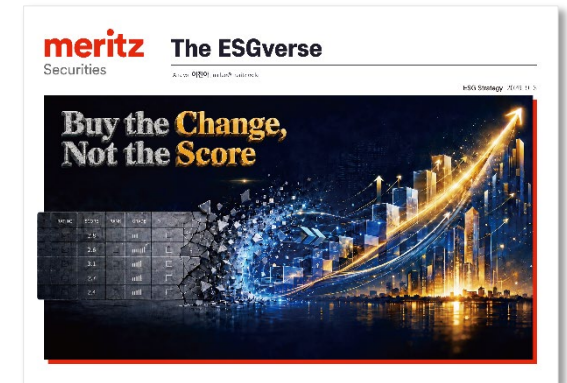
주주제안 안건 유형별 분포: Pressure의 내용



주: 2026년 정기주총 주주제안 총 133건 기준, 주요 안건별 비중
자료: 한국상장회사협의회, 메리츠증권 리서치센터

Part. 2

압력을 만드는 4개의 힘



네 개의 제도, 네 개의 경로, 한 방향

The ESGverse
Buy the Change, Not the Score

- 2026년 이후 거버넌스 압력(Governance Pressure)은 공시, 시장 공개, 주주관여, 자본배분의 경로를 통해 동시에 강화
- 각 제도는 서로 추진 주체와 방식은 다르지만, 기업의 설명 → 대응 → 실행을 요구한다는 점에서 같은 방향
- 한 기업이 여러 압력에 동시에 노출될수록 시장의 관심과 변화 요구가 커질 가능성
- 투자자에게 중요한 것은 개별 제도보다 압력의 중첩과 그에 대한 기업의 실제 대응과 실행 여부

기업의 거버넌스 개선을 유도하는 시장·제도적 압력



제도	압력이 전달되는 경로	기업에 미치는 영향
저PBR기업 공표	시장 공개 · 평가	저평가 상태가 시장에 노출되며 자본효율성 개선 요구 확대
지속가능성 공시	정보공개 · 비교	기업 간 비교 가능성이 높아지고 설명 책임 강화
스튜어드십 코드	주주관여 · 이행점검	기관투자자가 대화 · 의결권 등을 통해 실행 여부 확인
국민연금 수탁자책임 이행점검	평가 · 자금배분	운용사의 수탁자책임활동을 평가하고 행동 유인을 강화

자료: 메리츠증권 리서치센터

[Power ① ESG 공시] 지속가능성 정보가 ‘법정 공시’로 편입된다

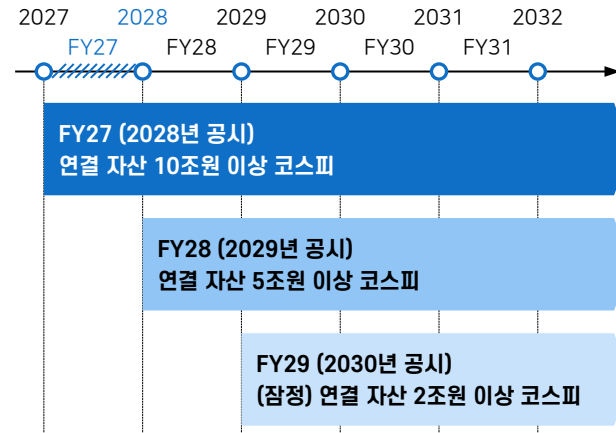
The ESGverse

Buy the Change, Not the Score

- 2028년부터 연결자산 10조원 이상 코스피 상장사를 시작으로 지속가능성 정보가 자본시장법상 사업보고서 공시로 편입
- 공시의 양적 확대보다 중요한 변화는 ESG 정보가 투자판단에 활용되는 법정공시 체계로 편입된다는 점 → 공시정보의 신뢰성과 투자판단 활용도가 함께 높아질 가능성
- 기관투자자와 금융기관의 ESG 공시정보 활용도 확대될 전망 → 국민연금의 기업대화, 스튜어드십 이행점검, 전환금융 등에 활용
- 투자자에게 중요한 것은 공시 여부 자체보다 이사회 감독, 전략 및 자본배분, 목표 이행이 실제로 연결되는지 여부

지속가능성(ESG) 공시 로드맵 초안 vs. 최종안

구분		2026년 2월 의견수렴안	2026년 7월 최종안
공시 대상	2028년 (FY27)	연결자산총액 30조원 이상 코스피 상장사	연결자산총액 10조원 이상 코스피 상장사
	2029년 (FY28)	연결자산총액 10조원 이상 코스피 상장사	연결자산총액 5조원 이상 코스피 상장사
	2030년 (FY29)	추후 확대 논의	연결자산총액 2조원까지 확대 검토
공시 채널		거래소 공시 우선, 법정공시 전환	사업보고서 공시로 즉시 시행 (자본시장법 개정 예정)
Scope 3		3년 유예 (1차 대상 기준 2031년부터 보고)	상동
제3자 인증		단계적 의무화 방안 검토	2년 유예 (2030년 공시부터 인증 의무화)



자료: 정부, 더불어민주당, 메리츠증권 리서치센터

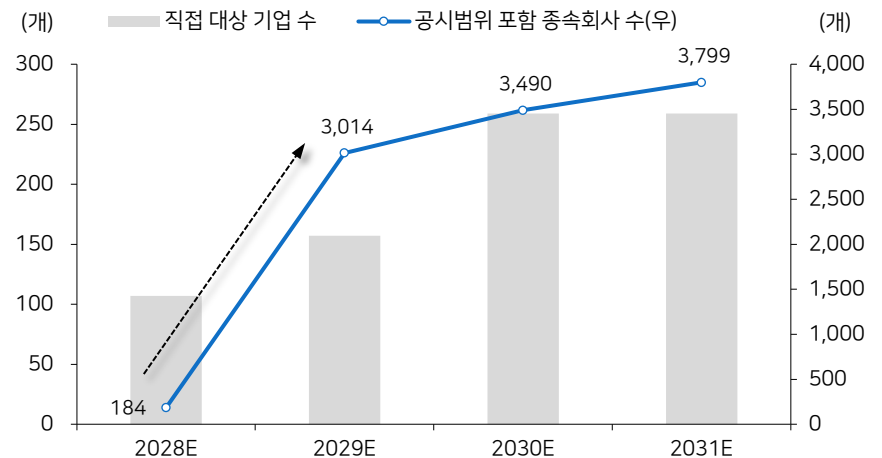
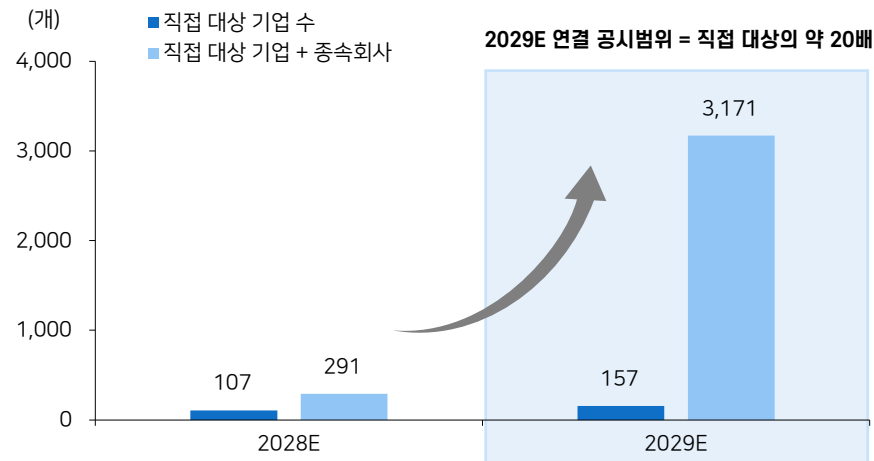
[Power ① ESG 공시] 공시 범위는 연결기업에서 공급망까지 확장

The ESGverse

Buy the Change, Not the Score

- 연결공시 적용으로 공시 책임 범위가 상장 모회사에서 국내외 연결 종속회사까지 확대될 전망
- 초기에는 일정 요건의 소규모 종속회사에 대한 예외가 허용되더라도, 중요한 지속가능성 정보는 공시 대상에 포함될 수 있어 연결 데이터 관리 필요성은 확대
- Scope 3는 대상별로 3년 유예되지만, 향후 공급망 배출량 산정을 위해 협력사 데이터 확보의 중요성이 높아질 전망
- 공시 범위 확대는 단순한 데이터 수집 부담을 넘어, 이사회가 그룹 및 공급망 리스크를 어떻게 관리·감독하는지를 투자자가 확인할 수 있게 함
- 투자자 입장에서는 개별기업 공시를 넘어 그룹 및 공급망 전반의 리스크와 실행력을 비교할 수 있는 정보 확대

공시 의무 확대 → 종속회사까지 연결 데이터 범위 확장



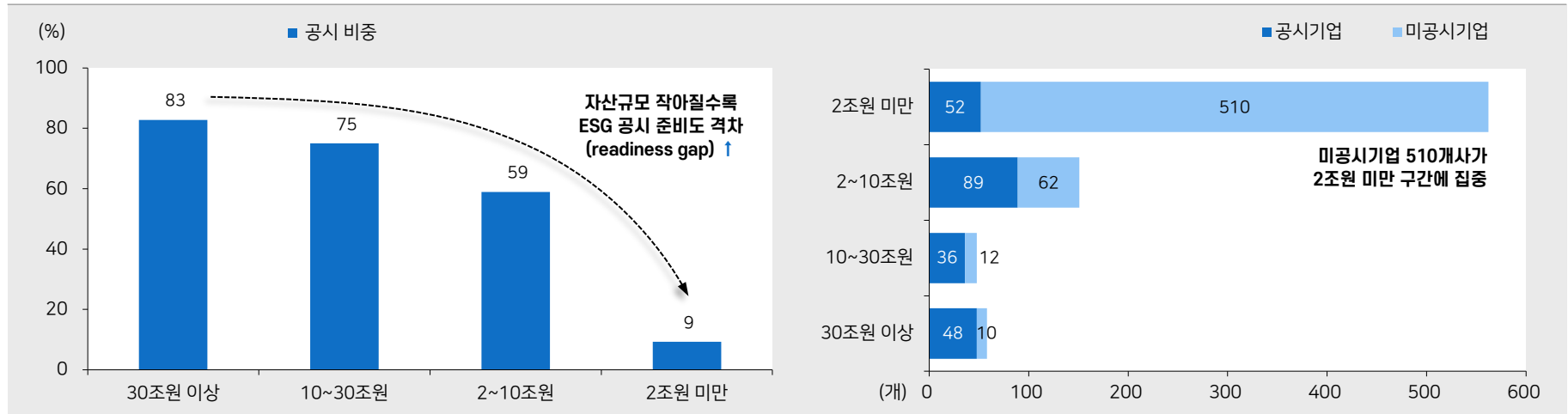
주: 공시범위 포함 종속회사는 사업보고서상 연결공시 대상인 '주요 종속회사'로, 직접 대상 기업 제외. FY25 자산과 매출액 기준이며 실제 공시 시점에서 달라질 수 있음
 자료: 금융위원회, 메리츠증권 리서치센터

