

ESG 퀀트투자

『상법 개정』 코리아 디스카운트 리레이팅 시나리오

미래에셋증권 리서치센터 투자전략팀



CONTENTS

Executive Summary	3
상법 개정, 변화의 변곡점	3
다가오는 상법개정, 타임라인과 주요내용	4
변화의 중심에 있는 기업은?	5
코리아 디스카운트 리레이팅 시나리오	7
코리아 디스카운트 현상, 낮은 ROE와 높은 COE가 원인	7
한국 시장 PBR 리레이팅 시나리오 분석	10
한국 시장의 체질 개선	12
Appendix	13
자기자본비용의 추정	13
상법개정 영향 기업 리스트	16

Executive Summary

상법개정, 핵심내용과 적용대상

연이은 기업들의 거버넌스 이슈에 따라 정치권은 상법 개정 논의에 속도를 내고 있다. 논의 중인 주요 내용은 ▲이사의 충실의무 확대 ▲전자주주총회 도입 ▲집중투표제 도입 ▲감사위원 분리선임 확대 ▲3%를 강화 등이다. 이 가운데 현재 통과 가능성이 높은 이 정문 의원 발의안은 **충실의무 확대**와 **전자주총 도입**에만 초점을 맞추고 있으며, 나머지 사안은 재계의 우려로 추가 논의가 예상된다.

해당 개정안과 이후 논의될 조항들이 적용되는 기업은 **자산 2조 원 이상 상장사로**, 이는 대통령령에 의해 정해진 기준이다. 이들 기업은 **전자주총 의무화, 집중투표제 도입, 감사위원 분리선임 확대, 3%를 강화** 등의 영향을 직접적으로 받을 전망이다.

특히 이사의 충실의무가 '주주'로 확대될 경우, 이사회 의사결정이 주주 간 이해충돌을 야기하면 **배임 리스크**가 발생할 수 있다. 증자·감자나 특수관계인 간 합병 등은 이해충돌 소지가 있으나, 기업의 신중한 의사결정으로 인해 단기적 위험은 제한적이다. 반면, 부실 계열사와 우량 계열사의 합병 등을 통한 그룹 차원의 재무 보완 전략은 제약될 수 있으며, 그 결과 **상장 계열사의 외부차입 증가나 계열사 간 지급보증 확대**가 우려된다. 일부 기업은 중복상장을 해소하는 방식으로 대응할 가능성도 있다.

또한, 내부거래는 구조적으로 해소가 쉽지 않으며, 특히 **자회사의 상표권 사용료 지급**과 같은 거래는 기준이 불투명해 **배임 논란**으로 이어질 수 있다.

코리아 디스카운트 해소와 PBR 리레이팅

한국 증시는 오랜 기간 낮은 PBR 수준을 지속해 왔으며, 이는 미흡한 주주환원 정책과 높은 거버넌스 리스크가 복합적으로 작용한 결과다. 밸류업 프로그램을 통해 일부 개선이 이루어지고 있으나, 보다 근본적인 해법은 거버넌스 리스크의 구조적 해소에 있다.

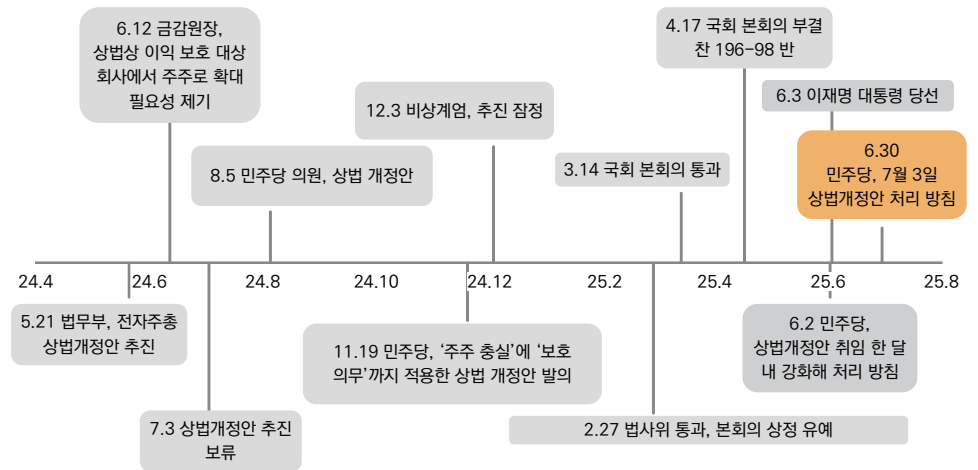
상법 개정과 같은 제도 개선이 실행되면, 기업의 자기자본비용(COE) 중 거버넌스 리스크 프리미엄이 축소되며, 이를 반영한 PBR 리레이팅 여력은 약 10% 수준으로 추정된다. 최근 상승한 거버넌스 리스크에 대한 시장 민감도를 반영할 시 20% 수준으로 상승할 수 있다. 이는 현재 수준의 수익성(ROE)이 유지된다는 전제를 기반으로 한다.

그러나 거버넌스 리스크 해소는 단순히 COE를 낮추는 효과에 그치지 않고, 이사회의 책임성과 투명성을 높이고, 기업 의사결정의 합리성을 제고하는 방식으로 경영 전반의 체질 개선을 유도할 수 있다. 이러한 변화는 중장기적인 성장 기반 강화로 이어지며, 결과적으로 ROE 개선이라는 또 다른 가치 상승 요인을 창출할 수 있다.

상법 개정, 변화의 변곡점

다가오는 상법개정, 타임라인과 주요내용

그림 1. 상법개정안 타임라인



자료: 언론종합, 미래에셋증권 리서치센터

만성적인 코리아 디스카운트 해소를 위해 여당인 더불어민주당은 2024년부터 상법 개정을 통해 이사회와 투명성과 이사의 독립성 강화를 추진해왔다. 이재명 대통령 역시 당선 직후 상법 개정안의 조속한 처리를 공식 언급했으며, 민주당은 ‘코스피 5,000 특별위원회’를 출범시켜 7월 4일까지 개정안 통과 의지를 밝혔다. 야당인 국민의힘도 전향적 검토 입장을 내놓으면서, 이번 상법 개정안은 여야의 공감대 속에 통과 가능성이 높아졌다.

개정안의 핵심은 이사의 충실 의무 범위를 기존 ‘회사’에서 ‘주주’로까지 확대하는 데 있다. 이를 통해 회사-주주 간, 주주들 간 이해충돌 문제를 제도적으로 해소하려는 것이다. 더불어 이사의 독립성과 이사회와 투명성을 강화하기 위한 방안으로는 △집중투표제 도입 △전자주총 △사외이사의 ‘독립이사’ 명칭 변경 △감사위원 분리선임 확대 △사외이사 선임 시 최대주주 및 특수관계인의 의결권을 합산해 3%로 제한하는 방안 등이 함께 논의되고 있다.

표 1. 상법개정안 주요 내용

내용	원안	예상 개정안
이사의 충실 의무	이사의 회사에 대한 충실 의무	이사의 회사 및 주주에 대한 충실 의무
전자주총	(신설)	대통령령으로 정하는 상장회사는 전자주총 개최
집중투표제	집중투표제를 정관을 통해 배제할 수 있음	집중투표제를 정관에서 배제할 수 없음 ※ 논의 중이나 7월 3일 표결 개정안 내용 미포함
감사위원 분리선임	감사위원회(2/3 사외이사로 구성) 위원이 되는 이사 1명 분리선임	감사위원회(2/3 사외이사로 구성) 위원이 되는 이사 2명 분리선임 ※ 논의 중이나 7월 3일 표결 개정안 내용 미포함
의결권 제한 (3% 룰)	사외이사 감사위원회 위원 선임·해임 안전에 대해 최대주주와 특관인 각각 3% 의결권 제한	사외이사 감사위원회 위원 선임·해임 안전에 대해 최대주주와 특관인 합산 3% 의결권 제한 ※ 논의 중이나 7월 3일 표결 개정안 내용 미포함

자료: 의안정보시스템, 미래에셋증권 리서치센터

변화의 중심에 있는 기업은?

