

ESG

Analyst 이경연
kyungyeon.lee@daishin.com

시크릿주주



Contents

Part 1. 미리캐피탈의 종목 선별과 관여 방식	07
(1) 이들은 뭘 주식을 사지 않았다	
(2) 공간 문은 어떻게 열리는가	
(3) 미리캐피탈의 투자 전략	
(4) 무엇이 재평가를 갈랐나	
Part 2. 거버넌스 개혁 2라운드	27
(1) 10년 만의 첫 개정	
(2) 제도 정비는 두 갈래로 진행됐다	
(3) 개정 코드, 조문은 어떻게 바뀌었나	
(4) 자율규범인가 감독규범인가	
(5) 5%룰이 풀리면, 연대가 시작된다	
(6) 해외 사례 – 영국, 일본	
[Appendix] 한국 스튜어드십 코드	47
기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙	

Summary

공간 문은 어떻게 열리는가

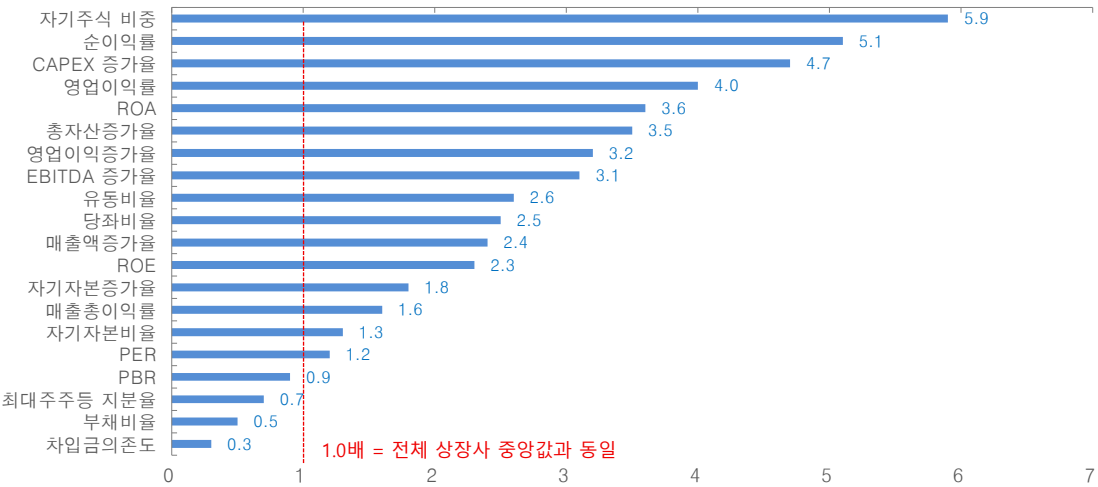
미리캐피탈의 국내 12개사 투자 근거는 그동안 저평가와 ROE 개선 여지로 요약되어 왔지만, 뜯어보면 절반만 맞다. 저평가는 일부에만 해당한다. 장부가를 밑도는 종목은 절반이고, 나머지 절반은 오히려 프리미엄 구간에 있었다. ROE 개선 여지도 마찬가지여서, 이들은 이미 시장을 크게 웃도는 수익을 내고 있었고 주가도 그만큼 비싸게 거래되고 있었다. 싼 주식도, 못 버는 기업도 아니었던 셈이다. 열두 종목이 실제로 공유한 것은 자기주식과 현금이었다. 소각하지 않고 쌓아둔 자기주식이 시장과 뚜렷하게 벌어진 지점이었고, 여기에 채고가 아니라 곧바로 꺼내 쓸 수 있는 현금이 두텁게 겹쳤다. 잘 버는 만큼 배당을 늘릴 여력도 있었지만 실제 배당은 그에 못 미쳤으니, 나눠줄 것을 공간에 쌓아둔 채 나눠주지 않고 있었던 것이다. 이 차이가 관여의 방식을 규정한다. 이미 잘 버는 기업의 실적을 더 끌어올리기는 어렵고, 남는 것은 쌓인 공간의 문을 여는 쪽이다. 배당을 늘리고 자기주식을 소각하면 주주가 요구하는 수익률이 내려가기 때문이다. 다만 이 문은 표 대결로 열리지 않는다. 경영진과의 오랜 신뢰, 그리고 경영권을 다투지 않을 만큼 절제된 지분이 전제된다. 실제로 투자 이후 배당은 늘었다. 반면 자기주식은 줄기는 했으나 소각으로 보기는 어렵다. 임직원 보상이나 복지기금 출연 같은 처분이 섞여 있었고, 취득목적에 소각을 명시한 곳도 확인되지 않았다. 공간의 두 문 가운데 하나가 먼저 열린 셈이다. 나머지 문은 제도가 여는 쪽으로 기울었다. 2026년 3월 시행된 3차 개정 상법이 자기주식의 원칙적 소각을 의무화했기 때문이다. 결국 미리캐피탈이 산 것은 할인된 가격표가 아니라, 아직 밖으로 나가지 않은 현금과 자기주식이었다.

여세주이(與世推移) – 세상의 변화에 맞추어 함께 변화해 간다

스튜어드십 코드의 출발점은 2008년 글로벌 금융위기다. 금융회사의 부실이 기업지배구조의 실패에서 비롯되었고, 기관투자자의 방관과 무관심이 그 실패를 야기하는데 적지 않은 역할을 한 것으로 진단되었다. 이에 기관투자자에게 투자대상기업의 가치를 지키고 경영을 감시할 책임을 지우려는 시도가 시작되었다. 영국은 워커보고서의 제안에 따라 2010년 기업지배구조 코드와 스튜어드십 코드를 각각 제정했다. 그리고 일본이 2014년, 한국이 2016년 뒤를 이었다. 한 나라의 선택이 아니라 하나의 글로벌 흐름이었다. 한국도 그 흐름 위에 있다. 일본 밸류업 프로그램은 한국형 밸류업으로 이어졌고, 세 차례의 상법 개정이 뒤따랐다. 어느새 거버넌스는 시장의 테마가 되었다. 10년 만의 스튜어드십 코드 개정은 그 연장선에 있다. 다만 남은 과제는 법제도다. 개정 코드는 기관투자자 간 협력적 관여를 허용했으나, 자본시장법은 의결권 공동행사 합의를 특별관계로 본다. 이와 관련한 5%를 개정안이 국회에 계류 중이며, 향후 논의 경과에 주목할 필요가 있다. 이 또한 새로운 변화가 된다면, 기관투자자의 공동 관여활동 여건이 달라진다. 투명한 기업지배구조가 투자와 기업경영의 새로운 모토가 된 지금, 주주행동주의 역시 또 다른 의미와 모습으로 우리에게 다가올 것으로 보인다.

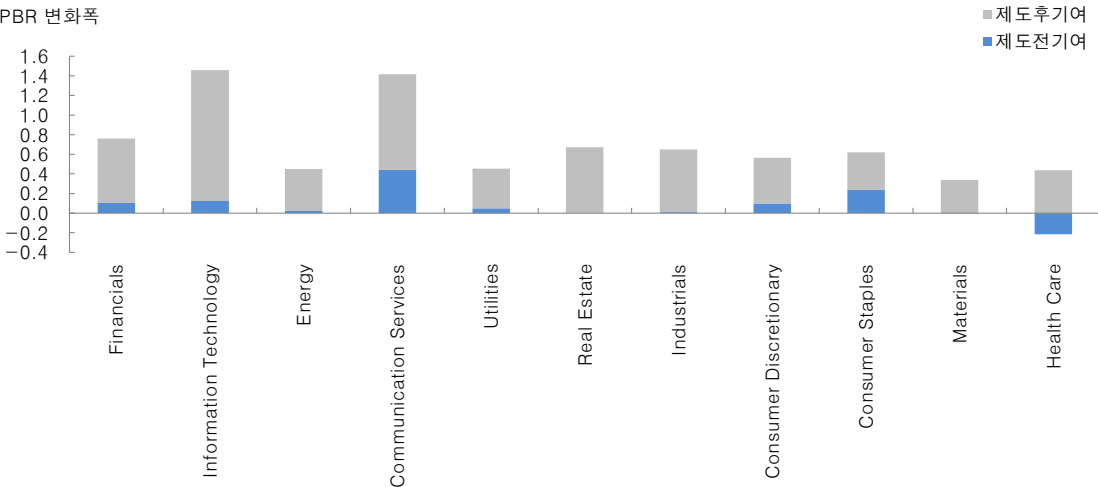
Key Charts

투자대상 12개사 vs. 전체 상장사 지표 격차 (투자대상 12개사 ÷ 전체 상장사, 단위: 배)



주) 순이익증가율은 투자대상 -0.46%, 전체 상장사 4.15%로 부호가 반대여서 배수 산출 대상에서 제외.
자료: 한국ESG연구소, 대신증권 Research Center

Nikkei 225 PBR은 제도 시행 후 개선이 전체 변화량의 95% 차지



자료: 한국ESG연구소, 대신증권 Research Center

관여활동의 법적 경계		
구분	현행 (지분시장과 금융투자업에 관한 법률)	개정안 (의안번호 2220605)
특별관계자 범위	“대통령령으로 정하는 특별한 관계가 있는 자”로 위임 (제133조제3항)	① 본인의 특수관계인, ② 주식등 공동취득·처분 또는 상호양도·양수를 함의한 자, ③ 의결권의 행사를 지시할 수 있는 권한을 통하여 의결권을 공동으로 행사하는 자
보유목적 판단	“발행인의 경영권에 영향을 주기 위한 것” (제147조제1항, 제150조제2항)	“주요 경영사항에 대하여 사실상의 지배력을 행사하기 위한 것”
‘사실상 영향력 행사’의 범위	(시행령 제154조제1항 각 호 및 법령 해석으로 판단)	(포함) 「상법」 제363조의2, 제366조, 제368조 제2항에 따른 권리 행사 또는 제3자로 하여금 행사하게 하는 것 (제외) 제152조 의결권 대리행사 권유, 단순한 의견 전달 또는 대외적 의사표시

자료: 국회 의안정보시스템, 대신증권 Research Center

Part 1.

미리캐피탈의 종목 선별과 관여 방식

리서치센터 지주/ESG 이경연

한국ESG연구소 거버넌스본부 박진혁 Ph.D

Part 1. 미리캐피탈의 종목 선별과 관여 방식

미리캐피탈(Miri Capital Management LLC) 이 국내 12개 상장사에 투자한 판단기준은 그동안 저평가(PBR 1배 미만)와 ROE 개선 여지로 요약되어 왔다. Part 1에서는 먼저 이 요약이 12개 기업의 지표와 어느 정도 부합하는지를 확인한다. 이어서 미리캐피탈이 공시와 인터뷰에서 밝힌 보유 기조 및 관여 방식을 살펴보고, 그러한 관여가 적용된 12개 기업의 공통 재무 특성을 정리한다. 마지막으로 유사한 접근으로 종목을 선별하려는 운용사가 실무에서 점검할 항목을 제시한다.

분석의 기준 시점은 두 가지다. 종목 선정 단계의 판단 근거를 확인하기 위해 투자 직전년도(t-1) 재무제표를 주 기준으로 삼고, 투자 이후의 변화를 보기 위해 투자 당해년도 말(t) 수치를 병행한다. 비교군은 코스피·코스닥 전체 상장사 중앙값이다. 투자 대상 12개사 가운데 10개사는 코스닥, 2개사는 코스피 상장사여서 어느 한쪽 시장만으로는 비교군이 성립하지 않는다. 두 시장을 합한 전체 상장사 중앙값으로 기준을 단일화했다. 아울러 도쿄증권거래소의 자본비용 경영 요청 이후 업종별 PBR 변화를 다룬 두 건의 분석을 별첨으로 첨부하고, 관련 대목에서 참고 근거로 인용한다.

(1) 이들은 싼 주식을 사지 않았다

행동주의가 전통적으로 겨냥해온 기업에는 정형이 있다: 저PBR, 저수익성, 저배당, 그리고 표대결이 가능한 낮은 지배주주 지분율. 미리캐피탈의 국내 투자를 저평가·ROE 개선으로 읽어온 것도 이 정형에서 나왔다. 12개 종목을 뜯어보면 이 정형은 네 축 가운데 셋에서 무너진다.

저PBR로 거르면 절반이 사라진다. 1배 미만은 인포바인(0.39배)부터 스틱인베스트먼트(0.81배)까지 여섯 종목뿐. 반대편엔 가비아(1.10배), 인바디(1.22배), 위세아이텍(3.00배), 미코(3.66배)가 나란히 서 있다. 중앙값 0.96배는 0.39배와 3.66배가 만든 평균일 뿐, 어느 한 종목의 얼굴도 아니다. 저PBR을 진입 조건으로 걸었다면 절반은 화면에 뜨지도 않았을 것이다.

못 버는 기업도 아니었다. 순이익률 중앙값 12.99%는 전체 상장사(2.55%)의 다섯 배. 그런데 PER 중앙값 8.92배는 전체 상장사(7.19배)를 웃돈다. 이익이 다섯 배인 기업에 시장은 더 비싼 값을 매기고 있었다. 몰라줘서 썼다는 전제는 여기서 깨진다. ROE도 10.13%로 전체 중앙값 4.36%의 2.3배, 12개 중 가장 낮은 한국알콜(5.86%)조차 이를 웃돈다.

저배당도 아니었다. 투자 직전년도 배당성향 중앙값은 19.50%다. 안 주던 기업들이 아니라 이미 주기 시작한 기업들이었다. 여기까지 세 축이 어긋났다. 정형과 맞아떨어지는 것은 마지막 하나 - 낮은 지배주주 지분율뿐이다

진짜 차이는 공간에 있었다. 자기주식 비중 중앙값 7.27%는 전체 상장사(1.23%)의 5.9배 - 스무 개 지표를 다 뒤져도 이만한 격차는 없다. 매커스(41.18%), 인포바인(32.90%)이 상단을 채운다. 당좌비율 280.26%가 여기 겹친다. 현금과 자기주식, 두 형태로 쌓인 공간이다. 배당은 이미 나가고 있었지만 자기주식은 그대로였다. 취득목적이 확인되는 9개사 어디에도 소각은 없다. 소각이 의무가 되기 전의 이야기다. 공간에 문이 둘 있었고, 그 중 하나만 열려 있었다.

그래서 겨냥한 건 실적이 아니라 공간의 문이다. $PBR \approx (ROE - g) / (r_e - g)$. 저수익성 기업을 상대하는 행동주의는 분자, ROE를 밀어올린다. 이미 시장의 두 배 넘게 버는 기업에서 그 여지는 좁다. 남는 건 분모 - 주주가 요구하는 자본비용이다. 처분처가 정해지지 않은 발행주식 7%대 물량이 소각으로 사라지고 배당이 예측 가능한 정책으로 자리 잡으면, 공간 문이 열리는 만큼 요구수익률은 내려간다.

성장률(g)도 같은 방향으로 작용하지만 조건이 붙는다. ROE가 자본비용을 웃도는 구간에서만 g는 PBR을 밀어올린다. 매출액 증가율 13.78%는 전체 중앙값(5.81%)의 2.4배, CAPEX 증가율 8.31%는 1.78%의 4.7배다. 저PBR 종목만 담지 않은 이유가 여기 있다.

공간 문은 표 대결로 열리지 않는다. 소각과 배당 정책 변경은 이사회와 주주총회를 거쳐야 하고, 시장이 이를 일회성이 아닌 정책으로 받아들이기까지 또 시간이 걸린다. 신고서에 적힌 과거 투자 대상 기간은 2~5년이다. NC홀딩스에서는 26.28%를 2년에 걸쳐 장내에서 모은 뒤 3년간 분기당 1~2회 이상 경영진과 만났고, 최초 취득에서 공개매수까지 3년 2개월이 걸렸다.

그 시간을 버티게 해주는 건 지배주주 지분율이다. 발행주식 기준 중앙값 28.27% 전체 상장사(39.05%)를 밀돈다. 목소리를 낼 여지는 있지만 경영권을 다룰 자리는 아니다. 대화로 문을 여는 방식에 정확히 맞는 구간이다

미리캐피탈은 싼 주식을 고르게 아니다. 잘 벌면서도 공간을 채운 기업, 그리고 그 공간을 열 대화가 가능한 기업을 고른 것이다. **스크리닝 첫 칸에 PBR을 놓는 순간 이 종목군은 사라진다. 그렇다면 이들은 그 공간을 어떻게 열었을까.**

표 1. 한국 투자 기업 12 개사 (단위: 십억원)

기업명	투자연도	공시 시점 시가총액	업종	기업명	투자연도	공시 시점 시가총액	업종
지니언스	2021	78.6	네트워크 보안 SW	케이아이엔엑스	2025	434.8	IDC/클라우드 인프라
위세아이텍	2021	104.7	데이터/AI SW	매커스	2025	390.3	반도체 유통
유수홀딩스	2022	172.1	지주회사(해운/물류)	인포바인	2025	242.3	모바일 인증/보안 SW
가비아	2023	69.6	도메인/호스팅/클라우드	미코	2026	561.4	반도체 부품/장비
인바디	2023		의료기기(체성분분석)	한국알콜	2026	240.0	정밀화학/주정
스틱인베스트먼트	2023	318.0	PE/VC	지어소프트	2026	109.9	IT 서비스/오아시스 지분

주) 투자연도는 최초 대량보유공시 시점을 기준으로 설정
자료: DART, 대신증권 Research Center

(2) 공간 문은 어떻게 열리는가

장기투자는 선택이 아니라 전제조건이다

미리캐피탈이 자신을 설명한 자료는 두 개뿐이다. 2024년 6월 NC홀딩스 공개매수 신고서, 그리고 2026년 1월 벤자민 그리피스 대표의 서면 인터뷰다.

신고서의 자화상은 간결하다. 보스턴 본사, 아시아 중심 중소형 테크·산업주 투자, 경영진과 “대립하지 않는 장기 파트너”. 2015년 설립 이후 40개국 이상에서 컨설턴트처럼 경영 분석과 조언을 제공해왔고, 과거 투자 대상의 보유 기간은 2~5년. 일본이 운용잔고의 40%를 차지하고, 업종은 소프트웨어부터 데이터센터, 미디어까지 걸쳐 있다.

그리피스 대표의 답은 한 문장으로 요약된다. 회수 시점을 묻자 “매우 길다”고 했다. 지분 매각 계획 없음, 핵심 펀드에 정해진 투자 기간이나 엑시트 날짜 없음 – 만기 없는 영구자본을 굴린다는 뜻이다. 관여 방식은 가치 중심, 우호적 제안, 자사주 소각과 성과 보상의 결합 – 넓게 보면 행동주의지만, 경영진과 싸우는 쪽은 아니라고 선을 긋는다.

신고서의 “2~5년” 과 인터뷰의 “영구자본”은 시점이 다른 말이다. 전자는 과거 실적치, 후자는 스틱인베스트먼트 지분 25%를 이미 확보한 뒤의 말이다. 그래도 방향은 같다. 공간 문을 여는 대화는 분기 단위로 쌓여야 열리고, 그 대화를 몇 년이고 이어갈 자본이 아니면 이 관여 방식 자체가 성립하지 않는다. 미리캐피탈에게 장기투자는 선호가 아니라 전제조건이다.

