

OPINION

연구위원
이상호

한국 자본시장 밸류업 정책의 방향성*

주식을 발행하여 자본을 조달하는 상장기업은 장기적으로 주가의 제고를 통해 주주가 요구하는 수익률을 실현해야 한다. 그것이 위험 자본을 투자한 주주에게 적절한 비용을 지급하는 일반적인 방식이다. 그러나 우리 시장에는 오랜 기간 무위험수익률조차 달성하지 못한 기업이 절반을 넘어선다. 이는 주가순자산비율(PBR)이 만성적으로 낮은 데서 제기되는 ‘코리아 디스카운트’ 현상과 맞닿아 있으나, 본질은 저하된 수익력과 인색한 주주환원이 투영된 적절한 평가에 더 가깝다. 실질적으로 적절한 상장기업이라면 더 나은 자본효율성을 달성할 방안을 마련해야 한다. 기초여건(fundamental)을 갖춘 대규모 기업을 중심으로 단기적으로는 주주환원의 확대가 실효적 방안이 될 수 있다. 장기적으로는 기업의 체질 개선이 뒤따라야 한다. 사용자본(capital employed)의 효율적 활용과 재배치, 이를 통한 높은 수익성과 성장성의 유지가 해외 주요국 시장에서 초과 시장가치를 형성하는 핵심 요인으로 파악된다. 아울러, 장기간 해소되지 않는 극심한 저평가 문제에 대해서는 법제적 보완도 검토할 필요가 있다.

기업가치 제고 정책의 실효성 논란

우리나라 주식시장의 주가순자산비율(Price to Book-value Ratio: 이하 PBR)은 장기간 낮은 수준에 머물러 있다. 글로벌 금융위기 이후 2010년부터 2022년까지 유가증권 및 코스닥시장 상장기업의 평균 PBR은 1.62에 불과했다. 회계상 순자산 장부가액의 상당 부분이 역사적 원가(historical cost)로 인식됨을 고려하면 우리 자본시장의 주가는 청산가치 수준에서 횡보해 온 셈이다. 해외 주요국과 비교하더라도 일본을 제외하면 상당히 낮은 가치평가(valuation) 수준에 굳어져 있다.¹⁾ 시장 참여자들은 이와 같은 한국 주식시장의 만성적인 저 PBR 현상을 소위 ‘코리아 디스카운트(Korea discount)’라 지칭해 왔다. 그간 코리아 디스카운트의 잠재적 원인을 규명하고 개선 과제를 제시하는 다양한 분석이 있었으나(김준석·강소현, 2023), 만성화된 할인 of 기간과 깊이만큼 실질적 개선은 요원할 것이라는 회의적 시각도 팽배했다.

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) 동일 기간 주요 국가별 상장기업의 평균 PBR은 미국 3.36, 영국 2.86, 독일 2.64, 대만 2.01, 한국 1.62, 일본 1.57이며, 최근 연도 기준 일본은 1.82로 소폭 상승 추세에 있으나 우리나라는 1.54로 장기간 낮은 수준을 벗어나지 못하고 있다.

그러나 최근 일본 주식시장이 기업가치 제고를 위한 ‘밸류업(value-up)’ 정책으로 많은 변화를 모색하면서, 우리 시장에도 큰 반향이 일고 있다. 한·일 양국은 오랜 기간 낮은 PBR을 경험하면서 자본 시장의 역동성을 제고할 필요성을 깊이 공감할 뿐만 아니라, 저출생·고령화의 인구구조 측면에서도 일반 가계의 합리적 자산 형성을 적극적으로 유도해야 하는 난제를 공유하기에 여러 방면에서 일본의 밸류업 정책은 우리나라 입장에서 참고할 가치가 상당했다(이효섭, 2024).

이에, 금융당국은 지난 5월 2일 ‘기업가치 제고 계획 가이드라인’을 공표하여 기업의 주주가치 제고를 위한 지원 방안을 마련하였다. 이는 기업이 투하한 자본의 수익률과 주주환원 성과가 중장기적 관점에서 주주가 요구하는 수익률에 부합하도록 기업의 전략과 목표를 설정하고 공시를 통해 그 이행 결과를 소통하라는 것으로, 일본의 밸류업 정책과 핵심 가치를 공유한다.

