

2025년 05월 29일 | 키움증권 리서치센터
투자전략팀 | 시황/ESG

터널 끝의 빛 :
한국 거버넌스 투자 시대

시황/ESG Analyst 이성훈 sh1076@kiwoom.com



| | |
|---|-----------|
| 목차 | |
| Summary | 3 |
| I. 한국 기업 거버넌스 변혁기의 초입 | 4 |
| 대선 이후 본격화될 기업 거버넌스 개선 정책 | 4 |
| 과거 대선 자본시장 및 기업 거버넌스 공약 변천과 현재와의 차이 | 5 |
| 기업 거버넌스와 코리아 디스카운트의 연관성 | 9 |
| II. 대선 이후 추진될 정책과 증시 영향 | 13 |
| 1) 이사의 주주 충실의무, 지배주주의 사익 추구 방지 | 13 |
| 2) 배당소득 분리과세 및 자사주 소각 의무화, 주주환원 확대 요인 | 16 |
| 3) 상속·증여세 공정화법, 저 PBR 기업의 주가 부양 요인 | 18 |
| 4) MSCI 선진국 지수 편입, 편입시 외국인 자금 유입 확대 전망 | 20 |
| III. 거버넌스 변혁기에서의 투자 기회 | 23 |
| 기대감을 반영한 저 PBR주, 대선 이후 저 PBR주 옥석 가리기 필요 | 23 |
| 1) 지주사, 기업 거버넌스 개선이 일으킬 비정상적 정상화 | 25 |
| 2) 배당주, 배당소득 분리과세 및 금리 인하라는 중첩된 정책 사이클 | 29 |
| 지주사 스크리닝, 정책별 수혜주 다각적으로 접근하기 | 33 |
| 배당주 스크리닝, 주주환원 추가 확대가 기대되는 배당주 | 36 |

Compliance Notice

- 당사는 05월 29일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책 임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

터널 끝의 빛 : 한국 거버넌스 투자 시대



Executive Summary

I. 한국 기업 거버넌스 변혁기의 초입

6월 대선 이후 기업 거버넌스 개선 정책이 본격화될 것으로 전망. 과거에도 대선 전후로 기업 거버넌스 이슈는 주요 의제로 다뤄진 바 있음. 다만, 과거에는 거버넌스 이슈가 경제민주화, 재벌 개혁이라는 명분 하에 '기업집단'에 초점을 맞췄다면, 현재는 거버넌스 개혁의 방향성이 '주식시장'을 향하고 있다는 점에서 근본적인 차이가 존재. 주요 대선 후보들은 거버넌스 개선을 통한 주식시장 부양에 합치된 의견을 가지고 있음. 정부 주도의 제도 개선 + 기관투자자 및 소액주주 연대의 주주제안 + 기업의 자발적 밸류업 참여 속 거버넌스 개선이 가시화되는 현 시점에서 한국형 거버넌스 투자에 주목할 시기

II. 대선 이후 추진될 정책과 증시 영향

대선 이후 추진될 것으로 논의되는 주요 정책은 크게 1) 이사의 주주 충실의무(상법 개정), 2) 배당소득 분리과세 및 자사주 소각 의무화, 3) 상속, 증여세 공정화법, 4) MSCI 선진국 지수 편입 등이 있음. 거버넌스 개선을 통해 코리아 디스카운트를 해소하기 위해서는 지배주주와 일반주주 간 이해상충 문제가 완화되어야 하며, 이를 위해 상법 개정과 세제 개편안은 동시에 추진되어야 할 정책. 공약대로 정책이 일관성있게 추진될 경우 국내 증시 내 저평가 기업들의 리레이팅은 지속될 전망. 또한, '23년 이후 정부 주도 하에 진행된 외국인 투자자 접근성 제고를 위한 제도 정비 그리고 올해 초 공매도 전면 재개로 인해 향후 MSCI 선진국 지수 편입에 대한 가능성도 높아진 상태. MSCI 선진국 지수의 편입은 외국인의 자금 유입과 국내 증시 전반의 리레이팅을 기대할 수 있는 요인.

III. 거버넌스 변혁기에서의 투자 기회

대선 이후 기대감을 반영하며 최근 저 PBR 수혜주는 이미 가파른 주가 상승을 이뤄낸 상태. 단기적으로 대선 이후 차익실현 매물 출회될 수 있겠으나, 실제 정책이 추진되는 과정에서 재차 2차 랠리를 이어나갈 것으로 전망. 정책 관점에서 지주사와 배당주는 지속적으로 수혜를 받을 수 있는 테마. 지주사 디스카운트는 근본적으로 지배주주와 일반주주 간 이해상충 이슈에서 비롯. 상법 개정 등 거버넌스 개선 정책은 기업지배구조 문제로 할인받고 있던 지주사 디스카운트를 해소시킬 수 있는 요인. 한편, 금리 인하 국면, 배당세율 완화, 기업 배당 확대 압력이라는 세 가지 조건이 충족되는 현 시점에서 배당주도 매력적인 선택지 중 하나. 이에 지배주주 지분율, 배당성향, 자사주 비중 등에 기준에 의거하여 주목할만한 지주사와 배당주를 스크리닝.

1. 한국 기업 거버넌스 변혁기의 초입

대선 이후 본격화될 기업 거버넌스 개선 정책

6월 3일 대선을 앞두고 주식시장은 대선 이후 추진될 정책에 대한 기대감을 반영하고 있다. 금번 21대 대선에서 주요 후보자들은 세부적인 공약의 차이는 있지만, 모두 코리아 디스카운트 해소 및 주식시장 부양 그리고 투자자 보호를 위한 기업 거버넌스 개선 정책을 공통적으로 공약으로 내세우고 있다는 점이 특징적이다.

먼저, 더불어 민주당 이재명 후보와 개혁신당 이준석 후보의 자본시장 관련 공약은 주주 보호에 초점을 맞추고 있다. 두 후보 모두 코스피 5000 시대의 실현을 언급하며, 1) 이사의 주주에 대한 충실의무, 2) 물적분할을 통한 쪼개기 상장 관행 개선, 3) 자사주 소각 의무화 등을 공통적으로 언급하였다. 더 나아가 현재 유력한 당선인으로 거론되는 이재명 후보는 집중 투표제 활성화, 감사위원 분리선출 단계적 확대, 원스트라이크 아웃제 도입 등 투자자 보호 측면에서 한 단계 더 강도 높은 정책을 공약으로 지정했다.

한편, 국민의 힘 김문수 후보의 공약을 살펴보면 주주 보호보다는 세제 혜택에 방점을 두고 있다. 대표적으로, 1) 배당소득세 분리과세, 2) 장기투자자 세제 혜택, 3) 상속세 최고 세율 인하, 4) ISA 세제 지원 확대 등이 있다. 한편, 김 후보는 최근 화두가 되고 있는 이사의 주주 충실의무 관련 상법 개정안보다는 자본시장법 개정안을 통한 핀셋 규제 방식을 도입한다는 입장이다. 즉, 기업의 분할, 합병, 유상증자 등 특수 상황에서의 핀셋 규제 방식을 통해 기업 활동 위축 등의 부작용을 줄이겠다는 뜻이다. 각각 방점을 두고 있는 부분은 차이가 있지만, 공통적으로 주식시장 부양에 있어서 합치된 의견을 가지고 있다는 점에서 대선 이후 추진될 기업 거버넌스 및 세제 개선안이 증시에 미칠 영향에 대해서 고려해볼 필요가 있는 시점이다.

21대 대선 주요 후보자들의 주식시장 활성화 및 기업 거버넌스 개선 관련 공약

| 후보 | 이재명 | 김문수 | 이준석 |
|--------|---|---|--|
| 정당 | 더불어민주당 | 국민의힘 | 개혁신당 |
| 주주충실의무 | 상법 | 자본시장법 | 상법 |
| 주력 공약 | 주주 보호 | 세제 혜택 | 주주보호 |
| 내용 | <ul style="list-style-type: none"> - 상법상 주주 충실의무 도입 - 집중 투표제 활성화 - 감사위원 분리선출 확대 - 원스트라이크 아웃제 도입 - 자사주 소각 의무화 - MSCI 선진국 지수 편입 | <ul style="list-style-type: none"> - 배당소득세 분리과세 및 세율 인하 - ISA 세제 지원 확대 - 상속세 최고세율 인하 - 장기주식보유자 또는 펀드에 세제 혜택 - 대통령의 해외투자자 대상 기업설명회(IR) 개최 | <ul style="list-style-type: none"> - 상법상 이사의 모든 주주충실의무 규정 - 경영권 인수시 주식 100% 공개매수 의무화 - 물적분할 쪼개기 상장 금지 - 자사주 소각 의무화 |
| 공정거래 | <ul style="list-style-type: none"> - 지배주주 사익편취 근절 - 먹튀, 시세조종 근절 | <ul style="list-style-type: none"> - 경제사범 처벌 대폭 강화 - 징벌적 손해배상제 | <ul style="list-style-type: none"> - 집단소송제 간소화 - 손해배상 디스커버리제 |

자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터

과거 대선 자본시장 및 기업 거버넌스 공약 변천과 현재와의 차이

과거 대선 흐름을 살펴보면, 기업 지배구조 개선 문제는 대선때마다 주요 쟁점 중 하나였다. '12년 말에 치러졌던 18대 대선 당시 박근혜 후보가 내세웠던 공약의 핵심 키워드는 '경제 민주화'였다. 서류적 흐름을 보더라도 당시에는 대기업의 불공정행위와 총수의 사익편취 근절의 필요성에 대해 사회적 공감대가 형성되던 시기였다.

이러한 사회적 흐름 속에서 박 당선인은 경제 민주화의 일환으로 1) 일감 몰아주기 등 총수일가의 부당 내부거래 금지 규정 강화, 2) 대규모 기업집단에 대한 신규 순환출자 금지 등을 핵심 공약으로 내세웠다. 그 외에도 소액주주가 독립적으로 사외이사를 선임할 수 있는 시스템 구축, 집중투표제, 전자투표제 및 다중대표 소송제의 단계적 도입 등 현재 21대 대선과 유사한 공약을 당시 공약에서도 엿볼 수 있었다.

이후 '17년에 치러진 19대 대선에서의 문재인 후보 공약도 이와 유사했다. 당시에도 경제민주화, 재벌 개혁이라는 명분 하에 문재인 당선인은 1) 지주회사 부채비율, 자회사 및 손자회사 지분 요건 강화, 2) 다중대표소송제, 집중투표, 전자투표 도입, 3) 자사주의 마법 등 대주주 일가 지배력 강화 차단 방안 등을 주요 공약으로 내세웠다. 세부적인 정책에 있어서 차이점은 존재하지만 18대, 19대 대선에서 주요 당선인들의 공약을 살펴보면, 모두 기업 지배구조 개선이 당시 핵심 공약이었다는 점을 확인할 수 있다.

문제는 대선 이후 공약대로 기업지배구조 개선 정책이 실천되었느냐의 여부이다. 물론, 주요 기업 집단의 순환출자 고리 해소, 일감 몰아주기 완화 등이라는 소기의 성과는 있었지만 재계의 강력한 반발과 대선 이후 정책 추진력 약화 등의 요인으로 실제 기대만큼 실효성을 보이지 않았다는 평가가 지배적이다. 기업 지배구조 개선에 대한 사회적 합의가 주요 이해관계자 간 명확하게 이루어지지 않았기 때문이다.

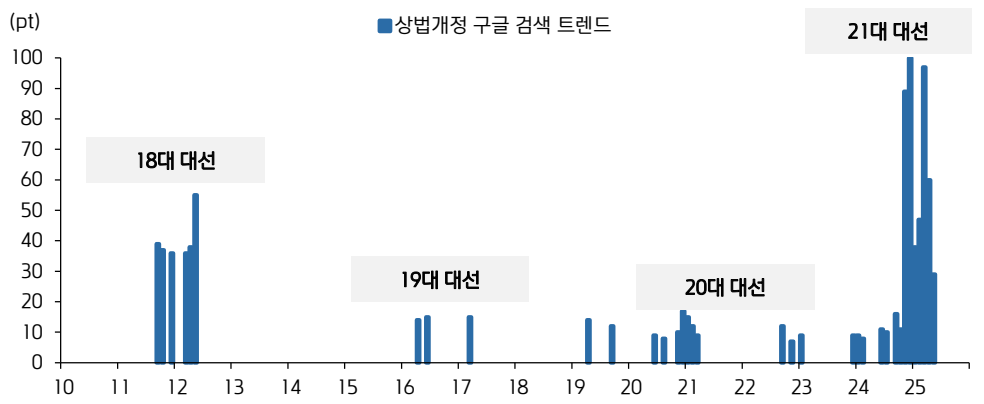
다만, 최근의 흐름은 과거와 사뭇 다른 양상을 띠고 있다. 과거 재벌 개혁, 경제 민주화라는 명분 하에 추진되었던 기업 지배구조 개선 정책은 이제 증시 부양과 투자자 보호에 초점을 맞추고 있다. 실제로, 20대 대선 당시 윤석열 후보는 1) 물적분할 기업시 모회사 주주에게 우선 배정, 2) 의무공개 매수 제도 도입, 3) 장기 보유 주식에 낮은 우대세율 적용 등 이전보다 한층 더 주식시장과 연동된 공약을 제시하였다. 이러한 흐름은 21대 대선의 주요 후보자들의 공약에서도 확인할 수 있다. 코로나 이후 폭증한 개인투자자로 인해 유권자 중 개인 투자자의 비중이 '19년 14%에서 '23년 32% 수준까지 두 배 이상 상승했다. 정치권에서도 이를 인식하고 있는 만큼 향후 기업지배구조 개선 정책이 추진될 경우 과거보다는 보다 더 직접적으로 주식시장을 부양하는 방식으로 설계될 가능성이 높다.

18대 ~ 20대 대선 당선인의 주요 기업 지배구조 및 자본시장 관련 공약

| | 18대 대선 박근혜 당선인 공약 | 19대 대선 문재인 당선인 공약 | 20대 대선 윤석열 당선인 공약 |
|----------------------------------|---|--|---|
| 키워드 | 경제민주화 | 경제민주화, 재벌개혁 | 투자자 보호, 자본시장 선진화 |
| 기업 지배구조 및 자본시장 관련 공약 | <ul style="list-style-type: none"> - 대기업집단 총수일가의 불법 및 사익편취행위 근절 - 일감몰아주기 등 총수일가의 부당내부거래 금지 규정 강화 및 부당 내부거래로 인한 부당이익 환수 - 대규모 기업집단에 대한 신규 순환출자 금지 - 소액주주 등 비지배주주들이 독립적으로 사외이사를 선임할 수 있는 시스템 구축 - 독립성 강화를 전제로 국민연금 등 공적연기금의 의결권 행사 강화 - 집중투표제, 전자투표제 및 다중대표소송제도를 단계적으로 도입 | <ul style="list-style-type: none"> - 다중대표소송제, 집중투표, 전자투표, 서면투표제 도입 - 기존 순환출자 단계적 해소 - 지주회사 부채비율, 자회사 및 손자회사 지분 요건 강화 등 지주회사 요건과 규제 강화 - 공익법인, 우회출자, 자사주 등 대주주 일가 지배력 강화 차단방안 - 징벌적 손해배상제도 확대 - 금산분리로 재벌과 금융 분리 | <ul style="list-style-type: none"> - 물적분할 기업 상장시 모회사 주주에게 우선 배정 - 자회사 공모주 청약시 모회사 주주에 일정비율을 공모가로 청약하는 방식의 신주우선권 부여 - 의무공개 매수 제도 도입 - 경영진의 스톡옵션 행사 및 장내매도 기간과 한도 제한 - 주가하락이 과도할 경우 자동으로 공매도가 금지되는 서킷브레이크 도입 검토 - 주식 양도세 도입 시점에 증권거래세 안전 페지 추진 - 장기보유 주식에 낮은 우대세율 적용 |

자료: 키움증권 리서치센터

상법 개정 구글 검색 트렌드 추이 : 대선 때마다 화두가 되어왔던 상법 개정



자료: Google Trends, 키움증권 리서치센터

기업 거버넌스는 정치, 사회적 의제에서 경제적 의제로

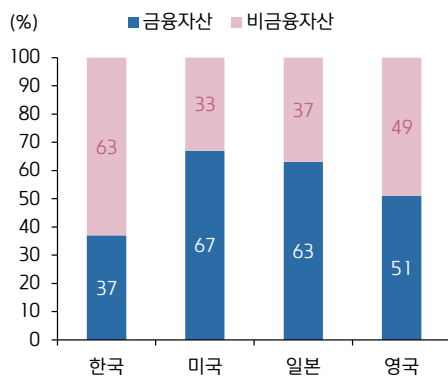
국내 가계 자산의 부동산 편중 현상은 증시 부양의 필요성을 높이는 배경 중 하나이다. '23년 통계청 자료에 따르면, 한국의 가계 자산 중 부동산이 차지하는 비중은 78.6%로 호주(61.2%), 영국(46.2%), 일본(37.0%), 미국(28.5%) 대비 월등히 높은 수준이다. 부동산 자산의 편중 심화는 초고령화사회로 접어드는 한국 인구 구조상 개인의 노후 대비를 악화시킨다. 또한, 국가 차원에서는 기업의 연구개발 등에 쓰여야 할 돈이 부동산으로 쏠리게 됨으로써 국가 경쟁력 저하로 이어지게 된다.