[Case Study ①] NC홀딩스, 3년 2개월의 기록

지분 축적 2년,
장내에서 조용히

NC홀딩스는 미리캐피탈의 보유 경로가 문서로, 그것도 시간 순서대로 남아있는 유일한 사례다. 미리캐피탈은 2021년 4월 8일부터 2023년 3월 31일까지 장내거래로 1,146,600 주(소유비율 26.28%)를 사들였다. 2023년 4월 1일 이후로는 단 한 주도 추가 매수하지 않았다.

비공개 대화,
분기 1~2회, 3년

신고서는 투자처에 대한 제언이 공개된 장이 아니라 비공개 자리에서 이루어져 왔다고 밝힌다. 제언의 예는 이산화탄소 배출량 감축, 그리고 이사회 다양성 향상 목표에 연동한 임원 주식보수 도입이었다. 미리캐피탈은 2021년 6월경부터 경영진과 대화를 시작해 2023년까지 3년간 분기당 1~2회 이상 만났다. 초기 분석은 대상회사의 주차장 유지보수 사업을 성장 여지가 큰 안정적 수익원으로 봤다. 경영진의 선견성에도 불구하고 시장이 제값을 쳐주지 못하고 있다고 판단한 것이다.

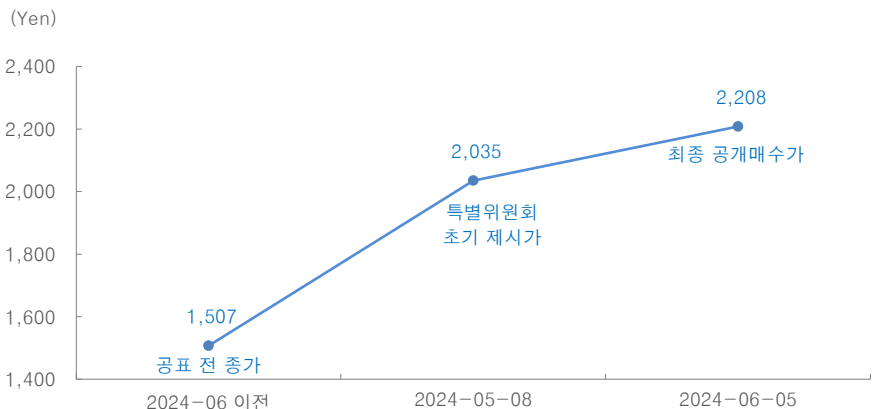
대화는
비공개화 제안으로

2023년 6월 19일 초기 제안 제출서에 따르면 다른 사모펀드와 공동 비공개화를 협의했지만 2024년 2월 상대 펀드가 받을 뻔고, 미리캐피탈은 같은 달 20일 단독으로 법적 구속력 없는 제안서를 냈다. 최초 취득에서 공개매수 개시까지 3년 2개월 - 신고서가 밝힌 과거 투자 대상 기간 2~5년, 그 범위 안이다.

가격은
표 대결이 아니라
절차로 올랐다

특별위원회 답신서 기준, 2024년 5월 8일 제시된 2,035엔은 3회에 걸쳐 173엔(약 8.50%) 인상되었다. 이해관계자의 영향으로 교섭이 왜곡된 정황은 없고 대등한 교섭이었다는 평가다. 공개매수 기간은 법정 최단기간(20영업일)보다 긴 30영업일이었다. 대항매수제안자와의 접촉을 막는 합의도 없었고, 매수예정수 하한은 Majority of Minority(지배주주를 제외한 일반주주의 과반 찬성) 수준을 웃돌게 설정되었다. 최종 공개매수가 2,208엔은 공표 전 영업일 증가 1,507엔 대비 46.52% 프리미엄이다.

그림 1. NC홀딩스 주가 추이 - 공개매수 협상 구간



자료: 한국ESG연구소, 대신증권 Research Center

미리캐피탈은 공개매수에 응모하지 않고, 스퀴즈아웃 이후 공개매수자 모회사에 전량 재출자하기로 합의했다. 응모하지 않은 나머지 주주의 주식은 주식병합으로 단주가 되고, 단주 합계에 상당하는 금전이 교부된다. 이 경우 주주는 공정 가격 매수청구와 법원의 가격 결정 신청이 가능하다. 지분 23.15%의 2위 주주 애셋 밸류 인베스터즈는 21.79%를 응모하는 계약을 맺었다.

비공개화 이후

현 경영진은 계속 사업을 이끌고, 공개매수자가 지명하는 이사 3명이 파견될 예정이다. 스톡옵션 등 인센티브 플랜 도입도 예정되어 있다. 인터뷰에서 밝힌 성과 기반 주식 보상과 같은 방향이다. 비공개화 사유로는 다양한 견해를 가진 주주의 요구 대응에 경영자원이 오래 소모되어 왔다는 점이 제시되었다.

상장폐지의 이면

3년간 분기마다 나눈 제언은 이산화탄소 배출량 감축과 이사회 다양성 연동 임원 보수였다. 자사주 소각도, 배당 확대도 아니다. 그리고 결말은 재평가가 아니라 상장폐지였다. 비공개화 사유서에 적힌 문장이 이유를 말해준다. 대담한 사업 개혁이 단기 실적을 요구하는 주식시장에서 제대로 평가받지 못할 우려인 것이다. 3년을 대화했는데도 시장이 값을 쳐주지 않자, 시장 밖에서 값을 실현한 것이다.

미리캐피탈이 자기 지분을 팔지 않고 재출자한 것도 같은 맥락이다. 공간을 연 게 아니라, 공간째 들고 나갔다. 이것이 이 자본의 마지막 카드다. 대화로 문이 열리면 소각과 배당으로 가고, 끝내 열리지 않으면 건물째 사간다. 만기 없는 자본이기 때문에 이 둘 다 선택지에 올려둘 수 있다.

[Case Study ②] 스틱인베스트먼트, 이미 자리 잡은 최대주주

장기적 가치를 더하는
투자자이자, 수익을
추구하는 투자자

그리피스 대표는 지분 인수 논의 시점을 구체적으로 밝히지 않았다. 다만 약 3년 전부터 스틱에 투자했고, 그 사이 주요 경영진과 긍정적 관계를 쌓아왔다고 했다. 재무적 투자자인지 전략적 투자자인지를 묻자 답은 “둘 다”였다. 출자자에게 장기적으로 가치를 더하는 파트너인 동시에, 투자로서도 수익을 거둔다는 것이다. 3월 주주총회의 구체적인 변경 사항은 언급을 피했지만, 경영진 및 다른 기관투자자와 우호적으로 협력하겠다는 기대는 분명히 했다.

성과 목표에 따라 차세대 리더에게 더 많은 지분을 배분해 출자자·주주와 이해관계를 맞추는 것이다. 이러한 미리카페탈의 글로벌 전략 중 하나를 스틱에도 그대로 적용할 계획이다. 창업회장이 매각 후에도 2% 지분을 남긴 것은 연속성의 증거로 판단했다. 국내 추가 투자를 묻자 대답은 명확했다 - “한국은 이미 최고의 성과를 낸 시장이고, 소프트웨어, 디지털 인프라, 비즈니스 서비스에 집중해 더 많은 한국 기업에 투자를 공개할 예정이다.”

두 사례가 겹치는 지점은 셋이다 - 장내매수를 통한 점진적 지분 축적, 비공개 대화 중심의 관여, 그리고 수년 단위의 보유 기간. 신고서와 인터뷰가 말로 밝힌 것을 두 사례가 증명했다.

표 2. 두 사례에서 확인되는 시계열

구분	NC홀딩스 (일본)	스티kein베스트먼트 (한국)
취득 방식·기간	장내거래, 2021.4.8~2023.3.31	회사 측 진술상 약 3년 전 투자 개시
확인 지분	26.28%	25%(최대주주)
대화 개시	2021.6 경, 분기 1~2 회 이상	시기 비공개
후속 전개	2023.6.19 비공개화 초기 제안	창업회장 지분 11.44% 인수
미리 지분 처리	공개매수 미응모 · 재출자	최대주주로 보유 지속
이사 파견	3명 파견 상정 기재	구체 사항 언급 유보

자료: NC홀딩스 공개매수 신고서(2024.6.5), 블로터 넘버스 인터뷰(2026.2.4) 정리, DART, 대신증권 Research Center

[참조] 일본에서의 보유 이력

앞선 사례 두 건만으로 “매우 길다”는 답을 검증하기는 어렵다. 그러나 미리캐피탈이 일본에서 대량보유보고를 제출한 이력이 있는 13개 상장사를 한 자리에 놓으면, 그 진술이 실제로 어떻게 지켜졌는지가 드러난다.

장기 보유 기간 동안
지분 조정 지속

열셋 가운데 아홉이 아직 남아 있다. 상단에는 20%대 지분이 셋 있다 - JAST 29.31%, NC홀딩스 24.47%, 시스템디 23.31%. 그리고 아홉 중 다섯 종목은 2026년 상반기에 보고를 갱신했다. 오래 보유하고 있으면서도 손을 놓은 것이 아니라, 지분을 계속 조정하고 있다는 뜻이다. 반대로 유미르링크(Yumiru Link)는 2023년 9월 이후 3년 가까이 보고가 갱신되지 않았다. NC홀딩스에서 2년간 모은 뒤 추가 취득을 멈춘 것과 같은 모양이다.

자발적 매각은
인프레홀딩스 한 건

아오야마재산네트워क्स(4.16%) 와 드림인큐베이터(4.65%)는 청산이 아니라 보고 기준선인 5% 아래로 내려간 경우로, 지분 자체는 남아 있을 수 있다. BEENOS는 LINE야후의 공개 매수에 응모한 결과다. 팔기로 결정한 것이 아니라 대상회사가 상장시장에서 사라졌다. 자발적 매각으로 읽을 수 있는 것은 인프레스홀딩스 한 건뿐이다.

정리하면 “매우 길다”는 장기 투자 시계열에 대한 답은 대체로 지켜졌다. 13개 상장사 가운데 보유 유지가 9개사, 기준선 하회자 2개사, 제3자 인수가 1개사, 자발적 이탈이 1개사이다. 국내 12개사에 적용된 판단은 한 시장에서의 일회성 실험이 아닌 것이다. 2015년 설립 이후 일본에서 같은 방식이 반복되어 왔고, 그 흔적이 13개 상장사 보고 이력으로 남아 있다. 이 방식이 적용된 12개 종목이 투자 직전년도에 어떤 재무 특성을 공유했는지는 다음 장에서 확인한다.

표 3. 일본 상장사 대량보유 이력과 현재 보유 상태

5% 이상 보유 유지 (9개사)			
종목코드	기업명	보유비율	최근 보고일 및 현황
4323	日本システム技術 (JAST)	29.31%	2026.02.04
6236	NC ホールディングス	24.47%	2024.08.02
3804	システムディ (System D)	23.31%	2025.10.22
8624	いちよし証券	16.47%	2026.04.14
7921	TAKARA & COMPANY	16.35%	2026.06.23
4372	ユミルリンク (Yumiru Link)	11.62%	2023.09.01
4783	NCD	8.91%	2026.02.24
9308	乾汽船	8.39%	2025.09.09
3179	シュッピン (Shuppin)	8.11%	2026.04.10
보고 기준 미달 청산 (4개사)			
종목코드	기업명	보유비율	최근 보고일 및 현황
4310	ドリームインキュベータ	4.65%	5% 미달 (2023년)
8929	青山財産ネットワークス	4.16%	5% 미달
3328	BEENOS	0.00%	공개매수 응모
9479	インプレスホールディングス	0.00%	청산 (2024.11.)

자료: 각사 대량보유보고서, 대신증권 Research Center

(3) 미리캐피탈의 투자 전략

우연히 닮은 것이 아니다

12 종목이 공유한
다섯 가지 조건

12개 종목이 우연히 닮은 것은 아니다. 미리캐피탈의 관여 방식을 염두에 두고 투자 직 전년도 재무 데이터를 전체 상장사 중앙값과 나란히 놓으면, 같은 조건 다섯 개가 반복 된다.

①수익성은 진입 이전에 이미 확보되어 있었다. 순이익률 중앙값 12.99%는 전체 상장사 (2.55%)의 다섯 배를 넘고, 영업이익률 14.14%는 3.52%의 네 배를 웃돈다. ROE는 10.13%로 4.36%의 약 2.3배, ROA는 7.51%로 2.08%의 약 3.6배다.

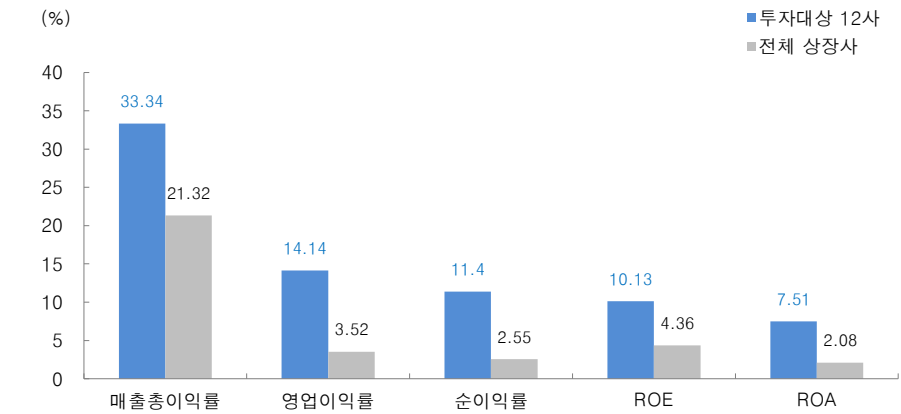
개별로는 인포바인(매출총이익률 100.00%, 영업이익률 31.25%), 스틱인베스트먼트 (78.74%, 17.11%), 인바디(75.67%, 25.44%)가 상단에 있고, ROE 기준으로는 미코 27.24%, 가비아 19.51%, 위세아이텍 18.82%, 매커스 18.59% 순이다. 실적이 좋아지길 기다리며 들어온 것이 아니라 이미 잘 버는 기업을 선별한 것이다.

표 4. 투자 직전년도 주요 지표 비교 (중앙값)

지표	투자대상 12개사	전체 상장사	격차
① 수익성			
매출총이익률 (%)	33.34	21.32	1.6배
영업이익률 (%)	14.14	3.52	4.0배
순이익률 (%)	12.99	2.55	5.1배
ROE (%)	9.96	4.36	2.3배
ROA (%)	7.51	2.08	3.6배
② 안정성			
부채비율 (%)	33.29	67.22	0.5배
차입금의존도 (%)	5.77	18.70	0.3배
자기자본비율 (%)	75.23	59.01	1.3배
유동비율 (%)	446.97	169.16	2.6배
당좌비율 (%)	280.26	114.25	2.5배
③ 성장성			
매출액증가율 (%)	13.78	5.81	2.4배
영업이익증가율 (%)	12.94	4.10	3.2배
순이익증가율(지배) (%)	-0.46	4.15	6.07배
총자산증가율 (%)	19.09	5.52	3.5배
자기자본증가율 (%)	10.75	6.10	1.8배
CAPEX 증가율 (%)	8.31	1.78	4.7배
EBITDA 증가율 (%)	14.37	4.67	3.1배
④ 밸류에이션			
PBR (배)	0.96	1.12	0.9배
PER (배)	8.92	7.19	1.2배
⑤ 지분			
최대주주등 지분율(보통주 기준) (%)	28.27	39.05	0.7배
자기주식 비중(보통주 기준) (%)	7.27	1.23	5.9배

주) 투자대상은 미리캐피탈이 지분을 취득한 12개 상장사의 투자 직전년도(t-1) 회계연도 기준 중앙값. 순이익률ROE순이익증가율은 지배주 주 기준, 지분율은 보통주 기준. 격차는 투자대상 12개사÷전체 상장사 배수이며, 부호가 반대인 순이익증가율만 %p 차이로 표기.
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

그림 2. 투자 직전년도 수익성 지표 비교 (중앙값, %)

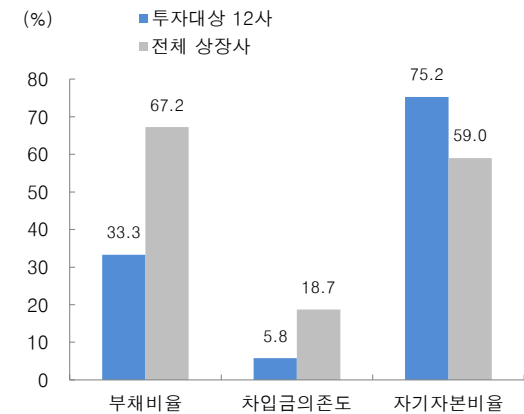


자료: 각 사, 대신증권 Research Center

②**빚은 적고, 공간은 넘쳤다.** 부채비율 중앙값은 33.29%로 전체 상장사(67.22%)의 절반 수준이고, 차입금의존도는 5.77%로 18.70% 대비 3분의 1에 못 미친다. 자기자본비율은 75.23%로 59.01%를 웃돈다.

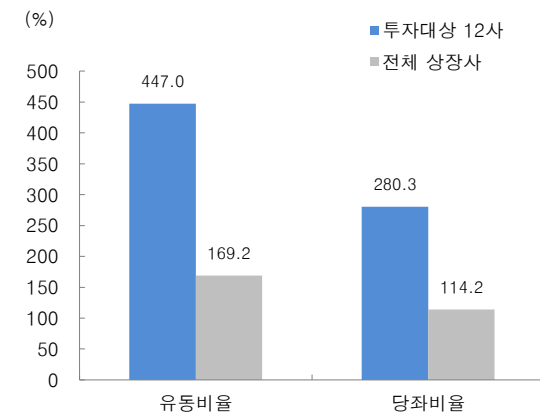
유동성 격차는 더 크다. 유동비율 446.97%는 169.16%의 2.6배이며, 당좌비율에서도 280.26%로 114.25%의 2.5배를 유지한다. 당좌비율은 유동자산에서 재고를 뺀 지표다. 재고를 털어내도 격차가 2.5배로 유지된다는 것은 쌓인 것이 재고가 아니라 현금이라는 뜻이다. 개별로는 인포바인이 유동비율과 당좌비율 모두 1085.69%로 재고자산이 사실상 없고, 인바디 705.50%, 스틱인베스트먼트 539.98%, 지니언스 534.24%, 한국알콜 480.99%가 뒤를 잇는다.

