

밸류업 및 지배구조 개선 입법의 성과와 과제

자본시장연구원

황 현 영 연구위원

목차

1 밸류업 및 지배구조 개선 입법의 성과

2 기업가치제고를 위한 기업의 과제

3 지배구조 개선을 위한 입법 과제

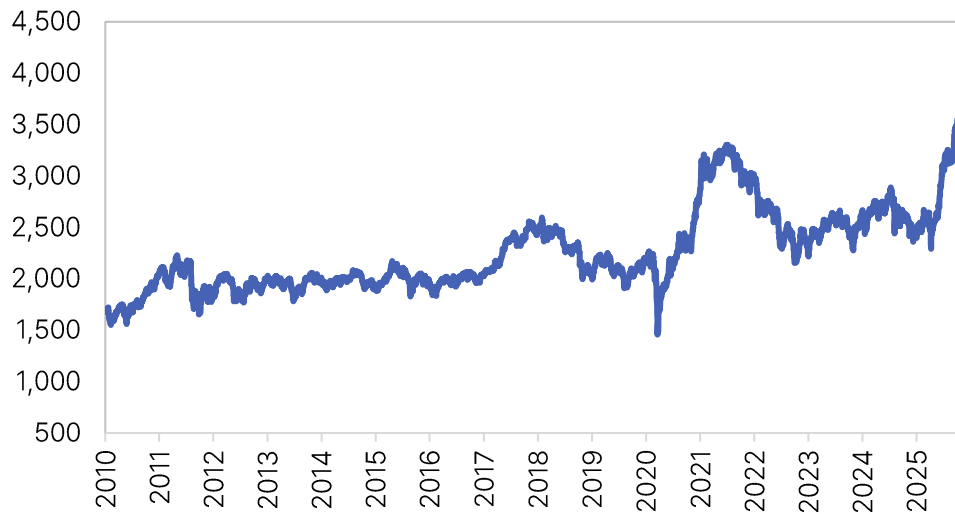
1

밸류업 및 지배구조 개선 입법의 성과

최근 자본시장의 긍정적 변화

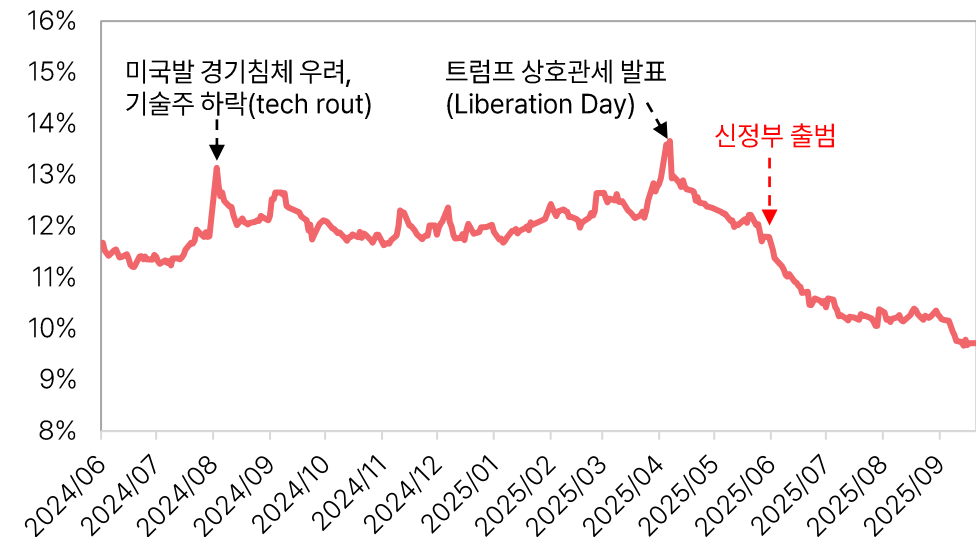
- 코스피지수가 4200선을 돌파하며, 연초대비 약 76% 상승함
- 코스피지수 기준 주식시장 할인율이 지속적으로 감소하며 코리아 디스카운트 해소 가능성 보임

