

Value 業 하라!

'코리아 디스카운트' 해소 마중물, '기업 밸류업 프로그램' 성공 요건



Contents

1. 들어가며	01
2. 요약	02
3. 한국 주식시장은 왜 제값 못 받나	03
4. 베일 벗은 '밸류업 프로그램'	13
5. 이익 성장과 주주환원 콜라보로 밸류업 효과 극대화	25
6. 밸류업 성공을 위한 기업 전략	29

Appendix

1. 「기업 밸류업 프로그램」 운영 방안	31
2. 일본 Case Study	42
3. 적정(Justified) PBR 도출	52

1

들어가며

K-팝, K-푸드, K-화장품, 이른바 'K' 수식어는 해외서도 인정받는 한국 원산지 인증마크다. 안방에서 사랑받는 제품이 물 건너 먹힌다는 소식을 접할 때면 절로 뿌듯하다. 하지만, 믿고 찾는 K-레이블에 예외도 있다. 바로 '코리아 디스카운트'란 수식어가 뒤따르는 한국 증시다.

만성적인 'K 디스카운트' 해소를 위해 정부가 팔을 걷어붙였다. 지난 2월 금융당국은 일본 사례를 참고하여 '한국 증시의 도약을 위한' 기업 밸류업 지원방안을 발표했다. 상장사 스스로 기업가치를 끌어올리기 위한 노력을 집중하는 것에 방점을 찍고 이를 유도하기 위해 각종 제도적 인센티브를 제공하는 것이 골자다.

정책 발표 이후 PBR(주가순자산비율)이 낮고 배당여력이 큰 금융, 지주회사 및 자동차 관련주들이 올랐으나 프로그램에 대한 강제성이 없고 세제 혜택이 구체적이지 못하다는 여론이 확산되자, 조정을 받기도 했다. 주가가 빠지니 밸류업 프로그램 실효성 논란까지 불거졌다.

기업가치 제고는 일회성이 아닌 긴 호흡으로 접근할 사안이다. 이것이 하나의 '트리거'(Trigger 방아쇠)가 돼 다음 문제들을 순차적으로 풀어나가야 한다. 자율성에 맡겼다고 하나 주주 친화적 정책에 화답할 상장사들이 늘어날 가능성도 커졌다.

ROE(자기자본이익률)를 높이는 한편 적극적으로 투자자들과 소통하며 COE(자기자본비용)를 낮추려는 노력이 꾸준할 때 제대로 평가받을 수 있다. 기업들이 이번 밸류업 프로그램을 적극 활용한다면 할인율을 떨어뜨릴 계기로 작용할 것이다.

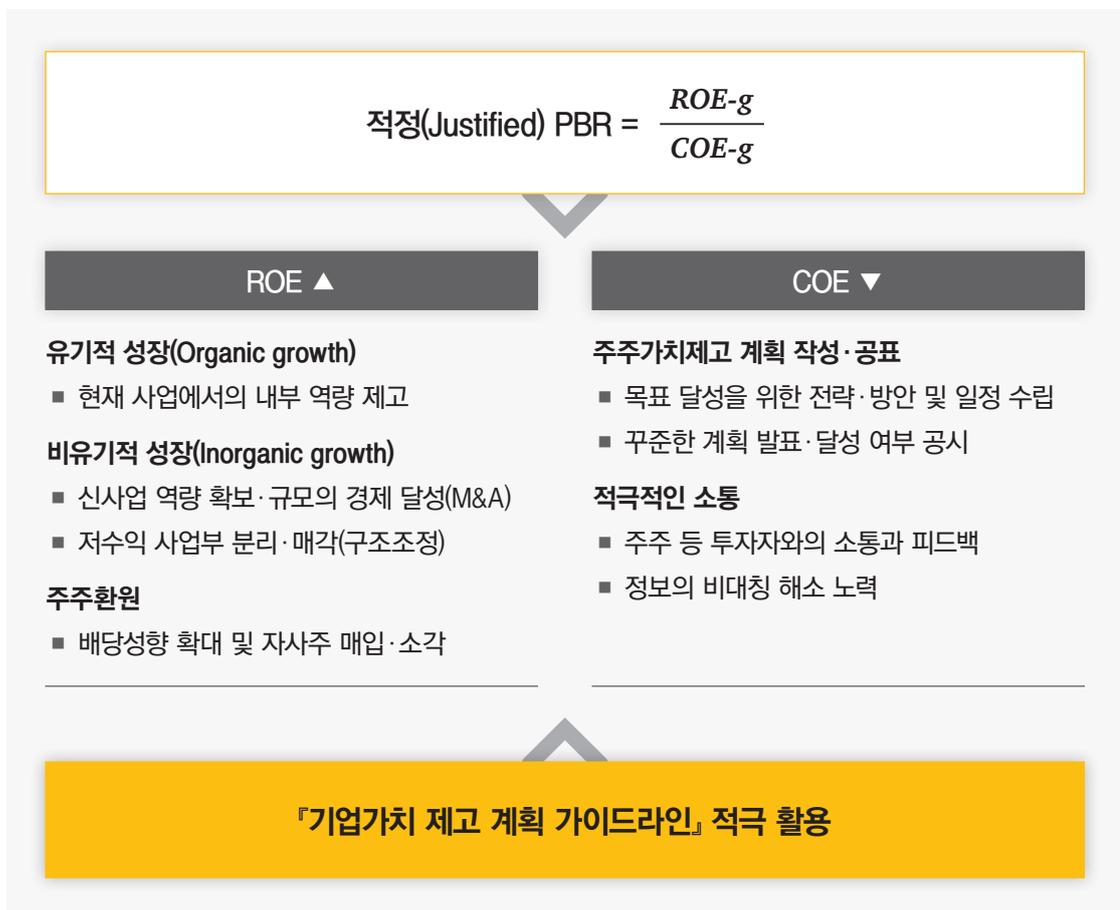
밸류업은 비단 상장회사에게만 국한된 문제가 아니다. 자본시장이 커지고 자본조달비용이 낮아질 때, 비상장 기업들도 증시 상장을 통한 자금조달에 애를 먹지 않는다.

한국 자본시장이 성장 선순환을 이루기 위해 가야 할 길이다.

보고서 말미에 일본 도쿄증권거래소에서 선정한 공시 우수 기업 리스트와 관련 사례들을 발췌하여 정리하고 분석했다. 작성을 검토하는 기업에 참고가 되었으면 하는 바람이다.

『기업 밸류업 프로그램 Framework』

- > 기업가치 제고 요건으로 적정 PBR 배수 상승 필요, 이는 ROE 개선과 COE 하락이 동시에 이루어질 때 극대화
- > ROE 개선을 위해서는 지속적인 성장 및 주주환원 확대, COE를 낮추기 위해서는 주주가치 제고 계획 공표 등 시장과 적극적인 소통을 통해 정보의 비대칭 해소 노력이 필요
- > 정부가 제시한 기업 밸류업 작성 가이드라인을 적극 활용, 투자자와 소통하는 기업들은 밸류에이션 프리미엄 요인이 더해져 기업가치 제고로 이어질 것



3

한국 주식시장은 왜 제값 못 받나

정부가 발표한 '기업 밸류업 프로그램'은 기업가치 제고 정책이다. 특히, 자본시장에서 형성되는 상장회사 주주가치 향상을 겨냥했다. 쉽게 말하면 주가 상승 프로그램이다. 지난 5년간 주요국 증시는 상승 흐름을 보인 반면 KOSPI는 2,000pt 중반 수준에서 횡보했다.

주가가 안 오르는 주요 원인으로 낮은 자본효율성과 미흡한 주주환원이 꼽힌다. ROE로 표현되는 자본효율성은 제조업 비중이 높아 마진 개선에 한계가 있다. 이익잉여금이 자본에 축적되면 ROE는 동일한 이익을 달성하더라도 떨어진다. 배당 또는 자사주 매입 등 낮은 주주환원율을 보여 주요국 대비 박한 평가를 받고 있다. 이를 디스카운트라고 표현하지만 실상 뜯어보면 낮은 ROE와 주주환원율이 주가 상승에 발목을 붙잡고 있는 셈이다.

이를 개선하기 위해 정부는 기업들이 자율적으로 ROE 및 주주환원 개선 계획을 공시하고 시장과 소통하라는 방침을 내놨다.

밸류업이 되기 위해서는 ROE 상승이 전제되어야 한다. 성장을 통해 ROE를 개선시키거나 과감한 주주환원을 통해 자본총계를 줄여야 한다. 실적 개선은 경제 환경, 경영 전략 등 불확실성에 노출되어 있어 기업 스스로 ROE를 제고할 수 있는 방법으로 분모를 줄이는 주주환원 정책에 1차적으로 관심이 집중된다. 이미 자본총계가 커진 상황에서 주주환원 정책만으로는 ROE 개선 폭이 미미하다.

밸류업 프로그램은 중장기적으로 접근해야 할 사안이다. 이 프로그램이 하나의 트리거가 되어 꾸준하고 장기적인 주주가치 환원에 동참할 기업들이 늘어날 가능성도 커졌다. 밸류업에 대한 중장기 기대는 유효하다.

ROE 개선을 위해서는 성장이 필연적인데 자본 증가 속도보다 이익 증가 속도가 더 빨라야 개선으로 이어진다. 속도감 있는 성장을 위해 M&A를 통한 비유기적 성장도 검토할 필요가 있다. 재원에 여유가 있는 기업들은 신사업 또는 규모의 경제 등 경쟁력 확보를 위한 인수 합병을, 산업이 저수익 구조에 접어든 경우 기존 사업부 분할 매각 등을 통해 구조 조정을 단행할 수 있다. 매각한 재원은 신사업 진출 또는 부채감축을 통해 주주가치 증진의 발판으로 삼을 수 있다.

정부도 당근책을 내놓았다. 정부는 밸류업 프로그램 발표 후 후속 조치로 구체적인 세제혜택을 발표했다. 주주환원 증가금액 5% 세액 공제, 배당 증가금액 등 저율 분리과세와 최대주주 할증평가 폐지 등 상속세도 손을 보기로 하여 높은 상속세가 주주환원을 가로막는다는 의견에 손을 들어줬다.

이제 판이 깔렸으니 기업들은 기업가치와 관련된 지표를 분석하고 이를 바탕으로 현황을 진단한 후, 장기성장과 주주환원을 고려한 배당정책 수립, 공시체계 정비, 주주와 소통 체계 개선 등 기업가치 제고를 위한 중장기 목표 및 계획 수립의 필요성이 커졌다.

3-1 코리아 디스카운트 개념

‘코리아 디스카운트(Korea Discount)’란 한국 상장기업 주식이 유사한 외국 상장기업에 비해 가치평가 수준이 낮게 형성되는 현상을 말한다. 투자자들이 최근 벌어들인 이익이나 현재 순자산 규모가 비슷한 외국 기업에 비해 한국에 상장된 회사에 대해서 밸류에이션을 박하게 부여할 때 쓰는 표현이다.

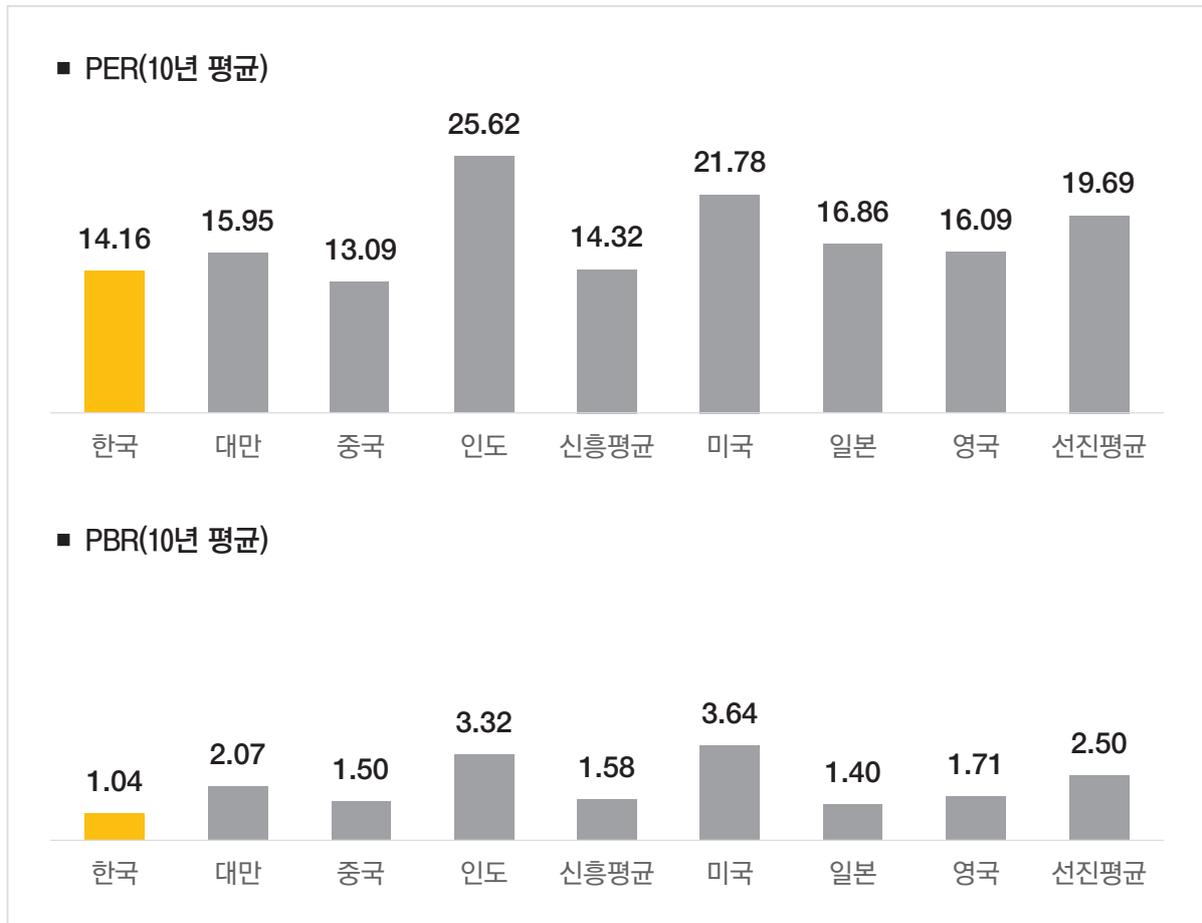
주식시장에서 흔히 쓰이는 밸류에이션으로 PER¹(Price Earnings Ratio)과 PBR²(Price Book Ratio)이 있다. PER은 당일 시가총액을 직전 1년 순이익으로 나눈 수치다. PBR은 최근 분기말 순자산으로 나누면 된다. 두 지표 모두 숫자가 작을수록 이익이나 순자산에 비해 주가가 저평가되어 있다는 얘기다.

3-2 코리아 디스카운트 현황

한국 증시는 PBR이나 PER이 주요국 대비 낮다. PBR은 '23년말 1.05배, 10년 평균 1.04배로 순자산 가치 수준이다. PER은 '23년말 19.78배, 10년 평균 14.16배다. 언뜻 '23년에 크게 높아진 것처럼 보이지만 착시효과다. 작년에는 KOSPI 이익 비중이 높은 반도체 기업 실적이 나빴다. 하지만, 올해 업황 회복 기대감으로 주가가 크게 빠지지 않고 버티면서 PER 배수가 높아졌다.

그림 1. 주요국 상장 기업 PER/PBR 비교

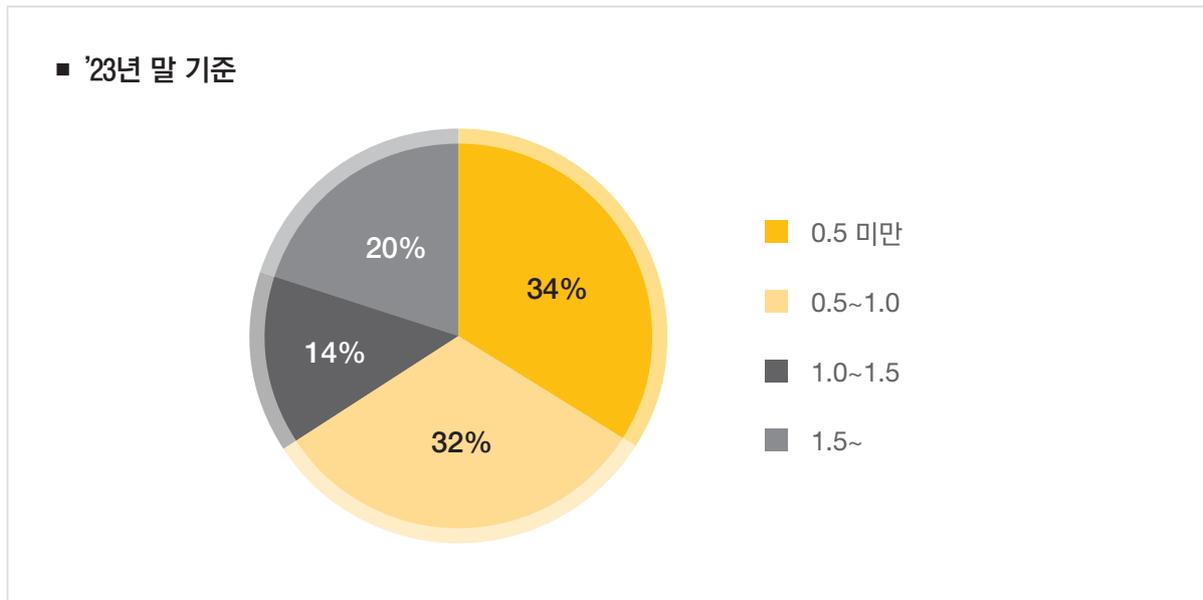
단위 : 배



자료: Bloomberg, 삼일PwC경영연구원

한국 평균 PBR이 1.0배를 간신히 웃돈다는 사실은 가볍게 흘려 넘기기 어렵다. 이는 곧 PBR 1.0배 미만인 회사들도 상당수 있다는 뜻이기 때문이다. 실제 KOSPI 상장사 중 약 66%가 순자산가치 미만으로 거래되고 있다. 이는 기업이 보유자산을 모두 매각하고 청산했을 때, 주주가 받을 수 있는 가치보다 주식시장에서 평가받는 가치가 더 낮다는 의미다. 물론 장부가치를 온전히 인정받는다든가 전제하에 말이다.

