



[ESG] 제반 법령 개정과 주주가치 증대

Contents

I	Summary <i>제도 개혁에서 주주가치 증대까지</i>	3p
II	KOSPI 7,000 이후의 새로운 과제 <i>장기 상승 사이클의 조건과 상법·자본시장법·세법의 응답</i>	5p
III	상법 개정 <i>이사 충실의무 확대, 주주권 강화, 자사주 원칙적 소각</i>	13p
IV	자본시장법 개정 <i>합병가액 공정가액화와 중복상장 원칙금지</i>	21p
V	세법 개정 <i>고배당 분리과세와 자사주·저평가 승계 과세체계 정비</i>	29p
VI	주주가치 증대 <i>3법 결합 효과와 이익성장·주주환원·자본배분 전략</i>	38p
VII	기업가치에 미치는 영향 <i>Governance Discount 축소를 통한 Valuation Re-rating</i>	44p
VIII	Global Valuation 비교 <i>TSR·PER·PBR 비교</i>	53p
IX	부록(Appendix) <i>SRR·배당성향·자사주 소각 상위 기업 데이터, 핵심 용어 해설</i>	57p

Part I . Summary

Summary

한국 자본시장은 상법·자본시장법·세법 개정을 통해 기업 중심의 자본시장 질서에서 주주가치 중심의 자본시장으로 빠르게 전환되고 있다. 상법은 이사의 주주에 대한 책임과 주주권을 강화하고 자사주 원칙적 소각을 도입했으며, 자본시장법은 중복상장 제한, 합병가액 공정화, 물적분할 주주보호, 자사주 공시·처분 규율 등을 강화하고 있다. 세법 역시 배당 및 자본 환류 관련 제도를 정비하면서 기업의 자본배분과 주주환원 의사결정에 직접적인 영향을 미치는 제도적 환경이 구축되고 있다.

KOSPI가 7,000을 넘어선 현재 한국 자본시장의 새로운 과제는 지수 상승을 일시적인 Multiple Expansion에 그치지 않고 기업가치의 구조적 상승으로 연결하는 것이다. 이를 위해서는 기업이 창출한 이익을 얼마나 효율적으로 재투자하고, 잉여현금을 얼마나 적극적으로 주주에게 환원하며, 지배구조와 자본배분 과정에서 발생하는 가치이전 위험을 얼마나 낮추는지가 중요하다. 결국 ROIC, FCF, 주주환원율, 자본배분 효율성, Governance Risk가 기업가치의 핵심 변수로 부상하고 있다.

다만 법·제도의 변화만으로 주주가치가 자동적으로 상승하는 것은 아니다. 제도 변화→기업 행동 변화→자본배분·주주환원·거버넌스 개선→Multiple Re-rating→주주가치 상승으로 이어지는 연결고리가 실제 기업에서 작동해야 한다. 상법은 Governance Discount를, 자본시장법은 가치이전과 NAV Discount를, 세법은 주주환원 및 자본효율성을 변화시키는 방향으로 작용할 수 있다. 따라서 향후 기업가치의 차이는 단순한 실적이나 NAV 규모뿐 아니라 제도 변화에 대한 대응력과 실행력에 의해 더욱 크게 벌어질 가능성이 높다.

향후 투자전략 역시 ‘정책 기대’에서 ‘기업의 실행력’으로 중심축을 이동할 필요가 있다. 동일한 NAV와 유사한 사업구조를 가진 기업이라도 자본배분의 질, 주주환원 의지, Governance Risk, 제도 변화에 대한 대응력에 따라 Discount와 기업가치는 크게 달라질 수 있다. 결국 KOSPI 7,000 이후의 새로운 투자기회는 법·제도 변화의 수혜를 받는 기업이 아니라, 이를 실제 자본배분과 주주가치 개선으로 연결해 지속적인 Re-rating을 만들어내는 기업에서 찾아야 한다.

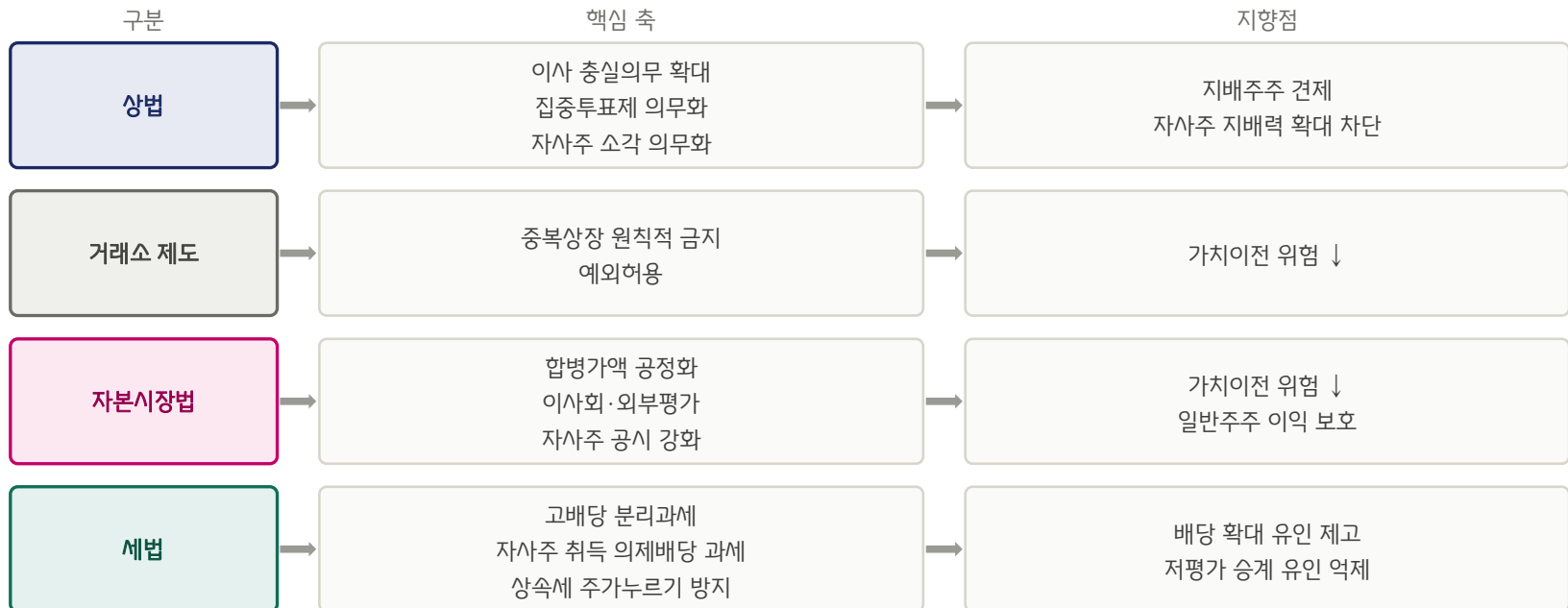
Part II . KOSPI 7,000 이후의 새로운 과제

1. 지속 가능한 장기 사이클을 위한 정책의 응답

거버넌스 선진화는 저평가를 해소하기 위한 정책에서, 장기 상승을 지속시키기 위한 시장 인프라로 진화

- 한국 증시는 2026년 레벨 자체는 재평가됐지만, 지속 가능한 상승을 뒷받침할 구조적 기반은 아직 완성 단계가 아님. 낮은 배당성향, 총수 일가 중심의 폐쇄적 의사결정 구조, 순환출자·자사주를 활용한 지배력 확대, 불투명한 합병·분할 관행이 남은 과제로 자리함
- 과거 한국 증시의 상승은 기업이익 증가·산업 경쟁력·수출 확대에 크게 의존했다면, 향후에는 여기에 자본배분 효율성, 주주환원, 경영 투명성, 소수주주 보호가 결합되어야 지속 가능한 상승 사이클이 가능함
- 상법·자본시장법·세법 개정은 단순한 ‘Korea Discount 해소 정책’을 넘어, 기업의 의사결정과 자본배분 방식을 변화시켜 ROE·ROIC·FCF·TSR의 질적 개선을 유도하는 제도적 인프라로 평가할 필요

상법·자본시장법·세법의 동시 정비: 장기 우상향을 지지하는 제도적 기반 구축



2. 지배구조 개혁 입법 타임라인 (2025~2026)

●	2025.07	상법 1차 개정	이사의 충실의무 확대, 주주 보호 (시행 2026.7.22)
●	2025.08	2025년 세제 개편	고배당 분리과세는 2025년 도입, 2026년 개편안은 이를 보완·조정
●	2025.09	상법 2차 개정	집중투표제 의무화, 감사위원 분리선임 확대 (시행 2026.9.10)
●	2026.03	상법 3차 개정	자사주 원칙적 소각, 자사주 권리 제한 (2026.3.6 시행)
●	2026.08	중복상장 제도 정비	거래소 규정, 가이드라인 시행 (2026.8.3 시행)
●	2026.08	2026년 세제개편안 발표(8.3)	자사주 관련 과세체계 정비, 최대주주 주식평가 제도 보완, 저평가·주가 누르기 관련 과세체계 보완 (국무회의 확정 9/1, 국회 제출 9/3, 2027년 시행 예정이나 국회 통과 여부 살펴봐야)
●	2026.08	자본시장법 개정	중복상장 원칙적 금지, 합병가액 공정가액화, 이사회·외부평가, 자사주 공시 강화 등 (5/14 정무위원회 의결, 개정안 시행 시)
●	향후	[논의/추진]	추가적인 주주보호, 자본시장 제도 개선 (Governance Premium 확대 가능)

● [시행]= 이미 시행

● [국회 통과]= 국회 통과했지만 아직 시행 전

● [개정안]= 정부안

● [논의]= 미확정

자료: 법제처, 국회 의안정보시스템, 금융위원회, 기획재정부, 한국증권 리서치센터

3. 기업가치 재평가를 좌우하는 3가지 변화

주주환원 + 자본배분 + 지배구조가 기업가치의 질을 결정하며, 제도 변화가 이를 바꾸기 시작

01 주주환원 확대

낮은 배당성향 개선

- 과거 주주환원 수준이 글로벌 주요국 대비 낮은 수준
- 배당 확대와 자사주 소각이 기업가치 제고의 핵심 수단으로 부상
- 잉여현금흐름(FCF)의 주주 귀속 확대 → TSR 상승으로 연결

과거 배당성향 비교

한국 20~30%

글로벌 50%

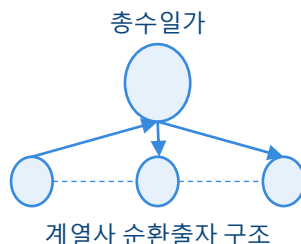


02 지배구조 개선

주주권의 강화

- 이사회 중심 경영감독 기능 강화, 주주권 보호 확대
- 합병·분할·중복상장·자사주 등에서 발생할 수 있는 가치이전 위험 축소
- 경영진의 자본배분 의사결정에 대한 책임성 제고

낮은 지분·높은 지배력 구조 해소



03 자본배분 효율화

질적 개선

- 수익성보다 외형 확대를 우선하던 자본배분에서 ROIC·ROE 중심의 의사결정으로 변화
- 투자·M&A·현금보유·배당·자사주 정책을 자본비용 대비 수익성 관점에서 재평가
- 비효율적 투자와 과도한 사업 확장을 줄이고 자본효율성을 높이는 방향으로 전환

합병·물적분할 시 가치이전 경로 차단



가치이전 위험 축소

주주환원 확대 + 지배구조 선진화 + 자본배분 효율화 → 지속 가능한 장기 상승 사이클

4. 다음 상승동력은 ‘실적’보다 ‘거버넌스’

거버넌스가 Valuation의 핵심 변수로 부상

- 2026년 들어 KOSPI의 레벨 자체는 이미 구조적 전환점을 지났음. 다만 지수 상승이 일회성 랠리가 아닌 장기 우상향으로 이어지려면 이익 성장만으로는 부족하며, '번 돈이 주주에게 어떻게 귀속되는가'에 대한 신뢰가 함께 축적되어야 함
- 거버넌스는 더 이상 저평가를 되돌리기 위한 대증적 처방이 아니라, 추가적인 Multiple 상승과 변동성 완화를 지지하는 구조적 인프라로 접근할 필요가 있음. ESG의 한 영역을 넘어 지속가능한 밸류에이션 형성의 핵심 변수로 자리잡음
- 상승장에서도 성장의 과실이 주주환원으로 충분히 연결되지 않으면 이익 변동에 따라 밸류에이션이 다시 눌릴 위험이 있음

$$\text{지속가능한 우상향} = \text{이익 성장 동력} + \text{Governance Quality}$$

장기 우상향을 제약할 수 있는 잔존 리스크

-  **대주주 중심 지배구조**
낮은 지분으로 높은 지배력 행사, 총수 일가 중심 의사결정
-  **낮은 주주환원**
배당·자사주 소각 등 실질적 환원 수준이 글로벌 대비 저조
-  **복잡한 계열사·상장 자회사 구조**
순환출자 및 중복상장으로 가치 중복·희석 우려
-  **자본거래에서의 가치 이전 가능성**
합병·분할 과정의 불투명한 가액 산정

지속 가능한 우상향을 위한 함의

-  **핵심 질문의 전환**
'주가가 얼마나 올랐는가'에서 '오른 만큼 주주에게 귀속되는 구조가 갖춰졌는가'로 이동
-  **Governance의 위상 변화**
저평가 해소 국면을 지나, 장기 우상향을 지지하는 구조적 인프라로 진화
-  **지주회사에 특히 유효**
Governance 개선이 재평가 국면에서도 NAV Discount 축소로 직접 연결될 가능성

5. 우상향의 지속 조건: 성장의 과실이 주주에게 돌아가야 한다

자본배분이 주주가치와 Valuation 좌우

- 높은 이익 창출→ 자본배분의 선택(성장투자/내부유보/배당/자사주)→ ROIC·FCF·주주환원/자본효율 변화→ Earnings/NAV 및 Valuation 변화→ 주가·TSR 변화
- ROIC가 자본비용(WACC)을 상회하는 성장투자는 기업의 내재가치를 높이는 반면, 저수익 투자와 과도한 내부유보는 자본효율성을 저하시켜 상승 탄력을 제약할 수 있음
- 주주환원은 배당·자사주 매입 및 소각의 절대 규모보다 성장투자와의 균형 및 지속가능성이 기업가치 제고의 핵심 변수
- 결국 시장은 '얼마를 환원하는가'보다 '자본을 얼마나 효율적으로 배분해 주당가치를 높이는가'를 중시할 전망



$$SRR = (\text{현금배당} + \text{순자사주 매입액}) / \text{순이익}$$

핵심 | 주주환원은 현금배분을 넘어 경영진과 주주의 이해관계를 정렬하는 장치

6. 2026년, ‘자율개선’에서 ‘제도적 주주보호’로 전환

제도가 기업행동을 바꾸는 구조로 이동: 자율에 기대는 국면에서 제도가 뒷받침하는 국면으로 전환

- 상법은 기업의 자율 중심에서 이사 책임과 주주권 강화 방향으로, 자본시장법은 시장 자율에서 자본거래의 공정성 강화 방향으로 변화
- 세법은 주주환원에 대한 경제적 유인을 강화해 기업의 배당·자사주 소각 등 주주친화적 자본배분을 유도
- 법·제도 변화 → 기업의 행동 변화 → ROIC·FCF·주주환원·가치이전 위험 변화 → Earnings/NAV ↑ + Discount ↓ → Multiple Re-rating → 주가·TSR ↑으로 이어지는 선순환이 장기 우상향을 지지할 전망

지배구조 개혁 → 주주환원 → 밸류에이션 재평가의 선순환



법·제도 변화 → 기업행동 변화 → 주주환원 확대
→ TSR 상승 → Valuation Re-rating

7. 거버넌스 개혁의 3대 축

상법·자본시장법·세법, 자본배분을 주주가치 중심으로

- 상법·자본시장법·세법이 서로 다른 경로로 기업의 자본배분과 주주환원 행동을 변화시킴
- 제도개혁은 기업의 이익보다 '이익의 귀속 구조'를 바꾸는 데 초점
- 2026년의 차별점은 거버넌스가 '권고'에서 '기업가치에 직접 영향을 미치는 제도'로 이동한다는 점



상법

- 이사 책임 확대
이사의 주주 충실의무 명문화
- 주주권 강화
집중투표제·감사위원 분리선출 의무화
- 자사주 원칙적 소각
지배력 유지 수단으로서의 활용 차단



자본시장법

- 중복상장 원칙적 금지·예외허용
증권거래소 규정, 모회사 주주가치 희석 방지
- 합병가액 공정화
주가·자산가치·수익가치 종합한 공정가액 적용
- 주주보호
물적분할 신설법인 상장 시 기존 주주 배정 [미확정]



세법

- 배당소득 분리과세
고배당기업의 주주환원 세후 매력도 제고
- 자사주 및 주식평가 관련 과세체계
취득 시 의제배당 과세, 저평가 승계 유인 완화