그림 3. 투자 직전년도 차입 구조 비교 (중앙값, %)



자료: 각 사, 대신증권 Research Center

그림 4. 투자 직전년도 유동성 비교 (중앙값, %)

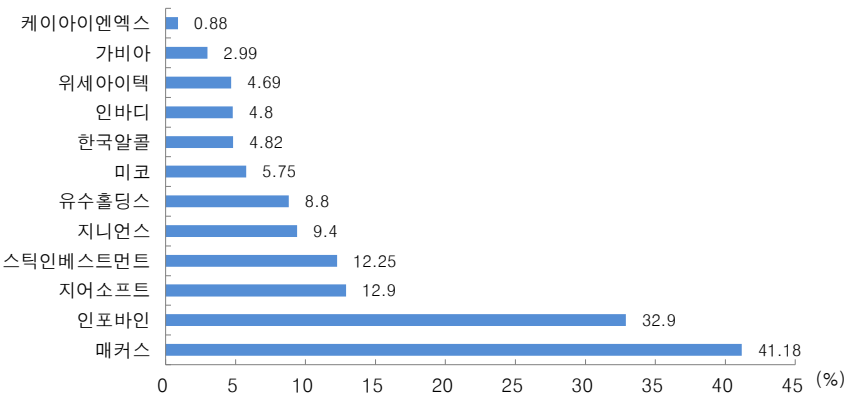


자료: 각 사, 대신증권 Research Center

③격차가 가장 큰 항목은 자기주식이었다. 자기주식 비중 중앙값 7.27%는 전체 상장사 중앙값 1.23%의 5.9배에 해당한다. 매커스 41.18%와 인포바인 32.90%가 상단에 있고, 지어소프트 12.90%, 스틱인베스트먼트 12.25%, 지니언스 9.40%, 유수홀딩스 8.80%가 뒤를 잇는다. 쌓인 돈은 두 갈래 - 현금성 자산과 자기주식으로 나뉘어 있었다.

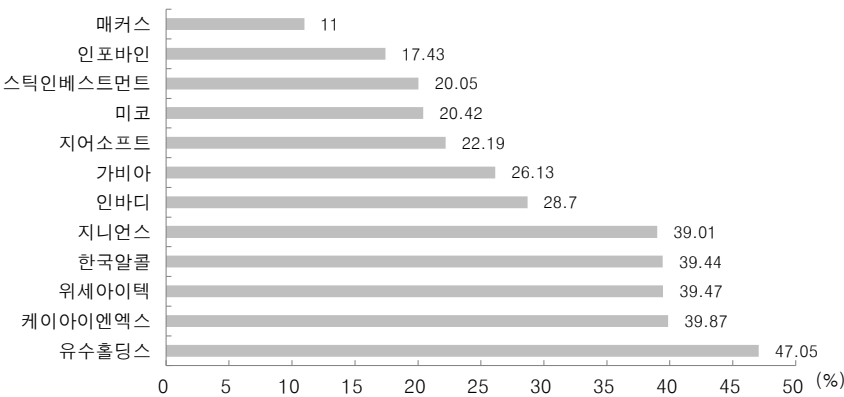
④경영권을 다룰 자리는, 애초에 아니었다. 발행주식 기준 지배주주 지분을 중앙값 28.27%로 전체 상장사 중앙값 39.05%보다 10.78%p 낮다. 유통주식 기준으로도 31.06%에 그친다. 개별로는 매커스 11.00%, 인포바인 17.44%, 스틱인베스트먼트 20.20%, 미코 20.42%가 하단에 있고, 유수홀딩스 55.85%가 상단이다. 미리캐피탈이 5~25% 수준의 지분으로 발언권을 확보할 수 있는 위치에 있었다는 점은 이 분포와 맞아떨어진다. 미리캐피탈 또한 이 방식이 한국 시장에서 특히 잘 통했다고 평가했다. 저평가된 고품질 기업을 찾는 과정에서 한국 상장시장엔 이러한 기회가 유독 많았다는 것이다.

그림 5. 투자 직전년도 종목별 자기주식 비중(%)



자료: 각 사, 대신증권 Research Center

그림 6. 투자 직전년도 종목별 최대주주등 지분율(보통주 기준)



자료: 각 사, 대신증권 Research Center

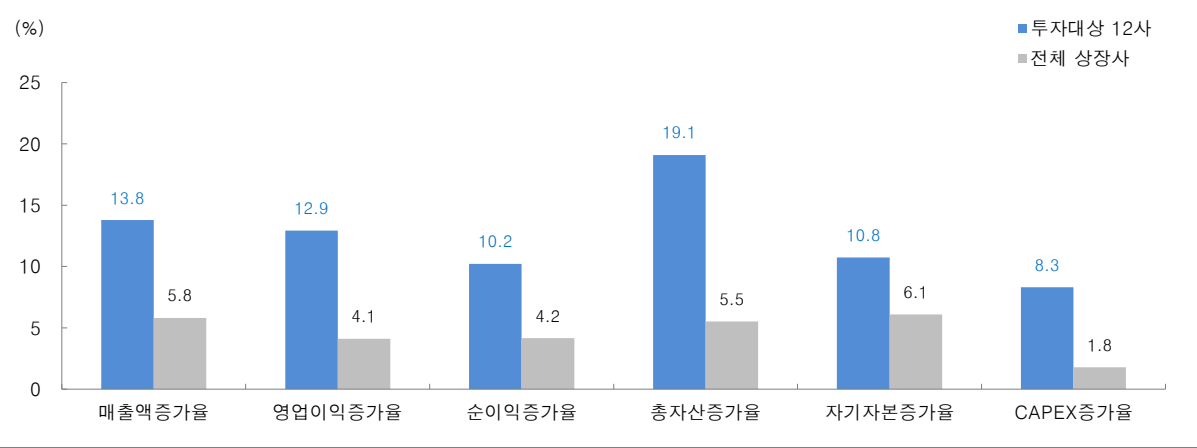
⑤**성장은 반쪽짜리였다.** 매출액증가율 13.78%는 전체 중앙값 5.81%의 2.4배, 영업이익 증가율 12.94%는 4.10%의 3.2배에 이른다. 총자산증가율 19.09%, 자기자본증가율 10.75%, CAPEX증가율 8.31%도 모두 시장을 웃돈다. 특히 CAPEX증가율 8.31%는 전체 중앙값 1.78%의 4.7배에 이른다.

반면 순이익증가율은 □0.46%로 전체 중앙값 4.15%를 밑도는 유일한 항목이다. 매출과 영업이익 단계에서는 시장을 웃돌았지만 순이익 단계에서는 그렇지 않았다. 성장성 전체를 고르게 잘했다고 보기는 어렵다.

매출과 영업이익이 시장을 크게 웃돈다는 사실은 앞서 살펴본 조건과 맞물린다. g가 PBR을 밀어올리려면 ROE가 자본비용을 넘어야 한다. 자본비용을 종목별로 추정하지는 않았으나, ROE 중앙값이 시장의 2.3배인 수준이라면 이 조건은 충족될 가능성이 높다. 저PBR 종목만 담지 않은 이유가 여기서 다시 확인된다.

다만 다섯 조건이 12개 종목에 고르게 적용된 것은 아니다. 미코와 매커스는 부채비율이 각각 228.63%, 260.90%, 유동비율이 107.06%, 135.20%로 나머지 기업과 차입 구조가 뚜렷이 다르다. 유수홀딩스와 스틱인베스트먼트는 배당성향이 각각 39.50%, 46.13%로 이익 가운데 주주환원으로 나가지 않고 남은 부분이 상대적으로 작았던 반면, PBR은 0.48배와 0.81배로 12개 중 하단에 있었다. 지주회사와 PEF 운용사는 장부가와 실질 자산가치의 괴리가 나타나기 쉬운 업종이며, 이 두 종목에서는 배당 확대와 다른 경로가 작동했을 여지가 있다.

그림 7. 투자 직전년도 성장성 지표 비교 (중앙값, %)



자료: 각 사, 대신증권 Research Center

투자 이후 달라진 것과 그대로인 것

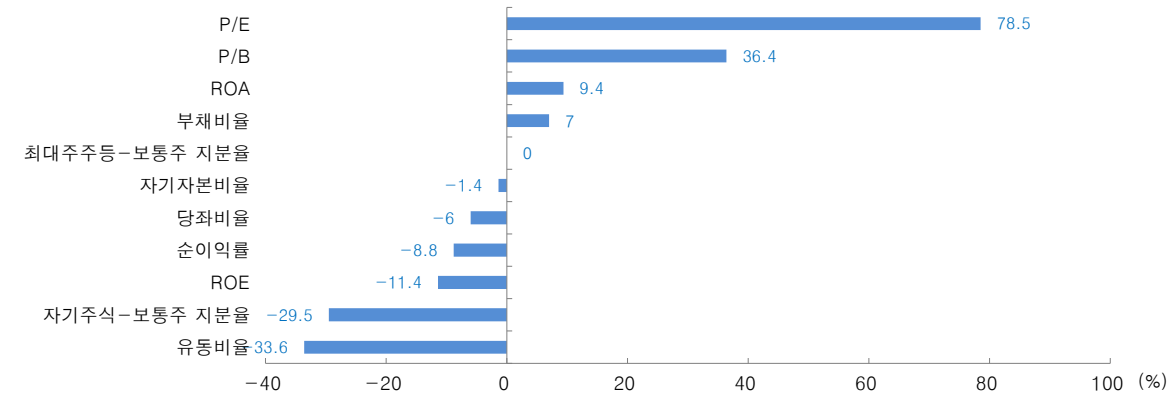
투자 당해년도 말 수치가 확보되는 9개 종목을 대상으로 투자 직전년도와 비교하면, 재무 구조의 윤곽은 대체로 유지된 것으로 나타난다.

표 5. 투자 직전년도 대비 투자 당해년도 말 변화 (12 개사 중앙값)

지표	투자 직전년도	투자 당해년도 말	기준
수익성			
순이익률 (%)	13.01	11.87	9개사
ROE (%)	13.54	13.92	8개사
ROA (%)	7.86	8.47	9개사
안정성			
부채비율 (%)	26.33	28.16	9개사
자기자본비율 (%)	79.16	78.03	9개사
유동비율 (%)	475.80	315.88	9개사
당좌비율 (%)	273.65	257.14	9개사
자본			
자기주식 - 보통주 지분율 (%)	8.80	6.20	9개사
최대주주등 - 보통주 지분율 (%)	28.70	28.70	9개사
밸류에이션			
PBR (배)	1.10	1.50	9개사
PER (배)	8.17	14.58	9개사

주1) 투자 당해년도 말 수치가 확보되는 9개사(유수홀딩스, 스틱인베스트먼트, 인바디, 위세아이텍, 케이아이엔엑스, 매커스, 인포바인, 지니언스) 기준
주2) ROE는 지배주주 기준으로 재산출, 스틱인베스트먼트 t-1(2022년) ROE 결측으로 8개사 기준
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

그림 8. 주요 지표의 투자 직전년도 대비 변화율



자료: 각 사, 대신증권 Research Center

수익성은 순이익률이 13.57%에서 13.24%로 소폭 낮아졌으나, ROE는 13.54%에서 13.91%로, ROA는 7.86%에서 8.60%로 오히려 올랐다. 재무 안정성도 부채비율 26.33%에서 28.16%, 자기자본비율 79.16%에서 78.03%로 큰 변동이 없다. 유동비율은 475.80%에서 315.88%로 낮아졌고, 지배주주 지분율은 28.70%에서 28.69%로 사실상 그대로였다.

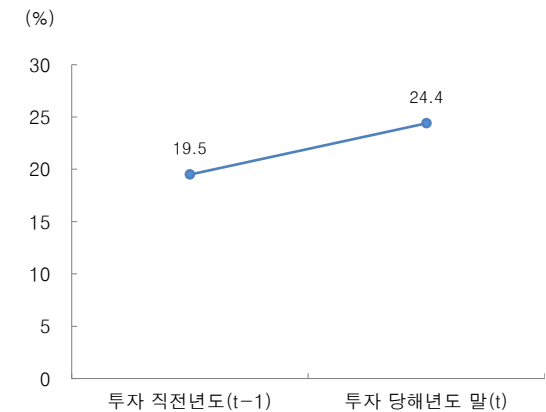
곳간 문은 열렸다. 다만 자기주식이 아니라 배당 쪽이었다. 배당성향 중앙값은 투자 직전년도 19.50%에서 당해년도 24.40%로 올랐다. 9개사 중 6개사가 늘렸고, 줄인 곳은 3개사 - 유수홀딩스, 스틱인베스트먼트, 인포바인이다. 앞의 둘은 직전년도에 이미 39.50%와 46.13%로 가장 많이 주던 기업이라 늘릴 여지 자체가 좁았다. 반대편 끝에는 배당성향을 9.4%에서 45.1%로 끌어올린 매커스가 있다. 자기주식 비중도 41.18%에서 38.64%로 함께 줄인, 두 문이 동시에 열린 유일한 사례다.

반면 자기주식 쪽 문은 대체로 잠겨 있었다. 비중 중앙값이 8.80%에서 6.20%로 내려갔지만, 이것을 소각으로 읽기는 어렵다. 9개사 가운데 취득목적에 소각을 명시한 곳은 하나도 없다. 4개사는 “주가안정 및 주주가치 제고”라는 설명을 했고, 가비아는 임직원 성과 보상, 유수홀딩스는 사내근로복지기금 출연이다. 다시 말해, 가비아와 유수홀딩스는 소각이 아니라 처분이다. 한편 인포바인은 32.90%에서 54.18%로 곳간을 오히려 더 채웠고, 배당성향까지 28.7%에서 24.9%로 줄였다.

3차 상법 개정이 가져온 변화

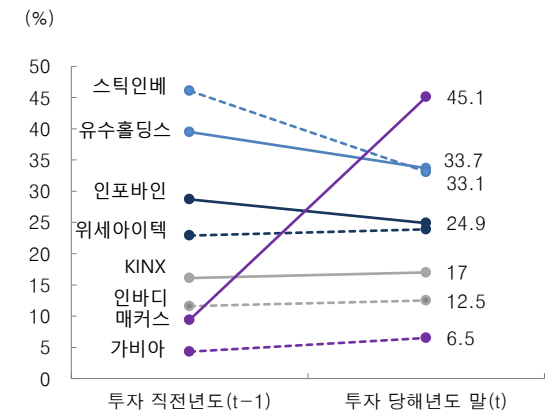
다만 이 관찰에는 유효기간이 있다. 12개 종목의 기준연도는 2020~2025년으로, 자기주식을 쥐고 있어도 아무 설명이 필요 없던 시기다. 2026년 3월 6일 시행된 3차 개정 상법이 이 전제를 뒤집었다. 자기주식은 취득일로부터 1년 이내 소각이 원칙이 되었고, 시행 전부터 보유하던 물량도 부칙에 따라 유형별 유예를 거쳐 대체로 1년 6개월 안에 정리해야 한다. 이제 소각은 밝혀야 할 목적이 아니라 기본값이고, 밝혀야 하는 쪽은 소각하지 않는 이유다.

그림 9. 투자 전후 배당성향 중앙값



주) 투자 직전년도 배당성향이 확보되는 8개사 기준이며, 투자 당해년도는 연결배당성향
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

그림 10. 종목별 투자 전후 배당성향



자료: 각 사, 대신증권 Research Center

판별 기준이 취득목적에서 주총 승인으로 옮겨간다. 예외로 보유하려면 법이 정한 다섯 사유(균등조건 처분, 임직원 보상, 우리스주, 법령상 활용, 경영상 목적) 중 하나에 해당해야 하고, 자기주식보유처분계획을 작성해 매년 정기주주총회의 승인을 받아야 한다. 공교롭게도 앞서 확인한 두 사례가 여기에서 걸린다. 가비아의 임직원 성과 보상과 유수홀딩스의 사내근로복지기금 출연은 개정법에서도 예외로 남아 있는 경로다. 소각을 피하는 길은 좁아졌지만 닫히지는 않았고, 그 좁은 문이 이제 매년 주주총회 안건으로 올라온다.

인게이지먼트와 법 개정의 콜라보

이 변화는 미리캐피탈의 판단에 사후적으로 힘을 실어준다. 이들이 고른 것은 잠긴 공간이었는데, 그 자물쇠를 제도가 대신 푼다. 인포바인 54.18%, 매커스 38.64% 같은 물량은 주주총회에서 예외 승인을 받지 못하는 한 소각 경로에 놓인다. 공간의 두 문 가운데 배당은 대화로 열렸고, 자기주식은 법이 열게 됐다.

밸류에이션 상승

밸류에이션만 크게 움직였다. PBR 중앙값은 1.10배에서 1.50배로 PER은 8.17배에서 14.58배로 뛰었다. 수익성이 제자리인 채 시장이 매긴 값만 달라졌다는 뜻이다. 다만 이 상승분에는 시장 전체의 재평가가 섞여 있다.

(4) 무엇이 재평가를 갈랐나

시장은 ‘의지’가 아니라 ‘실행’에 반응했다

일본은
제도 개혁 후
PBR 개선 뚜렷

앞서 확인한 12개사의 밸류에이션 상승 중 얼마가 미리캐피탈의 관여에서, 얼마가 같은 기간 한국 증시 전반의 재평가 국면에서 비롯됐는지는 국내 데이터만으로 가려지지 않는다. 제도 개혁을 먼저 거친 일본의 사례는 이 물음에 실마리를 준다.

한국보다 앞서 저PBR 개혁을 실행한 일본의 시계열은 제도가 주가 재평가로 이어지는 경로를 실증한다. 도쿄증권거래소는 2023년 초 PBR 1배 미만 기업에 자본 효율성 개선 계획 공시를 요구했다. 닛케이225 기준 전체 PBR 중앙값 추이를 보면, 제도 시행 전 3년간(2019~2022년)의 변화는 0.58배에서 0.61배로 +0.03배에 그친 반면, 시행 후 3년간(2022~2025년)은 0.61배에서 1.21배로 +0.60배 상승했다. 6년 누적 변화량의 95%가 제도 시행 이후에 집중된 것이다. PBR 1배 미만 종목 비율도 76.7%(2019년)에서 71.2%(2022년)로 사실상 정제하다가 31.7%(2025년)로 급락했다.

2023년 이후
재평가 본격화

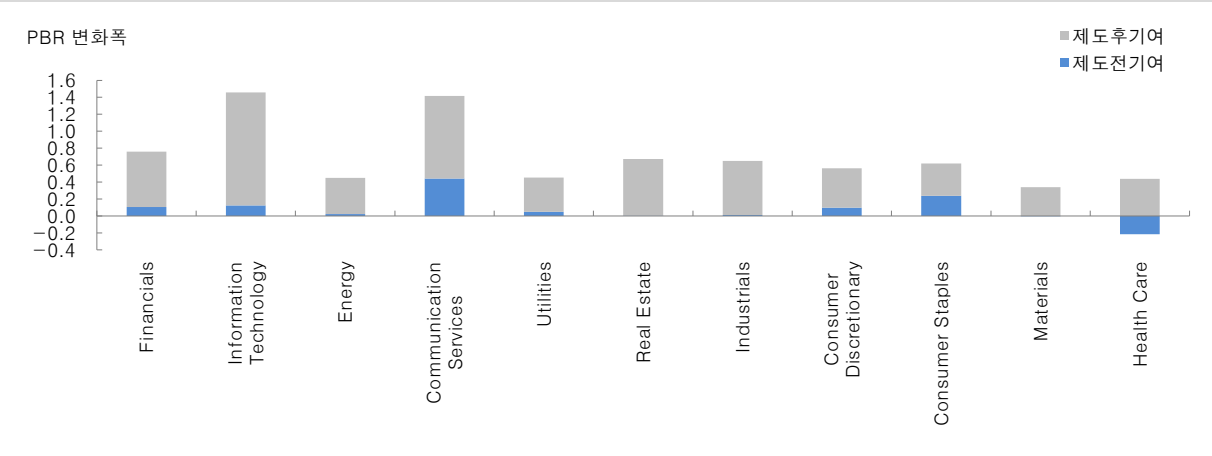
이 패턴에서 주목할 것은 제도 도입 이전 기간의 무반응이다. 시장은 정책의 ‘의지 표명’이 아니라 기업의 ‘실행 확인’에 반응했다. 자사주 매입 규모가 실제로 확대되고 저수익 사업 매각과 자본 환원 계획이 중기경영계획에 구체적으로 반영되기 시작한 2023년 이후에야 재평가가 본격화되었다. 개별 사례로도 확인된다. 엘리엇 매니지먼트가 2026년 4월 다이킨공업 지분 약 3%를 확보하고 1조엔 규모의 자사주 매입과 비핵심 사업 재검토를 요구하자 다이킨 주가는 발표 다음 날 14% 급등했다.

