



ESG & Transition

지배구조 뉴노멀 ①: 일본 지배구조 개혁과 연기금의 핵심 역할

▶ Analyst 박세연 shannon@hanwha.com 02 3772 7406

일본은 도쿄증권거래소의 'Comply-or-Explain' 개정과 GPIF의 ESG 패시브 확대가 맞물려, 지배구조 개선이 주가 재평가로 연결되는 구조적 모멘텀을 유지하고 있다. 미국 내 ESG 논란이 확산되는 상황에서도 일본 공제연금생보사 등 기관투자자는 ESG 관여 기조를 흔들림 없이 유지하는 중이다.

일본 지배구조 개혁의 핵심 토픽비퀴

일본 GPIF사례가 증명한 것처럼, 제도와 자본이 결합돼야 주가재평가 속도가 붙는 만큼 국내 기업과 운용사 모두 'ESG(밸류업) 이행률'을 핵심 성과지표(KPI)로 삼는 준비가 필요하다.

연기금의 역할 강화와 함께 위탁운용사들의 기업 관여 확대는 빠른 시일 내에 구체화될 수 있을 것이다. 주요 연기금에서 위탁 운용사 선정·평가시 ESG이행률을 실제로 반영하는지 여부가 중요해질 것이다.

하반기 거버넌스 전환 예고 : 스튜어드십, 밸류업, 위탁 평가

올해 하반기부터 제도적 압박, 시장 인센티브, 자본 배분을 동시에 제공함에 따라 저평가·저효율 기업은 배당 확대, 자사주 소각, 사업 재편 등으로 빠른 리레이팅 압력을 받을 가능성이 높다. 이에 따라 국내 기업과 운용사는 ESG 이행률을 핵심 성과지표로 삼아 대비할 필요가 있다.

① 스튜어드십 코드 개정 : 선언형 코드가 이행·평가형으로 전환

② 코리아 밸류업 지수 : 지배구조 계획 미이행 기업은 지수에서 자동 퇴출 → 지수 자체가 행동 유도 장치가 되도록 설계, 2025년 레버리지·커버드콜 ETF로 자본 유입 확대

③ 연기금 위탁평가 개편 가능성 ↑ : 밸류업 성과를 위탁사 배점에 반영, 금감원 의결권 공사·검사 강화 → 기업 대화 소홀히 하는 운용사는 AUM 회수 리스크 ↑

일본의 지배구조 개혁, 3 가지 선순환 고리

△연기금 자본 유입, △주주
행동주의 확산, △외국인
지분 확대라는 선순환
고리가 작동

일본 도쿄증권거래소(TSE)는 2014년 이후 △연기금 자본 유입, △주주 행동주의 확산, △외국인 지분 확대라는 세 갈래 선순환 고리를 구축해 왔다. 핵심 전략은 'PBR 1배 미만 해소'를 전면에 내걸고, 기업에 △자본비용(COE)을 상회하는 ROE 달성 △성장 투자 확대 △주주환원 강화 계획 공개를 의무화한 것이다. 이행하지 않는 기업에는 시장 퇴출 가능성을 경고해 압박했다. 그 결과 2025년 3월까지 프라임시장 상장사의 90% 이상이 '가치 창출 전략'을 공시했고, 기관투자자(ISS·글래스루이스·노무라자산운용 등)도 ROE 하한선을 5~8%로 제시하며 저효율 구조를 집중 견제했다.

우리나라 거버넌스 개선 진전과 한계

2025년 6월 출범한 신정부의 밸류업 프로그램과 지배구조 개혁 로드맵은 일본 모델을 면밀히 벤치마킹해 저평가 상장사의 PBR 개선과 주주가치 제고를 정책 목표로 삼고 있다. 실제로 국내 기업들은 자사주 소각·처분을 빠르게 늘리고, 기업가치 제고 계획 공시도 확산되는 등 변화 조짐이 분명하다. 연기금 자본 유입과 행동주의 펀드의 등장, 외국인 지분 확대 흐름 역시 초기 선순환을 이루고 있다.

