

2026.1.27

회장 이남우

부회장 김형균, 심혜섭, 천준범, 최준철

이사 이창환

자본시장 개혁 완수 위해 정부에게 바라는 10대 과제 코스피는 7000 vs 3500 갈림길

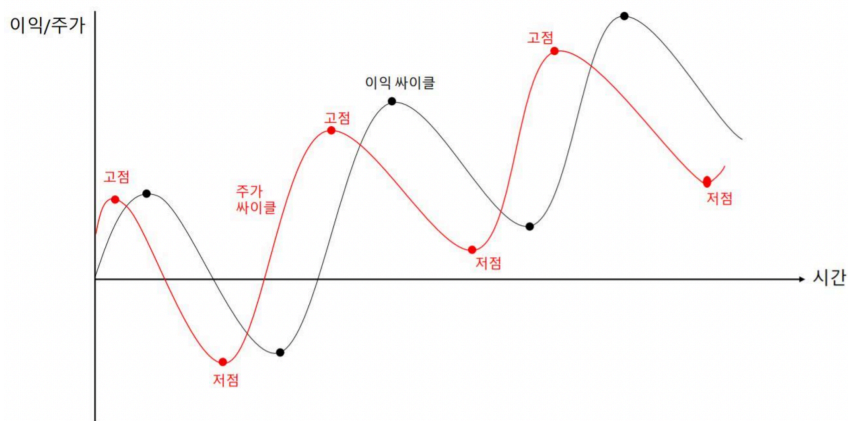
코스피 **12배 PER** 저평가 아니다; 이익 정점 시그널일 수도
반도체 사이클 꺾이고 거버넌스 개혁 후퇴시 **3500**까지 급락 가능성
강력한 ‘투자자 보호’ 정책 통해 주가 저점 높여야
코스닥 인위적 부양책 큰 후유증 있을 것; 빠른 부실기업 퇴출만이 정답
강제성 가미된 밸류업 재가동, 이사 교육 프로그램 필요
주총 절차 개선, 국민연금 수탁자위원회 의결권 행사 과정/결과 공개 필요
M&A 통한 초저평가 상장사 퇴출 메커니즘(‘베어허그’) 도입하라
미 델라웨어 형평법원 같은 회사법 전문법원 만들어라

코스피는 디스카운트 해소 과정 중이다. 이제 4회말이니 갈 길이 멀다. 한국의 10년 총주주수익률(주가상승률과 배당수익률 연율화)이 연 13%로 일본(11%)을 추월했다. 작년 4월 만해도 한국 10년 총수익률이 연 5%에 불과했고, 주주 요구수익률의 1/2에 불과했으니 격세지감이다. 대만은 이제 밸류에이션이 미국을 육박하고 연 21% 총주주수익률은 미국을 앞선다. 한일을 비교하면 우리 배당수익률(1.1%)이 일본(2.1%)의 절반이다. 자본시장 발전 측면에서 장기투자를 유도하기 위해 상장기업들이 배당을 획기적으로 증가시켜야 한다.

주요국 밸류에이션 (26.1.21 기준 - MSCI 기준)				
	PER(예 - 배)	PBR(배)	배당수익률(%)	10년 TSR(%)*
한국	12	1.9	1.1%	13%
대만	20	4.3	1.9%	21%
일본	17	1.9	2.1%	11%
미국	22	5.5	1.2%	15%
중국	12	1.7	2.0%	7%
*TSR - Total shareholder return(총주주수익률)				

코스피가 작년 5월 2500에서 100% 상승했는데 여전히 PER는 12배이다. 대만 20배와는 비교 불가능하고 일본 17배의 1/3 수준이다. 그럼 코스피는 대단히 저평가된 것일까? 아닐 가능성이 높다. 한국은 세계에서 가장 경기에 민감한 산업구조를 가졌고 한국기업 이익은 급등락(boom and bust) 사이클로 유명하다. 이익의 높은 변동성은 밸류에이션 디스카운트 요인이다.