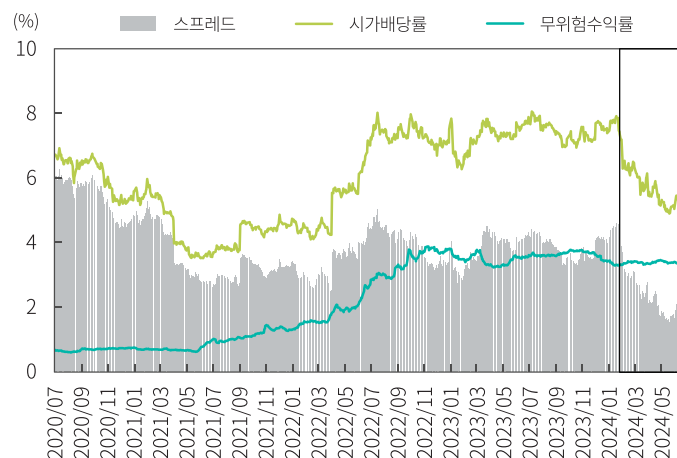
그럼에도 소위 한국판 밸류업 정책에 대해서는 유독 부정적 평가가 많아 보인다. 기업가치 제고 계획에 대해 공시 의무를 부여하지 않아 기업의 참여를 끌어내기 어려울 것이라는 견해가 한 축을 이루고, 그 기저에는 주요 거버넌스 문제를 개선하는 법제의 보완없이 경영진의 행동 변화를 기대하기 어려울 것이라는 시각이 자리한다. 전반적으로 강제성이 없어 실효성도 없을 것이라는 지적이다. 특히, 최근 계열사 간 시너지 효과가 불분명한 사업결합이 추진되면서 지배주주와 일반주주의 이해가 상충하는 상황이 시장 논란의 한 가운데에 있고, 이사회가 감시와 견제의 기능을 독립적으로 수행하는지도 의구심이 해소되지 않고 있어 밸류업 정책의 실효성 논란이 재점화되는 양상이다.

은행주 저평가 해소와 밸류업 동인

다만, 우리 자본시장에서 주주가치 제고를 위한 노력이 과연 선언적 정책으로만 그칠 것인지는 중립적 시각에서 바라볼 필요가 있다. 2024년 1월 24일, ‘금융위원회-금융감독원-증권업계 간담회’를 통해 밸류업 프로그램 도입 계획이 시장에 공개된 직후 국내 은행주의 시가배당률은 이례적인 속도로 낮아졌다(그림 1) 참조). 직전 1개월간 인터넷 은행을 제외한 9개 상업은행을 시가총액 규모 비중대로 매수하였을 때 기대할 수 있는 연평균 배당수익률은 7.7%에 달했는데, 이러한 시가배당률은 1월 24일을 기점으로 신속히 하향 추세로 전환되었다.²⁾ 이는 기존 은행주의 주가가 배당의 현저한 불확실성 등을 전제로 크게 할인되어 거래되고 있었을 가능성을 시사한다. 밸류업 정책으로 관련 불확실성이 해소되면서 주가가 꾸준히 상승하였고, 6월 말 기준 시가배당률은 5.3% 수준까지 내려왔다. 기준금리가 3.5%임을 고려하면 주가는 내재가치 범위에 도달한 것으로 평가할 수 있다. 통화안정증권 364일물 금리로 대용한 무위험수익률과 비교하더라도 시가배당률 스프레드는 2% 미만으로 나타나, 지난 6개월간 은행주에 있어서 코리아 디스카운트는 상당 부분 해소된 것으로 판단한다.

2) 2월 26일 ‘한국 증시 도약을 위한 기업 밸류업 지원 방안’ 1차 세미나를 통해 밸류업 정책의 구체적 방안이 공개되었고, 5월 2일 ‘기업가치 제고 계획 가이드라인’이 최종 공표되었다.

