

ESG

상법 개정 이후 정기주총

- 지배구조, 상속세, 행동주의

| Contents |

I. 요약	03
II. KOSPI 6,000시대와 코리아 디스카운트	05
III. 상법 개정	07
1. 3차례 개정 내용	09
2. 개정 상법에 대응하는 자세 : 정기 주총 사례	14
1) 자사주 '경영상 목적' 정관 신설·확대: 예외 조항 도입	14
2) 지배구조·지분구조별 대응 전략: 소각이나, 예외 활용이나	15
3) 이사 임기·이사 수·자격 요건 정관 개정	15
4) [주총 Focus-In] 경영권 분쟁 과정에서 상법의 쓰임	17
IV. 상속세 개편	28
1. 고율 구조	28
2. 개편 논의 세가지	32
3. 추가 누르기 방지법	33
V. 행동주의 캠페인의 확산	36
1. 국민연금 의결권, 민간으로 위임	36
2. 행동주의 캠페인, 양적 확대에서 질적 심화로	38
VI. 투자 기회	40

I. 요약

KOSPI는 올해 1월 6,000선을 돌파했다. 1989년 1,000선 돌파 이후 36년 만의 일이다. 그러나 랠리의 절반 이상은 삼성전자·SK하이닉스 두 종목이 이끌었다. 두 기업의 실적과 주가는 폭발적으로 개선됐지만, 선행 PER은 엔비디아·TSMC 대비 여전히 낮다. 지수는 올랐어도 코리아 디스카운트가 완전히 해소됐다고 보기 어렵다.

국내 대기업은 소유와 지배의 괴리가 커지는 방향으로 지배구조를 재편해 왔음

코리아 디스카운트의 원인은 소유와 지배의 괴리에서도 찾을 수 있다. 공정거래위원회가 2025년 9월 발표한 공시대상기업집단 주식소유현황에 따르면, 총수 있는 81개 기업집단의 내부지분율은 62.4%로 전년(61.1%) 대비 1.3%포인트 상승했다. 주목할 점은 총수일가 직접 지분율(3.7%)은 5년간 거의 변화가 없는 반면, 계열회사 지분율은 2021년 51.7%에서 2025년 55.9%로 4.2%포인트 상승했다는 사실이다. 오너 일가가 직접 지분을 늘리는 대신 계열회사를 통한 간접 지배 구조를 강화했다.

상법개정으로 충실의무·감사위원 3%를 집중투표제·자사주 소각 의무화가 법제화...

한편, 작년 7월, 9월, 올해 3월까지 세 차례에 걸쳐 완성된 상법 개정은 이사의 충실의무 확대, 감사위원 3%를 강화, 집중투표제 의무화, 자사주 소각 의무화를 법제화했다. 수십 년간 구호에 머물렀던 지배구조 개혁이 구속력 있는 규범으로 자리잡기 시작했다.

일부 기업은 선제 소각으로 시장 친화적 선택을, 다수 기업은 예외 규정·정관 개정으로 규제 효과를 완화하려 해 향후 기관투자자와의 의결권 갈등이 커지는 양상

이번 3월 정기주총 시즌에서는 이러한 제도 변화가 기업 현장에서 어떻게 구현되는지에 대한 첫 신호가 나타났다. 삼성전자, SK(주) 등 일부 대형사는 법 시행을 앞두고 수조 원대 규모의 선제적 자사주 소각·소각 계획을 발표하며 시장 친화적인 선택을 했고, 다른 상장사들 상당수는 ‘임직원 보상’ 등 경영상 목적을 이유로 자사주 보유·처분 계획을 정관과 내부 규정에 명시해 예외 활용 여지를 남기려는 움직임을 보였다. 이사 수 상한 설정, 임기 분산, 자격 요건 강화 등을 통해 집중투표제와 감사위원 선출 규제의 실질 효과를 완화하려는 정관 개정 시도도 관찰됐다. 자사주를 조기 소각할 것인지, 예외 사유를 활용해 전략적 자산으로 남겨둘 것인지를 둘러싼 기업별 선택은 앞으로 기관투자자와의 의결권 갈등으로 이어질 가능성이 크다.

고려아연-영풍·MBK를 둘러싼 경영권 분쟁은 개정 상법 체계하에서 이사회 구성, 감사위원 선임, 자사주 활용·소각 이슈가 공격·방어 수단으로 동시에 활용된 첫 본격 사례로 평가받고 있다. 이번 정기주총에서 기존 경영진 측이 이사회 과반을 유지하는 데 성공했으나, 공정거래법상 특수관계인 이슈와 관련된 공정위 조사, 민·형사 본안 소송이 병행되고 있어 분쟁의 불확실성은 아직 해소되지 않았다.

상속세, 주주행동주의 확산

상속세 개편 입법 속도는 느리지만, 주가 상승으로 잠재 상속세 부담이 커진 일부 그룹은 승계 일정 앞당기기와 지배구조 단순화를 통해 과세 기반을 조정하려는 유인이 오히려 강화되고 있음

상속세 개편 입법 속도는 느리지만, 주가 상승으로 잠재 상속세 부담이 커진 일부 그룹은 승계 일정 앞당기기와 지배구조 단순화를 통해 과세 기반을 조정하려는 유인이 오히려 강화되고 있다. 정부 개편안에는 최대주주 할증 폐지나 세율 인하가 빠져 있고, 일괄공제·배우자공제 상향과 일부 제도 정비에 초점이 맞춰져 있어 단기간에 상속세 구조가 크게 바뀔 가능성은 낮다고 본다.

이 때문에 개편 지연이 기업 지배구조 변화 압력으로 작용할 것이다. 주가 급등 구간에서도 지분 재편을 마무리하지 못한 그룹의 잠재 상속세 부담은 커졌고, 세 차례 상법 개정으로 전통적인 경영권 방어 수단이 제약을 받으면서 오히려 일가의 승계 일정 가속·지배구조 단순화 유인이 높아졌다.

결국 투자 논거는 ‘개편 통과 기대’가 아니라, 현행 고율·할증 체계와 개정 상법이 결합해 만들어내는 외부 압력이다. 이 압력이 자사주 소각, 배당 확대, 지배구조 단순화 등 자본정책 변화를 촉발하고 있으며, 상속세 이슈는 이런 메커니즘을 통해 상법 개정과 함께 코리아 디스카운트 해소를 견인하는 축으로 작동하고 있다.

국민연금의 책임투자 강화와 ‘연금 사회주의’ 논란 완화를 위해 의결권 행사 구조 개편을 추진 중이다. 기존에는 위탁운용이 이뤄지더라도 의결권은 국민연금이 직접 행사했으나, 최근 책임투자형·단독펀드 구조를 활용해 일정 범위 내 의결권을 민간 운용사에 위탁하는 시범 사례가 나오고 있으며, 향후 위탁사의 의결권 행사 성과를 운용사 선정·평가 기준에 반영하려는 움직임도 나타나고 있다. 기준은 엄격해지고 있지만 다수 운용사가 분산적으로 의결권을 행사하는 구조에서는 개별 안건의 결과 예측 가능성은 오히려 낮아지고 있다.

저PBR·고자사주·우량 현금창출력을 가진 금융·지주·내수·인프라 기업들은 구조적 리레이팅 기회를 여전히 보유

요약하면, 상법 개정·자사주 소각 의무화·상속세 부분 개편 논의·연기금 의결권 위탁 확대는 ‘지배구조-세제-수급’ 축을 변화시키고 있다. 제도 변화가 실제로 기업의 지배구조와 자본 배분 방식을 바꾸는지, 상속세 개편이 오히려 일가의 지분 구조와 승계 전략에 어떤 영향을 미치는지, 이러한 과정에서 액티브 투자자가 포착할 수 있는 기회가 어디에 있는지가 중요하다.

자사주 소각 의무화, 저PBR 기업에 대한 공시·정책 압박, 행동주의 캠페인의 확산이 맞물리면서, 저PBR이면서 자사주 비율이 높고, 안정적인 현금창출력을 갖춘 금융·지주·내수·인프라 관련 우량 기업들은 구조적 리레이팅 구간에 진입할 잠재력은 여전히 유효하다고 판단한다.

II. KOSPI 6,000 시대와 코리아 디스카운트

우리 증시를 이야기할 때 코리아 디스카운트를 빼놓기는 어렵다. 코리아 디스카운트는 기업의 펀더멘털과 내재가치에 비해 주가 밸류에이션이 지속적으로 낮게 형성되는 상태를 의미하며, 지배구조 리스크·정책 불확실성·자본 효율성 저하 등이 복합적으로 반영된 결과였다.

한 때, KOSPI 6000 돌파 경험은 단순한 지수 상승을 넘어, 우리나라 증시가 만성적 저평가 국면에서 벗어나 수익성·자본정책·거버넌스를 중심의 질적 도약으로 이행할 수 있는 분기점으로 평가된다.

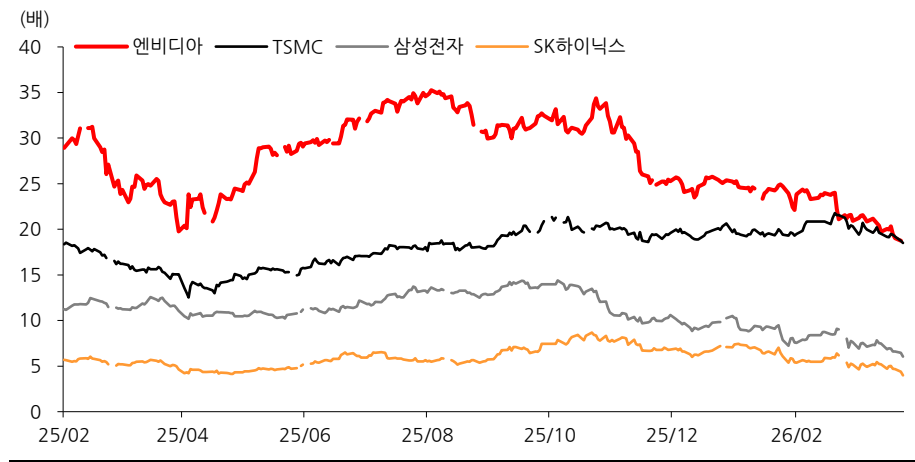
양적 상승 vs 질적 도약

지수 레벨업의 속도 역시 과거와 비교해 이례적으로 빠르다. KOSPI 1,000(1989년 3월)→2,000(2007년 7월)에 약 18년이 소요됐던 반면, 4,000(2025년 10월)→5,000(2026년 1월)은 약 3개월만에, 5,000(2026년 1월)→6,000(2026년 1월)은 약 1개월만에 돌파했다. 이재명 대통령 취임 이후 5,000선 돌파까지도 230일 남짓에 불과했다.

2025년 초 이후 KOSPI는 210% 상승했다. ‘코리아 디스카운트 해소’를 내건 정책 드라이브와 글로벌 인공지능(AI)·반도체 붐이 겹치며 밸류에이션이 크게 개선됐지만, 이익 전망 상향 속도를 완전히 따라잡지는 못했다는 평가다. 현재 코스피의 PBR은 약 1.7배로 1년 전 1배 미만에서 크게 올랐으나, 일본 토픽스(1.9배)·중국 CSI300(1.8배)와 비교하면 여전히 소폭 할인 구간에 머물러 있다.

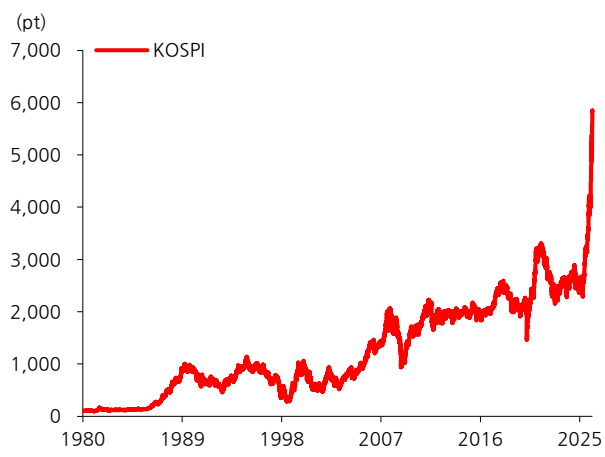
이익·자본력·지배구조 측면에서 상당수 상장사가 이미 글로벌 스탠더드에 근접했음에도, 세제·승계 구조는 여전히 신흥국 수준의 규범에 머물러 있다는 비판이 계속된다. 최근 랠리의 절반 이상을 설명하는 삼성전자·SK하이닉스의 실적과 주가가 폭발적으로 개선됐음에도 두 기업의 선행 PER은 여전히 엔비디아·TSMC 대비 현저히 낮다. 메모리 사이클 회복과 AI 수요 확대로 실적과 자본 효율성이 빠르게 개선되는 과정에서도 반도체주, 더 나아가 국내 증시 전반의 구조적 저평가가 완전히 해소되지 않았음을 보여주는 증거다.

[그림1] 삼성전자-SK 하이닉스는 이익 개선과 주가 상승에도 PER이 각각 6배, 3.9배



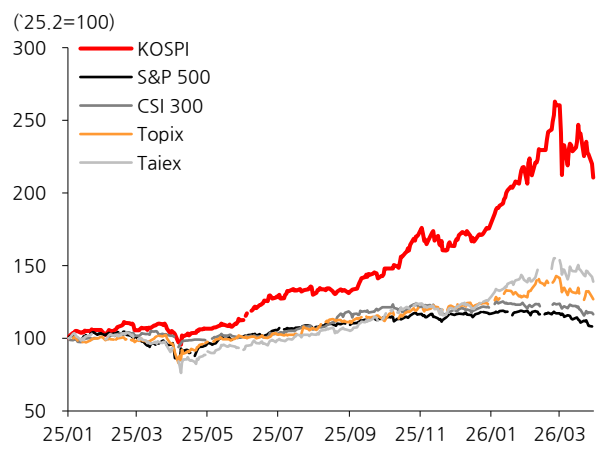
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] KOSPI, 단기간 양적상승



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 일본-대만과 비교해도, KOSPI의 상대 강도 부족



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 상법 개정

상법 개정은 국내 기업 지배구조의 방향을 눈에 띄게 바꿔 놓았다. KOSPI 5,000 이상을 끌어올린 것은 상법 때문이라고만 볼 수는 없지만, 제도 변화가 중요한 전환점이 된 것만은 분명하다.