자산총액 2조원 이상인 상장사에 주목

표 2. 상법 개정안 내용의 주요 적용 대상

집중투표제	감사위원 분리선임		전자주주총회
제542조의7 (집중투표에 관한 특례)	제542조의11 제415조의2 (감사위원회)	제542조의12 (감사위원회의 구성 등)	제542조의14* (전자주주총회)
② ... 대통령령으로 정하는 상장회사 ... 집중투표의 방법으로 이사를 선임...	① ... 대통령령으로 정하는 상장회사는 감사위원회를 설치하여야 한다.	① 제542조의11 제1항의 상장회사의 경우...	① 상장회사는 정관으로 달리 정하는 경우를 제외하고는 ... 전자주주총회를 개최할 수 있다
③ 제2항의 상장회사가 정관으로 집중투표를 배제하거나...	② 감사위원회는 ... 3명 이상의 이사로 구성 ... 사외이사가 위원의 2/3 이상이어야 한다	② ... 위원 중 1명은 ... 다른 이사와 분리하여 ... 선임	② ... 대통령령으로 정하는 상장회사는 전자주주총회를 개최하여야 한다

주: *신설
자료: 국가법령정보센터, 미래에셋증권 리서치센터

상기 개정안 내용에서 가리키는 대통령령으로 정하는 상장회사는 모두 자산총액 2조원 이상의 상장사를 의미한다. 7월 3일 통과가 예상되는 개정안 내용은 전자주총 의무시행 내용만 담고 있어 해당 부분은 즉각적 변화가 예상된다.

향후 재논의를 거쳐 통과될 가능성이 있는 집중투표제 도입과 감사위원 분리선임 확대 역시, 과거 이소영 의원이 대표 발의한 법안에 비추어 보면, 대통령령으로 대상 기업을 규정하고 있으며, 이 역시 자산 2조 원 이상 상장사가 해당된다. 또한, 3%를 강화 역시 감사위원회 설치가 의무인 동일 기업군을 대상으로 적용되므로, 핵심 제도들의 적용 범위는 일치한다. (자산 2조 원 이상 상장사의 이사회 구성 현황 Appendix 참고)

전자주주총회는 소액주주의 접근성을 높여 의사 표현을 활성화시키는 기반이 되며, 나머지 제도들은 이사회 구성의 실질적 변화를 유도할 수 있다. 집중투표제 도입 시, 소액주주 및 기관투자자 등 이른바 '주주연대'가 추천한 사외이사 선임 가능성이 높아지고, 감사위원 분리선임 대상이 기존 1명에서 2명으로 확대될 경우, 주주연대가 집중투표제를 통해 선임 가능한 이사 수는 2명까지 확대될 가능성이 높다. 여기에 3%를 강화까지 시행되면, 주주연대가 확보할 수 있는 이사 수는 2명을 넘어설 수 있어, 이사회 지배구조에 중대한 전환점이 될 수 있다.

표 3. 자산 2조 이상 상장사의 개정안 통과 시나리오별 예상 이사회 구성

시나리오	집중투표제	분리선임 확대	3%를	예상 이사회 구성
A	통과	-	-	주주연대/기관투자자 선호 이사 1명 선임 가능성 상승
B	통과	통과	-	주주연대/기관투자자 선호 이사 2명 선임 가능성 상승
C	통과	통과	통과	주주연대/기관투자자 선호 이사 2명 이상 선임 가능성 상승 ※ 논의 중이나 1차 개정안 내용에 미포함

자료: 미래에셋증권 리서치센터

내부거래 비중이 높은 기업에 주목

표 4. 이사의 충실의무와 주주 이해충돌 사례

기업의 의사결정			
유형	(1) 통상의 사업적 의사결정	(2) 자기자본의 변경	(3) 특수관계기업과의 이해관계
내용	설비투자, 사업적 M&A, 신규사업 등	관계사 합병 및 분할, 증자, 감자, 자사주 취득 및 소각 등	내부거래, 일감몰아주기, 상표권 거래 등
관련 의무	이사의 선관주의 의무	이사의 충실의무	이사의 충실의무
이해충돌	전체 주주의 이익과 손해 비례 → 이해충돌 없음	회사 또는 주주 한 쪽의 이익/손해만 있을 수 있음 → 이해충돌 있음	특정 주주의 이익이 다른 주주의 이익보다 클 수 있음 → 이해충돌 있음

자료: 거버넌스포럼, 와이즈포레스트, 미래에셋증권 리서치센터

상법 개정안이 통과되어 이사의 충실의무가 회사뿐 아니라 '주주'에게까지 확대되면, 기업의 의사결정 과정에서 배임 논란이 제기될 수 있는 사례가 늘어날 수 있다. 특히 ▲자기자본의 변경과 ▲특수관계기업과의 거래가 주요 쟁점이 될 수 있다.

자기자본의 변경, 즉 증자·감자·합병 등은 회사-주주 간 이해충돌 가능성이 존재한다. 일반적으로 주주총회 승인을 거치는 결정이기 때문에, 개정안 시행 이후 기업들이 보다 신중하게 대응할 경우 즉각적인 법적 문제가 발생할 가능성은 낮다. 그러나 기존에 재무건전성이 부족한 계열사에 현금흐름이 양호한 계열사를 흡수합병시켜 그룹 차원의 재무 안정성을 확보해온 사례들이 많았고, 이러한 방식을 실행하는 것이 어려워짐에 따라 외부 차입을 선택하는 기업이 많아질 수 있다. 이 때 지주회사나 우량 계열사가 지급보증에 나서는 경우 역시 이해충돌로 간주되어 문제가 될 수 있으며, 문제가 되지 않더라도 재무건전성 악화가 심화될 수 있다. (2025년 채무보증총계 변동 상위 기업집단 리스트 Appendix 참고)

한편 특수관계기업과의 거래는 자기자본의 변경과 달리 구조적으로 반복되는 특성이 있어 더 장기적인 리스크 요인이 될 수 있다. 집중투표제와 감사위원 분리선임제가 도입되면, 주주연대나 기관투자자가 감사위원회 내 사외이사를 통해 실질적인 견제권을 확보하게 되며, 이 과정에서 특수관계인 간 거래가 본격적으로 도마에 오를 수 있다. 특히 상표권 거래는 대표적인 고위험 영역으로, 가치 산정 기준이 불명확해 사용료가 자의적으로 책정될 수 있다. 실제로 일부 자회사는 지주사의 이름을 사용하지 않음에도 로열티를 지급하고 있어 이 같은 결정에 대한 의사결정을 진행한 이사는 배임 소지가 있다. (2025년 기업집단별 내부거래 및 상표권 거래 비중 현황 Appendix 참고)

