

밸류업 프로그램 도입 1년, 성과와 과제

한국거래소 밸류업 1주년 기념 세미나 - 2025. 5. 27.

연구위원 이상호

1

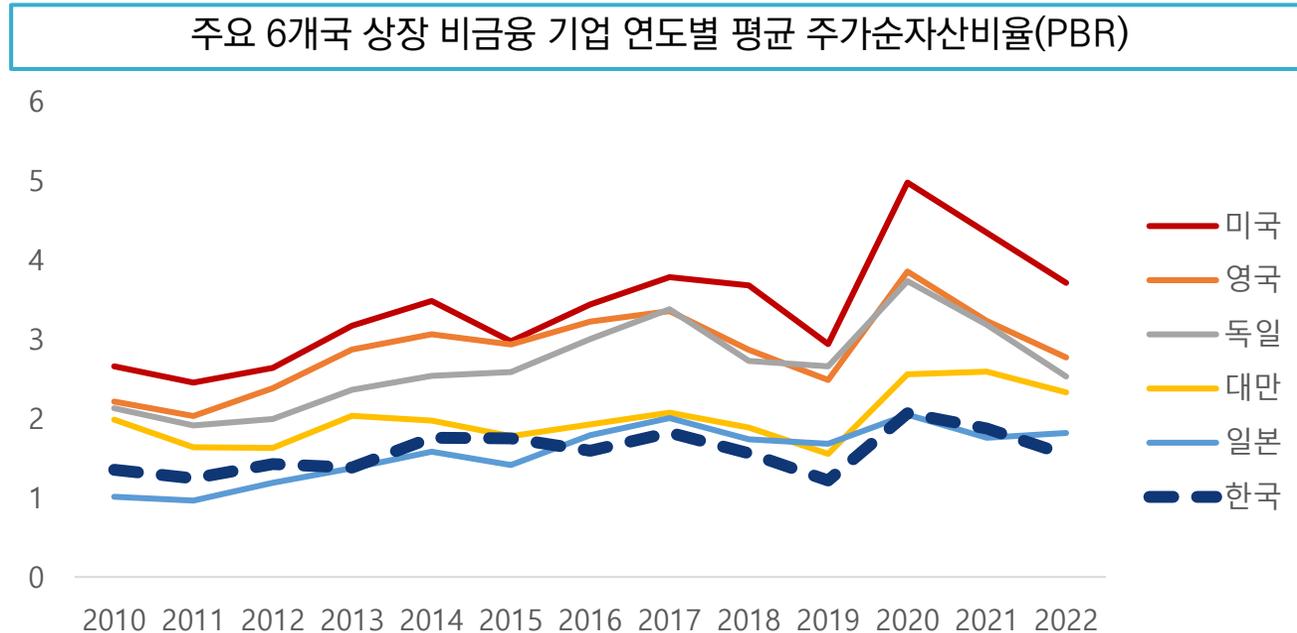
배경

한국 증시의 저 PBR 현상과 '코리아 디스카운트'

❖ 해외 주요국 대비 만성적으로 낮은 주가순자산비율(PBR)

- 2010-2022 국내 상장 비금융 기업 평균 PBR 1.62

- 미국 3.36 > 영국 2.86 > 독일 2.64 > 대만 2.01 > 한국 1.62 > 일본 1.57
- B의 상당 부분은 역사적 원가(historical cost) → P는 청산가치 수준에서 횡보



일본 '밸류업(value-up)' 정책의 반향과 한국판 밸류업 도입

❖ (일본) 저PBR 현상을 극복하고자 많은 변화를 모색

- 두 가지 측면에서 한·일 양국 간 공감대

- 장기간 낮은 PBR을 경험 → 자본시장의 역동성 제고 필요성
- 저출생·고령화 인구구조 → 일반 가계의 적극적 자산 형성 유도 필요성

❖ (한국) 2024. 5. 2. '기업가치 제고 계획 가이드라인' 발표

- “투자 자본 수익률(ROIC) \geq 주주의 요구수익률(Required Return; COE)”
- 기업의 중장기 전략과 목표에 내재화
 - 이행 결과를 공개적으로 소통

→ 일본 밸류업 프로그램과 핵심 가치를 공유



시장의 기대와 정책적 질문

- ❖ 일본과 유사한 핵심 가치에도 불구하고,
‘코리아 디스카운트’의 개선 가능성과 밸류업 프로그램의 실효성에 대해 신중하게 접근하는 시각도 일부 존재
 - 기업가치 제고 계획의 자율 공시가 실질적 참여를 유도할 수 있을지에 대한 관심
 - 법제의 보완 없이 시장 규율 기능만으로 거버넌스의 개선이 가능할지에 대한 논의
- ❖ 정책적 질문
 - (1) 한국 주식시장에서 밸류업은 가능한가? → 2장
 - (2) 어떻게 추진해야 실효성을 높일 수 있을까? → 3~4장