그림 2. KOSPI 상장사 PBR 비중



자료: 한국거래소, 삼일PwC경영연구원

1 PER = 최근 시가총액 ÷ 최근 4개 분기 합산 순이익

2 PBR = 최근 시가총액 ÷ 최근 분기 말 순자산(자기자본)

3-3 낮은 ROE와 주주환원율

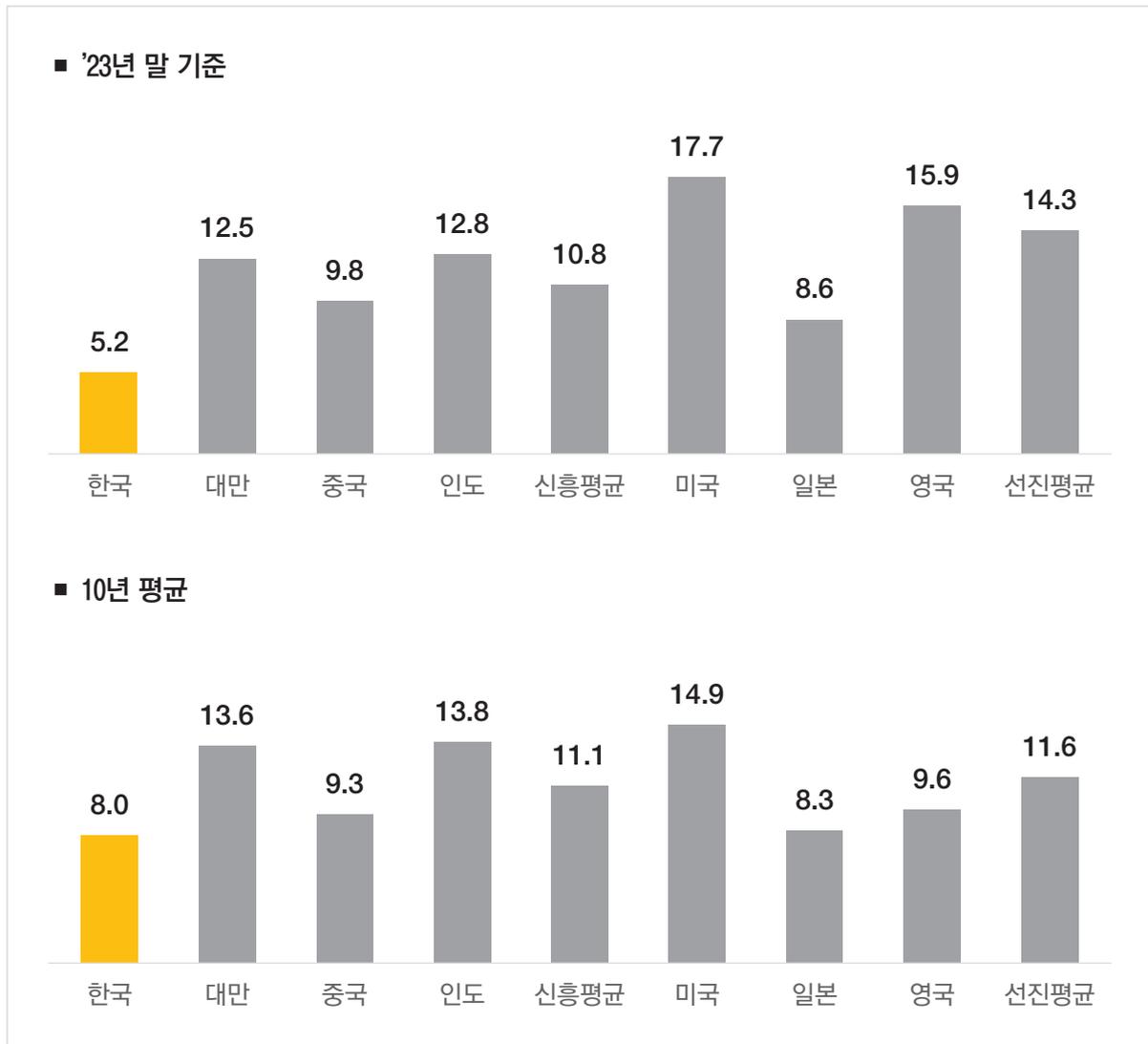
1) 낮은 ROE

지난 10년간 한국 주식시장 평균 ROE³는 약 8.0%로 미국 14.9%, 일본 8.3%, 영국 9.6%, 중국 9.3% 등 주요국보다 낮다. ROE는 자기자본을 활용해 1년간 얼마나 많은 순이익을 창출했는지 판단하는 수익성 지표로, 경영 효율성을 가늠하는 척도로도 쓰인다. ROE가 낮다는 건 그만큼 자본 생산성이 떨어진다는 것을 의미한다.

통상 ROE 8%를 밑돌면 ‘낙제점’이라는 평가를 받는다. 주주들이 기업에 요구하는 기대수익, 즉, 자기자본 비용은 일반적으로 8%⁴ 수준인데, ROE가 8%에 못 미치면 적정 PBR⁵도 1.0배를 넘기 힘들어지기 때문이다. 일본 도쿄증권거래소도 지난해 내놓은 기업가치 제고 프로그램에서 ‘ROE 8%’를 하한선으로 제시한 바 있다.

그림 3. 주요국 ROE 비교

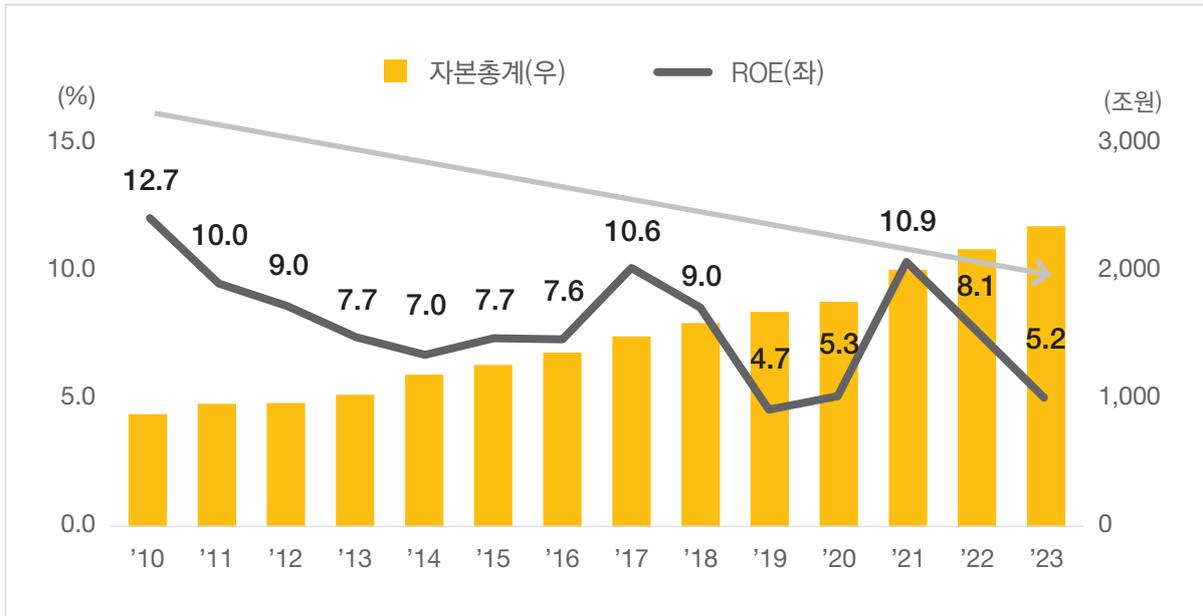
단위 : %



자료: Bloomberg, 삼일PwC경영연구원

지난 10년 간 한국 증시가 기록한 평균 ROE는 8.0%다. 그마저도 지난해 말에는 ‘반도체 흑한기’가 덮치면서 이익이 크게 줄어 5.2%로 추락했다. 마찬가지로 반도체 의존도가 높은 대만은 지난해 말에도 12.5%를 기록했고 10년 평균이 13.6%에 이른다는 점을 고려하면 격차가 있다. 최근 10년간 신흥국 평균도 한국보다 높은 11.1%다.

그림 4. KOSPI 장기 ROE 추이



자료: Bloomberg, 삼일PwC경영연구원

3 자기자본이익률(Return on equity, ROE)이란 기업이 자본을 이용하여 얼마만큼의 이익을 냈는지를 나타내는 지표로, 당기순이익 값을 자본총계로 나누어 구한다.

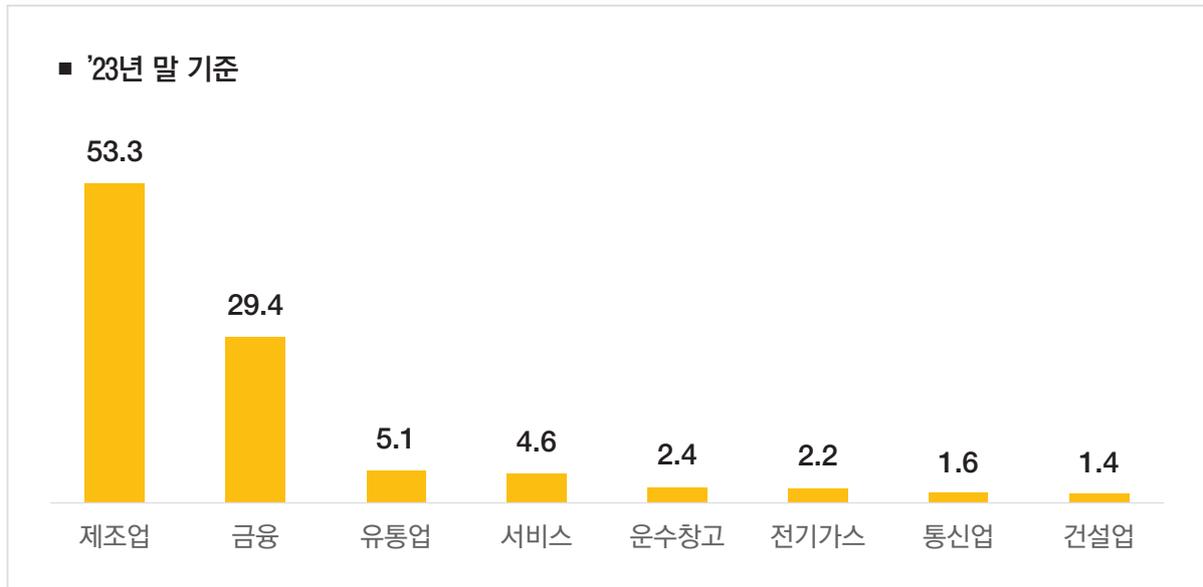
4 CAPM = Risk Free Rate + (Market Return - Risk Free Rate)*β
 Risk Free Rate: 3%(3년 만기 국채 수익률), Market Return: 8%(기대시장수익률, Bloomberg), β:1.0 가정

5 적정 PBR = (ROE - g) ÷ (COE - g), COE(Cost of Equity 자기자본비용), g: 영구성장률
 이론적으로 PBR 1.0 이상이 되기 위해서는 ROE가 COE보다 높아야 한다.

한국 증시 ROE가 둔화되는 원인 중 하나는 제조업 의존도가 높다는 점이다. KOSPI 자본총계 중 제조업 이 차지하는 비중은 약 50%가 넘는다. 제조업 특성상 서비스업 대비 이익률이 낮은 편이고 공장 등 대규모 설비 투자를 필요로 해 ROE는 상대적으로 낮게 나타난다.

그림 5. KOSPI 업종별 자본 비중

단위 : %



자료: 증권예탁원, 삼일PwC경영연구원

ROE는 순이익률(순이익÷매출액), 총자산회전율(매출액÷자산총계), 레버리지 비율(자산총계÷자본총계) 등 3요소의 곱으로 분해할 수 있다. ROE가 개선되기 위해서는 순이익률이 상승하거나 총자산회전율, 레버리지 비율이 높아져야 한다.

그림 6. ROE 분해(Dupont Analysis)

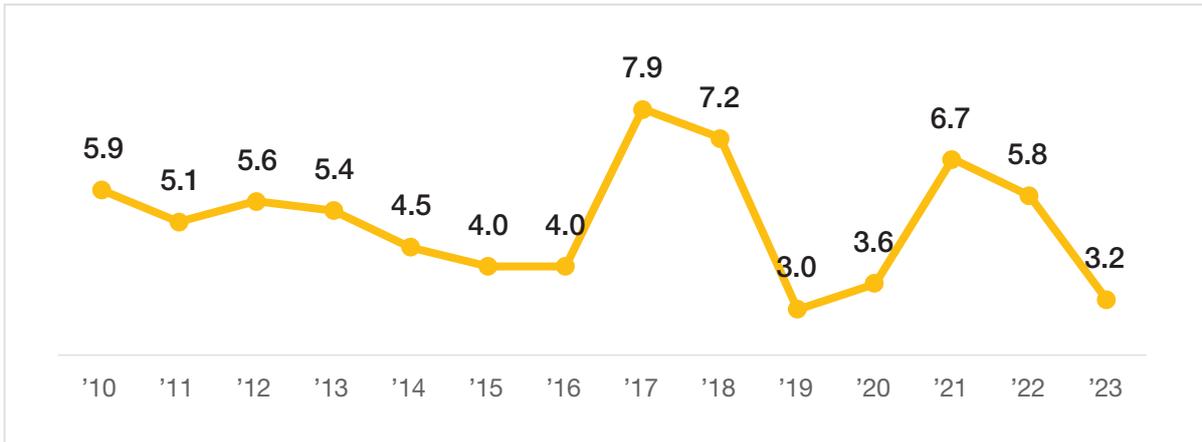


자료: 삼일PwC경영연구원

최근 몇 년간 ROE 하락은 기업들의 이익 모멘텀 훼손이 문제였지만 장기적인 관점에서는 자산효율성 둔화와 레버리지 비율 하락이 원인으로 지목된다. '12년 이후 총자산회전율은 0.97배에서 0.70배, 레버리지 비율은 2.06배에서 1.92배로 하락했다. 순이익률은 평균 5.1% 수준이었으나 장기적으로 자본총계가 늘면서 레버리지 비율이 하락했다.

그림 7. KOSPI 제조업 당기순이익률 추이

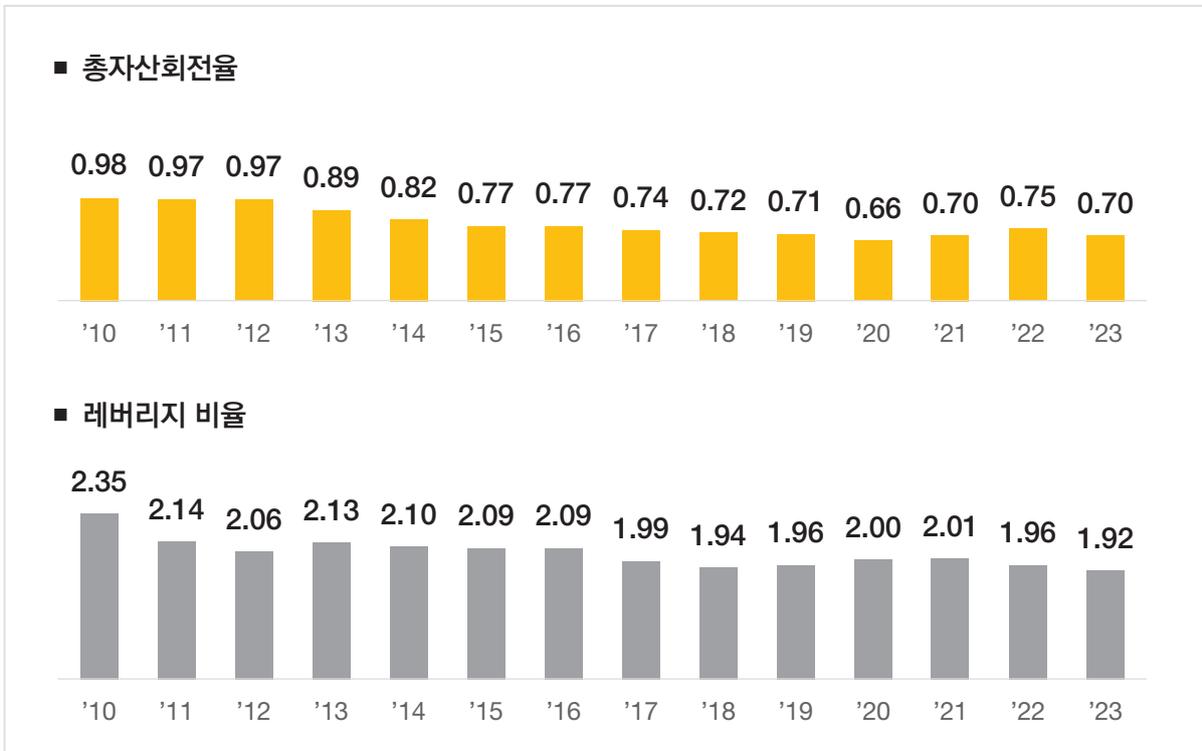
단위 : %



자료: 증권예탁원, 삼일PwC경영연구원

그림 8. KOSPI 제조업 총자산회전율/레버리지 비율 추이

단위 : 배



자료: 증권예탁원, 삼일PwC경영연구원

2) 인색한 주주환원

국내 증시 배당성향은 주요국보다 낮다. 배당성향은 당기순이익에 대한 현금배당금 비율로, 주주환원 관련 참고 지표로 활용된다. 배당성향이 높을수록 회사가 벌어들인 이익을 주주에게 많이 돌려주고 있다는 뜻이다. 한국 배당성향은 10년 평균 26.0%로 미국 42.4%, 일본 36.0%, 영국 129.4%, 중국 31.3% 등 주요국과 비교 시 소극적이라는 평가다.

표 1. 주요국 배당성향 비교

단위 : %

구분	한국	대만	중국	인도	신흥평균	미국	일본	영국	선진평균
'23년말	40.5*	57.6	30.5	64.7	45.2	37.1	36.2	42.5	42.2
10년 평균	26.0	55.0	31.3	38.5	39.6	42.4	36.0	129.4	49.5

주) '23년 분모(당기순이익)가 급감하여 높은 배당성향 기록. 삼성전자 실적이 급감했음에도 배당금을 유지함에 따라 배당성향이 상승한 영향('22년 17.9%, '23년 67.8%)

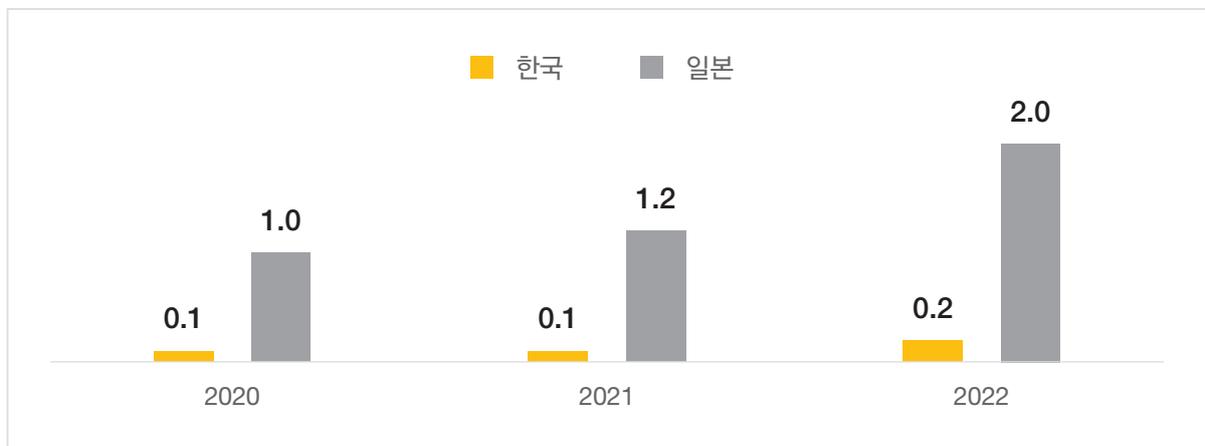
자료: Bloomberg, 삼일PwC경영연구원

대만과 일본이 기록한 ROE와 배당성향을 비교해 보면 한국이 저평가 받는 요인을 쉽게 확인할 수 있다. 우선 한국과 대만은 IT 비중이 높아 산업군이 유사하다고 볼 수 있지만 한국 10년 평균 배당성향이 26.0%임에 비해 대만은 55.0%에 이른다. '23년 말 기준 PBR은 한국이 1.0배, 대만 2.4배로 낮은 배당성향이 디스카운트 요인으로 작용함을 알 수 있게 해주는 대목이다.