특히 세대교체와 복잡한 출자 구조를 동시에 안고 있는 대형 그룹들에겐, 글로벌 기준에 맞는 지배구조를 어떻게 재설계할지가 더 이상 미룰 수 없는 핵심 과제로 떠올랐다.

1·2차 상법 개정은 감사위원 선임 시 대주주 의결권을 합산 3%로 제한하고, 이사의 충실의무를 '회사와 모든 주주로 확대하여 대주주 중심 지배구조의 작동 방식을 근본적으로 변화시켰다. 전자주춤 의무화와 지배구조 투명성 강화는 기관투자자와 글로벌 자본의 의사결정 참여 경로를 확대했으며, 주가 상승에 따른 상속세 부담까지 가중되면서 지배구조 재편에 대한 전략적 대응 필요성이 증대되었다.

지배구조 안정성을 확보하는 메커니즘이 제도적으로 약화된 상황에서, 투명한 지배구조 설계와 주주가치 제고를 통한 시장 신뢰 확보가 지속가능성의 핵심 과제로 부상했다.

[표1] 3차례의 상법개정 내용

구분	관련 조문	개정 전	개정 후	시행시기	
1 차 개정 (25.7/22)	이사의 충실의무 확대	제 382 조의 3	회사	회사 + 주주	2025.7.22 즉시
	사외이사 → 독립이사 명칭 변경 및 구성비율 상향 조정	제 542 조의 8 등	사외이사 의무선임비율 이사 총수의 1/4	독립이사 의무선임비율 총수의 1/3	2026.7.23 (상장사는 2027.7.22 까지 1/3 요건 구비)
	감사위원 선임·해임 관련 3%를 강화	제 542 조의 12	사외이사가 아닌 감사위원 선출 시에만 최대주주+특수관계인 합산 지분 3% 의결권 제한	모든 감사위원 선출 시 최대주주+특수관계인 합산 지분 3% 의결권 제한	2026.7.23 공포(2025.7.22) 후 1년 유예
	전자주주총회도입	제 542 조의 14, 제 542 조의 15	-	대규모 상장회사 전자주주총회 개최 병행 의무화	2027.1.1
2 차 개정 (25.9/9)	대규모 상장회사 집중투표제도 배제 금지	제 542 조의 7	정관으로 배제 가능	대규모 상장회사 집중투표제도 배제 금지	공포(9/9)후 1년 시행 후 최초 이사선임 주총 소집부터 적용
	감사위원 분리선출 인원 상향	제 542 조의 12	기본 1인 정관으로 2인 이상 선임 가능	기본 2인 정관으로 3인 이상 선임 가능	공포(9/9)후 1년 2027.9.9 이후 최초 주총(대부분 2028년 3월)
3 차 개정 (26.3/6)	자기주식의 법적 성격 명시	제 341 조의 3, 제 529 조의 2, 제 530 조의 13	-	자기주식은 권리 없는 자본	공포 후 즉시 시행(2026.3.6)
	자기주식 소각 의무화	제 341 조의 4	-	취득일로부터 1년 이내에 소각	공포 즉시 시행(2026.3.6), 경과규정(기존 자사주 1년 6개월 유예)
	자기주식 보유·처분 절차 강화	제 342 조, 제 542 조의 16	-	예외적 보유·처분 시 주주총회 특별결의와 '자기주식 보유·처분계획' 승인 필요, 처분은 각 주주가 가진 주식 수에 따라 균등한 조건으로 해야 함(신주 배정과 동일한 형평 기준)	공포 후 즉시 시행(2026.3.6)

자료: 한화투자증권 리서치센터

1.3 차례 개정 내용

1) 감사위원 3%를 → ‘지배력 희석’ 카운트다운

상법 개정으로 자산 2조 원 이상 상장사의 감사위원 선임·해임 시 최대주주와 특수관계인의 의결권이 합산 3%로 제한되었다. 기존에는 최대주주와 각 특수관계인이 개별적으로 3% 의결권을 행사할 수 있었으나, 개정 상법 제542조의 12는 이를 합산 방식으로 전환하여 대주주의 감사위원회 장악력을 물리적으로 축소했다.

감사위원 3%률은 대주주 의결권을 구조적으로 제약하여 소수주주 및 기관투자자의 의사결정 참여 경로를 확대하는 목적이다.

감사위원회는 회계·내부통제를 감독하는 경영권 통제의 핵심 조직이다. 이번 개정으로 오너 일가가 감사위원회를 사실상 좌우하기 어려워질 수 있다는 상황이 전개될 수 있고, 이사회 내 견제력은 강화되었다. 반면 소수 주주나 행동주의 펀드가 추천한 인사가 감사위원회에 진입할 수 있는 제도적 통로는 넓어졌다.

해당 규제 대상 기업은 빠른 시일 내 우호 지분을 확보하거나 지배구조를 재설계하여 경영권 방어책을 마련해야 한다. 구체적으로는 ▲우호 세력과의 의결권 공조 체계 구축 ▲사외이사 후보 풀 사전 확보 ▲주주와의 소통 강화를 통한 지지 기반 확대 등이 필요하다

2) ‘회사와 모든 주주’ 충실의무 → 소송 리스크 상승

이번 개정안으로 이사의 충실의무 범위가 ‘회사’에서 ‘회사와 모든 주주’로 확대되었다. 물적분할·자사주 활용·내부거래 같은 승계 관련 거래가 주주 전체의 이익을 해치면 주주대표소송의 표적이 될 수 있다.

소송이 얹히면 승계 일정은 지연될 가능성이 크다. 이런 규범은 공포 즉시 발효돼 경영권 방어 장치가 하루아침에 약해졌다는 점에서 승계 일정에 ‘시간 프리미엄’이 붙는다. 오너 일가가 서둘러 지분 구조를 확정하고 지배구조를 재설계해야 할 유인이 커졌다.

3) 전자주총 2027년 의무화 → 행동주의 진입장벽 하락

2027년부터 자산 2조원 이상 상장사는 온라인 주총을 병행해야 한다. 전자주총회 의무화는 지리적 제약 없이 의결권을 행사할 통로를 열어 주주 제안·표대결의 장벽을 낮췄다. 행동주의 펀드가 연합전선을 꾸리기 쉬워지면, 승계 과정에서 필연적으로 동반되는 합병·분할·자사주 활용 같은 ‘지분 재배열’ 안건이 더 빈번히 지지되거나 수정될 수 있다. 오너 일가는 주주연합 결집이 본격화되기 전에 지분 구조를 확정하고 우호 지분을 확보해 승계를 마무리해야 할 유인이 커졌다.

4) 집중투표제 의무화 → 소액주주 권익 증가

개정 상법은 자산 총액 2조 원 이상 대규모 상장사에 대해 정관으로 집중투표제를 배제하는 행위를 금지함으로써, 소수주주가 다수의 이사를 선임할 때 특정 후보에게 표를 집중할 수 있는 권리를 제도적으로 보장했다. (우리나라는 1998년 집중투표제를 도입했으나, 상장기업 대다수가 정관으로 이를 배제하여 일반주주의 의견이 경영에 반영되기 어려운 구조가 지속되었다.)

집중투표제 의무화는 지배주주의 이사회 독점 구성을 방지하고, 이사회 내부에 다양한 이해관계를 대변하는 이사들이 진입할 통로를 열어 의사결정의 투명성을 제고하는 효과를 낳는다. 해당 조항은 법 공포일로부터 1년 후 시행되기 때문에, 2026년 9월 10일 이후 최초로 소집되는 주주총회부터 본격적으로 적용된다.

집중투표제 의무화는 소수주주 및 기관투자자가 이사회 구성에 직접 영향력을 행사할 수 있는 제도적 무기를 제공한다. 2027년 정기주총(통상 3월)부터 본격 적용되므로, 2026년 하반기부터 행동주의 펀드의 이사 후보 추천 및 의결권 대결이 가시화될 가능성이 크다. 지배구조가 취약한 대규모 상장사는 집중투표제를 통한 사외이사 선임 압박에 직면할 수 있다.

5) 감사위원 분리선출 확대 → 감사위원회 독립성 강화

2차 상법 개정안은 감사위원 분리선출 대상을 기존 1명에서 2명으로 확대했다 (상법 제542조의12 제2항 개정). 자산 총액 2조 원 이상 대규모 상장사 및 자산 총액 1천억 원 이상 상장사 중 감사위원회를 설치한 회사가 적용 대상이며, 정관으로 2명 이상으로 상향 조정할 수 있다.

분리선출 방식의 메커니즘

기존 일괄선출 방식은 주주총회에서 이사를 선임한 후 선임된 이사 중에서 감사위원을 지정하는 구조로, 대주주가 우호적인 이사를 먼저 선임하면 감사위원 3%분의 실효성이 악화되었다. 분리선출 방식은 주주총회에서 처음부터 ‘감사위원이 될 이사’를 별도 안건으로 선임하며, 이 과정에서 최대주주와 특수관계인의 의결권이 합산 3%로 제한된다.

분리선출 대상 감사위원이 2명으로 확대됨에 따라, 감사위원회(통상 3~5명 구성) 내 소수주주 또는 기관투자자가 추천한 인사가 차지하는 비중이 증가한다. 감사위원회가 과반수 의사결정 구조로 운영되므로, 2명의 독립적 감사위원 확보는 대주주 중심 의사결정을 견제하는 임계점에 근접한다. 특히 집중투표제 의무화와 결합 시, 소수주주가 표를 집중하여 2명의 감사위원 후보를 동시에 당선시킬 가능성이 열린다.

개정안은 2027년 9월 이후 최초 주주총회부터 적용된다. 다만 대부분 기업의 정기주총이 3월에 집중되므로, 실질적으로는 2028년 3월 주총부터 본격 적용될 가능성이 크다.

6) 자사주 소각 의무화 → 주당순이익(EPS) 증가, 주가 부양 기대

주가 선반영 우려에도, 소각 의무 시한(신규 1년·기존 1년 6개월) 내 자사주·지주 할인·승계 이슈가 남은 종목에는 추가 기회가 있음

3차 상법 개정안은 3월 6일 공포와 동시에 시행되었다. 핵심은 자기주식 취득 시 1년 이내 소각을 원칙으로 하며, 국내 상장사가 보유한 약 28조 원 규모의 자사주가 강제 소각 대상에 포함된다는 점이다. 자사주가 경영권 방어 수단으로 악용되는 것을 차단하고, 주주환원이라는 본래 목적으로 회귀시키기 위한 조치다.

적용 기준은 신규기준 자사주에 따라 구분된다. 새로 취득하는 자기주식은 취득일로부터 1년 이내 소각이 원칙이며, 기존 보유 자사주는 시행일로부터 6개월의 준비기간을 거쳐 1년 내 소각해야 한다. 즉 실질적인 유예기간은 최대 1년 6개월이다. 계속 보유·처분하려면 자기주식보유처분계획서를 마련해 정기 주주총회 승인을 받아야 하며, 기한 내 소각이나 주총 승인 계획이 없으면 해당 이사 개인에게 5,000만 원 이하의 과태료가 부과될 수 있다.

다만 방송·통신·항공 등 외국인투자 제한 업종은 소각 의무를 처분 의무로 대체하여, 법 시행일로부터 최대 3년 이내 시장 매각 등으로 정리할 수 있는 특례가 부여된다.

자사주 과다 보유 저PBR 기업은 소각 또는 주총 설득이라는 양자택일 압력에 직면

PBR 0.3~0.6배 구간에 장기간 머물렀던 지주사·자산주·제조업은 자사주 일괄 소각에 나서거나, 자사주 유지·활용 계획을 주주총회에서 설득해야 하는 부담도 커졌다. 자사주 축소와 지배구조 개선을 전제로 한 밸류에이션 상향 압력을 받을 가능성이 크다. 법 시행 직후인 현 시점에서 자사주·지주사 할인·승계 이슈가 여전히 남아 있는 종목을 선별한다면 추가 투자 기회는 존재한다.

주요 효과
1) EPS 증가
2) 재무 투명성 개선
3) 지배구조 개선

3차 상법으로 ① EPS 증가 자사주 소각 의무화는 발행주식수 감소를 통한 EPS 증가 효과를 수반한다. 자사주 10% 보유 기업의 경우 소각 시 EPS가 약 11% 증가하며, PER 불변 가정 시 이론적 주가 상승 여력도 11%에 해당한다.

② 재무 투명성 개선 자사주가 자본 차감 항목으로 명확히 규정되면서, 자사주/자본총계 비율이 높았던 기업들의 재무 투명성이 개선된다. 특히 해당 비율이 20% 이상인 기업은 ROE 개선 압력이 증가할 수 있다.

③ 지배구조 개선 자사주 처리 권한이 이사회에서 주주총회로 이관됨에 따라 소액주주의 견제 기능이 강화될 것이다. 최대주주 지분을 30% 미만이면서 자사주 비중 15% 이상인 기업군은 일반주주 동의 없이 자사주 보유를 정당화하기 어려워져 강제 소각 가능성이 높다.

