



키움증권

리서치센터 투자전략팀

I Market Analyst 김지현 jeehyun12@kiwoom.com

밸류업 2차 세미나: 방향성은 변함없으나, 세제혜택은 미지수

SUMMARY

- ✓ 기존 내용과 크게 달라진 점 없었으나, 시사점은 1) 이행가능한 중장기 사업 계획 수립 및 주주소통의 필요성에 대한 공감대 형성, 2) 공시 의무화, 페널티 보다는 인센티브 제공을 통한 자율적 참여 장려 기조 재확인
- ✓ 핵심이 되는 주주환원 증가액에 대한 법인세 부담 완화, 배당소득 분리과세 등 세제혜택 내용은 또다시 배제. 총선 이후 야당의 반대로 밸류업 프로그램 세제 인센티브, 금투세 폐지 공약 등 정책동력의 약화 우려 부각. 그럼에도 긍정적인 부분은 세제 부분을 제외한 상법 개정 및 스튜어드십 코드 개정은 예정대로 추진 가능하며 소액주주 증시 참여 확대 기조 및 밸류업 방향성은 유효하다는 점.
- ✓ 정책 불확실성 부각되며 총선 전후로 저 PBR 주들은 1~2 월 상승폭 반납, PBR 연초수준으로 회귀. 세제 인센티브가 확정되지 않는다면 연초와 같은 강한 상승세가 나타나기는 어려울 수 있음. 그럼에도 해당기간 외국인 순매수 유입 지속되었고 밸류에이션 부담 없기 때문에 5월 중 자율공시 시작 및 참여 기업 확인 이후 반등 여력 존재

‘페널티’보다는 ‘Peer Pressure가 존재하는 자율성’

지난 2월 26일 1차 세미나 이후 자문단 구성 및 간담회가 진행되어 왔고, 5월 2일에 6월 가이드라인 확정을 위한 2차 의견 수렴 세미나 진행. 이날 기업가치 제고 계획 가이드라인 및 해설서 제정안 예시 공개 및 5월 중 확정 추진, 거래소 홈페이지 구축(5월 중), 준비된 기업부터 자율 공시 시작(5월 중), 밸류업 지수 개발(3분기 중), ETF 개발(4분기 중) 타임라인은 단축. 가이드라인에 따라 매년 1회 주기적으로 밸류업 계획을 자발적으로 공시, 공시하지 않는다면 코리아 밸류업 지수 편입, 법인세 감면 등의 인센티브 혜택에서 제외.

기존 내용과 크게 달라진 점 없었으나, 시사점은 2가지

- 1) 국내 증시 활성화를 위해 해외투자자 및 글로벌 시장을 타겟으로 해야한다는 측면에서, 이행 가능한 중장기 사업 계획 수립 및 주주소통의 필요성에 대한 공감대 형성
- 2) 공시 의무화 및 페널티 보다는 인센티브 제공을 통한 자율적 참여 장려 기조 재확인. 밸류업프로그램에 참여하는 기업과 참여하지 않는 구분되므로 기업입장에서는 반강제성이 존재한다는 입장. 공시 의무화 및 페널티를 부과한다면 형식적인 수준에 그칠 가능성이 높음. 따라서 초반에는 의지가 있는 기업들의 자발적 참여 및 인센티브로 장려하는 방식으로 진행, 이후 동종업계의 다른 기업들의 참여를 이끌어내는 선순환 구조가 이상적이라는 것이 근거.

1차 세미나 당시 밸류업 미달 기업 거래소 퇴출 등 패널티를 기반으로 한 강제성, 상법개정 논의가 배제되어 실망 매물을 유발. 금번 세미나에서 자율성에 대한 우려는 어느정도 해소되었으며 인센티브 방안 역시 확정되었다는 점은 긍정적. 다만 아쉬운 부분은 핵심이 되는 배당·자사주 소각 등 주주환원 증가액에 대한 법인세 부담 완화, 배당확대 기업 주주의 배당소득에 대한 분리과세 등 세제혜택 내용은 추후 발표를 예고했다는 점.

총선 이후에도 밸류업 프로그램 지속성은 이상 무, 상반기 중 상법 개정 논의 가능성

총선 이후 여소야대 국면 현실화로 정책동력 약화 우려 존재. 특히 입법이 필요한 밸류업 프로그램 세제 인센티브, 금투세 폐지 공약의 진행에 있어 정체가 예상되는 상황. 이는 세제 측면에서, 정부의 법인세 부담 완화 기조 vs 민주당의 법인세 최고세율 대상 확대 기조가 충돌하기 때문. 여당은 자사주 소각, 배당확대 등 주주환원 증가액 일부에 법인세 부담 완화, 배당 확대기업 주주의 배당소득세 부담 경감 등을 추진하려고 하고 있으나 야당은 법인세, 배당소득세 감면은 부자 감세를 이유로 반대.

