

## Strategy Idea

## K-밸류업, RE:BOOTing

투자전략  
투자전략팀

- ✓ 자사주는 '경영권 방어 수단'에서 '주주환원 수단'으로 전환
- ✓ 연속 배당·배당 인상 기업 중심의 '한국형 배당 귀족(Dividend Aristocrats) 지수' 확대 필요
- ✓ 상법 개정 시 주주이익 반영 의사결정 확대, 지주사 리레이팅 기대, 행동주의 영향력 강화 예상

## 코리아 프리미엄은 아직 없었다

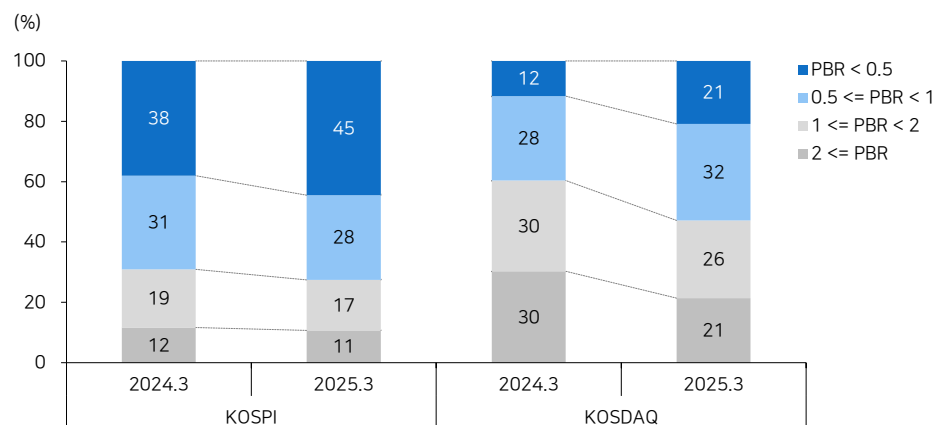
한국 자본시장은 여전히 코리아 디스카운트의 틀에 갇혀 있다. 구조적 저평가의 핵심에는 낮은 PBR, 불투명한 지배구조, 단발성에 그치는 주주환원 정책이 자리 잡고 있다. 단기 이벤트로는 근본이 바뀌지 않는다.

밸류업 프로그램에도 불구하고,  
글로벌 대비 여전히 낮은  
한국 PBR

2024년 5월 밸류업 프로그램 도입에도 밸류에이션은 달라지지 않았다. 한국의 PBR은 1배를 밑돌고 있고, 글로벌 시장과의 격차는 해소되지 않았다(그림2, 3).

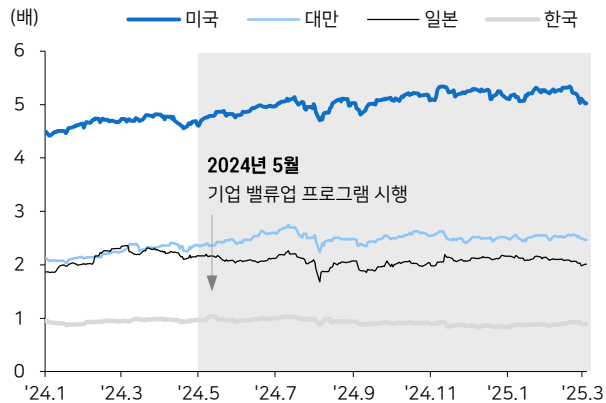
오히려 PBR 1배 미만 기업 비중은 확대됐다. 2024년 3월 기준 코스피 상장사의 69%가 PBR 1배 미만이었으나, 2025년 3월에는 73%로 증가했다. 코스닥 역시 같은 기간 40%에서 53%로 높아졌다(그림 1). 한국 시장에 '코리아 프리미엄'은 아직 없었고, '코리아 디스카운트'는 여전히 뚜렷하다.

그림1 밸류업 프로그램 시행 후, 코스피/코스닥 시장 PBR&lt;1 기업 비율 오히려 늘어



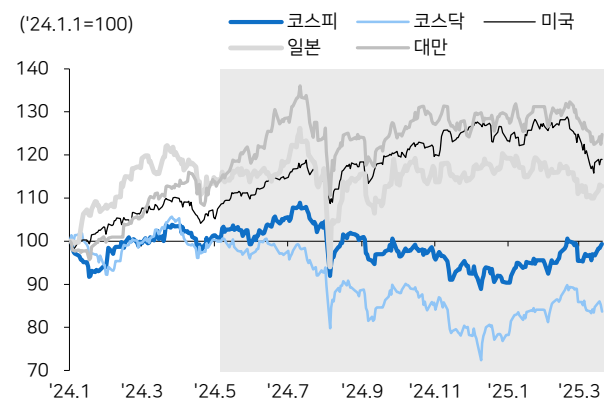
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 주요국(미국, 대만, 일본, 한국) PBR 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 주요국(미국, 대만, 일본, 한국) 주가지수 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 공시보다 실행, 숫자보다 구조

진정한 밸류업을 위한 지배구조 개선 필요

밸류업은 단순한 공시 숫자로 완성되지 않는다. 중요한 것은 공시의 질이며, 더 중요한 것은 실행을 담보하는 구조다. 지배구조 개혁 없는 단기 정책만으로는 코리아 디스카운트를 해소하기 어렵다.

자본효율성, 성장성, 시장평가보다는 주주환원 지표 위주

2024년 밸류업 본공시 기업 중 89.4%가 주주환원 관련 재무지표를 핵심목표 지표로 수립했다. 반면 자본효율성(73.4%), 성장성(48.9%), 시장평가(30.9%) 관련 지표를 제시한 비중은 상대적으로 낮았다(그림 5, 6). 수익성과 지속가능성을 반영한 장기 지표보다는 단기적 주주환원에 치우쳐 있다.