표 6.제도 시행 전후 니케이 225 기준 PBR 변화

	2019년	2022년	2025년
PBR 중앙값	0.58배	0.61배	1.21배
PBR 1배 미만 종목 비율	76.7%	71.2%	31.7%

자료: 한국ESG연구소, 대신증권 Research Center

그림 11. 제도 시행 후(2022~2025년) PBR 개선이 전체 변화량의 95% 차지



자료: 한국ESG연구소, 대신증권 Research Center

저PBR은 충분조건이 아니다. 중요한 것은 ‘ROE 개선 통제력’

그러나
업종별 차이 존재

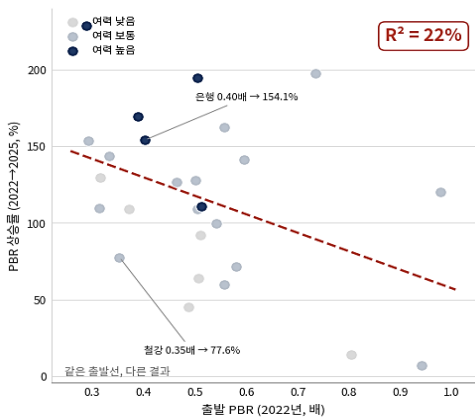
일본 실증의 두 번째 교훈은 저PBR 그 자체가 재평가를 보장하지 않는다는 것이다. TSE33 업종 분류 기준으로 2022년 당시 PBR 1배 미만이었던 26개 업종 가운데 2025년 1배를 돌파한 것은 13개에 그쳤다. 은행(0.40→1.02배), 증권(0.39→1.05배), 보험(0.51→1.08배), 건설(0.60→1.44배)은 돌파에 성공했지만, 철강(0.35→0.63배), 화학(0.56→0.89배), 전력·가스(0.37→0.78배), 해운(0.31→0.66배)은 1배에 도달하지 못했다. 철강(0.35배)과 은행(0.40배)은 유사한 저평가 수준에서 출발했음에도 결과가 갈렸다. 실제로 출발 PBR과 상승률의 상관관계 설명력(R²)은 22%에 불과했다.

성패를 가른 조건은
ROE 개선 경로의
통제 가능성

나머지 78%를 결정한 것은 ROE 개선 경로를 기업 스스로 통제할 수 있는가였다. 성공 업종은 잉여자본이 풍부해 제도 시행 직후 자사주 매입·배당 확대를 즉각 실행할 수 있었고, 내수·서비스 기반의 이익 구조로 이익률 방어에 기업의 의사결정 범위 안에 있었다. 반면 실패 업종은 글로벌 원자재 가격과 규제가 이익의 상한을 결정해 자본 환원 의지를 표명해도 ROE의 지속적 개선이 기업 통제 밖에 놓였다.

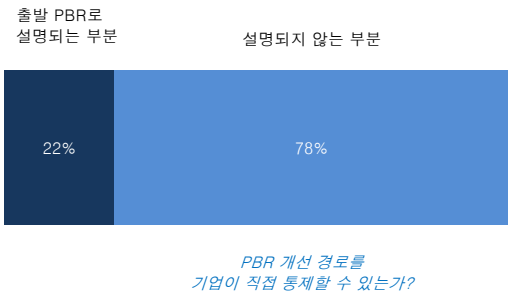
이 기준을 미리캐피탈이 투자한 한국 12개사에 대입하면 방향이 대체로 일치한다. ROE 10.13%로 이익의 질이 증명되어 있고, 차입금의존도 중앙값 5.8%의 낮은 차입 구조와 유동비율 중앙값 447%의 잉여 유동성은 제도 압력이 가해지는 즉시 자본 환원을 실행할 수 있는 여력을 의미한다. EBITDA증가율 중앙값 14.37%로 11개사 중 10개사에서 현금창출력이 높고 있어, 환원 재원이 계속 채워지는 구조다. 매출총이익률 33.34%로 전체 상장사(21.32%)를 웃도는 마진 구조는 이익률 방어가 원자재나 규제 같은 외부 변수가 아니라 자기 사업의 영역 안에 있음을 보여준다. 여기서 말하는 즉각적 환원 여력은 앞서 확인한 잉여 현금과 미소각 자기주식에 해당한다. 배당은 이미 나갔고, 자기주식은 소각 의무화로 나갈 뻔하다. 요컨대 미리캐피탈의 한국 포트폴리오는 일본에서 1배 돌파에 성공한 기업군의 조건 - 즉각적 환원 여력과 이익률 통제력 - 을 선제적으로 충족하는 종목으로 구성되어 있다고 판단한다.

그림 12. 출발 PBR 만으로 결과가 설명되지 않는다



자료: 한국ESG연구소, 대신증권 Research Center

그림 13. 나머지 78%를 가른 조건



자료: 한국ESG연구소, 대신증권 Research Center

표 7. TSE33 26 개 업종의 2025 년 PBR 돌파 여부

업종	2022 년 PBR	2025 년 PBR	상승률	1배 돌파
기타금융	0.288	0.946	228.5%	—
정밀기기	0.734	2.184	197.5%	●
도매상사	0.505	1.487	194.5%	●
증권	0.389	1.049	169.7%	●
부동산	0.557	1.46	162.1%	●
은행	0.403	1.024	154.1%	●
광업	0.293	0.743	153.6%	—
석유·석탄	0.332	0.808	143.4%	—
건설	0.595	1.437	141.5%	●
펄프·제지	0.315	0.724	129.8%	—
수산·농림	0.501	1.141	127.7%	●
비철금속	0.464	1.051	126.5%	●
전기기기	0.977	2.153	120.4%	●
보험	0.512	1.08	110.9%	●
해운	0.313	0.657	109.9%	—
고무	0.505	1.056	109.1%	●
전력·가스	0.372	0.778	109.1%	—
기계	0.542	1.081	99.4%	●
창고·운수·관련	0.511	0.98	91.8%	—
철강	0.353	0.627	77.6%	—
운송용기기	0.579	0.994	71.7%	—
유리·요업	0.507	0.83	63.7%	—
화학	0.557	0.889	59.6%	—
섬유·의류	0.487	0.706	45.0%	—
항공	0.803	0.918	14.3%	—
기타제품	0.941	1.006	6.9%	●

주) 2022년 업종 평균 PBR 1배 미만이던 26개 업종 대상. 13개 업종이 2025년 1배를 돌파
자료: 한국ESG연구소, 대신증권 Research Center

표 8. 업종별 PBR 1 배 돌파·미달 그룹 간 특성

구분	1 배 돌파 업종	1배 미만 업종
인여자본	풍부 — 제도 시행 직후 자사주 매입·배당 확대 즉각 실행	부족 또는 자본배분 경직
이익 구조	내수·서비스 기반 — 이익률 방어에 의사결정 범위 안	글로벌 원자재규제 노출 — 이익 상한을 외부가 결정
ROE 개선 통제력	기업 스스로 통제 가능	기업 통제 밖

자료: 한국ESG연구소, 대신증권 Research Center

표 9. 성패를 가른 구조적 조건: ROE 개선 경로의 통제 가능성

구분	내용
인여자본 존재	순현재가치가 양(+)인 모든 투자를 집행하고도 남는 자본이 있는가
투자 사이클 구축도	현재 인여자본이 향후에도 자유로운가, 설비투자가 상시적으로 흡수하는가
이익의 안정성	환원 정책을 다년간 유지할 수 있는가, 일회성 환원이 아닌 지속 가능한 정책인가

자료: 한국ESG연구소, 대신증권 Research Center

표 10. 미리캐피탈의 한국 포트폴리오는 일본에서 1 배 돌파에 성공한 조건을 충족 (단위: %)

기업명	투자연도	ROE(지배) (시장 4.36%)	차입금의존도 (시장 18.70%)	유동비율 (시장 169.16%)	EBITDA 증가율 (시장 4.67%)	매출증가율 (시장 5.81%)
A263860 지니언스	2021	9.96	0.54	534.24	16.70	7.58
A065370 위세아이텍	2021	18.82	24.56	475.80	24.75	26.08
A000700 유수홀딩스	2022	7.79	3.24	418.13	1,019.68	50.44
A079940 가비아	2023	19.51	19.04	278.94	19.26	19.31
A041830 인바디	2023	16.95	2.64	705.50	14.37	16.08
A026890 스틱인베스트먼트	2023	—	0.13	539.98	—	—
A093320 케이아이엔엑스	2025	10.13	20.92	173.26	0.66	13.22
A093520 매커스	2025	18.59	6.74	135.20	2.00	13.78
A115310 인포바인	2025	8.16	2.19	1,085.69	0.96	10.49
A059090 미코	2026	27.24	49.53	107.06	25.82	80.76
A017890 한국알콜	2026	5.86	4.79	480.99	14.13	0.68
A051160 지어소프트	2026	8.80	11.62	312.06	-11.06	7.30
중앙값		10.13	5.77	446.97	14.37	13.78

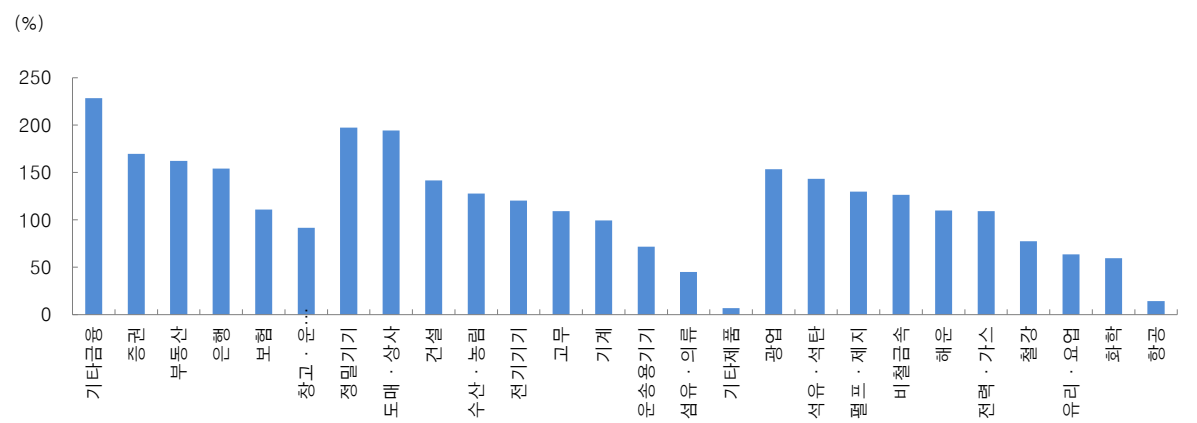
주1) 최초 대량보유공시 시점을 기준으로 설정하였으며, 각 지표는 미리캐피탈이 최초 대량보유공시를 제출한 연도의 직전 연도(t-1) 수치를 사용하여 도출
주2) 시장 중앙값은 미리캐피탈의 국내 투자 기간(2020~2025년) 연도별 중앙값의 중앙값. EBITDA증가율은 시장 벤치마크 미확보
주3) 스틱인베스트먼트는 t-1(2022년) 손익 자료가 확보되지 않아 ROEEBITDA증가율·매출증가율에서 제외. 손익증가율 지표의 중앙값은 11개사, 재무상태 지표는 12개사 기준
주4) 유수홀딩스의 t-1(2021년) EBITDA증가율은 직전년도(2020년 -163.61%)의 기저효과에 따른 수치
자료: DART, 한국ESG연구소, 대신증권 Research Center

그림 14. 자사주·배당 확대 여력별 PBR 상승률 (일본 TSE33, 2022→2025 년)



주) 2022년 업종 평균 PBR 1배 미만이면 26개 업종 대상
자료: 각 사, 한국ESG연구소, 대신증권 Research Center

그림 15. 공급 충격 민감도별 PBR 상승률 (일본 TSE33, 2022→2025 년)



주) 상관계수 $r = +0.58$ ($p=0.002$), 출발 PBR 통제 후에도 유효
자료: 각 사, 한국ESG연구소, 대신증권 Research Center

Part 2.

거버넌스 개혁 2라운드

리서치센터 지주/ESG 이경연

Part 2. 거버넌스 개혁 2라운드

자율규범 10년, 이행점검의 시대로

한국 스톡홀드십 코드가 2026년 7월 제정 10년 만에 처음 개정되었다. 그런데 시장이 실제로 대응해야 할 변화는 코드 본문이 아니라 그보다 일곱 달 앞선 2025년 12월 「스튜어드십 코드 내실화 방안」에 들어 있다. 여기에 12개 이행점검 항목과 점검 절차, 대상 확대 로드맵이 이미 확정 공표되었다. 코드 개정은 그 위에 얹는 두 번째 트랙이다.

(1) 10년 만의 첫 개정

연성규범으로
출발

한국 스톡홀드십 코드는 정식 명칭은 「기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙」이다. 2014년 11월 「주식시장 발전방안」에서 제정이 추진되어 2016년 12월 16일 스톡홀드십 코드 제정위원회가 의결하고 12월 19일 공표했다.

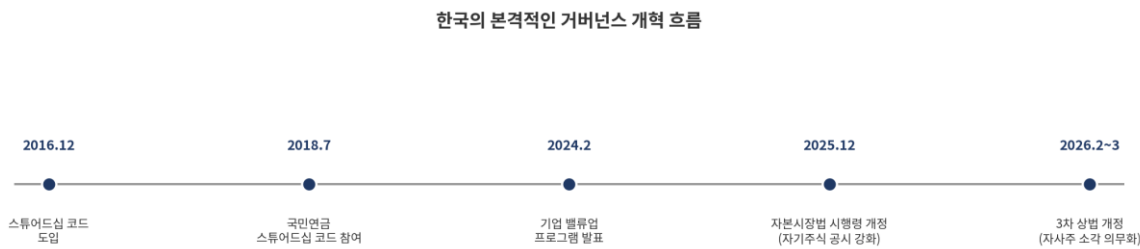
설계의 출발점은 2008년 금융위기였다. 경영자와 주주 사이의 대리인 문제, 그리고 단기 성과주의에 대응하기 위해 2010년 영국이 처음 도입한 규범을 한국이 뒤따랐다. 핵심은 전통적 ‘월스트리트 룰’ - 매입과 매도로만 기업가치에 대한 평가를 드러내는 방식에서 한 걸음 더 나아가, 적극적 주주권 행사를 통해 기업가치 제고에 나서도록 요구하는 것이다.

다만 코드는 처음부터 법적 구속력이 없는 연성규범(soft law)으로 설계되었다. 기금과 펀드의 투자 전략(패시브 vs. 액티브), 포트폴리오 구조(집중 vs. 분산), 보수구조가 기관마다 다르다는 점을 고려한 것이다. 적용 방식은 ‘원칙 준수 및 예외 설명(comply or explain)’이며, 참여를 천명한 기관에만 적용된다.

주주권 행사 수단
①의결권 행사
②사적 대화
③주주제안

코드가 상정하는 주주권 행사 수단은 세 가지다. ①의결권 행사 - 소극적이지만 가장 기본이 되는 권리, ②사적 대화 - 적극적 주주권 행사의 출발점으로 우호적·비공개 형태의 경영진 소통, ③주주제안 - 주주가 주도적으로 의안을 제시하는, 의결권 행사보다 적극적인 수단. 이 세 가지 수단을 ‘적극적, 비적대적, 온건’한 것으로 규정하고, 공격적 M&A 과정의 경영권 참여나 헤지펀드식 주주 행동주의와 명시적으로 구분한다.

그림 16. 한국의 본격적인 거버넌스 개혁 흐름



2025년 12월 기준 참여기관은 249개다. 4개 연기금(국민연금, 공무원연금, 사학연금, 우정사업본부), 4개 보험사, 63개 자산운용사, 74개 PEF 운용사, 12개 신탁기관(증권사, 은행, 투자자문사 등), 87개 벤처캐피탈, 5개 의결권자문사 등 서비스기관으로 구성된다.

참여기관 수 증가뿐 아니라 실제 성과도 있다. 국내 민간기관투자자의 반대 의결권 행사 안전 비율은 2014년 3월 1.19%에서 2024년 3월 4.59%로 올라섰고, 의결권 행사 대상 기업수도 490개에서 873개로 늘었다. 코드 도입 직후인 2018년 3월에 1.93%에서 3.34%로 급증한 구간이 주목할 만하다.

그러나 2025년 11월 기준 실제 주주활동 이행내역을 공시한 기관은 23개에 불과하다. 연기금 2개, 자산운용사 21개, 참여기관의 9.2%다.

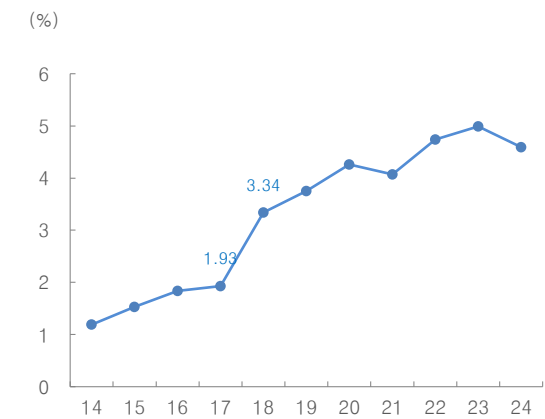
이에 스튜어드십 코드 내실화 방안을 검토하게 되었다. 「스튜어드십 코드 내실화 방안」은 “연기금 위탁 운용사 선정시 스튜어드십 코드 참여기관에 대한 가점을 받기 위해 참여 후 형식적 보고서만 발간하는 등 규범 실효성 부족”을 검토 배경으로 설명했다. 참여의 유인이 가점이었고, 가점은 참여 여부만 보았으며, 이행 여부를 점검하는 절차가 없었다는 것이다.

