



밸류업(Value-up)

20250729

대신경제연구소
ESG 리서치센터

[목차]

- Executive Summary
- 본문
 1. 밸류업 지수 개요
 2. 밸류업 지수 분석
 3. 밸류업 지수 기반 ETF 성과 분석
 4. 시사점 및 제언

※ 보고서 관련 문의

대신경제연구소 ESG리서치센터

우동조 책임연구위원
(dongjo1.woo@daishin.com)

이수경 연구원
(sukyung.lee@daishin.com)

밸류업 지수, 얼마나 성공적이었나?

- 밸류업 지수 및 금융상품 성과 분석

Executive Summary

2024년 2월 금융당국은 국내 주식시장에 만연한 이른바 '코리아 디스카운트'를 해소하고 기업가치 제고를 유도하기 위해 기업 밸류업 지원방안을 발표하였다. 이는 기업들의 자본효율성과 주주환원이 미흡하여 주가가 저평가되어 있다는 인식에서 출발한다.

밸류업 공시 1년을 맞이하여 공시 성과를 분석한 이전 보고서*에서는 밸류업 공시 이행 여부에 따른 기업들의 주가 성과를 분석하고, 공시 내용에 따른 초과 성과에 대해 연구한 바 있다. 본 보고서에서는 그 후속 연구로 코리아 밸류업 지수의 특징 및 성과, 그리고 이를 기반으로 한 ETF 상품을 분석하였다.

* 대신경제연구소(2025.05.27). "밸류업 공시 1년, 시장의 평가는?-공시 내용의 명확성에 따른 성과 차이"

2024년 9월 한국거래소는 기업 가치 제고 우수기업 100개로 구성된 '코리아 밸류업 지수'를 출시했다. 종목이 특정 업종에 편중되지 않도록 섹터별 상대평가 방식을 도입하였고 대표성, 수익성, 주주환원, 시장평가, 자본효율성 기준이 적용됐다. 이후 11월 초 동 지수를 추종하는 12개 ETF가 상장되었으며 초기 운용자산은 5,000억 원에 달했다.

밸류업 지수 편입 종목들은 프로그램 발표 이후 주가가 상승세를 보이며 시장의 주목을 받았다. 특히 저평가되었던 금융지주사 등 일부 기업들은 적극적인 주주환원 계획 발표와 함께 외국인 지분 유입과 주가 상승을 경험했다. 밸류업 공시에 참여하는 기업이 증가하고 있고, 밸류업 지수도 시장대비 양호한 성과를 보임에도 관련 금융상품이 흥행하지 못하는 점은 아쉽다. 밸류업 지수 성과가 핵심 종목의 성과에 의존하고 있으며, 우수 기업을 선별하고자 했던 본래 취지가 편입 기준 완화로 다소 희석되고, 저평가 개선을 위해 실질적인 노력을 기울이는 기업이 지수 편입에 배제되는 구조적 한계 등이 흥행을 제약하는 요인으로 보인다.

밸류업 지수와 밸류업 금융상품이 단기 정책 효과를 넘어 한국 자본시장에 장기적인 신뢰 기반으로 정착하기 위해서는, 지수 산정 기준 정교화를 통해 기업들의 실질적 가치제고 노력이 성과로 이어지고, 이러한 성과가 지수 구성에 안정적으로 반영되는 구조가 확립되어야 한다. 이를 통해 밸류업의 장기적인 효과와 정책의 신뢰도가 높아지고, 국내 자본시장 전반에 대한 투자자의 신뢰 역시 제고될 수 있을 것이다.

1. 밸류업 지수 개요

정부는 2024년 2월 26일 「기업 밸류업 지원방안」을 발표하며 1) 상장기업의 자발적 기업가치 제고,¹ 2) 기업가치 우수기업에 대한 시장평가 및 투자 유도, 3) 밸류업 지원체계 구축 3가지 방향을 설정하였다. 이에 따라 한국거래소는 기업가치 우수기업에 대한 시장평가 및 투자 유도를 위해 '코리아 밸류업 지수(이하 '밸류업 지수')'를 개발하였다. 2024년 9월 24일 발표된 지수의 구성종목 및 선정 기준에 따르면, 지수는 시가총액이나 거래대금 등 계량요건 외에도 수익성, 주주환원, 시장평가, 자본효율성 등 다양한 요건을 충족하는 기업들로 구성하여, 투자를 활성화하고 기업들의 지수 편입 동기를 확대하고자 하는 목적을 반영하였다. 한국거래소는 9월 30일부터 국내외 투자자들에게 실시간 지수 제공을 시작했다.

1) 밸류업 지수 산출 방법

밸류업 지수는 계량요건과 질적요건을 통해 구성된다. 심사 대상은 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 보통주 전체이며, 신규 상장 종목이나 유동비율이 10% 미만인 종목, 관리종목 또는 투자주의·실질심사 대상 종목, 최근 사업연도 기준 자본잠식 기업 등은 제외된다. 이는 유동성이 낮거나 기업 건전성 측면에서 신뢰도가 떨어지는 종목을 배제함으로써 지수의 안정성을 확보하기 위한 조치다.

이후 '5단계 스크리닝'을 통해 종목을 선별하게 된다.

첫 번째 단계는 '시장대표성' 기준으로, 유가증권시장과 코스닥시장에 속한 종목 중 시가총액 상위 400위 이내의 종목을 대상으로 한다. 이때 각 종목의 시가총액은 약 5,000억 원 이상, 누적 시가총액 기준으로 전체 시장의 약 90% 수준을 커버하는 범위이며, 이를 통해 지수의 대표성을 확보하게 된다.

두 번째는 '수익성' 기준으로, 최근 2년 연속 적자를 기록한 기업이나 최근 2년 합산 실적이 적자인 기업은 선정 대상에서 제외된다. 이를 통해 안정적으로 수익을 창출하는 기업을 선별할 수 있으며, 밸류업 정책을 지속할 수 있는 역량을 갖춘 기업을 선별하려는 의도로 보인다.

세 번째 단계는 '주주환원' 요건이다. 최근 2년간 연속적으로 배당을 실시했거나 자사주 소각을 시행한 기업에 한해서만 지수 편입이 가능하다. 주주환원 정책을 실제로 실행하는 기업이 밸류업 취지에 부합하며, 주주환원 노력을 이행하는 기업을 선별하기 위함이다.

