

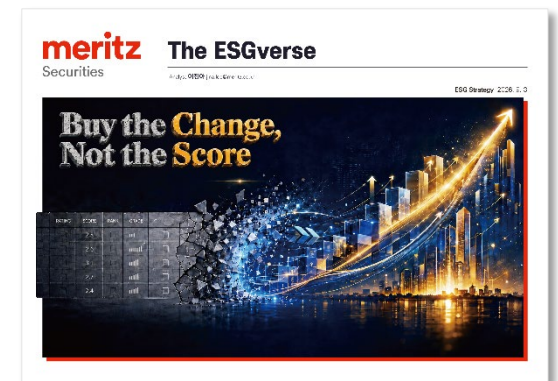
Buy the Change, Not the Score

	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	▪ 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	▪ 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	▪ 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	▪ 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

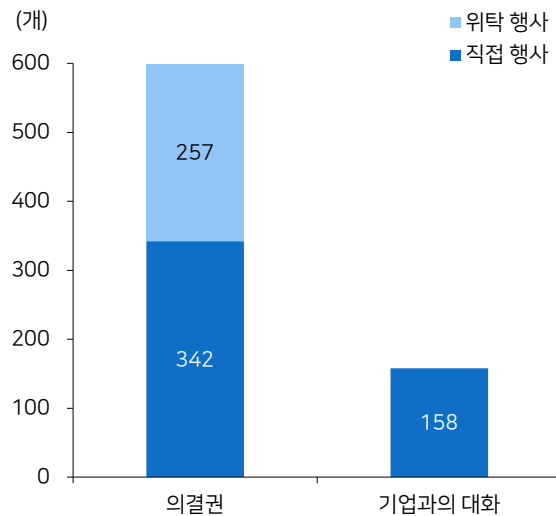


자료: 메리츠증권 리서치센터

국민연금도 수탁자책임 '이행'을 점검한다

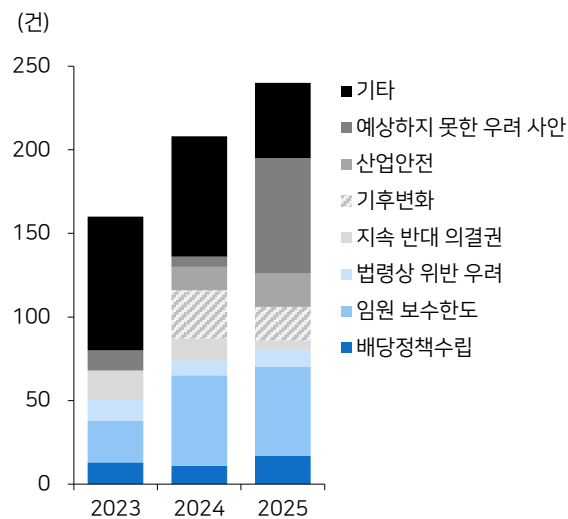
- 2026년 7월 2일, 국민연금은 자체 수탁자책임활동에 대한 이행점검 체계 도입방안을 의결
- 올해 하반기부터 7개 원칙별 12개 이행점검 항목에 대해 이행보고서를 작성
- 보고서는 수탁자책임전문위원회의 점검을 거쳐 공개되고, 기금운용실무평가위원회·기금운용위원회에도 보고
- 중요한 점은 단순히 수탁자책임 원칙을 보유하는 데서 나아가, 국민연금 자신의 실제 활동과 이행 수준까지 정기적으로 점검·공개한다는 것

