Strategy Weekly

절반의 상법 개정, 개인투자자 마음을 돌릴 수 있을까

Strategist 김재승
jaeseung.kim@hmsec.com

- 최근 코스피 강세에 제 2의 '동학개미운동' 기대감 높아지고 있으나...
- 아직 개인투자자들의 본격적인 진입은 확인되지 않음
- 상법 개정은 이제 첫단추, 추가적인 입법 및 세제 개편 필수적
- 단계적인 변화 소식이 들려올 때마다 코스피는 단계적으로 레벨업 할 전망

최근 코스피 강세에 제 2의 '동학개미운동' 기대감 높아지고 있으나...

코스피 지수가 3,000pt 선을 돌파하면서 주식시장에 대한 관심이 높아지고 있다. 이재명 대통령도 지난 1일 국무회의 모두발언에서 "최근 주식시장, 금융시장이 정상화되면서 대체 투자수단으로 조금씩 자리 잡아 가는 것 같다."고 말하며 부동산에서 주식시장으로 투자수단의 변화를 강조하였다. 이에 개인투자자들의 실탄 장전은 늘어가고 있다. 증시 대기자금으로 일컬어지는 고객예탁금은 투자자들이 증권사 계좌에 예치한 현금성 자산으로 바로 주식 투자에 투입될 수 있는 자금이다. 7월 3일 기준으로 66조원을 기록하며 전년말 대비 11.7조원 늘어나며 2022년 4월 이후 최고치를 기록하고 있다**(그림1)**. 마찬가지로 투자자들의 '빚투'를 나타내는 신용거래융자 잔고도 20.7조원을 기록하며 전년말 대비 5조원 늘어나며 2022년 6월 이후 가장 높은 수준을 보이고 있다. **시장에서는 상법 개정이 국회 본회의를 통과함과 맞물려서 과거 2021년 증시를 이끌었던 '동학개미운동'의 재림에 대한 기대감이 커지고 있다.**

아직 개인투자자들의 본격적인 진입은 확인되지 않음

하지만 바람과는 달리 주식시장에 대한 개인투자자들의 본격적인 진입은 확인되고 있지 않다. 이번 강세장은 전적으로 외국인의 순매수가 이끌고 있다**(그림2)**. 지난 4월말 이후 코스피가 19.5% 상승하는 과정에서 외국인은 4.5조원 규모의 순매수를 보였다. 반면 개인은 같은 기간 -5.4조원의 순매도를 보였다. 2021년 강세장과 정반대 양상이다. 2021년 코스피 강세장에서는 '동학개미운동'이라고 일컬어지는 개인투자자의 매수세가 코스피 상승을 이끌었다**(그림3)**. 반면 이번 5~6월 상승장에서는 개인의 연속성 있는 매수세가 보이지 않는다. 개인들의 최근 3개월 순매수 합을 보면 2025년 이후 0선에서 움직임을 확인할 수 있다**(그림4)**. 2021년의 꾸준한 순매수가 아닌 매수와 매도를 반복하는 패턴을 보이고 있는 것이다.

거래비중에서도 외국인 주도 강세장이 확인된다. 코스피와 코스닥을 합친 국내 증시의 투자주체별 거래비중을 보면 외국인이 약 23.4%를 차지하고 있다. 20년 평균 18.7%와 10년

평균 19.4%를 상회하고 있다. 반면 개인 투자자들의 거래비중은 64% 수준으로 20년 평균 65.2%와 최근 10년 평균 67% 대비 낮은 수준이다**(그림5)**. 정부와 언론의 바람과는 달리 아직까지는 개인들의 투자수단으로 주식시장이 본격적인 주목을 받지 못하는 모양새다.

반면 최근 서울의 아파트값의 상승세는 두드러진다**(그림6)**. 정부의 '가계부채 관리 방안(6·27 대책)'이 전격적으로 발표되면서 서울 부동산 시장에서 거래량 감소와 집값 상승폭 둔화가 나타나고 있지만, 투자자들은 과거 부동산 규제 이후 집값 상승에 대한 학습효과로 인해 투자심리가 쉽사리 식지 않고 있다. 향후 주식시장이 부동산을 대신해 가계의 장기적인 투자자산으로 인정받고, 부동산에서 주식시장으로의 지속적인 머니 무브가 나타나기 위해서는 **주식시장의 더 많은 제도 개선과 자본시장에 대한 인식 변화가 필요하다.**