수도권 중심의 부동산으로 가계 유동성이 흡수되는 이유는 근본적으로 국내 주식시장이 낮은 자본 활용성과 저조한 주주환원율로 인해 주요국 대비 ROE가 낮기 때문이다. 비단 부동산뿐만 아니라 주식시장에 한정해놓고 보더라도 개인투자자의 해외 주식투자 편향은 점차 심화되고 있다. 투자자 입장에서는 미국과 같이 ROE가 높은 국가의 주식시장이 한국 대비 투자매력도가 더 높기 때문이다.

실제로, 국내 개인투자자의 미국 주식 보관 잔액은 전체 보관 잔액의 90% 수준을 기록할만큼 압도적인 수치를 기록하고 있다. 이렇다보니 국내 주식시장은 장기 투자보다는 단타 위주의 매매가 성행하고 있는 실정이다.

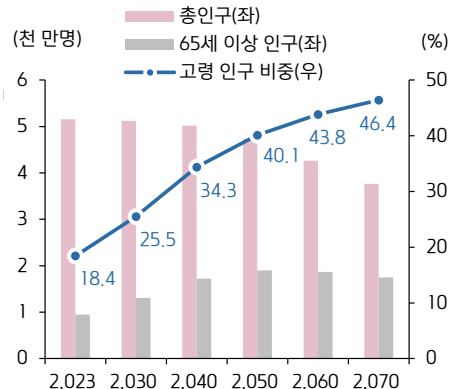
정치권에서도 근본적인 주식시장 개혁을 통해 자본시장 성장과 가계 자산 증식의 선순환 구조를 구축하기 위한 제도적 기반 마련이 시급함을 인식하고 있다. 특히, 주식시장 정상화를 위한 첫 단추로 기업 거버넌스 개선 정책을 추진하고 있다는 점에 주목해볼 필요가 있다. 즉, 거버넌스 개선 이슈가 과거와 달리 정치, 사회적 의제에 머무르지 않고 경제적 근거에 명확히 뿌리를 두고 있다는 점이 과거와 다르다. 최근 여야가 주식시장 부양에 합치된 의견을 보이고 있는 배경도 이러한 맥락에서 이해할 수 있다.

주요국 가계 자산 구성 비율



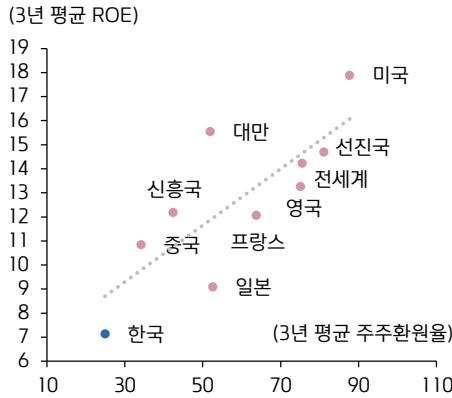
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터, 주) 2022년 기준

국내 65세 이상 고령인구 전망



자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

주요국 3년 평균 주주환원율과 ROE 비교



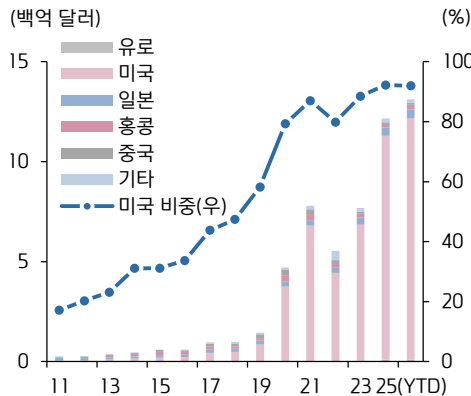
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

국내 가계 소비지출과 코스피 추이



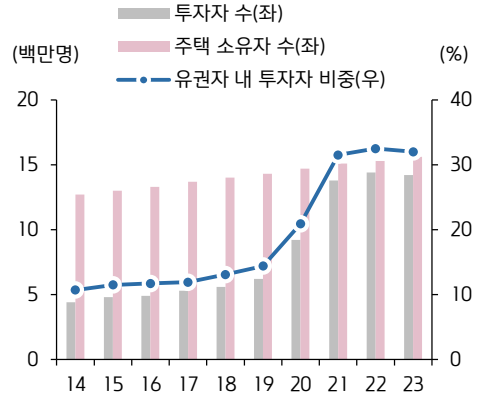
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

국내 개인투자자의 해외주식 투자 국가별 분포



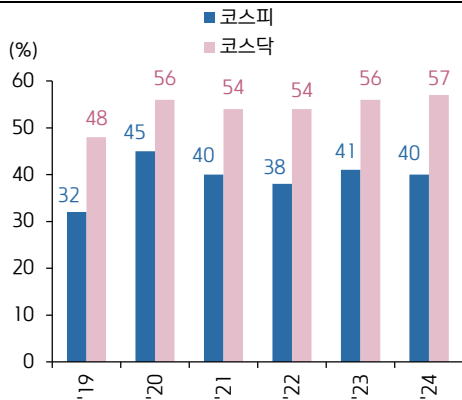
자료: 예탁결제원, 키움증권 리서치센터

국내 투자자, 주택 소유자, 유권자 내 투자자 비중



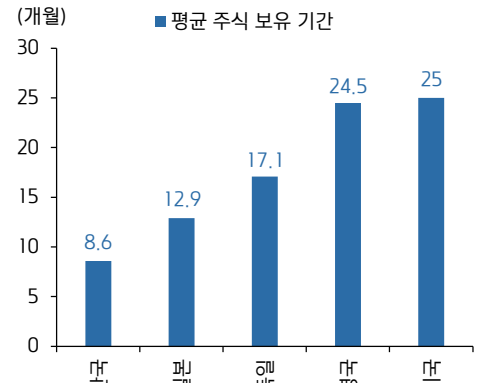
자료: 예탁결제원, 키움증권 리서치센터

국내 연도별 당일 매매(데이트레이딩) 비중



자료: 한국거래소, 키움증권 리서치센터

국내 평균 주식 보유 기간



자료: 금융감독원, 키움증권 리서치센터

기업 거버넌스와 코리아 디스카운트의 연관성

코리아 디스카운트를 유발하는 근본적인 기업 거버넌스 문제는 지배주주와 일반주주 간 이해상충 이슈이다. 그렇다면, 왜 주요국 대비 한국에서 이 같은 이해상충 이슈가 부각받는 것일까? 기업지배구조라는 단어가 본격적으로 사용된 시기는 '99년 외환위기 이후 지배구조 투명성을 확보하기 위해 지주회사제가 도입된 시점부터다. 지주사를 도입하게 된 배경은 외환위기를 겪으면서 기업집단의 복잡한 순환출자로 인해 원활한 구조조정 의 어려움을 느끼고 단순한 지배구조 모델인 지주회사 체제의 필요성이 증가했기 때문이다.

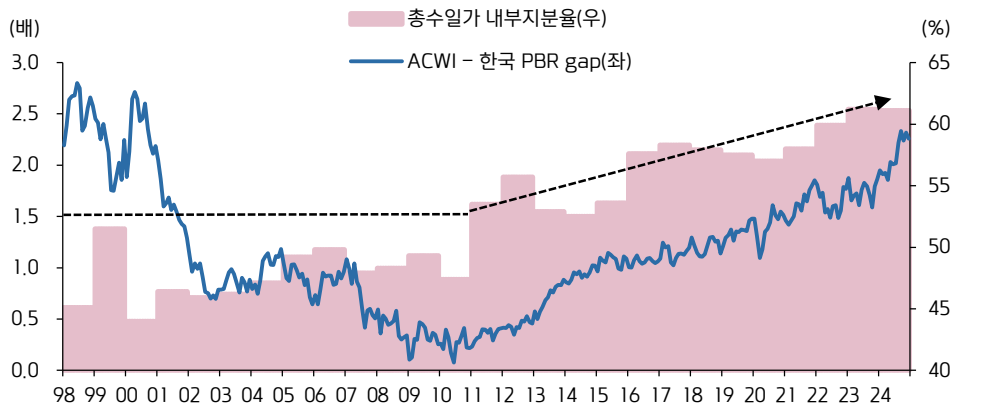
다만, 모든 정책에는 명과 암이 있듯이 지주사 체제 도입 이후 25년 간 다수의 기업집단이 지주회사로 전환하는 과정에서 지배주주와 일반주주의 이해상충 이슈가 수면위로 드러나게 되었다. 실제로, 지난해 계열사 등을 활용한 총수일가의 내부지분율 합계는 61.1%인 반면 실제 총수일가(동일인+친족)의 지분율은 3.5%에 불과했다

즉, 지주사 전환 과정을 통해 소유-지배 괴리가 커졌고, 나아가서 인적분할을 통한 자사주의 마법도 이를 심화시켰다. 결국 이 지점이 지배주주와 일반주주 간 이해상충 문제로 이어지게 된 것이다. 소유-지배 괴리가 심화될 경우 총수일가는 주주 전체의 이익이 아닌 오너일가만의 이익을 위한 사익 추구 행위 유인이 높아지게 된다. 대표적인 사례가 물적분할 후 재상장, 대규모 유상증자, 불공정 합병 등이 있다. 지주사 전환이 본격화되었던 2010년대를 기점으로 지배력 강화를 위한 이 같은 자본거래 행위가 다수 출현하였다.

더욱이 모자기업 동시 상장, 대형 IPO로 인한 과도한 주식 물량 공급으로 국내 증시의 시가총액은 꾸준히 커져왔다. 다만, 주식 공급 물량은 증가하는데 수요 측인 외국인, 기관 투자자 자금 유입은 제한되며 코스피 지수와 시가총액 간 괴리도는 점차 확대되었다. 이와 달리 미국의 경우 2020년 코로나발 대규모 유동성 공급으로 신규 상장기업이 폭등했던 때를 제외하면 상장 기업 수는 꾸준히 감소했으며, 이로 인해 지수와 시가총액 간 괴리가 사실상 없는 수준이다.

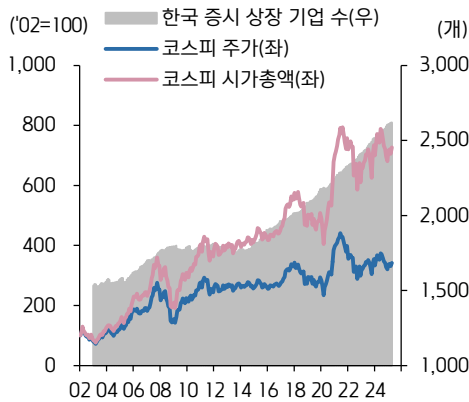
결국 지주사 전환이 본격화되며 지배주주와 일반 주주 간 이해 상충 문제가 커질 수 밖에 없는 구조가 고착화되었다. 실제로, 다수의 기업들이 2010년 이후 지주사로 전환하며 총수일가 내부지분율이 상승하였고, 동시에 전세계 주가지수 대비 국내 주식시장의 디스카운트도 함께 확대되었다. 물론, 중국발 경기 호황과 연동되었던 2000년대 증시와 비교해서 저성장 기조가 고착화되었던 2010년대에는 국내 증시의 디스카운트 확대가 나타날 수 밖에 없었다. 다만, 기업 이익의 저성장과 별도로 국내 고유의 기업 거버넌스 문제 또한 상당 부분 코리아 디스카운트의 주된 원인으로 작용하였다는 점도 부정할 수 없다.

전세계 주식시장 대비 한국 주식시장 PBR Gap과 국내 기업집단 총수일가의 내부지분율 추이



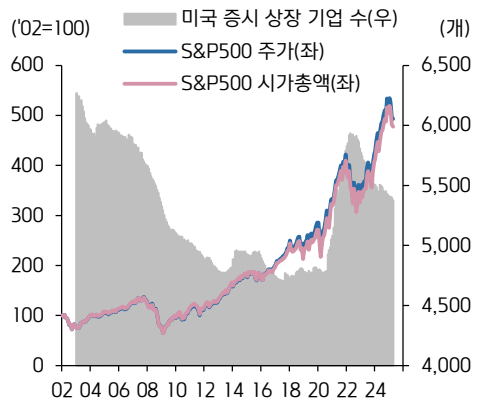
자료: Bloomberg, 공정거래위원회, 키움증권 리서치센터, 주) MSCI ACWI(전세계)와 KOREA(한국) 지수 기준

코스피 주가, 시가총액, 한국 상장 기업수 추이



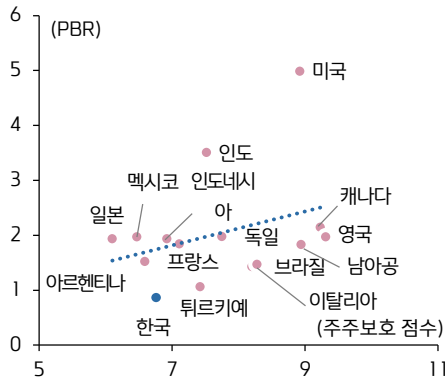
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

S&P500 주가, 시가총액, 미국 상장 기업수 추이



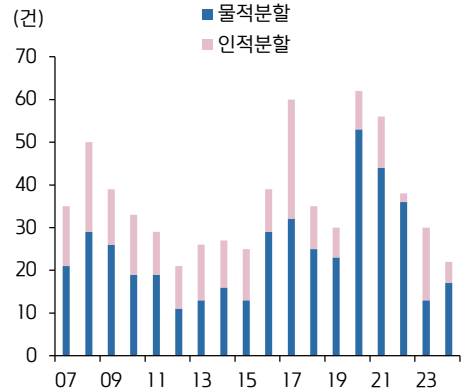
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

국가별 PBR과 주주보호점수 비교



자료: Bloomberg, 한국은행, 키움증권 리서치센터

국내 물적분할 및 인적분할 건수 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

거버넌스 변화의 조짐, 제도 개선 + 투자자 + 기업 참여라는 세 박자

다만, 최근 기업 거버넌스 변화의 조짐이 나타나고 있다. 특히, 지난해 정부 주도의 밸류업 정책을 기점으로 제도 정비, 소액주주 및 기관투자자의 주주 제안, 기업의 자발적 밸류업 참여가 맞물리며 긍정적인 변화가 나타나고 있다. 내부자의 대규모 거래 사전공시 의무화, 인적분할시 자사주에 신주 배정 금지, 물적분할시 공시 강화 등 일반주주의 권익을 강화하는 제도가 뒷받침되고 있다. 이러한 투자자 보호와 관련된 정책적 흐름은 대선 이후 상법 및 자본시장법 개정안을 통해 지속될 전망이다.

기업 거버넌스 개선 움직임이 주목을 받으면서 지난해 기준 한국은 주요국 중 3번째(66건)로 행동주의 캠페인이 많은 국가였다. 실제로, 소액주주연대 및 행동주의펀드의 주주제안 건수도 '23년에 역대 최고치를 기록하였다. '24년에는 기업의 밸류업 정책 등의 요인으로 주주 제안 건 수가 '23년 대비 절반으로 감소하였으나, 최근의 시류적 흐름을 감안하면 양적인 수치는 감소하되, 질적인 측면에서 기업 거버넌스 개선을 촉구하는 향상된 주주제안은 지속될 것으로 예상된다.