세 제도의 공통분모 = 기업의 자본배분을 주주가치 중심으로 변화

Part III. 상법 개정

1. 상법 3종 세트 핵심 내용

이사충실의무·집중투표제·자사주 소각 3종 세트

- 2024년부터 발의된 14건의 의원안이 병합 심의되어 3차에 걸쳐 통과된 상법 개정안은 이사의 충실의무 대상을 주주로 확대(1차)하고, 대규모 상장회사(자산총액 2조원 이상)의 집중투표제 배제를 제한하고(2차), 자기주식의 원칙적 소각을 의무화(3차)함으로써 지배주주 중심 경영권 방어 수단을 근본적으로 재편함
- 이사 충실의무 확대와 집중투표제 의무화로 소수주주의 이사회 참여 및 견제력이 강화되면서 지배주주 중심의 의사결정 구조가 점진적으로 변화
- 자사주의 원칙적 소각 의무화는 자사주의 경영권 방어 목적 활용을 제한하고, 자사주의 경제적 활용 유인을 변화시키는 계기로 작용

1~3차 상법 개정 핵심 내용과 기업에의 영향

구분	핵심 내용	시행	기업 영향
1차 (이사 충실의무)	이사의 충실의무 대상을 회사에서 '주주'로 확대	2025. 7.22 개정 및 시행	합병·분할 등 조직개편 시 일반주주 이익 고려 의무 및 이사 책임 강화
2차 (집중투표제)	대규모 상장사의 집중투표제 배제 금지, 감사위원 분리선임 최소 1→2명 확대	법률 제21044호 2025.9.9 개정 2026.9.10 시행	소수주주의 이사회 진입 용이, 지배주주 견제 기능 강화
3차 (자사주 소각)	자기주식 취득 후 1년 이내 소각 원칙화, 기존 보유분은 1년 6개월 이내 소각 (제341조의4 신설)	법률 제20991호 2026.3.6 공포·시행	경영권 방어·지배력 확대 수단으로서의 자사주 활용을 근본적으로 제한

자료: 법무부, 국가법령정보센터, 홍콩증권 리서치센터

2. 상법 개정(1~3차) 주요 내용 정리

3단계 걸쳐 지배구조 규율 기초 확립

- 상법 개정은 이사회 독립성 강화, 소수주주 권리 보호, 자기주식 제도 정비를 목적으로 3단계에 걸쳐 추진됨
- 1차 개정 [시행]: 지배구조 규율의 기초 확립
- 2차 개정 [공포·시행 예정]: 견제 및 균형 기제 강화
- 3차 개정 [시행]: 자기주식 제도의 근본적 정비

1~3차 상법 개정 주요 내용

구분	국회 가결	공포	시행	주요 내용
1차	2025.07.03	2025.07.22	2025.07.22	① 이사의 '주주'에 대한 충실의무 명문화: '회사'에서 '회사 및 주주'로 확대
			2026.7.22	② 독립이사 제도 강화: '사외이사'를 '독립이사'로 명칭 변경 및 의무선임 비율 상향(1/4→1/3) ③ 감사위원 선·해임 시 의결권 제한 강화: 모든 감사위원 선임 시 최대주주 합산 의결권 3% 제한 적용
			2027.1.1	④ 전자주주총회 제도화: 온라인 병행 주총 허용 및 일정 규모 이상 의무화
2차	2025.08.25	2025.09.09	2026.09.10	① 집중투표제 의무화: 자산 2조 원 이상 상장사 대상, 정관으로 배제 불가 → 소액주주측 이사선임 가능성 ② 감사위원 '분리선출' 확대: 분리 선출 인원을 기존 1명에서 2명(정관에 따라 3명 가능)으로 확대
3차	2026.02.25	2026.03.06	2026.03.06	① 자기주식의 권리 제한: 의결권, 배당수령권 등 행사 및 자사주 활용 사채 발행·질권 설정 금지 ② 자기주식의 소각 의무: 취득 후 1년 이내 소각 의무화 (기존 보유분은 1년 6개월 이내) ③ 신주배정 금지: 합병, 분할 시 자기주식에 대한 신주 배정 금지

자료: 법제처, 한국신용평가, 흥국증권 리서치센터

주: 집중투표제 - 주총에서 이사 2인 이상 선임시, 1주당 선임할 이사수 만큼 의결권을 부여하고, 주주가 이 의결권을 배분하건, 특정후보에게도 몰아주건 자유롭게 할 수 있는 방식

3. 자사주 소각 의무화, 무엇이 달라지나

자사주, 경영권 방어에서 주주환원 수단으로

- 그동안 경영권 방어와 지배력 확대 수단으로 활용되어 왔던 자사주가 실질적 주주환원 수단으로 전환
- 배당 정책 및 자본정책 로드맵의 예측 가능성이 기업가치 평가의 핵심기준으로 부상할 전망

자사주 소각 관련 주요 내용

원칙

자기주식 취득일로부터 1년 이내 소각
(기존 보유분은 시행일로부터 1년 6개월 이내)

예외

임직원 보상·우리사주·법령상 활용 등 일정 요건 충족 시 주주총회 승인을 거쳐 예외적 보유 처분 가능
매년 정기주주총회 승인을 받아야 예외적으로 보유·처분 가능

절차

자기주식 소각은 취득 목적과 관계없이 이사회 결의만으로 가능(상법 제343조 제1항 단서 명문화)

제재

상장회사가 소각의무를 위반할 경우 이사에게 5천만원 이하 과태료 부과

특례

외국인 지분비율 제한 업종은 소각으로 지분율이 한도를 초과할 경우
시행일로부터 3년 이내 자기주식 처분 허용

4. 상법 개정의 핵심 ①- 이사 책임과 주주 보호

이사 책임 확대→ 이해상충 위험 완화→ 자본배분 책임성 강화→ 거버넌스 리스크 ↓

- 이사의 책임 범위가 주주 이해관계까지 확대되면서 합병·분할·자사주·계열사 거래 등 주요 자본거래에서 주주가치 고려 필요성이 커짐
- 경영진에게 단기적인 지배력 유지보다 장기적인 주주가치 제고가 중요한 의사결정 기준으로 부상
- 이사회는 자본배분, 주주환원, 주요 계열사 거래에서 일반주주에게 미치는 영향을 보다 명확하게 고려할 필요: 투자자는 향후 이사회가 배당·자사주·M&A·비핵심자산 매각 등을 어떤 기준으로 결정하는지에 주목할 필요
- 투자자 관점에서 합병·분할은 ‘일반주주 가치 보호’, 자사주는 ‘소각·주주환원 여부’, 계열사 거래는 ‘공정성·독립성 강화’, M&A·투자는 ‘투자 후 주주가치 제고 여부’가 핵심 평가 포인트로 부상

이사 충실의무 강화가 기업 의사결정에 미치는 영향

의사결정	기존	개정 이후
합병·분할	특정 주주(지배주주)로의 가치 이전 우려, 절차적 검증 미흡	이사의 주주 충실의무에 따라 일반주주 가치 보호가 의사결정 요건화
자사주	경영권 방어·지배력 유지 등 특정 목적 활용 관행	원칙적 소각 의무화로 소각·주주환원 여부가 핵심 판단 기준
계열사 거래	지배주주와 회사 간 이해관계 충돌 가능성 상존	거래의 공정성·독립성에 대한 입증 책임이 이사회로 이동
M&A·투자	자본효율성 검증 없이 낮은 ROIC 투자가 반복될 가능성	투자 후 ROIC 관리가 이사 책임 이행의 근거로 작용
자산매각	매각대금의 활용처가 불투명, 사후 검증 미흡	주주환원 또는 재투자로의 자금 배분 계획 공시 필요성 확대

자료: 법무부, 국가법령정보센터, 흥국증권 리서치센터

5. 상법 개정의 핵심 ②,③- 주주권 강화와 자사주 재평가

주주권 강화와 자사주는 주주환원 자산으로

② 주주 참여 확대

전자주주총회

참여 제약 → 전자 방식 확대 → 소수주주 참여 증가

집중투표제

활용 제한 → 소수주주 이사
선임 확대 → 이사회 견제 강화

감사위원 분리 선출

대주주 영향력 → 분리선출 강화 → 감시기능 강화

주주권 강화 → 기관·소수주주 영향력 확대 →
이사회 견제 → 자본배분 효율성 개선

③ 자사주 — '경영권 수단'에서 '주주환원 자산'으로

자사주 취득 → 보유 → 처분/소각 → 일반주주 가치에 직접 영향

취득 → 보유 → 처분/소각 → 가치 영향

✓ 2026년 상법 개정으로 자기주식은 원칙적으로 소각하도록 제도가 변경되면서 자사주의 주주환원 기능이 강화

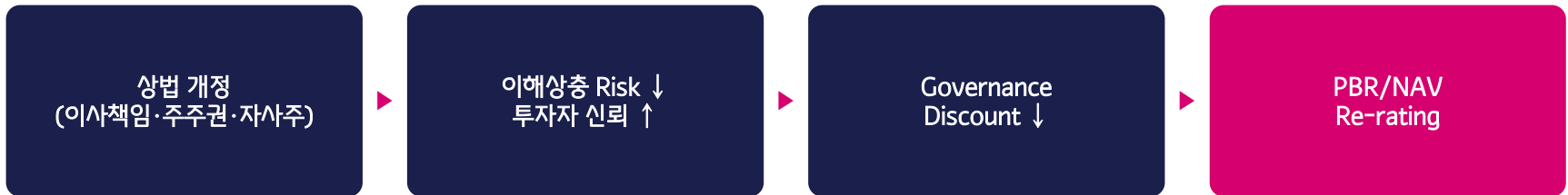
✓ 자사주 소각은 발행주식총수를 감소시켜 주당이익(EPS) 개선에 기여. 다만 BPS는 자사주 취득가격과 장부가치의 상대적 수준에 따라 상승 또는 하락할 수 있음

자사주 보유 규모보다 '소각 가능 규모·소각 계획·실제 이행'이
투자 판단의 핵심 변수로 부상

6. 상법 개정과 기업가치- Governance Discount 축소 경로

상법 개정, PBR/NAV Re-rating으로 연결

- 이사 책임·주주권 강화·자사주 소각 의무화가 결합되면서 지배주주와 일반주주 간 이해상충 위험이 낮아지고, 이는 투자자 신뢰 제고를 거쳐 거버넌스 디스카운트 축소와 PBR/NAV Re-rating으로 이어질 전망
- 지주사는 그간 NAV Discount가 만성적으로 누적되어 있었던 만큼 수혜 가능성이 상대적으로 크며, 관건은 자사주 보유 규모가 아니라, 실제 주주환원 실행력이 될 것임



상법 개정이 지주회사 NAV Discount에 미치는 영향

기업 유형	수혜 가능성	이유
주주환원 적극 기업	높음	제도 변화와 기존 정책의 방향 일치: 이미 배당·자사주 확대를 실행해 온 기업은 추가적인 정책 대응 부담 없이 시장 신뢰 프리미엄만 반영될 가능성
자사주 대규모 보유 기업	높음 / 혼재	소각 기대 vs 활용 제한: 소각 의무화로 EPS 개선 기대가 형성되는 반면, 경영권 방어 목적으로 보유해온 기업은 활용 제약에 따른 지배구조 조정 부담 상존
지주회사	높음	NAV Discount 축소 가능성: 계열사 합병·분할 시 가치이전 위험이 낮아지고, 자사주 소각이 NAV/주당가치에 직접 반영되며 구조적 할인 축소 여력 확대
대주주 의존도 높은 기업	부정	이사회·주주 견제 강화: 집중투표제·감사위원 분리선출 등으로 기존 의사결정 관행의 변경이 불가피해, 단기적으로는 지배구조 조정 비용 발생 가능

자료: 법무부, 국가법령정보센터, 흥국증권 리서치센터

핵심 | ‘자사주 규모’보다 ‘소각 및 주주환원 실행력’이 지주회사 NAV Discount 축소의 핵심 변수

7. 상법 개정 요약

이사책임+주주권+자사주 → Governance Discount ↓

- 이사 책임 강화와 주주권 확대는 이해상충 Risk를 낮추고, 소수주주 참여 및 이사회 견제 기능을 강화
- 전자주주총회·집중투표제·감사위원 분리선출·자사주 소각 등을 통해 주주권과 자본배분의 투명성 제고
- 자사주 원칙적 소각 의무화로 경영권 방어 수단 활용이 제한되며, EPS 개선 효과가 기대되나 BPS는 취득가격에 따라 상이할 수 있음
- 상법 개정이 지주회사 및 자사주 대량 보유 기업일수록 디스카운트 축소 여력이 크게 작용할 가능성
- 종합적인 Governance 개선 → Governance Risk 완화 → Discount 축소 → PBR·NAV Multiple Re-rating으로 연결될 가능성

상법 개정이 기업에 미치는 영향

구분	핵심 내용	시행	기업 영향
이사 책임·주주 보호	이사의 충실의무 대상을 '회사'에서 '회사 및 주주'로 확대해 주주가치 중심 의사결정 유도	주주 이해관계 고려를 이사회 결의 절차에 명문으로 반영	합병·분할 등 자본거래에서 이해상충 Risk ↓
전자주주총회	온라인 병행 총회를 허용해 물리적 참석 제약 없이 의결권 행사 가능	일정 규모 이상 상장사부터 순차 의무화	소수주주 의결권 행사를 ↑, 주주권 실질화
집중투표제	자산 2조원 이상 상장사 대상 정관상 배제를 금지해 소수주주의 이사 추천·선임 통로 확보	배제 정관 무효화, 신규 이사 선임 시부터 적용	소수주주 대표 이사 선임 가능성 확대 → 이사회 견제 ↑
감사위원 분리선출	감사위원 분리 선출 인원을 기존 1명에서 2명(정관에 따라 3명)으로 확대	선임 시 최대주주 합산 의결권 3% 제한 적용	대주주 영향력 제한 → 이사회 독립성 ↑
자사주 소각	취득 후 1년 이내 원칙적 소각 의무화로 자사주의 경영권 방어 활용을 차단	신규 취득분부터 적용, 기존 보유분은 유예기간 부여	발행주식수 감소로 EPS ↑, BPS는 취득가 대비 장부가 수준에 따라 +/-
종합	주주권 강화(참여·견제)와 자사주 제도 정비가 결합된 지배구조 개혁	2025~2026년 3단계에 걸쳐 순차 시행	종합적 Governance Discount ↓ → PBR·NAV Multiple Re-rating 여력

자료: 법무부, 국가법령정보센터, 홍콩증권 리서치센터

Part IV. 자본시장법 개정

1. 일반주주 이익 보호 강화를 위한 3대 축

자본시장법 개정, 소액주주 이익 보호 강화

- 2025.1 금융위원회 업무계획에서 예고된 자본시장법 개정안은 2026.8.20 국회 본회의를 통과함
- 상장사가 합병·분할·포괄적 주식교환 등을 추진할 때 시가뿐 아니라 자산가치·수익가치를 종합 고려한 '공정가액'을 적용하도록 해, 지배주주에 유리한 시점에 인위적으로 주가를 낮추는 이른바 '주가누르기'를 차단하는 것이 핵심
- 그동안 합병가액이 주가에만 좌우되면서 지배주주가 유리한 합병비율을 확보하기 위해 저가 시점을 선택하는 관행이 반복적으로 논란이 되어 왔으며, 이번 개정은 이러한 관행에 제도적 제동을 거는 첫 사례로 평가
- 개정안은 공포 후 3개월 뒤 시행될 예정으로, 합병가액 산정기준 개편·공정가치 평가의무 및 금융위 조치·의무공개매수(미확정) 등 3대 축으로 결합되어 일반주주 보호 체계를 다층적으로 구축한다는 점에서 의미가 큼

소액주주 이익 보호 강화를 위한 핵심 내용

구분	핵심 내용	목적
① 합병가액 산정기준 개편	주가 중심 산정 → 주가·자산가치·수익가치를 종합 고려한 공정가액 적용	지배주주에 유리한 저가 시점 선택('주가누르기') 차단: 합병비율 산정의 객관성을 높여 일반주주가 부당하게 낮은 교환가치를 받는 상황을 방지
② 공정가치 평가의무 및 금융위 조치	○ 외부평가제 강화 : 합병 등 시행시 외부전문평가기관으로부터 평가를 받아 공시해야 함 ○ 이사회 의견서 작성·공시 의무 ○ 위반시 금융위 조치(정정명령·과태료 등)	이사회 의사결정의 절차적 정당성·책임성 강화: 사후적으로 불공정가액이 확인될 경우 손해배상 청구 근거를 명확히 해 사전적 억지 효과 기대
③ 의무공개매수제도 [미확정]	경영권 변경을 수반하는 지분거래 시 일반주주에게 동반매도 기회 부여 (2025년 업무계획 상 도입 추진)	경영권 프리미엄의 일반주주 공유: 지배주주만 프리미엄을 독점하던 구조에서 벗어나 M&A 시 일반주주도 동일한 조건으로 엑시트할 권리 확보

주: 자본시장법 개정안은 2026년 8월 20일 국회 본회의 통과했지만, 공포 후 3개월 뒤 시행 예정
 자료: 금융위원회, 국가법령정보센터, 흥국증권 리서치센터

2. 규제 강화가 그룹사 및 지주사에 미치는 영향

공정가액 의무화로 지주업종 만성할인 완화

- 2025년 개정 상법상 이사의 주주 충실의무 도입 이후, 합병·분할·포괄적 교환·이전·자회사 상장 등 조직개편 거래 전반에서 절차적 정당성 요구가 뚜렷이 강화되고 있음
- 2026년 들어 금융위·한국거래소의 중복상장 제도개선, 법무부의 '기업 조직개편 시 이사의 행위규범 가이드라인' 제정, 합병가액 공정가액화가 동시에 진행되면서, 지주회사·그룹사의 물적분할 후 자회사 상장 관행에 실질적 제동이 걸리고 있음