〈그림 1〉 국내 상장 상업은행 시가배당률 추이



주 : 1) 2020년 7월부터 2024년 6월까지 국내 상장 상업은행의 일별 보통주 시가배당률 추이
 2) 시가배당률은 직전 12개월 보통주 현금배당금을 일별 보통주 시가총액으로 나눈 값이며, 직전일 시가총액을 기준으로 가중 평균하여 산출
 3) 스프레드는 시가배당률에서 통화안정증권 364일물 금리로 대용한 무위험수익률을 차감한 값
 자료: Dataguide, 한국은행, 자본시장연구원

이와 같은 은행주의 저평가 해소는 단순히 정책적 기대감에 의한 주가 상승에 기인한 현상은 아닐 가능성이 높다는 점에 주목할 필요가 있다. 국내 상업은행의 가중평균 자기자본이익률(이하 ROE)은 지난 10년간 꾸준히 증가해 왔으며, 2024년 1분기 말을 기준으로 8%를 웃돌고 있다. 고정이하여신에 대해 대손충당금을 충실히 반영한 후에도 주주환원 여력을 확보한 것이다. 아울러, 9개 상업은행 모두 당국의 배당절차 개선에 선제적으로 참여하여 배당액이 확정된 상태에서 투자할 수 있도록 배당기준일을 변경하였으며, 그중 6개 은행은 현금배당과 함께 자사주 매입·소각을 병행하는 등 타업종 대비 진일보한 주주환원 정책을 펴고 있다.

즉, 올해 상반기 금융지주사를 중심으로 한 상업은행의 주가 흐름은 적절한 주주환원 정책이 기업가치 제고의 주요한 동인이 될 수 있음을 보여준다. 학계의 축적된 논의에 따르면, 기초 여건(fundamental)이 충실한 기업이 시장에서 저평가되어 거래될 때는 미래현금흐름 정보의 불확실성(Denis et al., 1994), 잉여현금흐름의 비효율적 투자 혹은 특권적 소비 가능성(Lang & Litzenger, 1989) 등이 할인율을 높이는 요인으로 작용한다고 알려져 있다. 주주환원의 확대는 이와 같은 대리인 문제를 완화할 뿐만 아니라, 추상적인 주주 권리가 구체적인 현금흐름 권리로 실현될 수 있음을 명확히 보여주기에 가치와 가격의 괴리를 좁히는 효과적인 기제로 작동한다.

이는 코리아 디스카운트의 신속한 해소를 위해서는 결국 기업이 충실한 기초 여건을 갖추고, 좋은 거버넌스를 마련할 필요가 있음을 시사한다. 기업의 기초 여건은 주주환원의 원천이 되고 거버넌스는 이를 실행할 의지로 작용하기 때문이다. 문제는 기업의 기초 여건을 구성하는 수익성과 성장 잠재력은

정부의 주도로 쉬이 향상되기 어렵다는 점이다. 장기간의 체질 개선 과정 역시 뒤따라야 한다. 즉, 밸류업 프로그램의 효과는 기업이 처한 상황에 따라 상당한 시차를 두고 나타날 가능성이 있다. 따라서, 은행주의 저평가 해소 이후 앞으로의 밸류업 정책에 관한 논의는 우리나라 비금융 기업의 저평가 양상에 대한 본질적 이해에서부터 출발할 필요가 있다.

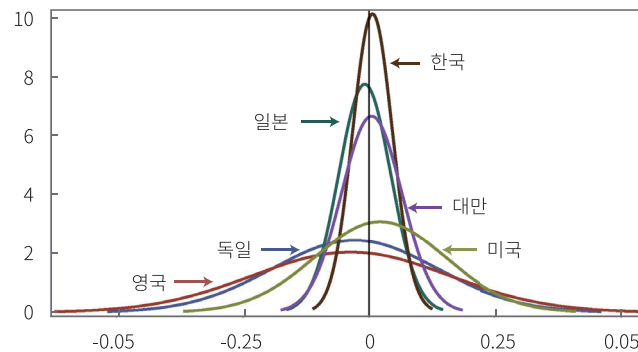
비금융 상장기업의 저평가 양상

그간 코리아 디스카운트 현상은 우리나라 증시의 만성적인 저 PBR 양상으로 표현되는 경우가 많았다. 특히, 2023년 3월 일본거래소그룹(JPX)이 ‘자본비용 및 주가 의식 경영’을 공표하면서 PBR 1 미만의 기업에 대해 기업가치 제고 계획의 공시를 권고함에 따라 PBR 1 미만이 본질가치 대비 저평가를 의미하는 대용치(proxy)로 인식되는 경향이 굳어졌다. 실제로 PBR에 영향을 미칠 수 있는 다양한 특성 요인을 통제한 상태에서 회귀분석을 수행해 보면, 글로벌 금융위기 이후 2010년부터 2022년까지 비금융업종을 영위하는 우리나라 기업의 PBR은 미국, 영국, 독일은 물론 대만, 일본보다도 낮은 최저 수준을 보인다.