코리아 디스카운트 리레이팅 시나리오

코리아 디스카운트 현상, 낮은 ROE와 높은 COE가 원인

한국 시장의 거버넌스 리스크 프리미엄

자기자본비용 (COE, Cost of Equity)
주주가 투자 기회비용과 투자 위험에 대한 보상을 합산해 기업에 요구하는 기대수익률

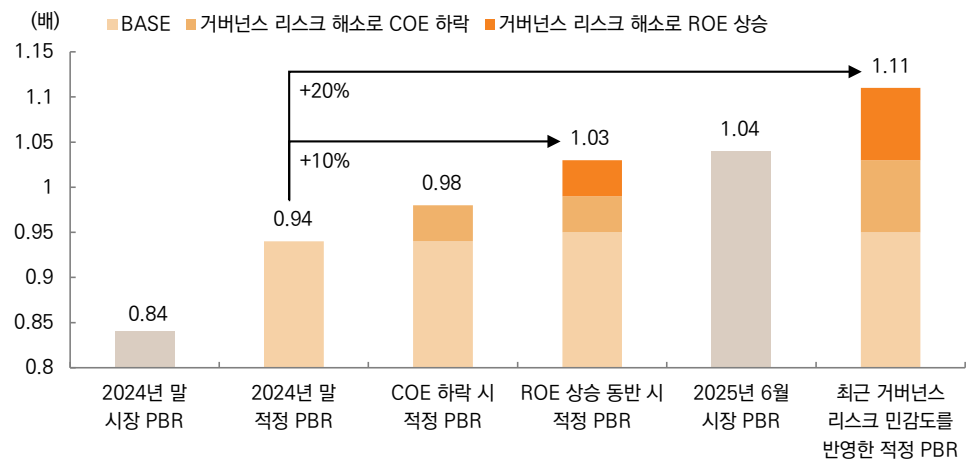
코리아 디스카운트 현상은 낮은 ROE와 높은 COE(자기자본비용)에서 기인하기 때문에 낮은 ROE를 개선하고자 지난정부부터 주주환원을 촉진하는 밸류업 프로그램을 추진하고 있다. 다만, 주주환원에는 재원의 한계가 존재하며, 자사주 소각을 통해 대주주가 상대적으로 높은 지배력을 확보하는 우려도 존재한다. 따라서 보다 근본적으로는 높은 COE의 주 원인인 한국 시장 특유의 거버넌스 리스크를 완화하는 것이 중요하다. 전문가들은 상법 개정 등 제도 개선을 통해 이러한 리스크가 완화될 경우, 코리아 디스카운트 역시 점진적으로 해소될 것으로 기대하고 있다.

주식 리스크 프리미엄 (ERP, Equity Risk Premium)
안전자산이 아닌 주식에 투자할 때 감수하는 리스크에 대한 보상으로 요구하는 추가수익률

상법 개정을 통해 거버넌스 리스크가 완화될 경우, COE(자기자본비용)의 하락이 기대된다. COE는 무위험수익률과 주식 리스크 프리미엄(ERP)으로 구성되며, 직접 추정된 COE는 7.77%, ERP는 4.77%로 나타났다. 이 중 거버넌스 리스크가 차지하는 비중은 ERP의 약 6%에 해당한다. 만약 제도 개선으로 거버넌스 리스크가 해소되어 COE가 하락하고, 이에 따라 ROE도 개선된다면, PBR이 약 10% 개선될 수 있다.

나아가, 시장이 거버넌스 리스크를 인식하는 민감도는 점점 높아지고 있으며, 이를 반영한 거버넌스 리스크 프리미엄은 기존 수치에 비해 두 배까지 상승한다. 이 경우 COE는 더 큰 폭으로 하락할 수 있으며, ROE 개선 효과까지 고려하면 PBR은 약 20% 개선될 수 있다.

그림 2. 한국 시장의 PBR 리레이팅 시나리오



자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

낮은 ROE, 미흡한 주주환원이 원인

그림 3. 하락하는 코스피 PBR 하방 지지선



자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

한국 주식시장의 PBR 지지선은 지속적으로 하락해 왔다. 2000년대 초반 1.1배 수준이던 것이 현재는 0.8배 수준까지 떨어졌다.

적정 PBR (Justified PBR)

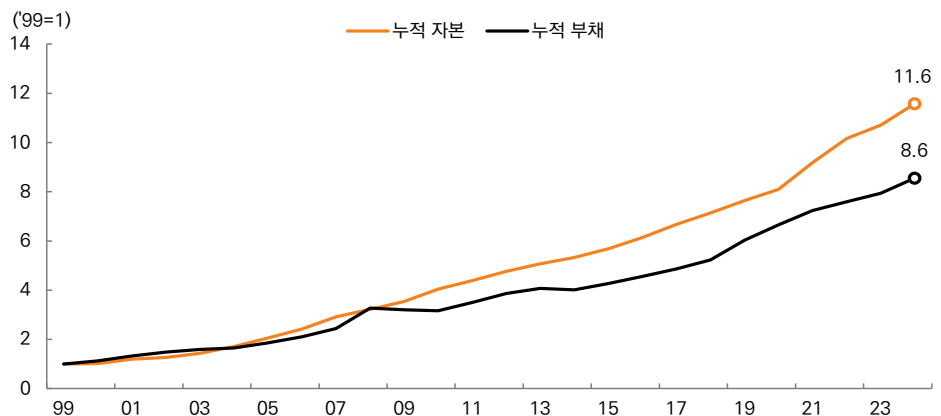
적정 PBR은 기업 수익성(ROE)이 투자자의 요구수익률(COE)을 얼마나 상회하는지를 반영한 기업가치의 이론적 기준선

$$\text{적정 PBR} = \frac{\text{ROE}}{\text{COE}} = \frac{\frac{\text{순이익}}{\text{EBT}} \times \frac{\text{EBT}}{\text{EBIT}} \times \frac{\text{EBIT}}{\text{매출}} \times \frac{\text{매출}}{\text{자산}} \times \left(1 + \frac{\text{타인자본}}{\text{자기자본}}\right)}{\text{무위험수익률} + \text{위험보상}}$$

PBR 하락은 구조적인 현상이다. 특히 낮은 ROE의 원인은 ROE를 구성 하위지표로 분해하여 보면 이유가 명확하다. 수익성 지표와 같은 성장성 요인을 제외하고 ROE를 낮추는 구조적 지표는 ‘부채비율(타인자본/자기자본)’ 이다.

자기자본이 타인자본보다 상대적으로 빠르게 누적된다면 ROE 하락의 요인이 된다. 이는 기업들이 쌓아둔 현금을 주주환원에 사용하지 않았다는 방증으로 실제로 자본총계(연평균 10.3%)는 부채총계(연평균 9%)보다 더 빠르게 증가해 왔다. 자본 슬림화를 위해 독려하고 있는 것이 밸류업 프로그램이지만 언급한 한계가 존재한다.

그림 4. 부채총계 대비 빠르게 증가하는 자본총계 (시작점 값 1 통일)



주: 코스피, 코스닥 상장사 전체 집계
자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

높은 COE, 거버넌스 리스크가 원인

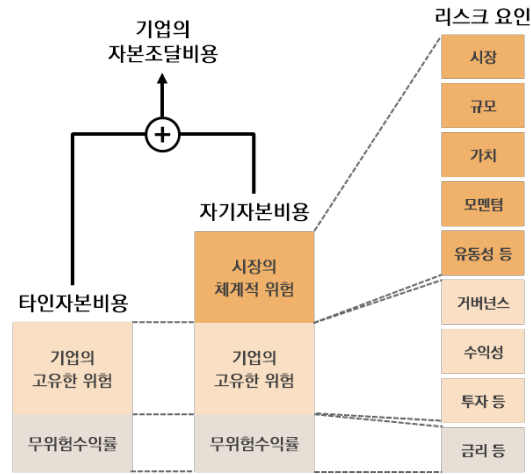
ROE 개선에는 한계가 있기 때문에, 할인율인 COE(자기자본비용)를 낮추는 접근이 필요하다. COE는 투자자가 기대하는 최소 요구수익률로, 무위험수익률(기회비용)과 주식 리스크 프리미엄(위험보상)의 합으로 구성된다. 무위험수익률은 주로 금리로 결정되며, ERP는 시장 전반의 리스크 요인과 기업의 고유한 리스크를 반영한다.

선진국은 시장(Market), 규모(Size), 가치(Value) 등 전통적 요인에 기반해 COE를 산출하지만, 한국은 고유한 거버넌스 리스크로 인해 상대적으로 높은 COE가 형성됐을 가능성이 있다. 다만 정량적으로 얼마큼이 거버넌스 리스크로 인해 상승한 COE 폭인지에 대한 근거는 부족한 상황이다.