[Power ① ESG 공시] 같은 공시 의무, 다른 준비도

The ESGverse
Buy the Change, Not the Score

- 연결공시 확대는 단순한 기업 규모 차이보다 데이터 수집, 관리, 내부통제 등 데이터 거버넌스 역량의 차이를 드러낼 것으로 예상
- 기업 규모가 작아질수록 지속가능성 공시 경험은 크게 낮아짐: 자산 30조원 이상 83% → 2조원 미만 9%로 하락
- Scope 3 공시는 일정 기간 유예되지만, 공급망 데이터 확보와 산정체계 구축에는 상당한 시간이 필요
- 특히 자동차·반도체·철강·화학 등 공급망 배출 비중이 높은 산업은 협력회사 데이터 확보, 배출량 산정체계와 배출계수 관리, 추정모형 검증 인프라를 선제적으로 구축할 필요
- 초기 준비도 차이는 향후 공시 신뢰도, 정보비대칭, 자본비용 차이로 연결될 수 있음
- 결국 공시 준비도는 단순 ESG 데이터 역량이 아니라 이사회·경영진의 그룹 및 공급망 리스크 관리 역량을 보여주는 Governance proxy

자산규모별 지속가능성 공시기업 현황: 공시 경험을 준비도의 Proxy로 활용



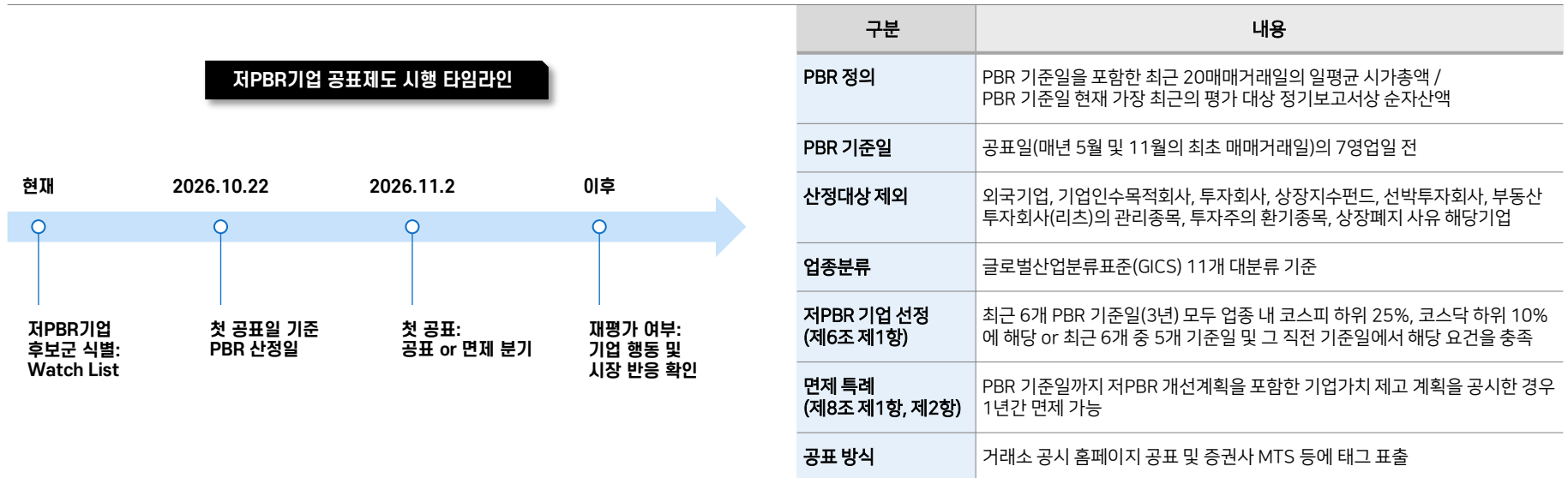
주: 자산규모는 FY24 연결 기준. 주권상장법인('25년 신규 상장법인 및 투자회사 등 제외)에 한함
자료: 금융위원회, 메리츠증권 리서치센터

[Power ② 저PBR 공표] 저평가가 ‘공개 정보’가 되는 순간

The ESGverse
Buy the Change, Not the Score

- 저PBR기업 공표제도는 2026년 11월 첫 공표 예정. 시장별·업종별 상대 PBR과 최근 3년간의 지속성을 함께 고려해 대상 선정
- 단순히 현재 PBR이 낮은 기업이 아니라 반복적으로 저평가 상태가 지속된 기업을 식별 & 시장에 공개
- 기업가치 제고계획에 저PBR 개선 계획을 포함해 공시하면 일정기간 공표 면제 가능 → 제도의 목적은 낙인보다는 기업가치 제고를 위한 기업의 대응과 행동 변화를 유도하는데 있음
- 투자자에게 중요한 것은 공표 여부 자체보다 이후의 기업의 행동 변화, 즉 기업의 대응(Response)과 실제 이행(Execution)

저PBR기업 공표제도



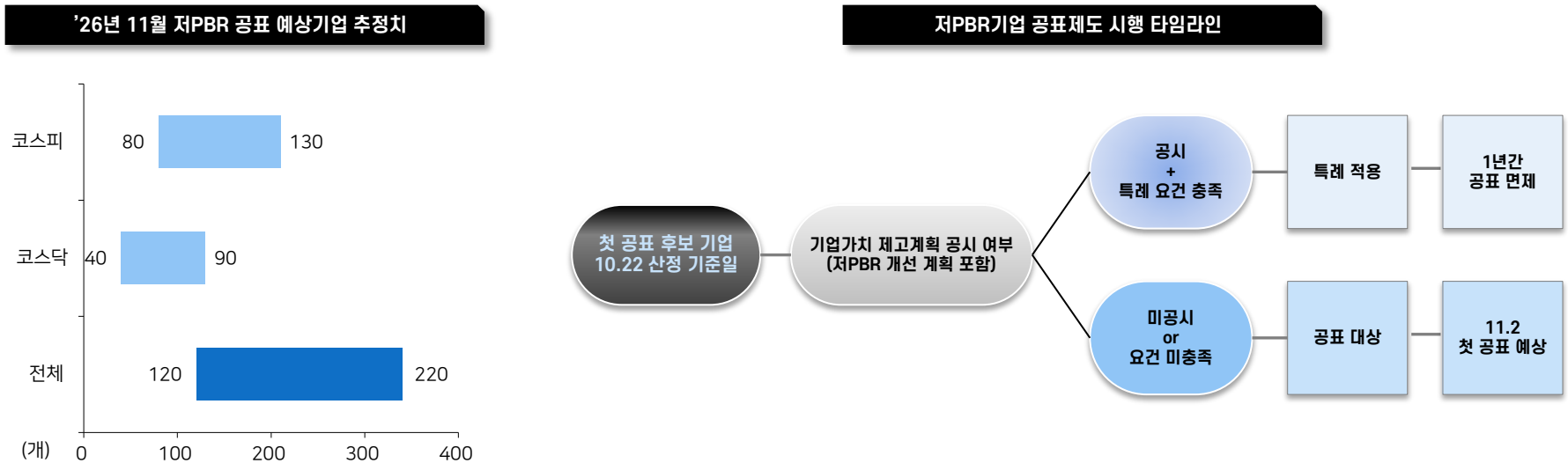
자료: 금융위원회, 한국거래소, 메리츠증권 리서치센터

[Power ② 저PBR 공표] 공표 대상이 만드는 새로운 투자 유니버스

The ESGverse
Buy the Change, Not the Score

- 금융위 시뮬레이션상 초기 공표 대상은 코스피 약 80~130개, 코스닥 약 40~90개로 추정
- 전체 약 120~220개로, 일정 규모의 투자 유니버스가 형성될 가능성
- 다만 기업가치 제고계획 공시 및 특례 적용 여부에 따라 실제 공표 대상은 달라질 수 있음
- 공표는 종목 선정의 끝이 아니라 시작이며, 이후 기업의 대응과 실행 여부가 차별화 요인이자 투자 시그널

저PBR 공표 예상기업 및 향후 경로



주: PBR이 누적 6년간 기준 이하일 경우 공표 면제 불가. 첫 시행일에는 10.22일 PBR이 기준 상회 시 예외적으로 공표 제외 가능
 자료: 금융위원회, 한국거래소, 메리츠증권 리서치센터

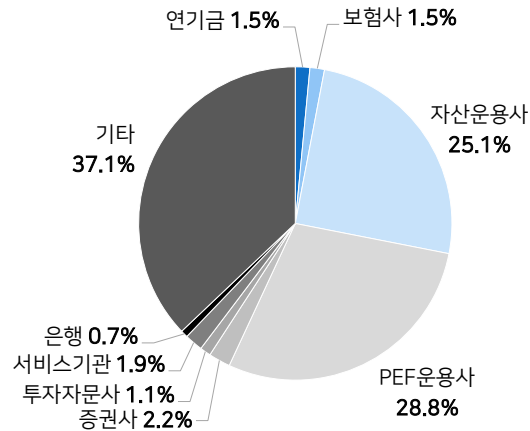
[Power ③ 스튜어드십] 코드 가입보다 ‘이행’을 본다

The ESGverse

Buy the Change, Not the Score

- 스튜어드십 코드 참여기관은 2017년 16개 → 2026년 267개로 확대되며 양적 확산은 상당 부분 진행
- 반면, 실제 주주활동 이행내역을 공시한 기관은 2025년 11월 기준 23개, 전체의 9.2% 수준 → 참여와 이행 간 격차 존재
- 2026년 개정은 적용자산 확대, 협력적 관여활동, 이행점검 명문화 등을 통해 스튜어드십 참여 여부를 넘어 수탁자책임 활동의 실제 이행 수준을 확인하는 방향으로 전환
- 따라서 중요한 것은 코드 가입 자체보다 의결권 행사, 기업대화, 후속조치 등 실제 스튜어드십 활동의 강도
- 기관투자자의 인게이지먼트가 강화될수록 기업의 대응과 실행을 요구하는 시장 규율도 강화될 가능성

스튜어드십 코드 참여기관 유형별 구성



주: 2026년 8월 기준
자료: 한국ESG기준원, 메리츠증권 리서치센터

스튜어드십 코드 개정 전·후 비교

기존	개정 이후
상장주식 중심	적용 자산군 확대 (상장주식 외 채권, 인프라, 부동산, 비상장주식, 해외자산 등 확대)
ESG 요소 고려	ESG와 지속가능성 요소 명시적 반영
참여 선언, 정책 보유 중심	수탁자 책임활동 범위 확대
개별 관여 중심	협력적 관여 활동 반영
형식적 참여	실질적 이행, 이행점검 명문화

자료: 한국ESG기준원, 메리츠증권 리서치센터

[Power ③ 스튜어드십] 기관투자자의 관여는 어떻게 작동하는가

The ESGverse
Buy the Change, Not the Score

- 기관투자자의 인게이지먼트는 대부분 '공개적인 주주행동'이 아니라 기업과의 비공개 대화에서 시작
- 일례로, AXA IM의 인게이지먼트는 회의(80%)와 이메일 대화(10%) 등 기업과의 직접적인 커뮤니케이션을 중심으로 이루어짐
- 대화만으로 변화가 확인되지 않을 경우 반대의결권 행사, 주주제안, 공동관여, 공개적 의견표명 등 관여 강도를 높이는 Escalation 단계로 이동
- AXA IM의 2024년 Escalation은 의결권 반대가 50%로 가장 큰 비중을 차지했으며 공개 의견 표명 23%, 주주제안 11% 순
- 다만 고위급 접촉(8%)과 다른 투자자와의 공동관여(8%) 등 비공개·협력적 수단도 활용되고 있어, 기관투자자의 escalation은 단순히 '대화에서 주주행동으로 전환'하는 것이 아님 → 다양한 수단을 조합해 기업에 대한 압력을 단계적으로 높이는 방식으로 이루어짐
- 즉, 스튜어드십은 일회성 의결권 행사가 아니라 '대화 → 점검 → 필요 시 관여 강화'의 연속적 과정