다만, PBR 자체의 높고 낮음으로 주가를 고평가 혹은 저평가로 재단하면 단편적인 시각에 한정된 평가로 귀결될 가능성이 크다. PBR 수치는 시장이 평가한 주가(P)와 회계상 인식한 순자산 장부가(B)의 차이, 일면만을 바라보기 때문이다(Penman et al., 2006). P와 B의 관계는 다면적인 기업가치 요소를 고려한 다항 함수의 형태로 재조명될 필요가 있다. 구체적으로 기업의 본질가치를 순자산 및 수익가치의 합으로 정의하되, 배당을 통한 주주환원이 가치평가에 미치는 영향을 반영하려면 수익가치는 순이익에서 현금배당을 차감한 잉여현금흐름을 기반으로 측정할 필요가 있다. 이 경우 PBR은 Feltham-Ohlson (1995)의 순증관계(clean surplus relationship) 가정에 따라 순자산 · 수익성 · 주주환원 3요소에 의한 본질가치 대비 시장가치 비율로 재정의된다.

상술한 모형을 토대로 비금융업을 영위하는 주요 6개국 상장기업을 비교 · 분석해 보면, 우리나라 비금융 상장기업의 시장가치는 본질가치 대비 결코 저평가되어 있지 않다(〈그림 2〉 참조). 평균적으로 미국 시장에 상장된 기업이 가장 높은 시장가치를 형성하고, 그다음이 한국 시장에 상장된 기업으로 확인된다(미국 > 한국 > 대만 > 일본 > 독일 > 영국 순). 더욱이 기업가치에 영향을 미칠 수 있는 여러 특성 요인을 통제하고 회귀분석을 수행해 보면, 한국은 주요 6개국 중 본질가치 대비 시장가치가 가장 높게 형성되는 국가에 해당한다. 우리나라 기업이 해외 주요국 시장에 상장되더라도 더 높은 PBR을 부여받을 가능성은 크지 않다는 것이다. 소수 주주 보호, 법 집행의 강제성 등 일반주주 보호를 위한 제반 환경이 더 강건하다고 평가되는 시장에서는 오히려 더 냉정한 평가를 받을 가능성도 있다.

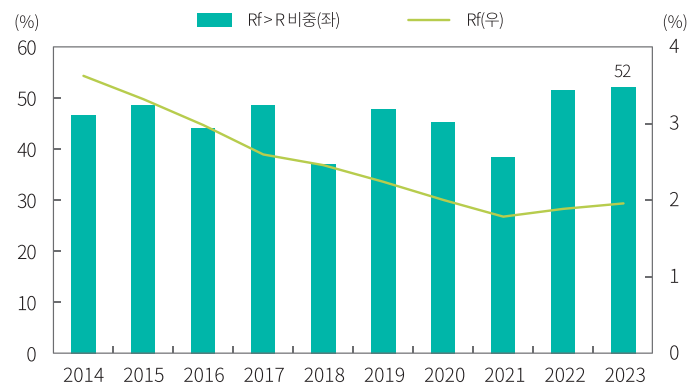
〈그림 2〉 주요국 상장기업 본질가치 대비 초과 시장가치 비율 분포



주 : 1) 2010년부터 2022년까지 주요 6개국 상장기업의 본질가치 대비 초과 시장가치 비율 분포로 양(+)의 값을 가지면 고(高) 시장가치, 음(-)의 값을 가지면 저(低) 시장가치 영역에 해당
 2) 본질가치는 Feltham-Ohlson (1995)의 순증관계(clean surplus relationship) 가정에 기초하여 순자산 및 잉여현금흐름의 가치로 정의하며, 주요 6개국 상장기업 표본에 대해 산업(Fama-French 48 산업분류)-연도별 회귀분석을 수행하여 적정 본질가치 대비 기업-연도별 초과 시장가치 비율을 측정
 자료: Refinitiv, Bloomberg, 자본시장연구원