코스피지수 연도별 추이



자료: DataGuide

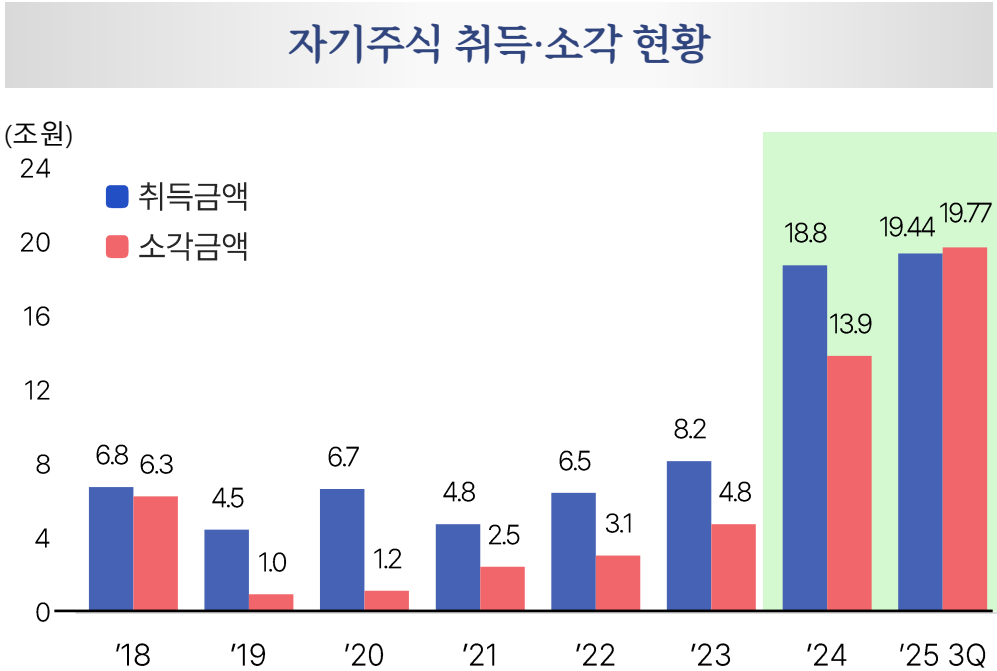
코스피 지수기준 주식시장 할인율 변화



주 : 이익·성장 전망치를 토대로 코스피 주가에 내재된 요구수익률 역산(~25.09.23)
자료: 자본시장연구원(김민기, 2025)

최근 자본시장의 긍정적 변화

- '24년부터 자기주식 취득 및 소각 규모가 대폭 증가하며, 주주환원 확대 추세
- 배당법인 수 및 5년 연속 배당 법인도 조금씩 증가하고 있음



자료: DataGuide

결산연도	코스피		코스닥	
	배당법인	5년 연속 배당법인	배당법인	5년 연속 배당법인
2020	529	415	557	344
2021	556	432	589	360
2022	557	446	594	379
2023	558	452	607	389
2024	565	454	612	402

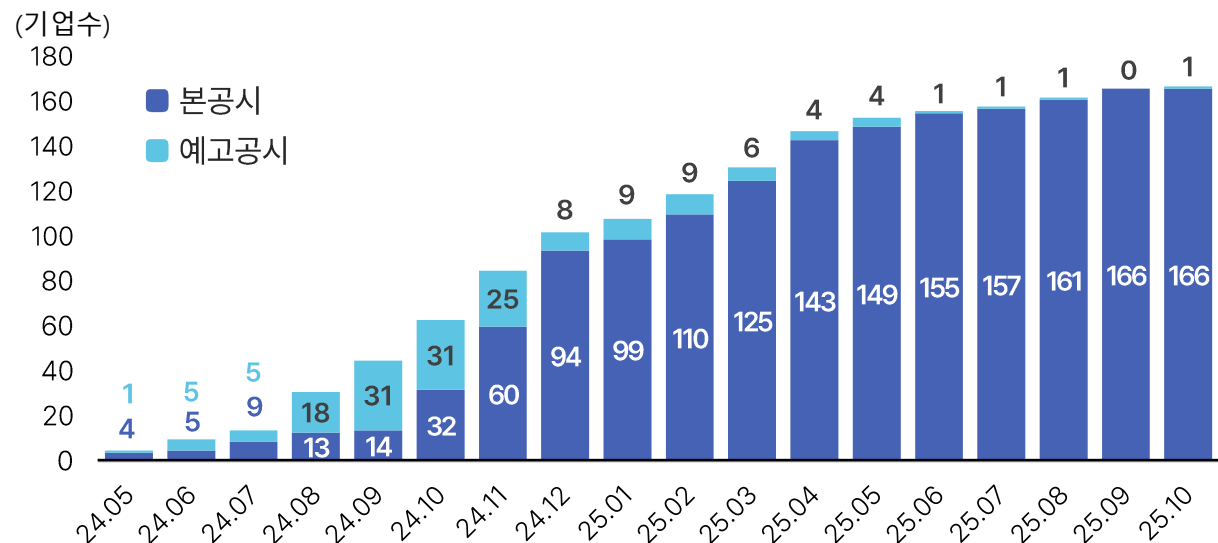
자료: 한국거래소

기업 밸류업 프로그램의 성과

● 상장기업의 기업가치 제고 노력을 통한 자발적 변화로 한국 증시의 도약을 위해 마련됨

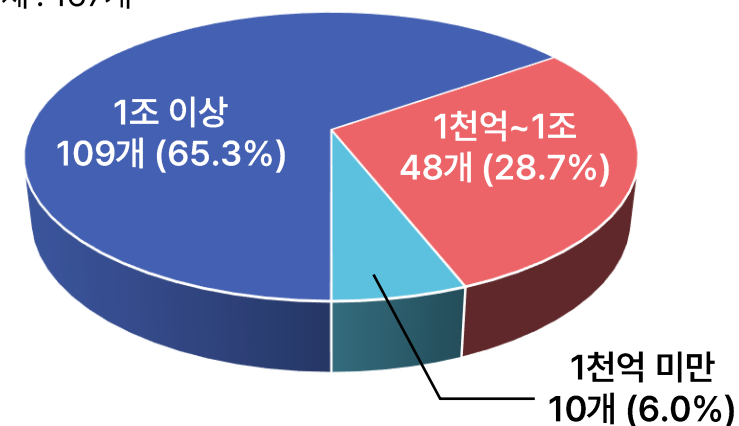
- '24년 5월 기업가치 제고 계획 공시 시행 이후 '25년 10월까지 167개 기업이 공시 제출
- 공시기업 중 시가총액 1조원 이상 대형 상장사의 비중이 65.3%로 높고, 소형 상장사도 참여하고 있음
 - 공시기업의 시가총액 비중은 전체 시장의 44.5%이며, 코스피 공시기업의 경우 코스피 시가총액의 49.9%를 차지

