2026. 10. 19.

R-Advisory Team
raymond@konnect-ai.net

▶ CGI · 2026 반기

측정 기업	2,410사
중위 (전년 반기)	57.13 (56.99)
같은 기업 변화 중위	0.00점
5점 넘게 오르내린 기업	1,280사 (56%)
KOSPI / KOSDAQ 중위	61.7 / 55.3
CEI와의 상관	0.52

▶ 같은 기간의 정책·시장

밸류업 공시 기업	590사 · 시총 72.2%
밸류업지수 / 코스피	+134% / +101%
이사 충실의무 확대	2025. 7 상법 개정
배당소득 분리과세	2026. 1 지급분부터
자사주 의무 소각	2026. 2 상법 개정
코스닥 횡령·배임 공시사	11 → 17사

밸류업 공시 2026.3말 · 지수 2024.9.30~2026.1.30 · 횡령·배임 각 연도 1.1~9.17. 자료: 한국거래소, 언론 보도

CGI 현금 거버넌스 (2026 반기)

환원은 늘었지만, 현금의 질은 제자리다

- 밸류업 정책은 «현금을 주주에게 돌려라»로 갔지만, «그 현금이 깨끗한가»는 시장 전체로 1년째 그대로다
- 개선과 악화는 업종이 아니라 개별 기업 단위로 갈린다. 환원 규모가 아니라 현금의 질로 기업을 골라야 한다

WHAT'S THE STORY?

정책과 주가는 움직였다: 2024년 9월 이후 밸류업지수는 134%, 코스피는 101% 올랐다. 기업가치 제고 계획을 낸 기업은 590사로 시가총액의 72%를 차지한다. 2026년에는 배당소득 분리과세와 자사주 의무 소각이 시행됐다. 제도의 초점은 배당과 자사주, 즉 주주에게 돌려주는 **양**이다.

현금의 질은 움직이지 않았다: CGI는 회사 현금이 특수관계인이나 본업과 무관한 자산, 정체를 알기 어려운 금융상품으로 새지 않는지를 본다. 같은 기업 2,285사의 1년 변화 중위는 0.00점이고, 분위수는 모두 0.5점 안에서 움직였다. 이사 충실의무를 넓힌 2025년 7월 상법 개정의 효과도 아직 시장 전체 숫자로는 나타나지 않는다.

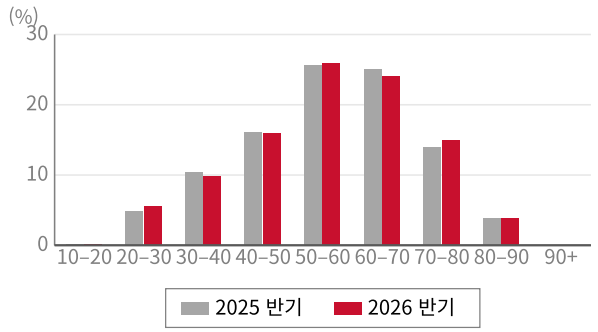
그래서 기업 단위로 골라야 한다: 시장 전체는 멈춰 있지만 개별 기업은 절반 이상이 5점 넘게 오르내렸다. 업종 간 격차는 7.3점으로 CEI의 절반 이하다. 배당 분리과세 요건은 배당성향과 증가율만 볼 뿐, 그 현금이 어디서 나와 어디에 묶여 있는지는 보지 않는다. 환원 규모만 보고 고르면 현금 관리 위험을 놓친다.

SUMMARY DISTRIBUTION

(점)	2025 반기	2026 반기	증감
기업 수 (사)	2,348	2,410	+62
평균	56.06	56.22	+0.16
중위	56.99	57.13	+0.14
표준편차	14.65	14.82	+0.17
P10	36.16	35.85	−0.31
P25	47.25	47.13	−0.12
P75	66.53	66.99	+0.46
P90	74.50	74.53	+0.03
최저	18.45	17.87	−0.58
최고	88.12	89.25	+1.13

자료: R-Index index_timeseries(누적 연율화), R-Advisory

10점 구간별 기업 비중 (%)



자료: R-Advisory

이 리포트의 메시지

- 환원은 늘었지만, 현금의 질은 제자리다 — 환원 규모가 아니라 현금의 질로 기업을 골라야 한다

논리: ① 제도와 주가는 환원의 양에 맞춰 움직였다 → ② 현금의 질(CGI)은 시장 전체로 1년간 그대로다 → ③ 차이는 업종이 아니라 개별 기업에서 나고, 환원 지표로는 보이지 않는다 → ④ 따라서 선별 기준에 현금의 질을 따로 넣어야 한다.