밸류업 프로그램에 따라 기업가치제고 본공시를 진행한 기업들은 벤치마크 대비 초과수익을 기록하고 있다(그림 4). 특히 주주환원 계획을 구체적으로 밝히고 실행에 옮긴 일부 기업은 시장에서 빠르게 추가 재평가를 받고 있다. 그러나 이러한 초과수익이 모든 기업에 공통적으로 나타나는 것은 아니다.

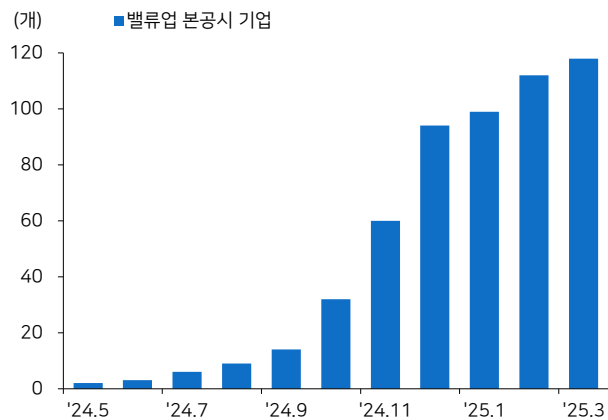
그림4 밸류업 본공시 기업들은 벤치마크(코스피/코스닥) 대비 아웃퍼폼



주: 2025.3.25 기준 밸류업 본공시 수행 기업 대상 분석

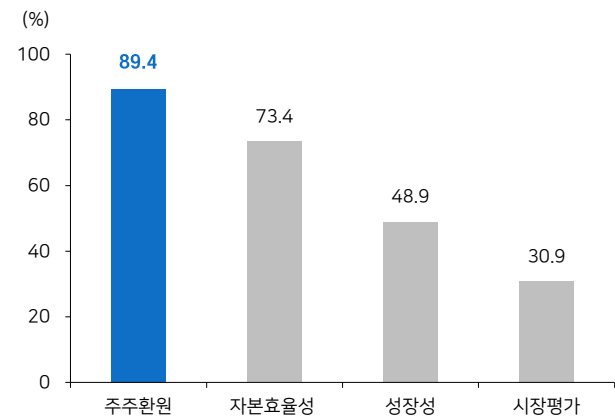
자료: KRX, Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

그림5 밸류업 본공시 기업 월별 누적 추이



주: 2025.3.25일까지 밸류업 본공시 수행 기업  
 자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

그림6 주주환원 재무지표 위주로 목표 수립한 기업 다수



주: 2024년 본공시 기업 94개사 대상  
 자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

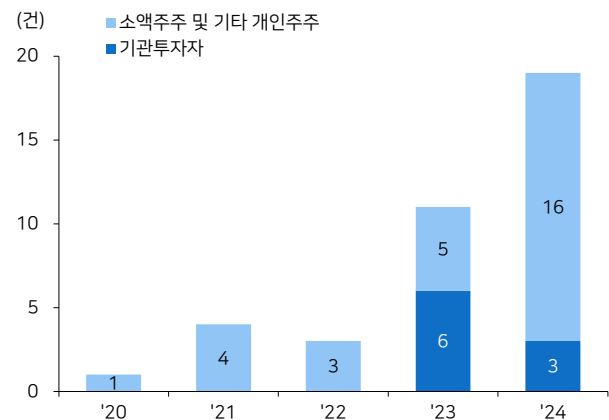
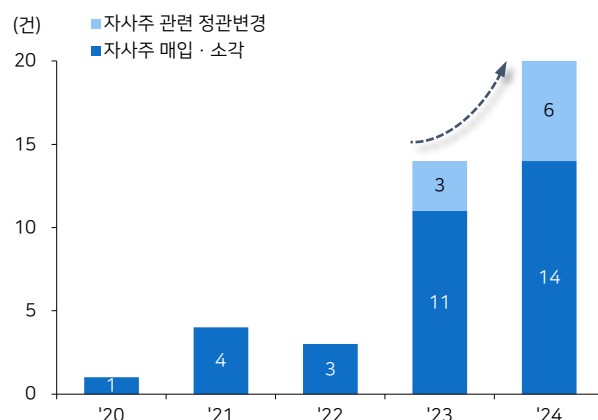
## 자사주 관련 주주제안 증가, 주주들은 무엇을 요구하는가?

### 자사주 관련 주주제안 ↑

변화는 주주들로부터도 감지된다. 최근 3년 사이 상장기업 대상 자사주 매입·소각 주주제안이 급증했다. 2022년까지 연간 한 자릿수에 불과했던 자사주 관련 주주제안 건수는 2023년 14건, 2024년 20건으로 증가했다(그림 7). 투자자들이 기업의 자본 배분 전략에 적극적으로 개입하려는 흐름은 뚜렷해졌다.

실제 가결된 안건은 3건에 불과하다. 하지만 가결 여부보다 중요한 것은 주주들의 요구가 지속적으로 증가하고 있다는 점이다. 개인투자자 및 소액주주 중심이던 주주제안은 점차 기관투자자의 참여 확대와 함께 무게감이 달라졌고, 이는 곧 기업 가치 개선에 대한 압박으로 이어질 것으로 예상된다.