기업가치 제고 계획 공시기업 수 누적추이



시가총액 규모별 공시기업 비중 현황

공시기업 전체 : 167개



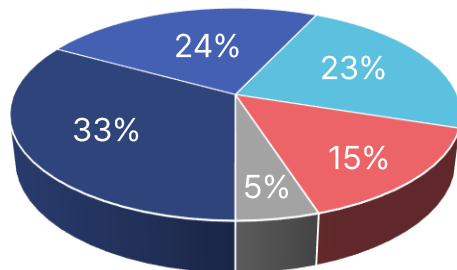
자료: 한국거래소

기업 밸류업 프로그램의 성과

● 국내 외 기관투자자는 기업 밸류업 프로그램에 대하여 긍정적으로 평가하는 것으로 나타남

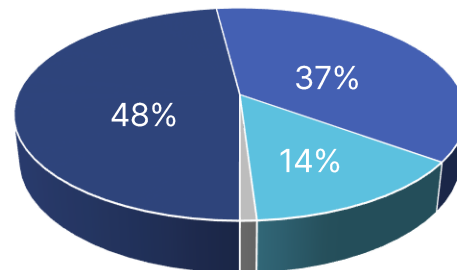
➤ 2025년4월1일 ~ 2025년4월16일, 국내·외 기관투자자(자산운용사, 연기금, 보험사, 증권사 등 95명) 대상 설문 결과

Q. 밸류업 프로그램이 코리아 디스카운트 해소에 얼마나 기여했다고 생각하십니까?



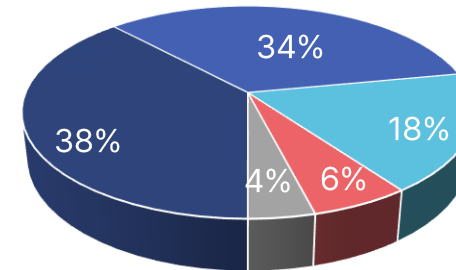
■ 매우 많이 기여했다	33%	■ 별로 기여하지 못했다	15%
■ 많이 기여했다	24%	■ 전혀 기여하지 못했다	5%
■ 보통	23%		

Q. 밸류업 공시가 향후 상장기업 투자 유치 및 주가상승에 긍정적인 영향을 줄 것으로 예상하십니까?



■ 매우 그렇다	48%	■ 그렇지 않다	0%
■ 그렇다	37%	■ 전혀 그렇지 않다	1%
■ 보통이다	14%		

Q. 밸류업 프로그램 시행 이후 상장기업이 주주와의 소통에 유의미한 변화가 있었습니까?



■ 매우 유의미한 변화가 있었다	38%	■ 거의 변화가 없었다	6%
■ 어느 정도 유의미한 변화가 있었다	34%	■ 전혀 변화가 없었다	4%
■ 약간의 변화가 있었지만 유의미하지는 않았다	18%		

자료: 한국거래소

● 2025년 11월 ACGA 멤버 42명과 정부 간담회에서 해외 기관투자자들은 밸류업 프로그램에 관심을 가지고 질문함

➤ What are the next steps for implementing the Value-Up Program following recent legislative and regulatory developments?

현 정부의 기업지배구조 개선을 위한 적극적 입법 노력

‘12~’25 상반기

상법 회사편의 경우
내용의 의미 있는 개정은 **단 2차례**
(지점등기, 가등기, 한정치산자 용어 정비,
무기명주식 정비 제외)

2014년

M&A 활성화를 위한 상법 개정

2020년

공정경제 3법에 따른 상법 개정

‘25 하반기

구분	주요내용
1차 상법 개정 (‘25. 7. 3 본회의 통과) (‘25. 7. 22 공포)	• 이사의 주주에 대한 충실의무 도입 • 상장회사 독립이사제도 도입 및 1/3 이상 독립이사 의무화 • 상장회사 감사위원 3% 의결권 제한 강화 (사외이사 – 최대주주 합산 3%) • 전자주주총회 도입 및 일부 상장회사 의무화
2차 상법 개정 (‘25. 8. 25 본회의 통과) (‘25. 9. 9 공포)	자산 2조원 이상 상장회사 대상 • 집중투표 정관 배제 금지(집중투표 의무화) • 감사위원 분리선임 대상 2인으로 확대
개정 논의 법안 (‘25. 정기국회 논의 예정)	자기주식 소각 의무화

이사회 구성 및 의사결정 관련 상법 개정

구분	개정내용	대상	시행시기
이사회 구성	사외이사 → 독립이사 명칭 변화	모든 상장회사	'26.7
	독립이사 비율 강화(1/4→1/3 이상)	자산 2조 미만 상장회사	'26.7
	감사위원회 3% 의결권 강화	자산 2조이상 상장회사 (1천억원 이상 선택적)	'26.7
	감사위원회 분리선임 확대(1인→2인)	자산 2조이상 상장회사 (1천억원 이상 선택적)	'26.9
이사회 의사결정	이사의 주주에 대한 충실의무	모든 주식회사	'25.7

주주권익 강화를 위한 상법 개정



개정내용	대상	시행시기
전자주주총회 도입	모든 상장회사	'27.1
전자주주총회 의무화	자산 2조 이상 상장회사	'27.1
집중투표 정관배제 금지 (의무화)		'26.9

2

기업가치제고를 위한 기업의 과제

밸류업 공시 내용 분석

● 기업 현황에 맞는 다양한 밸류업 목표 설정 ('25.3월말 기준, 중복집계)