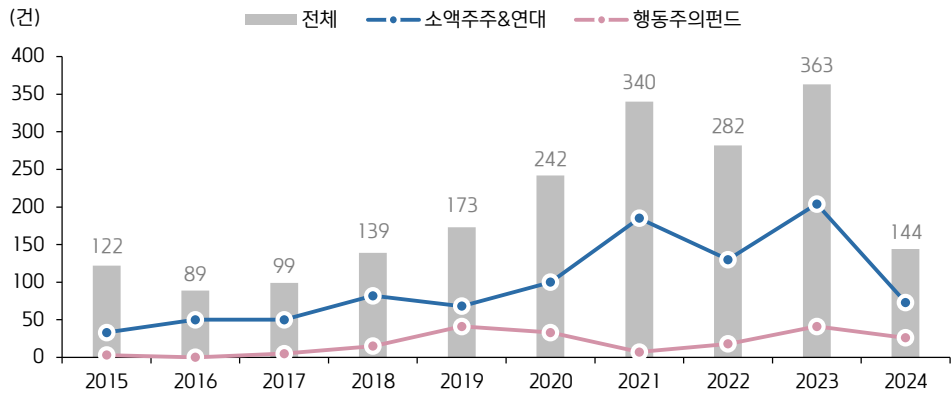
여기에 기업의 자발적인 기업가치 제고 계획 공시도 지속되고 있다. 5월 말 기준 기업가치 제고 계획을 공시한 기업 수는 145개사이다. 현재는 대기업을 중심으로 밸류업 계획을 공시하고 있으나, 향후 중소기업의 참여도 기대되는 부분이다. 또한, 대부분의 밸류업 정책 공시 기업은 기업 가치제고를 위해 주주환원 강화를 목표로 제시하였다. 주주환원의 중요성이 커지며 지난해 자사주 매입 및 소각 금액은 전년 대비 각각 2.3배, 2.9배 증가하였고, 유가증권 시장 기준 총 배당금액은 30.3조 원으로 전년 대비 10.5% 증가하였다.

국내 일반주주 권익 강화 과제 추진 타임라인 현황

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 |
|--------------------------|------|------|------------|------|------|------|------|---------|-----------------|
| 내부자거래 사전 공시 | | | | | | | 시행 | | |
| 전환사채 제도 개선 | | | | | 시행 | | | 공시강화 시행 | |
| 자사주 제도 개선 | | | | | | | | 시행 | |
| 물적분할 제도 개선 | 시행 | | | | | | | | |
| 비계열사간 합병절차 및 가액 산정 | | | | | | | | 시행 | |
| 의무공개 매수 | | | 국회 발의 & 계류 | | | | | | |
| 기업공시 제도 정비 | | | | | | | | | 개정안공표 (7월시행) |

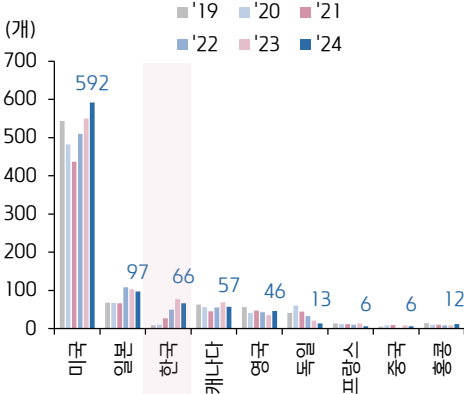
자료: 금융위, 자본시장연구원, 키움증권 리서치센터

최근 10년간 소액주주&연대 및 행동주의펀드의 주주제안 추이



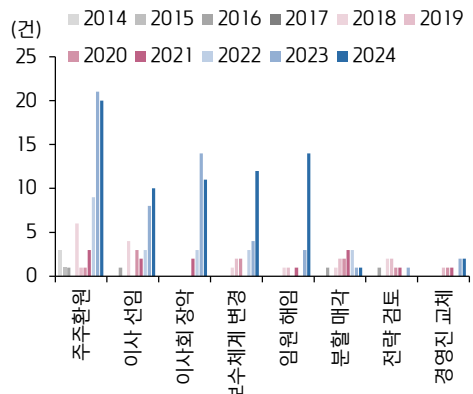
자료: 대한상공회의소, 키움증권 리서치센터

국가별 행동주의 캠페인 건수 추이



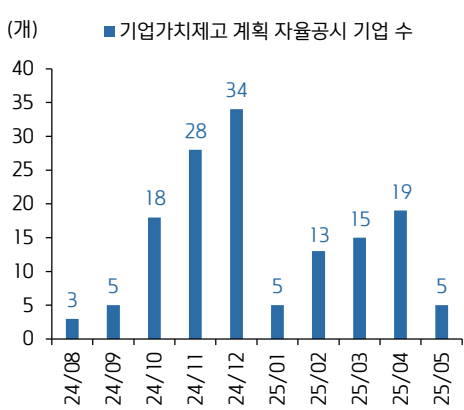
자료: DiligentMarketIntelligence, 키움증권 리서치센터

국내 연간 행동주의 캠페인 안건별 추이



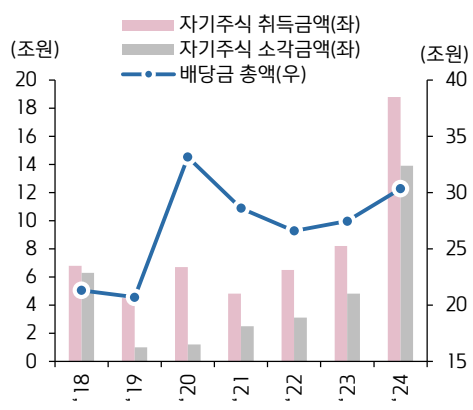
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

국내 기업가치제고계획 자율공시 기업 수



자료: KIND, 키움증권 리서치센터

국내 자사주 취득 및 소각금액과 배당금 추이



자료: KRX, 키움증권 리서치센터

II. 대선 이후 추진될 정책과 증시 영향

이사의 주주 충실의무, 지배주주의 사익 추구 방지

이사의 주주 충실의무에 대한 입법 논의는 기업 거버넌스 관련 정책 중 가장 핵심적인 의제로 최근 다루어지고 있다. 그 만큼 찬성 측 입장과 반대 측 입장은 첨예한 의견 차이를 보이고 있다. 찬성 측 입장은 그간 합병, 분할 등에서 나타난 지배주주와 일반주주 간 이해상충 이슈가 상법 개정을 통해 방지할 수 있다는 것이 주된 논지이다.

한편, 반대측은 이사의 주주에 대한 충실의무를 성문화한다면 경영진을 상대로 한 소송 남발과 배임죄에 따른 처벌이 확대될 수 있다는 점을 우려하고 있다. 특히, 현행법상 배임죄 등의 기준이 모호한 상황에서 이사의 책임까지 더해진다면 경영진 입장에서 M&A 등 장기적 관점의 투자가 위축될 수 있다고 주장한다.

찬성측, 반대측 의견 대립이 치열한만큼 현재로서는 이사의 주주충실의무 관련 상법 개정이 미칠 영향을 정확히 가늠하기는 어렵다. 다만, 해당 상법개정안이 실제로 발효될 경우 지배주주와 일반주주 간 이해상충 문제는 한층 완화될 수 있을 것이다. 그 동안 지배주주의 지배력 강화 수단은 다양한 형태로 진화하였다. 금번 상법 개정안은 핀셋 규제 방식이 아닌 '이사의 주주 충실의무'로 성문화하는 것이기 때문에 과거와 달리 보다 더 포괄적으로 일반주주의 권익을 보호할 수 있기 때문이다. 특히, 이에 따라 그간 국내 증시에서 취약한 기업지배구조 이슈로 주가 저평가를 받던 기업들도 밸류에이션 측면에서 리레이팅을 받을 수 있는 기회가 될 것으로 전망한다.

한편, 상법 개정안이 국회를 통과할 경우 감사 비용 증가, 공시업무 확대, 지배구조 규제 강화, 주주 대응 압력 속 향후 상장사의 상장 유지 비용은 증가할 전망이다. 한국경제인협회와 한국상장사협의회 조사에 따르면, 응답 기업들은 상법 개정시 상장 유지 비용이 평균 12.8% 늘어날 것으로 응답했다. 이처럼, 밸류업과 상법 개정 등 기업 거버넌스 압력이 높아진다면 향후 경영 자유도를 높이기 위해 공개 매수 후 자진 상장폐지를 선택하는 사례가 늘어날 것이다. 실제로, 일본의 사례를 참고해보면 도쿄증권거래소와 투자자의 기업가치 향상 요구가 거세지자 지난해 상장폐지된 기업은 94개로 '13년 이후 최대치를 기록하였다.

또한, 금번 21대 대선 이후 상법 개정안이 실제로 통과 및 공포되더라도 시행까지 유예기간이 있음을 감안할 필요가 있다. 따라서, 실제로 상법 개정안이 시행되는 시점은 내년이 될 가능성이 높다. 이 경우 일부 기업들은 유예 기간 동안 기업 분할, 유상증자 등을 선제적으로 취할 가능성이 있기 때문에 투자 관점에서 이를 유의할 필요가 있다.

이사의 충실의무 상법 개정 및 찬성, 반대측 입장 내용

| | 현행법 | 개정안 |
|----|---|--|
| 내용 | 제 382 조의 3(이사의 충실의무 등) ① 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다. | 제 382 조의 3(이사의 충실의무 등) ① 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사 및 주주를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다. ② 이사는 그 직무를 수행함에 있어 총주주의 이익을 보호하여야 하고, 전체 주주의 이익을 공평하게 대우하여야 한다. |
| | 찬성 입장 | 반대 입장 |
| | <ul style="list-style-type: none"> - 일반 주주에 대한 법적 보호 기반 마련 - 주주가치 훼손하는 쪼개기 상장 등 방지 - 해외 주요 선진국도 이사 충실의무 인정 | <ul style="list-style-type: none"> - 배임죄 처벌 및 소송 남발로 기업경영 훼손 - 지배주주에 대한 형사처벌 남발 우려 - 인수합병(M&A) 계획 철회 등 이중 규제 |

자료: 키움증권 리서치센터

상법 개정안이 상사 판례에 미칠 영향

| | |
|--------------------------|--|
| 경영판단 기준에 있어서 전체 주주이익의 고려 | 이사가 경영판단을 함에 있어서 회사 및 전체 주주들의 이익을 고려하는 경향 강화 |
| 회사기회유용, 부당내부거래에 대한 감시 강화 | 회사기회 유용이나 부당내부거래에 '경영판단의 원칙'이 아닌 '공정성의 원칙(Entire Fairness Rule)'이 적용되어 감시 강화 |
| 자본거래 사법심사 강화 | 합병, 분할, 주식교환, 신주발행 등 각종 자본거래에 대한 사법심사 강화 |
| 소수주주 축출에 대한 견제 | 소수주식 강제 매수, 교부금 합병 등 소수 주주 축출에 대한 사법적 심사가 강화되어 소수주주 권익이 향상될 것 |
| 주식매수청구권 실질화 | 반대주주의 주식매수청구권 행사시 법원이 공정한 가액산정에 보다 더 적극적으로 개입하게될 전망. 이사들이 회사의 주주의 이익을 고려하여 공정가치 평가절차를 거쳐야할 것이고, 법원은 그 가치평가 결과와 반대주주의 불이익 등의 사정을 적극적으로 참작하게 될 것 |
| 경영권 분쟁시 중립의무 강화 | 경영권 분쟁 상황에서의 이사의 중립의무가 미국 충실의무 판례상 확립된 소위 Revlon 의무(대안 탐색, 더 나은 가격 협상, 공정한 절차 보장) 수준까지 확대, 강화될 것 |
| 배임죄 관련 판단에 미칠 영향 | 이사만이 회사의 사무처리자라는 기존 판례의 기본 입장은 유지될 것으로 보임. 다만 종전과 마찬가지로 전체 주주의 이익을 해했는지 여부가 여전히 회사에 대한 배임죄 성립에 영향을 줄 것으로 보임 |

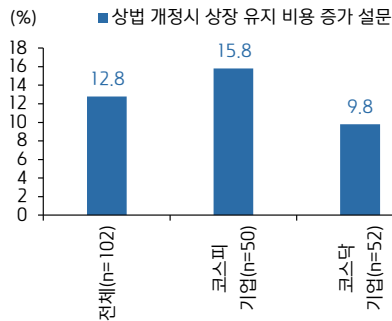
자료: 한국기업거버넌스포럼 '충실의무 상법 개정이 갖는 의미와 상사판례에 미칠 영향', 키움증권 리서치센터

상법 개정안 관련 해외 유사 사례

| 국가 | 법령,지침명 | 법 조항 및 주요내용 |
|----|------------|---|
| 미국 | 모범회사법 | 8.31 조 (이사 책임의 기준) 이사의 행동이 '이사가 회사 및 그 주주를 공정하게 대할 의무'를 위반하거나 그에 따른 결과인 경우 관련 법에 따라 소송이 가능하며, '회사 또는 주주'에게 책임을 진다 |
| | 델라웨어 회사법 | 제 102 조(b)항 (7 호) 회사 또는 회사의 주주에 대한 이사의 충실 의무 를 위반했을 때는 이사의 책임을 감면해주지 않는다 |
| 일본 | 회사법 | 회사법 해석론 회사 이익과 주주 이익은 동일하며 , 주식회사의 영리법인 특성상 이사의 의무는 주주의 이익을 극대화할 의무로 연결된다 합병, 분할, 주식교환 및 이전 등 조직개편시 이사의 직무집행은 '직접적으로 주주의 이익에 영향을 준다 '고 인정 |
| | 공정한 M&A 지침 | 일본 경제산업성 2019년 공표 M&A에서 ' 일반주주의 이익 확보 '를 기본 원칙으로 둬 지배주주와 일반주주 이해상충에서 일반주주를 보호 하기 위한 내용 |
| | | 의무 위반시 일본 회사법 제 429 조 1 항에 따라 이사는 주주에 대해 손해배상을 책임 하여야 한다 |

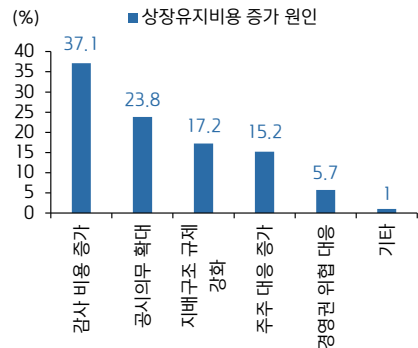
자료: 이상훈 '이사의 주주에 대한 충실의무 - 비교법적 검토', 키움증권 리서치센터

상법 개정시 상장 유지비용 증가 조사



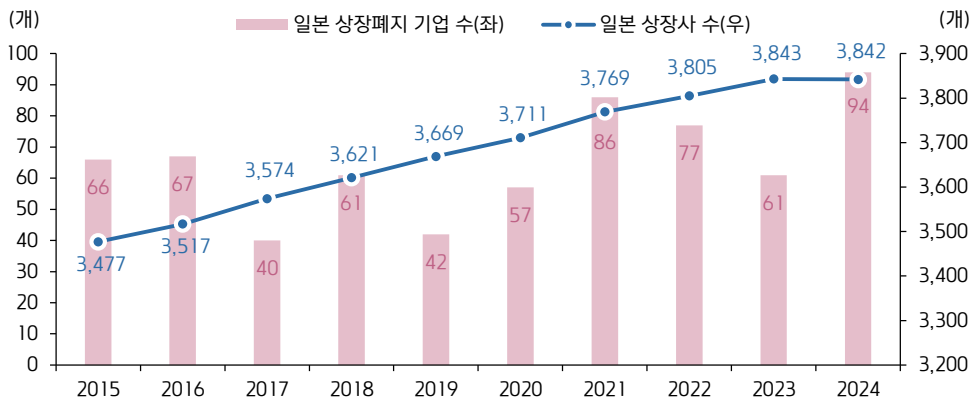
자료: 한국경제인협회, 키움증권 리서치센터

상법 개정시 상장 유지비용 증가 원인



자료: 한국경제인협회, 키움증권 리서치센터

일본 신규 상장 및 상장 폐지 기업 수 추이 : 거버넌스 개선 압력 속 상장폐지 기업 증가



자료: 니혼게이지신문, 도쿄증권거래소, 키움증권 리서치센터

배당소득 분리과세 및 자사주 소각 의무화, 주주환원 확대 요인

주요 대선 후보가 공통적으로 언급한 정책은 배당소득 분리과세이다. 김문수 후보는 배당소득 5천만원 이하까지 비과세 혜택을 제공하는 내용의 배당소득 분리과세 제도 도입을 공약으로 제시하였다. 이재명 후보는 구체적으로 공약에 언급되지는 않았지만, 주요 인터뷰에서 배당소득세 개편 취지에 공감한다고 밝혀왔다. 이에 앞서 같은 더불어민주당 후보인 이소영 의원은 배당성향 35% 이상인 상장법인으로부터의 배당소득에 대해 별도세율을 적용하는 개정안을 대표로 발의한 바 있다.