그럼에도 정부 가이드라인은 정량 목표를 자율에 맡겨 'ROE>COE' 같은 직관적 기준을 의무화하지 않았다. 공시된 밸류업 계획 상당수가 COE 산출 근거 역시 8~9%대의 획일적으로 제시해 투자자에게 충분한 가시성을 제공하지 못한다는 지적도 있다.

규제 불확실성과 우회 전략 리스크-자진상폐 또는 Pre-IPO

상법 개정안 전 자진
상장폐지나 Pre-IPO 검토해
시장 감시를 회피하는 기업
증가
세제·지배구조 장벽

상법 개정(자사주 의무 소각제 포함) 전, 일부 기업은 자진 상장폐지나 Pre-IPO를 검토해 시장 감시와 주주 압력을 회피하려는 움직임을 보인다. 이는 소액주주의 유동성 축소와 자본시장 신뢰 훼손으로 이어질 수 있어 정책적 경계가 필요하다.

국내 기업은 여전히 상속세 최고세율 50%와 최대주주 20%할증, 일부 대기업집단의 순환출자 고리라는 구조적 제약에 놓여 있다. 다만 미환류소득세는 2023년부터 일반 법인은 제외되고, 상호출자제한 기업집단에 한해 2025년 말까지 한시 연장돼 조세 부담이 일부 완화된 상태다.

일본처럼 PBR·ROE 기준을 명확히 제시해 정책 신뢰도를 높여야 하는 부분과 상속할증 과세 완화와 자사주 소각 인센티브를 결합해 상장 유지가 상장폐지보다 유리하도록 설계해야 하는 과제를 안고 있다.

연기금 역할 중요성 확대

이 과정에서 연기금의 역할은 더욱 중요하며, 이미 정부 금융당국을 중심으로 주요 연기금은 기업의 거버넌스 개선 성과를 위한 역할을 이어가고 있다.

거버넌스 개혁과 연기금 자본의 결합의 중요성

① 거버넌스 개혁 + 연기금 ESG 자본의 결합

연기금의 역할 강화는 정부 정책 실현을 위해 모멘텀을 제공할 수 있는 강력한 수단이다. 상속세, 지배구조 개선, 명확한 목표치 설정 등은 복잡한 법 개정이나 사회적 합의가 필요한 상대적으로 시간이 소요되는 과제인 반면, 연기금의 역할 강화와 함께 위탁 운용사들의 기업 관여 확대는 상대적으로 빠른 시일 내에 구체화될 수 있는 중요한 모멘텀이 될 것이다.

GPIF, 투자 밸류체인 전반의 관여 정책 강화

① GPIF, 스튜어드십 코드 개정을 통해 타 운용사와 투자 밸류체인 전반의 관여+ 투자 비중 확대

일본은 TSE의 지배구조 코드 도입과 함께 국부펀드 GPIF가 ESG 투자 비중을 꾸준히 늘려 왔다. 그 결과 FTSE 블로썬 채권 지수는 최근 5년 동안 TOPIX 대비 29.7%p(연평균 5.9%p)의 초과수익을 기록하며, 건전한 지배구조가 밸류에이션 리레이팅으로 이어지고 ESG 자본이 초과수익을 확대하는 선순환 구조가 실증적으로 작동함을 보여주는 증거이다.

현재 259조 엔(약 1.6조 달러)을 운용하는 GPIF는 주식 포트폴리오의 14%에 해당하는 12.4조 엔을 ESG 지수 추종 자산에, 1.6조 엔을 그린본드에 투자하고 있다.

GPIF는 작년 개정된 스튜어드십 정책에서 'ROE가 COE를 상회하도록 로드맵을 제시하지 못한 기업'에 대해 표결 반대·공개 서한·공동주주제안을 단계적으로 적용하겠다고 명시했다.

최근 ESG·스튜어드십 총괄인 시오무라 켄지 전무의 사임으로 조직 공백이 우려되었으나, GPIF는 새로운 5개년 전략에서 자국내 6개·글로벌 3개 등 9개의 신규 ESG 벤치마크를 추가해 ESG 투자 비중을 더욱 확대할 계획이라고 밝혔다. 또한 재생에너지 인프라 등 대체투자 자산을 유자·확대하고, 외부 운용사·피투자 기업·다른 자산주와의 스튜어드십 활동을 심화해 투자 밸류체인 전반의 관여(engagement)를 강화할 계획이다.