AXA IM의 기업 관여 방식



자료: AXA IM, 메리츠증권 리서치센터

[Power ③ 스튜어드십] 기업 대응이 부족할수록 관여 강도 ↑

The ESGverse
Buy the Change, Not the Score

- 투자자 압력(Investor Pressure)은 기업의 대응이 미흡할수록 관여 강도가 높아지는 형태로 나타날 수 있음
- 관여는 비공개 대화에서 시작해 공식 요청, 공동관여, 의결권 행사, 공개 의견표명, 주주제안 등으로 확대
- 핵심은 주주관여 자체가 아니라 기업의 반응과 대응을 확인하고, 진전이 부족하면 다음 단계로 이동하는 구조
- 따라서 주주관여의 목적은 기업의 변화. 따라서 단순 대화 횟수보다 목표 설정 → 실행 → 후속 확인으로 이어지는 변화의 경로가 중요

기관투자자의 Engagement Escalation: 관여 강도의 단계적 확대



주: 기관투자자의 Engagement Escalation은 일률적인 순차적 절차가 아니며, 사안의 중요성, 기업의 대응 수준, 투자자의 영향력 및 시장 제도에 따라 일부 수단을 병행하거나 단계를 건너뛸 수 있음
자료: 메리츠증권 리서치센터

[Power ③ 스튜어드십] 글로벌 기관투자자의 Escalation 방식

The ESGverse
Buy the Change, Not the Score

- 글로벌 기관투자자는 기업대화에서 시작해, 진전이 부족할 경우 의결권 행사, 주주제안, 공동관여, 공개적 의견표명 등으로 관여 강도를 단계적으로 높임
- Norges Bank IM은 기대 설정 → 기업 평가 → 대화, 의결권 → 필요 시 위험기반 매각의 구조를 명시. 인게이지먼트가 성과를 내지 못하면 이사 반대 또는 주주제안으로 Escalation할 수 있다고 밝힘
- CalPERS는 비공개 관여 이후에도 문제가 해결되지 않으면 반대의결권, 주주제안, 공동관여, 공개적 의견표명으로 확대
- AXA IM은 2024년 Escalation 수단 중 반대의결권 50%, 공개적 의견표명 23%, 주주제안 11%를 활용했으며, 심각한 경우 매각까지 고려

글로벌 기관투자자의 주주관여 강화 수단

기관	초기 관여	중간 단계	강도 높은 Escalation	투자 판단과의 연계
BlackRock	기업과 건설적 대화	이사회 면담, 공동관여, 공개 의견	의결권 행사	별도 투자 판단
Norges Bank IM	경영진 · 이사회와 대화, 서한	의결권 행사, 주주제안	이사 반대, 주주제안	필요시 매각(Divestment)
LGIM	직접 관여	공동관여	이사 · 의장 반대, 주주제안	일부 펀드 매각 가능
APG	기업과 지속적 대화	공동관여	의결권 행사, 주주제안 · 공동제안	투자 철회
CalPERS	비공개 전화 · 서한 · 면담	공동관여, 공개 불만 표명	의결권 반대, 주주제안, 주주 캠페인	필요시 추가 주주행동
AXA IM	기업과 대화	고위급 접촉, 공동관여	의결권 반대, 공개적 의견 표명, 주주제안	부분 · 전면 매각

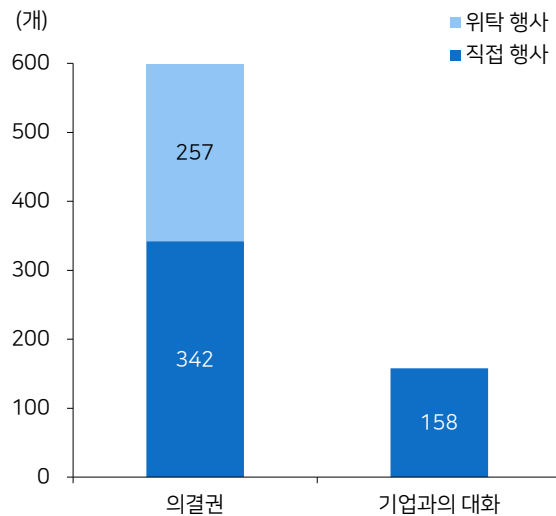
주: 기관투자자의 Engagement Escalation은 일률적인 순차적 절차가 아니며, 사안의 중요성, 기업의 대응 수준, 투자자의 영향력 및 시장 제도에 따라 일부 수단을 병행하거나 단계를 건너뛸 수 있음
자료: 각 기관, 메리츠증권 리서치센터

[Power ④ 국민연금] 국민연금도 수탁자책임 ‘이행’을 점검한다

The ESGverse
Buy the Change, Not the Score

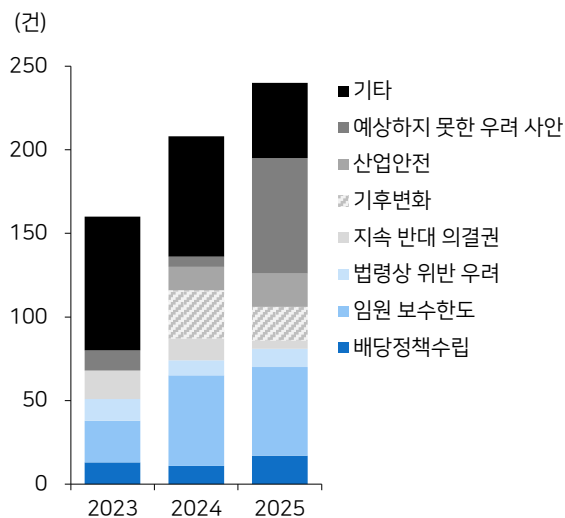
- 2026년 7월 2일, 국민연금은 자체 수탁자책임활동에 대한 이행점검 체계 도입방안을 의결
- 올해 하반기부터 7개 원칙별 12개 이행점검 항목에 대해 이행보고서를 작성
- 보고서는 수탁자책임전문위원회의 점검을 거쳐 공개되고, 기금운용실무평가위원회·기금운용위원회에도 보고
- 중요한 점은 단순히 수탁자책임 원칙을 보유하는 데서 나아가, 국민연금 자신의 실제 활동과 이행 수준까지 정기적으로 점검·공개한다는 것

국민연금 수탁자책임활동 구성



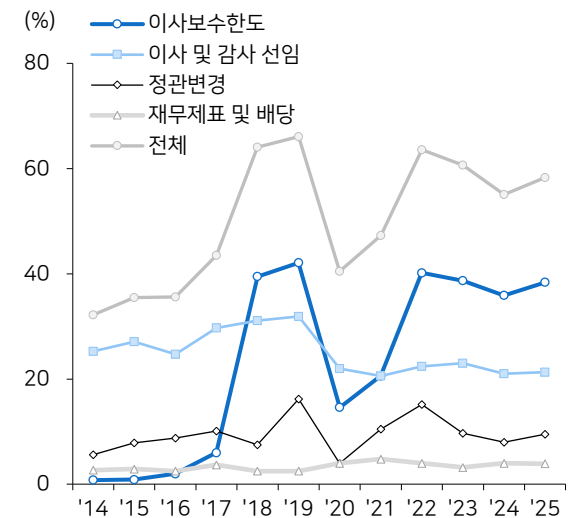
주: 2025년 국민연금 국내주식 수탁자 책임활동 내역 기준
자료: 국민연금, 메리츠증권 리서치센터

국민연금 기업대화·중점관리 활동 확대



자료: 국민연금, 메리츠증권 리서치센터

국민연금 실제 주주권 행사: 안건별 반대 의결권



자료: 국민연금, 메리츠증권 리서치센터

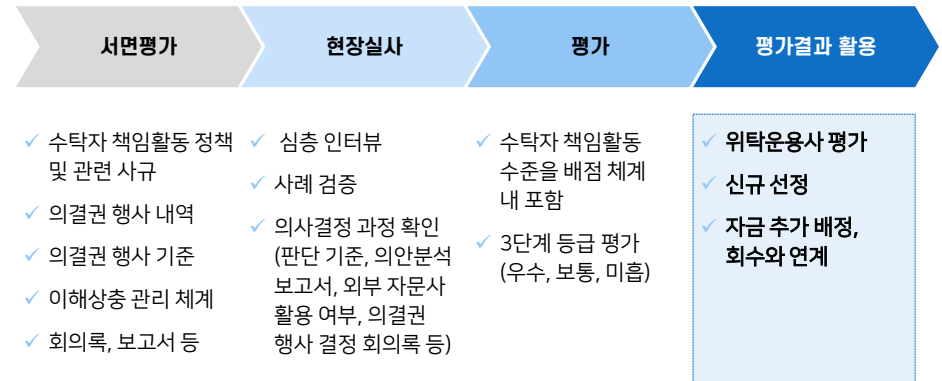
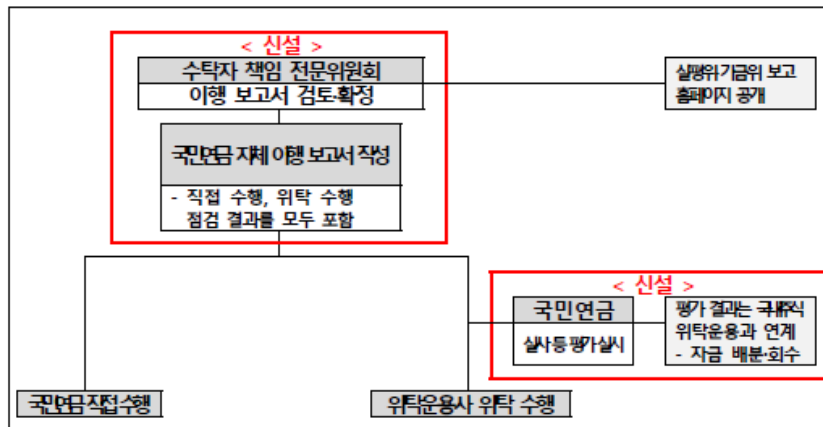
[Power ④ 국민연금] 수탁자책임활동과 자금배분 연계

The ESGverse

Buy the Change, Not the Score

- 스튜어드십 영향력은 코드 가입 자체보다 운용, 평가, 위탁배분 프로세스와 연결될 때 강화될 수 있음
- 기존에는 위탁운용사 선정·평가 시 수탁자책임 정책 보유와 책임투자 보고서 제출 여부 등에 1~2점의 가점을 부여
- 앞으로는 국민연금 수탁자책임활동 원칙 준수 수준, 이해상충 대처 등 실제 활동의 질적 수준을 평가하여 본 배점 100점 만점으로 평가
- 질적 평가 = 단순 기업대화 횟수나 반대의결권 비율이 아니라 목표, 과정, 근거, 후속조치가 일관되게 연결되는지 Evidence를 평가
- 평가결과는 위탁운용사 선정·정기평가와 위탁자금 추가배정·회수와 연계할 계획 → 기관투자자의 수탁자책임 활동과 역량이 경제적 인센티브와 연결 → 운용사의 관여 역량(Engagement Capability)이 단순 ESG 기능이 아니라 운용사 경쟁력으로 연결