국민연금 수탁자책임활동 구성



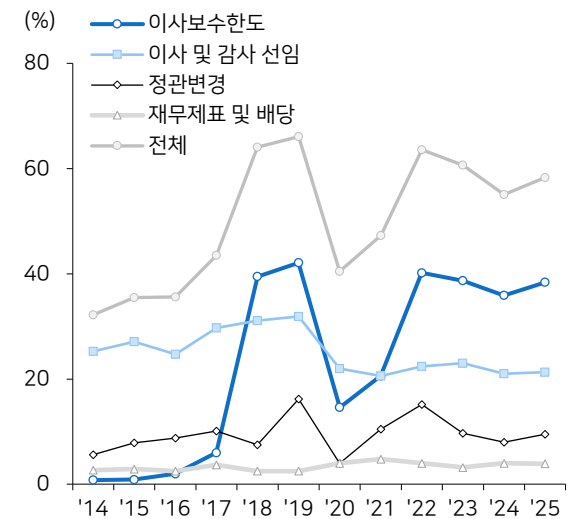
주: 2025년 국민연금 국내주식 수탁자 책임활동 내역 기준
자료: 국민연금, 메리츠증권 리서치센터

국민연금 기업대화·중점관리 활동 확대



자료: 국민연금, 메리츠증권 리서치센터

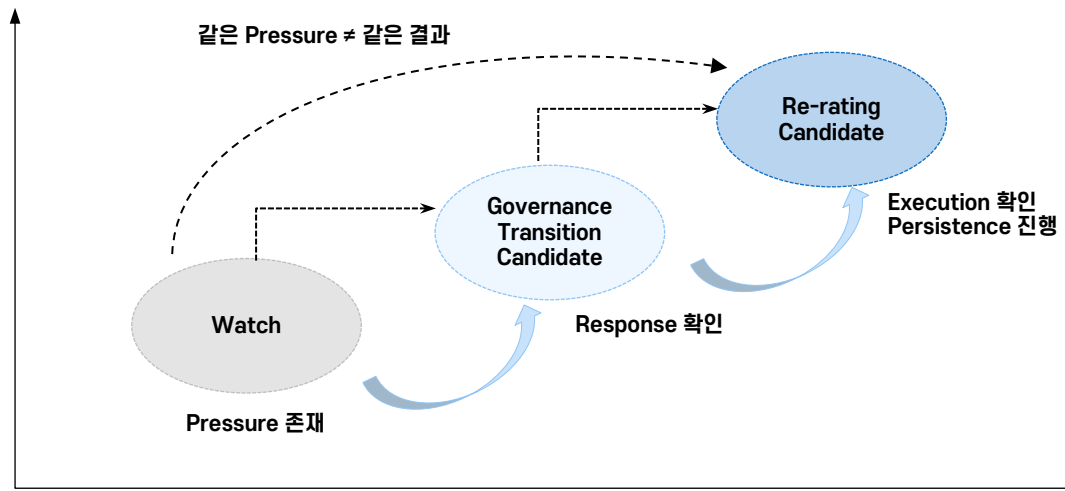
국민연금 실제 주주권 행사: 안건별 반대 의결권



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



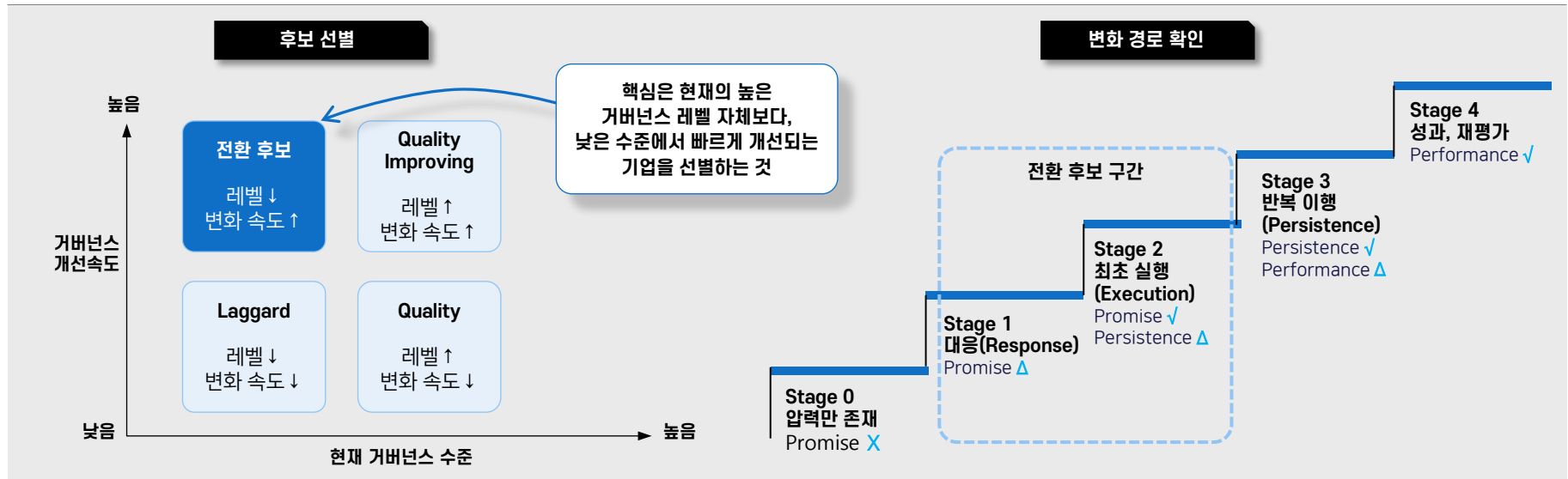
1단계	2단계	3단계	4단계	5단계