대표적 경기민감주(Cyclical)인 반도체 산업은 이익의 정점(Peak earnings)에 근접할수록 PER가 낮아진다. 삼성전자 26년 예상 PER가 8배, 하이닉스가 6배란 사실은 이들 주가가 이익 정점에서 멀지 않았다는 얘기다. 지난 주 다보스포럼에서 일론 머스크는 AI 반도체 생산은 급증하는데, 에너지 공급 증가가 제한적이므로 (중국을 제외하고는) 빠르면 금년말 부터 전세계 반도체가 공급과잉에 진입할 수 있다고 경고했다. 반도체 사이클이 꺾이고 자본시장 개혁이 후퇴하면 코스피는 3500까지 급락할 수 있다. 반면 지속적으로 기업거버넌스 개혁을 추진하면 지수 6000, 7000도 가능하다. 투자자 보호에 확신이 서면 외국인 자금은 계속 유입된다. 국회와 정부는 자본시장 개혁 통해 주가 저점을 높이는 전략을 추구해야 한다.



코스닥 인위적 부양책은 바람직하지 않다. 나중에 큰 후유증이 있을 것이다. 코스피는 펀더멘털 대비 저평가 주식이 많아 거버넌스 개선 통한 밸류에이션 디스카운트 해소가 정답이다. 그러나 코스닥은 펀더멘털이 많이 떨어지고 이미 밸류에이션도 높은 편이다. 코스닥을 살리는 길은 정치적인 부담이 되어도 과감하게 부실기업을 빨리 퇴출시키는 것이다.

작년 4월 포럼은 “새 정부에 바라는 자본시장 7가지 제언”이라는 논평을 발간했다. 한달 후인 5월 논평을 통해 “상법개정시 코스피 5000 가능하다”라는 주장을 펴기도 했다. 2026년 1월 포럼은 이재명정부를 위한 자본시장 10대 과제를 제시한다.

1. 자기주식 소각법안 예외 요건 강화해서 즉시 입법해야; 거래소 시총 계산방법 개선 필요
2. 자회사 상장 원칙적 금지
3. 강제성 가미된 밸류업 재가동
4. 이사 교육 프로그램 가동
5. 대만식 투자자보호센터 설치
6. 주주총회 절차 개선
7. 국민연금 수탁자책임 전문위원회의 의결권 행사 의사결정 과정 및 결과 공개

필요

8. M&A 통한 초저평가 상장사 퇴출 메커니즘('베어허그(Bear hug)') 도입하라

9. 주식의 포괄적 교환 악용 금지

10. 미 델라웨어 형평법원 같은 회사법 전문법원 만들어라

1. 자기주식 소각법안 예외 요건 강화해서 즉시 입법해야; 거래소 시총 계산방법 개선 필요

자기주식 의무소각 관련 법안은 예외 요건을 대폭 강화하고 유예 기간을 축소해서 즉시 입법해야 한다. 신기술의 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 '경영상 목적'을 달성하기 위하여 필요한 경우라는 예외 조항 문제 소지 많다. 작년 7월 첫 법안이 나온지 벌써 6개월이 지나 이미 기업들은 자기주식 대상 교환사채(EB) 발행, 지배주주 간의 친분을 이용한 상호주 교환 등을 통해 입법의 효과를 무력화시키려 하고 있다. 자기주식 보유 및 처분을 위한 '경영상 목적'의 예외는 제3자 배정 유상증자와 동일한 요건을 맞춘 것이라고 하지만, 오히려 주주의 비례적 이익 보호를 위해서는 영국 회사법 제171조(b)의 'proper purpose(적정한 목적) rule과 같이 자기주식 보유 및 처분은 물론 제3자 배정 유상증자에 관한 요건도 모두 '경영상 합리적 목적' 등으로 함께 강화하여 통과시키는 것이 바람직하다.

