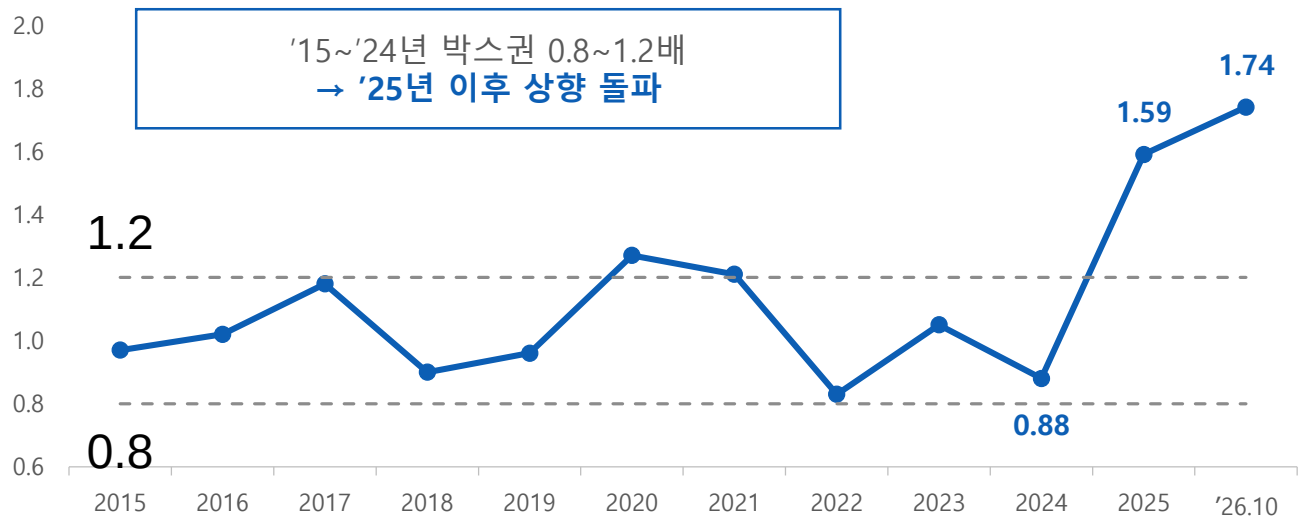
주주중심 경영 확산과 기업가치 제고

이효섭 자본시장연구원 선임연구위원
(hslee@kcmi.re.kr)

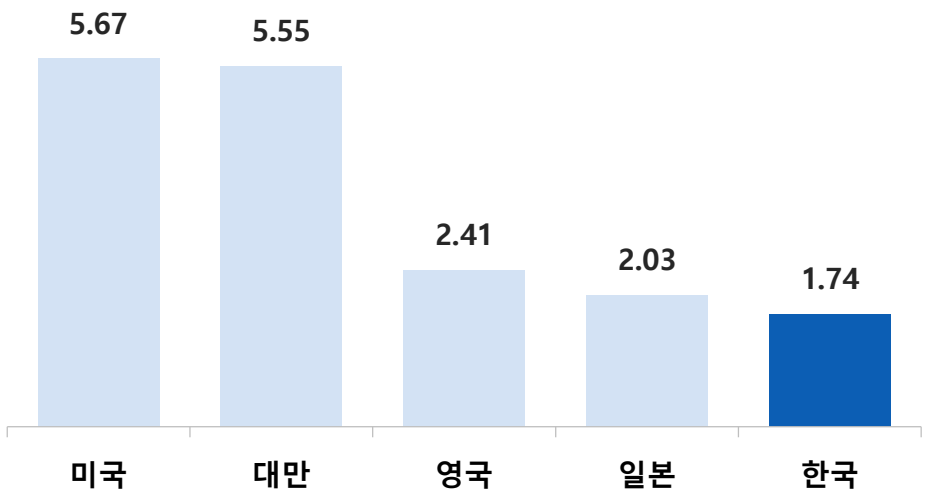
주가지수 진단: 박스권은 넘었지만, 추가 도약 여력은 충분

한국 PBR은 장기 박스권(0.8~1.2배)을 넘어 '코리아 프리미엄' 시대를 열고 있으나,
주요국 대비로는 여전히 낮고 시장 전반으로 확산되지 못한 상황

① 한국(코스피) PBR 추이 (배)



② 주요국 PBR 비교 ('26.10.20, 배)



70.1% KOSPI PBR 1배 미만
560개사

51.9% KOSDAQ PBR 1배 미만
877개사

+4.2% KOSDAQ 수익률 부진
KOSPI +100.4% 대비
(새정부 출범 이후)

반도체 중심 상승을 시장 전반의 기업가치 재평가로 확산하는 것이 필요

기업가치 제고의 제약 요인과 개선 방향

①수익성 및 ②주주환원은 개선, ③기업지배구조는 여전히 우려

개선 ROE **5.2%→9.5%** 현금배당 **43→56조원** 자사주 소각 **5→21조원** ('23→'25)

① 주가누르기

Δ30~20% 누르기 기업 초과수익률

② M&A 프리미엄 독점

20~60% 경영권 프리미엄 (글로벌 25~30%)

③ 외부 견제 부재

38.5% 최대주주 지분 (美 18%)

12.8% 국내펀드 제안 (日 37%)