압력 발생 * 제도 변화 * 기관투자자 관여 * 시장 규율 강화	기업의 대응 확인 * 이사회 논의 * 목표 발표 * 정책 방향 제시	최초 실행 확인 * 자사주 소각 * 배당 실행 * 자산 매각 * 지배구조 조치	지속 이행 확인 * 후속 공시 * 반복 실행 * 일정, KPI 점검 * 정책 유지 여부 확인	기업가치 제고 성과 확인 * 실행과 지속적 이행 확인 * ROE, FCF, 주당가치 개선 * Re-rating Potential

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

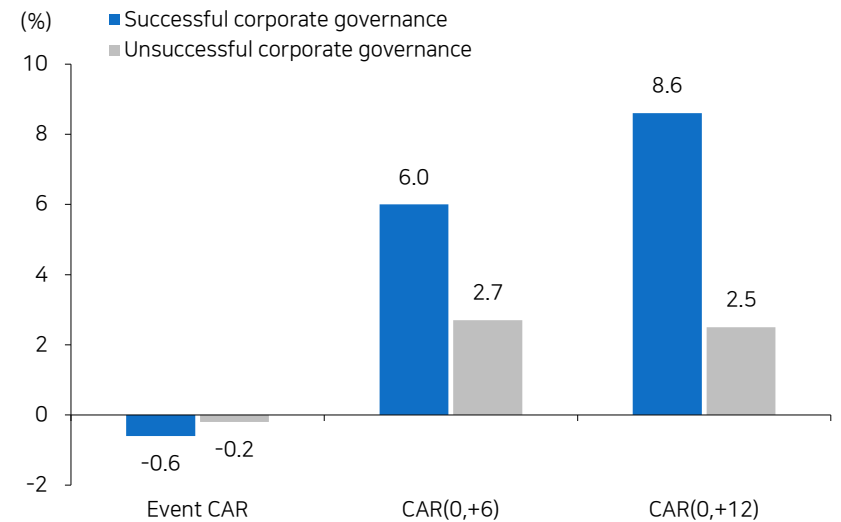
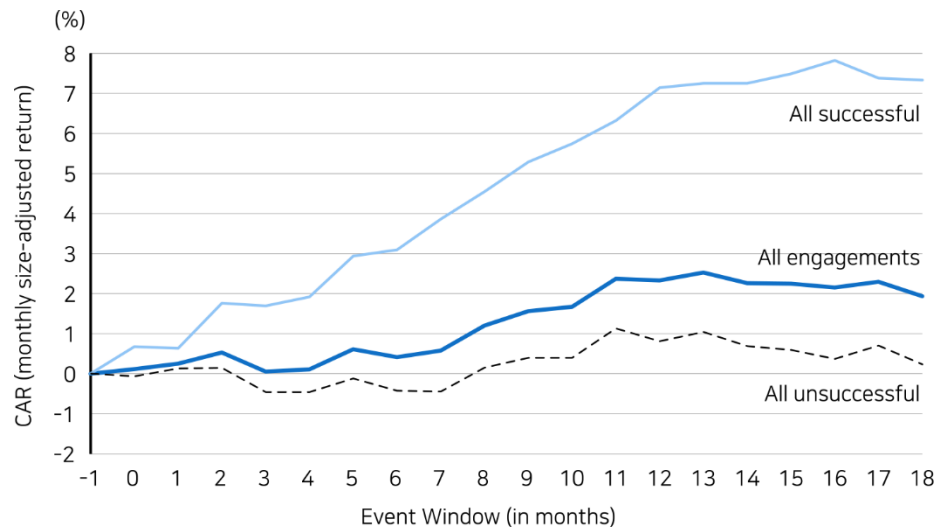


