

신영증권 리서치센터

국부론 : 밸류업 중간평가

- 국부의 관점에서 바라본 한국 주식시장과 밸류업
- 밸류업 해외 사례와 한국형 밸류업
- KRX 코리아 밸류업 지수와 주주환원 팩터 포트폴리오

분석의 기본 가정

- 밸류업 프로그램은 중장기적 변화의 시작점이 될 것
- 한국형 주주자본주의는 가족형 소유구조의 특질
- 주주환원 강화는 소형가치주 아웃퍼폼으로 연결

자산배분전략 박소연
02-2004-9095
park.so-yeon@shinyoung.com

퀀트전략 강기훈
02-2004-9068
kang.gi-hun@shinyoung.com

해외주식/시황 이상연
02-2004-9045
lee.sang-yeon@shinyoung.com

밸류업 지수 및 코스피 200 지수 산출기준 비교

구 분		밸류업지수	코스피 200
구성종목수		100	200
유니버스		유가증권시장+코스닥시장	유가증권시장
선정기준	계량요건	시가총액, 거래대금, 유동비율	시가총액, 거래대금, 유동비율
	질적요건	수익성, 주주환원, 시장평가, 자본효율성, 밸류업 공시여부 등	X
	산업분류	GICS*	GICS*
비중상한		15%	X
특징		밸류업지표 우수기업 중심	시가총액 상위기업 중심

[요약] 국부론 : 밸류업 중간평가

제반 환경과 제도, 의식이 무르익는 밸류업의 점진적 확산을 기대

밸류업 지수 발표 후 시장의 반응이 미지근하다. 한국증시의 고질적인 디스카운트를 완화하고 투자자들의 관심을 끌려면 고배당, 저평가주들이 지수에 편입되었어야 하는데 그 반대라는 것이다. 9월 말까지 기업가치 제고계획 공시를 완료한 기업도 16곳에 그치고 있다. 정치권 공방에 배당소득 분리과세 등 세제혜택도 아직 확정되지 않았는데 이걸 믿고 가기에는 불확실성이 너무 크다, 공수표가 되는거 아니냐는 우려가 한가득이다.

그러나 정부가 나서서 주식시장의 저평가가 문제다, 이를 구조적으로 해소할 방안이 필요하다고 문제 제기한 것은 사실 상 처음이다. 1997년 외환위기, 2008년 금융위기, 2020년 코로나위기 때도 외국인 투자자금 유치와 금융시장 안정화 방안이 많이 논의됐지만 외환시장과 채권시장이 주 타겟이었다.

그러나 이번에는 주식시장이 메인이다. 이유는 다음과 같다. 첫째, 급격한 노령화와 인구감소로 연기금의 수익률 제고와 적극적인 운용이 그 어느 때보다 중요해지고 있다. 사실상 퇴직연금과 개인연금은 구조적으로 ‘홈 바이어스(home bias)’를 피하기 어려운데 국내 주식자산의 1%p의 수익률 제고가 미치는 영향은 실로 어마어마할 것이다. 둘째, 개인 주식투자자가 1,400만명에 육박하는 상황에서 국내 주식자산의 수익률 제고는 ‘시장적 복지’의 효과를 일으킨다. 한국의 고질적인 부동산을 대체할 수익원을 육성한다는 측면, 중산층의 자산 증식을 돕는다는 측면에서도 밸류업은 향후에도 정책 당국의 제 1 과제가 될 가능성이 높다.

아울러 한국의 상장 대표기업들은 세대 교체에 직면해 있다. 높은 상속세와 희석되는 지분율 등을 어떻게 핸들링할 것인가가 정부의 정책과제이자 기업가들의 숙제가 될 것이다. 이런 상황에서 행동주의 펀드들의 활발한 시장 진입이 이루어지고 있다는 것은 주목할만하다. 최근에는 적대적 행동주의만큼이나 우호적 행동주의도 증가하고 있고, 기관 투자자들의 적극적인 의결권 행사도 늘어나는 추세다. 중장기적으로 상법 개정이 필요하다는 목소리도 확대되고 있다.

밸류업은 단순 정책 의지만으로는 불가능하다. 제반 환경과 제도, 의식이 무르익는 점진적 확산을 기대해 본다.



I. 해외 사례 : 각기 다른 밸류업

- 영국, 독일, 대만, 중국, 일본의 밸류업 사례
- 강제성, 모호성 등은 실패 요인, 그러나 중장기적 방향성에 영향





[영국] 금융위기에 대한 반성 : 그러나 강제성 부재로 성과 없어

투자자들이 체감하기에는 다소 약했던 Kay Review : 강제성 부재 & 모호성

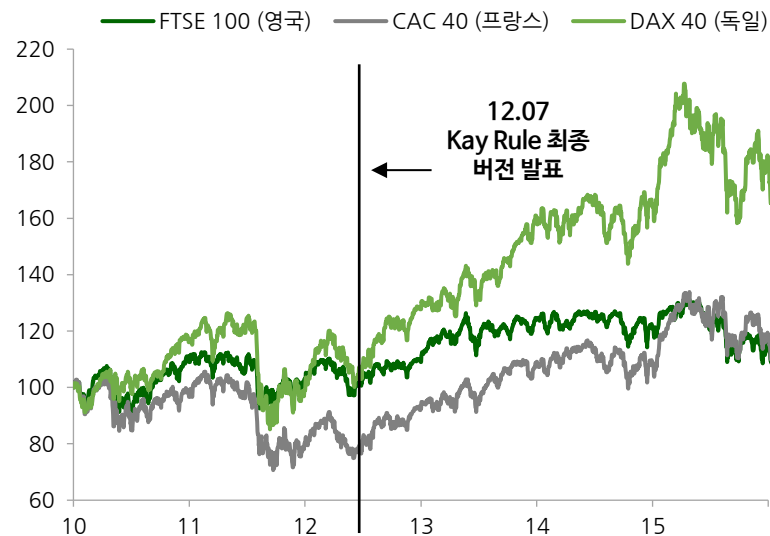
- Kay Review: 2012년 7월 영국 정부가 영국 주식시장 성과 향상과 투자자들의 이익 증진을 위해 공표한 가이드라인
 - 총 17개의 권고사항이 포함
 - 영국 주식시장의 단기주의(short-termism)를 증시 저평가의 원인으로 지목
 - 이를 해소하기 위해 전반적인 주식 투자 과정에서의 신뢰 하락과 인센티브의 불일치가 해소되어야 한다고 주장
- 다만, 해당 보고서의 증시 영향력은 미미 → 유럽 주요국 증시와 비교했을 때 오히려 더 부진
 - 정부 주도로 발표했으나 시장 참여자들에게 강제성 없었고 거래소 참여도 부재 → 투자자들이 실감하기 어려운 개혁안
 - 이후 브렉시트를 둘러싼 불확실성이 지속되면서 증시 하방 압력으로 작용하며 주가 부진 지속

Kay Review 제안사항 요약

1	스튜어드십 코드의 범위 확대	10	주식 대출로 발생한 수익은 투자자들에게 모두 공개되어야 함
2	이사진, 자산운용사, 투자자들은 스튜어드십 코드와 장기적 의사결정을 장려하는 모범 기준을 채택해야 함	11	단기성과를 우선시하게 만드는 의무적인 분기별 보고 폐지
3	투자자들의 적극적인 개입 장려를 위해 투자자 포럼이 설치되어야 함	12	서술형 형식의 기업보고서 장려
4	기업 합병 시 그 규모와 효율성은 BIS와 해당 회사 자체에서 검토되어야 함	13	정부와 관련 규제기관의 평가모델에 따른 결과는 독립적인 평가를 받아야 함
5	주요 이사진 임명에 대해서는 주요 장기 투자자와의 협의가 필요함	14	규제기관은 가치/위험 평가 시 특정 모델을 규정하지 말아야 함
6	기업은 단기 수익 전망을 지양해야 함	15	기업은 지속가능한 장기적 인센티브와 이사진의 보수를 연계시켜야 함
7	타인의 투자에 대한 재량권 및 투자조언을 수반하는 모든 행위는 투자 신탁으로 간주되어야 함	16	자산운용사는 직원과 고객의 이해관계를 일치시키도록 보수 체계를 설계해야 함
8	자산관리자는 실제/추정 거래 비용, 성과 보수를 포함한 모든 비용을 공개해야 함	17	정부는 개인투자자들이 전자장부에서 주식을 보유할 수 있는 효율적인 방안을 마련해야 함
9	법률위원회는 신탁관리자와 자문인을 위해 신탁의무의 법적 개념을 검토해야 함		

자료 : 영국 정부, 신영증권 리서치센터

유럽 주요국 증시 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[독일] 와이어카드 분식회계 사건 : DAX 지수 편입 요건 강화



지수 구성과 신규 종목 편입 조건을 바꾼 분식회계 사건

- 2019년 1월 당시 독일 증시 금융업종 시가총액 1위 기업이었던 핀테크 기업 와이어카드의 분식회계 의혹이 처음 제기됨
 - 이후 2020년 6월 와이어카드의 CEO 가 체포되고 이를 뒤에 파산신청을 해 분식회계 혐의가 인정됨
- 와이어카드 주가 폭락이 지수 전체에 미치는 영향은 적었으나, 지수 구성 조건을 바꾸는 계기가 됨
- 프랑크푸르트 거래소는 2021년 9월에 기존 DAX30지수를 대체할 DAX40 지수를 발표하며 지수 편입 조건을 강화
 - DAX30에 편입되었던 와이어카드의 분식회계 사건을 계기로 기업지배구조 관점에서 지표의 질을 향상시키기로 결정
 - 지수에 포함된 기업은 반드시 독립적인 감사위원회 설치해야 하며, 위원회 운영은 '독일 기업지배 규범'을 준수해야 함
 - 추가적으로, 지수 신규 편입을 위해서는 최근 2개년 EBITDA가 흑자여야 함

부정회계 논란 직후 와이어카드 주가와 DAX 지수 비교



자료 : Seeking Alpha, 신영증권 리서치센터

DAX 40 지수 종목 편입 조건 및 지수 연혁

Index methodology

Index composition is determined on the basis of a clear and publicly available set of rules.

The basic criteria for including companies in DAX are: an existing listing on the Regulated Market of the Frankfurt Stock Exchange (FSE), continuous trading on Xetra®, minimum free float of 10%, legal headquarters or operating headquarters in Germany, timely publication of audited Annual Financial Report, half-yearly Financial Reports and Quarterly Statements.

To be included in DAX, a company that is not an index component yet, must satisfy the following FSE minimum liquidity requirement: minimum order book volume over the last 12 months of 1 bn EUR or turnover rate of 20%. A company that is already an index component must have a FSE minimum order book volume over the last 12 months of at least 0.8 bn EUR or show a turnover rate of 10%. In order to be eligible for DAX, companies that are not components of DAX at the time the ranking list is compiled must show a positive EBITDA for the two most recent fiscal years.

최근 2개년
EBITDA 흑자

The selection of index components is based on free-float market capitalization. The index composition is reviewed quarterly based on the Fast Exit and Fast Entry rules and semi-annually based on the Regular Exit and Regular Entry rules.

As of March 18, 2024, the index weighting of an individual share is capped at 15% (previously 10%).

The number of DAX holdings was increased from 30 to 40 effective September 20, 2021.

편입 종목 수
확대

Deutsche Börse Group has been calculating DAX since July 1, 1988. In September 2019, STOXX Ltd. started administering DAX.

자료 : STOXX, 신영증권 리서치센터

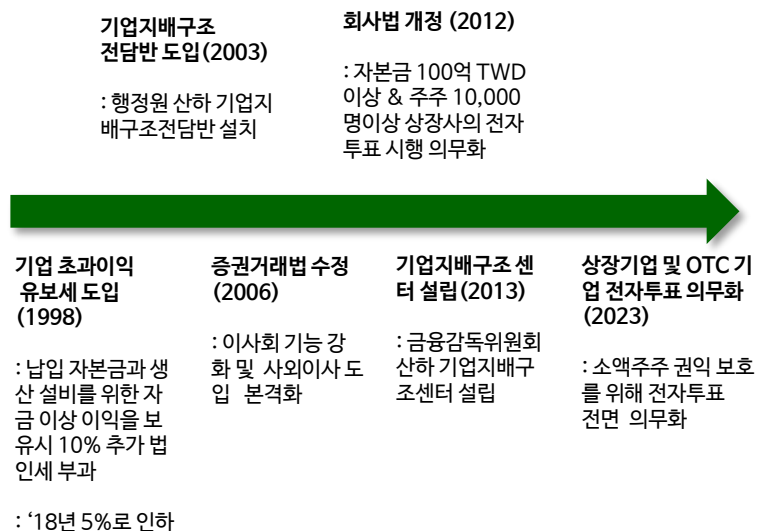


[대만] 외국인 투자 자금 유입을 위한 노력 : 중국과의 체제 경쟁

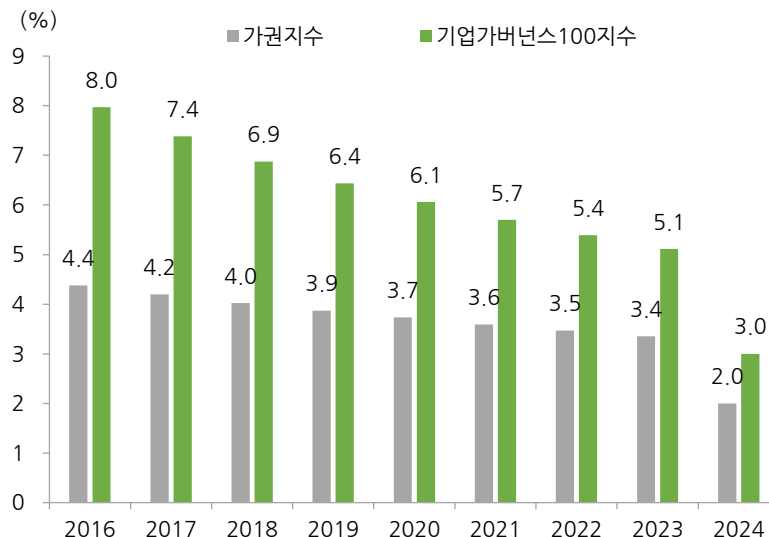
25년에 걸쳐 이뤄낸 기업 자본 효율화 및 지배구조 투명화

- 대만은 아시아 외환위기(1997), 중국의 WTO 가입(2001) 이후 외국인 자금의 중요성을 체감, 증시 선진화 노력
 - 기업 투자 장려 : 기업 초과이익 유보세 도입(1998), R&D 세액공제율 15% → 25%로 상향(2023)
 - 기업지배구조 투명화 : 사외이사 도입 본격화(2006), 특수관계자 거래정보 공시 강화 및 전자투표 확대(2017)
- 2015년 6월 지배구조 우수 기업들로 구성되는 '기업거버넌스100지수'를 개발해 정기적으로 업데이트 중
 - 실제로 해당 지수는 YTD 기준으로 2016-2024 기간 동안 시장 전체지수를 상회함
 - 이에 더불어, 지배구조 점수 상위 20% 기업의 명단을 공개 → 기업들의 경쟁심을 유발했다는 평가

