



2026년 03월 18일 | 키움증권 리서치센터
투자전략팀 | 시황/ESG

주주총회 포인트와 후속 정책 점검

시황/ESG Analyst 이성훈 sh1076@kiwoom.com



목차

Summary	3
I. 거버넌스 시험대가 될 2026 주주총회	4
거버넌스 개혁발 증시 리레이팅은 중장기적 과제	4
최근 주주총회 트렌드와 개정 상법 도입	6
개정 상법 시행 이전 기업의 우회 및 방어 전략	9
3차 상법 개정 통과 이후 자사주 소각 기업 확산	13
행동주의 및 경영권 분쟁 점화, 주주가치 제고 압력 강화	16
이사 보수 관련 의결권 제한	19
II. 상법 개정 이후 후속 정책 모멘텀	20
스튜어드십 코드 개정, 기관 투자자 의결권 강화	20
주가누르기 방지법과 PBR 1배 미만 기업 밸류업 의무화	23
MSCI 선진 지수 편입 로드맵	27
참고) '26년 3월 18일, 정부의 자본시장 체질 개선 방안	30

Compliance Notice

- 당사는 03월 18일 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.

주주총회 포인트와 후속 정책 점검



Executive Summary

I. 거버넌스 시험대가 될 2026 주주총회

'26년 하반기부터 1~3차 상법 개정안이 본격적으로 적용될 예정이다. 따라서, 올해 정기주주총회는 법 시행 전 기업들이 기존 체제를 유지하거나 새로운 법령에 대비해 선제적으로 지배구조를 정비하는 과도기가 될 전망이다. 이 과정에서 일부 기업들은 이사를 축소하거나 임기를 쪼개는 등 정관 변경을 통해 상법 시행 전 우회 전략을 모색할 것으로 예상된다. 상법 시행 전 기업의 지배구조 개편 움직임에 주목할 필요가 있다.

한편, 자사주 소각 의무화를 골자로 한 3차 상법 개정안이 시행되면서, 주요 대기업을 필두로 자사주 소각이 확산되며 본격화되고 있다. 동시에 주총에서 자사주 활용 예외 규정을 마련하는 안건이 다수 상정되고 있는 가운데 이를 회피하고 자하는 기업들의 움직임도 나타나고 있다. 또한, 금번 주총에서 행동주의 펀드 활동과 경영권 분쟁은 단순한 지분 대결을 넘어, 기업지배구조 개선과 중장기적 주주가치 제고를 이끄는 촉매 관점에서 주목해볼 필요가 있다. 그 외에 지난해 대법원 판결로 이사 보수한도 승인 안건에서 이사의 셀프 의결이 제한됨에 따라 이사 보수 한도 관련 안건도 금번 주총에서 핵심 쟁점이다.

II. 상법 개정 이후 후속 정책 모멘텀

상법 개정 이후에도 정부의 후속적인 거버넌스 정책 추진은 지속될 전망이다. 정부는 10년 만에 스투어드십코드를 전면 개편함으로써 적용 자산을 확대하고 수탁자 활동 공개를 의무화했다. 특히 국민연금의 위탁운용사 평가 연계와 주주 연대를 가로막던 5% 룰 완화가 맞물리면서, 기관투자자의 실질적인 주주 관여 활동이 대폭 강화될 전망이다.

한편, 승계 목적의 고의적 주가 억제를 차단하는 주가누르기방지법과 저PBR 상장사에 대한 밸류업 공시 의무화가 동시 추진 중이다. 법안 통과 시 PBR이 낮고 승계 이슈가 얽힌 중소형사 오너 일가는 선제적인 주주환원에 나설 유인이 구조적으로 커질 전망이다. 또한, 저평가 기업의 자발적 기업가치제고 압력이 높아짐에 따라 지난해 정체되었던 상장사의 밸류업 공시도 올해부터 재차 확산될 것으로 기대된다. 또한, 거버넌스 개혁과 더불어 국내 주식시장 재평가 정책의 일환으로 MSCI 선진지수 편입을 위한 정책도 이어질 전망이다. 제도 개선을 통해 올해 관찰대상국에 등재될 경우, 과거 편입국 사례와 같이 글로벌 외인 자금의 선제적인 수급 유입을 기대할 수 있다.

I. 거버넌스 시험대가 될 2026 주주총회

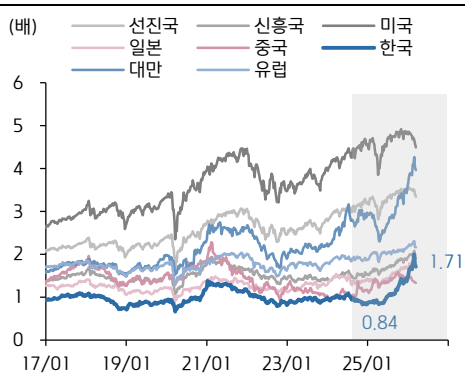
거버넌스 개혁발 증시 리레이팅은 중장기적 과제

2025년 이후 현재까지 코스피는 135% 상승하며 주요국 대비해서 압도적인 성과를 기록하였다. 지난해부터 이어져온 국내 주식시장의 상승은 1) 시발 메모리 반도체 이익 사이클과 2) 거버넌스 개혁 정책이 주된 동력으로 지목된다. 두 가지 상승 동력 중 전자 요인이 실적에 기반한다면, 후자는 밸류에이션 리레이팅을 이끄는 요인이다. 다만, '25년 이후 코스피 지수 상승에 대한 기여도는 반도체발 이익 사이클이 더 크게 작용했다. 실제로, '24년 이후 코스피 시가총액 상승분의 약 53%를 삼성전자와 SK하이닉스가 차지했다는 점이 이를 방증한다

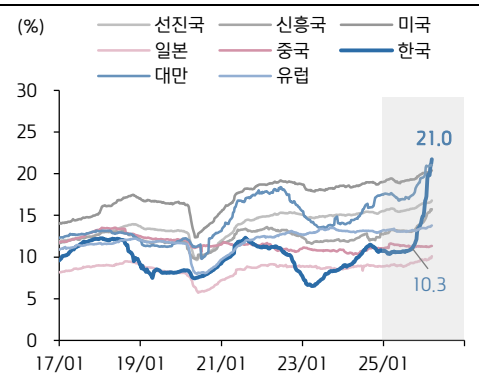
거버넌스 개혁에 따른 국내 증시 리레이팅은 장기적이고 구조적으로 이루어질 전망이다. '24년 초 밸류업 프로그램, '25년 상법 개정을 필두로 거버넌스 개혁에 따른 제도적 기틀은 상당 부분 마련된 상태이다. 이제부터는 실제로 기업들이 주주환원 확대, 지배구조 개편 등을 나서는지를 확인해야 할 시점이다. 이와 관련해서 긍정적인 신호는 시장 전반에서 현재 포착되고 있다. 대표적으로, '24년, '25년 상장사의 자사주 소각 금액은 10조원을 넘었으며, 특히 '25년에는 소각 금액이 매입 금액을 상회했다. 거버넌스 개선에 대한 시장 공감대가 확산되면서 일부 기업은 중복 상장을 철회하는 등 기업 경영에 있어 소액주주 권리를 의식하고 있다는 점도 확인되고 있다.

국내 거버넌스 개혁 정책은 주요국 제도와 비교해서 강제성이 뚜렷하다는 점이 특징적이다. 1~3차 상법 개정안이 통과되어 2026 주주총회 시즌을 맞이한 가운데 기업 전반에 걸쳐 거버넌스 개선이 실질적으로 나타나는지에 주목할 필요가 있는 시점이다.

주요국 및 주요 권역별 PBR 추이

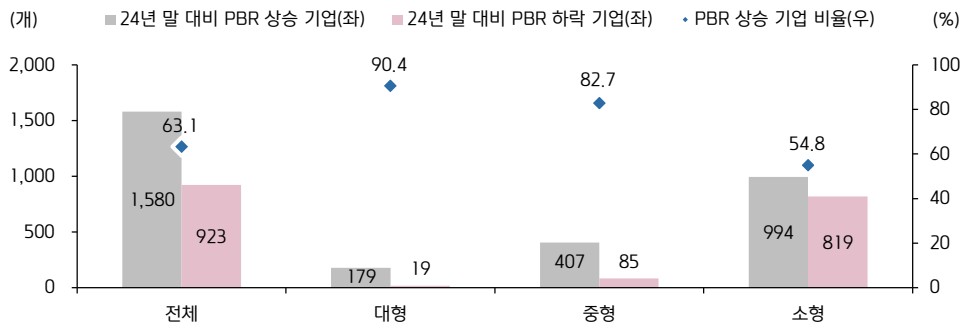


주요국 및 주요 권역별 ROE 추이



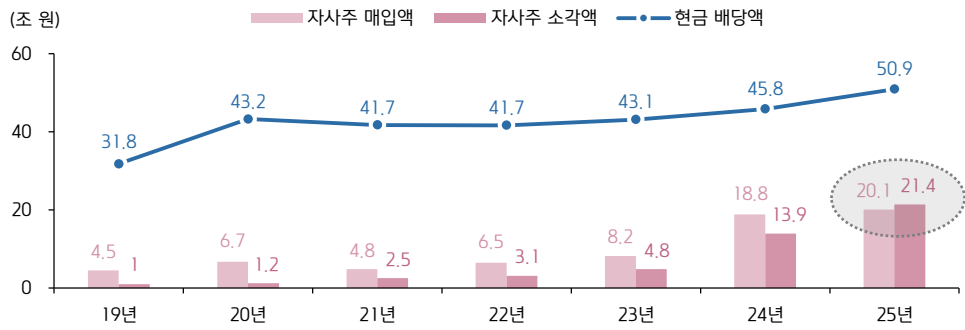
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) MSCI 국가 지수 기준 12개월 선행 PBR, ROE

시가총액 사이즈별 2024년 말 대비 PBR 상승, 하락 기업 수 비교



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
주) 코스피, 코스닥 대형, 중형, 소형 지수 기준

국내 상장사 자사주 매입 및 소각액과 배당액 추이



자료: FnGuide, KRX, 키움증권 리서치센터

주요국 거버넌스 제도 비교

국가	주요 제도 및 코드	작동 방식 특징	효과
독일	- 공동결정제도 - 가상 주주총회 법률 도입 - 거버넌스 코드 (상시 개정)	- 자율 규제 및 법적 규제 혼합	- 주주 참여 가능성 확대 - 노사 협력 기반 장기적 안정성 - 이해관계자 균형 강화
영국	- UK 스토크어디스 코드 (2025년 개정) - 거버넌스 코드	- 자율 규제 (comply or explain/apply-and-explain)	- 투자자-기업 대화 확대 - 장기적 가치와 ESG 압력 강화 - 해외투자자 신뢰 제고
일본	- 스토크어디스 코드 - 거버넌스 코드 (2025년 개정)	- 일본금융청과 도쿄증권거래소 규정 + 코드 병행 - 기관투자자가 행동지침 강화 - 프라임 시장 상장기업은 영어 공시 - 자본효율성 지표 공시 요구	- 공시투명성 강화 - 해외투자자 신뢰 회복 도움 - 기관투자자의 활성화
대만	- 기관투자자를 위한 스토크어디스 원리 - 기업지배구조 3.0 로드맵	- 금융감독청과 대만증권거래소 중심	- ESG 인식 제고와 공시 표준화 진전 - 기관투자자의 책임 역할 논의 시작
한국	- 상법개정안 - 한국형 스토크어디스 코드 (2021년 개정)	- 정부 중심, 상법개정으로 직접 의무 부과	- 지배구조 법적 강제력 확보로 제도 실행력 강화 - 주주권 강화 및 코리아 디스카운트 완화 기대

자료: 한경 ESG, 키움증권 리서치센터

최근 주주총회 트렌드와 개정 상법 도입

최근 주주총회는 단순한 의사결정 기구를 넘어 기업지배구조 개선과 주주 가치 제고를 둘러싼 주주와 기업 간 전략적 상호작용의 장으로 진화하고 있다. 실제로, 2020년 이후 주주제안 추이를 살펴보면 적극적인 주주권 행사 문화가 확산됨에 따라 2020년 26개사, 59개 안건에 그쳤던 주주제안이 2025년에 들어 42개사, 121개 안건으로 증가하였다.