자본자산가격결정모형 (CAPM)
COE는 무위험수익률과 시장 리스크에 대한 보상으로 결정된다는 이론. 위험이 클수록 COE가 상승하는 것을 정당화.

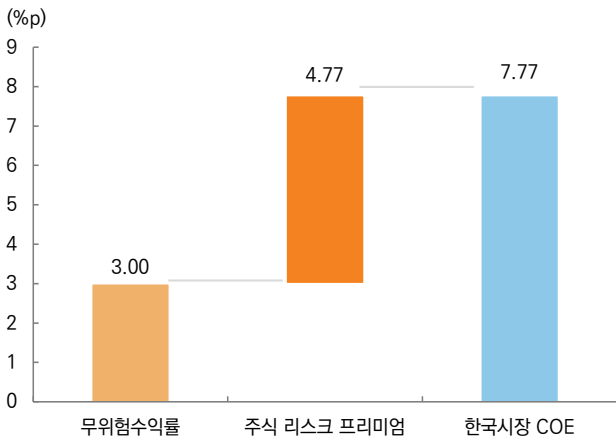
이에 COE를 직접 추정하기 위해 CAPM을 확장한 다요인 모형을 적용했다. 기존 7개 리스크 요인에 거버넌스 리스크를 8번째 요인으로 추가해 분석한 결과, 2024년 말 기준 한국 시장의 COE는 7.77%로 도출됐다. 이는 무위험수익률 3%와 ERP 4.77%의 합이며, ERP 중 약 6%에 해당하는 0.3%p가 거버넌스 리스크 프리미엄으로 추정된다. 이는 제도 개선을 통해 COE를 최소 0.3%p 낮출 수 있음을 의미한다. 또한 거버넌스 체질 개선이 지속될 경우, 향후에는 해당 리스크가 COE 상승이 아닌 하락 요인으로 작용할 가능성도 있다.

그림 5. 리스크가 기업의 자본조달비용을 구성하는 원리



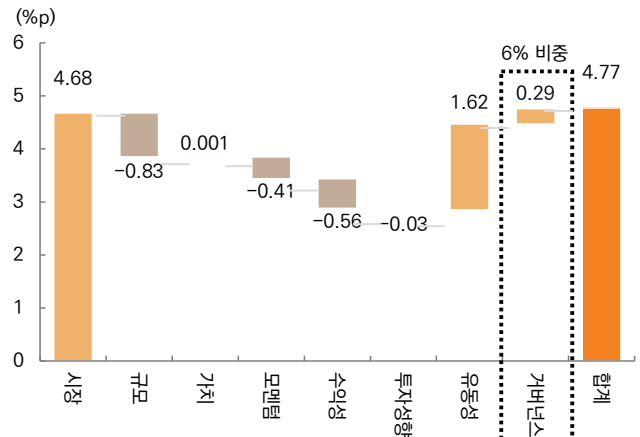
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 자기자본비용의 구성



자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 자세한 추정 방법은 Appendix 참고

그림 7. 주식 리스크 프리미엄의 리스크 요인별 구성



자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 자세한 추정 방법은 Appendix 참고

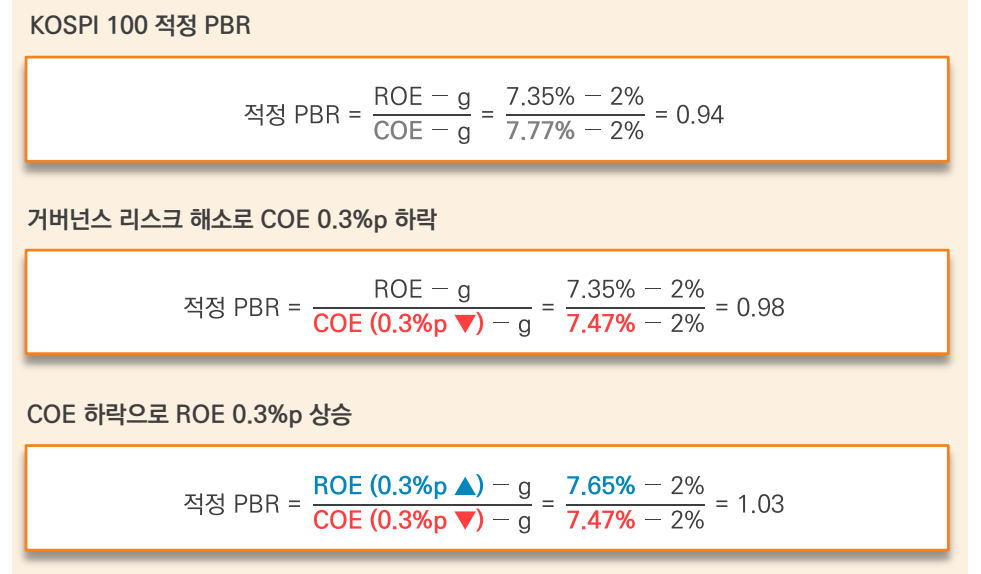
한국 시장 PBR 리레이팅 시나리오 분석

PBR 10% 리레이팅 시나리오

한국 시장의 PBR 리레이팅 시나리오 분석을 위해 적정 PBR을 계산한다. ROE는 7.35%로 코스피 100 종목의 2024년 말 데이터를 기반으로 계산했다. COE는 직접 추정된 7.77%를 사용한다. (애스워드 다모다란 교수 추정치 7.8%와 근사)

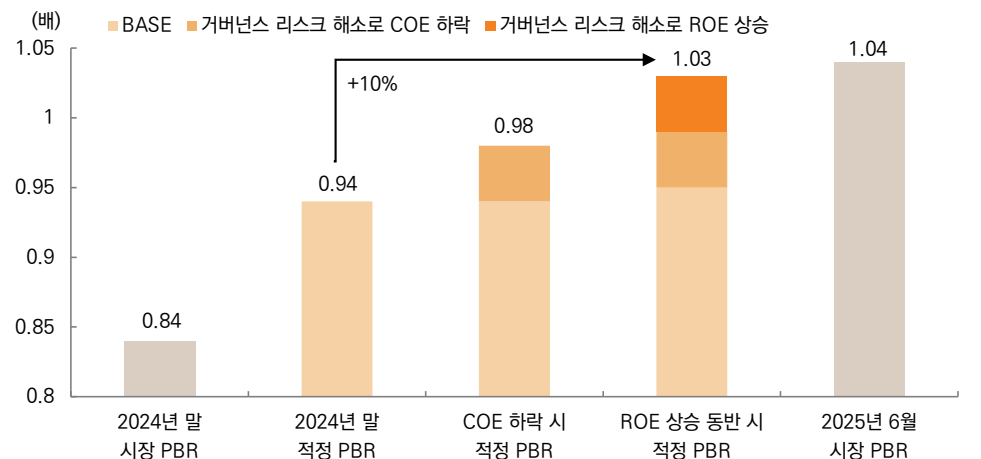
상기 수치를 사용한 코스피 100의 이론적 적정 PBR은 0.94배이다. 거버넌스 리스크로 상승한 COE 0.3%p를 차감할 경우 PBR은 0.98배로 상승한다. 추가로 COE 하락과 같은 수준의 이자비용 지출 감소를 가정할 경우 PBR은 1.03배로 상승한다. 기존 0.94배와 비교해 약 10% 리레이팅이 이뤄졌으며, 2024년 말 실제 시장 PBR인 0.84를 기준으로 25% 상승한 수치이다. 2025년 6월 27일을 기준으로 코스피의 시장 PBR은 1.03을 기록하고 있어 상법개정에 대한 기대감으로 PBR 리레이팅이 이미 선반영되었음을 알 수 있다.