2

밸류업 프로그램 도입 1년 현황

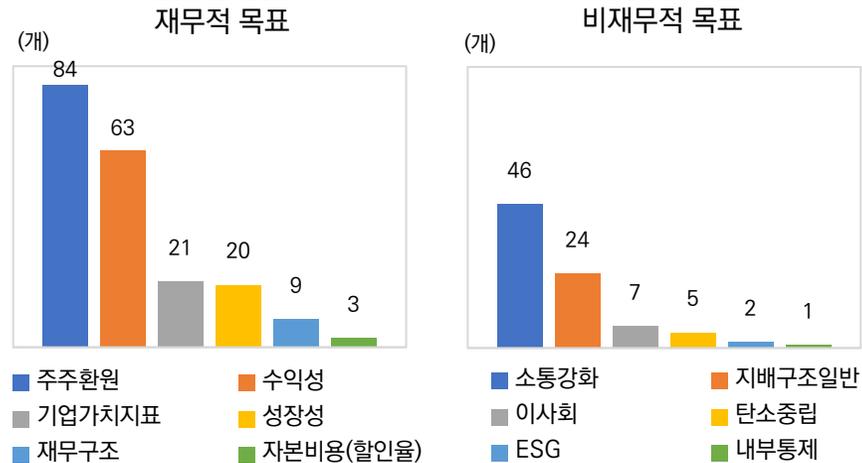
초기 참여 기업은 많지 않으나 준수한 성과 달성

❖ 기업가치 제고 방안에 대한 자율공시 증가

- 2025년 4월말 기준, 143개사 밸류업 계획 공시 참여
 - 금융업종, 대규모, 유가증권시장 상장기업 중심 자율공시 확산
- 기업가치 제고의 주요 방안은 '주주환원'과 '소통강화'
 - 자사주 매입·소각, 자본잉여금 감액 비과세 배당 확대
 - 주당 기반(per share basis) 목표-성과 연계

시장 대비 약 12% 초과수익률 달성

공시기업별 기업가치 제고 계획의 주요 목표



주: 기업가치계획 공시 내용 중 목표(target)에 관한 keyword 추출
 자료: 자본시장연구원 2025 자본시장 전망 및 주요이슈

기업가치 제고 계획 목표 키워드: Word Cloud

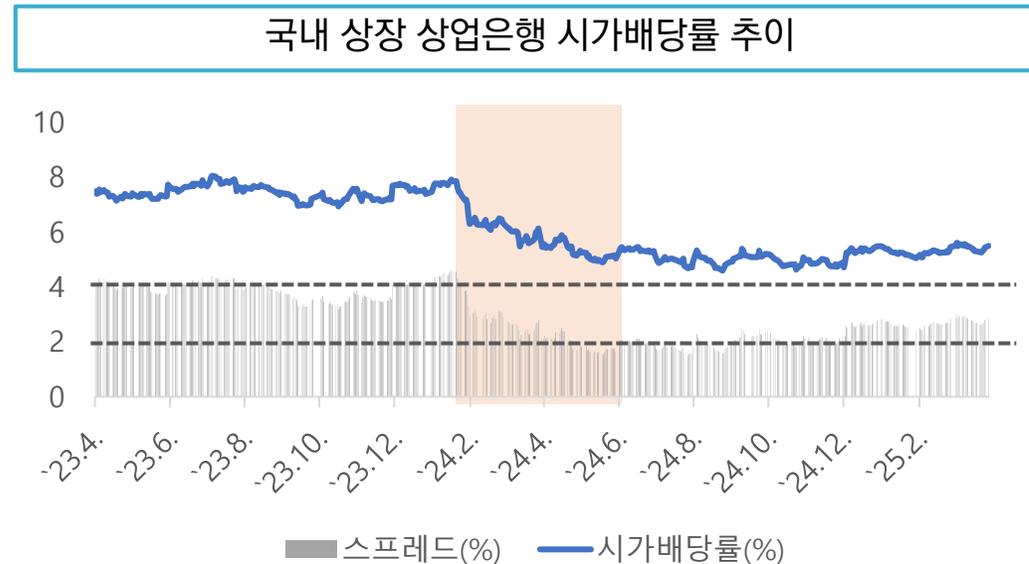


주: 상장기업별 기업가치 제고 계획의 핵심 목표 키워드를 대상으로 빈도수를 산출
 자료: KIND, 자본시장연구원

은행주 저평가 완화 사례

❖ 밸류업 프로그램 도입 전후 은행주 시가배당률(=연간 주당현금배당 ÷ 주가) 추이

- 발표 직전 1개월 은행주 시가배당률 **7.7%** (인터넷은행 제외 9개 상업은행, 직전일 시가총액 기준 가치가중)
 - ('24.1.24) '금융위원회-금융감독원-증권업계 간단회' 밸류업 프로그램 도입 계획 공개
 - ('24.2.26) '한국 증시 도약을 위한 기업 밸류업 지원 방안' 1차 세미나
 - ('24.5.27) '기업가치 제고 계획 가이드라인' 시행
- 2024년 6월 말 은행주 시가배당률 **5.3%**
 - 스프레드(=시가배당률 - 무위험수익률) 2% 내외 → 주가 내재가치 범위에 도달한 것으로 평가



은행주 저평가 완화 사례의 시사점: 한국 시장 밸류업 불가능하지 않음

❖ 충실한 기초여건

- (수익성) '25.1분기 말 가중평균 ROE 8.42%, 지난 10여년간 꾸준한 상승 추세
- (주주환원) 현금배당 꾸준한 확대

❖ 거버넌스 개선

- (배당기준일 변경) 9개 상업은행(인터넷 은행 제외) 모두 배당절차 개선 선제적 참여
- (자사주 정책) 6개 상업은행 현금배당, 자사주 매입 · 소각 병행