대만 정부 및 금융당국의 증시 선진화 정책 타임라인



대만 가권지수 및 기업거버넌스100지수 YTD 비교





[대만] 기업 거버넌스100지수의 특징 : 가권지수 수익률을 상회

시장 대표지수를 이긴 기업 거버넌스 지수

- 기업 거버넌스 100 지수 2016년 이래로 가권지수를 상회
- 다만, 대만 증시 시가총액 1위 기업인 TSMC의 비중이 더 높기 때문이라는 의견도 존재 : 기업 거버넌스100 지수 내 TSMC 비중은 46.41%, 가권지수는 35.16%
- 실제로 기업 거버넌스 100 지수는 가권지수와 비교했을 때, IT 및 금융의 비중이 높음
- 반면 가권지수는 기업 거버넌스 100지수 대비 산업재, 소재, 경기소비재의 비중이 더 높음

대만 기업 거버넌스100지수 및 가권지수 추이 비교



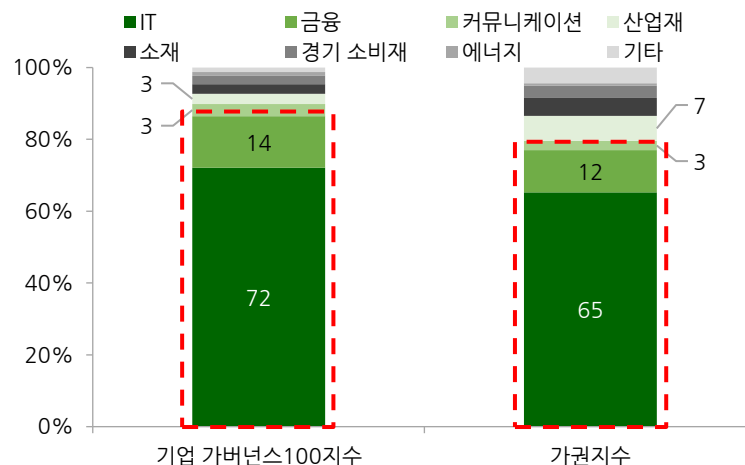
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

대만 기업 거버넌스100 지수 상위 TOP 10 종목

티커	이름	비중(%)	GICS업종
2330 TT	TSMC	46.41	IT
2317 TT	혼하이정밀 산업	5.49	IT
2454 TT	미디어텍	4.15	IT
2881 TT	퀀타 컴퓨터	2.23	금융
2382 TT	푸본 금융지주	1.91	IT
2308 TT	델타전자	1.86	IT
2882 TT	청화텔레콤	1.80	금융
2412 TT	Cathay 금융지주	1.60	커뮤니케이션
2891 TT	CTBC 금융지주	1.38	금융
2303 TT	ASE 기술 홀딩스	1.37	IT

자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

대만 기업 거버넌스100지수 및 가권지수 구성 업종 비교



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터



[중국] 정부 주도의 주주환원 : 중국 정부와 거래소의 변화

증시 유동성 확대를 위해 적극적인 주주환원을 장려

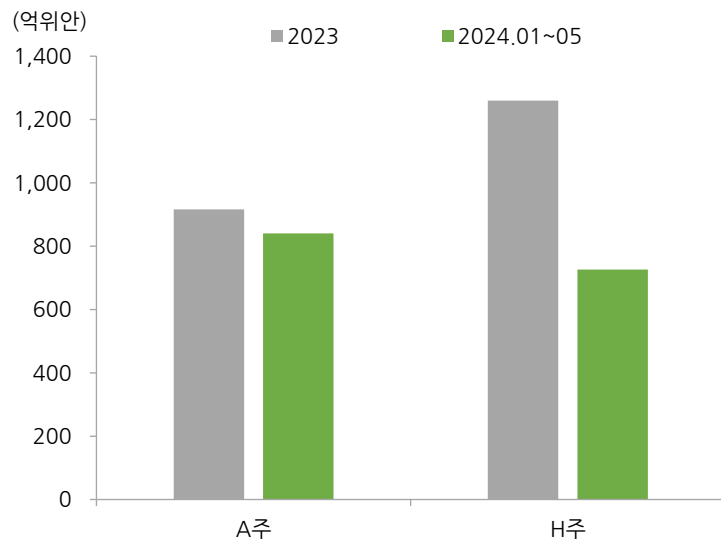
- 중국은 자본시장 활성화를 위해 10년 주기로 자본시장 발전을 위한 정책인 ‘국9조’를 발표해 옴(2004, 2014, 2024)
- 올해 발표된 ‘新9조’는 과거와 달리 배당과 자사주 매입/소각 장려 + 배당 횟수 확대 정책이 추가되었다는 것이 핵심
 - 이에 더불어 상하이/선전 거래소가 배당 성향이 낮은 기업들을 관리 종목으로 지정하는 방안을 발표하기도 함
 - 최근 3년 누적 현금배당액이 연평균 순이익의 30%이상, 최소 5,000만위안이 되어야 한다는 것이 규정
 - 추가적으로, 배당 지급 능력이 충분함에도 불구하고 배당에 소극적인 기업에 개별적으로 서한을 보내기도 함
- 실제로 중국 본토에 상장된 A주, 홍콩 상장 H주 모두 5개월만에 전년만큼의 주주환원액을 발표
 - 이에, 주주환원을 적극적으로 확대중인 중앙기업과 배당 횟수를 늘린 대형은행의 주가 수익률이 상대적으로 양호

국9조 정책 세부 내용 비교

	자본시장 개혁개방과 안정적 발전의견(2004)	자본시장 중소형투자자 권한 보고 업무 의견(2014)	리스크 관리감독 강화 및 자본시장 질적 발전을 위한 의견 (2024)
목적	자본시장 발전 및 직접 용자 확대	다원화된 자본시장 시스템 마련	자본시장 고품질 질적 발전
세부 내용	1. 자본시장 발전의 중요성을 인식	1. 투자자 적절할 제도 마련 및 중소형 투자자 분류 표준 마련	1. 향후 5년간 자본시장 질적 발전을 위한 틀 마련 2035년까지 적절성, 경쟁력이 있는 자본시장 마련
	2. 자본시장 개혁개방과 발전의 지도사상 및 임무를 촉진	2. 다원화 주식시장 발전, 상장 기업 질적 제고, 시장화 M&A 추진, 상장폐지제도 마련	2. IPO 기준 엄격화
	3. 관련정책 마련 및 자본시장 안정적 발전 추진	3. 채권 시장 발전	3. 상장기업 관리감독 엄격화 상장기업 정보 제공강화 및 현금배당 관리감독 강화 상장기업 투자 가치 제고
	4. 자본시장 시스템 건립, 증권투자 상품 다양화	4. 사모시장 육성	4. 상장폐지 관리감독 강화 상장폐지 제도 개혁 심화
	5. 상장회사 질적 수준 향상, 규범 운영 추진	5. 선물시장 건설 추진	5. 증권펀드기관 관리감독 강화
	6. 자본시장 중개 서비스 기관 발전 추진	6. 증권 선물 서비스 경쟁력 강화	6. 거래 관리감독 강화, 자본시장 내부적 안정성 강화 이상거래, 시세조정 등의 관리감독 기준 구비
	7. 법적 시스템 및 자본시장 관리 감독 강화	7. 자본시장 개방확대	7. 중장기 자금 시장 유입 확대 및 장기 투자 확대 주식형 공모펀드 확대, 주식형 펀드 비중확대 ETF 빠른 심의 절차 실시 및 지수화 투자 발전 추진
	8. 시장 리스크 방어 및 해소 강화	8. 금융리스크 방어	8. 전면적 개혁개방 및 서비스 고품질 발전 메인보드, 과장판, 차스닥 및 불경거래소의 발전 지속 신3판 개혁 심화 및 지역별 주식시장 규범 발전 추진
	9. 적극적으로 대외 개방 추진	9. 자본시장 발전 환경 마련	9. 자본시장 고품질 발전 협력 추진

자료 : 국무원, 신영증권 리서치센터

중국 증시 주주환원액 비교



주) 주주환원액 = 배당액 + 자사주 매입액
자료 : wind, 신영증권 리서치센터

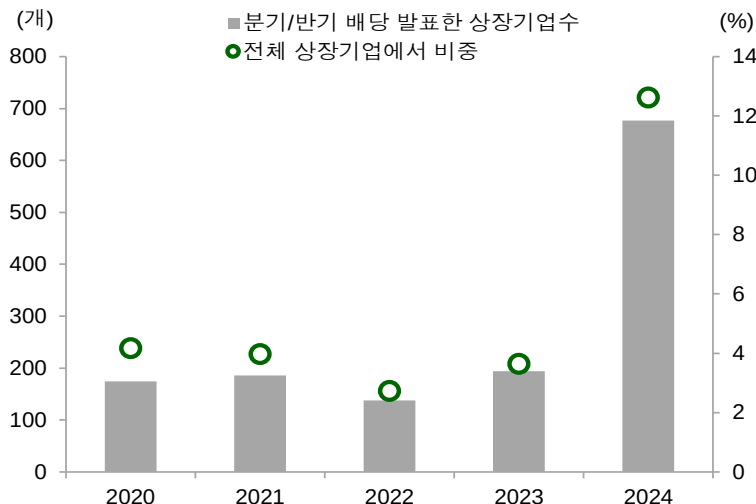
[중국] 중국판 밸류업 현황 점검 : 신 '국9조' 이후 3가지 변화



적극적인 태도로 돌변한 중국

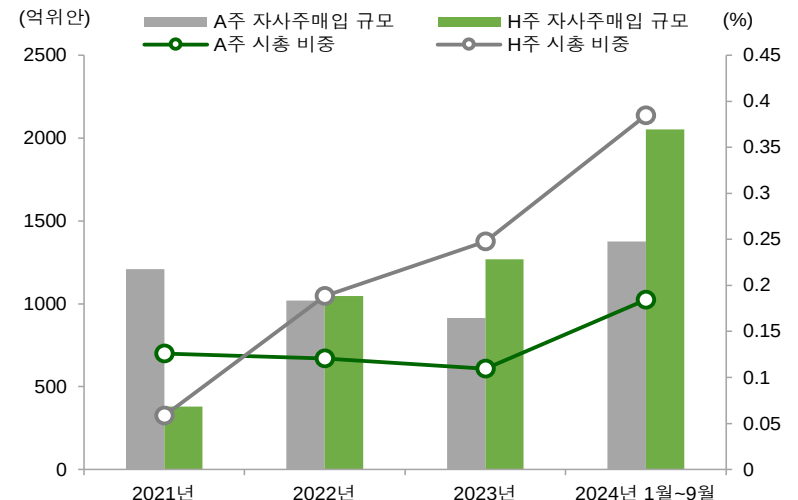
- 첫째, 분기/반기배당을 발표한 상장기업 증가
 - 677개 상장기업이 1분기/반기 현금배당안 발표, 그 중 480개 상장기업은 5년래 처음으로 반기 배당 실시
- 둘째, 상장기업 배당성향 UP
 - 배당성향이 낮은 기업 2025년부터 관리종목 지정하는 페널티 부여, 반기 배당 발표기업 11.5%p 증가
- 셋째, 홍콩 증시 본토 상장기업 자사주 매입/소각 규모 확대
 - 자사주 매입 후 소각 장려. 9월까지 중국 본토 상장기업 자사주 매입 규모 작년보다 +50% 증가
 - 중국 본토: '의무 소각' (목적에 따라 6개월까지 연장 가능), 홍콩: 비의무로 변경했으나 매입/소각 여부 공시 의무 존재
 - 특히 홍콩 증시 자사주 매입(+62%) 및 소각 급증. 텐센트/메이투완 등 민영기업 자사주 매입 UP

2024 년 반기배당 발표한 상장기업수 UP



자료: Wind, 신영증권 리서치센터

중국 본토증시 대비 홍콩 증시 자사주 매입 규모 UP



자료: Wind, 신영증권 리서치센터

[일본] 일본의 '기업가치 제고계획' 관련 주요 타임라인



일본 정부

2014	스튜어드십 코드 도입(14.02) • 기관투자자의 적절한 의결권 행사 요구
2015	회사법 개정 (14.06) • 사외이사 비도입 사유 설명 의무화 ✓ • 사외 이사 요건 엄격화
2016	기업지배구조 코드 도입(15.05) • 정책보유주식의 목적과 합리성에 대한 설명 요구 ✓ • 기업들이 통합보고서 작성을 시작하게 된 계기
2017	스튜어드십 코드 1차 개정(17.05) • 개별 기업 의안별 의결권 행사 결과 공표 의무화
2018	기업지배구조 코드 1차 개정(18.06)
2019	회사법 개정 (19.12) • 상장회사의 사외이사 선임 의무화(최소 1명)
2020	스튜어드십 코드 2차 개정 (20.03)
2021	기업지배구조 코드 2차 개정(21.06) ✓ • 사외이사 선임 2명 이상으로 비중강화
2022	iDeCo개정(22.01) • 가입요건 완화
2023	신NISA 시행(24.01)
2024	iDeCo개정(24.12) • 총/월 납입 한도액 인상 예정

