상법개정 그 이후 2

후속 입법 쟁점과 한·일 밸류업 비교

Part Ⅰ 거버넌스: 남은 법안 과제들

Part Ⅱ 밸류업: 일본 정책에서 찾는 시사점

LS증권

미국시황/ESG
Analyst **김윤정**
yunjeong.kim@ls-sec.co.kr

LS증권 투자전략팀 김윤정입니다.

지난해 새 정부 출범 후 자본시장 구조 개편이 빠르게 진행되고 있습니다. 세 차례에 걸친 상법 개정과 배당소득 분리과세 추진으로 국내 증시의 상승곡선은 더 가파른 랠리를 보였습니다. 전쟁과 유동성 변수, 매크로 환경 등 대외변수에 의해 증시가 등락을 반복하는 구간에서도, 제도 개정으로 보강된 기업 지배구조와 자본시장 체력은 증시 하방을 받쳐주는 역할을 수행할 것으로 예상합니다.

앞서 3/20 발간한 『상법개정, 그 이후(1)』는 개정 상법이 기업 자사주 전략과 올해 정기주총 의안 구성에 어떤 변화를 보였는지, 즉 기업 단의 변화를 정리했습니다. 동명의 시리즈로 발간하는 이번 자료는 **상법 개정 이후의 후속 법안과 제도 정비 과제**를 정리하고 **일본과 우리나라의 밸류업 정책을 비교·스터디**한 자료입니다.

Part I **거버넌스: 남은 법안 과제들**은 상법 개정 이후 논의되는 법안들에 대하여, **이해관계자별 입장차와 법안 쟁점들**을 주로 다룹니다.
현재 논의가 진행되는 영역을 크게 나누어 보면 **①상법 개정 이후의 제도 구체화, ②추가적 주주보호 제도 시행, ③보완 법안 마련** 세 가지의 과제를 안고 있습니다.
각각에 해당하는 법안 과제들과 현재 쟁점 사안에 대해 정리하였습니다.

Part II **밸류업: 일본 정책에서 찾는 시사점**에서는 금융위가 지난 3/18 '자본시장 체질개선 과제'로 발표한 안들을 살펴봅니다.
일본 정책과 닮아있는 금융위 자본시장 개선안들이 일본과는 어떤 차이가 있는지, 정책의 효과나 개선이 필요한 점 등 시사할만한 바는 없는지 분석했습니다.
저PBR 기업 주주가치 제고 방안, 부실기업 퇴출, 대주주의 일반주주 권익 침해 방지안, 그리고 코스닥 활성화 등 자본시장 활성화 정책 현안들을 정리했습니다.
전술한 경영권 방어 수단 마련 과제와 관련, **포이즌필 도입 및 적용 사례**를 일본 기업들에서 찾아보았습니다. 미국의 포이즌필과 달리 일본에서의 포이즌필 도입 사례는 주주의 동의를 기반으로 한 제한적 허용 형태로, 국내 정책 환경 하에서도 참고할 만한 영역입니다.
덧붙여 국내 올해 초안을 발표한 기업 지속가능성(ESG) 정보 공시 로드맵과, 업데이트되는 기업지배구조보고서 변화의 영역들도 짚었습니다.

감사합니다.

Contents

상법개정 그 이후 2 I 후속 입법 쟁점과 한·일 밸류업 비교

Part I 04 거버넌스: 남은 법안 과제들
이해관계자별 입장차와 후속 법안 쟁점들

Part II 16 밸류업: 일본 정책에서 찾는 시사점
일본 정책과 닮아있는 금융위 자본시장 개선안들

Part I

거버넌스: 남은 법안 과제들

이해관계자별 입장차와 쟁점들

- 제도 구체화 논의: 자사주보유처분계획 하위법령 정비
- 추가적 주주보호 제도 시행: 기업 합병·분할시 공정가액 적용 및 공시 의무
- 보완법 마련: 경영판단 원칙 명문화, 의무공개매수제도, 경영권 방어 수단 마련

Part I

거버넌스: 남은 법안 과제들

여기서 끝이 아니다
올해의 지배구조 정책 과제 및 쟁점

여기서 끝이 아니다, 후속 입법 쟁점

● 크게 나눠본다면 ① 제도의 구체화, ② 보완법 마련, ③ 추가적 주주보호제도 시행

- 상법 개정이 3차까지 마무리되었으나, 후속 입법 과제들이 아직 남아있기에 정책과 관련한 변화 논의는 올해 연중 지속될 전망
- 증시에 즉각적인 영향을 줄만한 정책은 3차 상법개정같은 자사주 관련 제도이겠으나, 기업 지배구조 투명성과 경영권 방어 목표 사이에 균형점을 찾는 정책이나, 금융위 및 거래소 규정 정비를 통한 기업가치 제고 유도 정책 등이 아직 과제로 남은 상황
- 한편, 3/31 법안심사1소위에 상정된 기업 합병·분할시 합병가액을 기준시가 대신 공정가액으로 정하는 것, 의무공개매수제 도입, 쪼개기상장시 모회사 주주에 신주배정 등 자본시장법 개정안은 모두 처리되지 못함

리서치센터

상법 개정 이후 거론되는 법안 정비 과제들

구분	과제	내용 및 전망	관련법
보완법 마련	경영판단 원칙 명문화	• 여야 공감대 형성. 1차 개정시 사실상 약속된 사항으로 조속 처리 가능성 높음 • 배임죄 리스크 확대 방지 효과(경제계는 배임죄 자체 폐지 의견)	상법 또는 형법
	의무공개매수제도	• 국회 발의안 다수 계류중 • 지분율 기준(25% vs 30%) 및 매수 의무 범위(50%+1주 vs 100%) 등 세부 설계 쟁점 조율 진행중	자본시장법
	경영권 방어수단 마련 (포이즌필, 차등의결권 등)	• 즉각 입법 어려움 • 의무공개매수제 효과 검증 후 단계적 공론화 추진이 현실적 로드맵	상법
제도 구체화	자기주식보유처분계획 하위법령 정비	• 3차 개정 즉시 시행에 따른 긴급 실무 과제 • 표준양식·기재사항 미비시 기업 법적 불확실성·주주 분쟁 리스크	상법 시행령 금감원·KRX 공시지침
추가적 주주보호	기업합병·분할시 공정가액 적용 및 공시 의무화	• 이재명정부 핵심 입법 과제 • 금융위 일반주주 이익 보호 강화 위한 자본시장법 개정방향에 과제 명시	자본시장법

자료: LAWSECTION, LS증권 리서치센터

이해관계자별 입장차

● 그간 상법개정은 모두 일반주주 보호를 전제. 경영권 안정성 담보 방안은 미비

- 1~3차 개정 상법은 OECD 기업지배구조 원칙에 부합하고, 코리아디스카운트의 구조적 원인으로 지목되던 자본시장 투명성 개선과 주주환원 확대 등 주주보호에 초점
- 반면, 재계는 경영권 방어 수단의 부족함, 배임죄 리스크 확대에 따른 이사회 냉각, IPO기피현상 등 구체적 위협요소 지목
- 후속 과제로서 국회 논의가 될 부분은 경영판단 원칙 명문화(배임죄 개선), 의무공개매수제도 도입(자본시장법 개정), 자기주식보유처분계획 하위법령 정비, 포이즌필/차등의결권 도입 등

이해관계자별 입장 및 핵심 요구사항 비교

주체	입장 / 추진 방향	핵심 요구 / 우려 사항
더불어민주당	• 코리아 디스카운트 해소의 핵심 어젠다로 3차에 걸친 상법 개정 추진 완료 • **의무공개매수제** 입법을 2026년 1순위 과제로 설정 • 배임죄는 **경영판단 원칙 명문화 우선 처리** 방침	• 포이즌필 도입 소극적 • 의무공개매수제가 적대적 M&A 비용을 높여 실질적 방어 기능을 한다는 입장
국민의힘	• 1~3차 상법개정안 모두 반대 (필리버스터·본회의 불참) • **포이즌필·차등의결권** 도입 법안 발의	• 주주 보호 방향 자체에는 일부 공감하나, 속도·절차에 문제 제기 • 보완 입법 미선행을 주요 반대 근거로 활용
법무부	• **경영판단 원칙 명문화** 관련 형법 개정안에 찬성 의견서 제출 • **배임죄 개편(형법+상법 특별배임죄 폐지)** 작업 진행중이나 속도 지연	• 경영권 방어 수단 도입에 긍정적 입장의 의견서 국회 제출 • 3차 개정 논의 과정 중 대체방안 논의 필요성 표명
금융위원회	• **의무공개매수제도** 도입과 **합병·분할 공정가액 명문화**를 2026년 핵심 입법과제로 설정 • **스튜어드십코드 개선** 병행 추진	• 자본시장법 시행령 입법 예고 • 3차 개정상법과의 자기주식 공시 정합성 확보 작업
재계 (한경협·경제8단체)	• 상법 개혁 방향성에 반대하지 않으나 경영권 방어 수단 전무 상태 강력 반발 • **포이즌필 도입** 최우선 요구사항 • **비자발적 자사주 소각 의무 면제** 요구	• 이사회 냉각 효과 • IPO 기피·외국인 투자 위축 등 부작용 우려

자료: LAWSECTION, LS증권 리서치센터

가장 먼저 추진될, 자사주 관련 규정 재정비

● 3차 상법개정에 앞서 진행되어 왔던 자사주 규제 강화

- 앞서 2024년과 2025년 두 차례에 걸친 자본시장법 시행령 개정을 통해 ①주권상장법인의 인적분할시 자사주에 신주배정 제한(자사주 마법 금지), ②자사주 보유·처분 등 과정에서 공시 대폭 강화, ③자사주 취득·처분 과정에서 발생하는 규제차익 해소
- 특히 2025년 보유공시에 대한 부분은 한차례 더 강화. ① 공시대상 자사주 비중 1% 확대, 공시 의무 횟수 연 2회로 확대, ② 자기주식 처리계획과 실제 이행현황 간 비교 ③ 반복적 자사주 공시 위반행위에 대한 가중처벌 근거 마련
- 3차 개정 상법(보유처분계획 연1회 주총승인)과 자본시장법상 자기주식보고서 공시규정(연2회공시) 사이의 정합성 확보를 위한 자본시장법 시행령 정비 필요

리서치센터

자사주 관련 제도 개정 내역 비교

연도	2024	2025	2026
법적근거	자본시장법 시행령 개정	자본시장법 시행령 개정	상법 개정(3차)
취지	왜 사고파는지 공시 (취득·처분 공시 강화)	왜 보유중인지 공시 (보유공시 강화)	없애야할 자본으로 규정 (의무 소각 시행)
변화영역	취득/처분 투명성	보유 모니터링	실질적 자본 환원(소각)
주요 개정내용	- 인적분할시 자사주 신주배정 금지 - 처분시 상대방, 목적, 가격산정근거 공시 - 신탁계약 해지시 실질적 처분여부 확인	- 공시의무 대상(자사주 비중5%→1%), 공시의무횟수(1회→2회) 강화 - 보유 목적 및 향후 처리계획(소각·처분) 구체화 - 이사회의 자사주 보유 적정성 검토·공시	- 취득 후 1년내 소각 의무화 (일시적 보유만 허용) - 특정인 대상 우호지분 활용(제3자 배정 등) 금지 - 예외적 보유에 대한 매년 주총 승인 의무
의의	- 정보 비대칭 해소 및 불공정거래 방지 - '자사주의 마법' 차단	- 자사주 보유 정당성 검증 - 유휴 자본 장기 방치 억제	- 유통주식수 감소에 따른 EPS 및 ROE 즉각적 상승

자료: 금융위원회, 법무부, LS증권 리서치센터

자기주식보유처분계획 하위법령 정비 과제

● **그간 자사주 공시에 기재되어 왔던 자사주 취득 및 처분 사유, 3차 개정상법에 의한 제한**

- 3차 개정 상법은 소각 예외 인정 요건으로 자기주식보유처분계획의 작성 및 주주총회 승인을 규정
  다만 계획에 포함되어야 할 구체적 기재사항과 표준 양식 규정 미비
- 상법 시행령 또는 규칙 개정을 통해 자기주식보유처분계획 표준 양식 및 기재사항의 법제화 과제. 감독원 및 거래소 차원의 공시 지침 정비 및 상장회사 표준정관에 경영상 목적의 자사주 보유처분 근거조항 반영 필요
  → 금융위원회는 3/31 자본시장법 시행령 및 하위규정 입법예고를 통해 정비 절차 착수

3.31 금융위 자기주식 하위규정 입법예고

3차 상법 개정 취지에 맞추어

자기주식 보유·처분 공시도 강화됩니다

- 자기주식 원칙적 소각 제도화에 따른
자본시장법 시행령 및 하위규정 입법예고(3.31~5.11) -

✓ **주주총회 승인받은 자기주식 보유처분계획** 및 **이행내용**을 자본시장법상 공시제도를 통해 보다 투명하게 공개하고, 공시대상을 **모든 상장회사로 확대**

✓ 개정 상법 내용을 반영하여 **신탁업자의 자기주식 처분을 금지**하고, **자기주식 대상 교환사채 발행** 및 **장내 매도 관련 규정을 정비**