한편, 우리나라 시장에는 장기간 주식수익률 성과가 저조한 기업 비중이 상당히 많이 관측된다. 이론상 자기자본을 조달하는 데 요구되는 비용은 무위험수익률과 시장·기업 특성 요인에 의한 위험 프리미엄으로 구성되기에, 무위험수익률은 자본비용의 출발점이자 최저한이다. 그런데도 2023년 말을 기준으로 우리 주식시장에는 10년을 누적한 주식수익률 성과가 무위험수익률보다 낮은 기업이 과반수(52%)를 차지한다(〈그림 3〉 참조). 시가총액 상위 30%에 해당하는 대규모 기업은 58%로 더 높은 비중을 보인다. 위험자산 수익률은 내재적으로 높은 변동성을 지니지만, 현금배당의 재투자를 가정한 주주의 총수익률이 중앙은행이 발행하는 단기 채권 수익률보다 장기간 저조한 것은 위험 자본에 요구되는 적절한 보상 수준으로 보기 어렵다.

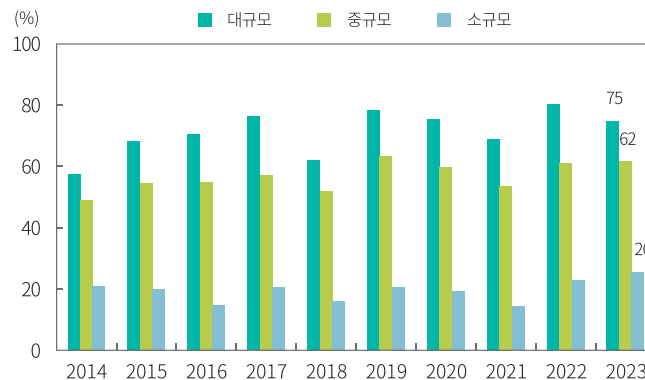
〈그림 3〉 장기 주식수익률 저성과 기업 비중



주 : 1) 유가증권·코스닥시장 상장 12월말 결산 비금융업종 기업 대상 연도별 과거 10년 주식수익률(R)이 과거 10년 무위험수익률(Rf)을 밑도는 장기 주식수익률 저성과 기업 비중
 2) R은 주가수익률에 현금배당수익률을 반영한 주주의 총수익률, Rf는 통화안정증권 364일물 금리로 산출
 자료: Dataguide, 한국은행, 자본시장연구원

물론, 낮은 수익성으로 본질가치가 저하된 상황에서의 주식수익률은 지극히 정상적으로 저조할 수밖에 없다. 그러나 2023년을 기준으로 시가총액 상위 30%에 해당하는 대규모 기업의 75%는 과거 10년간 달성한 ROE 성과가 주식수익률보다 높았다(그림 4) 참조). 현저히 낮은 주가수익률을 일정 부분 보전할 수 있을 정도의 이윤은 달성하고 있다. 더욱이, 대규모 기업의 24%는 10년간 ROE가 주식수익률 대비 연평균 10% 이상 높고, 15%는 연평균 20%를 초과한 것으로 확인된다. 이들 기업이 현금배당의 확대 혹은 자사주의 매입·소각을 통해서 저조한 주가수익률을 적극적으로 보전하는 정책을 펼친다면, 주주의 총수익률을 높임과 동시에 주가지수의 유의미한 상승도 기대할 수 있을 것이다. 시가총액 상위 30% 기업이 KOSPI 지수의 94%를 구성하기 때문이다.

〈그림 4〉 장기 주식수익률 대비 ROE 고성과 기업 비중



주 : 1) 유가증권·코스닥시장 상장 12월말 결산 비금융업종 기업 중 연도별 과거 10년 자기자본이익률(ROE)이 과거 10년 주식수익률(R)을 웃도는 초과 ROE 기업 비중
 2) R은 주가수익률에 현금배당수익률을 반영한 주주의 총수익률, ROE는 지배주주 순이익을 지배기업 소유주 지분 총자본으로 나눈 값
 3) 대규모(소규모) 기업은 연도별 시가총액 상위(하위) 30%, 중규모 기업은 연도별 시가총액 중위 40%에 해당
 자료: Dataguide, 한국은행, 자본시장연구원

결론 및 향후 과제

한국 주식시장의 만성적인 저 PBR 현상은 부인할 수 있는 사실이다. 그러나 이는 낮은 본질가치가 투영된 결과이지 해외 주요국 대비 체계적인 저평가로 볼 근거는 부족하다. 순자산·수익성·주주환원 3요소를 결합한 본질가치와 비교하면, 우리나라에 상장된 비금융 기업은 해외 주요국에 상장된 비금융 기업 대비 평균적으로 높은 시장가치를 형성하고 있다. 이는 우리 증시의 디스카운트 여부를 판단하는 데 PBR이 단일의 유효한 기준이 아닐 수 있으며, 보유 자산의 공정가치, 미래현금흐름의 창출 역량, 주주환원 정책의 적정성, 3측의 관점에서 총체적 접근이 필요함을 의미한다. 아울러, 현저히 저하된 기업의 수익성을 유의적으로 개선하기 이전에는 단기간에 주가의 전인을 기대하기 어려운 현실 또한 직시해야 할 것이다.