현행 제도

- ⚠ 합병가액 산정이 주가에 좌우되어 저가 시점 선택 유인 상존
- ⚠ 물적분할 신설법인 상장 시 모회사 일반주주 배정 의무 부재
- ⚠ 자본거래(합병·분할 등)에서의 가치 이전 가능성



정무위원회 의결안, 8월 20일 국회 본회의 통과

- ✓ 주가+자산가치+수익가치 종합 반영한 공정가액 의무화
- ✓ 모회사 주총 동의 의무화, 최대주주·특수관계인 의결권 3%로 제한(3%를), 모회사 이사회에 5대 의무 부과 (2026.7.6 금융위거래소 가이드라인 확정)
- ✓ 공정가액 원칙 명문화, 순자산가치 하한선 설정, 외부평가기관 참여 의무화, 이사회 의견서 작성·공시, 주식매수청구권 매수가격도 공정가액 방식 통일 (2026.8.20 국회본회의의 통과)

→ 지주회사·그룹사의 지배구조 개편 시 일반주주 보호장치 사전 마련이 필수화, 지주업종 만성적 NAV 할인을(평균 약 53%) 축소를 이끄는 구조적 요인

주: 지주업종 평균 NAV 할인율 53%, NAV Discount=1-시가총액/NAV 2026.8.31 기준, 국내 주요 지주회사 12개사 단순평균
자료: 금융위원회, 국가법령정보센터, 홍콩증권 리서치센터

3. 합병가액 공정화- 기업의 실질가치를 반영

주가누르기 유인 차단, 절차적 책임 강화

- 특정 시점의 주가 중심→ 공정가액(실질가치) 중심으로 전환
- 주가만을 기준으로 합병가액을 산정할 경우 지배주주가 지배구조 강화에 유리한 시점을 선택함으로써 일반주주의 이익과 상충되는 방향으로 합병가액을 유도할 유인이 존재→ 주가 누르기를 통해 낮은 시가를 만들고 유리한 합병비율을 확보하려는 경제적 유인을 약화
- 이사회가 합병가액의 적정성을 검토하고 외부평가를 받도록 해 절차적 책임 강화
- 합병가액 공정화와 관련해서는 순자산가치를 하한선으로 설정(산정가액이 순자산가치 미달 시 순자산가치를 가액으로 간주)하고, 반대주주의 주식매수청구권 매수가격에도 동일하게 공정가액 방식을 적용해 일반주주 보호를 강화. 다만 당초 검토되던 불공정 가액 결정 시 이사·회사의 연대배상책임 조항은 기업 구조조정 위축 우려로 국회 심사 과정(2026.5월 법안소위)에서 최종 제외됨

합병가액 공정화: 주가 중심에서 기업가치 중심으로 전환

항목	기존	개정
가액 산정	시장가격 중심	주식가격·자산가치·수익가치 등을 종합한 공정가액: 특정 시점의 시가 왜곡 가능성을 낮추고 기업의 실질 펀더멘털을 합병비율에 반영
대상	주요 합병 거래	합병·분할·중요 영업/자산 양수도·주식교환/이전: 기존 대상거래 그대로이고, 가액 산정방식(주가→공정가액)만 변경
절차	가액 산정 중심	이사회 검토+ 외부평가+ 특별이해관계 공시: 가액의 적정성을 이사회가 절차적으로 검증하고, 이해상충 소지가 있는 관계자 정보를 사전 공개
목적	시장가격의 객관성에 의존	실질가치 반영 및 주주 보호: 저가 시점을 이용한 지배주주 유리 합병비율 확보 유인을 원천적으로 차단

자료: 금융위원회, 국가법령정보센터, 홍콩증권 리서치센터

Investment Point | 합병비율이 '주가'보다 '기업의 실질가치'를 반영하게 되면서 가치 이전 가능성 축소

4. 자사주 공시·처분 규제 강화 및 의무공개매수

자사주 규율·의무공개매수, 일반주주 보호 강화

- 모든 자사주 보유 상장회사가 보유 현황·처분·소각계획·실제 이행현황을 공시
- 자사주 처분 및 활용에 대한 공시와 사후관리 강화로 자사주를 활용한 경영권 방어, 우호지분 확보 등 가치 이전 가능성이 축소될 전망
- 의무공개매수 도입 시 경영권 프리미엄의 일반주주 공유가 확대되면서 M&A 과정의 주주 간 형평성이 개선될 가능성: 지배주주에게만 귀속된 프리미엄을 일반주주도 공유할 수 있도록 하는 것이 핵심 취지. 정부가 제시한 방향은 의무공개매수 물량의 최저선을 50%+1주 이상으로 두는 방안이며, 구체적인 범위와 규제수준은 미확정 상태
- 의무공개매수제도는 여야간 쟁점에서 의견충돌이 있어, 아직 계류중인 상황

자사주 규율 강화와 의무공개매수 도입: 일반주주 보호 강화

구분	변화	효과
공시 대상	1% 이상 보유 상장회사 → 자사주 보유 모든 상장회사로 확대: 소규모 보유분까지 공시 의무를 부과해 규모와 무관하게 자사주 활용 현황을 투자자가 파악 가능	공시 사각지대 축소
공시 범위	보유현황 중심 → 향후 처분·소각계획 및 이행현황까지 공시: 단순 보유량이 아니라 향후 어떻게 처리할 것인지 계획과 실제 이행 여부를 함께 공개	시장 예측가능성 제고
처분 규정	신탁·EB·장내매도 관련 규정 정비: 신탁계약이나 교환사채(EB) 발행 등을 경유한 우회적 자사주 처분·의결권 활용 관행에 대한 규율 강화	편법적 활용 억제
의무공개매수제도 [미확정]	경영권 변동 시 일반주주 동반매도 기회 부여 (물량 최저선 50%+1주 추진, 구체적 수준 미확정): 지배주주 지분 매각과 동일한 조건으로 일반주주도 지분을 정리할 권리를 제도화하는 방향으로 논의 중	경영권 프리미엄의 일반주주 공유

자료: 금융위원회, 국가법령정보센터, 홍콩증권 리서치센터

핵심 | 자사주를 ‘경영권 수단’에서 ‘주주가치 제고 수단’으로 전환, M&A는 ‘경영권 프리미엄의 일반주주 공유’ 방향으로 유도

5. 자본시장법 개정 요약

지배주주 가치이전 방지, 일반주주 권리 강화

- 합병가액 공정화는 모회사 및 일반주주의 가치 희석과 계열사 간 가치 이전 가능성을 축소
- 자사주 공시·처분 규율 강화와 의무공개매수 추진은 자사주의 편법적 활용을 억제하고 경영권 프리미엄의 일반주주 공유를 유도
- 물적분할 신설법인 상장 시 공모주식 35% 이상을 기존 주주에게 우선 배정해 자회사 상장에 따른 모회사 주주가치 희석 방지(한국거래소 상장유가증권 상장규정 개정 및 금융위 가이드라인)
- 불공정한 가액 결정 관련 보호장치: 공정가액 원칙 명문화, 순자산가치 하한선 설정, 외부평가기관 참여 의무화, 이사회 의견서 작성공시 의무, 주식매수청구권 매수가격도 공정가액 방식 통일
- 지배주주와 일반주주 간 가치이전 위험을 낮추는 방향으로 작용해 Governance·NAV Discount 축소 요인으로 작용할 가능성

자본시장법 개정의 핵심: 가치 이전 방지와 일반주주 권리 강화

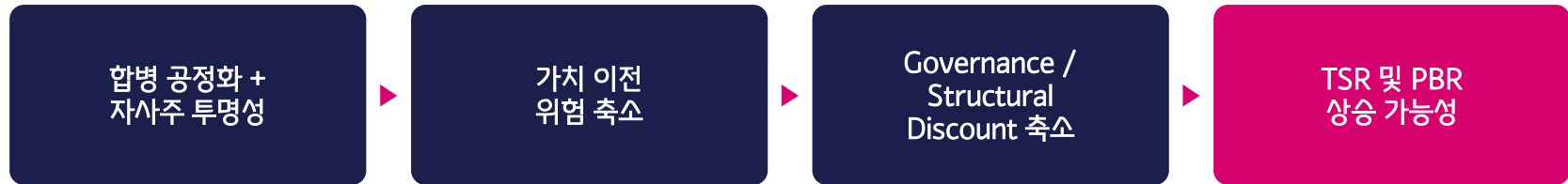
주요 제도	취지	목적	예상 효과
합병가액 공정화	주가 왜곡 유인 차단: 지배주주가 저가 시점을 선택해 유리한 합병비율을 확보하던 관행에 제도적 제동	실질가치 반영	가치 이전 가능성 축소
이사회·외부평가	절차적 책임 강화: 가액 산정 및 거래 결정 과정에서 이사회가 검증 책임을 지도록 해 사후적 분쟁 소지를 줄임	이해상충 검증	합병 신뢰도 제고
자사주 공시 강화	자사주 활용 투명화: 보유 목적을 밝히지 않던 관행에서 벗어나 향후 처리 계획까지 공개하도록 요구	보유·처분·소각 과정 공개	주주환원 예측가능성 확대
의무공개매수제도 [미확정]	경영권 프리미엄 공유: 지배주주만 프리미엄을 독점하던 구조에서 벗어나 일반주주에게도 동일 조건의 엑시트 기회 부여 (정부 정책과제)	일반주주 보호	M&A 형평성 개선

자료: 금융위원회, 국가법령정보센터, 한국증권 리서치센터

공통분모 | ‘지배주주 중심의 가치 이전’ 가능성을 낮추고, 일반주주의 권리를 강화

6. 자본시장법 개정이 기업가치에 미치는 영향

자본거래제도 개편→ 소수(소액)주주 보호→ Discount 축소→ Valuation Re-rating



- 합병가액 공정화(주가·자산가치·수익가치 종합, 외부평가 의무 등)는 지배주주에게 유리한 시점 선택 유인을 차단해 Value Transfer Risk 축소
- 자사주 공시 강화는 보유·처분·소각 계획의 예측가능성을 높여 자사주를 경영권 방어 수단에서 주주환원 자산으로 전환시키는 제도적 뒷받침
- 의무공개매수제도는 아직 세부 규제 수준 미확정이나, 도입 시 경영권 프리미엄의 일반주주 공유로 M&A Discount 완화 기대
- 종합하면 이번 개정은 Fundamental Value가 아니라 Valuation Multiple, 즉 시장이 요구하는 할인율 자체를 낮추는 방향으로 작동
- 중복상장·합병가액·자사주 채널이 동시에 걸리는 기업(특히 지주회사)일수록 Re-rating 폭이 클 가능성

투자전략 | '저평가 기업'보다 '가치 이전 위험이 낮아지고 Discount가 축소될 기업'을 선별

참고. 중복상장의 원칙적 금지

비대칭적 중복상장 차단 : 상장 자회사 가치의 중복 반영 및 희석 문제를 해소하여, 모회사의 Structural Discount 축소로 연결

→ 자본시장법이 아닌 거래스 상장 공시규정 시행세칙 개정과 중복상장 가이드라인 제정을 통해 시행중 (26.8.3)

- 중복상장 자체를 금지하기보다 모회사 일반주주 권익을 침해하는 비대칭적 중복상장을 원칙적으로 제한
- 물적분할 자회사 상장 시 주주보호 장치는 '공모주식 우선배정'이 아니라 모회사 주주총회 동의 의무화가 핵심
: 최대주주·특수관계인 의결권을 3%로 제한하는 '3%룰'을 적용해 참석주주 과반 및 발행주식총수 1/4 이상 찬성을 요건화 (2026.7.6 금융위·한국거래소 가이드라인 확정)
- 모회사 이사회에는 자회사 상장이 모회사 주주에 미치는 영향평가·주주보호방안 마련·주주소통·찬반결의·공시 등 5대 의무를 부과하고, 독립적 특별위원회 심의를 거치도록 함
- 자회사 상장 시 영업·경영 독립성과 모회사 투자자 보호를 별도 심사. 특히 물적분할 자회사는 주주동의를 필수화하고, 일반 자회사도 주주동의 여부를 핵심 판단기준으로 활용
- 투자자는 자회사 IPO 가능성보다 모회사 일반주주 보호장치와 주주동의 확보 가능성을 우선 점검할 필요

구분	내용	주주가치 효과
취지	모회사 주주의 권익을 고려하지 않는 중복상장 제한: 동일 사업가치가 모회사·자회사 주가에 이중으로 반영되며 발생하던 모회사 주주가치 희석 문제를 제도적으로 차단	모회사 Discount 축소
범위	쪼개기 상장분 아니라 신설·인수 후 상장까지 확대: 물적분할 직후 상장분 아니라 신설법인 설립이나 자회사 인수 이후 시차를 두고 상장하는 경우까지 규율 대상에 포함	규제 회피 가능성 축소
예외	모회사 주주 보호장치가 있는 경우 예외 허용: 신주 우선배정, 공정가액 평가 등 일반주주 보호 절차를 사전에 갖춘 경우에 한해 상장 심사 통과 가능	기업 자금조달과 보호의 균형
심사	상장심사 과정에서 모회사 주주 보호 여부 중점 검토: 거래소가 상장 예비심사 단계에서 모회사 일반주주에 대한 배정·보상 계획의 적정성을 실질적으로 판단	IPO로 인한 가치 이전 방지

자료: 금융위원회, 국가법령정보센터, 한국증권 리서치센터

법으로 자회사 상장을 원천 봉쇄하는 방식이 아니라, 모회사 이사회에 까다로운 절차적 의무를 부과하고, 거래소 심사를 엄격하게 시행함으로써, 사실상 주주의 동의 없는 상장을 어렵게 만드는 구조

Part V. 세법 개정

1. 2026년 세제개편안- 배당·자사주 과세 체계 전면 개편

세법 개편, 자금흐름 재설계 정책으로 이해

- 2025년 세제개편에서 고배당기업 배당소득 분리과세를 신설하고, 투자·상생협력촉진세제의 환류대상에 배당을 추가
- 기획재정부는 2026.8.3 「2026년 세제개편안」→ 국무회의 의결(9/1)→ 국회 제출(9/3): 자기주식 과세체계 정비, 주가 누르기 방지 관련 상증세 평가체계 개편이 핵심 내용
- 2026년 세제개편에서는 생산적 금융·자본시장 지원을 확대하고 ISA·BDC 등 장기 자본시장 투자 기반을 강화
- 반면 법인세율·증권거래세율·대주주 양도세 기준 등 일부 세부담 정상화 정책도 병행
- 세법 개정은 ‘무조건적인 기업 감세’가 아니라 기업·주주·자본시장 간 자금흐름을 재설계하는 정책으로 볼 필요

2026년 세제개편안의 핵심 내용

항목	핵심 내용	적용시기
고배당기업 배당소득 분리과세	종합과세(최고 45%) 대신 분리과세 선택 가능: 2천만원 이하 14%/ 2천만~3억원 20%/ 3억~50억원 25%/ 50억원 초과 30%; 배당성향·배당증가율 요건을 충족한 고배당 상장법인 배당소득에 한해 4단계 세율 구조로 종합소득세 대비 세부담을 낮추는 선택적 과세특례	2026년 1월 1일 이후 지급하는 배당분부터 적용
자기주식 과세체계 정비	법인이 주주로부터 자기주식을 취득하는 경우, 주주가 지급받는 금액 중 해당 주식 등의 취득가액(취득원가)을 초과하는 부분을 의제배당으로 과세 (소득세법·법인세법 개정): 자기주식 과세 합리화를 통해 자사주를 활용한 우회적 이익유보나 지배력 유지 목적의 취득 유인을 억제	2027.1.1 이후 취득분부터
상증세법 개정안 (주가누르기 방지) [미확정]	최근 13개 반기 중 12개 반기 동안 업종별 PBR 하위 25%(코스피)·10%(코스닥)에 해당하는 기업을 주가 누르기 추정 대상으로 분류하고, 평가심의를 거쳐 확정될 경우 상속·증여 시 주식평가 방식을 보완: 승계를 앞둔 지배주주가 인위적으로 기업가치를 낮게 유지할 유인을 세제 측면에서 축소 [당정 논의 및 정기국회 심사과정에서 별도로 마련할 예정, 미확정 변경 가능성 있음]	추진 중

자료: 기획재정부, 국가법령정보센터, 홍콩증권 리서치센터

2. 세제 개편이 주주환원 유인에 미치는 영향

배당 확대·환원 수단화·승계 유인 완화



배당 확대 유인 제고

- 2025년 세제개편의 고배당기업 배당소득 분리과세로 고액 배당소득자의 세후 매력도가 높아져 기업의 배당 확대 유인이 강화됨

세후 배당매력 ↑



자사주의 장기보유 유인 축소 (자사주 취득·처분 관련 과세체계 정비)

- 2026년 세제개편안은 자사주 취득 및 처분 과정의 과세 체계를 정비해 자사주 장기보유에 따른 세제상 유인을 축소하는 방향임
- 상법상 자사주 소각 의무화와 결합될 경우 자사주의 지배력 유지 목적 활용은 점차 어려워지고, 주주환원 수단으로서의 활용도가 높아질 가능성이 있음