또한, 한국과 일본은 10년간 평균 ROE가 8%로 비슷하지만 자사주 매입을 포함한 총주주환원율에서 차이가 난다. 얼마나 주주환원에 신경을 쓰는지도 밸류에이션에 영향을 끼치는 요소다.

그림 9. 한국, 일본 시가총액 대비 자사주 매입액 비율

단위 : %



자료: Bloomberg, 삼일PwC경영연구원

낮은 주주환원을 배경에는 높은 배당소득세율도 한 요인으로 지목된다. 배당소득세란 주주들이 지분에 따라 받는 '배당금'에 적용되는 세금이다. 높은 배당소득세율로 기업들은 고배당 정책을 주저하게 된다. 외국인 투자자가 'Buy Korea'를 주저하는 요인으로도 지목된다.

미국은 배당소득세를 배당수익의 15%로 분리 과세한다. 중국과 베트남 등은 배당수익의 10%이며 영국과 홍콩은 배당과세가 0%다.

표 2. 국가별 평균 배당 세율

미국	<ul style="list-style-type: none"> • 배당수익의 15%로 분리과세
중국, 베트남	<ul style="list-style-type: none"> • 배당수익의 10%로 분리과세
영국, 홍콩	<ul style="list-style-type: none"> • 배당과세 0%
한국	<ul style="list-style-type: none"> • 배당금 2,000만원 이하 시 배당소득 15.4% 과세 • 배당금 2,000만원 초과 시 종합소득세로 과세해 최대 49.5% 세율 적용

자료: 언론보도, 삼일PwC경영연구원

한국은 금융소득이 연간 2,000만원 이하인 경우에는 배당수익의 15.4%를 배당소득세로 걷는다. 하지만, 금융소득이 2,000만원을 초과하면 다른 종합소득과 합해 누진세율(6.6~49.5%)을 적용한다. 연간 금융소득이 2,000만원을 넘으면 종합소득세로 누진세가 적용돼 40% 이상의 세율로 과세될 수 있다는 뜻이다.

세금이 무서워 배당에 미온적이라면 자사주를 매입한 후 소각하는 것도 주주환원에 도움이 된다. 자사주를 매입한 후 소각하게 되면 주가가 올라 투자자들은 자사주 매입 소각을 반긴다. 하지만, 매입 후 소각하지 않고 보유하고 있다면 발행 주식수가 줄어드는 것이 아니므로 주가 부양에 큰 도움이 되지 않는다고 여긴다. 경우에 따라 보유한 자사주를 다시 매각하거나 제3자에게 처분하면 언제든지 다시 시장에 나올 수 있다. 소각이 아니라면 근본적인 주가 상승 이슈가 되지 못한다고 보는 견해가 힘을 받는다.

표 3. 자사주 매입 소각과 보유 영향 비교

매입 후 소각	매입 후 보유
자기주식 매입	자기주식 매입
자본총계 감소	자본총계 감소
유통 주식수 감소	유통 주식수 감소
발행 주식수 감소	발행 주식수 유지
시가총액 = 발행 주식수 × 주가	시가총액 = 발행 주식수 × 주가
발행 주식수 감소로 주가 상승	발행 주식수 유지로 주가 유지

자료: 삼일PwC경영연구원

자사주 소각 의무화 반대 입장도 거세다. 충분한 현금흐름에 기반하지 않은 자사주 소각은 자칫 부채비율을 상승으로 이어질 수 있고, 수출 의존형 기업이 많아 설비투자 부담이 있으며 특히 자사주가 경영권 방어 수단으로 기능한다는 논리 등으로 그간 자사주 소각 역시 주주환원의 주요 정책으로 사용되지 못했다.

4

베일 벗은 ‘밸류업 프로그램’

4-1 기업 밸류업 프로그램 개요

정부가 한국 증시 부양을 위해 준비한 ‘기업 밸류업 프로그램’이 공표되었다. 정부는 상장사가 스스로 기업가치를 끌어올릴 수 있도록 가이드라인을 제시했고 이를 따르면 각종 인센티브를 제공한다. 또 가치 제고가 기대되는 기업들을 모아 지수(Index)로 만들고, 이를 추종하는 상장지수펀드(ETF)를 출시하는 등 투자를 유도하는 방안도 마련됐다.

표 4. ‘기업 밸류업 프로그램’ 주요 내용

구분	내용
상장기업	
<ul style="list-style-type: none"> 기업가치 제고 수립, 이행 세제지원, 우수기업 표창, IR등 	<ul style="list-style-type: none"> 전체 상장사, 연 1회 자율공시 기업 밸류업 표창, 모범 납세자 선정 우대 등
투자자	
<ul style="list-style-type: none"> 코리아 밸류업 지수, ETF 개발 스튜어드십 코드 반영 주요 투자지표 비교 공표 	<ul style="list-style-type: none"> 기관투자자, 벤치마크 지표로 참고 기관투자자, 투자판단에 활용 PBR, PER, ROE 분기별, 배당수익률 연 1회 공표
거래소 및 유관기관	
<ul style="list-style-type: none"> 전담 추진체계 마련 상장기업 교육, 컨설팅 IR 지원 	<ul style="list-style-type: none"> 거래소 내 전담부서, 밸류업 자문단 구성 중소규모 상장기업 대상 맞춤형 컨설팅 기업 밸류업 공동 IR 개최

자료: 금융위원회

우선 상장기업이 자율적으로 기업가치 제고 계획을 공시할 수 있도록 가이드라인을 제시했다. 앞으로 상장사들은 자신들의 기업가치를 끌어올릴 방안을 마련해 최소 연 1회 공시해야 한다.

공시는 먼저 기업의 자본비용, 자본수익성, 지배구조 등을 다각적으로 파악해 기업가치가 적절한 수준인지 기업 스스로 평가한다. 이를 바탕으로 3년 이상의 중장기 기업가치 목표 수준과 도달 시점 및 방안 등을 설정한다. 2년 차부터는 전년도 계획과 이행 수준 등을 공시에 포함시켜야 한다.

기업가치 목표 설정이 적절한지, 계획을 충실히 세웠는지, 이행과 주주와의 소통에 얼마나 노력했는지 등을 종합평가해 우수 기업에는 인센티브를 제공한다. 매년 5월, 10여 곳을 선정해 기업 밸류업 표창을 수여하고, 표창을 받은 기업에게는 5종의 세정지원이 주어진다. 구체적으로 모범납세자 선정 우대, 연구개발(R&D) 세액공제 사전심사 우대, 법인세 공제·감면 컨설팅 우대, 부가·법인세 경정청구 우대, 기업승계 컨설팅 등이다.

정부는 7월초, 역동경제 로드맵을 발표하면서 자본시장 선진화 방안 파트에서 기업 밸류업 관련 세제혜택의 방향성을 제시하였다. 정부의 의지를 엿볼 수 있는 대목이다. 단, 법안 통과 문턱은 넘어야 한다.

표 5. 기업밸류업 관련 세제 혜택

법인세	• 주주환원 증가금액 (예: 직전 3년대비 5% 초과분) 5% 세액공제
배당소득세	• 배당 증가금액 등 저율 분리과세(14%→9%, 최대 45% → 25%)
상속세	• 최대주주 할증평가 폐지, 기업상속공제 대상(중견 매출액 기준 폐지) 및 한도(600억원→1,200억원) 확대

자료: 기획재정부

세액 공제 효과에 대해서는 주주환원 '증가분'에 한해 5%를 공제해주는 것이 효과가 크지 않아 실질적인 변화를 끌어내기엔 역부족이라는 시각도 있으나 아예 배당을 하지 않던 기업이거나 지배주주 지분율이 높은 경우 오히려 역시 혜택을 본다는 점에서 확대 유인으로 작용할 수 있다.

4-2 기업가치 제고 계획 작성 시 주요 고려 사항

‘기업 밸류업 프로그램’은 상장기업이 ‘기업가치 제고 계획’을 수립·공시·이행하고, 투자자가 공시된 계획을 투자판단에 적극 활용함으로써 자본시장 발전의 선순환으로 이어진다.

기업은 가치 제고에 중요한 핵심지표를 선정하여 중·장기적인 목표를 세우고, 사업 부문별 투자, R&D 확대, 사업 포트폴리오 개편, 자사주 소각 및 배당, 비효율적인 자산 처분 등 목표 달성을 위한 구체적인 계획 수립 등을 다각도로 검토할 필요가 있다.

표 6. 기업가치 제고 계획 수립, 이행, 소통

기본 원칙	<ul style="list-style-type: none"> 기업 스스로 중장기적 관점에서 각 기업에 적합한 계획 수립
이사회 역할	<ul style="list-style-type: none"> 이사회를 중심으로 계획 수립, 이행
공시 방법	<ul style="list-style-type: none"> 연 1회 상장기업 홈페이지 공표 및 거래소 자율공시 계획 변경 시 추가 수시 공시 영문 공시 적극 권고 기업지배구조보고서에도 기재
시행시기	<ul style="list-style-type: none"> 하반기부터 준비된 기업부터 자율적 공시

자료: 금융위원회

표 7. 기업가치 제고 계획 수립 가이드라인(예시)

현황 진단	<ul style="list-style-type: none"> 투자지표: 수익성, 성장성, 시장평가, 주주환원 등 다양한 지표 분석 사업구조: 사업포트폴리오 현황, 수익구조, 경쟁력 및 취약점 등 지배구조 등: 주주, 이사회, 감사기구 측면에서의 지배구조 현황, 개선요구사항 등
목표설정	<ul style="list-style-type: none"> 최소 3년 이상의 중장기 목표 제시, 구체적인 목표수준 및 도달시점 설정
개선계획	<ul style="list-style-type: none"> 기업 특수성에 맞춰 탄력적으로 목표달성을 위한 계획을 수립, 목표, 계획간 연계성 설명 수익성(성장성) 제고 계획, 주주환원 계획, 지배구조 개선 계획 등 수립
이행평가	<ul style="list-style-type: none"> 목표 달성 및 계획 이행 여부 평가 전년도 평가를 바탕으로 목표 재설정 및 계획 수정
투자자 소통	<ul style="list-style-type: none"> 주주, 투자자와의 소통, 피드백 결과 공개

자료: 금융위원회

표 8. 기업가치 제고 계획 5대 핵심 특징

자율성	<ul style="list-style-type: none"> • 참여여부, 작성내용 등에 있어 기업의 자율성 보장
미래 지향성	<ul style="list-style-type: none"> • [기존 공시] 이미 발생, 결정한 내용 중심 (예: 재무상태, 계약체결 등) → [기업가치 제고 계획] 중장기적 목표 및 계획 중심
종합성	<ul style="list-style-type: none"> • 각종 공시에 산재되어 있는 기업정보를 “기업가치 제고”에 초점을 맞춰 재구성하는 종합적, 입체적 보고서 성격
선택과 집중	<ul style="list-style-type: none"> • 가이드라인에 담긴 모든 사항을 열거식으로 기술하는 것이 아니라, 기업의 개별특성과 주주 및 시장참여자의 관심 등을 고려하여 기업가치 제고에 중요한 내용을 선정하여 수립
이사회 책임	<ul style="list-style-type: none"> • 기업 경영관리에 책임 있는 결정기관인 이사회에 적극적 참여 필요 • 의무사항은 아니지만 이사회에 보고, 심의, 의결 등 권장

자료: 금융위원회

1) 핵심지표 선정 및 지표 분석

자본효율성 지표는 주주환원 및 성장성 지표의 결정체로 ROE 달성 수준에 따라 시장은 차별적인 밸류에이션 평가를 내리게 된다. 따라서 기업들은 기업가치 제고 계획 수립을 할 때 ROE를 핵심 분석 지표로 접근하는 것이 효과적이다.

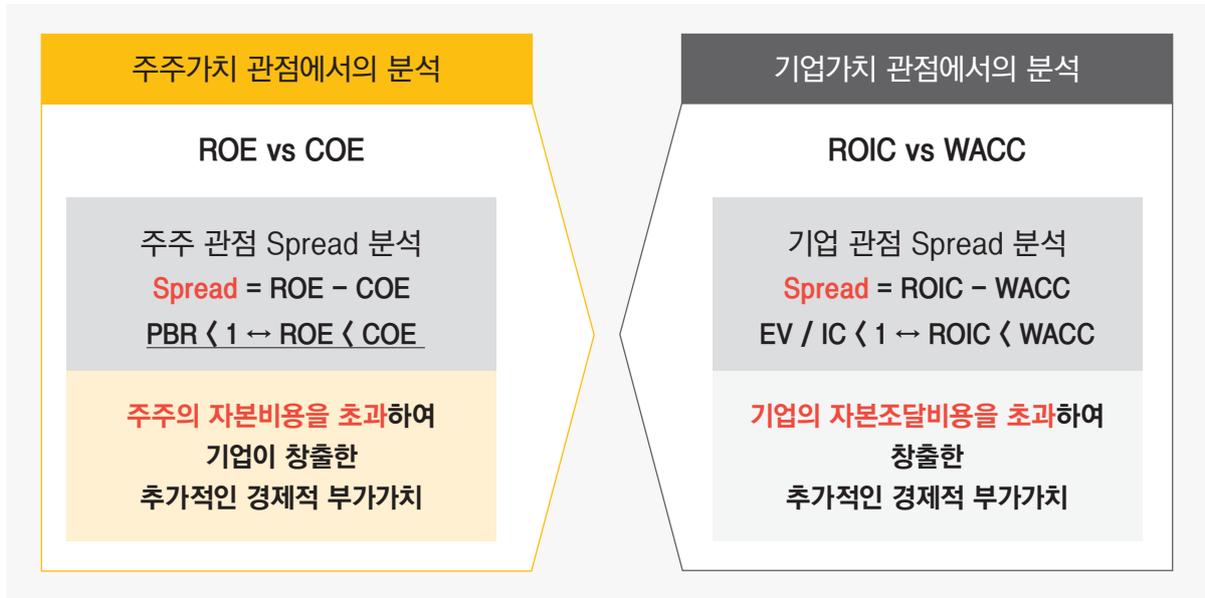
그림 10. 자본효율성 구조도



자료: 삼일PwC밸류업지원센터

핵심지표인 ROE를 분석하기 위한 ROE - COE 스프레드 분석 역시 계획수립에 도움이 된다. 스프레드가 음(-)인 경우, ROE의 증가 또는 COE의 감소를 위한 대책 마련이 필요하다.

그림 11. ROE - COE 스프레드 분석

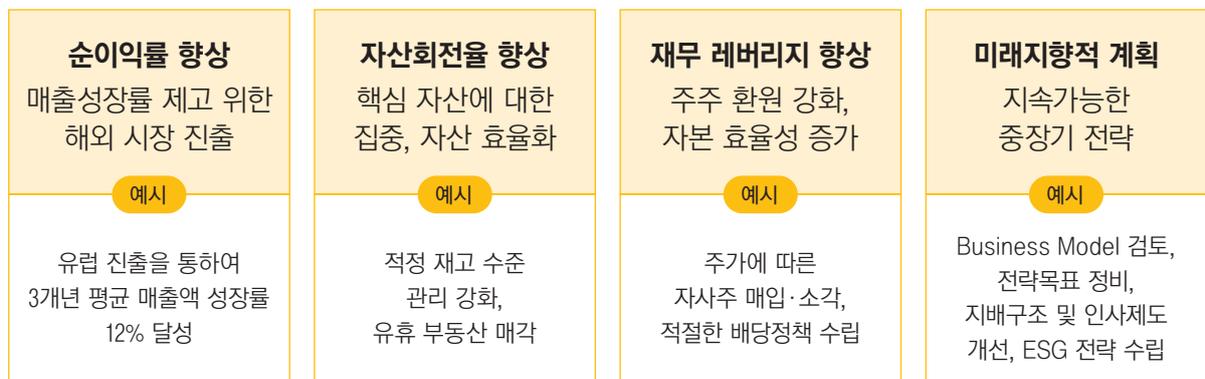


자료: 삼일PwC밸류업지원센터

2) 목표, 계획 수립 및 계획 실행

기업은 현황 분석을 바탕으로 목표를 세우고 이를 달성하기 위한 계획을 수립하게 된다. 중장기적이고 현실적인 가치 제고를 위한 재무적·비재무적 목표 및 계획이 구체적일수록 시장 신뢰를 얻을 수 있을 것이다. 인수 및 매각 M&A, 사업부 재편, 투자유치 등 적합하고 구체적인 전략 수립 및 실행이 포함될 때 설득력을 얻는다.

그림 12. 기업가치 제고 계획 수립 시 고려 사항(예시)



자료: 삼일PwC밸류업지원센터

4-3 J-밸류업, 일본 사례와 시장 성과

일본 증시 활황의 원년을 밸류업 프로그램이 본격 시작한 '23년으로 보지만 태초는 '13년으로 거슬러 올라간다.

당시 아베 내각은 '일본재흥전략'을 발표했는데 장기 저성장과 고령화에 직면한 일본 경제가 구조적으로 성장 전환하기 위해서는 기업의 경쟁력 회복을 기반으로 한 기업가치 제고가 필요하다는 게 핵심 내용이었다.

전략은 크게 두 가지였다. 하나는 기업지배구조 개편이다. 아베 정부는 일본 기업이 보수적인 지배구조로 상대적으로 기업가치가 저평가되어 있고, 해외 자금 유입에도 어려움이 있다고 봤다. 이를 타파하기 위해 기업의 지배구조를 개혁해 의사결정 시스템을 투명하고 공정하게 바꾸는데 역점을 뒀다.

두 번째 전략은 스투어드십 코드를 정함으로써 기업지배구조를 개혁한다는 방안이었다. '13년 세계 최대 규모인 일본 공적연금펀드(GPIF)의 지배구조를 개편해 국채 중심의 채권 투자를 줄이고 주식 비중을 늘렸다. '15년에는 GPIF가 책임투자원칙주도기구(PRI)에 서명했으며, GPIF의 투자운용원칙에 '모든 투자자산에 대해 ESG요소를 반영한다'는 내용도 추가했다.