조세재정연구원에 따르면, 한국의 배당성향(3년 평균 배당성향 25%)이 낮은 이유는 다양한 이유가 제시될 수 있으나, 주식 자본이득세율과 배당소득세율 간의 큰 격차도 대표적인 원인이라고 지목했다. 금융 소득 종합과세 대상자의 소득 구간별 배당소득 비중을 살펴보면, 소득이 높을수록 배당 소득의 비중이 높다는 점이 확인 가능하다. 다만, 배당소득은 누진세율로 종합과세(최고세율45%)되는 반면, 자본이득은 최고 30%의 세율로 분류 과세하기 때문에 배당정책 의사결정자인 대주주 입장에서 배당 확대보다는 사내 유보를 선호하게 되는 유인이 클 수 밖에 없다.

또한, 소액주주 입장에서도 자본이득세는 비과세 대상으로 부담이 없는 반면, 배당금에 대해서는 소득세를 부담하므로 배당을 요구하기보다는 단기적 시세차익에 집중하게 되었다. 배당소득세율이 완화될 경우 지배주주 입장에서 배당확대에 대한 유인이 커지고 소액주주 입장에서도 배당 소득세에 대한 부담이 완화될 수 있기 때문에 향후 배당 확대가 기대되는 배당주가 주목받을 것이다.

한편, 이재명 후보 측은 주식시장 활성화 방안으로 자사주 소각 의무화도 언급하였다. 기존에 자사주는 대주주의 지배력 강화 수단으로 사용되기도 하였다. 다만, 향후 자사주 소각 의무화 제도가 공식적으로 도입된다면 주주환원 효과 극대화를 위한 자사주 본연의 목적이 강조됨에 따라 자사주 비중이 높은 기업 혹은 주주환원에 최근 적극적인 행보를 보인 기업의 주가가 리레이팅 될 수 있다고 판단한다.

양 당의 배당소득 분리과세 정책 내용 비교

| 구분 | 현행 | 이소영 더불어민주당 의원 개정안 | 김문수 국민의힘 후보 개정안 |
|---------------------|--|---|--------------------------------------|
| 분리과세 도입/확대 여부 | 2000 만원 이하 14% (지방세 포함시 15.4%) 2000 만원 초과시 | 고배당 법인(배당성향 35% 이상) 배당소득에 대해서는 종합소득에서 분리 과세 | 배당소득 분리과세 제도 공식 도입 |
| 구체적 실행 계획 | 종합소득세로 과세해 근로소득 등과 합산해 최대 49.5% | 2000 만원 이하 : 15.4% 2000 만원~3 억원 : 22% 3 억원 초과 : 27.5% | 5000 만원 이하 : 비과세 5000 만원 초과 : 20% |

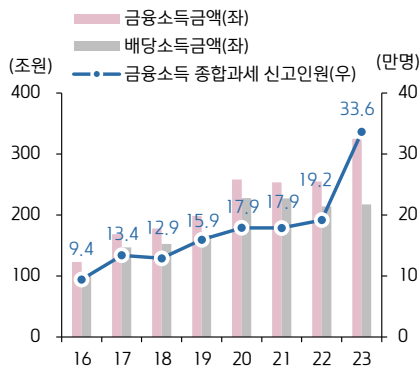
자료: 키움증권 리서치센터

소액주주의 상장주식(장내거래)에 대한 배당소득 및 주식 자본이득 과세제도 비교

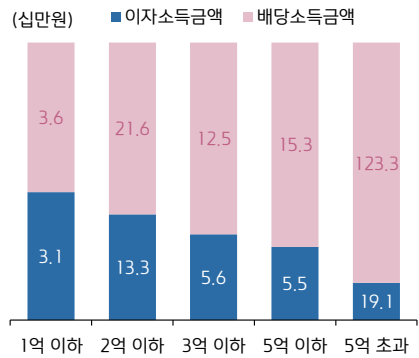
| 구분 | 배당소득 | | 주식 자본이득 | | | |
|----|---|---------|--|----------|---------|-----|
| 한국 | 종합과세(6~45%) 또는 분리과세(14%) | | 비과세 | | | |
| 미국 | 분리과세 : 적격배당소득 15~20% 종합과세 : 비적격배당소득 10~37% | | 분리과세: 장기보유 15~20% 종합과세: 단기보유 10~37% | | | |
| 영국 | 분류 과세 | 기본세율 구간 | 8.75% | 분류 과세 | 기본세율 구간 | 10% |
| | | 고세율 구간 | 33.75% | | 고세율 구간 | 20% |
| | | 추가세율 구간 | 39.35% | | 추가세율 구간 | |
| 독일 | 분리과세(25%)와 종합과세(14~45%) 중 선택 | | 분리과세(25%)와 종합과세(14~45%) 중 선택 | | | |
| 일본 | 분리과세: 15% 선택 가능 | | 분리과세: 15% | | | |
| 대만 | 분리과세(28%)와 종합과세(5~40%) 중 선택 | | 비과세 | | | |

자료: 국회입법조사처, 키움증권 리서치센터, 주) 세율은 본세만 의미하며 부가세는 포함되지 않음

국내 금융소득 종합과세 신고인원 및 금융소득, 금융소득 구간별 이자소득 및 배당소득 비교
배당소득 금액 추이

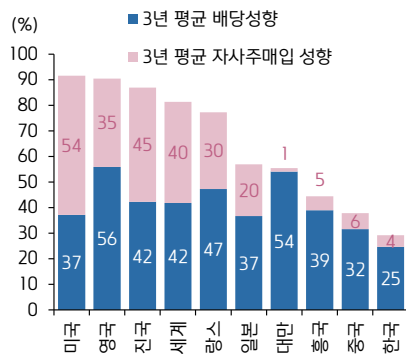


자료: 국세통계포털, 키움증권 리서치센터



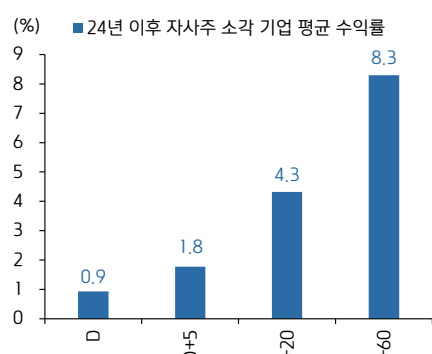
자료: 국세통계포털, 키움증권 리서치센터

국가별 3년 평균 주주환원을 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

'24년 이후 자사주 소각 기업 평균 수익률



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
주) D= 자사주 소각 공시 시점

3) 상속·증여세 공정화법, 저 PBR 기업의 주가 부양 유인

한편, 더불어 민주당 이소영 의원은 코리아 디스카운트 해소를 위한 일환으로 상속·증여세 공정화 법안을 발의하였다. 구체적인 내용을 살펴보면, PBR 0.8배 미만인 상장 주식은 비상장 주식처럼 세금을 부과하도록 하여, 경영권을 승계해야 하는 최대주주가 상속 및 증여세 부담을 줄이기 위해 의도적으로 주가를 억누르는 사례를 막기 위함이 주 목적이다.

현재 한국의 상속세 최고세율은 50%로 OECD 38개국 중 일본(55%)에 이어 두 번째로 높다. 최대주주의 경우에는 20%가 할증됨에 따라 사실상 60%로 가장 높은 수치이다. 이로 인해, 경영권 승계 작업이 이루어지는 일부 기업들은 계열사 간 주식 매매, 유상증자, 분할, 합병을 통해 의도적으로 주가 저평가를 유도한다는 비판을 받아왔다. 실제로, 국내 상장사 중 주가가 장부가치에도 미치지 못하는 PBR 1배 미만 기업 비중은 52.1%로 미국(3.2%), 중국(15.5%), 대만(15.6%), 유럽(17.3%), 일본(50.7%) 등 주요국들 대비해서 월등히 높은 편이다.

국내 다수의 오너일가 기업집단은 현재 2세대에서 3,4세대로 승계 과정이 진행되고 있는 것으로 추정된다. CEO 스코어에 따르면 상장사 2세대의 최대주주 비중은 '14년 말 30.6% → 25.6%로 감소한 반면, 3,4세대 비중은 7.7% → 10.0%로 증가하였다. 이를 감안한다면, 해당 법안이 실제로 시행될 경우 PBR 0.8배 미만 기업 중 일부 기업은 상속세 절감을 위해 자발적인 주가 부양을 위해 노력할 유인이 있을 것으로 예상된다. 특히, 다수의 저PBR 기업은 공장, 생산 설비 등의 자산 비중이 큰 장치 산업 비중이 높기 때문에 현실적인 주가 부양책은 결국 주주환원 확대가 될 것이다. 상속 이슈가 있고 PBR 0.8배 미만 기업 중 주주환원 확대 여력이 있는 기업에 주목해볼 필요가 있다.

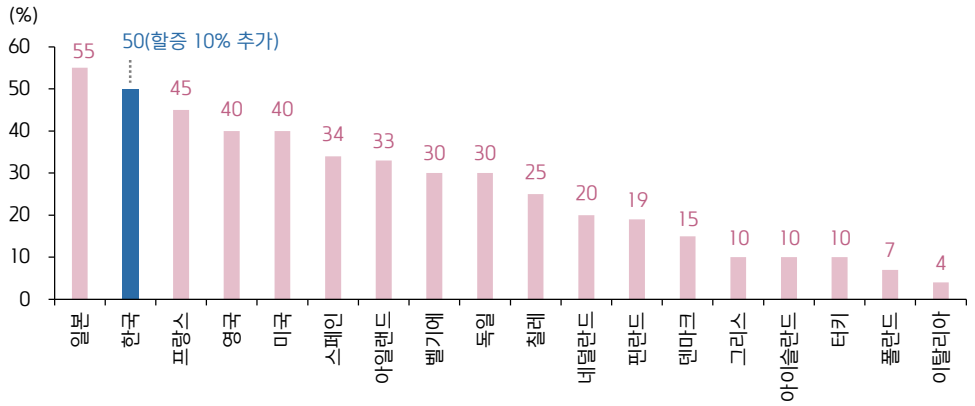
다만, 해당 법안은 업종별 특성을 감안하지 않은 단일한 밸류에이션 수치(0.8배)를 적용한다는 점에서 향후 법안의 세부 내용이 수정될 가능성도 염두에 둘 필요가 있다.

PBR 0.8배 미만 기업의 상속, 증여세 공정화법 내용

| | | |
|-------|-----|--|
| 현행 제도 | 내용 | - 상속세나 증여세가 부과되는 재산의 가액을 평가할 때, 상장주식의 경우는 상속개시일 또는 증여일을 평가기준일로 하여 그 기준일로부터 각 2개월간의 평균 시세가액을 그 재산의 가액으로 평가 |
| | 문제점 | - 주가가 낮을수록 절세 효과가 발생하기 때문에, 유상증자, 합병, 배당축소 등을 통한 대주주의 인위적 주가 누르기 현상 존재 |
| 개정안 | 내용 | - 상장사의 시세가 순자산가치의 80%에 미치지 못하는 경우, 비상장주식과 같이 자산과 수익 등을 고려하여 평가하되 그 하한선은 순자산가치의 80%로 설정 - 상장사 최대주주의 상속·증여세 20% 가산세율을 삭제하여, 상장주식의 시세가 정상적으로 형성되는 경우 세금 부담 경감 - 부득이하게 세금의 현금납부가 곤란한 경우에는 상장주식에 대해서도 몰납 허용 |

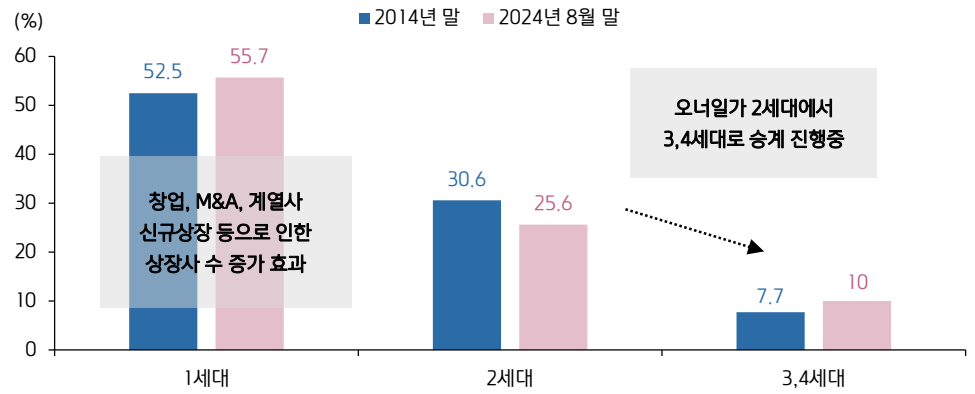
자료: 키움증권 리서치센터

OECD 국가별 직계비속 상속세 최고세율



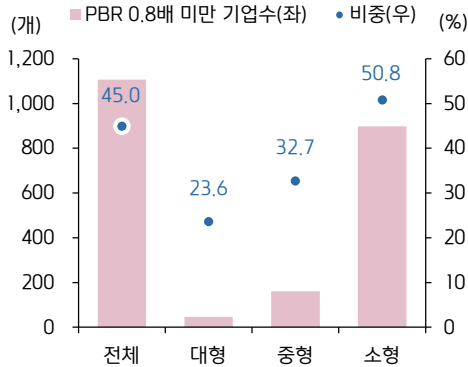
자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

상장사 최대주주 세대별 비중 변화 현황 : 오너일가 2세대에서 3,4세대로 승계 진행중



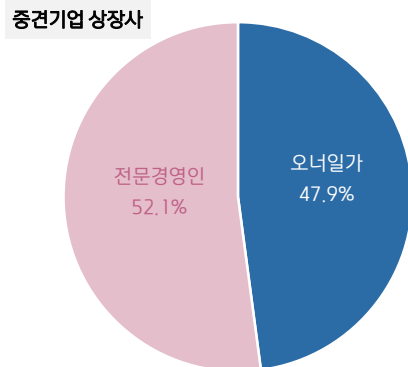
자료: CEO 스코어, 키움증권 리서치센터

국내 상장사 내 PBR 0.8배 미만 기업 비중



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

중견기업의 오너일가와 전문경영인 비율



자료: CEO 스코어, 키움증권 리서치센터

4) MSCI 선진국 지수 편입, 편입시 외국인 자금 유입 확대 전망

두 후보는 공통적으로 증시 부양책의 일환으로 임기 내 MSCI 선진국 지수 편입도 공약으로 제시하였다. 이러한 가운데 6월 달에는 MSCI 선진국 지수 편입을 위한 관찰대상국(후보국) 발표가 예정되어 있다.

지난 '23년 이후 정부 주도 하에 MSCI 선진국 지수 편입 및 국내 증시로의 외국인 투자 접근성을 높이기 위해 외국인 투자자 등록 의무 폐지, 영문 공시 점진적 확대, 배당기준일 변경 등의 정책이 지속적으로 추진되어왔다. 최근 금융당국은 MSCI 선진국 지수 편입을 위한 주요 제도 개선 작업을 사실상 마무리했다고 공식 발표하는 등 선진국 지수 편입에 대한 기대감이 높아진 상황이다.

특히, 지난해 6월 한국 증시의 MSCI 선진국 지수 불발의 주요 원인으로 공매도 금지가 지목되었는데, 올해 3월 말부터 공매도가 재차 전면 재개됨에 따라 금년도 MSCI 선진국 워치리스트의 포함 가능성이 높아진 상황이다. 이와 더불어 금융위 위원장 발언에 따르면, MSCI 선진국 지수 편입에 따른 정량적 기준 충족도 중요하지만 실제로 가장 중요한 것은 투자자들의 정성적 평가라고 언급한 바 있다. 지난해 밸류업 정책을 기점으로 일관적으로 추진되고 있는 자본시장 선진화 정책도 정성적인 평가에서 긍정적으로 반영될 수 있다.

현재 MSCI 선진국과 신흥국 지수 간 밸류에이션 차이는 유의미하게 존재하고 있다. 최근 국내 정부 정책 기조가 코리아 디스카운트 해소라는 점을 감안시, MSCI 선진국 지수 편입은 국내 증시 재평가에 상당 부분 기여할 수 있을 것으로 전망한다.