[그림4] 자사주 의무소각 프로세스: 취득→보유→소각



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 기존 보유 자기주식에 대한 경과 규정

구분	소각 기한
신규 취득 자사주	취득일로부터 1년 이내
기존 보유 자사주	법 시행일 + 6개월 유예 + 1년 = 총 18개월 이내

자료: 국회, 언론 보도 한화투자증권 리서치센터

[표3] 개정 상법 이후 자사주 활용 제한 사항

구분	개정 후	시사점
자사주 활용 EB 발행 → 자금 조달	X(불가)	자사주 보유 명분 약화 → 소각 압력 ↑
자사주 담보 제공	X(불가)	자사주를 '자산'처럼 활용 불가
인적분할 시 자사주 신규 배정	X(불가)	분할 과정에서 자사주 처리 명확화 필요

자료: 한화투자증권 리서치센터

2. 개정 상법에 대응하는 자세 : 정기 주총 사례

1) 자사주 '경영상 목적' 정관 신설·확대: 예외 조항 도입

3차 상법 개정이 처음 적용된 이번 정기주총에서 기업들의 대응은 크게 두 방향으로 나뉘었다. 개정 취지를 주주와의 신뢰 회복 기회로 삼으려는 쪽과, 정관·이사회 구조를 손봐 제도 효과를 최대한 완화하려는 쪽이다.

전자의 대표 사례가 KT&G다. KT&G는 이번 주총에서 보유 자기주식 전량 소각을 발표하는 동시에, “신기술 도입, 재무구조 개선 등 회사의 경영상 목적을 위해 필요할 경우 자기주식을 보유·처분할 수 있다”는 조항을 정관에 넣는 안건을 올렸다. 의무소각을 선제적으로 이행해 시장 신뢰를 확보하면서도, 이후 M&A·전략적 제휴·자본정책에 자사주를 다시 활용할 수 있는 여지를 함께 열어둔 것으로, 규제 취지와 경영 유연성 사이에서 절충점을 찾은 사례로 볼 수 있다.

후자의 경우, 코스피 27개사·코스닥 38개사는 '신기술 도입, 재무구조 개선, 전략적 제휴, 인수합병, 사업구조 개편, 시설투자, 임직원 보상 등 경영상 목적을 위해 자기주식을 보유·처분할 수 있다'는 정관 조항을 이번 주총 안건으로 신설·확대했다.

고영, 네오위즈, 넥스틴, 넥슨게임즈, 대주전자재료, 메디톡스, 브이티, 서울반도체, 셀트리온제약, 솔브레인·솔브레인홀딩스, 심텍, 씨젠, 레인보우로보틱스, 파크시스템스, 한글과컴퓨터, 위메이드·위메이드맥스 등 성장주·IT·2차전자·바이오 업종이 다수를 차지한다.

이 정관 변경은 3차 개정 상법이 허용한 예외 구조, 즉 정관에 경영상 목적을 명시하고 주주총회에서 '자기주식 보유·처분 계획'을 특별결의로 승인받으면 일정 기간 보유·처분이 가능하다는 점을 전제로 한다. 결과적으로 이들 기업은 자사주를 ① M&A·전략적 제휴 대가, ② 특정 계열사·전략적 투자자(SI)와의 거래, ③ 임직원 스톡옵션·RSU·우리사주, ④ 재무구조 개선 재원 등으로 쓸 수 있는 법적 경로를 먼저 확보해 둔 셈이다.

올해 정기주총에서는 정관에 예외 조항을 심는 작업에 집중했다면, 앞으로는 이사회가 구체적인 보유·처분 계획을 만들고 이를 주총에서 승인받는 2단계, 이후 매년 계획을 갱신·조정하는 3단계까지 이어질 가능성이 크다.

투자자 입장에서는 자사주를 깨끗하게 소각한 기업과, 넓은 예외 조항을 깔아두고 '옵션'을 남긴 기업을 구분해 볼 필요가 있다.

2) 지배구조 · 지분구조별 대응 전략 소각이나, 예외 활용이나

지배주주 지분이 낮고
자사주가 많은 회사는
소각을 미루면,
주주제안이나 기관의
반대가 심할 수 있음

자사주 처리 방향은 지배주주의 지분 수준에 따라 뚜렷하게 갈렸다. 최대주주 및 특수관계인 지분이 50%를 넘는 기업은 정관 변경과 자기주식 보유·처분 계획 승인에 필요한 특별결의를 사실상 단독으로 통과시킬 수 있어, 일부 소각으로 시장 신뢰를 확보하면서 나머지는 경영상 목적 예외를 통해 보유·처분 여지를 남기는 절충 전략을 택할 유인이 크다.

반면 최대주주 지분이 낮고 자사주 비중이 높은 기업은 사정이 다르다. 소각을 미룰 경우 주총에서 예외 계획 승인이 부결될 리스크를 감수해야 하며, 국민연금·글로벌 기관투자자의 스튜어드십 활동 타깃이 될 가능성도 커진다. 이들 기업에 자사주 소각은 사실상 선택이 아닌 의무에 가깝다.

3) 이사 임기·이사 수·자격 요건 정관 개정

이사 임기

코스피 21개, 코스닥 2개사가 ‘이사의 임기는 3년을 초과하지 않는 범위 내에서 주주총회에서 정한다, 3년 이내로 한다’는 식으로 정관을 개정했다.

GS, 녹십자·녹십자홀딩스, 영원무역·영원무역홀딩스, 오투기, 하이트진로, 효성중공업·효성티앤씨 등이 대표적이며, 이는 향후 시차임기제 도입과 특정 연도에 집중된 이사 교체 분산을 통해 집중투표제·감사위원 분리선출 효과를 점진적으로 희석하려는 포석으로 해석된다.

이사 수 상한 설정

코스피 25개, 코스닥 7개사가 “이사는 3인 이상 7(또는 9)인 이내로 한다” 등 이사 수 상한을 신설·축소했다.

카카오·카카오페이, 셀트리온, 롯데케미칼, 영원무역 계열, 하이브, 한국타이어·한국엔컴퍼니, 효성중공업·효성티앤씨, 에코프로·에코프로비엠 등이 이에 해당하며, 집중투표제 적용 이후 소수주주가 확보 가능한 이사 수를 제한하고, 감사위원 2인 분리선출 시 소수주주기관이 차지할 좌석 비중을 낮추려는 의도가 반영된 조치로도 여겨질 수 있다.

이사 자격 요건 강화

효성중공업·효성티앤씨 등은 ‘그룹사 3년 이상 근무’ 또는 ‘재임 이사 1/3 추천’을 이사 후보 필수 요건으로 정관에 명시했다. 소수주주·행동주의가 추천하는 외부 인사의 진입을 제도적으로 봉쇄하는 조항으로 보일 수 있다. 상법 개정으로 열린 이사회 개방 통로를 사실상 되돌리려는 방어 사례로서, 기관투자자의 스튜어드십 활동 타깃이 될 가능성이 높다.

이사회 축소의 양날의 검

이사회 규모를 줄이고 자격 요건을 까다롭게 만드는 흐름은 단기적으로는 경영권을 안정시키려는 신호로 읽힐 수 있다. 다만 시간이 지날수록 이런 조치가 지배구조 리스크 프리미엄을 높이고, ESG 측면에서 디스카운트를 키울 수 있다는 점은 감안할 필요가 있다.

특히 카카오, 하이브, 에코프로처럼 이미 행동주의나 규제 이슈를 겪은 기업에서 비슷한 정관 변경이 반복되면, 국민연금이나 해외 행동주의 펀드의 표적이 될 가능성이 커진다. 이 경우 정관 재개정 요구, 이사 선임 표 대결 등 이벤트가 이어질 수 있고, 그 과정에서 실제 지배구조 개선이 수반된다면 투자자 입장에서는 추가적인 리레이팅 구간이 열릴 여지도 있다.

4) [주춤 Focus -In] 경영권 분쟁 과정에서 상법의 쓰임

(1) 고려아연 vs 영풍: 정기주주총회(3/24) 결과

개정 상법이 실제 경영권 분쟁에서 어떻게 활용되고, 어떤 한계를 드러냈는지를 가장 잘 보여주는 사례가 고려아연-영풍-MBK 분쟁이다. 이 분쟁은 단순한 경영권 싸움을 넘어, 자사주·상호주·집중투표제·감사위원 분리선출 등 상법 개정 요인이 어떻게 충돌하고, 해석되는지를 확인 할 수 있었다. 현재, 분쟁의 결론이 난 것은 아니지만 이 과정에서 드러난 패턴은 앞으로 유사한 경영권 분쟁이 있는 기업을 분석하는 데 중요한 사례가 될 수 있다고 생각한다.

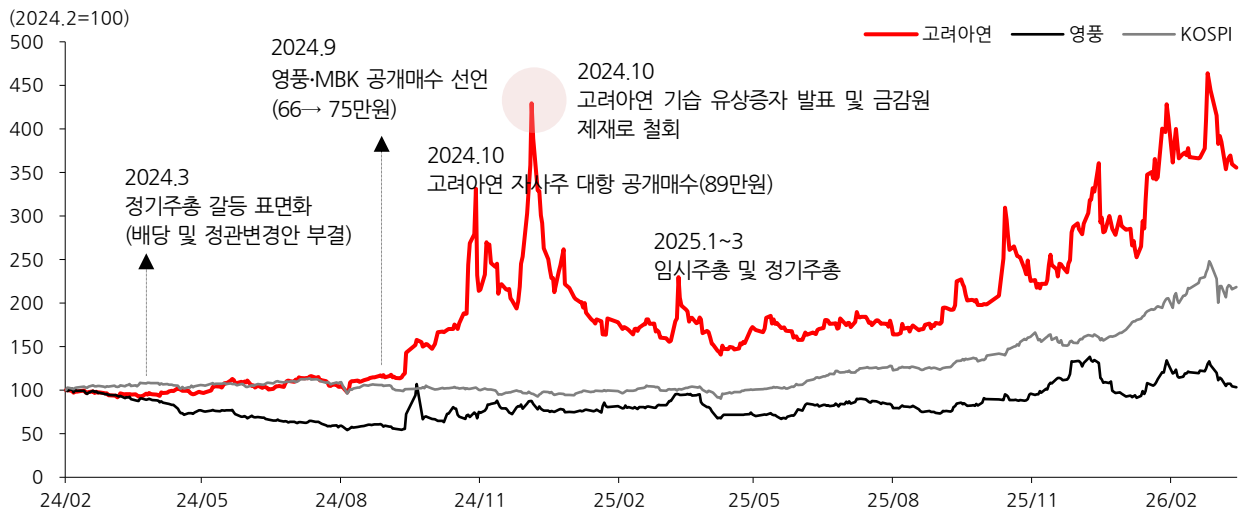
약 2년간의 분쟁이
3월 24일 주총으로
2라운드 마무리

약 2년간 이어진 고려아연-영풍-MBK 연합의 경영권 분쟁은 이번 3월 24일 정기주총을 기점으로 2라운드가 일단락됐다.

1라운드는 공개매수·자사주 매입·가처분을 오가며 최윤범 회장 측이 유리한 국면으로 마무리됐고, 2라운드는 YPC 유한회사를 통한 상호주 규제 우회, 집행임원제·정관 변경·이사 선임 안건을 둘러싼 표 대결로 전개됐다.

3월 24일 고려아연 주총에서 유미개발이 제안한 이사 5인 선임안이 통과되며 최윤범 회장 측이 이사회 과반을 유지했다. 영풍-MBK 연합의 6인 선임안은 부결됐다. 다만 YPC가 보유한 약 27%대 고려아연 지분의 의결권 효력은 공정위 조사와 법원 본안 소송이 진행 중인 만큼 최종 확정된 것이 아니며, 향후 판결 결과에 따라 분쟁 구도가 재변동될 여지가 남아 있다.

[그림5] 경영권 분쟁과정에서 고려아연은 2024년 2월 이후 현재까지 255%가 넘게 상승



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

(2) 경영권 분쟁 경과

고려아연-영풍-MBK 분쟁이 주목받는 이유는 개정 상법의 주요 조항들이 공격과 방어 양쪽에서 동시에 활용됐기 때문이다.

>> ① 방어 전술 : 자사주백기사에서 3자 배정 합작법인으로

과거 국내 기업들은 자사주-상호주를 활용해 우호지분을 쌓는 방식으로 경영권을 방어해 왔다. 최근 자사주 의무소각을 포함한 개정 상법과 주주환원 압력이 겹치면서 기존 방식만으로는 경영권을 방어하기 어려운 환경이 됐다.

- 고려아연** 고려아연은 미국 테네시주 통합 제련소 투자와 미 정부 기관이 참여하는 합작법인 설립을 명분으로, 신주 약 10%를 크루서블 JV(Crucible JV LLC)에 제3자 배정하는 유상증자 구조를 선택했다. 목적은 핵심광물 공급망 확보와 북미 시장 진출이며, 미국 상무부 CHIPS Act 보조금 약 2억 1,000만 달러가 프로젝트 법인에 직접 투입돼 고려아연의 자본 부담을 줄이는 구조였다.
- 영풍-MBK** 영풍-MBK 측은 이 거래를 경영상 목적이 아닌 지분 희석을 통한 경영권 방어 장치로 보고 신주발행금지 가처분을 신청했다. 서울중앙지법은 2025년 12월 미국 테네시 제련소 건설과 자금조달이라는 경영상 필요성을 인정해 가처분을 기각했고, 이후 12월 26일 대금 납입, 12월 29일 등기, 2026년 1월 9일 신주 상장까지 절차가 순서대로 마무리됐다. 크루서블 JV는 3월 24일 정기주총에서 10% 지분으로 의결권을 행사했다.

크루서블 JV 구조를 둘러싼 1라운드는 고려아연의 판정승으로 볼 수 있다. 다만 YPC 구조를 둘러싼 공정위 조사와 본안 소송이 여전히 진행 중인 만큼, 이번 주총 결과를 분쟁 전체의 결론으로 해석해서는 안 된다.