'15년 GPIF가 움직일 때 도쿄증권거래소에서는 기업지배구조 공시가 의무화됐다. '22년엔 주요 대기업이 편입되는 프라임 시장에 해외 투자자가 요구하는 정보 공시 기준과 기업 관여 요건이 도입됐다. 발판이 마련되자 일본은 주가 부양을 위한 본격 드라이브를 걸었다.

'23년이 되자 도쿄증권거래소는 글로벌 투자자들의 진입을 유도하고 시장을 활성화시키기 위해 PBR 1.0배 이하인 프라임과 스탠더드 시장 상장기업들을 대상으로 자본수익성과 성장성을 높이기 위한 일본판 기업 밸류업 프로그램을 실행했다. 프로그램 명은 '자본비용과 주가를 의식한 경영'이다. 실천 방침과 구체적인 이행 목표를 매년 공개하도록 요구한 것이 핵심이다.

또 대기업이 편입된 프라임 시장 상장기업의 경우 독립 사외이사 비율을 이사회 구성원의 최소 3분의 1 이상 유지하고, 이들이 회사의 조연자와 감독자 임무를 수행하도록 하며, 독립 사외이사 중 한 명을 이사회 의장으로 임명하도록 요구했다.

그 해 7월에는 ROE가 COE보다 높고 PBR 1.0배를 초과하는 기업에 높은 가중치를 부여하는 'JPX 프라임 150 지수'를 새롭게 만들고 공적연금과 중앙은행 등 기관투자자로 하여금 JPX 프라임 150의 벤치마크 사용을 유도했다.

표 9. 일본 밸류업 프로그램 가이드 라인

구분	내용
현황진단	<ol style="list-style-type: none"> 1. 자본비용 및 수익성에 대한 분석 및 평가 2. 이사회 회의에서 분석 결과를 바탕으로 밸류에이션 3. 회사 성장 계획 (실적, 수익기여도, 리스트 등)
목표설정	<ol style="list-style-type: none"> 1. 도쿄증권거래소는 회사가 수익성과 밸류에이션 개선정책과 구체적인 목표를 투자자가 이해하기 쉽게 공개 요청 2. 목표에 대한 지표는 회사가 상황에 따라 선택해야 하며, 목표설정은 단일 목표와 기간을 명시하는 것 외에도 목표 범위의 성장률과 같은 변화율을 명시 3. PBR 1.0배 이하인 기업은 자본비용 대비 저조한 수익성 개선과 장기적 성장성을 목표로 하고, PBR 1.0배를 초과하더라도 주가 향상을 위한 목표를 설정할 수 있음 4. 회사가 충분한 수익성, 밸류에이션 수준을 달성하였다면 별도의 공시가 요구되지 않음
이행시기 소통	<ol style="list-style-type: none"> 1. 공개된 계획을 바탕으로 계획 실행 2. 계획 공시를 바탕으로 투자자와 사전적 커뮤니케이션

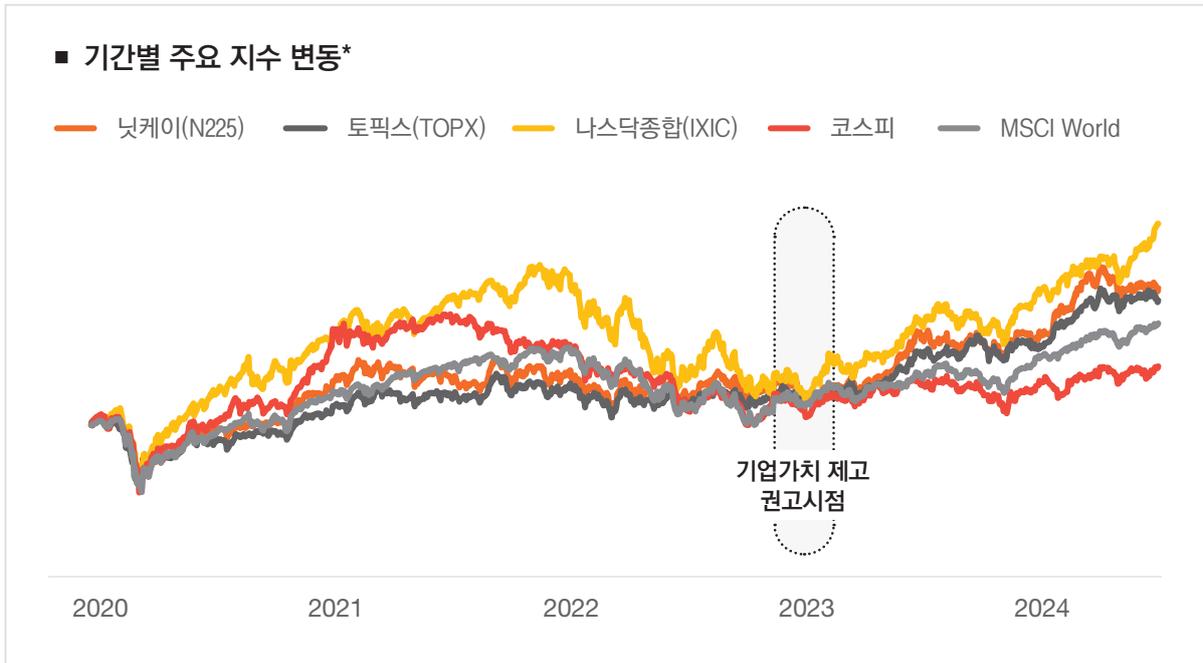
자료: JPX

장기간 일관되게 전달된 정책 방향 설정에 기관투자자와 기업 모두가 화답했다. '23년에는 64개 기업이 순이익이 감소할 것이라는 예측에도 불구하고 배당금을 늘리고 자사주를 매입하며 주주환원율을 높였다.

그러자 그해 3분기에는 도쿄증권거래소 상장 기업 중 PBR 1.0배 미만인 기업 비중이 '22년 4분기 50.6%에서 45.8%로 4.8%포인트(180개) 떨어졌다.

기업가치 제고 노력을 권고한 '23년 초부터 '24년 상반기까지 닛케이·토픽스 지수 상승률은 각각 54%, 50%였다. 이는 MSCI 선진국 지수 상승률 35%를 상회한 수치다. 이러한 일본 증시 상승세는 JPX의 기업가치 제고 권고 및 기업들의 실제 노력이 일정부분 주효했던 것으로 평가받기도 한다.

그림 13. 밸류업 프로그램 시행 전후 일본 주요 지수와 MSCI 지수 흐름



* '20년초 각 지수를 동일하게 설정 후 기간별 비교 수행
 자료: Investing.com, 삼일PwC경영연구원

1) 우수기업 및 공시사례 선정

JPX는 '24년 2월 자본비용·주가를 고려한 경영의 각 세부활동별 주요 사례를 공개했다. 투자자들 설문조사 결과를 통해 기업가치 제고 활동이 우수한 법인을 선정하고, 구체적인 활동내역을 제시했다. 단계별 이행 권고사항에 기초하여 세부활동을 구체적으로 구분하였으며, 그 내용은 다음과 같다.

표 10. 기업가치 제고 활동

구분	주요내용	
1. 현황진단	① 투자자 관점에서의 자본비용 정보 제공	<ul style="list-style-type: none"> 기업이 인식한 자본비용 및 모델·변수 정보 자본비용과 수익성 지표 간 비교
	② 투자자 관점에서의 다각적인 지표 분석·평가	<ul style="list-style-type: none"> 각 지표에 대한 기간별·요소별·사업부문별·경쟁사별 분석 기업의 평가 및 개선방안
	③ 재무제표 점검	<ul style="list-style-type: none"> 재무제표 기반 분석 및 중장기 목표 재무제표 설정

구분		주요내용
2. 계획수립	① 자원(자산 또는 현금)배분 계획	<ul style="list-style-type: none"> • 사업 포트폴리오 최적화 • 자본(현금)배분계획 수립 • 전사적 차원의 자본효율성 관리
	② 자본비용 절감 계획	<ul style="list-style-type: none"> • 자본비용 절감방안 • 비재무적 지표 개선방안
	③ 기업가치 연계 보상체계	<ul style="list-style-type: none"> • 중장기 기업가치 연계 임직원 보상체계 구축
	④ 중장기 목표달성 방안	<ul style="list-style-type: none"> • 중장기 계획의 구체적 실행안 • 상황변화에 따른 목표 조정
3. 소통	① 경영진의 적극적인 소통	<ul style="list-style-type: none"> • 소통 전담조직 운영 • 투자자와의 소통기회 확대 • 투자자 의견의 이사회 보고 및 대응조치
	② 투자자 맞춤형 접근방식	<ul style="list-style-type: none"> • (구체적인 사례 미제시)
	③ 소통정보 공시	<ul style="list-style-type: none"> • 투자자와의 소통내역 및 후속조치 공시

자료: JPX, 삼일PwC경영연구원

표 11. 기업가치 제고 활동 우수기업

기업명	1. 현황진단			2. 계획수립				3. 소통	
	자본비용	다각적인 지표분석	목표 재무제표	자원배분	자본비용 절감	기업가치 연계보상	중장기 목표달성 방안	경영진 소통	소통정보 공시
INPEX CORPORATION		•					•		
TOA CORPORATION								•	•
Sumitomo Forestry Co.,Ltd.	•	•		•		•			
SHIKOKU KASEI HOLDINGS CORPORATION			•	•					
Mitsui Chemicals,Inc.				•				•	•
RAKSUL INC.						•			
Trend Micro Incorporated	•								

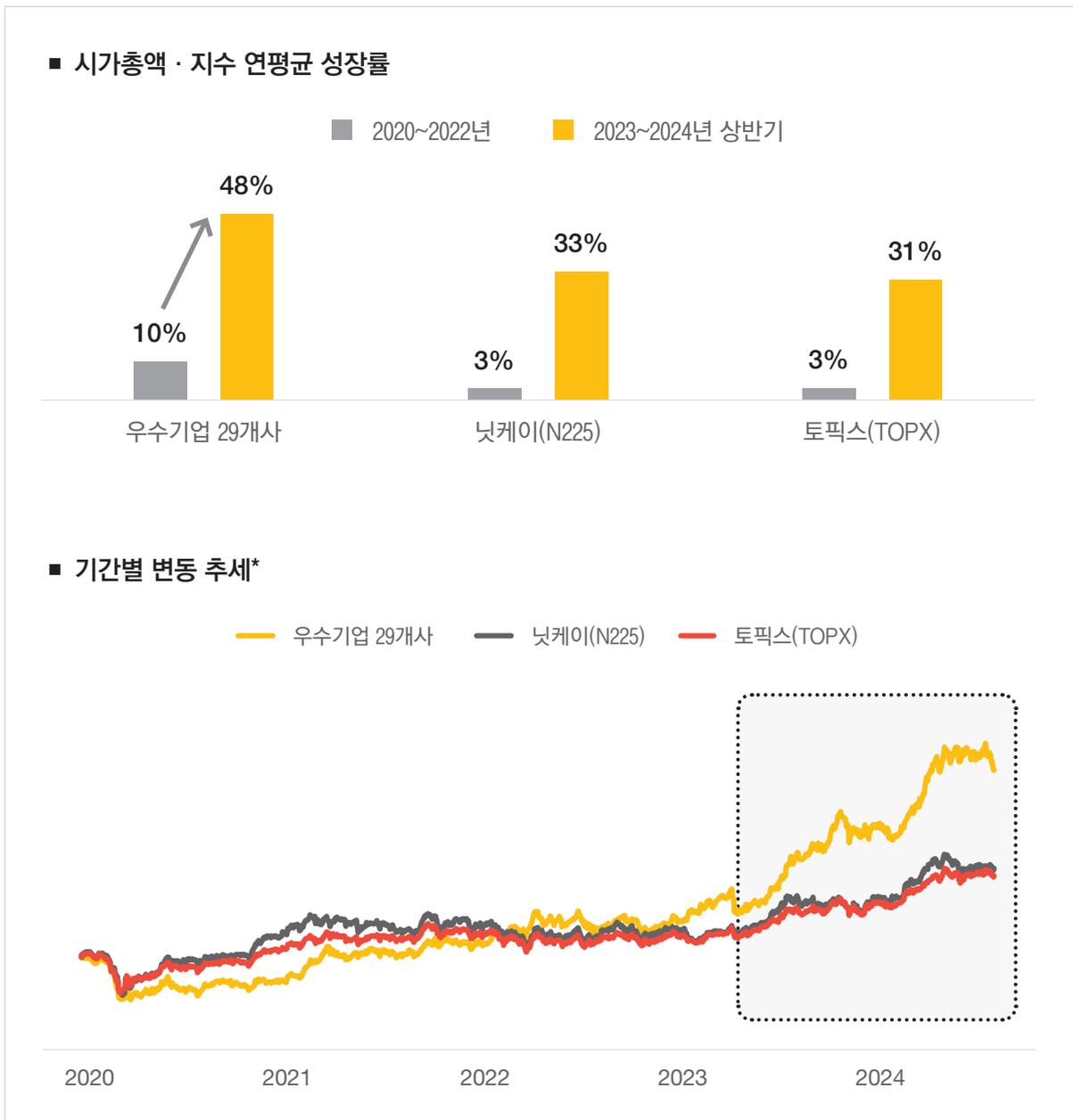
기업명	1. 현황진단			2. 계획수립				3. 소통	
	자본비용	다각적인 지표분석	목표 재무제표	자원배분	자본비용 절감	기업가치 연계보상	중장기 목표달성 방안	경영진 소통	소통정보 공시
ASKA Pharmaceutical Holdings Co.,Ltd.		●		●				●	
Idemitsu Kosan Co.,Ltd.	●				●		●	●	
Kobe Steel,Ltd.									●
SWCC Corporation		●		●					
Toyo Seikan Group Holdings,Ltd.		●		●					
Techno Smart Corp.	●	●	●	●					
EBARA CORPORATION		●			●		●		
Concordia Financial Group,Ltd.	●	●			●		●		
AISIN CORPORATION				●					
MARUBUN CORPORATION					●				
PLANT Co.,Ltd.		●					●		
SANYO SHOKAI LTD.								●	●
YAMAZEN CORPORATION							●		●
Mitsubishi Corporation								●	
Inabata & Co.,Ltd.		●			●				●
NIPPON GAS CO.,LTD.			●	●			●		
MARUI GROUP CO.,LTD.		●	●	●					
Mitsubishi UFJ Financial Group,Inc.		●					●	●	
The Chiba Kogyo Bank,Ltd.		●		●			●		
The Yamanashi Chuo Bank,Ltd.		●		●			●		●
FinTech Global Incorporated	●	●			●				
SEINO HOLDINGS CO.,LTD.						●	●		

자료: JPX, 삼일PwC경영연구원

2) 우수기업 밸류업 성과

선정된 우수기업 29개사의 시가총액 변동을 살펴보면 기업가치 제고 노력이 본격화되기 전인 '22년 이전과 '23년 이후 상승폭에서 유의적인 차이를 발견할 수 있었다. '24년 이후 일본 증시가 전반적으로 호조를 보인 것은 사실이나, 우수기업으로 선정된 기업들의 연평균 주가 상승률(48%)이 닛케이·토픽스 등 주요 지수 상승률을 크게 아웃퍼폼했다. 관련 기업들이 공시한 사례를 Appendix에 따로 정리 분석했다.

그림 14. 우수기업과 지수 상승률 비교



* '20년초 우수기업 시가총액과 주요 지수를 동일하게 설정 후 기간별 비교 수행
 자료: Yahoo Finance, Investing.com, 삼일PwC경영연구원

5

이익 성장과 주주환원 콜라보로

밸류업 효과 극대화

기업은 성장이 목표다. 누가 시키지 않더라도 최선을 다한다. 다만 매크로 환경이나 경쟁 강도 등에 따라 뜻대로 되지 않는 경우가 다반사이기 때문에 금번 밸류업 프로그램에 대해 이익 증가보다 주주환원을 통한 ROE 개선에 투자자들의 초점이 맞춰지고 있다. 물론 평균적인 주주환원율이 주요국 대비 낮은 것도 주주환원 개선에 관심을 가지는 원인이기도 하다.

주주환원율을 높이면 당연히 기업가치 제고에 도움이 되지만 이익 성장이 뒷받침되지 않고 서는 그 효과가 미미할 수 있다. 이익이 정체되어 있고 주주환원율만 높여서 계산해보면 KOSPI 기준 ROE 개선 폭이 크지 않다는 계산이 나온다.

보유한 현금재원을 주주환원에 다 쏟아붓는 것도 장기적인 밸류업에 독이다. 몇 년간이야 배당 증가에 따른 주가 상승이 펼쳐지겠지만 이익 성장이 없다면 보유한 현금이 줄어들고 주주환원에 쓰일 재원이 줄어들어 그 주가가 유지되기 어렵다. 모멘텀 상실로 상승 동력이 약해질 것이 뻔하다. 기업가치 제고에 있어 이익성장의 중요성을 다시금 강조하는 이유다.

아래 표는 이익성장률과 주주환원율에 따른 ROE 민감도 표다. 이익성장률과 주주환원율 개선이 콜라보레이션을 이룰 때 ROE 개선폭이 상대적으로 더 커지고 되고, 투자자들은 기존 대비 더 낮은 할인율을 적용하게 되어 산술적인 ROE 개선 폭 이상의 PBR 배수 상승 효과가 발생할 수 있다. 이른바 밸류에이션 팽창 현상이다.

표 12. 이익성장률과 주주환원율 변동에 따른 ROE Matrix

단위 : %

		이익성장률					
		0	5	10	15	20	25
주주환원율	0	7.3	7.7	8.0	8.3	8.7	9.0
	15	7.4	7.7	8.1	8.4	8.8	9.1
	25	7.5	7.8	8.2	8.5	8.8	9.2
	35	7.5	7.9	8.2	8.6	8.9	9.3
	45	7.6	7.9	8.3	8.6	9.0	9.4

주: '24년 KOSPI 예상 순이익 170조원 가정(시장 컨센서스)

자료: 삼일PwC경영연구원

KOSPI 데이터를 통해 이익 성장을 고려하지 않고 얼마나 주주환원에 쓸 수 있는지 그리고 얼마나 ROE를 끌어올릴 수 있는지 살펴본다.

주주환원 재원은 이익잉여금이다. 하지만, 현금배당이나 자사주 매입을 위해서는 현금이 필요하다. 누적된 이익잉여금이 아닌 현재 보유하고 있는 현금성자산을 실질적인 주주환원 재원으로 보는 것이 합당하다.

'23년말 KOSPI 기준 현금 및 현금성자산과 단기금융자산을 합한 금액은 약 646조원이다. 제조업으로 범위를 좁혀보면 약 341조원이다.

이를 통해 주주환원에 쓸 수 있는 규모를 대략 가늠해 볼 수 있는데 지금 보유한 현금을 모두 주주환원에 사용한다는 것은 불가능하다. 올해 예상되는 KOSPI 당기순이익이 170조원임을 감안하고 배당성향을 50% 정도까지 올린다고 하면 실제 85조원 정도 소요된다. '23년 KOSPI 배당총액은 약 41조원이었다.