표 11. 한국 스튜어드십 코드 참여기관 구성

기관 유형	기관 수	비고
연기금	4	국민연금, 공무원연금, 사학연금, 우정사업본부
보험사	4	2027년 점검 대상 편입
자산운용사	63	2026년 이행점검 1차 대상
PEF 운용사	74	2027년 점검 대상 편입
신탁기관	12	증권사, 은행, 투자자문사 등, 2028년 편입
벤처캐피탈	87	2029년 편입
서비스기관	5	의결권자문사 등, 2029년 편입
합계	249	

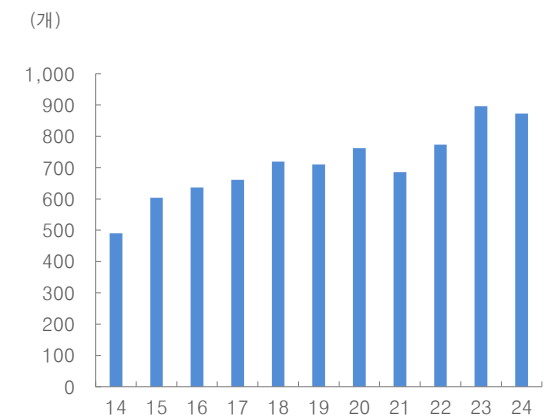
자료: 금융위원회, 한국 ESG 기준원, 대신증권 Research Center

그림 17. 반대 의결권 행사 비율 상승



자료: KCGS, 대신증권 Research Center

그림 18. 의결권 행사대상 기업수 증가



자료: KCGS, 대신증권 Research Center

문제는 세 가지로 정리된다. 첫째, 이행점검 절차 부재 - 참여 기관이 원칙과 가이드라인을 실제로 이행했는지 확인할 방법이 없었다. 둘째, 체계적 공시기반 미비 - 보고서가 개별 기관 홈페이지에 흩어져 비교가 불가능했고, 소규모 운용사는 홈페이지 자체가 없는 경우도 있었다. 셋째, 주요국 동향 미반영 - 영국과 일본이 지속가능성 확대와 자산 다양화를 반영해 코드를 개정하는 동안 한국은 제정 이후 한 번도 개정하지 않았다.

2016년 코드가
남겨둔 숙제

2016년 코드는 본문 뒤에 ‘권고’ 세 항을 붙였는데, 그 세 번째가 다음과 같다.

- 한국 스튜어드십 코드에는 한국기업지배구조원의 업무로 시장 동향 조사 점검 업무가 명시되어 있다. 이 업무 외에 참여 기관투자자 등에 대한 개별적 이행 점검 업무의 필요성, 담당 기관 및 업무 범위 등에 관해서는 추후 논의할 것을 권고한다.

‘개별 기관에 대한 이행점검을 누가, 어디까지 할 것인가’는 유보된 논점이었던 것이다. 2025년 12월의 내실화 방안과 2026년 7월 코드 개정은 10년 만에 이 숙제에 답을 낸 것이다.

(2) 제도 정비는 두 갈래로 진행됐다

트랙①
이행점검 체계

2025년 12월, 스튜어드십 코드 발전위원회와 한국ESG기준원, 그리고 관계부처·기관이 「기관투자자의 수탁자 책임을 강화하기 위한 스튜어드십 코드 내실화 방안」을 공동 발표했다. 기본방향은 “민간자율규범임을 감안하여 민간 중심으로 운영하되, 중립적 위원회를 통한 이행점검, 사후관리를 통해 규범 실효성 제고”다. 즉, 감독당국이 직접 점검하는 구조가 아니라, 민간위원회가 점검하고 그 결과를 공시로 규율하는 구조를 택했다.

트랙②
코드 본문 개정

코드 본문 개정은 내실화 방안이 예고한 세 번째 과제(‘글로벌 정합성 제고’)를 이행한 것이다. 2026년 7월 24일 스튜어드십 코드 발전위원회가 최종 의결하고 7월 27일 발표한 개정 스튜어드십 코드가 그것이다. 개정 코드는 7월 24일부터 시행되지만, 참여기관에 대한 적용일은 2027년 1월 1일이다(부칙 제2조). 참여기관이 개정사항을 반영할 준비기간을 둔 것이다.

두 트랙이 만나는
지점

후속 일정은 세 단계로 예고되어 있다. ①스튜어드십 코드 가이드라인(실무지침서) 개정 - 개정사항의 세부 내용을 담아 실무자 이해를 돕는다. 공청회 단계에서 제기되었으나 코드 본문에 반영되지 않은 사항(대표적 ESG 요소로 ‘기후변화’ 명시, 해외 스튜어드십 코드 보고서의 동등성 인정 등)이 여기에 담길 예정이다. ②참여기관의 개정사항 반영 - 가이드라인 개정 후 6개월 내에 반영 여부 및 반영 계획을 작성해 발전위원회 사무국에 제출해야 하며, 이는 참여기관 자격 유지 조건이다. ③이행점검기준 개정 - 이번 개정사항을 반영해 2027년 이행점검부터 적용한다.

표 12. 한국 스튜어드십 코드 제도 정비 타임라인

주제	내용
2014.11. 금융위원회	「주식시장 발전방안」에서 한국형 스튜어드십 코드 제정 추진
2016.12. 스튜어드십 코드 제정위원회	「기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙」 의결
2017.06. 한국기업지배구조원, 금융위원회	스튜어드십 코드 해설서 및 법령해석집 발간
2024.03. 한국ESG기준원	스튜어드십 코드 가이드라인 개정 (기업 밸류업 프로그램 반영)
2025.12. 관계기관 합동	「스튜어드십 코드 내실화 방안」 발표 (이행점검 체계 확정)
2026.02.12. 김남근 의원 등 20인	금융회사의 지배구조에 관한 법률 개정안 발의 (의안번호 2216832)
2026.02.24. 금융감독원	자산운용사 수탁자책임 이행 본격 점검 및 결과 공개 방침 언급
2026.03.06. 금융위원회	주주총회 관련 법령해석 제공, 코드 개정 및 법령해석집 보완 계획 공표
2026.03.20. 김윤 의원 등 25인	국민연금법 일부개정법률안 발의 (의안번호 2217672)
2026.04.03. 박홍배 의원 등 29인	금융회사의 지배구조에 관한 법률 개정안 발의 (의안번호 2218066)
2026.07.24. 스튜어드십 코드 발전 위원회	개정안 최종 의결
2026.08.14. 박홍배 의원 등 19인	자본시장과 금융투자업에 관한 법률 개정안 발의 (의안번호 2220605)
2027.01.01. -	개정 코드 참여기관 적용 개시 (부칙 제2 조)

자료: 금융위원회, 한국ESG기준원, 국회 의안정보시스템, 대신증권 Research Center

(3) 개정 코드, 조문은 어떻게 바뀌었나

- 다섯 가지 개정 축

개정의 골자는 크게 다섯 가지다 - ①적용 자산군 확대, ②ESG 및 지속가능성 요소 반영, ③수탁자 책임 활동 범위 확대, ④협력적 관여활동 반영, ⑤이행점검의 명문화. 여기에 상법 개정사항 반영, 원칙준수·예외설명 방식 강화, 자산소유자·자산운용자 구체화, 서비스 제공기관 열거 확대가 더해졌다.
- ①적용 자산군 확대

기존에는 “한국 상장회사의 주식을 보유한 국내의 기관투자자”에만 적용되었다. 개정 코드는 여기에 “국내 상장주식 외에 채권, 인프라, 부동산, 비상장주식 및 해외자산 등에 투자한 국내외 기관투자자에도 적용할 수 있으며, 이 경우 구체적인 적용 범위는 각 기관투자자의 판단에 따라 자율적으로 결정한다”를 더했다. 확대는 하되 자율 선택으로 둔 것이다. 자산군 확대에 맞춰 도입 목적 8항의 ‘주식 매각’은 ‘투자 철회’로 바뀌었다.
- ②ESG·지속가능성

비재무 정보의 범위가 ‘지배구조’에서 ‘ESG 요소를 비롯한 지속가능성’으로 넓어졌다. 다만 대표적 ESG 요소로 ‘기후변화’를 명시하자는 일부 의견은 본문에 반영되지 않고 가이드라인으로 넘어갔다.
- ③활동 범위 확대

도입 목적 5항에 “그러한 활동의 결과를 고려하는 투자 의사결정(투자 확대, 유지, 축소, 배제, 철회 등을 포괄한다.)”이 추가되었다. 수탁자 책임이 보유 종목에 대한 관여를 넘어 투자 의사결정 자체로 확장된 것이다. 원칙 3에도 “필요한 경우 점검결과를 투자 관련 의사결정체계에 반영한다”가 붙고, 안내지침 3-5(“주기적 점검활동을 비롯한 수탁자 책임 활동의 결과를 자산의 배분 및 운용에 반영할 수 있다”)가 신설되었다.
- ④협력적 관여 신설

안내지침 4-5(“기관투자자는 필요하다면 관계 법령을 준수하며 다른 기관투자자들과 함께 회사와의 건설적인 대화 등의 관여활동을 수행할 수 있다.”)가 신설되었다.

⑤이행점검 명문화 적용 5항이 전면 개편되어 스튜어드십 코드 발전위원회의 역할이 명시되었다. 위원회는 코드 내용을 3년마다(필요시 3년 이내) 점검 개선하고, “자본시장 전반 및 개별 참여 기관투자자의 수탁자 책임 이행 수준을 점검한다.” 개정 전 조항은 “자본시장 전반의 수탁자 책임 이행 수준”만 언급했다. ‘개별 참여 기관투자자’가 들어간 것이 실질적 변화다. 안내지침 6-4(“참여 기관투자자 등은 매년 수탁자 책임 활동에 관한 보고서를 한국ESG 기준원에 제출하여야 한다.”)도 신설되었다.

표 13. 한국 스튜어드십 코드 주요 신규 대조표

구분	2016년 제정	2026년 7월 개정
적용 자산	한국 상장회사주식	한국 상장주식+채권 인프라, 부동산 비상장주식, 해외자산
비재무 요소 범위	지배구조	ESG 요소를 비롯한 지속가능성
활동 범위	점검협의 주주제안소송 참여	좌동+활동 결과를 고려하는 투자의사결정(확대, 유지, 축소, 배제, 철회)
협력적 관여	조항 없음	4-5 신설(관계 법령 준수 전제)
단계적 강화	조항 없음	4-3에 Escalation 기준 절차방법 반영 의무
관여 지침	내부지침 마련(필요한 경우)	세부 지침 마련 및 공개, 지침에 따른 활동 수행 의무
이행점검	시장 전반 이행 수준 점검	좌동+개별 참여 기관투자자
연차 보고	고객수익자 보고	좌동+매년 한국ESG기준원에 보고서 제출(6-4 신설)
코드 점검 주기	주기적(권고 2년)	3년마다(필요시 3년 이내)
운영 주체	한국기업지배구조원	스튜어드십 코드 발전위원회
외부 위탁기관 선정	수탁운용사 선정(원칙 6)	독립성전문성수탁자 책임 이행 수준 고려하여 자산운용사 선정(안내지침 1-6 신설)
서비스 제공기관	의결권 자문기관, 투자자문사 등	ESG 평가기관, ESG 데이터 제공기관, 관여활동 서비스 제공기관 추가
투자 회수 표현	주식 매각	투자 철회
적용 방식	Comply or explain	Comply or explain

자료: 스튜어드십 코드 제정위원회(2016), 스튜어드십 코드 발전위원회(2026), 대신증권 Research Center

자산소유자와 자산운용자, 역할이 갈렸다

간접 수행의 경우를 명문화	개정 코드는 자산소유자의 수탁자 책임 이행 방식을 직접 수행과 간접 수행으로 나누고, 간접 수행의 경우 무엇을 해야 하는지를 조문으로 못 박았다.
'할 수 있다'가 '하여야 한다'로 개정	도입 목적 6항은 “자산소유자는 수탁자 책임 활동을 직접 수행하거나 자산운용자에 위탁하여 간접적인 방식으로 수행할 수 있다. 간접적으로 수행할 경우, 자산소유자는 기본 원칙을 제시하고 지시·평가 등 수단을 활용해 자산운용자가 효과적인 점검·관여 활동을 수행하도록 하여야 한다”로 바뀌었다.
	같은 항에서 자산소유자의 범위도 구체화되었다. 개정 전 “연기금, 보험회사 등”이 “국가재정법 등 관계 법률에 따라 설치된 국민연금·직역연금 등의 연금과 기금, 그 연기금을 관리·운용하는 법인, 법률에 따라 공제사업을 운영하는 법인, 보험회사 등”으로 확대·명시되었다.
안내지침 1-6 신설	가장 주목할 신설 조항은 안내지침 1-6이다. “기관투자자는 수탁자 책임 활동을 위임하거나 수탁자 책임 활동의 효과적인 수행을 위해 외부 서비스를 활용하는 경우 수탁자 책임 정책에 부합하도록 독립성, 전문성, 수탁자 책임 이행 수준 등을 고려하여 자산운용자 또는 서비스 제공기관을 선정하고 관리해야 한다.”
“수탁자 책임 이행 수준” 추가	2026년 6월 8일 공청회에서 제시된 1-6 신설안은 “독립성, 전문성 등을 고려하여”였다. 최종 의결본에는 “수탁자 책임 이행 수준”이 추가되었다. 자산운용사를 선정할 때 그 기관의 스튜어드십 코드 이행 수준을 고려하라는 요구가 의견 수렴 과정에서 들어온 것이다. 위탁운용사 평가에 이행 수준을 반영하는 근거 조문이 여기서 만들어졌다.
평가를 요구하는 만큼 비용도 부담하는 구조	이와 짝을 이루는 조항이 안내지침 7-3이다. 자산소유자는 자산운용자가 역량을 축적할 수 있도록 “적정 보수를 지급하고 해당 자산운용자를 관리할 방안을 모색해야 한다.” 평가를 요구하는 만큼 비용도 부담하라는 구조라 볼 수 있다. 도입 목적 7항 역시 “적정 보수 등의 부담”을 “관계 당국 또한 이 점에 관해 인식을 공유할 필요가 있다”고 말한다.

표 14. 자산소유자 관련 신규 조문 대조표

조문	2016년 제정	2026년 7월 개정
도입 목적 6	자산소유자는 기본 원칙을 제시하고 지사평가 등 수단을 활용해 자산운용자가 효과적인 점검·관여 활동을 수행하도록 하는 방식으로 수탁자 책임을 이행할 수 있다.	자산소유자는 수탁자 책임 활동을 직접 수행하거나 자산운용자에 위탁하여 간접적인 방식으로 수행할 수 있다. 간접적으로 수행할 경우, 자산소유자는 기본 원칙을 제시하고 지사평가 등 수단을 활용해 자산운용자가 효과적인 점검·관여 활동을 수행하도록 하여야 한다.
도입 목적 6 (자산소유자 범위)	연기금, 보험회사 등이 자산소유자의 주요 유형이다.	국가재정법 등 관계 법률에 따라 설치된 국민연금·직역연금 등의 연금과 기금, 그 연기금을 관리·운용하는 법인, 법률에 따라 공제사업을 운영하는 법인, 보험회사 등이 자산소유자의 주요 유형이다.
지침 1-4	자산운용자의 주주활동은 고객인 자산소유자가 제시하는 기준과 요구에 부합해야 한다.	자산운용자의 수탁자 책임 활동은 고객인 자산소유자가 제시하는 기준과 요구에 부합해야 한다.
지침 1-5	기관투자자는 자신의 활동을 외부에 위탁한 경우 수탁운용사나 자문사 등의 선정·점검·평가·관리와 위탁하는 주주활동의 범위 등에 관한 사항을 “정책”에 반영해야 한다.	… 위탁하는 수탁자 책임 활동의 범위 등에 관한 사항을 “정책”에 반영해야 한다.
지침 1-6	(없음)	(신설) 기관투자자는 수탁자 책임 활동을 위임하거나 … 외부 서비스를 활용하는 경우 수탁자 책임 정책에 부합하도록 독립성, 전문성, 수탁자 책임 이행 수준 등을 고려하여 자산운용자 또는 서비스 제공기관을 선정하고 관리해야 한다.
지침 7-3	자산소유자는 자산운용자가 역량을 축적하고 … 적정 보수를 지급하고 해당 자산운용자를 관리할 방안을 모색해야 한다.	(동일 취지 유지)

자료: 스튜어드십 코드 제정위원회(2016), 한국ESG기준원 공청회 발표자료(2026.06.08), 스튜어드십 코드 발전위원회(2026.07.24), 대신증권 Research Center

단계적 강화와 세부 지침 공개

원칙 4 제목 개정	원칙 4는 제목부터 바뀌었다. 개정 전 “투자대상회사와의 공감대 형성을 지향하되, 필요한 경우 수탁자 책임 이행을 위한 활동 전개 시기와 절차, 방법에 관한 내부지침을 마련해야 한다”에서, 개정 후 “수탁자 책임 이행을 위한 활동 기준과 절차, 방법에 관한 세부 지침을 마련하여 공개하고, 이에 따라 수탁자 책임 활동을 수행해야 한다”가 되었다. 그리고 세 가지가 달라졌다. 첫째, ‘내부지침’이 ‘세부지침’으로 바뀌고 공개 의무가 추가되었다. 둘째, ‘필요한 경우’라는 단서가 사라졌다. 셋째, “이에 따라 수탁자 책임 활동을 수행해야 한다”가 추가돼, 지침을 만드는 데서 끝나지 않고 그 지침대로 활동할 것을 요구한다.
안내지침 4-3, 단계적 강화 명문화	안내지침 4-3에는 단계적 강화(Escalation)가 명문화되었다. “기관투자자는 투자대상회사의 대응에 따라 소통 및 관여활동의 단계를 점진적으로 강화하며, 이를 위한 기준·절차·방법을 세부 지침에 반영해야 한다. 다만 고객과 수익자의 이익을 위해 최선인 경우에는 투자 철회를 고려할 수 있다.”
원칙 5, 의결권 자문서비스	원칙 5에서는 의결권 자문서비스 관련 공개 항목이 바뀌었다. 개정 전 “권고에 의존하는 정도”라는 모호한 표현이 “권고에 대한 검토 절차 등”으로 구체화되었다(5-8). 주식 대여 조항(5-10)도 강화되어, “필요한 경우 주식 대여를 제한하거나 대여주식을 회수하여 의결권을 직접 행사할 수 있다”가 추가되었다.
원칙 7, 역량 확보의 기준	원칙 7에서는 역량 확보의 기준이 “투자정책, 운용규모 등을 고려하여”로 구체화되었고(7-1), 외부 자문서비스 이용 시 “외부 서비스 제공기관에 대한 점검체계를 갖추어야 한다”가 추가되었다(7-4). 서비스 제공기관의 범위도 기존 “의결권 자문기관, 투자자문사 등”에서 “의결권 자문기관, 투자자문사, ESG 평가기관, ESG 데이터 제공기관, 관여활동 서비스 제공기관 등”으로 확대되었다.

표 15. 단계적 강화(Escalation) 명문화

조문	2016년 제정	2026년 7월 개정
원칙 4	기관투자자는 투자대상회사와의 공감대 형성을 지향하되, 필요한 경우 수탁자 책임 이행을 위한 활동 전개 시기와 절차, 방법에 관한 내부지침을 마련해야 한다.	…… 수탁자 책임 이행을 위한 활동 기준과 절차, 방법에 관한 세부 지침을 마련하여 공개하고, 이에 따라 수탁자 책임 활동을 수행해야 한다.
안내 지침 4-3	기관투자자는 투자대상회사의 사정, 투자 정책, 내부 역량 등 여건을 고려해 소통과 관여 활동의 범위·절차기준을 정한 내부 지침을 마련해야 한다.	……마련하여 공개해야 한다. 기관투자자는 투자대상회사의 대응에 따라 소통 및 관여활동의 단계를 점진적으로 강화하며, 이를 위한 기준·절차·방법을 세부 지침에 반영해야 한다. 다만 고객과 수익자의 이익을 위해 최선인 경우에는 투자 철회를 고려할 수 있다.