만약 크루서블-YPC 구조가 별도 제재 없이 선례로 남을 경우, 전략적 투자 합작법인 명분을 씌운 제3자 배정 유상증자가 새로운 경영권 방어 수단으로 빠르게 일반화될 수 있다. 특히 자사주 의무소각과 주주환원 강화 기조로 전통적인 자사주-상호주 방어 카드의 효용이 떨어진 환경에서, 기업들이 이 경로를 택할 유인은 충분하다.

>> ② 공격 전술 : 지분 매입에서 YPC 유한회사 우회로

영풍·MBK 연합의 공격 전술은 2024년 9월 공개매수를 시작으로 장내 매수를 병행해 고려아연 지분을 약 40% 수준까지 끌어올린 뒤, 상호주 의결권 제한을 무력화하기 위해 유한회사 YPC를 설립하는 구조로 요약된다.

고려아연은 호주 자회사 SMH가 영풍 지분을 10% 이상 매입하자 상법 제369조 제3항을 근거로 영풍 보유 고려아연 주식의 의결권을 제한하는 카드를 꺼냈고, 이는 2025년 임시·정기 주총에 이어 2026년 3월 24일 정기주총에서도 동일한 논리로 재적용됐다.

이에 영풍은 2025년 3월 7일 자신이 보유하던 고려아연 주식 전량을 현물출자해 100% 자회사인 유한회사 YPC Limited를 설립했고, 상호주 규제 조항이 주식회사를 전제로 하고 있어 유한회사는 적용 대상이 아니라는 논리를 앞세워 의결권 회복을 시도했다.

3월 24일 정기주총에서는 영풍이 직접 보유한 고려아연 주식 10주에 대해서만 상호주 규정에 따른 의결권 제한이 적용됐고, YPC가 보유한 약 27%대 지분은 소송·공정위 심사가 진행 중인 상황에서 사실상 '조건부 의결권' 상태로 남았다. 법원의 본안 판결과 공정위 심사 결과에 따라 유한회사를 활용한 상호주 규제 우회의 허용 범위가 구체화되면, 향후 유사 분쟁에서 상호·순환출자 규제의 실효성을 가르는 기준점이 될 것이다.

>> ③ 영풍 Vs 영풍정밀, 이들은 왜

고려아연 분쟁이 외부의 시선을 끄는 사이, 영풍 그룹 안에서 별도의 전선이 열렸다. 영풍정밀이 상위 회사인 영풍을 상대로 행동주의 캠페인을 벌이고 있는 것이다.

2025년 3월 시작된 이 캠페인은 1년을 넘기며 위임장 대결로 이어지고 있다.

요구 내용은 자사주 매입과 자본 환원이다. 영풍의 PBR 0.26배, ROE -5.35%라는 수치는 이 요구가 단순한 압박이 아닐 수 있다.

계열사가 지배구조상 상위에 있는 회사를 향해 주주환원을 공개적으로 요구하는 장면 자체가 이례적이며, 그만큼 이 분쟁이 개별 기업의 문제가 아니라 그룹 전체의 지배구조 리스크를 동시에 노출시키고 있다는 점에서 주목할 필요가 있다.

[표4] 고려아연-영풍 경영권 분쟁 Timeline

일자	고려아연 측	영풍 측
1949	장병화-최기호 창업주 영풍기획사 공동창업	
1974	장병화-최기호 창업주 고려아연 공동설립	
1995	2 세 경영 시작	
2022.08	고려아연, Hanwha H2 Energy USA Corp.에 유상증자	
2022.12	고려아연 3 세 경영 - 최윤범 회장 취임	
2023.08	고려아연, HMG Global LLC(현대차 그룹 해외 계열사)에 유상증자	
2024.03	고려아연과 영풍, 배당 관련 이견 등으로 주주총회 표 대결	영풍, 배당 거버넌스 이견 표출
2024.04	고려아연, 영풍과 원료 공동구매, 영업종료 선언	
2024.06	서린상사 임시주총서 고려아연이 경영권 확보	
2024.07	고려아연, 강남 영풍빌딩 본사서 종료로 이전	
2024.09.13		영풍-MBK 연합, 고려아연 공개 매수 선언(주당 66 만원)
2024.09.26		영풍-MBK 연합, 고려아연 최윤범 회장 관련 의혹 제기
2024.10.02	고려아연, 자사주 매입 등 대항 공개매수 발표 (주당 83 만원)	영풍-MBK 연합, 공개매수 가격 상황 (주당 75 만원)
2024.10.04		영풍, 고려아연 이사진 배임 혐의로 형사 고소
2024.10.11	고려아연, 자사주 등 공개매수 가격 상황 (주당 89 만원)	영풍-MBK 연합, 공개매수 가격 상황 (주당 83 만원)
2024.10.14		영풍-MBK 연합 공개매수 종료
2024.10.21	법원, '고려아연 자사주 공개매수 절차 중지' 가처분 신청 기각	영풍-MBK 신청
2024.10.23	고려아연, 자사주 등 공개매수 종료	
2024.10.28		영풍-MBK 연합, 이사 14 명 선임 위한 임시 주총 소집 요구
2024.10.30	고려아연, 2 조 5 천억원 규모 일반공모 유상증자 발표	
2024.11.13	고려아연, 일반공모 유상증자 결정 철회	
2024.12.03	고려아연, 집중투표제 도입 등 임시주총 안건 상정	
2024.12.19		MBK, 고려아연 주식 1.13% 추가 취득
2024.12.30		영풍, 법원에 집중투표제 안건 상정 금지 가처분 신청
2025.01.23	고려아연 임시 주총. 순환출자로 영풍 측 의결권 제한	순환출자 활용, 영풍 의결권 제한
2025.01.31	영풍-MBK 연합, 주총 효력정지 가처분 제기	
2025.03.07	법원, 상호주 규제 무효 및 집중 투표제 유효 판결	영풍 측에 일부 유리한 판단
2025.12.15	고려아연, 미국 테네시 제련소 프로젝트 투자 및 유상증자 결정	
2025.12.16		영풍-MBK 연합, 신주발행 금지 가처분 신청
2025.12.24	법원, 영풍-MBK의 신주발행 금지 가처분 신청 기각(크루서블 JV 유증)	
2026.02.12		영풍-MBK 연합, 경기주총 앞두고 주주제안 제출 (액면분할, 집행임원제 도입, 이사회 개편 등)
2026.03.24	고려아연 경기 주주총회 개최 예정	

자료: 언론종합, 한화투자증권 리서치센터

(3) 경영권 분쟁 프리미엄의 명과 암

경영권 분쟁 이벤트는 시장 참여자 대부분에게 수익을 안겨 주었다.

2024년 2월 영풍·MBK 연합이 지분 매집 캠페인을 시작한 이후 현재까지 누적 수익률 255.34%를 기록했다.

영풍·MBK 연합이 캠페인을 시작할 당시 영풍은 고려아연 지분 25.15%를 보유하고 있었고, 계열사와 장씨 일가 등을 포함한 우호 지분은 약 34.49% 수준으로 추산된다. 같은 시기 고려아연 주가는 대략 45만~47만 원대에서 거래됐다.

이후 2024년 9~10월 영풍·MBK 연합의 공개매수와 고려아연 측 자사주 공개매수가 맞붙으면서 주가는 40만 원 후반대에서 최대 100만 원에 근접하는 구간까지 급등했다.

2024년 10월 공개매수 종료 시점 기준 MBK·영풍 연합의 의결권 지분은 약 38%로 추정되며, 이 가운데 영풍 일가계열이 직접 보유한 지분은 2025년 말 기준 약 32.9% 수준으로 파악된다.

KCGI, 머스트자산운용 역시 영풍을 상대로 한 행동주의 캠페인을 접는 과정에서 유의미한 수익을 실현한 것으로 파악된다.

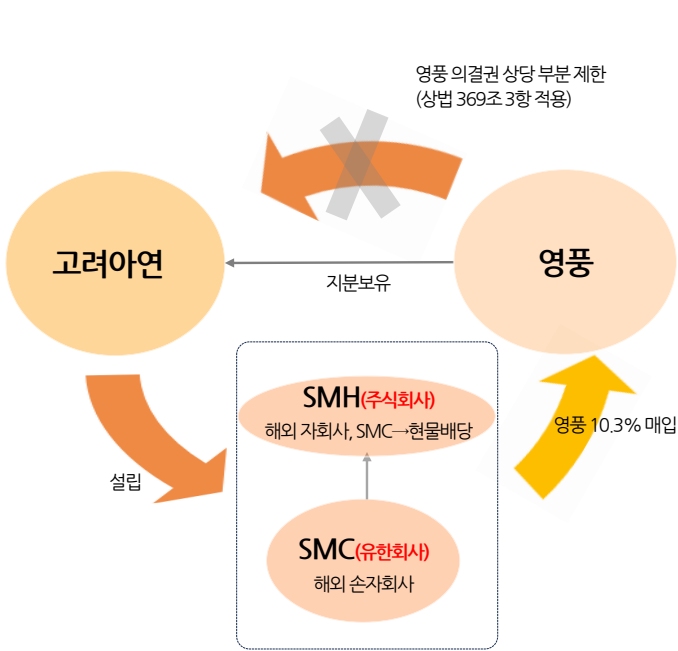
수익률만 놓고 보면, 고려아연 경영권 분쟁은 해당 기간 여러 이해관계자에게 상당한 초과수익 기회를 제공했고, 영풍·MBK 연합과 행동주의 펀드 모두 지분 경쟁의 수혜를 본 셈이다.

이 랠리는 지배구조 개선 프리미엄이라기보다, 양측의 공격·방어 과정에서 만들어진 분쟁 프리미엄에 가깝다. 공개매수 가격 상향과 대규모 자사주 매입이 밸류에이션 상단을 끌어올렸기 때문이다.

기록적인 수익률 뒤에는 2.7조 원 규모 회사 자금이 들어간 자사주 고가 매입, 결국 철회된 할인 유상증자 시도, 상호주 구조를 만들기 위한 해외 계열사 활용이라는 이력도 함께 남아 있다.

분쟁 프리미엄이 빠진 이후에도 이사회 구성, 자본정책, 배당정책 변화가 새로운 밸류에이션 축을 만들어낼 수 있을지 여부가 향후 투자자 입장에서 가장 중요한 체크 포인트다.

[그림6] 2025년 고려아연 - 영풍 상호주 관련 분쟁 구도



2025년 고려아연-영풍 상호주 분쟁구도

쟁점
상법 제369조 3항(모회사가 자회사 지분 10% 초과 보유시, 자회사가 보유한 모회사 지분의 의결권 제한)을 활용한 고려아연의 방어

I. 고려아연 임시주총 (25년 1월)

고려아연→해외 손자회사 SMC(유한회사) 활용
SMC가 영풍 지분 10.3% 매입(상법) 상호주 의결권 제한 규정 근거)
→ 영풍 의결권 제한, 이사 선임, 정관변경 통과

법원: SMC(Pty Ltd)가 상법상 '주식회사'에 해당한다는 점에 대한 고려아연 측의 입증이 부족하다고 보아, 상법 제369조 제3항을 근거로 한 영풍 의결권 제한을 위법하다고 판단함

→ 임시주총에서 통과된 이사 선임 정관변경 등의 효력을 일부 정지(영풍-MBK 연합에 유리한 결정)

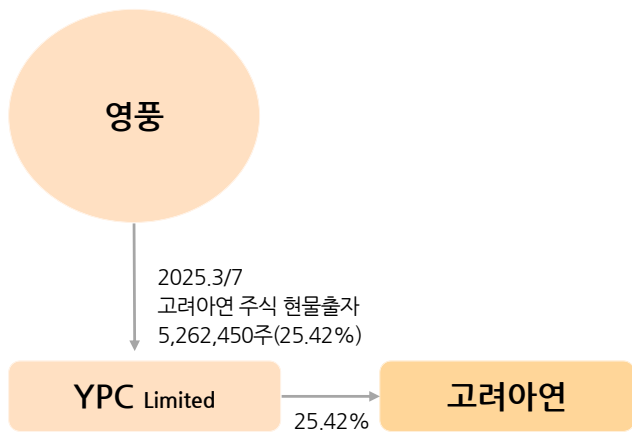
II. 고려아연 정기주총 (25년 3월)

고려아연→SMC(유한회사) 지분 모두를 자회사 Sun Metal Holdings(SMH, 주식회사)에 현물배당

법원: SMH는 주식회사 요건 충족, 영풍 의결권 제한 적법(고려아연에 유리한 결정). 영풍 의결권이 막힌 상태

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림7] YPC 를 통한 의결권 우회 시도(진행 중)



III. 영풍

상법 제369조 3항은 주식회사 전제
유한회사 YPC는 규제 적용 대상 아님 → 향후에는 의결권 부활을 주장할 수 있는 구조이나, 2025년 3월 정기주총에서는 기준일 문제로 YPC 의결권 행사 불가, Young Poong 의결권 제한은 우선 유지

법원-공정위 판단 대기중(향후 주총 변수)

상법 제369조 3항 미적용, 즉 영풍 측 논리가 받아들여질 경우 Young Poong이 간접 보유하는 고려아연 지분 25.4%의 의결권이 전면적으로 부활할 가능성이 있음.
반대로 상법 공정거래법상 우회순환출자로 판단될 경우에는 구조 변경-제재 리스크가 존재함

YPC 설립 후 구조는 "영풍→YPC→고려아연→SMH(고려아연 100% 자회사)→영풍 10.3%"의 순환출자 고리가 형성

자료: 한화투자증권 리서치센터

(4) 이번 정기 주총 결과

>> ① 정관 변경 : 주주가치 제고였을까, 표 계산이었을까

이번 주총에서 양측이 제시한 정관 변경안은 주주 가치 제고를 내세우고 있지만, 우리는 주총이 끝나고 이사회가 실제로 달라지는지를 봐야한다.