표 13. KOSPI 자본총계 구성과 현금성자산

단위 : 조원

KOSPI(2023년)		제조업(2023년)	
자본총계	2,455	자본총계	1,307
지배주주지분	2,154	지배주주지분	1,190
자본금	122	자본금	46
자본잉여금	411	자본잉여금	192
기타포괄손익누계액	81	기타포괄손익누계액	20
이익잉여금	1,588	이익잉여금	957
자산총계	9,022	자산총계	2,510
현금 및 현금성자산	458	현금 및 현금성자산	239
단기금융자산	189	단기금융자산	103
소계	646	소계	341

자료: 증권예탁원, 삼일PwC경영연구원

아래 표는 주주환원 규모에 따른 '24년 KOSPI 예상 ROE 민감도다. 시장 컨센서스인 당기순이익 170조원을 가정하고 주주환원 규모를 0원에서부터 150조원까지, 25조원씩 구간을 늘려 잡아 계산해 보았다.

표 14. '24년 예상 KOSPI 주주환원 규모에 따른 ROE 민감도

단위 : 조원

	0	25	50	75	100	125	150
자본총계	2,324	2,299	2,274	2,249	2,224	2,199	2,174
당기순이익	170	170	170	170	170	170	170
ROE(%)	7.3	7.4	7.5	7.6	7.6	7.7	7.8
ROE 개선(%p)	0.00	0.08	0.16	0.24	0.33	0.42	0.50
배당성향(%)	0.0	14.7	29.4	44.1	58.8	73.5	88.2

주: '24년 예상 기준, '24년 KOSPI 예상 당기순이익 170조원 (시장 컨센서스) 가정

자료: 삼일PwC경영연구원

주주환원이 없을 경우 ROE는 7.3%로 계산된다. 작년 배당총액 41조원 보다 늘어난 약 50조원을 주주환원에 쓴다고 가정하면 ROE는 7.5%로 0.2%p 개선에 그친다. 0.2%p는 주주환원이 없다는 것 대비 개선 폭이므로 올해도 전년수준의 환원 규모를 가정하면 개선폭은 미미하다.

배당성향을 기준으로 따져보면 '24년 KOSPI 예상 배당성향은 약 25% 수준이다. 주주환원 규모 약 42.5조원에 해당하고 ROE는 7.4%, 여기에 배당성향이 10%p 개선된 35%로 상향될 경우 추가 배당에 따른 ROE 개선폭도 크지 않다.

표 15. '24년 예상 KOSPI 배당성향에 따른 ROE 민감도

단위 : 조원, %

	0	10	20	25	35	45	55	65
자본총계	2,324	2,307	2,290	2,282	2,265	2,248	2,231	2,214
당기순이익	170	170	170	170	170	170	170	170
ROE(%)	7.31	7.37	7.42	7.45	7.51	7.56	7.62	7.68
ROE 개선(%p)	0.00	0.05	0.11	0.14	0.19	0.25	0.31	0.37
주주환원 규모	0.0	17.0	34.0	42.5	59.5	76.5	93.5	110.5

주: '24년 예상 기준, '24년 KOSPI 예상 배당성향 25% (시장 컨센서스) 가정

자료: 삼일PwC경영연구원

이미 이익잉여금이 누적되어 자본총계가 커진 탓에 주주환원을 통해 분모를 줄이는 것만으로는 ROE 개선폭이 크지 않다는 계산 결과가 나오는 것이다. 결국 이익 성장이 수반되면서 주주환원 규모를 확대해야 ROE 개선으로 이어지고 PBR 상승에 따른 주가 상승, 즉 기업가치 제고로 이어지게 된다.

현금보유액이 일부 기업에 편중되어 있다는 점도 주주환원에만 의존한 ROE 개선 가능성에 힘을 실기 어려운 요소다. 제조업 현금성자산 341조원 중 삼성전자가 92조원, 현대자동차와 기아가 50조원, SK하이닉스가 9조원을 들고 있다. 제조업 현금성자산 44%를 4개 기업이 보유하고 있는 셈이다. KOSPI에 상장된 종목 수는 937개다.

6

밸류업 성공을 위한 기업 전략

6-1 속도감 있는 '성장'

기업의 가장 큰 목표는 경제적 가치를 창출하는 것이다. 지속적으로 가치를 창출하기 위해서 기업은 꾸준한 성장을 필요로 한다. 저성장이라는 새로운 경제 환경하에서 지속적인 성장이란 이전과는 다른 무게감으로 기업들을 압박한다.

모든 일에는 부침이 있기 마련이다. 개별 산업 관점에서 성장기를 마치고 성숙기에 접어드는 것은 비일비재하다. 기업 입장에서는 이러한 상황에서 어떻게 성장을 만들어 낼 수 있을까?

성장 방법은 크게 두 가지다. 첫 번째는 유기적 성장(Organic growth), 지금 하고 있는 사업에서 내부 역량을 통해 성장을 이뤄내는 방식이고 두 번째는 비유기적 성장(Inorganic growth), 즉, M&A를 통해 새로운 사업과 역량을 마련해 성장하는 방법이다. 경제와 산업이 호황 국면이라면 유기적 성장으로도 충분히 성장할 수 있겠지만 저성장 국면이라면 보다 적극적으로 새로운 성장기회를 찾아야 한다.

투자자들은 당연히 COE 보다 높은 ROE 달성을 주문한다. ROE도 지속적으로 성장하길 원한다. 하지만, 자본총계가 커져 이익이 증가함에도 ROE는 떨어진다. 내부 역량만으로 대응하기에는 긴 시간이 필요할 수 있으니 M&A를 전략적 수단으로 활용할 필요도 있다.

M&A를 통해 아래와 같은 효과를 기대할 수 있다.



사업 다각화: 기존 사업과 관련성이 없는 신규 사업을 인수함으로써 사업 포트폴리오를 다양화하고, 새로운 성장 동력을 확보할 수 있다.



규모의 경제 달성: 인수 대상 기업의 규모를 활용하여 생산 효율성을 높이고, 경쟁력을 강화할 수 있다.



핵심 기술 확보: 인수 대상 기업의 핵심 기술을 확보하여 기술 경쟁력을 강화하고, 시장 지배력을 확대할 수 있다.

여유 자금이 많은 기업의 경우 신사업 진출을 위해 M&A를 단행한다. 주주가치 환원에 쓰이는 것도 기업 가치 제고에 도움이 되나 시너지 창출이 가능한 기업 인수를 통해 ROE가 구조적으로 개선되면 기업가치 상승으로 이어진다.

사양사업이나 자금 여유가 없는 기업 입장에서도 M&A는 ROE 개선에 도움이 된다. 성숙단계에 접어든 사업부를 분리, 매각하여 해당 재원으로 부채 감축 또는 신규 사업에 진출하여 성공을 거둔다면 이 또한 ROE 개선의 단초가 된다.

6-2 적극적인 소통 정책, 할인율 낮추는 요인

주주가치 제고 계획을 작성하고 공표하는 등 시장과 적극적으로 소통하는 기업은 COE 하락으로 이어질 가능성이 크다. COE가 낮아지면 적용 PBR이 높아져 주가 상승으로 이어지고 경쟁사 대비 높은 밸류에이션 멀티플을 받게 된다.

주식시장에는 정보의 비대칭이 필연적으로 존재한다. 정보가 부족하거나 불투명할 경우 주가 변동성을 키우는 요인으로 작용한다.

기업들은 이번 밸류업 프로그램을 시장과 적극적으로 소통할 기회로 삼아야 한다. 주주가치 제고 계획을 적극적으로 공시하는 기업과 그렇지 않은 기업을 두고 투자자들이 차별적인 밸류에이션 잣대를 적용할 것은 뻔하다.

목표를 제시하면 지켜야 한다는 부담으로 공시에 소극적일 수 있는데 달성을 하지 못하더라도 원인과 향후 개선 전략을 적극적으로 제시한다면 그렇지 않은 기업보다 후한 평가를 받게 된다.

평소에 잘하는 것도 중요하다. 갑자기 거창한 계획을 발표하고 IR에 역점을 두는 등 뒤늦게 부랴부랴 주주친화 정책을 편다고 해서 곧바로 주가에 반영된다는 보장은 없다. 오히려 주가를 인위적으로 올리려는 다른 의도(대주주 지분 매각이나 대규모 유상증자 등)가 있는지 의심을 살 수 있다. 꾸준한 주주가치 제고 계획 발표와 달성 여부가 주가에 반영되는 과정을 거치며 신뢰가 쌓일 때 실제 할인율 하락에 반영될 것이다.

기왕에 기업지배구조보고서 상 의무 공시 대상법인이 되어 밸류업 보고서를 작성해야 하는 상당수 상장 법인들은 금번 정부의 밸류업 프로그램 가이드라인을 잘 활용하여 할인율 하락의 계기로 삼으면 좋겠다. 자사의 기업가치와 관련된 지표를 분석하고 이를 바탕으로 현황을 진단한 후, 장기성장주와 주주환원을 고려한 배당정책 수립, 공시체계 정비, 주주와의 소통 체계 개선 등 기업가치 제고를 위한 중장기 목표 및 계획이 면밀히 담길수록 그 효과는 클 것이다.

Appendix에 한국 기업 밸류업 프로그램 운영 방안 세부 내용과 도쿄증권거래소에서 선정한 우수기업 공시사례를 정리하여 첨부했다. 실제 밸류업 계획 작성 시 도움이 되었으면 한다.

Appendix

Appendix 1 「기업 밸류업 프로그램」 운영 방안

1) 상장기업의 자발적 기업가치 제고

① 기업가치 제고 계획 수립, 이행, 소통 案 개요와 시행 일정

자율적으로 기업가치 제고 계획을 수립, 이행하여 투자자와 소통하는 기업문화 확산 지원 → 기업과 투자자가 상생 발전할 수 있도록 유도.

[개요] 코스피, 코스닥 상장기업이 기업가치 제고 계획을 스스로 수립 · 이행

대상	• 코스피, 코스닥 상장기업 전체('23년 말 코스피 809사, 코스닥 1,598사)
개요	• 기업이 자율적으로 ① 기업가치 현황을 평가 분석하여, 다면적으로 활용 ② 기업가치 제고 계획을 수립 공시 이행 ③ 주주와 소통

[시행] 5월 2차 세미나, 6월 가이드라인 확정, 준비된 기업부터 참여

시행 시기	• 2차 세미나 이후 가이드라인을 확정하고 금년 하반기부터 계획을 수립한 상장 기업이 자율 공시 • 내실 있는 계획 수립을 위해서는 충분한 검토기간이 필요할 수 있으므로 공시기한을 설정하지 않되 필요시 기업은 계획수립 일정 등을 미리 공표할 수 있음
-------	--

[가이드라인] 공시 원칙, 내용, 방법에 대한 종합 가이드라인 제공

기본원칙	• 상장기업 스스로가 중 장기적 관점에서 기업가치 제고를 위해 각 기업에 적합한 계획을 수립하여 공시, 이행 ① 가이드라인은 권고로서 자율적 사항이며, 인센티브 제공 등을 통해 상장기업의 자발적, 적극적 참여를 유도 ② 중, 장기 자본효율성과 기업가치 제고에 초점* *기업 성장전략 등 중장기 기업가치 상승을 위한 실행방안에 중점 ③ 가이드라인은 종합적 작성 지침에 해당하며, 각 기업이 특수성 경제여건 업종 상황 등을 반영해 탄력적으로 수립 공시
------	--

이사회 역할	<ul style="list-style-type: none"> • 이사회가 실질적인 기업 경영 관리의 최고 결정 기관으로서 책임 있는 역할을 할 수 있도록 가이드라인에 명시
기재내용	<ul style="list-style-type: none"> • 현황진단 → 목표설정 → 계획수립 → 이행평가, 소통 <ul style="list-style-type: none"> ① (현황진단) 기업의 자본비용, 자본수익성, 지배구조 등을 다각적으로 파악하여 기업가치가 적절한 수준인지 기업 스스로 평가 ② (목표설정) 현황진단에 기반하여 자본효율성 등을 개선하기 위한 중장기(3년 이상) 목표수준, 도달시점 등 설정 ③ (계획수립) 목표 달성을 위한 구체적 경영전략, 방안 및 추진일정을 수립하고, 목표-계획 간 연계성을 설명 ④ (이행평가, 소통) 계획 이행, 목표 달성 여부에 대한 평가와 함께, 주주, 외부투자자와의 소통* 및 피드백 결과도 함께 공개 <ul style="list-style-type: none"> * 기관투자자뿐만 아니라 일반투자자를 대상으로 한 양방향 소통강화 등을 포함 - 매년 전년도 평가를 바탕으로 목표를 재설정하고 계획 수정
공시 방법	<ul style="list-style-type: none"> • 연 1회 상장기업 홈페이지 및 거래소를 통해 자율 공시 <ul style="list-style-type: none"> - 연 1회가 기본이며, 2년차부터는 전년도 계획, 이행 평가를 포함 (계획 등 변경 시 연중에도 추가 수시 공시) - 해외 투자자에게도 널리 알리기 위한 영문 공시도 적극 권고 - 기업지배구조보고서를 공시하는 경우*, 기업가치 제고 계획 공시 여부 및 투자자 소통 노력을 추가 기재** * '24년 자산 5천억원 이상 코스피 상장사('22년 末 488사) → '26년 코스피 상장사 전체 ** 공시내역을 확인할 수 있는 URL과 함께 주요 공시내용 등을 요약 기재

② 세제지원 등 인센티브 제공

[인센티브] 세제지원, 우수기업 표창, IR 등 인센티브 적극 부여

세제지원	<ul style="list-style-type: none"> • 기업가치를 제고하고 기업이익의 주주환원을 유도하기 위해 다양한 세제지원 방안 마련
표창	<ul style="list-style-type: none"> • 목표설정의 적절성, 계획수립의 충실도, 이행 및 주주와의 소통 노력 등을 종합 평가하여 매년 5월 “기업 밸류업 표창” • 표창이 실질적 유인으로 작용할 수 있도록 모범 납세자 선정 우대 등 세정지원* • 코리아 밸류업 지수 편입 우대 등 혜택 제공 *5종 세정지원: 모범 납세자 선정 우대, R&D세액 공제 사전심사 우대, 법인세 공제·감면 컨설팅 우대, 부가 법인세 경정청구 우대, 기업승계 컨설팅 • 수상 기업은 거래소 홈페이지 증권사 MTS 등을 통해 홍보하고, 거래소 공동IR* 개최 시 우선 참여 기회 제공 *희망기업 대상으로 투자자에 대한 기업 홍보기회 제공
평가 우대	<ul style="list-style-type: none"> • 적극 참여 기업에 대해 거래소 공시 우수법인* 선정 및 코스닥대상 시상 기업 선정 시 가점 부여 *상장수수료 면제, 불성실 공시법인 지정 유예 등 혜택 제공

[안내 · 분석] 공시여부를 투자자에 안내하고, 매년 5월 백서 발간

공시현황	<ul style="list-style-type: none"> 기업가치 제고계획 공시 현황 및 영문 공시 여부를 점검하여 거래소 홈페이지에 일목요연하게 안내
백서발간	<ul style="list-style-type: none"> 매년 5월 밸류업 지원방안 참여, 이행 현황을 종합 점검하고, 실제 투자지표 개선으로 이어졌는지 분석('25~, 거래소) <ul style="list-style-type: none"> - 밸류업 경영이 시장 전반으로 확산될 수 있도록 우수기업 선정사유, 우수 공시, 이행 사례 등을 전파, 확산

2) 기업가치 우수기업에 대한 시장 평가 및 투자 유도 지수·ETF 개발

① 코리아 밸류업 지수·ETF 개발

투자자들이 활용할 수 있는 '코리아 밸류업 지수, ETF' 개발

목표	<ul style="list-style-type: none"> 지속적 수익 창출 및 주주 환원을 통한 기업가치 성장이 예상되는 상장기업으로 구성된 지수 개발 "코리아 밸류업 지수"
특징	<ul style="list-style-type: none"> 주요 투자지표 등을 종합 고려해 종목 구성 (* PBR, PER, ROE, 배당성향, 배당 수익률, 현금흐름 등) <ul style="list-style-type: none"> - 기업가치 우수 기업을 중심으로 하되, 계량, 비계량 항목에 대한 종합평가를 통해 기업가치 제고가 기대되는 기업*도 편입 *(예) 기업 밸류업 표창 기업 등
활용	<ul style="list-style-type: none"> ETF, 펀드 등 금융상품 출시에 활용할 수 있으며, 연기금 등 기관투자자도 벤치마크 지표로 참고 활용할 것으로 기대
계획	<ul style="list-style-type: none"> 자산운용사, 기관투자자, 전문가 등의 의견수렴을 거쳐, 시뮬레이션을 토대로 지수 개발('24년 3분기), ETF출시('24년 4분기)

② 스투어드십코드 반영

연기금 등이 기업가치 제고 노력을 고려하여 투자판단 하도록 지침화

내용	<ul style="list-style-type: none"> 연기금 등 기관투자자가 기업가치 제고 노력을 투자판단에 활용하도록 스투어드십 코드에 반영 *기관투자자는 투자대상회사가 기업가치 제고 계획을 수립, 시행하고, 시장과 소통하는지 점검할 필요가 있음을 가이드라인에 명시
스튜어드십 코드	<ul style="list-style-type: none"> 기관투자자가 타인의 자산을 관리하는 수탁자로서의 책임을 다하기 위해 이행해야 할 행동지침(우리나라는 '16년 12월 민간 자율규범으로 도입, 총 7개 원칙) [관련원칙-3] 기관투자자는 투자대상회사의 중장기적인 가치를 제고하여 투자자산의 가치를 보존하고 높일 수 있도록 투자대상회사를 주기적으로 점검해야 한다

③ 주요 투자지표 비교공표

각 기업의 주요 투자지표를 비교제공해 투자자의 투자판단 지원

대상	<ul style="list-style-type: none"> 코스피 코스닥 상장기업 전체
공표 내용	<ul style="list-style-type: none"> 거래소 홈페이지에 투자판단에 널리 활용되고, 공시내용을 토대로 산출 가능한 주요 투자지표 비교 제공 - 분기별로 PBR PER ROE를 공표하고 연간 배당성향, 배당수익률은 연 1회 공표 *선행 PBR, PER이 아닌 공시 자료를 토대로 한 현행 PBR, PER
공표 방법	<ul style="list-style-type: none"> 시장별 업종별*로 주요 투자지표별 순위 및 개별 상장기업별 현행 최근 5년간 투자지표 제공 *글로벌 산업분류기준(GICS)에 따른 분류(에너지, 자동차 및 부품, 금융서비스 등)