자료: 스튜어드십 코드 제정위원회(2016), 한국ESG기준원 공청회 발표자료(2026.06.08), 스튜어드십 코드 발전위원회(2026.07.24), 대신증권 Research Center

이행점검 12개 항목

7개 원칙에 대응하는 12개 항목은 두 층으로 나뉜다. ①체계 - 스튜어드십 코드 이행을 위한 체계 마련의 수준을 확인하는 5개 항목, ②활동 - 실제 활동의 수준을 점검하는 7개 항목.

체계 5개 항목	체계에 해당하는 것은 수탁자 책임 정책의 마련·공개, 이해상충 관리 지침의 마련·공개, 수탁자 책임 이행 지침의 마련·공개, 의결권 행사 가이드라인의 마련·공개, 수탁자 책임 수행 조직 및 인력의 마련·공개 - 다섯개 항목이다.
활동 7개 항목	활동에 해당하는 것은 이해상충 관리 내역 공개, 주주관련 활동 공개, 기업가치 제고 관련 관여 활동 공개, 의결권 행사 내역 공개, 전문성 확보 노력, 이행 보고서 작성·공개, 위탁 자산운용사 관리 - 일곱개 항목이다.
자산소유자만의 항목	항목⑫는 유일하게 적용 대상이 한정된 항목이다. 필수 기재사항은 두 가지 - 위탁 자산운용사 선정 절차 및 내역, 선정된 위탁 자산운용사에 대한 사후 관리다. 요구는 “자산 소유자들은 자산을 위탁하여 관리하는 위탁 자산운용사들에 대한 관리 현황을 공개하여야 한다”이다.
위탁운용사 선정·평가 기준 수립→대외 공시 대상 항목	실무적으로 이 항목이 뜻하는 바는 분명하다고 생각한다. 이 자산소유자가 위탁운용사를 어떤 절차로 뽑았고, 뽑은 뒤 어떻게 관리하는지를 공개해야 하며, 그 공개 내용이 이행점검의 대상이 된다. 선정·평가 기준을 만드는 일은 내부 관리 과제가 아니라 대외 공시 대상 항목이 되었다.
기업가치 제고 관여활동	항목⑥(기업가치 제고 관련 관여 활동의 공개)에는 정보공개 서식(안)이 있다. 관여활동의 대상을 공시·재무·비재무 세 갈래로 나누고, 각각에 대한 서한 발신, 비공개 대화, 소송 제기 등 활동 유형별로 건수를 정리하는 구조다.
밸류업 프로그램 이행점검 항목 구체화	‘공시’ 항목에는 기업가치 제고 계획 공시 권고와 주기적 공시·이행여부 점검이, ‘재무’ 항목에는 TSR, PBR, ROE 등 비율 개선과 투자·주주환원 확대가, ‘비재무’ 항목에는 기업지배구조 개선(핵심지표 준수를 상향)과 일반주주 권익 제고, 이사회 책임성·감사 독립성 강화가 포함된다. 밸류업 프로그램의 언어가 이행점검 서식으로 상향된 것이다.
점검 대상은 4년에 걸쳐 확대	점검은 준비역량과 파급효과를 감안해 자산운용사, 연기금부터 시작해 단계적으로 확대된다. 2026년 자산운용사와 연기금 68개사에서 시작해 2029년 249개사까지 4년에 걸쳐 확대된다. 결과보고서는 매년 12월 공개된다.

표 16. 스튜어드십 코드 원칙별 이행점검 항목

원칙	이행 점검항목
1. 수탁자책임 정책 마련·공개	①수탁자책임 정책 마련·공개
2. 이해상충 정책 마련·공개	②이해상충 관리 정책 마련·공개 ③이해상충 관리 내역 공개
3. 투자대상회사 주기적 점검	④수탁자책임 이행지침 마련·공개
4. 수탁자책임 활동 관련 세부 이행지침	⑤주주 관여활동 공개 ⑥기업가치제고 관여활동 공개
5. 의결권 행사 정책 및 행사 내역 공개	⑦의결권 행사 정책 마련·공개 ⑧의결권 행사 내역 공개
6. 수탁자책임 활동 주기적 보고	⑨스튜어드십 코드 이행보고서 작성·공개 ⑩수탁자책임 수행조직 및 인력의 마련·공개
7. 수탁자책임 이행 전문성 확보	⑪전문성 확보 노력 ⑫위탁운용사 관리(자산소유자만 해당)

자료: 스튜어드십코드 내실화 방안(2025.12.29.), 대신증권 Research Center

표 17. 기업가치 제고 관련 관여활동 정보공개 서식(안)

구분	관여활동 ^{주)}			
	서한 발신	비공개 대화	...	소송 제기
공시	· 기업가치 제고 계획 공시 권고 · 주기적 공시, 이행여부 점검			
재무	· TSR, PBR, ROE 등 비율 개선 · 투자, 주주환원 확대 등			
비재무	· 기업지배구조 개선(핵심지표 준수율 향상 등) · 일반주주 권익 제고, 이사회 책임성, 감사 독립성 등 강화			

주) 기관의 정책 및 사정에 맞게 세부 내용 수정 가능

자료: 스튜어드십코드 내실화 방안(2025.12.29.), 대신증권 Research Center

(4) 자율규범인가 감독규범인가

평가 법제화 vs. 법적 장애를 제거	2025년 6월부터 2026년 8월 사이에 스튜어드십 코드 및 수탁자 책임과 직결되는 법률안 5건이 발의되었다. 이 법률안의 목적은 둘로 나뉜다. 하나는 수탁자 책임 이행에 대한 평가를 법정 제도로 만드는 것이고, 다른 하나는 관여활동을 가로막는 법적 장애를 제거하는 것이다.
평가 법제화 법안	평가 법제화 법안은 3건이다. 김남근 의원안(2216832)은 금융감독원이 매년 평가·공표하고 금융회사가 공시하도록 한다. 제안이유에서 일본 사례를 근거로 들어 “일본 밸류업 정책과 같이 스튜어드십 코드 활동에 대한 이행점검과 평가를 금융감독 당국이 시행하고, 그 결과를 공시하도록 하여 투자자들이 판단에 활용되도록 할 필요가 있다”고 설명했다. 박홍배 의원안(2218066)은 금융위원회에 평가 및 결과 공개 권한을 부여하고, 별도로 의결권 자문기관 등록제와 자문 기준·분석 방법·이해상충 관리 정책 공시 의무를 신설한다. 근거로 EU의 「Shareholder Rights Directive II」를 들었다. 김윤 의원안(2217672)은 위탁운용사 선정·평가·계약해지 시 수탁자 책임 활동의 질적 요소를 중점 반영하고 미흡한 경우 계약해지 등 조치를 취하도록 하며, 수탁자책임전문위원회의 심의 범위를 위탁운용사 및 외부 자문기관 평가로 확대한다.
법적 장애를 제거하고자 하는 법안, 5% 룰을 겨냥	법적 장애를 제거하고자 하는 법안은 2건이다. 두 건 모두 5% 룰, 즉 대량보유 상황 보고 제도를 겨냥한다. 차규근·김현정 의원안(2210645)은 대량보유보고 예외 요건을 “경영권에 영향을 주기 위한 것이 아닌 경우”에서 “경영권에 중대한 영향을 주기 위한 것이 아닌 경우”로 완화하고, 보고 위반분에 대한 금융위원회의 처분 명령을 삭제한다. 박홍배 의원안(2220605)은 더 넓다. ①특별관계자 범위에서 합의에 따른 의결권 공동행사와 의결권 대리행사 권유로 위임받아 행사하는 경우를 제외하고, ②보고 대상 보유목적 을 “경영권에 영향을 주기 위한 것”에서 “주요 경영사항에 대하여 사실상의 지배력을 행사하는 것”으로 변경하며, ③그 범위에서 독립이사·감사·감사위원회위원의 선임·해임 등을 제외하고, ④대량보유보고 특례가 인정되는 자의 범위에 공적연기금을 명시한다. 여기에 더해 이사회 등 회사의 기관과 관련된 정관 변경에 대해서도 일정 요건 아래 예외를 둔다.

표 18. 국회 계류 법안

제안일자	의안번호	법률명	핵심 내용	진행 상태
2025.06.02	2210645	자본시장과 금융투자업에 관한 법률	대량보유보고 예외 요건을 ‘경영권에 중대한 영향’으로 완화, 위반분 처분명령 삭제	소관위 심사
2026.02.12	2216832	금융회사의 지배구조에 관한 법률	금융회사 수탁자 책임 근거 규정, 금융감독원의 매년 평가·공표, 금융회사의 평가결과 공시	소관위 접수
2026.03.20	2217672	국민연금법	위탁운용사 선정·평가·계약해지 시 수탁자 책임 활동의 질적 요소 중점 반영, 미흡 시 계약해지, 수탁자책임전문위원회 심의범위 확대	소관위 접수
2026.04.03	2218066	금융회사의 지배구조에 관한 법률	금융위원회의 수탁자 책임 활동 평가 및 결과 공개 권한, 의결권 자문기관 등록제 및 공시 의무	소관위 접수
2026.08.14	2220605	자본시장과 금융투자업에 관한 법률	특별관계자 범위를 법률에 직접 규정(의결권 대리행사 권유로 위임받은 자 제외), 보유 목적을 ‘사실상의 지배력 행사’로 변경, 독립이사·감사·감사위원회위원 선임 등 제외, 사전 공개 원칙에 따른 정관 변경 예외, 보고 특례 대상 규정	소관위 접수

자료: 국회 의안정보시스템, 대신증권 Research Center

통과 시 달라지는 것

평가 법제화 법안이 통과되면, 현재의 민간 자율 구조는 이중 구조가 된다. 발전위원회의 이행점검(이행/미이행 판정, 결과 공시)과 감독당국의 법정 평가(평가 결과 공표, 공시 의무)가 병존하게 된다.

연금 관련 법률 개정안이 통과되면 위탁운용사 평가에서 수탁자 책임의 ‘질적 요소’ 반영이 법정 의무가 되고, 미흡 시 계약해지가 법률에 규정된 조치가 된다. 현재는 개정 코드 안내지침 1-6이 요구하는 자율사항이지만, 법률로 옮겨가면 성격이 달라진다.

표 19. 개정 스튜어드십 코드 안내지침

원칙	안내 지침 내용
〈원칙 1〉 기관투자자는 고객, 수익자 등 타인 자산을 관리운영하는 수탁자로서 책임을 충실히 이행하기 위한 명확한 정책을 마련해 공개해야 한다.	1-6. 기관투자자는 수탁자 책임 활동을 위임하거나 수탁자 책임 활동의 효과적인 수행을 위해 외부 서비스를 활용하는 경우 수탁자 책임 정책에 부합하도록 독립성, 전문성, 수탁자 책임 이행 수준 등을 고려하여 자산운용자 또는 서비스 제공기관을 선정하고 관리해야 한다. 이 경우 해당 기관의 선정 및 관리, 거래관계·이해관계 등으로부터 독립적 서비스 제공 여부에 대한 사항을 “정책”에 반영해야 한다.

자료: 스튜어드십 코드 발전위원회, 대신증권 Research Center

(5) 5% 룰이 풀리면, 연대가 시작된다

보유목적 구분과
보고 의무

자본시장법령은 주식등을 5% 이상 보유하게 되거나 이후 보유비율이 1% 이상 변동하거나 보유목적이 변동하면 5일 이내에 보유상황·보유목적 등을 금융위원회와 거래소에 보고하도록 한다. 보유목적이 ‘경영권 영향 목적’에 해당하지 않으면 공시기한 완화와 보고절차 간소화 특례가 적용된다.

보유목적은 세 구간으로 구분한다. ①경영권 영향 목적 - 임원 선·해임 등 주주제안을 통한 ‘사실상 영향력’ 행사. ②일반투자 - 경영권 영향 목적은 없으나 적극적인 유형의 주주활동, ③단순투자 - 단독주주권만 행사(의결권, 신주인수권 등).

법적 장애를 제거하는 법안이 통과되면 개정 코드 4-5의 협력적 관여가 실제로 작동할 여지가 넓어진다. 현행법상 의결권 공동행사 합의가 특별관계자 판정으로 이어지고, 이는 대량보유보고 의무와 냉각기간을 발생시킨다. 협력적 관여를 코드가 권장해도 법이 이를 공동보유로 볼 수 있다면 실행이 어렵다. 박홍배 의원안(2220605)의 제안이유가 이 문제를 지적하며, 특별관계자 판정에서 의결권 공동행사 합의를 털어내는 방식으로 접근한다.

세이프 하버,
협력적 관여

개정 코드 4-5는 “관계 법령을 준수하며”라는 단서를 달고 협력적 관여를 허용했지만, 어디까지가 준수인지는 미결 영역에 머물러 있다. 국회 법안 2건이 이 간극을 메우려 한다. 특히 특별관계자 범위에서 의결권 공동행사 합의를 제외하려는 것은 ‘협력적 관여’를 법률 차원에서 정리하려는 시도다.

표 20. 보유목적 구분과 보고의무

구분	경영권 영향 목적	일반투자	단순투자
내용	임원 선·해임 등 주주제안 등 ‘사실상 영향력’ 행사	경영권 영향 목적은 없으나 적극적인 유형의 주주활동	단독주주권만 행사 (의결권, 신주인수권 등)
일반투자자 보고	5일 상세	10일 (신규: 5일), 약식	월별 약식 (신규: 5일)
공적연기금 보고	5일 약식	월별 약식	분기보고 약식

자료: 금융위원회(2026.03.06. 보도자료 「내실있는 주주총회를 지원하기 위해 관련 법령해석을 제공합니다」), 대신증권 Research Center

표 21. 개정 스튜어드십 코드 안내지침

원칙	안내 지침 내용
----	----------

〈원칙 4〉
기관투자자는 수탁자 책임 이행을 위한 활동 기준과 절차, 방법에 관한 세부지침을 마련하여 공개하고, 이에 따라 수탁자 책임 활동을 수행해야 한다.

4-5. 기관투자자는 필요하다면 관계 법령을 준수하며 다른 기관투자자들과 함께 회사와의 건설적인 대화 등의 관여활동을 수행할 수 있다.

자료: 스튜어드십 코드 발전위원회, 대신증권 Research Center

표 22. 관여활동의 법적 경계 – 현행과 개정안 대조

구분	현행 (자본시장과 금융투자업에 관한 법률)	개정안 (의안번호 2220605)
특별관계자 범위	“대통령령으로 정하는 특별한 관계가 있는 자”로 위임 (제133조제3항)	①본인의 특수관계인 ②주식등 공동취득·처분 또는 상호양도·양수를 합의한 자, ③의결권의 행사를 지시할 수 있는 권한을 통하여 의결권을 공동으로 행사하는 자
보유목적 판단	“발행인의 경영권에 영향을 주기 위한 것” (제147조제1항, 제150조제2항)	“주요 경영사항에 대하여 사실상의 지배력을 행사하기 위한 것”
‘사실상 영향력 행사’의 범위	(시행령 제154조제1항 각 호 및 법령 해석으로 판단)	(포함) 「상법」 제363조의2, 제366조, 제368조 제2항에 따른 권리 행사 또는 제3자로 하여금 행사하게 하는 것 (제외) 제152조 의결권 대리행사 권유, 단순한 의견 전달 또는 대외적 의사표시
임원 선임·해임	임원의 선임·해임 또는 직무의 정지	좌동. 다만 「상법」에 따른 독립이사, 감사, 감사위원회 위원은 임원에서 제외 (제1호 가목)
정관 변경	이사회 등 회사의 기관과 관련된 정관의 변경	좌동. 다만 제2호 각 목의 자가 투자대상기업 전체의 지배구조 개선을 위하여 사전에 공개한 원칙에 따르는 경우 적용 제외 (제1호 나목)
보고내용·시기를 달리 정할 수 있는 자	전문투자자 중 대통령령으로 정하는 자	국가, 지방자치단체, 한국은행, 「국가재정법」 제 13 조제 1 항제 2 호부터 제 8 호까지의 기금을 운용하거나 운용을 위탁받은 자, 금융위원회가 정하여 고시하는 전문투자자

자료: 국회 의안정보시스템, 대신증권 Research Center

(6) 해외 사례

스튜어드십 코드를 최초 도입한 국가는 영국이다. 2010년 최초 도입 이후 3차례(2012, 2019, 2025) 개정했고, 일본은 2014년 도입 후 3차례(2017, 2020, 2025) 개정했다. 한국은 2016년 도입 후 2026년 7월 첫 개정했다.

제도 운영 주체는 크게 세 가지 - ①규제·감독기관이 직접 제개정하고 승인하는 유형, ②거래소 또는 지배구조 전담기관이 운영하는 유형, ③민간 협회위원회가 운영하는 유형으로 나뉜다.

영국 - 승인 심사와 보고 이원화

영국은 2020년 코드부터 이행보고서 제출을 의무화하고, 평가 기준을 충족한 기관만 서명기관으로 등록되도록 했다. 기존 코드 참여기관이 자동으로 개정 코드 서명기관이 되지 않으며, 재무보고위원회(FRC; Financial Reporting Council)의 평가와 최종 승인을 거쳐야 명단에 오른다. 절차는 이행보고서 제출→FRC 평가→FRC 내 자문위원단 검토→서명기관 확정 및 발표다.

2026년 코드의 변화는 네 가지다.

- ① 스튜어드십 정의에서 ESG를 삭제하고 ‘장기적으로 지속가능한 가치를 실현하는 활동’으로 수정.
- ② 보고 정보의 이원화 - 정책 및 배경 정보(P&C)는 4년마다, 스튜어드십 활동 및 성과보고서(A&O)는 매년 제출.
- ③ 기관 유형별 특화 원칙 신설.
- ④ 상시 가이드라인 제공.

표 23. ‘스튜어드십’ 을 ‘장기적으로 지속가능한 가치를 실현하는 활동’ 으로 재정의

2020 코드	2026 코드
Stewardship is the responsible allocation, management and oversight of capital to create long-term value for clients and beneficiaries leading to sustainable benefits for the economy, the environment and society.	(삭제) (Effective stewardship drives investors to take account of long-term risks and opportunities ... 중략 ... Stewardship that supports sustainable, long-term returns may lead to wider benefits for the economy, the environment and society.

자료: 영국 스튜어드십 코드, 대신증권 Research Center

표 24. 기관 유형별 특화된 원칙(targeted principles) → 운용 유형^{주)}에 따른 정보 보고 내용

자산소유자 및 운용사에 대한 스튜어드십 코드 원칙	자산소유자 및 운용사	
	직접운용	위탁운용
원칙 1. 스튜어드십과 통합	필수 보고 사항	필수 보고 사항
원칙 2. 건전한 시장 조성	필수 보고 사항	필수 보고 사항
원칙 3. 주주활동	필수 보고 사항	보고 의무 X, 필요시 적용
원칙 4. 권리 및 책임 행사	필수 보고 사항	보고 의무 X, 필요시 적용
원칙 5. 운용사 선정 및 감독	보고 의무 X	보고 의무 X, 필요시 적용
원칙 6. 서비스 제공기관 모니터링	필수 보고 사항	필수 보고 사항

주) 예를 들어, 자산의 10%를 직접 운용하는 기관은 기업과의 원칙 3(주주활동)이 필수 보고 사항이지만, 자산의 10%를 외부 운용사에 위탁하는 기관은 원칙 5(운용사 선정 및 감독)에 관한 내용을 보고해야 함.