그림7 자사주 관련 주주제안 증가(좌), 기관투자자의 참여도 확대(우)



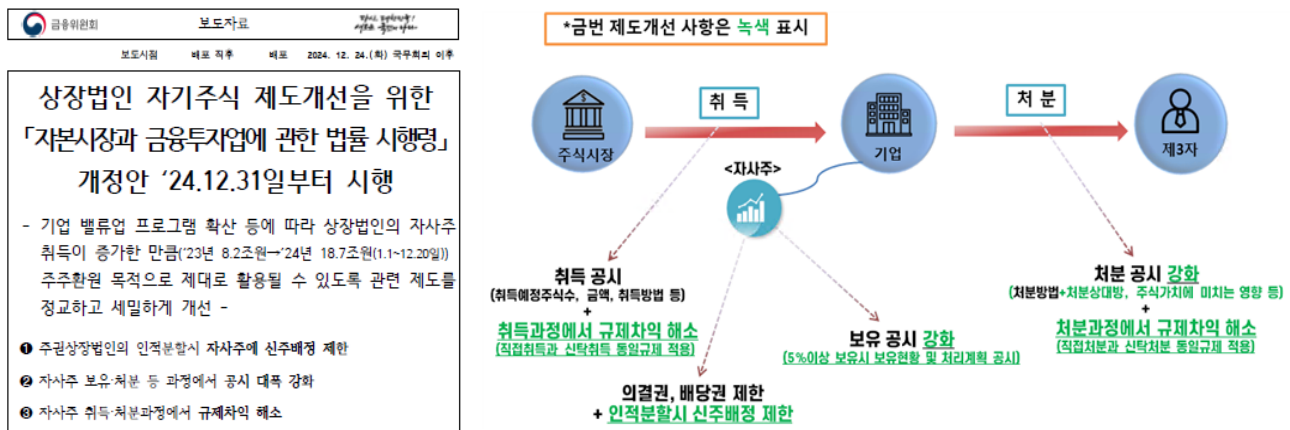
자료: DART, 메리츠증권 리서치센터

## 과거 전략의 종말: 자사주를 활용한 인적 분할·합병 계획 수정 불가피

자사주는 더 이상 '지배력 강화 수단'이 아니다. 2024년 12월 31일, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령」 개정안 시행으로 자사주 활용에 대한 규제가 대폭 강화됐다(그림 8). 인적분할이나 M&A 과정에서 자사주를 통한 지배력 승계 전략은 더 이상 유효하지 않게 되었다.

자사주 보유·처분 공시 강화, 인적분할 시 신주배정 제한, 직접취득과 신탁취득 동일 규제 적용 등으로 기업의 자사주 운용 자율성이 크게 축소되었다. 이는 자사주를 경영권 방어 수단으로 사용하던 과거 전략의 종말을 의미함과 동시에 자사주 본래 기능인 주주환원 수단으로의 회귀를 시사한다.

그림8 자본시장법 시행령 개정: 자사주 규제 개편 (2024.12.31)



자료: 금융위원회 보도자료(2024.12.24일자)

과거에는 자사주 매입 자체만으로도 주주환원으로 평가되었다. 그러나 이제는 소각 여부가 핵심이다. 애플, 메타 등 주요 글로벌 기업들은 일정한 배당과 함께 자사주 소각을 병행하는 방식으로 지속적인 주주환원을 실현하고 있다.

자사주 매입·소각 증가 배경:

- ① 낮은 PBR, ROE에 따른 저평가 해소 & 주주환원 요구 증가
- ② Dividend Smoothing으로 인해 자사주 활용 ↑

자사주 매입과 소각이 늘어나는 배경은 크게 두 가지다. 첫째, 한국 시장의 낮은 PBR과 ROE에 따른 저평가 해소 및 주주환원에 대한 요구가 커지고 있다. 자사주 매입·소각은 ROE 개선과 EPS 상승 효과로 이어져 투자자들의 선호가 높다.

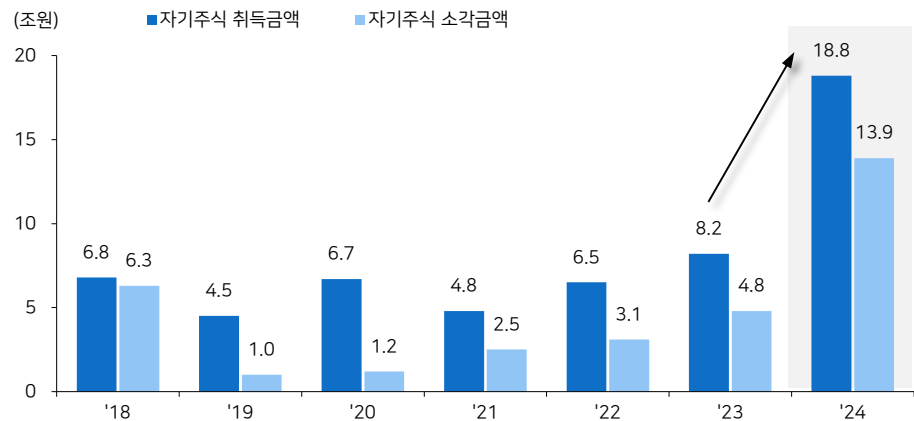
둘째, 배당유연화(Dividend Smoothing)로 인해 배당은 보수적으로 운용되는 경향이 있다. Lintner(1956)<sup>1</sup>의 이론처럼 기업은 배당 변동성을 줄이려고 하고 안정적인

<sup>1</sup> Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. American Economic Review, 46(2), 97-113.

인 배당정책을 선호한다. 따라서 기업 재량권이 크고 실행하기 유연한 자사주 매입·소각이 현실적인 주주환원 수단으로 활용되고 있다.

자사주 소각 확대는 주주들의 요구에 기업들이 응답한 결과다. 기업들은 자사주 소각을 강력한 주주환원 신호로 시장에 전달하려는 의지를 보이고 있다. 자본시장법 개정안 시행과 맞물려, 이제 자사주는 지배력 강화 수단이 아니라 주주환원 수단으로써 본래의 기능에 충실할 필요가 있다.