같은 기간 정책·시장이 겨냥한 것과 CGI가 보는 것

정책·시장 변화	시점	무엇을 바꾸나	현금의 질을 직접 보나
기업가치 제고 계획 공시	누적 590사, 시총 72.2% (2026.3말)	목표·계획 공시. 코스피 307사, 코스닥 283사	아니오 · 계획 중심
코리아 밸류업지수	+134% (2024.9.30~2026.1.30)	같은 기간 코스피 +101%. 주가 성과	아니오 · 주가
상법 개정: 이사 충실의무	2025. 7 국회 통과	이사의 충실의무 대상을 회사에서 주주로 확대	**간접 · 효과 미확인**
배당소득 분리과세	2026. 1. 1 지급분부터 3년 한시	배당성향 40% 이상, 또는 25% 이상이면서 배당 10% 이상 증가 기업의 배당에 14~30% 분리과세	아니오 · 배당의 양
상법 개정: 자사주 의무 소각	2026. 2. 25 국회 통과	취득 자사주 1년 내 소각 원칙. 기존 보유분 최대 1년 6개월 유예	아니오 · 환원 방식

CGI가 보는 현금 유출 경로(특수관계인 대여, 본업 무관 자산, 불투명한 금융상품)를 직접 겨냥한 제도는 이 기간 이사 충실의무 확대 하나뿐이다.

자료: 한국거래소, 재정경제부 세법 시행령, 국회 본회의 의결, 머니투데이·헤럴드경제·세정일보 보도, R-Advisory 정리

근거 1 · 시장 전체는 1년째 제자리

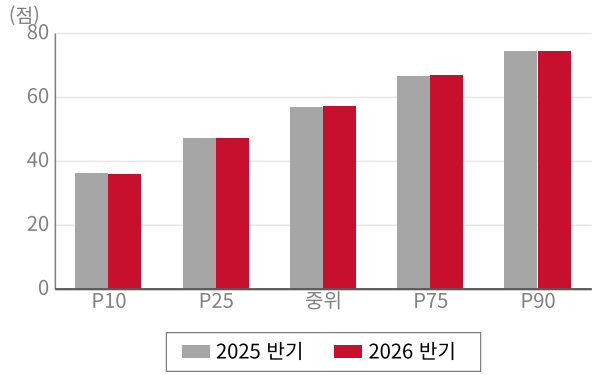
- 밸류업 랠리는 현금 거버넌스의 개선을 동반하지 않았다

숫자: 중위 56.99 → 57.13점. P10부터 P90까지 모든 분위수가 ±0.5점 안에서 움직였다. 같은 기업 2,285사의 변화 중위는 0.00점, 평균은 +0.30점이다.

해석: 신규 상장·퇴출 효과를 걷어낸 같은 기업 기준으로도 0이다. 시장 전체의 현금 관리 수준은 실제로 바뀌지 않았다.

설명: 반 전체가 시험 대비 특강을 들었고 반 평판도 올랐는데, 정작 생활기록부의 태도 점수 평균은 작년과 같다.

CGI 분위수: 2025 반기 vs 2026 반기 (점)



분위수 증감: P10 −0.31 · P25 −0.12 · 중위 +0.14 · P75 +0.46 · P90 +0.03

자료: R-Advisory

시장 의미

투자자: 「밸류업으로 기업이 좋아졌다」는 인식은 주가와 환원에는 맞지만 현금 관리에는 맞지 않는다. 지수 상승을 거버넌스 개선의 증거로 읽지 않는다. **정책당국**: 환원 확대 제도는 «현금이 깨끗하다»는 전제 위에 서 있다. 그 전제는 아직 숫자로 확인되지 않았다.

검증 필요

2025년 7월 충실의무 확대의 효과는 반기 1회로는 판단하기 이르다. 2026 연간(FY) 값이 나오면 같은 기업 변화를 다시 본다. 정책 이전 시점(2024 반기 이전)과의 비교도 필요하다.