자료: FRC, 대신증권 Research Center

표 25. 영국 스튜어드십 코드 개정 비교

구분	2012 코드 (1차)	2020 코드 (2차)	2026 코드 (3차)
원칙 수	7개	12개	6개
서비스 제공기관 원칙	—	6개	4개
공시 요건	—	—	(신설) 자산소유자, 운용사, 서비스 제공기관
적용 방식	Comply or explain	Apply and explain	Apply and explain
적용 자산	상장주식	상장주식 외 자산	상장주식 외 자산
스튜어드십 정의	기업의 장기 가치 제고 → 기업, 투자자, 경제 전반에 이익	기업의 장기 가치 제고 → 경제, 환경, 사회에 지속가능한 이익	지속가능한 장기 가치 창출 (ESG 문구 삭제)
주제별 범위	G	E/S/G	E/S/G 삭제
협력적 주주활동	별도 원칙 (원칙 5)	별도 원칙 (원칙 10)	원칙 3, 4로 통합
이행보고서 제출	의무 아님	의무	의무
이행점검 제도	없음	있음 (보고서 평가)	있음 (보고서 평가)
참여기관 등록	일정 요건 검토 후 등록 (등급 구분)	FRC 평가 및 최종 승인	FRC 평가 및 최종 승인

자료: KCGSI(2026 영국 스튜어드십 코드 개정 주요 내용 및 시사점), 대신증권 Research Center

일본 – 협력적 관여의 위상 강화

일본은 2025년 3차 개정에서 두 가지를 개선했다. 하나는 ①실질주주의 투명성 강화로, 지침 4-2를 신설하여 기관투자자가 투자대상기업의 요청에 따라 보유 주식 수를 설명하고 그 요청에 어떻게 대응할지에 관한 방침을 사전 공시하도록 했다. 다른 하나는 ②협력적 관여의 위상 강화다. 2020년 코드 지침 4-5는 협력적 관여를 “바람직하다 (beneficial)”고 했으나, 2025년 코드 지침 4-6은 “중요한 선택지(an important option)”로 표현을 상향했다.

이행점검 방식에서는 일본공적연금(GPIF)이 자산운용사별 스튜어드십 코드 이행현황을 점검하고 자산운용사의 수탁자 책임 활동에 대한 연례보고서를 작성한다. 코드 제·개정과 서명기관 승인은 일본금융청(FSA)이 맡되, 개별 운용사의 이행 수준 점검은 자산소유자가 수행하는 구조다.

표 26. 일본 스튜어드십 코드 3차 개정 주요 내용

구분	2020년	2025년
실질주주의 투명성 강화	(신설)	[지침 4-2] 투자대상기업과의 건설적인 대화를 지원하기 위해, 기관투자자는 투자대상기업의 요청에 따라 해당 기업에 대해 보유하고 있는 주식 수를 설명해야 하며, 이러한 요청에 어떻게 대응할 것인지에 관한 방침을 사전에 공시해야 한다. <i>In order to support constructive dialogue with investee companies, institutional investors should, in response to requests from investee companies, explain how many shares they own/hold in the company and should disclose in advance a policy on how they will respond to such requests from investee companies.</i>
협력적 관여활동 촉진	[지침 4-5] 기관투자자가 투자대상기업에 독립적으로 관여하는 것뿐만 아니라, 필요한 경우 다른 기관투자자들과 협력하여 투자대상 기업에 관여하는 협력적 관여활동도 바람직하다. <i>In addition to institutional investors engaging with investee companies independently, it would be beneficial for them to engage with investee companies in collaboration with other institutional investors (collaborative engagement) as necessary.</i>	[지침 4-6] _____, 다른 기관투자자들과 협력하여 관여하는 협력적 관여활동도 중요한 선택지이다. 대화 방식을 검토할 때에는 그것이 투자대상기업의 지속가능한 성장에 기여하는 건설적 대화로 이어질 수 있는지 염두에 두어야 한다. _____, <i>engaging with investee companies in collaboration with other institutional investors (collaborative engagement) is also an important option. When considering methods for dialogue, it should be kept in mind whether they will lead to constructive dialogue that contributes to the sustainable growth of investee companies.</i>

자료: FSA, Principles for Responsible Institutional Investors 「Japan's Stewardship Code (2025)」, 대신증권 Research Center

표 27. 주요국 스튜어드십 코드 운영 주체 및 이행점검 비교

구분	한국	영국	일본
도입연도	2016	2010	2014
개정 이력	2026 (1차)	2012, 2019, 2025 (3차)	2017, 2020, 2025 (3차)
코드 재개정 주체	스튜어드십 코드 발전위원회	재무보고위원회 (FRC)	금융청 (FSA), 스튜어드십 코드 전문가 위원회
서명기관 승인	발전위원회, 한국ESG기준원 (통지 및 명단 공개)	FRC 심사 후 승인 (승인 시에만 등록)	FSA 통지 후 명단 추가
이행점검 주체	발전위원회	FRC (자문위원단 검토)	자산소유자(GPF)가 자산운용사별 이행현황 점검
평가 방식	이행/미이행 평가, 모범사례우수기관 발굴	충족/불충족 2단계	—
결과 공개	스튜어드십 코드 홈페이지 종합점검보고서 (매년 12월)	FRC 홈페이지 게재 및 연례보고서	GPF 연례보고서
적용 방식	Comply or explain	Apply and explain	Comply or explain

자료: 한국ESG기준원, FRC, FSA, 대신증권 Research Center

투자자들에게 드리는 메시지

줄탁동시

병아리가 알에서 나오려면 안에서 쪼는 힘과 밖에서 쪼는 힘이 같은 순간에 맞아야 한다. 한국의 거버넌스 개혁도 두 라운드로 나뉘어 그렇게 진행되고 있다.

1라운드의 초점은 ‘기업’이었다. 법과 제도를 고쳐 기업이 거버넌스 수준을 높이도록 의무화하는 방식이었다. 2라운드의 초점은 ‘주주’다. 1라운드가 세운 토대 위에서, 기업의 변화만으로는 자본시장 전체의 가치가 올라가지 않는다는 인식이 더해졌다. 주주의 적극적인 주주활동을 통해 시장 전반의 가치를 함께 끌어올리는 단계로 계획이 한 걸음 나아간 것이다. 스톱어십 코드 개정과 「기관투자자의 수탁자 책임을 강화하기 위한 스톱어십 코드 내실화 방안」의 이행점검 체계는 기관투자자에게 그 활동을 요구하는 장치다.

그림 19. 줄탁동시



줄탁동시

啐啄同時

안과 밖에서 함께 해야 일이 이루어진다는 말.
병아리가 껍질을 쪼는 것을 툇이라 하고
어미닭이 쪼는 것을 탁이라 하는데
이것이 함께 이루어져야 부화가 가능하다는 비유에서 나온 교사생어.

【백암록】

자료: 구글, 대신증권 Research Center

멀티플에서 이익으로

시장이 매기는 기업가치는 기업이 벌어들이는 이익과 멀티플의 곱이다. 지금까지의 주주 활동은 뒤쪽에 집중되어 있었다. 거버넌스 리스크가 있거나 주주환원이 낮아 멀티플이 눌린 기업을 겨냥해 배당과 자기주식 소각을 요구하고, 그 결과로 멀티플을 끌어올리는 방식이다.

컨설타비스트(Consultavist)는 앞쪽을 겨냥한다. 자문(Consultant)과 행동주의(Acivist)를 결합한 조어로, 공개 캠페인과 위임장 대결을 앞세우는 전통적 행동주의와 달리 경영진과의 비공개 대화로 변화를 끌어내는 조용한 행동주의를 표방한다. 기업이 이익을 더 낼 수 있는 방법을 컨설팅하는 형태로 중장기 주주활동을 수행하는 방식이다.

이 접근은 한국 시장에서 행동주의라는 말이 환기해 온 공격성과 적대성을 덜어낸다. 동시에 스튜어드십 코드 개정과 기관투자자 인게이지먼트(Engagement) 강화라는 제도 흐름과도 방향이 일치한다.

Part 1에서 확인한 미리캐피탈은 그 중간에 있다. 관여 방식은 비공개 대화와 수년 단위 보유로 전통적 캠페인과 다르지만, 요구 내용은 주주환원에 머물러 있었다. 투자 이후 배당성향 중앙값은 19.50%에서 24.40%로 올랐고, 자기주식은 9개사 가운데 취득목적에 소각을 명시한 곳이 하나도 없었다. 온전한 컨설타비스트의 활동은 2라운드와 함께 본격화될 것으로 전망한다.

혼자가 아니라 연대로

5%룰 개정안은 그 전환에 힘을 실는 요인이다. 지금까지는 하나의 기관투자자가 캠페인을 홀로 끌고 가야 했다. 협력적 관여의 법적 여건이 정비되면 같은 문제의식을 가진 투자자가 함께 움직일 수 있고, 그때 판이 달라진다. 개정안은 현재 국회 계류 중으로, 하반기 논의 경과를 지켜볼 필요가 있다.

코리아 디스카운트를 해소하고 선진 자본시장으로 이행하는 일은 법과 제도 개선만으로는 이루어지지 않는다. 기업과 주주가 함께 움직일 때 거버넌스 개혁은 완성된다. 줄탁동시가 필요한 국면이다.

Appendix.

한국 스텔어드십 코드

기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙

2016년 코드	2026년 코드
“원칙”의 도입 목적과 의의	
1. 기관투자자가 타인 자산을 관라·운용하는 자로서 부담하는 책임[이하 “수탁자 책임”]이란 투자대상회사의 중장기적인 가치 향상과 지속가능한 성장을 추구함으로써 고객과 수익자의 중장기적인 이익을 도모할 책임을 의미한다.	(좌동)
2. 수탁자 책임의 성공적 이행은 회사의 중장기적인 발전을 유도하고, 투자자의 이익을 증진하는 데 기여할 뿐 아니라 자본시장과 경제 전반의 건전하고 내실 있는 성장과 발전을 뒷받침한다.	(좌동)
3. 기관투자자는 이사회가 부여 받은 책임을 충실히 이행하는지 점검하고 필요에 따라 이사회와 적극 대화하는 등 건설적인 관여활동에 나설 책임이 있다. 이사회는 회사와 주주를 대표해 경영(진)을 감독함으로써 책임을 이행한다.	----- 투자대상회사의 ----- 회사와 주주를 위하여 직무를 충실히 수행하는지 점검하고 필요에 따라 이사회 등과 ----- . (삭제)
4. “기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙” [이하 “원칙”]의 목적은 기관투자자가 수탁자 책임을 효과적으로 이행하는 데 중요한 핵심 원칙과 이를 구체화한 세부 내용을 제시하는 것이다.	(좌동)
5. 수탁자 책임 이행 활동의 범위는 의결권 행사로 한정되지 않는다. 기업 경영 전략과 성과, 위험 관리, 지배구조 등 핵심 경영사항에 대한 점검과 이사회 등과의 협의를 포함하며, 주주제안과 소송 참여 등 보다 적극적인 형태의 활동을 포괄한다. 기관투자자의 관여 활동은 ‘명확하며 건설적인 목적을 지향하는 회사와의 대화를 포함하는 광범위한 주주활동’이다.	----- ----- 재무적으로 중대한 ESG(환경, 사회, 지배구조) 요소를 비롯한 지속가능성 등 ----- ----- 및 그러한 활동의 결과를 고려하는 투자의사결정(투자 확대, 유지, 축소, 배제, 철회 등을 포괄한다.)----- 활동--.
6. 기관투자자는 크게 ‘자산소유자(asset owner)’와 ‘자산운용자(asset manager)’로 구분된다. 자산운용자는 자산운용, 대상회사와의 대화 등을 통해 일상적으로 수탁자 책임 활동을 이행한다. 자산운용자에는 자산운용사가 대표적으로 포함된다. 자산소유자는 기본 원칙을 제시하고 지사·평가 등 수단을 활용해 자산운용자가 효과적인 점검·관여 활동을 수행하도록 하는 방식으로 수탁자 책임을 이행할 수 있다. 연기금, 보험회사 등이 자산소유자의 주요 유형이다.	----- ----- ---집합투자업자(일반 사모집합투자업자 및 기관전용 사모집합투자기구의 업무집행사원을 포함한다. 이하 같다.)가 대표적인 유형이다. ----- 하여야 한다. 국가재정법 등 관계 법률에 따라 설치된 국민연금·지역연금 등의 연금과 기금, 그 연금금을 관라·운용하는 법인, 법률에 따라 공제사업을 운영하는 법인, -----
7. 수탁자 책임을 효과적으로 이행하는 데에 수반되는 책임과 의무, 적정 보수 등의 부담은 투자대상회사의 건실한 성장과 중장기적인 투자수익의 보호·증진, 자본시장의 지속적인 발전과 선진화에 필수적이다. 투자자와 자산소유자, 자산운용자는 물론 관계 당국 또한 이 점에 관해 인식을 공유할 필요가 있다.	(좌동)
8. 수탁자 책임 활동이 투자대상회사의 일상적인 경영에 대한 간섭을 의미하는 것은 아니다. 또한 고객과 수익자의 이익을 위해 최선인 경우에는 주식 매각을 고려할 수 있다.	----- 투자 철회-----.
9. 기관투자자가 수탁자 책임 활동을 행하는 과정에서 직면할 가능성이 있는 법적 불확실성을 최소화하기 위해 기관투자자와 관계당국 등은 주주활동을 유형별로 구분하고, 각 사례별로 관련 법제의 적용 여부를 명확히 하는 등 공동의 노력을 기울일 필요가 있다.	----- 수행----- ----- 수탁자 책임-----.

2016년 코드	2026년 코드
"원칙"의 적용	
1. 이 “원칙”은 기본적으로 한국 상장회사의 주식을 보유한 국내외 기관투자자, 즉 자산소유자와 자산운용자에 적용한다.	-----에 투자한 ----- -----에 적용한다. 다만, 국내 상장주식 외에 채권·인프라·부동산·비 상장주식 및 해외자산 등에 투자한 국내외 기관투자자에도 적용할 수 있으며, 이 경우 구체적인 적용 범위는 각 기관투자자의 판단에 따라 자율적으로 결정한다.
2. 기관투자자는 수탁자 책임 활동의 일부 혹은 전부를 다른 기관투자 자 또는 기타 (자문)서비스 제공 기관에 위임하는 경우에도 최종적 인 수탁자 책임을 부담한다. 기관투자자는 위임한 활동이 자신의 수 탁자 책임 정책에 부합하는 방향으로 시행되는지 점검·감독해야 한 다. 따라서 “원칙”은 본문의 세부 내용과 관련한 (자문)서비스를 제 공하는 국내외 의결권 자문기관, 투자자문사 등에도 적용된다.	----- ----- ----- -----, ESG 평가기관, ESG 데이터 제공기관, 관여활동 서비스 제공기관 등 수 탁자 책임 활동과 관련한 정보·자문 서비스 제공기관 -----.
3. “원칙”은 법적 구속력이 없다. 따라서 상기 적용 대상 중에서 그 취지 와 내용에 동의하여 “원칙”의 수용과 이행에 자율적으로 참여할 것을 천명한 기관투자자 등이하 “참여 기관투자자 등”에 한해 적용된다.	(좌동)
4. 참여 기관투자자 등은 “원칙 준수 및 예외 설명(comply or explain)” 방식에 따라 기본적으로 원칙을 준수하되, 예외적으로 원칙을 준수 할 수 없는 경우에는 이유를 설명해야 한다. 참여 기관투자자 등은 사업모델, 투자 정책 등을 고려하여 원칙을 준수할 수 없는 세부 사 항에 관해서 미이행 사유와 수탁자 책임 이행을 위한 대안을 고객과 수익자에게 충분히 설명하고 내용을 공개해야 한다.	----- ----- 기관투자자 등의 유형이나 투자 자산의 특성으로 인해 일부 ----- ----- 충분히 ----- -----.
(신설)	5. 스튜어드십 코드 발전위원회(이하 ‘위원회’라 한다.)는 다음의 역할 을 수행하며, 한국ESG기준원은 적절한 조직과 체계를 갖추어 위 원회의 실무를 지원한다. - 위원회는 수탁자 책임 이행과 관련한 국내의 모범적 관행과 문화, 자본시장의 발전 수준, 해외 스튜어드십 코드 및 국내외 법제 동향 등을 전반적으로 고려하여 “원칙”의 구체적인 내용을 3년마다(필 요시 3년 이내) 점검하고 개선한다. - 위원회는 “원칙”에 대한 참여, “원칙”의 이행 동향을 주기적으로 조 사하여 자본시장 전반 및 개별 참여 기관투자자의 수탁자 책임 이 행 수준을 점검한다.
5. 참여 기관투자자 등은 다음 사항을 홈페이지에 공개하되, 공개 사항을 주기적으로 검토하고 필요한 경우 수정해야 한다. “원칙” 참여를 결정 하거나, 홈페이지 내용을 추가·변경한 경우 즉시 해당 내용을 최종 변 경일, 웹사이트 주소와 함께 한국기업지배구조원에 통지해야 한다.	6. ----- ----- ----- ----- 한국ESG기준원-----, 한국 ESG기준원은 참여 기관투자자 등의 명단과 웹사이트 등 정보를 스 튜어드십 코드 웹사이트에 공개한다.
“원칙”의 수용과 이행에 참여한다는 뜻	

본문의 각 원칙과 안내 지침을 어떻게 이행하는지에 관한 구체적인 사항

본문의 각 원칙과 안내 지침에서 공개하도록 한 사항

본문의 각 원칙·안내 지침 중에서 이행하지 않는 항목 또는 각 안내 지침에서 공개하도록 함에도 공개하지 않은 사항이 있는 경우 미적용 사유 및 수탁자 책임을 이행하기 위한 대안

기관투자자가 운용하는 전체 펀드에 “원칙”을 동일하게 적용하는지 여부와 펀드 유형별로 “원칙”의 적용·이행 여부와 수준 등에서 차이가 있는 경우와 관련된 상세 내용

6. “원칙”에 참여한 기관투자자 등은 해외 스튜어드십 코드, 책임투자원칙(Principles for Responsible Investment, PRI)과 같이 유사한 목적을 가진 해외 코드에 가입해 공개한 각종 정책과 이행보고서를 “원칙” 이행을 위한 각종 정책과 이행보고서 공개 등에 중복 활동할 수 있다. 단, “원칙”과 해외 코드의 세부 내용에 차이가 있다면 이를 반영해야 한다.