영풍·MBK 연합은
집행임원제·액면분할·임원
퇴직금 규정 개정을 제안
...
백기사식 유상증자를
막겠다는 신호

영풍·MBK 연합은 집행임원제 도입, 주식 액면분할, 임원 퇴직금 규정 변경안을 제시했다. 신주 발행이나 대규모 투자 결정 시 이사회가 '기존 주주의 이익 보호와 모든 주주의 공평한 대우'를 원칙으로 삼아야 한다는 조항을 정관에 명시하자는 요구는, 크루서블 JV 제3자 배정처럼 특정 이해관계자에게 유리한 방식의 유상증자·백기사 거래를 제도적으로 막겠다는 취지로 해석할 수도 있다.

고려아연은 주주
충실의무·전자주총·배당
확대를 담은 정관 개정안을
제시

고려아연은 소수주주 보호 조항 명문화, 이사의 주주 충실의무 반영, 전자주총 도입, 배당 확대 등을 담은 정관 개정안을 상정했다. 개정 상법의 방향을 정관에 선제 반영하는 형식이지만, 현 경영진 측 이사진을 지키는 포석으로도 해석될 수 있다.

우리 투자자 입장에서 체크리스트는 세 가지다. ① 독립 사외이사감사위원 비중이 실질적으로 늘어나는지, ② 자사주·배당·투자에 대한 수치화된 자본배분 원칙이 제시되는지, ③ 국민연금·주요 기관이 어떤 안전을 지지했는지가 중요하다.

>> ② 이사 선임의 건

유미개발이 제안한 이사 5인 선임안과 영풍·MBK 연합의 6인 선임안은 다득표 방식으로 맞붙었다. ISS와 Glass Lewis 모두 현 이사회가 지지하는 5인 선임안에 찬성을 권고하고, 영풍·MBK 연합이 추천한 4명의 이사 후보에 대해서는 전원 반대 의견을 냈다.

3월 24일 주총 결과, 유미개발의 5인 선임안이 가결되며 최윤범 회장 측이 이사회 과반을 유지했다.

한편 ISS는 이사 5인 선임안에는 찬성하면서도 최 회장의 사내이사 재선임에 대해서는 반대 권고를 냈다. 크루서블 JV 관련 대규모 투자·지분 구조 변화 과정에서 이사회 의사결정·감독 구조에 문제가 있었다는 인식에서다. 당시 이사회는 짧은 소집 통보와 회의 직전 재무자료 배포 속에 신주 발행을 의결했고, ISS는 이를 단순한 절차 위반이 아니라 이사회의 견제·감독 기능 실패(failure of decision-making process)로 평가했다.

>> ③ 자사주 처리 계획 공표 여부

상법 개정으로 자사주 소각 의무화가 본격 적용되는 첫 정기주총이라는 점에서, 이번 주총에서 자사주를 어떻게 처리하겠다고 구체적으로 제시하느냐는 분쟁 이후 두 회사에 어떤 멀티플을 부여할지에 대한 시장의 기준선을 결정하는 문제였다.

고려아연은 2024년 공개매수로 취득한 자사주를 단계적으로 소각해 왔으나, 시장의 관심은 잔여 자사주와 향후 신규 취득분에 대한 처리 원칙으로 넘어가 있다. 영풍·MBK 연합은 액면분할과 자사주 전량 소각, 임의적립금의 이익잉여금 전입 등을 묶은 주주제안을 통해 밸류업 프레임을 선점하려 했다.

시장이 원하는 것은 소각하겠다는 단순 선언이 아니다. 구체적인 소각 일정, 소각 이후 목표 ROE, 배당성향, 잉여현금 배분 원칙이 숫자로 제시돼야 한다. 이런 내용이 주총 전후로도 뚜렷하게 나오지 않는다면, 현재 주가에 얹혀 있는 분쟁 프리미엄은 상법·규제 현실을 반영하는 과정에서 상당 부분 되돌려질 수 있다.

>> ④ 국민연금, 기준도 바뀌고, 구조도 변경

이번 주춤에서 국민연금은 여전히 결과를 좌우할 수 있는 주요 변수다. 다만 예전처럼 하나의 창구에서 일괄적으로 방향을 정하는 구조가 아니라, 기준과 의사결정 방식이 동시에 바뀌기 시작한 과도기라는 점을 감안할 필요가 있다.

국민연금이 이사 수
상한·자사주 정관 안전에
원칙적 반대를 선언하며,
고려아연과 영풍·MBK
모두에 불편한 기준을
수립

국민연금은 2026년 3월 12일 이사 수 상한을 정관에 신설·축소하는 안전과 자사주를 계속 보유·처분할 수 있는 근거를 정관에 두는 안전에 대해 상법 개정 취지에 어긋난다고 보고 원칙적 반대표를 행사하겠다고 밝혔다. 이 기준은 어느 한쪽만 겨냥한 것이 아니다. 고려아연 이사회가 상정한 '이사 수 19인 상한' 정관 변경안과 영풍·MBK 연합이 추진하는 자사주 보유·처분 근거 정관화 안전 모두 같은 기준의 적용을 받는다.

국민연금이 의결권을
민간 운용사들에게 분산
위탁...
표 방향을 미리 읽기
어려워졌고, 캐스팅보트
영향력은 커졌지만 방향
예측은 어려워짐

의사결정 구조 변화는 아직 시범 단계다.

국민연금은 3월 초 기금운용위원회에서 국내주식 위탁 운용의 수탁자 책임활동을 강화하기로 하면서, 일부 책임투자형 위탁 자금에 한해 위탁운용사가 자기 명의로 의결권을 행사하는 단독펀드 시범 사업을 시작하기로 했다.

올 3월 주춤에서 곧바로 130조 전량의 의결권이 민간으로 넘어가는 것이 아니라, 제한된 규모에서 운용사별 독립 의결권 행사가 먼저 시작되고, 평가를 거쳐 2027년 정기주춤 이후 단계적으로 확대하는 로드맵에 가깝다.

이 때문에 이번 고려아연 주춤에서도 국민연금의 영향력은 여전히 크지만, 예전처럼 수탁자책임위원회 한 곳의 결정이 곧 국민연금 표 전체로 단순화해 읽기는 어려워졌다.

기준은 더 엄격해졌고 구조는 분산되기 시작했지만, 의결권의 대부분은 여전히 국민연금이 직접 쥐고 있다. 캐스팅보트로서의 무게는 유지된 채 결과 예측만 더 어려워진 셈이다.

이런 구도에서는 어느 쪽이 법과 수탁자 책임 원칙에 부합하는 지배구조 개편안과 자사주 처리 계획을 먼저 구체적으로 제시하는지가 거버넌스 프리미엄을 선점할 수 있다.

[표5] 고려아연 주총 안건(3/24)

구분	안건	제안측	법적 쟁점	판단 기준	난이도	의결권 자문사 가이드런스
정관 변경	주주총실의무 및 소수주주 보호	고려아연 이사회	·상법 개정 취지를 선제 반영한 안건으로, 이사의 주주 전체에 대한 총실의무-소수주주 보호 조항 명문화 ·다만 분쟁 국면에서 '표 결집용 거버넌스 포장' 논란도 존재	조항이 실제 집행력과 제재 수단을 동반하는지, 소수주주 이익 대변 효과가 있는지 판단 필요		찬성 (ISS-GL 찬성 권고)
	분리선출 감사위원 2인 확대	유미개발 (최 회장 측)	·2025년 개정 상법(분리선출 의무 확대)을 선제 반영해 현행 1인에서 2인으로 확대하는 안건	감사위원 독립성 강화, 외부 인사 진입을 통한 견제력 제고 여부		찬성 (감사위원 독립성 확대 방향)
	집행임원제 도입	영풍-MBK	·이사회 감독과 경영 집행 분리를 통해 선진 거버넌스 구조를 도입하자는 취지 ·다만 최 회장 권한 축소와 경영권 재편을 노린 전략이라는 해석도 공존	이사회 실질 감독 가능 강화 효과, 국내 상장사 도입 현실과 비용 대비 효익		찬성 검토 가능 (ISS 집행임원제 도입에는 우호적)
이사회/이사	이사 5인 선임안	유미개발 (최 회장 측)	·6인안과 다득표 경쟁 구도, YPC 의결권이 기각될 경우 최 회장 측 5인안 가결 가능성이 높음	집중투표제 취지 부합 여부, 이사회 독립성 실질 강화 여부		찬성 (ISS-GL 모두 찬성 권고)
	이사 6인 선임안	영풍-MBK	·YPC 의결권 인정 여부가 핵심 변수. 인정 시 이사회 과반 확보를 노리는 MBK-영풍 측 핵심 안건 ·호주 규제 우회 구조에 대한 법원 공정위 판단 리스크 존재	YPC 구조에 대한 사법 리스크, 경영권 인수 후 밸류업 실행 가능성		반대 고려(ISS-GL 모두 영풍-MBK 후보 4인 반대 권고)
	최윤범 사내이사 재선임	고려아연 이사회	·크루서블 JV 승인 과정, 자사주 공개매수, 상호주 구조 설계 등과 관련해 절차-거버넌스 논란 존재 ·대규모 차입-지분 거래에 대한 책임 소재 부각	이사 총실의무 이행 여부, 경영성과와 별도로 거버넌스 훼손 여부를 독립적으로 평가해야 함		기관별 자체 판단(ISS는 재선임 반대, GL은 찬성)
주주 환원	액면분할	영풍-MBK	·주당 가격을 낮춰 유동성과 소액주주 접근성을 높일겠다는 목적 ·주주 기반 확대를 통한 지배력 강화 의도 여부가 쟁점	실질적 펀더멘탈-밸류업 기여 여부, 경영권 방어/강화 목적 포함 여부		내용 확인 후 판단 필요
	분기배당 도입	고려아연 이사회	·배당 예측 가능성 제고와 함께 주당 2만원 수준 배당을 포함한 주주환원 정책 제안 ·자사주 공개매수로 레버리지 비율이 크게 상승한 상황에서 FCF 기반 배당 지속 가능성	80%대 부채비율-대규모 투자 계획 하에서 FCF 기반 배당 재원의 중장기 안정성		찬성 기류 (안정적 FCF 전제 하)

자료: Dart, 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[표6] 영풍 주총 안건(3/25)

구분	안건	제안측	법적 쟁점	판단 기준	불확실성	의결권 자문사 가이드런스
정관 변경	대리인 범위 제한 삭제	케이젯정밀 (고려아연 측)	·기존 정관의 '주주만 대리인 가능' 조항을 삭제해, 행동주의 펀드-소액주주의 의결권 위임 경쟁을 용이하게 하는 효과	소수주주의 의결권 행사 편의성-대표소송 등 견제 수단 강화 여부		찬성 기류.
	분기현물배당 도입	케이젯정밀 (고려아연 측)	·영풍의 낮은 배당 성장-현금 비축을 겨냥한 행동주의적 안건 ·분기현물배당 도입으로 현금흐름 압박 유도	영풍의 현금 창출력-투자 계획을 감안한 배당 여력		찬성 검토 가능.
이사회/이사	분리선출 사외이사감사위원 (1석 포대결)	전영준(영풍) vs 허성관 (KZ 정밀)	·영풍 추천 전영준 후보와 고려아연 측이 제안한 허성관 후보가 동일 의석을 두고 경쟁하는 택일적 안건	중대재해-환경 이슈에 대한 이사회의 리스크 통제 능력, 각 후보의 독립성과 전문성		후보자 개별 검증 후 선택 행사.
	사외이사 최창원 등 재선임	영풍 이사회	·석포제련소 관련 중대재해 유죄 판결 등으로 기존 이사회 책임론-ESG 리스크 부각 우려	산업안전-환경-지배구조 실패에 대한 이사회 책임 유무, 개선 의지		반대 고려 (ESG-스튜어디스 훼손 이슈)

자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

5) 소결: 경영권 분쟁 기업, 어떻게 봐야하나?

고려아연-영풍·MBK 분쟁은 개정 상법이 실제 경영권 분쟁에서 공격과 방어 양쪽의 수단으로 동시에 활용될 수 있음을 보여준 첫 번째 대형 사례다. 자사주 의무소각, 상호주 규제, 집중투표제, 감사위원 분리선출이 각각 어떤 방식으로 해석되고 적용됐는지는, 앞으로 유사한 분쟁이 발생하는 기업을 분석할 때 참고해야 할 실전 사례가 됐다.

단기적으로는 상당한 분쟁 프리미엄이 형성됐지만, 그 이면에는 재무 건전성 훼손, 장기 투자 불확실성, 규제 리스크라는 비용이 함께 쌓였다.

기관투자자 입장에서는 지배구조 개선을 위한 견제 필요성에는 공감하되, 그 수단과 주체가 장기 산업 경쟁력과 사회적 책임을 얼마나 반영하는지를 함께 따져야 한다.

결국 경영권 분쟁이 있는 기업에 주목해야 하는 이유는 분쟁 프리미엄 자체가 아니라, 분쟁을 계기로 이사회 구성·자본정책·배당정책이 실질적으로 달라지는 지 여부다. 그 변화의 질이 분쟁 이후 지배구조 프리미엄을 결정하는 중요한 변수이기 때문이다.

