



자본시장 개혁의 평가와 과제

자본시장연구원
선임연구위원 박창균

1

배경

주식시장 추이

- 2025년 이후 주가지수의 가파른 상승
 - › KOSPI: 2,399 ('25.1.2) → 6,599 ('26.4.30)
 - › KOSDAQ: 687 ('25.1.2) → 1,192 ('26.4.30)
- Global trend vs. local development
 - › AX, DX 과정 대규모 투자와 낙관적 미래 전망으로 인한 전 세계적 현상
 - › 우리나라의 자본시장 개혁 성과에 대한 기대에 따른 valuation 정상화

KOSPI/KOSDAQ 지수 추이

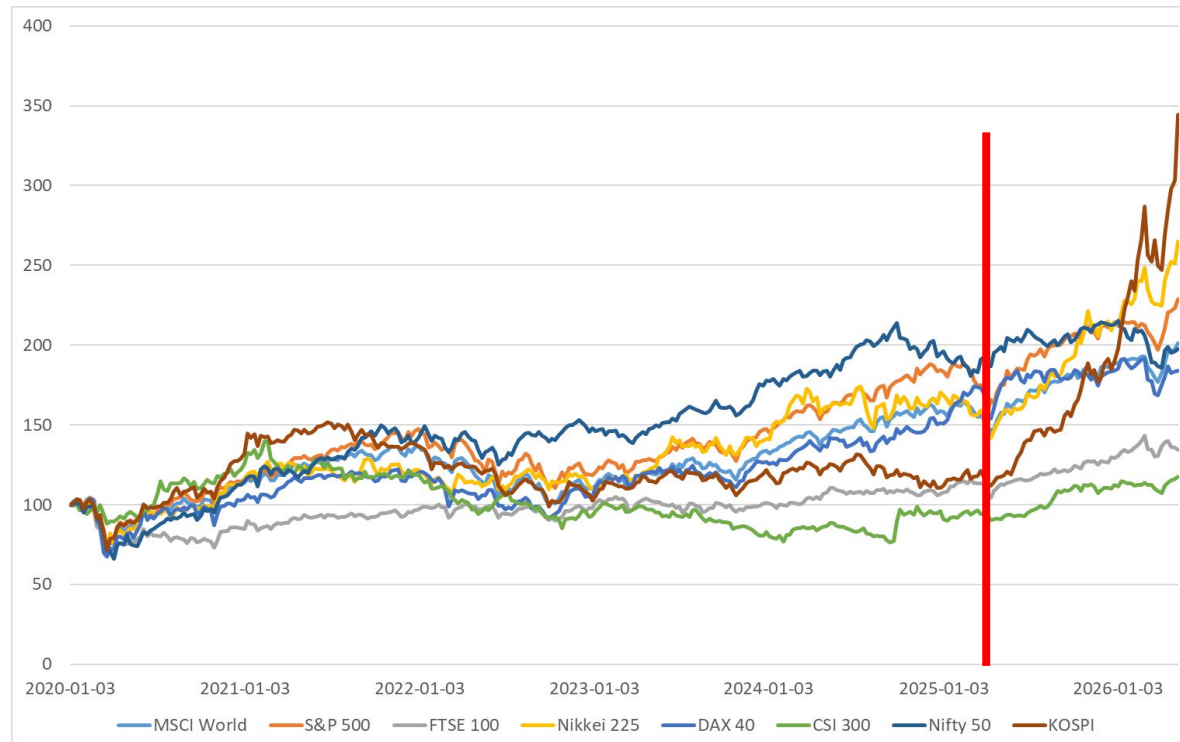


자료: KRX

구조적 변화 ?

- '25 이후 KOSPI Index가 해외 지수와 차별화된 움직임
 - › MSCI World Index는 구조 단절 증거(structural break) 를 발견할 수 없는 반면, KOSPI Index에서 '25. 04. 경 구조 단절 증거 발견
 - MSCI World, KOSPI 주간(weekly) 자료

글로벌 주가 지수 추이



자료: Bloomberg

Global vs. Local - 1

- '25 이후 KOSPI와 글로벌 지수 수익률 간 동행성 하락
 - › '25 이후 KOSPI와 MSCI WORLD 수익률 간 상관계수(correlation coefficient) 47% 하락; 0.7530 vs. 0.3991
 - KOSPI와 S&P 500 수익률 간 상관계수도 50% 하락; 0.6966 vs.0.3493
 - › '25 이후 주가 수익률 변동에서 우리나라 고유요인의 영향 증가

MSCI WORLD Index와 각국 주가지수 수익률 간 상관관계

기간	S&P 500 (미)	FTSE 100 (영)	Nikkei 225 (일)	DAX 40 (독)	CSI 300 (중)	Nifty 50 (인)	KOSPI (한)
20.01~26.04	0.9791	0.7248	0.7017	0.7930	0.3161	0.6199	0.6455
20.01~24.12	0.9795	0.7439	0.7247	0.8054	0.3123	0.6580	0.7530
25.01~26.04	0.9792	0.6037	0.5920	0.7174	0.3417	0.3871	0.3991

주: 주간 수익률 기준

S&P 500 Index와 각국 주가지수 수익률 간 상관관계

기간	FTSE 100 (영)	Nikkei 225 (일)	DAX 40 (독)	CSI 300 (중)	Nifty 50 (인)	KOSPI
20.01~26.04	0.6354	0.6317	0.6994	0.2812	0.5704	0.5897
20.01~24.12	0.6588	0.6548	0.7157	0.2803	0.6117	0.6966
25.01~26.04	0.5011	0.5264	0.6058	0.2930	0.3286	0.3493

주: 주간 수익률 기준

Global vs. Local - 2

- '25 이후 KOSPI 수익률에 대한 충격의 80~82%가 자체(국지적) 충격에 기인
 - › MSCI WORLD, KOSPI 수익률 사용 2-변수 벡터자기회귀 분석의 예측오차분산분해(Forecasting Error Variance Decomposition)
 - › '02~'24 기간 자체 충격의 기여 42%에서 2배 가량 증가

MSCI WORLD와 KOSPI 수익률 FEVD 분석 결과

시계	02.01~26.04		02.01~24.12		25.01~26.04	
	MSCI SHOCK	KOSPI SHOCK	MSCI SHOCK	KOSPI SHOCK	MSCI SHOCK	KOSPI SHOCK
1	0.43997	0.56003	0.5792	0.4208	0.1712	0.8288
2	0.44548	0.55452	0.5798	0.4202	0.1982	0.8018
3	0.45058	0.54942	0.5798	0.4202	0.1983	0.8017
4	0.44817	0.55183	0.5798	0.4202	0.1983	0.8017
5	0.44303	0.55697	0.5798	0.4202	0.1983	0.8017