회사 기금에 자기주식 배정 예외 조항도 문제 있다. KT&G 같이 회사가 우리사주조합, 복지재단, 장학재단, 근로자복지기금 등에 자기주식 무상 출연해 우회적으로 경영권 행사 경우 구조적 이해충돌이다. 해결책으로는 임직원복지기금 이사회의 완전한 독립성을 확보하는 것이다. 보통주 출연시 의결권 미행사 조건부로 하고 의결권 행사 내역 공개를 의무화한다.

"한국은 시총도 계산 못하는 국가"라고 국제금융사회에서 비웃는다. 거래소가 자사주를 시총계산에 포함하기 때문이다. 신영증권을 예로 들면 거래소 발표 시총은 2조 4,117억원, (자사주를 차감한) 정확한 시총은 1조 2,050억원이다. 거래소는 즉시 시총 계산 방법을 글로벌 스탠더드에 맞게 자사주 차감한 후 발표하라!

2. 자회사 상장 원칙적 금지

한국은 세계에서 모회사와 자회사가 모두 상장된 "중복 상장" 케이스가 가장 많은 국가이다. 코리아 디스카운트 심화 요인이다. 작년 LG전자가 알토란 같은 인도현지법인을 인도에 상장했고, LS그룹이 (주)LS의 증손회사 에식스솔루션즈 기업공개를 모회사 주주들 반대에도 추진하다가 이번 주 잠정 중단했다. 이재명 대통령이 "L자 들어간 주식은 사면 안돼"라고 지적한 이유가 있다. 미국 알파벳이나 다른 빅테크 기업, 대만의 TSMC 같이 주주가치를 극대화하고 이해상충을 없애고자 100% 자회사를 두고 지주회사만 상장하는 것이 원칙이다. 일본의 소니는 작년 자회사 소니파이낸셜을 도쿄거래소에 기업공개하면서 자회사 주식의 80% 이상을 모회사 주주들에게 배분했다. 심지어 중국의 텐센트도 2021년 보유하던 JD.com 주식의 80% 이상을 모회사 주주들에게 나눠줬다. 예외적으로 자회사 상장이 불가피한 경우 모회사 주주

이익이 침해되지 않도록 법제도가 뒷받침되고 이사회가 독립적으로 작동되어야 할 것이다. 이 경우 계열분리가 좋다. 중복상장된 자회사 기존 주식을 모회사 주주에게 비례적으로 현물로 배분하는 경우 배당소득이 과세되므로 세법상 과세 예외가 필요하다.

3. 강제성 가미된 밸류업 재가동

자본시장 개혁은 Top-down의 법제도 개선과 Bottom-up의 기업 경영 및 문화의 변화가 유기적으로 결합되어야 성공한다. 거래소가 주도한 밸류업은 실패한 정책이다. 최대 기업 삼성전자는 여전히 밸류업계획을 공시하지 않았다. 밸류업 템플릿(Template)은 잘 만들었으므로 이재명 정부가 이를 잘 활용해 강제성을 가미해 재추진하면 좋겠다. 거래소가 주도하면 다시 실패할 것이므로 국회가 나서면 좋겠다. 경영진이 아닌 이사회가 주도해야 하고 자본비용, 자본배치 등 기본개념이 반드시 포함되어야 할 것이다.

코리아 디스카운트의 핵심 원인인 과도한 비영업자산 보유로 인한 낮은 ROE 개선을 위해 영업자산과 비영업자산(현금, 투자부동산 등)을 구분하여 공시하고 비영업자산 활용 계획(투자, 주주환원 등)을 구체적 타임라인과 함께 상세하게 공시하자.

4. 이사 교육 프로그램 가동

그동안 투자자 보호가 이뤄지지 않았던 가장 큰 이유는 지배주주와 측근들의 전횡과 독립성을 상실한 이사들의 무관심 때문이었다. 주총에서 자기를 뽑아준 주주들에게 충성하기보다는 쉽게 재선임될 목적으로 회장, 사장 및 관련 중역의 눈치를 보는 비굴한 독립이사들이 많다. 독립이사, 사내이사 구분하지 말고 제대로 이사교육 과정을 만들자. 실질적인 컨트롤은 하되 이사회 참여를 기피하는 정용진, 박현주 회장 등 대기업집단 회장들도 교육 대상이다. 커리큘럼에 주주 권리, 이사회 독립성, 이사 선관주의 및 충실의무, 베어허그(Bear hug, 아래 8번 참조) 등 투자자 보호를 위해 반드시 필요한 내용을 넣자. 포럼은 이사 교육에 적극적인 역할 하길 희망한다.