3차 상법 개정에 따른 자사주 관련 규정 변화

구분	현행	개정상법
소각 의무	**없음(임의 보유 가능)** 취득 후 기간 제한 없이 보유 가능	**1년 내 소각 원칙 의무화** 단, 경영상 목적 등 예외시 보유 가능하나 매년 주총 승인 필요
기존 보유분 처리	-	**시행일로부터 1년 6개월 내 소급 적용** 기한 내 소각 혹은 '자사주 보유처분계획' 주총 승인 필수
처분 절차 및 방식	**이사회 결의** 이사회 결정만으로 제3자에게 자유롭게 처분 가능	**신주발행 절차 준용** 주주배정 원칙(지분율 비례), 제3자 처분시 주총 특별결의 등 엄격한 요건 적용
자금조달 활용 (EB 등)	**가능** 자사주를 대상으로 교환사채(EB) 등 활용 가능	**금지** 자사주 대상 사채(EB 등) 발행 및 질권 설정 불가
조직개편 시 배정	**판례/해석에 따라 적용** 합병·분할 시 자사주에 신주 배정 가능 (자사주 마법)	**명문으로 금지** 합병·분할 시 자사주에 신주 배정 불가
의무 위반시 제재	**없음**	**이사 개인에 5천만원 이하 과태료 부과** 소각 의무 및 보유계획 승인 의무 위반시 부과

자료: 금융위원회, 언론종합, LS증권 리서치센터

경영판단 원칙 명문화

● **특별배임죄 폐지와 병행해 이사의 충실 의무 대상 확대에 따른 이사회 냉각 우려 제한**

- 이사가 독립적 검토, 외부자문 및 이해상충 회피 등 일정한 절차 충실히 이행한 경우 형사 면책 근거 마련 방안, 상법상 특별배임죄 폐지와 민사적 손해배상 책임으로 대체하는 방안 병행 논의
- 1차 상법개정 후 가격 관련 경영판단이 형법상 배임죄 잠재 적용대상이 된다는 불확실성 노출. 형법/상법/특경법 3중처벌 구조는 국제적으로도 이례적 수준
- 법무부와 법원행정처는 형법 개정안에 찬성 취지 의견서 제출, 더불어민주당도 경영판단 원칙 명문화에 여야 이견 없는 주제로 언급

국내 배임죄 적용 항목 및 형량, 주요국 대비 적용 항목 다수

구분	한국		미국	영국	독일	일본	프랑스
형법 일반책임	5년 이하		10년 이하	20년 이하	5년 이하	5년 이하	3년
형법 업무상배임	10년 이하		X	X	X	X	7년
상법 특별배임	10년 이하		X	X	X	10년 이하	5년
특경법	50억 이상)	무기·5년 이상	X	X	X	X	X
	5억~50억)	3년 이상					

자료: 국회 의안정보시스템, LS증권 리서치센터

국내 배임죄 적용 항목 및 형량, 주요국 대비 적용 항목 다수

구분	경영판단 원칙 명문화	특별배임죄 구성요건 개정
핵심 내용	위법성 조각 사유 (배임죄 예외조항) 마련	배임죄 성립 요건의 엄격화
개정 조항	형법 제355조(배임) 내 예외조항 신설	상법 제622조(특별배임죄) 개정
주요 내용	아래 요건 충족시 이해관계 상충 없이 합리적으로 행동하는 것으로 믿고 행한 판단에 따라 발생한 손해에 대해 처벌하지 아니함 - 사적 이익추구 목적 X - 충분한 정보에 기반한 결정 - 신의 성실에 따른 경영상의 판단	아래와 관련한 상법조항 삭제를 통한 배임죄 성립 요건 엄격화 -임무 위배 개념의 구체화 -고의적 사익 편취로 처벌 범위 한정 -단순 과실로 인한 손실 처벌 범주에서 제외
현행 문제점	추상적 '배임' 규정으로 경영 위축	충실의무 확대시 '묻지마 고소' 남발 우려
기대 효과	- 방어경영 우려 탈피 및 기업의 적극적 투자 유도 - 수사 기관의 자의적 법률 해석 방지	-거버넌스 리스크 예측 가능성 제고

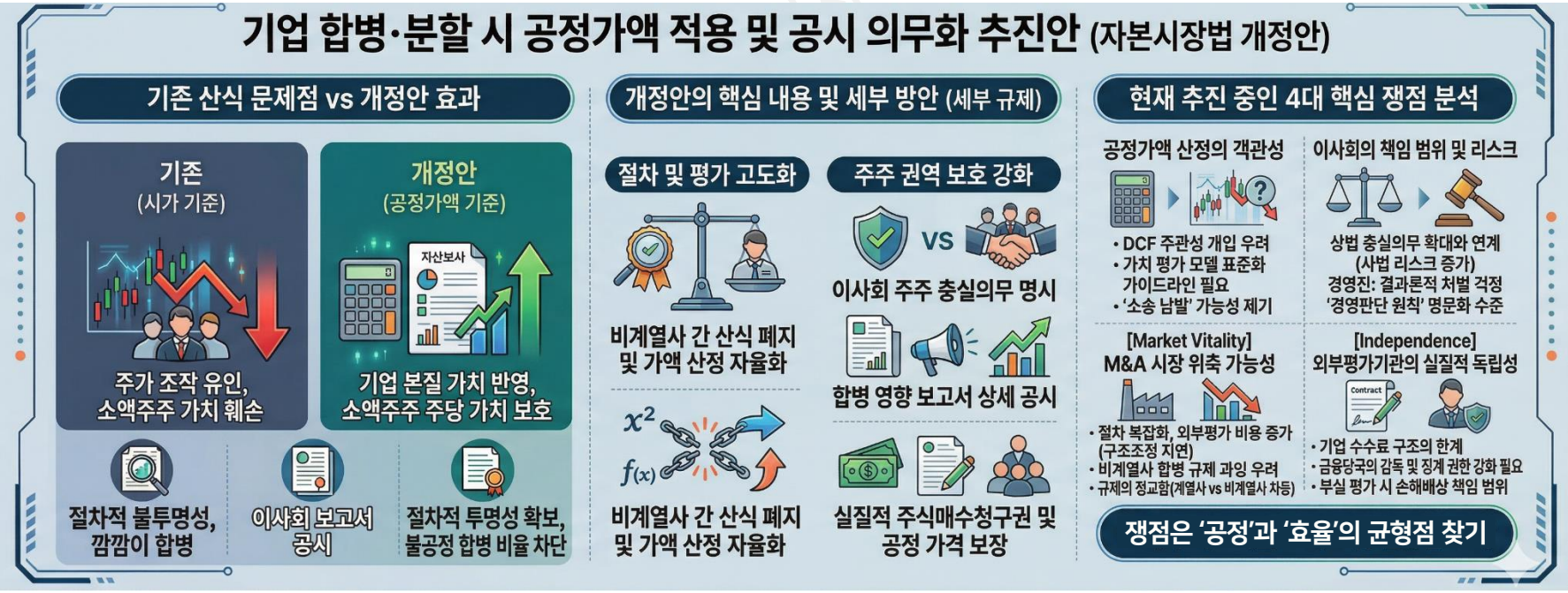
LS증권 리서치센터

기업 합병·분할시 공정가액 적용 및 공시 의무화

● M&A 공시제도 개편 논의, '합병가액 산정 방식'에 대한 의견차

- 합병·분할 비율 가정시 자의적 가격 책정을 통한 소액주주피해 방지를 위해 공정가액 기준 적용 및 공시 의무 자본시장법 명시 방안 논의
  금융위는 '일반주주 이익 보호 강화를 위한 자본시장법 개정 방향'에서 해당 사안을 핵심 입법과제로 포함, 이재명 정부의 또 다른 주요 정책 과제
- 다만, 앞서 2022년에 법안 상정에도 아직 계류중인 원인은 '공정가액'을 객관적으로 산정할 수 있는 가이드라인에 대한 논란, M&A 시장 위축 가능성과 사법 리스크 확대 등을 우려한 재계의 반발 등이 원인. 세부 가이드라인 등 쟁점 영역과 관련한 이해관계자들 간 논의가 이어질 전망

기업 합병·분할시 공정가액 적용 및 공시 의무화 요약



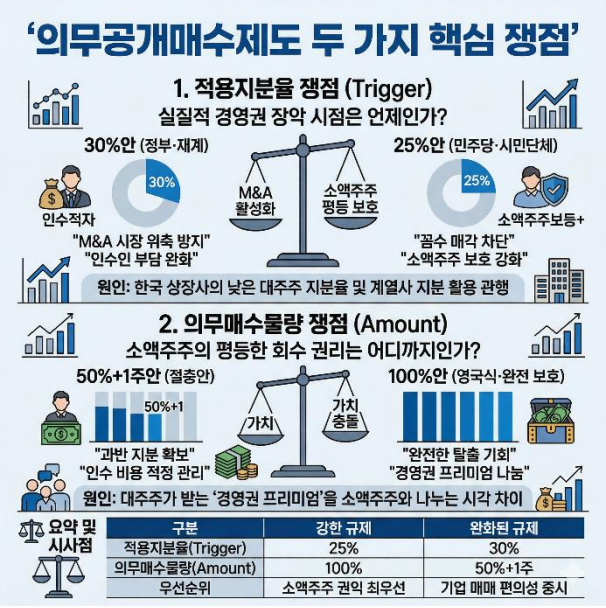
자료: Google, 국회 의안정보시스템, 금융위원회, LS증권 리서치센터

의무공개매수제도

● M&A 시장 활성화 목표와 소액주주의 평등한 권리 보호 간 균형점 찾기 과제

- 일정 지분 이상을 취득해 사실상 최대매수가 되는 경우, 잔여 일반주주 보유 주식에 대해 경영권 프리미엄이 포함된 동일 가격으로 공개매수할 의무를 부과하는 제도
- 3차 상법 개정에 따라 경영권 방어 수단으로서의 자사주 활용이 원칙적으로 제한됨에 따라 적대적 M&A 대응 방안으로 언급, 이재명 정부에서도 올해 핵심 입법 과제로 설정하고 법안 심의 추진중
- 국회 계류중인 법안들은 크게 ①적용지분율 25% vs 30%, ②의무매수물량 잔여주식 50%+1주 vs 100% 두 영역에서 의견차
  더불어민주당 측 발의안은 최대주주 여부와 무관하게 25% 이상 지분 취득시 잔여주식 전량(100%) 의무 인수 규정으로, 기존 정부안 대비 강력한 내용
- 주요 쟁점은 계열사간 거래, 기업 구조조정 관련 M&A 등 의무공개매수 적용 제외 거래 유형의 범위 설정, 매수자금 사전예치 등 제도 실효성 담보 방안, 의무공개매수 대상이자 기업결합신고 대상이 되는 경우 시점 유예 방안 등

의무공개매수제도 쟁점사항 비교



자사주 취득 사유별 비중 (2019년 이후 누적)

국가	매수요건	매수대상	매수가격
EU	일정비율(회원국 결정사항) 이상 취득 * (독·프) 30%, (이) 25%	잔여주주가 보유한 주식 전체	경영권 프리미엄 포함
영국	30% 이상 취득	잔여주주가 보유한 주식 전체	경영권 프리미엄 포함
독일	30% 이상 취득	잔여주주가 보유한 주식 전체	경영권 프리미엄 포함
일본	① 1/3 초과 취득	해당 주식을 공개매수 방식으로 취득	경영권 프리미엄 포함
	② 2/3 초과 취득	잔여주주가 보유한 주식 전체	
한국 舊 증권거래법	25% 이상 취득	해당 주식을 공개매수 방식으로 취득 (최소 50%+1주 이상)	경영권 프리미엄 포함
미국	제도 미도입. 그러나, 이사회의 적극적 역할과 발달된 민사소송제도 등을 통해 일반주주 이익 보호		

자료: Google, 금융위원회, 언론종합, LS증권 리서치센터

경영권 방어 수단 논의

● 3차 상법 개정에 의한 기업 경영권 방어 수단 제약에 따른 대안 마련 요구, 다만 여당 측은 도입 논의에 소극적

- 지난해 상법개정안 논의 초반부터 국민의힘과 재계를 중심으로 거론되어 왔던 경영권 방어 수단 마련 요구
  특히, 경영권 방어 수단으로 자사주를 활용하던 것이 올해 3차 개정 상법에 의해 제한됨에 따라 대안 법안 마련 요구 확대
- 경영권 방어 수단으로 포이즌필, 차등의결권 등 제도의 국내 도입이 요구되고 있음. 그러나 더불어민주당 측은 의무공개매수제도를 대안 방어수단으로 제시하면서 포이즌필 도입에 소극적 입장 유지, 단시일내 도입 가능성은 불투명
- 포이즌필의 경우 '09년 당시 자사주로 방어하면 된다며 도입 무산, 반대논거가 소멸한 상태이기에 도입 재논의 가능성 존재