➢ 주주환원 제고가 90%로 가장 높고 84%는 기업지배구조 관련 현황진단 및 개선계획 수립

가이드라인상 목표의 예시 및 목표 수립 비율		구 분	가이드라인상 주요 재무지표 예시	기업수(비율)
재무 지표	주주환원	배 당 자사주 총 합	배당성향, 배당금액, 배당수익률 등 자사주 보유분, 신규취득, 소각내역 등 TSR(총주주수익률), 주주환원율 등	113사(90%)
	자본효율성	자본수익성 자본비용	ROE(자기자본이익률), ROIC(투자자본이익률) 등 COE(주주자본비용), WACC(가중평균자본비용) 등	87사(70%)
	성장성		매출액 증가율, 영업이익 증가율, 자산 증가율, R&D투자 증가율 등	65사(52%)
	시장평가		PBR(주가순자산비율), PER(주가수익비율) 등	33사(26%)
비재무 지표	지배구조		기업지배구조 가이드라인 핵심지표 준수율 등	105사(84%)

자료: 한국거래소

기업지배구조 보고서의 핵심지표 준수현황

핵심지표	2025년	2024년
전체	55.1%	49.0%
1. 주주총회 4주 전에 소집공고 실시	38.9%	28.7%
2. 전자투표 실시	81.5%	77.5%
3. 주주총회의 집중일 이외 개최	71.7%	66.5%
4. 현금 배당관련 예측가능성 제공	42.6%	15.2%
5. 배당정책 및 배당실시 계획을 연 1회 이상 주주에게 통지	48.2%	41.2%
6. 최고경영자 승계정책 마련 및 운영	34.9%	31.2%
7. 위험관리 등 내부통제정책 마련 및 운영	77.5%	72.6%
8. 사외이사가 이사회 의장인지 여부	13.9%	12.9%
9. 집중투표제 채택	3.3%	2.9%
10. 기업가치 훼손 또는 주주권익 침해에 책임이 있는 자의 임원 선임을 방지하기 위한 정책 수립 여부	60.3%	55.3%
11. 이사회 구성원 모두 단일성(性)이 아님	53.4%	49.9%
12. 독립적인 내부감사부서(내부감사 업무 지원 조직)의 설치	49.7%	44.9%
13. 내부감사기구에 회계 또는 재무 전문가 존재 여부	87.9%	86.7%
14. 내부감사기구가 분기별 1회 이상 경영진 참석 없이 외부감사인과 회의 개최	64.7%	52.8%
15. 경영 관련 중요정보에 내부감사기구가 접근할 수 있는 절차 마련 여부	98.5%	97.3%

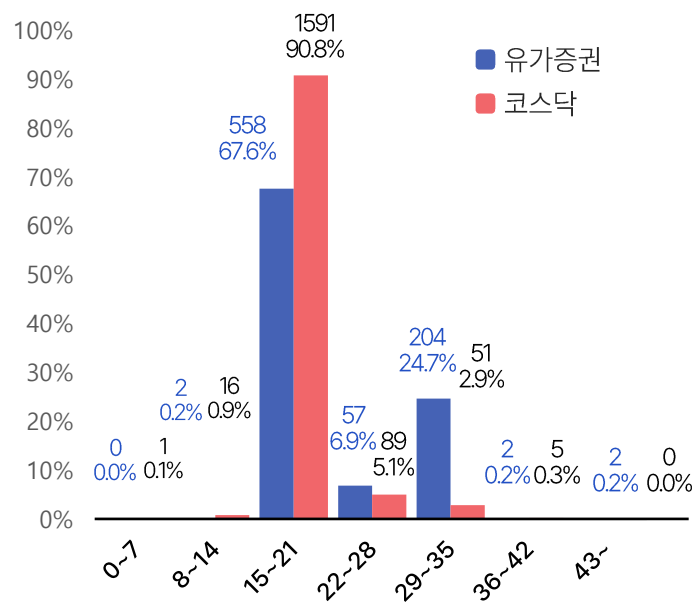
자료: 한국거래소

기업지배구조 보고서 핵심지표 – 1. 4주 전 소집공고

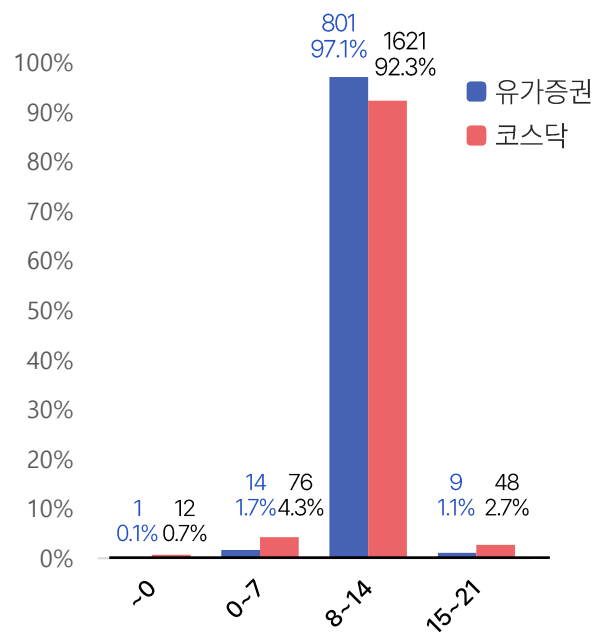
● 4주전 소집공고하는 회사들이 있으나, 여전히 주주총회 2주 전에 몰려있음