자료 : 일본금융청, 언론종합, 신영증권 리서치센터

일본 증권 거래소

2019	최소 거래 단위 일원화 (18.10) • 1단원 = 100주로 통일 (1단원 = 1의결권)
2020	
2021	
2022	개편한 상장시장 분류 적용 (22.04) • 프라임, 스탠다드, 그로스의 3개로 재편 1차 후속조치 위원회 회의 (22.07)
2023	자본비용 및 주가를 의식한 경영 실현 방안 회신 요구(23.03) ✓ JPX 프라임 150 지수 출범(23.06) ✓
2024	JPX 프라임 150 지수 선물 상품 출시(24.03)

자료 : JPX, 언론종합, 신영증권 리서치센터

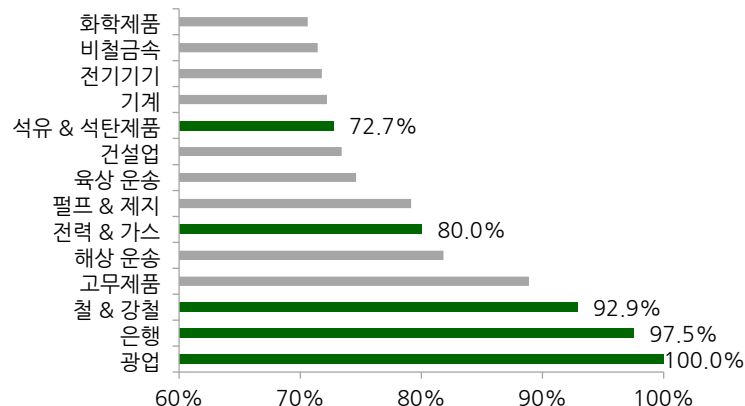
[일본] 기업가치 제고 회신안 응답 데이터 (2024년 8월 기준)



금융업종, 대형주, PBR 1배 미만 회신율 높아

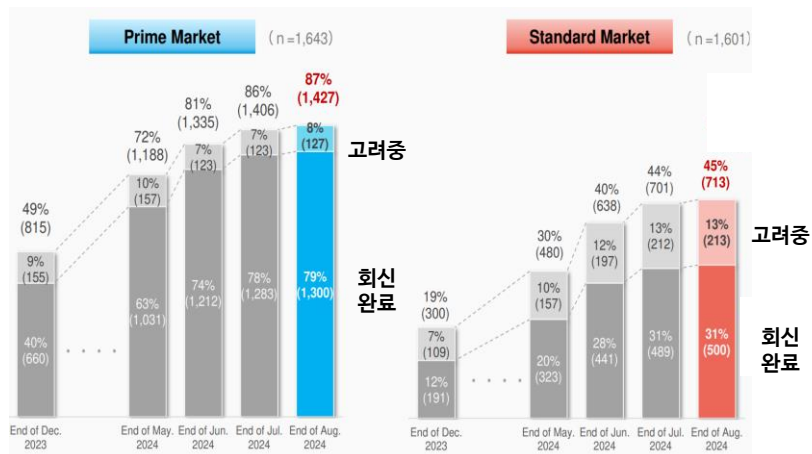
- 전반적으로 은행과 공영기업 업종(광업, 철&강철, 전력&가스, 석유&석탄제품)의 회신율이 높은 편
- 자율적인 회신안이었으나 정부와의 이해관계가 높은 업종일수록 회신율이 높았음을 확인 가능
- 24년 8월 기준 프라임 상장사 87%, 스탠다드 45%가 기업가치 제고안 회신을 고려하거나 이미 회신함
- 특히, 시가총액 1,000억엔 이상의 대형사이고 PBR 1배 미만의 프라임 상장사 그룹 회신율이 가장 높았음

업종별 주주환원 개선안 회신 기업 비중



주) 2023.08.31 기준, 70% 이상 주주환원 개선안을 회신한 업종에 한함
자료 : JPX, 신영증권 리서치센터

상장시장별 기업 회신 현황



주) 2024.08.31 기준
자료 : JPX, 신영증권 리서치센터

시가총액과 PBR에 따른 프라임 상장사 회신 현황

	PBR	
	Less than 1.0	1.0 or more
Market Cap. JPY 100 billion or more	97% (+20pts) Disclosed initiatives : 95% (+30pts) Disclosed status of "under consideration" : 3% (-10pts) n=305 (+13)	88% (+43pts) Disclosed initiatives : 82% (+41pts) Disclosed status of "under consideration" : 7% (+2pts) n=504 (+22)
JPY 25 billion - 100 billion	93% (+34pts) Disclosed initiatives : 84% (+40pts) Disclosed status of "under consideration" : 9% (-6pts) n=327 (-25)	76% (+44pts) Disclosed initiatives : 65% (+42pts) Disclosed status of "under consideration" : 11% (+2pts) n=319 (-11)
Less than JPY 25 billion	83% (+46pts) Disclosed initiatives : 72% (+43pts) Disclosed status of "under consideration" : 11% (+3pts) n=88 (-4)	65% (+43pts) Disclosed initiatives : 52% (+35pts) Disclosed status of "under consideration" : 13% (+7pts) n=100 (-8)

주) 2024.08.31 기준
자료 : JPX, 신영증권 리서치센터

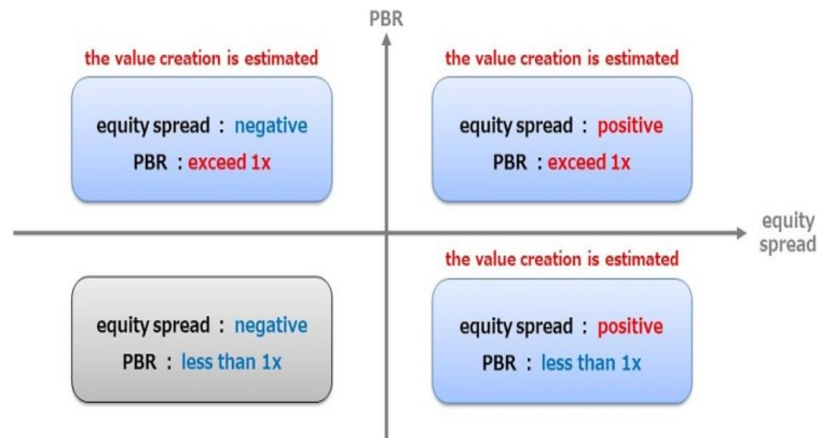
[일본] JPX 프라임 150 지수 : 의외로 대형주, 고PBR 종목 다수



JPX 프라임 150 지수 구성 방법론 및 구성 종목

- JPX 프라임 150 지수: 프라임 시장에 상장된 시가총액 상위 기업들 중 앞으로 가치를 창출할 것이라고 기대되는 종목들
- 재무적 성과를 바탕으로 한 1) 자본수익률과 미래 정보 및 비재무적 정보를 바탕으로 한 2) 시장가치를 기준으로 편입
 - 자본수익률은 'Equity Spread = ROE-COE'를 의미, 시장가치는 'PBR=주가/BPS'를 의미
- 시가총액 → 자본수익률 → 시장가치 순서로 스크리닝이 진행되기 때문에 대형주 위주의 지수
- 3Q24 기준 JPX 프라임 150 지수 PBR 2.15배 → 시장가치를 고려해 이미 PBR 1배를 초과한 종목들을 편입했기 때문
- 실제로 JPX 프라임 150 지수를 구성하는 150개 기업들의 PBR 단순평균치는 3.7배
=> 2024년 1월 24일 JPX 프라임 150 지수를 추종하는 ETF 최초 출시, 3월 18일 지수선물 상품 출시

JPX 프라임 150 지수 방법론 매트릭스



자료 : JPX, 신영증권 리서치센터

JPX 프라임 150 지수 구성 종목 TOP15

티커	이름	비중(%)	P/B
7203 JT	토요타자동차	6.00	0.96
6758 JT	소니 그룹	4.32	2.15
6501 JT	히타치	4.08	2.92
6861 JT	키엔스	3.04	5.77
6098 JT	리쿠르트 홀딩스	2.86	6.27
8058 JT	미쓰비시상사	2.66	1.25
8001 JT	이토추상사	2.43	1.93
4063 JT	신에츠화학	2.38	2.67
8035 JT	도쿄일렉트론	2.38	6.57
8031 JT	미쓰이물산	2.24	1.19
8766 JT	동경해상 홀딩스	2.23	1.97
7974 JT	닌텐도	2.14	3.44
9432 JT	일본전신전화(NTT)	1.95	1.24
9984 JT	소프트뱅크 그룹	1.85	1.04
4568 JT	다이이찌산쿄	1.83	0.96

주) 2024.09.30 기준, 비중 기준 내림차순으로 정렬
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

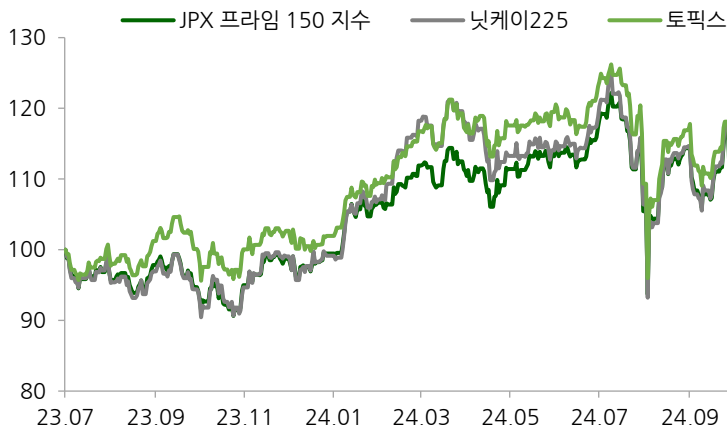
[일본] JPX 프라임 150 지수와 시장 대표지수 비교 : 낮은 변동성



시장이 흔들릴 때 빛난 JPX 프라임 150 지수

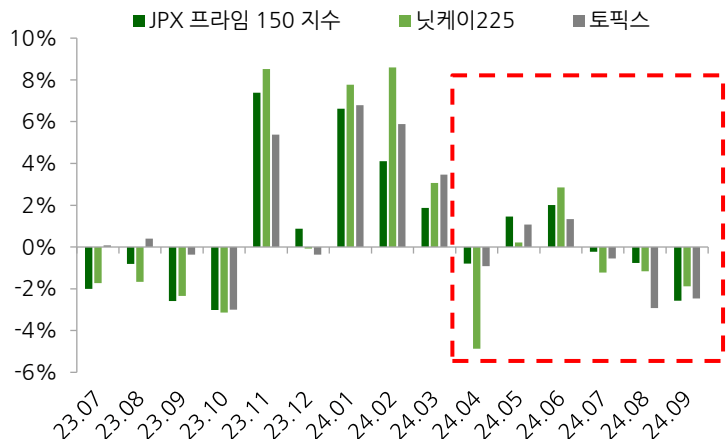
- JPX 프라임 150 지수는 수익률 관점에서는 시장 대표 지수보다는 부진한 모습을 보임
- 하지만, 변동성이 커졌던 2Q24부터 흐름이 반전
 - 시장이 불안정할 때는 닛케이225, 토PIX스를 상회하는 성과를 내기도 함
 - 금리 인상 및 엔저 완화와 같은 매크로적 환경 변화에 덜 민감하게 반응했다는 의미

JPX 프라임 150 지수, 닛케이225, 토PIX스 추이 비교



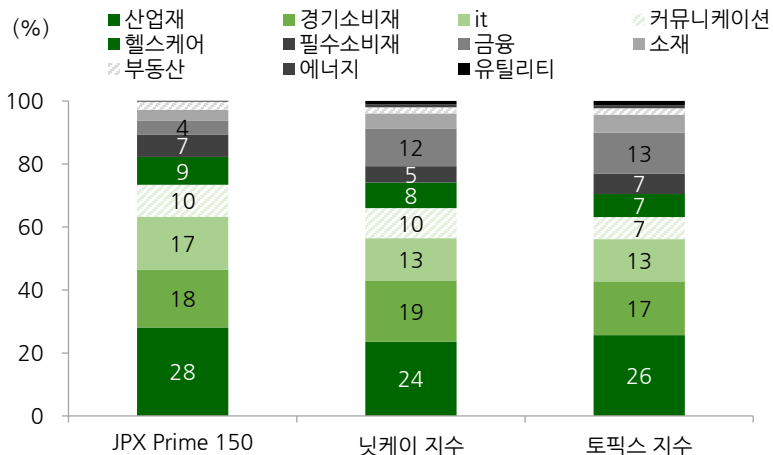
주) JPX 프라임 150 지수가 도입된 23년 7월 데이터부터 포함
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

JPX 프라임 150 지수, 닛케이225, 토PIX스 MTD 비교



주) JPX 프라임 150 지수가 도입된 23년 7월 데이터부터 포함
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

JPX 프라임 150 지수, 닛케이225, 토PIX스 구성 업종 비교



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터



II. 한국형 밸류업

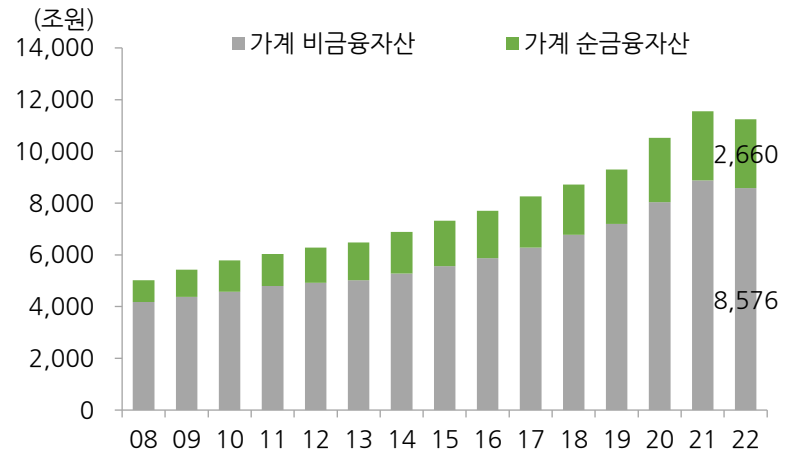
- 부동산에 편중된 가계자산의 구조개편
 - 우호적 행동주의 펀드의 등장
 - 자사주 제도개편과 EB 발행 추이와 고배당/가치주/우선주 상대강도 강화
- 