그림 8. 거버넌스 리스크 저감으로 리레이팅되는 한국 시장의 PBR



자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 성장률(g) 2024년 말 IMF 추정치 사용

그림 9. PBR 리레이팅 수준 비교



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 코스피 100 기준

PBR 20% 리레이팅 시나리오

COE 추정에 사용한 다요인 모형 방법론은 거버넌스와 같은 특정 리스크 요인에 대해 시장이 얼마나 민감하게 반응하는지를 측정해 사용한다. 일반적으로 시장(Market), 규모(Size), 가치(Value) 등의 전통적 리스크 요인들은 여러 기간에 걸쳐 비교적 안정적인 민감도를 보이는 반면, 거버넌스 리스크에 대한 시장의 민감도는 최근 들어 꾸준히 상승하는 경향을 보였다. 이는 투자자들이 거버넌스 리스크를 점점 더 중요하게 인식하고 있음을 시사하며, 그에 따라 COE 내에서 거버넌스 리스크가 차지하는 비중도 높아지게 된다.

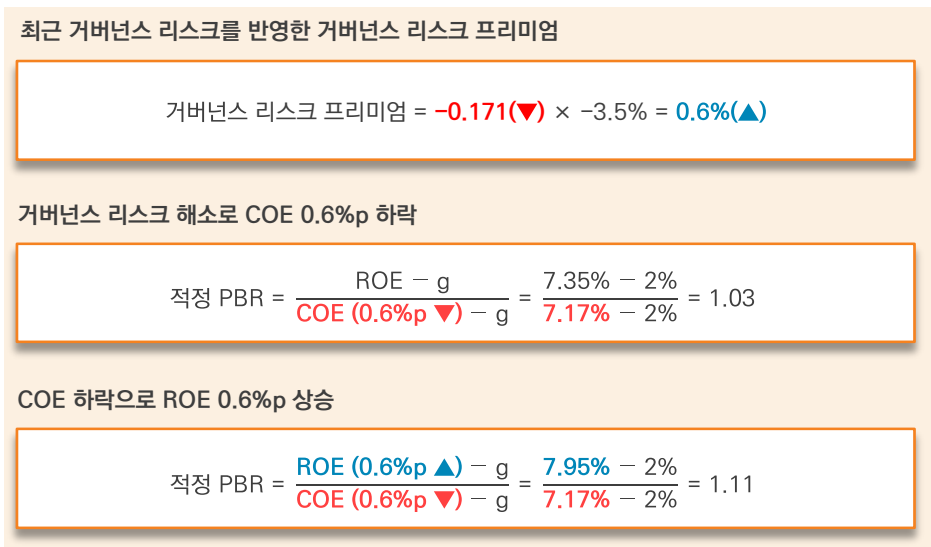
표 5. 리스크 요인별 민감도 - 상승하는 거버넌스 리스크에 대한 시장 민감도

샘플 기간	시장	규모	가치	모멘텀	수익성	투자성향	유동성	거버넌스
2017~2024	1.065	0.737	0.000	-0.197	-0.114	-0.016	0.117	-0.084
2018~2024	1.072	0.740	-0.003	-0.144	-0.098	-0.048	0.156	-0.093
2019~2024	1.062	0.745	0.001	-0.132	-0.040	-0.047	0.163	-0.132
2020~2024	1.072	0.718	-0.007	-0.145	-0.044	-0.048	0.182	-0.148
2021~2024	1.062	0.699	0.012	-0.150	-0.059	-0.042	0.160	-0.171

자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

2017~2024년 기간 동안, 거버넌스 리스크에 대한 시장 민감도와 거버넌스 룡숏 포트폴리오의 기대수익률(거버넌스 우수종목 투자에 대한 위험보상)을 곱해 도출한 거버넌스 리스크 프리미엄 값은 0.3%p였다. 2021~2024년 기간 동안 동일한 방식으로 거버넌스 리스크 프리미엄을 도출할 경우 수치는 0.6%p로 2배 상승한다. 이 값을 반영해 PBR 리레이팅 수준을 재추정할 경우, 기존 적정 PBR 0.94배 대비 약 20%, 거버넌스 리스크 민감도를 고려하지 않은 PBR 리레이팅 예상치인 1.03배 대비 약 8% 상승한 1.11배로 도출된다. 이는 2025년 6월 코스피 PBR 값 1.04배와 대비해 7% 높은 수치로 거버넌스 리스크에 대한 시장의 인식이 더 성숙해짐에 따라 리스크의 크기도 달라지고 이에따른 PBR 리레이팅 폭도 커질 수 있음을 의미한다.

그림 10. 최근 상승한 거버넌스 리스크 민감도를 반영한 PBR 리레이팅 시나리오



자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: KOSPI 100 기준, 2024년 말 데이터 사용

한국 시장의 체질 개선

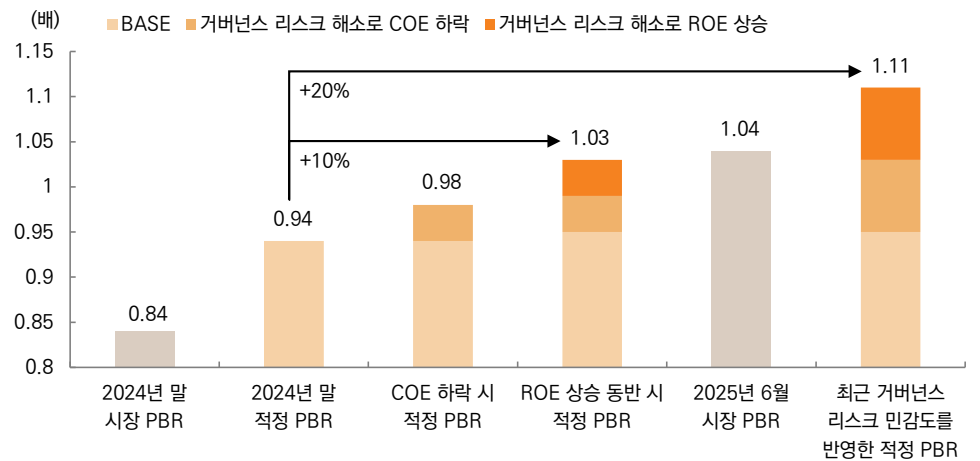
상법 개정은 단기적으로 시장의 제도적 변화를 촉발할 수 있지만, 장기적으로는 한국 기업의 지배구조 개선과 체질 변화로 이어질 수 있다. 현재 한국 시장은 높은 거버넌스 리스크로 인해 COE(자기자본비용)가 과도하게 형성되어 있으며, 이는 낮은 주가와 PBR로 연결되고 있다. 그러나 제도 개선을 통해 이러한 리스크가 완화된다면, COE는 하락하고 1주의 내재가치가 재평가되어 주가 상승으로 이어질 수 있다.

특히 이사회 역량과 다양성 제고, 그리고 견제와 균형 기능의 실질적 강화는 단순한 리스크 완화를 넘어 ROE 개선의 모멘텀으로 작용할 수 있다. 이 경우 거버넌스는 COE를 높이는 요인이 아니라, 오히려 낮추는 요인으로 전환되며 시장의 구조적 리레이팅을 견인할 수 있다.

따라서 상법 개정이 형식적 통과에 그치지 않고, 이사회 독립성과 책임성을 실질적으로 제고하는 방향으로 실행되는지 여부를 지속적으로 주시해야 한다. 이는 코리아 디스카운트를 근본적으로 해소할 수 있는 결정적 분기점이 될 수 있다.

아울러, 앞서 ERP(주식 리스크 프리미엄)를 분해한 결과에서도 확인되었듯, 유동성 리스크 또한 COE 상승의 주요 요인 중 하나다. 유동성 리스크는 완전히 제거할 수는 없지만, 시장에서 충분히 거래되지 않는 비우량 기업에 대한 관리 강화와 상장 및 퇴출 기준의 엄격한 적용을 통해 상당 부분 완화할 수 있다. 이 점에서 거래소 차원의 거버넌스 체계 개선 역시 병행되어야 할 핵심 과제라 할 수 있다.