주주환원 수단화



저평가 승계 유인의 구조적 완화 : 미확정

- 2026년 세제개편안은 최근 13개 반기(6.5년)중 12개 반기 PBR이 업종별 하위 25%(KOSPI), 10%(KOSDAQ) 또는 최근 1년 내 중복상장·교환사채 발행 등 행위+주가가 6개월~3년 평균 최대값 대비 30% 이상 하락한 기업 등이 '주가 누르기' 추정 대상으로 분류. 주가 누르기 관련 주식평가방법 개선은 국회 심사과정에서 합리적으로 보완할 예정 [8/3 재정경제부, 세제개편안 상세본]
- 이에 따라 지주회사·오너기업이 승계 목적으로 기업가치를 낮게 유지할 유인은 점차 축소될 가능성이 있음

승계 유인 완화

주: 2026년 세제개편안 관련 내용은 개편안 기준이며, 국회 심의 및 법률 개정 과정에서 내용이 변경될 수 있음.
자료: 기획재정부, 국가법령정보센터, 한국증권 리서치센터

3. 고배당기업 배당소득 분리과세- 배당을 많이 하는 기업에 인센티브

고배당 분리과세, 세후 배당매력 제고

- 기업 측면: 배당 확대의 세후 효과가 커지면서 현금 축적보다 주주환원의 상대적 매력도가 상승
- 투자자 측면: 고배당·고배당성향 기업의 세후 배당수익률이 개선되어 장기투자 유인이 강화
- 시장 측면: 저PBR·고배당 기업을 중심으로 Valuation Re-rating 가능성 확대
- 단, 분리과세는 모든 기업에 적용되는 것이 아니라 요건을 충족하는 고배당 상장법인과 그 배당소득을 대상으로 함

배당소득 분리과세의 주요 내용

항목	내용
대상 요건	기준연도(24년 사업연도) 대비 배당 감소가 없으며 ① 배당성향 40% 이상 또는 ② 전년 대비 배당 10% 이상 증가 + 배당성향 25% 이상 : 단순 고배당이 아니라 배당의 지속성과 증가 추세를 함께 요구해 일회성 배당 확대를 통한 요건 충족을 방지 (조세특례제한법 제104조의 27)
세율	2천만원 이하 14%/ 2천만~3억원 20%/ 3억~50억원 25%/ 50억원 초과 30% (4단계, 최고 세율 30%): 종합과세 최고세율(45%) 대비 특히 고액 배당소득자의 세 부담 경감 폭이 크게 설계되어 배당 확대의 세후 유인을 높이는 구조
적용 기간	2026년 지급 배당분 부터 2028년 사업연도 귀속 배당소득까지: 한시적 제도로 설계되어 있어, 종료 시점 이후 정책 연장 여부가 배당정책의 지속가능성에 영향을 줄 수 있음
정책 목적	고배당기업의 주주환원 확대 및 자본시장 밸류업 촉진: 배당 확대가 세후 실질 수익을 개선으로 직결되도록 유도해 저배당 관행의 구조적 개선을 도모

자료: 기획재정부, 국가법령정보센터, 흥국증권 리서치센터

배당 확대 유인↑ → 세후 배당매력↑ → 주주환원·자본배분 개선 → Valuation Multiple↑ → TSR 개선 가능성

4. 자사주 과세체계 개편 및 관련 세제 정상화

자사주는 자본거래로, 법인세율은 정상화 병행

- 상법의 자사주 소각 의무화 + 세법의 자사주 과세체계 정비가 결합되며 자사주를 주주가치 관점에서 재평가
- 자사주 취득시 의제배당 과세는 2027.1.1 이후 취득분부터 적용되며, 법인이 자사주를 매입하는 시점에 취득가액이 일정 기준을 초과하는 부분을 배당소득으로 간주해 과세하는 방식으로, 자사주를 통한 우회적 이익유보·지배력 유지 목적 활용을 억제하는 효과
- 법인세율 인상은 주주환원 유인 강화와는 별개로 진행되는 세수 확보성 조치로, 기업의 세후이익 감소를 통해 배당 재원을 일부 제약할 수 있다는 점에서 여타 주주친환적 세제 변화와는 상반된 방향성을 가짐

세제 개편, 주요 내용

구분	개정안	의미
법인 단계	자사주 처분손익 익금·손금 불산입	법인 단계 과세 명확화: 자사주 매매를 통한 손익을 법인의 과세소득에서 제외해, 자사주가 손익 조정 수단이 아닌 순수 자본거래로 취급됨을 세법상 명확히 함 / 2027.1.1 이후 처분분부터 적용 예정
주주 단계	자사주 취득시 취득가액 초과분 의제배당 과세	법인이 주주로부터 자사주를 취득해 대가를 지급하는 경우, 그 대가 중 해당 주주의 주식 취득가액을 초과하는 부분을 배당으로 의제해 과세하는 제도 (단, 거래소 시장매수분은 제외, 시간외 대량매매는 포함)/ 2027.1.1 이후 취득분부터 적용 예정
법인세율	법인세율 전 구간 1%p 인상→ 2022년 수준으로 환원(2025.12.2 국회 통과, 2026.1.1 이후 개시 사업연도부터 시행)	주주환원 유인 강화 정책과는 별개로 진행되는 세수 확보성 조치 세후이익 감소를 통해 배당 재원을 일부 제약할 수 있어 부정적 영향
증권거래세·대주주기준	코스피 0%→0.05%, 코스닥 0.15%→0.20% 거래세/농특세 합해서 세율 0.2% 동일 [2025년 세제개편→ 2026년 시행], 대주주 판정 기준 50억원 유지	세수 확보성 조치로 코스피·코스닥 세율을 단계적으로 상향해 거래세 체계를 정비. 대주주 기준은 유지로 연말 수급 영향 제한 적, 과세 형평 논의만 있었을 뿐 실질적 대상 확대는 이루어지지 않음

자료: 기획재정부, 국가법령정보센터, 한국증권 리서치센터

Investment Point | 주주환원 확대 정책과 거래·양도 과세 강화가 동시에 진행된다는 점에 유의

5. 세제 개편의 정책적 함의 : 생산적 금융과 자본시장 기반 강화

세제의 역할이 '주주환원 유인'에서 '자본시장으로의 장기자금 유입'까지 확대

- 2026년 세제 개편의 방향: 주주환원+생산적 금융+미래성장 투자의 3축 병행
- 생산적 금융 ISA 신설과 일반 ISA 정비는 개인자금이 배당주 중심에서 벗어나 성장기업·비상장기업까지 넓게 흘러가도록 유도하며, BDC(business development company) 배당소득 9% 저율 분리과세(납입금 1억원 한도)는 일반 배당소득 대비 낮은 세율로 설계되어 벤처·성장자본으로의 자금 유입을 별도로 촉진
- 벤처기업 직접출자 세액공제 강화와 AI·반도체·에너지 등 미래성장 산업에 대한 세제지원은 무리한 배당 확대보다 ROIC가 높은 성장 투자와 주주환원이 병행되도록 뒷받침하는 구조로, 앞서 다룬 배당·자사주 중심의 주주환원 정책과 상호보완적으로 작동

생산적 금융 활성화와 자본시장 기반 강화

정책	주요 내용	자본시장 효과
생산적 금융 ISA	생산적 금융 투자 확대를 위한 ISA 신설·일반 ISA 정비: 비과세·저율과세 한도를 활용해 개인 자금이 예적금·배당주 중심에서 벗어나 성장기업·비상장기업 투자로 흘러가도록 세제 유인을 재설계	개인자금을 배당주 중심에서 성장기업·비상장기업까지 넓히는 통로로 작동
BDC	BDC 배당소득 9% 저율 분리과세, 납입금 1억원 한도: 일반 배당소득세율 대비 낮은 세율을 적용해 개인투자자가 비상장·성장기업에 간접투자할 유인을 별도로 부여	일반 배당소득 대비 낮은 세율로 설계되어, 벤처·성장자본으로의 자금 유입 유인을 별도로 확대
벤처투자	벤처기업 직접 출자 세액공제 등 강화: 내국법인이 인구감소(관심)지역 소재 벤처기업에 직접 신규출자 시 세액공제율을 5%→7%로 상향. 개인 출자자는 별도의 엔젤투자 소득공제 체계 적용	모험자본 확대
미래성장 투자	AI·반도체·에너지 등 세제지원: 국가전략산업 분야의 설비·연구개발 투자에 대한 세액공제를 확대해 기업의 재투자 유인을 뒷받침	기업 투자·성장성 강화. 무리한 배당 확대보다 ROIC 높은 성장 투자와 환원의 병행을 뒷받침

자료: 기획재정부, 국가법령정보센터, 홍국증권 리서치센터

Tax Reform → Capital Allocation → Earnings/FCF-Shareholder Return → Discount/Multiple → Equity Value-TSR |

⇒ 저PBR+고배당+배당성향개선+자사주소각+성장투자 동시 충족 기업에 주목

6. 세법 개정 요약

세제 정비로 자본배분 유인 변화, Valuation 영향

- 고배당 분리과세는 기업의 배당 확대 유인을 높이고, 기업소득 환류 확대는 배당·자사주 소각 등 주주환원 재원을 확대
- 법인세율·증권거래세·대주주 양도세 기준 변화는 기업과 투자자의 세후 수익률 및 자본시장 수급에 영향을 미치는 변수
- 자사주 과세체계 정비와 ISA·BDC 등 자본배분의 경제적 유인을 변화시키고, 기업의 실제 실행 여부에 따라 주주환원·자본효율 및 valuation 에 영향을 미칠 전망

세법 개정의 핵심 내용과 주주가치 영향

주요 내용	취지	기업 영향	주주가치 효과
고배당 배당소득 분리과세	고배당기업의 환원 유인: 종합과세 대비 낮은 세율로 고액 배당소득자의 세후 매력도를 높여 배당 확대를 유도	배당정책 개선	세후 배당매력 ↑
투자·상생협력촉진세제	기업소득 환류 확대: 사내유보 대신 투자·배당·임금 등으로 환류된 소득에 세제 혜택을 부여해 과잉 유보 유인을 억제	배당도 환류수단	SRR ↑
법인세율 인상	2022년 수준으로 세율을 환원하는 세수 확보성 조치로, 주주환원 유인 강화와는 별개로 진행	세후이익 영향	환원재원 변동
증권거래세	세제 정상화: 코스피·코스닥 세율을 단계적으로 상향해 거래세 체계를 정비	거래비용 변화	시장 유동성·수급 영향
대주주 양도세 기준	과세 형평: 대주주 판정 기준을 기존 50억원 유지	대상 확대	연말 수급 영향
자사주 과세체계	자본거래 과세 명확화: 자사주 처분손익 익금·손금 불산입, 취득 시 의제배당 과세로 자사주를 순수 자본거래로 재정의	자사주 회계·세무 정비	소각정책과 연계
ISA·BDC	생산적 자금 유입: 개인자금이 배당주 중심에서 벗어나 성장·비상장기업까지 흘러가도록 세제 유인을 재설계	장기자금 기반 확대	시장 수요층 확대

자료: 기획재정부, 국가법령정보센터, 한국증권 리서치센터

공통분모 | 주주가치 관점에서 무엇이 달라지는가

7. 고배당기업 대상 요건 충족 기업(1/2)

기업명	시가총액 (십억원)	25년 배당성향(%)	배당 증가율(%)	케이스 ①	케이스 ②	기업명	시가총액 (십억원)	25년 배당성향(%)	배당 증가율(%)	케이스 ①	케이스 ②
삼성전자	1,520,032	25.1	13.2	미충족	충족	KT	13,458	33.6	18.2	미충족	충족
삼성전기	108,903	25.2	30.5	미충족	충족	DB손해보험	11,862	25.8	12.9	미충족	충족
KB금융	61,467	27.1	31.7	미충족	충족	GS	11,807	35.6	11.1	미충족	충족
삼성생명	61,200	41.3	17.8	충족	충족	한국금융지주	10,711	25.1	118.2	미충족	충족
한화에너지	56,823	25.6	126.3	미충족	충족	카카오뱅크	10,425	45.6	27.8	충족	충족
신한지주	51,123	25.1	14.6	미충족	충족	NH투자증권	9,802	47.3	48.1	충족	충족
HD현대중공업	47,180	40.1	205.6	충족	충족	LS	9,719	25.3	51.5	미충족	충족
SK	39,514	27.6	14.3	미충족	충족	포스코인터내셔널	9,447	51.4	19.4	충족	충족
하나금융지주	37,396	28.0	10.2	미충족	충족	HD현대마린솔루션	9,303	65.7	25.6	충족	충족
LG전자	35,265	25.4	34.7	미충족	충족	삼성E&A	9,232	25.1	19.7	미충족	충족
삼성화재	29,691	41.1	2.6	충족	미충족	아모레퍼시픽	8,610	36.3	10.1	미충족	충족
HD현대일렉트릭	28,153	34.9	32.7	미충족	충족	한국타이어앤 테크놀로지	8,250	25.8	15.0	미충족	충족
고려아연	26,655	52.6	19.3	충족	충족	삼성증권	7,858	35.5	14.3	미충족	충족
우리금융지주	24,903	32.0	12.1	미충족	충족	LG씨엔에스	7,480	40.9	22.9	충족	충족
HD한국조선해양	24,664	40.1	141.2	충족	충족	키움증권	7,278	27.1	46.5	미충족	충족
한미반도체	21,016	35.5	11.1	미충족	충족	한화	7,226	26.5	36.7	미충족	충족
두산	20,453	94.6	100.0	충족	충족	LG유플러스	6,362	53.7	0.7	충족	미충족
HMM	20,232	35.2	24.9	미충족	충족	산일전기	6,009	25.5	197.6	미충족	충족
KT&G	18,489	57.6	6.6	충족	미충족	두산밥캣	5,972	40.5	2.3	충족	미충족
LG	18,052	64.9	0	충족	미충족	대덕전자	5,569	54.1	25.0	충족	충족
포스코퓨처엠*	17,834	68.9	25년 신규배당	충족	충족	삼성카드	5,440	46.3	0	충족	미충족
에이피알*	17,390	65.8	25년 신규배당	충족	충족	JB금융지주	5,288	30.0	12.4	미충족	충족
HD현대	17,299	29.4	11.1	미충족	충족	오리온	5,139	36.2	40.0	미충족	충족
현대글로벌비스	15,563	25.1	56.8	미충족	충족	리노공업	5,076	39.96	33.3	미충족	충족
LIG다펜스앤 에어로스페이스	15,268	25.4	23.2	미충족	충족	이오테크닉스	4,977	25.8	144.3	미충족	충족
한화시스템	13,829	38.6	42.9	미충족	충족	BNK금융지주	4,664	28.1	10.5	미충족	충족

주: 시가총액 1조 원 이상, 2026년 8월 31일 기준
자료: Quantwise, 흥국증권 리서치센터 정리

7. 고배당기업 대상 요건 충족 기업(2/2)

기업명	시가총액 (십억원)	25년 배당성향(%)	배당 증가율(%)	케이스 ①	케이스 ②	기업명	시가총액 (십억원)	25년 배당성향(%)	배당 증가율(%)	케이스 ①	케이스 ②
한전기술	4,449	60.0	34.8	충족	충족	제일기획	2,208	60.0	0	충족	미충족
파마리서치	4,426	25.9	218.7	미충족	충족	GS리테일	2,203	115.4	20.0	충족	충족
신세계	3,910	327.1	15.6	충족	충족	동진세미켐	2,171	33.7	224.8	미충족	충족
CJ	3,790	77.3	9.99	충족	미충족	SK가스	2,113	34.5	12.9	미충족	충족
피에스케이	3,699	25.1	70.0	미충족	충족	아모레퍼시픽홀딩스	2,083	30.5	18.1	미충족	충족
코스맥스	3,405	30.4	43.5	미충족	충족	에스퍼지	2,069	60.7	66.6	충족	충족
넷마블	3,135	31.9	110.1	미충족	충족	씨에스월드	2,062	119.4	0	충족	미충족
GS건설	3,107	45.4	66.7	충족	충족	이마트	2,050	49.2	25.0	충족	충족
에스원	3,105	60.6	18.5	충족	충족	고영	1,940	62.8	0.3	충족	미충족
서울보증보험	3,037	74.5	0	충족	미충족	테크윙	1,838	49.4	0	충족	미충족
팬오션	3,031	26.6	25.0	미충족	충족	코오롱인더	1,782	103.2	0	충족	미충족
롯데쇼핑	3,010	219.3	5.3	충족	미충족	씨젠	1,755	95.5	24.8	충족	충족
iM금융지주	2,928	25.3	35.1	미충족	충족	LS마린솔루션	1,724	97.5	62.5	충족	충족
현대엘리베이터	2,901	193.0	154.7	충족	충족	오리온홀딩스	1,552	54.7	37.5	충족	충족
효성	2,792	25.3	66.7	미충족	충족	두산테스나	1,550	203.9	0	충족	미충족
테스	2,759	26.5	43.2	미충족	충족	효성티앤씨	1,538	400.8	0.4	충족	미충족
달바글로벌	2,756	41.1	828.6	충족	충족	LX인터내셔널	1,510	50.7	0	충족	미충족
피에스케이홀딩스	2,691	25.4	54.3	미충족	충족	세아베스틸지주	1,470	68.6	0	충족	미충족
동서	2,577	77.7	28.1	충족	충족	기가비스	1,429	65.6	0	충족	미충족
신영증권	2,571	40.3	50.0	충족	충족	코미코	1,359	28.3	38.8	미충족	충족
F&F	2,563	25.4	58.4	미충족	충족	오뚜기	1,349	44.7	0	충족	미충족
코리안리	2,524	31.3	10.7	미충족	충족	롯데웰푸드	1,341	40.4	0	충족	미충족
에스엘	2,471	41.0	130.8	충족	충족	한일시멘트	1,251	99.1	6.2	충족	미충족
한국엔컴퍼니	2,340	30.0	10.0	미충족	충족	RFHIC	1,246	35.4	298.9	미충족	충족
미스트홀딩스	2,222	47.0	51.7	충족	충족	삼화콘덴서	1,172	41.5	1.3	충족	미충족
클래시스	2,208	49.4	287.0	충족	충족	하이트진로	1,091	117.9	0	충족	미충족