주주제안자 유형별로 살펴보면, 개인투자자(소액주주)의 주주제안 비중이 2025년 기준 약 75%를 차지하고 있다. 개인투자자 수가 '18년 550만명 → '24년 1,400만명대까지 급증한 가운데 개인투자자들은 액트(Act), 헤이홀더(HeyHolder) 등 의결권 위임 플랫폼을 활용하여 표심을 결집하고 있다. 반면, '25년 기관투자자의 주주제안은 3.3%로 전년 대비 급감하였는데, 이는 기관투자자의 전략이 공개적인 주주제안뿐만 아니라 주주서한 발송, 비공개 대화 등 주주관여(Engagement) 활동 등으로 다변화되고 있기 때문이다.

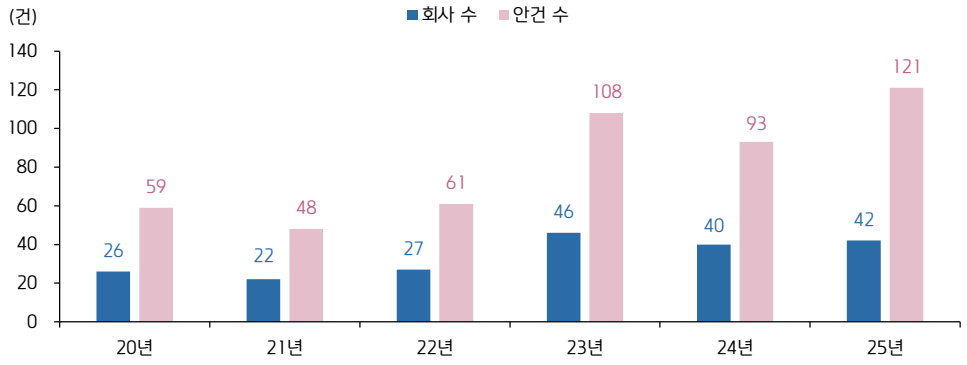
한편, 최근 주주총회 트렌드를 살펴보면, 주주제안은 양적인 성장에 그치지 않고 재무적 요구에서 지배구조 전반의 체질 개선 요구로 질적 고도화를 이루고 있다. 과거 주주제안은 주로 배당 확대나 자사주 매입 및 소각 등 단기적인 주주환원에 집중되었다.

다만, 최근에는 밸류업 프로그램 등의 영향으로 기업들의 자발적 주주환원이 확대됨에 따라 주주제안의 초점이 이사 및 감사 선임, 정관 변경 등 이사회 구조에 영향을 미치는 안건으로 이동하고 있다. 실제로, 한국 ESG 기준원에 따르면 최근 상장사 정기주주총회 내 주주환원에 대한 안건 비중은 '23년(28.7%) → '25년(16.3%)로 감소한 반면, 정관 변경 안건 비중은 '23년(21.3%) → '25년(33.3%)로 증가했다.

특히, 2026년 주주총회는 대대적인 상법 개정과 제도적 변화가 맞물리며 향후 기업 거버넌스의 향방을 결정할 중대한 분기점이 될 전망이다. '26년 하반기부터 자산 2조원 이상 대규모 상장사를 대상으로 한 집중투표제 배제 금지, 감사위원 분리선출 2명 이상 확대, 독립이사 명칭 변경 및 1/3이상 선임 의무화 등의 상법 개정안이 본격적으로 적용될 예정이기 때문이다. 따라서, 올해 정기주주총회는 법 시행 전 기업들이 기존 체제를 유지하거나 새로운 법령에 대비해 선제적으로 지배구조를 정비하는 과도기가 될 전망이다.

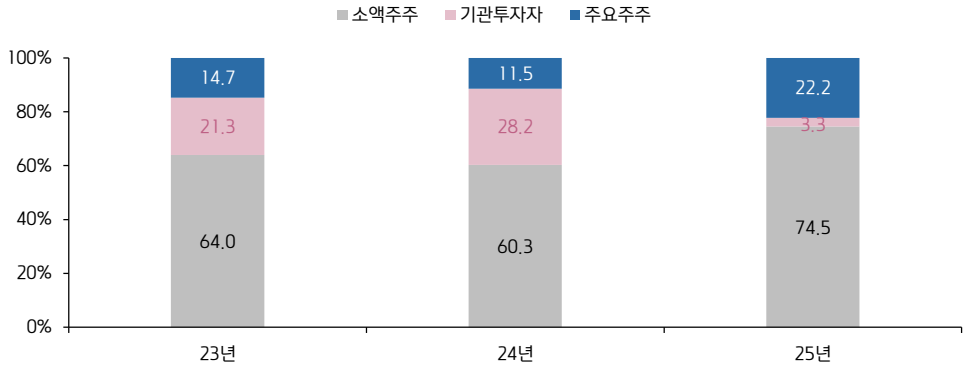
이 과정에서 일부 기업들은 법 적용을 회피하기 위해 이사 수를 축소하거나 임기를 쪼개는 등 정관 변경을 통해 상법 시행 전 다양한 선제인 우회 전략을 모색할 것으로 예상된다. 특히, 주주총회 특별 결의를 요하는 정관 개정의 경우 향후 거버넌스 개편에 장기적, 구조적인 영향을 미칠 수 있기 때문에 투자자 입장에서는 금번 주주총회에서의 기업별 거버넌스 개편 양상에 주목해볼 필요가 있다.

2020년 이후 상장사 주주총회에서의 주주제안 추이



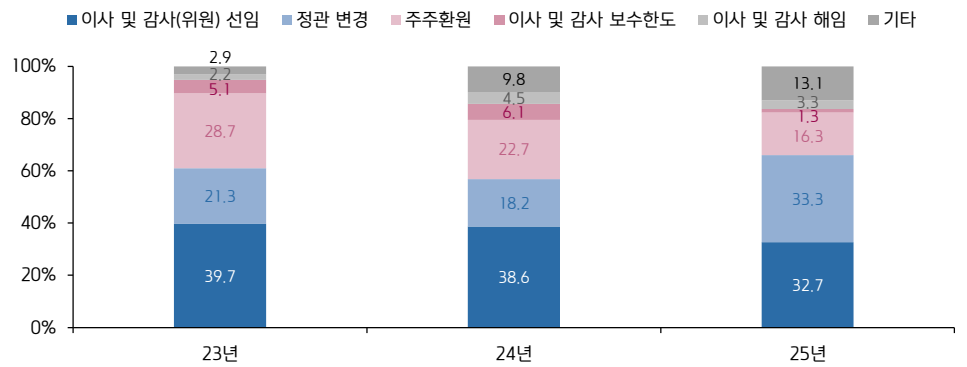
자료: 자본시장연구원, 키움증권 리서치센터

최근 3년 상장사 정기 주주총회에서의 주주제안자 유형별 주주제안 비중



자료: KCGS, 키움증권 리서치센터

최근 3년 상장사 정기 주주총회에서의 안건 유형별 주주제안 비중



자료: KCGS, 키움증권 리서치센터

개정 상법 주요 내용 및 시행시기

항목	개정 내용	시행	기대효과
이사의 충실의무 확대	<ul style="list-style-type: none"> 이사는 회사 뿐 아니라 '주주'에 대해서도 직무를 충실하게 수행 주요 변경 사항: <ol style="list-style-type: none"> 총 주주 이익 보호: 개별주주가 아닌, 주주 전체를 하나의 집단으로 보고 집합적으로 이익 보호 전체 주주의 공평 대우: 특정 주주나 지배주주에 치우치지 않고, 모든주주의 이익을 균등하게 고려 	2025년 7월 22일	일반주주 권익 보호 강화, 경영투명성 제고
독립이사 제도	<ul style="list-style-type: none"> 상장사의 사외이사 '독립이사'로 명칭 변경하고, 의무선임 수 증원 주요 변경 사항: <ol style="list-style-type: none"> 독립이사로 명칭 변경: 사내이사, 집행임원, 업무집행 지시자로부터 독립적으로 기능하는 이사 선임기준: <ul style="list-style-type: none"> 상장회사(자산 2조미만): 이사총수의 1/4에서 1/3로 상향 대규모상장회사(자산 2조이상): 기존 1/2 동일 	2026년 7월 23일	소수주주의 권한 강화 및 경영참여 확대
감사위원 선임, 해임시, 3%를 확대	<ul style="list-style-type: none"> 사외이사 감사위원 선임 또는 해임시 최대주주 의결권 3% 제한 적용 주요 변경 사항: <ol style="list-style-type: none"> 사외이사가 아닌 감사위원 선임에만 적용된 최대주주 3% 합산률을 감사위원 전원에도 적용 	2026년 7월 23일	감사위원회 독립성 강화, 소수주주 권한 확대
전자주주총회 도입	<ul style="list-style-type: none"> 상장사 전자주주총회 개최 허용 및 전자주주총회 참석시 소집지에 출석한것으로 간주 주요변경사항: <ol style="list-style-type: none"> 현장 병행형 방식: 현장개회는 필수이며, 전자방식은 보조 형태로 운영 개최 의무: 일반상장사는 이사회결의로 전자주주총회 개최가능하며, 시행령으로정하는 상장사의의무 개최 	2027년 1월 1일	주주 참여 확대
집중투표제 의무화	<ul style="list-style-type: none"> 자산총액 2조원 이상 대규모 상장회사는 정관으로 집중투표를 배제할 수 없도록 함 	2026년 9월 10일	소수주주의 선임권강화, 기업 지배구조개선
감사위원 분리 선출 정원 확대	<ul style="list-style-type: none"> 대규모 상장회사(자산총액 2조원 이상)의 경우, 의무적으로 분리 선출 해야하는 인원을 1인에서 2인으로 확대 	2026년 9월 10일	감사 독립성 강화, 투자자신뢰향상
자기주 소각 의무화	<ul style="list-style-type: none"> 상장사는 자기주식 취득 이후 소각을 원칙적으로 의무화 주요변경사항: <ol style="list-style-type: none"> 신규 취득 자기주식에 대하여 취득일로부터 1년 내 소각 원칙 기존에 보유 중인 자기주식은 시행일로부터 6개월의 유예기간이 먼저 부여되고, 그 6개월 기간의 경과 후 1년 내 소각 의무 발생 예외적으로 보유, 처분시 이사회는 자기주식보유처분계획서를 매년 주주총회에서 승인 받아야 함 	2026년 3월 6일	주주환원 강화, 지배구조 투명성 개선

자료: 법제처 국가법령정보센터, 키움증권 리서치센터

개정 상법 시행 이전 기업의 우회 및 방어 전략

개정 상법 시행 이전, 기업들은 지배력을 유지하고 소수주주의 이사회 진입을 방어하기 위해 선제적인 우회전략을 다수 실행할 것으로 예상된다. 구체적인 내용은 다음과 같다.

먼저, 감사위원 분리선출 확대 및 합산 3% 룰 회피를 목적으로 한 이사회 구조 개편이 예상된다. 분리선출 감사위원이 2명 이상으로 확대되는 규제에 대응하여, 전체 감사위원회 정원을 3인 초과로 늘려 소수주주 측 위원의 이사회 내 영향력을 과반 미만으로 희석시킬 수 있다. 또한 주주가 2인 이상의 감사위원을 제안하더라도, 선임할 분리선출 감사위원 수를 1인으로 제한하는 선결안건을 선행 가결시켜 주주제안을 자동 폐기시키는 방식도 고려해볼 수 있다. 특히, 대주주 지분 제한이 엄격한 '합산 3% 룰'이 2026년 7월 시행되기 전, 대주주에게 유리한 현행 '개별 3% 룰'을 적용받기 위한 우회전략도 가능하다. 임기가 남은 우호적 기존 감사위원을 자진 사퇴시킨 후 선제적으로 재선임하거나 임시주총을 개최하여 향후 3년의 임기를 안정적으로 확보하는 방식이 대표적이다.

한편, 합산 3% 룰 규제를 기술적으로 회피하기 위해 의결권 분산과 같은 지분 쪼개기전략도 가능하다. 최대주주는 실질적인 지배력을 유지하면서도 표면적 지분율만 3% 미만으로 낮추기 위해 TRS(총수익스왑), PRS(주가수익스왑) 등의 파생상품 계약을 맺거나 펀드를 활용할 수 있으며, 우호 세력에 대한 지분 양도나 주식 대차 거래 역시 의결권 제한을 피하기 위한 우회 수단으로 작용할 수 있다.