그림 11. 한국 시장의 PBR 리레이팅 시나리오



자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

Appendix

자기자본비용의 추정

자기자본비용(COE)은 투자자가 기업에 투자할 때 최소한으로 기대하는 수익률을 의미한다. 이 수치는 기업가치 평가나 자본 조달 비용 산정에서 매우 중요한 기준이 된다. COE는 명확하게 계산되는 값이 아니라, 여러 가정과 시장 상황을 반영해 통계적으로 추정되는 값이다. 기대수익률은 투자자마다 다르고, 시장의 위험 인식도 시점에 따라 달라지기 때문에 COE는 절대적인 수치라기보다 합리적 범위 내에서 추정되는 값으로 이해해야 한다.

COE를 추정할 때 가장 널리 쓰이는 방법은 자본자산가격결정모형(CAPM)이다. CAPM은 시장 전체 수익률과 비교해 특정 자산이 얼마나 위험한지를 나타내는 민감도(β)를 측정하고, 이를 바탕으로 기대수익률을 추정한다. 이 모형은 구조가 단순하고 직관적이어서 널리 사용되어 왔다.

그러나 CAPM은 시장이라는 단일 요인만을 고려하기 때문에, 현실에서 수익률에 영향을 주는 다양한 리스크 요인의 기여도를 충분히 설명하지 못하는 한계가 있다. 예를 들어, 규모, 가치, 수익성, 거버넌스 같은 요인이 수익률에 영향을 미치더라도, CAPM은 이를 반영하지 못하거나 과소추정할 수 있다.

이러한 한계를 보완하기 위해 멀티팩터 모형이 사용된다. 이 모형은 시장 수익률 외에도 다양한 요인을 함께 고려해 기업의 위험을 보다 정밀하게 평가한다. 이를 통해 투자자들의 기대와 시장 반응을 더 잘 설명하고, COE 추정을 보다 현실적이고 신뢰성 있게 만들 수 있다. COE를 정교하게 추정하는 것은 자본비용을 정확히 반영하고, 합리적인 의사결정을 가능하게 한다.

본 보고서에서는 시장, 규모, 가치, 모멘텀, 수익성, 투자성향, 유동성 등 7가지 전통적 요인에 거버넌스를 추가한 8요인 모형을 사용하며, 해당 모형의 수식은 다음과 같다:

$$E(R) = R_f + \beta_{MKT} \cdot MKT + \beta_{SMB} \cdot SMB + \beta_{HML} \cdot HML + \beta_{UMD} \cdot UMD + \beta_{RMW} \cdot RMW + \beta_{CMA} \cdot CMA + \beta_{IML} \cdot IML + \beta_{GMB} \cdot GMB$$

표 6. 8요인 모형 구성 항목 및 정의

리스크 요인별 프리미엄 계산법	정의
MKT (Market) = 시장수익률 - 무위험수익률	주식시장 투자에 대한 보상
SMB (Small minus Big) = 소형주 수익률 - 대형주 수익률	소형주 투자에 대한 보상
HML (High minus Low) = 저평가주 수익률 - 고평가주 수익률	저평가주 투자에 대한 보상
UMD (Up minus Down) = 상승주 수익률 - 하락주 수익률	상승주 투자에 대한 보상
RMW (Robust minus Weak) = 고이익주 수익률 - 저이익주 수익률	고이익주 투자에 대한 보상
CMA (Conservative minus Aggressive) = 저투자주 수익률 - 고투자주 수익률	저투자주 투자에 대한 보상
IML (Illiquid minus Liquid) = 저유동주 수익률 - 고유동주 수익률	저유동주 투자에 대한 보상
GMB (Good minus Bad) = 거버넌스 우수주 수익률 - 거버넌스 미흡주 수익률	거버넌스 우수주 투자에 대한 보상

주1: 베타는 각 리스크 요인에 대한 자산의 민감도를 의미

주2: E(R)은 기대수익률/자기자본비용 ; Rf는 무위험수익률

주3: 수익률은 배당금과 배당금 재투자율 가정한 토달리턴 사용

자료: 미래에셋증권 리서치센터

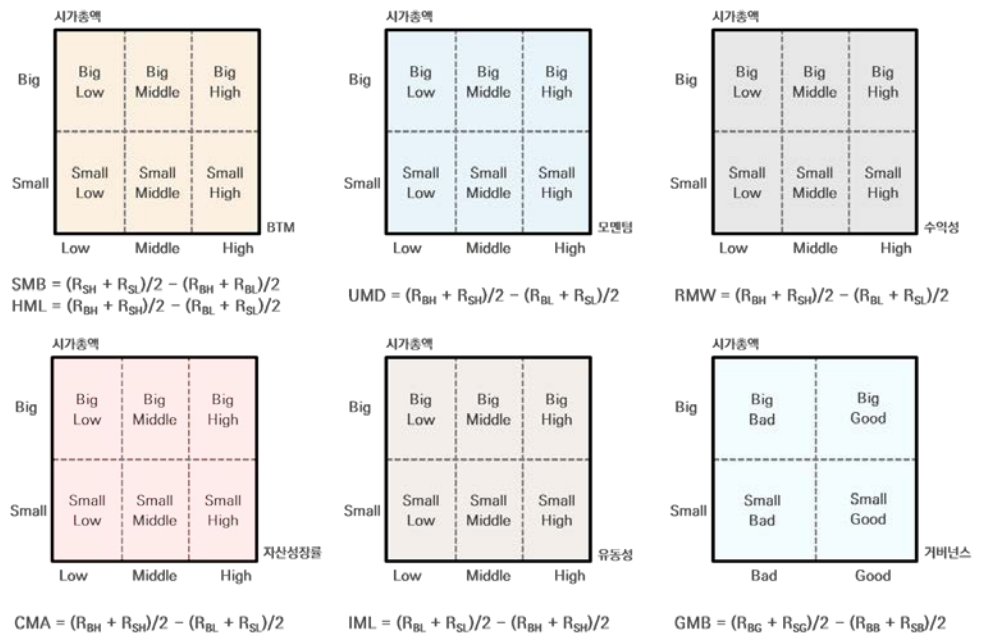
COE 추정을 위해 8요인 모형에 대한 회귀분석을 실시할 시 결과는 아래와 같다.

그림 12. 8요인 모형에 대한 회귀분석 실시 결과

	주식시장 투자 리스크에 대한 민감도 β_{MKT}	1.065***	×	시장 리스크 프리미엄 MKT	4.4%	=	4.68%
+	소형주 투자 리스크에 대한 민감도 β_{SMB}	0.737***	×	규모 리스크 프리미엄 SMB	-1.1%	=	-0.83%
+	저PBR주 투자 리스크에 대한 민감도 β_{HML}	0.0003	×	가치 리스크 프리미엄 HML	0.001%	=	0.001%
+	상승주 투자 리스크에 대한 민감도 β_{UMD}	-0.197***	×	모멘텀 리스크 프리미엄 UMD	2.1%	=	-0.41%
+	고영업이익주 투자 리스크에 대한 민감도 β_{RMW}	-0.114**	×	수익성 리스크 프리미엄 RMW	4.9%	=	-0.56%
+	자산성장률 하위종목 투자 리스크에 대한 민감도 β_{CMA}	-0.016	×	투자성향 리스크 프리미엄 CMA	1.6%	=	-0.03%
+	자유동주 투자 리스크에 대한 민감도 β_{IML}	0.117**	×	유동성 리스크 프리미엄 IML	13.9%	=	1.62%
+	거버넌스 우수종목 투자 리스크에 대한 민감도 β_{GMB}	-0.084***	×	거버넌스 리스크 프리미엄 GMB	-3.5%	=	0.29%
				=	주식 리스크 프리미엄 ERP (위험에 대한 보상)	=	4.77%
				+	한국 무위험지표금리 KOFR (투자 기회비용)	=	3.0%
				=	한국 시장의 자기자본비용	=	7.77%