국민의힘 측이 발의한 상법 일부개정안 주요 내용

구분		내용
제안배경		◎ **현행 상법개정안은 경영권 공격수단에 비해 방어수단 현저히 부족** ◎ 외국계 투기자본의 경영권 위협으로 기술유출 우려, 방어비용 증가 등 사회적·경제적 손실 초래 ◎ 최근 상법 개정으로 3%룰, 이사의 충실의무 등 경영권 약화 요소 확대 ◎ 경영판단 원칙을 법률에 명시하여 이사 경영활동 보호, 궁극적으로 회사와 주주 이익 보호
개정안 발의 내용	신주인수선택권 도입 (포이즌필)	▶ **주주나 제3자가 일정 기간 내 정해진 가격으로 신주 청구 가능(신주 발행에 갈음하여 자사주 교부 가능)** ▶ 의사회 결의로 부여 제한 및 주총 특별결의를 통해서만 부여하도록 할 수 있음 ▶ 불공정한 부여에 대한 주주 유지청구권도 신설
	차등의결권 및 거부권 주식 도입	▶ **종류주식에 의결권 수, 거부권 여부 등 다양한 권리 부여 가능으로 명시화** ▶ 기존 "1주 1의결권" 원칙 예외 명확
	상법개정안 보완 사항 (이사 경영판단 원칙 명문화)	▶ **'이사가 충분한 정보와 상당한 주의로 회사·주주 이익을 위한 결정을 했으면, 그 결정으로 손해가 발생해도 의무 위반으로 보지 않는다'는 내용 명문화** ▶ 이사의 경영판단 원칙을 법률에 명시하여 이사의 경영판단 책임 부담 경감 ▶ 이사 충실의무 확대에 따른 책임회피 방지 및 적극적 경영 유도

자료: 국회 의안정보시스템, LS증권 리서치센터

경영권 방어 수단 논의

국내 경영권 방어수단: 우호지분 확보 + 자사주 활용이 사실상 유일한 수단

- 국내 기업의 실질적인 경영권 방어수단은 우호지분 확보 + 자사주를 활용하는 방법이 유일. 다만, 상법개정 통과로 이마저도 제약
- 기타방안(초다수의결제, 황금낙하산 등)의 경우 근본 해결책이 아닌데다 정관변경 필요 (상법개정 통과로 난항 예상)

국내 기업의 경영권 방어 수단

구분	정의	효과	한계	상법개정 영향
①우호지분 확보	- 특수관계인 또는 전략적 제휴 기업에 지분을 분산해 적대세력 영향력 약화 - 제3자 유상증자, 주식연계증권, 지분 매입 등으로 실시	- 실질적 의결권 우위 확보 - 적대세력의 공개매수 차단	- 우호세력 지분 매각 시 경영권 위협 - 우호세력 지분 클 경우 경영권 희석 - 자산유동화 부담	- 자사주를 활용한 경영권 방어 제한 (자사주 의무 소각 및 특정인 대상 처분 금지) - 질권 설정 및 교환사채 활용 등을 광범위하게 제한 (자사주의 법적 성격을 '권리 없는 자기주식'으로 제한)
②자사주 활용	- 자사주 취득 후 필요시 우호세력에 매각(처분)하여 경영권 방어	- 취득한 자사주는 의결권이 없지만, 우호세력에 매도하여 부활한 의결권을 통해 경영권 방어 가능	- 대량 자사주 매입에 따른 재무 부담 - 남용 시 배임 논란 소지 - 주주가치 훼손 및 오버행 우려 노출	
③초다수결의제	- 상법상 특별결의요건(출석 주주의 2/3 및 발행주식총수의 1/3 이상 찬성)보다 더 높은 요건을 정관 규정 (80~90%)	- 주요 안건(이사 해임, 정관 변경 등)에 대해 적대세력의 단독 가결 차단	- 정관 변경에 대한 주주 반대 과제 - 주주제안권 침해 및 지배구조 투명성 위배	- 일반주주 참여 확대에 의한 정관변경 실현 가능성 감소
④황금낙하산	- 경영진이 적대적 M&A 등으로 임기 중 해임될 경우를 대비해 고액의 퇴직보상금을 지급하는 조항 - 정관 변경을 통해 보상 조항 삽입	- 적대적 인수자의 인수 비용 증가 - 경영권 잃어도 막대한 보상 확보 가능	- 경영권 방어의 근본 해결책이 아님 - 주주총회 의결사항(통과 난항 가능성)	
⑤시차임기제	- 매년 전체 이사 중 일부만 선임하여 이사들의 임기 만료 시점을 분산, 일괄 교체 방지	- 적대세력 이사회 진입 시도에 일괄 노출 위험을 경감 - 이사 2인 이상 선임시 적용되는 집중투표제 무력화 수단으로 활용 가능	- 경영권 방어의 근본 해결책이 아님	- 집중투표제 시행 의무화(자산 2조원 이상)에 따라 이사 임기 및 인원 조정 기업 증가

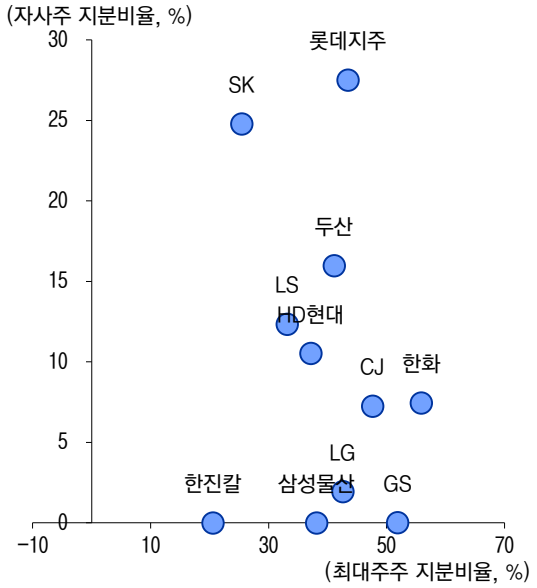
자료: 언론종합, LS증권 리서치센터

재계의 대응 양상

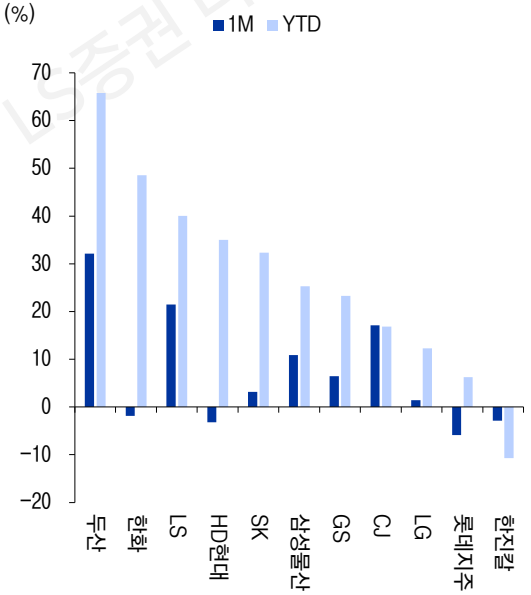
● 상법개정 후 기대감을 받는 지주사 주가, 지배구조 유지와 자사주 소각 사이 균형점 찾기

- 상법개정 이후에 재계(대주주)는 현재까지의 오너 중심의 의사결정 구조 및 자사주를 활용한 지배구조 유지에 변화가 필요해진 상황
- 개별그룹 지분 상황별 적합한 대응방안 모색. 한편 구조개편이 진행되는 과정에서 및 3차 상법개정 전후로 지주사의 자사주 소각 등 지주사 주가는 큰 폭으로 상승
- 이미 자사주 소각 내지 처분을 완료한 그룹이 있는 한편, 높은 자사주 지분율을 보유한 기업도 존재. 추후 자사주 보유처분계획 내지 소각 여부에 귀추 주목

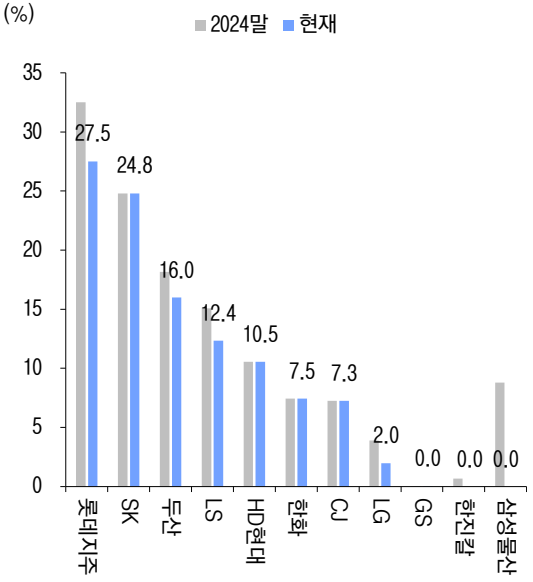
주요지주사 최대주주·자사주 지분비율(4/9 기준)



주요 지주사 주가수익률(4/9 기준)



'24말 대비 지주사 자사주 지분율 변화



자료: Quantiwise, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

Part II

밸류업: 일본 정책에서 찾는 시사점

일본과 닮은 금융위 개선정책 방향성

- 금융위 자본시장 체질개선 과제 vs 일본 자본시장 정책
- 경영권 방어 수단: 일본 내 포이즌필 도입 적용 사례 분석
- 지속가능성 정보 공시 로드맵, 주목할 만한 변화 영역 찾기

Part Ⅱ

밸류업: 일본 정책에서 찾는 시사점

금융위 자본시장 체질개선 방안
vs 일본 자본시장 정책 비교

한국의 자본시장 선진화, 일본과 비교하면

- 일본은 정부와 거래소, 기업 간 합의 기반 장기 프로젝트라는 점이 특징적
- 한국은 비교적 최근 정부와 거래소 주도로 제도 개정이 본격화되며 빠른 정책 드라이브를 걸고 있다는 점이 특징적. 정책 일관성·지속성은 과제

한국vs일본 자본시장 선진화 정책 비교

항목	한국	일본
정책 시작 시기	비교적 최근 본격화 (2024년 기업 밸류업 프로그램)	아베노믹스(2013년~) 10년 이상 가치 제고 노력
순서	**정부 및 거래소 주도**, 기업 행동 후속	정부·시장·거래소의 장기프로젝트 동시 추진
속도	**빠른** 정책 전개 단기간 집중 입법·가이드라인 도입	점진적 변화 지속 합의·공조
일관성	**빠른** 변화, 정책 지속성 과제	**일관된 정책** 방향, 장기적 실행·보완
실행력	**조기 강한 드라이브**, 기업의 이행력은 과제	시장·기업의 **합의** 기반 실행력↑
정책 방향	주주가치 제고+시장 공정성+세제개편	기업가치 제고+정책 장기성+**시장 합의**+감세
기업 지배구조 개선	- 도입: 2018년 스튜어드십 코드 - 2024 기업 밸류업 프로그램, 2025 상법 개정 등 - 효과: 빠른 정책 추진에 따른 증시 상승	- 도입: 2014년 지배구조·스튜어드십코드 - 2023년부터 저PBR 기업 개선 요구 - 효과: 외국인 투자자 비중 증가, 증시 상승
주주환원 정책	- 자사주 소각 의무화 - 배당소득 분리과세 - 효과: 개인투자자 유입 증가	- 자사주 소각·배당 확대 유도 - NISA 소액투자 비과세 - 효과: 개인투자자 유입 증가
시장 구조 개편	- 상장폐지 기준 강화 추진, 중복상장 규제 강화 - 코스닥 시장 개편 논의 - 효과: 정책 논의 단계	- 시장 재편: 프라임·스탠다드·그로스 3단계 - 상장 유지 기준 대폭 강화 - 효과: 시장 질적 개선

자료: LS증권 리서치센터

일본의 '세 번째 화살': 구조개혁을 통한 민간자본투자 확대

● 일본 경제의 장기적 체질 개선 목적의 성장 전략(구조 개혁)

- 앞선 두 화살(통화정책 완화 및 재정 부양)이 만든 불씨를 실제 경제 성장으로 잇기 위한 핵심 역할로 평가되는 '세번째 화살'
- 주력 정책 영역은 거버넌스 개혁에 있으며, 이를 위해 스튜어드십 코드 및 거버넌스 코드 도입과 개정 과정을 장기간 지속해왔으며, 기업의 자발적인 기업가치 제고를 유도하기 위한 정책 방향성을 장기간 유지
- 국내 역시 기업가치제고계획 공시(밸류업 공시) 체계를 도입하며 증시 활성화 정책 시행. 다만 중장기 경영계획을 통한 투자자와의 소통 면에서 개선이 필요하다는 의견
- 자본시장연구원은 일본의 밸류업 공시 체제에서 나타나는 것처럼 기업 무형자산 투자나 지속가능성 공시 정책, 중장기 가치창출 스토리 파악을 원활히 하는 양질의 공시 지원 정책이 필요하다고 언급