국민연금의 수탁자 책임활동 평가 프로세스와 위탁자금 배분 연계



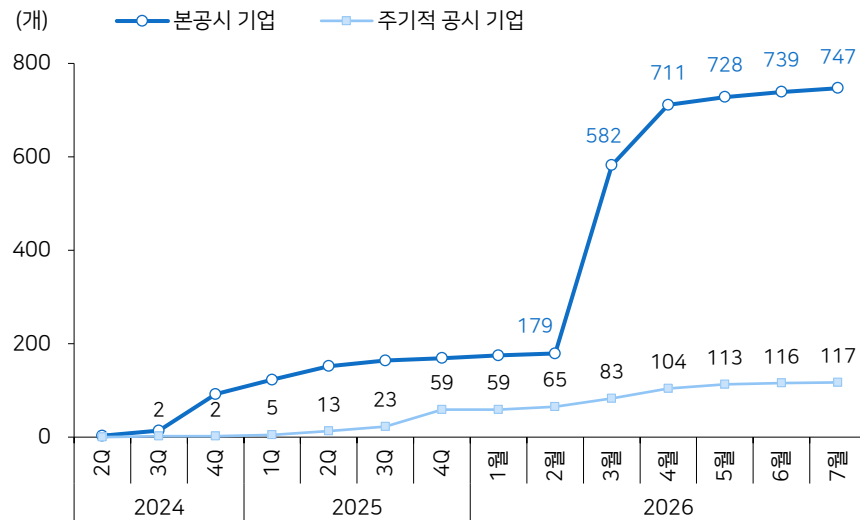
자료: 국민연금, 메리츠증권 리서치센터

공시는 시작일 뿐, 시장은 이제 실행을 본다

The ESGverse
Buy the Change, Not the Score

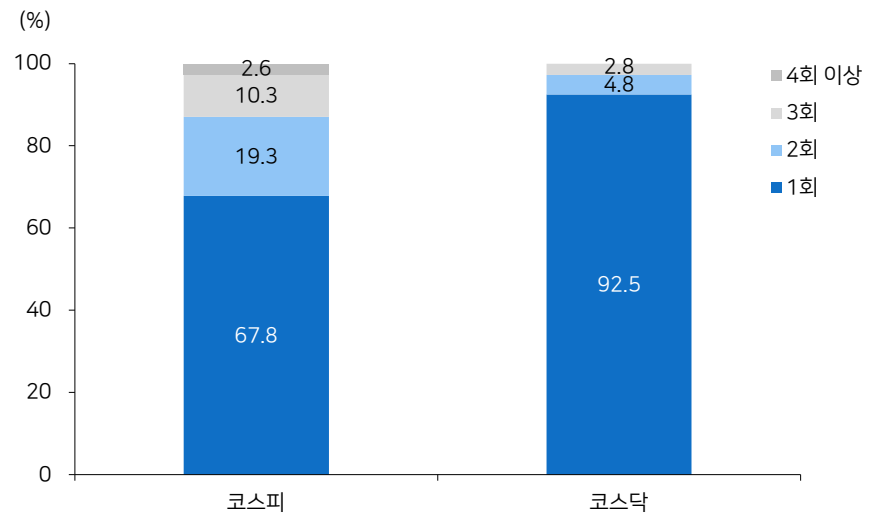
- 기업가치 제고계획 공시 기업은 2026년 들어 빠르게 확대
- 다만 2회 이상 반복공시 비중은 코스피 32.2%, 코스닥 7.5%로 아직 제한적
- 시장의 다음 관심은 ‘공시했는가’보다 이후 계획이 반복적으로 이행되고 있는가로 이동하게 될 것
- 투자자에게 중요한 것은 공시 자체보다 후속 공시, 목표 이행률, 자사주 소각, 배당 집행, ROE 개선 등 실행 지표

기업가치 제고계획 공시 기업 수의 빠른 증가



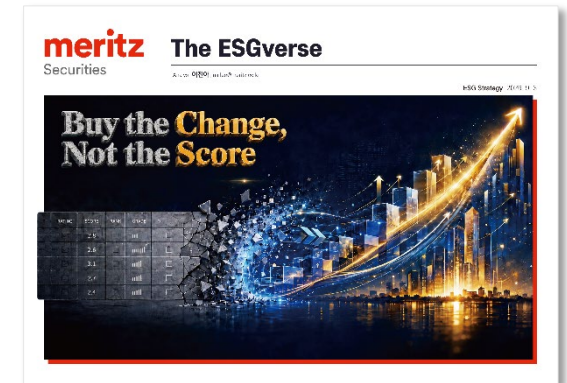
주: 2026년 7월 데이터 기준. 본공시는 기업별 최초 기업가치 제고계획 공시 기준.
주기적 공시는 이전 공시에 대한 이행평가와 계획 업데이트를 포함한 후속 공시 기준
자료: 한국거래소, 메리츠증권 리서치센터

2회 이상 반복공시 비중은 아직 제한적: 코스피 32.2% vs. 코스닥 7.5%



주: 2026년 7월 데이터 기준
자료: 한국거래소, 메리츠증권 리서치센터

Part. 3



기업의 반응이 투자 신호가 되는 순간

압력이 투자 신호로 바뀌는 과정

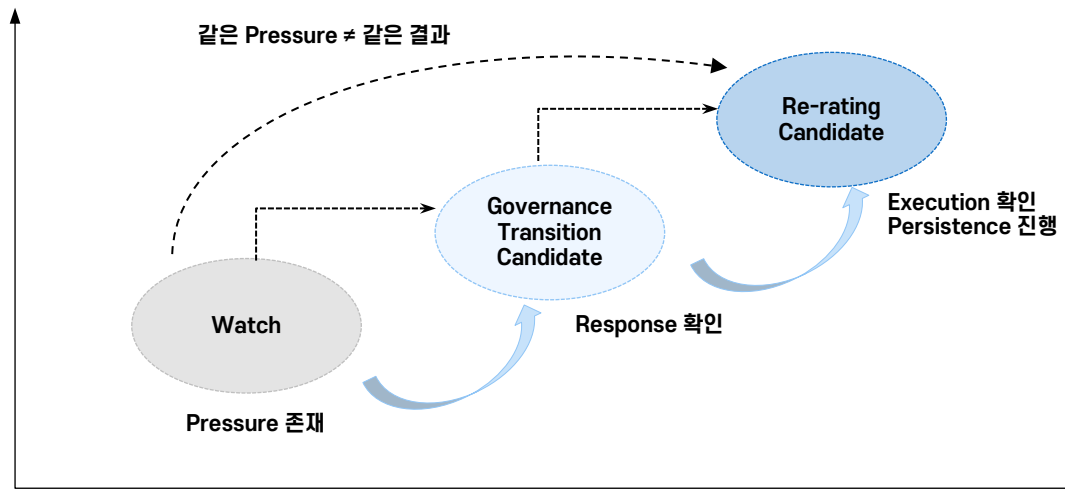
The ESGverse

Buy the Change, Not the Score

- 제도·기관·시장의 압력만으로는 투자 신호가 아니며, 대응과 실행이 확인될 때 신호가 강화
첫 번째 확인은 기업의 대응:
이사회 의결, 목표 설정,
자본배분 정책 변화 등
두 번째 확인은 최초 실행:
자사주 소각, 배당 실행, 자산매각,
CAPEX 조정 등 실제 행동
세 번째 확인은 지속적 이행:
동일 방향의 실행과 후속조치가
반복되는지 확인

- 투자 신호는 압력의 존재보다
'대응 → 실행 → 지속적 이행'이
확인되는 과정에서 강화
- 중요한 관찰 포인트는 압력의 존재가
아니라 '압력 이후 실제 행동의 확인'

기업 행동 확인에 따른 투자자 판단 변화 & 투자 신호를 확인하는 5단계 체크포인트



1단계	2단계	3단계	4단계	5단계
압력 발생 * 제도 변화 * 기관투자자 관여 * 시장 규율 강화	기업의 대응 확인 * 이사회 논의 * 목표 발표 * 정책 방향 제시	최초 실행 확인 * 자사주 소각 * 배당 실행 * 자산 매각 * 지배구조 조치	지속 이행 확인 * 후속 공시 * 반복 실행 * 일정, KPI 점검 * 정책 유지 여부 확인	기업가치 제고 성과 확인 * 실행과 지속적 이행 확인 * ROE, FCF, 주당가치 개선 * Re-rating Potential

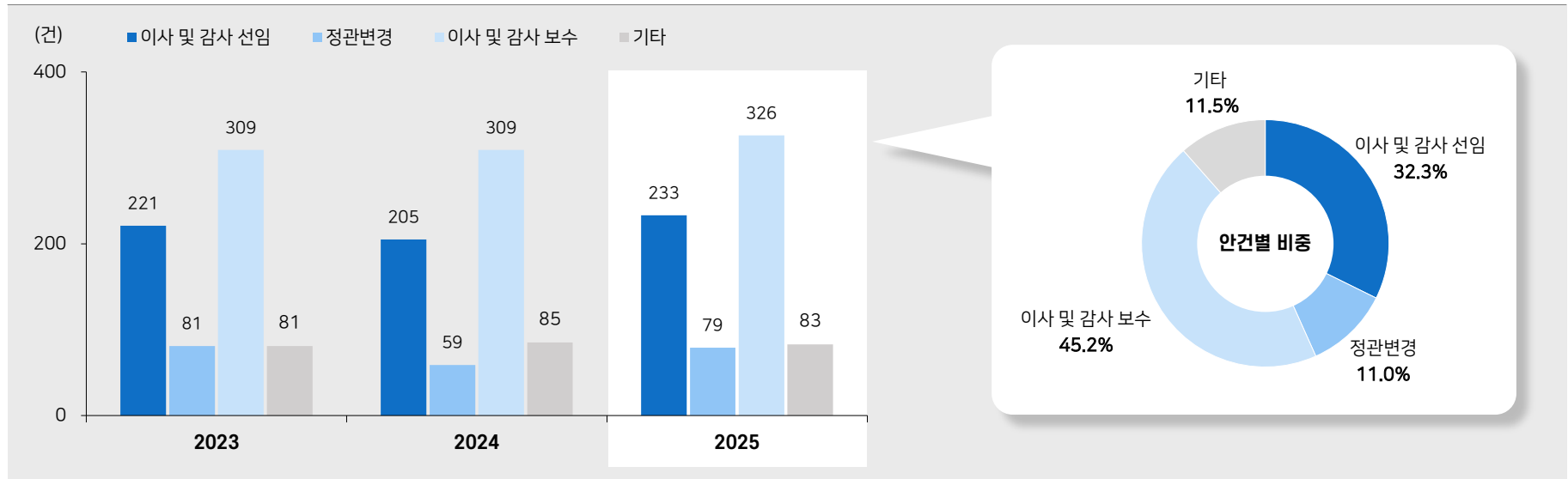
자료: 메리츠증권 리서치센터

반대 의결권에서 '압력 신호'를 읽는다

The ESGverse
Buy the Change, Not the Score

- 기관투자자의 반대 의결권은 기업의 문제 인식과 개선 요구가 표출된 대표적인 압력 신호(Pressure Signal)
- 반복되거나 특정 사건에 집중되는 반대는 후속 기업 대응을 추적할 필요성을 높임
- 다만 반대율이 높다는 사실만으로 기업가치 개선이나 주가 상승을 의미하지는 않음
- 따라서 반대 의결권은 매수 신호가 아니라, 이후 기업의 대응 여부를 추적할 후보군을 선별하는 데 활용할 수 있는 선행 신호
- 투자자는 사건의 성격, 반대 강도, 반복 여부를 통해 어느 기업에 압력이 누적되고 있는지 확인 필요