주: * 통계적 신뢰도 90% 이상, ** 통계적 신뢰도 95% 이상, *** 통계적 신뢰도 99% 이상
 자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 리스크 요인별 상세 계산 방법



주: BTM = 1/PBR; 유동성 = 절대수익률/거래량
 자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 8가지 요인 간 상관행렬(Correlation Matrix)

Correlation Matrix	MKT	SMB	HML	CMA	RMW	UMD	IML	GMB
MKT	1.00							
SMB	-0.07	1.00						
HML	-0.10	0.08	1.00					
CMA	-0.08	0.35	0.45	1.00				
RMW	-0.02	-0.23	0.04	-0.48	1.00			
UMD	0.17	-0.14	-0.11	-0.02	0.08	1.00		
IML	-0.36	0.35	0.43	0.44	-0.05	-0.54	1.00	
GMB	-0.16	0.15	0.01	0.05	0.12	0.00	0.07	1.00

자료: 미래에셋증권 리서치센터

참고문헌

- I. Eugene F. Fama, Kenneth R. French, Choosing factors, Journal of Financial Economics, Volume 128, Issue 2, 2018, Pages 234-252, ISSN 0304-405X
- II. Yakov Amihud, Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects, Journal of Financial Markets, Volume 5, Issue 1, 2002, Pages 31-56, ISSN 1386-4181
- III. M. M. Carhart, On Persistence in Mutual Fund Performance, The Journal of Finance, Volume 52, Issue 1, 1997, Pages 57-82
- IV. Roy Henriksson, Joshua Livnat, Patrick Pfeifer, Margaret Stumpp, Integrating ESG in Portfolio Construction, Journal of Portfolio Management, Volume 45, Issue 4, 2019, Pages 67-81
- V. Guido Giese, Linda-Eling Lee, Dimitris Melas, Zoltan Nagy, Laura Nishikawa, Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance, Journal of Portfolio Management, Volume 45, Issue 5, 2019, Pages 69-83
- VI. Paul Gompers, Joy Ishii, Andrew Metrick, Corporate Governance and Equity Prices, The Quarterly Journal of Economics, Volume 118, Issue 1, 2003, Pages 107-155

상법개정 영향 기업 리스트

표 8. 자산 2조 이상 상장사별 이사 구성 현황 (시총 상위 49개 기업 선별) - 2025년 1분기 기준

티커	기업명	집단명	시장	등기	사내	기타비상무	사외	감사위원	여성이사	사외이사 비중	여성이사 비중	감사위원 3명 초과	여성이사 1명 초과
A005930	삼성전자	삼성	KS	9	3	-	6	3	2	66.7%	22.2%	X	O
A000660	SK하이닉스	에스케이	KS	9	2	2	5	4	2	55.6%	22.2%	O	O
A207940	삼성바이오로직스	삼성	KS	7	3	-	4	3	1	57.1%	14.3%	X	X
A373220	LG에너지솔루션	엘지	KS	7	2	1	4	4	2	57.1%	28.6%	O	O
A012450	한화에어로스페이스	한화	KS	9	4	-	5	3	1	55.6%	11.1%	X	X
A005380	현대차	현대자동차	KS	12	5	-	7	5	4	58.3%	33.3%	O	O
A105560	KB금융	케이비금융	KS	9	1	1	7	4	3	77.8%	33.3%	O	O
A000270	기아	현대자동차	KS	9	4	-	5	4	3	55.6%	33.3%	O	O
A329180	HD현대중공업	HD현대	KS	5	2	-	3	3	1	60.0%	20.0%	X	X
A068270	셀트리온	셀트리온	KS	12	4	-	8	8	2	66.7%	16.7%	O	O
A034020	두산에너지빌리티	두산	KS	7	3	-	4	4	1	57.1%	14.3%	O	X
A035420	NAVER	네이버	KS	7	2	1	4	3	1	57.1%	14.3%	X	X
A055550	신한지주	신한금융	KS	11	1	1	9	3	4	81.8%	36.4%	X	O
A028260	삼성물산	삼성	KS	9	4	-	5	3	1	55.6%	11.1%	X	X
A012330	현대모비스	현대자동차	KS	9	4	-	5	5	1	55.6%	11.1%	O	X
A042660	한화오션	한화	KS	9	3	1	5	3	1	55.6%	11.1%	X	X
A032830	삼성생명	삼성	KS	7	3	-	4	3	1	57.1%	14.3%	X	X
A009540	HD한국조선해양	HD현대	KS	5	2	-	3	3	1	60.0%	20.0%	X	X
A011200	HMM	에이치엠엠	KS	6	2	-	4	4	1	66.7%	16.7%	O	X
A035720	카카오	카카오	KS	8	3	-	5	3	4	62.5%	50.0%	X	O
A086790	하나금융지주	하나금융	KS	12	3	-	9	4	3	75.0%	25.0%	O	O
A005490	POSCO홀딩스	포스코	KS	10	4	-	6	3	1	60.0%	10.0%	X	X
A064350	현대로템	현대자동차	KS	7	3	-	4	3	2	57.1%	28.6%	X	O
A000810	삼성화재	삼성	KS	7	3	-	4	3	2	57.1%	28.6%	X	O
A138040	메리츠금융지주	메리츠금융	KS	6	2	-	4	3	1	66.7%	16.7%	X	X
A402340	SK스퀘어	에스케이	KS	6	1	1	4	3	1	66.7%	16.7%	X	X
A015760	한국전력	한국전력공사	KS	13	6	-	7	4	1	53.8%	7.7%	O	X
A259960	크라프트	크라프트	KS	7	2	-	5	3	4	71.4%	57.1%	X	O
A010130	고려아연	영풍	KS	19	3	3	13	3	3	68.4%	15.8%	X	O
A010140	삼성중공업	삼성	KS	7	3	-	4	3	1	57.1%	14.3%	X	X
A267260	HD현대일렉트릭	HD현대	KS	5	2	-	3	3	1	60.0%	20.0%	X	X
A316140	우리금융지주	우리금융	KS	8	1	-	7	4	2	87.5%	25.0%	O	O
A033780	KT&G	케이티앤지	KS	8	2	-	6	4	1	75.0%	12.5%	O	X
A051910	LG화학	엘지	KS	7	2	1	4	4	2	57.1%	28.6%	O	O
A096770	SK이노베이션	에스케이	KS	10	2	2	6	3	3	60.0%	30.0%	X	O
A006400	삼성SDI	삼성	KS	7	4	-	3	3	2	42.9%	28.6%	X	O
A034730	SK	에스케이	KS	8	3	-	5	3	2	62.5%	25.0%	X	O
A323410	카카오뱅크	카카오	KS	9	2	1	6	3	1	66.7%	11.1%	X	X
A030200	KT	케이티	KS	10	2	-	8	4	1	80.0%	10.0%	O	X
A352820	하이브	하이브	KS	9	3	1	5	3	2	55.6%	22.2%	X	O
A066570	LG전자	엘지	KS	7	2	1	4	4	1	57.1%	14.3%	O	X
A003550	LG	엘지	KS	7	3	-	4	4	1	57.1%	14.3%	O	X
A017670	SK텔레콤	에스케이	KS	8	2	1	5	4	2	62.5%	25.0%	O	O
A079550	LIG넥스원	LIG	KS	8	3	1	4	4	1	50.0%	12.5%	O	X

주1: 등기 = 사내 + 사외 + 기타비상무

주2: 추가 기업 리스트는 미래에셋증권 세일즈팀에 문의 부탁드립니다.

