2025. 11. 28

금융으로 만나는 새로운세상

IBKS ESG In-Depth Report

G의 부가가치
: 신뢰가 가치를 바꾼다

자산배분/ETF **김 인 식**

02) 6915-5472

kds4539@ibks.com

IBK기업은행 금융그룹 IBK투자증권

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

CONTENTS

Summary 3

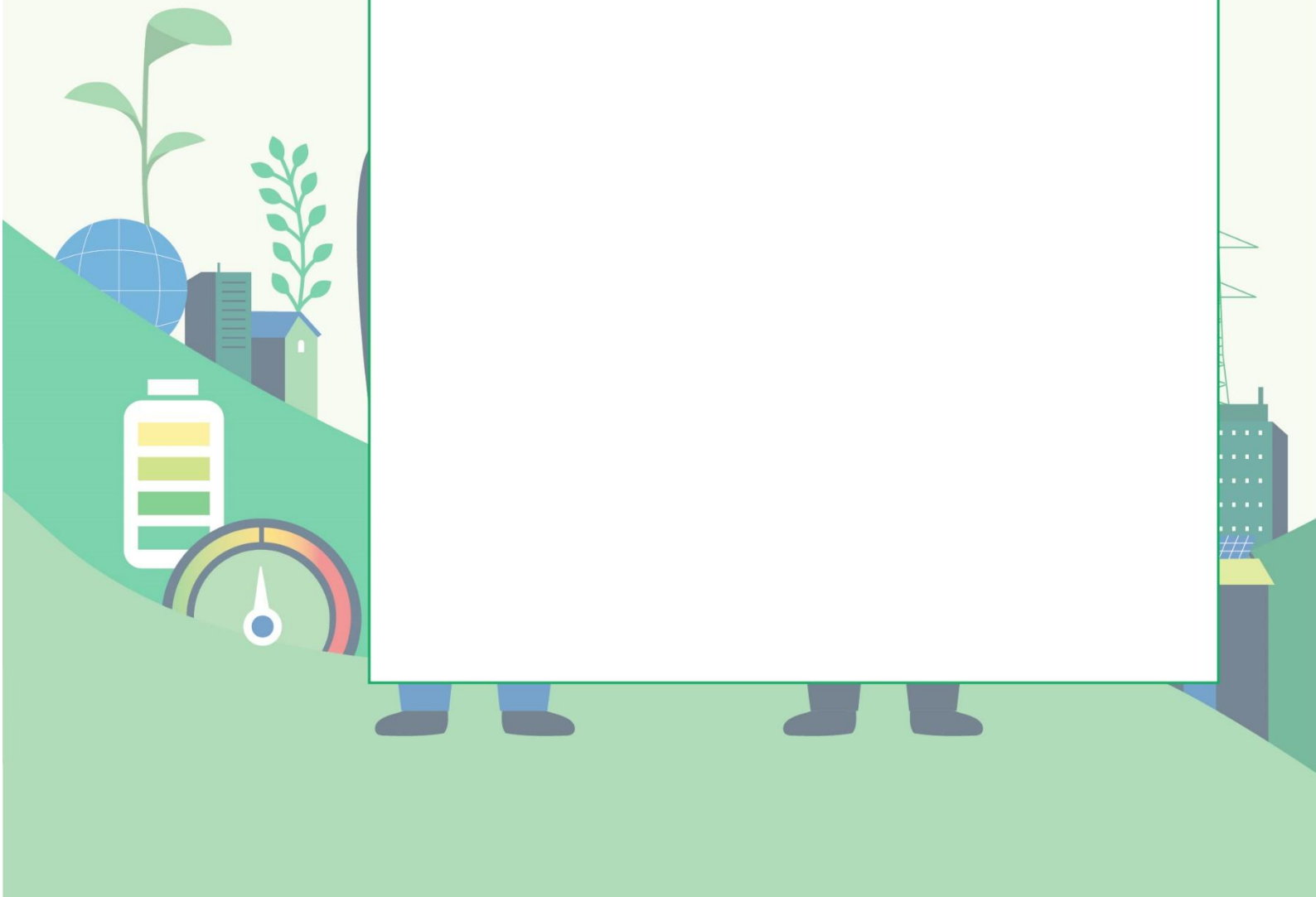
내부 규율에서 외부 신뢰 창출 시스템으로 변화하는 거버넌스 4

글로벌 소유구조와 CoE 7

정책 기반의 1차 재평가(Re-rating) 9

2차 재평가를 위한 신뢰 형성 과정 13

Governance Proxy ETF 20



Summary

향후 한국 증시 재평가 구조 지속성의 관건은 자본비용(Cost of Equity, CoE)

KOSPI의 PBR이 1.1~1.2배에 안착한 것은 정책 신호가 견인한 1차 재평가의 결과다. 지속적 밸류 확장을 위해서는 자본비용(CoE)의 실질적 하락이 요구된다. CoE는 정보 전달의 예측 가능성, 자본정책의 규칙성, 감시 구조의 독립성처럼 기업이 축적하는 신뢰에 의해 결정되므로 2차 재평가는 정책에 이은 기업 행동이 중요한 단계다. 결국 한국 시장의 다음 방향성은 거버넌스 품질 향상→CoE 하락→PBR 하단 재정의라는 구조가 형성되느냐에 의해 결정될 것으로 보인다.

기업 거버넌스는 '정책→행동→재평가' 구조의 출발점

기업 거버넌스는 더 이상 공시 · 감사 · 내부 규율 중심의 절차적 투명성 개념이 아니라 정책→행동→성과로 이어지는 시장 신뢰의 출발점으로 변화하고 있다. OECD 2023 개정안과 TSE 개편은 기업의 지속가능성 · 위험관리 · 의사결정 일관성을 기업 거버넌스의 본체이자 외부 투자자 신뢰 형성 장치로 보고 있다. 이러한 재해석은 기업이 약속한 정책이 행동으로 이어지고, 그 결과가 ROE 안정성 · PBR 개선 · CoE 감소 등 성과로 확인될 때 비로소 시장 프리미엄이 발생한다는 글로벌 공통 인식을 반영한다.

정책 효과가 1차 재평가의 방향성을 주도

1차 재평가는 정부 정책 · 상법 개정 · 밸류업 공시 등 제도적 신호가 시장에 빠르게 반영되는 구간이다. 일본의 2021~2023년 기업지배구조 코드 개편처럼 한국에서도 상법 개정과 공시 확대가 신호탄이었다. 실제로 밸류에이션 프리미엄이 한국과 일본에서 2023~2025년 동안 누적적으로 개선되었고, ROE 변화 대비 PBR 하단도 상승하며 정책 기반 재평가가 실현됐다. 다만, 이는 정책 발표의 선반영 성격이 강하며, CoE가 실제로 낮아진 단계는 아니다. 따라서 1차 재평가는 방향성은 만들지만 지속성을 보증하진 않는다.

2차 재평가는 결국 신뢰가 바탕. 신뢰가 밸류를 만드는 과정

2차 재평가는 정책이 아니라 기업 행동의 일관성이 CoE를 구조적으로 낮출 때 발생한다. CoE는 시장이 느끼는 불확실성과 의사결정 예측 가능성에 의해 결정되므로 배당 경로의 명문화, 자사주 매입 · 소각의 반복 실행, 경영계획 공시와 이행 점검, 감시 구조의 독립성 강화 등이 핵심이다. 일본 기업이 CAPM 파라미터 · 자본비용을 사업보고서로 직접 공개한 것은 CoE를 낮추기 위한 대표적 사례로 한국 기업도 유사한 행태 변화가 빠르게 나타나는 중이다. 또한 밸류업 공시 기업 중 일부가 주기적 업데이트 · 실행력 강화로 신뢰형 기업군으로 분류되기 시작했으며, 이는 향후 2차 재평가 선도 그룹이 될 가능성이 높다. 결국 2차 Re-rating의 본질은 신뢰의 누적이며, 이는 제도보다 행동이 만든다.