[국부와 금융자산] 한국의 국부 2.3경원, 이중 가계가 1경 2,632조원 차지

한국의 국부(國富)에 대한 고찰

- 2023년 국민대차대조표
 - 한국의 국부는 2.3경원, 이중 가계 순자산은 1경 2,632조원으로 약 55%를 차지
 - 비금융자산은 9,744조원, 금융자산에서 금융부채를 차감한 순금융자산은 2,888조원으로 약 21% 비중 차지
- 금융자산의 시대가 온다
 - 과거에는 전체 가계자산에서 토지/건물 등 비금융자산이 약 80%를 차지. 그러나 잉여 유동성이 축적됨에 따라 금융자산의 비중이 꾸준히 증가하는 것은 자연스러운 현상

2022년 기준 가계 비금융자산과 순금융자산



자료: 증권예탁원, 신영증권 리서치센터

2023년 기준 국민 순자산 추계

(단위: 조원, %)

	2021	2022 ^P	증감액		2023 ^P	증감액	
			증감액	증감률		증감액	증감률
국 민 순 자 산	21,878.6 (100.0)	22,567.1 (100.0)	688.5	3.1	23,039.4 (100.0)	472.4	2.1
비 금 융 법 인	3,497.6 (16.0)	4,282.1 (19.0)	784.5	22.4	4,191.7 (18.2)	-90.3	-2.1
금 융 법 인	464.1 (2.1)	461.4 (2.0)	-2.7	-0.6	541.5 (2.4)	80.1	17.4
일 반 정 부	5,315.0 (24.3)	5,402.2 (23.9)	87.2	1.6	5,674.4 (24.6)	272.2	5.0
가계및비영리	12,601.9 (57.6)	12,421.4 (55.0)	-180.5	-1.4	12,631.8 (54.8)	210.4	1.7

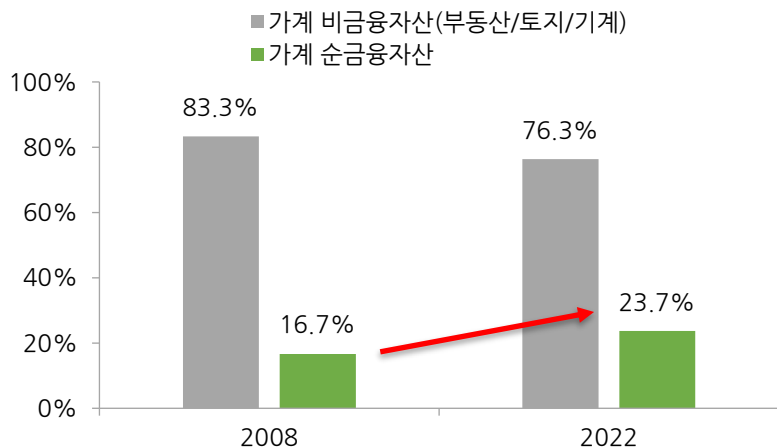
주: () 내는 각 경제주체의 순자산이 국민순자산에서 차지하는 비중(%)

[가계 금융자산] 부동산에서 금융자산으로의 구조적 이동

가계 자산증식을 위한 금융자산의 역할

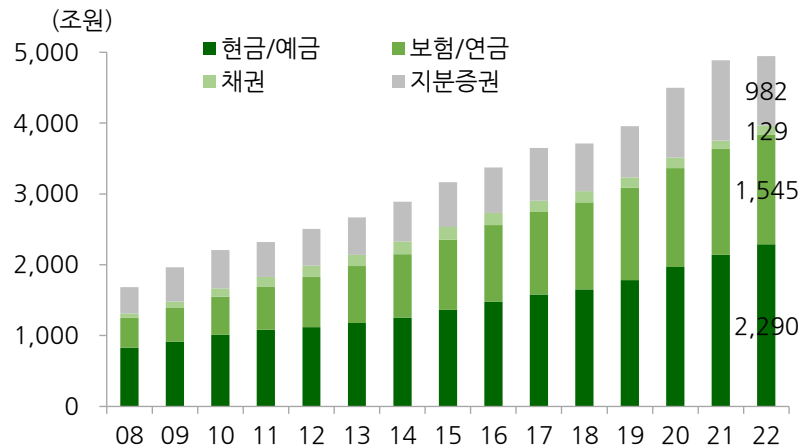
- 가계 비금융자산 증가율 < 금융자산 증가율
 - 부동산에서 금융자산으로 자금 이동 지속
 - 금융자산의 중요성 : 가계 자산증식을 위한 중요 수단
- 한국 가계자산에서 (순)금융자산이 차지하는 비중은 2008년 16.7%에서 2022년 23.7%로 증가
 - 보험/연금(1,545조원)이 가장 빠른 증가세
 - 현금/예금(2,290조원)도 여전히 높은 비중
 - 지분증권(982조원)은 비슷한 비중을 유지
 - 가계 금융자산 지속 증가로 잉여 유동성도 확대

평균 주식 보유기간 : 한국은 주식투자 단기화 극심



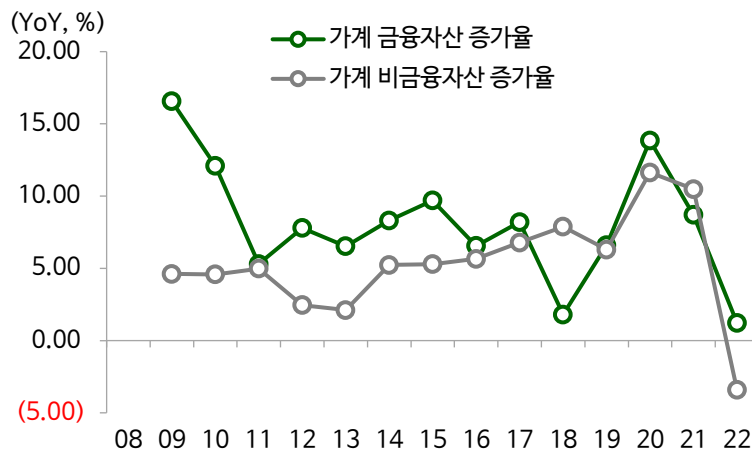
자료 : 통계청 (2022년 기준), 신영증권 리서치센터

가계 금융자산 : 부문별 구성



자료 : 통계청 (2022 기준), 신영증권 리서치센터

가계 비금융자산과 순금융자산 증가율 추이



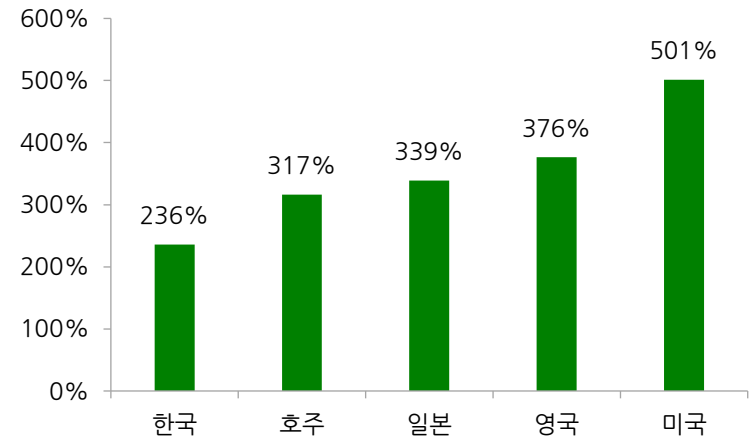
자료 : 통계청 (2022년 기준), 신영증권 리서치센터

[가계 금융자산] 해외 사례 비교

한국 가계의 금융자산 확대는 필연

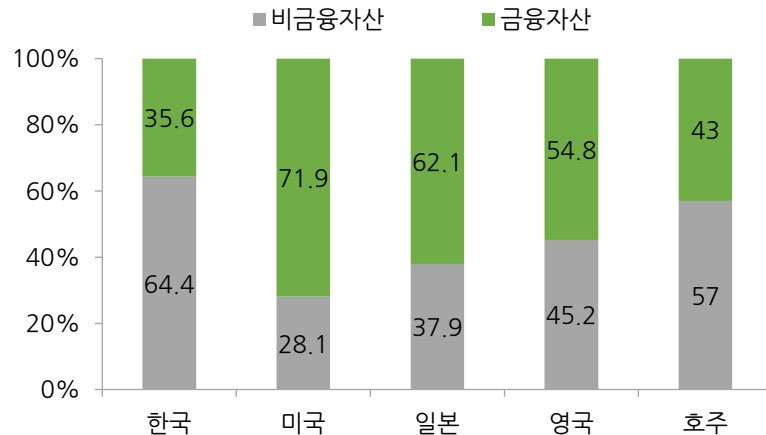
- 2021년 주요국 가계 금융자산 비교 (한국은행)
 - 부동산에서 금융자산으로 자금 이동 지속
 - 영국·호주의 경우 연금을 통한 주식·채권·펀드 간접투자를 고려하면 가계의 실제 금융투자상품 보유비중은 조사된 통계보다 더 높을 것으로 사료
 - 한국은 가계 금융자산 비중이 가장 낮고, 이 중에서도 현금/예금과 보험연금 비중이 75%를 차지

GDP 대비 가계 금융자산 비중 : 한국이 제일 낮아



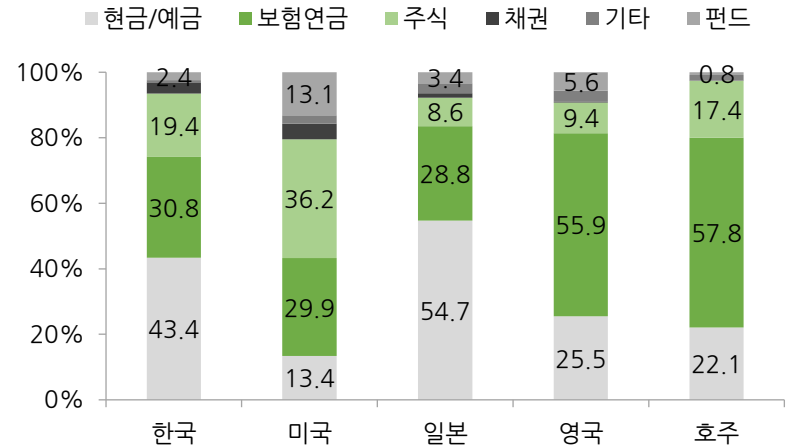
자료 : 금융투자협회

국가별 비금융자산 vs. 금융자산 비중



자료 : 금융투자협회

국가별 금융자산 내 구성



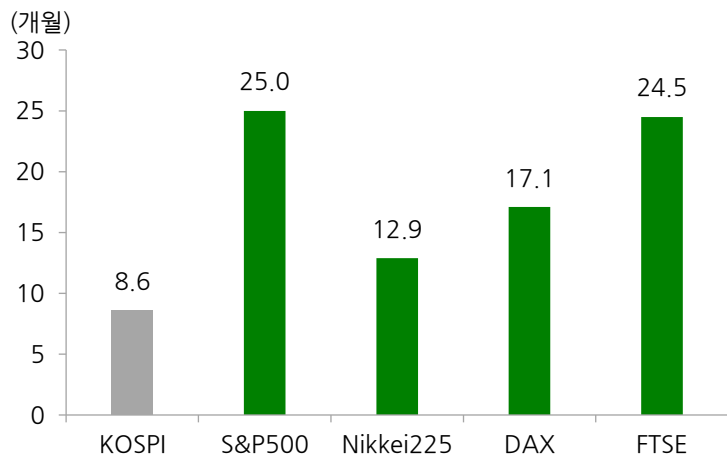
자료 : 금융투자협회

[밸류업 프로그램의 본질] 주식시장 = 기업가치 = 국부

주식시장 가치평가는 구조적 문제와 직결

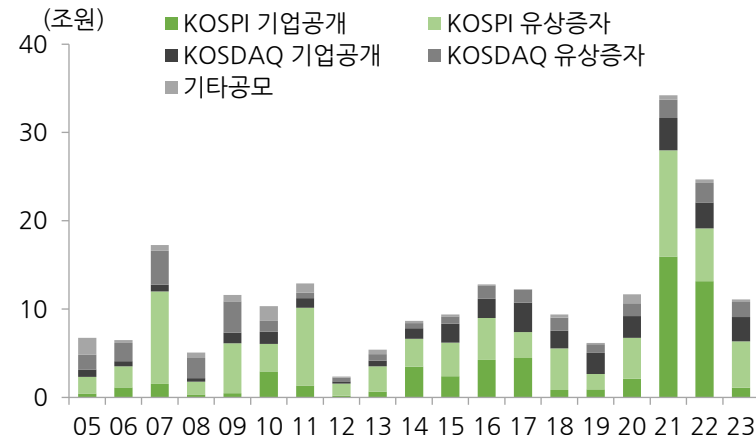
- 주식시장 = 기업가치 = 국부
- 한국 주식 평균 보유기간 단기화 문제 심각: 미국과 유럽은 17~25개월, 일본도 13개월이나 한국은 8.6개월
- 해외증권투자 확대와 국내 투자 인센티브 설계 필요
 - 답을 그릇이 너무 작다: 국내 주식시장의 구조적 저평가로 해외 투자(주식/채권) 기하급수적으로 증가
 - 장기투자에 대한 인센티브 설계가 필요