네 번째는 '시장평가' 기준으로, 최근 2년 평균 주가순자산비율(PBR)²이 전체 시장 기준 순위 상위 50% 이내 혹은 동일 산업군 내 순위 상위 50% 이내에 포함되어야 한다. PBR은 업종 특성에 따라 차이를 보이는데, 금융업은 1 미만, 기술·성장주는 2 이상을 보여 절대값 기준으로는 특정 업종으로 편중될 수 있다. 동일 산업군 내 상대 평가를 통해 지수를 다양한 업종으로 구성할 수 있으며, 상위 50% 이내 기준을 통해 일정 수준 이상 양호한 평가를 받는 기업을 선별하여 지나치게 저평가된 종목을 포함하지 않게 된다.

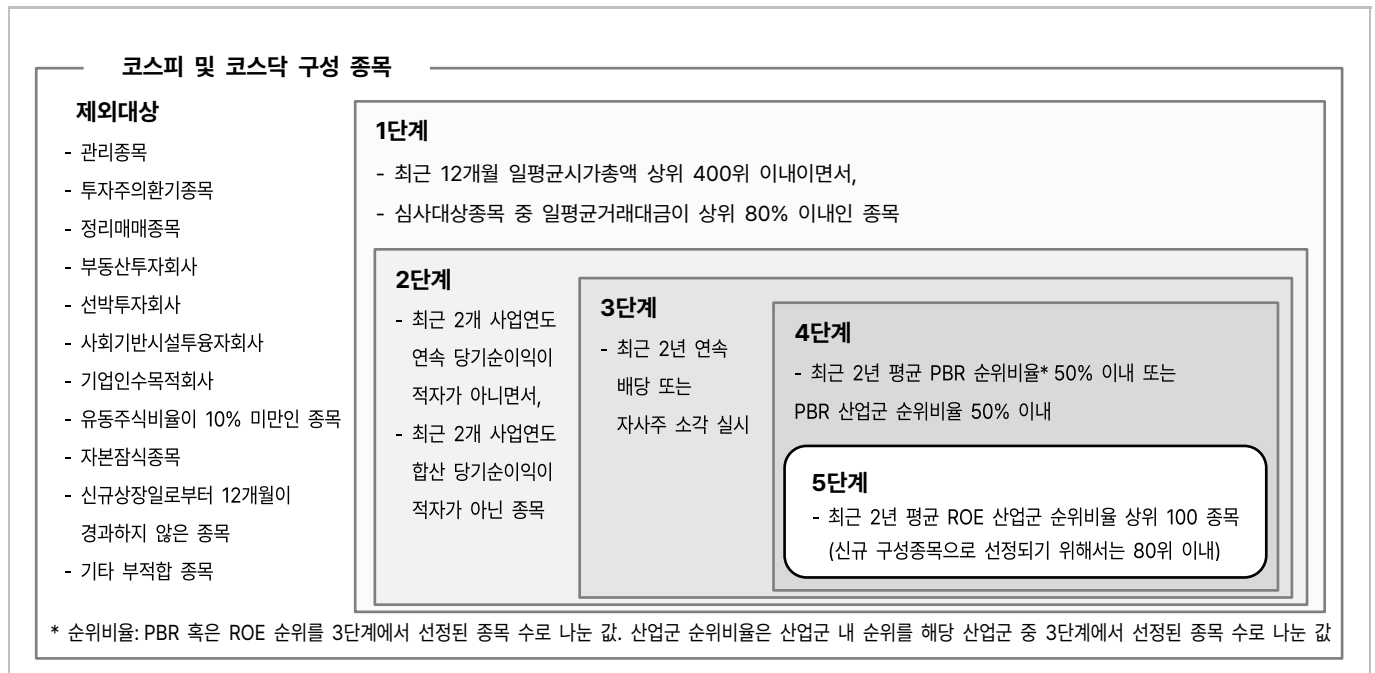
다섯 번째는 '자본효율성' 기준이다. 최근 2년간 평균 자기자본이익률(ROE)³을 기준으로 산업군 순위비율 상위 100종목을 선정하게 된다. 자본을 효율적으로 운영하는 기업이 시장가치 제고에 더 유리하다는 점에서, 한국거래소는 ROE를 국내 증시 저평가 해소의 핵심 지표로 간주하고 있다.

¹ '상장기업의 자발적 기업가치 제고' 프로그램 중 밸류업 공시의 성과에 대해서는 대신경제연구소 In-depth Report "["밸류업 공시 1년, 시장의 평가는?~공시 내용의 명확성에 따른 성과 차이"](#)" 참고

² 주가를 주당순자산가치로 나눈 시장가치비율로, 기업의 주당순자산 대비 몇 배에서 거래되고 있는지 측정

³ 순이익을 자기자본으로 나눈 비율로, 기업이 자기자본(주주지분)을 활용해 1년간 얼마를 벌어들였는가를 나타내는 수익성 지표

그림 1. 밸류업 지수 종목 선정 방식



출처: 한국거래소(코리아 밸류업 지수 방법론, '24.09), 한국거래소 보도자료, "코리아 밸류업 지수 발표('24.09.24)", 대신경제연구소 재구성

이와 함께 밸류업 지수는 정책적 목적에 부합하는 기업에 대한 인센티브 제도로 마련되어 있다. 2024년 9월 23일까지 밸류업 계획을 조기 공시한 기업은 수익성, 시총, 유동성 등 최소 편입요건⁴만 충족하여도 특례편입이 되었는데, 현대차, 신한지주, 우리금융지주, 미래에셋증권이 이에 해당하였다. 2024년 12월 20일에는 특별변경을 통해 2024년 12월 6일까지 밸류업 공시를 이행한 기업 중 KB금융, 하나금융지주, SK텔레콤, KT, 현대모비스가 편입되어 기존 100개에서 105개 종목으로 확대되었다. 또한, 2025년 5월 27일 한국거래소는 밸류업 우수기업에 대한 표창을 진행하여 HD현대일렉트릭, KB금융지주, 메리츠금융지주, 삼양식품, KT&G, 삼성화재, 신한금융그룹, 현대글로비스, KT, SK하이닉스가 특례편입⁵ 대상으로 선정되었다. 이후 2026년 6월 정기변경부터는 공시이행 기업을 중심으로 지수를 구성할 계획이다.

2) 밸류업 지수 방법론 비교: 코스피200 및 일본 JPX Prime 150

밸류업 지수는 계량요건 외에도 질적요건⁶과 비중 상한을 두고 있어 기존 국내 대표지수(KOSPI 200 등)와 차별점을 갖는다(표 1 참고). 구체적으로, 수익성, 주주환원, 시장평가, 자본효율성, 밸류업 공시여부 등 질적요건을 도입하여 시가총액 상위기업이라도 지수에서 배제가 가능하며, 개별종목의 지수 내 비중 상한을 15%로 제한하여⁷ 삼성전자 등 초대형주의 지수 내 영향도를 축소하였고, 기존 대표 지수와의 상관계수가 감소하였다.