G-Proxy ETF 전략

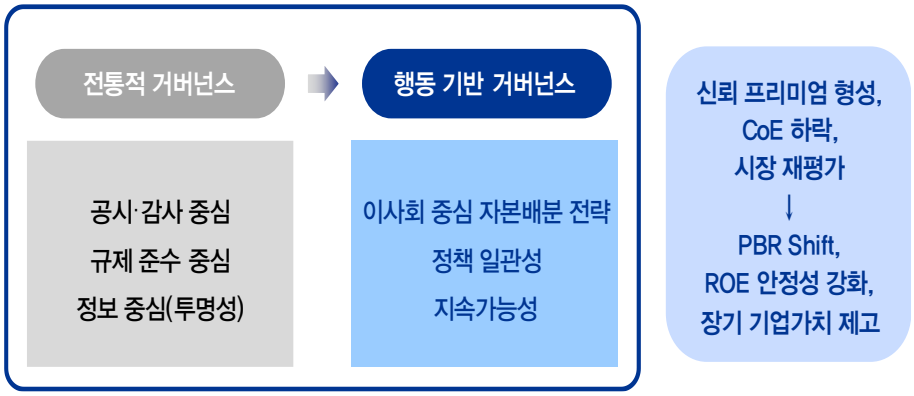
한국 시장의 주주가치 · 주주환원 ETF는 명칭은 다르지만 사실상 Governance Proxy ETF로 볼 수 있다. 한국은 소유집중도가 높기 때문에 자본정책 변화가 CoE에 미치는 영향이 크며, 배당 · 자사주 · 현금흐름 규율이 강화된 기업일수록 ROE 변동성이 낮고 PBR 하단이 높아지는 특징이 있다. 실제로 주주가치 ETF들은 금융지주 · 전통산업 · 현금흐름 기반 기업 비중이 높고, 밸류업 · 자사주 정책이 활발한 기업군 중심으로 구성된다. 기업가치 향상이 본격화되는 시점에서 이러한 ETF는 2차 재평가의 수혜를 직접적으로 반영할 수 있는 전략적 수단이다.

내부 규율에서 외부 신뢰 창출 시스템으로 변화하는 거버넌스

기업 거버넌스는 '정책→행동→재평가' 구조의 출발점

기업 거버넌스(Corporate Governance)는 오랜 기간 동안 통제·감독·공시 등 내부적 규율체계처럼 이해되어 왔다. 그러나 글로벌 시장에서는 기업 거버넌스를 주주 및 시장에 대해 일관된 행동을 약속하는 시스템이자 외부 신뢰를 형성하는 가치 창출 메커니즘으로 재해석 중이다. 이러한 신뢰는 정책이 행동으로 이어지고, 행동이 성과(PBR 개선, ROE 안정성, CoE 감소 등)로 연결되는 구조의 출발점이 된다. 결국 기업 거버넌스는 규제 준수 영역을 넘어 시장 프리미엄을 창출하는 기업 전략으로 자리 잡고 있다.

그림 1. 기업 거버넌스(Corporate Governance) 인식 변화 및 시장 메커니즘

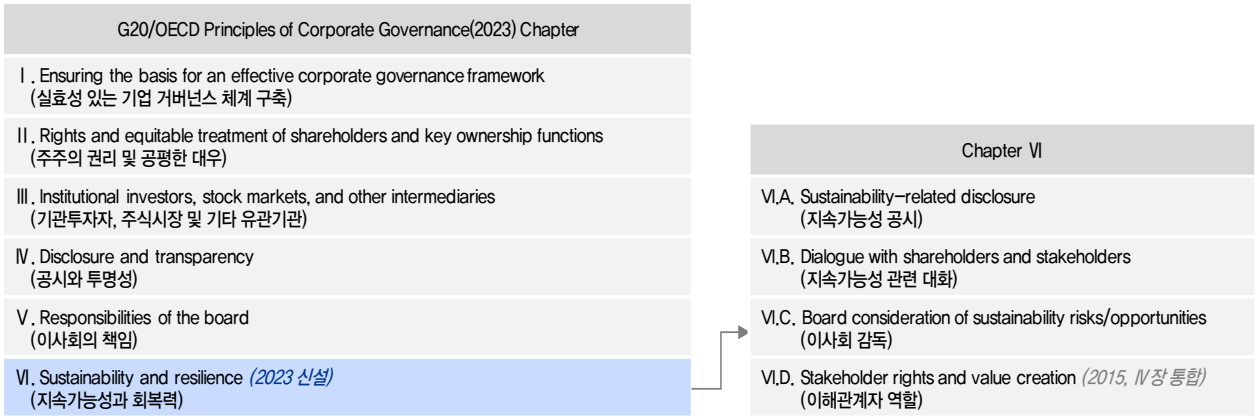


자료: IBK투자증권

기업의 지속가능성이 장기 가치 및 시장 신뢰로 연결됨을 시사

OECD나 도쿄증권거래소(TSE)는 이러한 거버넌스의 재해석을 선제적으로 명문화한 사례다. G20/OECD 기업거버넌스원칙 2015년 개정판(OECD 2015)에서는 기업 거버넌스의 목적을 "투명하고 효율적으로 작동하는 시장(transparent and well-functioning markets)"으로 정의했으며, 기업의 역할 역시 정확하고 시의성 있는 공시를 통한 정보비대칭 해소에 집중했다. 이후 2023년 3차 개정안(OECD 2023)에서는 기업의 전략과 위험 관리, 성과 및 지속가능성을 통합적으로 관리하는 체계를 거버넌스의 중심으로 강조했다. 특히, "지속가능성과 복원력(sustainability and resilience)"이라는 장(Chapter)을 구성하여, 지속가능성 관리 체계가 단순히 환경 규제가 아니라 기업의 장기 가치 및 시장 신뢰와 직접적으로 연결된다는 점을 규정한 것으로 해석된다.

그림 2. G20/OECD 기업 거버넌스 원칙(2023) 구조 개편 – *이해관계자의 역할은 기업 지속가능성과 회복력의 구성요소로 통합*



자료: OECD, IBK투자증권

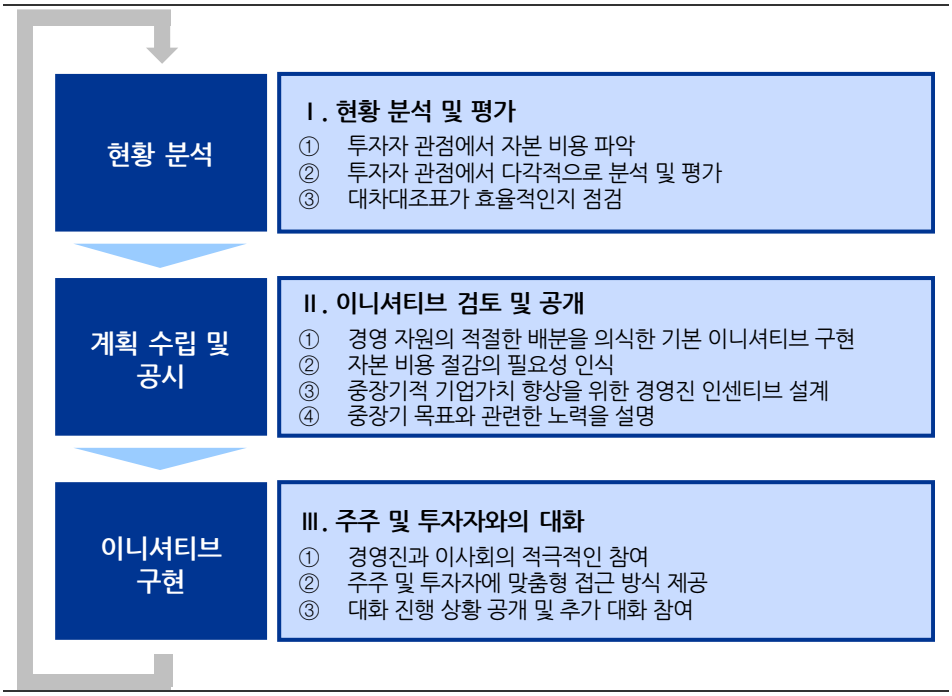
기업 거버넌스 기반 재평가(Re-rating) 주요 사례

일본 TSE는 이러한 글로벌 변화 속에서 가장 명확히 제도화한 사례로 꼽힌다. TSE는 2021/2022년 기업 거버넌스 코드 개정에서 단순 공시를 넘어 기업의 실제 행동을 지속적으로 점검하는 체계를 도입했다. 2023년에는 기업 거버넌스와 관련한 이니셔티브를 제시했으며, "자본비용과 주가를 의식한 경영(Management conscious of Cost of Capital and Stock price)"에 입각해 자본 배분이나 사업 목표 등 실질적 경영 행동을 취할 것을 요구한다.