국민연금의 반대 의결권 행사 내역: 반대 의결권은 기업별 외부 압력(Pressure)을 보여주는 선행 신호



자료: 국민연금, 메리츠증권 리서치센터

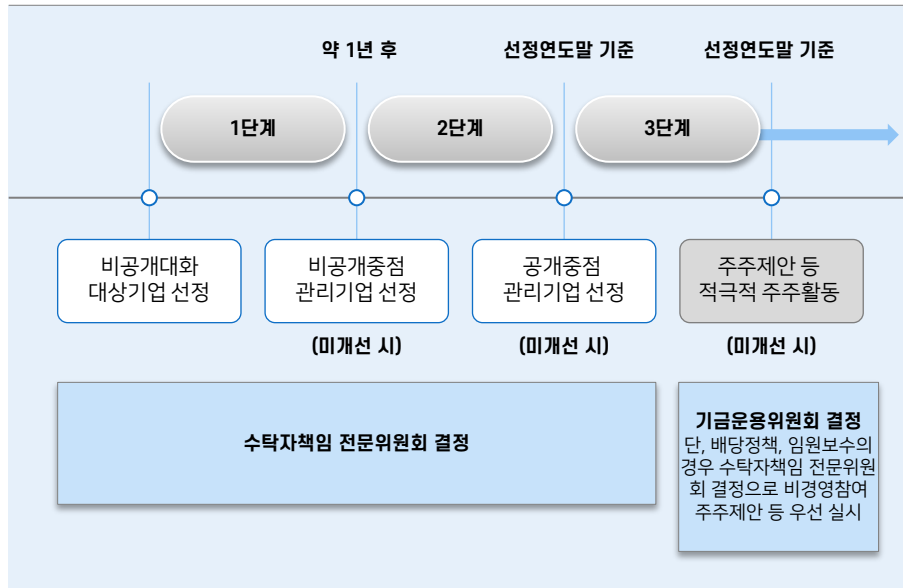
압력은 관여를 거쳐 '기업의 대응'으로 전환된다

The ESGverse

Buy the Change, Not the Score

- 의결권은 관찰 가능한 'Pressure Signal'이고, 주주관여(Engagement)는 그 압력이 기업에 전달되는 과정
- 압력의 존재 사실만으로는 투자 신호가 되기 어렵고, 투자신호가 되기 위해서는 기업의 대응 확인이 필요
- 기업대화·의결권 행사 등 관여 이후 기업이 문제를 인정하고 정책, 목표, 자본배분 방향을 변경하면 대응(Response) 단계로 진입
- 이후 이사회 결의, 정책 변경, 자사주 소각, 배당, 자산매각 등 실제 행동이 나타나면 실행(Initial Execution)으로 한 단계 강화

국민연금의 관여 단계와 후속조치



자료: 국민연금, 메리츠증권 리서치센터

국민연금의 주주활동 이후 확인된 기업 대응 사례

사례	Engagement 이후 관찰된 기업의 대응	판단
T기업	비공개서한·경영진 면담 이후 이사회 심의를 거쳐 배당정책 수립 → 최소 배당성향과 총주주환원율 기준 제시 → 이후 기업가치 제고계획 공시 및 2025년 3월 추중에서 해당 배당정책을 준수한 배당안 상정	대응 → 실행 확인
U기업	임원보수한도 적정성 관련 장기 대화 및 공개중점관리 기업으로 선정 → 이후 사외이사로서만 구성된 보상위원회 신설 → 경영성과와 연계한 보수정책 수립, 실제 적용	대응 → 실행 → 후속 이행 확인
음식료업 H기업	2020년 법령상 위반 우려 관련 비공개대화 → 2021년 비공개중점관리 → 개선 유도에도 충분한 조치가 없다고 판단 → 2025년 공개중점관리기업으로 전환	대응 미흡 → 관여 강화(Escalation)
제조업 H기업	2023년 임원 보수 한도 적정성 관련 비공개대화 → 2024년 비공개중점관리기업 → 2026년 공개중점관리기업 전환 및 공개서한 발송	대응 미흡 → 관여 강화(Escalation)

자료: 국민연금, 메리츠증권 리서치센터

기업 관여의 효과는 ‘대화’보다 ‘행동 전환’에서 커진다

The ESGverse
Buy the Change, Not the Score

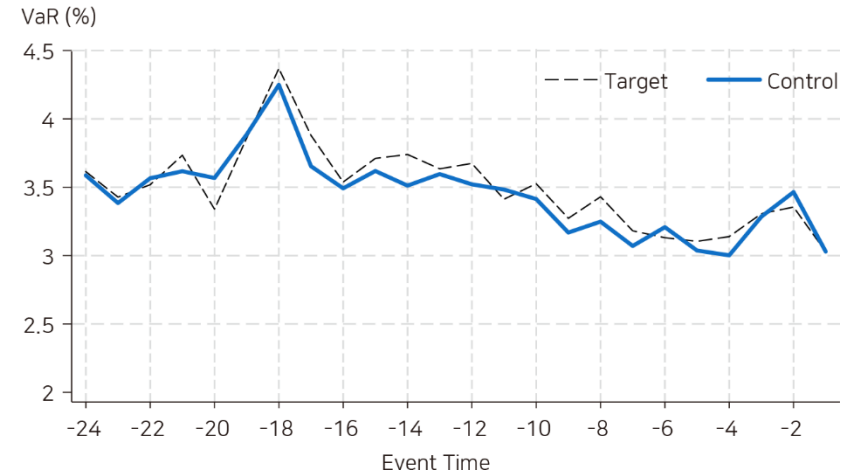
- Hoepner et al.(2024)은 2005~2018년 485개 기업, 1,443건의 ESG Engagement를 M1~M4 (M1 문제 제기 → M2 기업이 문제 이슈를 인정 → M3 기업이 실제 조치 → M4 관여가 성공적으로 완료됨) 단계로 추적
- Downside risk 감소는 모든 관여에서 동일하게 나타나는 것이 아니라, 기업이 문제를 인정한 M2 이상에서 집중적으로 확인
- 특히 기업이 실제 조치를 시작한 M3 이상에서는 VaR 감소 효과가 M2에 비해 3~4배 확대. M2 이상에서는 VaR이 통제기업 대비 0.205 감소했고, M3 이상에서는 VaR 감소폭이 0.993으로 훨씬 커짐
- 즉, 기업의 실제 행동이 확인된 M3 이상에서 Downside risk 감소가 더 크게 나타남
- 투자 관점에서는 대화가 시작됐다는 사실보다, 기업이 실제 행동 단계로 넘어갔는지가 더 중요한 투자 정보

Hoepner et al.(2024)의 Engagement 단계를 투자 관점으로 재구성

단계	논문에서 정의한 단계	기업의 관여 · 행동 수준	투자 관점 해석
1. 압력	M1 이전 ~ M1	이슈 제기, 원론적 답변, 실질적 변화 없음	압력만 존재, 관찰 단계
2. 대응	M2	문제 인정, 정책 방향 · 목표 제시	Response 시작
3. 최초 실행	M3	이사회 의결, 자사주 소각, 배당정책, 자산매각 등 실제 조치	투자 신호 형성
4. 후속 이행	M3 이후	후속 조치, 실행 점검, KPI 개선 확인	신호 강화
5. 지속적 이행	M4	반복 실행, 정책 유지, 성과 확인	확신, 신뢰도 강화

주: Hoepner et al.(2024)의 M1~M4 Engagement milestone을 본 보고서의 투자 프로세스에 맞게 세분화하여 재구성
자료: 메리츠증권 리서치센터

성공적 Engagement 이후 목표기업의 downside risk 감소



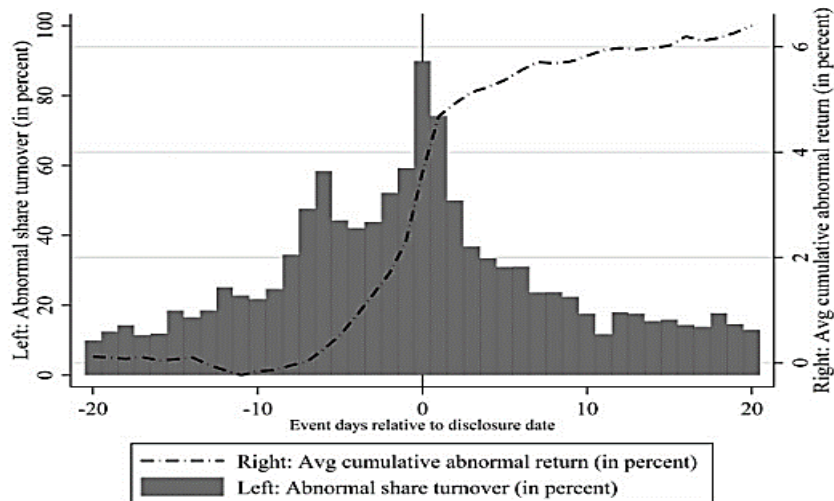
주: 목표기업과 유사한 통제기업을 비교한 결과, 성공적 Engagement(M2 이상) 이후 VaR 감소. M3 이상에서는 위험 감소 효과가 더욱 확대
자료: Hoepner et al. (2024), ESG shareholder engagement and downside risk, 메리츠증권 리서치센터

최초 발표 이후에도 실제 성과 확인 시 재평가가 발생한다

The ESGverse
Buy the Change, Not the Score

- Becht et al.(2017)은 2000~2010년 23개국 1,740건의 hedge-fund activist engagement를 분석
- 최초 인게이지먼트 공개 전후 (-20,+20)일 평균 초과수익률은 약 +6.4%
- 이후 이사회 변화, 구조조정, 인수 등 성과가 발표되는 시점에도 추가로 평균 +6.4%의 초과수익률이 관찰
- 즉 시장은 주주관여에 대한 기대감을 최초 공개 시점에 일부 반영하지만, 실제 성과가 확인될 때 추가적인 가격 반응을 보임
- 투자 관점에서는 최초 주주관여 공개만 볼 것이 아니라, 이후 기업의 대응, 실행, 성과 공개를 별도의 이벤트로 추적할 필요

최초 Engagement 공개 & 성과 발표 모두에서 유의한 가격 반응



이벤트	이벤트 윈도우	평균 초과수익률
최초 관여 공개	-20 ~ +20일	6.40%
성과 발표	-20 ~ +20일	6.42%

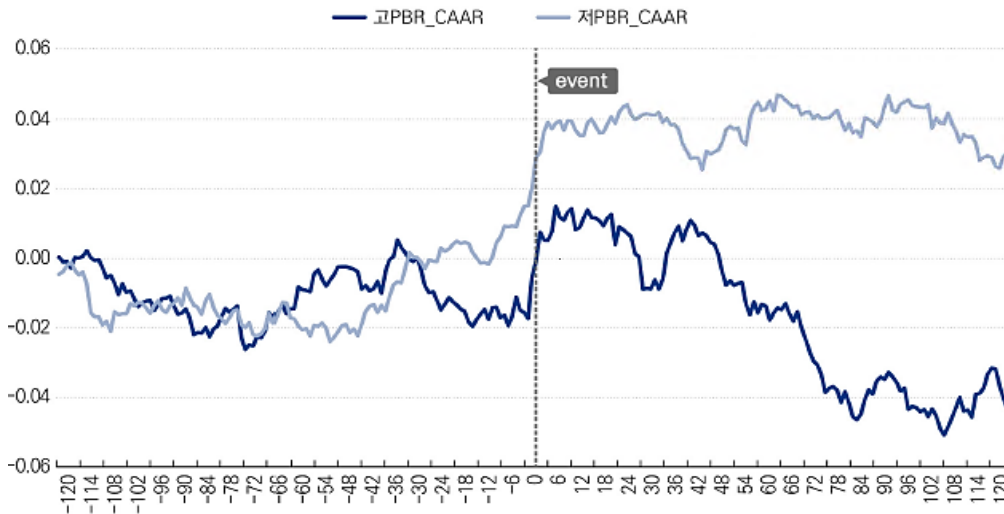
주: 인게이지먼트 최초 공개와 성과(이사회 변화, 구조조정, 인수 등) 발표 시 수익률은 서로 다른 이벤트 및 표본에 대한 평균으로 단순 합산 불가
 자료: Becht et al. (2017), Returns to Hedge Fund Activism: An International Study., 메리츠증권 리서치센터