➤ 주주총회 안건 검토에 필요한 사업보고서와 감사보고서도 주주총회 1주 전에 몰려있음

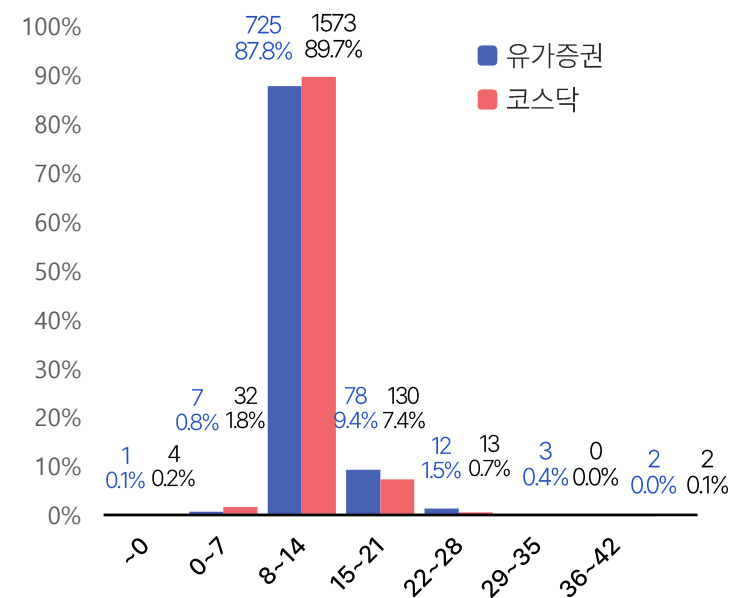
소집공고일 - 주주총회일



사업보고서 공시일 - 주주총회일



감사보고서 공시일 - 주주총회일



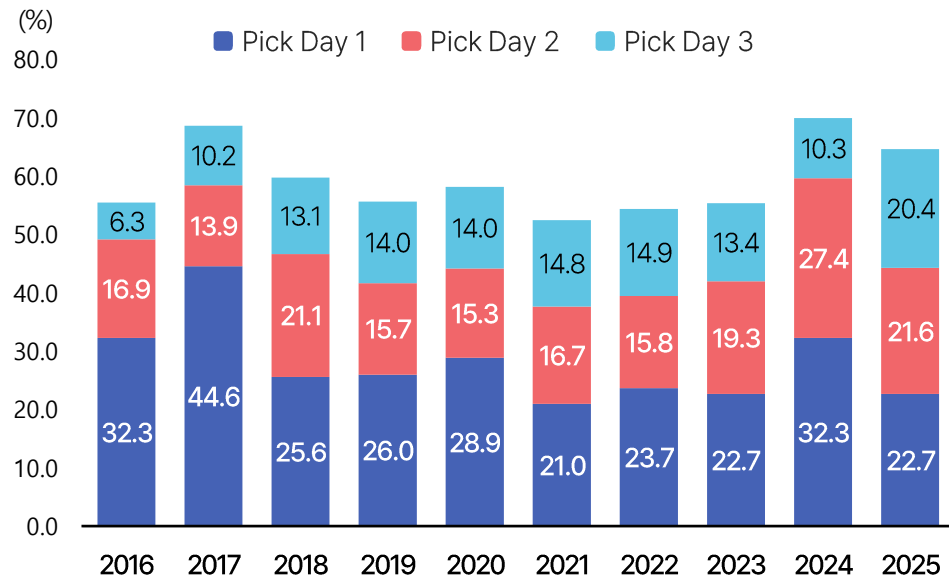
자료 : DART

기업지배구조 보고서 핵심지표 – 3. 주주총회 집중일 이외의 개최

● 주주총회 개최일의 1일 집중도(슈퍼주총데이)는 완화되었으나, 여전히 3영업일에 몰려있음

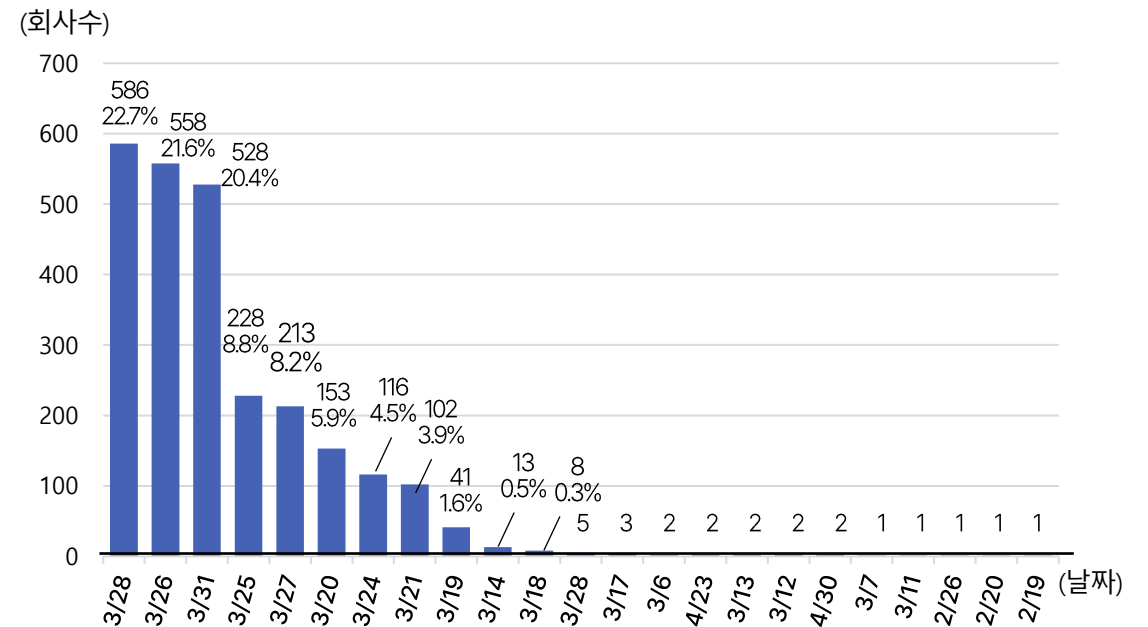
➤ 12월 결산법인의 64.7%인 1,672개사가 3영업일에 집중적으로 주주총회를 개최