반면, 기업 지배구조 개선 측면에서, 세제부분 제외 상법 개정 및 스튜어드십코드 개정은 예정대로 추진 가능하며 소액주주 증시 참여 확대 기조는 유지될 것으로 예상. 코리아 디스카운트 해결을 두고 여야의 공통 공약은 1) 불법 공매도 처벌 강화, 2) 소액주주를 고려한 상법 개정.

- 1) 금융당국 일각에서는 6월 공매도 재개 및 공매도 가능 종목 확대, 공매도 전산화 논의 이루어지고 있으며, 여당은 불법 공매도로 얻은 이익이 5억원 이상인 경우 처벌을 강화하는 자본시장법 개정안 발의
- 2) 여당은 이사회 책임을 강화하는 상법 개정 방안 검토 중. 야당은 이사의 충실의무 조항 내 '주주의 비례적 이익'이 포함되도록 하는 상법개정안 발의, 상장회사 공개 매수시 의무매수물량 100%로 확대 적용 등 입법 추진

지난 3월 14일 간담회에서도 1차 세미나 당시 미흡했던 스튜어드십 코드 개정 논의 진행. '투자대상회사의 중장기적 가치를 제고할 수 있도록 주기적 점검 실시' 원칙에 '중장기적 가치 제고 위한 전략 수립·시행(현황 진단 → 계획 수립 → 이행 및 평가)' 내용 추가. 스튜어드십 코드 역시 2014년 이후 회사법 개정, 거버넌스 코드 도입 등을 추진해온 일본의 사례를 벤치마크 하여 향후 보완될 수 있다고 전제한다면, 소액주주 권리 보장, 사업전략, 리스크, 지배구조 등 비재무 정보의 투명성, 독립 사외이사 확보 등의 내용으로 구체화될 수 있음. 일본 거버넌스 코드의 경우 "Comply or Explain" 원칙에 따라 원칙을 따르지 않는 기업들에 설명을 요구하고 시정하도록 함.

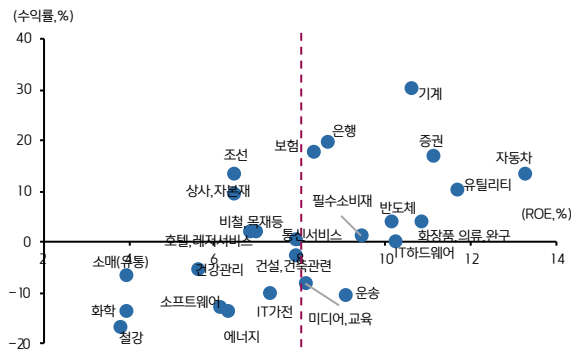
공시 가이드라인, 스튜어드십 코드 가이드라인, 주요 투자지표 비교 공표 등 핵심 내용들은 기존 예정대로 '24년 상반기 중 발표될 것으로 기대. 또한 지난 1차 세미나에서 언급된 자본시장 선진화 주요 과제 중 일반주주 보호 강화 (물적분할, 내부자거래 사전공시, 의무공개매수, 전환사채, 자사주, M&A 등 관련 제도개선) 내용 중 6월 자사주 관련 제도개선(자사주 매입 소각 의무화 및 세제 인센티브 부여), 9월 M&A 관련 제도 개선(의무공개 매수물량 100%로 확대, 인적분할 시 자사주에 대한 신주 배정 금지) 논의 이루어질 것으로 언급.

정책 불확실성이 높았기 때문에 1차 세미나 이후 금융위, 금감원, 거래소 등 정책 입안자들의 후속조치 언급 및 뉴스플로우에 따른 저PBR 주들의 등락폭은 확대되었고, 정책 동력은 단기적으로 부재. 자동차, 은행, 증권 업종은 총선 이전인 3월 25일경부터 차익실현 물량이 출회되었으며 총선 이후 저점 도달, 밸류업 2차 세미나를 앞두고 소폭 반등세를 보임. 해당 기간동안 삼성물산(-13.3%), NH투자증권(-15%), 현대차우(-8.9%), 현대차(-4.1%) 등 1~2월 상승폭 반납, 이에 따라 PBR 역시 연초 수준으로 회귀(자동차 0.6배, 은행 0.43배, 증권 0.64배, 보험 0.46배).