그림9 자사주 취득 및 소각 금액 추이



주: 이사회 결의 기준, 유가증권·코스닥 시장 합산

자료: 금융위원회 보도자료(2024.12.24), 메리츠증권 리서치센터

### 시장 신호 효과, 단순한 주가 부양 수단이 아니다

자사주 매입과 소각은 단순한 재무적 결정이 아니다. 투자자들은 이를 기업의 장기적 자본 배분 전략이자 지배구조 개선 의지를 보여주는 신호로 해석한다.

**정보신호 가설:** 기업의 자사주 취득은 긍정적 신호 → 주가 상승

정보신호 가설(Signaling Hypothesis)에 따르면, 자사주 매입은 내부자가 주가를 저평가됐다고 판단했음을 의미한다. 시장은 이를 긍정적 신호로 받아들이고, 주가는 상승하는 경향이 있다.

**경영자 기회주의 가설:**  
단기 주가 상승 유도 후  
지분 매도할 유인 존재

반면, 경영자 기회주의 가설(Managerial Opportunism Hypothesis)은 다른 시각을 제시한다. 일부 경영진은 단기적인 주가 상승을 유도한 뒤, 내부 지분을 매도하려는 유인이 있다.

따라서 자사주 매입이 진짜 주주가치 제고 전략인지, 단기 주가 띄우기인지 판별하려면 단순한 공시만으로는 부족하다. 공시 이후 내부자 지분 변화까지 함께 살펴야 한다.

자사주 취득 결정 = 기업이 주주 가치 제고에 나섰다는 신호

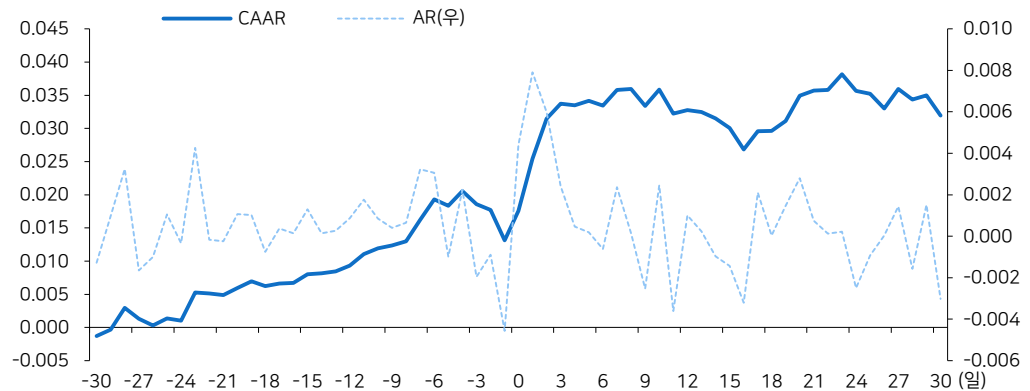
**자사주 취득 공시 전후 시장 반응 분석:** 자사주 취득 결정 공시 전후(t=0) 주가 반응을 살펴보면, 공시 전후로 초과수익률(CAAR)이 상승하며 일정 기간 지속되는 경향이 있다(그림 10). 이는 시장이 자사주 매입을 주주가치 제고 의지로 해석함을 보여준다.

자사주 처분 효과, 취득만큼 뚜렷하지 않아...

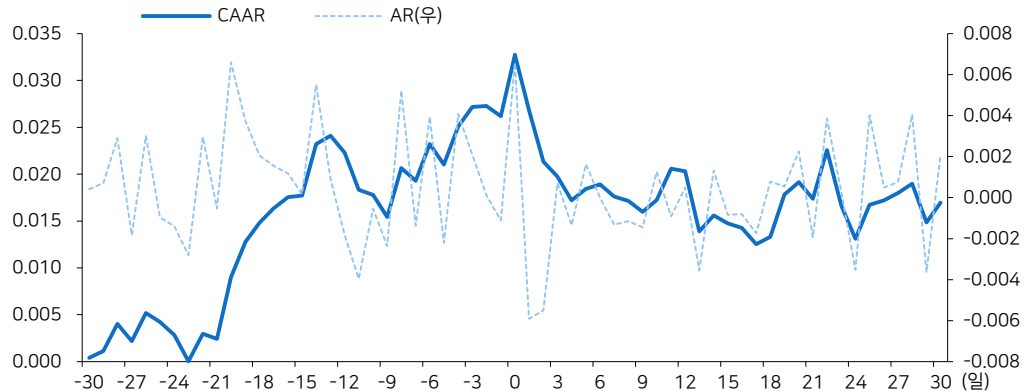
**자사주 처분 공시 전후 시장 반응 분석:** 자사주 처분 공시는 명확한 방향성을 보이지 않고 변동성이 증가하는 패턴을 보인다(그림 10). 이는 자사주 처분이 주주환원보다는 기업 내부 운영 목적일 수 있다는 시장의 우려를 반영한다.