평균 주식 보유기간 : 한국은 주식투자 단기화 극심



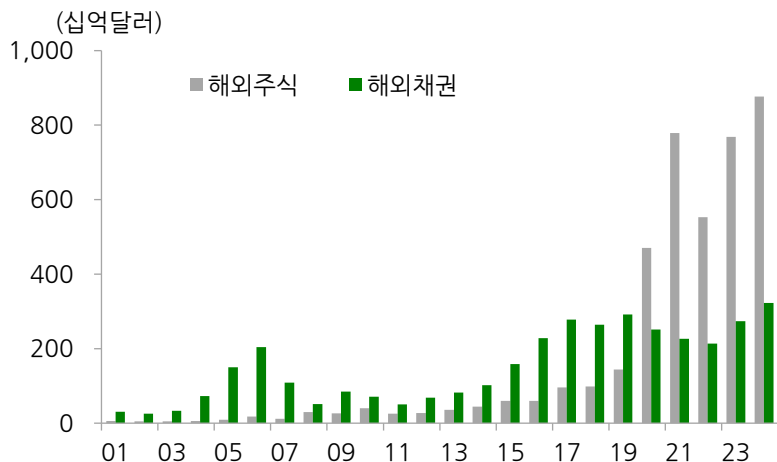
자료: 금융감독원

주식시장 자금조달현황



자료: 금융감독원, 신영증권 리서치센터

계속 늘어나는 해외증권투자 : 매년 200억달러 이상 순증



주: 2024년 데이터는 5월 말 기준

자료: 증권예탁원, 신영증권 리서치센터

[2025년이 더 강할 이유] 세법 개정안에서 확인된 밸류업 지원 세제

밸류업, 2025년이 더 강할 것

- 지나치게 부정적일 필요 없는 이유 : 여야 핵심 쟁점은 상속세, 금융 관련 세법은 중도총 감안해 야당도 전향적 목소리
- 11월 말~ 내년 초 모멘텀 증폭 : 세법 개정안은 통상 예산안의 부수 법안, 법정 시한인 12월 전후 모멘텀 강화
- 일본 케이스에 비추어 볼 때 밸류업 모멘텀은 2025년이 더 강할 것
 - 일본의 밸류업은 NISA 혜택이 본격화 이후 더 증폭
 - 한국은 ISA 세제 혜택 대폭 확대했고, 금융소득 종합과세자도 가입 가능한 국내투자형 ISA도 신설
- 결론 : 가치주, 고배당주 상대강도 지속 강화될 것

2025년 세법 개정안에 담긴 밸류업 관련 세제

법률	주요 내용
밸류업 지원세제	조특법 - 직전 3년 대비 주주환원 5% 초과 증가분, 5% 세액공제 - 주주환원 확대분에 대해 현금배당 분리과세
가업상속 공제 확대	상증세법 - 밸류업 우수기업 가업상속공제 1,200억원으로 확대 - 스케일업, 기회발전특구 창업/이전기업도 적용
금투세 폐지	소득세법 - 금융투자소득세, 유예 없이 전면 백지화. 현행 체제 유지
ISA 세제 혜택 확대	조특법 - ISA 납입한도 1억에서 2억으로 상향 - 비과세 한도 200만원에서 500만원으로 상향
가상자산 과세 유예	소득세법 - 가상자산 과세 시점 2025년에서 2027년로 2년 유예

자료 : 기획재정부

개인종합자산관리계좌(ISA) 세제지원 확대

			현행	개정안	
				일반투자형 ISA	국내투자형 ISA(신설)
납입한도			연2천만원(총1억원)	연4천만원(총2억원)	
세제혜택	일반투자자	비과세한도	200만원 (서민·농어민형 400만원)	500만원 (서민·농어민형 1,000만원)	1,000만원 (서민·농어민형 2,000만원)
		한도초과분	9% 분리과세	9% 분리과세	9% 분리과세
	금융소득종합과세자		가입제한	가입제한	가입허용 (비과세 없이 14% 분리과세 적용)

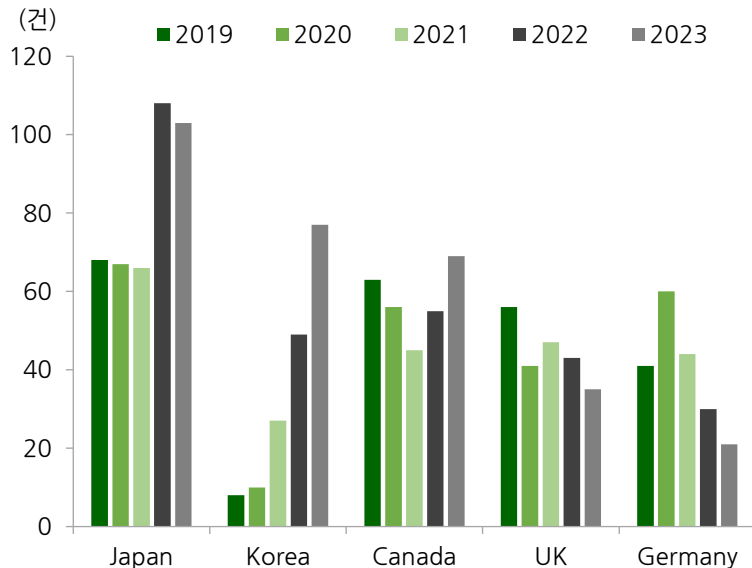
자료 : 기획재정부

[국내 현황] 국내 행동주의 펀드 현황 : 취득/보유 규제 완화 효과

과거와 달리 외국계가 아닌 국내 행동주의 펀드 활동이 증가

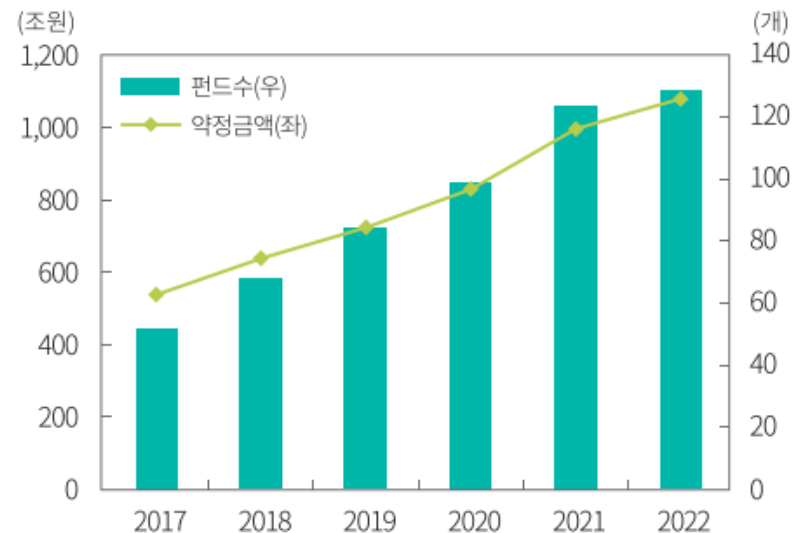
- 적대적 행동주의 펀드 < 우호적 행동주의 펀드 < 인게이지먼트 펀드
- 과거 국내에서는 행동주의 펀드는 외국계 헤지펀드가 중심이었지만 2018년 7월 국민연금의 스튜어드십코드 도입으로 국내 행동주의 펀드 활동이 증가
- 특히, 경영 참여 목적의 사모펀드가 투자 대상 기업 주식을 10% 이상 취득해 6개월 이상 보유해야 하는 의무가 사라지면서 국내 시장에서 행동주의 펀드의 움직임이 강화됨

국가별 행동주의펀드 피공격 기업수



자료 : 한국경제인협회, Diligent Market Intelligence 재인용

국내 경영참여형 사모펀드 규모



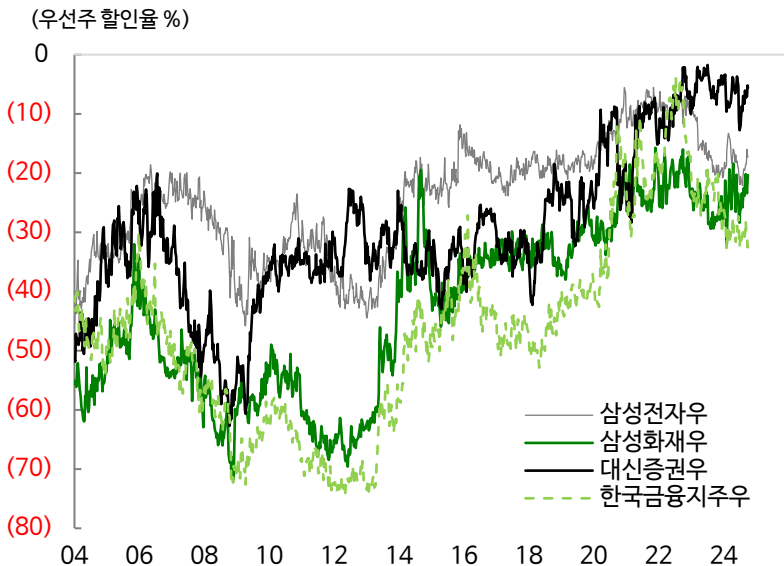
자료 : 금융감독원, 신영증권 리서치센터

[한국형 행동주의] 우선주 할인율의 축소: 지배권 < 배당권

우선주 할인율 축소를 예상한다

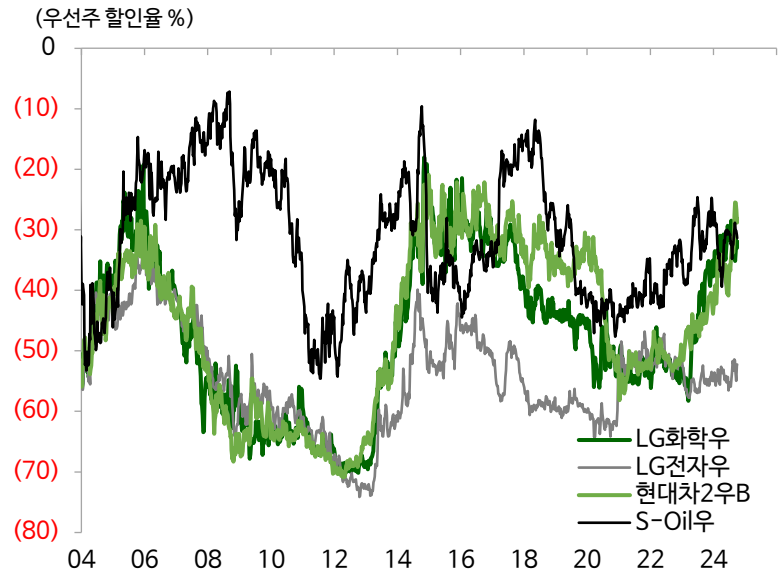
- 주주로서의 권한 행사가 제한된 우선주의 큰 폭 할인(discount)은 그간 당연하게 받아들여지는 경향
- 그러나 삼성전자/대신증권/삼성화재 등 우선주 할인율은 10년간 꾸준히 축소되는 경향
- 최근 할인율이 큰 폭 축소를 보이기 시작하는 우선주: 현대차2우B, LG전자우, LG화학우, S-OIL우 등
- 향후 지배권보다는 배당권이 확대되는 경향이 반영된다면 우선주 할인율 축소가 예상됨

우선주 할인율이 큰 폭 축소된 회사



자료 : Wisefn, 신영증권 리서치센터

우선주 할인율이 서서히 축소되기 시작하는 회사들



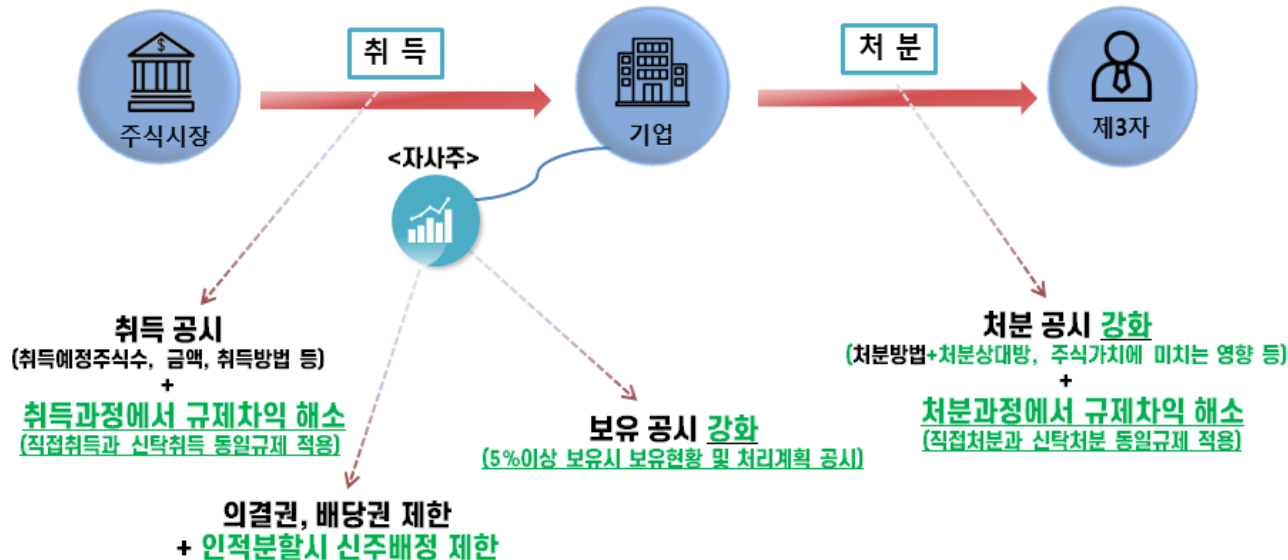
자료 : Wisefn, 신영증권 리서치센터

[밸류업 세제 지원] 자사주 취득 및 처분관련 제도 개선

자사주 취득과 처분에 대한 규제 강화

- 1) 인적분할 시 자사주 신주 배정 제한
- 2) 자사주의 보유/처분 과정의 공시 강화 : 자사주 보유비중이 일정수준(발행주식총수의 5%) 이상인 경우 자사주 보유현황과 보유 목적, 향후 처리계획(추가 취득 또는 소각 등) 등의 보고서를 작성해 이사회 승인을 받도록 규정
 - 아울러 동 보고서를 사업보고서 첨부서류로 제출토록 하고, 주요 내용을 사업보고서에도 기재토록 함
 - 또한 자사주 처분시 처분 목적, 처분 상대방 및 선정 사유, 예상되는 주식가치 희석효과 등 구체적으로 공시토록 함
- 3) 자사주 신탁 취득시 직접 취득에 비해 규제 느슨해 악용할 수 있다는 우려 : 신탁으로 자사주를 취득할 경우 직접 취득방식과 동일하게 자사주 취득금액이 당초 계획/공시된 금액보다 적은 경우 사유서 제출, 계획된 자사주 매입기간 종료 이후 1개월 경과 전에는 새로운 신탁계약 체결을 제한