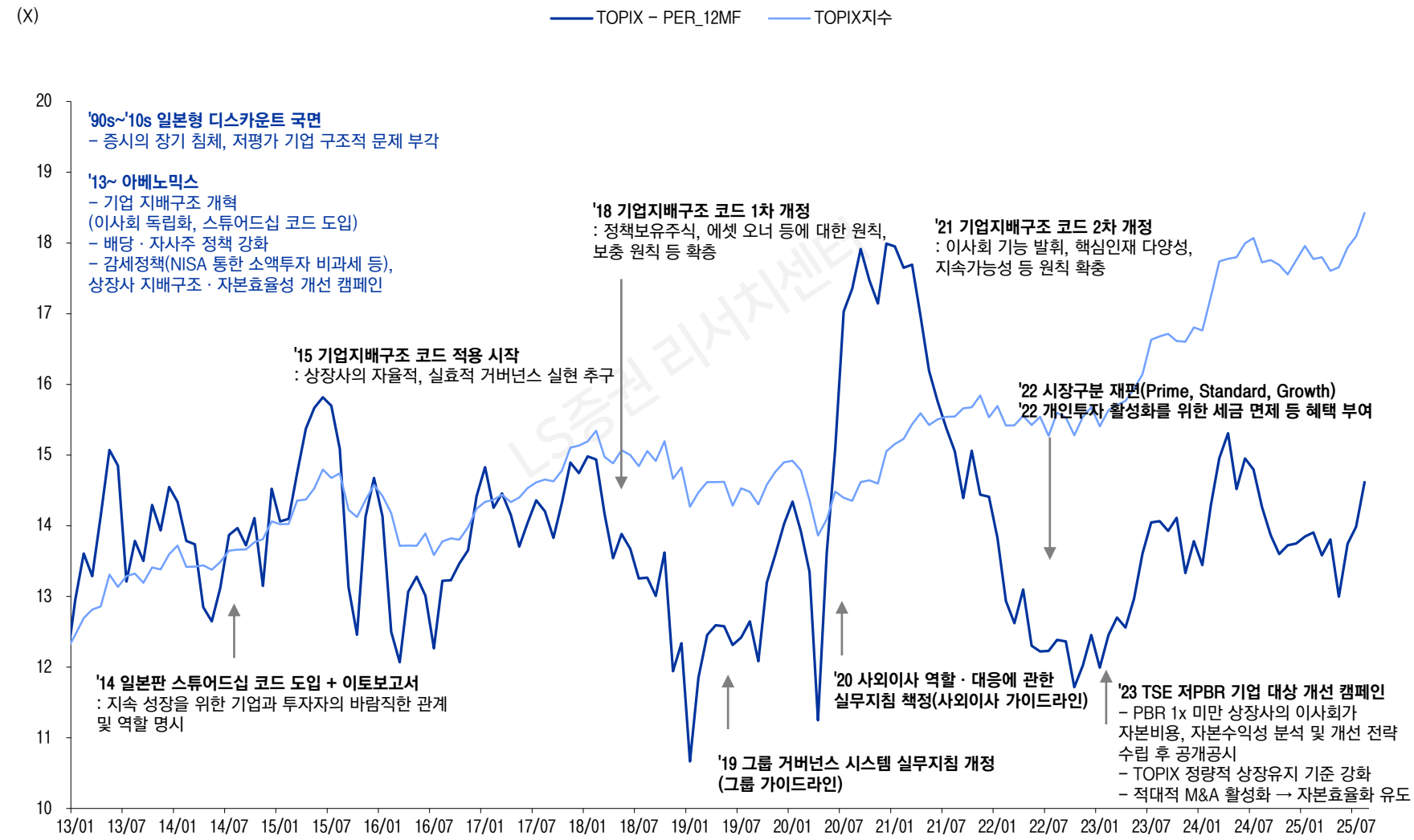
한국 정책이 벤치마킹한 일본 자본시장 개혁의 특징

일본 정부의 제도 개혁
(엔저, 세제 개선, 금융규제 개선 등)

중장기 시계	거버넌스 개혁	기업체질 변화
중장기 관점의 기업가치 제고 노력	대주주, 일반주주의 이익 일치	자발적인 기업가치 제고 노력
• 아베노믹스 ('13~) • 거버넌스 개혁 ('14~) • 가칭 PBR 개혁 ('23~)	• 스튜어드십 코드 도입 • 거버넌스 코드 도입 • 상장기업 지배구조 강화	• 'ROE/자본효율성' 경영 • 주주환원 확대 • 기업가치 제고 자율공시

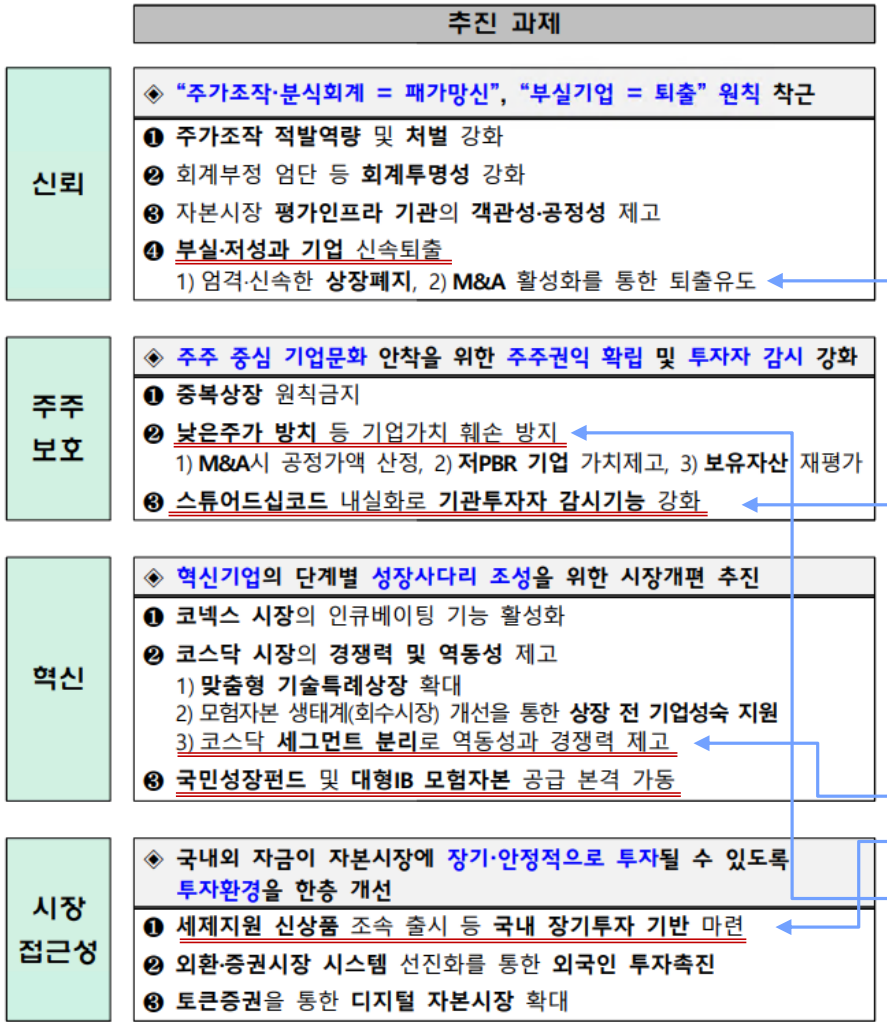
자료: 자본시장연구원, LS증권 리서치센터

일본의 '세 번째 화살': 구조개혁을 통한 민간자본투자 확대



자료: LSEG, LS증권 리서치센터

3.18 금융위 자본시장 체질개선 방안, 일본 정책과 많이 닮아있다



장기에 걸친 일본 지배구조 개편과 기업 가치 제고 노력

시기	내용	이행주체
'14.02	일본판 스튜어드십 코드	금융청
'14.08	이토보고서: 「지속성장을 위한 경쟁력과 인센티브 – 기업과 투자자의 바람직한 관계 구축」 프로젝트	경제산업성
'15.06	기업지배구조 코드 적용 시작: 상장사의 자율적이고 실효적 거버넌스 실현을 추구	도쿄증권거래소
'17.03	기업지배구조 시스템에 대한 실무지침(CGS가이드라인) 책정	경제산업성
'18.04	가치협창가이던스 해설자료 발표	경제산업성
'18.06	기업지배구조 코드 1차 개정: 정책보유주식, 에셋 오너 등에 대한 원칙, 보충 원칙을 확충	도쿄증권거래소
'19.06	그룹 거버넌스 시스템에 관한 실무지침(그룹가이드라인) 개정	경제산업성
'20.07	사외이사의 역할·대응에 관한 실무지침(사외이사가이드라인) 책정	경제산업성
'21.04	기업지배구조 코드 2차 개정: 이사회 기능 발휘, 핵심인재 다양성, 지속가능성 등 원칙 확충	도쿄증권거래소
'22.04	시장구분 재편(Prime, Standard, Growth)	도쿄증권거래소
'22.11	개인 투자 활성화를 위한 세금 면제 등 혜택 부여	내각
'23.03	저평가(PBR 1 미만) 기업 대상 개선 계획 공시 캠페인 실시	도쿄증권거래소
'23.04	기업지배구조 개선 지원 관련 의견서 발표	금융청
'23.08	적대적 M&A 활성화를 통한 자본 효율화 유도	경제산업성

자료: 금융위원회, LS증권 리서치센터

저PBR 기업 개선 정책: '네이밍 앤 셰이밍'

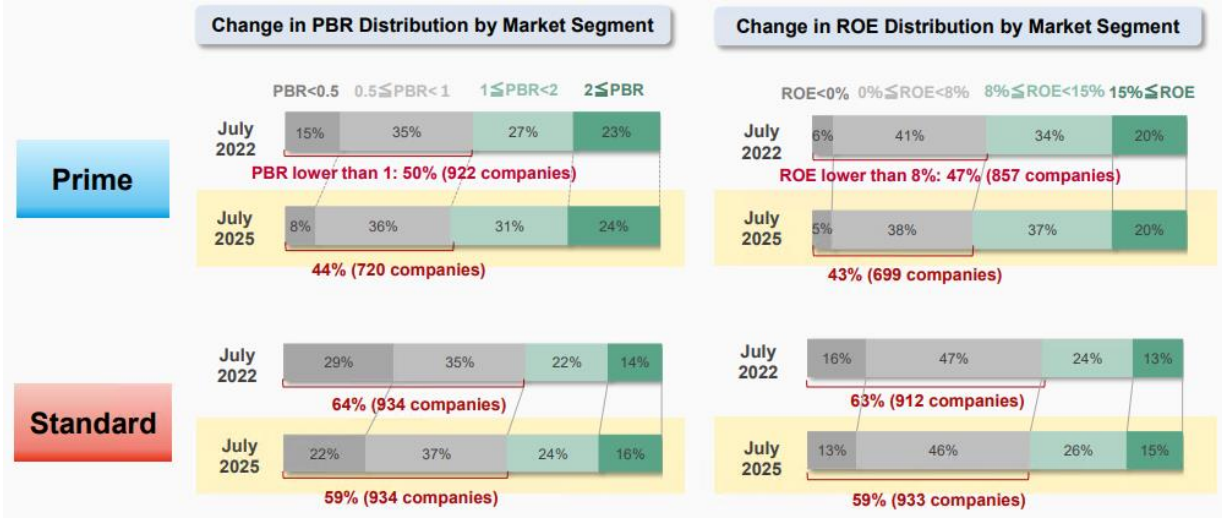
● 일본보다 조금 더 나아간 저PBR 기업 개선 정책

- 금융위는 2개 반기 연속 동일업종 내 PBR 하위 20% 기업 리스트를 KRX 밸류업 홈페이지에 공표 + 종목명에 저PBR 별도 표기(낙인찍기) 등 주가 개선 유도 방침
- 2023년 일본 TSE가 시행한 저PBR 가치 제고 캠페인과 유사한 형태이긴 하나, 업종별 PBR 레벨을 고려했다는 점과, 종목명 앞에 태그 표기 등은 차별적 포인트
- 금융위는 정책 시행을 위한 거래소 시스템 개편 및 내부지침 마련을 7월까지 마무리할 방침
- 지난 3년간 캠페인을 시행한 일본 내 저PBR 기업 비중 감소 및 ROE 개선 효과를 비추어본다면, 일본보다 더 나아간 형태의 국내 정책의 기업가치 제고 효과 역시 기대해볼 수 있음

한국, 일본의 저PBR 기업 가치제고 정책 비교

구분	한국 (2026.3 금융위 방안)	일본 (2023.3 TSE 캠페인)
추진 주체	금융위·거래소	TSE·FSA (거래소·금융청 요청)
대상 기준	2개 반기(4·10월 집계) 연속으로 동일업종 내 PBR 하위 20% (안)	PBR<1배 (전체 공통)
법적 강도	리스트·태그 + 공시 압박	Soft Law (공시 압박)
주요 조치	- 리스트 공개·종목명 앞에 '저PBR' 태그 표기 - 기업가치 제고 계획 공시 수행시 일정기간 공표·태그 면제	- 자본비용 분석 및 개선 계획 공시 - 공시 계획에 따라 경영 실행 및 연 1회 이상 진척사항 공시
페널티	"Naming & Shaming"	시장 압박 + IR 대화