⁴ △시가총액: 상위 700위 이내, △수익성: 2년 연속 적자 미해당 등, △유동성: 거래대금 상위 80% 이내, △기타 자격요건: 유동비율 10% 미만, 관리/투환/실질심사, 자본잠식, 기타 부적합 종목 등에 해당하지 않을 것

⁵ 2025년 6월 정기심사부터 최소 편입요건을 충족하는 '표창기업'에 대해 특례편입 실시 및 2년간 편입 유지

⁶ 한국거래소는 시가총액, 거래대금, 유동비율을 계량요건으로, 그 외의 항목은 질적요건으로 정의

⁷ 2025년 6월 12일 기준, 밸류업 지수 내 삼성전자의 시가총액 비중은 37.8%이나 리밸런싱 시 비중을 최대 15%까지만 적용 가능함

표 1. 밸류업 지수 및 코스피 200 지수 산출기준 비교

구분		코리아 밸류업 지수	코스피200
구성종목수		100	200
유니버스		유가증권시장 + 코스닥시장	유가증권시장
선정기준	계량요건	시가총액, 거래대금, 유동비율	
	질적요건	수익성, 주주환원, 시장평가, 자본효율성, 밸류업 공시여부 등	X
	산업분류	GICS(Global Industry Classification Standard, 글로벌 산업 분류 기준)	
비중상한		15%	X
특징		밸류업지표 우수기업 중심	시가총액 상위기업 중심

출처: 한국거래소 보도자료(2024.09)

참고로 우리보다 앞서 밸류업을 도입한 일본의 밸류업 지수 JPX Prime 150⁸과 비교해 볼 때, JPX Prime 150 지수는 자본효율성 우수 75종목 + 시장평가 우수기업 중 시총 상위 75종목으로 이원화된 기준을 활용하여 구성종목을 선정한 반면, 코리아 밸류업 지수는 PBR, ROE 외에도 다양한 투자 지표를 종합적으로 고려하였으며, 업종 특성 및 시장 간 균형을 고려해 설계된 점이 차별화된다. (표 2 참고)

표 2. 밸류업 지수 및 JPX Prime 150 지수 산출기준 비교

구분		코리아 밸류업 지수	JPX Prime 150 지수	
구성종목 수		100	150	
스크리닝	1단계	시총 상위 400위 이내	시총 상위 500위 이내	
	2단계	최근 2개 사업연도 연속 당기순이익 적자 아니면서, 최근 2개 사업연도 합산 당기순이익이 적자가 아닌 종목	【자본효율성】 (전기 및 당기) ROE > 8% 및 (ROE-COE) > 0 기업 중, 75개 기업	【시장평가】 (당기 및 2년 평균) PBR > 1 기업 중, 75개 기업
	3단계	최근 2년 연속 배당 또는 자사주 소각 실시		
	4단계	최근 2년 평균 PBR 순위비율 50% 이내 혹은 PBR 산업군 순위비율 50% 이내		
	5단계	최근 2년 평균 ROE 산업군 순위비율 상위 100종목		
비중상한		15%	20%	
특례요건		밸류업 조기공시 기업 혹은 밸류업 우수 기업	-	

출처: 한국거래소 보도자료(2024.09), 일본증권거래소 'JPX Prime 150 Index'(www.jpx.co.jp), 대신경제연구소 정리

이처럼 코리아 밸류업 지수는 단순히 밸류라는 개념에만 국한되지 않고 재무적 안정성, 주주환원 노력, 시장에서의 긍정적인 평가, 자본효율성, 그리고 정책 참여도 등 다층적인 기준을 반영함으로써, 한국 주식시장에서 질적 우수성과 지속가능성을 모두 갖춘 기업들로 구성된 전략적 지수라 할 수 있다.

한국거래소는 밸류업 지수를 통해 한국 증시에서 기업가치를 중시하는 선순환 구조 정착을 지원하고, 다양한 지수상품 개발 및 투자 활성화를 통한 한국 자본시장 재평가에 기여하며, 상장기업에 지수 편입 및 유지에 대한 동기를 제공하여 주주환원 및 자본효율성 제고 노력이 확산될 것으로 기대하고 있다.

⁸ 일본거래소그룹(JPX)이 2023년 7월 출시한 지수로, 프라임 시장 내 자본 효율성과 수익성이 우수한 150개 기업으로 구성 (일본 주식시장은 글로벌 기업 중심 '프라임', 중견기업 중심 '스탠다드(Standard)', 신흥기업 중심 '그로스(Growth)' 3개 시장으로 구분, 연합인포맥스 시사금융용어 참고)

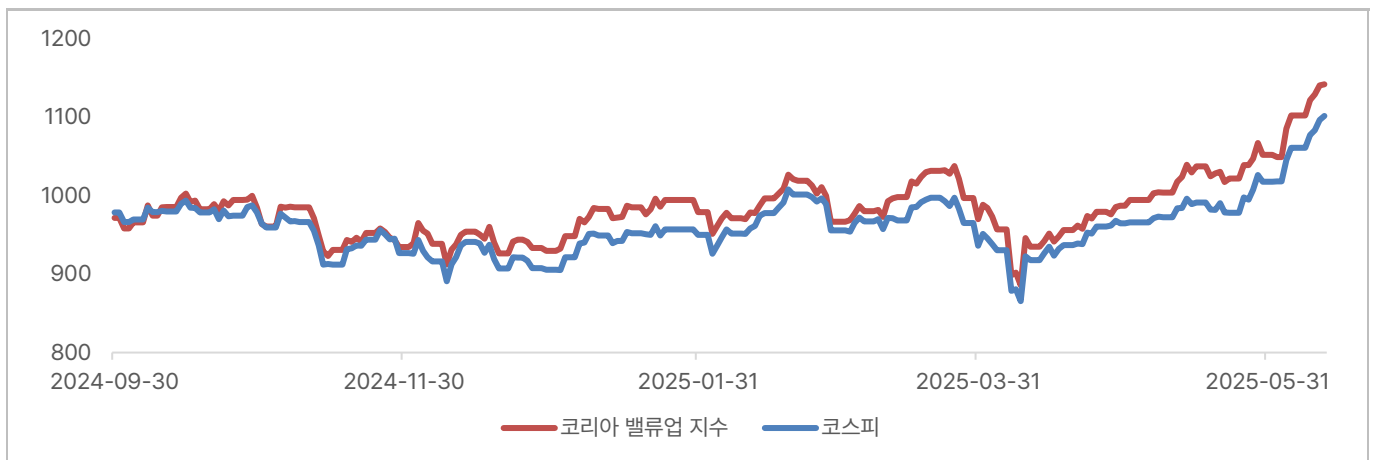
2. 밸류업 지수 분석

1) 성과 분석

(1) 시장 대비 초과성과 분석

지수 도입 후 현재까지 밸류업 지수는 시장 대비 우수한 성과를 나타내고 있다. 밸류업 지수를 공개한 2024년 9월 30일부터 리밸런싱⁹ 전날인 2025년 6월 12일까지의 성과를 보면, 밸류업 지수는 14.2% 상승한 반면 코스피 지수는 10.2% 상승하여, 시장대비 4.0%p 초과성과를 기록하였다. (그림 2 참고)