그 외에 집중투표제 의무화 무력화를 위해 당해 주주총회에서 선임할 이사의 수 자체를 축소하는 전략이 활용될 수 있다. 가장 대표적인 방식은 이사들의 임기를 그룹별로 분산시켜 한 번에 선임되는 이사 수를 최소화하는 시차임기제의 도입이다. 더불어 정관상 이사 정원의 상한을 낮추거나, 주총 당일 선임할 이사의 수를 제한하는 선결 안건을 제출하여 주주가 제안한 이사 후보의 진입을 원천 차단하는 방식도 고려해볼 수 있다. 또한, 집중투표의 표 분산을 유도하기 위해 사내이사와 사외이사를 별개의 조로 구분하여 투표를 진행하는 정관 변경도 시도될 수 있다.

이러한 기업들의 방어 전략은 표면적으로 정관 및 현행 법령의 테두리 내에 위치하여 합법적인 형태를 띤다. 하지만 실질적으로는 소수주주의 이사회 진입을 보장하고 지배구조를 개선하려는 개정 상법의 입법 취지를 근본적으로 훼손하는 결과를 낳는다. 따라서 일반주주와 기관투자자는 주주총회 안건의 이면에 숨겨진 지배력 강화 의도를 객관적으로 분석해야 한다.

감사위원 분리선출 및 합산 3%를 관련 기업 무력화 수단

우회 전략 유형	내용 및 목적
감사위원회 정원 확대	<ul style="list-style-type: none"> - 감사위원회의 전체 정원을 3인 초과(예: 4~5인 이상)로 대폭 늘림 - 일반주주 주도로 분리선출 감사위원 2인이 선임되더라도, 위원회 내에서 과반을 차지하지 못하도록 영향력을 구조적으로 희석
시차임기제 및 선제적 재선임	<ul style="list-style-type: none"> - 기존 일괄선출 위원을 사임시킨 후 분리선출로 재선임하거나, 임시주총을 통해 임기를 다르게 설정(시차임기제) - 대주주 지분 제한이 큰 '합산 3% 룰' 시행(2026년 7월) 전, 유리한 '개별 3% 룰'을 적용받아 우회 인사에게 선제적으로 3년 임기를 보장받으려는 목적
선임 인원 제한 선결안건 상정	<ul style="list-style-type: none"> - 주총 당일 '선임할 분리선출 감사위원 수'를 1인 등으로 제한하는 선결안건을 먼저 상정 - 회사 측 선결안건을 가결시켜, 일반주주가 추천한 2인 이상의 감사위원 선임 안건을 원천적으로 자동 폐기
지분 쪼개기 (의결권 분산)	<ul style="list-style-type: none"> - 파생상품(TRS, PRS), 펀드, 주식 대차 거래를 활용하거나 사주조합, 복지재단 등에 지분을 분산 - 특수관계인 '합산 3%' 제한 규제를 회피하기 위해 표면적 지분율만 3% 미만으로 쪼개어 실질적 지배력과 의결권을 유지

자료: 법무법인 한누리, 기업거버넌스포럼, 키움증권 리서치센터

집중투표제 도입 관련 기업 무력화 수단

시차임기제	이사의 수 상한 변경에 대한 선결 안건 상정	이사별 분리 선출
<ul style="list-style-type: none"> - 순차적 선임을 통한 시차임기제 - 이사회 구성을 한 번에 모두 선임하지 않고, 임기를 시차를 두고 나누어 순차적으로 선임하는 제도 - 이사를 1명씩 혹은 적은 수로 분산 선임함으로써, 집중 투표제 불가능 및 실효성 약화 <p>[사례] 기아 기아 정관 제 1 조(시차임기제 도입) ① 제 62 기 정기주주총회에서 선임되는 이사는 1 그룹, 2 그룹, 3 그룹으로 나누고 각 그룹별로 이사수를 정한다. ② 제 62 기 정기주주총회에서 선임된 이사 중 1 그룹에 속한 이사는 다음 첫번째 정기주주총회까지, 2 그룹에 속한 이사는 두번째 정기주주총회까지, 3 그룹에 속한 이사는 세번째 정기주주총회까지 임기를 가진다.</p>	<ul style="list-style-type: none"> - 선결 안건으로 정관 상 이사의 수 상한 축소 - 이사의 수 상한을 축소하는 정관 변경 안건을 우선적으로 상정하여 의결하는 것 - 표면적으로는 '이사의 수 조절'이지만, 정관 상 이사의 수를 줄여 집중투표제 주주제안 무력화 <p>[사례] 차바이오텍 2025.03.31 정기주총 제 31 호 의안: 정관 제 23 조 이사와 감사의 원수 개정의 건 제 32 호 의안: 집중투표제 도입 규정 삭제에 위한 정관 변경의 건 제 4 호 의안: 이사 선임의 건 (본 의안은 제 32 호 의안 가결 시 상정함)</p>	<ul style="list-style-type: none"> - 사내/사외이사 혹은 CEO/그 외 이사 분리 선출 - 같은 주주총회에서 이사를 선임하더라도 각각 다른 안건으로 나누어 별도로 선출 - 이사를 종류별로 나누어 각각 1명씩 혹은 적은 인원 별로 따로 선임하면 집중투표제 실시 불가능 혹은 실효성 약화 <p>[사례] 코웨이 2025.03.31 정기주총 제 22 호 의안: 집중투표제 도입시 사내이사/사외이사 구분 적용 ③ 집중투표의 방법에 의하여 이사를 선임하는 경우 사내이사와 사외이사를 별개의 조로 구분하여 각 조별로 집중투표를 적용한다.</p>

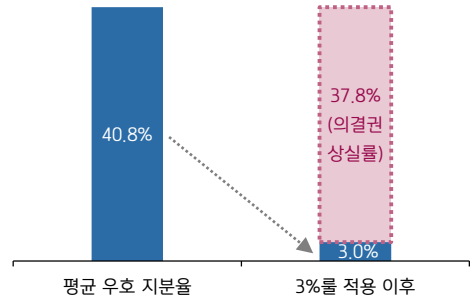
자료: 한국ESG연구소, 키움증권 리서치센터

감사위원 선임 및 해임시 3%를 적용 내용

구분	개정 전	개정 후
사외이사 아닌 감사위원 선임·해임	<ul style="list-style-type: none"> - 최대주주: 특수관계인 지분 포함하여 합산하여 3%내 의결권 제한 - 상기 외 주주: 개별 3%내 의결권 제한 	<ul style="list-style-type: none"> - 최대주주: 특수관계인 지분 포함하여 합산하여 3%내 의결권 제한 - 상기 외 주주: 개별 3%내 의결권 제한
사외이사인 감사위원 선임·해임	<ul style="list-style-type: none"> - 모든 주주: 개별 3%내 의결권 제한 	<ul style="list-style-type: none"> - 상기 외 주주: 개별 3%내 의결권 제한

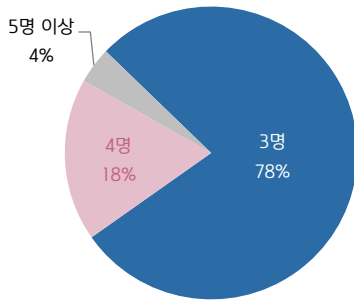
자료: 키움증권 리서치센터

50대 그룹 오너일가 3%를 적용시 의결권 상실률



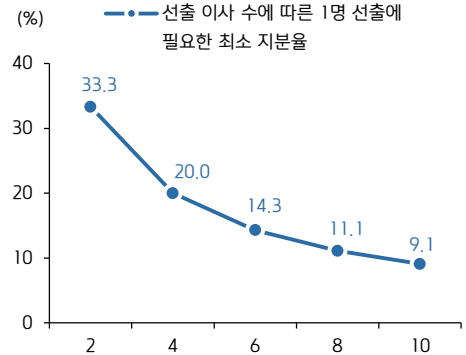
자료: 리더스인덱스, 키움증권 리서치센터

감사위원회 구성원 수별 국내 기업 비중



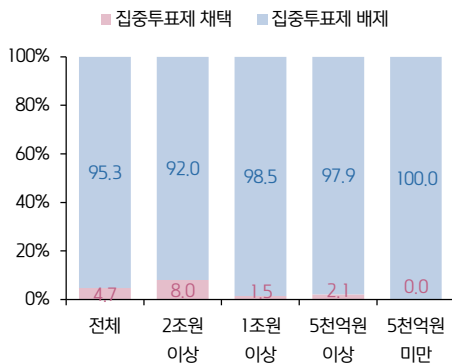
자료: PwC, 키움증권 리서치센터
주) 자산총액 5 조원 이상 코스피 상장사 대상

집중투표제, 선출 이사 수에 따른 최소 지분율



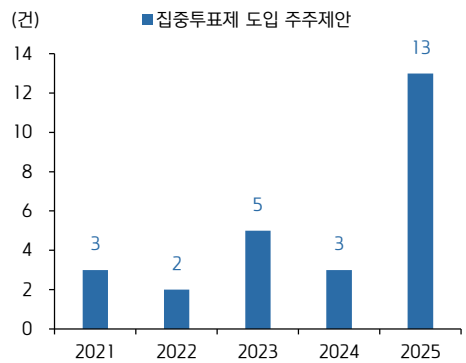
자료: 키움증권 리서치센터

국내 상장사 집중투표제 도입 현황



자료: KCGS, 키움증권 리서치센터
주) 2025년 기준 기업지배구조보고서 제출 기업 기준

집중투표제 도입 주주제안 추이



자료: KCGS, 키움증권 리서치센터

2026 주주총회, 거버넌스 관련 유형별 주요 안건 상정 현황

유형	기업	주요 내용
이사 임기 변경	- 삼성전자, 삼성 SDS	- 정관상 이사 임기 '3년' → '3년을 초과하지 못한다'로 안건 논의, 시차임기제 도입 가능성 열어둠
	- 한화비전, 한화오션, 한화솔루션, 한화켄러리아	- 이사 및 사외이사의 임기 2년→3년으로 변경
	- 효성티앤씨	- 임기는 2년 내에서 3년을 초과하지 않은 범위 내에서 주총에서 결정
	- LG 에너지솔루션	- 이사의 임기 2년→3년으로 변경
이사 수 축소	- 한화켄러리아	- 13인 이내→7인 이내
	- LS ELECTRIC	- 9인 이내→5인 이내
	- 셀트리온	- 15인 이내→9인 이내
	- 효성티앤씨	- 16인 이내→9인 이내
감사위원 분리선출 인원 상향/선제적 감사위원 선임	- 현대차	- 감사위원회 분리 선출 확대
	- KT&G	- 감사위원 분리 선출 인원은 2명으로 확대
	- LG 전자	- 감사위원 선·해임 시 의결권 제한 강화, 분리선출 인원 확대
	- 한화오션	- 이번 주총에서 2명의 감사위원을 신규 선임할 예정으로, 현재 3명인 위원 중 1명의 임기가 이달 만료되면 전체 정원은 3명에서 4명으로 확대
자사주 보유·처분 계획 승인/소각	- 삼성전자	- 자기주식 보유·처분 계획 승인
	- 셀트리온	- 자사주 보유·처분 계획 승인 및 소각 안건을 상정, 임직원 보상 용도 외 보유 자사주의 65% 소각·35% 성장동력 활용 방침 제시
	- SK 하이닉스	- 자기주식 보유·처분 계획 승인
집중투표제 관련 정관 정비	- KT&G	- 집중투표제 배제 조항 삭제 + 통합형 집중투표 도입
	- 삼성전자	- 집중투표제 배제 조항 삭제 (9월 의무화 시행 선제 반영)
독립이사 명칭 변경/전자 주주총회 도입	- 삼성물산	- 이사회내 위원회 명칭 변경
	- LG 전자	- 사외이사 명칭 변경
	- 포스코인터내셔널	- 사외이사 명칭 변경 및 전자 주주총회 도입

자료: Dart, 언론보도, 키움증권 리서치센터

3차 상법 개정 통과 이후 자사주 소각 기업 확산

자사주 소각 의무화를 골자로 한 3차 상법 개정안이 시행되면서, 주요 대기업을 필두로 자사주 소각 행렬이 확산되는 긍정적인 변화가 나타나고 있다. 실제로, '26년 3월이 채 지나지않은 현 시점에서 올해 자사주 소각 공시 기업 수는 154개사로 '24년(178개) 한 해 전체 공시 기업 수에 근접해 있으며, 지난해 '25년(304개)의 절반을 벌써 상회하고 있다. 대표적으로, 삼성전자는 보유 중인 자사주 중 임직원 보상 목적 물량을 제외한 나머지를 모두 소각하기로 했으며, SK 역시 시가총액의 약 20%에 달하는 자사주 전량(임직원 보상 목적 제외)을 소각하는 전향적인 결정을 내렸다.