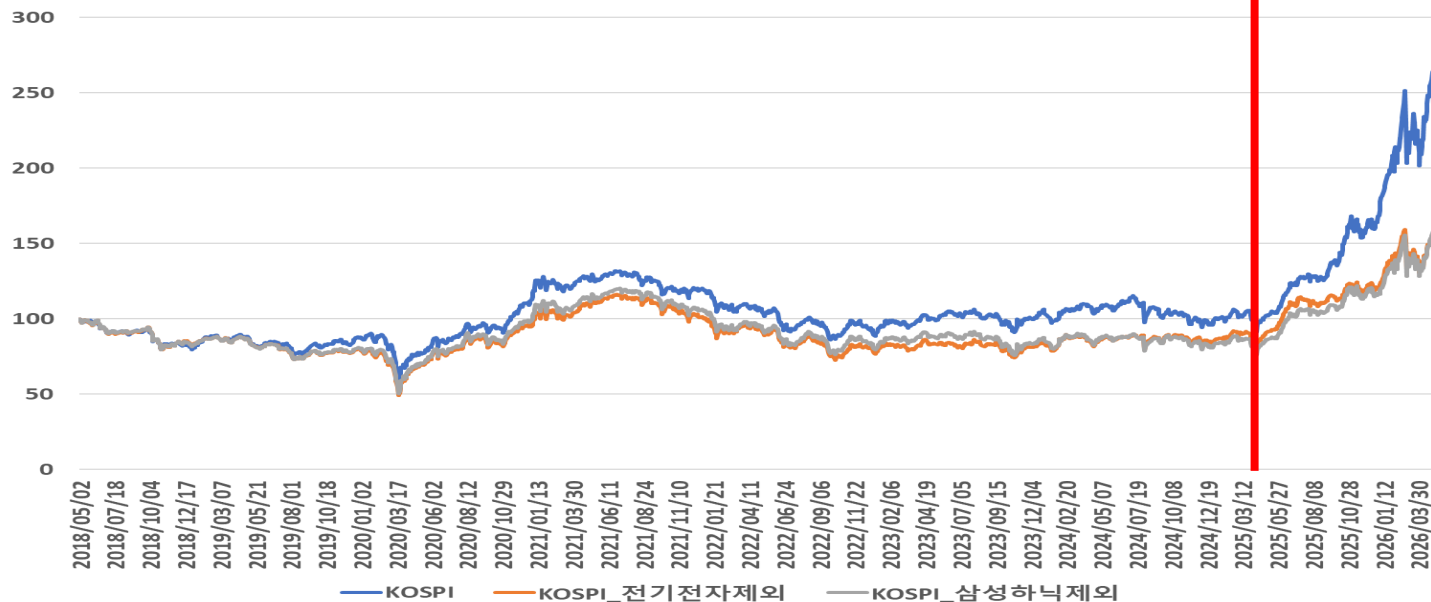
주 1: 주간 수익률 기준

주 2: MSCI WORLD 수익률이 KOSPI 수익률을 Granger-cause 한다고 가정

반도체 경기 vs. 제도 개편

- '25년 이후 국내시장과 해외시장 간 연관관계 크게 약화
 - › (우리나라 기업의 시장점유율이 절대적인) 메모리 반도체 호황에 힘입은 것인가? vs. '24(23) 이후 추진된 자본시장 개혁의 효과인가?
 - › '25.4 이후 주식 시장 전개는 자본시장 개혁에 일정 부분 영향을 받은 것으로 판단

반도체 경기 vs. 자본시장 개혁



주 1: '18.5.2. = 100

주 2: KOSPI_전기전자제외는 KOSPI 지수에서 전기전자업종을 제외한 주가지수, : KOSPI_삼성하닉제외는 KOSPI 지수에서 삼성전자와 하이닉스를 제외한 주가지수

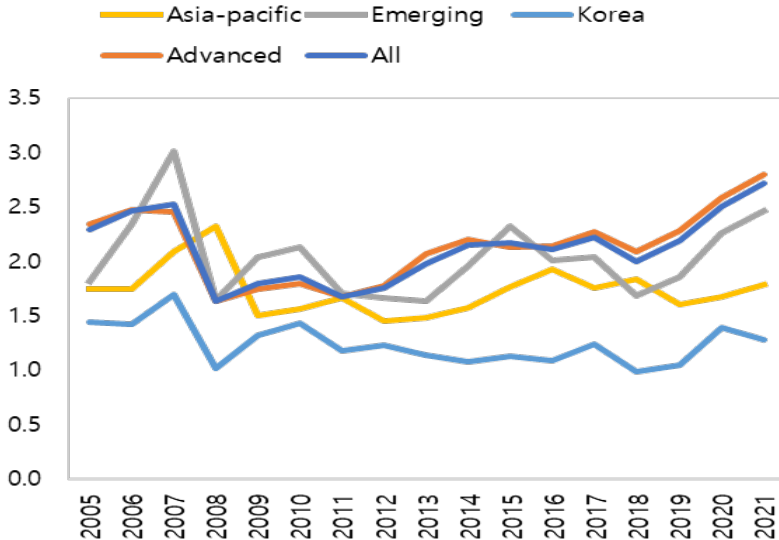
2

문제 의식

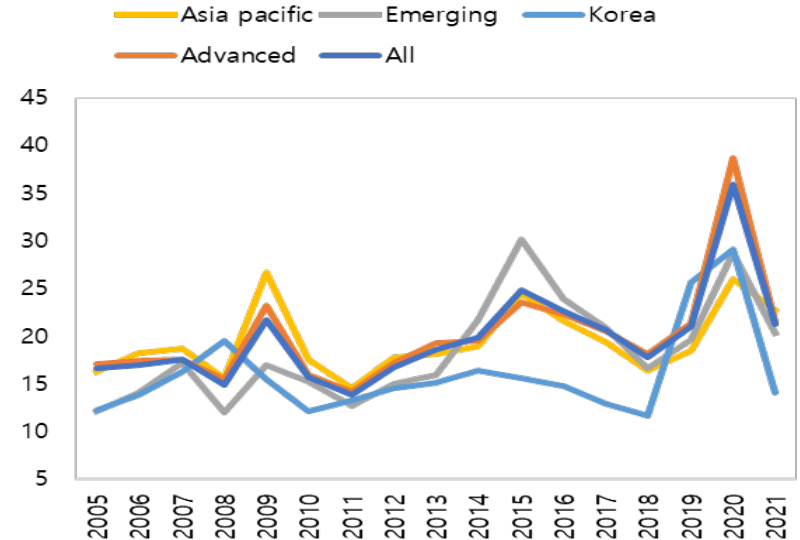
주식시장 저평가 (Under-valuation)

○ 지속적으로 낮은 수준 유지하는 가치평가 (PBR, PER 등) 지표

PBR



PER



주: PBR = (시가총액/(총자산 - 총부채))

자료: 김준석·강소현(2023)