한편, 과거 3차례(포르투갈, 그리스, 이스라엘) MSCI 선진국 지수 편입 사례를 살펴보면 편입 발표 이후 모두 유의미한 외국인 수급 유입이 관찰되었다. 물론, 포르투갈('97년), 그리스('00년), 이스라엘('09년) 사례 당시는 각각 아시아 금융위기, 닷컴 버블, 08년 금융위기 이후 회복기라는 굵직한 매크로 이벤트가 있었을 때였다. 따라서, 외국인 수급 유입이 오로지 MSCI 선진국 지수 편입에 기인하지는 않지만, 세 사례 모두 MSCI 선진국 지수 편입 이후 외국인 자금이 유입되었다는 점은 참고해 볼만한 부분이다.

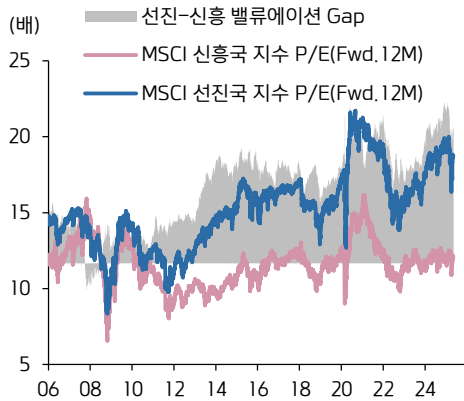
한국의 경우 MSCI 선진국에 편입되기 위해서 먼저 관찰대상국(워치리스트) 등재 → 1년 이상 경과 후 편입 여부 결정 → 다시 1년 이상 경과 후 최종 편입의 절차를 거쳐야 한다. 금번 6월 관찰대상국 리스트에 등재될 경우 외국인의 선제적인 자금 유입을 기대해볼 수 있다. 현재 MSCI 선진국 지수 편입에 따른 국내 증시 예상 순유입액은 약 170억 달러(약 24조 원)로 추산된다. 해당 수치는 MSCI 추종 자금 규모 및 글로벌 증시 내 한국 시가총액 비중에 따라 가변성이 높다는데는 유의할 필요가 있다.

외국인 투자자 접근성 제고 정책 타임라인 현황

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 |
|------------------|------------|------|----------------------|------|-------------|--------------------------|------|------|--------|
| 외국인 투자자 등록 의무 폐지 | 법령 및 규정 개정 | | 시스템 개발 | | 시행 | | | | |
| 유니버스 계좌 활성화 | 법령 및 규정 개정 | | 시스템 개발 | | 시행 | | | | |
| 장외거래(OTC) 편의성 제고 | 법령 및 규정 개정 | | 시스템 개발 | | 시행 | | | | |
| 영문 공시 점진적 확대 | KRX 규정 개정 | | 공식 플랫폼 구축 | | | 1 단계 시행 (2 단계: 2026년 이후) | | | |
| 배당확정 후 주주 결정 | 표준 정관 개정 | | | | 시행 & 플랫폼 구축 | | | | |
| 공매도 재개 | | | 공매도 전산시스템 구축 및 제도 개선 | | | | | | 공매도 재개 |

자료: 자본시장연구원, 키움증권 리서치센터

MSCI 선진국 및 신흥국 지수 밸류에이션



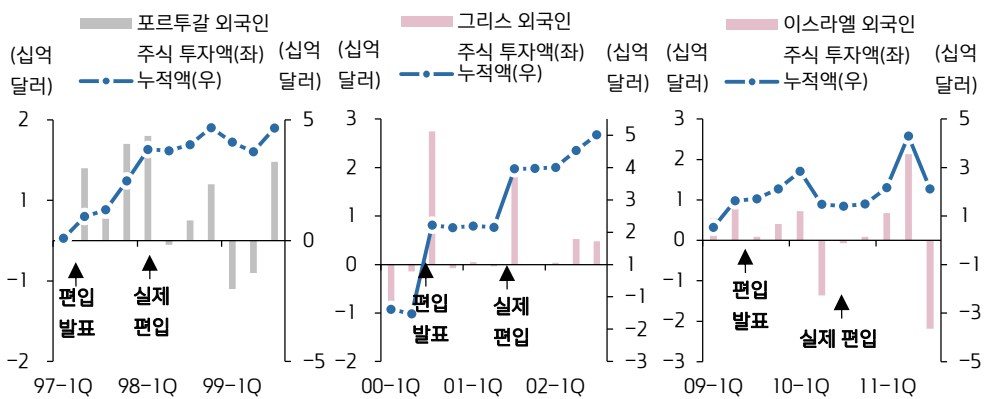
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

MSCI 선진국 지수 편입시 국내 예상 순유입액

| (단위: 십억달러) | AUM | 유출 예상액 | 유입 예상액 |
|------------|-------|--------|--------|
| EM | 1,345 | 161.4 | - |
| Asia | 767 | 2.0 | - |
| DM | 129 | - | 15.7 |
| ACWI | 4,276 | 70.6 | 0.0 |
| DM | 3,763 | - | 77.1 |
| EAFE | 1,508 | - | 87.7 |
| World | 3,457 | - | 70.8 |
| 합계 | | 234.0 | 251.3 |
| 순유입액 | | | 17.3 |

자료: MSCI, 키움증권 리서치센터, 주) 2Q24 기준

역대 MSCI 선진국 지수 편입국의 편입 발표 이후 외국인 포트폴리오 주식 투자액 추이



자료: CEIC, 키움증권 리서치센터

최근 3년 간 한국의 MSCI 시장 접근성 평가(MSCI Global Market Accessibility Review)

| | | '22년 평가 | '23년 평가 | '24년 평가 | |
|--|---|---|---------|---------|----|
| 1. 외국인 투자 개방도 (Openness to foreign ownership) | 투자자 자격요건 (Investor qualification requirement) | ++ | ++ | ++ | |
| | 투자자 보유 한도 제한 (Foreign Ownership Limit Levels) | ++ | ++ | ++ | |
| | 외국인 추가 투자 여력 (Foreign Room Level) | + | + | + | |
| | 외국인 투자자 동등한 권리 (Equal rights to foreign investors) | + | + | + | |
| 2. 자본유출입 용이성 (Ease of capital inflows / outflows) | 자본흐름의 제한 수준 (Capital flow restriction level) | ++ | ++ | ++ | |
| | 외환시장 자유화 수준 (Foreign exchange market liberalization level) | - | - | - | |
| 3. 운영체제 효율성 (Market Infrastructure) | 시장 진입 (Market entry) | 투자자 등록 및 계좌 개설 (Investor Registration & Account Setup) | - | - | - |
| | 시장 구성 (Market organization) | 시장규제 (Market regulations) | ++ | ++ | ++ |
| | | 정보흐름 (Information Flow) | - | - | - |
| | 시장 구조 (Market infrastructure) | 청산 및 결제 (Clearing and Settlement) | - | - | - |
| | | 수탁 (Custody) | ++ | ++ | ++ |
| | | 등록/예탁 (Registry / Depository) | ++ | ++ | ++ |
| | | 매매 (Trading) | ++ | ++ | ++ |
| | | 이체성 (Transferability) | - | - | - |
| | | 대주 (Stock lending) | ++ | ++ | ++ |
| 공매도 (Short selling) | | + | + | - | |
| 4. 투자 상품의 가용성 (Availability of Investment Instruments) | | - | - | - | |
| 5. 제도 안정성 (Stability of institutional framework) | | + | + | + | |

자료: MSCI, 키움증권 리서치센터

Ⅲ. 거버넌스 변혁기에서의 투자 기회

기대감을 반영한 저 PBR주, 대선 이후 저 PBR주 옥석 가리기 필요

6월 3일 대선을 앞두고 금융, 지주, 내수주 등 전통의 저 PBR 종목들이 가파른 상승세를 보이고 있다. 직전 4차례의 대선 사례를 살펴보면, 증시 부양 및 기업 지배구조 개선에 대한 기대감이 반영됨에 따라 저 PBR 종목군들은 평균적으로 양호한 흐름을 보인 바 있다. 특히, 올해의 경우에는 기업 거버넌스 개선, 코리아 디스카운트 해소 정책 기대감이 극적으로 반영되며 과거 대비 더 가파른 속도로 저 PBR 종목군들이 상승하고 있는 흐름이다.

물론, 대선이 일주일 안 쪽으로 다가온 상황에서 최근 가파른 반등으로 인한 차익실현 욕구로 대선 이후 일부 매물이 출회될 가능성도 염두에 둘 필요는 있다. 이후 저 PBR주의 2차 랠리 가능성은 실제 정책이 공약대로 추진되는지 여부에 달려 있다고 판단한다.

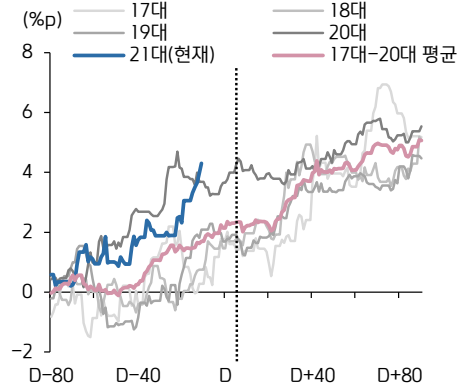
현재 저 PBR 주의 주체별 수급 동향을 살펴보면, 장기 투자 성격의 외국인보다는 상대적으로 액티브한 성격의 기관투자자 자금이 주로 유입된 상황이다. 기업 거버넌스 정책이 실제 기대한대로 추진된다면 향후 저 PBR 주를 향한 주도 수급 주체는 외국인이 될 것으로 예상된다.

기업 거버넌스에 대한 관심도가 어느 때보다 높아져있는 만큼 정부 주도의 거버넌스 개선 정책은 대선 이후에도 공약대로 추진될 수 있다고 전망한다. 정책이 실제 추진된다면 현재와 같은 저 PBR주의 무차별적인 상승보다는 실제 정책의 수혜를 받을 수 있는 기업 중심으로 상승할 가능성이 높다. 이에 따라, 대선 이후에는 정책과 직접적으로 연동될 수 있는 저 PBR 주의 옥석 가리기가 중요할 것이다.

또한, 앞서 말했던 내용은 저 PBR주 외에 배당주에도 그대로 적용된다. 대부분의 배당주들은 배당수익률이 높다는 점에서 가치주 성격을 지니고 있기 때문이다. 더욱이 주요 후보들이 공통적으로 배당세율 완화 정책을 공약으로 내세우고 있다는 점은 기존의 배당주 및 향후 배당을 확대할 수 있는 기업의 주가 상승 요인이다.

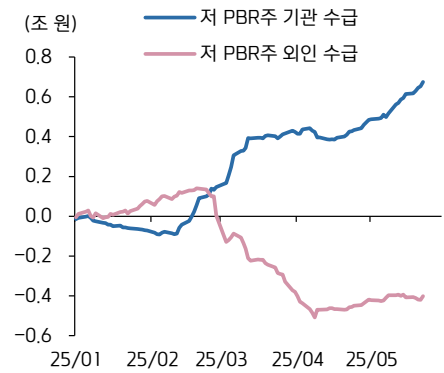
업종 측면에서는 최근의 주가 흐름에서도 알 수 있듯이 단연 지주사와 증권주가 금번 정책의 수혜 업종이다. 지주사와 증권주는 PBR이 낮고 자기주식 비중은 높으며 향후 기업 지배구조 개편에 따른 수혜를 받을 수 있는 업종이기 때문이다. 공약대로 정책이 추진되는 과정에서 하반기에도 해당 업종은 대표적인 거버넌스 정책 수혜주로서의 지위를 이어갈 것으로 전망한다.

역대 대선일 전후 저 PBR주의 초과수익률 추이



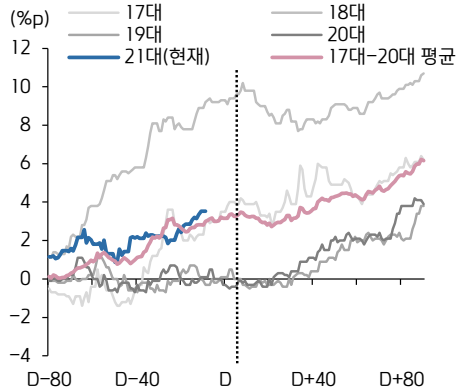
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주)저 PBR 상위 1분위 종목군의 코스피 대비 초과수익률

연초 이후 저 PBR주의 기관 및 외국인 수급



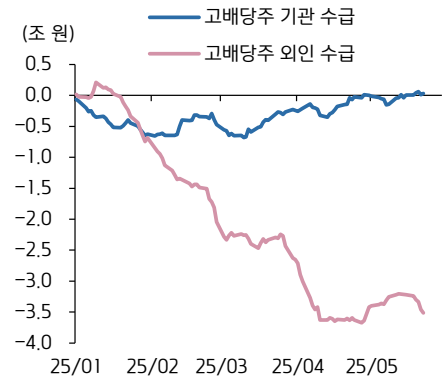
자료: Bloomberg, FnGuide, 키움증권 리서치센터

역대 대선일 전후 고배당주의 초과수익률 추이



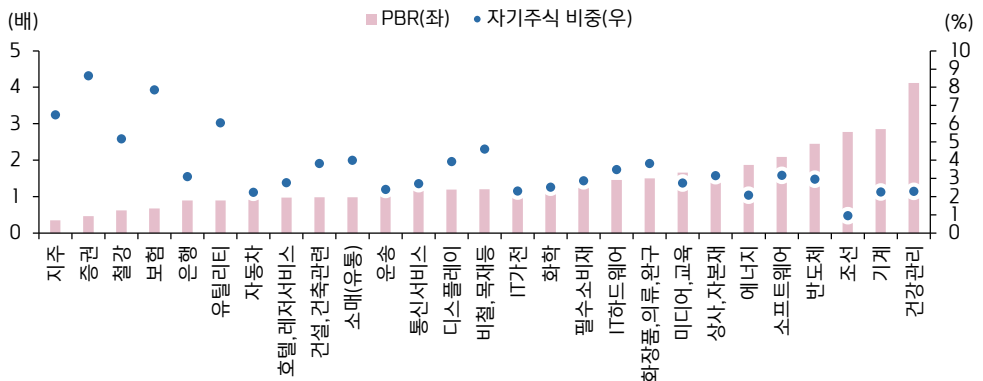
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주)배당수익률 상위 1분위 종목군의 코스피 대비 초과수익률

연초 이후 고배당주의 기관 및 외국인 수급



자료: Bloomberg, FnGuide, 키움증권 리서치센터

업종별 상장사 평균 PBR과 자기주식 비중 비교 : 지주, 증권은 대표적인 정책 수혜주



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터, 주) 상사, 자본재 업종 중 공정거래위원회 지정 지주회사는 따로 지주로 분류

1) 지주사, 기업 거버넌스 개선이 일으킬 비정상적 정상화

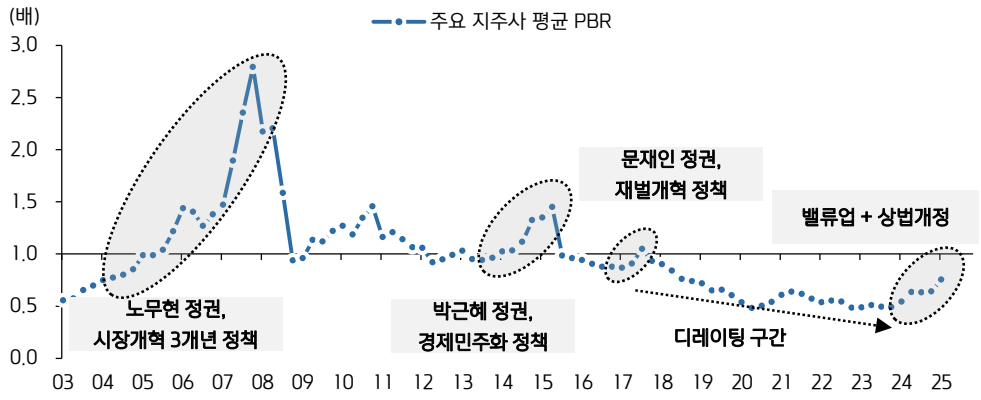
한국의 지주사 디스카운트는 1) 동시상장으로 인한 더블카운팅과 2) 지배주주와 일반주주 간 이해상충 이슈에서 비롯된다. 모자회사 동시 상장으로 인해 자회사 가치는 지주사, 자회사 양쪽에 중복으로 반영된다. 이 경우 투자자 입장에서는 할인된 지주사가 아닌 사업회사인 자회사에 직접 투자하는 것이 낫다고 판단하기 때문에, 지주사의 주가는 대개 NAV(순자산가치) 대비 30%~50% 할인되어 있다. 이와 더불어 오너 일가는 적은 지분율로 지주사를 통해 여러 계열회사를 지배할 수 있기 때문에 소유-지배 괴리를 심화시킨다. 소유-지배 괴리 현상은 주주환원보다는 지배주주 사익 추구 유인을 유발하게 된다. 정리하면, 취약한 기업지배구조가 지주사 디스카운트의 근본 원인이라는 점이다.