다만, 기업가치 제고를 위한 여러 정책적 노력을 회의적으로 바라볼 필요는 없다. 올해 상반기 은행주의 재평가에서 확인되듯, 충실한 기초여건과 좋은 거버넌스를 갖춘 기업은 밸류업 프로그램을 통해 시장가격과 본질가치 간 괴리를 빠르게 좁히는 계기를 마련할 수 있다. 비록 상당수 기업이 장기간 무위험 채권 수익률보다 저조한 주식수익률을 기록하고 있는 지점에 대해서는 철저한 원인 분석과 개선 계획의 공시가 뒤따라야 할 것이나, 비판적이지만은 않은 것은 대규모 기업일수록 저조한 주가수익률을 보전할 수익성을 유지하고 있다는 점이다. 주주환원의 확대를 통해 즉각적인 기업가치의 제고를 기대할 수 있을 뿐만 아니라, 이들 기업이 사실상 주가지수의 대부분을 구성한다는 점에서 투자자들이 체감할 수 있는 지수 상승도 기대해 볼 수 있다.

장기적으로는 기업의 체질을 개선하기 위한 구조적 노력을 병행해야 한다. 주요 6개국 상장기업에 대해 초과 시장가치의 결정요인을 살펴보면, 높은 수익성과 성장성, 그리고 이를 유지하기 위한 사용 자본(capital employed)의 효율적 활용과 재배치가 기업가치 제고의 핵심 요인으로 관측된다. 또한, 노동집약적 사업 구조보다는 무형자산에 기반한 사업을 영위하는 기업이 월등히 높은 시장가치를 형성하는 것으로 나타난다. 한편, 현금배당과 자사주를 활용한 주주환원은 대체로 기업가치를 높이거나, 핵심 사업에서 높은 마진을 달성하고 있는 경우 사내유보를 통한 재투자가 기업가치 제고에 더 효과적인 것으로 확인된다. 결국 주주 관점에서 최선의 환원은 세후 수익률의 극대화이기 때문이다.

아울러, 장기간 해소되지 않는 극심한 저평가 문제에 대해서는 법제적 접근도 주효할 것으로 판단한다. 이를테면, 상당수 자산주는 청산가치보다 매우 낮은 가격에 거래되는 상황이 지속되는데, 이를 해소하는 제도적 보완 방안을 검토할 필요가 있다. 주주권리 보장과 효율적 자원배분 측면에서 M&A 압력을 더욱 강화하고, 그 과정에서 합병 대가, 공개매수 가격 등은 공정하게 산정될 수 있어야 한다. 또한, 주주 행동주의를 활성화하여 건설적이고 응집력 있는 관여를 통해 경영진의 실질적인 변화를 끌어낼 수 있어야 한다.

참고문헌

김준석 · 강소현, 2023, 『코리아 디스카운트 원인 분석』, 자본시장연구원 이슈보고서 23-05.

이효섭, 2024, 『일본 자본시장 개혁의 성과 동인 및 시사점』, 자본시장연구원 이슈보고서 24-16.

Denis, D.J., Denis, D.K., Sarin, A., 1994, The information content of dividend changes: Cash flow signaling, overinvestment, and dividend clienteles. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 29(4), 567-587.

Feltham, G.A., Ohlson, J.A., 1995, Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities, *Contemporary accounting research* 11(2), 689-731.

Lang, L.H., Litzenberger, R.H., 1989, Dividend announcements: cash flow signalling vs. free cash flow hypothesis?, *Journal of financial economics* 24(1), 181-191.

Penman, S.H., Richardson, S.A., Tuna, I., 2007, The book-to-price effect in stock returns: accounting for leverage, *Journal of accounting research* 45(2), 427-467.