구체적으로 회사의 자본 비용과 수익성을 이해하는 현황 분석에서 시작해 문제를 파악하고, 개선 계획 수립 및 정보 공개(공시)를 통해 외부와의 접점을 높이는 등의 프로세스를 갖추는 것을 의미한다. 이는 기업 거버넌스를 규범(Compliance) 측면에서 벗어나 행동의 일관성과 성실성이 투자자 신뢰를 형성하고, 그 신뢰가 시장 프리미엄(Valuation)으로 반영되는 선순환 구조를 만들어 낸다는 것을 보여준다. 실제로 일본 기업 전반의 주주환원 강화와 사업 포트폴리오 재편 등이 ROE·PBR 개선으로 연결되며, 기업 거버넌스에 기반한 재평가 구조의 현실화 사례로 평가된다.

기업 거버넌스를 행동의 일관성으로 연결하는 순환 구조 제시(TSE)

그림 3. 일본 도쿄증권거래소의 '자본비용과 주가를 의식한 경영' 대응 방안별 주안점



자료: TSE, IBK투자증권
주: 일본 됴쿄증권거래소의 거버넌스 정책 이행 사례집('24.1)에 공개된 "자본비용과 주가를 의식한 경영(Management conscious of Cost of Capital and Stock price)" 행동 지침 관련 주안점

글로벌 소유구조와 CoE

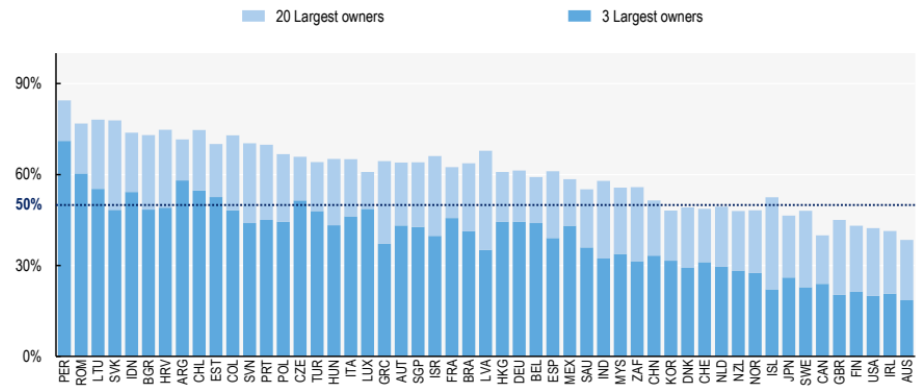
한국, 높은 소유집중도

OECD의 기업 지배구조 Factbook(2025)에서는 국가별 상장사 소유 집중도는 각 시장의 지배구조 구조적 특성을 직관적으로 보여준다. 상위 3대 주주 및 20대 주주가 보유한 지분 비중이 높은 국가일수록 기업의 실질적 의사결정권이 소수에 집중되는 경향이 있으며, 이는 경영감시 기능이 약화될 가능성을 내포한다. 이러한 구조에서는 기업 내부 의사결정 과정이 폐쇄적으로 운영되기 쉽고, 시장 참여자들은 정보 접근성 · 감시 독립성 등에서 제약을 받게 된다. 결국 소유 집중도가 높다는 것은 지배구조 리스크가 구조적으로 존재한다는 의미이며, 외부 투자자 관점에서는 더 높은 불확실성 프리미엄을 요구할 수밖에 없는 환경이다.

국가별로 상위 3대 주주가 50% 이상 지분을 보유한 기업의 비중은 극단적으로 높은 국가(Peru 85~90%, Romania 90%대)부터 매우 낮은 국가(US 17%, UK 20%, Australia 21%)까지 크게 차이가 난다. 이 중 한국은 34% 수준(3대 주주 기준)으로 수치상으로는 중간 그룹에 위치한다. 즉, 상위권처럼 대주주 지배가 절대적인 시장도 아니지만 선진국처럼 지분이 충분히 분산되어 있는 구조도 아니다.

그러나 단순 수치는 한국의 실제 지배구조 환경을 충분히 설명하지 못한다. 미국 · 영국 · 네덜란드처럼 집중도가 낮은 국가들은 기관투자자 · 장기투자자의 비중이 높아 감시 기능이 강하게 작동하는 반면, 한국은 전략적 개인 대주주 및 기업지분 비중이 높아 지분 분산도 대비 실질적 지배력 집중도가 훨씬 강하다는 구조적 특징을 갖고 있다. 이 때문에 한국은 동일한 34% 수준의 국가들보다 경영 감시 · 정보 접근성 측면에서 더 취약한 구조로 평가된다.

그림 4. 국가별 상장사 소유 집중도(2024년 말 기준)

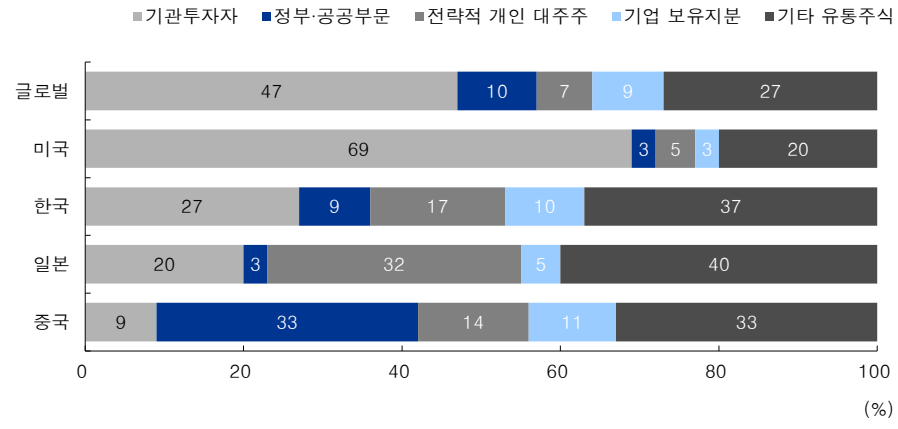


자료: OECD Corporate Governance Factbook(2025), IBK투자증권

주요국 상장사 주주 구성은 단순한 소유 분포를 넘어, 각 시장의 감시 기능이 얼마나 다양하고 효과적으로 작동하는지를 보여주는 핵심 지표다. 글로벌 평균에서는 기관투자자의 비중이 47%에 달하며, 다양한 이해관계자가 기업의 전략 · 자본정책 · 리스크 관리 프로세스를 모니터링하는 구조가 형성되어 있음을 의미한다. 반면 개별 국가별로는 투자자 기반의 구성에 큰 차이가 나타난다. 미국은 기관투자자가 69%로 절대적 영향력을 가지며, 일본은 전략적 개인 대주주 비중이 높아 기업 간 이해관계가 복잡한 형태를 드러내고 있다. 중국은 공공부문 비중이 압도적으로 높아 정책 주도의 감시 체계라는 특성이 나타난다. 이러한 차이는 단순 지분의 분산 및 집중을 넘어서, 시장이 기업의 행동을 어떻게 통제하는지에 대한 구조적 감시 메커니즘의 차이를 나타낸다.

한국은 기관투자자 비중이 27%에 불과하며, 전략적 개인 대주주(17%) · 기업 보유지분(10%) · 기타 유통주식(37%)이 높은 편이다. 지분 분산도 자체는 글로벌 중간 수준이지만 감시 기능을 수행하는 기관투자자의 역할이 상대적으로 약한 구조임을 의미한다. 투자자 기반이 이런 형태를 띠면 기업의 자본정책 · 장기 전략 · 지배구조 개선에 대한 시장 압력이 낮아지고, 정보 비대칭과 경영 의사결정의 폐쇄성이 강화될 가능성이 높아진다. 결국 외부 투자자가 요구하는 위험 프리미엄(CoE)을 높이는 방향으로 작용한다. 즉, 한국의 투자자 기반은 단순한 소유 집중도보다 실질적인 시장 감시력과 정보 투명성 측면에서 선진국 대비 불리한 구조적 요인을 내포하고 있으며, 장기적으로 CoE가 높은 수준에서 유지될 수 있는 여건을 제공한다.