*금번 제도개선 사항은 녹색 표시

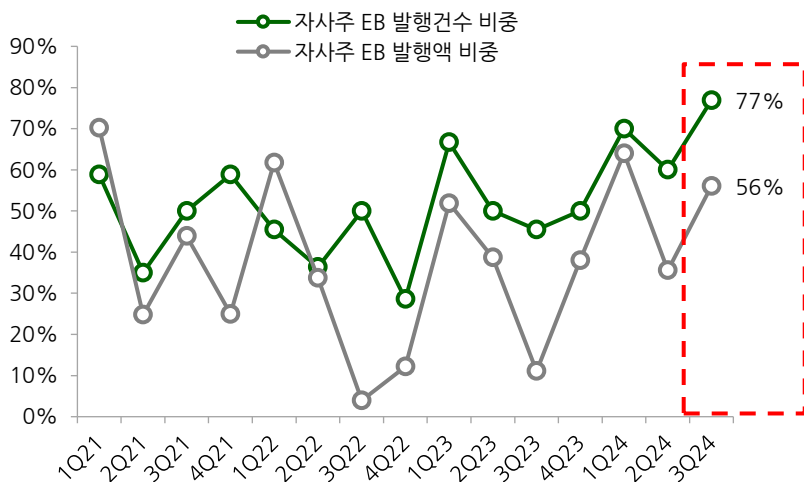


[자사주] 증가하고 있는 자사주 EB 발행

발행금리 0%의 매력

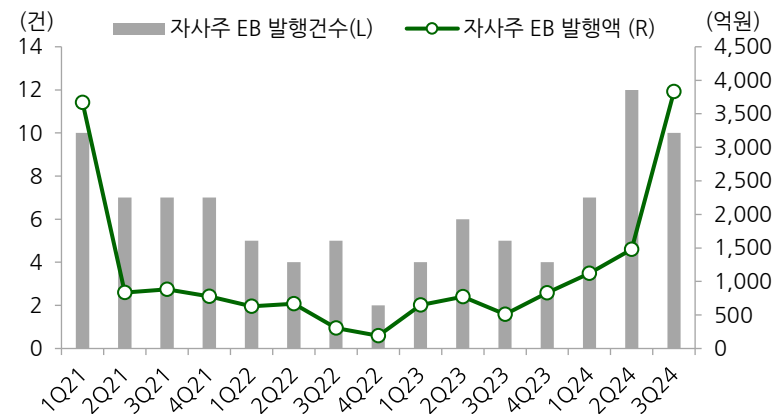
- 최근 자사주를 기초로 발행하는 EB 건수와 전체 EB 발행내역 내 자사주 EB의 비중이 증가
- 자사주 EB의 경우 대다수가 0% 금리로 자금을 조달해 발행 기업 입장에서는 이자 비용 절감의 효과가 커 장점
- 또한, 만기 시 자사주를 지급해 지분율이 하락할 우려 없음
- 일부에서는 정부의 자사주 공시 규제 강화에 대응하는 것이 아니냐는 시선도 존재

전체 EB 발행 내 자사주 EB 발행건수/발행액 비중 추이



주) 2024.09.30 기준, 자사주 EB 이외에는 계열사/타사지분 EB로 구분
자료: 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

분기별 자사주 EB 발행 추이



주) 2024.09.30 기준 / 자료: 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

2024 자사주 EB 발행 목록

발행사	발행일	금리	발행액 (억원)	발행사	발행일	금리	발행액 (억원)
인터로조	2024-09-13	2	100	알서포트	2024-06-20	0	37
농심	2024-09-03	0	1,385	에이피시스템	2024-06-19	0	78
비나텍주식회사	2024-09-02	0	70	디아이	2024-06-18	0	200
카카오게임즈	2024-08-19	0	2,700	AI The뉴트리진	2024-05-21	0	5
어보브반도체	2024-08-13	0	100	제이오	2024-05-09	0	500
어보브반도체	2024-08-13	0	100	한국석유공업	2024-05-09	0	96
디알엑시온	2024-08-09	1	230	윌테크놀러지	2024-04-05	0	17
오스테오닉	2024-08-09	0	50	윌테크놀러지	2024-04-05	0	13
베뉴지	2024-08-06	0	200	뉴온	2024-04-04	0	100
씨에스윈드	2024-07-31	0	446	코아스캠몬	2024-03-26	0	210
자람테크놀로지	2024-07-31	0	23	자화전자	2024-02-20	0	375
크리스토프앤씨	2024-07-31	0	100	레이홀딩스	2024-02-19	0	139
호텔신라	2024-07-05	0	1,328	레이홀딩스	2024-02-15	0	103
유니드	2024-06-25	0	400	레이홀딩스	2024-02-13	0	143
에프엔에스테크	2024-06-25	0	96	남성	2024-02-01	0	50
선익시스템	2024-06-21	0	180	조광페인트	2024-01-26	0	100

주) 2024.09.30 기준
자료: 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

[가치주/고배당주 장세] 금리 하락에도 불구하고 상대강도 강화

가치주, 고배당주 장세 오랜만에 찾아왔다

- 금리 하락에도 불구하고 강화되는 가치주, 고배당주 상대강도
- 금리 하락기에는 일반적으로 코스닥/성장주 및 Tech와 바이오 업종 강세
=> 그러나 이번에는 금융, 통신, 행동주의 활동 부각된 저평가 가치주 등이 활발하게 거래

순수가치 상대강도와 국고채 3년물 금리



자료 : Wisefn, 신영증권 리서치센터

고배당 상대강도와 국고채 3년물 금리



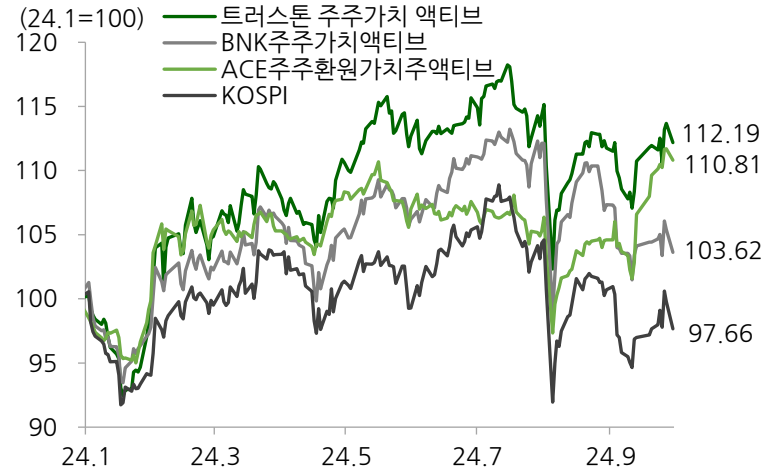
자료 : Wisefn, 신영증권 리서치센터

[밸류업 프로그램] 세제 지원과 밸류업 2차 랠리

비관론에도 불구하고 선전 중인 밸류업 ETF들

- 기업들의 기업가치 제고계획 공시 증가
- 주주환원 관련 ETF는 여전히 KOSPI 성과를 크게 상회 중
 - 트러스톤, BNK, ACE 주주가치 ETF 등
- 밸류업 2차 랠리의 원동력
 - 기획재정부 2025년 세법 개정안 제출
 - 4분기: 밸류업 지수 공개 및 ETF 출시
 - 11~12월 초: 예산안/세법개정안 국회 통과 법정 시한
 - 2025년 2월: 배당기산일 이동(계절성), PR 차익매수
 - 2025년 5~6월: 밸류업 기업 표창과 6월 정기 지수변경
- 야당도 '주식시장 활성화가 필요하다'는 대명제에는 충분히 공감하고 있어 지나치게 비관적일 필요 없어

주요 밸류업 관련 ETF의 연초 이후 성과 : KOSPI 상회



9월

기획재정부
세법 개정안
국회 제출

9월~4분기

밸류업
지수 공개
ETF 출시

11~12월초

예산안/
세법개정안
국회 통과
법정 시한

2025년
2~3월

배당기산일
변경 및
정기주총

2025년
5~6월

밸류업 표창
6월 정기
지수변경

[기업 밸류업 프로그램 현황 점검] 기업 가치 제고 테마 ETF 비교

ETF명	BNK 주주가치액티브	ACE 주주환원가치주액티브	TRUSTON 주주가치액티브	KoAct 배당성장액티브	HANARO 주주가치성장코리아액티브
티커	445690 KS	447430 KS	472720 KS	476850 KS	482870 KS
종목 편입 기준	• 배당과 자사주 매입까지 고려한 주주수익률 상위 기업	• 견고한 펀더멘탈, 장기 성장성 갖췄지만 저평가 된 기업 • 금리 상승 수혜 기업	• 경영진/대주주 주주환원 동기가 발생했거나, 정부 정책 변화 노출로 주주환원 확대 가능성 높은 기업 • 주주행동주의 타겟이거나 앞으로 될 가능성이 높은 기업	• 배당 지급 횟수 등 주주환원 개선 의지 있는 기업에 투자 • 현금 흐름 개선을 통해 주주환원율 높일 의지와 역량을 바탕으로 ROE가 성장하는 기업에 투자	• PBR 하위 30%, PBR 1배 미만, 주주환원 비율 상위 기업 • 저평가 기업, 배당과 자사주 매입 등 주주가치 개선 진행/예정 기업
상장일	2022.10.27	2022.11.15	2023.12.14	2024.02.27	2024.06.11
기초지수	FnGuide 주주가치 지수	FnGuide 올라운드 가치주 지수	코스피200	코스피 지수	iSelect 주주가치성장 지수
종가	13,315 원	12,485 원	11,595 원	9,810 원	10,410 원
NAV	13,306 원	12,477 원	11,602 원	9,806 원	10,392 원
순자산	140 억원	162 억원	173 억원	1,197 억원	130억원
총 수수료	연 0.495%	연 0.70%	연 0.785%	연 0.500%	연 0.60%
1M 수익률	-3.64%	6.06%	+0.39%	-1.43%	1.09%
3M 수익률	-7.01%	4.38%	-3.01%	-2.10%	-2.83%
YTD	2.96%	9.09%	12.19%	2.62%	2.32%
종목 수	43	37	40	41	42
평균 PBR	0.66	0.49	0.6	-	-
평균 PER	11.41	5.35	9.15	-	-
TOP 10 종목	삼성전자 (10.11%) 신한지주 (6.38%) 셀트리온 (6.06%) 하나금융지주 (5.89%) SK하이닉스 (5.58%) 우리금융지주 (4.34%) SK 텔레콤 (3.86%) KT (3.42%) 기아 (2.81%) 기업은행 (2.55%)	세아제강지주 (9.43%) 영원무역홀딩스 (8.14%) 더블유게임즈 (7.04%) 쿠쿠홀딩스 (5.66%) SK 가스 (5.35%) 골프존 (5.30%) 영풍정밀 (4.80%) 현대해상 (4.26%) 광주신세계 (3.82%) KSS 해운(3.72%)	현대차2우B (5.6%) 삼성카드 (5.26%) KB금융지주 (5.20%) NH투자증권 (4.73%) 삼성전자 (4.18%) SK (4.03%) 한국알콜산업 (3.76%) 신한금융지주 (3.64%) 현대엘리베이 (3.63%) 현대글로비스 (3.39%)	현대차 (9.95%) 신한지주 (5.81%) KB금융 (5.35%) 기아 (4.69%) KT (3.95%) 삼성전자우 (3.89%) HD현대 (3.56%) 금호석유 (3.31%) 힐라홀딩스 (2.70%) 키움증권 (2.69%)	SK스퀘어 (6.87%) 현대차 (6.34%) 기아 (5.71%) 삼성생명 (4.36%) 신한지주 (4.11%) POSCO홀딩스 (3.78%) 하나금융지주 (3.54%) KT&G (3.48%) 삼성물산 (3.42%) LG화학 (3.36%)

[기업가치 제고 계획 공시] 9월 밸류업 지수 발표 앞두고 늘어날 것으로 예상

기업가치 제고 계획 공시, 9월 중 늘어날 것

- 5/2 금융위원회 ‘기업가치 제고 계획 가이드라인’을 제시
- 10/1 까지 50여개 공시가 기업가치 제고계획으로 분류
 - 이 중 16곳이 실제로 계획을 공시
 - 나머지는 아직 예고 공시에 그치고 있어
 - 처음에는 상당수가 금융회사들이었으나, 최근 비금융사 가 증가하는 중

기업가치 제고 계획 : 실제 공시한 회사는 아직 16개

날짜	기업	내용
2024-09-27	롯데렌탈	기업가치 제고 계획(자율공시)
2024-09-24	JB금융지주	기업가치 제고 계획(자율공시)
2024-09-05	DB금융투자	기업가치 제고 계획(자율공시)
2024-09-05	디케이앤디	기업가치 제고 계획(자율공시)
2024-09-04	에스트래픽	기업가치 제고 계획(자율공시)
2024-08-28	현대자동차	기업가치 제고 계획(자율공시)
2024-08-22	미래에셋증권	기업가치 제고 계획(자율공시)
2024-08-14	DB하이텍	기업가치 제고 계획(자율공시)
2024-08-14	에프앤가이드	기업가치 제고 계획(이행현황)
2024-08-14	메리츠금융지주	기업가치 제고 계획(이행현황)
2024-07-26	신한지주	기업가치 제고 계획(자율공시)
2024-07-25	우리금융지주	기업가치 제고 계획(자율공시)
2024-07-04	메리츠금융지주	기업가치 제고 계획(자율공시)
2024-06-26	콜마홀딩스	기업가치 제고 계획(자율공시)
2024-05-31	에프앤가이드	기업가치 제고 계획(자율공시)
2024-05-28	키움증권	기업가치 제고 계획(자율공시)