그림 2. (2024.09.30.~2025.06.12.)밸류업 지수 성과



출처: Dataguide, 대신경제연구소 분석

이러한 밸류업 지수의 초과성과를 '섹터배분 효과(Allocation Effect)¹⁰'와 '종목선택 효과(Selection Effect)¹¹'로 분해하여 시장을 상회한 요소를 정량적으로 분석하였다. 그 결과, 밸류업 지수는 섹터배분 효과가 -2.4%p 로 초과성과에 부정적인 영향을 미친 반면 종목선택 효과는 +4.6%p 로 긍정적인 요소로 작용하였다.

먼저, 섹터배분 효과는 -2.4%p로 밸류업 지수의 섹터별 비중 배분이 코스피 대비 상대적으로 불리하게 작용하였다(표 3 참고). 업종별로 살펴보면, 코스피 내 가장 높은 섹터 수익률을 보인 산업재 섹터(33.4%)가 코스피 내 비중(22.1%)에 비해 밸류업 지수에서는 낮은 비중(12.4%)을 차지하여 부정적인 자산배분 효과를 가져왔다. 한편, 코스피 대비 높은 수익률(25.3%)을 보인 금융/부동산 섹터의 높은 비중(19.2%)과 코스피 대비 저조한 성과(-13.3%)를 보인 소재 섹터의 낮은 비중(2.9%)은 밸류업 지수에 긍정적인 영향을 미쳤으나 그 효과는 미미했다.

⁹ 지수 구성 종목의 비중을 조정하거나 종목을 교체하여, 지수가 처음 설계된 목적에 부합하도록 유지하는 작업

¹⁰ 코스피와 비교해 섹터별 비중 차이로 인한 초과성과를 나타내는 지표

¹¹ 동일 섹터 내에서 코스피 종목보다 우수한 종목을 선택함으로써 발생한 초과성과를 나타내는 지표

표 3. 밸류업 지수 섹터배분 효과 분석

섹터	밸류업 지수	코스피			섹터배분 효과*
	비중	비중	섹터 수익률	수익률	
정보기술	33.4%	29.6%	-3.8%	10.2%	-0.6%p
금융/부동산	19.2%	11.6%	25.3%		1.1%p
자유소비재	16.3%	9.7%	-4.1%		-0.9%p
산업재	12.4%	22.1%	33.4%		-2.7%p
헬스케어	7.8%	8.2%	-3.2%		0.3%p
필수소비재	4.1%	3.9%	16.1%		0.0%p
커뮤니케이션서비스	3.3%	5.4%	20.5%		-0.5%p
소재	2.9%	7.1%	-13.3%		1.0%p
에너지	0.6%	1.4%	7.3%		0.1%p
유틸리티	0.0%	1.0%	22.3%		-0.1%p
합계	100%	100%	-	-	-2.4%p

* '24년 12월 20일 특별변경을 기준으로 기간1('24.09.30~'24.12.19)과 기간2('24.12.20~'25.06.12)로 나누어 계산

출처: Dataguide, 대신경제연구소 분석

다음으로 종목선택 효과를 보면(표 4 참고), 전체 +4.6%p로 코스피 대비 종목 선정이 우수했다. 각 종목의 종목선택 효과를 분석한 결과, 한화에어로스페이스가 +3.0%p로 밸류업 지수 초과성과에 가장 큰 기여를 했다. 이는 최근 방산기업의 주가상승으로 코스피 대비 초과성과를 기록한 영향이다. 다음으로는 코스피 대비 초과성과를 보인 SK하이닉스가 지수 내 큰 비중을 차지하여 +1.6%p의 종목선택 효과를 나타냈다.

반면 현대차(-1.3%p)는 코스피 비중(2.6%) 대비 높은 비중(7.4%)을 차지하였지만 음(-)의 수익률을 기록하여 종목선택 효과에 가장 부정적인 기여를 하였다. 셀트리온(-0.7%p), 기아(-0.5%p), SK텔레콤(-0.3%p) 등이 그 뒤를 이었다.

표 4. 밸류업 지수 종목선택 효과 상·하위 10종목

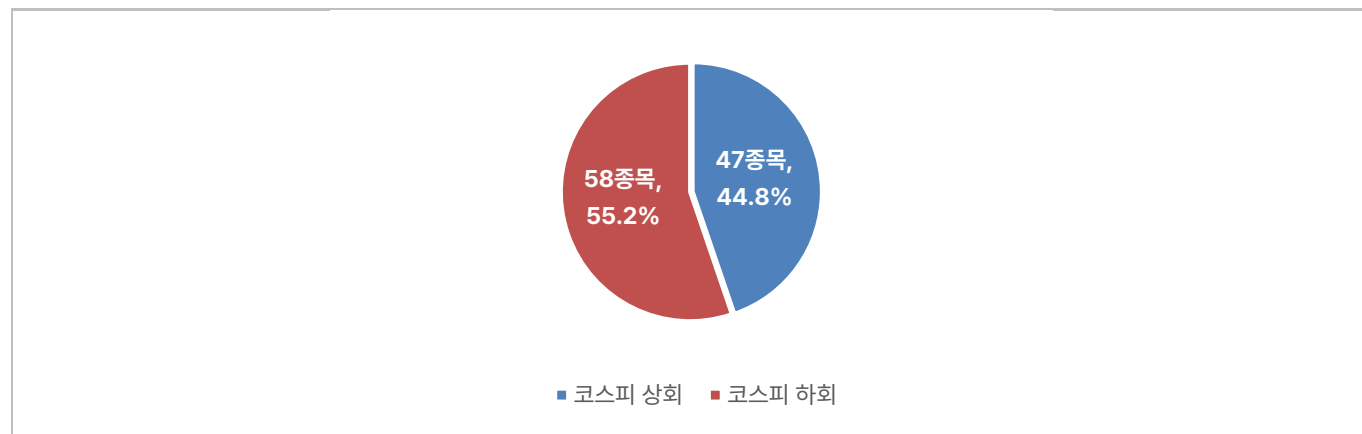
구분	종목명	수익률	밸류업 지수	코스피		종목선택 효과*
			비중	비중	수익률	
TOP10	한화에어로스페이스	205.3%	2.1%	0.6%	10.2%	3.0%p
	SK하이닉스	28.1%	15.5%	6.2%	10.2%	1.6%p
	삼성전자	-7.3%	13.6%	18.3%	10.2%	0.8%p
	LIG넥스원	118.5%	0.6%	0.2%	10.2%	0.3%p
	한진칼	75.1%	0.9%	0.3%	10.2%	0.3%p
	한국항공우주	70.8%	0.8%	0.3%	10.2%	0.3%p
	미래에셋증권	122.0%	0.5%	0.2%	10.2%	0.3%p
	하나금융지주**	32.2%	3.0%	0.8%	19.9%	0.3%p
	우리금융지주	29.6%	2.3%	0.6%	10.2%	0.3%p
	삼성화재	24.5%	2.5%	0.8%	10.2%	0.2%p
BOT10	현대차	-20.8%	7.4%	2.6%	10.2%	-1.3%p
	셀트리온	-8.5%	5.8%	2.1%	10.2%	-0.7%p
	기아	-6.1%	5.7%	2.0%	10.2%	-0.5%p
	SK텔레콤**	-5.1%	1.7%	0.4%	19.9%	-0.3%p
	신한지주	4.3%	5.2%	1.4%	10.2%	-0.2%p
	LG이노텍	-32.6%	0.6%	0.3%	10.2%	-0.2%p
	한미반도체	-22.1%	1.0%	0.5%	10.2%	-0.2%p
	현대모비스**	13.8%	3.2%	0.6%	19.9%	-0.2%p
	현대해상	-22.1%	0.4%	0.1%	10.2%	-0.1%p
	에코프로에이치엔	-52.5%	0.1%	0%	10.2%	-0.1%p