그림 5. 투자자 유형별 상장사 보유 비중(2024년 말 기준)



자료: OECD Corporate Governance Factbook(2025), IBK투자증권

정책 기반의 1차 재평가(Re-rating)

중장기 기업 가치는 수익성(ROE)-비용(CoE)을 확대하는 과정

중장기 기업 가치 향상을 위해서는 자본 수익성이 비용을 넘어섬과 동시에 그 차이(ROE-CoE)를 확대하는 과정이 필요하다. 투자자 입장에서 기업의 성과를 판단할 때, ROE(Return on Equity)만을 비교하기보다 ROE와 CoE(Cost of Equity, 자본비용)의 관계(Spread)를 보아야 한다. ROE가 높더라도 CoE가 더 높다면 기업은 위험 대비 충분한 수익을 창출하지 못하는 것으로 간주되어 밸류에이션 프리미엄을 받기 어렵다. 반대로 ROE가 아주 높지 않아도 CoE가 낮게 유지되면 안정적 가치 창출이 가능해지고, 시장은 이러한 기업에 더 높은 PBR을 허용한다.

적정PBR은 기업이 창출하는 ROE와 투자자가 요구하는 CoE의 함수로 정리된다. 잔여이익모형(Residual Income Model, RIM)에 기반한 결과로 기업가치는 자본비용을 초과하는 초과이익(ROE-CoE)을 현재가치화한 값(PV)의 누적으로 정의된다. RIM의 일반식에서는 장기성장률(g)을 포함하지만, 이번 분석에서는 CoE 추정 및 국가 간 비교 용이성을 위해 생략하여 PBR ≈ ROE/CoE 형태로 단순화해 활용한다.

이론적 적정PBR 산출 과정 및 단순화

그림 6. 잔여이익모형(RIM)에 기반한 적정PBR 구조

잔여이익모형(RIM)의 기본식,

$$P_0 = BV_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(ROE_t - CoE) \cdot BV_{t-1}}{(1+CoE)^t}$$

안정상태로 정리하면,

$$PBR = 1 + \frac{ROE - CoE}{CoE}$$

적정PBR은,

$$PBR_{Fair} \approx \frac{ROE}{CoE}$$

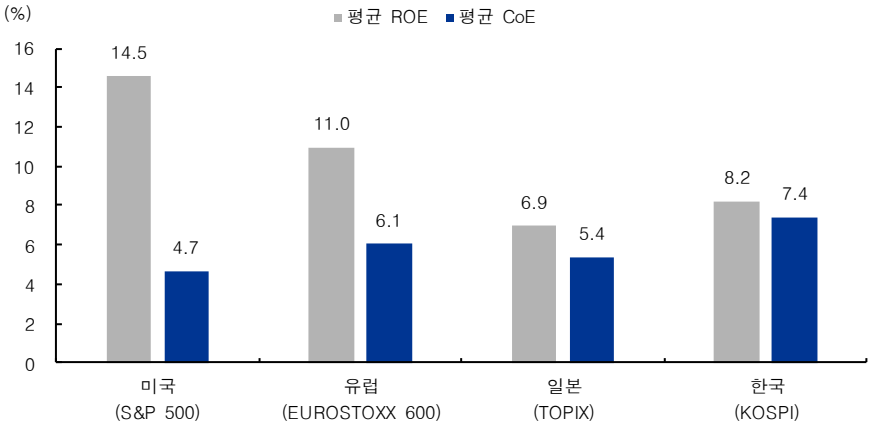
자료: IBK투자증권

한국 증시, 밸류에이션 프리미엄 제한적

글로벌 비교에서 한국은 ROE 대비 CoE가 과도하게 높아 밸류에이션 프리미엄이 제한되어 왔다. 주요국 주가 지수의 2007년~2025년 연도별 ROE와 PBR을 이용해 시장이 암묵적으로 요구하는 내재 CoE(≒ROE/PBR)를 산출해보면, 미국의 경우 평균 ROE 14.5%, CoE 4.7%로 가장 큰 스프레드를 보이며, 높은 밸류에이션을 정당화한다. 유럽 역시 견조한 수준(평균 ROE 11.0%, CoE 6.1%)이다. 반면, 일본의 경우 평균 ROE 6.9% · CoE 5.4%로 차이가 1.5%p에 그치고, 한국은 평균 ROE가 8.2%로 일본 대비 높으나 CoE가 7.4%로 스프레드가 0.8%p에 불과하다. 이는 한국이 자본배분의 불확실성이나 중복상장 이슈 등으로 높은 CoE가 고착화된 데 따른 밸류에이션 프리미엄 약화로 해석된다.

높은 CoE가 한국 증시 저평가를 야기

그림 7. 주요국 주가지수의 평균 ROE 및 CoE 비교(2007~2025)

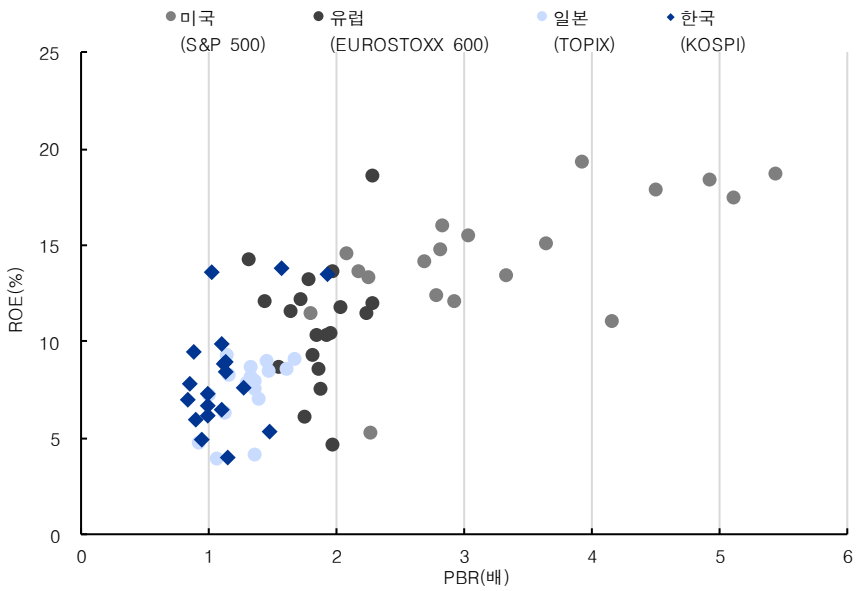


자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 2025년의 경우 11월 26일자 PBR 및 FY25 ROE 추정치 기준

연도별 ROE 변동에 대한 PBR의 반응에서도 한국은 저민감도 구조를 보였다. 미국은 ROE가 10~20%인 구간에서 PBR이 2~5배까지 확장되는 반면, 한국은 5~15% ROE 구간에서도 대부분 1배 내외에서 머무르고 있다. 일본 또한 ROE 5~8% 범위에서 PBR은 1~1.5배 수준으로 제한되어 왔다. 이는 ROE가 상승해도 CoE가 충분히 낮아지지 않아 밸류에이션이 상단으로 재평가(Re-rating) 되기 어려운 구조이며, ROE 개선이 PBR 확장으로 연결되는 메커니즘이 선진국 대비 훨씬 약하게 작동하고 있음을 보여준다.