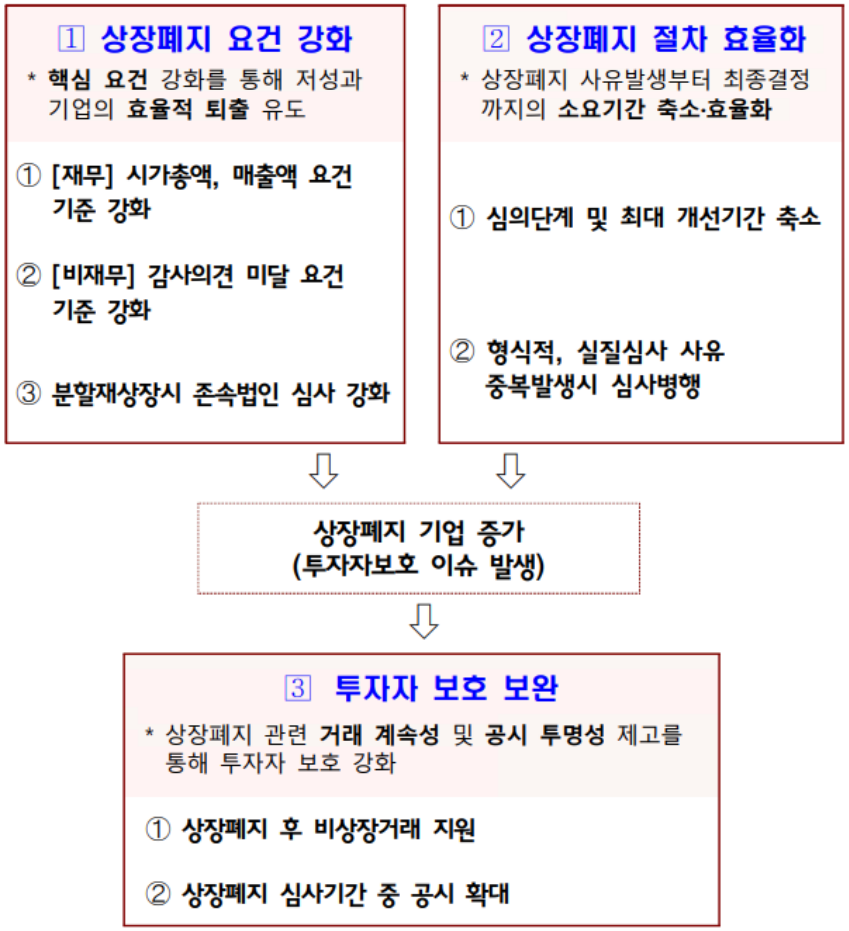
일본의 저PBR기업 가치제고 캠페인 시행 3년차 성과 (2022vs2025)



자료: 금융위원회, TSE, JPX, LS증권 리서치센터

상장폐지 제도 강화

● 금융위원회는 자본시장 효율화의 일환으로 '25.1월 IPO 및 상장폐지 제도 개선 방안을 발표



자료: 금융위원회, 법무법인 세종, LS증권 리서치센터

올해 금융위는 상장폐지 요건을 더욱 강화할 방침

구분	현행	강화 (예정)
시가총액 요건 조기 상향조정	'26년~'28년 각 1월마다 단계적으로 상향 조정	'27년 1월, '28년 1월 예정된 상향 일정을 **'26년 7월, '27년 1월로 앞당겨 실행**
동전주 요건 신설	-	**주가 1,000원 미만 동전주** 상폐
완전자본잠식 요건 강화	사업연도말 완전자본잠식 → 즉시 상장폐지	**반기 기준 완전자본잠식도 포함** 이 경우 실질심사를 거쳐 상장폐지 결정
공시위반 요건 강화	1년간 누계벌점 15점	1년간 누계벌점 **10점** **중대·고의적 위반**시 곧바로 상폐

시총 요건별 상향조정 일정 조정

구분	기존 일정 ('25.07 상장규정 개정)		변경 일정 (상장규정 개정 예정)	
	코스피	코스닥	코스피	코스닥
~'25.12.31	50억원	40억원	50억원	40억원
(現) '26.1.1 ~	200억원	150억원	200억원	150억원
'26.7.1 ~			300억원	200억원
'27.1.1이후	300억원	200억원	500억원	300억원
'28.1.1이후	500억원	300억원	-	-

퇴출 기준 강화 및 절차 효율화

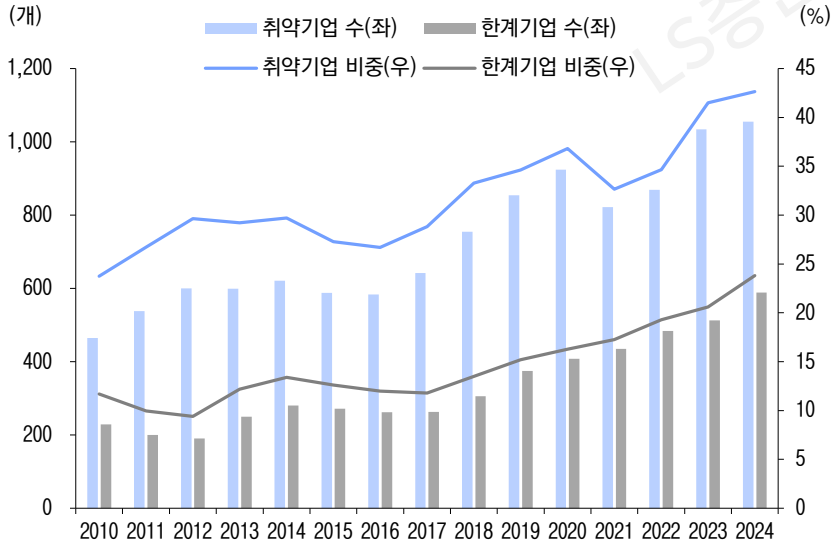
● **투자자 환금성 개선 및 시장 신뢰 제고 가능. 다만, 보완적 정책도 필요**

- 지난해에 이어 올해도 상장규정 시행세칙 개정을 통한 심의절차 추가 단축
- 코스닥 동전주 상장폐지 요건 또한 올해 7월부터 시행 예정으로 기업 액면병합, 무상감자 등 조치 이어지는 중
- 상장폐지 관련 요건 강화 및 절차 효율성 개선에 따라 거래정지 장기화 완화, 시장의 가격발견 기능 정상화, 투자자의 환금성 개선 기대
- 다만, 시클리컬 산업의 특성까지 포괄적으로 고려할 수 있는 기준의 도입, 상장폐지 과정에서 기업의 충실한 정보 공시 및 투자자 보호 체계, 시장 퇴출 이후 시장충격 완화를 위한 K-OTC 장외거래시장 활성화 등 보완정책 과제

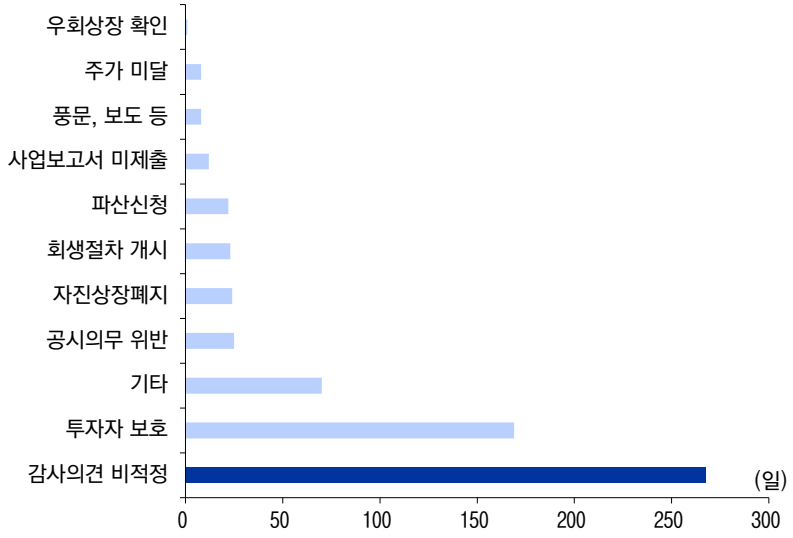
상장 실질심사 개선 기간이 반년 더 축소된다

구분	심의 단계	개선 기간
기존 제도	3심	최대 2년 (1심 최대 1년, 2심 최대 1년)
1차 단축 ('25.2 상장규정 시행세칙 개정)	2심	최대 1.5년 (1심 최대 1년, 2심 최대 1년)
2차 단축 (상장규정 시행세칙 개정 예정)	2심 (유지)	최대 1년 (1심 최대 1년, 2심 최대 0.5년)

국내 취약기업 및 한계기업 추이



거래정지 사유별 평균 거래정지 일수

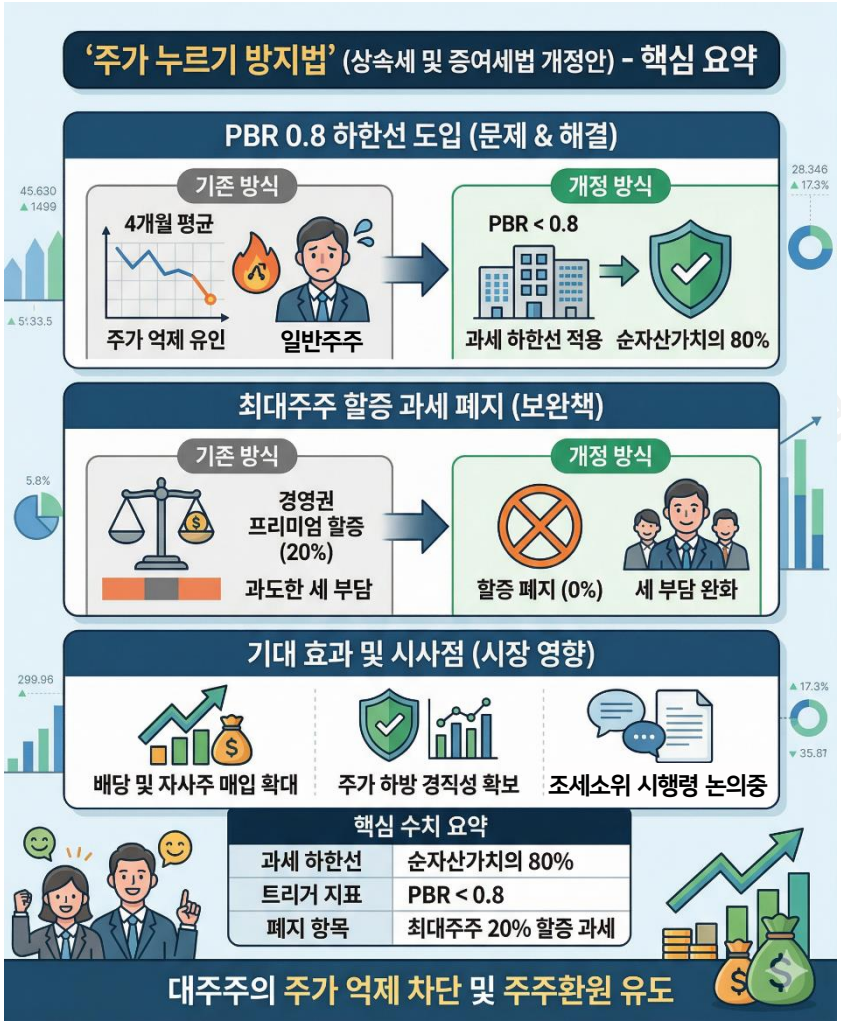


주1: 취약기업은 이자보상배율 1 미만 기업, 한계기업은 3년 연속 이자보상배율 1 미만 기업을 의미
주2: 2010년 1월~2024년 6월말까지 집계. 거래정지 사유는 복수 사유에 의한 거래정지 기업은 표본에서 제외하였으며, 거래정지 당일 원인 사유 해소한 경우도 산출 대상에서 제외함
자료: Quantiwise, 자본시장연구원, 법무법인 세종, LS증권 리서치센터

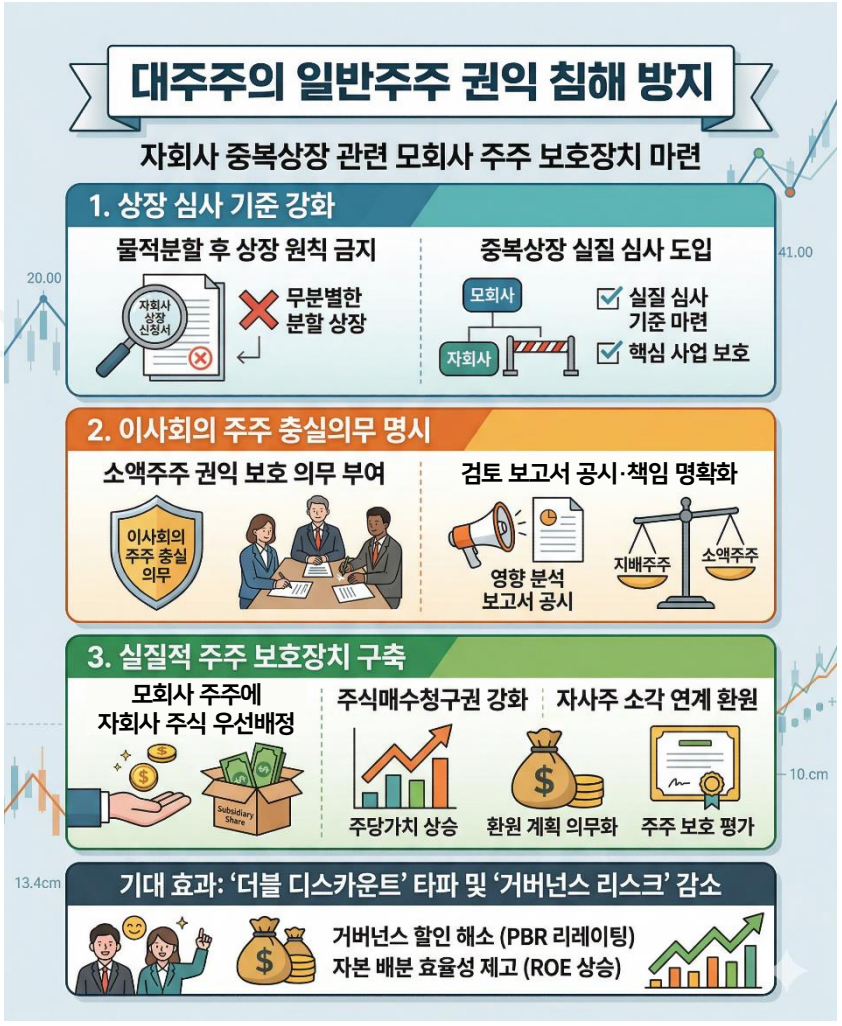
LS증권 리서치센터

대주주의 일반주주 권익 침해 방지 방안들

주가누르기 방지법 (상속증여세법 개정안)