*'24년 12월 20일 특별변경을 기준으로 기간1('24.09.30~'24.12.19)과 기간2('24.12.20~'25.06.12)로 나누어 계산 및 특별편입 종목(**)은 편입 이후 코스피 수익률과 비교

출처: Dataguide, 대신경제연구소 분석

밸류업 지수 내에서 코스피 대비 초과성과를 기록한 종목은 전체 105종목 중 47종목으로, 44.8%에 해당한다. 이는 밸류업 지수 전략의 종목 선택 승률이 44.8%로, 초과성과를 내지 못한 종목이 더 많았음을 의미한다. 그럼에도 불구하고 밸류업 지수가 코스피 대비 초과성과를 기록한 것은 지수 성과가 특정 종목에 대한 의존도가 높았기 때문이다. 특정 종목에 대한 높은 의존도는 추후 밸류업 지수의 리스크가 상대적으로 높아질 가능성을 시사한다.

그림 3. 밸류업 지수 Hit Ratio

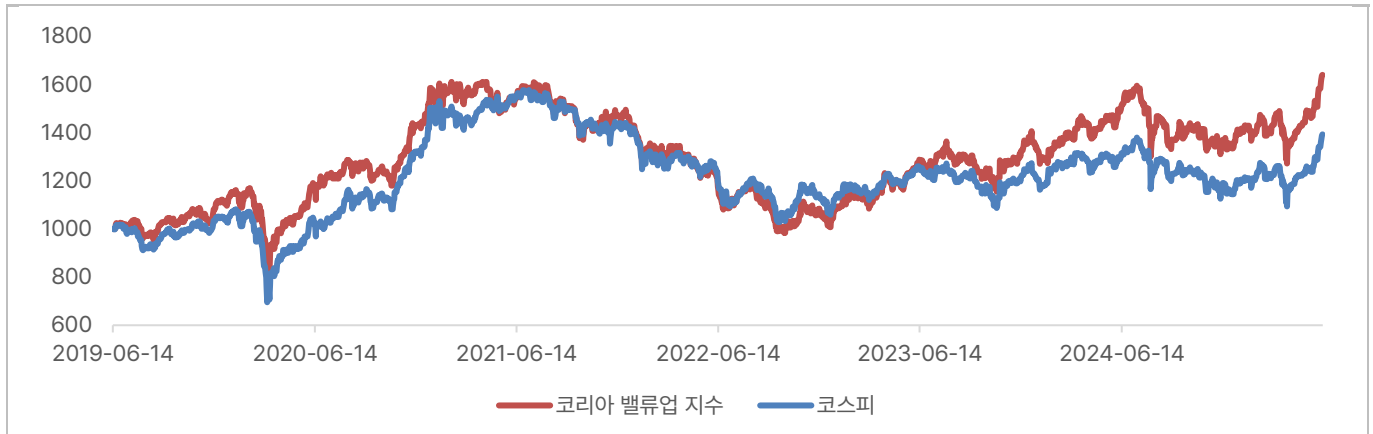


출처: Dataguide, 대신경제연구소 분석

(2) 백테스팅 성과 분석

밸류업 지수와 시장 지수의 성과 차이는 단기 성과뿐 아니라 과거 장기 분석에서도 확인되었다. 한국거래소 백테스팅 결과를 활용해 분석 기간을 확장해보면, 2019년 6월 14일부터 2025년 6월 12일까지 밸류업 지수는 64.1% 상승한 반면, 같은 기간 코스피는 39.4% 상승하여 밸류업 지수가 24.7%p의 초과성적을 기록했다. (그림 4 참고)