근거 2 · 차이는 업종이 아니라 기업에서 난다

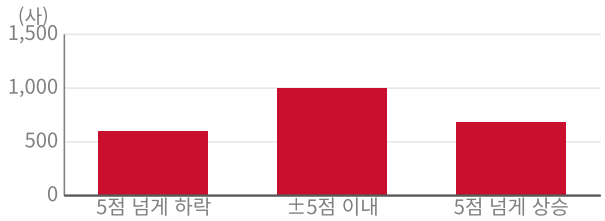
- 현금 거버넌스가 나쁜 것은 업종 탓이 아니라 그 회사가 선택한 결과다

숫자: 5점 넘게 오른 기업 683사, 내린 기업 597사로 합쳐 56%다. 100사 이상 업종의 중위 폭은 7.3점으로, CEI의 19.2점보다 훨씬 좁다. 시장별 중위는 KOSPI 61.7점, KOSDAQ 55.3점이다.

해석: 평균 0은 좋아진 기업과 나빠진 기업이 상쇄된 결과다. 업종이 아니라 개별 기업과 시장(코스닥)에서 갈린다.

설명: 반 평균은 그대로인데 학생 절반의 성적이 크게 바뀌었다. 어느 반이냐보다 어느 학생이냐가 중요하다.

같은 기업 2,285사의 1년 변화 (사)



업종 중위 최고–최저 폭 (점, 100사 이상 업종)

	최고	최저	폭
CGI	62.7 필수소비재	55.4 헬스케어	**7.3**
CEI	72.1 필수소비재	52.9 헬스케어	19.2

자료: R-Advisory

시장 의미

투자자: CGI는 업종을 고르는 잣대가 아니라 업종 안에서 기업을 고르는 잣대다. 「바이오는 다 위험하다」 식 일괄 배제는 맞지 않는다. **정책당국**: 업종별 차등보다 개별 기업의 현금 운용 공시가 효과적이다.

외부 정황 · 코스닥 횡령·배임

2026년 1.1~9.17 횡령·배임 공시는 58건에서 39건으로 줄었지만, 공시한 코스닥 기업은 11사에서 17사로 늘었다. 위험이 코스닥 중소형사에 몰린다는 점에서 CGI의 시장 간 격차와 같은 방향이다.

자료: IB토마토(2026.9.23), R-Advisory

근거 3 · 환원·효율 지표로는 현금의 질이 안 보인다

- 돈을 잘 굴리는 회사와 돈을 깨끗하게 다루는 회사는 같은 회사가 아니다

숫자: CGI–CEI 상관은 0.52다. CEI에는 90점 이상이 93사인데 CGI에는 없다(최고 89.25점). 중위도 CGI가 5.8점 낮다.

해석: 자본효율·배당 같은 겉의 성과가 좋다고 현금 관리가 깨끗하다는 보장은 없다. 시장 전체에서 가장 약한 고리가 현금 거버넌스다.

설명: 수익률 좋은 펀드매니저라고 장부 관리까지 꼼꼼한 것은 아니다.

CGI와 CEI의 분포 비교 (2026 반기)

	CGI	CEI
중위 (점)	**57.13**	62.89
90점 이상 (사)	**0**	93
업종 중위 폭 (점)	**7.3**	19.2
헬스케어 30점 미만 (%)	**11.2**	25.9

같은 기업에서 CGI와의 상관

	CEI	RII	MAI
상관계수	**0.52**	0.26	0.14

자료: R-Advisory

시장 의미

투자자: 배당 분리과세 대상이나 자사주 소각 기업을 고를 때, CGI로 한 번 더 거른다. 분리과세 요건은 배당성향과 증가율만 볼 뿐 현금이 어디서 나와 어디에 묶여 있는지는 보지 않는다. **기업**: 환원을 늘리는 것과 별개로 현금 운용 원칙을 공시하면 차별화할 수 있다.

검증 필요

배당 분리과세 요건 충족 기업, 또는 CEI 상위 20% 중 CGI 하위 25%에 드는 기업이 몇 곳인지. 이 교차 집계가 메시지를 확정한다.