한편, 과거 주요 10대 지주사의 평균 PBR 추이를 살펴보면 지주사 밸류에이션은 기업 거버넌스 정책 타임라인과 밀접히 연동되었다는 점을 확인할 수 있다. 1999년 IMF를 겪으면서 지주회사 설립이 허용되었고, 이후 노무현 정부의 시장개혁 3개년 정책에 기반하여 2000년대 중반 정부는 기업집단의 지주회사 체제 전환을 유도하였다. 대기업의 순차적인 지주사 전환 속 사업 포트폴리오 재편, 지배구조 투명화, 구조조정 기대감에 당시 지주사 주가는 가파른 상승세를 시현했다. 특히, 당시에는 오너 리스크가 비교적 부각되지 않았고, 지주사 전환에 따른 경영 안정성 등의 장점이 부각되었던 시기였다.

다만, 2010년대 들어 기업집단의 지주사 전환이 본격화되면서 지주사 체제는 지배구조 투명성이라는 장점보다는 지배력 확대 수단으로 인식되기 시작하였다. 이로 인해 2010년대 들어 경제 민주화가 정치권 핵심 의제로 부상하였으며, 19대(2012년), 20대(2017년) 대선을 전후로 지배구조 개선 기대감에 지주사는 단발적으로 랠리를 보이기도 하였다. 실제로, 내부거래 규제 강화로 일감몰아주기가 억제되고 공정거래법 개정 속 주요 대기업들의 순환출자 고리가 일부 해소되는 등 소기의 성과도 확인되었다. 다만, 재계 반발과 기업의 규제 회피 행위가 지속되며 기대보다는 정책적 실효성이 제한되었다. 지배구조 개선에 대한 기대의 구간에서 재차 실망의 구간으로 넘어가게 되었고, 2020년대 들어 쪼개기 상장, 불공정 합병 등이 더해지며 지주사 주가는 지속적으로 디레이팅이 되는 결과를 맞이했다.

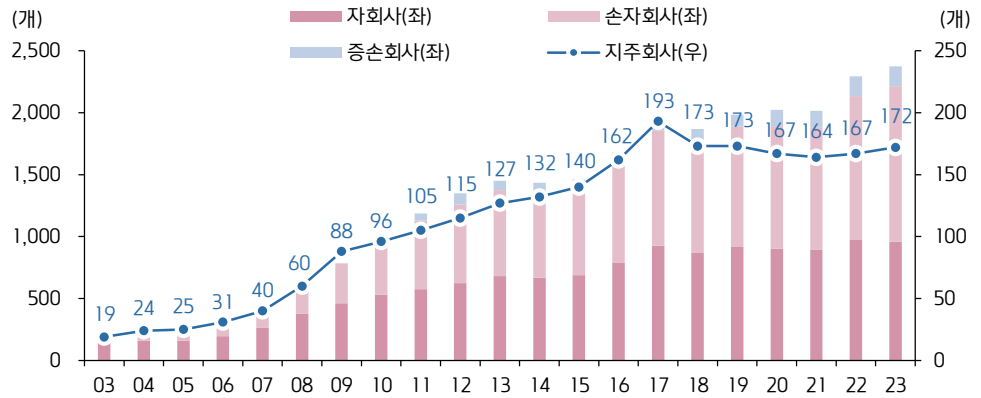
현재도 21대 대선을 앞두고 지주사는 다시금 지배구조 개선 정책이라는 기대감을 반영할 수 있는 구간에 진입해있다. 현재 논의되는 이사의 주주 충실의무, 상증세 정상화법, 자사주 소각 의무화 등의 공약은 모두 기업 거버넌스 개선과 연결되어 있다는 점에서 지주사 디스카운트 해소 요인이다. 나아가서 감사위원 분리 선출, 집중투표제까지 도입된다면 이사회 기능 정상화로 인해 주주 간 이해상충 문제는 한층 더 완화될 수 있다. 현재 대부분의 지주회사가 PBR 1배 미만을 기록하며 저평가를 받고 있다는 점에서 정책이 일관성 있게 추진될 경우 대선 이후에도 추가적인 상승 여력이 있다고 판단한다. 기업 거버넌스 변혁기에서 투자 관점에서 지주사에 주목해볼만한 시점이다.

2003년 이후 주요 10대 지주사 평균 PBR 추이



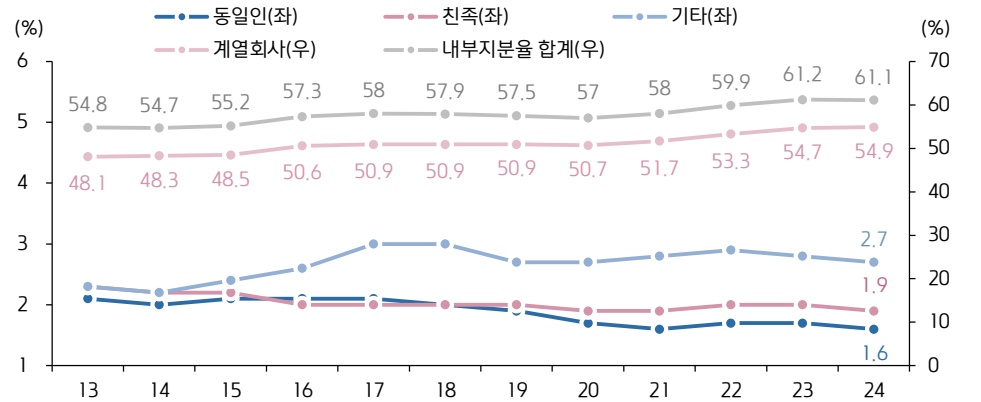
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

국내 지주회사 및 자회사, 증손회사 추이



자료: 공정거래위원회, 키움증권 리서치센터

국내 총수 있는 집단의 내부지분율 변화 : 총수일가는 계열회사 활용해 지배력 유지 및 강화



자료: 공정거래위원회, 키움증권 리서치센터

일본 기업 거버넌스 개혁 이후, 중복 상장 해소와 지주사 재평가

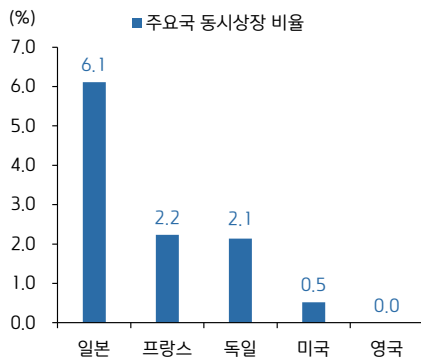
한국과 유사하게 일본도 전 세계에서 모자 회사가 중복 상장된 사례가 가장 많은 국가 중 하나이다. 2019년 기준, 일본 기업의 중복상장 비율은 6.1%였으며, 이는 프랑스(2.2%), 독일(2.1%), 미국(0.5%), 영국(0%)에 비해 월등히 높은 수치이다. 그럼에도 한국과 다른 점은 일본은 2008년 금융위기 이후로 중복상장 이슈가 해소되고 있다는 점이다.

대표적인 사례가 히타치이다. 금융위기 이후 대규모 적자를 기록한 히타치는 당시 22개의 상장 자회사를 보유하고 있었다. 금융위기를 겪으면서 이러한 중복상장의 문제점을 인식하였고, 구조조정의 필요성을 절실히 느끼게 되었다. 2010년부터 히타치 그룹은 비핵심 자회사 매각, 자회사 상장 폐지를 통해 강도 높은 구조조정을 단행하였다. 현재는 22개였던 상장 자회사가 전부 상장 폐지된 상태이다. 이 같은 거버넌스 개혁의 결과가 반영되어 2021년 이후 히타치 주가는 약 4배 이상 상승하게 되었다.

비단 히타치 그룹뿐만이 아니다. 2013년부터 이어져온 기업 거버넌스 개혁으로 현재 일본에선 공개매수(TOB), 경영자 매수(MBO) 방식으로 상장 자회사를 자진 폐지하는 움직임이 활발하다. 대표적으로, 일본 최대 유통기업인 이온은 올해 2월 주주 간 이해 상충 문제를 해소하기 위해 이온 딜라이트를 완전 자회사화한다고 발표하였다. 또한, 일본 통신 지주사인 NTT도 올해 4월 상장 자회사인 NTT 데이터 그룹을 완전 자회사로 편입하였다. 이로 인해 NTT 그룹은 2018년 당시 3 곳이었던 상장 자회사를 모두 정리하였다.

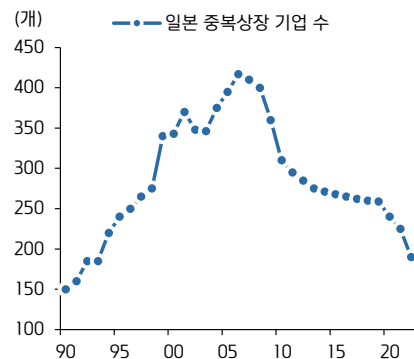
일본의 기업 거버넌스 개혁이 지주사의 지배구조 개편과 자회사 상장폐지를 이끌었던 것처럼, 향후 한국도 유사한 사례가 발생할 수 있다는 점에서 지주사는 지속적으로 주목해볼 필요가 있다.

주요국 동시상장 비율 비교



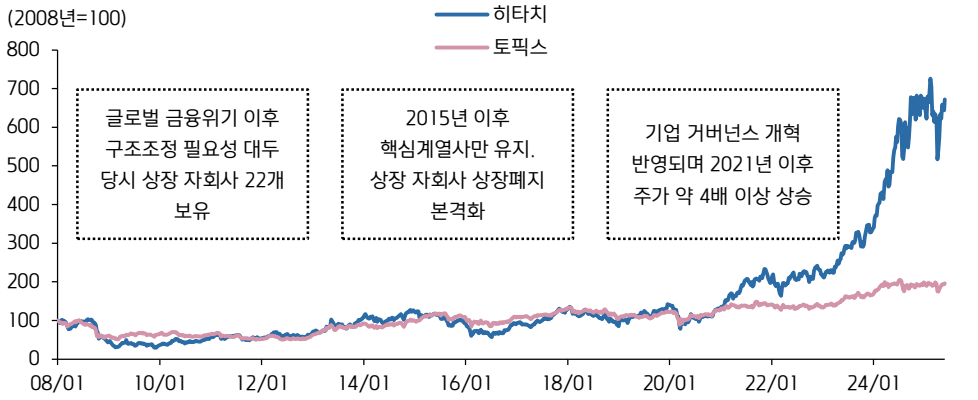
자료: 일본 경제산업성, 키움증권 리서치센터
주) 2019년 기준, 모회사 지분율 50% 이상

일본 중복상장 기업 수 추이



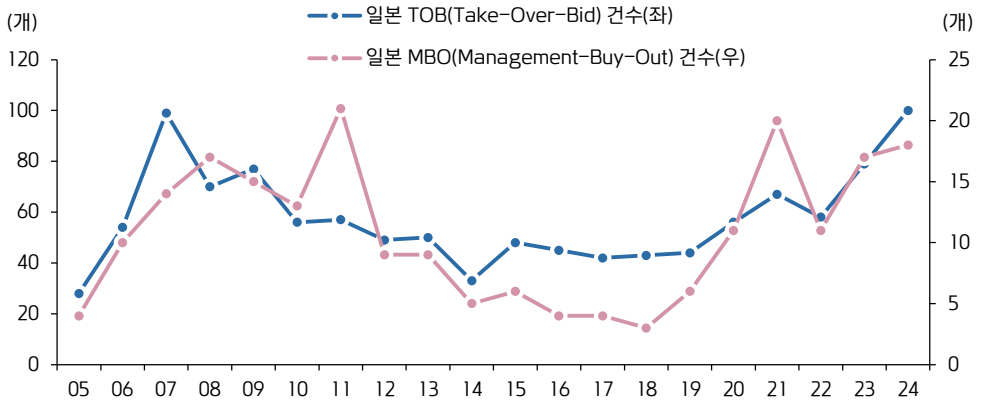
자료: 노무라자본시장연구소, 키움증권 리서치센터

2008년 이후 히타치 추가 추이 : 기업 지배구조 개편 및 중복 상장 해소의 모범 사례



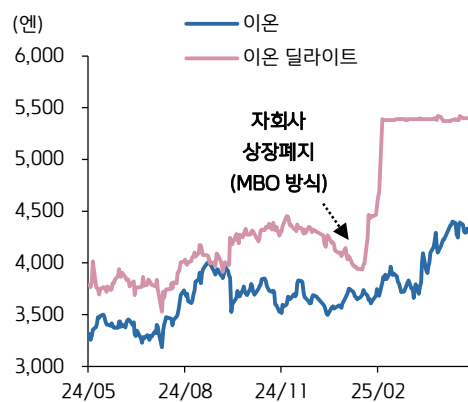
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

일본 내 TOB와 MBO 건 수 추이



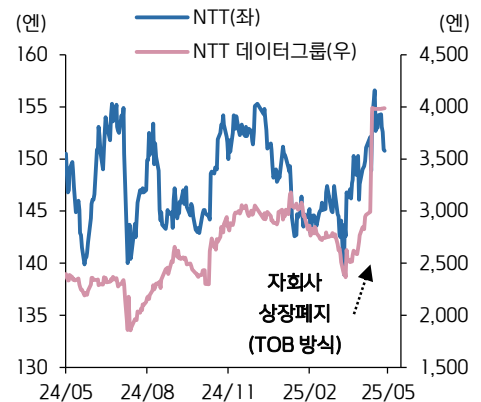
자료: M&A Online, 키움증권 리서치센터

이온과 이온 딜라이트 추가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

NTT와 NTT 데이터 그룹 추가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2) 배당주, 배당소득 분리과세 및 금리 인하라는 중첩된 정책 사이클

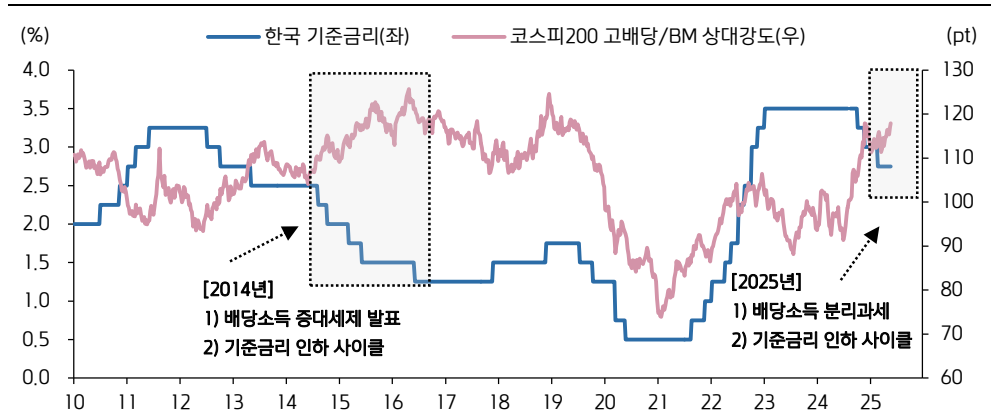
정책 수혜 측면에서 하반기 배당주에도 주목해볼 필요가 있다. 배당주가 강세를 보일 수 있는 조건은 크게 1) 금리 인하기, 2) 배당세율 완화, 3) 기업 배당 확대 압력 강화 등의 세가지이다. 현재는 이 세가지 조건이 모두 충족되는 구간이라는 점에서 배당주는 매력적인 선택지이다.

먼저, 금리가 하락하거나 낮은 수준에서 유지될 때 예금, 채권 대비 배당주의 상대적 매력력이 커지게 된다. 현재 한국은 지난해를 기점으로 기준금리 인하 사이클로 진입한 상태이다. 이로 인해 현재 배당주의 평균 배당수익률(3.6%)은 국고채 3년물 금리(2.3%)를 상회하며 배당의 가치가 상대적으로 커져있는 상황이다. 하반기에도 내수 부양을 위해 한국은행은 최소 1차례 이상 기준금리를 단행할 것으로 예상되기 때문에 하반기 배당주 강세는 지속될 수 있을 것으로 전망한다.