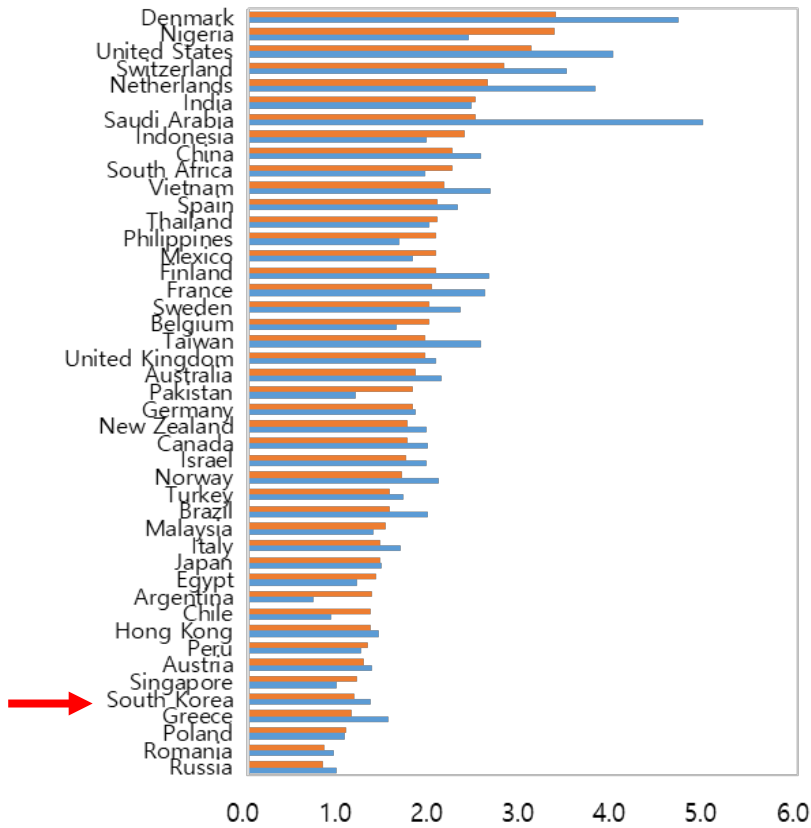
PER = (시가총액/당기순이익)

Source: 김준석·강소현(2023)

가치평가 지표 국제 비교

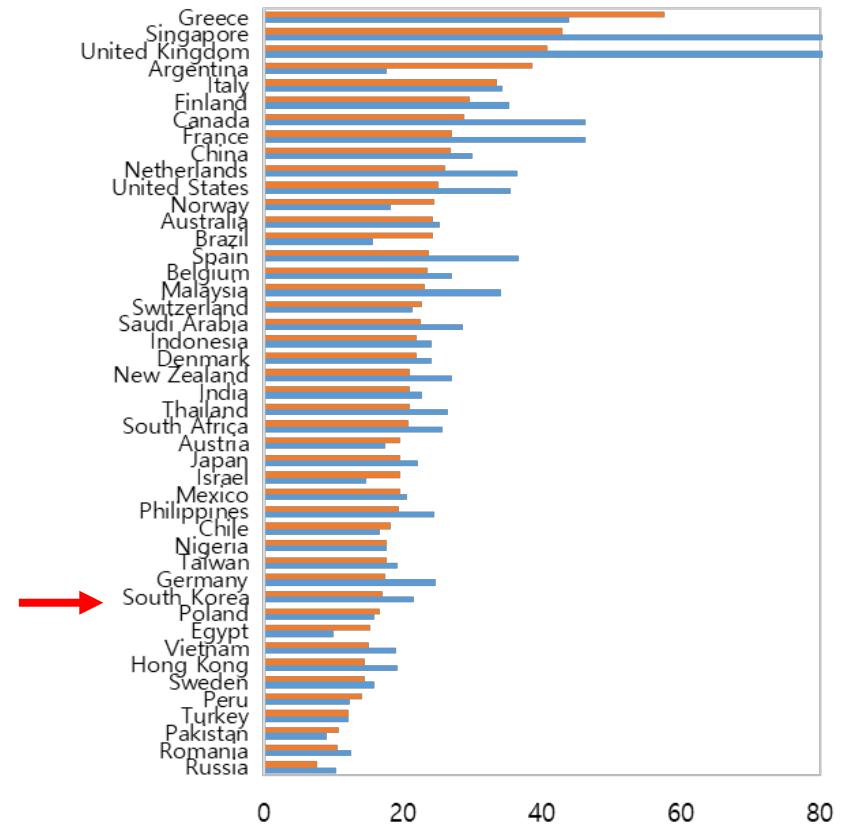
PBR

2012-2021 2020-2021



PER

2012-2021 2020-2021



주: PBR = (시가총액/(총자산 - 총부채))

자료: 김준석·강소현(2023)

PER = (시가총액/당기순이익)

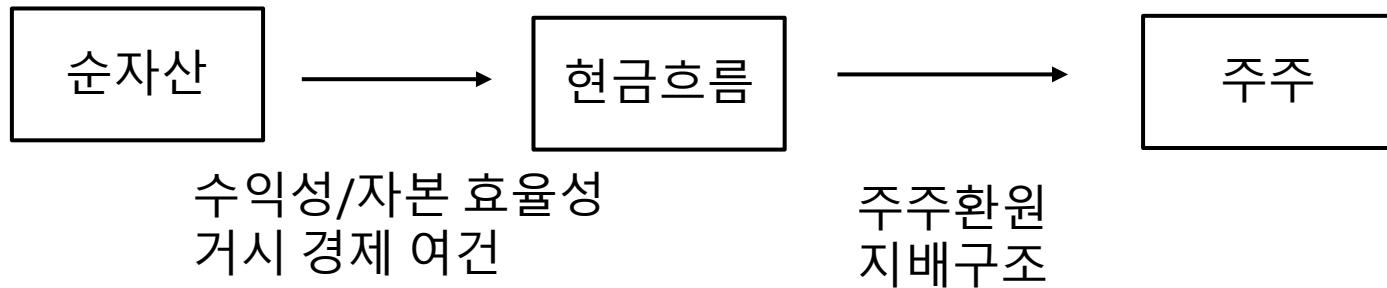
Source: 김준석·강소현(2023)

저평가의 원인

- 현금흐름 창출 능력에 대한 비관적 평가와 수익성 부진이 저평가의 근본 원인

$$PBR = \frac{\text{시가총액}}{\text{순자산}}$$

- › PER: 순자산 1단위당 (주주로 유입되는) 미래 현금흐름 기대의 현재가치(시가총액)



- › 김준석·강소현(2023): 낮은 주주환원 > 낮은 수익성 >> 취약한 지배구조

고령화와 은퇴 후 소득 확보 미흡 - 1

○ 빠른 고령화 진전과 은퇴 후 소득 확보 미흡

	고령화 사회 (65세 이상 7%)		고령사회 (65세 이상 14%)		초고령사회 (65세 이상 21%)
한국	2001년	17년	2018년	7년	2025년*
중국	2000년	21년	2021년	14년	2035년*
일본	1970년	24년	1994년	12년	2006년
미국	1942년	72년	2014년	21년	2035년*
독일	1932년	40년	1972년	48년	2020년
프랑스	1864년	115년	1979년	46년	2025년*