비교 공시할 투자 지표 설명

투자지표	계산식	산출기준	세부내용
PBR (Price Book value Ratio, 주가순자산 비율)	<ul style="list-style-type: none"> 시가총액/순자산가치 	<ul style="list-style-type: none"> 시가총액 (공표 직전일 종가 반영) 순자산 (최근 분기말 기준) 	<ul style="list-style-type: none"> 순자산(자기자본)에 대한 상대적 주가 수준 PBR 1.0배 미만인 경우 저평가 상태로 인식
PER (Price Earnings Ratio, 주가이익 비율)	<ul style="list-style-type: none"> 시가총액/순이익 	<ul style="list-style-type: none"> 시가총액 (공표 직전일 종가 반영) 순이익 (최근 4개 분기 합산) 	<ul style="list-style-type: none"> 순이익에 대한 상대적 주가 수준 수익성 대비 평가 판단에 참고 가능
ROE (Return on Equity, 자기자본이익률)	<ul style="list-style-type: none"> 순이익/자기자본 	<ul style="list-style-type: none"> 순이익 (최근 4개 분기 합산) 자기자본 (최근 1년 평균 기준) 	<ul style="list-style-type: none"> 자기자본을 활용해 1년간 얼마나 많은 순이익을 창출했는지 평가 대표적인 수익성 지표로 경영효율성을 가늠할 수 있는 지표
배당성향 (Dividend Payout Ratio)	<ul style="list-style-type: none"> 배당금/순이익 	<ul style="list-style-type: none"> 배당금 (최근 사업연도 기준) 순이익 (최근 사업연도 기준) 	<ul style="list-style-type: none"> 당기 순이익에 대한 현금 배당금의 비율로 주주환원 관련 참고 지표 배당성향 높을수록 회사가 벌어들인 이익을 주주에게 많이 환원한다는 의미
배당수익률 (Dividend Yield)	<ul style="list-style-type: none"> 배당금/시가총액 	<ul style="list-style-type: none"> 배당금 (최근 사업연도 기준) 시가총액 (공표 직전일 종가 반영) 	<ul style="list-style-type: none"> 기업 주가로 매입하여 1년간 보유할 경우의 배당수익이 가능되는 지표

3) 밸류업 지원체계 구축

① 전담 추진체계 마련

상장기업, 시장, 전문가가 함께하는 기업 밸류업 전담 추진체계 마련

<p>전담부서</p>	<ul style="list-style-type: none"> 기업밸류업 지원방안을 중장기 과제로 지속 추진하기 위해 거래소 내 전담부서 (1부 2팀) 신설('24년 2월) - 기업가치 제고계획 모니터링 및 평가 분석 업무, 자문단 지원, 인센티브 지원 사업* 운영 등 총괄 *조기 정착을 위해 시장 대표기업 등 타겟 기업을 대상으로 초기 집중지원
<p>자문단</p>	<ul style="list-style-type: none"> 다양한 시장참여자의 소통을 통해 기업밸류업 지원 방안이 평가, 개선될 수 있도록 밸류업 자문단 구성('24년 3월) - (구성) 상장기업(IR 담당자), 전문가(애널리스트, 연구원, 학계), 국내외 투자자 (국내외 IB운용사, 핀플루언서), 유관기관(상장협회, 코스닥협회) 등 - (기능) 기업가치 제고 계획 가이드라인 보완, 업데이트, 밸류업 정기 평가보고서* 검수(우수사례 검토) * 직전연도 1년간 상장법인이 공시한 기업가치 제고계획 분석, 평가 • 시장반응 수렴
<p>통합 홈페이지</p>	<ul style="list-style-type: none"> 기업가치 제고 계획 공시현황 등 각종 정보를 쉽게 조회할 수 있도록 통합 홈페이지 구축 - (방안) 거래소 전자공시시스템(KIND)에 탭 신설 * 접근성 제고를 위해 금감원 공시시스템(DART), 유관기관 홈페이지 등에 링크 게시 - (기능) 연도별 기업가치 제고 계획, 투자지표, 우수사례 집적 등 아카이브 기능과 기업별 공개여부, 우수법인 공표

② 상장기업 공시 지원

공시 교육, 1:1 컨설팅 및 번역지원 등을 통한 상장기업의 밸류업 지원

<p>공시 교육</p>	<ul style="list-style-type: none"> 상장기업 공시 담당 임직원에 대한 공시교육을 통해 밸류업 지원방안의 취지와 계획 수립방법에 대한 이해를 제고 - 전체 상장기업 대상 공시 의무교육* 프로그램 內 밸류업 관련 내용을 신설하여 국내외 우수사례 등을 전파('24년 6월) *공시 담당 임원은 매 2년마다 4시간 이상, 담당 직원은 매년 8시간 이상 필수 이수
<p>컨설팅, 번역 지원</p>	<ul style="list-style-type: none"> 중소규모 상장기업* 대상 기업가치 제고계획 수립 관련 1:1 맞춤형 컨설팅 및 영문번역 지원('24년 6월) * (예) 시총 1천억원 미만('23년 말 기준 코스피 상장사의 24%, 코스닥 상장사의 48%) - (컨설팅) 업종 특징을 반영한 분석대상 지표 선정방법, 기업 공시사례에 대한 자문단 피드백 안내 등 - (영문번역) 글로벌 투자자와의 소통을 확대하고자 하나 영문 공시 역량이 부족한 기업 대상 영문번역 지원

③ IR 지원 및 소통 강화

기업의 노력을 알리고 투자자 의견을 듣기 위한 상장기업 공동 IR 등 확대

내용	<ul style="list-style-type: none"> 상장기업들의 애로사항을 청취하고, 자본시장 선진화 노력에 적극 동참할 수 있도록 상장기업 간담회 지속 개최
----	---

4) 5월 27일 최종 가이드라인 확정

기존 내용에 “투자를 통한 가치제고” 방식을 주요 재무지표에 포함하였으며 기업들의 특성, 성장 단계에 따라 다양한 계획을 제시할 수 있음을 명시. 준비된 사업부터 자율 공시를 시작할 예정이며 9월에는 밸류업 지수 발표, 12월에는 지수 연계 ETF 등 금융상품 출시를 추진 계획.

5) 한국의 기업가치 제고 계획 가이드라인(금융위원회)

'24년 5월 금융위원회는 일본의 사례를 참조하되, 한국 시장의 특성을 반영한 「기업가치 제고 계획 가이드라인 및 해설서」를 발표하고 공시원칙과 내용·방법 등을 안내. 기업가치 제고 계획의 작성내용은 기업 자율에 따르는 것이 원칙이며, 가이드라인은 작성 예시로 기업개요 - 현황진단 - 목표설정 - 계획수립 - 이행평가 - 소통의 목차 구성을 제시함.

① 기업 개요

업종, 주요 제품·서비스, 연혁, 재무정보 등 기본정보 기재. 사업보고서 등을 통해 이미 공개된 정보라 하더라도 기업가치 제고 계획 보고서의 완결성을 위해 기재 권고.

1) 기업명 :
2) 상장시장 :
3) 기업개요

대표이사		최대주주(지분율)	
업종		주요 제품·서비스	
주요 연혁			

4) 최근 재무현황 요약 (연결기준, 단위 : 백만원)

구분	FY20XX	FY20XX	FY20XX
매출액			
영업이익			
당기순이익			
자산총액			
부채총액			
자본총액			

자료: 금융위원회

② 현황진단

사업현황 진단

사업모델·시장환경·기업 경쟁력 등 사업의 현황을 다각적으로 진단함. 경영상 비밀 등의 사유로 구체적 내용 기재가 어려운 경우, 대략적인 정보 서술.

구분	주요 고려사항 예시
사업모델	<ul style="list-style-type: none"> 주요 사업부문의 구분 주요 제품·서비스 종류 및 특징 사업부문별 매출·이익 추이, 전체 대비 비중 등
시장환경	<ul style="list-style-type: none"> 시장 특성 및 규모 경쟁 환경 기업의 점유율 및 시장 내 위상 등
경쟁우위요소	<ul style="list-style-type: none"> 인적·물적자원, 기술력 등 경쟁우위 요소
리스크요인	<ul style="list-style-type: none"> 거시경제, 산업, 개별기업 측면의 다양한 주요 리스크요인 등

자료: 금융위원회



자료: 금융위원회

지표선정

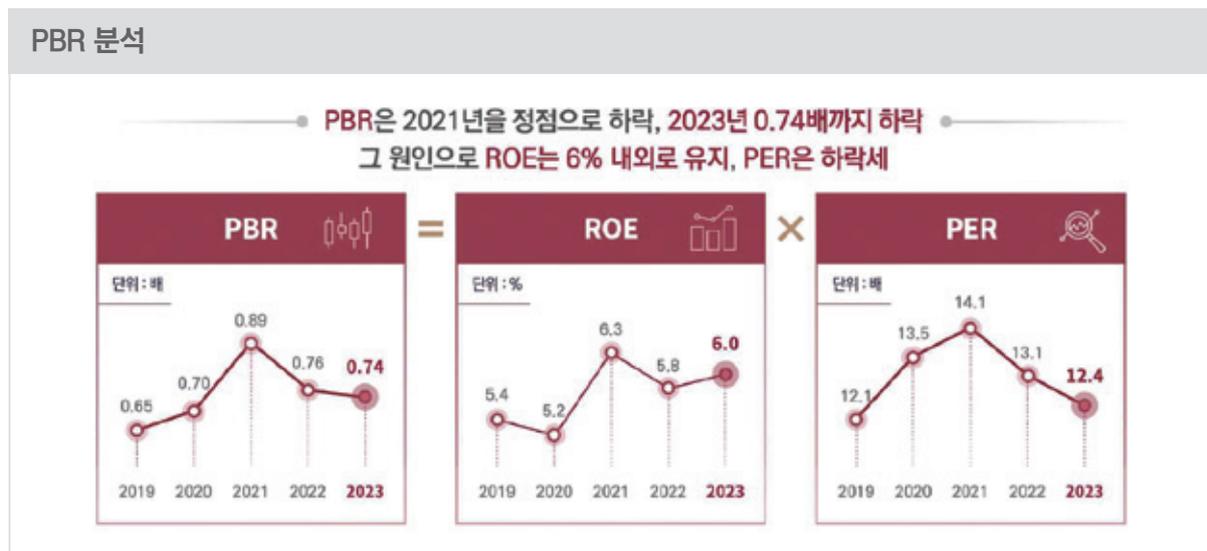
중장기 기업가치 제고 목적에 부합하는 주요 재무·비재무지표를 선정하고 선정 근거를 함께 기재. 선정대상 지표로는 다음의 예시가 있으나 반드시 이에 한정되는 것은 아님.

구분		예시
재무지표	시장평가	• PBR, PER 등
	자본효율성	• 자본수익성 : ROE, ROIC 등 • 자본비용 : COE, WACC 등
	주주환원	• 총주주수익률, 주주환원율 등 • 배당 : 배당금액, 배당성향, 배당수익률 등 • 자사주 : 자사주 보유분, 취득·소각내역
	성장성	• 매출액증가율, 영업이익증가율, 자산증가율 등
	기타	• FCF, 영업/비영업자산비율, 부채비율 등
비재무지표	지배구조	• 주주제안 프로세스 구축, 내부거래 통제 장치, 이사회 의 전문성·다양성 확보, 내부감사기구 업무 지원체계 구축 등
	기타	• 탄소배출량 감소 노력, 사회적 책임 관련 내용 등

자료: 금융위원회, 삼일PwC경영연구원

지표분석

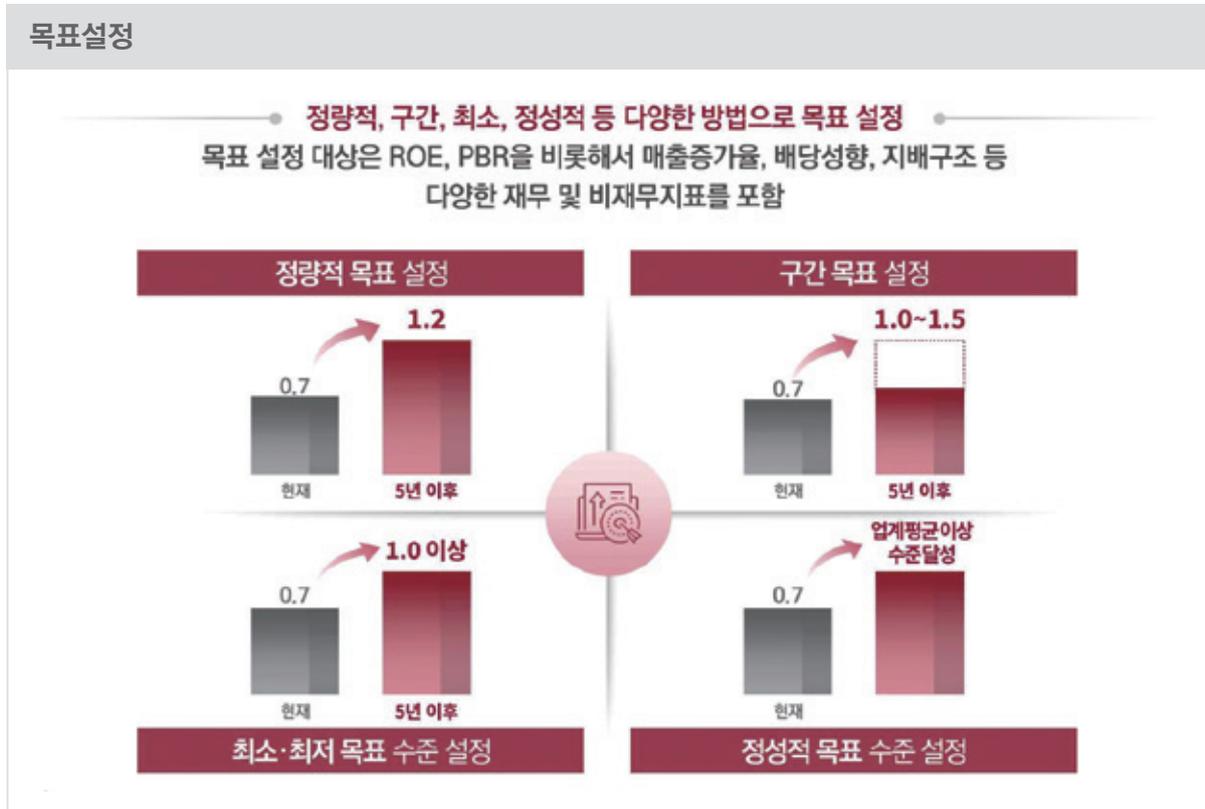
선정한 지표에 대한 분석 수행. 단순 수치 정보 뿐 아니라 시계열분석·요소별 분석·부문별 비교·경쟁사 비교 등 다각도의 분석 정보 제공.



자료: 금융위원회

③ 목표설정

현황진단에 기반하여 달성하고자 하는 목표를 기재함. 단기적·일시적 개선보다는 향후 3~5년을 포괄하는 중장기적 목표 설정 권고. 계량화 된 목표와 정성적인 목표 모두 제시 가능하며 급격한 환경변화에 따른 목표 수정·보완도 가능(정정공시).



자료: 금융위원회

④ 계획수립

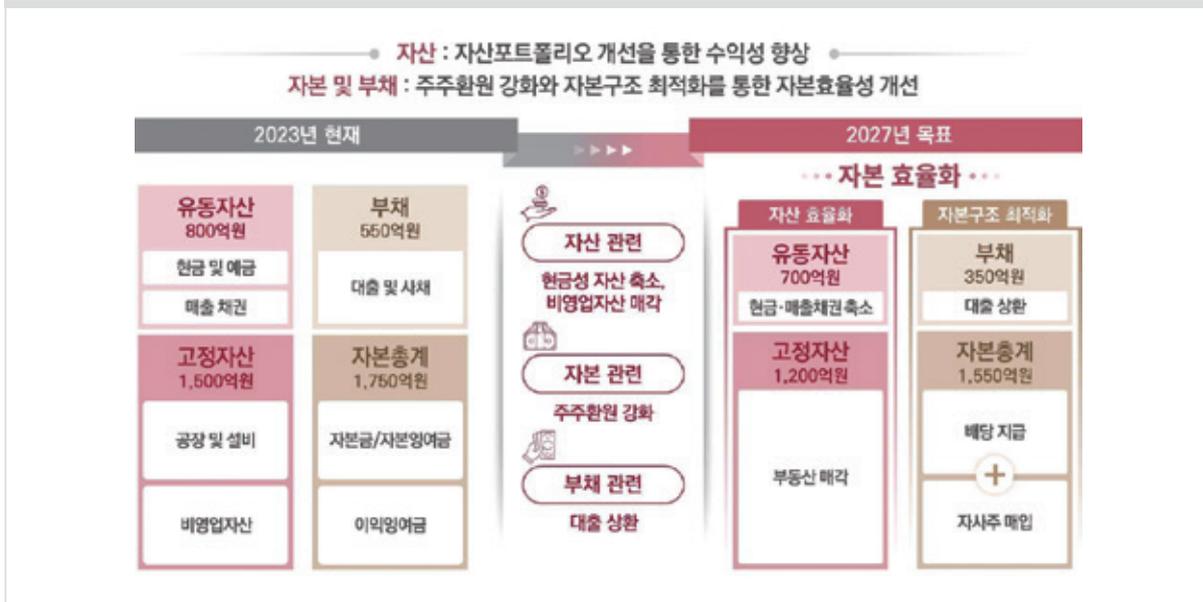
투자 등 사업계획·재무중심 계획

목표의 효율적 달성을 위한 사업 포트폴리오 재편, 자사주 소각·배당, 자산매각·투자 등 사업전략적·재무적 계획을 수립함. 단, 경영상 비밀 등을 고려하여 공시 수준은 조절 가능. 계획 수립 과정에서 앞서 진단한 사업현황을 연계함으로써 계획의 일관성과 합리성을 제고할 수 있음. 대규모 지출이 필요한 경우 자금조달 방안 등 근거를 제시하고, 계획의 진행상황을 검토할 수 있도록 단계별 이행계획 수립 권고. 기업 자본구조의 효율화·최적화 계획을 전반적으로 보여줄 수 있도록 현재 및 목표 재무상태표를 제시하는 방안도 고려.

신성장사업에의 투자



대차대조표 개선



자료: 금융위원회

임직원 보상과 연계

기업가치 목표 달성 과정에서 임직원의 적극적인 참여를 유도할 수 있도록 기업가치 제고 계획을 보상체계와 연계하는 방안을 고려할 수 있음.

⑤ 이행평가

연 1회 등 주기적 공시를 진행하면서 이전에 수립한 계획의 달성 정도를 검토·기재함. 기업이 수행한 노력을 설명하고 달성 정도에 대한 분석 결과(원인·보완점 등)를 새로운 기업가치 제고 계획에 반영.