그림 4. (2019.06.14.~2025.06.12.)밸류업 지수* 성과

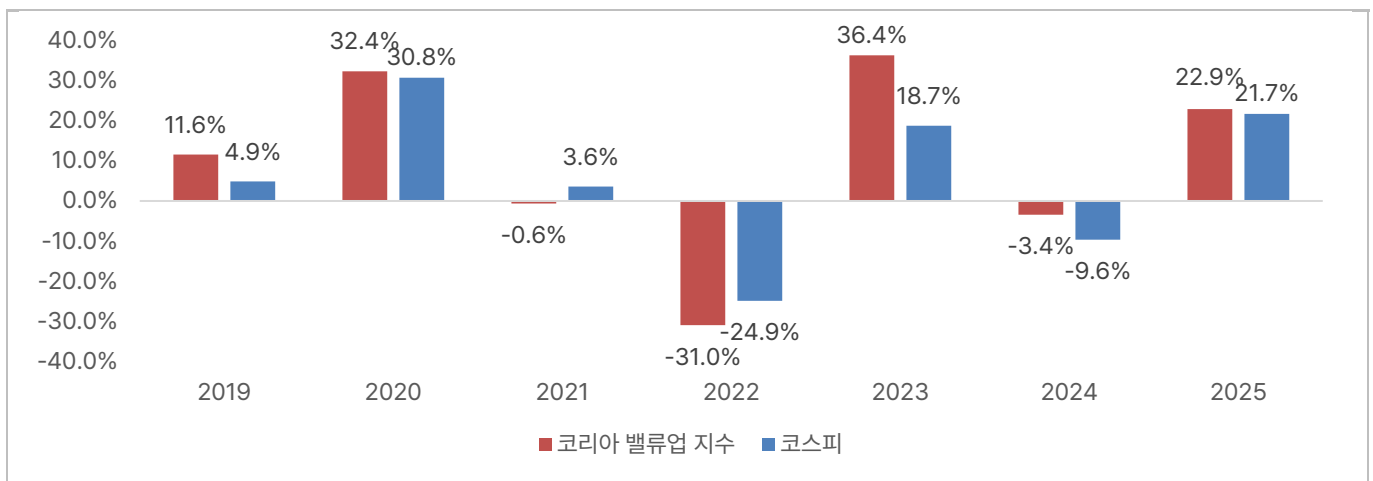


* 2024년 9월 30일 이전은 밸류업 소급지수로서, 밸류업 지수 방법론을 적용한 시뮬레이션 결과임

출처: Dataguide, 대신경제연구소 분석

연간 성과를 살펴보면, 밸류업 지수는 2019년 6월 14일부터 2025년 6월 12일까지 2021년과 2022년을 제외하고 코스피 대비 초과성적을 나타냈다. 2019년 밸류업 지수는 11.6% 상승한 반면, 코스피는 4.9% 상승하였고, 2020년 밸류업 지수는 32.4%, 코스피는 30.8% 상승하였다. 이후 2023년 밸류업 지수는 36.4%, 코스피는 18.7% 상승하였고, 2024년에 밸류업 지수는 3.4% 하락한 반면, 코스피는 9.6% 하락, 2025년 밸류업 지수는 22.9%, 코스피는 21.7% 상승하였다. 특히, 2024년부터 정부의 밸류업 정책 효과로 인해 밸류업 지수는 코스피 대비 상승 구간에서 더 높은 성과를 보였고, 하락 구간에서는 상대적으로 낙폭이 제한적이었다. (그림 5 참고)

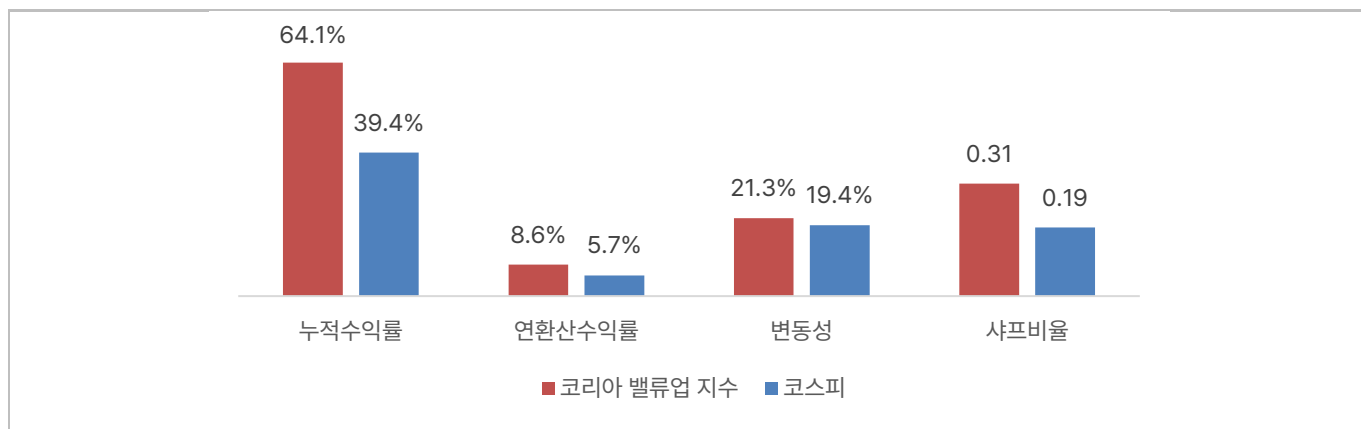
그림 5. (2019.06.14.~2025.06.12.)밸류업 지수 및 코스피 연간 상승률



출처: Dataguide, 대신경제연구소 분석

한편, 단위 위험당 초과수익을 나타내는 샤프비율¹²에서도 차이가 나타났다. 밸류업 지수는 코스피 대비 종목 수가 적어¹³ 수익률의 표준편차가 21.3%로 코스피(19.4%) 보다 높은 변동성을 보였다. 그러나 밸류업 지수의 연환산 수익률은 8.6%로 코스피(5.7%) 대비 약 1.5배 수준이었으며, 이에 따라 밸류업 지수의 샤프비율은 0.31로, 코스피 0.19보다 높았다. 즉 동일한 수준의 위험을 감수했을 때 더 높은 성과를 달성한 셈이다. (그림 6 참고)

그림 6. (2019.06.14.~2025.06.12.)밸류업 지수 및 코스피 성과 분석



출처: Dataguide, 대신경제연구소 분석

¹² 초과수익률(수익률-무위험수익률)을 변동성(위험)으로 나눈 값으로, 단위 위험당 얻는 초과수익을 측정하여 투자의 위험조정 성과를 평가하는 지표. 샤프비율이 높을수록 투자자가 감수한 위험 대비 더 큰 초과 수익을 얻었음을 의미

¹³ 2024년 말 기준, 코스피는 843개 종목으로 구성

(3) 밸류업 지수의 ESG 현황 및 ESG 등급 기준 지수 재구성을 통한 성과 분석

ESG는 지속가능성을 평가하는 대표적인 지표로, 투자자의 장기적인 관점에서 성과와 리스크를 판단하는 기준으로 활용된다. 본 분석에서는 밸류업 지수의 포트폴리오를 ESG 관점에서 분석함으로써 단순한 투자성적을 넘어 밸류업 지수의 계량적 및 질적 특성과 함께 지속가능성을 종합적으로 평가하고자 한다.