5. 대만식 투자자보호센터 설치

법이 강화되어도 현실에서 작동하지 않으면 시장 개혁은 이루어지지 않는다. 우리나라는 대기업집단에 소속되지 않은 독립 자산운용사가 적어 기관 투자자들의 주주권 행사를 기대하기 어렵고 개인들이 모여 주주권을 행사하는 것은 더욱 어렵다. 소송 절차나 증거수집 방식도 주주에게 대단히 불리하다. 이런 문제를 대만이 증권선물투자자보호센터(SFIPC)를 통해 훌륭히 극복하고 있음을 주목해야 한다. 센터에는 약 20명 변호사가 소속되어 주주보호 위한 각종 소송을 진행하고, 투자자를 보호한다. 우리나라에도 투자자보호센터가 절실하다. 공공기관 방식으로 어렵다면 이해관계가 같은 여러 연기금이 출자해서 만들도록 해도 좋을 것이다.

6. 주주총회 절차 개선

주주총회가 대단히 형식적으로 운영되는 것은 우리나라 기업 거버넌스의 가장 창피한 문제다. 이 중 가장 핵심 문제는 주주총회 소집통지 기간 ‘14일’을 글로벌 스탠다드에 맞게 연장하는 것이다. 주주총회 소집통지 기간이 너무 짧아 국내 주주들도 사실상 고작 9일 정도만 목소리를 낼 시간을 갖고 예약결제원은 외국인 투자자의 의결권 행사를 5영업일 전에 하도록 하고 있기 때문에 외국인 주주들이 고민하고 이들을 설득할 시간은 더욱 짧다. 대부분의 선진국은 대체로 최소 3주의 기간을 보장하고 있고, 아시아기업거버넌스협회(ACGA)는 4주를 권고하고 있다. 관련 상법 개정이 절실하다.

7. 국민연금 수탁자책임 전문위원회의 의결권 행사 의사결정 과정 및 결과 공개 필요

투자자들 사이에 국민연금이 주주로 있는 기업은 투자하면 안 된다는 말이 있다. 주주제안이 있는 경우 수탁위가 중요 의결권 행사 의사결정을 깜깜이로 하기 때문이다. 자사주 소각을 위한 정관 변경이나 절대 다수 비중의 소수주주를 대변하는 감사위원 선임 같은 주주제안 안건도 아무런 설명 없이 반대하는 경우가 대다수다. 수탁위도 다른 국가 기관의 위원회들과 같이 상세 논의내용과 의사록을 공개해야 하는 건 상식이다. 수탁위원들도 거버넌스 및 투자 전문가 비중이 너무 낮다. 이들 전문가들의 비중을 확대해야 한다.

8. M&A 통한 초저평가 상장사 퇴출 메커니즘(‘베어허그(Bear hug)’) 도입하라

PBR 0.5배에도 못미치는 초저평가 상장사들이 지배권에 대한 아무런 경쟁 없이 무기한으로 상장기업으로 존속하는 것은 코리아 디스카운트의 핵심 요인이다. 이재명 대통령은 예비후보 시절인 2025년 4월 “소위 PBR 0.1~0.2배인 회사는 적대적 M&A 등을 통해 빨리 청산하면 이론적으로 10배 넘는 장사 아니냐며 시장 물을 흐리는 것은 반드시 정리해야 한다”고 말했다.