2024년 실적평가와 2025년 계획					
<ul style="list-style-type: none"> • 매출액과 영업이익은 내수 감소로 계획에 미달, 주주환원율과 자기자본비율은 달성 • 다만, '24년 실적은 '23년도 영업이익 95억원, ROE 6.5%보다 개선 → 내수시장의 위축에도 불구하고 매출액 성장을 위해 신설한 프리미엄 상품 라인업이 효과를 거둠 • 2025년도 목표인 8% 이상의 ROE와 1배 이상의 PBR로 진행 중 					
구분	'24년 실적(A)	'24년 계획(B)	차이	달성률(A)/(B)	단위 : 억원 '25년 계획
매출액	3,856	4,300	-444	89.7%	4,500
영업이익	103	125	-12	90.4%	145
영업이익률	2.9%	2.9%	0.02%	-	3.2%
ROE	7.2%	8% 이상	-	미달	8% 이상
주주환원율	0.35	0.35 이상	-	달성	0.40 이상
PBR	0.76배	1배 이상	-	미달	1배 이상
자기자본비율	67%	66% 이상	-	달성	70% 이상

자료: 금융위원회

⑥ 소통

주주 및 시장참여자의 투자판단을 돕기 위해 기업의 소통현황·계획·결과를 제시함. CEO·CFO 등 주요 경영진이 소통에 참여함으로써 소통의 신뢰도를 높일 수 있음. 단순히 소통횟수 등 정량적 지표 뿐 아니라 효과적인 소통방안(국외 투자자를 위한 영문공시·소통채널 다각화 등)과 같은 정성적 측면도 함께 고려. 실제 소통 내역이 결과적으로 기업 경영에 반영된 사례가 있다면 이를 소개.

Appendix 2 일본 Case Study

1) 일본의 기업가치 제고 노력

일본거래소그룹(JPX)은 '22년 4월 기존의 5개 시장을 Prime·Standard·Growth의 3개 시장으로 통합 개편하였으며, '23년 3월 상장법인을 대상으로 다음과 같이 기업가치를 제고하기 위한 협조를 요청함.

구분	주요내용
자본효율성·주가를 고려한 경영	프라임·스탠더드 상장법인의 자본효율성 등을 매년 점검하고 미흡한 점을 개선하기 위한 계획과 진행상황을 공시
기업지배구조의 질 향상	Comply or Explain 제도 이행이 미흡한 상장법인에 대한 개별 지도
주주와의 대화 강화	투자자와의 의사소통 강화 특히, 프라임 상장법인은 의사소통 내용 공시
영문공시 확대	국외 투자자를 유치할 수 있도록 영문공시 확대 특히, 프라임 상장법인은 '25년 3월 이후 영문공시 의무화

자료: 금융위원회, 삼일PwC경영연구원

구체적으로는, 자본효율성과 수익성을 분석·평가하는 '현황분석 단계' → 개선목표와 계획을 수립하고 이해하기 쉽게 공시하는 '계획책정·공시 단계' → 공시내역에 기반하여 투자자와 소통하는 '계획실행 단계'를 순차적으로 이행할 것을 권고함. 공시를 위한 별도의 양식과 구체적인 기한은 정하지 아니하고, 경영전략·재무실적 발표자료 등에 포함하여 기업이 자율적으로 공표 및 연 1회 이상 업데이트하도록 안내하였으며, 미공시에 따른 상장폐지 등 불이익은 제공하지 아니함.

'24년 1월 JPX 프라임 150 지수를 추종하는 ETF를 상장하고 기관투자자 참여를 유도하는 등 기업가치 제고 활동을 지속적으로 장려하고 있음.

구분	주요내용	비고
JPX 프라임 150 지수	프라임 상장법인 중 자본효율성(ROE)과 지속가능성(PBR, 시가총액)이 높은 150개 기업을 선정하여 구성	'23년 7월 출시
ifree JPX 프라임 150 ETF	'24년 1월말 기준 총관리자산(AUM) 약 961억원 규모	'24년 1월 상장

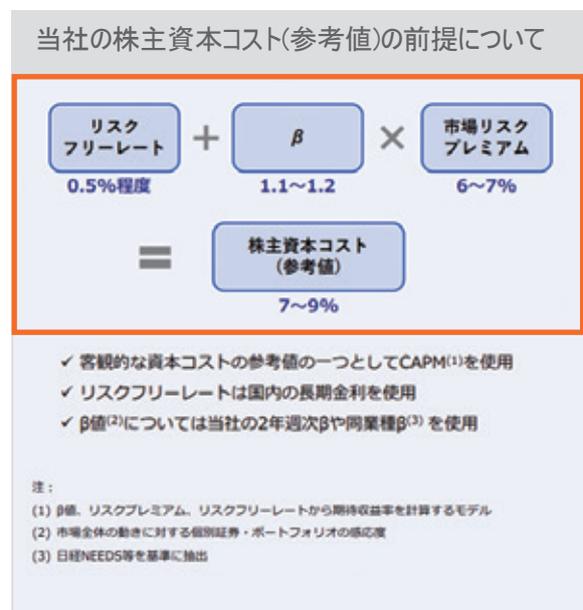
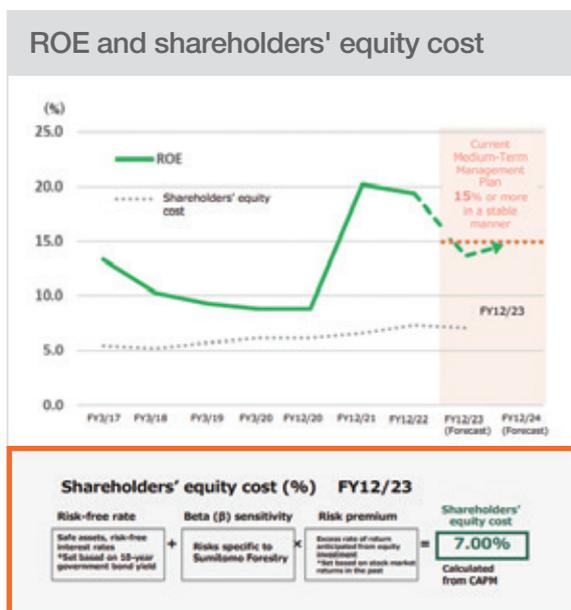
자료: 금융위원회, 삼일PwC경영연구원

2) 항목별 공시사례

① 현황진단

투자자 관점에서의 자본비용 정보 제공

기업들은 자체적으로 인식하고 있는 자본비용 수준과 이를 산정한 모델 정보를 제공함. 자본비용은 대부분의 경우 CAPM(Capital Asset Pricing Model, 자본자산가격결정모형)을 통해 산출하였으며, 동 모델의 투입변수(무위험수익률·베타·시장위험프리미엄) 정보도 함께 공시함. 투입변수 정보의 경우, 간략한 정의만 기재하는 Case와 구체적인 수치정보까지 제공하는 Case가 있음. 한편, 기업에 대한 시장의 기대치를 파악하기 위해 애널리스트와 기관투자자를 대상으로 자본비용 수준을 조사하고 그 결과를 공시하는 기업도 일부 존재함.



자료: Sumitomo Forestry Co.,Ltd., Techno Smart Corp.

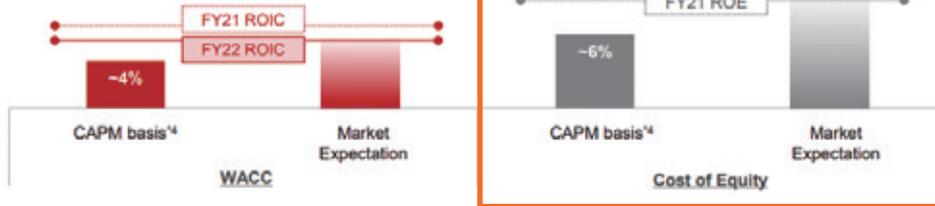
측정된 자본비용에 대해서는, 현재의 자본효율성을 직관적으로 판단할 수 있도록 수익성지표(ROIC, ROE 등)와의 비교를 수행함.

Return on capital, cost of capital and Our Strategy

Return on Capital

	FY21	FY22	FY23 Forecast	FY25 Target ¹	FY30 Target ¹
ROIC ²	6.8%	5.9%	4.6%	5.0%	7.0%
ROE ³	9.2%	14.2%	7.4%	8.0%	10.0%

Cost of Capital



자료: Idemitsu Kosan Co.,Ltd.

투자자 관점에서의 다각적인 지표 분석·평가

자본비용 외에도 투자자의 의사결정에 도움을 줄 수 있는 지표들에 대한 다양한 분석을 수행함. 분석대상 지표는 PER·PBR·ROE 등이 대표적이나, 반드시 이에 한정되는 것은 아니며 자산회전율·총주주이익률(TSR)·주당이익(EPS) 등 기업 판단 하에 다양하게 선정됨. 분석방식 또한 기간별·요소별·사업부문별 정보 등 다각적으로 이루어지며, 수치 결과값 또는 변동폭에 대한 배경설명을 간략히 기재함. 일부 기업은 동종 업계 내 경쟁사들의 지표 정보를 함께 제공하여 업계 현황과 자사의 위치를 직관적으로 파악할 수 있도록 하였음. 각각의 지표 분석정보는 가시성 있는 그래프 형태로 나타내는 것이 일반적임.

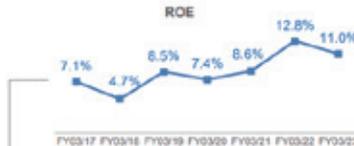
Current Status: Share Price and the Market's Valuation of the company

- Share prices steadily increased, reflecting earnings growth and a substantial improvement in shareholder returns.
- PBR was below 1x, but rose mainly on the back of an increase in ROE (0.90x as of May 31, 2023*).
- PER largely remained unchanged at a low level, suggesting that investors have low expectations for our future profit growth.



*Recorded allowance for doubtful accounts at the Europe business in FY03/18
*All figures are as of the end of the fiscal year

*Obtained by dividing the closing price on May 31, 2023 by BPS at the end of FY03/23



*As of March 31, 2023

WACC by Segment
(Current Status)

Consolidated 5-6%

Building Service & Industrial (growth business) 4.5-5.0%

Energy (turning into a growth business) 4.5-5.0%

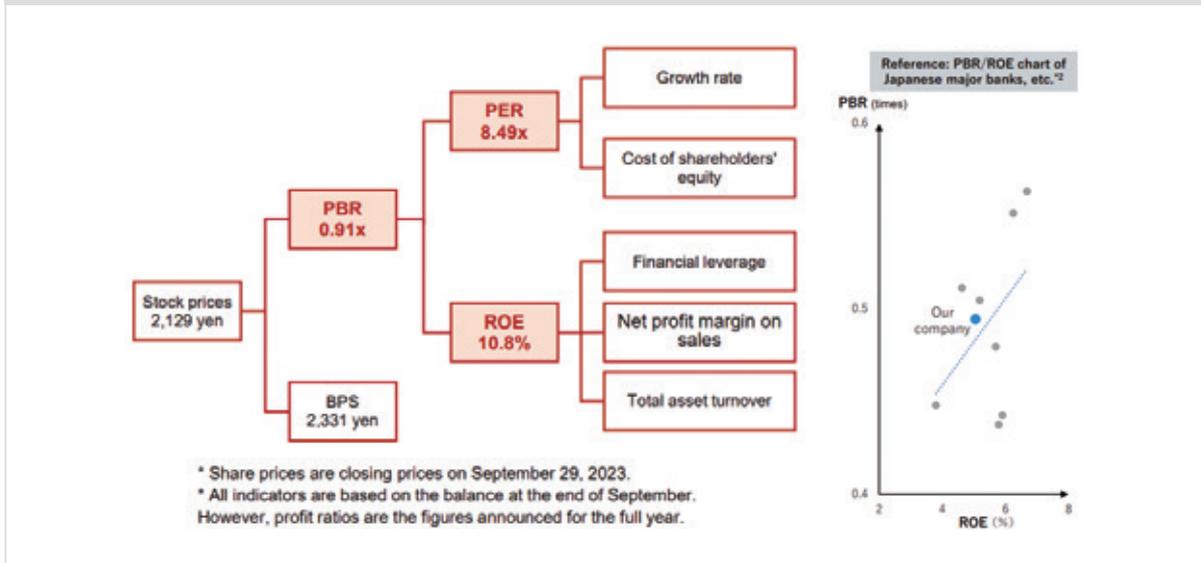
Infrastructure (core business) 4.0-4.5%

Environmental Solutions (core business) 4.7-5.2%

Precision Machinery (growth business) 7.0-8.0%

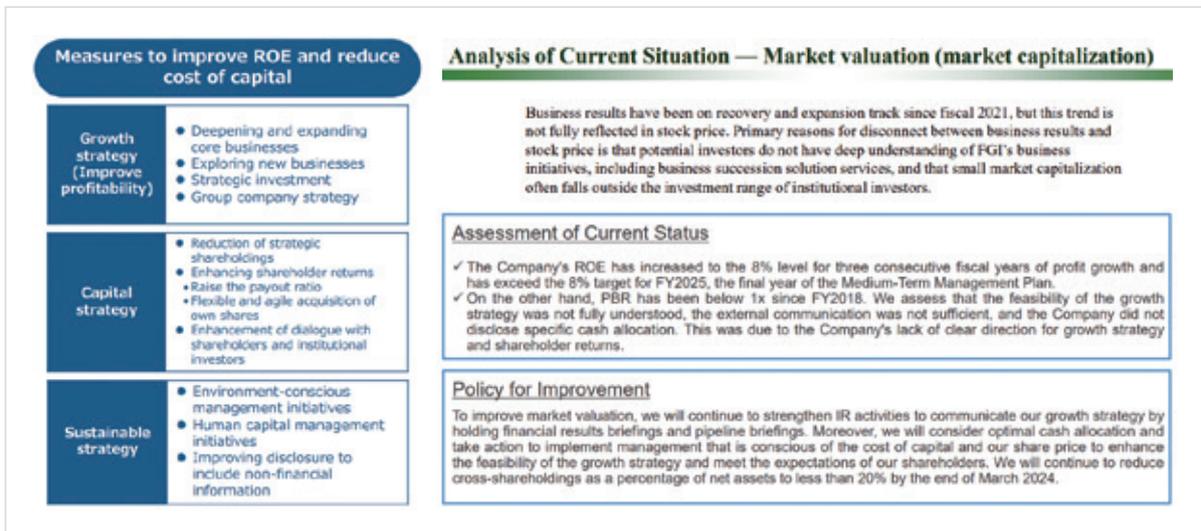
자료: Inabata & Co.,Ltd., EBARA CORPORATION

PBR factor decomposition



자료: SWCC Corporation, Concordia Financial Group, Ltd.

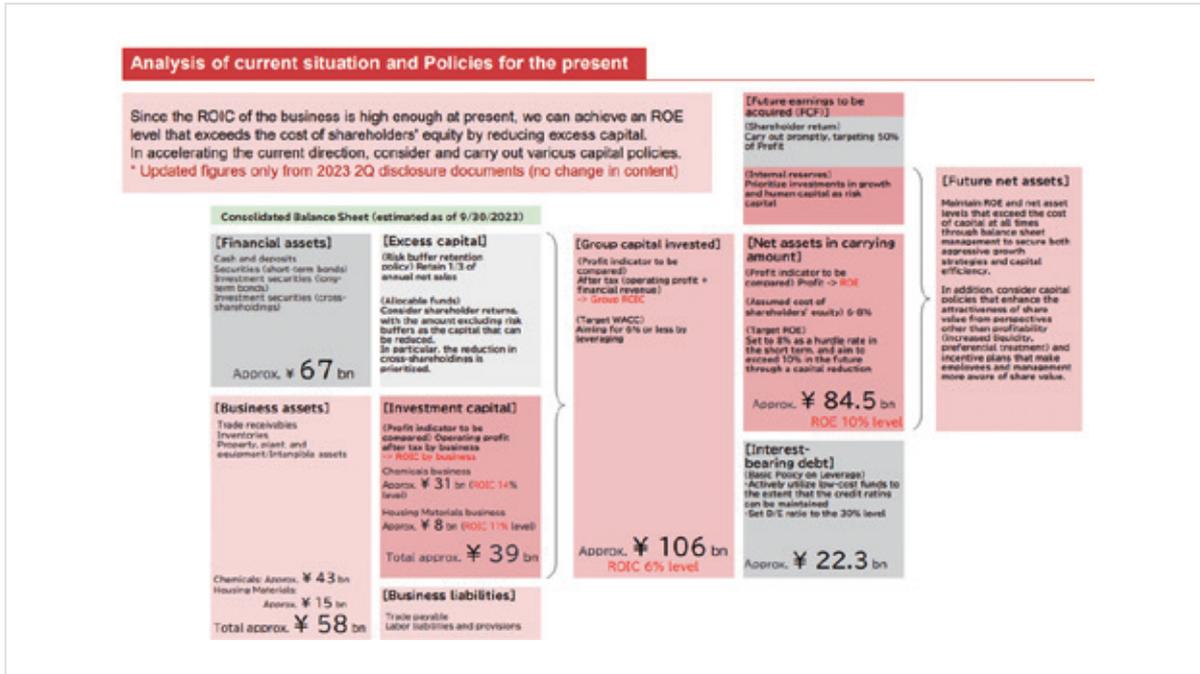
이러한 지표 별 분석을 통해 기업의 현황을 자체적으로 평가하고 개선방안을 제시함. 개선방안의 예로는 핵심사업 집중을 위한 사업재편·IR 강화·지속가능경영의 확대 등이 있으며, 구체적 설명보다는 포괄적으로 기재하는 경향이 나타남.



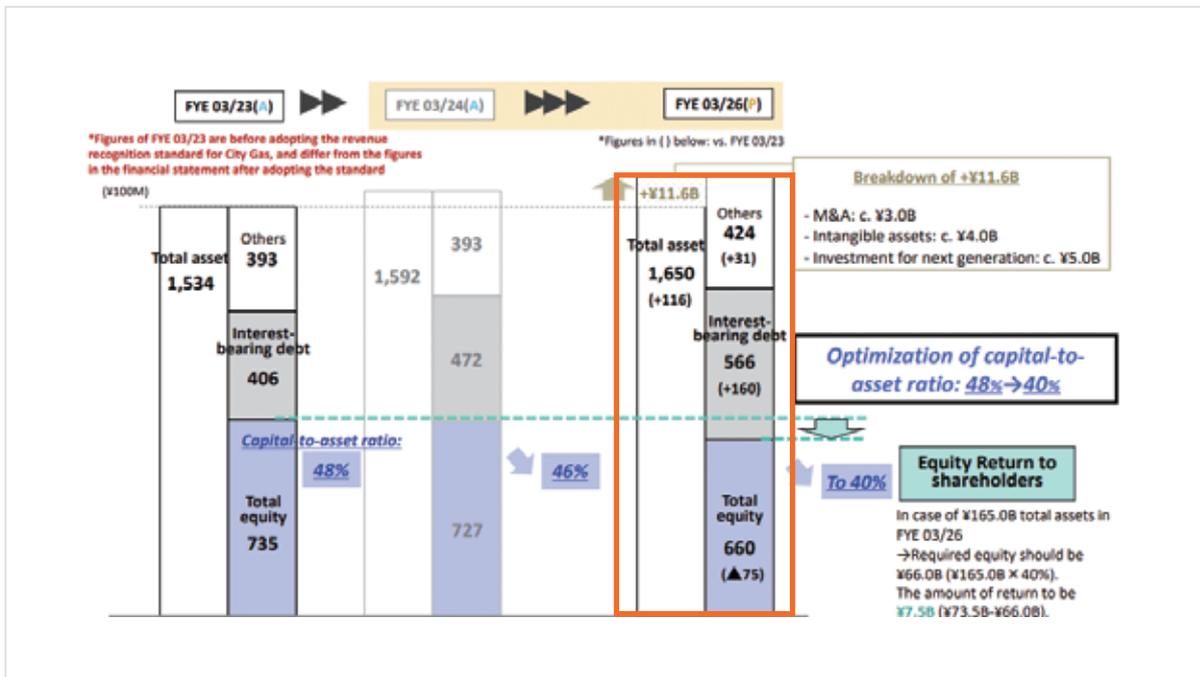
자료: The Yamanashi Chuo Bank, Ltd., FinTech Global Incorporated, ASKA Pharmaceutical Holdings Co., Ltd.