그림10 자사주 취득/처분 결정 공시에 따른 30일 전후 시장 반응

자사주 취득 공시 ▶



자사주 처분 공시 ▶



주: 분석기간은 2024.1.1부터 2025.3.7까지임. 분석대상은 코스피 상장기업 중 자사주 취득 및 처분 결정 공시 기업

AR=평균초과수익률, CAAR=누적평균초과수익률

자료: Enguide, 메리츠증권 리서치센터

ROE > COE라는 전제조건 성립 시 주주환원→가치로 연결 가능

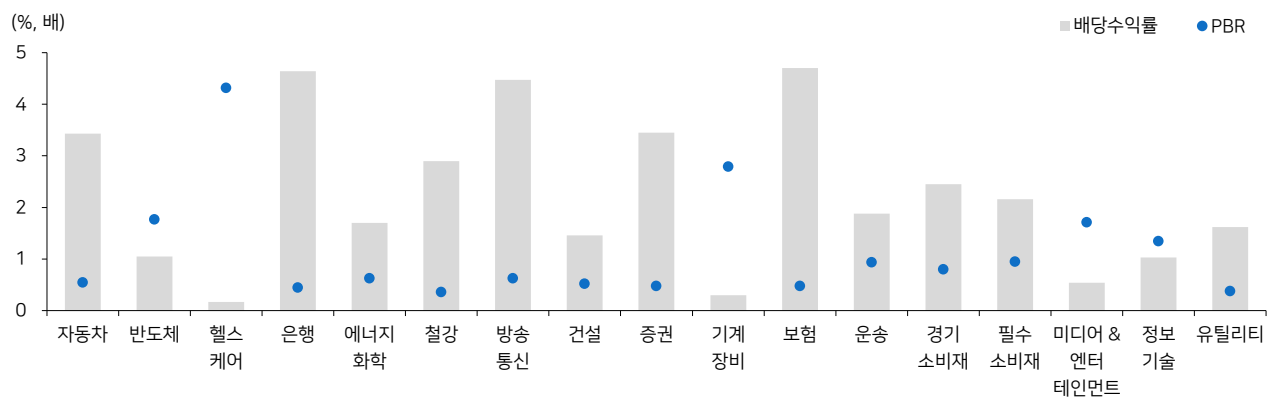
**지속가능한 주주환원의 조건:** 단, 주주환원에 관한 이러한 논의는 ROE > COE이라는 전제가 깔려있을 경우에 의미를 갖는다. 애플의 사례는 시사점을 준다. 2021년부터 23년까지 애플의 매해 자사주 소각 비용은 117조원, 124조원, 107조원에 이른다. 같은 기간 순이익이 131조원, 138조원, 134조원 임을 고려할 때 순이익의 대부분 또는 그 이상을 자사주 소각에 사용한 것이다. 지속적인 자사주 소각과 배당에도 불구하고 애플의 경우, 주가 반응이 제한적이다. 성장 없는 주주환원은 시장에서 외면받을 수 있다.

자사주 소각도 주주환원의 핵심 수단이지만, 또 하나의 중요한 축은 '배당'이다. 배당은 기업의 현금흐름과 자본정책을 가장 직관적으로 드러내는 신호다.

**금융업: 높은 배당수익률 & 저평가된 PBR로 시장에서 재평가**

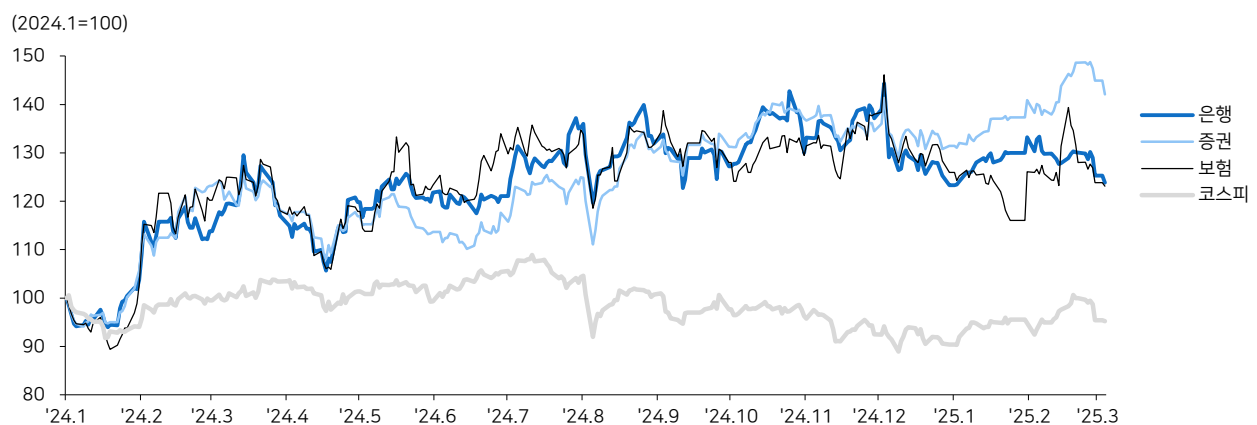
배당정책 변화 속에서 금융업은 높은 배당수익률과 저평가된 PBR을 바탕으로 시장에서 재조명을 받고 있다(그림 11, 12). 대형 금융지주사들이 총주주환원을 목표치를 40~50%까지 확대하며 장기 투자자들에게 매력적인 배당주로 자리 잡았다. 밸류업 프로그램과 맞물린 주주환원 강화 흐름 속에서 금융업은 대표적인 수혜 업종으로 부각되고 있다.

**그림11 금융업은 높은 배당수익률 & 저평가된 PBR 바탕으로 시장에서 재조명**



주: KRX 산업분류, 2025.3.25 기준  
자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