주: *는 추정
자료: UN

고령화와 은퇴 후 소득 확보 미흡 - 2

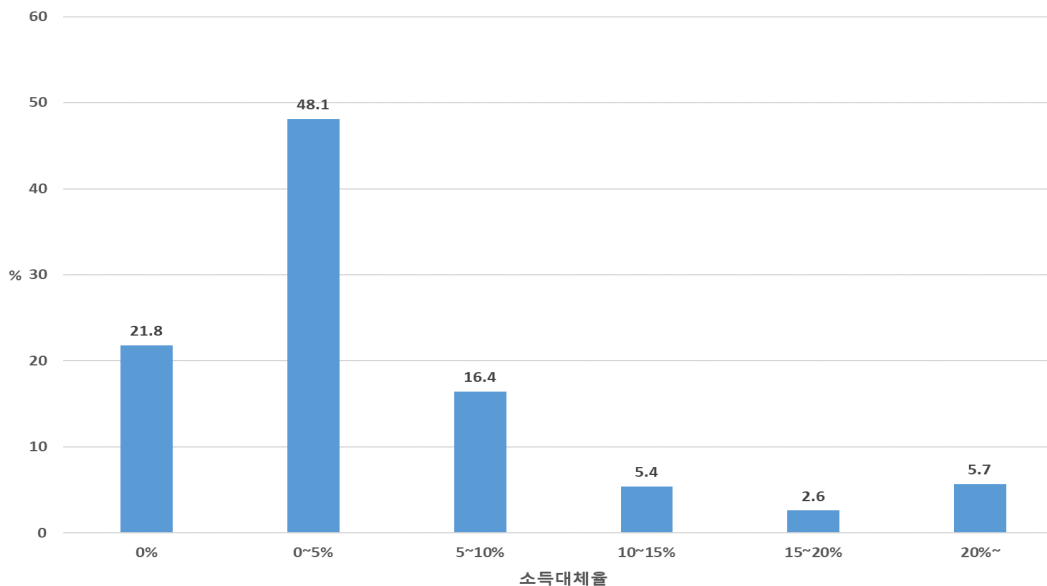
○ 연금의 낮은 소득대체율

› 평균 소득대체율: 국민연금(27~28%), 퇴직연금(2~3%), 개인연금(1% 내외)

○ 금융자산 축적 부진

› 순금융자산 유동화를 통하여 소득대체율 20% 이상 달성 가능한 가구는 5.7%

가계부유 순금융자산의 소득대체율 분포

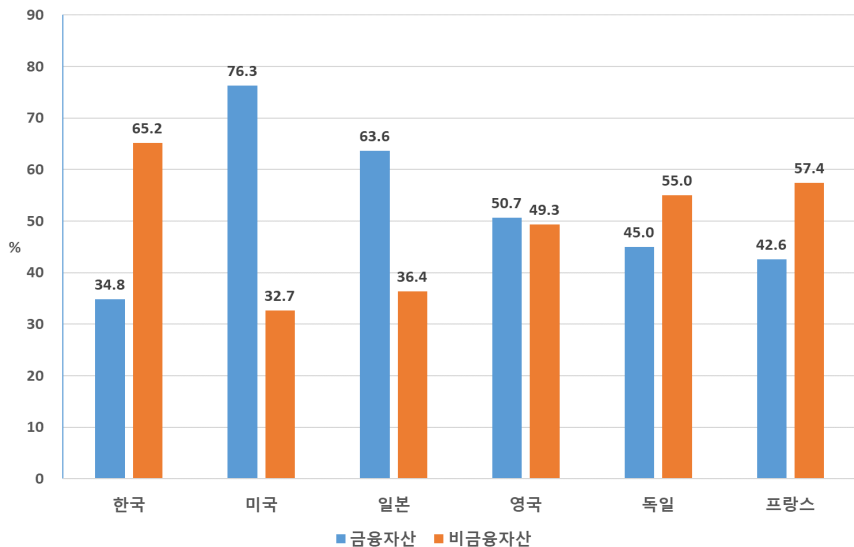


자료: 김재철·정화영(2023)

가계자산 구성의 문제점

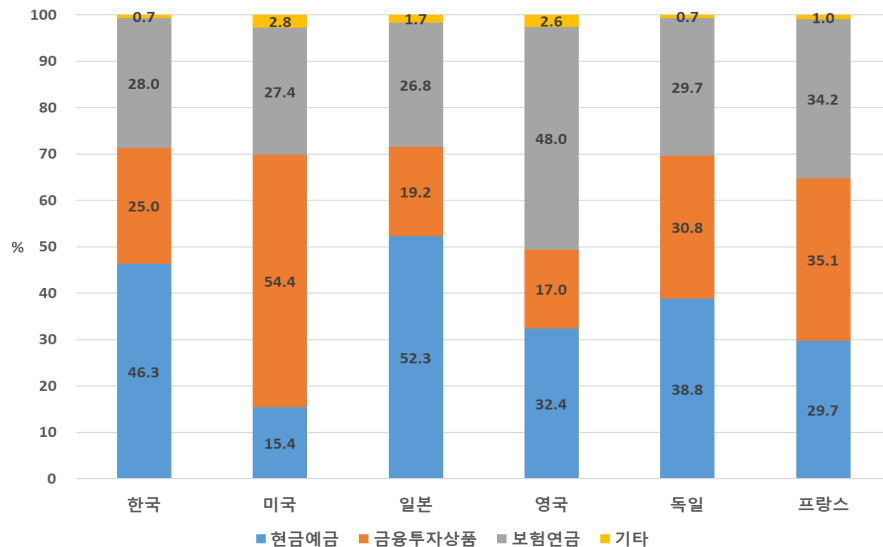
- 부동산 자산 편중
 - › 특히 은퇴 후 가구의 유동성 문제 야기
 - › 가계부채의 빠른 증가를 야기한 핵심 요인
- 높은 현금·예금 비율
 - › 낮은 수익률로 인하여 은퇴 후 소득 확보에 장애로 작용