한편, 주요 대선 후보는 공통적으로 배당소득세율 완화 정책을 대선 이후 추진할 것이라고 언급하였다. 배당소득세율 인하 정책이 실시될 경우 지배주주 입장에서도 배당을 확대할 유인이 커지게 된다. 또한, 상대적으로 배당을 선호하는 장기 투자 성격의 연기금, 외국인의 자금이 배당주로 유입될 가능성이 높다고 판단한다. 여기에 정부 주도의 밸류업 정책도 지속되고 있는 상황이다. 즉, 주주환원 확대 압력 속 기업들의 배당 확대 기조가 지속될 수 있는 점도 배당주 강세 요인 중 하나이다.

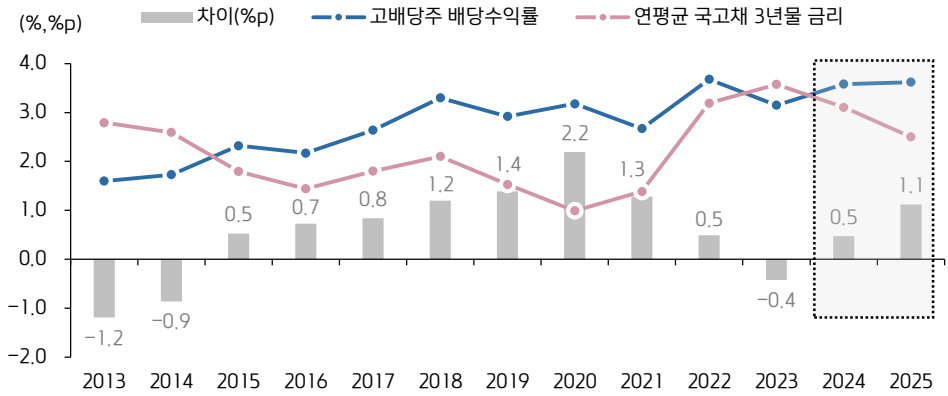
과거 2014년에도 현재와 유사한 환경 속 배당주가 벤치마크 대비 강세를 보였다. 2014년 8월 발표된 배당소득증대세제는 기업으로 하여금 사내유보보다는 배당을 장려하여 가계 소득을 증대하는 것이 목표였던 정책이었다. 또한, 세법 개정과 더불어 한국의 기준금리 인하 사이클도 맞물리며 2014년 주요 배당 기업들은 높은 주가 상승률을 보였다.

한국 기준금리와 고배당주 상대강도 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

연도별 고배당주 배당수익률과 국고채 3년물 금리 비교



자료: FnGuide, Bloomberg 키움증권 리서치센터, 주) 고배당주는 코스피 200 고배당 지수, 2025년 배당수익률은 컨센서스

2014년 8월 시행된 배당소득증대세제 주요 내용

| | |
|-----------------|--|
| 시행시기 | 2015 사업연도의 결산 배당부터 3년간 한시 적용 |
| 지원대상 | 고배당 성향 상장기업의 개인주주 |
| 고배당기업 기준 | 배당성향과 배당수익률이 각각 시장 평균보다 20% 높고 총 배당금이 10% 이상 증가한 상장기업이거나, 배당성향과 배당수익률이 각각 시장평균의 50% 이상이면서 총배당금이 30% 넘게 급증한 상장기업 |
| 세제 혜택 | (소액주주 등 원천징수 대상자)배당 원천징수세율 14% → 9% 인하 (대주주 등 금융소득종합과세 대상자)종합소득세율 38% (배당세액공제 감안시 실효세율 31.18%) → 25% 인하 |

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

감액 배당이라는 새로운 트렌드

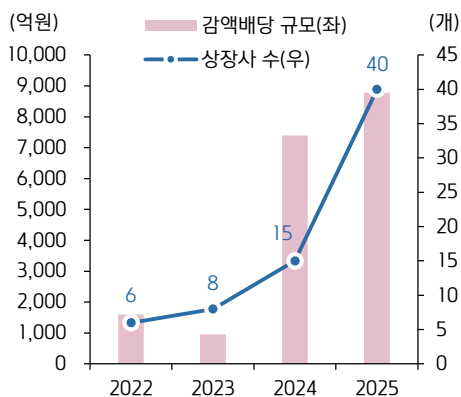
안정적인 실적을 바탕으로 꾸준히 배당을 지급해왔던 기업들 외에도 감액배당이라는 트렌드는 기업들로 하여금 배당 확대를 유발할 수 있는 또 다른 요인이다. 감액배당이란, 자본준비금 등 납입자본을 감액해 주주에게 현금을 배당하는 방식이다.

감액 배당은 통상적으로 이익잉여금을 재원으로 하는 일반 배당과 다르게 자본을 줄여 지급하는 구조이다. 즉, 주주가 회사를 위해 내놓은 출자금을 반환하는 형식이기 때문에 세법상 배당소득세가 부과되지 않는다. 특히, 대주주부터 일반주주까지 모두 세금을 면제받을 수 있는 구조이기 때문에 감액배당 안건은 주주 총회에서 일반적으로 무리없이 통과되는 편이다.

이처럼, 1) 밸류업 기초 속 주주환원 확대, 2) 대주주의 승계 작업을 위한 자금 마련 등의 명분으로 최근 다수의 기업들이 감액 배당을 추진하고 있다. 실제로, 올해 4월까지 감액 배당을 시행한 기업 수는 40개사로 지난해(15개사) 대비 2배 이상 증가한 상태이다. 정기 주주총회에서 배당재원으로 자본준비금 감액 안건을 상정한 기업 수도 올해 총 123개사로 지난해(19개사) 대비 6.5배 증가하였다. 일반주주와 대주주의 이해관계가 합치한다는 점에서 감액 배당은 향후 새로운 배당 트렌드로 자리잡을 수 있을 것으로 보인다.

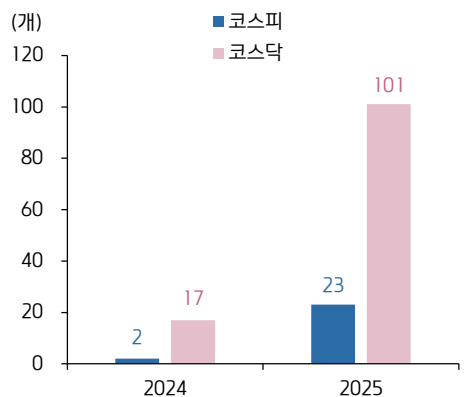
다만, 일각에서는 감액 배당이 밸류업 취지에 적합하지 않고, 대주주의 조세 회피 수단으로 활용되고 있음을 지적하고 있다. 여기에 자본금에 기반한 감액 배당이 보편화 될 경우 향후 기업의 재무건전성 악화에 대한 우려의 목소리도 나오고 있다. 이에 따라, 대선 이후 감액 배당 관련 입법 논의가 어떤식으로 진행되는 지는 지켜볼 필요가 있다.

감액배당 시행 기업 수와 감액배당 규모



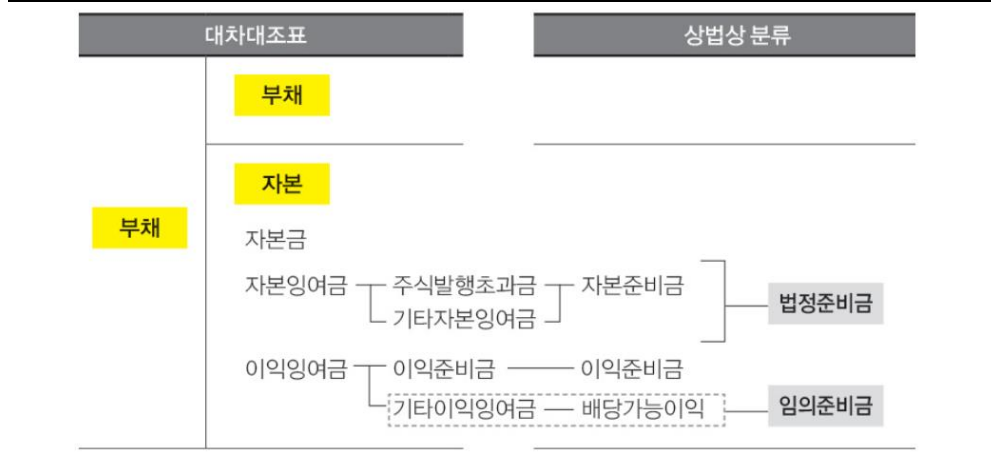
자료: DART, 리터스인덱스, 키움증권 리서치센터

정기주총에서 자본준비금 감액안건 상정 기업수



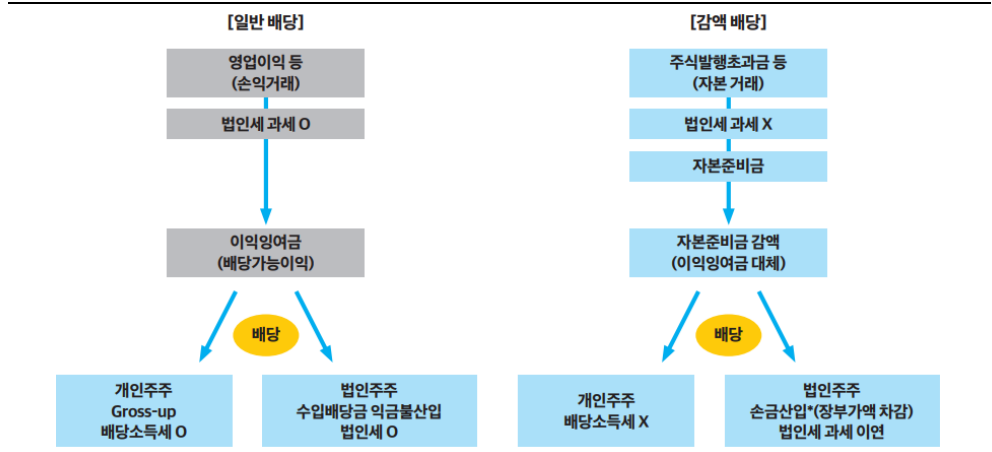
자료: 한국상장사협회, 코스닥협회, 키움증권 리서치센터

상법상 배당가능이익 계산



자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

일반 배당과 감액 배당 비교



자료: 삼성생명, 키움증권 리서치센터

지주사 스크리닝, 정책별 수혜주 다각적으로 접근하기

기업 거버넌스 개선으로 가장 수혜를 볼 수 있는 업종은 지주사이다. 취약한 기업 거버넌스 구조 자체가 지주 업종 전반의 디스카운트 요인으로 작용하고 있기 때문이다. 반대로, 거버넌스가 해소된다면 그간의 저평가가 빠르게 해소될 수 있음을 시사한다. 따라서, 국내 상장된 대부분의 지주사 주가는 정책적 수혜를 받을 수 있다고 판단한다.

그럼에도 대선 이후 모든 정책들이 동시에 추진될 것이라는 보장은 없다. 따라서, 현 시점에서 전체 지주사 유니버스 내에서 개별 정책별로 '더' 수혜를 받을 수 있는 종목을 다각적으로 검토해볼 필요가 있다.

먼저, 전체 지주사 유니버스는 공정거래위원회에서 지정한 지주회사와 기업집단의 지주사격을 하는 기업 중 시가총액 1,000억원 이상의 지주사로 구성했다. 이 때, 금융 지주회사와 중간 지주회사는 제외하였다. 전체 지주사 유니버스 내에서 특히 더 주목해볼만한 지주사 유형은 다음과 같다.

지주사 스크리닝 (1) 유형 : 관련 정책 - 배당소득 분리과세

: 최대주주 및 특수관계인 지분율이 50% 이상이고, 2년 연속 배당성향이 상승하거나 순현금 상태인 기업

해당 기업은 지배주주 지분율이 높기 때문에 지배주주와 일반주주의 이해관계가 비교적 합치하는 지주사이다. 배당소득세율 인하 정책이 시행될 경우 배당 결정권자인 지배주주 입장에서는 배당을 확대할 유인이 더 높아질 것이다. 특히, 더불어민주당 이소영 의원이 발의한 법안이 통과될 경우 배당성향이 35% 미만인 기업부터 살펴볼 필요가 있다.

지주사 스크리닝 (2) 유형 : 관련 정책 - 상법 개정, 집중투표제 등

: 최대주주 및 특수관계인 지분율이 30% 미만인 기업

현행 주주총회에서의 특별 결의 요건은 출석 주주의 2/3 이상 + 발행주식 총수의 1/3 이상이다. 상법이 개정될 경우 경영권 방어에 취약한 지배주주 지분율이 30% 미만인 기업을 대상으로 행동주의 펀드 등의 적대적 M&A 및 주주제안이 증가할 것이다.

지주사 스크리닝 (3) 유형 : 관련 정책 - 자사주 소각 의무화

: 상장주식 대비 자기주식 비중이 20% 이상인 기업

전통적으로 지주사는 자사주를 지배력 강화의 수단으로 활용해왔다. 주주환원 제고를 위해 자사주 소각 의무화가 시행될 경우 자사주 비중이 높은 지주사의 주주환원 확대는 증가할 것이다.