미국, 일본 등에서는 투자자가 상장 기업의 이사회에 진지한 인수 제안(Bona Fide Offer)을 할 경우 이사회가 즉시 특별위원회를 꾸리고 자문사를 고용하여 검토한 후 전체 주주의 이익 극대화 관점에서 의사결정할 법적 의무가 있으며 이 모든 과정이 상세히 공시된다. 따라서 일정기간 저평가 상태에 머무른 상장사들은 M&A를 통해 자연스럽게 퇴출된다. 우리나라도 이사의 주주충실의무가 도입되면서 동일한 법적 의무가 생겼으며 이를 기반으로 “M&A시 이사의 행위규범 가이드라인”을 제정하고 공시제도를 개편하여 M&A를 통한 초저평가 상장사 퇴출 메커니즘을 만드는 것이 절실하다.

9. 주식의 포괄적 교환 악용 금지

완전 모자회사를 만들어 모자회사 주주간의 이해관계를 일치시키기 위한 주식의 포괄적 교환이라는 제도가 일반주주 축출 수단으로 악용되기 시작한 지 벌써 10년이 지났다. 원래 소액주주에게 현금을 주고 주식을 강제로 빼앗기 위해서는 95% 이상 주식을 보유해야 하는데, 2015년 주식의 포괄적 교환에 현금 교부형 방식이 새로 들어오면서 66.7%만 보유하면 같은 효과를 달성할 수 있는 법의 구멍이 생겼다. 그리고 지속적으로 악용되고 있다. 빠른 개선이 필요하다. 적어도 현금 대가 주식의 포괄적 교환 제도를 상장회사에는 적용될

수 없도록 하는 것이 바람직하다.

10. 미 델라웨어 형평법원 같은 회사법 전문법원 만들어라

주주의 권리가 민사적으로 제대로 구제되지 않는 것은 회사법 사건에 대한 법원의 낮은 전문성과 소극적 판결도 큰 몫을 하고 있다. 회사법 사건이 매우 적음에도 불구하고 전국 법원에 산재하여 관련 경험이 훌륭한 법관들에게 제대로 축적되지 않기 때문인 이유가 크다. 미국의 기업거버넌스에 대한 신뢰가 높은 중요한 이유는 대부분의 회사 본점이 위치한 델라웨어 주 형평법원이 높은 지식과 경험으로 실무 변호사들과 대등한 수준에서 재판을 진행하고 판결을 내리기 때문이다. 우리도 뒤늦은 주주 충실의무 등 입법 개선을 빠르게 현실화시키기 위해서 이미 성공적으로 운영되고 있는 특허법원, 행정법원 등과 같이 회사법 전문법원의 도입을 적극적으로 논의해야 한다.

포럼은 이소영 의원이 25년 5월 대표발의한 ‘상속증여세법’인 주가누르기 방지법에 대해 깊이 공감한다. 지배주주의 지분율이 높은 회사의 주가는 PBR이 0.3 - 0.4인 경우가 비일비재 하다. 이 문제를 해결하기 위해 PBR 0.8배 미만인 경우, 상속세를 매길 때 ‘주가’가 아니라 ‘비상장회사 평가방법(자산+수익 공정가치평가)’으로 평가하도록 하는 내용이다.

궁극적으로 기업거버넌스 문제의 근본적인 해결을 위해서 일반주주, 이사회, 경영진, 지배주주 4개 축의 얼라인먼트가 필요하다. 10대 과제가 모두 달성되고, 법제도 개선이 이뤄지며 지배주주들의 일반주주 대하는 자세가 근본적으로 바뀌면, 상속증여세 합리화를 위한 국민 대토론폰도 검토할 만하다.

참고:

새 정부에 바라는 자본시장 7가지 제언 (25.4.22 논평)

1. 상법 개정 통한 이사의 주주 충실의무 도입 및 디스커버리 제도 도입
2. 자사주 소각 의무화 (기존 보유분 즉시 소각, 향후 매입분 3개월 내 소각)
3. 배당소득 분리과세 도입하고 세율 인하
4. 자회사 상장 원칙적 금지..예외시 모회사 주주 보호 방안 필요
5. 집중투표제 의무화
6. 상장사 모자회사간, 계열사간 합병시 공정가치로 평가
7. 밸류업계획 발표 및 실천 모든 상장기업에게 의무화