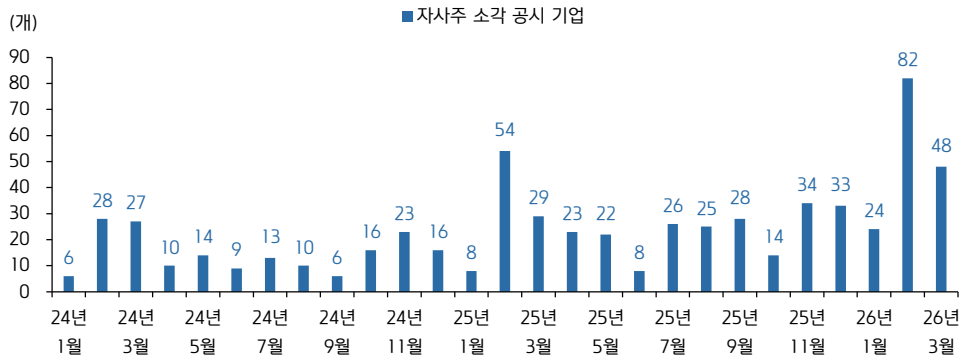
이러한 흐름은 지배주주가 자사주를 제3자에게 매각하거나 맞교환해 의결권을 부활시켜 경영권 방어용 우호지분으로 악용하는 사례를 차단하고, 주주환원을 제도화하여 실질적인 주주가치를 높이는 효과를 낳는다. 이러한 가운데 '24년 이후 자사주 소각 공시 이후 기업들의 평균 수익률은 코스피를 지속적으로 상회하고 있다. 기업의 자사주 소각 행위가 주주환원 확대 및 기업 지배구조 개선 시그널링 효과를 투자자에게 전달함으로써 기업가치 상승을 유발하고 있는 것이다. 자사주 비중이 높은 업종을 살펴보면, 증권(8.5%), 보험(6.8%), 유틸리티(5.6%), 지주(5.5%), 철강(5.2%) 등이며, 해당 업종들은 대표적인 저 PBR 업종이라는 점에서 추후 자사주 소각에 따른 밸류에이션 재평가를 기대할 수 있다.

다만, 금번 주주총회를 앞두고 상법 개정으로 자사주 소각 의무가 강화됨에 따라 주요 상장사들은 정관 개정을 통해 자사주 활용 예외 규정을 마련하는 움직임을 보이고 있다. 실제로, 주요 기업들은 금번 정기 주주총회에서 자사주 보유, 처분 관련 정관 조항을 신설하거나 변경하는 안건을 다수 상정하고 있다.

개정 상법상 예외 보유가 허용되는 사유는 크게 1) 주주평등 처분, 2) 임직원 보상, 3) 우리사주제도 실시, 4) 법령에 따른 활용, 5) 신기술 도입, 재무구조 개선 등 포괄적 경영상 목적 등 5가지로 구분된다. 특히, 기업들은 5) 경영상 목적 달성을 위한 자사주 보유 및 처분 목적을 활용함으로써 주주총회 특별결의를 통해 자사주 보유 및 처분의 예외 사유를 정관에 신설하는 안건을 상정하여, 합법적인 소각 회피 근거를 선제적으로 마련할 것으로 전망된다.

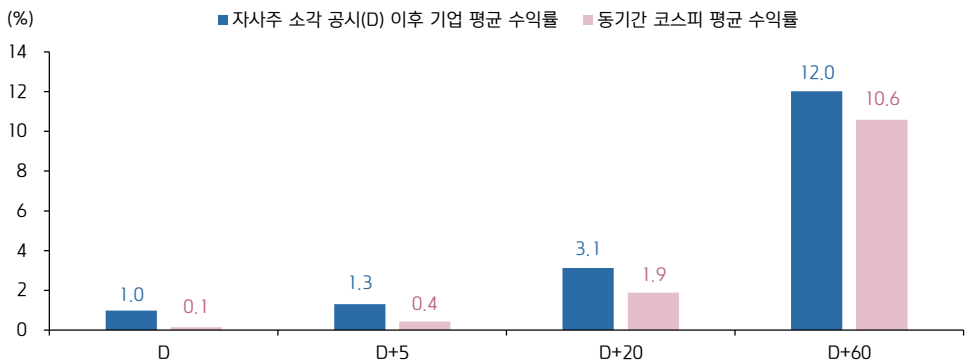
또한 법이 본격적으로 적용되기 전에 자사주를 선제적으로 처분하려는 움직임도 나타나고 있다. 타 기업과 전략적 제휴를 명분으로 자사주를 맞교환하거나, 우리사주조합 및 사내 복지재단 등에 자사주를 서둘러 출연하는 방식이 대표적이다. 이는 표면적으로는 법적 예외 조항의 활용이나 공익 및 보상 목적을 띠고 있으나, 실질적으로는 소각되어야 할 주식을 지배주주의 우호 지분으로 영구히 고착화하여 지배력을 방어하려는 의도일 수 있으므로 금번 주주총회에서 이를 모니터링해볼 필요가 있다.

2024년 이후 월별 자사주소각 공시 기업 수



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
주) '26년 3월은 3월 17일까지 집계 기준

자사주 소각 공시(D) 이후 기업 평균 수익률



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
주) '24년 이후 시가총액 3,000억원 이상 기업 중 자사주 소각 공시 357개 기업 대상(중복 포함)

자기주식 관련 예외 보유 허용 사유

구분	예외 보유 사유	정관 규정 필요 여부	상세 내용 및 관련 조문
제 1 호	주주 평등 처분	불필요	각 주주에게 주식 수에 비례하여 균등한 조건으로 처분하는 경우
제 2 호	임직원 보상	불필요	주식매수선택권(스톡옵션) 부여 등 임직원 보상 목적 활용 (제 340 조의 2 등)
제 3 호	우리사주제도 실시	불필요	우리사주매수선택권 부여 등 우리사주제도 실시 목적으로 활용 (근로복지기본법)
제 4 호	법령에 따른 활용	불필요	포괄적 주식 교환·이전, 합병 시 주식 매수청구권 행사 대응 등 법령상 의무 이행
제 5 호	포괄적 경영상 목적	필수	신기술 도입, 재무구조 개선 등 회사의 경영상 목적 달성을 위해 필요한 경우로서 정관에 그 사유를 미리 규정한 경우

자료: 키움증권 리서치센터

'26년 주요 기업별 자사주 소각 공시 내용

기업명	소각 예정 시기	소각 규모	소각 의사 발표시점
삼성전자	2026년 상반기 내	약 16 조원 (8,700 만주, 보유 자사주의 82.5%)	2026년 3월 10일 (2025년 사업보고서 공시)
SK	2027년 01월 04일	약 5 조 1,575 억원 (1,469 만주, 발행주식의 20.1%)	2026년 3월 10일 (이사회 결의 공시)
롯데지주	2026년 03월 31일	약 1,663 억원 (542 만 5461 주)	2026년 3월 9일 (이사회 결의 공시)
SK네트웍스	소각예정일 미정	약 1,000 억원 이상 (2,071 만주, 발행주식의 9.4%)	2026년 3월 10일 (발표: 이사회 최종 확정은 3월 말 예정)
에스디바이오센서	1차: 2026년 3월 17일, 2차: 2027년, 3차: 2028년	3개년 합계 300만 주 (1차 100만 주 약 73억 원, 2·3차 각 100만 주 매입 후 소각)	2026년 3월 10일 (이사회 결의 공시)
KCC	2027년 9월까지 4회 분할 소각 (잔여분은 4년 내 처분)	117만 4,300 주 (발행주식의 13.2%)	2026년 3월 10일 (이사회 결의 공시; 트러스톤 압박 2/11 이후)
두산	2026년 내 연내	약 3 조 1207 억원 (256 만 8528 주)	2026년 2월 26일 (이사회 결의 공시; 상법 3차 개정안 통과 다음날)
한화	2026년 04월 09일	약 5,608 억원 (445 만주, 보통주의 5.9%)	2026년 1월 14일 (감자 방식 최초 결의) →2026년 3월 11일 (이사회 재결의, 방식 변경)

자료: Dart, 언론보도, 키움증권 리서치센터

행동주의 및 경영권 분쟁 점화, 주주가치 제고 압력 강화

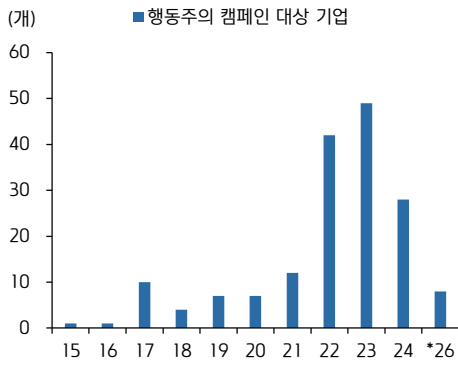
밸류업 프로그램 시행, 상법 개정 등 주주 권리 보호를 강화하는 방향의 다각적인 제도적 변화가 맞물리며 국내 상장사를 대상으로 한 행동주의 캠페인은 지난 2010년대(연평균 4건) 비해서 2020년대(연평균 21건) 들어 급격하게 증가하였다. 또한, 국내 다수의 오너일가 집단의 2세대에서 3,4세대로의 승계가 본격화됨에 따라 국내 기업들의 경영권 분쟁은 꾸준히 증가하고 있다. 실제로, '15년 '52건에 불과했던 경영권 분쟁공시 건수는 '25년 340건으로 약 6배 이상 급증하였다. 주요국 대비 최고 수준의 국내 상속세율(50%)과 차등의결권, 포이즌필 등 유의미한 경영권 방어 수단이 부재하다는 점을 감안시, 향후에도 국내 경영권 분쟁 사례는 증가세를 보일 전망이다.

이러한 가운데 2026년 정기주총에서 행동주의 펀드 활동과 경영권 분쟁은 단순한 지분 대결을 넘어, 기업지배구조 개선과 중장기적 주주가치 제고를 이끄는 촉매 관점에서 주목해볼 필요가 있다. 먼저, 최근의 경영권 분쟁은 과거와 같은 단순한 경영권 다툼에 그치지 않고, 이사회 구성, 감사기구 재편, 주주환원 정책 등 기업 지배구조 전반에 구조적인 영향을 미치는 형태로 발전하고 있다. 특히 고려하면 사례에서 보듯 분쟁이 수년간 반복되는 양상을 띠며, 소액주주 연대와 최대주주 간의 충돌, 행동주의 펀드의 개입 등 다양한 유형으로 분화되고 있다. 이는 분쟁이 장기화되고 고착화됨에 따라 주주총회가 경영 주도권과 기업의 중장기적 방향성을 결정짓는 의사결정의 장으로 기능함을 시사한다.