가계 자산 구성: 금융자산 vs. 비금융자산



주: 2023년 기준
자료: OECD Data Explorer

가계 금융자산 구성



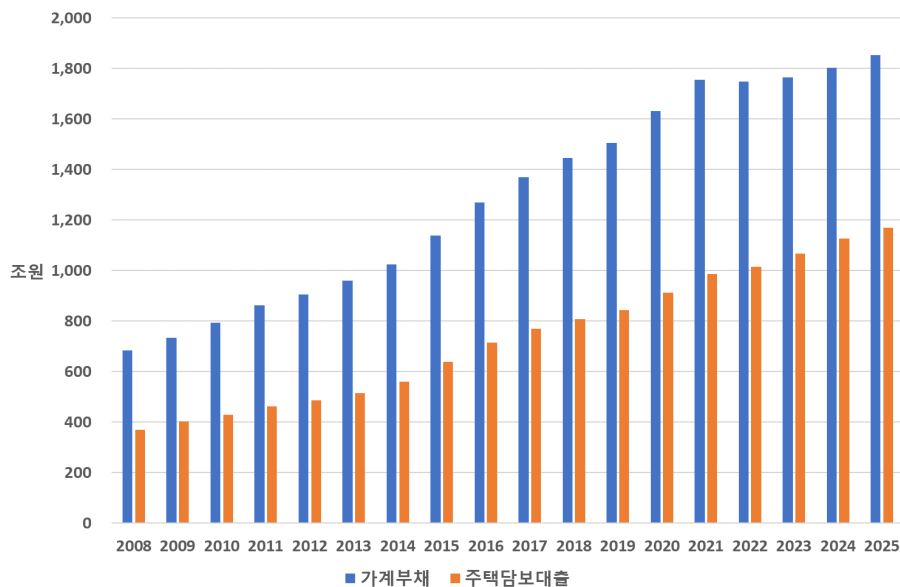
주: 2023년 기준
자료: OECD Data Explorer

부동산 자산과 가계부채

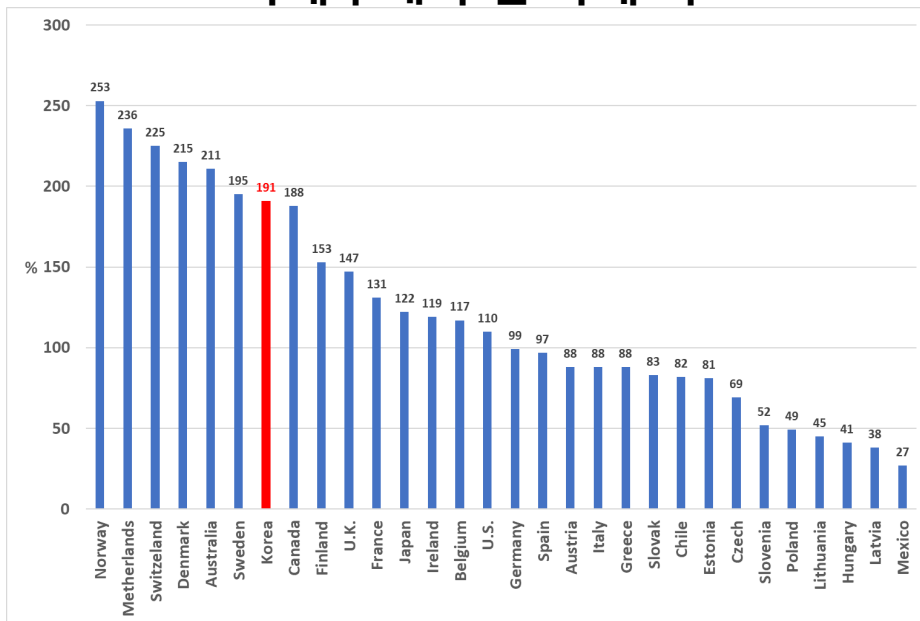
가계부채 부담 증가

- › '25 가계부채 1,853조, 주담대: 1,171조
- › 북유럽 국가들과 함께 가계부채부담이 가장 높은 수준
- › "부동산 가격 상승→가계부채(주담대) 증가→부동산 가격 상승" spiral 형성

가계대출과 주담대 추이



가계부채 부담 국제 비교



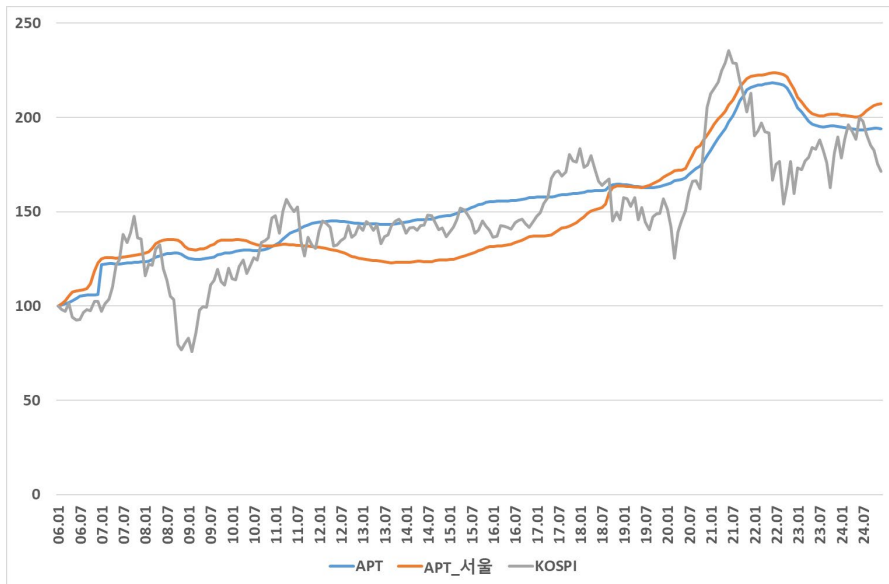
주: 연말 잔액
자료: 한국은행

주: 가처분소득 대비 가계부채 (2023년)
자료: OECD Data Explorer

부동산 자산 쓸림의 근본 원인

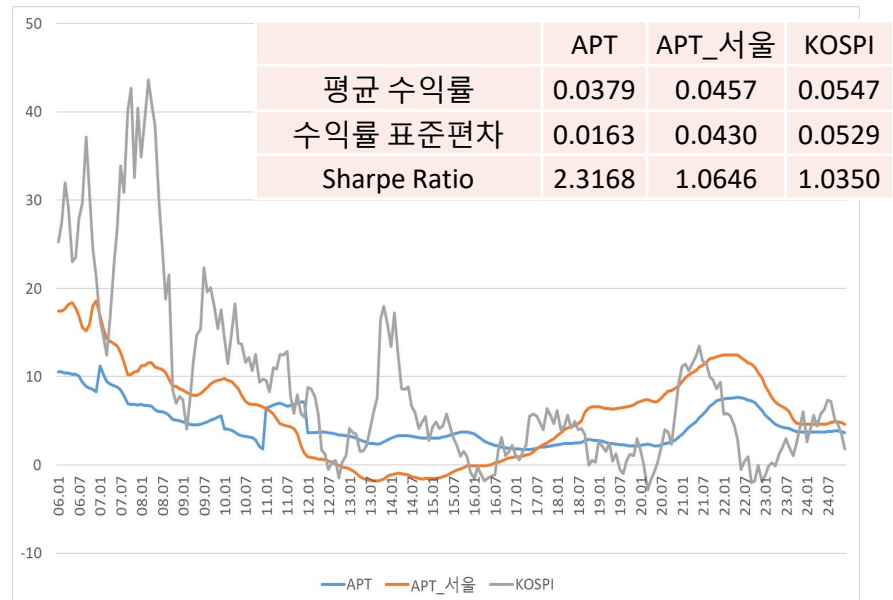
- 투자 대상으로 부동산이 주식에 비하여 매력적
 - › 평균 수익률: 아파트(3.79%) < 서울 아파트(4.57%) < KOSPI(5.47%)
 - › Sharpe Ratio: 아파트(2.31) > 서울 아파트(1.06) > KOSPI(1.04)
 - › 대부분 주택 구입 시 수반되는 차입(leverage) 감안 시 아파트 보유의 매력은 더욱 상승