**그림12 밸류업 프로그램과 주주환원 강화 흐름 속에서 금융업 아웃퍼폼**



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

## 국내 현실은 여전히 결산배당 중심, 분기배당은 소수

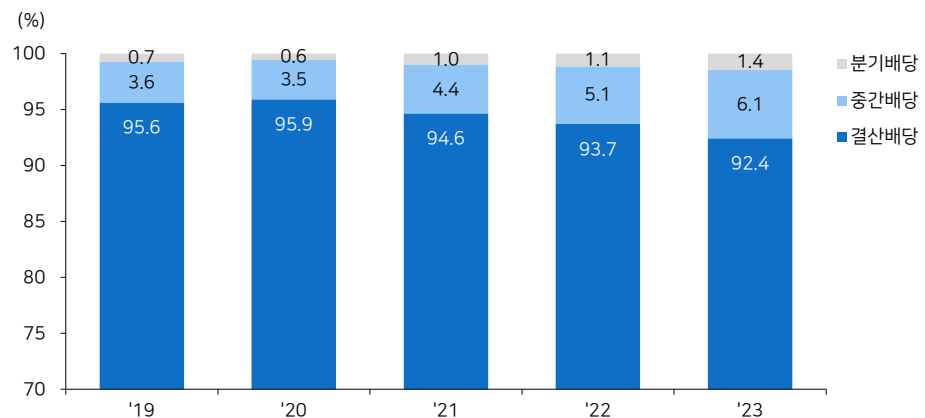
배당 역시 주주환원 측면에서 중요한 것은 '지속 가능성'과 '예측 가능성'이다. 일회성 고배당이 아닌, 기업의 현금흐름, ROE와 자본비용, 사업 전략에 부합하는 배당 정책이 전제되어야 시장은 납득한다.

분기배당 확대를 통한  
배당의 예측 가능성 증대

국내 배당은 여전히 연 1회 결산배당에 편중되어 있다. 2023년 기준 분기배당을 실시한 상장사는 전체의 2%를 밑도는 수준에 불과하다. 이 비율은 2021년 이후 소폭 상승(1.0%→1.1%→1.4%)했지만 여전히 낮은 수준이다(그림 13).

분기배당 기준일은 이사회 결의로 유연하게 정할 수 있지만, 현실은 다르다. 실행하는 기업은 손에 꼽을 정도다. 예측 가능성을 중시하는 투자자 입장에서는 아쉬운 대목이다.

그림13 결산배당 쏠림 현상 여전



자료: 권세현(2024), KRX정보데이터시스템, Fnguide, 한국ESG기준원, 메리츠증권 리서치센터

## 배당 귀족(Dividend Aristocrats)의 성공 방정식= f(배당의 역사, 지속성)

해외: 배당의 지속성, 성장성 중심  
vs. 한국: 배당수익률 중심

글로벌 시장은 다르다. 해외 주요 배당지수는 배당의 '지속성'과 '역사'를 기준으로 구성된다<표 1>. 대표적으로 S&P 500 Dividend Aristocrats Index는 25년 이상 연속 배당을 인상한 기업만을 편입한다. Dow Jones나 MSCI 계열 배당지수도 일정 기간 이상 배당 유지 또는 성장 이력을 요구한다.

이른바 '배당 귀족주'로 불리는 기업들은 단순히 배당금을 많이 주는 기업이 아니다. 장기적으로 배당을 늘려온 이력을 통해 투자자와의 신뢰를 축적해 온 종목들이다.

그러나 한국은 주로 단기적인 배당수익률을 기준으로 편입 기업을 선정한다<표 2>. 이 방식은 투자자들에게 배당 지속성에 대한 신뢰를 주기 어렵다. 이제는 한국도 배당수익률 중심의 단기 지표를 넘어, 배당의 역사와 지속성을 반영한 '한국형 배당 귀족지수' 개발이 필요하다. 장기 성과를 중시하는 지표가 자리 잡는다면, 외국인과 기관투자자의 국내 주식시장에 대한 신뢰는 분명 더 높아질 것이다.



표1 해외 배당 관련 주요 지수

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

주: 주로 지급기간 관련 조건을 기재함. 지수별로 배당성장성, 재무기준, 유동성 등 별도 기준 존재

- 1) 연속 지급: 배당금 인상·삭감과 관계없이 지급만 하면 되는 경우
- 2) 연속 인상: 배당금을 매년 인상하여야 하는 경우
- 3) 연속 인상 또는 유지: 배당금을 매년 인상하거나 최소 유지하여야 하는 경우

자료: S&P Dividend Aristocrats Indices Methodology, Dow Jones Dividend Indices Methodology, 한국ESG기준원

표2 국내 배당 관련 주요 지수

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

주: 주로 지급기간 관련 조건을 기재함. 지수별로 배당성장성, 재무기준, 유동성 등 별도 기준 존재

- 1) 연속 지급: 배당금 인상·삭감과 관계없이 지급만 하면 되는 경우
- 2) 연속 인상 또는 유지: 배당금을 매년 인상하거나 최소 유지하여야 하는 경우

자료: KRX, FnGuide, 한국ESG기준원

그림14 Berkshire Hathaway의 코카콜라 투자 연간 배당수익



자료: Berkshire Hathaway Annual Report, Carbon Finance

그림15 Benjamin Graham의 배당 철학

*“The prime purpose of a business corporation is to pay dividends regularly and, presumably, to increase the rate as time goes on.” - Benjamin Graham*

자료: Benjamin Graham, 메리츠증권 리서치센터

표3 국내 5개년 연속 배당 인상 기업 리스트 예

기업명	구분	주당배당금 (원)					2024년 배당수익률 (FY0, %)
		2020	2021	2022	2023	2024	
LIG넥스원	KOSPI	900	1,200	1,500	1,950	2,400	0.88
NICE	KOSPI	270	375	410	451	500	4.15
NICE평가정보	KOSPI	275	330	370	410	460	3.37
경동나비엔	KOSPI	350	450	500	550	650	0.63
넥센	KOSPI	85	100	110	125	135	2.74
에스코홀딩스	KOSPI	2,000	2,250	2,500	2,750	3,000	17.36
클래시스	KOSDAQ	60	66	116	200	257	0.42
한국엔컴퍼니	KOSPI	500	600	650	700	790	4.14
한국타이어앤테크놀로지	KOSPI	650	700	800	1,300	2,000	3.39
한솔로지스틱스	KOSPI	50	60	70	100	150	4.81

자료: DART, Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

### 진정한 밸류업을 위한 지배구조 개선, 그 출발점은 상법 개정

진정한 밸류업은 자사주 매입이나 배당 확대만으로 완성되지 않는다. 법 제도 개선, 지배구조 투명성, 지속가능한 수익성이라는 세 축이 맞물릴 때 비로소 시장은 구조적으로 반응한다.