정책이 어느정도 구체화된 가운데 세제 인센티브 법안이 통과되지 않는다면 연초와 같은 강한 상승세가 나타나기는 어려우며 저PBR주에 대한 기관, 개인의 매도세는 불가피. 그러나 외국인 자금이 중요한 가운데 추선 이후에도 외사에서는 코리아 디스카운트 해소를 위한 소액주주의 권리 보호 기조는 여야가 초당파적이라는 점, 동종업계 피어프레서 등 세제혜택 외에도 기업 참여를 이끌어낼 수 있는 수단은 존재한다는 것, 스튜어드십 코드 개정에 힘입은 행동주의 투자자 참여 증가 가능성에 주목하고 있다는 점 감안 시 급격한 매도세는 나타나지 않을 것으로 예상. 해당 기간 외국인 순매수 유입 지속되고 있었고 밸류에이션 부담 없기 때문에 5월 중 밸류업 프로그램 자율공시 시작 및 참여 기업들 확인 이후 반등 여력 존재.

한국 업종별 ROE - 주가수익률(YTD)

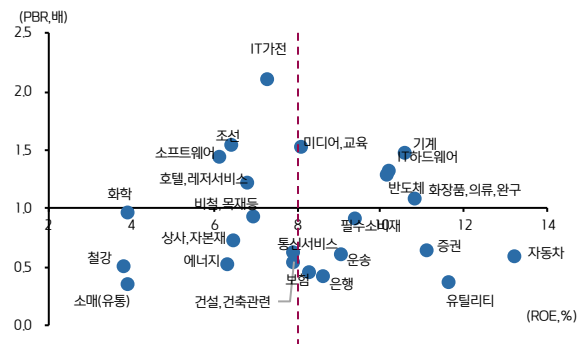
: ROE가 높을수록 수익률도 양호



출처: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터
참고: 디스플레이(ROE -11.4%, 수익률 -11%)

한국 업종별 ROE - PBR

: 자동차, 증권, 은행 등은 여전히 ROE 대비 저밸류



출처: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터
참고: 건강관리(ROE 5.6%, PBR 2.9배) 제외

더불어민주당이 발의한 상법 개정안

현행 상법382조의 3	개정안 내용
이사는 법령과 정관의 규정에 따라 '회사'를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다.	(이용우 의원, 2022) 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 '주주의 비례적 이익과 회사'를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다. (박주민 의원, 2023) 이사는 법령과 정관의 규정 에 따라 '회사와 총주주'를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다.

자료: 의안정보시스템, 키움증권

인센티브 제공: 3대분야 8종의 인센티브, 그러나 세제지원 내용은 제외

분야	인센티브	비고
세무 회계	① 5종 세정지원*	2.26일 발표
	② 주기적 지정 감사 면제 심사시 가점 부여	
	③ 감리 제재조치시 감경사유로 고려	
상장 공시	④ 거래소 연부과금 면제	4.2일 신규발표
	⑤ 거래소 추가-변경상장수수료 면제	
	⑥ 불성실공시 관련 거래소 조치(벌금·제재금 등) 유예	
홍보 투자	⑦ 거래소 공동IR 우선참여 기회 제공	
	⑧ "코리아 밸류업 지수" 편입 우대	2.26일 발표

* ①도법납세자 선정 우대, 세정 Fast-Track (②R&D공제 사전심사, ③법인세 감면 컨설팅, ④부가법인세 경정청구심사 관련), ⑤가업승계 컨설팅

기업 밸류업 관련 주요 간담회·IR 추진경과:

일시	내용	대상
2.27일	해외기관투자자 대상 싱가포르 현지 IR (금융위·유관기관)	투자자
3.7일	「기업 밸류업 자문단」 Kick-off 및 1차 회의 (거래소)	기업·투자자
3.14일	기업 밸류업 관련 기관투자자 간담회 (금융위·유관기관) → 스튜어드십 코드 가이드라인 개정, 코리아 밸류업 지수 개발 방향 발표	투자자
3.22일	주요 경제단체 등 유관기관 간담회 (거래소·유관기관)	기업
3.25일	ACGA(아시아기업지배구조협회) 관련 해외기관투자자 IR (거래소·유관기관)	투자자
3.28일	「기업 밸류업 자문단」 2차 회의 (거래소)	기업·투자자
4.2일	기업 밸류업 관련 회계·배당부문 간담회 (금융위·유관기관) → 3대부문 8종 인센티브 제공방안 발표	기업
4.4일	대표기업(자산10조원 이상 코스피) 간담회 (거래소)	기업
4.11일	「기업 밸류업 자문단」 3차 회의 (거래소)	기업·투자자
4.15일	주요 외국계증권사 대상 IR (거래소)	투자자
4.17일	중견기업(자산2조원~10조원 코스피) 간담회 (거래소) → 기업의 "계획 미달성시 불성실공시 제재 우려" 관련 면책규정 적용방안 발표	기업
4.18일	재계 10대 그룹 대상 설명회 (거래소·유관기관)	기업
4.23일	「기업 밸류업 자문단」 4차 회의 (거래소)	기업·투자자
4.26일	성장기업(코스닥 상장기업) 간담회 (거래소)	기업