재무제표 점검

궁극적으로는 재무제표 분석에 기반하여 자본효율성 개선 등의 목표를 수립함. 현재의 재무제표와 목표 자본구조를 반영하여 중장기 목표 재무제표를 설정하고 이를 달성하기 위한 M&A·신규 투자 등 자본배분전략을 제시함. 목표 재무제표는 이해하기 쉽게 시각화 하여 제공함.



자료: SHIKOKU KASEI HOLDINGS CORPORATION



자료: NIPPON GAS CO.,LTD.

② 계획수립 및 공시

자원(자산 또는 현금)배분 계획

기업가치를 제고하기 위한 방안으로서 수익성을 고려한 사업운영 계획을 수립함. 각 사업부문별 매출과 이익률, 성장가능성 등을 비교하여 집중해야 할 부문(투자 확대 대상)과 축소해야 할 부문(구조조정 대상)을 파악하고, 사업 포트폴리오를 최적화하기 위한 중장기 투자 및 M&A 등 사업재편 계획을 제시함.

Optimizing business portfolio

We will accelerate cost pass-through efforts and the restructuring of unprofitable operations mainly in the domestic packaging business and achieve business expansion in growth areas, in order to meet FY2027 operating income target.

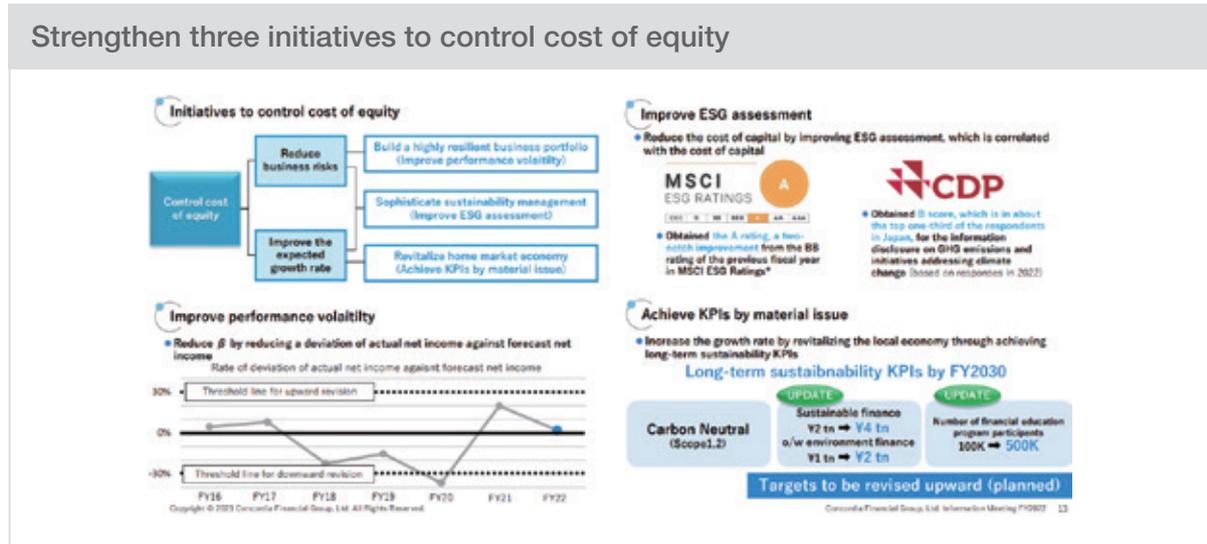
(in billions of yen)	FY2022 results	FY2023–FY2025	FY2026–FY2027	FY2027 targets
Packaging	Net sales: 544.4 Operating income: -10.7 Operating income margin: -2.0%	Cost pass-through efforts (30 to 35 billion yen) Restructure unprofitable operations.		Net sales: 600.0 Operating income: (+40.7) Operating income margin: 5.0%
Restructuring		Reduce environmental impact. / Promote automation, labor saving and other cost cutting efforts.		
Engineering/ Filling/Logistics	Net sales: 198.3 Op. income: 8.7 Op. margin: 4.4%	Restructure unprofitable operations.		Net sales: 190.0 Op. income: 13.0 (+4.3) Op. margin: 6.8%
Growth (and restructuring)		Improve profitability by tapping into the growing global market for can making machines. (Engineering) / Increase production capacity in Asian markets with high growth potential. (Filling)		
Steel Plate	Net sales: 86.5 Op. income: 4.6 Op. margin: 5.4%		Invest in production of materials and components for automotive rechargeable batteries, which are rapidly growing.	Net sales: 110.0 Op. income: 7.0 (+2.4) Op. margin: 6.4%
Growth				
Functional Materials	Net sales: 45.7 Op. income: 2.0 Op. margin: 4.4%		Pursue growth through the expansion of business areas by leveraging our technologies in optical and other functional films.	Net sales: 60.0 Op. income: 6.0 (+4.0) Op. margin: 10.0%
Growth				
Cross-segment growth areas			Continue to expand components and engineering operations in the mobility market.	Net sales: 80.0
Growth			Expand filling and packaging manufacturing operations through M&As in growing overseas markets, particularly in South East Asia.	Op. income: 6.0 (+6.0)

자료: Toyo Seikan Group Holdings, Ltd.

또한, 사업 추진에 필요한 현금 및 현금성자산 보유량 및 현재의 현금 과부족을 고려하여 투자·배당 등 현금배분 정책을 수립함. 자산내역을 검토하여 보유 필요성이 낮다고 판단하는 자산(상호출자지분, 유휴설비 등)에 대해서는 적극적인 매도를 통해 현금을 확보하고자 함.

자본비용 절감 계획

기업가치를 제고하기 위한 자본비용 절감 방안을 제시함. 구체적 내용은 부채의 활용·실적의 변동성(불확실성) 축소·이사회 모니터링 강화·IR 확대 등 기업별로 다양하게 나타남. 또한, 기업경영에서 ESG의 영향이 확대되는 최근의 트렌드를 반영하여 탄소배출 축소 등 비재무적 지표 개선을 통한 자본비용 절감을 계획하는 Case도 확인됨.



자료: Concordia Financial Group, Ltd.

기업가치 연계 보상체계

중장기적으로 기업가치 제고를 장려하기 위해 임직원 보상체계를 기업가치와 연계하고 그 내역을 공시함. 임직원에게 스톡옵션 또는 이익성장과 연계한 양도제한조건부주식을 부여하거나, 경영진 보상총액에서 주식보상의 비율을 확대한 Case가 있음. 단기적인 재무성과 뿐 아니라 중장기적인 Vision 실현과 기업가치 제고에 방점을 두어 ESG와 같은 지속가능성 지표를 경영진 보상체계에 반영하기도 함.

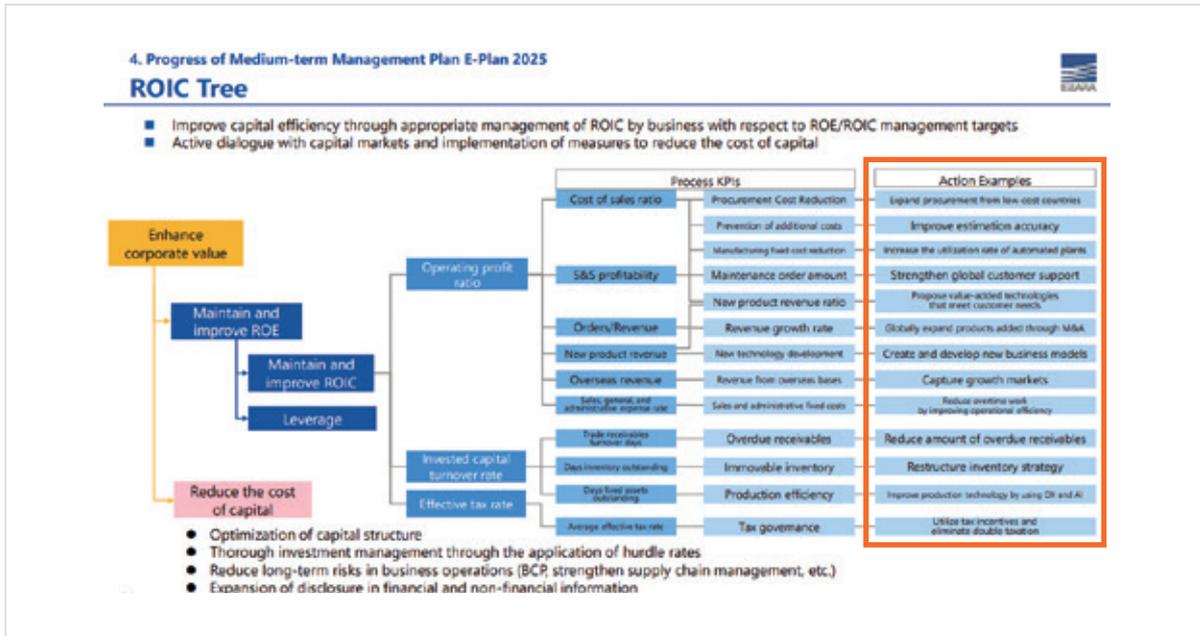
RAKSUL		Incentive Design for CEO			
Name	Format	Number of Shares (Dilution % ⁽¹⁾)	Conditions of Exercise, etc.	PL/BS Impact ⁽²⁾	
Monetary Compensation	Monetary Compensation	-	-	Executive compensation expenses	
Restricted Stock Units (RSU)	Stock-Based Compensation (Share requirement + Single year performance requirement)	Total for 10 years: Maximum 872,000 Shares (1.50%)	Removal of restrictions on the transfer of 87,200 shares each after the end of each fiscal year, provided that the following two conditions are met (if not met, the share will be forfeited for that fiscal year): - Remains as CEO until the end of each fiscal year - Consolidated gross profit growth of over 20% YoY	Expense of approx. $\yen7$ 120MM per year	
Stock Options (POU in call)	Performance Target (Lock Effect prior requirement + Performance requirement)	872,000 Shares (1.50%)	3 tranches setting share price requirement and performance requirement: 1. Share price of 8,000 yen (market capitalization of approximately 500 billion yen) + $\yen872M$ of 10 billion yen, 20% exercisable 2. Share price 12,000 yen (market cap of approx. 700 billion yen) + $\yen872M$ of 10 billion yen, 30% exercisable 3. Stock price of 17,000 yen (market capitalization of approximately 1 trillion yen) + $\yen872M$ of 10 billion yen, 47% exercisable Performance evaluation after 5 years for a period of 10 years	Expense of approx. $\yen7$ 80MM per year	
Restricted Pseudo-Share	Capital Gain	872,000 Shares (1.50%)	No dilution due to the fact that this is a secondary transaction and not an issuance of new shares. Company stocks will be purchased from the founder, Raksuine Mitsuoka, and the stock market in a negotiated transaction (the total grant of all of the funds)	-	
Total		1,744,000 Shares + 872,000 Shares (3.00%)		Expense of approx. $\yen7$ 200MM per year	

Notes: (1) Based on 58,404,000 shares (as of closing date), the total number of outstanding shares of the Company as of July 31, 2023. (2) -

자료: RAKSUL INC.

중장기 목표달성 방안

중장기 기업가치 제고 목표를 달성하기 위한 보다 세부적인 활동계획을 공시. 구체적인 예시로는 공급망 재편을 통한 원가 절감, M&A를 통한 해외시장 진출, 세제혜택 활용, 에너지효율성 개선, ROIC 등 자본효율성 지표의 경영진 KPI 반영, 주주환원(배당 또는 자사주매입·소각) 확대 등이 있으며, 실제 수행한 활동정보도 제공함.



자료: EBARA CORPORATION

필요한 경우, 기존에 설정한 자본효율성 목표를 조정하고 그 사유를 설명함.

Upward Revision of the FY25 ROE Target

- **FY25 ROE target:**

	At the medium-term plan announcement (11/2022)	Current revision
	8.0%	≥10%

- **Reason for the upward revision**

- ✓ Considering both necessity for further improvement of return on capital from existing businesses and the cost of capital expected by the market; ROE ≥ 10% must be achieved

- **Direction of efforts aimed at achieving "ROE ≥ 10%":**

- 1. Further enhance earnings and capital efficiency from existing businesses**
 - Petroleum: Increase capacity utilization at refineries, increase earnings from overseas, reduce capital investments, etc.
 - Functional materials: Leverage M&A, etc. to expand growing businesses
 - Businesses facing challenges: Achieve stable profits of NSRP and power/renewable energy segment
- 2. Implement capital/financial strategy to enhance profitability**
 - Pursue optimal financing balance, taking business risk, credit ratings, return on capital, etc.
 - Improve shareholder returns (next slide)

자료: Idemitsu Kosan Co.,Ltd.

③ 소통

경영진의 적극적인 소통

투자자와의 소통 전담조직을 운영하거나, 최고이해관계자책임자 등의 직책을 신설하고 소통 기회를 늘리려는 활동을 공시함. 국외 투자자를 고려한 영문공시는 대다수의 기업들이 도입하였으며, 이 외에도 경영진과 투자자 간 소통을 원활하게 하기 위해 주주 전용 웹사이트를 개설하거나 주식분할을 통해 기업 투자를 용이(→투자자 범위 확대)하게 하려는 활동 등이 확인됨. 소통 과정에서 수렴한 투자자 의견은 이사회에 보고되며 이에 대한 조치내역 검토도 이루어짐.

Expand the Shareholder/Investor Base and Improve Communication

- **Stock split**
 - ✓ The stock split will be implemented to increase shareholders who identify with our group's medium-to-long-term strategy by reducing the share price and making it easier to invest in our stock

Split ratio:	1 : 5	Minimum investment:	~¥70,000 ¹⁾	Record date: 12/31/2023 Effective date: 1/1/2024
--------------	-------	---------------------	------------------------	---

 - ✓ Increase from ¥24 to ¥32/share for annual dividend after the stock split and set this as the minimum (increase from ¥120 to ¥160/post-split share and set this as the minimum)
- **Increase opportunities for dialogue with the capital markets and information disclosures**
 - ✓ We were ranked the 1st of the energy sector in good disclosure company selected by the Securities Analyst Association of Japan
 - ✓ We will continue to increase the quality and quantity of disclosures



FY 2023 Good Disclosure Company



Idemitsu Connect
Shareholders' website
- **Created shareholder website "Idemitsu Connect"**
 - ✓ Created as a platform for individual shareholders to learn about and connect more with Idemitsu
 - ✓ Planning the following events :online live events featuring the president, site tours, shareholder perks lottery system, etc.

자료: Idemitsu Kosan Co.,Ltd.

소통정보 공시

투자자와의 구체적인 소통내역과 기업의 후속 조치사항을 공시함. M&A 등 투자자들의 관심이 집중된 사안, 투자자들이 자주 묻는 질문 등에 대한 정보를 별도로 취합하여 제공하기도 함.

Feedbacks to Board of Directors			Outcome of Dialogue	
	Freq.	Method	Input	Status
Comments from shareholders/Institutional investors	Twice a year	Report to Board of Directors/explanatory meeting	Summary of dialogue with shareholders after Q2/Q4 announcements of financial results, as well as input for improvement	Requests for disclosure and explanation of specific details of future growth strategies
IR reports	Timely	Report/email to Board of Directors/explanatory meeting	IR strategies, priority measures, issues and countermeasures, share price/index, etc.	Requests for strengthening shareholder returns and stock price measures
			Materiality identification Recommendations	Improvement of employee engagement disclosure; not only degree of improvement in overall score but also degree of leverage in areas of shortage

자료: SANYO SHOKAI LTD.

Appendix 3 적정(Justified) PBR 도출

Gordon Growth Model 가정

$$P_0 (\text{주가}) = \frac{D_1}{r-g}$$

$$g (\text{성장률}) = b \times ROE$$

$$b (\text{유보율}) = 1 - \frac{D_1}{E_1}$$

$$E_1 (\text{1기 EPS}) = B_0 \times ROE$$

$$ROE = \frac{E_1}{B_0}$$

D_1 은 1기 배당금, r 은 요구수익률(COE), B_0 은 현재(0기) BPS임.

$$P_0 = \frac{D_1}{r-g} = \frac{E_1(1-b)}{r-g} = \frac{B_0 \times ROE(1-b)}{r-g}$$

$$\frac{P_0}{B_0} = \frac{ROE(1-b)}{r-g} = \frac{ROE - ROE \times b}{r-g} = \frac{ROE - g}{r-g}$$

Author Contacts

김 승 철 수석연구위원

삼일PwC경영연구원

seungchurl.k.kim@pwc.com

안 정 효 책임연구원

삼일PwC경영연구원

jeonghyo.ahn@pwc.com

삼일PwC경영연구원

최 재 영 원장

jaeyoung.j.choi@pwc.com

Business Contacts

삼일PwC밸류업지원센터

이 도 신 Partner

do-shin.lee@pwc.com

전 용 욱 Partner

yong-wook.jun@pwc.com

Teruhiko Azuma Partner

sang-soo.yoo@pwc.com

윤 창 범 Partner

chang-beom.yoon@pwc.com

김 용 범 Partner

yong-bum.kim@pwc.com

Hiroki Nakao Director

sang-soo.yoo@pwc.com

채 호 형 Partner

hohyung.chae@pwc.com

허 정 Partner

heo.jung@pwc.com

유 상 수 대표

sang-soo.yoo@pwc.com

정 지 원 Partner

ji-won.jung@pwc.com

김 진 Partner

jin_4.kim@pwc.com

www.samil.com

삼일회계법인의 간행물은 일반적인 정보제공 및 지식전달을 위하여 제작된 것으로, 구체적인 회계이슈나 세무이슈 등에 대한 삼일회계법인의 의견이 아님을 유념하여 주시기 바랍니다. 본 간행물의 정보를 이용하여 문제가 발생하는 경우 삼일회계법인은 어떠한 법적 책임도 지지 아니하며, 본 간행물의 정보와 관련하여 의사결정이 필요한 경우에는, 반드시 삼일회계법인 전문가의 자문 또는 조연을 받으시기 바랍니다.

S/N: 2407W-RP-043

© 2024 Samil PwC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network and/or one or more of its member firms, each of which is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.