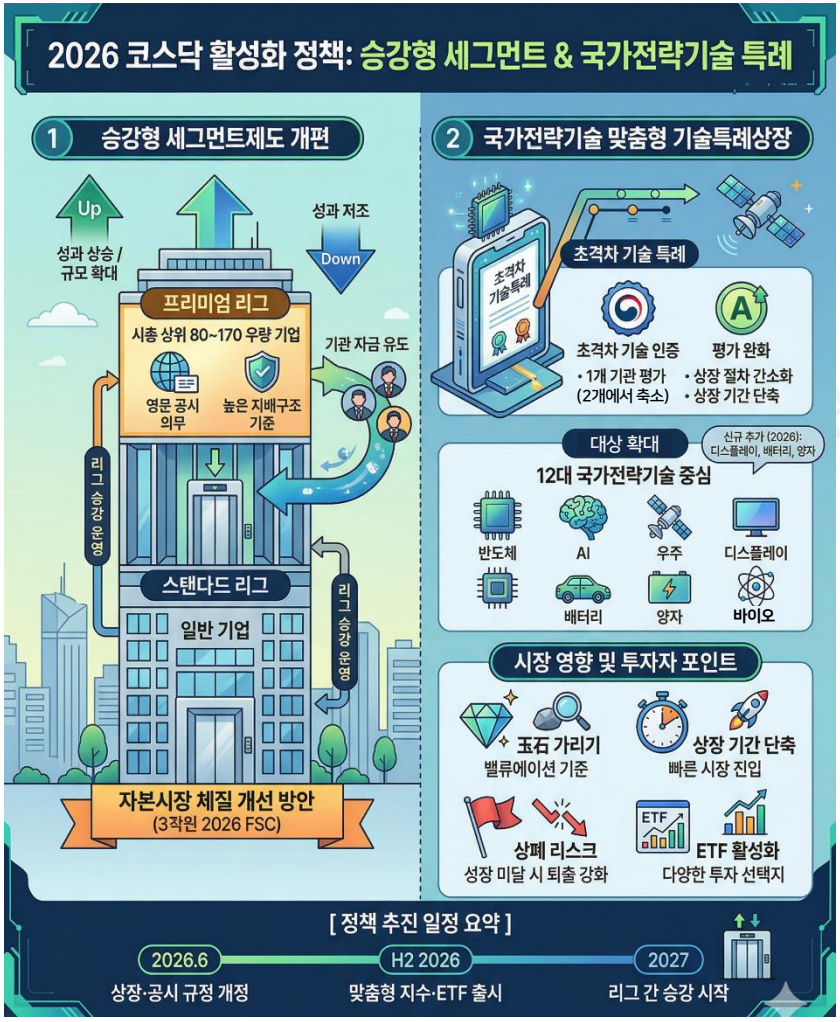
자회사 중복상장 관련, 모회사로부터 일반주주 보호장치 마련 방안



자료: Google, 금융위원회, LS증권 리서치센터

코스닥 활성화·장기투자 제고 방안

코스닥 승강제 운영 + 국가전략기술 맞춤형 기술특례상장 도입



자료: Google, 금융위원회, LS증권 리서치센터

장기 투자 유인 확대 관련 상품 출시 계획

구분	상품	출시일정	주요 내용
해외투자 국내환류	국내시장 복귀계좌(RIA)	'26.3월	RIA를 통해 해외주식 매도 후 국내주식 등 투자시 인센티브 부여
	개인투자자용 선물환	'26.3월	개인투자자들이 활용 가능한 환위험 관리수단 (선물환 매도)
국내투자 확대	단일종목 ETF	'26.2분기	국내외 비대칭 규제 해소를 위한 국내외 우량주 ±2배 ETF 등
	기업성장펀드 (BDC)	'26.2분기	성장가능성 높은 벤처·혁신기업 등에 투자하는 상장 공모펀드
	국민참여형 국민성장펀드	'26.2분기	첨단전략산업에 투자하는 국민성장펀드의 성과 공유
	국민성장ISA ·청년형ISA	'26 하반기 방안 발표 예정	

Part Ⅱ 밸류업: 일본 정책에서 찾는 시사점

일본 내 경영권 방어 수단
포이즌필 도입 사례 분석

일본 사전경고형 포이즌필

● **기존의 미국식 신주인수청구권(포이즌필)과 다소 다른 형태의 일본식 사전경고형 포이즌필도 참고할 만하다**

- 미국과 일본의 포이즌필 정책은 경영권 방어라는 목적은 같으나, 도입 권한 및 법적 정당성 면에서의 차이를 보임. 미국은 이사회 결의만으로 즉시 채택이 가능해 이사회 재량이 크고 법원은 사후 통제 구조. 반면, 일본은 주주평등원칙 하 주주총회 결의를 거치거나 사후 주주 의사 확인 절차를 강조
- 미국식 포이즌필은 한국의 상법 및 배임 규범과 결합시 그대로 들여오기에 이사회 자기 보호로 비쳐질 논란의 여지가 있기에, 일본의 사전경고형 포이즌필이 보다 적절
- 일본식 METI M&A 가이드라인 및 사전경고형 포이즌필은 '주총 승인+독립위원회+남용적 인수자 한정+필요 및 비례성 평가'를 만족시 인정되는 형태. 최근 일본 내에서 기관투자자 반대와 ESG 강화 기조 영향 '상시도입' 보다는 '긴급도입형' 중심으로 구성

미국형 vs 일본형 포이즌필 비교

미국식 포이즌필 (전형적 shareholder rights plan)		일본 사전경고형 포이즌필 (METI 가이드라인)
판례법, 델라웨어 주법	법적 기반	METI 가이드라인, 주주총회 결의
이사회 단독	도입 주체	이사회 결정 후 주주총회 승인 선호
사전 정의된 지분 확보 (예: 15% 이상)	발동 트리거	적대적 인수 시도 전 사전 경고 및 설명 후 발동
이사회 신의성실 의무 심사, 사후소송	절차적 장치	사전 공고, 협상 기간 보장, 독립위원회 권고
Unocal 심사, 사업적 판단 원칙	남용/비례성 통제	가이드라인 준수, 법원 심사 강화
주주 권리 침해 vs. 경영진 방어 수단	주주중심성/지배구조 인식	경영권 방어 vs. 투명성 제고 및 주주 이익 보호
비판적 시각에도 불구하고 널리 사용	시장/투자자 수용도	가이드라인 도입으로 점진적 수용 및 투명성 향상

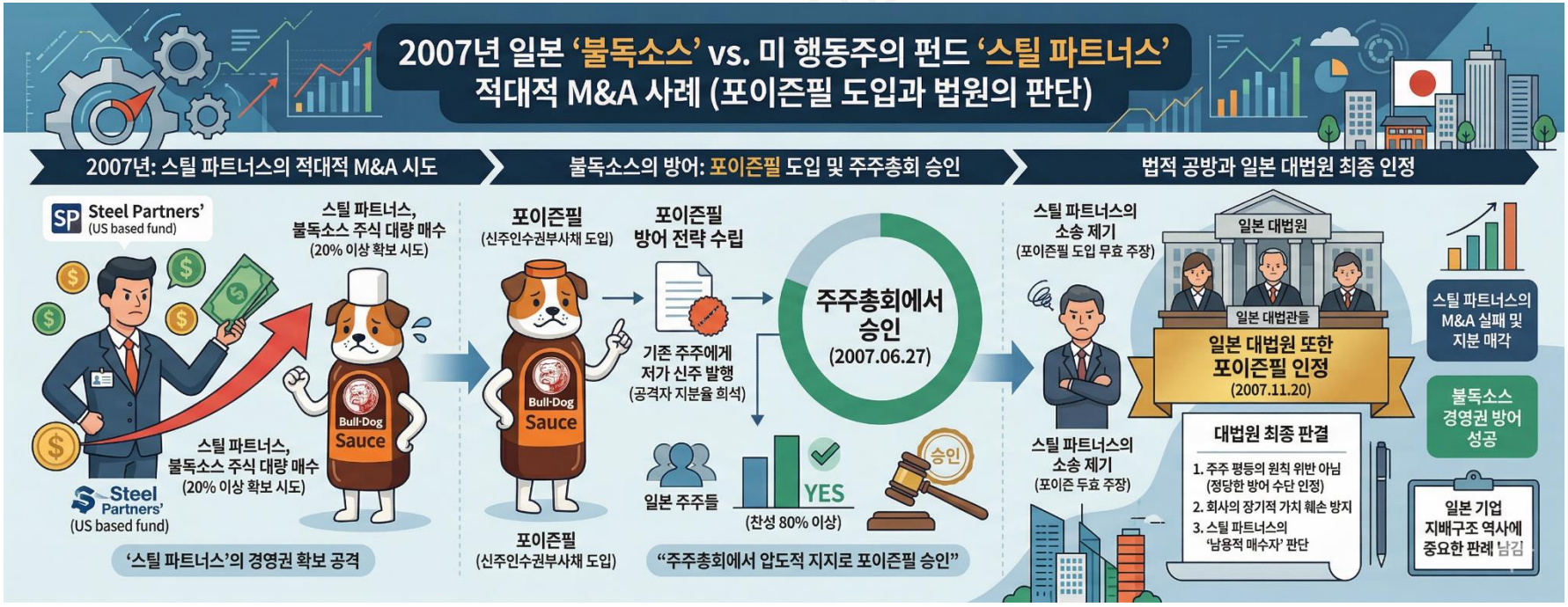
자료: Google, LS증권 리서치센터

일본 사례 ① 불독소스 VS 스틸 파트너스 (2007)

● 일본 내 적대적 M&A에 대한 포이즌필 첫 인정 사례

- 미국계 스틸 파트너스가 불독소스 지분 매입을 통해 적대적 공개매수(Tender Offer) 시도
- 불독소스는 주주총회를 통해 스틸 파트너스에게는 신주인수권을 주지 않고, 다른 주주에만 저렴하게 신주를 발행하며 스틸 파트너스의 지분율을 희석하는 방식의 방어
- 일본 대법원은 해당 조치가 주주평등 원칙을 위반하지 않는다고 판정, 불독소스의 손을 들어주며 적대적 M&A 방어에 성공
  주총의 승인이 있었고, 특정 남용적 인수자에 한정된 방어 수단이라는 구조를 잡은 부분이 법원에서 정당성을 인정

일본의 적대적 M&A 방어 사례 ① 불독소스



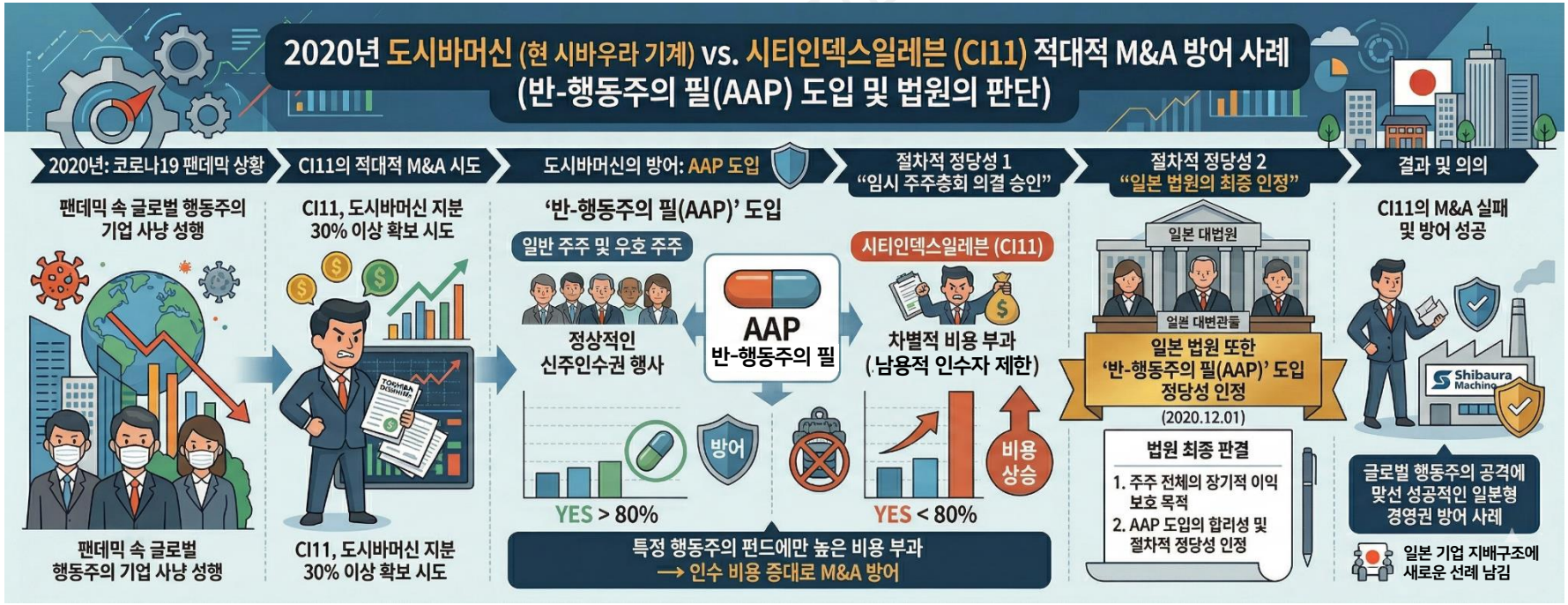
자료: Google, LS증권 리서치센터

일본 사례 ② 도시바머신 VS CI11 (2020)