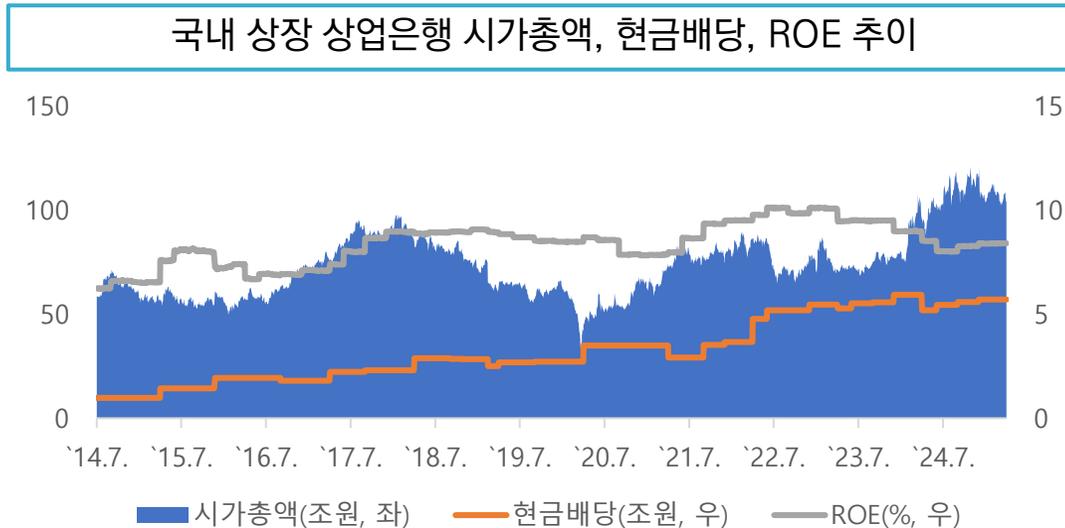
기업가치 제고
핵심 동인

[기초여건이 충실한 기업의 저평가 원인]

- 미래현금흐름 정보의 불확실성 (Denis et al., 1994)
- 잉여현금흐름의 비효율적 투자 및 특권적 소비 가능성 (Lang & Litzenberger, 1989)



비금융 기업
상황은 어떠한가?