상법 개정은 이제 첫단추, 추가적인 입법 및 세제 개편 필수적

이재명 대통령이 공약한 코스피 5,000pt 시대를 열기 위해서는 외국인은 물론, 개인투자자들의 국내 주식 투자가 필수적이다. 개인투자자들이 국내 주식시장을 떠나 미국 주식에 투자하는 이유는 분명하다. 한국 기업 대비 미국 기업의 혁신성과 성장성이 높다는 이유도 있지만, 소위 '국장 탈출은 지능순'이라고 표현할 만큼 인적/물적 분할을 통한 기업 쪼개기와 중복 상장, 승계 목적의 의도적 디스카운트, 인색한 주주환원과 부족한 주주 소통 등 지배주주를 제외한 일반주주들의 권리가 훼손당하는 이유가 빈번하기 때문이다. **상법 개정안이 7월 3일 국회 본회의를 통과했지만 이것은 시작일 뿐 더 많은 입법과 세제 개편 등이 필요한 이유이다.**

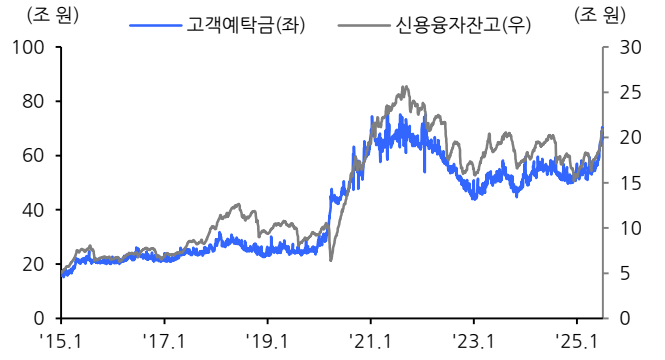
7월 3일 국회 본회의에서 통과된 상법 개정안은 다음과 같다**(표1)**. (1) 이사의 충실 의무 대상을 주주로까지 확대, (2) 전자 주주총회 도입 의무화, (3) 3%룰 확대, (4) 독립이사 명칭 변경 등 이다. **다만 이번 상법 개정은 지배주주가 선임하는 이사회의 구성 방식에는 영향을 주지 않는다. 여전히 지배주주가 뽑은 이사회가 의사결정을 내릴 것이다.** 집중투표제 의무화와 분리선출 감사위원 확대와 같이 이사회의 구성을 변화시킬 수 있는 법안은 공청회를 열어 의견 수렴 후 추후 검토하는 것으로 여야가 합의했다.

이번 상법 개정은 일반주주의 권리 향상의 시작이라는 점에서 투자심리에는 긍정적이지만, 이사회가 일반주주에게 해가 되는 결정만을 제한하는 최소한의 개정이다. 이사회 구성과 운영을 변화시켜 기업이 자본을 효율적으로 활용해 수익성을 높이고, 기업 가치를 제고하며, 벌어들인 돈으로 주주환원을 늘리는 등 **일반주주가 원하는 방식으로 기업과 이**

사회가 행동하게 만드는 법이 아니다. 결국 기업과 이사회가 일반주주의 이해에 부합해 자발적으로 행동할 수 있도록 당근과 채찍이 필요하다. 향후 추가적인 입법 및 사법적 절차에 주목하는 이유이다. 집중투표제와 분리선출 감사위원 확대는 물론, 배당소득 분리과세과 상속세 개정, 자사주 의무소각과 같은 법안의 통과 유무와 향후 개정된 상법에 대한 사법부의 판례가 어떻게 나올 것인지 장기적인 시각에서 주목해야 한다.

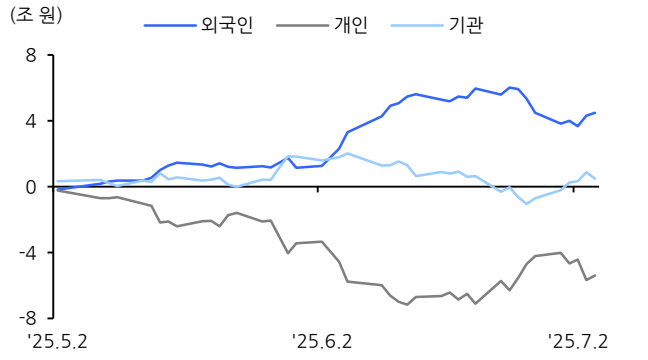
개인투자자들이 국내 증시로 돌아오기 위해서는 신뢰가 필요하다. 이재명 정부가 의지를 가지고 국내 증시의 디스카운트를 야기한 장애물들을 해결할수록 개인투자자들은 주식시장에 대한 신뢰를 회복하고, 이재명 정부의 정책에 대한 믿음을 보일 것이다. **당장은 시장에서 상법 개정에 대한 재료는 소진되었지만, 향후 단계적인 변화 소식이 들려올 때마다 투자자들은 코리아 디스카운트 해소에 주목하고 코스피는 단계적으로 레벨업 할 것이다.** 일본 정부가 2013년부터 10년 넘게 기업 거버넌스 개선 및 증시 부양에 힘썼고, 일본 증시가 10년간 2배 넘게 상승했다는 점을 다시 한번 곱씹어야 한다.