연도별 집중개최 현황



자료 : 한국예탁결제원

2025년 정기주주총회 개최 현황



자료 : DART

기업지배구조 보고서 핵심지표 – 4. 현금배당관련 예측가능성 제고

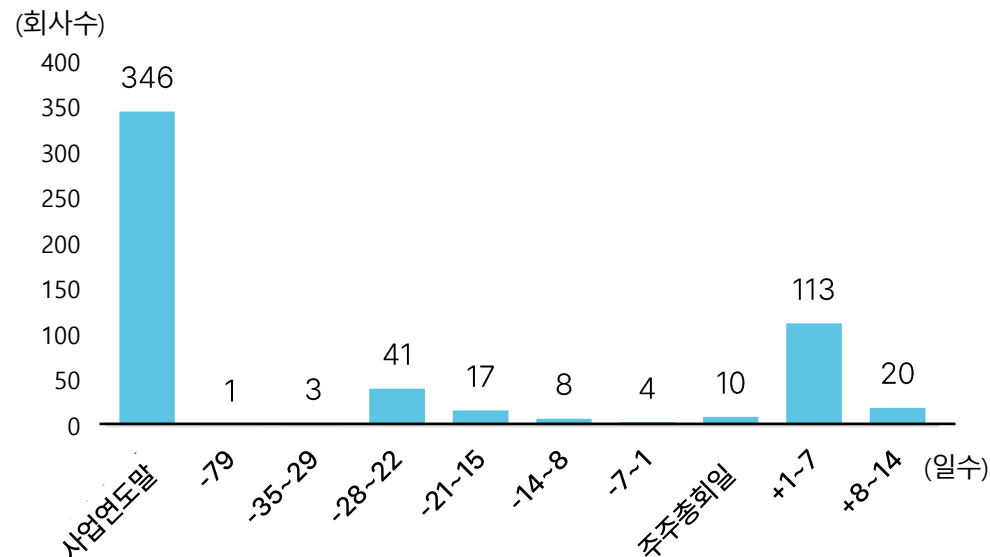
● ‘깜깜이 배당’ 해소를 위해 배당기준일을 이사회 결의로 정하도록 정관 변경한 회사가 40% 이상

➤ 유가증권시장 364개사(44.9%), 코스닥시장 722개사(43.7%)

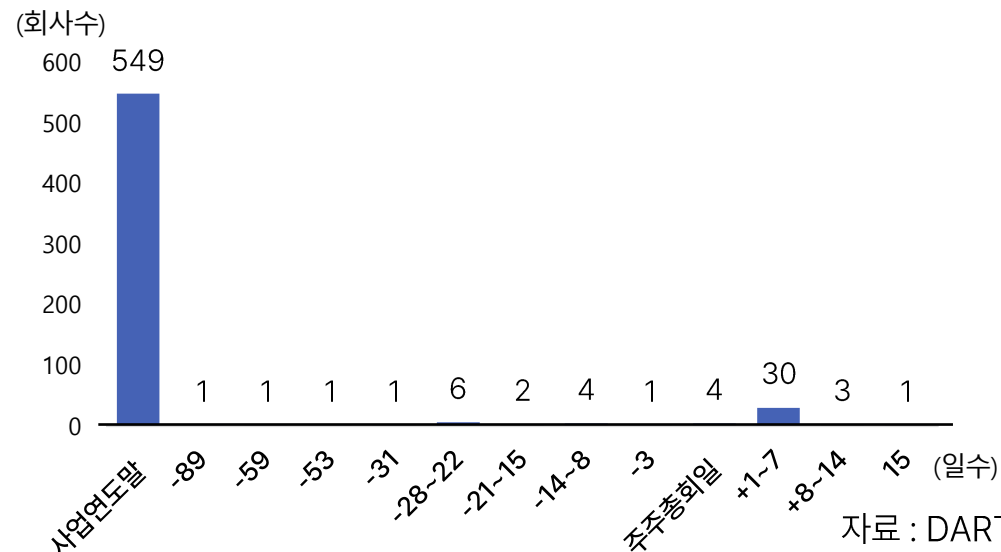
● ‘25년 배당을 실시한 회사들의 실제 배당기준일을 보면 여전히 사업연도말에 몰려있음

➤ 특히 유가증권시장 67개사, 코스닥시장 177개사는 정관변경에도 불구하고 사업연도말을 배당기준일로 정함

유가증권시장 상장회사 배당기준일



코스닥시장 상장회사 배당기준일



자료 : DART

코리아 프리미엄을 향한 밸류업의 과제

● 밸류업 정책의 지속적 추진 필요

- 밸류업 정책 추진과 기업지배구조 개선이 맞물려 자본시장에 긍정적 변화를 주고 있음이 확인됨
- 주주와 소통을 핵심가치로 하는 밸류업 프로그램은 정부의 지배구조 개선정책과 연계하여 지속적으로 추진되어야 함