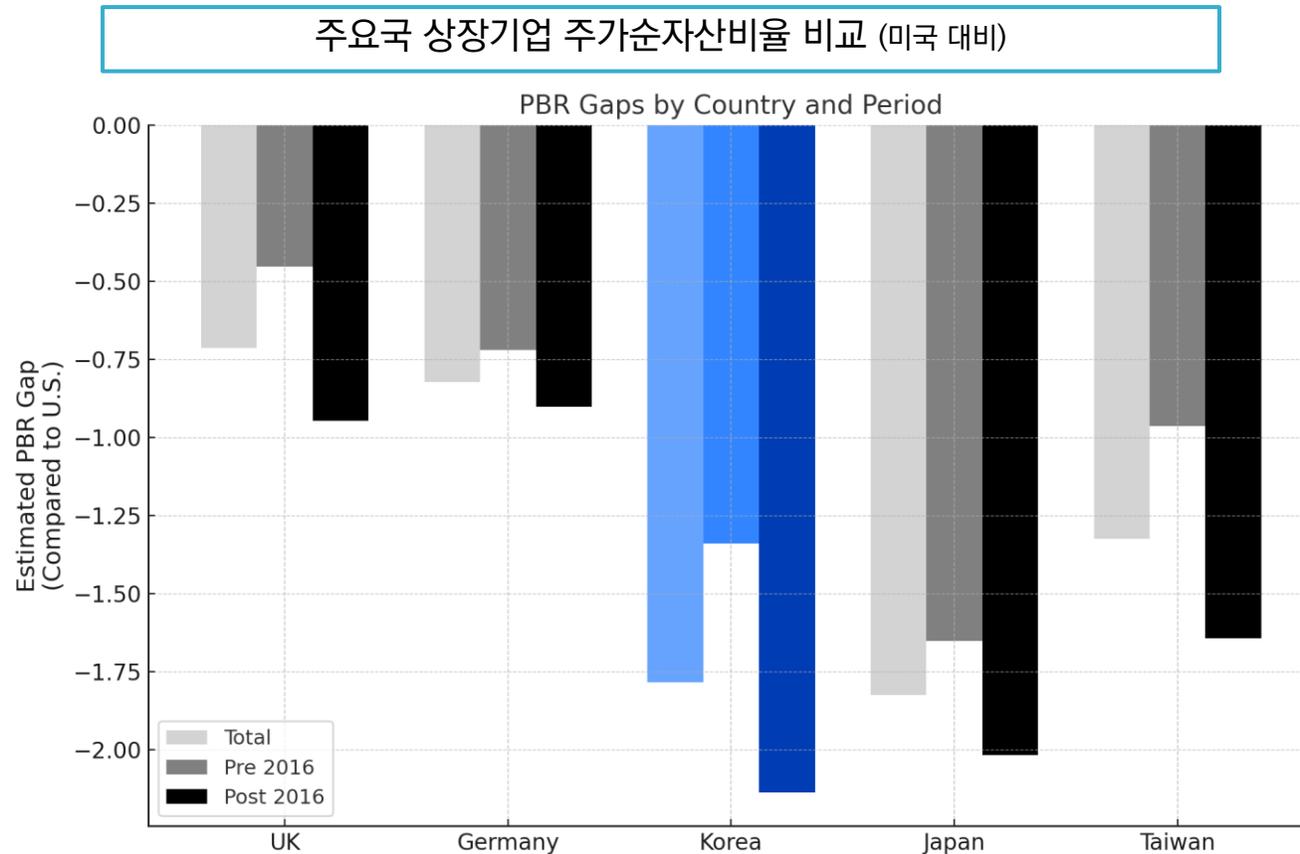


3

국내 비금융 기업의 저평가 양상

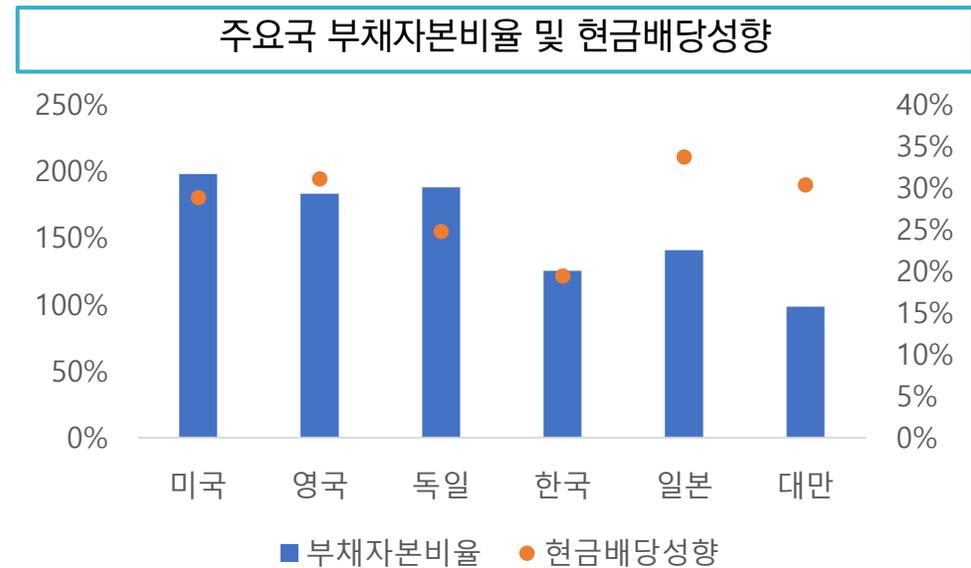
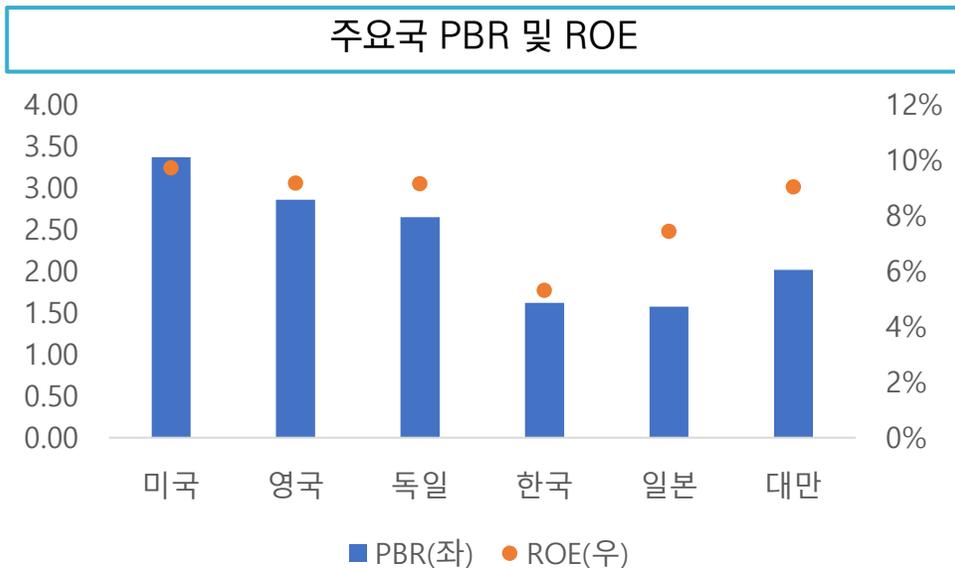
해외 주요국 대비 현저히 낮은 PBR

- ❖ 전체기간 PBR: 미국 > 독일 > 영국 > 대만 > **한국** > 일본 순
 - 최근기간 PBR: 미국 > 독일 > 영국 > 대만 > 일본 > **한국** 순