주택가격지수 추이



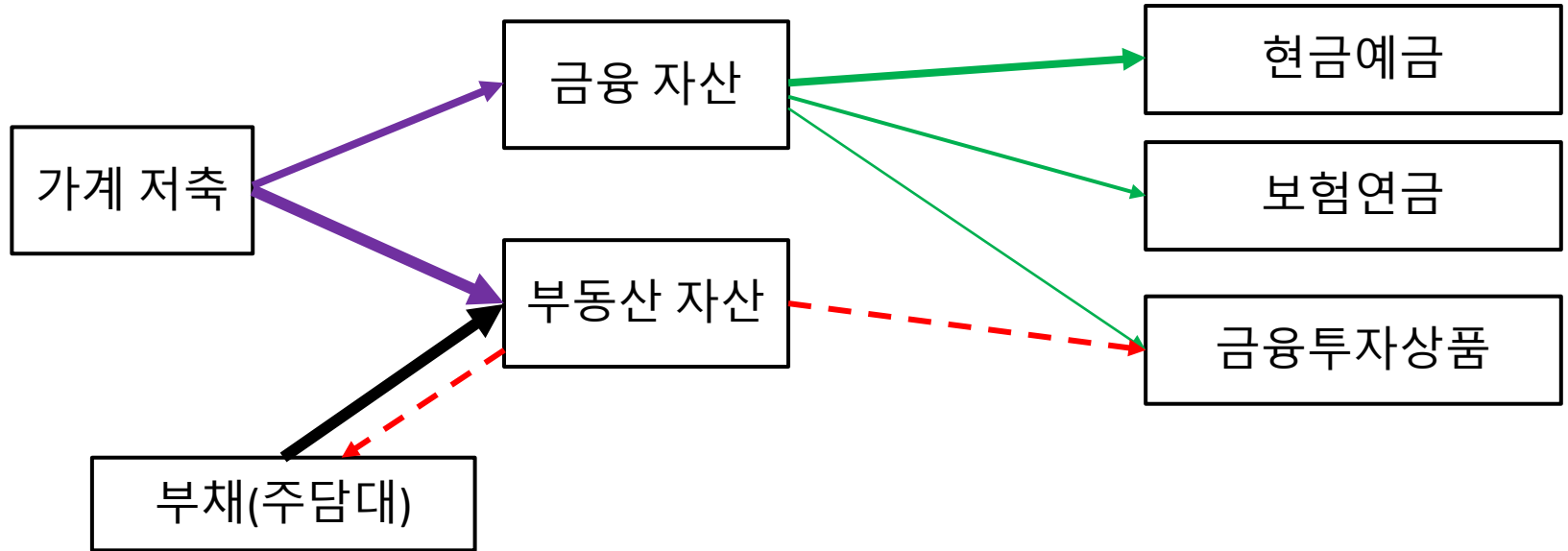
주: '06.01=100
자료: KB, 저자계산

주택보유 수익률 추이



주: 5년 보유 가정 보유기간수익률을 연율로 계산
자료: KB, 저자계산

가계 보유 자산 재구조화 필요성



○ 금융투자상품 비중 확대 방향으로 가계 자산 보유 재구조화 필요

- › 금융투자상품의 기대 수익률 ↑, 위험 ↓으로 가능
- › 가계 은퇴 후 소득의 규모 증가와 유동성 제고, 가계부채 부담 축소, 기업의 자금조달 여건 개선 기대

3

저평가 해소를 위한 노력

두 가지 접근

- 자본시장의 저평가 현상을 극복하기 위한 두 가지 접근

Hard Push

- 법령/제도 준비를 통한 기업 행태 변화
- 감독 및 처벌 강화를 통한 위반 유인 감축
- 일반주주보호 장치 제도 강화 중심

Soft Push

- 저평가 해소를 위한 기업의 자발적 노력 유도
- 평판효과(reputation effects), 시장의 압력(market pressure), 경제적·비경제적 혜택 제공
- 정보 생산과 유통 촉진, 투명·정확·신속한 정보 제공

밸류업(Value-up) Program

- 상장기업의 자발적인 노력을 통하여 저평가 완화
 - › “현황진단 → 목표설정 → 목표 달성 계획수립 → 계획 이행 및 결과 소통”
 - › PBR, ROE 등 기업가치지표 미흡의 원인을 해결하기 위한 노력
 - › 저평가 해소를 위한 계획과 결과를 공시함으로써 시장과 소통
 - › 인프라기관(한국거래소 등)이 기업이 제공한 정보의 신뢰성 점검
- 저평가의 원인으로 지적되고 있는 요소 중 **낮은 수익성, 주주 환원 미흡** 등을 해결하기 위한 기업의 자발적 노력을 유도하기 위한 soft push

밸류업(Value-up) Program: 구조

- '24. 2월 『한국 증시 도약을 위한 기업 밸류업 지원방안』 발표

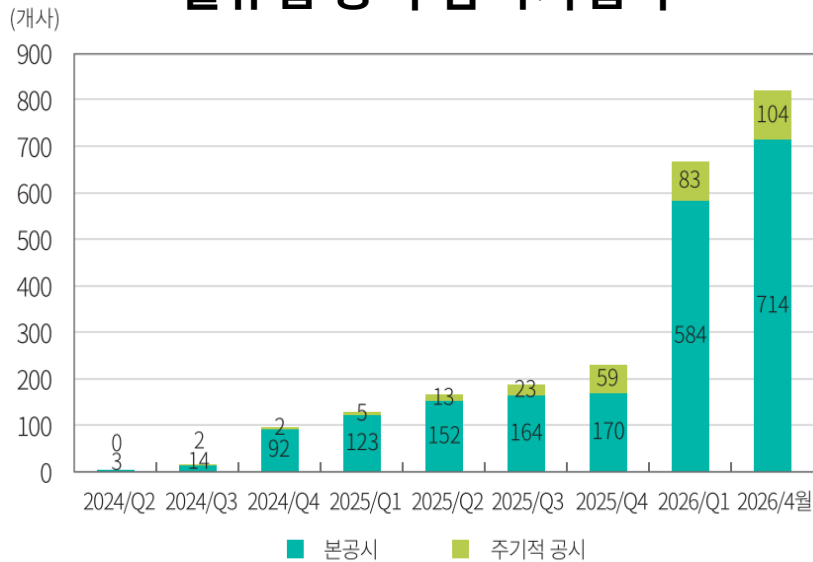


자료: 금융위원회 (2024)

밸류업(Value-up) Program: 공시 참여

- 718개 상장회사가 밸류업 공시 참여("26.4)
 - ▶ 유가증권 339사(전체 상장사 수 대비 40.5%), 코스닥 375사(20.6%)
 - ▶ 공시 미참여 기업 대비 참여 기업 주가 상승 현저
 - ▶ 13개 밸류업 ETF(AUM 3.1조, '26.5.)가 상장되어 거래 중