자료: 한국거래소, 키움증권

기업 밸류업 프로그램 발표 이전 논의 내용 (1차 세미나에서 제외된 내용 빨간색으로 표시)

우수 상장사 선정 및 인센티브 부여	인센티브 방안	- 국무총리, 금융위원장 표창 - 세무조사 1~3년 유예, 금전 혜택 - 해외 합동 기업 IR - 해외 자산운용사 등 기관투자자와의 IR 프로그램 마련 - 세제 혜택 - 자사주, 배당 법인세 혜택: 자사주 소각 시 비용 인정, 배당 증가분 세액공제 - 개인투자자 배당 혜택: 고배당 기업 투자자에 배당소득세 저율 분리과세 - 대주주, 일반주주 배당소득세 혜택: 배당소득세 감면 및 면제
	선정 기준	- PBR, ROE, ROIC 등 정량화된 재무 지표 - 선(先) 배당액 확정, 후(後) 배당 기준일 지정 제도 등 주주환원 정책 포함
기업가치 제고 계획을 매년 별도의 보고서로 공표		- 한국거래소와 협의해 상장사 업종별 PBR 비교 공시 - PBR이 낮은 기업을 대상으로 공시를 의무화 - 미이행 기업에 대해 공개서한 발송 - 공기업 경영평가에 '상장 공기업의 주주가치 제고' 항목 도입 - 배당 수준의 적정성, 소액주주 보호, ESG 모범 기준 준수 노력 등 - 한국전력, 한전기술, 한전KPS, 한국가스공사, 지역난방공사, 강원랜드, GKL 등 대상
	소액주주의 이익을 높일 수 있는 상법 개정 방향성 제시	- 자사주 제도 개선과 의무공개매수 제도 도입 - 일정 규모 이상 자사주를 보유한 기업의 공시 의무화, 자사주를 처분할 때 처분 목적 등 공시 - 일반 주주의 이익을 보호하기 위해, 상장사 주식을 25% 이상 매입해 최대주주가 되는 경우, 잔여 주주를 대상으로 총 자본의 50%와 1주 이상을 공개 매수

자료: 언론보도, 키움증권

기업 밸류업 프로그램 운영방안 1차 세미나 내용 (2차 세미나에서 확인된 내용 빨간색으로 표시)