'PBR < 1' 해석의 한계와 고려사항

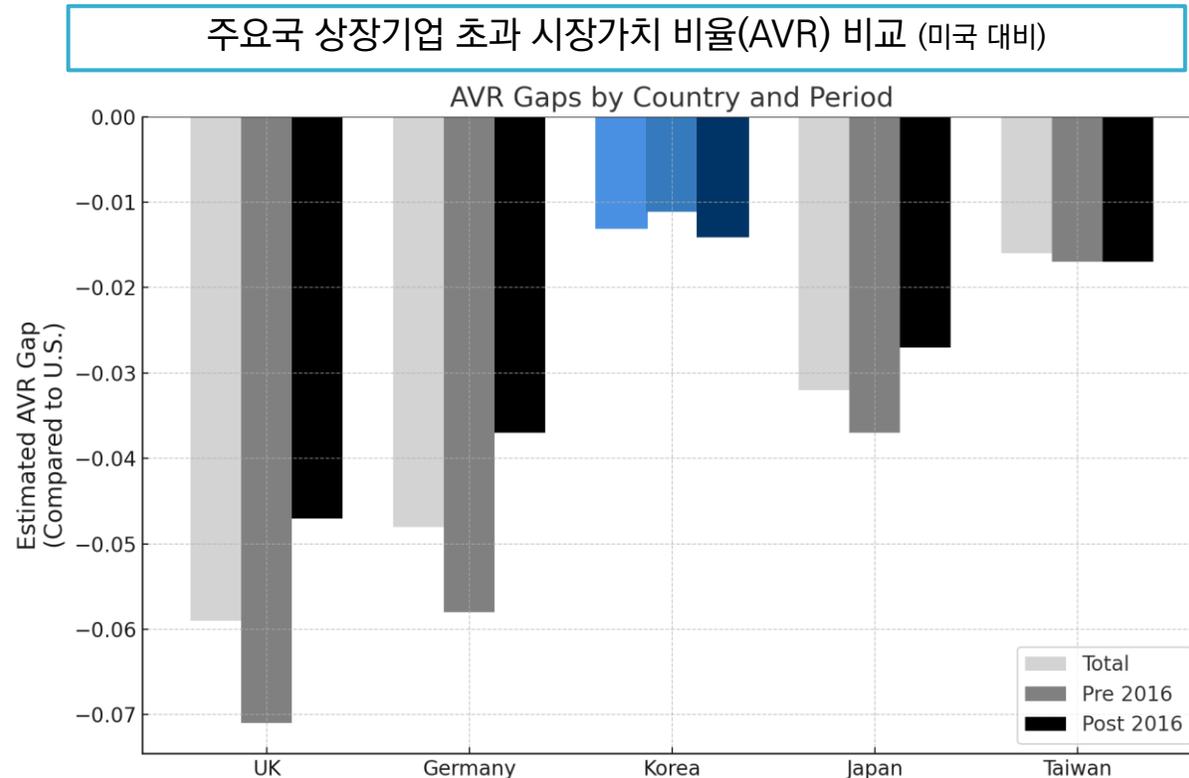
- ❖ PBR 수치를 단편적으로 해석할 경우, 한정된 가치평가 결과로 귀결될 가능성
 - PBR은 시장이 평가한 주가(P)와 회계상 인식한 순자산 장부가(B)의 차이에 불과 (Penman et al., 2007)
 - 한국 기업은 PBR이 가장 낮지만, 수익성 역시 낮은 편이고, 건전성 확보에 치중한 레버리지 활용도 및 저조한 배당성향으로 자본배치 측면에서 개선 여지가 존재
 - P~B 관련성(value relevance)은 여러 요인에 따라 이질적
 - 경제 내 성장 기회와 산업 구조, 무형자산 집약도, 시장 경쟁 등 (Collins et al., 1997; Core et al., 2003; Barth et al., 2023)
- 중·장기적으로 본질가치 제고 노력의 병행 필요성에 대해 종합적인 검토가 필요



본질가치를 고려한 저평가 양상의 재조명

❖ PBR을 순자산 · 수익성 · 주주환원 요소에 의한 본질가치 대비 초과 시장가치비율(Abnormal Value Ratio)로 재정의

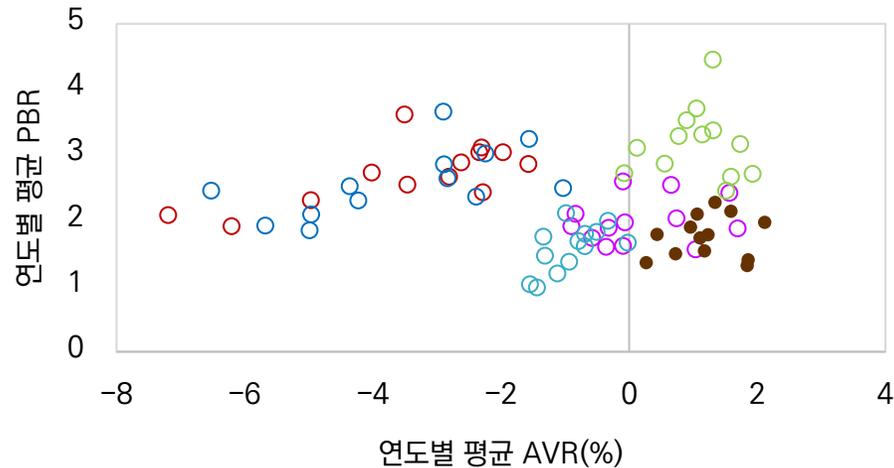
- 산업-연도별 글로벌 표준 대비 기업마다 형성된 프리미엄 수준을 AVR로 정량화 (이상호 등, 2023)
- 전체기간 초과 시장가치비율(AVR): 미국 > **한국** > 대만 > 일본 > 독일 > 영국 순
- ⇔ 전체기간 주가순자산비율(PBR): 미국 > 독일 > 영국 > 대만 > **한국** > 일본 순