자료: 메리츠증권 리서치센터

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



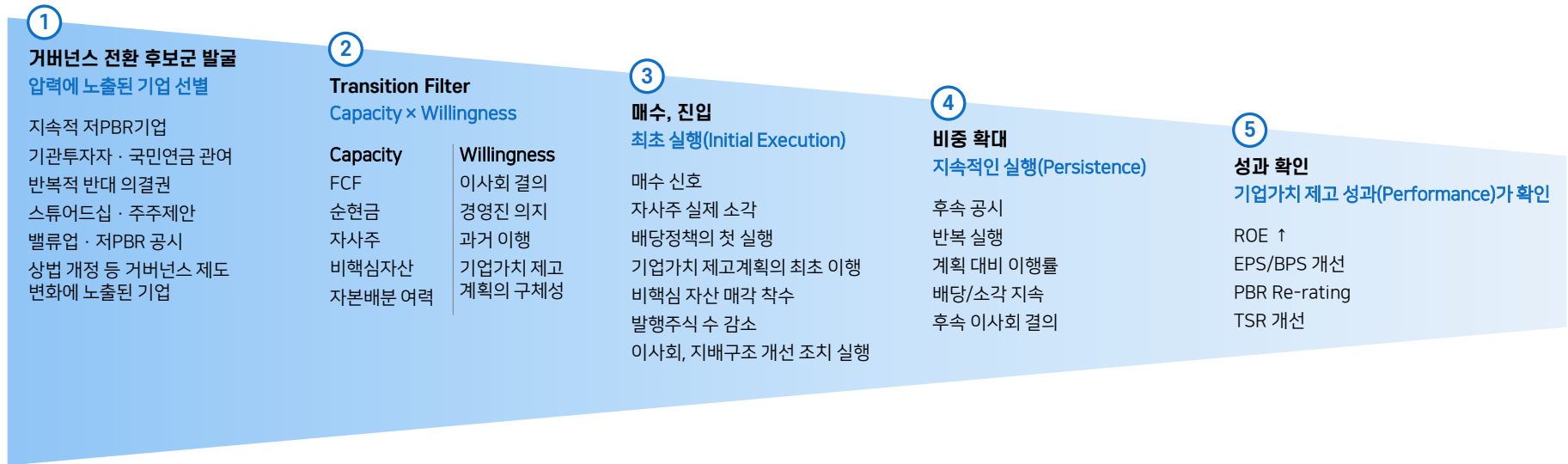
주: 미국 단일 대형 기관투자자의 독점 데이터셋에 기반하여 인게이지먼트 2,152건, 613개 기업을 대상으로 분석한 연구 결과임.

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

- 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

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