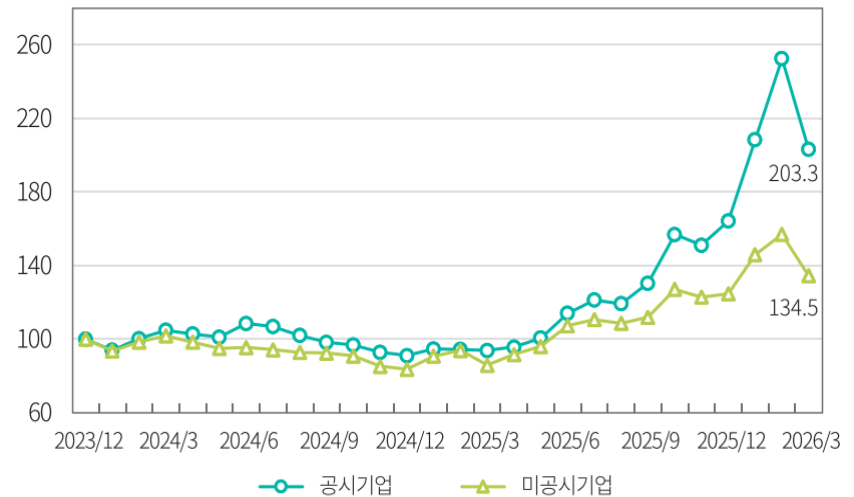
밸류업 공시 참여기업 수



자료: 한국거래소,

밸류업 공시 참여/미참여 주가지수 추이

(2023.12=100pt)



주: 유가증권시장과 코스닥시장 종합

상법 개정 - 1

- 3차에 걸친 상법 개정을 통하여 일반주주 보호와 주주환원 강화를 위한 제도적 기반 강화

1차 개정 ('25.7 개정, '27.1 시행) ③

- 이사의 충실의무 대상을 “회사 ” 에서 “ 총 주주”로 확대
- 전체 주주의 이익을 공평하게 대우할 의무 부과
- “사외이사”를 “독립이사 ” 로 명칭 변경
- 감사위원 선임 시 “최대주주와 특수관계인 지분 합산 3%를“ 적용
- 전자주주총회 제도 도입(자산 2조 이상 상장사 의무화)

2차 개정 ('25.9 개정, '26.9 시행) ③

- 집중투표제 의무화(자산 2조원 이상 상장회사 대상)
- 감사위원 분리선임 대상을 1인에서 2인으로 확대

3차 개정 ('26.3 개정 및 시행) ①, ③

- 자기주식 취득 후 1년 이내 소각 (요건 충족 및 총회 승인 시 예외 허용, 기존 자사주 1.5년 이내 소각)
- 자기주식 담보 교환사채 발행 금지, 합병분할 시 신주배정 금지

상법 개정 - 2

- 개정 법률은 시행 전(1차, 2차)이거나 시행 초기(3차)
 - › 직접적·본격적 효과는 아직 발생하기 전이라고 보는 것이 타당
 - › 일부 법률 개정 사항에 대해서는 이미 일정한 효과 발생
 - 자사주 소각: 4.8조('23) → 13.9조('24) → 21.4조 ('25)
 - › 제도의 효과에 대한 시장의 기대감이 상당 부분 주가 성과에 반영된 것으로 보임: announcement effect

자본시장법(시행령) 개정

조치 형식	핵심 내용	목표
자본시장법 시행령 (‘22.12 개정 및 시행)	<ul style="list-style-type: none"> 상장회사 물적 분할 시 반대 주주에 주식매수청구권 부여 상장회사 물적 분할 후 상장 시 분할 회사 주주에 모집 신주 50% 이상 우선 배정 	③
자본시장법 (‘23.7 개정, ‘24.1 시행)	<ul style="list-style-type: none"> 불공정거래로 얻은 부당이익 산정 법제화(총수입-총비용) 불공정거래 행위자에 대하여 부당이득액의 최대 2배(산정 곤란 시 최대 40억원) 과징금 부여 불공정거래 행위 자진신고자 및 성실 협조자 과징금 최대 100% 감면 	③
자본시장법 (‘24.1 개정, 24.7 시행)	<ul style="list-style-type: none"> 상장회사 임원과 주요주주가 발행주식 총수의 1% 이상 또는 50억원 이상 거래 시 거래 30일 이상 90일 이내의 기간에 사전 공시 의무(의무 위반 시 과징금) 	③
자본시장법 (‘24.10 개정, ‘25.4 시행)	<ul style="list-style-type: none"> 특정 불공정거래 행위자에 대하여 최장 5년간 금융투자상품 거래 제한, 상장회사 임원 선임 및 재임 제한 특정 불공정행위자에 대한 벌금액을 위반행위로 얻은 이익 또는 회피한 손실액의 4배~6배(기존 3배~5배)로 상향 	③
자본시장법 (‘25.1 개정, ‘25.1 시행)	<ul style="list-style-type: none"> 법정 배당기준일 폐지로 투자자가 배당금 규모를 알고 투자할 수 있도록 조치 상장회사 정기보고서 기재 사항 및 책임 명확화 공시 의무 위반 시 과징금 한도 상향 조정 	① ③
조세특례제한법 (‘25.12 개정, ‘26.4 시행)	<ul style="list-style-type: none"> 고배당기업의 배당에 대한 분리 과세 (세율 14~30%) 	①
자본시장법 (‘26.5 개정, ‘26.11 시행)	<ul style="list-style-type: none"> 기업공개 시 증권신고서의 제출 이전에도 기관투자자 대상 사전 수요예측할 수 있도록 법적 근거 마련 기업공개 시 6개월 이상 보호예수 조건으로 특정 기관투자자에 공모주 일부를 사전에 배정할 수 있는 코너스톤 투자자(Cornerstone Investor) 제도 도입 	③