주: 시가총액 1조 원 이상, 2026년 8월 31일 기준

자료: Quantwise, 흥국증권 리서치센터 정리

Part VI. 주주가치 증대

1. 3법 개정의 결합 효과- 주주가치 증대 메커니즘

3법 결합→ TSR 개선→ 코리아 디스카운트 해소

- 상법·자본시장법·세법 개정은 세 법률이 상호 정합적으로 결합될 때 주주가치 증대효과가 극대화
- 상법은 이사회 책임과 주주권을 강화하고, 자본시장법은 자본거래 과정의 가치 이전을 줄이며, 세법은 주주환원과 생산적 자금흐름에 경제적 유인을 부여
- 세 제도의 공통점은 기업의 '이익 창출' 자체보다 이익과 기업가치가 주주에게 어떻게 귀속되는지를 개선하는 데 있음
- 향후 주주가치 분석은 배당뿐 아니라 자사주 소각, 자본배분, 합병·분할, 중복상장, 이사회 의사결정까지 포괄해야 하며, 핵심 투자 포인트는 '제도 변화의 수혜를 받을 기업'과 '실제 행동으로 옮길 기업'을 구분하는 것

상법

- 자사주 실질 소각 의무화
- 이사 충실의무·집중투표제

자본시장법

- 합병가액 공정가액화
- 물적분할 주주보호

세법

- 고배당 기업 배당소득 분리과세
- 자사주 관련 과세체계 정비·주식평가 제도 보완

주주환원 확대 · 자사주 활용 유인 변화 · 가치이전 가능성 억제 · 저평가 승계 유인 완화

TSR(총주주수익률) 개선 → 코리아 디스카운트 해소

2. 주주가치 증대의 4대 Driver

① 이익 성장(EPS/NAV 증가), ② 주주환원(배당+자사주소각), ③ 자본배분 효율성 (ROIC/FCF 개선),

④ Governance 개선(디스카운트 축소→Multiple Re-rating)

- 동일한 순이익을 창출하더라도 자본배분 정책에 따라 주당가치와 TSR은 크게 달라질 수 있음
- 현금이 과도하게 쌓이거나 저수익 투자가 반복되면 ROE가 낮아지고 자본배분 Discount가 확대될 가능성
- 반대로 적정 수준의 성장투자와 주주환원이 병행되면 EPS·ROE·TSR과 함께 Valuation Multiple의 개선 가능성이 높아짐

주주가치 제고의 4대 Driver: 성장·환원·자본배분·거버넌스의 동시 개선

경로	핵심 변수	주주가치 효과	대표 지표
이익 성장	매출·EBIT·ROE	내재가치 증가: 이익창출력 자체의 확대가 Fundamental Value를 높이는 가장 근본적인 경로	EPS / ROE
주주환원	배당·자사주 소각	주주에게 귀속되는 현금흐름 증가: 창출된 이익 중 일반주주 몫으로 실제 배분되는 비중이 커지며 체감 수익률 개선	DPS / SRR / TSR
자본배분	투자·M&A·현금·매각	ROIC 개선: 자본이 WACC를 상회하는 곳에 배분될수록 재투자 수익성이 높아지고, 저수익 투자·과잉 유보는 반대로 자본효율성을 저하	ROIC / FCF
거버넌스	이사회·주주권·자본거래	Discount 축소: 이해상충 및 가치이전 위험이 낮아지면서 시장이 요구하는 할인율이 낮아지고 동일 이익에도 더 높은 Multiple이 부여됨	PBR / NAV Discount

자료: 각종 법령 및 정부 정책자료 종합, 흥국증권 리서치센터

핵심 | ‘성장’과 ‘환원’의 균형 + ‘Discount’ 축소가 주주가치 극대화의 조건

3. 주주가치 증대 실행 수단- 배당, 자사주, 자본배분, 거버넌스 디스카운트 축소

4대 실행 수단이 Governance Discount 축소

① 배당 확대

기업이 창출한 현금을 주주에게 직접 이전하는 가장 명확한 주주환원. 2025년 세제개편의 고배당 분리과세로 고배당 기업의 세후 배당매력도 상승. 다만 무리한 배당 확대보다 ROIC가 높은 성장투자와 배당을 병행하는 자본배분이 장기적으로 중요

2025년 세제개편, 배당소득 분리과세→ 세후 배당매력 ↑ → 배당 확대 유인 강화 → TSR 개선 가능성

② 자사주 소각

총기업가치가 동일해도 기존 주주의 몫을 증가시키는 효과. 2026년 상법 개정으로 자기주식은 원칙적으로 소각하도록 변경되어 EPS 개선과 직접 연결. 지주회사에서는 자사주 소각이 NAV/Share 및 주주별 지분가치에 영향

자사주 소각 의무화 → 자사주 장기보유·지배력 유지 목적 활용 축소 → 주주환원 기능 강화
2026년 세제개편안 → 자사주 취득·처분 관련 과세체계 정비 → 자사주 활용 유인 변화

③ 자본배분 개선

ROIC > WACC인 투자를 확대하고, 잉여현금은 주주에게 환원하는 구조가 이상적. 낮은 수익률의 투자를 반복하면 오히려 주주가치를 훼손하므로, 향후 기관투자자의 핵심 질문은 '투자 후 ROIC가 얼마인가'로 이동할 가능성

Capital Allocation Quality = ROIC 개선 + FCF 증가 + 비핵심자산 정리 + 합리적 주주환원

④ Governance Discount 축소

이사회 책임 및 주주권 강화는 자본배분과 주요 자본거래에 대한 신뢰를 높이는 방향. 중복상장 원칙금지는 모회사 일반주주의 가치 희석 위험을 낮추고, 합병 공정화는 계열사 간 가치 이전 가능성을 축소

상법·자본시장법·세법 개정 → 가치 이전 위험 ↓ → Governance Risk ↓ → 요구수익률 ↓ → Governance Discount ↓

4. 기업 대응 전략 제언 및 투자전략 5대 기준

증장기 로드맵 제시로 예측가능성 제고

- 배당성향·자사주 소각 목표를 증장기 로드맵으로 제시하고, 자본배분과 주주환원 정책의 예측가능성을 제고
- 합병·분할 등 주요 자본거래의 공정가액 산정과 이사회 의사결정 절차를 강화하고, 지주회사는 자회사 지분·배당 전략을 통해 NAV Discount 축소 추진
- 기관·소액주주와의 적극적인 소통을 강화해 기업의 실행력을 높이고, 궁극적으로 이익성장·주주환원·자본배분 개선·Governance Discount 축소를 동시에 달성

제도 변화에 대응한 기업의 주주가치 제고 전략

영역	권고 대응 전략
주주환원 정책	배당성향·자사주 소각 목표를 담은 증장기 로드맵을 밸류업 공시와 연계해 사전 공시, 예측가능성 제고: 단발성 환원 발표보다 목표치와 달성 시점을 명시한 로드맵이 시장의 신뢰 형성과 Discount 축소에 더 직접적으로 작용
이사회 운영	자사주 취득 목적의 명확화 및 이사회 의사결정 근거 기록 강화 (충실의무·행위규범 가이드라인 대응): 취득 목적을 사전에 명문화해두면 추후 경영권 방어 목적 활용이라는 오해나 분쟁 소지를 줄일 수 있음
가치이전 가능성 억제	합병·분할 추진 시 외부평가기관을 통한 공정가액(주가+자산가치+수익가치) 산정 프로세스를 사전 구축: 법 시행 이후 대응이 아니라 사전에 절차를 표준화해두어야 이사·회사의 연대배상책임 리스크를 최소화
지주회사 전략	자회사 지분정리·배당 확대 전략을 병행해 NAV 할인율 축소를 유도, 물적분할 신설법인 상장 시 모회사 주주배정 원칙 준수: NAV 자체보다 Discount 축소 여력이 체감되는 실행력이 재평가의 핵심 변수
IR·소통	기관투자자·소액주주 대상 자본배분 정책 커뮤니케이션 강화, 스튜어드십 코드 이행 기관과의 접점 확대: 정책 변화의 수혜 여부는 결국 시장이 기업의 실행 의지를 얼마나 신뢰하는지에 좌우

자료: 각종 법령 및 정부 정책자료 종합, 한국증권 리서치센터

최종 투자공식 | 주주가치 = 이익성장 + 주주환원 + 자본배분 개선 + Governance Discount 축소

5. 주주가치 증대 종합표- ‘제도’에서 ‘기업 행동’으로

수혜 여부는 법 적용 대상 아닌 실행력

[주주가치 증대 기업 선별하는 5가지 기준]

- ① 주주환원 여력: FCF·순현금·배당가능이익이 충분한가?
- ② 환원 의지: 배당성향·자사주 소각·중장기 주주환원정책이 실제로 개선되는가?
- ③ 자본배분 능력: 신규투자자 M&A의 ROIC가 WACC를 상회하는가?
- ④ 거버넌스 개선 여지: NAV Discount·PBR Discount가 제도개혁으로 축소될 여지가 큰가?
- ⑤ 실행력: 법·제도 변화에 맞춰 실제 행동으로 전환할 가능성이 높은가?

주주가치 제고의 종합 Framework



핵심 | 제도 개혁의 수혜 여부는 ‘법 적용 대상’이 아니라 ‘기업 행동 변화의 크기’로 판단
주주가치의 4대 Driver | 이익성장·주주환원·자본배분·Governance

Part VII. 기업가치에 미치는 영향

1. 기업가치는 이익과 Multiple의 함수

제도 개혁, 이익보다 적정 Multiple 회복

- $Equity\ Value = Fundamental\ Value \times Valuation\ Multiple$
 $Fundamental\ Value$ 는 기업의 이익·현금흐름·순자산 등 기초가치에 기반
- 제도개혁의 직접적인 효과는 기업의 매출이나 이익을 증가시키는 것이 아니라 '기업가치가 주주에게 귀속되는 방식'을 개선하는 것
- 이사회 책임 강화, 자본거래 공정화, 주주환원 유인 강화는 Governance·Capital Allocation Discount를 낮추는 방향으로 작용
- 두 경로는 서로 독립적이지 않음: Discount가 축소되어 요구수익률이 낮아지면 동일한 이익이라도 밸류에이션이 높아지고, 이는 다시 저비용 자본조달·재투자 여력 확대로 이어져 Fundamental Value 성장을 뒷받침하는 선순환 가능
- 기업가치 변화는 ① Fundamental Value(이익 성장, FCF 증가, ROIC 개선, 자본배분 효율성으로 결정) 증가, ② Valuation Multiple(Governance Discount 축소, NAV Discount 축소, 주주환원 신뢰도 상승, 자본거래 공정성 개선으로 결정) 상승으로 발생
- 지주회사·저PBR 기업은 실적 개선보다 Discount 축소가 주가 상승의 핵심 촉매가 될 가능성

Equity Value의 두 경로

구분	결정 요인	관련 제도	대표 지표
Fundamental Value	이익 성장, FCF 증가, ROIC 개선, 자본배분 효율성: 기업이 실제로 창출하는 현금흐름과 그 현금이 얼마나 효율적으로 재투자·배분되는지에 좌우되는 내재가치	자본배분 개선(39p)	EPS, ROE, FCF
Valuation Multiple	Governance Discount, NAV Discount, 주주환원 신뢰도, 자본거래 공정성: 동일한 이익이라도 시장이 요구하는 할인율에 따라 부여되는 배수가 달라지며, 이는 실적이 아니라 신뢰와 제도적 안전장치에 좌우	상법·자본시장법(44~45p)	PBR, PER, NAV Discount

자료: 한국증권 리서치센터

핵심 | 제도개혁은 '이익 증가'보다 '적정 Multiple 회복'에 더 직접적인 영향을 미칠 수 있음

2. 상법 개정⇒ Governance Discount 축소

이사회 책임과 주주권 강화는 기업의 '행동 리스크'를 낮춤

- 이사 주주충실의무 확대와 주주 참여 강화는 Governance Risk와 이해상충 Risk를 낮춰 주주 신뢰를 제고
- 전자주주총회·집중투표제·독립적인 감사위원 선출 등은 소수주주 영향력을 확대해 이사회 견제 및 의사결정의 투명성을 강화
- 자사주 소각은 발행주식수를 감소시켜 EPS 개선에 기여할 수 있으나, BPS는 자사주 취득가격과 주당 장부가치의 상대적 수준에 따라 상승 또는 하락 가능함

상법 개정이 기업가치에 미치는 영향

변화	기업 행동	기업가치 영향
이사 주주충실의무	주주가치 고려 확대	Governance Risk ↓: 합병·분할·계열사 거래 등 주요 의사결정에서 일반주주 이익을 고려해야 할 법적 근거가 명확해지며 이해상충에 따른 소송·평판 리스크가 축소
전자주주총회	주주 참여 확대	주주권 실질화: 물리적 참석 제약이 사라지며 소수주주의 의결권 행사율이 높아지고, 이는 이사회가 주주 의사를 실제로 반영해야 하는 유인으로 작용
독립이사·감사위원	이사회 견제 강화	이해상충 Risk ↓: 최대주주 합산 의결권 제한을 통한 분리선출로 대주주로부터 독립적인 감시 기능이 강화되며 계열사 거래의 공정성 검증력이 높아짐
집중투표제	소수주주 영향력 확대	의사결정 투명성 ↑: 소수주주 추천 이사의 이사회 진입 가능성이 커지며 대주주 단독 의사결정 관행에 실질적 견제가 형성
자사주 원칙적 소각	주주환원 확대	EPS ↑ / BPS +-: 발행주식수 감소로 주당이익은 개선되지만, BPS는 자사주 취득가격과 장부가치의 상대적 수준에 따라 방향이 달라질 수 있어 소각 규모·시점에 대한 개별 확인 필요

자료: 법무부, 국가법령정보센터, 흥국증권 리서치센터

Valuation Channel | Governance Risk ↓ → Required Return ↓ → Discount ↓ → PBR/PER Re-rating

3. 자본시장 제도 개혁⇒ ‘가치 이전 할인’ 축소

중복상장·합병·자사주 규율 강화는 주주간 가치 이전 가능성을 낮춤

- 중복상장 원칙적 금지는 모회사 일반주주의 가치 희석 가능성을 낮춰 NAV Discount 축소에 기여
- 합병가액 공정화와 외부평가 강화는 시가 왜곡 및 계열사 간 Value Transfer Risk를 낮춰 자본거래의 신뢰도를 제고
- 자사주 원칙적 소각은 자사주가 경영권 방어·특정주주 이익을 위한 수단으로 활용될 가능성을 제거해 Shareholder Return Discount를 축소
- 의무공개매수제도(미확정)는 경영권 변경 시 일반주주에게도 동반매도 기회를 부여해 경영권 프리미엄을 공유함으로써 M&A Discount를 완화
- 종합하면 이번 개정은 Fundamental Value가 아니라 Valuation Multiple, 즉 시장이 요구하는 할인을 자체를 낮추는 방향으로 작동

자본시장 제도 개혁이 기업가치에 미치는 영향

제도	기존 우려	개정 방향	Valuation 영향
중복상장 원칙적 금지·예외허용 (거래소 제도)	모회사 주주가치 희석	원칙금지·주주보호: 신설·인수 후 상장까지 규율 범위를 넓히되, 신주 우선배정 등 보호장치를 갖춘 경우에 한해 예외 허용	NAV Discount ↓
합병 가액 공정화 (자본시장법)	시가 왜곡·합병비율 논란	공정가액·외부평가: 시가·자산가치·수익가치를 종합 반영하고 이사회 검토·외부평가·연대배상책임을 절차적으로 의무화	Value Transfer Risk ↓
자사주 원칙적 소각 (상법)	경영권·특정주주 활용	보유·처분·소각 투명화: 취득 후 1년 이내 소각을 원칙화하고, 예외적 보유·처분은 매년 주주총회 승인을 거치도록 규율	Shareholder Return ↑
의무공개매수 도입추진 [미확정]	경영권 프리미엄 편중	일반주주 보호: 경영권 변동 지분거래 시 일반주주에게도 동반매도 기회를 부여(물량 최저선 50%+1주 논의 중)	M&A Discount ↓