● 기업들의 적극 참여 및 내실화 필요

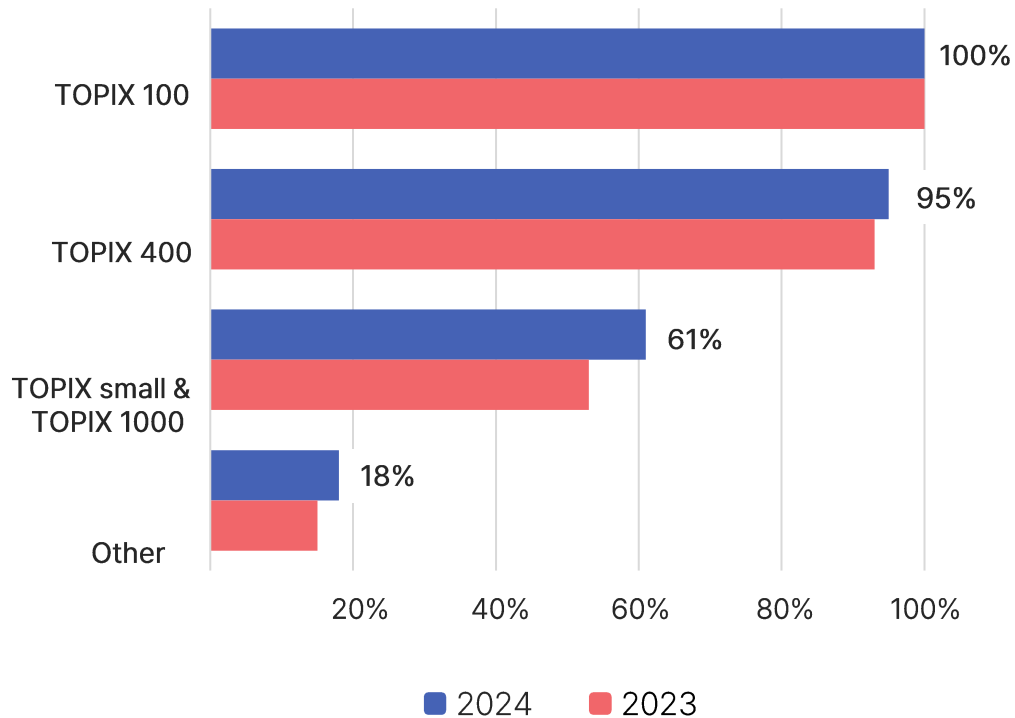
- 밸류업 공시를 활용하여 주주들과 소통하는 동시에, 주주가치 제고를 위한 자발적 노력 필요
- 특히 지배구조와 관련하여 형식적 항목을 준수하는 것으로 그치지 않고, 주주가치 제고를 위한 내실화 필요

● 기관투자자를 비롯한 주주들과 적극적 소통 권고

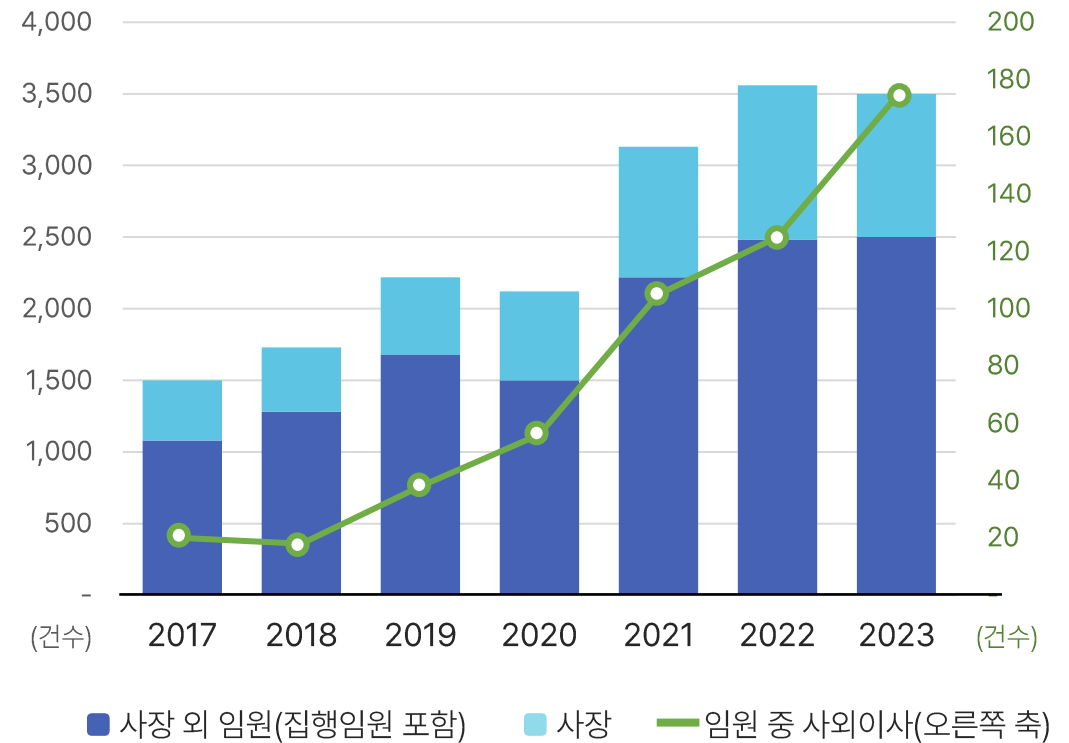
- 기업들이 IR을 비롯한 주주와의 대화 자리를 꾸준히 마련하고, 장기적 기업가치 제고에 대해 소통하는 문화 필요
- 특히 실무진이 아닌 임원의 적극적으로 대화의 자리에 나오는 것을 권고
(일본 GPIF가 수탁기관의 수탁자책임활동을 점검한 결과, 기업과 투자자들의 대화 건수도 많을 뿐 아니라 CEO를 비롯한 임원들이 직접 대화의 자리에 나오고 있음이 확인됨)