ROE 개선효과가 PBR 개선으로 직결되지 않는 구조

그림 8. 주요국 주가지수의 연도별 ROE 및 PBR 산점도

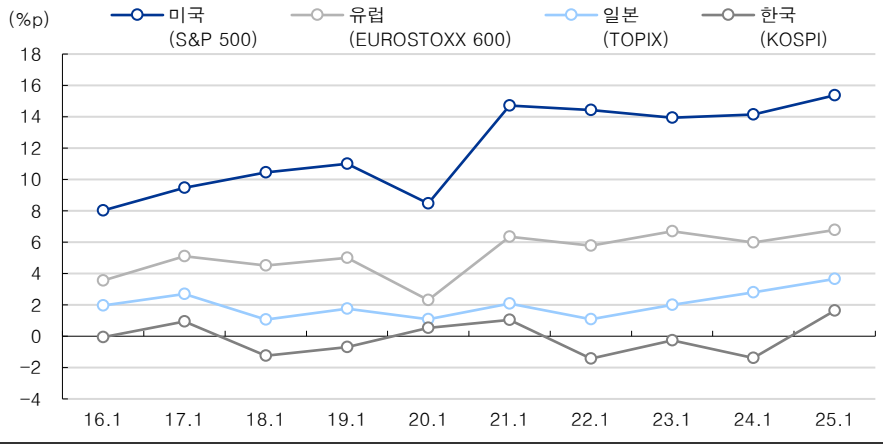


자료: Bloomberg, IBK투자증권

밸류에이션 프리미엄은 미국 중심으로 견조한 모습이며, 아시아 국가들은 본격적 밸류업 정책 이후 프리미엄이 확대되고 있다. S&P 500의 프리미엄은 점진적 우상향 경로 속 15.4%p까지 확대되었고, 유럽도 6%대에서 안정적인 프리미엄을 보였다. 일본은 2023년 밸류업 정책 이후 PBR 개선이 반영되며 최근 3년 동안 매해 0.85%p씩 누증되는 형태다. 한국은 지속해서 디밸류에이션 국면 이어왔으나 기업 가치 제고 프로그램에 이은 신 정부의 친 증시 정책(상법 개정 등)이 투자심리를 견인하면서 2025년 들어 밸류에이션 프리미엄이 전년대비 +3%p 이상 확대되는 모습이다. 결국 한국과 일본 모두 정책에 기반한 1차 재평가가 현실화된 것으로 볼 수 있다.

밸류에이션 프리미엄 개선되는 한국과 일본

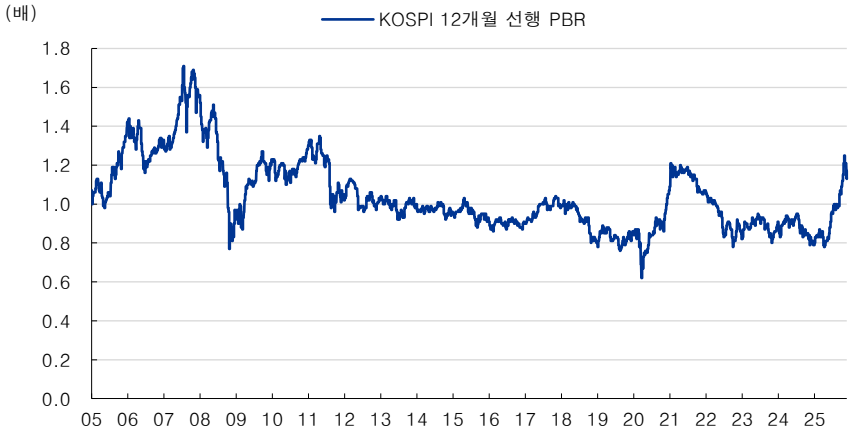
그림 9. 주요국 밸류에이션 프리미엄 연도별 추이(최근 10년)



자료: Bloomberg, IBK투자증권

PBR 1.1~1.2배 도달한 KOSPI

그림 10. KOSPI 12개월 선행 PBR 장기 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

2차 재평가를 위한 신뢰 형성 과정

신뢰 형성이 2차 재평가를 견인

정책 발표와 제도 변화가 기업가치 재평가의 출발점이라면, 2차 재평가를 결정하는 요소는 CoE의 구조적 하락 여부다. 정책 신호가 유지될 것이라는 기대가 이어지는 가운데 시장은 기업들의 참여도와 행동의 지속 여부를 확인하는 과정을 거칠 것이다. 즉, 2차 재평가의 중심 축은 이벤트성보다는 일관성에 의거한 신뢰도 형성으로 판단한다.

거버넌스 개선이 투자자가 요구하는 할인율(CoE)을 낮추는 핵심 요인으로 작동한다. ROE는 경기와 업황에 따라 크게 흔들리지만, CoE는 기업의 내부 결정 방식과 정보 전달 방식이 얼마나 예측 가능하냐에 따라 움직인다. 배당성향의 경로 설정, 자사주 매입·소각의 반복적 실행, 장기 경영계획의 공시와 이행, 사업 포트폴리오의 효율성 제고는 모두 CoE를 낮추는 장기 행동 변수다.

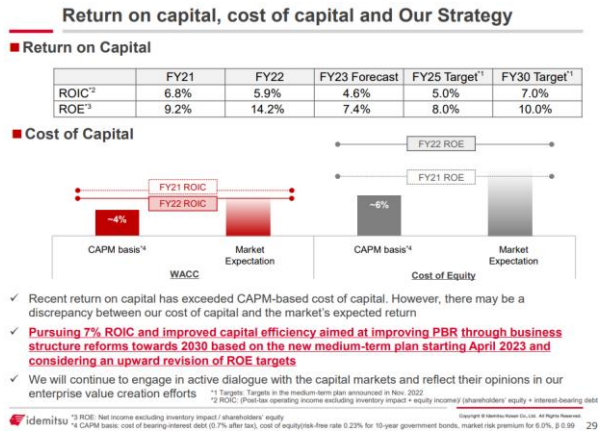
CoE가 내려간다는 것은 외부에서 체감하는 불확실성이 줄고, 의사결정의 틀이 정해져 있다는 의미다. 이는 단순한 투명성이 아니라 의사결정의 규칙성을 신뢰한다는 것이다. 그래서 CoE는 시간이 갈수록 기업의 품질에 대한 점수를 정량화하며, 밸류에이션의 하한선을 강화하는 역할을 한다.

CoE를 낮추기 위한 일본 기업 사례

CoE는 기업마다 평가 방식이 다르고 일률적 기준이 정해지지 않았지만 궁극적으로는 투자자가 체감하는 위험과 정보의 질에 의해 결정된다는 점에서 공통적이다. 많은 기업들이 CAPM을 활용해 CoE를 산출하지만, 모델 자체보다 중요한 것은 기업이 인지하는 자본비용 수준이 시장의 인식과 얼마나 일치하느냐이다.

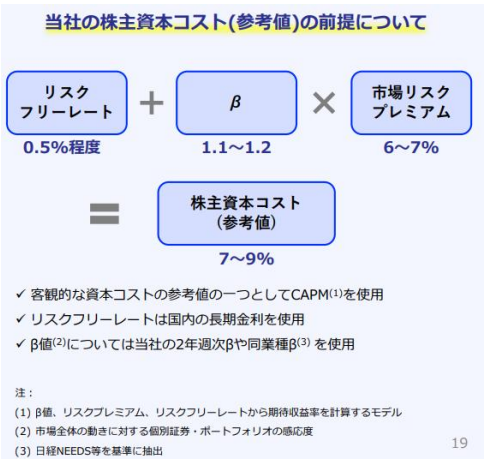
일본 기업들이 최근 사업보고서에서 자본비용 산출모델과 파라미터를 구체적으로 공개하는 이유도 여기에 있다. 기업이 스스로 평가한 CoE와 그 근거를 명확히 제시하면 경영의 불확실성이 줄고, 투자자는 보다 예측 가능한 판단을 할 수 있게 되어 자연스럽게 요구수익률 하락으로 연결된다. 결국 CoE는 계산의 문제가 아니라 신뢰 형성의 문제이며, 정보공개 확대 · IR 강화 · 지배구조 개선을 통해 투자자와의 눈높이를 맞추는 것이 자본비용을 낮추는 가장 효과적인 수단으로 자리 잡고 있다.

그림 11. Idemitsu Kosan (5019) 사업보고서 내 ROE 인식



자료: Idemitsu Kosan, IBK투자증권

그림 12. Techno Smart (6246) CAPM 산출 모델 및 파라미터 공개



자료: Techno Smart, IBK투자증권

상법 개정은 신뢰 인프라 구축 단계

한국 증시 관점에서 보면 신 정부의 상법 개정은 한국 기업 지배구조가 절차 중심의 투명성을 확보하고 행동에 기반한 신뢰 구축으로 전환되고 있음을 보여준다. 1차 상법 개정(7/3)에서는 이사의 주주 충실 의무 확대, 전자 주주총회 도입, 감사위원 선출 시 의결권 제한 등 의사결정의 기본 틀을 정비하는 조치가 마련되었다. 이어 2차 개정(8/25)에서는 집중투표제 의무화와 감사위원 분리 선출 강화가 도입되며, 의결 구조의 투명성과 감시 기능 강화에 초점이 맞춰졌다.