대상	항목	내용
기업 - 자발적 참여 유도	기업가치 제고	- 대상 - 코스피·코스닥 상장기업 전체 - 상장기업 ①스스로가 ②중·장기적 관점에서 기업가치 제고를 위해 ③각 기업에 적합한 계획을 수립하여 공시·이행 - 기재내용 가이드라인 (가이드라인은 권고로서 자율적 사항) - 현황진단: 자본비용·자본수익성, 지배구조 등을 고려하여 적정 기업가치 수준 평가 - 목표설정: 자본효율성 등을 개선하기 위한 중장기(3년 이상) 목표, 도달 시점 등 설정 - 계획수립: 목표 달성을 위한 구체적 경영전략·방안 및 추진일정 수립 - 이행평가·소통: 계획 이행, 목표 달성 여부에 대한 평가, 주주·외부투자자와의 소통 및 피드백 결과 공개 - 공시방법 - 연 1회 상장기업 홈페이지 및 거래소를 통해 자율 공시 - 연 1회가 기본, 2년차부터는 전년도 계획·이행 평가 포함 - 공시 대상은 '24년 자산 5천억원 이상 코스피 상장사 → '26년 코스피 상장사 전체로 확대
	인센티브 제공	- 세제지원 ('24년 중 마련) - 우수기업 표창 - 매년 5월 기업 밸류업 표창 5중 세제지원 (모범납세자 선정 우대, R&D 세액공제 사전심사 우대, 법인세 공제·감면 컨설팅 우대, 부가·법인세 경정청구 우대, 가업승계 컨설팅), 코리아 밸류업 지수 편입 우대, 거래소 공동IR 개최 시 우선 참여 기회 혜택 제공 - 코스닥 대상 시장기업 선정시 가점, 상장수수료 면제, 불성실 공시법인 지정유예 등 혜택 - 투자자에게 공개 - 기업가치 제고 계획 공시 현황 및 영문 공시 여부를 거래소 홈페이지에 공시 - 매년 5월 백서 발간, 이행 현황을 종합 점검하고 실제 투자지표 개선으로 이어졌는지 분석
투자자 - 시장 평가 및 투자 유도	코리아 밸류업 지수 및 ETF 개발	- 대상 - 기업가치 우수 기업(수익성·시장평가 양호), 기업가치 제고가 기대되는 기업(우수기업표창 등) - 기준 - PBR, PER, ROE, 배당성향, 배당수익률, 현금흐름 등 주요 투자지표를 종합 고려 - 활용 - ETF·펀드 등 금융상품 출시 - 연기금 등 기관투자자도 벤치마크 지표로 참고·활용
	스튜어드십 코드 반영	연기금 등 기관투자자가 기업가치 제고 노력을 투자판단에 활용하도록 유도 ('24년 상반기 중 가이드라인 제정)
	투자지표 비교 공표	- 대상 - 코스피·코스닥 상장기업 전체 - 공표내용 - 공시자료를 토대로 한 현행 PBR·PER·ROE를 분기별(5월초, 6·9·12월말) 공표, 연간 배당성향·배당수익률(5월초)은 연 1회 공표 - 시장별, 업종별 주요 투자지표별 순위 및 개별 상장기업별 현행·최근 5년간 투자지표 제고
거래소 및 유관기관 - 지원 방안	전담 추진체계	- 부서 - 거래소 내 전담부서 신설 - IR 담당자, 애널리스트, 국내외 IB 및 운용사, 상장협, 코스닥협회 등으로 구성된 자문단 구성 - 가이드라인 보완·업데이트, 우수사례 검토, 시장반응 수렴 - 홈페이지 - 거래소 전자공시시스템(KIND)에 탭 신설 - 연도별 기업가치 제고계획, 투자지표, 우수사례 집적 등 아카이브 기능과 기업별 공개여부, 우수법인 공표 등
	상장기업 교육, 컨설팅	- 공시교육 - 전체 상장기업 대상 공시 의무교육 프로그램 외 밸류업 관련 내용을 신설 - 컨설팅·번역 지원 - 중·소규모 상장기업 대상 1:1 맞춤형 컨설팅 및 영문번역 지원
	IR 지원 강화	- 공동 IR 지원 - 기업밸류업 공동 IR 개최, 기업 밸류업 표창 수상 기업, 자문단 선정기업 등 참여

자료: 금융위원회, 한국거래소, 키움증권

2차 세미나 이후 일정: 기업가치 제고 계획 가이드라인 및 해설서 제정안 예시 공개 및 확정 (5월 중), 거래소 홈페이지 구축 (5월 중), 준비된 기업부터 자율 공시 시작(5월 중), 우수기업 표창 신설 및 백서발간(5월 중) - 밸류업 지수 개발(3분기 중) - ETF 개발(4분기 중)

STEP1 완료	(3~5월) 전방위적 의견수렴 실시				
	2024년	2월	3월	4월	5월
	전담 조직 설치(2.29) 및 자문단 운영(3.7~)	2.29 전담조직 설치	3.7 자문단 발족		
	상장기업 의견수렴(간담회, 설문조사, 세미나 등)	2.26 1차 세미나		상장법인	간담회 등
	가이드라인 확정(지속 보완·발전)				2차 세미나(5.2) & 확정 발표

STEP2

(5월 ~) 기업 밸류업 프로그램 지원 확대

2024년	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
기업가치 제고 계획 공시(5월 이후)	공시 시작							
통합페이지 신설 및 투자지표 제공(5월 이후)	공개 시작							
찾아가는 지역 밸류업 설명회(5월 이후)	집중	실시						
이사회안내(5월말이후)·공시교육·컨설팅·영문번역 지원(6월이후)	안내 시작	교육 등 시작						
밸류업 지수 개발(~9월)					지수 발표			
지수 연계 ETF 등 금융상품 출시(~12월)								ETF 등 출시

자료: 한국거래소, 키움증권

Compliance Notice

- 당사는 5월 2일 현재 보고서의 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

-본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. -본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다. -본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.