(참고) 일본 GPIF 수탁기관과 회사와의 대화

회사규모별 대화 건수 비율



대화 건수 및 대화 상대 추이



자료 : GPIF 스튜어드십 활동 보고

3

지배구조 개선을 위한 입법 과제

자기주식 소각 의무화 관련 상법 개정안

구분	김남근 의원안 ('25.7.9)	차규근 의원안 ('25.7.14)	민병덕 의원안 ('25.7.22)	김현정 의원안 ('25.7.22)	이강일 의원안 ('25.7.23)
대상회사	상장회사	모든 주식회사	모든 주식회사	상장회사	모든 주식회사
소각기간	1년 이내	6개월 이내	1년 이내 (3% 미만 보유 시 2년 이내 소각)	즉시 소각	대통령령으로 정하는 기간
예외	① 임직원 보상 ② 우리사주조합/ 사내근로복지기금 ③ 전환사채 및 신주인수권부사채 권리행사 필요한 경우	① 주식매수선택권 ② 임직원 보상 ③ 대통령령으로 정하는 경우	임직원 보상 등 대통령령으로 정하는 목적	법령상의 의무이행, 임직원에 대한 보상 등 대통령령으로 정하는 목적	① 임직원에 대한 상여금, 퇴직금, 공로금 또는 장려금 지급 등 근로자의 복지를 도모하기 위한 경우 ② 그 밖에 소각하지 아니할 수 있는 불가피한 사유로서 대통령령으로 정하는 경우
예외 인정절차	매년 정기주주총회 승인	-	자기주식 취득 후 3개월 이내 주주총회 승인	주주총회 승인	
기보유 자기주식	동일하게 적용	5년 이내 소각	동일하게 적용	6개월 이내 소각	동일하게 적용
기타	주총 시 3% 의결권 제한 (최대주주합산 3%)		주총 시 3% 의결권 제한 (최대주주합산 3%)	주총 시 3% 의결권 제한 (최대주주합산 3%)	
시행시기	공포 후 6개월				

- ✓ 자본시장법 개정안(이강일 의원안, '25.7.23 발의)의 주요내용은 상법개정안과 거의 유사하고, 상장회사에 적용된다는 점과 기보유 주식에 적용되지 않는다는 점만 차이가 있음
- ✓ 상장회사 특례 중 자기주식 관련 규정은 자본시장법에 규정되어 있는데, 발의된 법안은 상장회사를 적용대상으로 하면서 상법에 규정하였다는 점이 특징적

자기주식 소각 의무화 관련 제도 설계시 고려사항

● 자기주식 소각 의무화의 장점

- (주주환원 확대) 회사에 유보한 잉여현금을 주주에게 실질적으로 환원하는 효과
- (주주가치 제고) 발행주식 수가 줄어들어 주당순이익(EPS)과 주당순자산가치(BPS) 상승
- (코리아 디스카운트 해소) 자기주식을 활용해 지배주주나 경영진의 사익추구 가능성이 사라짐

● 자기주식 소각 의무화의 단점

- (재무적 부담 증가) 자기주식 취득 시 곧바로 소각해야 하므로 기업의 현금 흐름 부담 증가 가능성 존재
- (경영활동 제한) 자기주식은 M&A와 시장매각을 통한 자금조달 등 다양한 재무전략에 따라 활용되는데, 이러한 활용이 제한됨
- (자기주식 취득 축소 우려) 소각이 의무화되면 회사가 취득도 축소할 우려가 있어 결과적으로 주주들에게 부정적일 수 있음

● 자기주식 소각 의무화 도입을 위한 검토

- (제도 설계 방향) 자기주식 소각을 의무화하면서 예외적으로 활용을 허용하는 입법례는 찾기 어려우므로, 정치한 제도 설계 필요
- (현행제도와와의 조화) 우리 상법에서는 임직원 보상, M&A 대가 등 자기주식 활용을 허용하고 있는데, 해당 내용과의 조화
합병 등 특정목적으로 취득한 자기주식은 주총 특별결의+채권자보호절차가 있어야만 소각 가능함 고려
- (처분 공정화 병행) 자기주식 처분시 지배권 강화에 악용되었던 것을 막기 위해, 자기주식 처분 공정화도 함께 도입하여야 함

코리아 프리미엄을 위한 지속적인 지배구조 개선 정책 추진

● 일반주주 이익 보호를 위한 M&A 제도 개선

- 계열사간 합병시 합병가액 산정 공정화, 합병 공시 구체화, 불공정합병에 대한 주주 구제 수단 마련
- 상장폐지를 위한 공개매수, 주식의 포괄적 교환시 주주 보호 방안 마련
- 주식양수도를 통한 M&A시 의무공개매수제도 도입

● 기관투자자들의 적극적 지배구조 개선 활동 독려를 위한 제도 개선

- 스튜어드십 코드 등록절차 점검 및 이행점검 방안 마련, 국민연금의 수탁기관에 대한 적극적인 스튜어드십 코드 이행 점검
- 기관투자자들의 의결권 행사 공시 제도 개선(공시기준 구체화, 운용사별 행사 내역 비교 등 DB 구축)
- 기관투자자들의 적극적 활동을 지원하기 위한 대량보유보고 및 의결권 대리행사권유 제도 개선

● 주주의 이사선임 및 이사 보수 승인권 강화

- 주주총회 관련 안건 3주 전 전자공시제도 도입을 통하여 주주의 충실한 안건 검토 보장
- 보수 한도 외에 보수 액, 보수 산정 기준, 주식보상 등 임원보수의 구체적 내용을 주주총회에서 결의하도록 제도 개선
- 보수 공시 구체화(보수 정책, 소득세법상 기준이 아닌 실제 보수 내역, 계열회사 보수 합산)

Thank you

본 자료의 견해와 주장은 필자 개인의 것으로 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.
또한 사전동의 없는 자료 복제 및 배포, 개작 행위를 금지합니다.