해석의 한계 · 지표 밖의 기업들

- 금융의 높은 점수와 시장의 얇은 아래 꼬리는 지표가 빼놓은 기업 덕분이다

숫자: 측정 불가 82행 중 금융업이 61행, 완전자본잠식이 16행이다. 금융은 측정된 59사(중위 64.1점)만 집계됐다.

해석: 자사주 소각·배당 확대의 대표 기업인 금융지주·은행·보험은 이 지표로 검증되지 않았다. 현금 관리가 가장 나쁠 가능성이 큰 자본잠식 기업도 빠져 있어, 시장의 아래 꼬리(20점 미만 2사)는 실제보다 얇게 보인다.

측정 불가(N/M) 82행의 사유 (행)

금융업	**61**
완전자본잠식	16
일반 재무제표 구조가 아님	4
영업현금흐름 미확인	1
합계	**82**

자료: R-Advisory

시장 의미

투자자: 「금융은 CGI가 높다」고 읽지 않는다. **지수 설계자**: 금융업 전용 현금 거버넌스 산식이 필요하다. 이 공백이 메워지기 전까지 본 리포트의 결론은 비금융 측정 기업 2,410사에 한정된다.

결론 · 누가 무엇을 다르게 해야 하나

- 환원은 늘었지만 현금의 질은 제자리다. 기업은 업종이 아니라 개별 기업 단위로, 환원 규모가 아니라 현금의 질로 골라야 한다.

투자자: 배당·자사주 기업 선별에 CGI를 별도 필터로 넣고, 단일 반기 값이 아니라 여러 시점의 일관성을 본다. **정책당국**: 환원의 양을 보상하는 제도 옆에, 현금 운용(특수관계인 대여·비영업 금융자산) 공시를 보강한다. **기업**: 현금 운용 원칙 공시가 가장 값싼 차별화 수단이다.

검증 과제 (결론을 가르는 순서)

#	과제	확인하는 것	관련 근거
1	정책 전후 시계열 (2024 반기 이전 ~ 2026 연간)	«제자리»가 밸류업 이후 2년 내내인지, 1년만의 일인지. 충실의무 개정 효과가 시차를 두고 나타나는지.	근거 1
2	배당 분리과세 요건 기업 × CGI 교차	환원 우수 기업 중 현금의 질이 낮은 기업이 실제로 얼마나 되는지. 메시지의 투자자 활용도를 확정한다.	근거 3
3	시장 × 업종 교차 분포	KOSPI·KOSDAQ 격차가 업종 구성 효과인지, 코스닥 고유의 문제인지.	근거 2

자료: R-Advisory

부록 · GICS 11개 업종별 CGI 분포 (2026 반기, 점·%)

업종	기업 수	N/M	평균	중위	P25–P75	표준편차	80점 이상	30점 미만	전년 반기 대비 중위
필수소비재	145	2	60.5	**62.7**	49.8–71.4	15.0	8.3	2.8	+1.6
소재	342	0	59.7	**60.6**	51.5–68.5	13.4	5.0	1.5	−1.0
경기소비재	295	2	57.8	**57.5**	48.9–67.9	13.9	4.7	3.7	−3.5
산업재	517	5	54.9	**56.2**	45.7–65.3	14.5	3.1	5.0	+2.1
정보기술	579	5	55.0	**56.0**	45.6–65.4	14.7	3.1	6.9	+0.8
커뮤니케이션서비스	168	0	54.0	**55.6**	46.2–64.4	14.6	1.2	**8.9**	+0.9
헬스케어	278	3	53.4	**55.4**	40.6–66.7	**17.0**	4.0	**11.2**	+1.7
금융*	59	**61**	60.4	**64.1**	53.5–69.4	13.2	5.1	1.7	+1.6
에너지**	5	0	65.6	**64.1**	63.3–68.5	9.3	0.0	0.0	−6.5
유틸리티**	12	0	58.8	**63.2**	54.7–66.8	11.9	0.0	0.0	+4.9
부동산**	10	3	48.9	**52.9**	37.8–60.7	14.9	0.0	10.0	+2.8
전체	**2,410**	**82**	**56.2**	**57.1**	**47.1–67.0**	**14.8**	**3.9**	**5.6**	**+0.1**

* 금융은 측정 가능한 59사만 집계. ** 기업 수 15사 이하로 순위·추세 판단에서 제외. 헬스케어는 30점 미만 비중이 가장 크지만 CEI(25.9%)의 절반 이하이고, 표준편차가 가장 넓어 업종 안 선별의 여지가 가장 크다. 경기소비재 −3.5점은 한 시점 변화라 관찰 대상으로만 둔다.