시사점 (1) 본질가치 제고 노력의 병행이 필요

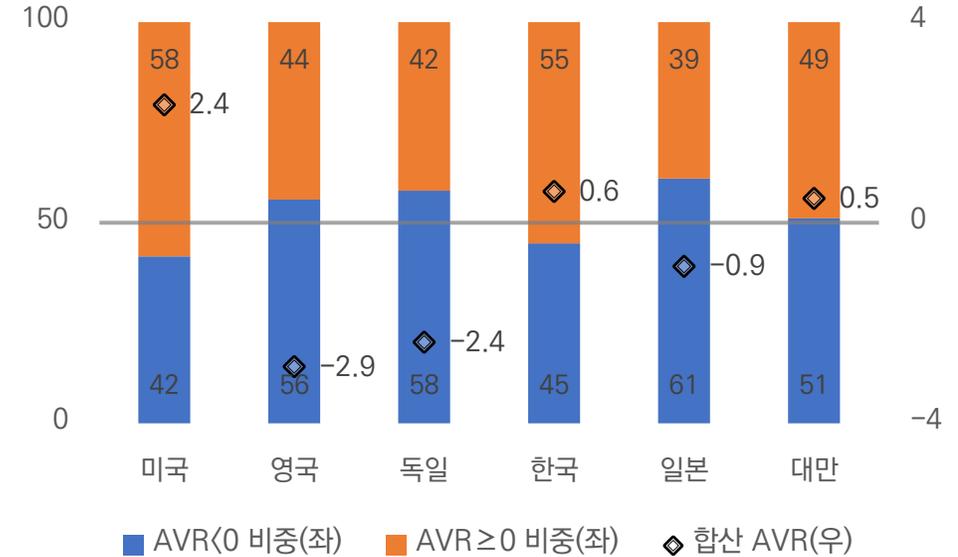
- ❖ 한국 상장 비금융 기업 부문의 저평가를 완화하기 위해서는 본질가치 제고를 위한 중·장기적 전략이 필요
 - PBR 수준이 만성적으로 낮은데도 AVR은 지속해서 양(+)²의 값을 기록
 - 순자산 규모에 수익성 및 주주환원 요소를 추가로 고려한 본질가치와 비교하면, 우리나라 비금융 기업은 해외 주요국 내 비교 대상 기업 대비 현저히 낮은 시장가치를 형성하고 있지는 않음

국가별 연평균 PBR 및 AVR 분포



○ 미국 ○ 영국 ○ 독일 ● 한국 ○ 일본 ○ 대만

국가별 합산 AVR 및 고·저 프리미엄 비중



시사점 (2) 글로벌 프리미엄의 결정요인

❖ AVR로 재조명한 글로벌 고밸류 기업의 특성

- i) 순자산의 효율적 재배치, ii) 높은 수익성, iii) 적절한 주주환원 정책
→ 실효적 밸류업을 위해 벤치마크가 필요한 요인

❖ 주요 6개국 시장에서 본질가치 대비 높은 프리미엄을 형성해 온 비금융 기업의 핵심 동인

- 높은 수익성(매출총이익률 및 매출액순이익률 (+))과 성장성(Tobin's Q (+))
- 이의 유지를 위한 사용자본(capital employed)의 효율적 활용(사용자본이익률 (+)) 및 재배치(부채자본비율 (+))
- 노동집약적 사업 구조(인건비집중도 (-))보다는 무형자산에 기반한 사업을 영위(R&D집중도 (+))
- 높은 회계정보품질(총발생액 (-)), 효과적 조세전략(실효법인세율 (-)) 등

초과 시장가치 결정요인 분석

	예측 부호	종속변수: AVR			
		(1)	(2)	(3)	(4)
매출총이익률	+	0.006 (0.83)	0.031*** (4.06)	-0.007 (-1.20)	0.022*** (3.61)
매출액순이익률	+	0.053*** (5.49)	0.045*** (4.73)	0.059*** (3.71)	0.035*** (2.08)
사용자본이익률	+	0.298*** (13.42)	0.300*** (13.14)	0.313*** (13.51)	0.318*** (13.07)
Tobin's Q	+	0.016*** (3.58)	0.017*** (3.55)	0.020*** (4.93)	0.020*** (4.84)
부채자본비율	+	0.011*** (23.97)	0.012*** (24.35)	0.011*** (23.10)	0.012*** (23.53)
현금배당성향	+	0.011*** (9.97)	0.010*** (9.69)	0.013*** (11.69)	0.012*** (11.36)
자사주감소율	+	0.003* (1.92)	0.004** (2.33)	0.002 (1.09)	0.002 (1.46)
영업대비용여현금흐름	?	-0.002*** (-6.58)	-0.002*** (-5.67)	-0.002*** (-5.91)	-0.001*** (-4.48)
이자보상배율	+	-0.000*** (-6.36)	-0.000*** (-6.04)	-0.000*** (-6.02)	-0.000*** (-5.32)
유동부채대비현금자산비율	+	0.001*** (1.99)	0.002*** (3.44)	-0.000 (-0.26)	0.001 (1.64)
총자산회전율	+	0.003 (1.36)	0.007*** (3.44)	-0.001 (-0.75)	0.002 (1.08)
R&D집중도	+	0.167*** (5.85)	0.268*** (8.88)	0.087*** (3.66)	0.175*** (6.71)
인건비집중도	-	-0.040*** (-2.91)	-0.035*** (-2.58)	-0.027*** (-2.03)	-0.024* (-1.81)
총발생액	-	-0.103*** (-6.63)	-0.098*** (-6.14)	-0.068*** (-6.16)	-0.062*** (-5.41)
실효법인세율	-			-0.008*** (-5.02)	-0.008*** (-5.04)
상수항		-0.092*** (-26.00)	-0.100*** (-19.82)	-0.085*** (-21.15)	-0.093*** (-16.87)
연도 고정효과		포함	포함	포함	포함
국가 고정효과		포함	포함	포함	포함
산업 고정효과			포함	포함	포함
관측치		84,727	84,727	73,196	73,196
수정 설명력		0.314	0.335	0.370	0.396