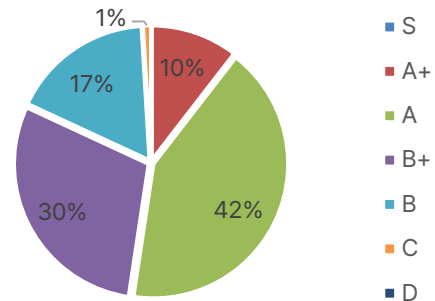
직전 리밸런싱(2024.12.20.) 기준, 밸류업 지수의 ESG 수준을 평가한 결과, 밸류업 지수의 ESG 점수는 48.4점으로 코스피 41.2점 대비 높게 나타났다. 밸류업 지수 구성 종목의 ESG 등급¹⁴ 분포를 보면, A 등급 이상(이하 'ESG 상위 그룹') 종목이 52.4%를 차지하여(그림 7 참고) 코스피 종목의 A등급 이상 비중(33.6%)을 크게 상회하였다.

표 5. 밸류업 지수 구성 종목 ESG 등급 현황

등급	종목 수
S	0
A+	11
A	44
B+	31
B	18
C	1
D	0
합계	105

출처: 한국거래소, 한국ESG연구소, 대신경제연구소 분석

그림 7. 밸류업 지수 구성 종목 ESG 등급 비중



출처: 한국거래소, 한국ESG연구소, 대신경제연구소 분석

밸류업 지수는 ESG 등급이 높은 종목들의 비중이 큰 포트폴리오로 구성되어 있다는 특징을 보였는데, 이와 같은 높은 ESG 등급 비중은 밸류업 지수의 초과성과에 일정 부분 기여했을 것으로 추정된다.

실제로, 기존 한국ESG연구소의 ESG 평가 결과를 기준으로 한 백테스팅 결과¹⁵에서도 ESG 등급이 높은 그룹일수록 높은 수익률을 기록하며 코스피 대비 초과성과를 기록하는 경향이 확인된 바 있으며, 밸류업 지수 내에서도 ESG 등급이 높은 종목의 평균 주가상승률이 큰 경향을 보였다.

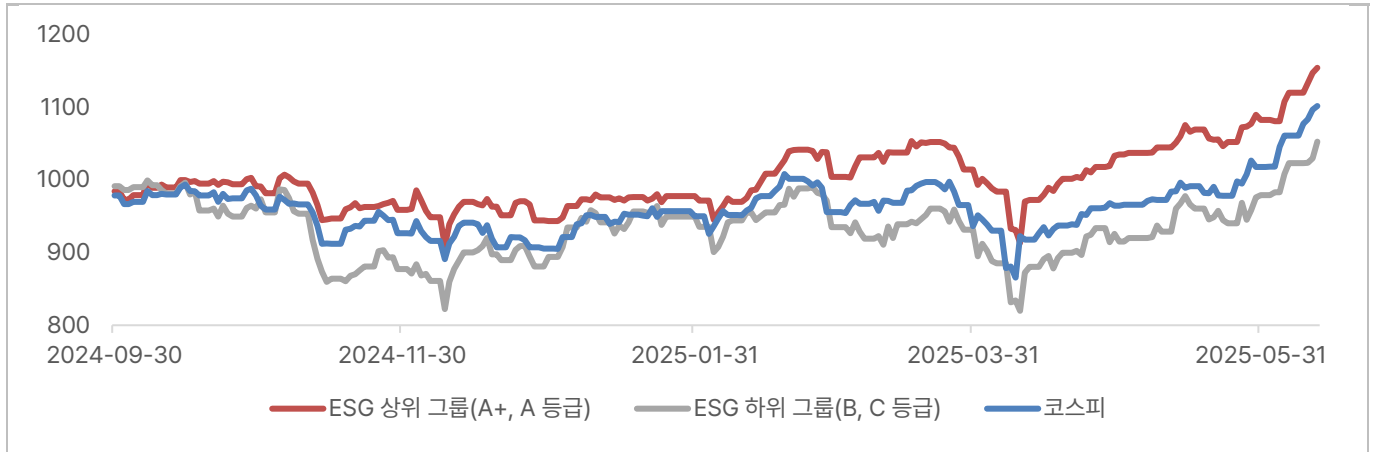
이를 확인하기 위해 밸류업 지수 구성 종목을 ESG 상위 그룹(A+, A)과 하위 그룹(B, C)으로 구분하여 포트폴리오를 구성한 뒤, 동일가중 방식으로 백테스팅을 진행하였다. ESG 등급은 한국ESG연구소의 ESG 등급 발표 시점을 고려하여, 최초 산출 시점인 9월 30일에는 2024년 1차 평가결과(6월 발표), 2024년 12월 20일 리밸런싱 시점에서는 2024년 2차 평가결과(12월 발표)를 적용하였다.

백테스팅 결과, ESG 상위 그룹으로 구성된 포트폴리오는 16.5%의 상승을 기록한 반면, 하위 그룹으로 구성된 포트폴리오는 5.7% 상승에 그쳤다. 동 기간 코스피는 10.2% 상승하며, ESG 상위 그룹은 코스피 대비 우수한 성과를 보였지만 ESG 하위 그룹은 코스피 대비 저조한 성과를 나타냈다. (그림 8 참고)

¹⁴ 한국ESG연구소(KRESG)의 2024년 2차 ESG 평가(2024.12. 공개) 결과 활용. 한국ESG연구소는 대신경제연구소의 자회사로서, 약 1,100개 기업의 ESG 등급을 연 2회 정기평가하여 KRX를 통해 KOSPI200 기업의 평가 결과를 공개하고 있음. 동 평가는 S, A+, A, B+, B, C, D 총 7등급 체계로 구성됨. 한국ESG연구소는 자체 정기평가 외에도 연기금 등 기관투자자의 투자 대상 기업들에 대한 ESG 평가도 다수 수행하는 등 ESG 평가 전문기관으로서 활발히 활동 중

¹⁵ [대신경제연구소 ESG SPOTLIGHT Vol.5](#) - ESG Trend [자본시장 관점에서 기업의 ESG 성과와 기업가치 간 상관관계 분석](‘25.02)

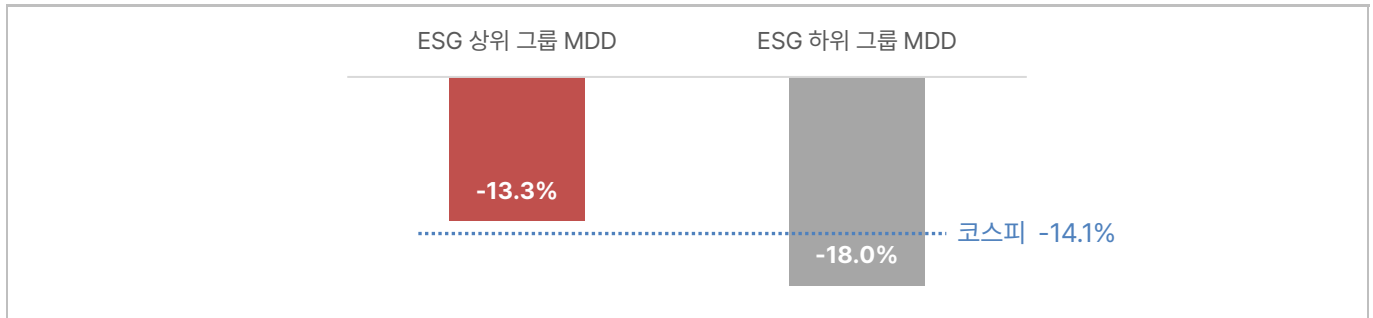
그림 8. (2024.09.30.~2025.06.12.) 밸류업 지수 구성종목 ESG 상·하위 그룹 백테스팅