IV. 상속세 개편

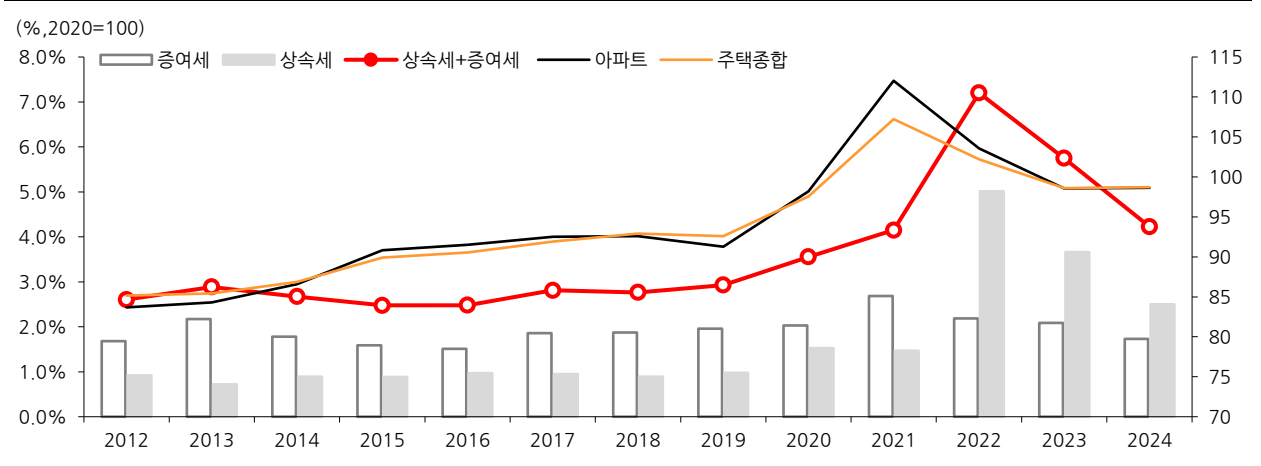
1. 고율 구조

고율 구조 정부는 상법 개정의 연장선에서 상속세·증여세와 기업승계 세제를 동시에 손보겠다는 방침을 분명히 하고 있다. 2000년 이후 세율·공제 체계는 거의 바뀌지 않았지만, 고령화·자산 가격 상승·금융자산 이전 확대가 맞물리며 상속·증여세 세수는 꾸준히 증가해 왔다. 공제액은 제자리인데 세금만 늘었다는 불만이 누적돼 온 배경이다.

구조적 특이점도 여전하다. 상속세는 유산세, 증여세는 유산취득세 방식이라는 이원 구조를 유지하고 있으며, 두 세목 모두 5단계 초과누진과 명목 최고세율 50%를 공유한다. 상속·증여 전후 10년 이내 모든 증여재산을 합산하는 구조 탓에 '부의 대물림 견제'에 과도하게 기운 제도라는 비판이 반복돼 왔다.

기업상속공제는 10년 이상 계속 경영한 중소·중견기업(매출 5,000억 원 미만)에 대해 경영 기간에 따라 300억~600억 원까지 공제를 허용하고, 사후관리 요건을 5년으로 완화하는 등 2022년 이후 일부 개선이 있었다. 그럼에도 요건이 까다롭고 사후관리 리스크가 커 실제 활용도는 여전히 제한적이라는 평가가 지배적이다.

[그림8] 우리나라 상속세



자료: 통계청, 한국부동산정보원, 한화투자증권 리서치센터

최대주주 할증 산정방식의 문제

최대주주 할증이 만든 간접 지배구조

상속세 체계에서 최대주주 할증평가는 오너 일가의 직접 지분 보유를 기피하게 만든 구조적 왜곡 장치로 작동해 왔다. 명목 최고세율 50%에 최대주주 지분 평가액의 20%가 할증돼 과세표준이 지분가치의 1.2배가 되고, 최고세율 구간에서 실질 세율이 60% 수준까지 치솟는 구조다. 지분율이 높을수록, 그리고 우량 상장사를 직접 보유할수록 세액 부담이 지분가치에 비례해 늘어난다.

대주주들은 우량 상장사 지분을 직접 보유하는 대신 ① 지주사 전환을 통한 간접 지배(지주사 디스카운트 활용), ② 자녀가 대주주인 비상장사 설립 후 일감 몰아주기, ③ 핵심 사업부의 물적분할·쪼개기 상장 등을 통해 과세 대상 지분 가치를 최대한 얇게 분산시키는 우회 구조를 발전시켜 왔다는 비판이 꾸준히 제기돼 왔다.

총수일가 직접 지분율과 계열회사 의존도는 기업집단마다 뚜렷한 차이를 보인다. 공정거래위원회 자료에 따르면 SK(0.38%), 카카오(0.48%), HD현대(0.53%)는 총수일가 직접 지분율이 낮은 반면, 넥슨(64.6%), KCC(36.3%)는 상대적으로 높은 편이다. 이는 각 그룹의 사업 구조, 상장 경위, 지주회사 전환 방식 등 역사적 배경의 차이에서 비롯된 결과로, 어느 한쪽이 우월하다고 단정하기는 어렵다.

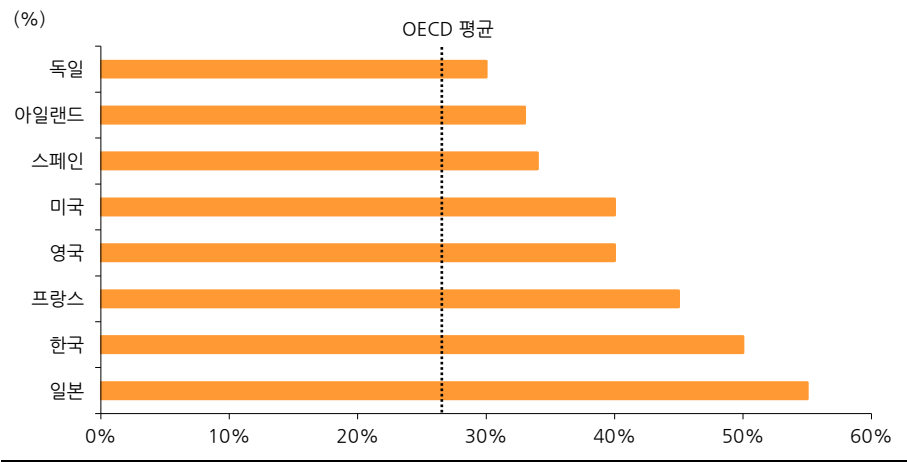
다만 상법과 같은 제도 변화의 영향은 지분 구조에 따라 다르게 나타날 수 있다. 총수일가 직접 지분율이 낮고 계열회사 지분에 상대적으로 더 의존하는 그룹은, 집중투표제 의무화와 감사위원 분리선출 확대가 이사회 구성에 미치는 영향이 더 직접적으로 나타날 수 있다. 반대로 직접 지분율이 높은 그룹은 제도 변화에 따른 경영권 안정성 측면에서 상대적으로 유리한 위치에 있다.

결국 상법 개정 이후 각 그룹이 현재의 지분 구조를 어떻게 유지·재편해 나가느냐가 향후 지배구조 프리미엄을 결정하는 중요한 변수다.

전 정부(윤석열 정부)는 2024년 세법개정안을 통해 명목 최고세율을 50%→40%로 인하하고 최대주주 할증 20%를 전면 폐지하는 방안을 제시했다. 2024년 비상계엄 사태와 탄핵 정국으로 국회 심의가 사실상 중단됐고, 현재까지 최대주주 할증 20%를 포함한 현행 체계는 법령상 그대로 유지되고 있다.

명목세율만 놓고 보면 일본 55%, 프랑스 45%, 미국 40% 등과의 격차가 크지 않지만, 상장사 최대주주에게 일률적 할증을 부과해 실질 부담을 끌어올리는 사례는 주요국 가운데 드물다. 공제·유예 장치가 제한적이어서 표면세율과 실질 부담이 거의 일치한다는 점이 우리 제도의 특징이다.

[그림9] 우리나라 상속세율은 OECD 평균을 크게 상회



자료: OECD, 한화투자증권 리서치센터

선진국은 높은 세율-낮은 실효 부담 구조

같은 고세율 국가로 분류되더라도 주요국과의 질적 차이는 뚜렷하다.

선진국은 '높은 세율-낮은
실효 부담' 구조

미국 국세청(IRS)이 발표한 2026년 세법 조정 자료와 상속세 FAQ에 따르면, 미국은 연방 상속세 명목 최고세율이 40%지만 2026년 기준 개인 1,500만달러, 부부 합산 3,000만달러의 기본 배제액을 적용하고, 시민권자 배우자에게는 사실상 무제한 배우자 공제(unlimited marital deduction)를 허용해 대부분 가계가 연방 상속세 과세 대상에서 벗어나도록 설계돼 있다.^{주1)}

주1) IRS, Tax Inflation Adjustments for Tax Year 2026, 「Frequently Asked Questions on Estate Taxes」

일본 재무성(Ministry of Finance)의 상속세 안내 자료에 따르면, 일본 역시 최고세율 55%라는 높은 명목세율을 유지하면서도, 비상장 중소·중견기업 기업승계에 대해서는 일정 요건을 충족하는 주식에 대한 상속증여세를 80~100%까지 장기 유예하는 사업승계 세제(기업승계 세제)를 운용해 실질 부담을 대폭 낮추는 방향으로 운영하고 있다.^{주2)}

주2) 일본 재무성(Ministry of Finance), 「Learning More About Taxes」

독일은 상속증여세법(ErbStG)에 따라 독일은 영업·사업자산에 대해 과세표준의 85%를 비과세하는 기본 특례와 100% 비과세 선택 특례를 두어, 요건을 충족하는 기업승계의 경우 명목세율과 실효세율 간 괴리가 크다.

우리나라는 최대주주에게 일률적 할증과 제한적 공제·유예를 부과하는 반면, 미국·일본·독일은 공제·유예 장치를 통해 표면세율과 실질 부담을 분리해 놓은 구조라는 점에서 질적 차이가 크다.

이 구조적 간극이 '과도한 세 부담 → 대주주의 지분 유지·장기투자 유인 약화 → 지배구조·배당·자사주 정책의 보수화 → 시장 전반 디스카운트 심화'라는 악순환으로 이어지고 있다는 비판이 지속되며, 코리아 디스카운트 해소를 위한 상속세 개편 논의에 지속적인 동력을 제공하는 배경이기도 하다.

2. 개편 논의 세가지

현재 상속세 개편 논의는 세 갈래로 진행되고 있으나, 입법 성과는 제한적이다.

첫째, 과세 방식의 일원화다. 기획재정부는 2025년 3월 2028년 유산취득세 전환을 목표로 한 개편 방안을 발표하고 공청화·입법예고를 거쳐 국회 제출 일정을 제시했다. 유산취득세에서는 상속인이 많을수록 1인당 과세표준이 낮아져 고액 자산가에게 유리하게 작동할 소지가 있어, 공제·세율 구조를 함께 조정해 재분배 기능 약화를 보완하는 것이 입법 과정의 관건이다.

둘째, 공제 수준의 현실화다. 이재명 대통령은 '일괄공제 8억 원, 배우자 공제 10억 원' 상향을 추진하겠다는 입장을 밝혔으나, '일반적인 상속세 인하에는 동의할 수 없다'고 선을 그어 전반적 세율 인하보다 공제 구조 조정에 방점이 찍혀 있다. 언론보도에 따르면, 공제 현실화 시 연간 수천억~수조 원 규모 세수 감소가 불가피하다는 보도가 있어, '밸류업을 위한 인센티브 조정'인지 '재정 여력 시험대'인지를 둘러싼 논쟁은 지속되고 있다.

셋째, 최대주주 할증 폐지 여부다. 앞서 언급한 대로 현행 할증 구조는 현재까지 유지되고 있으며, 단기 내 입법화 가능성은 낮은 상황이다.

3. 주가 누르기 방지법

'주가 누르기 방지법'은 상장사의 PBR이 0.8배 미만일 경우, 상속·증여세 과세 기준을 현행 '시가+최대 20% 할증'에서 '비상장 평가방식(공정가치 평가)과 순자산가치의 80% 하한'으로 전환하는 방안

기존 구조 아래에서는 '주가가 오르면 60% 세율로 세금을 내야 한다'는 인식이 강했고, 저PBR을 방지하거나 지분을 우회 분산하는 유인이 구조적으로 존재했다. 이소영 더불어민주당 의원이 발의한 상속·증여세법 개정안은 이 왜곡을 직접 겨냥한 것이다.

법안의 핵심은 상장주식의 PBR이 0.8배 미만일 경우 상속·증여세 과세 기준을 현행 '시가+최대 20% 할증'에서 '비상장 평가방식(공정가치 평가)과 순자산가치의 80% 하한'으로 전환하는 것이다. PBR 0.3~0.5배 구간에서 대주주가 의도적으로 주가를 낮출수록 과세표준이 줄어드는 왜곡을 차단하고, 최대주주 할증 폐지와 맞물려 배당·자사주 소각을 통해 주가를 높이는 쪽이 더 합리적인 선택이 되는 구조로 인센티브를 재설계하겠다는 취지다.

다만 유산취득세 전환과 이 장치가 결합될 경우, 납세 단위가 세분화되면서 친족 간 지분 분산·우회 증여를 통한 조세회피 시도가 늘어날 수 있다는 점은 정책 당국이 경계하는 부분이다.

[표기] 일명 주가누르기 방지법 개요

대표발의	이소영 더불어민주당 의원
법안	상속세 및 증여세법 일부개정법률안
주요 내용	<ul style="list-style-type: none"> · 주기순자산비율(PBR) 0.8배 미만 상장사의 상속세 자산을 비상장주식 방식으로 평가 · 상장사 최대주주의 상속·증여세에 20% 가산세율을 삭제해 정상 세세율 적용 시에는 세금 부담 경감 · 세금 현금납부가 곤란한 경우 상장주식에 대해 물납 허용
제안 이유	<ul style="list-style-type: none"> · 상장 주식은 주가가 낮을수록 세금이 낮아져 낮은 주가가 상속·증여에 더 유리한 상황 발생 · 경영권 승계 목적 중인 기업은 주가 저평가 유도한다는 비판

자료: 한화투자증권 리서치센터

제도 변화와 주가 상승은 승계 일정을 앞당길 수 밖에

3차례 상법 개정으로 이사회 견제 기능이 강화되면서, 순환출자 중심의 전통적 오너 지배 구조는 글로벌 기준에 맞는 피라미드형 단순 구조로의 전환 압력을 받고 있다. 이사회 중심 경영과 비핵심 계열사 정리의 필요성도 함께 커지고 있으며, 상법 개정 이후 외국인 투자자기관의 E,S,G 요건과 투명성 요구는 계속되고 있다.