우리나라도 스튜어드십 이행 여부 관리 감독 여부 중요해질 것

우리나라는 주요 연기금이 스튜어드십 코드를 개정(올해 시행 예정)해 저PBR·저ROE 기업과의 '집중 대화'를 예고했다. KRX 또한 '밸류업 지수' 편입 인센티브를 부여해 연기금·패시브 자금의 정책적 유입 통로를 마련했다.

일본 사례처럼 '제도(코드) + 자본(연기금)'의 동시 압력이 작동해야 리레이팅 속도가 붙는다. 주요 연기금에서 위탁 운용사 선정 및 평가시 밸류업 이행률을 실제로 반영하는지 여부가 중요해질 것이다.

하반기 거버넌스 전환예고 :스튜어드십,밸류업,위탁평가

국내 자본시장의 거버넌스 개선을 위한 변화는 올해 하반기부터 제도와 자본이 동시에 움직이는 구조로 재편될 것이다. ① 스튜어드십 코드 개정 ② KRX 코리아 밸류업 지수 ③ 연기금 위탁운용사 평가지표 개편 세 갈래다.

① 스튜어드십 코드 개정-집중 대화가 공식 절차로 지정 가능성 ↑

올해 3월 개정된 가이드라인은 ‘저(低) PBR·저 ROE 장기 지속 기업을 별도 리스트로 지정해 단계적·대상별 대화를 실시’하도록 명시했다. 구체적인 수치는 최종 고시 전이지만, 초안 단계에서 PBR 0.6배·ROE 5%미만이 3년 이어질 경우 1차 경고 서한을 발송하고, 1년 내 개선이 없으면 정기주총 의결권·주주제안으로 단계가 올라가는 가능성도 존재한다.

금융위원회는 2월 세미나에서 ‘이행 점검을 외부 독립기구가 맡고, 결과를 정기적으로 공개하겠다’고 밝혔다. 스튜어드십 코드가 가입·선언 중심에서 이행·평가 중심으로 전환되는 첫 제도적 장치다.

②KRX 코리아 밸류업 지수 편입, 인센티브 추진

작년 9월 발표된 지수는 시장가치 상위 400개 중 수익성·주주환원·PBR·ROE 요건을 통과한 100개 종목으로 구성됐다. 산업 편중을 막기 위해 섹터 상대평가 방식을 적용했고, KOSPI 67%·KOSDAQ 33% 비중으로 설계됐다.

작년 9월까지 ‘가치 제고 계획’을 공시한 기업은 요건을 충족하지 못해도 우선 편입됐지만, 하반기부터는 ‘계획 이행 여부’가 재편입·퇴출을 결정한다. 지수 자체가 기업 행동을 자극하는 관여(Engagement) 플랫폼으로 자리 잡도록 설계된 셈이다.

2024년 11월 첫 ETF가 상장됐고, 한국거래소는 2025년 안에 커버드콜·레버리지형 파생 ETF까지 풀어 유동성을 키운다는 방침이다.

③ 연기금 위탁운용사 평가, 밸류업 이행률이 가점 항목으로

금융감독원은 올해 업무계획에서 금감원은 '자산운용사 스튜어드십 코드 이행 강화를 위한 의결권 행사 비교·공시 시스템 구축'과 '사전예방적 감독·검사 강화'를 밝혔다.

국민연금은 "위탁운용사 평가에 밸류업 요소를 반영해 81조 원(국내 주식 위탁) 중 6조 원 이상을 가치 제고 성과와 연동하겠다"고 공식 언급했다.

대형 자금을 위탁하는 기관투자자들은 의결권 행사·주주대화가 미흡한 운용사를 재위탁에서 배제하거나 위탁 규모(AUM)를 줄인 전례가 있어, 운용사가 적극적 대화를 소홀히 할 경우 실제 자금 회수가 이뤄질 가능성은 열려 있다.

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.