● **특정 대상형, 反행동주의(Anti-activist) 필 사례에 해당**

- 기존 사전경고형 포이즌필이 일본 내 거버넌스 코드 개정 등에 따라 기업 내 행동주의 기관투자자 지분율이 증가하면서, 상시 도입을 위한 주총 승인을 얻기 어려워짐
- 일본 행동주의펀드 시티인덱스일레븐(CI11)은 도시바 머신에 지분 매입, 적대적 공개매수(Tender Offer) 발표. 이에 회사는 특정대상형 포이즌필을 긴급 도입, CI11을 제외한 나머지 주주들에 신주인수권을 무상으로 배정해 CI11 지분을 강제 희석시키는 구조를 설계
- 이러한 포이즌필 절차가 임시주총에서 62%의 찬성표를 획득해 의결됨에 따라 합법성이 확보되었고, 일본 법원 역시 해당 특정대상형 포이즌필이 주주 가치를 지키기 위한 합법적 대응이라 인정하면서 적대적 M&A 방어 성공

일본의 적대적 M&A 방어 사례 ② 도시바머신



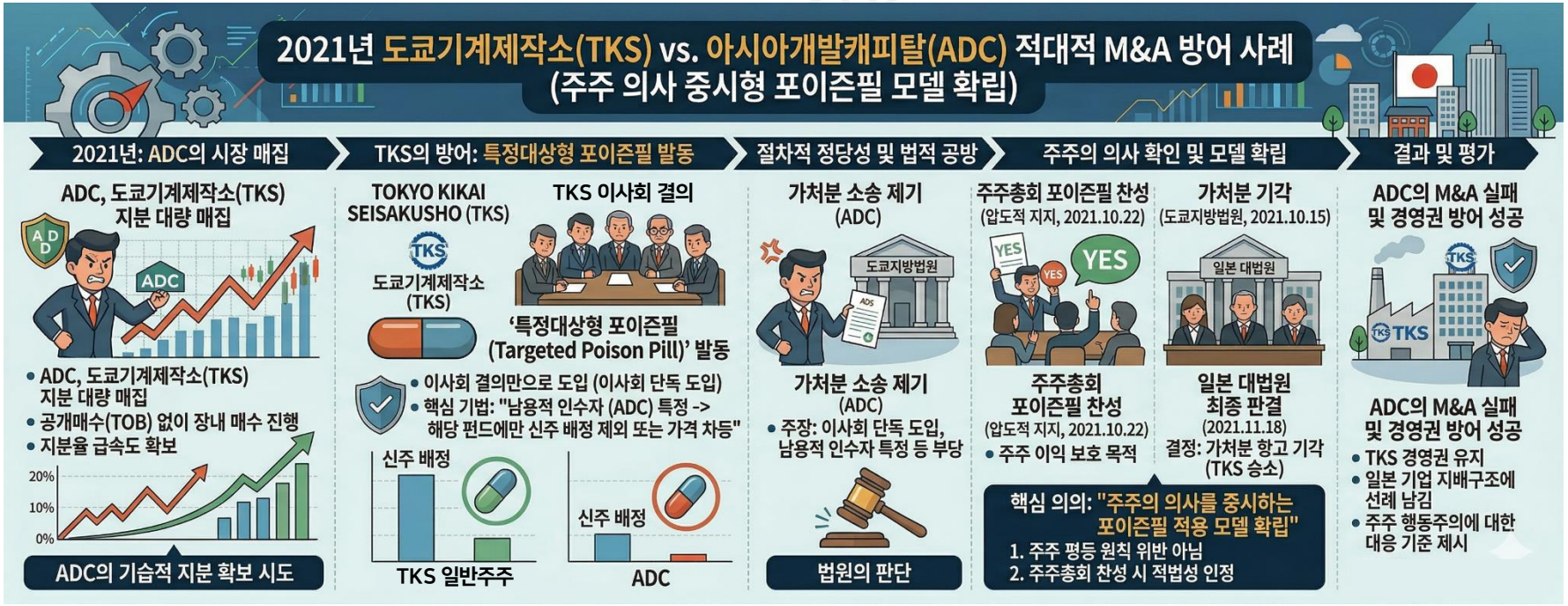
자료: Google, LS증권 리서치센터

일본 사례 ③ 도쿄기계제작소(TKS) VS ADC (2021)

● **이사회 결의만으로 특정 대상형 포이즌필 도입 및 발동 사례**

- 사모펀드 아시아개발캐피탈(ADC)이 도쿄기계제작소 지분을 공개매수(Tender Offer) 없이 시장에서 대량 매집하며 적대적 M&A 시도. TKS는 이사회 결의만으로 특정 대상형 포이즌필을 도입 및 발동해 ADC 외 주주들에 신주인수선택권 발행, ADC 지분율을 희석
- ADC는 이사회 단독 도입의 정당성 문제, 남용적 인수자 특정 등을 문제로 해당 포이즌필 도입이 부당하다며 신주발행금지 가처분소송을 제기. 다만 일본 법원은 포이즌필 도입이 주주들의 이익을 보호하고 기업 가치를 지키기 위한 정당한 방어조치로 판결, 가처분 기각. 주주총회를 통해 주주들이 포이즌필 도입을 찬성한 경우 적법성이 인정된다는 판결 하, 주총 승인을 득한 후 적대적 M&A 방어에 성공
- 이후 주주의 의사를 중요시하는 포이즌필 적용 모델이 확립

일본의 적대적 M&A 방어 사례 ③ 도쿄기계제작소(Tokyo Kikai Seisakusho)



자료: Google, LS증권 리서치센터

Part Ⅱ 밸류업: 일본 정책에서 찾는 시사점

지속가능성 정보 공시 로드맵
주목할 만한 변화 영역 찾기

2.25 금융위 ESG 공시 로드맵

● ESG 공시, 2028년부터 자산 30조원 이상 코스피 기업부터 의무화

- 당초 일정보다 늦어진 ESG 공시 로드맵 발표. FY2027년부터 단계적으로 의무화되는 ESG 공시는 자산총액 30조원 이상 코스피 상장사부터 단계적으로 의무화 진행 예정
- 다만 이미 자산 30조원 이상 기업들은 ESG 정보 공시에 사전 대응하고 있음
- 주요 기관투자자들은 지속가능성 정보의 부족이 투자자에 충분한 정보를 제공하지 못하고 있는 점을 문제삼으며, 아직 대응 체계나 정보 공시가 비교적 미흡한 자산 2조원 이상 상장기업까지도 확대해야 한다고 주장

자산규모별 공시기업 수 현황

자산 (연결, FY24)		공시기업 수		전체 상장사 수		비중(%)	
2조원 이상	30조원 이상	173	48	257	58	67%	83%
	10조원~30조원		36		48		75%
	2조원~10조원		89		151		59%
2조원 미만			52		562		9%
총계			225		819		27%

자료: 금융위원회, LS증권 리서치센터

국내 ESG 공시제도 로드맵 초안 (요약)

항목	내용
공시 시기	- 2028년(FY2027)부터 - 시행 첫해는 일정 기준을 충족한 국내외 종속회사(자산 또는 매출액이 연결기준 10% 미만 종속회사)는 연결대상 제외한 공시 허용
공시 대상	- 연결자산총액 30조원 이상인 코스피 상장기업부터 단계적 의무화
Scope3 유예	- 공시대상별 3년간 유예, 원칙적으로 2031년부터 공시 - 중소기업기본법상 소기업&해외탄소규제 업종이 아닌 가치사슬 내 기업은 우선 공시 면제 후 추후 법정공시 전환시 면제범위 재검토
공시 기준	- IFRS 기준 기반 제정(국제적 정합성) - 일부 기준 완화(국내 산업 특수성)
공시 채널	- 거래소 공시 우선 도입, 제도 안착 후 법정 공시 전환
면책	- 예측 및 추정정보 활용 공시에 면책 허용
이행 지원	- Scope3 등 자율공시 기업에 대해서 공시우수법인 선정 가점 등 인센티브 부여 - 세부 가이드라인 제공, 파일럿 테스트 운영, 교육 등 공시이행 지원 - 관계부처 합동 Scope3 관련 산정·추정 인프라 구축

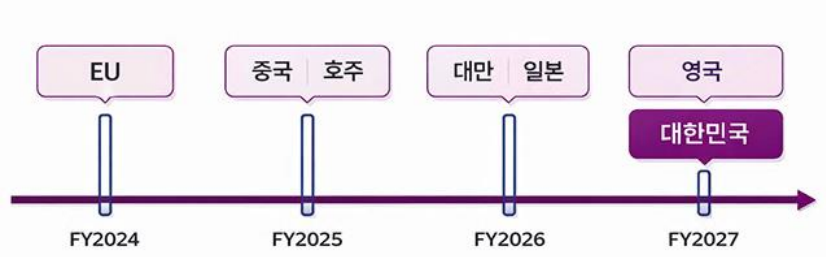
LS증권 리서치센터

주요국 대비 늦은 ESG 공시 의무화 일정

● 주요국 대비 가장 늦은 편인 한국의 ESG 공시 타임라인

- 앞서 EU에서 FY2024(2025년 ESG 공시)부터 지속가능성 정보 공시 의무화를 처음으로 시행한 이후, 주요국들의 정보 공시도 하나둘 의무화 도입을 시작
- 국가별 도입 시점 및 세부 규정상의 차이는 있으나, 초기 일정기간의 유예기간을 부여하더라도 기본적으로 Scope3 탄소배출량 데이터를 공시 대상에 포함하는 기조. 국내 역시 Scope3를 의무화 대상에 포함하나, 3년 유예로 2031년부터 의무화 도입 예정

국가별 ESG 공시 의무화 타임라인



국가별 ESG 공시 의무화 현황 비교

국가	공시기준	공시분야	우선적용 대상	적용 시점	Scope3 포함여부	인증 여부	기타
EU	ESRS	유럽 지속가능성 보고 기준	기존 NFRD 적용 대상 상장사 등 CSRD 1차 적용 기업	FY2024	포함	인증 의무	-
중국	3대거래소 지속가능한 발전 정보 공개 지침	중국 CSRC 정책 방향 기반	상해·선전 주요 지수 편입 대형 상장사	FY2025	포함	인증 권장	국가통합기준(CSDS): FY2026 자발적 공시 시행
호주	AASB S2 기후공시기준	호주회계기준 위원회	호주 상법에 정의된 상장 및 비상장 대기업 (Group1*)	FY2025	포함 (공시 의무 도입 이후 1년 유예 허용)	Scope1·2 한정	-
대만	IFRS S1·S2 정합 지속가능성 공시 기준	대만 FSC 주도	대만증권거래소(TWSE) 및 증권장외시장(TPEx) 상장사 중 납입자본금 100억NTD 이상	FY2026	포함 (공시 의무 도입 이후 3년 유예 허용)	Scope1·2 한정	기후 공시에 한함
일본	SSBJ 지속가능성 공시 기준	일본지속가능성 기준위원회	도쿄증권거래소(TSE) 프라임시장 상장사 중 시가총액 3조엔 이상	FY2026	포함 (도입 후 2년간 재무제표 이후 별도 제출 허용)	인증 의무* (FY2027~)	현행 유가증권보고서 내 지속가능성 공시를 SSBJ의 확정 기준에 맞춰 고도화 및 단계적 의무화 추진
영국	UK SRS	IFRS S1·S2 정합 지속가능성 공시 기준	영국 상장사 대상	FY2027	자발적 공시 (공시 도입 이후 1년간 유예 허용)	정부 차원 감독 체계 도입 예정	SDR 체계 하에 ISSB 기준(UK SDS) 채택 절차 진행중

주1: 호주 대기업 Group1은 다음 중 2가지 이상을 만족 및 국가 온실가스·에너지 보고제도 상 배출기준 초과 기업 ①연결매출액 5억AUD 이상, ②연결총자산 10억AUD 이상, ③직원수 500명 이상
주2: 일본의 경우, 인증 의무가 부여된 첫 2개년도는 인증범위가 Scope 1·2 및 거버넌스, 리스크 관리로 한정
자료: 법무법인 세종, LS증권 리서치센터

기업지배구조보고서 상 중점점검사항 변화

● '24년 거래소 기업지배구조보고서 중점점검사항 변경에 이어, 상법 개정, 전면 의무화에 따른 지표 변화 기대

- 거래소는 2020년 이후 보고서 점검결과 공시오류가 빈번하고 금융당국의 적극 추진 정책, 기업 지배구조보고서 가이드라인 최근 개정사항을 위주로 핵심지표 8개, 세부원칙 7개 등 총 15개 항목의 중점점검사항 항목을 재편
- 상법 개정 영향으로 자산총액 2조원 이상 기업의 집중투표제 도입 등 개정항목 유관 지표들의 준수율이 크게 개선될 여지가 있음. 그러나, 올해 발표될 기업지배보고서가 FY2025를 기준으로 하고 있어 정책 개정 효과가 반영되기 이전 시점인데다, 올해의 경우 코스피 전체 상장사로 의무 대상이 확대되는 시점으로 지표 전반의 하락이 불가피한 상황임은 감안해야 함