날짜	기업	내용
2024-09-30	기업은행	기업가치 제고 계획 예고(안내공시)
2024-09-26	애경산업	기업가치 제고 계획 예고(안내공시)
2024-09-26	제주항공	기업가치 제고 계획 예고(안내공시)
2024-09-26	AK홀딩스	기업가치 제고 계획 예고(안내공시)
2024-09-26	애경케미칼	기업가치 제고 계획 예고(안내공시)
2024-09-23	에스엘에스바이오	기업가치 제고 계획 예고(안내공시)
2024-09-13	세아홀딩스	기업가치 제고 계획 예고(안내공시)
2024-09-13	세아베스틸지주	기업가치 제고 계획 예고(안내공시)
2024-09-13	감성코퍼레이션	기업가치 제고 계획 예고(안내공시)
2024-09-12	신세계인터내셔널	기업가치 제고 계획 예고(안내공시)
2024-09-12	광주신세계	기업가치 제고 계획 예고(안내공시)
2024-09-12	신세계	기업가치 제고 계획 예고(안내공시)
2024-09-11	현대엘리베이터	기업가치 제고 계획 예고(안내공시)
2024-09-04	현대모비스	기업가치 제고 계획 예고(안내공시)
2024-09-04	기아	기업가치 제고 계획 예고(안내공시)
2024-08-30	NH투자증권	기업가치 제고 계획 예고(안내공시)
2024-08-30	DB금융투자	기업가치 제고 계획 예고(안내공시)
2024-08-29	LG	기업가치 제고 계획 예고(안내공시)
2024-08-29	포스코퓨처엠	기업가치 제고 계획 예고(안내공시)
2024-08-29	POSCO홀딩스	기업가치 제고 계획 예고(안내공시)
2024-08-29	DGB금융지주	기업가치 제고 계획 예고(안내공시)
2024-08-29	포스코인터내셔널	기업가치 제고 계획 예고(안내공시)
2024-08-26	JB금융지주	기업가치 제고 계획 예고(안내공시)
2024-08-23	지역난방공사	기업가치 제고 계획 예고(안내공시)
2024-08-21	LG전자	기업가치 제고 계획 예고(안내공시)
2024-08-14	하나금융지주	기업가치 제고 계획 예고(안내공시)
2024-08-09	컴투스	기업가치 제고 계획 예고
2024-08-08	KT&G	기업가치 제고 계획 예고(안내공시)
2024-08-07	카카오뱅크	기업가치 제고 계획 예고(안내공시)
2024-07-31	BNK금융지주	기업가치 제고 계획 예고(안내공시)
2024-06-28	콜마비엔에이치	기업가치 제고 계획 예고
2024-06-26	HK이노엔	기업가치 제고 계획 예고
2024-06-24	우리금융지주	기업가치 제고 계획 예고(안내공시)
2024-06-20	콜마홀딩스	기업가치 제고 계획 예고(안내공시)
2024-06-14	DB하이텍	기업가치 제고 계획 예고(안내공시)
2024-05-27	KB금융	기업가치 제고 계획 예고(안내공시)

자료 : 금융위원회, 연합뉴스, 신영증권 리서치센터 (2024년 10월 1일 기준)

[지배구조특례법] 2025년 3월 주주총회 영향권

야당의 부스트업 프로젝트

- (당근) 정부와 여당 '밸류업 프로그램' 추진 vs. (채찍) 야당은 규제 중심의 '부스트업 프로젝트' 추진
=> 개미투자보호법 : 상법과 자본시장법에 흩어져 있는 특례조항을 한데 묶어 '상장회사 지배구조 특례법' 제정 추진
- (자산 2조 원 이상의 상장기업) 상법 개정 추진
 - 1) 이사의 충실의무 대상을 회사에서 주주로 확대 / 2) 감사위원 분리선출을 확대
 - 3) 독립이사(사외이사)를 3분의 1로 확대 / 4) 전자주총과 현장주총을 병행 / 5) 집중투표제 의무화
=> 기업들의 반대가 많은 내용이라 그대로 시행된다고 보긴 어렵겠지만, 국회 정무위원회와 기재위 소속 의원들이 주축이라 추진 동력은 매우 강한 편. 수정 및 보완을 거쳐 2025년 3월 주주총회에 영향을 줄 가능성



[기타] 펀드 의결권 행사 가이드라인 : 운용사 통해 기업들을 감시/독려

금융감독원, 내년부터 펀드의 의결권 행사도 꼼꼼히 들여다본다

- 의결권 공시대상 법인 : 펀드 자산총액의 5% or 100억원 이상을 보유하고 있는 주식을 발행한 법인
 - '23.10월 "자산운용사 의결권 행사 가이드라인" 개정 => '24.08월 펀드 의결권 행사 및 공시 현황 점검
- (24.08 금융감독원 펀드 의결권 행사 현황 조사) 의결권 공시대상 법인은 59% 행사 vs. 그 외 법인은 27%만 행사
 - 또한, 의결권 공시 여부와 무관하게 찬성 의견이 94% 육박 (반대는 4.5% 불과)
 => 향후 펀드 의결권 행사/공시가 형식적인 법령 준수에 그치지 않도록 개선을 유도하고 모니터링하겠다는 입장

< 펀드 의결권 행사 현황 (단위 : 종목, %) >

구분	보유 종목 수*		행사율		행사 방향		
	(A)	비중	행사 종목수(B)	행사율 (B/A)	찬성	반대	중립
의결권 공시대상 법인	9,349	4.8	5,473	58.5	94.6	2.6	2.8
기타 법인	183,787	95.2	49,649	27.0	93.3	4.7	2.0
합계	193,136	100.0	55,122	28.5	93.5	4.5	2.0

* 펀드별 의결권 행사로 인해 각 펀드가 보유하고 있는 중복 종목 포함

< 의결권 행사·불행사 사유 기재 현황 (항목별 중복 가능, 단위 : 개사, %) >

구분	유형별 불성실 기재						적정 기재	점검대상 운용사
	주주총회 영향 미미	주주권 침해 없음	특이사항 없음	세부지침 언급*	기타	미기재		
운용사수 (비중)	87 (31.8)	71 (25.9)	30 (10.9)	34 (12.4)	75 (27.4)	2 (0.7)	8 (2.9)	274 (100.0)

* 구체적인 세부지침을 언급하지 않고 세부지침에 따라 찬성했다고 기재(11개사는 세부지침 미공시)



III. 주주환원 팩터 포트폴리오

- 코리아 밸류업 지수 무엇이 다른가 : 기존 대표지수와의 차별점
- 주주환원 관련 팩터에 주목하자



[코리아 밸류업 지수] 무엇이 다른가? : 기존 대표지수와 차별점

기업 밸류업 지수의 구성 의의와 목적

- 밸류업 지수의 경우 연1회 종목 변경이 이루어지며 향후 밸류업 공시 참여 및 표창기업 선정 여부에 따라 우대 예정
- 기관 참여 확대 및 관련 상품화 촉진, 신규수요 창출을 위해 코스피 200 등 시장 대표지수와 차별화
 - (질적요건 도입) 밸류업 지수만의 특성을 반영한 다양한 질적 요건 도입, 시총 상위기업이라도 배제 가능
 - (비중상한제 도입) 개별종목의 지수내 비중상한을 15%로 제한해 기존 대표지수와 상관계수 감소
 - 초대형주(삼성전자, SK하이닉스)의 지수 내 영향도 축소

밸류업 지수 및 코스피 200 지수 산출기준 비교

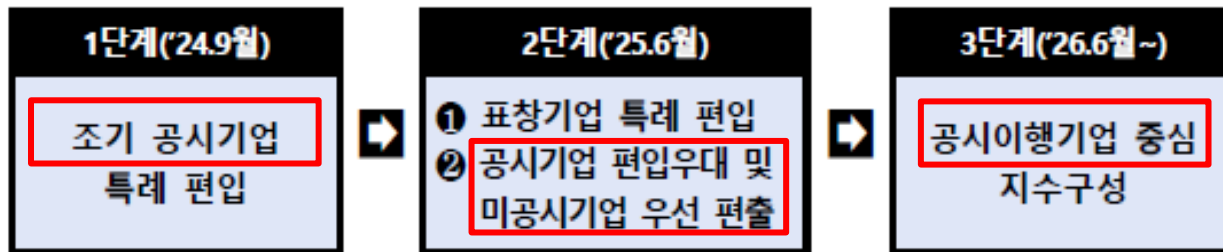
구 분		밸류업지수	코스피 200
구성종목수		100	200
유니버스		유가증권시장+코스닥시장	유가증권시장
선 정 기 준	계량요건	시가총액, 거래대금, 유동비율	시가총액, 거래대금, 유동비율
	질적요건	수익성, 주주환원, 시장평가, 자본효율성, 밸류업 공시여부 등	X
	산업분류	GICS*	GICS*
비중상한		15%	X
특 징		밸류업지표 우수기업 중심	시가총액 상위기업 중심

[코리아 밸류업 지수] 시장 기대와 정책 의도의 미스매치

거래소는 불가피하게 고(高) PBR로 인덱스를 구성 : 밸류업 계획 공시의 저조한 참여율

- (저(低) PBR로 구성) 밸류업 계획 공시한 기업 & 낮은 저(低) 밸류 종목으로 구성
 - 밸류업 계획에 따라 BPS를 상각(B ▼)하거나 주가를 부양(P ▲)해 PBR을 높이는 방식으로 기업가치를 개선
- (고(高) PBR로 구성) 밸류업을 잘 이행한 기업들로 인덱스를 구성
 - 결과적으로 고(高) 밸류 종목 다수 포함. 기업들이 체감할 수 있는 경제적 효익을 부여해 자발적인 밸류업을 유도
- 정책당국은 애당초 밸류업 공시 기업을 대상으로 밸류업을 이끌어가는 ‘저(低) PBR 방식’을 의도. 그러나 밸류업 계획 공시의 참여율이 저조해 불가피하게 ‘고(高) PBR’ 방식으로 인덱스를 구성
- 차선책으로 선(先) 개괄적 지수구성 이후 밸류업 공시 여부 및 계획 이행을 절대적 기준으로 적용

코리아 밸류업 지수 : 선(先) 개괄적 지수구성 & 밸류업 이행 여부를 절대 기준으로 적용



[코리아 밸류업 지수] 특징 (1) : 고른 시장분포 & 고른 업종분포

거래소의 정책적 의도 : 업종 전반에 걸친 자발적 밸류업 유도

- 그동안 밸류업 정책의 수혜 효과는 코스피의 대형주와 금융주 등 특정 시장과 업종을 중심으로 발생
- 이번 밸류업 인덱스는 ‘거래소 : 코스닥 = 7:3’을 절대 비중으로 설정하고 업종별 차이를 고려해 편입 기준 적용
- 이는 그동안 특정 업종과 시장에 편중되어 발생한 밸류업 매수세를 업종 전반으로 확산시키겠다는 정책적 의지
- 실제로 ‘KRX 코리아 밸류업 지수’는 총 100개 종목으로 구성되며 정보기술(24%), 산업재(20%), 헬스케어(12%) 등 전체 산업군에 걸쳐 고른 업종 분포를 갖게 됨

밸류업지수 산업군 분포 : 정보기술 > 산업재 > 헬스케어

《 밸류업지수 구성종목의 산업군별 분포 》

구분	정보 기술	산업재	헬스 케어	자유 소비재	금융/ 부동산	소재	필수 소비재	커뮤니 케이션	에너지	합계
종목수	24	20	12	11	10	9	8	5	1	100

자료 : KRX

코리아 밸류업 지수 편입 기준 : 업종별 차이 고려

(시장 대표성) 시가총액 상위 400위 이내 (전체 누적시총의 90% 수준)
(수익성) 최근 ‘2년 연속 적자’ 또는 ‘2년 합산 손익 적자’가 아닐 것
(주주환원) 최근 2년 연속 ‘배당’ 또는 ‘자사주 소각’ 실시 여부
(시장평가) 2년 평균 PBR 순위가 ‘전체’ 또는 ‘산업군’에서 상위 50% 이내일 것
(자본효율성) 상기 네 가지 요인 부합 기업 중 2년 평균 ROE 순위비율 상위 100종목

자료 : KRX

[코리아 밸류업 지수] 특징 (2) : 시가총액, 수익성, 유동성 등 최소요건 必

밸류업 계획 공시 기업 中 최소요건 미충족 기업 발생

- 이번 밸류업지수 편입기준에는 시총(누적 시총기준 90% 수준), 수익성, 유동성의 최소요건이 존재
- 거래소는 밸류업 초기 공시기업을 위주로 지수를 구성하고자 했음
- 밸류업 공시 완료했음에도 최소요건 미충족하며 탈락한 종목들에 주목할 필요. 최소요건인 만큼 상대적으로 개선 용이해 다음 리밸런싱에 편입될 가능성 有
 - 1) 공시 완료 기업 中 시총기준 미충족 : 에프앤가이드, 에스트레픽, 디케이앤디, DB금융투자
 - 2) 공시 완료 기업 中 밸류업 참여 미충족 : KB금융, 하나금융지주특히 2)의 경우 24년 1분기 전후 더 강한 밸류업 계획 공시할 가능성(프리미엄 발생)

코리아 밸류업 지수 : 시총, 수익성, 유동성 측면 최소요건 존재

시가총액	수익성	유동성	기타 자격요건
시총 상위 700위 이내일 것	2년 연속 적자 미해당 등	거래대금 상위 80% 이내일 것	유동비율 10% 미만, 관리/투환/실질심사 자본잠식, 기타 부적합 종목 등에 해당하지 않을 것