또한, 행동주의 펀드의 전략이 단기적 재무 요구에서 이사회 진입 등 지배구조 전반의 질적 고도화로 진화하고 있는 점을 주시해야 한다. 과거 행동주의 캠페인은 주로 배당 확대나 자사주 매입 및 소각 등 단기적이고 일회성인 주주환원 요구에 집중되었다. 그러나 최근에는 이사 및 감사 선임 안건을 적극적으로 주주제안으로 상정하며 이사회 진입을 통한 직접적인 경영 참여를 시도하는 등 중장기적인 투자 전략으로 방향을 선화하고 있다. 이번 주주총회에서도 LG화학(자본배분 체계 개편 및 이사회 개선 요구), 코웨이(기업가치 제고 계획 수정 요구), DB손해보험(독립이사 추천 및 내부거래위원회 설치 요구) 등 다수의 기업을 대상으로 행동주의 펀드의 전방위적인 관여 활동과 이사회 재편 요구가 전개되고 있어 그 표결 결과가 중요한 관전 포인트다

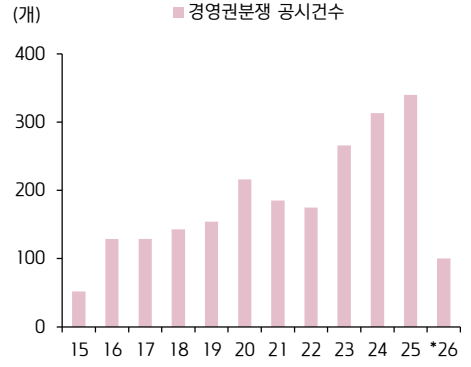
경영권 분쟁과 행동주의 활동이 실질적인 주주가치 제고를 위한 강력한 압력으로 작용하고 있다는 점은 긍정적이다. 경영권 분쟁은 단기적으로 주가 변동성을 확대하거나 경영의 불확실성을 초래하는 부담 요인이 될 수 있다. 그러나 분쟁 국면에서 대주주와 대항 세력 양측은 캐스팅보트를 쥔 일반 주주와 기관투자자의 표심을 얻기 위해 대규모 자사주 소각, 배당성향 확대, ESG 위원회 신설 등 경쟁적으로 강력한 주주친화 정책을 내놓게 된다. 이러한 갈등은 중장기적으로 기업 경영 투명성을 높이고 자본효율성을 개선하도록 강제하는 압력으로 작용하여 기업 가치 재평가로 이어질 수 있다.

국내 행동주의 캠페인 대상 기업 수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) '26 년은 3 월 17 일 기준

국내 경영권 분쟁 공시 건수 추이



자료: Dart, 키움증권 리서치센터
주) '26 년은 3 월 17 일 기준

경영권 분쟁 관련 주요 기업 정리

기업	분쟁주주	경영권 분쟁 내용 및 주목 포인트
고려아연	① 영풍·MBK 등 ② 최윤범 등	최윤범 회장 측과 영풍·MBK 연합 간의 경영권 지분 경쟁이 이사회 장악을 위한 주주총회 표 대결로 격화 - 최윤범 회장 등의 이사 재선임 안건 통과 여부
하나미이크론	① 약 1,720 명의 소액주주 연대 ② 최대주주 등	오너 지배력 강화 목적의 사업 구조개편에 반발한 소수주주 연대가 법적 소송과 표 대결을 통해 사측 안건을 저지 중 - 소액주주 연대의 추가 사법적 대응 가능성, 소액주주 추천 이사감사 선임안 상정 여부
오스코텍	① 소액주주 연대 ② 최대주주 등	핵심 자회사의 쪼개기 상장에 반발한 소액주주들이 지분을 결집하여 경영진 연임 저지 및 이사회 장악을 시도 - 소액주주 연대 추천 후보의 이사회 진입 가능성
셀트리온	① 윤모씨 외 1,230 명 ② 최대주주 등	합병 후 주가 부진에 직면한 소액주주 비상대책위원회가 대규모 자사주 소각 요구 등 적극적인 주주행동주의를 전개 - 소액주주 연대의 주주제안
신대양제지	① 약 290 명의 소액주주 연대 ② 최대주주 등	편법 승계 의혹 및 심각한 저평가에 반발한 소액주주들이 3% 룰을 활용한 이사회 진입 및 경영진 견제를 진행 중 - 감사위원 선임 시 '3%룰' 적용으로 소액주주 추천 감사가 선임될 가능성
한미사이언스 /한미약품	① 신동국 ② 송영숙·임주현 등 모녀 측 ③ 특수관계인 합산	모녀·신동국 연합과 형제 측이 이사회 주도권을 확보하기 위해 지분 매입과 주주총회 표 대결을 장기화 - 4 차 연합 내 신동국 회장 이탈 여부 및 3 월 주총 이사 5 인 선임 안건에서의 표 대결 구도
한국엔컴퍼니	① 조현범 회장 ② 조현식 전 고문	형제 측과 MBK 파트너스의 적대적 공개매수는 무산되었으나, 조현범 현 회장의 사법 리스크로 인한 지배구조 불확실성 잔존 - 주총 이사 선임 구도 및 이사 자격 제한 정관 개정안·보수 0 원 안건의 가결 여부, '3 차 형제의 난' 재점화 가능성

자료: 언론보도, 한국ESG연구소, 키움증권 리서치센터

행동주의펀드 타겟 주요 기업 및 내용 정리

대상 기업	행동주의 펀드	주주서한 발송일	주요 내용 요약
LG 화학	펠리서캐피탈	'26년 2월 9일	- NAV 할인율 공시, 주가-ROE 연동 경영진 보상체계 개편, 선임독립이사 도입, LG 에너지솔루션 지분을 70% 미만으로 낮춰 확보 재원으로 자사주 매입·소각을 추진하라는 요구
코웨이	얼라인파트너스	'25년 1월, 12월, '26년 2월	- 중장기 밸류에이션-ROE 목표, 목표자본구조 및 주주환원정책 구체화, 이사회 독립성 강화, 최대주주와 소수주주 간 이해상충 해소 요구
DB 손해보험	얼라인파트너스	'26년 2월, 3월	- ROR 기반 경영원칙 도입, 총주주환원율 50% 목표, 자사주 소각, 부당 내부거래 관행 개선, 독립이사 2인 선임과 전원 사외이사 내부거래위원회 재설치를 요구
KCC	라이프자산운용	'26년 2월 11일	- 삼성물산 주시 3조원 처분 계획 공개 및 자사주 교환사채 발행 전 활용 순서 재검토 요구
태광산업	트러스트자산운용	'26년 2월 12일	- 선임독립이사 제도 도입-비영업용 부동산 활용-대규모 자사주 소각-액면분할-밸류업 계획 공시등을 추진하라는 요구
스틱인베스트먼트	얼라인파트너스	'25년 11월 24일	- 창업주 지분 매각과 동시에 기업가치 제고 계획 공시, 구체적 실행계획 보완 요구
에이플러스에셋	얼라인파트너스 등	'26년 2월 11일	- 비핵심 자회사 매각, 직접 주식투자 중단, 독립이사 2인 선임, 정관 변경 등 8대 과제를 담은 사업구조-거버넌스 전면 개편 요구
롯데렌탈	VIP 자산운용	'25년 7월 16일	- 제 3자배정 유상증자 철회 또는 재심의와 함께 자사주 매입·소각 등 주주환원 강화 방안 마련 요구
한국토지신탁	쿼드자산운용	'26년 1월	- 200억 원 규모 EB 발행의 필요성을 재검토하고, 현금성 자산 활용과 자사주 소각 등 주주가치 훼손이 적은 자본정책을 마련하라는 요구
리파인	머스트자산운용	'25년 9월	- 최대주주에 유리한 교환사채의 법적·도덕적 문제와 왜곡된 의사결정 구조를 지적하며, 자본배치와 지배구조 개선을 요구
덴티움	얼라인파트너스	'26년 2월 12일	- 독립이사 비중 확대, 감사위원회-내부거래/보상위원회의 완전 독립화, 독립적인 이사회 의장 도입, 보상체계 공시 강화 등 거버넌스 개편 요구
가비아	얼라인파트너스	'26년 2월 12일	- 주주제안서를 통해 "가비아는 중복상장 구조가 심화되어 이로 인해 모회사 주주에게 귀속되어야 할 기업가치가 구조적으로 희석되고 있다"고 비판
솔루엠	얼라인파트너스 및 소액주주연대	'26년 2월 12일	- 주주제안서를 통해 "과거 솔루엠 이사회가 자사주를 최대주주에게 저가 매각하려다 철회한 사건이나 의결권부 상환전환우선주(RPCS) 발행 등은 일반 주주 이익에 반하는 결정"이라고 비판

자료: 언론보도, 한국ESG연구소, 키움증권 리서치센터

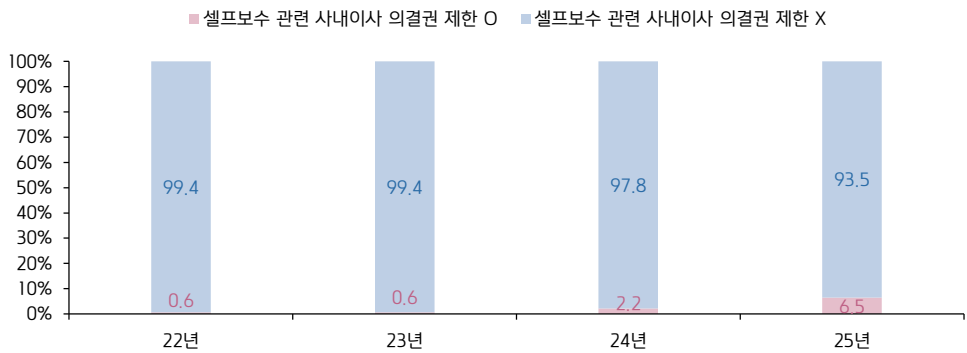
이사 보수 관련 의결권 제한

금년 정기주주총회에서는 이사 보수한도 승인 안건이 주요 쟁점으로 부각될 전망이다. 지난해 대법원은 남양유업 사례를 통해, 주주이면서 이사인 자가 이사 보수한도를 승인하는 안건에 찬성표를 던지는 것은 위법하다고 판결했다. 이사의 보수한도를 정하는 안건은 구체적 배분이 아닌 총액 한도를 정하는 것이라 할지라도, 해당 이사는 한도 내에서 보수를 받게 되므로 상법상 개인적인 이해를 가지는 특별이해관계인에 해당하여 의결권을 행사할 수 없다는 의미이다. 이에 따라 올해 주주총회부터 기업들은 이사 지위를 가진 주주의 지분을 배제하고, 이를 차감한 유효 의결권만으로 가결 요건을 산정해야 한다.

추후 주주총회 결의 취소 소송이 제기될 경우 법원에서 효력이 부인될 가능성이 매우 높아졌기 때문에, 기존처럼 지배주주 지분으로 고액 보수한도를 가결시키는 셀프 보수 승인은 사실상 어려워졌다. 경제개혁연대에 따르면, 지난해 주총에서 이사 보수 한도 안건을 다루어 셀프보수 의결을 한 기업 비율은 93.5%였다. 다만, '특별 이해관계자'인 이사 겸 주주의 의결권을 제한하면 지배주주 지분율이 높은 32개 기업의 이사 보수한도 승인 안건이 가결에서 부결로 바뀌는 것으로 분석되었다.

그럼에도 불구하고 현행법의 맹점을 이용한 지배주주의 우회 전략이 존재하므로 경영진 보수에 대한 시장의 철저한 감시가 요구된다. 현행 상법상 보수한도 규제는 등기이사에 한정되므로, 지배주주가 등기임원직을 사임하고 미등기임원으로 신분을 전환하여 주주총회 통제 없이 고액의 보수를 수령할 수 있는 구조적 한계가 있다. 또한, 본인의 직접 지분이 없는 계열사에 임원으로 겸직하며 경영 성과나 주주가치 제고와 무관하게 보수체계를 임의로 설계할 여지도 남아있다. 이러한 보수 결정 과정의 불투명성을 근본적으로 해소하기 위해, 경영진의 구체적인 보수 정책과 수준을 주주총회 안건으로 상정해 주주의 승인 및 의견 표명을 거치게 하는 '세이온페이(Say-on-pay)' 제도 도입이 논의될 수 있다.