① 주주환원 확대 ③ 지배구조 강화와 일장 주주 보호

4

과제

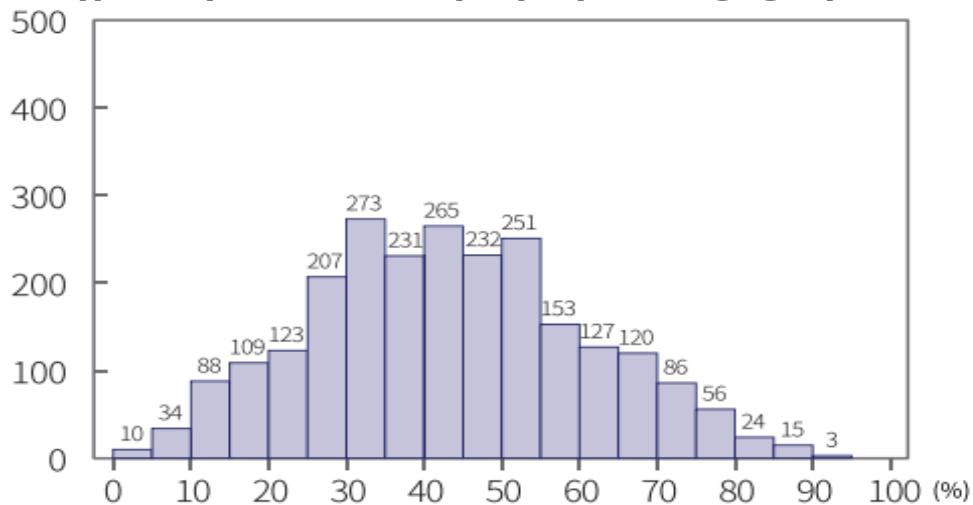
이사 선관의무 확대의 효과 담보

- 이사의 선관의무 대상 확대의 효과 확보를 위해 추가적인 조치 필요
 - › 주주대표소송을 통해 이사의 책임을 물음으로 선관의무 확대 효과를 담보
- 주주대표소송 활용도 제고를 위한 제도 개편 필요
 - › '97~'25.09 기간 동안 상장사 주주대표소송은 63건에 불과하고 '20~'25.9 기간에도 21건 수준
 - › 같은 기간 비상장사 주주대표소송은 178건과 120건으로 상대적으로 활발
- 소송제기 위한 지분요건을 완화하고 증거개시제도 도입을 통하여 주주대표소송의 실효성 제고 필요
 - › 상장사의 경우 주주대표소송 제기를 위하여 발행주식총수의 1%이상을 보유하거나 0.01%(금융회사 0.001%) 이상을 6개월간 계속 보유하여야 하는데 이를 완화할 필요
 - › 이사의 법령위반이나 임무해태를 증명하기 위하여 상당한 수준의 회사 내부 정보가 필요하므로 증거개시제도를 도입하여 재판에서 정보 불균형을 완화할 필요
 - › 국민연금 등 기관투자자가 소극적 태도를 지양하고 주주대표소송 등 적극적 주주활동에 전향적으로 임할 필요

유통주식 확대를 통한 가격정보의 질 제고

- 상장기업의 유통가능주식 비율이 매우 낮아 시장 가격의 정보가치가 낮아지고 일반주주의 주주권 보장 어려움
 - › '23년 말 기준 시장에서 유통될 가능성이 매우 낮은 최대주주와 특수관계인 보유 주식과 자사주, 우리사주의 합이 전체 발행 주식의 50%(70%)를 넘는 경우가 전체 상장사의 44.3%(12.6%)로 매우 높은 수준
 - › 유통주식 확대를 유도하기 위한 제도적 장치 보완 필요: 상장유지 조건에 유통가능 주식 최소 비율 규정 등

(개) 유통 가능성 낮은 주식 비율별 상장사 분포



주: 최대주주+특수관계인+자사주+우리사주 보유 주식 비율의 합

자료: 이성복(2024)

세제 정비

- 금융자산 간 세제 불균형 해소를 통하여 자원배분 왜곡 완화
 - › 예금, 보험, 금융투자 상품 간 세제 불균형 해소
 - › 채권, 주식, 펀드, 파생상품 등 금융투자 상품 간 세제 불균형 해소
 - › 이자, 보험금, 투자수익금(배당과 양도차익)에 대하여 위험 조정(risk-adjusted) 수입을 모두 합하여 과세하는 것이 이상적
 - › ISA의 한도를 대폭 확대하고 만기를 연장하되 ISA에 편입되는 금융자산에 대해서만 세제 혜택을 부여하고 개별 상품에 대한 세제 혜택은 일괄 폐지하는 방안 검토
- 금융자산과 부동산자산 간 과세 불균형 해소
 - › 부동산 자산 수익률의 낮은 변동성, 주거 서비스의 편익을 화폐화한 수익률(monetized return), 주택 구입에 적용되는 높은 레버리지 등을 감안할 때 부동산 자산(특히 1가구 1주택)에 대한 과세 환경이 금융자산에 비하여 우호적
- 금융자산의 장기 보유를 유도하기 위한 세제상의 배려 검토

부실기업 퇴출 신속화

- 부실기업의 신속한 퇴출을 위한 제도 정비 필요
 - › 자본시장 생산 정보의 품질 제고, 시장 질서 유지, 투자자 보호에 중요
- 「부실기업 신속·엄정 퇴출을 위한 상장폐지 개혁방안('26.2)」추진
 - › 상장폐지 시가총액 요건 상향조건 계획 조기화: 상장유지 최소 자본금을 현재 150억원에서 '26.7.(원래 계획 '27.1.) 200억원, '27.1.(원래 계획 '28.1.) 300억원으로 강화
 - › 30일 연속 주가 1,000원 미만 초소형주(동전주) 상장 폐지 요건 신설
 - › 완전자본잠식요건 강화: 연말에서 (반기말+연말)로
 - › 공시위반으로 누적 벌점 10점(기존 15점)인 경우 상장폐지, 중대 고의 위반의 경우에는 one-strike out 제도 도입
 - › 상장폐지심사 기간을 1년6개월에서 1년으로 단축
- 추가적인 상장요건 강화 검토
 - › 유동 주식, 시가 총액, 주주 수 등을 상장요건으로 추가하는 방안 검토
 - › 2~3단계에 걸쳐 강화되는 요건을 설정하고 그에 따라 시장을 분할(segmentation)하는 방안도 검토할 수 있을 것

기타 주요 과제

○ 임원보수 공시 강화

- › 임원보수와 기업 성과 간 연계 강화를 요구하고 임원보수 산정 방법, 개인별 보수 수준 등을 공시하도록 요구

○ 인수합병시 일반주주의 주식매수청구권 도입 검토

- › 인수합병시 일반 주주에 대하여 주식매수청구권을 허용함으로써 주주평등의 원칙 구현
- › “효율적인” 인수합병에 장애요인으로 작용할 수 있으므로 부작용 최소화를 위한 보조적인 장치가 필요할 것

○ 결제 주기 단축

- › 주식 매도 후 대금 결제까지 걸리는 시간을 현재 (T+2)일에서 (T+1)일로 단축하여 글로벌 정합성 제고

참고문헌

- 금융위원회(2024), 한국증시의 도약을 위한 기업 밸류업 지원방안, 금융위원회 보도자료(2024.2.24)
- 김재철·정화영(2023), 가계의 사적연금소득과 주택연금의 역할, 이슈보고서 23-11, 자본시장연구원
- 김준석·강소현(2024), 국내 상장기업 저평가에 관한 고찰, 이슈보고서 24-31, 자본시장연구원
- 노종화(2026), 주주대표소송 현황(2018.1~2025.9) 및 제언, 경제개혁리포트 2016-01, 경제개혁연대
- 박창균(2020), 한국 금융부문의 장기추세와 코로나19, 이슈보고서 20-22, 자본시장연구원
- 이성복(2024), 국내 상장기업 소유구조의 현황과 특징, 이슈보고서 24-20, 자본시장연구원



Thank You!

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