자료: DART, DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 9. 공시대상기업집단별 내부거래 비중 및 상표권 거래 현황

집단명	내부거래 비중		상표권 거래			지주회사여부
	국내외계열사	국내계열사	수취금액 (2023, 백만 원)	지주사/기업집단 매출액 (2023, 백만 원)	매출비중	
동국제강	15.8%	5.1%	10,456	15,622	67%	○
씨제이	16.4%	12.2%	125,991	235,727	53%	○
한솔	18.6%	11.8%	17,283	34,554	50%	○
코오롱	7.7%	4.4%	29,928	83,930	36%	○
엘지	42.2%	7.3%	354,511	1,030,586	34%	○
롯데	15.2%	11.4%	88,487	288,430	31%	○
한진	4.5%	4.5%	35,135	117,434	30%	○
엘엑스	16.1%	2.3%	29,397	98,369	30%	○
BGF	6.3%	5.9%	16,495	60,360	27%	○
파라다이스	2.0%	2.0%	1,094	6,021	18%	○
에이치디씨	7.4%	7.3%	11,314	66,648	17%	○
넥슨	11.7%	9.6%	6,650	39,896	17%	X
애경	7.0%	4.5%	7,104	43,372	16%	○
DL	9.4%	5.1%	18,095	111,126	16%	○
하이트진로	13.8%	9.2%	5,727	40,208	14%	○
오케이금융그룹	13.4%	13.3%	4,283	35,213	12%	X
효성	17.8%	5.6%	56,688	533,220	11%	○
DB	3.2%	2.9%	42,019	396,042	11%	X
지에스	20.4%	3.9%	105,206	1,004,792	10%	○
엘에스	15.1%	9.2%	42,395	508,974	8.3%	○
글로벌세아	11.0%	10.2%	5,733	68,915	8.3%	X
하림	13.8%	13.1%	8,602	108,388	7.9%	○
에스케이	51.5%	25.9%	318,314	4,137,030	7.7%	○
포스코	45.0%	26.9%	106,829	1,454,079	7.3%	○
부영	5.8%	5.0%	537	7,636	7.0%	○
세아	20.1%	7.2%	2,871	44,485	6.5%	○
세아	20.1%	7.2%	2,871	45,959	6.2%	○
삼양	8.5%	7.9%	12,806	215,900	5.9%	○
HD현대	26.1%	16.5%	33,686	583,102	5.8%	○
HL	22.1%	7.7%	39,770	844,722	4.7%	○
에코프로	16.9%	16.6%	10,681	260,007	4.1%	○
원익	6.0%	3.1%	2,136	63,837	3.3%	X
SM	4.5%	4.4%	3,409	107,116	3.2%	X
두산	20.0%	4.2%	30,011	987,053	3.0%	○
한화	12.8%	7.8%	176,574	7,186,351	2.5%	X
KG	6.8%	2.8%	4,916	211,470	2.3%	X
미래에셋	1.3%	1.2%	9,446	410,018	2.3%	X
중앙	28.1%	28.0%	2,043	139,330	1.5%	X
오씨아이	7.6%	5.1%	3,181	226,039	1.4%	○
동원	15.1%	13.2%	13,377	1,090,158	1.2%	○
HD현대	26.1%	16.5%	3,052	269,908	1.1%	○
셀트리온	65.0%	65.7%	5,122	511,708	1.0%	○
카카오	15.8%	12.7%	15,716	2,499,600	0.6%	X
DN	40.7%	1.1%	4,187	677,434	0.6%	○
유진	3.8%	3.8%	5,729	960,021	0.6%	X

집단명	내부거래 비중		상표권 거래			지주회사여부
	국내외계열사	국내계열사	수취금액 (2023, 백만 원)	지주사/기업집단 매출액 (2023, 백만 원)	매출비중	
삼표	19.5%	19.5%	3,017	510,887	0.6%	X
태영	15.0%	15.0%	2,735	866,581	0.32%	X
이랜드	24.2%	23.5%	4,691	1,549,774	0.30%	X
대방건설	42.5%	42.5%	2,481	1,215,401	0.20%	X
네이버	22.4%	14.3%	8,549	5,609,799	0.15%	X
HD현대	26.1%	16.5%	15,264	16,971,955	0.09%	X
신영	7.7%	7.7%	221	261,514	0.08%	X
중흥건설	8.5%	8.2%	1,007	1,313,434	0.08%	○
태광	4.5%	4.4%	1,728	2,502,732	0.07%	X
소노인터내셔널	24.5%	24.5%	497	767,825	0.06%	X
두산	20.0%	4.2%	127	244,737	0.05%	X
효성	17.8%	5.6%	340	658,112	0.05%	X
현대자동차	55.4%	22.1%	64,645	132,782,906	0.05%	X
엠디엠	1.1%	1.1%	698	1,527,732	0.05%	X
지에스	20.4%	3.9%	3,930	9,377,834	0.04%	X
신세계	9.3%	9.3%	5,436	15,141,873	0.04%	X
케이티앤지	5.9%	2.0%	1,509	4,810,058	0.03%	X
농심	17.7%	12.7%	741	2,605,366	0.03%	X
교보생명보험	1.6%	1.6%	3,105	11,729,627	0.03%	X
대신증권	2.8%	2.8%	740	3,590,948	0.02%	X
케이티	16.4%	16.3%	3,506	19,079,654	0.02%	X
금호아시아나	6.2%	6.2%	309	2,206,711	0.01%	X
다우키움	1.7%	1.4%	967	8,978,438	0.01%	X
중흥건설	8.5%	8.2%	1,079	10,969,457	0.01%	X
삼성	56.0%	9.6%	31,447	330,285,208	0.01%	X
삼천리	2.9%	2.8%	304	3,880,118	0.01%	X
에스케이	51.5%	25.9%	1,555	40,723,909	0.004%	X
쿠팡	22.2%	22.2%	840	30,664,003	0.003%	X
케이씨씨	4.9%	2.9%	62	6,878,341	0.001%	X
에스-오일	0.5%	0.5%	97	35,251,031	0.0003%	X
한진	4.5%	4.5%	31	14,575,109	0.0002%	X
두나무	1.1%	1.1%	1	986,280	0.0001%	X
에이치엠엠	0.5%	0.5%	7	8,230,446	0.0001%	X

자료: 공정거래위원회, 미래에셋증권 리서치센터

표 10. 채무보증금액 변동 총계 상위 19개 기업집단 - 2025년 6월 기준 (백만원)

기업집단	집단순위	기업집단채무보증금액	기업집단여신금액	제한대상채무보증금액	제한제외채무보증금액
SM	33	568,212	544,212	323,108	245,104
HD현대	8	387,364	383,464	263,900	123,464
호반건설	35	314,697	279,054	314,697	0
쿠팡	25	96,000	50,000	96,000	0
장금상선	32	84,086	80,572	84,086	0
태영	52	76,800	76,800	0	76,800
셀트리온	21	67,563	56,303	67,563	0
한진	12	62,344	12,307	0	62,344
한화	7	60,507	23,049	0	60,507
지에스	10	60,000	50,000	0	60,000
엘에스	15	52,700	52,700	52,700	0
중흥건설	20	32,876	32,876	32,876	0
이랜드	46	24,000	20,000	24,000	0
포스코	6	21,329	21,329	0	21,329
중앙	70	20,362	20,362	19,010	1,352
케이티	13	20,000	20,000	20,000	0
오씨아이	42	19,918	19,918	0	19,918
삼천리	53	16,770	12,900	16,770	0
에스케이	2	7,200	6,000	7,200	0

주1: 기업집단채무보증금액: 전체 계열사 간 채무보증 금액의 총합
 주2: 기업집단여신금액: 채무보증과 관련된 전체 여신(대출 등) 총액
 주3: 제한대상채무보증금액: 공정거래법상 금지되거나 제한된 채무보증 금액(일반 계열사 간 보증 등)
 주4: 제한제외채무보증금액: 법적으로 예외가 인정된 채무보증(산업합리화, 수출입금융, SOC, 해외건설, 기술개발, DADPLOC, SOC, 회사3자인수 등)의 총합. 부동산과 유가증권 등의 물적담보는 기타 항목에 해당되어 미집계.
 자료: 공정거래위원회, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.