7. 한국기업지배구조원은 “원칙”에 대한 참여, “원칙”의 이행 동향을 주기적으로 조사하여 자본시장 전반의 수탁자 책임 이행 수준을 점검한다. 또한 참여 기관투자자 등의 명단과 웹사이트 등 정보를 자신의 웹사이트에 공개한다. 이를 통해 자본시장 참여자 등은 해당 기관투자자에 대한 정보를 쉽게 확인할 수 있으며, 이를 바탕으로 자신의 투자 성향에 부합하는 기관투자자를 찾고, 이들의 수탁자 책임 이행 상황을 점검할 수 있다. 그리고 한국기업지배구조원은 수탁자 책임 이행과 관련한 국내의 모범적 관행과 문화, 자본시장의 발전 수준, 해외 스튜어드십 코드 및 국내외 법제 동향 등을 전반적으로 고려하여 “원칙”의 구체적인 내용을 주기적으로 점검하고 개선한다.

8. 참여 기관투자자 등은 수탁자 책임과 관련한 정책, 절차, 공시에 관한 책임자를 지정하여 연락처와 함께 공개해야 한다.

- -----
- -----
- -----
- -----

- -----

- 수탁자 책임 정책 관련 책임자 및 담당자 지정 및 연락처
- 7. -----

(삭제)

(삭제)

2016년 코드	2026년 코드
원칙	
투자대상회사의 중장기적인 가치 향상과 지속가능한 성장을 추구하고 고객과 수익자의 중장기적인 이익을 도모하기 위하여 기관투자자는 다음과 같은 원칙을 준수해야 한다.	(좌동)
1. 기관투자자는 고객, 수익자 등 타인 자산을 관리·운영하는 수탁자로서 책임을 충실히 이행하기 위한 명확한 정책을 마련해 공개해야 한다.	(좌동)
2. 기관투자자는 수탁자로서 책임을 이행하는 과정에서 실제 직면하거나 직면할 가능성이 있는 이해상충 문제를 어떻게 해결할지에 관해 효과적이고 명확한 정책을 마련하여 내용을 공개해야 한다.	(좌동)
3. 기관투자자는 투자대상회사의 중장기적인 가치를 제고하여 투자자산의 가치를 보존하고 높일 수 있도록 투자대상회사를 주기적으로 점검해야 한다.	----- ----- --- 점검하고, 필요한 경우 점검결과를 투자 관련 의사결정 체계에 반영한다.
4. 기관투자자는 투자대상회사와의 공감대 형성을 지향하되, 필요한 경우 수탁자 책임 이행을 위한 활동 전개 시기와 절차, 방법에 관한 내부 지침을 마련해야 한다.	----- 수탁자 책임 이행을 위한 활동 기준과 절차, 방법에 관한 세부 지침을 마련하여 공개하고, 이에 따라 수탁자 책임 활동을 수행해야 한다.
5. 기관투자자는 충실한 의결권 행사를 위한 지침·절차·세부기준을 포함한 의결권 정책을 마련해야 하며, 의결권 행사의 적정성을 파악할 수 있도록 의결권 행사의 구체적인 내용과 그 사유를 함께 공개해야 한다.	(좌동)
6. 기관투자자는 의결권 행사와 수탁자 책임 이행 활동에 관해 고객과 수익자에게 주기적으로 보고해야 한다.	(좌동)
7. 기관투자자는 수탁자 책임의 적극적이고 효과적인 이행을 위해 필요한 역량과 전문성을 갖추어야 한다.	(좌동)

〈원칙 1〉 기관투자자는 고객, 수익자 등 타인 자산을 관리·운영하는 수탁자로서 책임을 충실히 이행하기 위한 명확한 정책을 마련해 공개해야 한다.	(좌동)
안내 지침	
기관투자자는 투자대상회사와 경제·사회·사업 환경 등에 관한 깊은 이해를 바탕으로 적극적인 소통과 주주활동을 통해 회사가치의 상승과 회사의 성장을 추구함으로써 고객과 수익자의 중장기적인 이익을 도모할 책임이 있다.	1-1. ----- 와 ESG 요소를 비롯한 지속가능성에 대한 고려를 ----- -----.
기관투자자가 타인 자산의 관리자·수탁자로서 책임을 이행하기 위한 활동에는 문제 발생 가능성에 관한 점검, 건설적인 목적을 가진 대화, 필요 시 문제 해결을 지향하는 생산적 제안 등 보다 적극적인 활동이 포함된다.	1-2. (좌동)
기관투자자는 수탁자 책임을 어떻게 이해하는지, 책임을 이행하는 효과적이고 구체적인 방법은 무엇인지 등에 관한 문서화된 정책을 마련하고 이를 공개해야 한다. 이 정책에는 수탁자 책임 이행과 관련한 원칙과 지침, 운용 철학, 권한과 의무, 조직과 절차 등의 사항을 포함해야 한다.	1-3. (좌동)
수탁자 책임 정책은 고객·수익자 등 자금의 제공자에서 투자대상회사로 이어지는 투자자금의 흐름에서 기관투자자가 차지하는 위치를 고려해야 한다. 특히, 자산운용사 등 자산운용자의 수탁자 책임 이행 활동은 위탁운용사 관리를 위주로 하는 연기금·보험사 등 자산소유자의 활동과는 차이가 있다. 자산소유자는 주주로서의 직접 활동은 물론 역량 있는 자산운용자 선정과 자산운용자에 대한 지사·평가·피드백 등 간접적인 수단을 활용할 수 있다. 자산운용자의 주주 활동은 고객인 자산소유자가 제시하는 기준과 요구에 부합해야 한다. 이상과 같은 점에서 자산 소유자와 운용자 간 긴밀한 의사소통이 중요하며, 관련 사항을 “정책”에 포함시킬 필요가 있다.	1-4. ----- ----- ----- ----- ----- ----- 수탁자 책임 ----- -----.
기관투자자는 자신의 활동을 외부에 위탁한 경우 위탁운용사나 자문사 등의 선정·점검·평가·관리와 위탁하는 주주활동의 범위 등에 관한 사항을 “정책”에 반영해야 한다.	1-5. ----- ----- 수탁자 책임 활동의 ----- -----.
(신설)	1-6. 기관투자자는 수탁자 책임 활동을 위임하거나 수탁자 책임 활동의 효과적인 수행을 위해 외부 서비스를 활용하는 경우 수탁자 책임 정책에 부합하도록 독립성, 전문성, 수탁자 책임 이행 수준 등을 고려하여 자산운용자 또는 서비스 제공기관을 선정하고 관리해야 한다. 이 경우 해당 기관의 선정 및 관리, 거래관계·이해관계 등으로부터 독립적 서비스 제공 여부에 대한 사항을 “정책”에 반영해야 한다.
동일 기관투자자가 운용하는 집합투자기구 유형별, 자산군별로 투자 기간, 운용 철학 등이 다르다면 이 구별에 따른 원칙·지침·절차 등의 차이를 “정책”에 반영할 수 있다.	1-7. (좌동)

〈원칙 2〉 기관투자자는 수탁자로서 책임을 이행하는 과정에서 실제 직면하거나 직면할 가능성이 있는 이해상충 문제를 어떻게 해결할지에 관해 효과적이고 명확한 정책을 마련하고 내용을 공개해야 한다.	(좌동)
안내 지침	
기관투자자는 고객과 수익자의 이익을 최우선에 두고 행동할 의무가 있다.	2-1. (좌동)
기관투자자가 수탁자 책임을 이행할 때 투자대상회사와의 이해관계 때문에 고객이나 수익자의 이익을 충실하게 도모하지 못하는 이해상충 상황에 직면할 가능성이 있다. 대표적인 사례는 소유지배관계나 거래·계약관계 때문에 투자대상회사의 주주총회에서 반대 의견을 행사하기 어려운 경우이다.	2-2. (좌동)
기관투자자는 수탁자로서 책임을 이행하는 과정에서 실제 발생한 이해상충 문제 또는 향후의 이해상충 가능성을 유형별로 상세히 점검하고 이를 효과적으로 관리할 수 있도록 문서화된 정책을 마련하고 공개해야 한다. 이 정책에는 이해상충 점검·관리를 위한 원칙과 지침, 구체적인 방법, 권한과 의무, 절차 등 관련 사항을 규정해야 한다.	2-3. (좌동)
기관투자자는 일반적으로 이해상충 문제를 관리하기 위해 관련 정책 및 세부지침 공개, 제3의 전문기관 활용, 자본시장법령 및 관계규정이 정한 방법 등의 수단을 채택할 수 있다. 기관투자자는 고객과 수익자의 신뢰를 높이는 방향으로 이들 수단을 적절히 활용할 필요가 있다.	2-4. (좌동)

〈원칙 3〉

기관투자자는 수탁자로서 책임을 이행하는 과정에서 실제 직면하거나 직면할 가능성이 있는 이해상충 문제를 어떻게 해결할지에 관해 효과적이고 명확한 정책을 마련하고 내용을 공개해야 한다. (좌동)

안내 지침

기관투자자는 주기적으로 투자대상회사를 점검하고 점검의 유효성을 검토하여 회사의 가치 제고와 지속적인 성장을 도모해야 한다. 3-1. (좌동)

기관투자자는 투자대상회사의 가치와 지속가능한 성장에 영향을 끼치는 요인으로 재무구조, 경영성과 등 재무적 요소는 물론 지배구조, 경영전략 등 비재무적 요소까지 점검 대상에 포함시킬 필요가 있다. 3-2. ----- ESG 요소를 비롯한 지속가능성, -----.

기관투자자는 투자정책, 내부 역량 등을 고려해 수탁자 책임의 효과적인 이행이 가능하도록 상기 재무·비재무 요소 중 적절한 점검 범위를 정할 수 있다. 3-3. (좌동)

기관투자자는 투자대상회사의 가치를 중대하게 훼손할 가능성이 있는 위험 요소를 사전에 발견하도록 노력해야 한다. 위험 요소 및 기타 우려 사항을 확인한 경우에는 주주총회 전 협의 등 건설적인 소통을 통해 적절한 해결책을 모색해야 한다. 3-4. (좌동)

(신설) 3-5. 기관투자자는 투자정책에 부합하는 방향으로 주기적 점검활동을 비롯한 수탁자 책임 활동의 결과를 자산의 배분 및 운용에 반영할 수 있다.

이상과 같은 점에서 투자대상회사에 대한 주기적인 점검은 회사가 치 제고와 고객·수익자 이익 증진을 도모하는 수탁자 책임의 핵심적인 요소 중 하나이다. 3-6. (좌동)

〈원칙 4〉 기관투자자는 투자대상회사와의 공감대 형성을 지향하되, 필요한 경우 수탁자 책임 이행을 위한 활동 전개 시기와 절차, 방법에 관한 내부지침을 마련해야 한다.	〈원칙 4〉 ----- 수탁자 책임 이행을 위한 활동 기준과 절차, 방법에 관한 세부지침을 마련하여 공개하고, 이에 따라 수탁자 책임 활동을 수행해야 한다.
안내 지침	
기관투자자는 중장기 회사가치 제고를 지향하고, 투자 및 수탁자 책임에 관한 정책 등을 바탕으로 주요 재무·비재무 경영사항에 관해 투자대상회사와 공감대를 형성하도록 노력할 필요가 있다.	4-1. (좌동)
기관투자자는 회사와의 충분한 협의 이후에도 우려가 남아 있는 경우 내부 정책으로 정한 범위 내에서 보다 적극적인 활동에 나설지를 검토해야 한다.	4-2. (좌동)
기관투자자는 투자대상회사의 사정, 투자 정책, 내부 역량 등 여건을 고려해 소통과 관여 활동의 범위·절차·기준을 정한 내부 지침을 마련해야 한다.	4-3. ----- ----- 세부 ----- 마련하여 공개해야 한다. 기관투자자는 투자대상회사의 대응에 따라 소통 및 관여활동의 단계를 점진적으로 강화하며, 이를 위한 기준·절차·방법을 세부 지침에 반영해야 한다. 다만 고객과 수익자의 이익을 위해 최선인 경우에는 투자 철회를 고려할 수 있다.
기관투자자는 적극적인 주주활동 과정에서 미공개 중요 정보의 이용 금지에 관한 자본시장법상 규정을 위반하게 될 가능성이 있음에 주의해야 한다. 특히 회사가치에 중대한 영향을 끼치는 내부 정보를 이용해 정보 우위를 기반으로 거래상 이익을 취하려고 시도해서는 안 된다.	4-4. ----- 수탁자 책임 활동 ----- ----- ----- ----- ----- -----
(신설)	4-5. 기관투자자는 필요하다면 관계 법령을 준수하며 다른 기관투자자들과 함께 회사와의 건설적인 대화 등의 관여활동을 수행할 수 있다.

〈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.	(좌동)
안내 지침	
기관투자자는 보유하고 있는 주식 전부에 대해 의결권을 행사하도록 노력해야 하며, 경영진의 제안에 자동으로 찬성하는 것은 적절하지 않다.	5-1. (좌동)
기관투자자는 충분한 정보 수집과 분석, 투자대상회사에 대한 심도 있는 검토, 대화·관여의 결과 등을 기반으로 찬성·반대 여부를 결정해야 하며 그 과정에서 필요하다면 해당 결정에 관해 회사와 논의하는 것이 바람직하다.	5-2. (좌동)
기관투자자는 중장기 회사가치의 제고, 고객·수익자의 이익 증진을 도모하는 방향으로 충실한 의결권 행사가 가능하도록 내부 자원과 조직체계, 전문 역량을 갖추어야 하며 관련 원칙과 현황을 아래에서 설명할 의결권 정책에 포함시켜야 한다.	5-3. (좌동)
기관투자자는 의결권 행사와 행사내역의 공시 등에 관한 지침과 절차, 세부 기준을 담은 문서화된 의결권 정책을 마련해 공개해야 한다. 의결권 행사 세부기준은 기계적인 점검항목만으로 구성해서는 안 되며, 투자대상회사의 중장기적인 가치 증진에 기여하도록 설계해야 한다.	5-4. (좌동)
의결권 정책에는 의결권 행사 시 직면할 가능성이 있는 이해상충에 관해 원칙 2에서 규정한 이해상충 방지 정책이 포함되어야 한다.	5-5. (좌동)
기관투자자는 집합투자기구 유형별로 운용 목표·절차 등에 따라 세부 기준·지침에 차이를 둔 의결권 정책을 마련할 수 있다.	5-6. (좌동)
기관투자자는 의결권 행사내역, 찬성·반대·기권·중립투표의 구체적인 사유를 고객과 수익자 등이 의결권 행사의 적정성을 쉽게 확인할 수 있는 적절한 방식으로 공개해야 한다.	5-7. (좌동)
기관투자자는 의결권 행사 자문서비스 이용 여부, 이용하는 경우의 서비스 범위와 활용 방식, 서비스 제공자, 해당 서비스 제공자의 권고에 의존하는 정도를 공개해야 한다.	5-8. ----- ----- 대한 검토 절차 등을 -----.
기관투자자는 의결권 행사 자문서비스를 이용하더라도 궁극적으로는 수탁자로서 자신의 책임과 판단하에 의결권을 행사해야 한다.	5-9. (좌동)
기관투자자는 의결권 행사와 관련해 영향이 있는 경우 주식 대여, 대여주식 회수에 관한 내용을 의결권 정책에 반영해야 한다.	5-10. 기관투자자는 주식 대여 및 회수에 관한 내용을 의결권 정책에 반영해야 하며, 필요한 경우 주식 대여를 제한하거나 대여주식을 회수하여 의결권을 직접 행사할 수 있다.

〈원칙 6〉 기관투자자는 의결권 행사와 수탁자 책임 이행 활동에 관해 고객과 수익자에게 주기적으로 보고해야 한다.	(좌동)
안내 지침	
기관투자자는 의결권 행사를 포함하는 수탁자 책임 이행 활동을 기록으로 남겨 일정 기간 보존해야 한다.	6-1. (좌동)
자산운용자는 원칙적으로 자산소유자 등 고객 또는 수익자에게 수탁자 책임 정책 및 이행 현황을 주기적으로 보고해야 한다.	6-2. 기관투자자는 원칙적으로 고객 또는 수익자에게 ----- 연 1회 이상 -----.
자산소유자는 고객 또는 수익자에게 적어도 1년에 1회 이상 수탁자 책임 이행에 관한 정책, 실제 집행에 관한 사항을 보고해야 한다.	(6-2와 통합)
기관투자자는 수탁자 책임 정책과 실제 이행에 관해 효과적인 보고가 가능하도록 노력해야 하며, 고객·수익자와 정한 보고 범위와 양식이 있다면 그에 따라 보고한다. 고객·수익자가 동의하는 등 적절한 경우에는 보고의 투명성과 책임을 높이는 방법으로서 주주활동 현황을 홈페이지에 또는 연차보고서로 공개할 수 있다.	6-3. ----- ----- ----- ----- 수탁자 책임 활동 -----.
(신설)	6-4. 참여 기관투자자 등은 매년 수탁자 책임 활동에 관한 보고서를 한국ESG기준원에 제출하여야 한다.
기관투자자는 고객과 수익자가 점검하기 쉽고 신뢰할 수 있도록 수탁자 책임의 이행 방법 등에 대한 구체적인 공개 범위와 수준을 정해야 한다. 이 경우 세부 사항의 공개가 자산가치에 미치는 영향을 종합적으로 고려할 수 있다.	6-5. (좌동)

〈원칙 7〉 기관투자자는 수탁자 책임의 적극적이고 효과적인 이행을 위해 필요한 역량과 전문성을 갖추어야 한다.	(좌동)
안내 지침	
기관투자자는 적극적인 대화 등 주주활동을 토대로 투자대상회사의 중장기 발전과 지속가능성 제고를 도모하기 위해 회사에 대한 이해를 높이고 건설적인 주주활동이 가능하도록 역량과 전문성을 갖추 필요가 있다.	7-1. ----- 수탁자 책임 활동을 ----- ----- 수탁자 책임 활동이 -----.
기관투자자는 이를 위해 적절한 조직 체계를 설계하고 내부 자원을 투입하며, 이들 자원의 역량과 전문성 향상을 위해 지속적으로 노력해야 한다.	7-2. (좌동)
수탁자 책임의 구체적인 이행을 자산운용자에 맡긴 자산소유자는 자산운용자가 역량을 축적하고 이를 바탕으로 투자대상회사와의 대화와 주주활동을 효과적으로 수행할 수 있도록 적정 보수를 지급하고 해당 자산운용자를 관리할 방안을 모색해야 한다.	7-3. ----- ----- 수탁자 책임 활동을 ----- -----.
기관투자자는 내부 가용 자원, 재정 상황 등을 고려하여 외부의 전문적인 자문서비스를 활용함으로써 수탁자 책임의 충실한 이행을 도모할 수 있다.	7-4. ----- ----- ----- 이 경우 외부 서비스 제공기관에 대한 점검체계를 갖추어야 한다.
기관투자자는 논의와 토론을 활성화하고 공동의 이해관계를 추구하기 위한 포럼 등을 설립하여 성공적인 주주활동 사례 등에 대한 경험과 의견을 나누고 학습함으로써 전문성과 주주활동의 질을 향상시킬 수 있다.	7-5. ----- ----- 수탁자 책임 활동 ----- ----- 수탁자 책임 활동의 ----- -----.

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이경연)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.