자료: 금융위원회, 국가법령정보센터, 홍콩증권 리서치센터

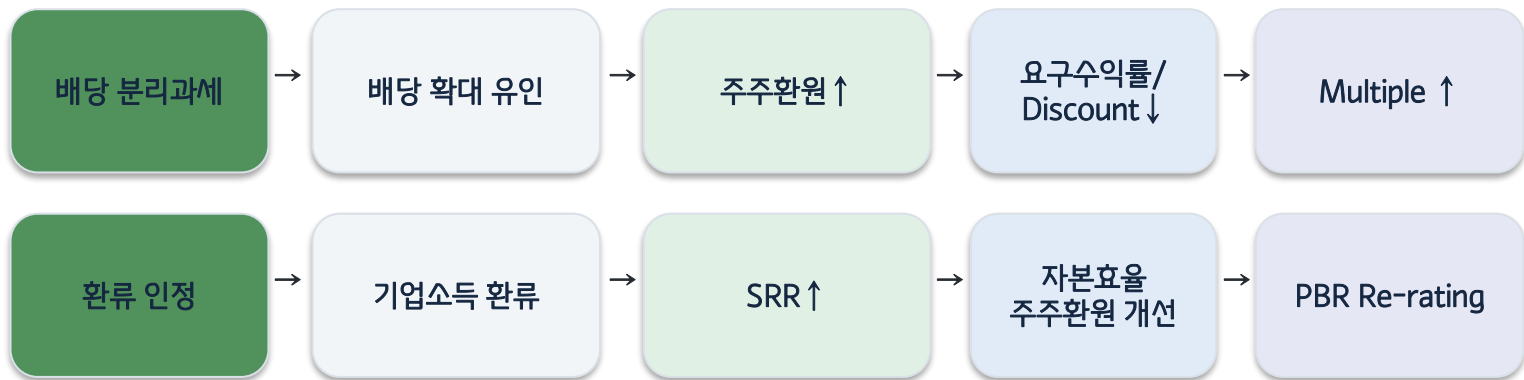
핵심 | ‘기업가치 훼손 가능성’ 자체가 낮아지면 시장이 요구하는 Discount도 낮아질 수 있음

4. 세법 개정⇒ Shareholder Yield Re-rating

세제는 기업의 '배당·환류·투자' 선택에 직접적인 영향을 끼침

- 고배당기업 배당소득 분리과세는 세후 배당수익률을 높여 배당 확대의 경제적 유인을 강화
- 배당소득 분리과세는 2026년 배당분부터 2028사업연도까지 한시 적용되며, 배당성향 40% 이상 또는 배당성향 25% 이상+전년 대비 배당 10% 이상 증가 기업이 대상이 되어, 정책 수혜 여부가 기업별 배당정책 설계에 따라 갈릴 수 있음
- 자사주 매입·소각 역시 $SRR = (\text{현금배당} + \text{순자사주 매입액}) / \text{순이익}$ 산식에 포함되는 만큼, 자사주 취득 관련 과세체계 정비와 배당 확대 유인과 결합되며 주주환원의 질적 개선(자본배분 효율성 제고)으로 이어질 가능성
- 기업소득 환류 관련 세제는 배당 및 자사주 등 주주환원과 투자 간 자본배분 의사결정에 영향을 미침
- 다만 실제 주주가치 개선은 세제혜택 자체보다 기업의 환원정책 실행 여부에 좌우

세법 개정이 기업가치에 미치는 영향



자료: 기획재정부, 국가법령정보센터, 홍콩증권 리서치센터

5. 기업가치 상승은 3개의 Discount 축소에 달려 있다

Structural Discount + Governance/Execution Discount + Capital Allocation Discount

- 이번 제도개혁의 직접적인 효과는 기업의 매출이나 이익을 증가시키는 것이 아니라 ‘기업가치가 주주에게 귀속되는 방식’을 개선하는 것
- 중복상장 규제는 상장 자회사 가치가 모회사 주주에게 희석되는 위험을 낮춰 Structural Discount 축소에 기여
- 상법상 주주총실의무·독립이사·소수주주권 강화는 Governance Discount 축소 요인
- 자사주 소각과 배당 확대는 주주환원을 높이는 동시에 NAV의 주주 귀속률을 개선
- 따라서 지주회사 투자에서는 NAV 자체보다 ‘NAV의 질(Quality)’과 ‘Discount 축소 가능성’을 함께 평가해야 함

기업가치 상승의 3대 축: 구조, 거버넌스, 자본배분 디스카운트 축소

Discount	원인	제도 개혁 영향	축소 가능성
Structural Discount	지주회사 구조·계열사 중복상장·사업복잡성 등 구조적 요인: 동일한 사업가치가 모회사·자회사 주가에 이중 반영되며 발생하는 만성적 할인	중복상장·자본거래 규율: 신설·인수 후 상장까지 규율 범위를 넓혀 구조적 희석 경로 자체를 차단	중장기
Governance/Execution Discount	지배구조·주주권 보호·경영진 실행력: 이해상충 가능성과 경영진의 자본배분 실행 신뢰도에 대한 시장의 의구심	주주권 강화: 이사 총실의무·집중투표제·감사위원 분리선출로 견제 기능을 제도화	중기
Capital Allocation Discount	낮은 ROIC 투자·과잉현금·낮은 환원성향: 자본이 WACC를 밑도는 곳에 배분되거나 사내에 과도하게 유보되며 발생하는 비효율	세제·주주환원 유인: 배당 분리과세·자사주 과세체계 정비로 환원과 성장투자의 균형을 유도	기업별 차별

자료: 각종 법령 및 정부 정책자료 종합, 흥국증권 리서치센터

Investment Point | 특히 NAV가 크고 저평가된 지주회사일수록 작은 디스카운트 변화가 주가에 큰 영향을 미칠 수 있음

6. 동일한 NAV라도 기업가치는 달라진다

$$\text{지주회사 가치} = \text{NAV} \times (1 - \text{Structural Discount}) \times (1 - \text{Governance / Execution Discount})$$

본 산식은 지주회사 NAV Discount를 구조·거버넌스/실행력·자본배분 요인으로 분해하기 위한 분석 Framework

- 역설적으로, 동일한 NAV를 보유하더라도 현재 Discount가 높은 기업일수록 제도개혁에 따른 Discount 축소 여력이 커 주주가치 상승 가능성이 확대
- NAV 100조원 기준 Discount가 60%→40%로 축소될 경우 기업가치는 40조원→60조원으로 50% 증가하는 반면, 40%→30% 축소 시에는 16.7% 증가에 그침
- 따라서 제도개혁의 진정한 수혜자는 단순 저평가 기업이 아니라 'Discount 축소 여력'과 실행력을 동시에 보유한 기업

동일한 NAV, 다른 기업가치: 디스카운트와 실행력의 차이

구분	기업 A	기업 B
NAV	100조원	100조원
현재 Discount	60%	40%
현재 기업가치	40조원	60조원
개혁 후 Discount	40%	30%
개혁 후 기업가치	60조원	70조원
기업가치 증가	+20조원 (+50%)	+10조원 (+16.7%)

자료: 홍콩증권 리서치센터

핵심 | 동일한 NAV라도 출발 Discount와 축소 폭에 따라 주주 상승 여력은 크게 달라짐 ⇒ 제도개혁의 진짜 수혜자는 'Discount 축소 여력'이 큰 기업

7. 기업별 영향은 ‘제도 노출도×실행력×Valuation’으로 달라진다

노출도·실행력·Valuation Gap이 재평가 결정

- Policy Exposure가 높아 제도개혁의 수혜 가능성이 크고, 배당·자사주 소각·자산매각 등 실제 실행력이 높은 기업에 주목
- Valuation Discount가 클수록 Re-rating 여력이 크며, ROE·ROIC·FCF 등 Fundamental Quality가 높을수록 가치 상승의 지속가능성 확보
- Investment Score는 정책 수혜 가능성 + Execution Capability + Discount Gap + Fundamental Quality를 종합해 판단하는 것이 핵심

평가 요소	질문	비중 (예시)	높을수록
Policy Exposure (제도개혁 노출도)	법과 제도 변화에 얼마나 노출되어 있는가?	20%	수혜 가능성 ↑
Execution Capability (실제 주주환원· 자본배분 실행력)	실제 주주환원을 실행할 능력과 의지가 있는가?	30%	주주가치 ↑
Discount Gap (현재 Discount와 축소 가능성)	현재 Discount와 적정 Discount의 차이는 얼마인가?	30%	Re-rating 여력 ↑
Fundamental Quality	ROE·ROIC·FCF	20%	기업가치 ↑

핵심 | Investment Score = Policy Exposure + Execution Capability + Discount Gap + Fundamental Quality

8. 결론- 다음 단계는 ‘Governance Re-rating’

제도 개혁은 기업가치의 하방 위험을 줄이고, 주주가치의 상방을 확대하는 방향으로 작동

- 상법·자본시장법·세법 개정은 개별 정책이 아니라 자사주의 지배력 확대 수단화 차단(상법), 합병·분할 과정의 일반주주 보호(자본시장제도·자본시장법), 배당·승계 세제 정상화(세법)가 삼각으로 결합된 종합 개혁임
- 이는 코리아 디스카운트의 핵심 원인으로 지목되어 온 지배구조·자본배분 문제를 제도적으로 개선함으로써, 장기적으로 기업가치와 주주환원 수준을 높이고 한국 증시의 할인을 축소에 기여할 가능성이 있음
- 투자전략: ① 자사주 소각 수혜주(소각 여력이 큰 기업) ② 지주업종 NAV 할인을 축소 수혜주(배당 확대 여력이 있는 지주회사) ③ 고배당 분리과세 수혜주(배당성향·최대주주 지분율이 높은 기업)
- 리스크 요인: 일부 제도는 공포·시행 및 하위법령 마련 과정에서 일정 지연 가능성이 있으며, 기업별 지배구조·자사주·배당·자회사 상장 구조에 따라 정책효과의 차별화가 예상됨. 제도 변화가 실제 주주환원과 자본배분 개선으로 이어지는지 여부가 기업가치 상승의 핵심 변수

투자전략 3대 수혜주 유형

유형	선별 기준	기대 효과
① 자사주 소각 수혜주	자사주 보유비중이 높고 소각 여력이 큰 기업: 상법상 소각 의무와 대상이면서 실제 소각 계획·이행 실적이 확인되는 기업일수록 정책 효과가 즉시 반영	발행주식수 감소 → EPS 개선 직접 반영
② 지주업종 NAV 할인을 축소 수혜주	중복상장·가치이전 리스크가 낮고 주주환원·자본배분 개선 여력이 큰 지주회사: 계열사 합병·분할 이력이 적거나 이미 지분정리·배당 확대를 병행해온 지주사일수록 재평가 여력이 큼	NAV Discount 축소 → PBR Re-rating
③ 고배당 분리과세 수혜주	배당성향이 높고 배당 확대 여력이 크며, 고배당기업 요건(배당성향 40% 이상 또는 25% 이상+전년비 10% 이상 증가) 충족 가능성이 높은 기업	세후 배당매력 상승 → Valuation Multiple 상승

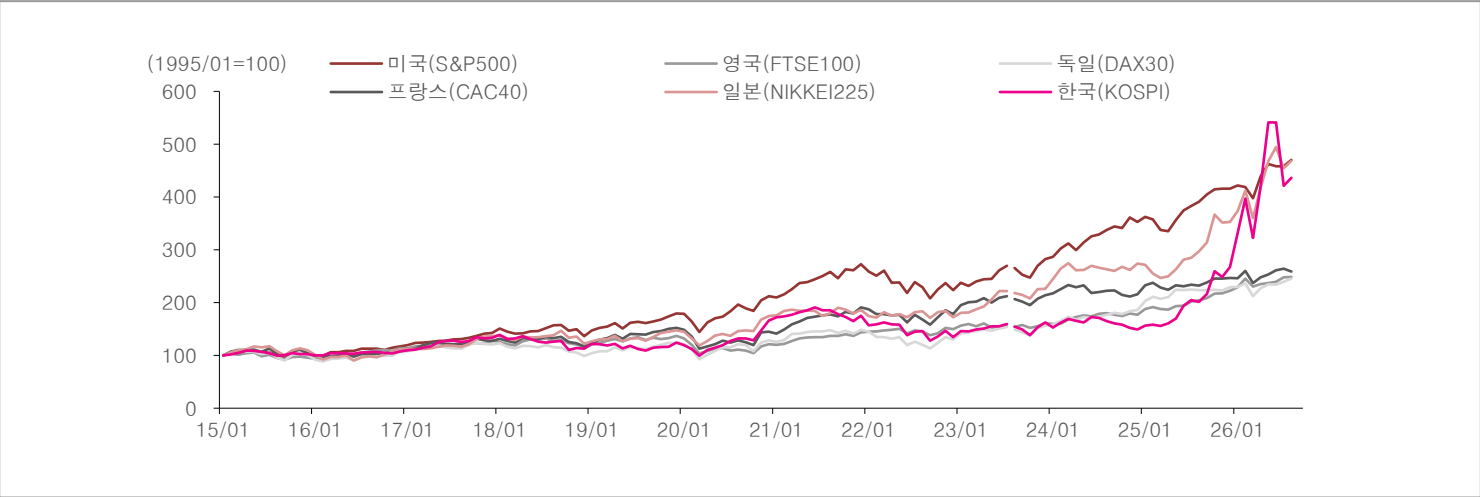
자료: 한국증권 리서치센터

Governance 개선 → 요구수익률 ↓ → Governance Discount ↓ → PBR/NAV Re-rating → 기업가치·TSR ↑

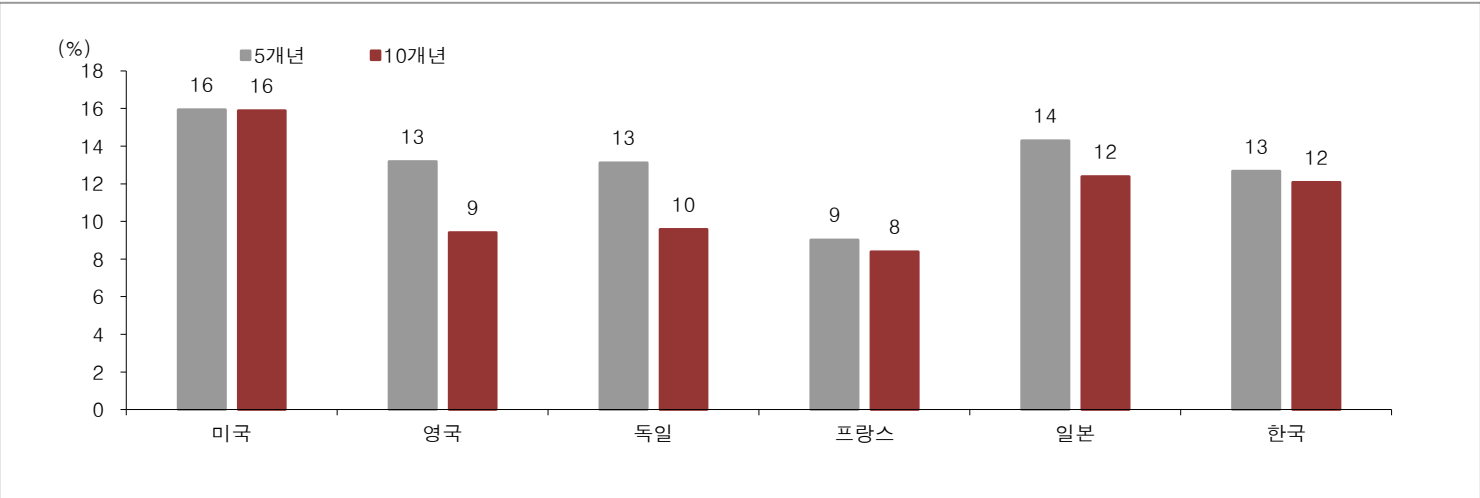
Part VIII. Global Valuation 비교

참고1. 한국 기업의 TSR과 글로벌 비교 분석

국가별 대표 지수 10년 누적 TSR 추이



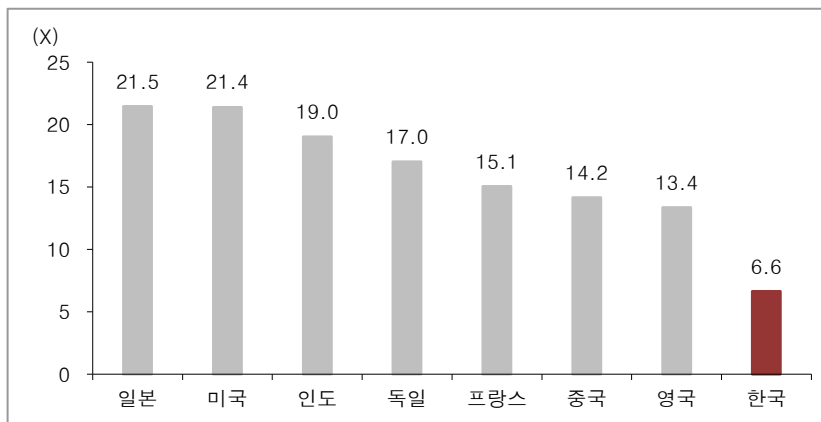
국가별 연평균 TSR 추이



주1 : 2026년 8월 31일 기준
 주2 : 총주주수익률(TSR)= 주가상승률 + 배당수익률, 배당수익은 재투자한다는 가정
 자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