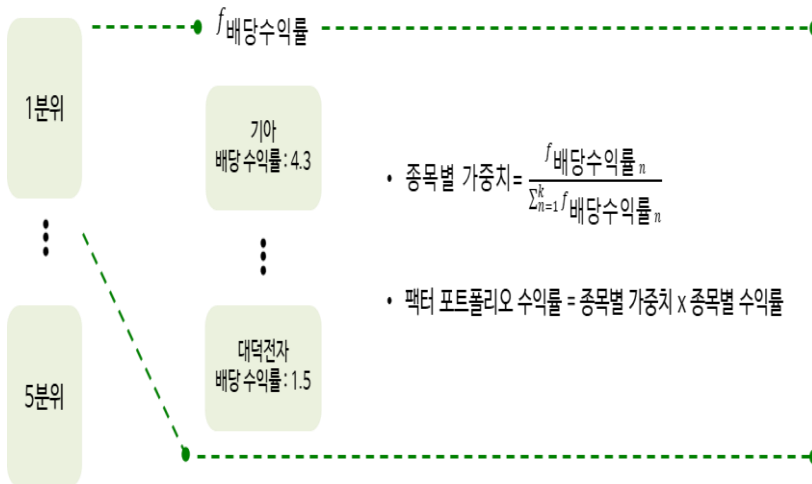
자료 : KRX

[추천 밸류업 전략] 밸류업 수혜 조건 : 주주환원 정책 확대 기업

밸류업 프리미엄은 주주환원 정책 확대 기업을 중심으로 발생할 것

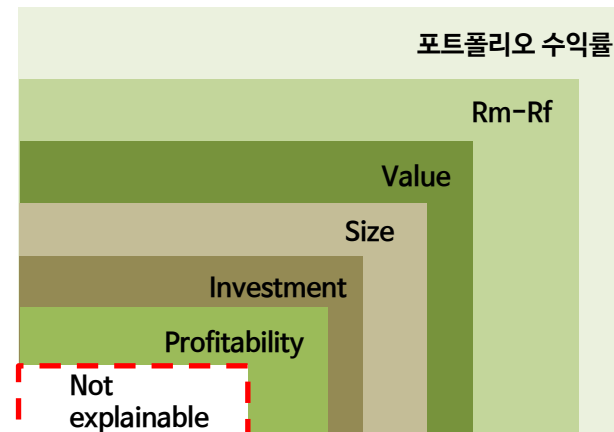
- 밸류업 정책의 핵심 목적은 1)자본 효율성 확대와 2)주주가치를 제고하여 주식 보유로 얻게 되는 효익을 증진
- 따라서 밸류업 기업은 자본(Equity)을 줄여 ROE(=이익/자본)를 개선하거나 배당을 확대할 유인이 생김
=> 이는 1)자사주 매입이나 2)배당정책 확대와 같은 기업 행동으로 나타나며 밸류업 프리미엄이 발생
- 주주환원 팩터를 기준으로 투자하는 시나리오를 가정하여 백테스팅('23년말 이후/ 매월 말 리밸런싱)
- 한국증시 내 전체 주주환원 팩터 중 전략적으로 유효한 팩터를 골라내 향후 밸류업 스크리닝 전략으로 제시

모델 포트폴리오 수익률 생성 : 팩터 가중 방식



자료 : 신영증권 리서치센터

파마 프렌치 5팩터 통계검정 원리 : 설명 불가능 상수를 검정



자료 : 신영증권 리서치센터

[추천 밸류업 전략] 밸류업 팩터 활용 : 이익잉여금, 배당액, 자사주지분율

밸류업 수혜 팩터 : 주주환원 확대 여력 및 가능성을 의미하는 팩터가 효과적

- 초과수익 부분의 t-통계량이 1.96 이상이면 유의수준 95% 수준에서 해당 통계치를 신뢰할 수 있다는 의미
- 이익잉여금과 배당액이 통계적으로 유의미한 밸류업 프리미엄을 발생
- 자사주 지분율은 통계적 유의성을 낮지만 유의미한 통계량을 지니고 있음

FF5 통계검정 결과 : 이익잉여금, 배당액, 자사주지분율 팩터가 전략적으로 유효한 것으로 나타남

항목	초과수익 (const)	HML	SMB	Market
beta_이익잉여금	0.003	0.267	0.306	0.931
t-stat_이익잉여금	(3.460)	(11.236)	(0.146)	(18.235)
beta_배당액	0.003	0.403	-1.284	0.825
t-stat_배당액	(2.552)	(11.528)	-(0.417)	(11.004)
beta_자사주지분율	0.003	0.155	4.656	0.335
t-stat_자사주지분율	(1.648)	(3.418)	(1.163)	(3.438)
beta_배당수익률	0.002	0.214	2.352	0.042
t-stat_배당수익률	(0.456)	(2.122)	(0.265)	(0.195)
beta_시가총액	0.000	-0.047	-3.284	0.969
t-stat_시가총액	(0.362)	-(1.646)	-(1.304)	(15.780)
beta_DPS	0.000	0.240	4.196	0.677
t-stat_DPS	-(0.020)	(5.906)	(1.175)	(7.774)
beta_현금자산	0.000	0.172	3.609	0.447
t-stat_현금자산	-(0.033)	(3.837)	(0.913)	(4.637)
beta_자사주매입수	-0.002	0.243	-10.965	0.138
t-stat_자사주매입수	-(0.574)	(2.914)	-(1.495)	(0.774)
beta_ROE	-0.002	-0.255	-0.427	0.469
t-stat_ROE	-(0.845)	-(4.072)	-(0.077)	(3.487)
beta_FCF	-0.002	0.006	-2.093	0.348
t-stat_FCF	-(0.948)	(0.093)	-(0.381)	(2.597)

자료: 신영증권 리서치센터

[추천 밸류업 전략] 잉여금 적립 여력을 토대로 주주환원 확대 가능성 반영

통계적으로 유효한 밸류업 팩터를 분류. 이를 활용한 스크리닝 전략 제시

- (1)~(4) 필터링 조건을 순서로 스크리닝을 진행
- 스크리닝 전략은 결과적으로 주주환원 정책에 친화적인 기업을 골라내는 효과가 나타남
- 1) EPS 평균변화율: 개별 기업과 업황의 이익추정치 흐름을 나타냄
- 2) 자사주지분율: 자사주지분율이 높게 유지되어 EPS 및 DPS 확대에 이어지는 기업으로 높은 자사주지분율을 유지할수록 지속적인 자사주 매입과 소각 가능성도 존재
- 3) 이익대비 배당액 및 잉여금 규모: 유보금 적립 여력과 주주환원 정책 확대 가능성을 의미

모델 포트폴리오 수익률 생성 : 팩터 가중 방식

팩터	연율화 수익률	샤프비율
이익 잉여금	24.8%	1.349
배당액	24.6%	1.191
자사주 지분율	14.7%	1.683
시가총액	14.2%	1.042
배당 수익률	6.4%	0.537
DPS	3.5%	0.246
현금자산	1.7%	0.165
ROE	-2.7%	-0.293
자사주 매입수	-4.1%	-0.308
FCF	-5.9%	-0.722

자료 : 신영증권 리서치센터

파마 프렌치 5팩터 통계검정 원리 : 설명 불가한 상수를 검정

- (1) 시가총액 5천억 이상 기업 리스트
- (2) 이익개선 및 배당 지속성 : 최근 3개 분기 EPS 평균변화율
- (3) 배당 가능성과 높은 배당 성향 : 자사주지분율 5% 이상
- (4) 과거 배당 성향과 배당 재원을 반영 : 이익대비 배당액 0.02% 이상, 이익대비 이익잉여금 0.3% 이상

자료 : 신영증권 리서치센터

[추천 밸류업 전략] 2024.5.14 기준 스크리닝 결과 (1)

실제 주주환원 정책을 이어오거나 신규로 확대하기 시작한 종목군 선별

- 유한양행, CJ, DI 동일 등 주주가치 제고가 활발하게 일어난 제약, 대형지주사 업종을 중심으로 스크리닝 결과 도출
- 스크리닝 이후 밸류업 추진에 따라 이들 기업을 중심으로 배당, 자사주 매입 및 소각 등 주주환원 정책이 확대되었음

유효 배당 팩터를 활용한 배당 스크리닝 전략 ('24.5.14일 기준)

종목코드	종목명	시가총액 (전체, 십억원)	EPS 평균변화율 (3개 분기, QoQ)	보통주 자사주지분율	이익대비 배당액	이익대비 이익잉여금	P/B(Avg.)
A000070	삼양홀딩스	596	115.5%	13%	0.04%	2.57%	0.27
A000100	유한양행	5,888	134.4%	8%	0.06%	3.35%	2.33
A001040	CJ	4,418	351.9%	7%	0.08%	1.35%	1.04
A001530	DI동일	656	96.5%	23%	0.59%	57.90%	1.16
A002030	아세아	548	32.2%	20%	0.05%	3.91%	0.73
A003570	SNT다이내믹스	532	17.6%	33%	0.04%	1.68%	0.44
A006040	동원산업	1,773	18.7%	29%	0.03%	0.72%	0.52
A007340	DN오토모티브	822	2.1%	14%	0.05%	1.65%	0.93
A012630	HDC	502	21.2%	16%	0.03%	7.17%	0.16
A012750	에스원	2,394	8.4%	11%	0.04%	0.73%	1.27
A029780	삼성카드	4,472	8.1%	8%	0.03%	0.72%	0.42
A032830	삼성생명	17,900	2.0%	10%	0.05%	0.92%	0.34
A090460	비에이치	748	1580.4%	9%	0.05%	1.90%	1.64
A192400	쿠쿠홀딩스	717	2.4%	13%	0.09%	2.63%	0.88
A053800	안랩	651	62.3%	12%	0.03%	0.70%	2.11

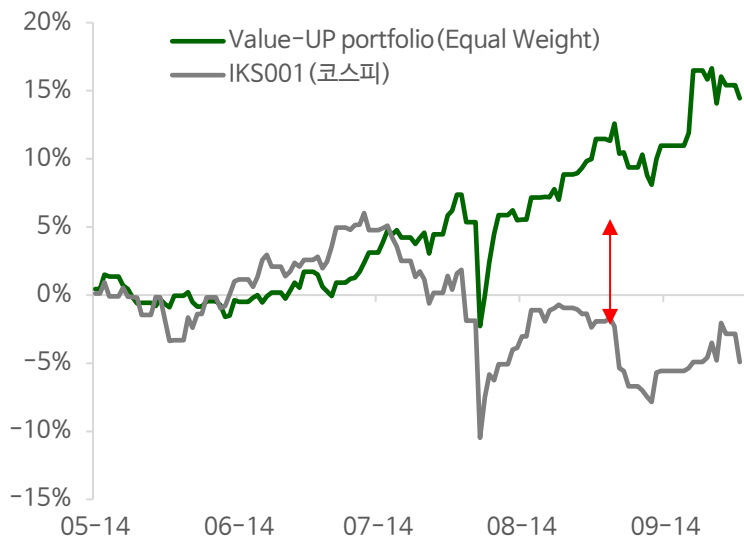
자료 : 신영증권 리서치센터

[추천 밸류업 전략] 2024.5.14 기준 스크리닝 결과 (2)

특히 변동성 완화되며 8월 급락장에서도 좋은 성과를 나타냄

- 최초 스크리닝 시점인 5/14 이후 9/30까지의 누적 성과를 분석
- 지난 8월초 미 대선 불확실성, 경기침체 우려, 앵캐리 트레이딩 등 증시 변동성 확대되었음에도 지난 5월 구성된 밸류업 포트폴리오는 8월 급락장을 성공적으로 방어해냈음
- 전반적으로 최초 포트폴리오 편입 이후 변동성 완화된 움직임을 보이며 점진적 우상향하는 성과 추이를 나타냄
- 샤프비율과 누적수익률, 히트레시오 측면에서 코스피 성과를 상회하며 안정적인 초과수익 창출 가능성을 보임

밸류업 수혜 포트폴리오 vs. 코스피(ICS001) 성과



자료 : 신영증권 리서치센터

밸류업 포트폴리오 성과 분석 : 8월 급락을 방어

	연율화 수익률	연율화 변동성	샤프 비율	누적 수익률	히트 레시오
밸류업 포트폴리오 (Equal Weight)	29.15%	16.11%	1.81	14.44%	72.14%
코스피 (ICS001)	-7.03%	18.65%	-0.38	-4.91%	70.00%

자료 : 신영증권 리서치센터

[추천 밸류업 전략] 2024.09.20 기준 업데이트

주주환원 관점 밸류업 프리미엄 발생 종목 : 자사주 이슈 관련종목을 중심으로 구성

종목코드	종목명	시가총액 (전체, 십억원)	EPS 평균변화율 (3개 분기, QoQ)	보통주 자사주지분율	이익대비 배당액	이익대비 이익잉여금	PBR
A012630	HDC	679	0.0%	16%	0.03%	6.91%	0.11
A002030	아세아	541	1.8%	21%	0.03%	3.25%	0.21
A000070	삼양홀딩스	715	332.9%	13%	0.04%	2.37%	0.22
A009970	영원무역홀딩스	1,215	12.3%	15%	0.06%	0.43%	0.22
A001040	CJ	4,161	21.0%	7%	0.08%	1.46%	0.23
A145990	삼양사	520	20.4%	6%	0.02%	0.51%	0.27
A002790	아모레G	2,387	189.5%	8%	0.10%	5.56%	0.34
A001720	신영증권	1,291	13.9%	21%	0.02%	0.83%	0.36
A003690	코리안리	1,381	247.0%	11%	0.04%	0.98%	0.38
A032830	삼성생명	19,980	17.1%	10%	0.04%	0.79%	0.43
A007340	DN오토모티브	1,021	26.7%	12%	0.02%	1.04%	0.48
A029780	삼성카드	5,005	10.6%	8%	0.03%	0.65%	0.56
A028260	삼성물산	26,864	5.9%	9%	0.04%	1.02%	0.58
A011780	금호석유	3,879	11.4%	17%	0.04%	1.39%	0.58
A192400	쿠쿠홀딩스	829	13.4%	13%	0.08%	2.54%	0.65
A007310	오뚜기	1,707	5.7%	14%	0.02%	1.06%	0.69
A192080	더블유게임즈	1,063	2.2%	8%	0.02%	0.68%	0.71
A003570	SNT다이내믹스	856	88.4%	33%	0.02%	0.81%	0.77
A090460	비에이치	627	7.5%	9%	0.02%	1.06%	0.83
A000810	삼성화재	18,408	76.0%	16%	0.03%	0.51%	0.94
A035250	강원랜드	3,793	32.9%	5%	0.07%	1.31%	0.96
A215200	메가스터디교육	501	1060.0%	6%	0.02%	0.30%	1.02
A036570	엔씨소프트	4,015	36.2%	10%	0.12%	6.72%	1.14
A001530	DI동일	915	268.9%	23%	0.22%	22.05%	1.16
A012750	에스원	2,246	4.4%	11%	0.05%	0.78%	1.26
A033780	KT&G	13,958	34.1%	15%	0.06%	0.79%	1.27
A030000	제일기획	2,048	42.8%	12%	0.12%	0.72%	1.35
A053800	안랩	511	152.7%	12%	0.04%	0.72%	1.58
A000100	유한양행	11,849	150.0%	8%	0.09%	5.53%	5.15

자료 : 신영증권 리서치센터

Compliance Notice

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.