국내 지주사 지수가 단기간에 두 자릿수 상승을 기록하는 등 밸류업 흐름이 가시화되고 있다. 그러나 주가 상승은 자본 재편이 완료되지 않은 그룹에게는 상속증여세 부담을 동시에 가중시키는 요인이기도 하다. 시간이 지날수록 지배력 방어 비용과 법적·주주 압박이 누적되는 구조에서, 오너 일가 입장에서는 승계 일정을 앞당길 유인이 그 어느 때보다 커졌다.

제도 정비와 승계 일정 변화

현재, 정부와 국회는 최고세율 조정, 최대주주 할증 폐지, PBR 0.8배 과세 하한 설정, 상장주식 물납·혼합납부 허용, 기업승계 공제 정비 등 여러 개편안을 동시에 검토하고 있다.

이익·자본력·지배구조 측면에서 국내 상장사는 이미 선진시장과 큰 격차가 없다. 이제 남은 과제는 세제와 승계 제도를 정비하는 일이다. 왜곡된 인센티브를 줄이고 세제·승계 구조를 선진시장형으로 전환할 수 있는지 여부가 중요하다.

[표8] 상속세 산정 체계

1 단계	기본 세율 체계	상속세 = (상속재산가액 - 상속공제) × 세율	상속세법 제 13 조, 제 26 조
↓			
2 단계	최대주주 할증 규정	최대주주가 취득하는 주식 등에 대해서 20%포인트를 가산	상속세법 제 63 조 제 3 항 상속세법 시행령 제 54 조
↓			
3 단계	공제 적용	과세표준 = 할증평가액 - 각종 공제(자녀공제, 기업상속공제 등)	상속세법 제 19 조~제 23 조
↓			
4 단계	세율 적용	산출세액 = 과세표준 × 세율 - 누진공제	상속세법 제 26 조
↓			
5 단계	상속세 확정	각종 세액공제 후 최종 납부세액 결정	

자료: 법제처, 한화투자증권 리서치센터

[표9] 기본 상속세율

과세표준	세율	누진공제
1 억원 이하	10%	-
1 억원 초과 ~ 5 억원 이하	20%	1 천만원
5 억원 초과 ~ 10 억원 이하	30%	6 천만원
10 억원 초과 ~ 30 억원 이하	40%	1 억 6 천만원
30 억원 초과	50%	4 억 6 천만원

자료: 법제처, 한화투자증권 리서치센터

V. 행동주의 캠페인의 확산

상법 개정과 상속세 개편 논의가 맞물리면서, 국내 자본시장의 주주 관여 구조도 빠르게 재편되고 있다. 제도가 열어준 공간을 가장 적극적으로 활용하는 주체는 행동주의 투자자와 기관투자자다.

1. 국민연금 의결권, 민간으로 위임

2026년도 제2차 국민연금 기금운용위원회는 위탁운용사의 수탁자 책임활동 확대를 골자로 하는 방안을 보고받았다(3/5). 2025년 말 기준 국민연금의 국내 주식 보유 규모는 263조 7,000억 원이며, 이 중 절반 수준이 위탁운용사를 통해 운용되고 있다.

개편의 핵심은 기존 투자일임 방식을 단독펀드, 즉 출자 형태로 전환하는 것이다. 전환 이후 위탁운용사는 보유 지분에 대해 자사 명의로 직접 의결권을 행사하게 된다. 1차 이관 대상은 8개 운용사가 운용 중인 약 12조 9,000억 원 규모의 책임투자형 펀드로, 전체 위탁 규모의 약 10% 수준이다. 절대적 비중은 크지 않으나 제도 전환의 의미가 크다. 위탁운용사의 의결권 행사 유인이 제도적으로 강화되는 방향으로 국내 주주 관여 구조가 재편될 전망이다.

그간 국민연금의 의결권 행사 방식을 둘러싸고 시장 의견이 분분했다. 최대 기관투자자로서 영향력은 상당하지만, 정부 주도의 단일 창구 구조상 기업 경영 개입이라는 정치적 부담을 피하기 어려웠다. 민간 이양은 이 구조적 딜레마에 대한 해법으로 제시돼 왔으며, 이번 개편은 그 첫 번째 실행 단계다.

국민연금은 상반기 중 세부 시행안을 마련하고, 연내 기금위 의결을 거쳐 본격 시행에 나설 방침이다. 위탁운용사의 수탁자 책임활동 기준을 별도로 수립하고, 점검·평가 결과를 자금 배정 및 회수 과정에 연동하는 방안도 함께 추진된다. 운용사들은 국민연금 자금을 계속 유치하기 위해 스튜어드십 이행 실적을 스스로 증명해야 하는 구조가 된다. 의결권 행사 결과가 자금 배정·회수와 연동될 경우, 운용사 간 수탁자 책임 경쟁이 강화되고, 이사회 진입·보수 변경 등 지배구조 관련 의안에 대한 기관투자자의 관여 수준도 높아질 것이다.

복잡해진 주주총회의 장

기업 입장에서조차 구도가 달라졌다. 과거에는 연금 본부 한 곳의 기준만 충족하면 됐지만, 앞으로는 성격과 전략이 각기 다른 복수의 민간 운용사를 동시에 상대해야 한다. 단순한 주주환원 확대 요구를 넘어 이사회 독립성 강화, 경영진 보수 체계 합리화 등 기본적인 지배구조 항목까지 상시 모니터링의 대상이 된다.

이번 국민연금 개편은 지배구조 관련 의안에 대한 위탁운용사의 관심을 높여 행동주의 캠페인의 질적 변화를 가속화하는 촉매로 작용할 것이다.

2. 행동주의 캠페인, 양적 확대에서 질적 심화로

행동주의 캠페인의 투자 기회는 '협상' 방식이 유리하며, 캠페인 개시 전후 진입해 성공 확정 전 차익실현하는 것이 기대값 측면에서 가장 합리적

국내 행동주의 캠페인의 주요 목적을 보면 주주환원·자사주 매입(75건)과 이사회 선임(50건)이 전체의 절반 이상을 차지한다. 이사회 장악(41건), 임원 보수 변경(31건), 이사 선임 반대(26건)가 뒤를 잇는다. 단순한 배당 확대 요구에서 이사회 구성 변경과 경영진 견제로 캠페인의 목적 자체가 고도화되고 있다.

전술 측면에서는 협상 방식이 전체 164건 중 51.8%로 위임장 대결(48.2%)을 소폭 앞선다. 협상의 성공률은 10.4%, 부분성공 포함 시 17.1%인 반면 위임장 대결은 각각 6.7%와 11.1%에 그친다. 공격적인 전술이 반드시 더 좋은 결과로 이어지지 않았다.

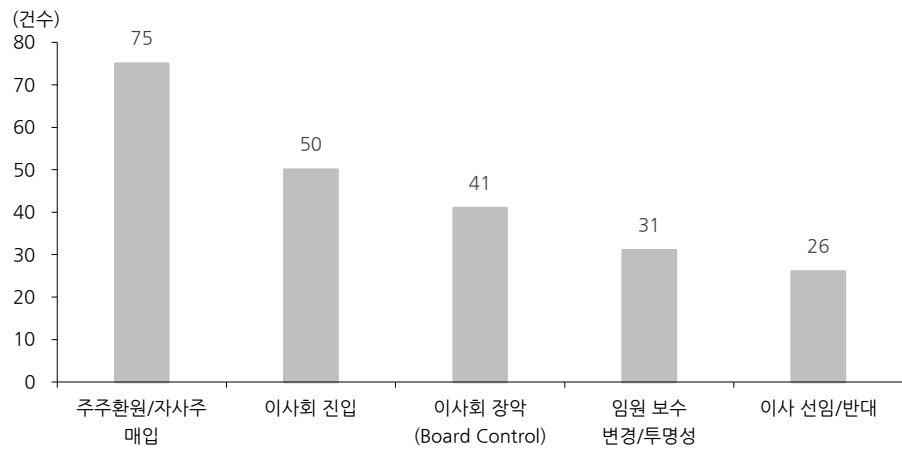
1년 수익률을 보면, 캠페인 진행 중 협상 기대감이 형성되는 구간에서 협상이 +23.1%를 기록하는 반면 위임장 대결은 -0.5%로 마이너스다. 부분성공 구간에서도 협상(+20.4%)이 위임장 대결(+15.3%)을 5%p 웃돈다.

반면 완전 성공 구간에서 협상은 -11.1%를 기록했다. 성공 기대치가 주가에 선반영된 뒤 결과 확정과 함께 차익실현이 집중되기 때문이다. 위임장 대결이 실패할 경우 -8.9%의 손실을 감수해야 한다는 점도 위험 부담을 키우는 요인이다.

보유기간 전체 수익률로 보면 격차는 더욱 분명해진다. 협상의 총 수익률은 9.1%로 위임장 대결(0.5%)의 18배 수준이다. 진행 중 기대감과 부분성공 구간의 높은 수익률이 전체 평균을 끌어올린 결과다.

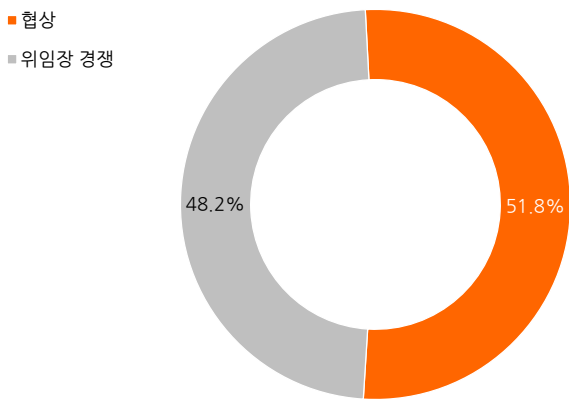
행동주의 캠페인에서 우리가 얻을 수 있는 투자 기회는 협상을 통한 부분성공 구간에 있다. 위임장 대결은 성공 시 소폭 유효하지만 실패 리스크가 커 기대값 측면에서 협상이 우월한 전술이다. 캠페인 개시 전후 협상 과정에서 진입하고, 캠페인 성공 이후에는 차익실현하는 것이 현실적이다.

[그림10] 국내 행동주의 캠페인 주요 목적



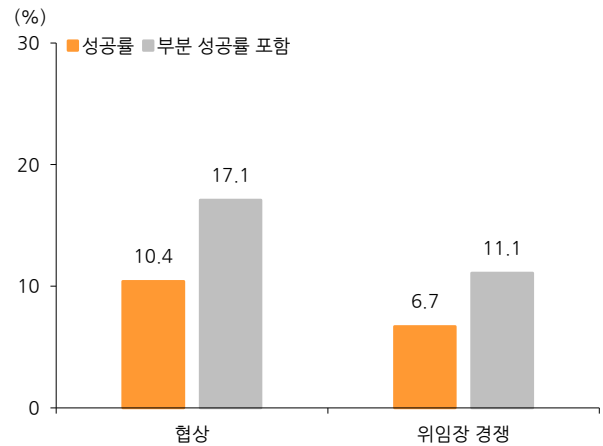
주: 국내 행동주의 164건(실패, 성공 포함)의 캠페인 목적(상폐된 기업 제외)
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 국내 164 건 행동주의 캠페인 중 협상방식이 과반을 차지



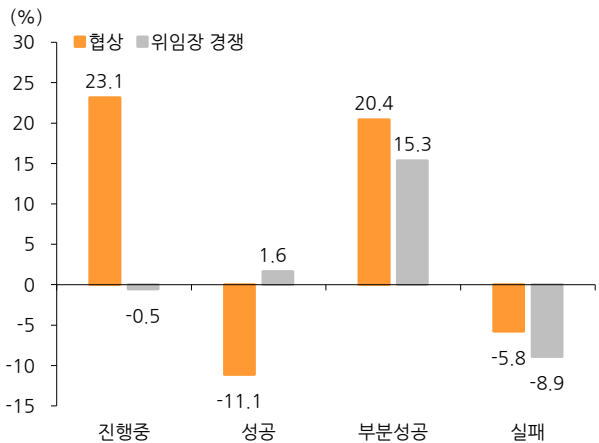
주: 2026.3.25 기준 / 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 협상 전략이 위임장 대결보다 높은 성공률을 보임



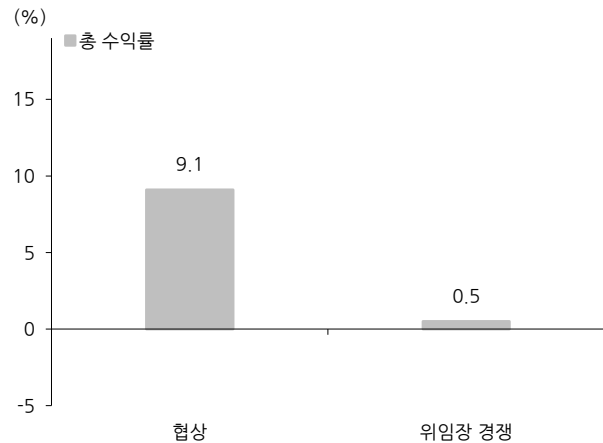
주: 2026.3.25 기준 / 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 행동주의 캠페인 결과별 1년 수익률(협상 vs 위임장 대결)



주: 2026.3.25 기준 / 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 행동주의 캠페인 전술별 보유기간 총 수익률



주: 2026.3.25 기준 / 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

VI. 투자 기회

저PBR·고ROE에 자사주 비율이 높은 금융주·지주사·기타 업종 대표 종목들은 여전히 유효하다고 판단된다.