시사점 (2) 글로벌 프리미엄의 결정요인 (계속)

❖ 현금배당 및 자사주소각은 언제나 주주가치를 제고하는가?

- 현금배당의 기업가치 제고 효과

- 성숙기에 마진의 효율성을 극대화한 기업을 중심으로 나타남
(현금배당성향×매출액순이익률 (+))
- 핵심 사업에서 높은 마진을 달성하고 있는 경우,
배당의 기업가치 제고 효과는 불명확함
(현금배당성향×매출총이익률 (-))

→ 기업의 수명주기와 수익 창출 구조에 따라
사내유보를 통한 재투자가 더 효과적인 주주환원일 수 있음

〈표 III-4〉 초과 시장가치 관련 주주환원 효과 추가 분석

예측 부호	종속변수: AVR						
	(1) 전체	(2) 미국	(3) 영국	(4) 독일	(5) 한국	(6) 일본	(7) 대만
현금배당성향 +	0.011*** (5.70)	0.020*** (4.77)	0.071*** (7.23)	0.008 (0.55)	-0.006** (-2.84)	0.005*** (3.26)	0.009*** (2.90)
현금배당성향× 매출총이익률 ?	-0.010* (-1.77)	-0.020** (-2.06)	-0.077*** (-3.80)	-0.003 (-0.10)	-0.009 (-1.27)	-0.020*** (-4.56)	-0.028*** (-3.18)
현금배당성향× 매출액순이익률 ?	0.108*** (4.54)	0.120*** (3.95)	0.020 (0.21)	0.628*** (4.22)	0.132*** (3.81)	0.277*** (4.84)	0.046* (1.82)
자사주감소율 +	0.011*** (3.54)	0.028*** (4.45)	0.007 (0.59)	-0.024 (-0.61)	-0.003 (-0.71)	0.021*** (5.19)	-0.010*** (-4.13)
자사주감소율× 매출총이익률 ?	-0.015 (-1.24)	-0.055** (-2.06)	-0.004 (-0.18)	0.082* (1.71)	-0.004 (-0.41)	-0.034*** (-3.06)	0.013 (1.54)
자사주감소율× 매출액순이익률 ?	-0.018 (-0.77)	-0.061 (-1.11)	-0.064 (-0.95)	0.114 (0.94)	0.043 (1.44)	-0.046** (-2.34)	0.007 (0.43)
상수항	-0.101*** (-19.71)	-0.134*** (-12.11)	-0.247*** (-7.11)	-0.220*** (-6.80)	-0.031*** (-7.66)	-0.095*** (-26.82)	-0.049*** (-7.18)
통제변수	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
연도 고정 효과	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
국가 고정 효과	포함						
산업 고정 효과		포함	포함	포함	포함	포함	포함
관측치	84,727	18,809	6,853	4,181	11,350	28,332	15,202
수정 설명력	0.336	0.508	0.368	0.296	0.301	0.558	0.596