'24년 기업지배구조보고서 중점점검사항 (15개 항목)

구분	핵심지표
핵심지표 (8)	현금배당 관련 예측가능성 제공
	최고경영자 승계정책 마련 및 운영
	위험관리 등 내부통제정책 마련 및 운영
	사외이사가 이사회 의장인지 여부
	기업가치 훼손 등 책임이 있는 자의 임원 선임 방지
	이사회 구성원 모두 단일 성(性)이 아님
	독립적인 내부감사부서(내부감사업무 지원조직)의 설치
	내부감사기구가 외부감사인과 분기별 회의 개최
세부원칙 (7)	배당예측가능성 제공 사항
	소액주주, 해외투자자 등과의 소통 관련 사항
	주식으로 전환될 수 있는 자본조달사항
	위험관리 등 내부통제정책 사항
	기업가치 훼손 등 책임이 있는 자의 임원 선임 방지 사항
	임원 보수체계에 관한 사항
	독립적인 내부 감사부서(내부감사업무 지원조직) 관련 사항

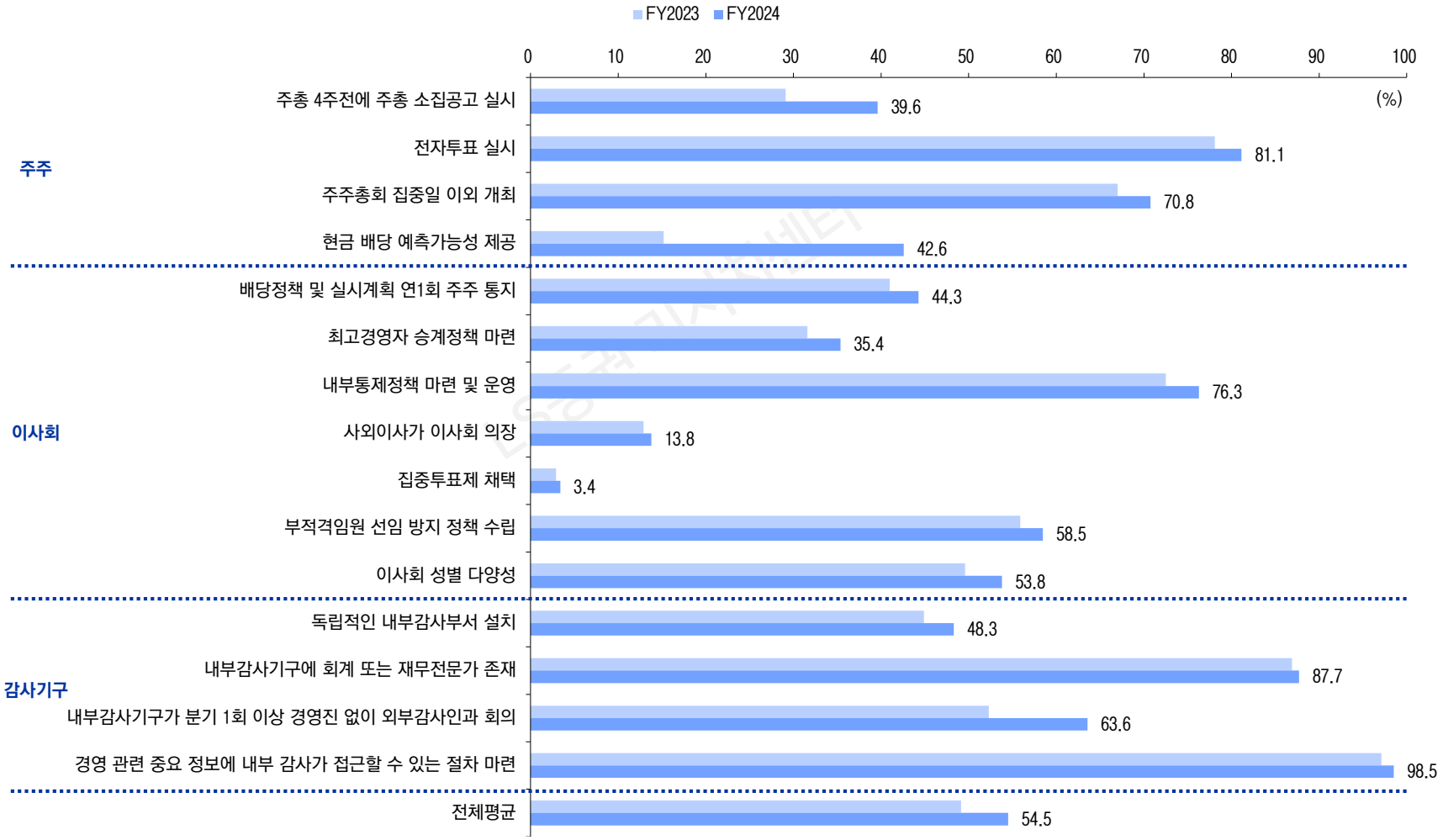
세부원칙 관련 항목의 점검 내용

세부원칙	점검 내용
배당예측가능성 제공사항	• 정관 개정 및 실제 현금배당시 배당예측가능성 제공 관련 기재 여부 • 예측가능성을 제공하지 못한 경우 사유 및 향후 계획(이하 사유 등)
소액주주 등과의 소통관련	• 단순 현황 뿐 아니라 임원 참석여부 등 적극적 소통 노력 기재 여부 • 소액주주 등과의 구체적인 소통 내용 및 회사측 피드백 기재 여부 • 소액주주 등과의 소통이 부족하였다면 사유 등 기재 여부
주식 전환 가능한 자본 조달 사항	• 주식으로 전환 가능한 채권 등 세부정보 기재 여부 (발행 목적, 발행 규모, 전환조건 refixing, 기한이익 상실 등) • 의사결정과정에서 소액주주의 이해를 어떻게 고려했는지 기재 여부
위험관리 등 내부통제정책	• 리스크 관리, 준법경영, 내부회계관리, 공시정보관리 등 정책의 명문화 여부, 그 세부 내용 및 실제 운영현황 기재 여부
기업가치훼손 등 책임 있는 자의 임원선임 방지	• 기업가치 훼손 등 판단 기준, 판단 주체 및 절차 등 명문화된 정책 유무 및 세부내용 기재 여부 • 가이드라인에서 정한 임원선임 현황 및 해당 임원이 기업가치 훼손 등과 무관하다고 판단한 근거에 대한 기재 여부
임원 보수체계	• 개별이사의 성과 평가와 연계된 보수정책의 수립 여부 및 주요 내용, 해당 정보의 공개 여부 및 접근 방법의 기재 여부 • 임원배상책임보험 가입여부 및 세부내용, 남용방지대책 기재 여부 • 성과평가와 연계된 보수정책이 없는 경우 사유 등 기재 여부
내부감사부서	• 내부감사부서(지원조직) 설치 현황, 독립성 확보 관련 기재 여부

자료: KRX, LS증권 리서치센터

기업지배구조보고서 핵심지표 준수율 추이 (전체)

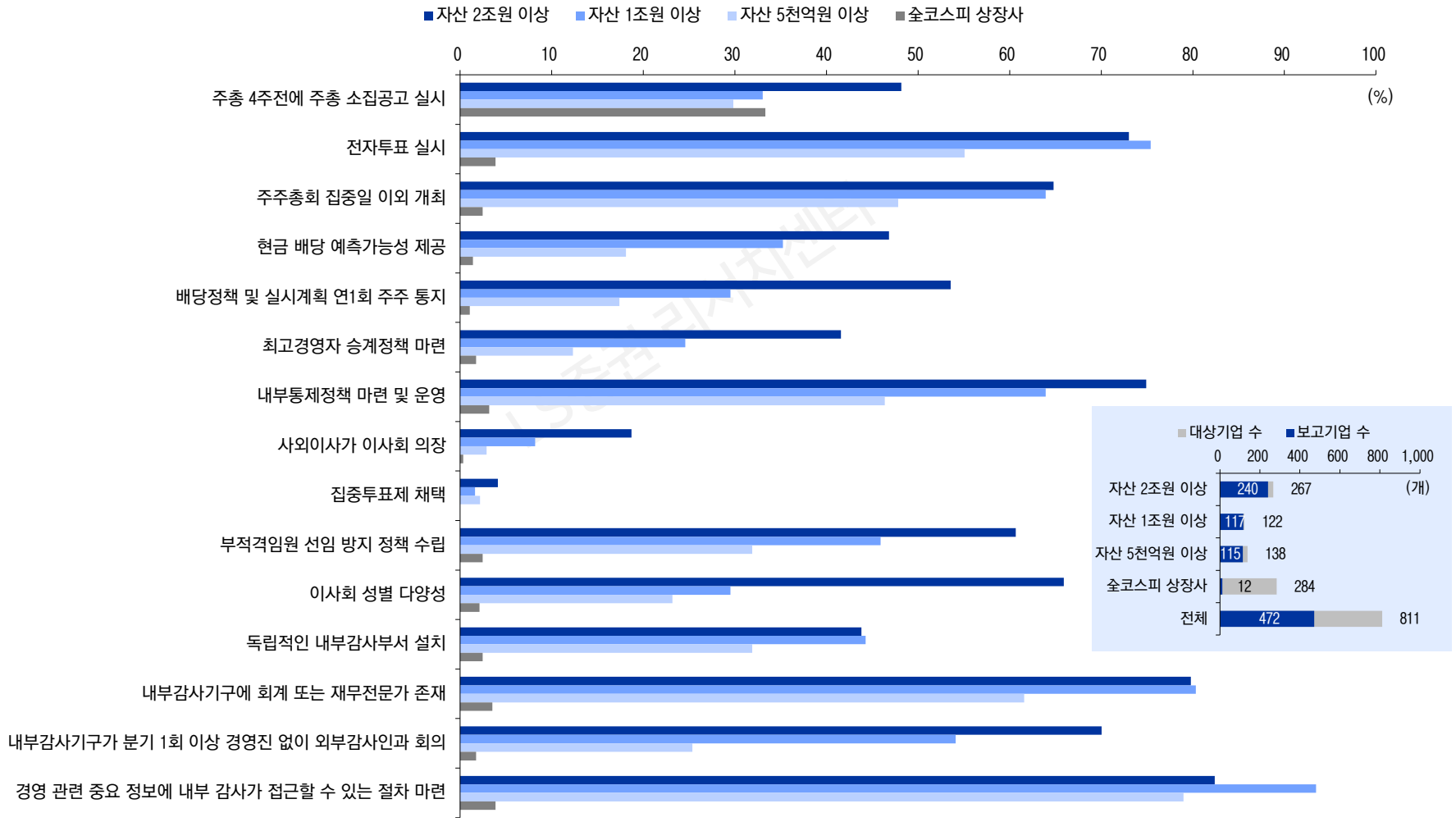
기업지배구조보고서 핵심지표별 준수율 (FY2023 vs FY2024)



자료: KRX, LS증권 리서치센터

기업지배구조보고서 핵심지표 준수율 추이 (자산규모별)

올해부터 코스피 전체로 기업지배구조보고서 의무화 대상 확대, 전체 지표 둔화는 불가피할 것



주: 의무화 비대상기업(코스닥) 및 중도 상장폐지 기업은 전체 집계에 포함하나, 자산규모별 그룹 집계에서는 제외
자료: KRX, LS증권 리서치센터

자산규모별 핵심지표 개선·후퇴

기업지배구조보고서 15개 중점점검사항

No.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
항목	주주총회 4주전 소집공고 실시	전자투표 실시	주총집중일 이외 개최	배당예측 가능성 제공	배당정책 및 실시계획 연1회 이상 주주통지	CEO 승계 정책 마련	내부통제 정책 마련 및 운영	사외이사=이사회의장	집중투표제 채택	부적격임원 선임 방지 정책 수립	이사회 성별 다양성	독립적 내부감시 부서 설치	내부감사 기구에 회계 및 재무전문가 존재	분기1회 이상 경영진없이 외부감사와 회의	경영관련 중요정보에 접근할 수 있는 절차 마련

전년 대비 중점점검사항 개선기업 수 (자산규모별)

구분	보고기업수	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
자산 2조원 이상	220	19	7	21	81	21	9	11	6	1	5	10	17	0	18	0
자산 1조원 이상	115	16	5	13	27	8	4	5	1	0	9	9	7	4	25	1
자산 5천억원 이상	114	17	12	21	12	9	5	10	0	1	9	5	6	2	15	5
全코스피 상장사	12	2	0	3	2	1	2	0	0	0	1	0	1	1	3	0
전체	472	55	27	60	124	40	21	26	7	2	25	24	32	7	63	6

전년 대비 중점점검사항 후퇴 기업 수 (자산규모별)

구분	보고기업수	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
자산 2조원 이상	220	19	7	21	81	21	9	11	6	1	5	10	17	0	18	0
자산 1조원 이상	115	16	5	13	27	8	4	5	1	0	9	9	7	4	25	1
자산 5천억원 이상	114	17	12	21	12	9	5	10	0	1	9	5	6	2	15	5
全코스피 상장사	12	2	0	3	2	1	2	0	0	0	1	0	1	1	3	0
전체	472	55	27	60	124	40	21	26	7	2	25	24	32	7	63	6

주: FY2024에 처음으로 기업지배구조보고서를 제출한 기업은 항목별 개선·후퇴 집계에서 제외
자료: KRX, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김윤정).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.