우선 금융주 일부 종목은 행동주의·스튜어드십 이슈를 계기로 자사주 소각과 배당 확대에 나서고 있다. 지배구조 규율이 강화된 환경에서 이들 종목은 자사주 강제 소각과 경영권 방어 재편 과정에서 추가 자본정책(소각·자사주 매입·특별배당)이 뒤따를 가능성이 높아, 보험·증권 전반에 걸쳐 “저PBR+고ROE+자사주↑” 조건을 갖춘 금융주는 여전히 유효하다고 생각한다.

지주사 섹터에서도 한화, LS, SK, HD현대, POSCO홀딩스, KT&G 등은 P/B 0.5~1.0배 수준에 머물러 있으나, 두 자릿수 ROE와 자사주 잔고를 보유하고 있어, 자사주 소각 의무화·집중투표제 도입이 동시에 작동하는 상황에서 지주할인 축소와 배당·소각 확대 압력이 집중될 가능성이 크다.

상속세 개편 입법이 더딘 만큼, 주가 상승으로 잠재 세 부담이 커진 그룹일수록 승계·지배구조 재편을 서두를 유인이 강해진다는 점에서, 개편 통과 여부와 무관하게 이들 섹터에 대한 구조적 압력은 지속된다.

특히 KT&G, POSCO홀딩스, DB손해보험, KCC, DB하이텍 등은 이미 주주서한·주주제안 등 행동주의 이슈를 경험한 종목으로, 향후에도 자사주 활용과 지배구조 개편을 둘러싼 주주-경영진 간 힘겨루기가 밸류에이션 리레이팅의 직접적인 촉매로 작용할 수 있다.

기타 산업에서는 DB하이텍, HMM, 엔씨소프트, 에스원, 금호석유화학, CJ대한통운처럼 현금창출력이 양호하고 자사주 비율·활용 여지가 큰 기업들을 중심으로, 개정 상법과 상속세 체제 변화에 맞춘 주주제안·행동주의 이슈가 이미 나타나고 있거나 앞으로 연이어 부각될 가능성이 높다.

상법 개정으로 자사주를 주주총회 통제 아래 둔 만큼, 이들 기업에 대한 주주행동주의는 자사주 소각 속도, 인적·물적분할 구조, 승계 설계 전반을 재설계하는 트리거로 작동할 수 있고, 그 과정에서 PBR 0.5배 안팎에 묶여 있던 종목들의 멀티플 재평가 여지가 커졌다.

결과적으로 [표11]~[표13]의 저PBR·고ROE·자사주 비율 상위 종목들은 ① 상법 개정에 따른 자사주 소각·처분 압력, ② 상속세 구조가 만들어내는 오너 행동 압력, ③ 주주행동주의의 삼중 효과가 겹치는 구간으로, 법·세제·거버넌스 구조 변화에 레버리지된 중장기 초과수의 기회가 유효하다고 판단한다.

» 국내 행동주의 요구 중인 기업 → 정관개정 등 다양한 이슈와 형태로 제기

[표10] 국내 행동주의 요구 중인 기업

상장코드	기업명	시작일	목적	지분 (%)	위임장 경쟁 여부	1일수익률 (%)	연간수익률 (%)
A099440	스맥	2026-03-12	이사회 장악	13.7	O	-4.1	-7.4
A247660	나노씨엠에스	2026-03-06	이사회 진입	5.6	O	-5.8	8.8
A145720	덴티움	2026-02-12	이사회 진입; 독립 의장 선임	8.2	O	-1.4	6.5
A248070	솔루엠	2026-02-12	기업 분할; 보상체계 변경; 이사회 진입; 이사회 임기 분할 폐지	8.0	X	-2.6	-7.7
A244920	에이플러스에셋	2026-02-11	독립 의장 선임; 보상체계 변경; 이사회 진입	18.1	O	2.4	-23.7
A002380	KCC	2026-02-11	기업 분할; 전략적 검토	1.9	X	12.5	8.2
A005830	DB 손해보험	2026-02-09	보상체계 변경; 독립 의장 선임; 자본 환원/자사주 매입	1.9	O	0.3	10.1
A071200	인피니트헬스케어	2025-12-08	이사 해임/선임 반대; 경영진 교체	0.7	O	0.3	7.2
A101000	KS 인더스트리	2025-11-28	이사회 진입	7.9	X	-0.5	56.7
A001460	BYC	2025-11-21	이사회 진입	7.1	X	-0.3	15.9
A066790	씨씨에스	2025-11-18	이사회 장악; 이사 해임/선임 반대	1.1	O	-0.5	-2.5
A029480	광무	2025-11-13	이사회 장악; 자본 환원/자사주 매입	2.5	O	-0.1	0.2
A026890	스티인베스트먼트	2025-10-30	단순 논의	7.6	X	8.6	-1.5
A051910	LG 화학	2025-10-22	자본 환원/자사주 매입; 이사회 진입; 기업 분할; 기타 (독립 사외이사 선임)	1.0	O	14.2	-12.4
A068790	DMS	2025-10-17	단순 논의	10.2	X	-0.4	25.0
A101000	KS 인더스트리	2025-10-02	이사 해임/선임 반대	2.2	O	-14.1	-5.1
A002380	KCC	2025-09-25	기타 (삼성물산 지분 활용 계획 명확화 요구)	1.2	X	-1.7	38.9
A196170	알테오젠	2025-07-07	기타 (코스닥 → 코스피 이전 상장)		X	0.9	-12.4
A257429	오큐피바이오	2025-06-11	인수 반대	26.3	X		
A079940	가비아	2025-03-27	기타 (지분 10% 추가 취득); 자본 환원/자사주 매입; 이사회 진입; 보상체계 변경	8.0	O	-8.8	30.9
A000670	영풍	2025-03-13	자본 환원/자사주 매입	3.6	O	0.3	29.7
A001530	디아이동일	2025-03-11	이사회 진입	0.0	O	-1.7	-53.3
A294570	쿠콘	2025-03-06	기타 (감사 선임); 이사 해임/선임 반대	4.0	O	1.5	65.6
A039200	오스코텍	2025-02-26	이사회 진입		X	10.5	85.6
A021240	코웨이	2025-01-21	자본 환원/자사주 매입; 이사회 진입; 기타 (집중투표제 도입); 보상체계 변경	2.8	O	3.2	-7.6

주: 2026.3.25 기준

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

>> 저 PBR·고 ROE·자사주 보유 종목 스크리닝

[표11] 금융주 (저 PBR·고 ROE, 자사주↑ 등) Valuation Table

기업명	시가총액 (십억원)	주가 (KRW)	자사주 비율(%)	최대주주 지분율(%)	주가수익률 (%)		P/E		P/B		ROE		EPS		
					1M	YTD	25	26	25	26	25	26	25	26	YoY
한화생명	3,848	4,430	13.5	45.1	-10.6	36.1	4.4	7.0	0.3	0.3	3.8	4.4	738	632	-14%
삼성생명	42,100	210,500	10.2	44.1	-8.5	33.6	13.7	17.4	0.5	0.5	5.0	3.6	11,514	12,110	5%
현대해상	2,695	30,150	12.3	22.8	-12.2	-2.1	4.5	3.4	0.5	0.4	12.3	14.6	6,660	8,762	32%
삼성화재	20,268	440,500	13.4	19.1	-16.9	-11.4	12.2	10.0	1.0	0.8	12.0	10.3	40,703	44,227	9%
DB손해보험	11,365	163,800	15.2	24.3	-10.5	24.9	7.8	6.6	1.1	0.9	17.2	16.9	20,922	24,749	18%
신영증권	3,032	184,400	53.1	20.5	-18.2	37.5									
대신증권	1,790	35,250	25.1	16.5	-21.4	30.6	21.9	11.8		0.6			1,610	2,977	85%
미래에셋증권	34,207	61,600	23.2	33.1	-14.1	165.0	10.8	19.5	2.8	2.4	11.1	16.1	2,167	3,167	46%
코리안리	2,385	12,240	9.3	20.3	-12.1	6.1	7.7	7.5	0.6	0.5	8.8	8.1	1,586	1,623	2%

주: 2026.03.31 기준

자료: WiseFn, 한화투자증권 리서치센터

[표12] 지주사 (저 PBR·고 ROE, 자사주↑ 등) Valuation Table

기업명	시가총액 (십억원)	주가 (KRW)	자사주 비율(%)	최대주주 지분율(%)	주가수익률 (%)		P/E		P/B		ROE		EPS		
					1M	YTD	25	26	25	26	25	26	25	26	YoY
두산	16,615	1,026,000	17.9	40.1	-19.7	31.4	220.3	50.3	8.9	8.5	5.0	23.1	3,546	20,396	475%
제일기획	2,182	18,970	12.0	28.5	-13.6	-9.7	11.6	9.4	1.4	1.2	13.7	14.5	1,804	2,020	12%
HD현대	18,879	239,000	10.5	37.2	-18.3	26.8	15.5	12.5	1.3	1.6	10.3	14.7	12,187	19,067	56%
KT&G	18,257	159,200	14.1	8.3	-2.4	12.0	15.8	15.3	1.6	1.7	11.8	12.6	8,973	10,422	16%
미스트홀딩스	2,177	41,000	10.9	35.9	-16.3	-4.0	11.4	8.1	1.0	1.0	11.4	12.9	3,743	5,050	35%
영원무역홀딩스	2,956	219,000	14.0	46.8	-12.2	14.4	9.3		0.8		11.0		23,666		
SK	21,823	301,000	24.8	25.5	-24.9	17.4	11.7	7.0	0.6	0.6	6.4	11.4	21,863	43,038	97%
LS	7,987	256,000	13.7	32.6	-10.0	28.1	23.6	17.0	1.1	1.3	5.7	9.1	8,458	15,019	78%
CJ	5,514	189,000	7.3	47.8	-13.5	9.9	42.8	14.4	1.1	1.1	2.7	8.5	4,019	13,136	227%
한화	8,028	107,100	7.4	55.9	-21.6	31.3	20.7	9.3	0.6	0.7	3.3	8.7	3,939	11,575	194%
KCC	4,283	482,000	17.2	35.6	-26.0	14.6	2.4	8.4	0.4	0.5	23.5	7.0	173,128	57,708	-67%
삼성물산	41,110	253,500	4.6	36.0	-27.7	5.9	16.9	16.6	0.8	1.0	6.0	5.5	14,165	15,248	8%
신세계	2,898	300,500	9.1	29.2	-18.5	21.7	171.5	11.2	0.5	0.6	0.3	5.7	1,440	26,938	1771%
LG	12,770	82,800	2.0	42.5	-23.1	2.6	17.4	10.0	0.4	0.4	2.6	4.5	4,628	8,310	80%
DL	1,266	60,400	0.1	49.3	16.8	60.4	-9.7	4.6	0.2	0.3	-2.2	7.3	3,887	13,267	-441%
POSCO홀딩스	26,910	332,500	6.6	8.1	-19.5	9.0	37.7	14.4	0.4	0.4	1.2	3.3	8,085	23,122	186%
아모레퍼시픽홀딩스	2,114	27,650	4.0	64.2	-11.8	3.0	20.2		0.7		3.6		1,329		
풍산홀딩스	495	34,300	4.8	48.8	-15.9	-8.5	7.3	7.2	0.4	0.4	6.6	5.8	5,163	4,751	-8%
HDC	1,658	27,750	17.1	42.0	12.6	48.3	3.7	4.2	0.3		10.8		5,038	6,672	32%
대웅	1,355	23,300	29.7	38.1	-13.5	5.7	7.3		0.8		16.1		3,011		
삼양홀딩스	512	66,000	9.9	41.8	-11.4	14.6									
동아쏘시오홀딩스	615	94,100	1.5	30.3	-17.1	-11.6	5.4	7.2	0.6	0.5	10.8	7.5	17,512	13,021	-26%

주: 2026.03.31 기준

자료: WiseFn, 한화투자증권 리서치센터

[표13] 기타 산업 (저 PBR고 ROE, 자사주↑ 등) Valuation Table

기업명	시가총액 (십억원)	주가 (KRW)	자사주 비율(%)	최대주주 지분율(%)	주가수익률 (%)		P/E		P/B		ROE		EPS		
					1M	YTD	25	26	25	26	25	26	25	26	YoY
CJ대한통운	2,359	103,400	12.6	40.2	-21.7	9.3	8.9	7.7	0.5	0.5	6.0	7.1	10,612	13,444	27%
DB하이텍	3,415	78,500	9.5	24.0	-18.0	16.1	11.7	9.7	1.3	1.3	12.5	15.1	5,783	8,093	40%
HMM	18,459	19,570	8.7	35.4	-8.3	-4.5	10.5	15.4	0.7	0.7	6.9	4.4	1,955	1,274	-35%
엔씨소프트	4,826	224,000	10.0	12.4	-3.0	11.2	12.6	13.9	1.3	1.2	11.2	9.8	16,023	16,134	1%
에스원	3,257	85,700	11.0	25.7	-2.4	18.9	15.3	16.5	1.4	1.6	10.5	11.0	4,699	5,211	11%
휴젤	2,959	240,500	12.2	43.5	-10.9	4.3	20.3	18.0	2.6	2.3	16.1	16.0	11,348	13,398	18%
DN오tom티브	2,232	38,150	11.5	52.2	40.3	56.4	5.1		0.6		15.0		4,809		
금호석유화학	3,069	117,900	15.1	29.2	-23.1	-2.3	12.3	8.8	0.5	0.4	4.7	6.0	9,843	13,459	37%
한미사이언스	2,537	37,100	1.0	55.8	-14.9	2.3	21.3						1,702		
SK디스커버리	888	51,000	6.7	51.0	-14.7	-11.8	8.8		0.4		4.5		6,549		

주: 2026.03.31 기준

자료: WiseFn, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2026년 4월 2일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. 당사는 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박세연, 김예인)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2026년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.7%	9.3%	0.0%	100.0%