4

향후 과제

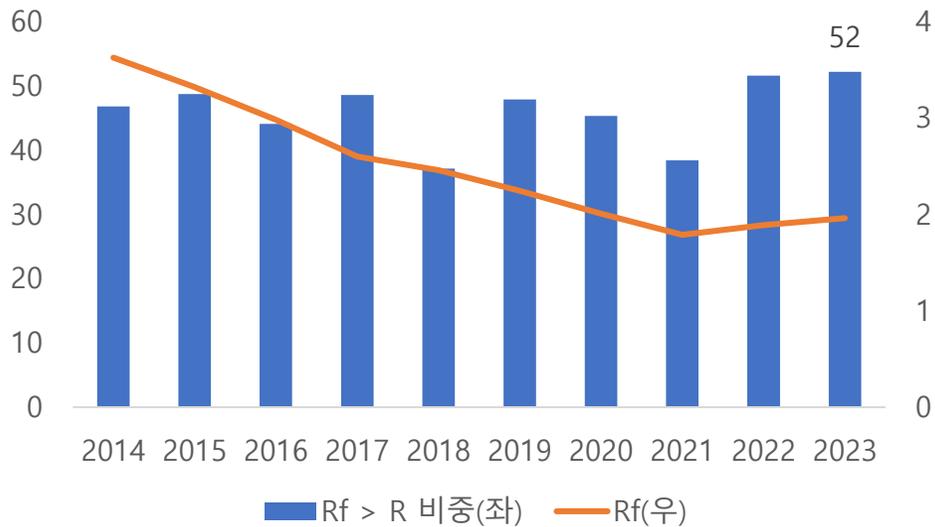
한국 비금융 기업 부문 저 PBR의 본질과 시사점

- ❖ 국내 상장 비금융 기업의 PBR이 해외 주요국 기업 대비 만성적으로 낮은 것은 부인할 수 없는 사실
 - 단, 이는 평균적으로 저하된 본질가치가 반영된 결과일 가능성이 높아 금융업종과는 다른 접근이 필요할 전망
 - 본질가치 기준에서 볼 때, 한국의 일부 비금융 기업은 해외 유사 기업에 비해 상대적으로 높은 시장가치를 부여 받는 사례도 존재
- ❖ 시사점
 - 저 PBR 현상에 대한 완전한 이해를 위해서는
보유 자산의 공정가치, 미래현금흐름의 창출 역량, 주주환원 정책의 적정성 등 복수의 축을 고려한 입체적 판단이 필요
 - **(도전 과제)** 단기에 밸류업이 용이하지 않은 기업에 대해서는 저하된 본질가치의 제고가 선결되어야 함
 - 기업은 저 PBR 해소를 위해 수익성 제고, 자본의 효율적 재배치를 위한 중·장기적 노력을 병행할 필요
 - **(기회 요인)** 단기에 가시적 변화 가능성은?

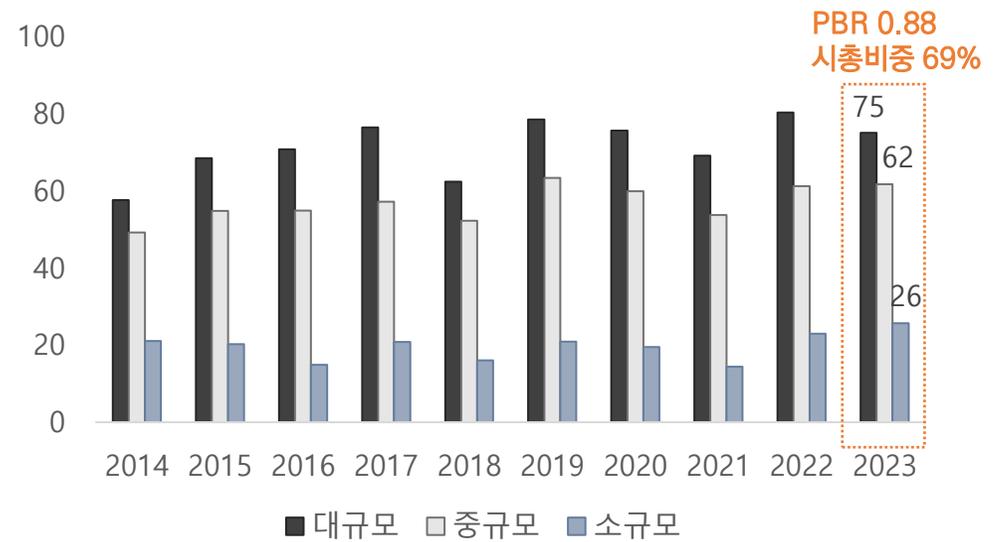
기회 요인: 대규모 기업의 밸류업 여력

- ❖ 기초여건을 갖춘 대규모 기업을 중심으로 주주환원 확대를 통해 저조한 주가수익률의 보전이 가능
 - (시장 전반) 한국 시장에는 2023년 기준 10년을 누적한 주식수익률 성과가 무위험수익률보다 낮은 기업이 52%
 - (기회 요인) 단, 대규모 기업의 75% : 과거 10년간 달성한 ROE 성과가 주식수익률 보다 높고,
39% : 과거 10년간 달성한 ROE 성과가 주식수익률 보다 연평균 10% 이상 높았음

무위험수익률 대비 주식수익률 장기 저성과 기업 비중(%)



ROE 대비 주식수익률 장기 저성과 기업 비중(%)



향후 밸류업 정책의 방향성 설정을 위한 제언

❖ 단기적 방안

- 기초체력이 탄탄한 대규모 기업을 중심으로 개별 기업 특성을 고려한 합리적인 주주환원 정책 수립을 유도
 - 대기업이 실질적으로 주가지수의 대부분을 구성 → 체감할 수 있는 지수 상승을 유도할 수 있음
- 장기간 주주수익률이 낮은 중·소규모 기업을 중심으로 주요 원인을 점검하고 개선 계획 공시를 유도하기 위한 시장 압력 및 지원 체계를 강화
 - 장기적으로 주주의 요구수익률을 충족하기 위한 실질적 노력과 소통의 강화가 필요

❖ 장기적 방안

- 기업의 체질 개선을 위한 구조적 노력을 병행·지원
 - 기업의 수익성 제고, 자본의 효율적 활용과 재배치 등 본질적 경쟁력 강화를 위한 장기적 노력과 정책적 지원이 필요

❖ 법제적 보완

- 장기간 저평가 상태가 지속되는 문제(예: 자산주의 심각한 저평가)에 대비한 법제적 접근 검토
 - M&A 압력 강화, 건설적인 주주 행동주의 활성화, 지배구조 개편 등의 과정에서의 일반 주주 보호방안 등

Thank you

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