2025년 2월 기준, MSCI 이머징마켓 인덱스에서 한국 비중은 9.3%로 하락했다(그림 16, 17). 중국(30.7%), 대만(19.1%), 인도(16.9%)와도 현격한 차이를 보인다. 글로벌 투자자들이 한국 시장의 매력을 낮게 평가하고 있다는 지표다.

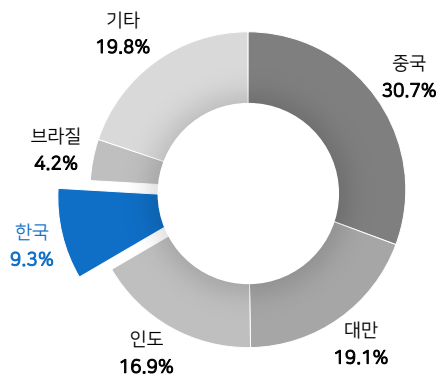
## ACGA, 한국 상법 개정 촉구

ACGA(아시아지배구조협회)는 부진한 한국의 거버넌스 개혁을 국제금융시장에서 입지가 줄어든 핵심 이유로 손꼽으며, 2024년 12월 20일 한국 국회에 공개서한을 보내 상법 개정을 촉구했다(그림 18). 우리가 상법 개정을 주목하고 변화를 촉진해야 하는 이유다.

상법 일부개정법률안,  
'25.3.13 국회 본회의 통과  
4.1 대통령 권한대행, 거부권 행사

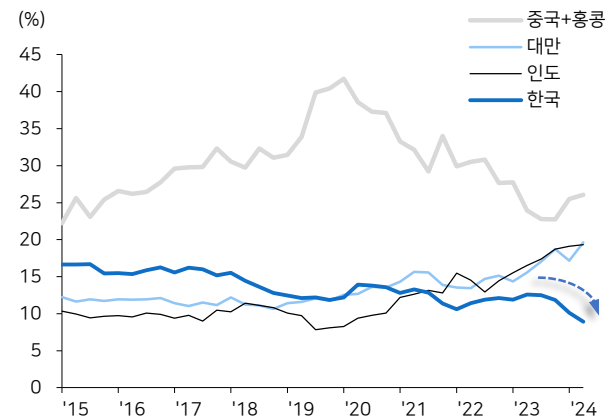
이러한 흐름 속에서 이사 충실의무 대상을 회사에서 주주까지 확대하는 상법 개정안이 2025년 3월 13일 국회 본회의를 통과했다. 하지만 4월 1일, 한덕수 대통령 권한대행 국무총리는 이에 대해 재의요구권(거부권)을 행사했다. 비록 제동이 걸렸지만, 개정안은 다시 발의될 가능성이 높다. 이번 거부권 행사로 제도 도입이 다소 늦춰졌지만, 지배구조 개선을 향한 정책적 방향성은 달라지지 않았다.

그림16 MSCI Emerging Markets Index 국가별 비중



주: 2025년 2월 기준  
자료: MSCI, 메리츠증권 리서치센터

그림17 MSCI Emerging Markets Index 한국 비중 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 ACGA, 한국 상법 개정을 요구하는 공개 서한

To: **Members of the National Assembly of Korea**

**Re: Issues Regarding the Commercial Law Amendment**

Dear Members of the National Assembly of Korea,

We are writing on behalf of the institutional investor members of the Korea Working Group of the Asian Corporate Governance Association (ACGA), a membership-based corporate governance research and advocacy organisation based in Hong Kong with over 100 members globally that together have assets under management of over US\$40 trillion. Representing longstanding capital market investor members, we firmly believe that robust laws and a regulatory framework including effective implementation and enforcement constitute the backbone of good governance crucial to the long-term success and economic value of companies and vibrancy of the market. With this in mind, we wish to share our concerns in relation to the delayed process of the Commercial Law amendment.

자료: ACGA, 한국기업거버넌스포럼, 메리츠증권 리서치센터

표4 현행 상법 및 상법 개정안 비교

현행	상법 일부개정법률안
제382조의3(이사의 충실의무)	제382조의3(이사의 충실의무 등)
이사는 법령과 정관의 규정에 따라 <b>회사를 위하여</b> 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다.	① 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 <b>회사 및 주주를 위하여</b> 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다. ② 이사는 그 직무를 수행함에 있어 총주주의 이익을 보호하여야 하고, 전체 주주의 이익을 공정하게 대우하여야 한다.

자료: 국가법령정보센터, 의안정보시스템, 메리츠증권 리서치센터

## 상법 개정 시 무엇이 달라지나?

한국 상법 개정 = 기업지배구조와  
경영진 의사결정 원칙을 바꾸는  
신호탄

**경영진의 판단은 '회사'가 아니라 '모든 주주'를 향한다:** 이사의 충실의무가 '회사'에서 '주주'로 확대되면, 자본배분, M&A, 내부통제 등 경영 전반에 걸쳐 주주친화적 기조가 강화될 것이다. 이는 단순한 법률 문구 변경이 아니다. 기업지배구조와 경영진의 의사결정 원칙을 바꾸는 신호탄이다. 경영진의 무게중심이 주주 중심으로 이동할 가능성이 높아진다.

**주주권 행사는 '선택'이 아닌 '책임'의 영역으로:** 제도 변화는 기관투자자에게도 영향을 미친다. 소극적 태도는 책임 회피로 비춰질 수 있다. 특히 스튜어드십 코드에 따라 의결권 행사, 독립적인 이사 선임, 배당 정책 등에 의견을 개진하는 적극적인 역할이 요구된다.