주주총회에서 셀프 보수 의결 상장사 비중



자료: 경제개혁연대, 키움증권 리서치센터
주) 주요 주주 이사가 본인의 보수 한도를 높이는 안건을 승인한 기업 비중.
자산 5천억원(2022-2023년은 1조원) 이상 코스피 상장사 기준

II. 상법 개정 이후 후속 정책 모멘텀

스튜어드십 코드 개정, 기관 투자자 의결권 강화

2016년 스튜어드십코드 도입 이후 약 250여개 기관이 참여하며 외형 성장을 이루었으나, 민간 자율 규범으로 운영되어 실효성이 부족하다는 비판을 받았다. 도입 이후 10년 가까이 한 차례의 개정도 없었으며, 참여 기관의 활동을 실질적으로 점검하는 체계가 부재함에 따라 기관투자자의 적극적인 의결권 행사가 제한되었다. 실제로, '24년 기준 국내 운용사의 의결권행사, 반대의결권행사율은 각각 91.6%, 6.8%로 국민연금의 의결권 행사(99.6%), 반대율(20.8%)에 비하면 격차가 뚜렷했다

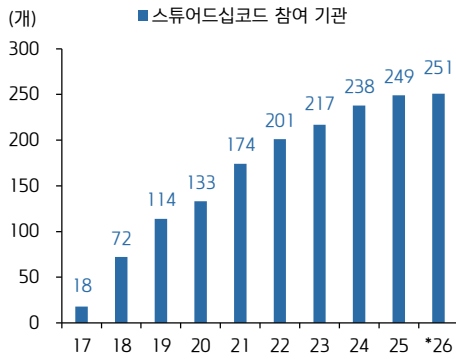
이에 정부는 자본시장의 공정성을 높이고 코리아 디스카운트를 해소하기 위해 스튜어드십코드를 10년 만에 전면 개편하기로 결정했다. 개정안의 주요 내용은 다음과 같다. 1) 스튜어드십코드의 적용 자산 유형을 기존 상장 주식에서 채권 및 비상장 주식 등으로 대폭 확대, 2) 기관투자자의 수탁자 책임 대상 환경·사회·지배구조(ESG) 전반으로 확대, 3) 매년 또는 매 분기 정기적으로 기관투자자의 수탁자 책임 활동 현황과 성과를 의무적으로 공개하도록 규정 등이다.

한편, 최근 자본시장 내 스튜어드십 코드 관련 주요 논의는 제도의 실효성 확보를 위한 규제 완화와 인센티브 구조 재편에 집중되고 있다. 대표적으로 국민연금은 위탁운용사 선정 및 평가 과정에서 스튜어드십 코드 이행 실적을 핵심 지표로 반영하는 방안을 추진 중이며, 이는 민간 자산운용사들의 적극적인 주주권 행사를 강제하는 요인이다. 또한, 최근에는 위탁운용 방식을 투자일임에서 단독편도로 추진이 논의됨에 따라 향후 위탁운용사는 보유한 지분에 대해서 해당 운용사의 명의로 직접 의결권 행사가 가능해질 전망이다

이와 함께 기관투자자의 주주 관여 활동을 저해하는 '5% 룰(대량보유 보고의무)' 완화 논의도 진행 중이다. 현행 5% 룰 체계에서는 복수의 기관투자자가 단순한 의견 교환만 나누어도 '의결권 공동 행사 합의'로 포괄 해석되어 공시 의무와 제재를 받을 위험이 존재하였다. 이로 인해 법적 리스크를 우려한 기관투자자들의 협력적 연대와 주주행동이 원천적으로 위축된다는 지적이 계속되어 왔다.

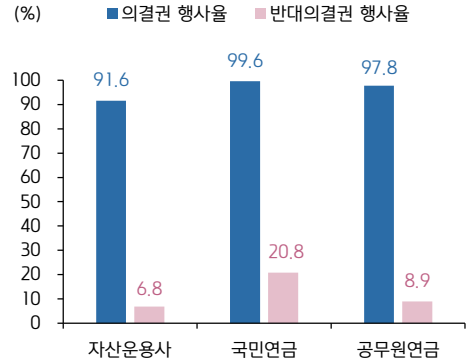
이에 금융당국은 자사주 소각 요구, 배당 관련 지표 준수 요구, 임원 보수에 대한 설명, 주주총회 소집공고 조기실시 요구 등을 '경영권 영향 목적'에서 제외하며 5% 룰 특례 기준을 구체화하였다. 또한 향후 금융위는 기관투자자의 활발한 수탁자 책임 활동을 지원하기 위해 상반기 중 스튜어드십 코드 개정, 스튜어드십코드 법령해석집 보완 계획 등을 추진할 것이라고 밝혔다. 결론적으로, 향후 스튜어드십코드 개정 및 이행점검 제도 도입, 국민연금의 위탁운용사 선정시 스튜어드십코드 이행 실적 반영, 5%룰 완화 등의 기초를 감안시, 기업에 대한 기관투자자의 관여 활동 및 의결권 행사는 강화될 전망이다.

국내 스튜어드십코드 참여 기관 수



자료: KCGS, 키움증권 리서치센터
주) '26년은 3월 17일 기준

2024년 연금, 자산운용사 의결권 행사 현황



자료: 금감원, 키움증권 리서치센터
주) 자산운용사 273개사 대상, 의결권 행사율은 불행사를 제외한 안건에 대한 찬성, 반대, 중립 행사

금융위, 스튜어드십코드 내실화 방안

	현행	개선
이행점검 절차 도입	<ul style="list-style-type: none"> - 스튜어드십 코드 가입 이후 참여기관이 '원칙 준수, 예외 설명' 방식으로 이행 보고서 작성 - 보고서를 작성하지 않아도 별도 점검 또는 피드백 부재 	<ul style="list-style-type: none"> - 참여기관이 보고서 자체 작성 → 실무 점검 → 스튜어드십 코드 발전위원회 최종 검토·의결 - 준비역량 파급효과 등을 감안하여 자산운용사·연금기금부터 우선 점검 후 단계적으로 확대 운영 - 각 원칙별로 필요한 체계와 수행 활동 관련 12개 항목의 이행여부 점검(필요시 업권 특성에 따라 조정)
이행점검 결과 공시	<ul style="list-style-type: none"> - 참여기관이 작성한 이행보고서를 참여기관별 홈페이지에 게재 (홈페이지 미운영시 보고서 확인방법 부재) 	<ul style="list-style-type: none"> - 기관투자자별 이행내역을 쉽게 비교·확인할 수 있도록 점검 기준에 따른 기관투자자별 활동 점검결과 비교·공시 - 모범사례 및 우수기관 발굴을 통해 기관투자자의 참여 확대 유도
이행점검 결과 활용	<ul style="list-style-type: none"> - 주요 연금금은 국내주식 위탁운용사 선정시 스튜어드십 코드 참여기관에 가점을 부여 중 	<ul style="list-style-type: none"> - 스튜어드십 코드 이행점검 결과가 저조한 기관은 피드백 실시를 통해 보완사항을 제시하여 개선 유도 - 스튜어드십 코드 참여 연금 간 협의회를 마련 및 운영을 지원하여 연금의 스튜어드십 코드 점검결과 활용도 제고
스튜어드십 코드 개정	<ul style="list-style-type: none"> - 기관투자자의 역할이 강화되고 있음에도 '16년 제정 이후 개정이 이루어지지 않아 적용범위 및 대상이 제한적 - 수탁자책임의 범위, 투자대상회사의 점검요소 등 관련하여 주요 비재무지표로 '지배구조'와 관련된 사항만 기술 - 이미 투자가 이루어진 투자대상에 대한 주주활동 중심 - 국내 상장주식으로 한정 	<ul style="list-style-type: none"> - 수탁자 책임 이행시 고려사항에 지배구조(G)와 환경(E), 사회(S) 등 요소 강화 - 투자대상회사를 선정하는 투자 의사결정 등 자산배분, 운용 등 주주활동 관련 일련 활동 폭넓게 포함 검토 - 상장주식 외 채권, 인프라, 부동산, 비상장주식 등으로 유형을 확대하고, 지역적 제한을 해제하여 해외 자산도 포함 검토

자료: 금융위, 키움증권 리서치센터

금융위, 스투어드십코드 원칙별 이행점검 항목(안)

원칙	이행점검 항목
1.수탁자책임정책 마련-공개	① 수탁자책임 정책 마련-공개 * 수탁자책임 정책, 비채택원칙 사유, 책임자 및 담당자, 관련 사이트 제시 여부 등
2.이해상충정책 마련-공개	② 이해상충 관리 정책 마련-공개 * 이해상충 관리 정책, 주요 이해상충 유형 예시 및 관리-대응방안 여부 등 ③ 이해상충 관리 내역 공개 * 발생한 주요 이해상충 관리내역 여부 등
3.투자대상회사 주기적 점검	④ 수탁자책임 이행지침 마련-공개 * 수탁자책임 이행지침(회사와의 대화, 주기적 점검 포함) 마련 여부 등 ⑤ 주주 관여활동 공개 * 주요 관심 주제별 관여활동 건수(종합 표로 작성) 및 모범사례 제시여부 등
4.수탁자책임 활동 관련 세부 이행지침	⑥ 기업가치제고 관여활동 공개 * 관련 관여활동 건수 및 모범사례 제시 여부 등
5.의결권행사 정책 및 행사 내역 공개	⑦ 의결권 행사 정책 마련-공개 * 의결권 행사 가이드라인, 의결권 행사 방법 및 대상회사 제시 여부 등 ⑧ 의결권 행사 내역 공개 * 의결권 행사 내부 지침에 따른 의결권 행사, 의결권 행사/불행사 사유-근거 제시 등
6.수탁자책임 활동 주기적 보고	⑨ 스투어드십 코드 이행보고서 작성-공개 * 연 1회 이상 보고서 작성 후 홈페이지 공개 및 스투어드십 코드 센터 제출
7.수탁자책임 이행 전문성 확보	⑩ 수탁자책임 수행조직 및 인력의 마련-공개 * 수행 조직 및 직원의 전문성 확보-강화방안 마련 여부 등 ⑪ 전문성 확보 노력 * 이행조직 현황 및 전문성 확보노력 여부 등 ⑫ 위탁운용사 관리 (자산소유자 대상) * 선정 절차 및 내역, 사후관리 여부 등

자료: 금융위, 키움증권 리서치센터

금융위, 대량보유 등의 보고(5%를)시 적용되는 주주활동 범위에 대한 법령해석 일부 제공
: 주주총회, 자사주소각, 임원보수, 배당 등은 경영권 영향 목적에 해당하지않음

구분	주요 내용
1. 주주총회 문화 개선	- 주주총회 안건 조기 공시 요구, 구체적 내용 설명 요청 등 주주총회 문화 개선 활동은 경영권 영향 목적에 해당하지 않음을 법령해석으로 명확화 - 주총에서의 회사-주주 간 활발한 정보 교류 촉진 기대
2. 자기주식	- 모든 주식회사는 자기주식 신규 취득 시 1년 내 소각 의무 (상법 3.6 시행) - 기존 보유분은 법 시행일부터 1년 6개월 내 소각 - 자기주식 소각 요구 및 주총 승인을 받은 자기주식 보유-처분 계획 이행 요청도 경영권 영향 목적 해당 없음
3. 배당	- 배당 관련 사항은 '20.1월 자본시장법 시행령 개정으로 경영권 영향 목적 항목에서 기존 제외 - 현금배당 예측가능성 제고, 배당정책 및 배당실시계획 연 1회 이상 통지 등 기업지배구조보고서 핵심지표 준수 요구도 경영권 영향 목적 아님을 추가 명시
4. 임원보수	- 임원 보수(한도) 관련 주주활동은 경영권 영향 목적에서 제외 - 총주주이익률·영업이익률과 임원 보수가 함께 공시 예정 - RSU 등 양도제한조건부주식 관련 정보공개 강화 ('26.5월 시행) - 기관투자자는 임원 보수와 회사성과의 관계 분석 후 적절한 보수 정책 설계를 위한 설명 요구-대화 요청 가능

자료: 금융위, 키움증권 리서치센터

주가누르기 방지법과 PBR 1배 미만 기업 밸류업 의무화

국내 주식시장의 고질적인 디스카운트 현상의 기저에는 지배주주의 상속 및 증여세 부담 최소화를 위한 고의적인 주가 하락 방치 의혹이 자리 잡고 있다. 코스피 상장사의 약 50% 이상이 PBR 1배 미만에 머무르는 비정상적인 상황이 지속되면서, 자본 효율성 개선을 강제하기 위한 입법적 조치가 요구되었다. 이에 따라 최근 정치권을 중심으로 지배주주의 사익 편취를 차단하는 주가누르기 방지법과 기업가치 제고를 강제하는 PBR 1배 미만 기업 밸류업 의무화법이 투트랙 전략으로 발의되었다.