저PBR은 출발점, Response가 재평가의 조건

The ESGverse
Buy the Change, Not the Score

- 저PBR기업이라도 시장 반응은 동일하지 않으며, 낮은 밸류에이션만으로 재평가를 설명하기 어려움
- 기업가치 제고계획 등 Response가 발생한 이후 그룹별 주가반응 차이 → 시장은 저평가 자체보다 변화의 구체성을 함께 평가할 필요
- 특히 목표, 자본배분, 주주환원, 이행체계 등 공시의 구체성과 후속 실행 가능성이 향후 반응 차이를 가르는 요인
- 결국 투자 대상은 단순히 '저평가 기업'이 아니라, 압력 이후 '실제 대응과 실행이 확인되는 저평가 기업'임

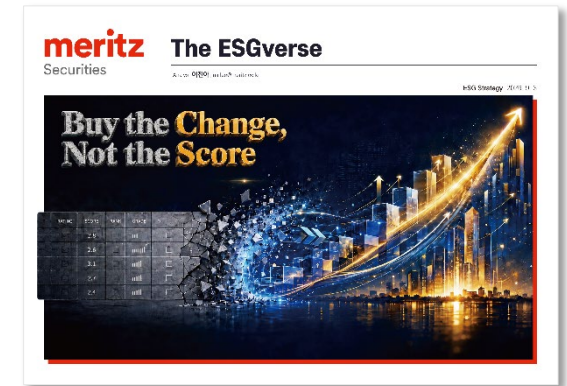
기업가치 제고계획 공시 전후 PBR 수준별 주가 반응



모형	구간	CAAR	N
panel. 저PBR 초과수익률 /최초 공시 모형	[-3,3]	0.050*** (0.000)	75
	[-5,5]	0.056*** (0.000)	75
	[-10,10]	0.068*** (0.003)	75
panel. 고PBR 초과수익률 /최초 공시 모형	[-3,3]	0.035*** (0.009)	96
	[-5,5]	0.055*** (0.005)	96
	[-10,10]	0.039 (0.105)	96

주: ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의적임
자료: 한국ESG기준원, 메리츠증권 리서치센터

Part. 4



Governance Transition Strategy: 좋은 기업에서 좋아지는 기업까지

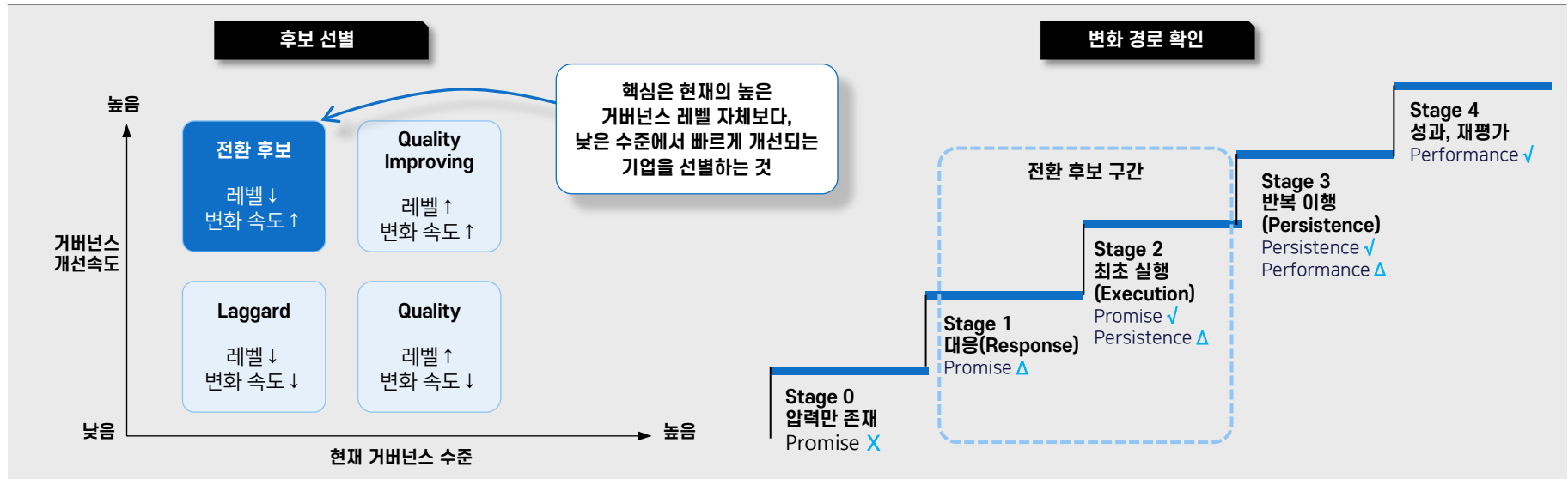
현재 수준보다 '변화의 기울기'를 본다

The ESGverse

Buy the Change, Not the Score

- 기존 거버넌스 투자는 기업의 현재 수준(Level)을 평가해 우수 기업을 선별하는 정적 접근 중심
- 그러나 같은 현재 수준의 기업이라도 변화의 방향과 속도(Delta)는 다를 수 있음
- Governance Transition Strategy는 현재 수준과 개선 속도를 함께 보고, Response → Execution → Persistence가 확인되며 빠르게 개선되는 기업을 전환 후보로 선별
- 핵심은 현재의 거버넌스 수준 뿐 아니라 개선의 방향과 속도, 실제 이행 여부를 함께 보는 것
- 특히 현재 수준은 낮지만 변화의 기울기가 가파른 기업이 거버넌스 전환 투자의 핵심 후보군

현재 수준(level) x 변화의 기울기(Delta): Static Score vs. Dynamic Change



자료: 메리츠증권 리서치센터

[Empirical Evidence] ESG Momentum: 현재 점수보다 변화 방향

The ESGverse

Buy the Change, Not the Score

- MSCI는 ESG Momentum을 기업의 산업조정 ESG 점수의 전년대비 변화로 정의. 즉, ESG 점수의 Delta를 포착
- MSCI ACWI 지수를 Momentum 기준 5분위로 나눠 2009년 6월~2022년 6월동안 매월 리밸런싱한 결과 상위 ESG Momentum quintile이 하위 quintile을 장기적으로 유의하게 아웃퍼폼
- ESG Momentum은 전통적 스타일 팩터와의 상관관계가 낮아, 기존 팩터와 차별화된 투자 정보를 제공
- 이는 ESG·거버넌스 현재 Level뿐 아니라 Delta, 즉 변화의 방향과 기울기를 함께 보는 접근의 실증적 근거

ESG momentum의 역사적 성과



주: MSCI ACWI Index 구성 종목을 ESG 모멘텀(ESG momentum)이 높은 순서에서 낮은 순서로 정렬한 후 매월 동일가중 방식으로 5개 분위(quintile)로 구분. 2009년 6월부터 2022년 6월까지 매월 포트폴리오를 재조정(rebalancing)하고, ESG 모멘텀이 가장 높은 상위 20% 포트폴리오를 매수(long), 가장 낮은 하위 20% 포트폴리오를 매도(short)하는 전략의 누적 성과 차이를 측정. 성과는 월별 동일가중 수익률을 기준으로 산출
자료: MSCI, 메리츠증권 리서치센터

ESG momentum과 스타일 팩터와의 상관관계

	Beta	Book-to-Price	Dividend Yield	ESG Momentum	Earnings Quality	Earnings Variability	Earnings Yield	Growth	Investment Quality	Leverage	Liquidity	Long-Term Reversal	Mid Capitalization	Momentum	Profitability	Residual Volatility	Size
Beta	1.00	0.26	0.05	0.03	0.29	0.20	0.17	0.09	0.05	0.25	0.50	-0.00	-0.15	-0.44	-0.28	0.57	-0.32
Book-to-Price	0.26	1.00	0.18	-0.05	0.36	0.24	-0.04	0.06	0.13	0.47	0.02	0.13	0.04	-0.37	0.11	0.20	-0.02
Dividend Yield	0.05	0.18	1.00	-0.32	0.12	-0.02	0.10	-0.04	0.10	0.31	0.16	0.39	-0.00	-0.27	-0.15	0.19	-0.12
ESG Momentum	0.03	-0.05	-0.32	1.00	-0.12	0.04	-0.10	-0.03	-0.18	-0.02	0.08	-0.04	-0.17	0.03	-0.01	-0.06	0.11
Earnings Quality	0.29	0.36	0.12	-0.12	1.00	0.18	0.22	0.11	0.14	0.04	0.02	0.20	0.05	-0.29	-0.08	0.18	-0.13
Earnings Variability	0.20	0.24	-0.02	0.04	0.18	1.00	0.24	0.12	0.09	0.30	0.11	0.16	-0.02	-0.17	-0.12	0.12	0.06
Earnings Yield	0.17	-0.04	0.10	-0.10	0.22	0.24	1.00	-0.18	0.42	0.15	-0.12	0.36	0.02	0.30	-0.18	-0.16	0.04
Growth	0.09	0.06	-0.04	-0.03	0.11	0.12	-0.18	1.00	-0.36	0.01	0.21	-0.13	0.12	0.11	-0.05	0.15	-0.18
Investment Quality	0.05	0.13	0.10	-0.18	0.14	0.09	0.42	-0.36	1.00	0.04	-0.21	0.21	-0.02	-0.19	0.08	-0.18	0.16
Leverage	0.25	0.47	0.31	-0.02	0.04	0.30	0.15	0.01	0.04	1.00	0.16	0.31	-0.00	0.31	-0.18	0.11	-0.13
Liquidity	0.50	0.02	0.16	0.08	0.02	0.11	-0.12	0.21	-0.21	0.16	1.00	0.00	-0.15	-0.25	-0.24	0.82	-0.27
Long-Term Reversal	-0.00	0.13	0.39	-0.04	0.20	0.16	0.36	-0.13	0.21	0.31	0.00	1.00	-0.03	-0.24	0.01	0.00	-0.04
Mid Capitalization	-0.15	0.04	-0.00	-0.17	0.05	-0.02	0.02	0.12	-0.02	-0.00	-0.15	-0.03	1.00	0.11	0.09	-0.08	0.19
Momentum	-0.44	-0.37	-0.27	0.03	-0.29	-0.17	-0.30	0.11	-0.19	-0.31	-0.25	-0.24	0.11	1.00	0.13	-0.36	0.01
Profitability	-0.28	0.11	-0.15	-0.01	-0.08	-0.12	-0.18	-0.05	0.08	-0.18	-0.24	0.01	0.09	0.13	1.00	-0.17	0.12
Residual Volatility	0.57	0.20	0.19	-0.06	0.18	0.12	-0.16	0.15	-0.18	0.11	0.32	0.00	-0.08	-0.36	-0.17	1.00	-0.41
Size	-0.32	-0.02	-0.12	0.11	-0.13	0.06	0.04	-0.18	0.16	-0.13	-0.27	-0.04	0.19	0.01	0.12	-0.41	1.00