연내 처리가 예상되는 3차 개정안안 아직 확정되지 않았으나 자사주의 소각 의무화, 합병 · 분할 시 자사주 배정 금지, 자사주 보유 · 처분 시 주총 승인의무 등 기업의 실제 행동을 규율하는 조항이 포함되어 있다. 이러한 논의는 법제화 여부와 무관하게 자사주를 활용한 지배력 유지 관행을 제한하고, 자본정책의 일관성과 투명성을 높이려는 시장 요구가 제도적 논의로 이어지고 있다는 점에서 의미가 있다. 단순 공시 확대 측면을 넘어 기업의 의사결정 체계가 투자자 기준에 연결되도록 하는 신뢰 인프라의 구축 단계로 볼 수 있겠다.

표 1. 상법 개정안 주요 내용

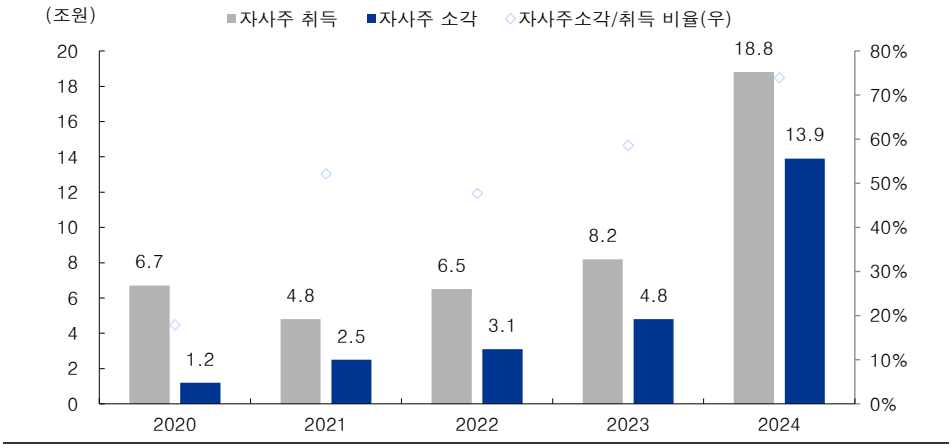
구분	주요 내용	목적	시장 영향
1차 개정안 ('24.7.3 국회 통과)	- 이사의 주주 충실 의무 확대 - 전자 주주총회 도입 - 감사위원 선출 시 총수일가 의결권 3% 제한	이사회 책임성 강화, 주총 접근성 개선	대주주 영향력 억제, 소액주주 참여 확대 → 의사결정 구조 투명성 상승
2차 개정안 ('24.8.25 국회 통과)	- 집중투표제 의무화 - 감사위원 분리 선출 강화	소수주주 권한 확대, 지배구조 균형	이사회 구성의 다양성 증가, 우호지분 집중 방지
3차 개정안 (연내 처리 예정)	- 1년 내 자사주 소각 의무화 - 합병·분할 시 자사주에 신주배정 금지 - 자사주 보유·처분 시 주총 승인 의무화	자사주를 통한 지배력 유지 차단, 자본정책 투명화	실질적 주주환원 강화, 자사주 규제 명확화 → 자본정책 신뢰 개선

자료: 언론참조, IBK투자증권

주주환원으로 연결되는 정책 효과

기업의 실질적 행동 중 가장 빠르게 변화하고 있는 영역은 자사주 매입·소각의 구조적 확대다. 2024년 기준 자사주 취득은 18.8조 원, 소각은 13.9조 원으로 모두 과거 수준을 크게 상회했다. 단발성 이벤트가 아니라 상법 개정과 밸류업 정책의 영향이 실제 행동으로 전환되고 있음을 보여준다. 반복적인 소각 실행은 잉여현금흐름 배분에 대한 기업의 규칙성을 강화하고, 주주환원이 장기적 기조임을 시장에 확인시킨다.

그림 13. 상장사 자사주 취득 및 소각 추이



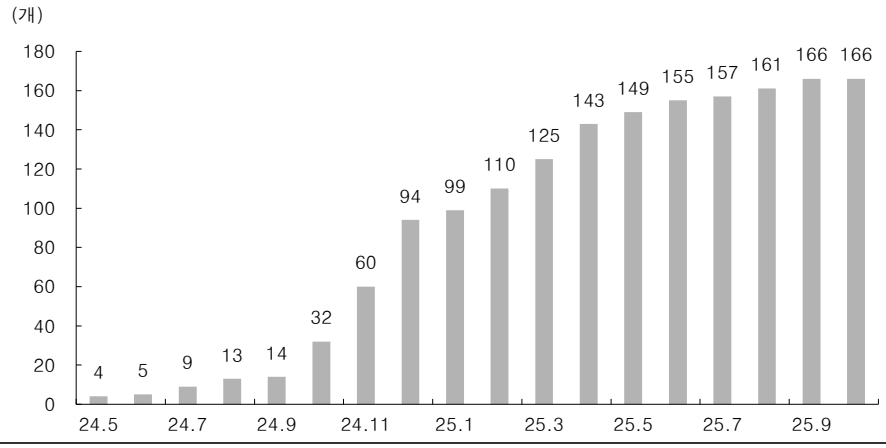
자료: 금융위원회, 한국거래소, IBK투자증권

주주환원으로 연결되는 정책 효과

상법 개정이라는 제도 정비와 함께 기업단에서는 기업가치 제고 계획 공시(밸류업 공시)가 신뢰 형성의 핵심 축으로 자리한다. 2024년 5월 제도 시행 이후 공시 기업은 166개('25.10월 기준)까지 늘었으며, 속도는 급격하진 않지만 꾸준한 누적 증가를 보인다. 기업이 ROIC 상향, 사업재편 계획, 중기 자본정책 목표 등을 명문화함으로써 시장은 향후 경영 판단의 방향을 읽을 수 있게 되고, 이는 불확실성 프리미엄 감소로 이어진다는 점에서 CoE의 핵심 구성요소인 정보의 일관성을 강화한다. 이러한 흐름은 2차 재평가에서 요구되는 정책 신호의 지속성을 실제 기업행동으로 검증하는 단계로 해석할 수 있다.

밸류업 공시 기업 중 일부는 단발적 계획 발표를 넘어서 이행상황을 주기적으로 업데이트하는 기업군으로 구분된다. 이들 기업은 ROIC · 자사주 정책 · 사업 구조 조정 등의 진행 현황을 정기적으로 공개하며, 공시 이후의 성과 점검까지 포함하는 특성을 가진다. 공통적으로 1) 자본정책의 실행력이 높고, 2) 사업 포트폴리오 개선을 병행하며, 3) 정보 제공의 간격이 짧고, 4) 경영진의 시장 대응 의지가 명확하게 드러난다는 점에서 특징적이다. 제도적 대응 측면에 그치는 것이 아니라 기업 스스로가 투자자와의 신뢰 구축을 장기적 과제로 인식하고 있음을 보여준다. 따라서 주기적 공시 기업군은 향후 CoE 하락이 더 빠르게 반영될 가능성이 높은 집단으로 평가되며, 2차 재평가의 선도 그룹으로 자리할 수 있다.