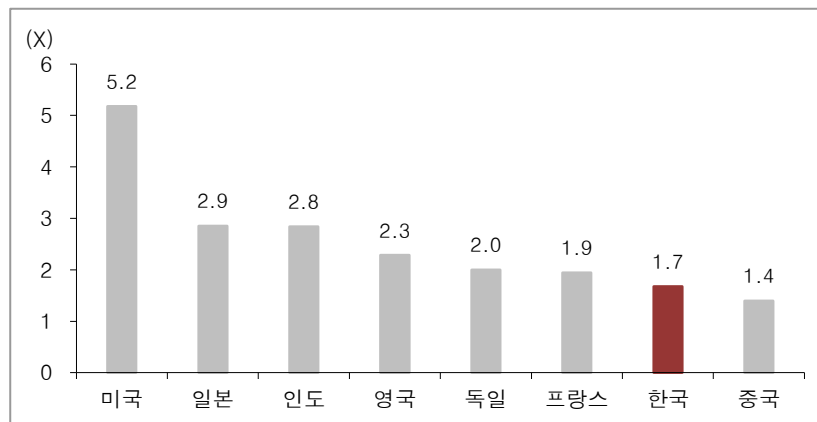
참고2. Valuation 비교

2026년 주요 국가별 12M Forward PER



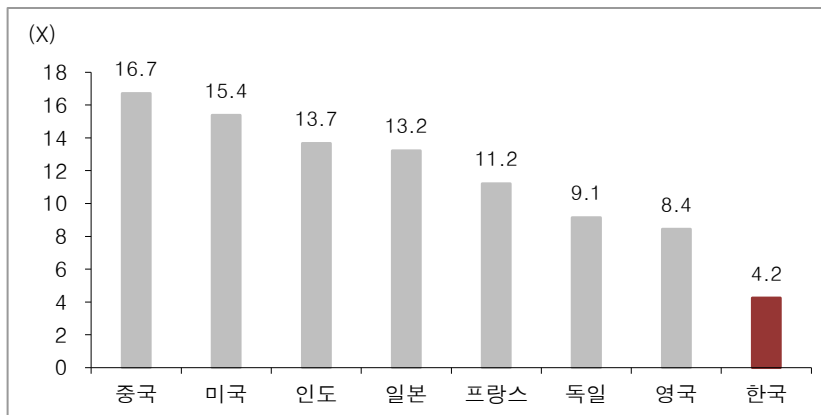
주: 2026년 8월 31일 기준
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

2026년 주요 국가별 12M Forward PBR



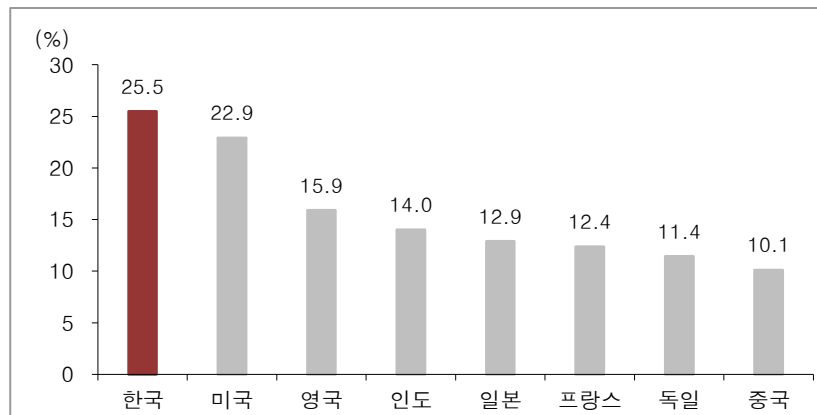
주: 2026년 8월 31일 기준
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

2026년 주요 국가별 12M Forward EV/EBITDA



주: 2026년 8월 31일 기준
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

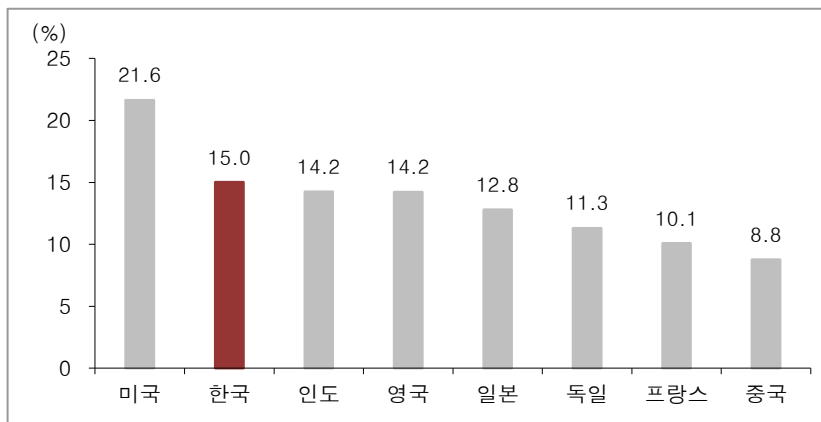
2026년 주요 국가별 12MF ROE



주: 2026년 8월 31일 기준
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

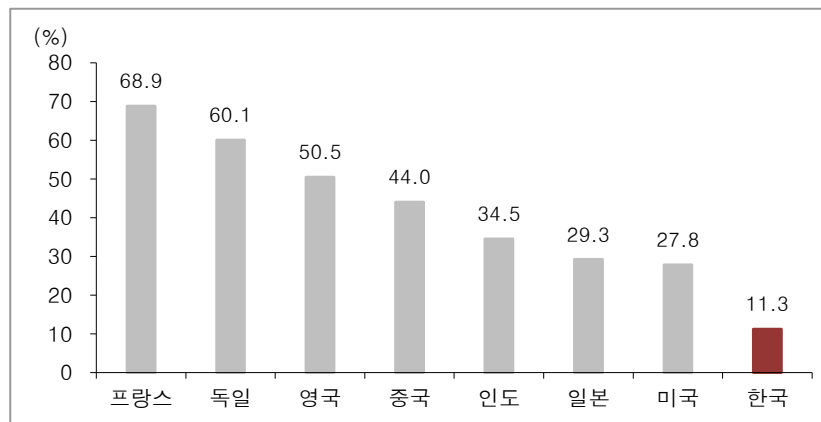
참고3. Valuation 비교

2026년 주요 국가별 ROE(TTM)



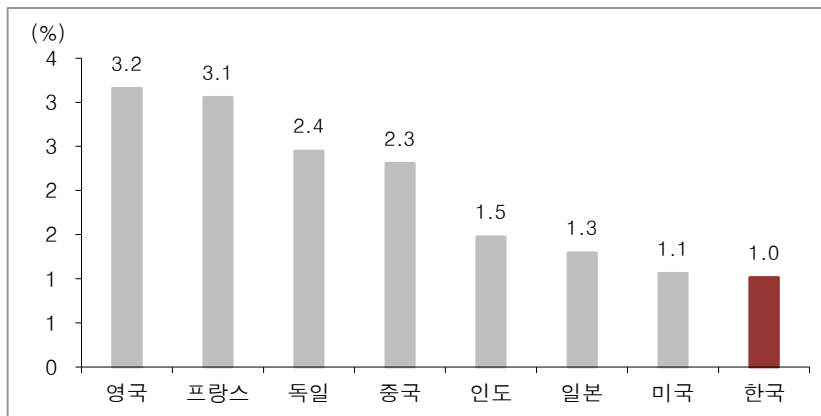
주: 2026년 8월 31일 기준
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

2026년 주요 국가별 배당성향(TTM)



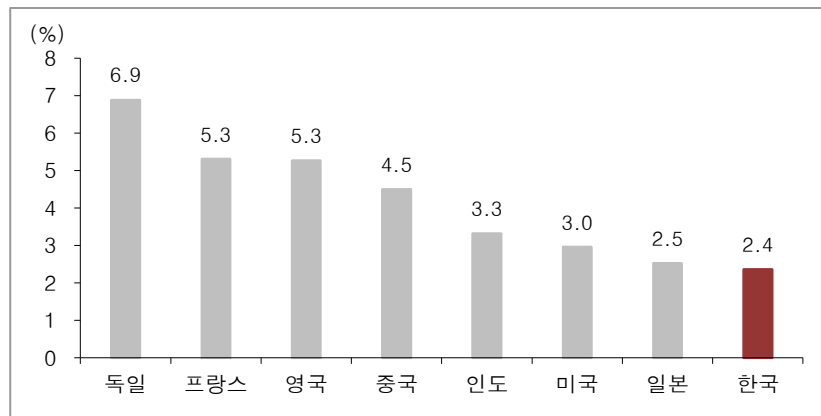
주: 2026년 8월 31일 기준
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

2026년 주요 국가별 배당수익률(TTM)



주: 2026년 8월 31일 기준
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

2026년 주요 국가별 잉여현금수익률(TTM)



주: 2026년 8월 31일 기준
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

Part IX. 부록(Appendix)

참고1 : SRR 상위 기업 (2025년 기준)

2025년 SRR 상위 종목

기업명	25년 SRR(%)	25년 연간 자사주 매입 소각율(%)	25년 연간 주가상승률(%)	25년 연간 배당수익률(%)	25년 TSR(%)	현재 시가총액 (십억원)	업종명
현대엘리베이터	24.7	0.0	68.5	24.7	93.2	2,900	기계
HMM	20.6	16.4	16.1	4.2	20.3	20,232	운송
한국금융지주	12.8	0.0	126.8	12.8	139.6	10,711	증권
대신증권	12.5	0.9	68.0	11.6	79.6	1,292	증권
NH투자증권	12.1	1.4	51.3	10.7	62.0	9,802	증권
키움증권	11.5	1.4	149.1	10.2	159.3	7,278	증권
미스트홀딩스	11.4	7.0	6.0	4.4	10.4	2,222	화장품,의류,완구
iM금융지주	10.7	2.6	90.1	8.1	98.2	2,928	은행
롯데지주	10.7	6.5	21.3	4.2	25.5	2,382	상사,자본재
효성	10.6	0.0	144.6	10.6	155.2	2,792	상사,자본재
다우기술	9.7	0.0	117.4	9.7	127.1	1,688	증권
삼성증권	9.2	0.0	73.3	9.2	82.5	7,858	증권
KT&G	9.1	4.5	32.7	4.7	37.4	18,488	필수소비재
우리금융지주	9.1	0.4	82.2	8.7	90.9	24,903	은행
에스엘	9.1	0.0	42.1	9.1	51.2	2,471	자동차
기아	9.1	2.5	21.0	6.6	27.6	51,144	자동차
하나금융지주	9.0	2.1	65.7	6.9	72.6	37,396	은행
현대차	8.7	2.8	39.9	5.9	45.8	82,620	자동차
유안타증권	8.7	0.0	40.3	8.7	49.0	911	증권
한국단자	8.5	3.9	0.6	4.6	5.2	554	자동차
JB금융지주	8.2	1.5	57.6	6.7	64.3	5,288	은행
BNK금융지주	7.8	0.9	53.5	6.9	60.4	4,664	은행
GS	7.8	0.0	43.3	7.8	51.1	11,807	에너지
미래에셋증권	7.7	4.0	190.8	3.7	194.5	18,843	증권
한국전력	7.7	0.0	135.4	7.7	143.1	20,479	유틸리티
KB금융	7.5	2.7	50.4	4.8	55.2	61,467	은행
DB손해보험	7.4	1.1	27.5	6.3	33.8	11,862	보험
롯데쇼핑	7.4	0.0	34.0	7.4	41.4	3,010	소매(유통)
기업은행	7.3	0.0	46.2	7.3	53.5	16,507	은행

주: 주주환원율(SRR) = 현금배당액+자사주매입(소각)액/순이익

총주주수익률(TSR) = 주가상승률 + 배당수익률, 시가총액 5,000억원 이상, 2026년 8월 31일 기준

자료: Quantwise, 흥국증권 리서치센터 정리

참고2 : 최근 3년 평균 배당성향 상위 기업

최근 3년 평균 배당성향 상위 종목

기업명(단위: 십억원)	3년 평균 배당성향(%)	23년 배당성향(%)	24년 배당성향(%)	25년 배당성향(%)	업종명
한국셀석유	93.25	86.95	95.76	97.04	화학
서울보증보험	72.76	49.87	93.87	74.54	보험
SK텔레콤	72.28	70.01	60.28	86.55	통신서비스
대덕전자	67.28	60.94	86.76	54.13	IT하드웨어
HD현대마린솔루션	64.58	66.17	61.88	65.69	조선
메디톡스	63.26	86.34	49.69	53.75	건강관리
동서	62.21	53.13	55.85	77.65	필수소비재
LG	62.14	38.35	83.20	64.86	상사,자본재
한전기술	61.66	60.00	64.95	60.03	유틸리티
한전KPS	61.31	59.69	64.43	59.80	유틸리티
대신증권	60.17	61.40	68.52	50.60	증권
제일기획	60.02	60.02	60.03	60.02	미디어,교육
HD현대	59.40	98.86	49.98	29.36	조선
KT&G	57.83	65.45	50.48	57.56	필수소비재
LG유플러스	57.73	44.86	74.61	53.73	통신서비스
전진건설로봇	57.71	49.98	59.17	63.97	기계
한일시멘트	56.43	32.56	37.63	99.11	건설,건축관련
LS마린솔루션	56.43	33.87	37.96	97.45	건설,건축관련
강원랜드	55.27	55.31	51.32	59.17	호텔,레저서비스
유안타증권	54.50	58.41	57.14	47.94	증권
롯데정밀화학	54.00	27.98	98.01	36.01	화학
에스원	53.47	48.18	51.65	60.59	상사,자본재
GKL	52.32	49.80	52.76	54.40	호텔,레저서비스
티엘비	51.48	77.72	53.75	22.97	반도체
현대무백스	51.27	83.82	21.23	48.76	기계
롯데칠성	50.28	20.61	57.85	72.39	필수소비재
고영	49.55	41.89	43.99	62.77	IT하드웨어
NH투자증권	48.57	50.47	47.96	47.29	증권

주: 시가총액 5,000억원 이상, 2026년 8월 31일 기준

자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터 정리

참고3 : 최근 5년 평균 배당성장을 상위 기업

최근 5년 평균 배당성장을 상위 종목

기업명(단위: 십억원)	5년 평균 배당성장률(%)	21년 배당액	22년 배당액	23년 배당액	24년 배당액	25년 배당액	업종명
일진전기	61.7	3.7	4.8	8.2	14.3	23.8	기계
티앤엘	53.7	3.3	3.6	4.4	6.1	12.0	건강관리
삼양식품	43.4	7.5	10.5	15.7	24.6	36.0	필수소비재
한전기술	42.8	9.1	10.8	19.6	38.0	51.2	유틸리티
SNT다이내믹스	42.8	8.9	11.2	15.7	29.1	41.3	자동차
SNT홀딩스	41.9	10.1	10.1	11.6	23.1	44.0	자동차
영원무역홀딩스	41.4	23.2	35.4	46.1	62.1	76.3	화장품,의류,완구
명인제약	40.1	11.2	22.4	5.6	11.2	21.9	건강관리
오리온	39.6	29.7	37.6	49.4	98.8	138.4	필수소비재
더블유게임즈	38.2	11.9	10.0	16.5	23.8	23.1	소프트웨어
비츠로셀	37.4	3.2	4.2	5.5	10.3	11.7	IT가전
두산	36.0	35.8	35.8	35.8	35.9	71.7	상사,자본재
인바디	35.8	2.6	3.9	4.6	5.0	8.0	건강관리
팬오션	34.6	53.5	80.2	45.4	64.2	80.2	운송
다우기술	33.0	26.0	25.9	30.2	60.4	77.7	증권
하림지주	31.7	7.6	11.2	11.7	11.7	12.4	필수소비재
현대차	31.7	1,300.7	1,830.4	2,998.7	3,147.8	2,618.3	자동차
한화시스템	30.8	29.9	46.8	52.4	65.5	93.5	상사,자본재
한국타이어앤테크놀로지	30.7	85.4	97.6	158.6	244.0	280.6	자동차
포스코인터내셔널	30.4	98.7	123.4	170.2	264.2	315.3	상사,자본재
DB손해보험	29.4	210.2	276.2	318.2	408.3	460.9	보험
현대글로비스	28.7	142.5	213.8	236.3	277.5	435.0	운송
현대오토에버	28.3	19.2	31.3	39.2	48.8	52.1	소프트웨어
지엔씨에너지	27.9	0.8	0.8	1.0	1.5	2.4	기계
롯데웰푸드	27.7	10.3	20.3	26.5	29.2	29.2	필수소비재
LIG디펜스엔에어로스페이스	27.1	26.2	32.7	42.5	52.3	64.4	상사,자본재
인텔리안테크	27.0	0.9	0.9	1.1	1.0	2.0	IT하드웨어
보령	26.9	6.6	6.6	6.6	8.4	13.5	건강관리
풍산홀딩스	26.6	13.6	12.5	13.2	19.6	22.0	비철,목재등
SK하이닉스	26.4	1,058.9	825.2	825.7	1,520.1	2,095.1	반도체