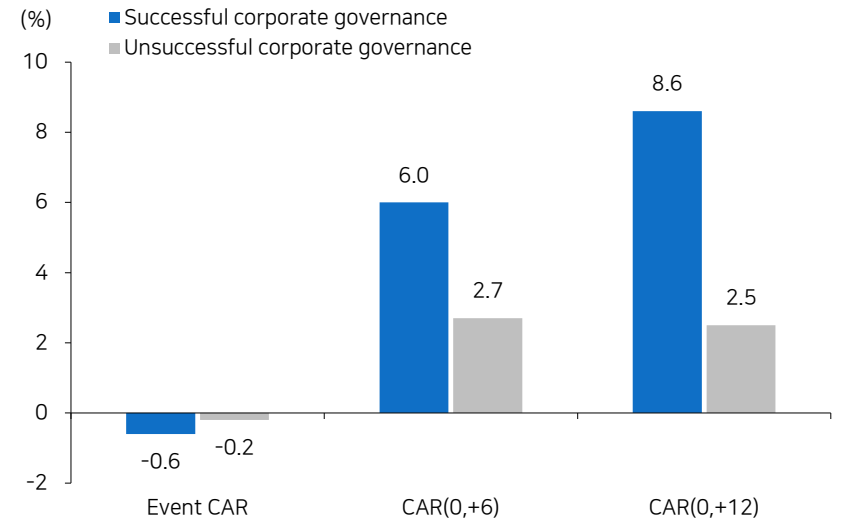
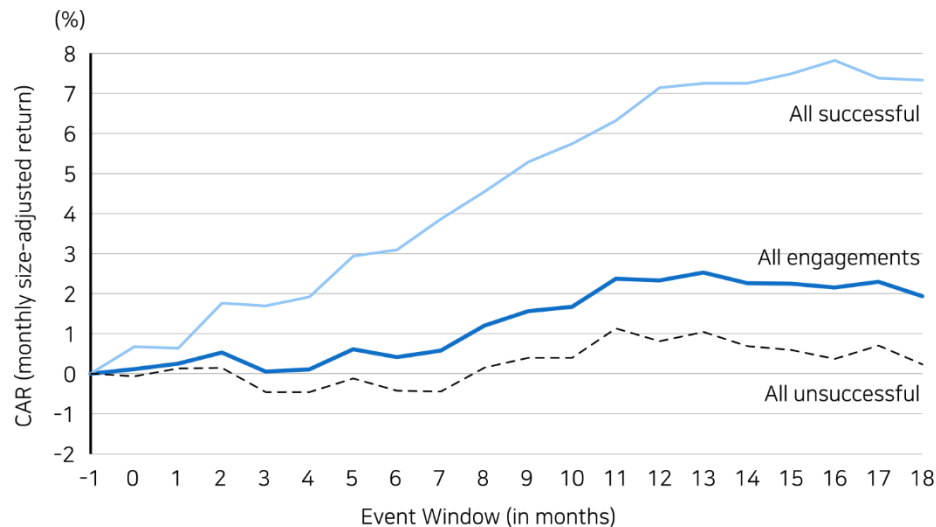
주: 분석 기간은 2009년 6월~2022년 6월임.
스타일 팩터 데이터는 MSCI Barra Global Equity Model for Long-Term Investors를,
종목별 ESG 데이터는 MSCI ESG Ratings를 활용
자료: MSCI, 메리츠증권 리서치센터

[Academic Evidence] 성공한 인게이지먼트에서 성과 차별화

The ESGverse
Buy the Change, Not the Score

- Dimson·Karakas·Li(2015)는 1999~2009년 미국 상장기업 613개사, 2,152건의 ESG Engagement를 분석
- 성공한 Engagement 이후 1년간 누적 평균 초과수익률은 평균 약 +4.4% ↔ 실패한 Engagement는 유의한 초과수익이 관찰되지 않음
- 특히 Governance Engagement에서는 초기 반응보다 시간이 지나 실제 변화가 확인될수록 성공·실패 사례 간 누적 초과수익 격차가 확대
- 이는 Engagement 자체보다 기업이 실제로 변화에 성공했는지 여부가 투자성과 차별화에 중요할 수 있음을 시사
- 압력 자체보다 이후 기업 행동의 변화 여부를 확인해야 한다는 투자 논리의 근거

Academic Evidence: 성공·실패 Engagement의 누적초과수익률 격차



주: 미국 단일 대형 기관투자자의 독점 데이터셋에 기반하여 인게이지먼트 2,152건, 613개 기업을 대상으로 분석한 연구 결과임.

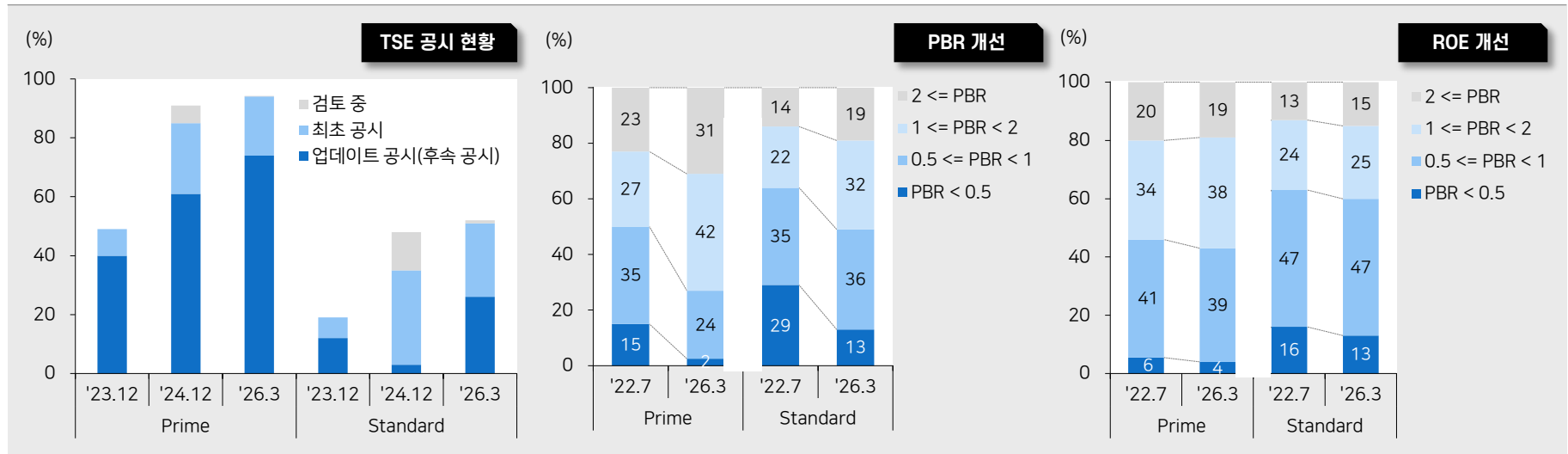
본문의 +4.4%는 전체 성공 Engagement의 평균 초과수익률이며, 우측 그래프는 Governance Engagement 표본의 기간별 누적 초과수익률
자료: Dimson, E., Karakas, O., & Li, X. (2015). Active ownership., 매리츠증권 리서치센터

[Empirical Evidence] TSE도 '공시 여부'에서 '실행과 개선'으로

The ESGverse
Buy the Change, Not the Score

- 2023년 3월 도쿄증권거래소(TSE)는 Prime·Standard 상장기업에 '자본비용과 주가를 의식한 경영'을 요청
- 2024년 1월부터 기업별 대응·공시 현황을 월별 리스트로 공개, 이후 업데이트 여부까지 추적하는 제도를 시행
- TSE는 단순 공시 여부를 넘어, 공시 이후 내용의 갱신과 기업의 진전을 확인하는 방향으로 제도를 고도화
- 2026년 4월에는 요청 내용을 재차 보완해 경영자원의 적절한 배분과 투자자와의 건설적 대화를 추가 강조
- 2026년 8월에는 기관투자자 설문을 통해 의미있는 진전(meaningful progress)을 보인 기업을 투자자 관점에서 평가 & 진전 사례 공개
- 즉, TSE 사례는 Response → 반복 업데이트 → 개선 및 진전 확인이 제도적으로 추적될 수 있음을 보여주는 사례

Prime 시장의 93%가 공시 → 74%가 이후 내용 업데이트: 공시가 일회성 공시에 그치지 않고 지속적으로 개선·갱신되고 있음을 보여주는 지표



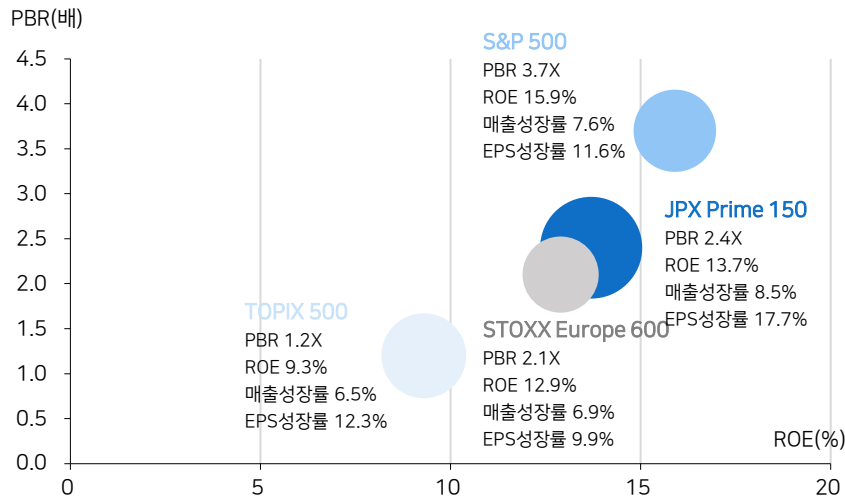
주: 2026.3월 기준
자료: TSE, JPX, 메리츠증권 리서치센터

[Empirical Evidence] 거버넌스 개선의 종착점은 가치창출

The ESGverse
Buy the Change, Not the Score

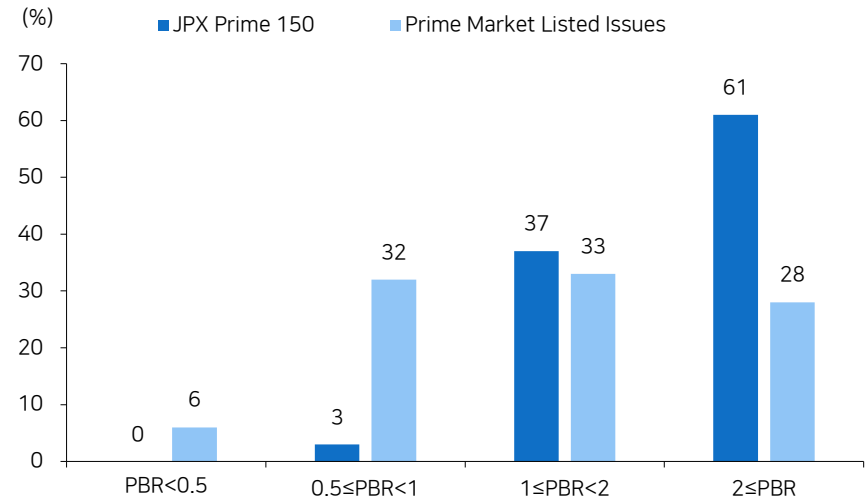
- JPX는 TSE Prime시장 시가총액 상위 500개 종목 중 Equity spread(ROE-COE) 기준 75개, PBR 기준 75개씩 총 150개 종목을 선정
- 단순 저PBR 지수가 아니라 자본비용을 상회하는 수익성과 시장가치가 확인된 기업을 선별
 - ① ROE가 자기자본비용을 상회해 Equity spread > 0 이고,
 - ② 주가가 BPS를 상회해 PBR > 1 일 때 가치창출이 추정된다는 지표를 각각 적용하여 종목 선정
- 기업의 가치창출 여부를 ROE, Equity Spread, PBR 등 자본효율성과 시장평가 지표로 확인 → Governance Transition Strategy에서 거버넌스 개선을 통한 성과를 확인하는 참고 지표로 활용 가능