그림 14. 기업가치 제고 계획 공시 기업 수 누적 추이



자료: KIND, IBK투자증권

표 2. 기업가치 제고 주기적 공시 기업 리스트

코드	기업명	시가총액 (십억원)	시장구분	WI26 업종	12MF ROE(%)	12MF PBR(X)	수익률 (1M, %)	수익률 (3M, %)	수익률 (12M, %)
A000660	SK하이닉스	396,033	KOSPI	반도체	42.0	2.3	1.7	109.2	223.2
A105560	KB금융	47,187	KOSPI	은행	9.5	0.7	4.8	14.0	25.3
A402340	SK스퀘어	39,895	KOSPI	상사,자본재	26.5	1.3	3.3	115.2	274.8
A055550	신한지주	38,014	KOSPI	은행	8.6	0.6	5.1	19.2	42.1
A012330	현대모비스	27,628	KOSPI	자동차	8.7	0.5	-0.2	0.7	23.8
A086790	하나금융지주	25,968	KOSPI	은행	9.2	0.5	6.3	13.8	46.0
A010130	고려아연	25,630	KOSPI	비철,목재등	9.8	2.9	19.5	63.8	30.0
A316140	우리금융지주	19,159	KOSPI	은행	8.9	0.5	1.0	4.2	55.9
A138040	메리츠금융지주	18,994	KOSPI	증권	21.7	1.9	-4.9	-14.0	3.2
A033780	KT&G	16,989	KOSPI	필수소비재	12.3	1.5	6.0	5.1	19.3
A030200	KT	12,702	KOSPI	통신서비스	8.2	0.7	1.4	-7.0	5.9
A006800	미래에셋증권	12,661	KOSPI	증권	9.3	1.0	-14.0	23.1	159.4
A086280	현대글로비스	12,353	KOSPI	운송	16.8	1.1	-2.8	-4.0	30.4
A323410	카카오뱅크	10,327	KOSPI	은행	7.2	1.5	-7.3	-13.1	-3.8
A090430	아모레퍼시픽	7,317	KOSPI	화장품,의류,완구	6.5	1.5	4.4	3.7	15.0
A241560	두산밥캣	5,358	KOSPI	기계	7.6	0.7	-11.0	2.4	43.7
A175330	JB금융지주	4,567	KOSPI	은행	12.0	0.7	8.6	3.9	24.9
A035250	강원랜드	3,821	KOSPI	호텔,레저서비스	7.9	0.9	4.5	-1.3	-1.1
A139130	iM금융지주	2,321	KOSPI	은행	7.6	0.4	5.3	2.5	63.1
A002790	아모레퍼시픽홀딩스	2,261	KOSPI	화장품,의류,완구	4.9	0.7	12.7	6.6	26.2
A023530	롯데쇼핑	2,037	KOSPI	소매(유통)	1.4	0.1	6.8	9.1	28.3
A071320	지역난방공사	1,266	KOSPI	유틸리티	12.0	0.5	15.8	40.5	94.8
A089860	롯데렌탈	1,191	KOSPI	운송	10.2	0.7	11.0	12.3	11.2
A330590	롯데리츠	1,176	KOSPI	은행	-	-	5.7	7.7	28.0
A001430	세아베스틸지주	995	KOSPI	철강	4.7	0.5	-1.4	1.5	26.1
A192650	드림텍	475	KOSPI	IT하드웨어	10.4	1.1	9.7	9.7	-16.9
A058650	세아홀딩스	472	KOSPI	철강	-	-	-1.4	-9.5	19.7
A016610	DB증권	435	KOSPI	증권	-	-	2.1	22.0	100.2
A024720	콜마홀딩스	353	KOSPI	화장품,의류,완구	-	-	-10.1	-20.5	42.1
A071840	롯데하이마트	179	KOSPI	소매(유통)	0.6	0.2	-2.4	-10.0	0.9
A234300	에스트래픽	98	KOSDAQ	소프트웨어	-	-	-3.9	-6.5	-11.8
A376930	노을	91	KOSDAQ	건강관리	-	-	3.2	28.6	12.3
A263020	디케이앤디	44	KOSDAQ	화장품,의류,완구	-	-	5.1	2.6	-0.6
A221840	하이즈항공	41	KOSDAQ	상사,자본재	-	-	-5.2	-13.2	35.4
A246250	에스엘에스바이오	30	KOSDAQ	건강관리	-	-	0.0	0.0	-8.0

자료: Quantiwise, IBK투자증권
주: 기업가치 제고(밸류업) 주기적 공시 기업 리스트(2025년 11월 27일 공시 기준)

과거 한국의 지배구조 개혁 흐름과 국제기구 보고서가 공통적으로 보여주는 결론은 단순하다. 제도의 도입만으로는 시장 신뢰가 형성되지 않으며, 정책의 지속성과 일관성이 확보되어야만 2차 재평가가 가능하다. 한국은 지난 10여 년간 기업지배구조 보고서 도입, 스튜어드십 코드 확산, 배당 · 세제 개편 등 여러 제도를 구축해왔지만, 세부정책 변경의 반복 · 집행력 미흡 · 지배구조의 구조적 문제로 인해 제도의 효과가 장기 밸류에이션 개선으로 연결되지 못하는 한계가 존재했다. 특히 정책의 경로의존성이 약하고 예상치 못한 제도 조정이 반복되면 투자자는 이를 높은 불확실성으로 인식해 CoE를 낮추지 않는다. 결국 1차 재평가는 정책 신호로 가능하지만 2차 재평가는 정책의 지속성이라는 기반 없이 작동할 수 없으며, 제도와 집행, 기업의 행동이 누적으로 축적되는 구조가 필요하다.

표 3. 거버넌스 관련 정책 이슈

구분	내용	시사점
기업지배구조제도 도입 (2015~2019)	– 금융회사 지배구조법 개정, 지배구조보고서 도입 논의 – 2019년부터 자산 2조 이상 기업 의무공시 시행→2026년 전체 상장사로 확대 예정	– 제도는 단계적으로 도입되었으나 구조적 지배구조 리스크 완전 해소까지는 미도달 → 시장 전체 리레이팅으로 이어지지 못함
스튜어드십 코드 도입 및 확산	– 2016년 제정 → 2025년 기준 242개 기관 참여 – NPS 포함 주요 기관 대부분 코드 서명	– 확산 자체는 성과지만 의결권 행사·경영참여는 초기 단계 → CoE 하락 수준의 시장 신뢰로 이어지지 않음
배당 · 세제 정책 반복 개편 (2014·2020 등)	– 기업소득환류세제·배당증대세제 도입→이후 수차례 구조 변경 및 대체 – 정책·세제의 지속성 논란 존재	– 정책의 경로의존성 부재는 배당정책의 신뢰성 약화→장기 할인율(CoE) 하락을 제한하는 요인
대주주 양도세 기준 잦은 변경	– 50억→25억→15억→10억→3억 강화 논의 반복 – 2020~22년 사이 시장 반발로 기준 재검토·후퇴 발생	– 정책 불확실성 상승→외국인 투자 심리 약화→ERP·베타 경직화 요소 (CoE 감소를 방해)
국내 구조적 지배구조 이슈 지속	– 집중지배구조, 순환출자 잔존, 특수관계인 거래 이슈 등 계속 지적	– 단순 제도 도입만으로는 충분치 않음 → 1차 리레이팅 이후 2차 리레이팅으로 연결되지 못했던 이유
기업지배구조제도 도입 (2015~2019)	– 금융회사 지배구조법 개정, 지배구조보고서 도입 논의	– 제도는 단계 도입되었으나 구조적 지배구조 리스크 완전 해소까지는 미도달 → 시장 전체 재평가로 이어지지 못함

자료: IBK투자증권

Governance Proxy ETF

한국 시장에서는 거버넌스 명칭을 단 ETF는 제한적이나 주주환원 · 배당 · 현금흐름 기반 ETF가 사실상 유사 기능을 수행한다. CoE를 낮추는 핵심 요인이 공시 · 규제 준수의 거버넌스 측면이 아닌 배당 · 자사주 · 투자규율 등 행동 기반 거버넌스(Execution Consistency)이기 때문이다. 특히, 한국 기업은 오너십 집중도가 높아 자본정책의 일관성 변화가 시장 신뢰에 미치는 영향이 더 크게 나타난다. 결국 주주환원 정책을 강화하는 기업은 ROE 변동성이 낮고 COE 프리미엄이 축소되며, 이는 PBR 재평가로 이어진다. 한국 ETF 시장에서 주주가치 ETF는 이러한 현상을 가장 직접적으로 반영하는 G-Factor ETF로 설명된다.

그 중 주주가치 ETF는 기업의 자본정책 일관성, 배당 · 자사주 확대, 기업 밸류업 정책과 직접적으로 연계되는 소수의 ETF들로 구성된다. 이들은 단순 배당 ETF나 가치 ETF와 달리, 주주가치 제고를 ETF 이름과 전략의 중심에 명시적으로 둔다. 특히 한국 기업 정책(자사주 소각 확대, 배당소득 분리과세) 강화 국면에서 거버넌스와 자본정책을 포착할 수 있는 가장 직접적 투자 수단이 된다.