저PBR과 M&A 프리미엄은 동전의 양면 프리미엄은 주요국보다 높지만, 일반주주는 미수취

개선 방향: 금융제도로 상시 규율 + 세제(상증세법)로 보완 (투트랙)

1 저PBR 공시

· 명단 공표 (11.2)
· 자산재평가 공시
· 부정거래 감시

→ 시장 감시 강화

2 M&A 활성화

· 합병 공정가액 (12.9)
· 한국형 베어허그
· 의무공개매수

→ 공정성 제고

3 기관투자자 관여

· 스튜어드십 강화
· 협력적 관여 장려
· 위탁운용사 평가 반영

→ 주주 관여 확대

4 선별 과세

· 고의 주가누르기 기업만 선별
· 최소 30%(40%) 이상 할증

→ 누를 유인 제거

참고자료: 자본시장연구원(2026), 김우찬 외(2026), 금융위원회(2026)

* 검토 대안: 최소 40% 이상 할증 과세

시장감시 강화: 저PBR 공표 + 기관투자자 관여 촉진

저PBR 명단 공표
11.2 최초 · 약 151개사

연 2회(5·11월)
3년 업종 하위 25%(코스피기준)
개선계획 공시 시 면제

실효성 강화
벤치마크 지수 인센티브 강화
(지수 편입·연기금 BM 연계 등)

기관투자자 관여 촉진: 대화 → 압박 → 경영권, 단계적 규율

스튜어드십 실효성 제고

기관 감시 기능 강화
→ 지배구조 개선

- √ 점검 대상을 참여기관 전체로 확대 ('26→'29, 약 250여개사)
- √ 점검 결과 공개 및 비교공시
- √ 형식적 의결권 행사 → 실질적 관여

기관투자자 주주관여 촉진

기업가치 제고 요구 확산
→ 주주환원·자본효율 개선

- √ 5%룰: 공동 보유자 요건 완화 → 기관 협력적 관여 촉진*
- √ 위탁운용사 선정시 책임투자 인센티브 제공 등**

저성과기업 M&A 활성화

자본 재배치 촉진
→ 저PBR 기업의 기업가치 현실화

- √ 자산매각·M&A 등 통해 기업 턴어라운드 유도
- √ 정책금융기관 등의 역할 검토

* 日 사례: ①회사의 사업활동에 중대한 변경·영향을 주지 않고, ②당사자 모두 기관투자자이며, ③개별적·1회적 권한 행사인 경우 의결권 공동행사를 공동보유에서 제외('26.5월)
** (예) 주주관여 활동을 평가하여 위탁운용사 선정 반영, 관련 추가보수 지급 등

M&A 시장 정상화: 공정한 M&A로 저평가 교정

이사회는 지배주주가 아닌 전체 주주 관점에서 판단

과제	현행	개선	일정
합병가액	시가 기준 (1개월·1주·전일 종가) → 주가 누를 유인	**공정가액 + 외부평가** 시가 기준 30년 만에 폐지	**'26.12.9 시행**
한국형 베어허그	인수제안 일방 묵살	**인수자: 협상경위 공개** **대상기업: 검토의견 공시**	**법 개정 추진**
의무 공개매수	프리미엄 지배주주 독점	**25%↑ 최대주주 시** **50%+1주 동일가격 매수**	**9.28 법사위 통과**

※ 공개매수시 대상기업 검토의견 공시는 美·英도 도입, 충실의무 도입('25.7) 후 공개매수 의견표명 비율 6.8% → 26.9%

쟁점 1 **인수제안 관련 공시 시점**

최초 제안 접수 시 vs 공개매수 개시 시
→ 제안 접수 시: 제안 묵살 어려우나, 불공정거래 소지
→ 매수 개시 시: 정보 정확성 제고, 협상 경과 알기 어려움
⇒ 주주보호 및 정보제공 강화 측면에서 검토

쟁점 2 **의무공개매수 50%+1주 vs 100%**

전량매수시 주주보호 강화되나 인수자금 증가로 M&A위축 우려 병존
50%+1주 안분비례 매수는 거래 불확실성으로 딜 성립 어렵게 함
⇒ M&A 시장 영향 고려한 단계적 접근방식 논의 필요

세제 보완: 고의적 주가누르기 선별 과세

PBR 일률 연동 대신, 고의 기업만 최소 30%(40%) 이상 할증

PBR 일률 연동의 한계

· 선의 기업 과도한 부담

· 업종별 특성 미고려

· 고PBR 기업 주가누르기 가능성

장기 저PBR 유형

대상

13반기 중 12반기↑
업종 PBR 하위 25%, 코스닥 하위 10%
(검토대안: 6반기 중 3반기↑, 코스피·코스닥 하위 25%)

평가

평가액×130%(140%)와 장기평균 중 큰 값
(6개월~6년6개월 평균 중 최대)

전 기업 유형 (평가시점 급락형)

대상

1년 내 CB·BW·EB 발행 등
+ 최근 6개월~3년 대비 30% 이상 하락

평가

장기 평균주가로 평가

3단계 선별 절차

주가 누르기 추정요건 해당 여부 판정 → **위원회 심의** → **최소 30%(40%) 이상 할증 과세**

※ 정부 '눌러진 시가' 과세방안(재경부)

- 경영권 프리미엄을 감안한 '현행 최대주주' 20% 할증은 별도 적용

** 검토 대안: 최소 40% 이상 할증 과세

감사합니다

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