자료: R-Index index_timeseries FY2026 Q2(누적 연율화), R-Advisory

부록 · CGI란 무엇인가

CGI(Cash Governance Index, 현금 거버넌스 지수)는 회사 현금이 **투명하게 관리되는가**를 0~100점으로 본다. 회사 돈이 본업과 무관한 곳, 특수관계인, 정체를 알기 어려운 금융상품으로 흘러가지 않는지를 확인한다. 재무상태표의 「현금 및 현금성자산」은 숫자 하나지만, 그 안에는 회사가 실제로 쓸 수 있는 돈과 이미 다른 곳에 묶여 돌아오기 어려운 돈이 섞일 수 있다. R-Index 종합점수에서 가중치는 25%다.

기업을 볼 때의 의미와 비교 기준

CGI가 높으면 「현금이 많다」는 숫자를 믿을 수 있고, 낮으면 그 현금의 일부가 쓸 수 없는 돈일 수 있다. 「순현금이 시가총액보다 크다」는 저평가 논리를 검증하는 지표다. 비교는 2026 반기와 2025 반기로, 둘 다 상반기 누적을 연율화한 같은 기준이다. 측정 불가(N/M) 82행은 집계에서 뺐고, 15사 이하 업종(에너지·유틸리티·부동산)은 순위·추세의 근거로 쓰지 않았다.

표에 쓰는 통계 용어

P10/P25/P75/P90: 점수 낮은 순으로 줄 세웠을 때 아래에서 10/25/75/90% 지점의 점수. P10은 하위권 시작선, P90은 상위권 시작선, P25–P75는 가운데 절반이다. **중위**: 정가운데 값으로 극단값에 흔들리지 않는다. **표준편차**: 점수가 퍼진 정도. **같은 기업 변화**: 두 시점 모두 측정된 2,285사의 점수 변화로, 기업이 새로 들어오거나 빠진 효과를 걷어낸 값이다.

Compliance notice

· 본 조사분석자료는 개별 종목이 아닌 시장 전체의 지수 분포를 다루며, 특정 종목에 대한 투자의견·목표주가·투자등급을 제시하지 않습니다.
· 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 R-Advisory Team의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
· 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
· 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
· 본 조사분석자료에 수록된 내용은 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
· 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
· 본 리포트는 대상기업 또는 제3자로부터 작성 대가를 받고 작성된 자료가 아님.

데이터 기준

출처	R-Index 운영 DB index_timeseries, FY2026 Q2 행 (읽기 전용 조회)
산출 방식	상반기 누적 연율화(YTD_ANN). 비교 시점 2025 반기도 같은 방식
집계 범위	측정 가능 2,410사. 측정 불가(N/M) 82행은 CGI 값이 있어도 집계에서 제외
패널	두 시점 모두 측정된 같은 기업 2,285사
외부 자료	정책·시장 수치는 한국거래소 발표와 언론 보도를 인용했으며 원 자료 시점은 각 표에 적었다

해석상 유의점

· 반기 값은 상반기 누적을 연율화한 것이라 연간 확정치와 다를 수 있습니다.
· 기업 수 15사 이하 업종(에너지·유틸리티·부동산)의 변화는 추세로 읽지 않습니다.
· 금융업 61사와 완전자본잠식 16사가 빠져 있어 금융 업종 점수와 시장 하위 꼬리가 실제보다 양호하게 보일 수 있습니다.
· CGI 정체와 정책 사이의 인과는 검증되지 않았습니다. 본 자료는 같은 기간에 일어난 변화를 나란히 놓았을 뿐입니다.
· 본 자료의 메시지 중 「검증 필요」로 표시된 내용은 가설이며, 추가 데이터로 확인되기 전에는 확정된 결론이 아닙니다.

R – Advisory

BY KONNECT

KONNECT
https://index.konnect-ai.net

R-Advisory: raymond@konnect-ai.net