〈그림 1〉 고객예탁금과 신용융자잔고 증가세



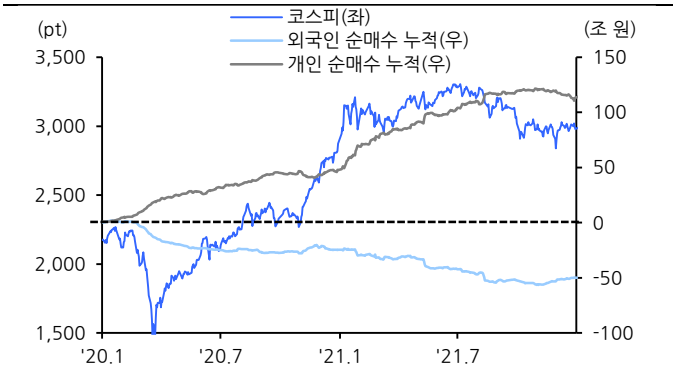
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

〈그림 2〉 이번 5~6월 강세장은 외국인이 주도



자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

〈그림 3〉 2021년 강세장은 개인투자자가 이끎

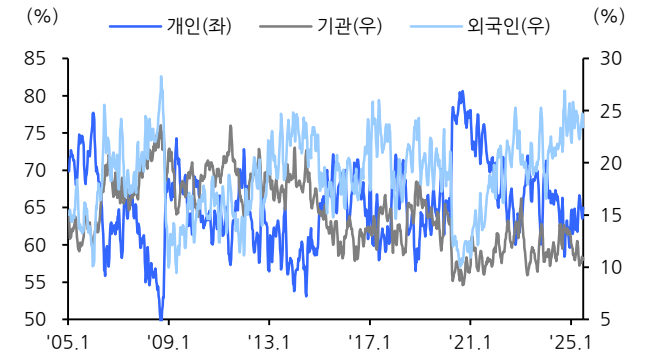


자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

〈그림 4〉 개인투자자 연속성 없는 순매수 보임

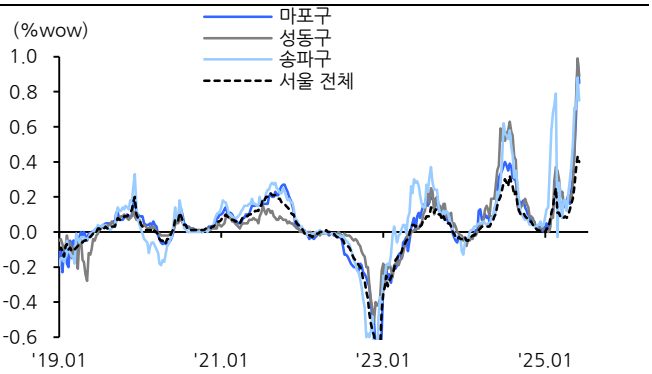
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

〈그림 5〉 국내 증시 투자 주체별 거래비중



주1: '25.3월 이후 NXT 거래대금은 주간 투자자별 거래비중을 바탕으로 산술으로 배분
주2: 주간 거래비중의 4주 이동평균값
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

〈그림 6〉 서울 아파트 가격 급등 이어지는 양상



자료: 한국부동산원, 현대차증권

〈표 1〉 자본시장 관련 변화 나타날 때마다 코스피 단계적 상승 전망

7월 3일 상법 개정안 통과 **(1) 이사의 충실 의무 대상을 기존 '회사'에서 '회사 및 주주'로 확대** **(2) 자산규모 2조원 이상 상장사 전자 주주총회 도입을 의무화** **(3) 3%룰 확대(기존 사내이사의 감사위원 선출->사외이사까지)** **(4) 사외이사를 독립이사로 명칭 변경**	시행 일시 **(1) 즉시 시행** **(2) 2027년 1월** **(3) 1년 유예** **(4) 1년 유예**
여야 공청회 열어 의견 수렴 후 추후 검토하는 것으로 합의 **(1) 집중투표제 의무화** **(2) 분리선출 감사위원 확대(1명->2명)**	향후 일정 **: 추후 검토**
추가 논의되는 법안 **(1) 배당소득 분리과세** **(2) 상속세 개정** **(3) 자사주 의무 소각** **(4) 장기보유 주식에 대한 세제 혜택(연금저축 및 IRP 세액공제 확대 등)**	향후 일정 **(1) 개정안 발의 중** **(2) -** **(3) 입법 예고** **(4) -**
사법부 판례 **(1) 이사회 행동에 대한 일반주주의 가처분 소송/ 충실의무 여부 판례** **(2) 소액주주 권리 훼손에 대한 유의미한 수준의 법적 처벌 등**	법정 소송부터 최종 판결까지 상당히 오랜 시간 소요
회사 외부에서 고의적으로 소액주주의 권리를 훼손 입증? 디스커버리 제도	

코스피 단계적 상승

자료: 현대차증권

▶ Compliance Note

- 본 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 김재승의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.