주가누르기 방지법으로 불리는 상속·증여세법 개정안은 최대주주 일가가 경영권 승계 과정에서 세금 부담을 줄이기 위해 의도적으로 주가를 억누르는 행태를 원천 차단하는 데 목적이 있다. 현행법상 상장 주식의 상속 및 증여 가액은 평가 기준일 전후 2개월간의 시장 평균 증가로 결정되나, 이로 인해 지배주주가 배당이나 주주환원을 통제하여 의도적으로 주가를 낮게 유지하려는 유인이 발생한다. 개정안은 이러한 인위적인 주가 하락이 세금 절감으로 이어지지 않도록 산식을 보완하여, 경영권 승계와 주가 누르기 간의 연결고리를 끊는 구조를 취하고 있다.

이와 병행하여 발의된 자본시장법 개정안은 PBR이 2년 연속 1배 미만으로 유지되는 상장사에 대해 기업가치 제고 계획의 공시를 법적으로 의무화하는 내용을 담고 있다. 해당 요건에 해당하는 기업은 배당가능이익의 처분 계획, 자기주식의 취득·소각 일정, 사업구조 재편 등 구체적인 자본 배치 및 주주환원 조치를 작성하여 시장에 정기적으로 설명해야 한다. 이는 현재 자율 참여에 머물러 있는 밸류업 프로그램에 법적 강제성을 부여하여, 자산가치 이하로 거래되는 만년 저평가 기업들의 주주환원 확대 및 자발적인 기업가치 제고를 목적으로 한다.

주가누르기 방지법과 PBR 1배 미만 밸류업 공시의무화 법안 내용

비교 항목	주가누르기 방지법 (상속세 및 증여세법 개정안, 이소영 의원)	PBR 1배 미만 밸류업 공시 의무화 (자본시장법 개정안, 김현정 의원)
입법 목적	지배주주의 조세 회피 목적에 따른 고의적 주가 억제 유인 차단	만성적 저평가 기업의 자본 효율성 개선 및 주주환원 강제
규제 대상	PBR 1배(또는 특정 기준) 미만 상장사의 지분 상속·증여 시	최근 2년 연속 PBR 1배 미만인 상장사 전체
핵심 요지	상속·증여 재산 평가 시, '시가와 '순자산가치 (혹은 80%) 중 큰 금액을 과세 표준으로 적용	기업가치 제고 계획(주주환원 확대, 자본구조 개편 등) 수립 및 공시 의무화
제재 수단	주가 하락 시에도 순자산가치 기반 과세로 실질적 조세 부담 유지	미이행 시 불성실공시법인 지정 등 행정적 제재 및 시장 평판 리스크 부여
기대 효과	지배구조 개편 및 승계 과정에서의 소액주주 가치 훼손 방지	총주주수익률(TSR) 중심의 경영 기초 정착 및 시장 투명성 제고

자료: 키움증권 리서치센터

금번 논의되는 주가누르기 방지법과 PBR 1배 미만 기업 밸류화 의무화 법의 공통점은 PBR이라는 정량적 수치를 일괄적으로 적용하여, 해당 기준에 미치지 못하는 기업의 자발적 기업가치제고를 촉구한다는 점이다. 물론, 전통 제조업 등은 구조적으로 PBR 수치가 낮을 수 있다는 점에서 업종별 특성을 고려하지 못했다는 한계점도 지적되고 있다. 그럼에도 관련 법안이 통과될 경우 그 동안 금융, 지주 등 일부 대형주 중심에 쏠려 있었던 정책 수혜주의 범위가 개별 종목 단위로 확산될 수 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

일례로 최근 대통령이 직접 언급할 정도로 중점적으로 논의되고 있는 주가누르기 방지법의 PBR 기준인 0.8배를 적용할 경우, 전체 상장사의 약 41.5%가 법의 타겟이 될 수 있다. 사이즈별로 PBR 0.8배 미만 비중을 세분화해보면 소형(50.2%), 중형(22.5%), 대형(9.5%) 순이라는 점에서 향후 저 PBR 테마의 중소형주 확산을 기대할 수 있다.

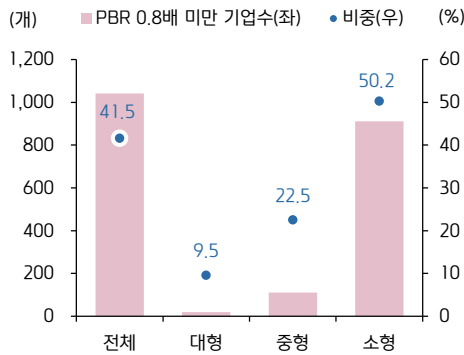
특히, 국내 상장사 내 상당수의 중소형 기업은 오너일가 중심의 경영 체제이며, 승계 과정에서 상속세 이슈가 있는 저평가 중소형 기업을 주목해볼 필요가 있다. 이들 기업들은 상속세 절감을 위해 배당 확대, 자사주 소각 등 주주환원 확대를 통해 주가를 상승시킬 유인이 있기 때문이다. 업종 관점에서는 PBR이 낮고 자사주 비중이 높은 증권, 보험, 유틸리티, 지주, 철강은 1~3차 상법 개정 및 향후 후속적인 정책 추진에 따른 수혜가 지속될 전망이다.

한편, 올해부터는 밸류업 공시의 실효성과 중요성도 확대될 예정이다. '26년 2월 말 기준, 국내 상장사 내 기업가치제고 계획 공시 기업은 179개사로 전체 상장사의 7%에 불과한 상태이다. 특히, 코스피(16.0%) 대비 코스닥(2.8%) 기업의 밸류업 공시 이행이 극히 저조한 실정이다. 업종별로 살펴보면, 금융(27.4%), 유틸리티(16.7%), 에너지(10.3%) 순으로 높았으나, 건강관리(3.7%), 커뮤니케이션(5.1%), IT(4.3%) 업종은 공시가 저조한 편이다.

지난해 정책의 초점이 밸류업에서 상법개정으로 이동하며, 밸류업 공시는 다소 정체된 양상을 보였다. 다만, 앞서 언급한 두 법안과 더불어 국내 거버넌스 정책과 시장 흐름은 기업의 밸류업 공시를 직간접적으로 유도하고 있다는 점에서 공시 중요성이 확대될 전망이다.

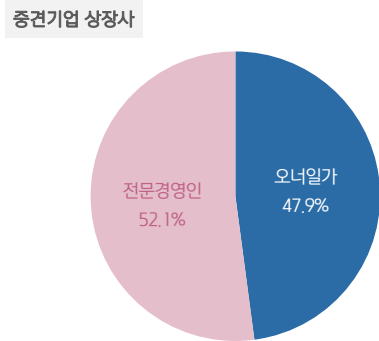
가령, 연기금 및 기관투자자의 스튜어드십코드 의결권 행사 가이드라인에 밸류업 공시 여부, 기업가치제고 관여활동 등이 핵심 지표로 편입되었다. 또한, 행동주의 펀드 및 소액주주 연대는 만년 저평가 기업을 대상으로 밸류업 공시를 압박하고 있다. 여기에 지난해 12월 조세특례제한법 개정으로 배당소득 분리과세가 도입된 가운데 고배당 기업은 매년 사업연도 결산이 종료된 이후 정기 주주총회에서 배당을 결의한 다음 날까지 기업가치 제고계획을 공시해야 한다. 밸류업 공시 이행 확산이 기대되는 가운데 PBR 1배 미만 저평가 기업은 기업가치제고 계획 공시를 시행하는 것만으로도 주주환원 확대, 기업 지배구조 개선 시그널링 효과로 향후 주가 상승을 기대할 수 있다고 판단한다.

국내 상장사 내 PBR 0.8배 미만 기업 비중



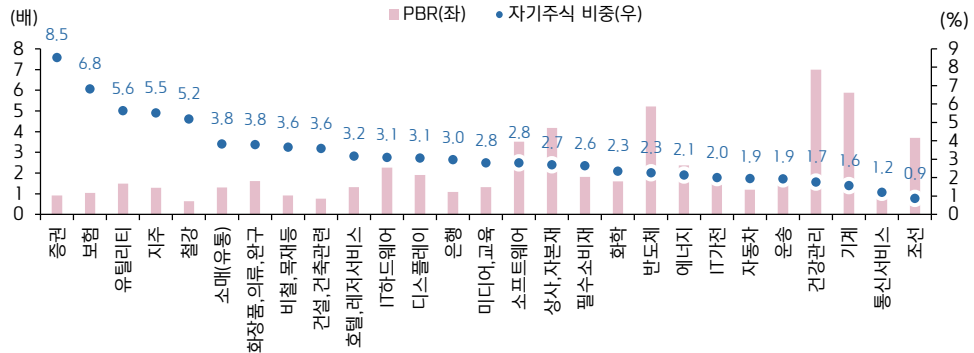
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

중견기업의 오너일가와 전문경영인 비율



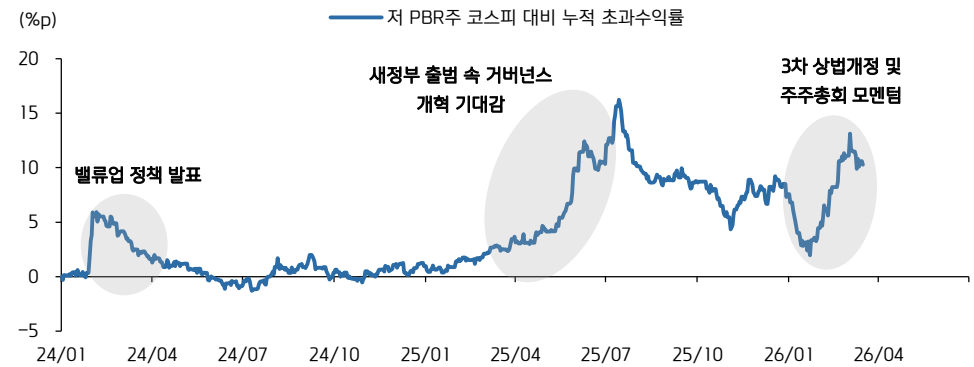
자료: CEO 스코어, 키움증권 리서치센터

업종별 상장사 평균 PBR과 자기주식 비중 비교



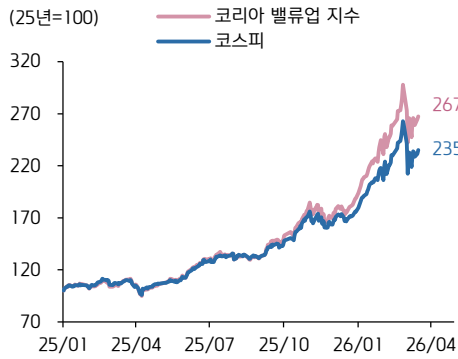
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
주) 상사, 자본재 업종 중 공정거래위원회 지정 지주회사는 따로 지주로 분류

2024년 이후 저 PBR주의 초과수익률 추이



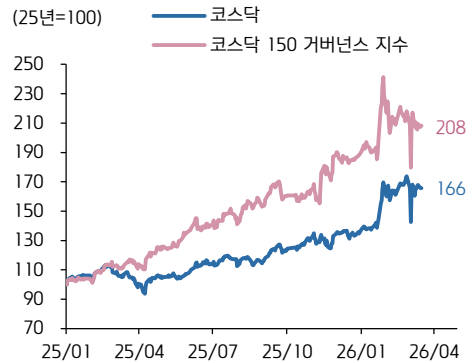
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 유니버스는 코스피, 저PBR 상위 1분위의 코스피 대비 누적 초과수익률

코리아 밸류업 지수와 코스피 비교



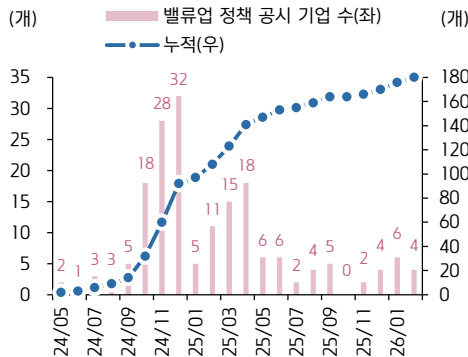
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