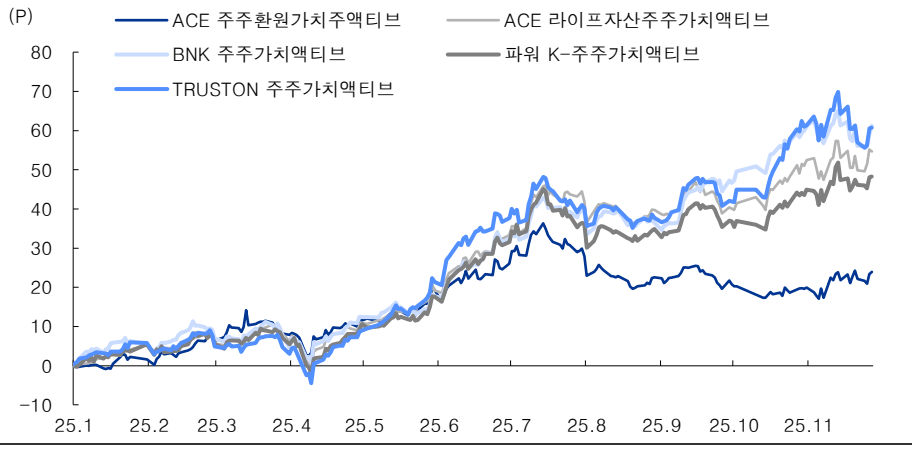
총 5개의 주주가치 ETF가 상장된 가운데 공통적으로 전통산업 기반의 안정적 현금흐름 기업과 금융지주 중심의 가치주 포트폴리오를 형성한다. 대부분의 ETF에서 공통적으로 등장하는 기업군은 삼성전자 · 기아 · 현대차 · 현대모비스 등 대형 제조업, BNK · JB · 하나 · 신한 · KB 등 금융지주, 그리고 KT&G · 빙그레 · 강원랜드 등 방어적 성격의 소비주다. 이들 기업은 배당 지속성, 규제 기반의 자본정책, 현금흐름 예측 가능성 측면에서 높은 점수를 받는 종목들로 한국 시장에서 주주환원 행동이 검증된 기업군으로 분류된다.

표 4. Governance Proxy ETF Table

코드	ETF명	AUM (십억원)	총보수 (%)	구성종목수 (개)	수익률 (1M, %)	수익률 (3M, %)	수익률 (12M, %)
A447430	ACE 주주환원가치주액티브	77.47	0.70	35	1.7	109.2	223.2
A494330	ACE 라이프자산주주가치액티브	51.29	0.50	28	4.8	14.0	25.3
A445690	BNK 주주가치액티브	24.86	0.50	50	3.3	115.2	274.8
A491510	파워 K-주주가치액티브	15.52	0.41	63	5.1	19.2	42.1
A472720	TRUSTON 주주가치액티브	11.47	0.79	41	-0.2	0.7	23.8

자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 15. Governance Proxy ETF 연초 이후 가격 흐름



자료: Quantiwise, IBK투자증권

표 5. Governance Proxy ETF Top 20 Holdings

ACE 주주환원가치주액티브		ACE 라이프자산주주가치액티브		BNK 주주가치액티브		파워 K-주주가치액티브		TRUSTON 주주가치액티브	
종목명	비중(%)	종목명	비중(%)	종목명	비중(%)	종목명	비중(%)	종목명	비중(%)
영원무역홀딩스	9.92	삼성전자	17.99	삼성전자	13.08	영원무역홀딩스	2.85	SK하이닉스	7.24
세아제강지주	9.69	DN오토모티브	6.38	SK하이닉스	8.77	롯데렌탈	2.56	LG화학	5.60
더블유게임즈	7.08	BNK금융지주	5.60	현대차	4.14	DN오토모티브	2.51	두산	4.94
SK가스	6.34	삼성물산	5.50	기아	3.82	한국단자	2.48	KB금융	4.80
세아제강	6.12	오리온	5.29	셀트리온	3.68	HDC현대산업개발	2.48	NH투자증권	4.61
KSS해운	5.15	한국금융지주	4.95	하나금융지주	3.36	삼성화재	2.42	현대엘리베이터	4.51
세방전지	4.18	NAVER	4.41	현대모비스	2.93	기아	2.41	삼성카드	4.25
쿠쿠홀딩스	4.06	KCC	4.04	KT&G	2.53	NICE평가정보	2.39	키움증권	4.13
현대홈쇼핑	3.61	SK스퀘어	4.00	삼현	2.48	미스토홀딩스	2.37	LS	3.84
나이스정보통신	3.47	한국전력	3.96	한국타이어앤테크놀로지	2.37	빙그레	2.36	현대차2우B	3.82
NICE	3.21	에이비엘바이오	3.88	HMM	2.35	현대차	2.33	삼성전자	3.73
우리금융지주	3.19	우리금융지주	3.34	POSCO홀딩스	2.12	KT&G	2.29	신한지주	3.26
광주신세계	2.73	하나금융지주	2.89	메리츠금융지주	1.96	강원랜드	2.27	현대글로비스	3.20
백산	2.29	효성	2.63	유한양행	1.88	DB증권	2.25	태광산업	2.91
GS	2.25	HD현대건설기계	2.59	BNK금융지주	1.67	JB금융지주	2.24	기아	2.88
현대해상	2.14	SK	2.50	JB금융지주	1.67	iM금융지주	2.19	한국알콜	2.71
현대엘리베이터	2.00	실리콘투	1.90	아모레퍼시픽	1.65	LG유플러스	2.19	삼성화재우	2.57
SNT모티브	1.79	동원산업	1.82	미스토홀딩스	1.59	BNK금융지주	2.17	삼성물산	2.06
다우기술	1.76	금호석유화학	1.81	iM금융지주	1.53	신한지주	2.16	비츠로셀	1.97
한국단자	1.63	현대차2우B	1.80	이마트	1.48	하나금융지주	2.15	LS ELECTRIC	1.81

자료: Quantiwise, IBK투자증권
주: ETF 보유종목 비중은 2025년 11월 26일자 기준

IBKS Research Center

성명	직급	담당업종	전화	이메일
용대인	전무(부문장)	총괄	6915-5400	daeinyong@ibks.com
이승훈	상무대우(본부장)	AI/인터넷/게임	6915-5680	dozed@ibks.com
투자분석부				
변준호	연구위원	Strategy	6915-5670	ymaezono@ibks.com
정용택	수석 Economist	Economy	6915-5701	ytjeong0815@ibks.com
김인식	연구위원	자산배분/ETF	6915-5472	kds4539@ibks.com
정형주	연구위원	채권/크레딧	6915-5654	hj.jeong@ibks.com
조경진	연구위원	해외주식	6815-5464	ckjins@ibks.com
권순호	연구원	Quant	6915-5667	snowkonn@ibks.com
기간산업분석부				
이동욱	연구위원	에너지	6915-5671	treestump@ibks.com
남성현	연구위원	유통·식자재/지주	6915-5672	rockrole@ibks.com
김유혁	연구위원	미디어/엔터/레저	6915-5673	yuhyuk.kim@ibks.com
이현욱	연구원	자동차/2차전지	6915-5659	hwle1125@ibks.com
오지훈	연구원	조선/기계	6915-5662	jihoonoh@ibks.com
혁신기업분석부				
이건재	연구위원	소재·부품·장비/스몰캡	6915-5676	geonjaelee83@ibks.com
김운호	연구위원	IT/반도체	6915-5656	unokim88@ibks.com
김태현	연구위원	음식료/유틸리티/통신	6915-5658	kith0923@ibks.com
정이수	연구위원	제약/바이오	6915-5677	ysjeong306@ibks.com
조정현	연구원	건설/부동산	6915-5660	controlh@ibks.com
강민구	연구원	IT/디스플레이	6915-5473	kmg@ibks.com

"국민과 중소기업에 필요한 참 좋은 IBK투자증권"

IBK기업은행 금융그룹
IBK투자증권

서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11
대표번호 02-6915-5000
고객지원부 1588-0030, 1544-0050

영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 대구	053) 752-3535
강남센터	02) 2051-5858	IBK WM센터 광주	062) 382-6611
강남역 금융센터	02) 532-0210	IBK WM센터 일산	031) 904-3450
분당센터	031) 705-3600	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
IBK WM센터 강남센트럴	02) 556-4999	IBK WM센터 평촌	031) 476-1020
IBK WM센터 목동	02) 2062-3002	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 도곡	02) 2057-9300	IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 창원	055) 282-1650
IBK WM센터 중계동	02) 948-0270	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900	IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030	IBK WM센터 남동산단	032) 822-6200

본 조사분석자료는 고객의 투자를 돕기 위한 정보제공의 목적으로 작성되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 지적재산권은 당사에 귀속되며, 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.