**기업 리스크 요인 모니터링 강화 필요:** 경영권 분쟁 가능성이 있는 기업은 리스크 프리미엄이 높아질 수 있다. 이사의 충실의무 위반 소지, 지배구조 리스크, 불투명한 자사주 운용, 대주주-소액주주 간 갈등 가능성 등 리스크 요인에 대한 모니터링이 필요하다.

**소송은 리스크이지만, 경영 투명성을 높이는 기회:** 상법이 개정되면 주주들은 소송을 통해 경영진의 결정을 견제할 수 있는 법적 근거를 갖게 된다. 주주 이익을 충분히 고려하지 않은 결정에 대해서는 소송 제기 가능성이 높아진다. 기관투자자나 행동주의 펀드의 책임 추궁 사례가 늘어날 수 있다. 이사의 법적 책임에 대한 기준도 강화될 것이다.

하지만 '경영판단의 원칙(Business Judgment Rule)'에 따라, 선의의 판단을 내린 이사는 보호받는다. 중요한 건 결과가 아니라 의사결정 과정이다. 소송 증가는 단기적으로 부담일 수 있지만, 장기적으로는 경영 투명성과 주주권 보호를 강화하는 긍정적 신호다.

상법 개정으로 지배구조 리스크  
완화 → 지주사 리레이팅 기대

**상법 개정은 지주사 디스카운트 해소의 실마리:** 한국은 지주사와 자회사가 동시에 상장된 경우가 많고, 지배주주가 지주사를 통해 자회사를 사실상 통제한다. NAV(Net Asset Value)가 자회사 지분가치에 기반한 만큼, 내부거래나 배당 정책 등을 통해 자회사 가치를 지주사로 전이하려는 유인이 크다.

이 과정에서 자회사 소액주주가 불리한 위치에 놓이는 구조적 문제가 반복되어 왔다. 이런 상황에서 상법 개정을 통한 이사의 주주 충실의무 명문화는 중요한 전환점이 될 수 있다. 지주사는 상법 개정의 영향을 가장 직접적으로 받는 대상이다. 이를 지배구조 리스크를 완화하는 기회로 삼는다면, 리레이팅을 통해 밸류업의 바로미터가 될 것이다.

## 주주행동주의, 기업의 변화를 이끄는 또 다른 힘

상법 개정+주주행동 플랫폼 확산  
→ 주주행동주의 영향력 ↑ 예상

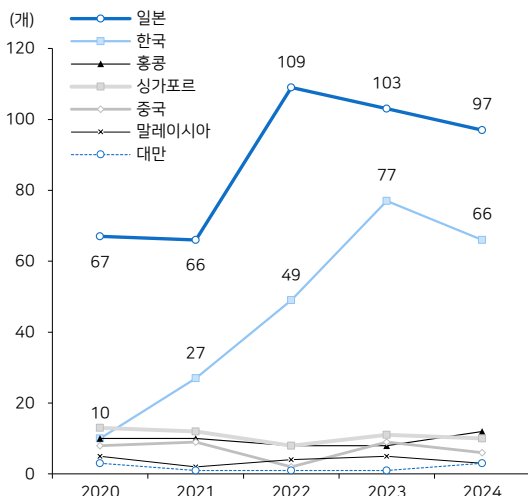
주주행동주의는 이제 한국 자본시장의 뚜렷한 흐름으로 자리잡고 있다. 2020년 10개에 불과하던 타깃 기업 수는 2024년 66개사로 증가했다(그림 19). 일본에 이어 두 번째로 높은 수준이다.

소액주주 플랫폼도 부상 중이다. 'ACT', '헤이홀더'는 소액주주들이 온라인으로 의결권을 행사하고, 주주 의견을 낼 수 있게 도와주는 플랫폼이다(그림 20). 미국에는 'Say Technologies'처럼 주주와 경영진 간 소통을 잇는 플랫폼도 있다. 국내에서도 이 같은 플랫폼의 등장이 머지않았다고 본다.

이런 변화는 기관투자자에게도 새로운 기회를 제공한다. '비사이드코리아'와 같은 플랫폼을 매개로, 기관과 소액주주의 연대는 실질적 기업 변화의 동력이 될 것으로 예상된다.

상법 개정은 그 무대를 만들어 줄 것이다. 주주행동 플랫폼의 확산과 상법 개정이 맞물려 이루어지면, 주주행동주의의 영향력은 더욱 강화될 전망이다. 국내외 투자자들은 여전히 한국의 법·제도가 대주주의 이익을 소액주주보다 우선시한다는 구조적 한계를 지적하고 있다. 비록 이번 개정안은 제동이 걸렸지만, 기업지배구조 개혁의 실질적인 시작점이 될 수 있을지 여전히 주목된다.

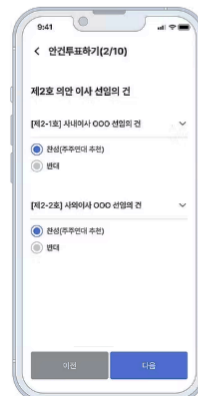
그림19 한국, 주주행동주의 빠르게 증가한 국가 중 하나



자료: Diligent Market Intelligence, 메리츠증권 리서치센터

그림20 소액주주 플랫폼 확산으로 주주행동주의 확대

## 소액주주의 소액주주에 의한 소액주주를 위한



### 전자위임

주주총회에 참석하지 못하더라도  
모바일로 간편하게 주주권을 행사 할수 있어요!

자료: ACT 홈페이지, 메리츠증권 리서치센터

### Compliance Notice

본 조사분석자료는 제 3자에게 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 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.