코스닥150 거버넌스 지수와 코스닥 비교



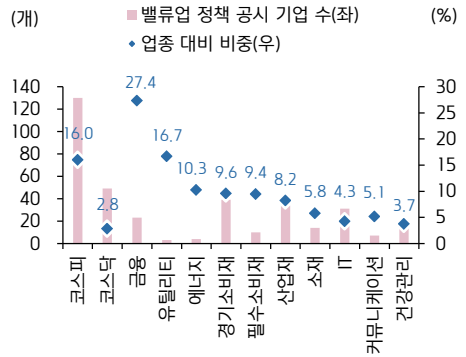
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

국내 기업가치 제고계획 공시기업 추이



자료: FnGuide, KRX, 키움증권 리서치센터

시장/업종별 기업가치 제고계획 공시 현황



자료: FnGuide, KRX, 키움증권 리서치센터

배당소득 과세특례 대상 기업의 밸류업 공시방법

세부 구분	내용
공시 기한	- 매년 사업연도 결산이 종료된 후 정기주주총회에서 이익배당을 결의한 날의 다음 날까지
공시 위치	- 한국거래소 상장공시제출시스템 (https://filing.krx.co.kr)
공시 내용	- 과세특례 요건을 모두 갖추었음을 보여주는 실적* 포함하여 기업가치 제고계획 작성 * 직전 사업연도 발생 배당소득, '24.12.31 이 속하는 사업연도 발생 배당소득, 직전 사업연도 배당성향, 직전 사업연도 이익배당금액 및 전년 사업연도 이익배당금액
기업가치 제고계획 공시	- 작성 내용은 원칙적으로 기업의 선택에 따르며, 한국거래소의 기업가치 제고계획 가이드라인 해설서 및 기재상 유의사항 등 참고 가능
공시 첫째 약식공시 허용	- 과세특례 요건 충족 사실, ROE·배당성향 목표, 자본지출(CAPEX) 목표* 등과 같은 핵심 내용만 공시 본문에 기재하는 등 기존의 기업가치 제고계획보다 간소화된 약식 공시도 허용 * 공시는 간소화하나, 실질적인 기업가치 제고 계획을 위한 목표 수립 필요

자료: 금융위, 키움증권 리서치센터

MSCI 선진 지수 편입 로드맵

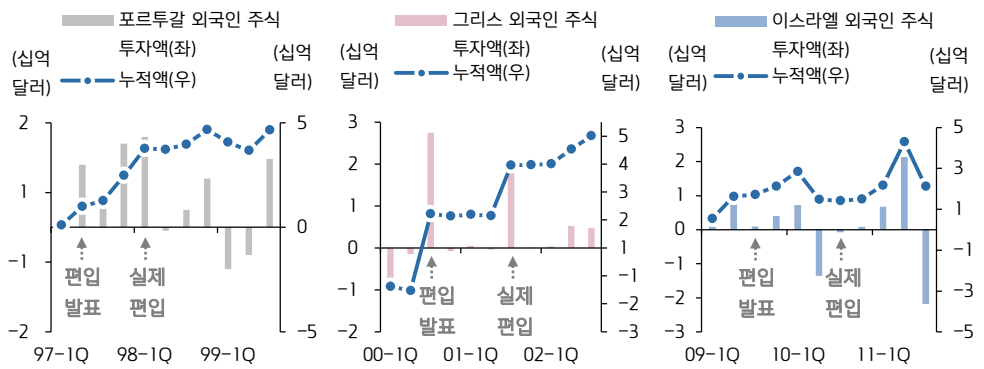
한편, 거버넌스 개혁과 더불어 국내 주식시장 재평가 정책의 일환으로 MSCI 선진지수 편입을 위한 정책도 이어질 전망이다. 지난해 6월 한국의 MSCI 시장 접근성 평가 결과를 살펴보면, 총 6가지(역외 외환시장 부재, 옴니버스 계좌 활용 미흡, 배당락 이후 배당금 공개, 주식시장 데이터 사용 제한 등) 미흡 평가를 받으며 워치리스트 등재에 실패하였다.

이에 '26년 1월 정부는 MSCI 선진국 지수 편입 로드맵을 발표하였다. 핵심 내용은 외환시장 인프라 선진화(외환시장 24시간 거래 전면 확대 및 역외 원화 결제 시스템 구축), 투자 진입 장벽 철폐(외국인 통합계좌 실명 확인 절차 간소화 등), 규제 합리화 및 정보 투명성 강화(영문 공시 의무화, 선진 배당절차 확산 등) 등이며 지난해 미흡하다고 평가받았던 항목에 대한 개선안이 포함되어있다. 최근 재정경제부는 MSCI 선진국 지수 편입추진 TF를 열어 로드맵 이행상황을 점검하는 등 MSCI 선진지수 편입에 대한 정책적 지원을 지속하고 있는 상황이다.

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. 올해 관찰대상국 리스트에 등재될 경우 외국인의 선제적인 자금 유입을 기대해볼 수 있다.

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



자료: CEIC, 키움증권 리서치센터

MSCI 선진지수 편입을 위한 8대 분야별 추진과제

구분	분야	주요 추진 과제
주요 추진과제	외환시장 선진화	- 외환시장 24시간 개장, 역외 원화결제시스템 구축 - 외환규제·제도 등 정비, RFI 제도 개선
	글로벌 표준 증권거래·결제 체계 마련	- 실질적인 유니버스 계좌 기반 결제구조 도입 - 거래·결제 자동화 인프라 구축 - CLS 기반 증권결제 지원, 일시적 원화차입 활성화
	계좌개설 편의 제고	- LEI 기반 계좌 식별체계 정착 지원(IRC→LEI 전환) - LEI 발급확인서 도입 등 외국법인의 실명확인 절차·수단 개선
	공매도 규제 합리화	- NSDS 중복 감리자료 제출 및 보고의무 면제 등
	영문 정보공시 개선	- 영문공시 단계적 의무화('26. 2 단계, '27. 1Q 3 단계) - 번역지원, 영문공시 플랫폼 운영·개선 등
	현물이체·장외거래 제약요인 해소	- 장외거래 신고 방법·절차 구체화한 가이드라인 마련 - 장외거래 사후신고 범위 확대(조건부 주식양도 계약 등)
	선진 배당절차 확산	- 상장기업 정관 변경 등에 추가 인센티브 부여 (배당절차 개선을 밸류업 공시에 포함, 공시우수법인 가점부여)
향후 계획	투자상품 가용성	- FTSE Korea 지수선물 ICE Futures US 상장 - 유럽·미주 거래소(비중첩시간대) 거래시간 전면 확대
	이행 점검체계 마련	- 관계기관 TF 중심으로 추진상황 집중 점검 - 제도개선 사항의 원활한 도입·안착 지원
	대외 소통 강화	- 국제금융증심지에서 "범부처 합동 IR 로드쇼" 추진 - 해외투자자 대상 One-stop 소통 홈페이지 운영

자료: 재정경제부, 키움증권 리서치센터

'25년 6월, 한국 MSCI 시장 접근성 평가 결과

	평가항목	'24.6	'25.6	비고
1. 시장 개방성	① 투자자 자격요건	우수	우수	-
	② 외국인 지분 제한 수준	우수	우수	-
	③ 외국인 투자 여력 수준	보통	보통	- MSCI 한국지수 구성 종목의 0.3~1.0%가 외국인 보유제한 규제의 영향권
	④ 외국인 투자자 동일 권리 보장	보통	보통	- 영문 정보공시가 개선됐으나, 모든 기업은 아님 - 현재 1 단계만 시행, '26년 2단계 시행여부는 불확실
2. 자본 유출입 용이성	① 자본 유출입 규제	우수	우수	-
	② 외환시장 자유화 수준	미흡	미흡	- 역외 외환시장 부재, 역내 시장 제약 지속 * 외환시장 구조개선으로 외국금융기관(RF)의 역내 시장 참여 허용, 거래시간 새벽 2시까지 연장, Overdraft 허용되었으며, 향후 진전 계속 모니터링할 계획 ** 완전한 태환성 및 성숙한 역내의 외환시장이 필요 → 한국의 제한적 개혁이 선진시장을 구현할지 여전 미지수
3. 시장 운영의 효율성	① 시장 진입 - a) 투자자 등록 및 계좌 개설	미흡	미흡	- 기존 IRC(투자등록증) 대신 LE(법인식별번호)로 전환되었으나, 기존 계좌는 여전히 IRC를 사용 중이며, 옴니버스 계좌 활용에 장애요인
	② 시장 구조 - a) 시장 규제	우수	우수	-
	시장 구조 - b) 정보 흐름	미흡	미흡	- 배당락 이후 배당금 공개는 국제기준에 미흡 * '24년 제도개선 완료되었으나, 일부 기업만 적용
	③ 시장 인프라 - a) 청산 및 결제	미흡	미흡	- 당일 원화차입(Overdraft) 및 옴니버스 계좌 활용이 가능하나, 결제는 여전히 최종투자자 ID 별로 진행 * 제도는 마련되었으나, 활용도가 낮음
	시장 인프라 - b) 수탁	우수	우수	-
	시장 인프라 - c) 등록 및 예탁	우수	우수	-
	시장 인프라 - d) 매매	우수	우수	-
	시장 인프라 - e) 증권 이동성	미흡	미흡	- 현물 이체와 장외 거래 수행능력이 제한적 * '23.12월 장외거래 사후신고 대상 확대 및 신고부담이 완화되었으나 이용 초기 단계로 실행상 어려움 존재
	시장 인프라 - f) 대주	우수	우수	-
	시장 인프라 - g) 공매도	미흡	보통	- '25.3월 공매도 재개로 평가 상향 * 시장 거래는 회복중이나 투자자의 규제준수 부담 및 규제 변화 가능성에 대한 우려 상존 → 지속 평가 예정
4. 투자상품의 가용성		미흡	미흡	- 주식시장 데이터 사용에 대한 제한으로 인해 파생상품(MSCI Korea 등) 등 가용성 제약 * 한국물 파생상품 등에 대한 접근이 선진시장 수준으로 전면 개방될 필요
5. 제도적 안정성		보통	보통	-

자료: 재정경제부, MSCI, 키움증권 리서치센터

참고) '26년 3월 18일, 정부의 자본시장 체질 개선 방안

'26년 3월 18일, 정부의 자본시장 체질 개선 방안

4대 정책방향 (신뢰, 주주보호, 혁신, 시장접근성) 을 일관되게, 그리고 더욱 강력하게 추진			
신뢰	주주보호	혁신	시장접근성
추진 과제			
신뢰	◆ “추가조작·분식회계 = 패가망신”, “부실기업 = 퇴출” 원칙 착근		
	① 추가조작 적발역량 및 처벌 강화 ② 회계부정 엄단 등 회계투명성 강화 ③ 자본시장 평가인프라 기관의 객관성·공정성 제고 ④ 부실·저성과 기업 신속퇴출 1) 엄격·신속한 상장폐지, 2) M&A 활성화를 통한 퇴출유도		
주주 보호	◆ 주주 중심 기업문화 정착을 위한 주주권익 확립 및 투자자 감시 강화		
	① 중복상장 원칙금지 ② 낮은주가 방치 등 기업가치 훼손 방지 1) M&A시 공정가액 산정, 2) 저PBR 기업 가치제고, 3) 보유자산 재평가 ③ 스튜어드십코드 내실화로 기관투자자 감시기능 강화		
혁신	◆ 혁신기업의 단계별 성장사다리 조성을 위한 시장개편 추진		
	① 코넥스 시장의 인큐베이팅 기능 활성화 ② 코스닥 시장의 경쟁력 및 역동성 제고 1) 맞춤형 기술특례상장 확대 2) 모험자본 생태계(회수시장) 개선을 통한 상장 전 기업성숙 지원 3) 코스닥 세그먼트 분리로 역동성과 경쟁력 제고 ③ 국민성장펀드 및 대형IB 모험자본 공급 본격 가동		
시장 접근성	◆ 국내외 자금이 자본시장에 장기·안정적으로 투자될 수 있도록 투자환경을 한층 개선		
	① 세제지원 신상품 조속 출시 등 국내 장기투자 기반 마련 ② 외환·증권시장 시스템 선진화를 통한 외국인 투자촉진 ③ 토큰증권을 통한 디지털 자본시장 확대		

자료: 금융위 키움증권 리서치센터