상장 지주사 유니버스 내 유형별 지주사 스크리닝(시가총액 순) ①

| 코드명 | 종목명 | 시가총액 (십억원) | 최대주주 및 특수관계인 지분율(%) | PBR(배) | FY22 배당성향(%) | FY23 배당성향(%) | FY24 배당성향(%) | 시가총액 대비 순현금 비중(%) | 자사주 비중(%) | 스크리닝 유형 |
|---------|---------------|---------------|---------------------------|--------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------------|--------------|-------------------|
| A028260 | 삼성물산 | 25,700 | 36 | 0.91 | 25.8 | 26.6 | 30 | -6.6 | 4.6 | |
| A402340 | SK 스퀘어 | 14,341 | 31.5 | 2.16 | 0 | 0 | 0 | 2.8 | 0.2 | |
| A034730 | SK | 11,325 | 25.5 | 0.53 | 51.5 | 76.3 | N/A | -73.1 | 24.8 | (2) 유형, (3) 유형 |
| A003550 | LG | 10,945 | 41.7 | 1.14 | 64.4 | 67.3 | 94.6 | 3 | 3.9 | |
| A180640 | 한진칼 | 10,048 | 20.1 | 3.65 | 3 | 9.2 | 12.5 | -2.3 | 0.7 | (2) 유형 |
| A000150 | 두산 | 7,758 | 40.1 | 2.71 | 20.4 | N/A | 154.3 | -17.7 | 17.9 | |
| A267250 | HD 현대 | 7,718 | 37.2 | 1.13 | 148.2 | 33.8 | 87.3 | -38.1 | 10.5 | |
| A086520 | 에코프로 | 5,553 | 25.6 | 6.75 | N/A | 0 | N/A | -6.8 | 0.9 | (2) 유형 |
| A000880 | 한화 | 5,060 | 17.9 | 1.77 | 25.7 | 81.3 | 36.6 | -81.7 | 7.4 | (2) 유형 |
| A006260 | LS | 4,965 | 32.1 | 0.88 | 6.9 | 13.7 | 19.1 | -13 | 15.1 | |
| A078930 | GS | 3,944 | 53.3 | 0.63 | 53.2 | 27 | 45.5 | 1.9 | 0 | (1) 유형 |
| A001040 | CJ | 3,942 | 47.8 | 1.56 | 78.3 | 90.8 | 44.7 | -6.7 | 7.3 | |
| A017800 | 현대엘리베이터 | 2,955 | 27 | 2.47 | 16.7 | 58.9 | 164.7 | -20.1 | 7.6 | (2) 유형 |
| A004990 | 롯데지주 | 2,859 | 40.4 | 0.44 | 168.6 | N/A | N/A | -129.9 | 32.5 | (3) 유형 |
| A002790 | 아모레퍼시픽 홀딩스 | 2,038 | 61.8 | 1.09 | 13.4 | 74.7 | 75.1 | 1.6 | 4 | (1) 유형 |
| A006040 | 동원산업 | 1,769 | 87.9 | 0.78 | 34 | 42.9 | 38.2 | -43.9 | 0 | |
| A000240 | 한국엔컴퍼니 | 1,591 | 47.2 | 0.6 | 104.3 | 3788.7 | 100.2 | -7.1 | 0.2 | |
| A009970 | 영원무역홀딩스 | 1,578 | 46.3 | 1.81 | 66.1 | 50 | 50 | 2.8 | 14.9 | |
| A007340 | DN 오토모티브 | 1,293 | 52.2 | 0.91 | 56.9 | 93.8 | 18.3 | -41 | 11.5 | |
| A010060 | OCI 홀딩스 | 1,281 | 30.4 | 0.56 | 44.9 | 13.4 | 17 | 4 | 0.8 | |
| A012630 | HDC | 1,166 | 42 | 0.45 | 31.9 | 20.8 | 22.6 | 4.5 | 16.9 | |
| A001800 | 오리온홀딩스 | 1,163 | 63.9 | 0.62 | 220.2 | 291.8 | 235.2 | -17.3 | 4 | |
| A005440 | 현대지에프 홀딩스 | 1,135 | 77.1 | 0.84 | 23.4 | 28.5 | 57.6 | -22.3 | 0 | (1) 유형 |
| A003090 | 대웅 | 1,120 | 38.1 | 1.6 | 7.7 | 5.5 | 110.1 | -2.1 | 29.7 | (3) 유형 |
| A192400 | 쿠쿠홀딩스 | 1,044 | 64.9 | 1.51 | 62.2 | 87.9 | 91.2 | 3.6 | 12.6 | (1) 유형 |
| A004800 | 효성 | 1,004 | 57.8 | 0.45 | 624.8 | 2137 | 11 | -12.5 | 0.1 | |
| A003030 | 세아제강지주 | 973 | 64.6 | 1.28 | 41.9 | 32.7 | 14.3 | -10 | 2.4 | |
| A003380 | 하림지주 | 923 | 48.5 | 0.57 | 40.3 | 27.4 | 84.3 | -121.5 | 13.2 | |
| A000210 | DL | 897 | 6.2 | 0.29 | 15.4 | 27.7 | 11.4 | 6.7 | 0.1 | (2) 유형 |
| A006120 | SK디스커버리 | 869 | 51 | 0.86 | 20.7 | 79.4 | N/A | -68.8 | 5.7 | |
| A036530 | SNT 홀딩스 | 761 | 64.4 | 1.46 | 53.2 | 54.1 | 94.3 | 3.6 | 11.3 | (1) 유형 |
| A001430 | 세아베스틸지주 | 760 | 62.7 | 0.46 | N/A | 134.7 | 28.5 | -19.3 | 0 | |
| A000640 | 동아쏘시오 홀딩스 | 706 | 30.3 | 1.02 | 105.5 | 145.7 | 49.5 | -33.1 | 1.5 | |
| A036830 | 솔브레인 홀딩스 | 603 | 75.6 | 0.56 | 48.4 | N/A | 9.5 | -2.8 | 4.2 | |
| A000070 | 삼양홀딩스 | 599 | 41.9 | 0.24 | 34.2 | 13.4 | 36.6 | -56 | 13 | |
| A383800 | LX 홀딩스 | 581 | 43.8 | 0.55 | 29.9 | 30 | 54 | 43.5 | 0.1 | |
| A084110 | 휴온스글로벌 | 559 | 57.3 | 1.46 | 146.7 | 51.3 | 145.4 | -15.2 | 3.6 | |

자료: FnGuide 컨센서스, 공정거래위원회, DART, 키움증권 리서치센터, 주) 별도 재무제표 기준

상장 지주사 유니버스 내 유형별 지주사 스크리닝(시가총액 순) ②

| 코드명 | 종목명 | 시가총액 (십억원) | 최대주주 및 특수관계인 지분율(%) | PBR(배) | FY22 배당성향(%) | FY23 배당성향(%) | FY24 배당성향(%) | 시가총액 대비 순현금 비중(%) | 자사주 비중(%) | 스크리닝 유형 |
|---------|----------------|---------------|---------------------------|--------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------------|--------------|------------|
| A003300 | 한일홀딩스 | 501 | 69.7 | 0.6 | 29.2 | 110.7 | 79.8 | -7 | 0 | |
| A017810 | 풀무원 | 483 | 60.1 | 1.13 | 45.8 | 224.9 | 28.8 | -30.8 | 3.2 | |
| A005810 | 풍산홀딩스 | 457 | 48.8 | 1.03 | 73.1 | 87.4 | 92.4 | -6.3 | 4.4 | |
| A024720 | 콜마홀딩스 | 422 | 48.4 | 1.13 | 80.5 | 29.9 | 46.2 | -26.7 | 0 | |
| A030530 | 원익홀딩스 | 422 | 49.3 | 0.68 | 0 | 0 | 0 | -86.9 | 1.1 | |
| A058650 | 세아홀딩스 | 378 | 80.7 | 0.37 | 20.3 | 191.6 | 69.8 | -44.4 | 2.6 | |
| A060980 | HL 홀딩스 | 370 | 34.8 | 0.32 | 19.9 | 43.5 | 116.3 | -212.8 | 1.1 | |
| A002020 | 코오롱 | 369 | 52.1 | 0.61 | 24.5 | 50.1 | N/A | -292.9 | 0 | |
| A027410 | BGF | 365 | 69.7 | 0.23 | N/A | 15.7 | 18.1 | 36.5 | 0 | (1) 유형 |
| A072710 | 농심홀딩스 | 346 | 66.7 | 0.59 | 92.1 | 65.2 | 64.7 | 0.5 | 0 | (1) 유형 |
| A084690 | 대상홀딩스 | 341 | 67.3 | 0.87 | 41.8 | 50.5 | 105.2 | -32.2 | 0 | (1) 유형 |
| A005720 | 넥센 | 293 | 59.8 | 0.42 | 19.1 | 19.9 | 20.3 | 15.8 | 9.5 | (1) 유형 |
| A092230 | KPX 홀딩스 | 281 | 47.9 | 0.47 | 125 | 41.5 | 39.6 | 16.3 | 6.5 | |
| A008060 | 대덕 | 266 | 43.3 | 0.53 | N/A | 86.3 | 95.6 | 12.2 | 1.3 | |
| A001630 | 중근당홀딩스 | 262 | 47.8 | 0.67 | 44.1 | 60.7 | 56.5 | -13.6 | 5 | |
| A001230 | 동국홀딩스 | 247 | 63.1 | 0.37 | 32.8 | N/A | 151.6 | 13 | 2.2 | |
| A096760 | JW 홀딩스 | 241 | 52 | 1.16 | 72.3 | N/A | 41.6 | -41.3 | 5.9 | |
| A035810 | 이지홀딩스 | 239 | 49.7 | 0.63 | 11.3 | 99.8 | 184.5 | 0 | 0 | |
| A034810 | 해성산업 | 238 | 55 | 0.43 | 72.9 | N/A | N/A | 0 | 9 | |
| A000320 | 노루홀딩스 | 234 | 46.5 | 0.53 | 16 | 201.7 | 30.3 | -12.5 | 22.9 | (3) 유형 |
| A121440 | 골프존홀딩스 | 221 | 55.4 | 0.28 | 7.9 | 19.4 | 24.5 | -16.2 | 7.5 | (1) 유형 |
| A015860 | 일진홀딩스 | 212 | 55.2 | 0.75 | 88.3 | 98.4 | 48.3 | -4.4 | 6.8 | |
| A000140 | 하이트진로홀딩스 | 205 | 65.9 | 0.19 | 134.8 | 164.6 | 141.6 | -308 | 7.9 | |
| A042370 | 비츠로테크 | 203 | 60 | 1.73 | 330.8 | 26.7 | 22.7 | 3.9 | 0 | (1) 유형 |
| A007860 | 서연 | 200 | 46 | 0.55 | 22.8 | 56.7 | 51.2 | 2.4 | 7.5 | |
| A042420 | 네오위즈홀딩스 | 187 | 43.9 | 0.51 | 0 | 0 | 24.8 | 12.9 | 27.7 | (3) 유형 |
| A100250 | 진양홀딩스 | 175 | 67.3 | 0.74 | N/A | 55.4 | 65 | -0.1 | 0 | (1) 유형 |
| A107590 | 미원홀딩스 | 173 | 75.5 | 0.83 | 13.9 | 47.3 | 10.1 | -39.2 | 0.2 | |
| A016450 | 한세에스 24 홀딩스 | 156 | 79.7 | 0.38 | 84 | 34.2 | 39.7 | -195.5 | 1.8 | |
| A003480 | 한진중공업홀딩스 | 155 | 48.8 | 0.44 | 52.6 | 60.1 | 56.3 | -10.5 | 11.7 | |
| A487570 | HS 효성 | 151 | 57.7 | 0.27 | - | - | 0 | -0.1 | 0.5 | |
| A006840 | AK 홀딩스 | 146 | 65.2 | 0.31 | N/A | 101.6 | N/A | -399.7 | 1.5 | |
| A005990 | 매일홀딩스 | 145 | 66.2 | 0.36 | N/A | 9.6 | 232.6 | 0 | 10 | (1) 유형 |
| A363280 | 티와이홀딩스 | 131 | 33.6 | 0.11 | 14.8 | 0 | 0 | -133.2 | 29.8 | (3) 유형 |
| A012320 | 경동인베스트 | 130 | 52.7 | 0.41 | N/A | 66.3 | 72.9 | 1.9 | 7.8 | (1) 유형 |
| A007540 | 샘표 | 128 | 48.4 | 0.44 | 4.2 | 6.6 | 6.3 | 0.5 | 29.9 | (3) 유형 |
| A010770 | 평화홀딩스 | 112 | 52.1 | 0.79 | 42.1 | 10.5 | 11.6 | -32.7 | 1.6 | |
| A004150 | 한솔홀딩스 | 107 | 34.3 | 0.24 | 52.5 | 44.5 | 36.4 | 1.7 | 0 | |
| A039020 | 이건홀딩스 | 105 | 52.2 | 0.52 | 51.9 | N/A | N/A | -8.8 | 4.1 | |
| A060560 | 홈스타홀딩스 | 104 | 54.9 | 0.89 | 0 | 0 | 284.8 | -105.1 | 0.6 | |

자료: FnGuide 컨센서스, 공정거래위원회, DART, 키움증권 리서치센터, 주) 별도 재무제표 기준

배당주 스크리닝, 주주환원 확대가 기대되는 배당주

향후 배당주 내에서 추가적인 알파를 얻기 위해서 주주환원을 추가적으로 확대할 수 있는 기업도 주목해볼 필요가 있다. 스크리닝 조건은 다음과 같다.

- 시가총액 3,000억원 이상 상장사 중 지난해 배당수익률 3% 이상
- 3년 연속 지배주주 당기순이익 흑자
- 3년 연속 배당성향 35% 미만
- 자사주 비중 1% 이상

특히, 이 중 자사주 비중이 높거나 최대주주 지분율이 높은 기업은 향후 자사주 소각 의무화, 배당소득 분리과세 등의 정책적 수혜가 더 클 것으로 판단한다.

주주환원 추가 확대가 기대되는 배당주(시가총액순)

| 코드명 | 종목명 | 업종명 | 시가총액 (십억원) | PBR(배) | 최대주주 지분율(%) | FY22 배당성향(%) | FY23 배당성향(%) | FY24 배당성향(%) | 자사주 비중(%) |
|---------|-----------------|-------------|---------------|--------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|--------------|
| A105560 | KB 금융 | 은행 | 39,746 | 0.62 | 8.4 | 27.7 | 25.4 | 23.6 | 7.2 |
| A005380 | 현대차 | 자동차 | 38,064 | 0.40 | 30.0 | 24.9 | 25.1 | 25.1 | 1.3 |
| A000270 | 기아 | 자동차 | 35,393 | 0.62 | 36.3 | 25.9 | 25.0 | 26.2 | 1.9 |
| A055550 | 신한지주 | 은행 | 28,065 | 0.47 | 8.6 | 23.4 | 24.9 | 24.5 | 3.6 |
| A086790 | 하나금융지주 | 은행 | 20,078 | 0.44 | 9.2 | 27.4 | 28.6 | 27.2 | 4.4 |
| A006800 | 미래에셋증권 | 증권 | 7,665 | 0.64 | 31.3 | 18.0 | 27.9 | 15.9 | 23.0 |
| A005830 | DB 손해보험 | 보험 | 7,030 | 0.73 | 23.3 | 13.6 | 18.3 | 22.1 | 15.2 |
| A071050 | 한국금융지주 | 증권 | 5,534 | 0.58 | 21.3 | 21.1 | 21.9 | 22.4 | 5.4 |
| A161390 | 한국타이어엔 테크놀로지 | 자동차 | 4,732 | 0.38 | 43.2 | 14.1 | 22.0 | 21.9 | 1.5 |
| A175330 | JB 금융지주 | 은행 | 3,552 | 0.60 | 14.8 | 27.0 | 28.0 | 28.0 | 2.2 |
| A138930 | BNK 금융지주 | 은행 | 3,381 | 0.31 | 10.5 | 25.8 | 25.7 | 28.5 | 1.2 |
| A383220 | F&F | 화장품, 의류, 완구 | 2,858 | 1.76 | 62.8 | 13.8 | 15.3 | 17.7 | 1.9 |
| A111770 | 영원무역 | 화장품, 의류, 완구 | 2,597 | 0.64 | 50.7 | 10.0 | 11.1 | 14.0 | 4.0 |
| A003690 | 코리안리 | 보험 | 1,822 | 0.48 | 20.3 | 19.0 | 28.0 | 28.7 | 9.3 |
| A103140 | 풍산 | 비철, 목재등 | 1,746 | 0.78 | 38.0 | 15.6 | 21.0 | 30.1 | 2.5 |
| A000990 | DB 하이텍 | 반도체 | 1,736 | 0.81 | 23.9 | 10.2 | 9.2 | 22.1 | 9.2 |
| A064960 | SNT 모티브 | 자동차 | 767 | 0.69 | 42.0 | 24.4 | 24.2 | 19.6 | 10.2 |
| A057050 | 현대홈쇼핑 | 소매(유통) | 648 | 0.17 | 57.4 | 34.5 | 23.5 | 20.3 | 6.6 |
| A016380 | KG 스틸 | 철강 | 591 | 0.29 | 45.1 | 2.8 | 8.5 | 18.2 | 3.2 |
| A215200 | 메가스터디교육 | 미디어, 교육 | 553 | 1.18 | 31.2 | 23.9 | 24.5 | 35.0 | 1.1 |
| A145990 | 삼양사 | 필수소비재 | 512 | 0.25 | 64.1 | 18.2 | 16.5 | 14.5 | 6.3 |
| A004690 | 삼천리 | 유틸리티 | 494 | 0.23 | 39.1 | 20.9 | 8.5 | 10.1 | 15.6 |
| A017940 | E1 | 유틸리티 | 493 | 0.19 | 45.4 | 14.7 | 14.0 | 31.7 | 15.7 |
| A306200 | 세아제강 | 철강 | 481 | 0.43 | 63.6 | 10.6 | 11.9 | 14.3 | 1.3 |
| A029530 | 신도리코 | IT 하드웨어 | 471 | 0.38 | 48.7 | 28.9 | 23.5 | 17.7 | 14.5 |
| A093050 | LF | 화장품, 의류, 완구 | 466 | 0.25 | 55.1 | 13.1 | 24.1 | 25.5 | 6.1 |
| A005610 | SPC 삼립 | 필수소비재 | 454 | 0.90 | 73.6 | 25.9 | 27.4 | 16.9 | 6.1 |
| A105630 | 한세실업 | 화장품, 의류, 완구 | 417 | 0.59 | 64.7 | 22.9 | 17.6 | 33.9 | 1.5 |
| A084010 | 대한제강 | 철강 | 392 | 0.31 | 47.5 | 10.7 | 12.1 | 22.7 | 30.9 |
| A126720 | 수산인더스트리 | 에너지 | 371 | 0.71 | 69.7 | 20.5 | 23.4 | 28.6 | 1.5 |
| A016590 | 신대양제지 | 비철, 목재등 | 359 | 0.37 | 57.1 | 9.5 | 10.4 | 17.1 | 26.7 |
| A013030 | 하이록코리아 | 기계 | 351 | 0.81 | 38.2 | 22.8 | 27.9 | 29.8 | 3.1 |
| A011760 | 현대 코퍼레이션 | 상사, 자본재 | 335 | 0.45 | 24.3 | 9.2 | 8.6 | 6.9 | 9.2 |

자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터