주: 시가총액 5,000억원 이상, 2026년 8월 31일 기준
자료: Quantwise, 흥국증권 리서치센터 정리

참고4 : 자사주 매입 소각 상위 기업 (2025년 기준)

2025년 자사주 매입 및 소각을 상위 종목

기업명(단위: 십억원)	25년 자사주 매입 및 소각율(%)	25년 자사주 매입 및 소각액	25년 연초 시가총액	현재 시가총액	업종명
HMM	16.4	2,552.2	15,559.2	20,232.5	운송
인바디	10.3	32.6	317.5	811.6	건강관리
미스트홀딩스	7.0	170.0	2,421.9	2,221.9	화장품,의류,완구
롯데지주	6.5	147.7	2,287.0	2,382.0	상사,자본재
엠씨넥스	5.1	17.6	344.8	363.7	IT하드웨어
비에이치	5.0	30.2	598.7	614.6	IT하드웨어
안랩	4.9	36.3	736.6	657.6	소프트웨어
KT&G	4.5	598.7	13,426.3	18,488.6	필수소비재
엘앤에프	4.2	122.6	2,940.1	5,968.4	IT가전
NHN	4.1	24.6	596.0	2,433.6	소프트웨어
미래에셋증권	4.0	187.9	4,700.1	18,842.8	증권
한국단자	3.9	27.0	696.8	554.3	자동차
LF	3.3	15.0	453.2	679.8	화장품,의류,완구
한국카본	3.3	19.9	609.9	1,248.0	조선
유진테크	3.2	23.0	717.3	3,054.7	반도체
보로노이	3.1	45.6	1,468.5	3,056.4	건강관리
티에스이	3.1	13.9	456.3	2,621.6	반도체
두산밥캣	3.0	126.9	4,200.4	5,971.8	기계
금양	3.0	40.4	1,356.1	633.3	화학
한솔케미칼	2.9	31.6	1,099.5	2,234.4	화학
현대차	2.8	1,265.2	44,396.2	82,619.8	자동차
하나투어	2.7	23.6	870.9	505.8	호텔,레저서비스
KB금융	2.7	880.3	32,623.5	61,467.4	은행
삼성전자	2.6	8,356.1	317,592.4	1,520,032.4	반도체
현대그린푸드	2.6	12.7	489.2	613.7	필수소비재

주: 시가총액 3,000억원 이상, 2026년 8월 31일 기준

자료: Quantwise, 홍콩증권 리서치센터 정리

참고5 : 자사주 보유 비중 상위 기업

자사주 보유 비중 상위 종목

기업명(단위: 십억원)	자사주 비율(%)	시가총액	25년 자사주 매입 및 소각율(%)	24년 자사주 매입 및 소각율(%)	업종명
신영증권	53.1	2,571.2	0.03	0.08	증권
부국증권	42.7	568.3	0.00	0.00	증권
한샘	32.7	922.5	0.00	0.00	건설,건축관련
대웅	27.7	1,048.9	0.00	0.00	건강관리
SNT다이내믹스	25.1	974.3	0.00	0.00	자동차
SK	24.8	39,514.0	0.00	0.02	에너지
태광산업	24.4	1,037.7	0.00	0.00	화학
롯데지주	23.7	2,382.0	6.46	0.00	상사,자본재
SFA	22.3	861.8	0.00	0.00	기계
미래에셋증권	19.9	18,842.8	2.29	2.17	증권
안랩	19.2	657.6	0.00	0.00	소프트웨어
대신증권	18.2	1,291.8	0.90	1.24	증권
HDC	17.1	1,350.2	0.00	0.00	건설,건축관련
두산	16.0	20,452.8	0.38	0.00	상사,자본재
삼지전자	15.7	502.6	0.00	0.00	IT하드웨어
E1	15.7	666.1	0.00	0.00	유틸리티
KCC	14.4	4,073.0	0.00	0.00	건설,건축관련
오뚜기	14.2	1,348.6	0.00	0.00	필수소비재
한화생명	13.5	5,011.4	0.00	0.00	보험
씨젠	12.8	1,754.8	0.09	0.39	건강관리
쿠쿠홀딩스	12.6	995.7	0.00	0.00	화장품,의류,완구
CJ대한통운	12.6	1,676.7	0.00	0.00	운송
LS	12.3	9,718.8	0.08	0.00	기계
휴젤	12.0	3,153.8	0.37	0.01	건강관리
제일기획	12.0	2,207.6	0.00	0.00	미디어,교육

주: 시가총액 5,000억원 이상, 2026년 8월 31일 기준
 자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터 정리

참고6. 2026년 주요 업체 자기주식 소각 현황 및 계획

업체명	소각주식 수	소각(예정)일	자기주식 수 (‘25년 말)	자기주식 비율 (‘25년 말)	현황 및 계획
SK하이닉스	15,300,000	2/9	37,590,242	5.2%	‘26년 2월 소각 완료
POSCO홀딩스	1,691,425	3/31	5,312,173	6.6%	‘26년 2월 19일 이사회 결정 공시
KB금융	5,564,253 4,222,378	1/15 -	17,310,128	4.5%	‘26년 1월 소각 완료 자기주식 취득 예상기간: 2/6~4/20
신한지주	10,840,573 5,537,098	2/6 -	1	0.0%	‘26년 2월 소각 완료 자기주식 취득 예상기간: 2/9~7/10
하나금융지주	1,621,669 1,930,501	1/21 -	10,738,075	3.8%	‘26년 1월 소각 완료 자기주식 취득 예상기간: 2/2~4/30
우리금융지주	6,269,592	-	8,562,964	1.2%	자기주식 취득 예상기간: 2/10~6/10
삼성물산	7,807,563	3/13	7,808,963	4.6%	기취득 자기주식 소각에 대한 결정
메리츠금융지주	6,220,500	2/23	4,878,297	2.7%	신탁계약 통해 취득한 자기주식 소각에 대한 결정
SK	14,692,601	(‘27년) 01/04	17,502,703	24.8%	‘26년 3월 9일 이사회 결정 공시
SK스퀘어	15,300,000	2/9	184,972	0.1%	‘26년 2월 소각 완료
KT	4,215,851	-	9,945,243	4.0%	자기주식 취득 예상기간: 3/10~9/9
KT&G	3,300,000	2/12	14,189,001	11.6%	‘26년 2월 소각 완료
현대백화점	778,808	4/28	995,627	4.4%	추가 취득하는 자기주식 연내 소각 진행할 예정
시프트업	330,000	3/31	957,955	1.6%	기취득 자기주식 소각에 대한 결정
넷마블	3,993,131	2/12	4,018,931	4.7%	‘26년 2월 소각 완료
HPSP	1,699,120	3/13	2,849,637	3.4%	‘26년 2월 12일 이사회 결정 공시
주성엔지니어링	787,200	2/25	1,574,399	3.3%	‘26년 2월 소각 완료
셀트리온제약	149,993	3/24	43,678,692	0.6%	소각 완료 후의 발행주식총수는 변경 예정

자료: 전자공시시스템(DART), 흥국증권 리서치센터 정리

참고7. 1990년 이후 자사주 소각의 변화

자사주 소각 관련 시대별 주요 변화와 이슈 및 시장 환경

구분	소각 기업 수 (개사)	소각 총액 (조 원)	주요 이슈 및 시장 환경
1990년 ~ 2010년	연평균 5~10개 내외	미미 (수천억 미만)	자사주 소각에 대한 인식 부족 및 법적 제약
2015년 ~ 2020년	연평균 30~50개	약 1.5 ~ 2.5	대형 IT 및 금융주 중심의 간헐적 소각
2021년	64개	2.5	코로나19 이후 주주달래기용 환원 시작
2022년	78개	3.1	배당 중심에서 자사주 소각으로 환원책 다변화
2023년	102개	4.8	행동주의 펀드의 공격 및 주주제안 급증
2024년	165개	13.9	정부 밸류업 프로그램 가이드라인 발표
2025년	240개	21.4	자사주 소각 의무화 논의 및 밸류업 공시 확산
2026년	3차 상법 개정안 시행일(2026년 3월 6일)~ 8월 19일: 286건으로 전년동기(88건) 대비 +225% 급증	2026년 1~5월 43.1조원, 2025년 연간(21.4조원) 대비 2배 상회. SK하이닉스(40조원 자사주 취득 및 소각 계획)	상법 개정 및 자사주 소각 제도 강화→ 자사주 소각의 구조적 확대

자료: 전자공시시스템(DART), 홍콩증권 리서치센터 정리

참고8. 핵심 용어 해설 (1/3)

- 이사 충실의무 확대: 이사의 충실의무 대상을 기존 '회사'뿐 아니라 '주주'까지 확대해, 이사가 소액주주에게 불리한 의사결정(합병비율, 물적분할 등)을 할 때도 법적 책임을 지도록 한 제도
- 집중투표제: 소수주주가 이사 선임 투표 시 보유주식수×선임할 이사 수만큼의 의결권을 특정 후보 한 명에게 몰아줄 수 있게 하여, 소수주주도 자기 편 이사를 이사회에 진입시킬 수 있도록 하는 제도
- 감사위원 분리선출: 이사회 내 다른 이사들과 별도로 감사위원이 될 이사 최소 1인을 처음부터 분리해서 선출하고, 이때 대주주(및 특수관계인)의 의결권을 3%로 제한해 대주주의 지배력을 견제하는 제도
- 중복상장 원칙 금지: 물적분할 등으로 분리한 자회사를 다시 별도 상장시켜 모회사 주주 지분가치를 희석시키는 '쪼개기 상장'을 원칙적으로 금지하고, 물적분할 자회사는 주주 3%를 동의 등 주주보호 절차를 거친 예외적 경우에만 허용하는 제도 (2026.8.3 시행)
- 합병 등 조직개편 공정화: 상장회사가 합병·영업양수도·주식교환·분할 등을 할 때 가액을 종전의 시장가격(기준시가) 대신, 주가·자산가치·수익가치 등을 종합 고려한 '공정가액'으로 산정하도록 의무화하여(계열사 간 합병 포함), 대주주에게 유리한 합병비율 산정으로 소액주주가 불리해지는 것을 막는 제도(2026.8.20 자본시장법 개정안 국회 통과)
- 물적분할 주주보호: 물적분할에 반대하는 주주에게 주식매수청구권을 부여하고, 기업이 사전에 주주보호방안(주주소통·공시 등)을 마련해야만 물적분할을 진행할 수 있도록 제한하는 제도
- 고배당 분리과세: 배당성향 40% 이상(또는 25% 이상+전년대비 배당 10% 이상 증가) 요건을 충족하고 밸류업 공시를 한 고배당 상장기업의 배당소득에 대해, 최고 45% 종합과세 대신 14~30%의 낮은 누진 분리과세율을 적용해 주주환원을 유도하는 제도 (2026.1월 배당분부터 적용)
- 자사주 취득 의제배당 과세: 자사주를 소각 목적으로 취득해 이익잉여금을 재원으로 대가를 지급하는 경우, 그 대가 중 주식 취득가액(주주의 실제 취득원가) 초과분을 배당으로 의제해 과세하는 제도

참고8. 핵심 용어 해설 (2/3)

- 상증세법 개정안(주가누르기 방지): 경영권 승계를 앞둔 대주주가 상속세 부담을 줄이려 고의로 주가를 낮게 관리하는 것을 막기 위해, 장기간[6년간 업종별 PBR 하위 25%(코스피)·10%(코스닥) 등] 저평가된 상장주식은 시가 대신 별도의 보정된 방식으로 상속·증여재산가액을 평가하도록 한 개정안(2027.4.1 이후 상속·증여분 적용)
- 별도의 보정된 방식: 최근 6개월부터 6년 6개월까지 각 기간의 평균 증가와 현행 평가액(평가기준일 전후 2개월 평균 주가)의 130%를 비교해서, 그중 가장 높은 금액을 상속·증여세 평가액으로 사용하는 방식
- 물적분할 자회사 상장 시 모회사 주주동의('3%룰'): 물적분할한 자회사가 상장을 추진할 때 모회사 주주총회의 동의를 의무화하고, 이때 최대주주 및 특수관계인의 의결권을 3%로 제한해 참석주주 과반 및 발행주식총수 1/4 이상의 찬성을 요건으로 하는 제도. 모회사 이사회에는 주주영향평가·주주보호방안 마련·주주소통·찬반결의·공시의 5대 의무가 부과됨(2026.7.6 금융위원회·한국거래소 가이드라인 확정)
- 물적분할 신설법인 상장 시 기존 주주보호: 물적분할로 신설된 자회사가 상장을 추진할 때, 반대주주에게 주식매수청구권을 부여하고 구조개편계획·주주보호방안을 공시하도록 하며, 물적분할 자회사는 주주동의(3%룰) 없이도 상장이 제한되도록 한 일련의 보호장치
- 자사주 및 주식평가 관련 과세체계: 2026년 개정 상법이 자기주식을 자산이 아닌 '자본환급'으로 규정한 데 맞춰, 자사주 취득은 (거래소 시장매입 제외) 취득목적과 무관하게 원칙적으로 의제배당 과세하고 처분손익은 손익불산입해 일률적으로 자본거래로 다루는 한편, 대주주가 상속세 회피 목적으로 주가를 인위적으로 높여온 상장주식은 별도 평가방법으로 재평가하도록 정비한 체계 (2027.1.1 취득분부터 적용)
- 합병가액 산정기준 개편: 상장회사 합병 시 가액을 종전 시장가격(기준시가) 기준에서, 계열사 여부와 관계없이 주가·자산가치·수익가치 등을 종합 고려한 공정가액 기준으로 산정하도록 의무화한 개편
- 공정가치 평가의무: 상장회사가 합병 등을 할 때 외부평가기관이 가액·거래조건의 공정성을 평가·공시하도록 의무화하고(계열사 간 거래는 감사·감사위원회가 평가기관 직접 선정), 이사회도 가액의 적정성에 대한 의견서를 작성·공시하도록 한 제도. 아울러 산정 가액이 순자산가치에 미달할 경우 순자산가치를 가액으로 간주하는 하한선을 설정하고, 반대주주의 주식매수청구권 매수가격에도 공정가액 방식을 통일 적용함. 다만 당초 검토되던 이사·회사의 연대배상책임 조항은 국회 심사 과정(2026.5월 법안소위)에서 최종 제외됨

참고8. 핵심 용어 해설 (3/3)

- 의무공개매수제도: 주식양수도 방식으로 상장사 경영권이 이전될 때, 인수자가 대주주 지분뿐 아니라 잔여 소액주주 지분에 대해서도 일정 비율 (50%+1주 기준 논의) 이상을 의무적으로 공개매수하도록 해 소액주주도 경영권 프리미엄을 함께 나눠 받도록 하는 제도(2026년 하반기 입법 추진 중)
- 자기주식 과세체계 정비: 2026년 개정 상법이 자기주식을 자산이 아닌 자본환급으로 규정한 데 맞춰, 거래소 시장매입을 제외한 자사주 취득은 취득목적과 무관하게 원칙적으로 의제배당 과세하고, 법인이 보유한 자사주의 처분손익은 손익불산입해 일률적으로 자본거래로 다루도록 정비 (2027.1.1 취득분부터 적용)
- 의제배당: 형식상 배당은 아니지만 실질적으로 이익잉여금이 주주에게 환원되는 거래(자사주 소각, 감자, 잉여금 자본전입, 합병·분할 대가 등)를 세법상 배당으로 간주해 과세하는 제도
- 최대주주 보유주식 할증평가: 최대주주 및 특수관계인이 보유한 주식을 상속·증여세 평가 시, 경영권 프리미엄을 반영해 일반 평가액에 20%를 할증해서 과세하는 제도. 다만 최고세율(50%)에 이 할증까지 더하면 실질 최고세율이 60%에 달해 폐지가 계속 논의되어 왔고, 아직 확정 폐지는 되지 않은 상태임. 2026년 세제개편안(8월 3일 발표) 13대 핵심 항목에는 최대주주 할증평가 폐지가 포함되지 않았음. 즉 정부·여당 차원에서 수년째 폐지 필요성이 거론되고 검토된 바는 있지만, 아직 공식적으로 확정·시행되지 않은 상태이며, 현재도 최대주주 및 특수관계인 보유주식에는 20% 할증평가가 그대로 적용되고 있음
- 대주주 양도세 기준: 직전 사업연도 종료일 기준으로 종목당 지분율(코스피 1%·코스닥 2%·코넥스 4%) 또는 보유금액 50억원 이상이면 '대주주'로 보아, 상장주식 장내매매 차익에 대해서도 양도소득세(과표에 따라 20~25%대)를 부과하는 기준(2025년에도 50억원 기준 유지)
- 투자, 상생협력촉진세제: 자기자본 500억원 초과 대기업 등이 당기소득 중 투자·임금증가·상생협력출연금으로 사용하지 않고 사내에 유보한 금액(미환류소득)에 대해 20% 세율로 법인세를 추가 과세해, 기업이 이익을 투자·임금·협력사 지원 등으로 환류하도록 유도하는 제도

Thank you

<http://www.heungkuksec.co.kr>

본 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다.
본 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.

□ 주소

(본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로2길 32 (여의도파이낸스타워 6층)

□ 전화번호

영업부 대표 02)6742-3635

□ 팩스

영업부 대표 02)739-6286