JPX Prime 150의 수익성 및 밸류에이션 비교



주: 2025.6.30일 기준. 버블 크기는 5년 평균 EPS성장률 중위값, 매출성장률은 5년 평균 중위값 기준
자료: Bloomberg, JPX, 메리츠증권 리서치센터

JPX Prime 150 vs Prime Market PBR 분포 비교



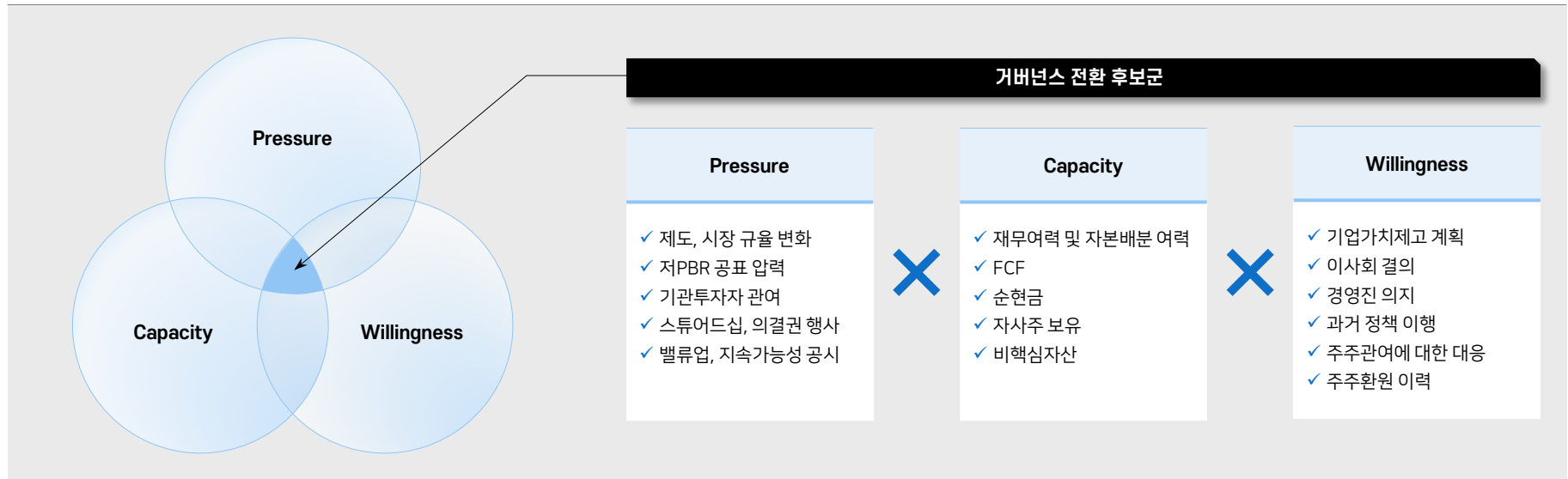
주: 2026년 7월 데이터 기준
자료: JPX, 메리츠증권 리서치센터

투자 후보는 Pressure × Capacity × Willingness로 선별

The ESGverse
Buy the Change, Not the Score

- 모든 외부 압력이 기업 행동 변화로 이어지는 것은 아님. Pressure만 높은 기업은 관찰 대상
- 거버넌스 변화 가능성은 외부 압력(Pressure) × 전환 역량(Capacity) × 개선 의지(Willingness)를 함께 볼 때 높아짐
- Pressure은 변화를 요구하는 외부 조건, Capacity는 실행할 수 있는 여력, Willingness는 실제 변화 의지
- 세 조건이 함께 확인되는 기업을 거버넌스 전환 전략(Governance Transition Strategy)에 따른 전환 후보군으로 선별
- 이후 실제 투자 여부는 다음 단계에서 기업의 대응(Response)과 이행(Execution)을 확인하여 판단

거버넌스 전환 후보군 선별: Pressure × Capacity × Willingness



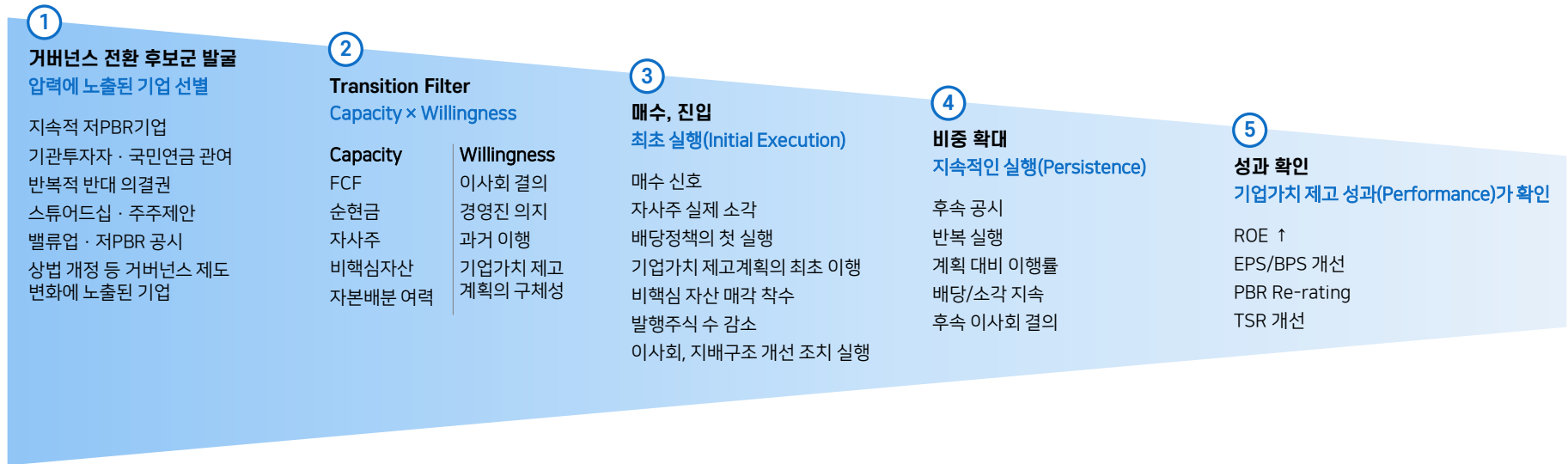
자료: 국민연금, 메리츠증권 리서치센터

투자전략: 최초 실행에서 진입, 지속적 이행에서 비중 확대

The ESGverse
Buy the Change, Not the Score

- 후보군에 포함됐다는 사실만으로는 투자 신호가 아님
- 기업의 반응과 대응(Response)이 확인되면 모니터링을 강화하되, 아직 진입 신호로 보지는 않음
- 정책 변화, 자사주 소각, 배당 실행, 비핵심자산 매각 등 최초 실행(Execution)이 확인될 때 초기 진입
- 이후 동일 방향의 실행이 반복되는 지속적 이행(Persistence)이 확인될수록 비중 확대
- ROE, Equity Spread, PBR 등 자본효율성과 시장평가 지표로 거버넌스 변화가 기업가치 제고 성과(Performance)로 연결되는지 확인

Governance Transition Strategy 에 따른 투자 프로세스



자료: 메리츠증권 리서치센터

거버넌스 변화에 투자하는 방법

The ESGverse
Buy the Change, Not the Score

- 국내에도 주주가치 개선, 밸류업, 주주관여, 주주환원 투자 테마로 구현한 ETF와 펀드가 존재
- 투자자는 개별 기업의 거버넌스 변화를 직접 분석하지 않더라도 관련 ETF와 펀드를 통해 간접적으로 접근 가능
- 다만 기존 상품은 각각 현재 우수성, 개선 가능성, 직접 관여, 주주환원 등 서로 다른 기준으로 종목 선별
- Governance Transition Strategy는 Pressure → Response → Execution → Persistence → Performance의 변화 경로 자체를 투자신호로 활용한다는 점에서 차별화

Investable Proxy: 국내 거버넌스 관련 상품 및 전략

구분	주주가치 Active ETF	Engagement · 주주관여형 펀드	Value-up ETF	Value-up Active ETF	주주환원 · 고배당 ETF
대표 국내 상품/전략	TRUSTON 주주가치액티브 ETF (472720)	트러스트ESG레벨업증권투자신탁 [주식]	KODEX 코리아밸류업 (495850)	TRUSTON 코리아밸류업액티브 ETF (496130)	TIGER 은행고배당플러스 TOP10 ETF (466940)
핵심 투자대상	기초체력은 우수하나 낮은 주주환원을, 지배구조 이슈 등으로 저평가된 기업	ESG, 지배구조 개선 가능성이 있는 기업	수익성, 주주환원, 시장평가, 자본효율성이 우수한 기업	밸류업 지수 편입, 편입 가능 기업 중 추가 개선 여지 종목	고배당, 주주환원 여력이 높은 금융주 중심
투자 방식	액티브 ETF	공모 액티브 주식형 펀드	지수 추종 ETF	액티브 ETF	테마, 팩터 ETF
Governance 연결고리	경영진 행동변화, 정책 변화, 주주행동주의 가능성 반영	적극적 주주활동을 통해 ESG, 지배구조 개선에 참여	기업가치 제고 프로그램 우수기업 선별	저평가, 펀더멘털, 거버넌스 개선 가능성 반영	배당 확대, 자본효율성 개선, 저평가 정상화

자료: ETF CHECK, 트러스트자산운용, 메리츠증권 리서치센터

좋은 기업을 넘어, 좋아지는 기업까지

The ESGverse
Buy the Change, Not the Score

- 기존 Investable Proxy는 현재의 우수한 펀더멘털, 주주환원, 밸류업 성과를 중심으로 투자대상을 선별
- Governance Transition Strategy는 현재 수준 뿐 아니라 Pressure 이후 Response → Execution → Persistence가 확인되는 변화 구간에 주목하며 변화의 경로를 평가
- 핵심은 이미 좋은 기업을 고르는 것을 넘어, 실제 실행이 확인되고 개선의 기울기가 가팔라지는 기업까지 투자대상을 확장하는 것

현재 Investable Proxy vs. Governance Transition Strategy 차이

기존 접근			구분	현재 Investable Proxy	Governance Transition Strategy
현재 수준 중심	현재 수준 + 변화 방향		투자대상	현재 우량, 밸류업, 주주가치 개선 기업	변화가 시작되고 실행되는 기업
정적 스크리닝	동적 변화 추적		핵심정보	현재 레벨(점수 및 등급), 정책, 주주환원	변화(Delta), 실행, 지속적 이행
정책, 공시 확인	실행, 지속적 이행 확인		선별 기준	현재 매력도, 운용사 판단	외부 압력(Pressure) × 전환 역량(Capacity) × 개선 의지(Willingness)
상대적 매력도	변화의 기울기		진입 시점	지수 편입, 운용사 판단	Initial Execution 확인
좋은 기업 선별	좋아지는 기업까지 확장		비중 확대	상대적 매력도	Persistence 확인
			핵심 질문	좋은 기업인가?	변화가 실제 실행되고 있는가?
			투자철학	Buy Quality	Buy the Change

자료: 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 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 발생 할 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	89.7%
중립	10.3%
매도	0.0%

2026년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율