출처: Dataguide, 대신경제연구소 분석

변동성 측면에서도 차이가 확인되었는데, 최대 낙폭(Maximum Drawdown, 이하 'MDD')¹⁶을 보면, 상위 그룹의 MDD는 -13.3%, 하위 그룹의 MDD는 -18.0%를 기록하며 상위 그룹의 낙폭이 제한적이었다. 동 기간 코스피의 MDD는 -14.1%로, 이는 밸류업 지수 내에서도 ESG 등급이 우수한 종목이 수익률뿐만 아니라 하락 구간 방어적 측면에서도 시장 대비 안정적인 성과를 보였음을 나타낸다. (그림 9 참고)

그림 9. (2024.09.30.~2025.06.12.) ESG 상·하위 그룹 MDD



출처: Dataguide, 대신경제연구소 분석

¹⁶ 투자기간 중 기록된 최고점 대비 최저점까지의 하락폭을 측정하여, 해당 자산이 경험한 최대 손실 규모를 평가하는 위험 지표

2) 밸류업 지수 리밸런싱 현황

밸류업 지수는 매년 6월에 연 1회 구성 종목과 종목의 비중을 조정하는 정기 리밸런싱을 실시한다. 이에 따라 2025년 6월 13일에 첫 정기 리밸런싱이 시행되어 지수 구성 종목의 변화가 발생하였다. 새로 27개 종목이 지수에 편입되고 기존 32개 종목이 편출되었으며, 이번 변경을 통해 기존 100개에서 2024년 12월 특별편입 조치로 105개까지 확대되었던 지수 구성 종목 수는 다시 당초에 계획한 100종목으로 조정되었다.

표 6. 코리아 밸류업 지수 편입/편출 종목

구분	종목명
편입(27개)	크라프트, 아모레퍼시픽, 현대로템, HD현대, LS ELECTRIC, 한화시스템, 삼성증권, 효성중공업, 금호석유화학, 강원랜드, JB금융지주, 한전기술, 한미사이언스, SK가스, 코스맥스, 풍산, 한샘, 롯데렌탈, 더블유게임즈, 피에스케이홀딩스, 미원상사, 제룡전기, 하나투어, 솔루션첨단소재, 빙그레, 명신산업, 원텍
편출(32개)	셀트리온, 고려아연, 엔씨소프트, S-Oil, 이수페타시스, 미스토홀딩스, 현대해상, 에스엠, 메디톡스, 씨젠, 팜오션, LX세미콘, 오투기, 에스엘, 나노신소재, HS효성첨단소재, 케어젠, 동국제약, TKG휴켄스, 에스에프에이, 두산테스나, 심텍, 비에이치, 하나머티리얼즈, 원익QnC, 해성디에스, 골프존, 콜마비앤에이치, 다우데이터, 쿠쿠홈시스, 한세실업, 윤성애프앤씨

출처: 한국거래소 지수운영공지(2025.05.27.) “'25.6월 코리아 밸류업 지수 구성종목 정기변경 안내” 재구성

종목 편입에 있어 이번 리밸런싱에서는 우선, 밸류업 공시기업에 대해 심사 우대 기준을 적용하였다. 심사기준일(2025.04.30.)까지 밸류업 공시이행 기업 143개사에 대해 △시가총액 기준은 400위에서 440위, △PBR 순위비율 및 산업군 순위비율은 상위 50%에서 75%, △ROE 산업군 순위비율은 80위에서 120위까지 요건이 완화되었다. 다음으로, 밸류업 우수기업에 대해서는 특례편입 기준을 적용하였으나, 표창을 받은 밸류업 우수기업 10개사는 모두 정기변경 심사기준을 충족한 상태였기 때문에 우수기업에 따른 특례편입은 실제로 이루어지지 않았다.

기존 밸류업 지수 구성종목을 편출할 때는 편입 요건 대비 완화된 기준이 적용된다. △시가총액 기준은 편입 시 400위 이내이나, 편출 시 440위, △PBR 순위비율 또는 PBR 산업군 순위비율은 기존 50% 이내에서 60% 이내, △ROE 산업군 순위비율은 80위 이내에서 120위 이내로 완화된다. 이 중 밸류업 공시를 진행한 경우, PBR 순위비율 또는 산업군 순위비율 기준이 60% 이내가 아닌 75% 이내까지로 완화된다.¹⁷ 이러한 정량적 기준에 의해 30개사가 편출되었다. 다만 한국거래소는 시장의 우려가 크고 밸류업 정책의 취지에 비추어 주가가치를 훼손하는 행위¹⁸에 대한 심사기준을 마련하여 고려아연과 이수페타시스도 편출하였다.

리밸런싱에 따른 밸류업 공시기업의 비중을 살펴보면, 지수가 최초 발표된 2024년 9월 기준 7%(7개사)에 불과했으나 2024년 12월 특별변경으로 인한 5개사 편입 및 기업의 밸류업 공시로 인해 25%(26개사)로 증가, 이번 리밸런싱을 통해 61%(61개사)로 확대되었다. 2026년 6월 정기 리밸런싱부터는 밸류업 공시를 진행한 기업 중심으로 지수를 구성할 예정이므로, 해당 비중은 더욱 증가할 것으로 전망된다.(표 7 참고)

¹⁷ 편출된 종목 중 밸류업 심사기준일까지 밸류업 공시를 진행한 기업은 셀트리온, 고려아연, S-Oil, 이수페타시스, 나노신소재, 에스에프에이, 콜마비앤에이치, 다우데이터 총 8개사

¹⁸ 일반주주 가치를 훼손할 우려가 있는 자금조달, 기업분할, 인수합병(M&A) 등과 관련해 금융당국과 거래소의 법령·규정 등을 위반하거나 불성실 공시 법인 지정 등 제재를 받은 경우 심사 대상으로 지정. 이후 '주가지수 운영 위원회'의 심의를 거쳐 편출 여부가 결정됨

표 7. 코리아 밸류업 지수 내 밸류업 공시기업 비중

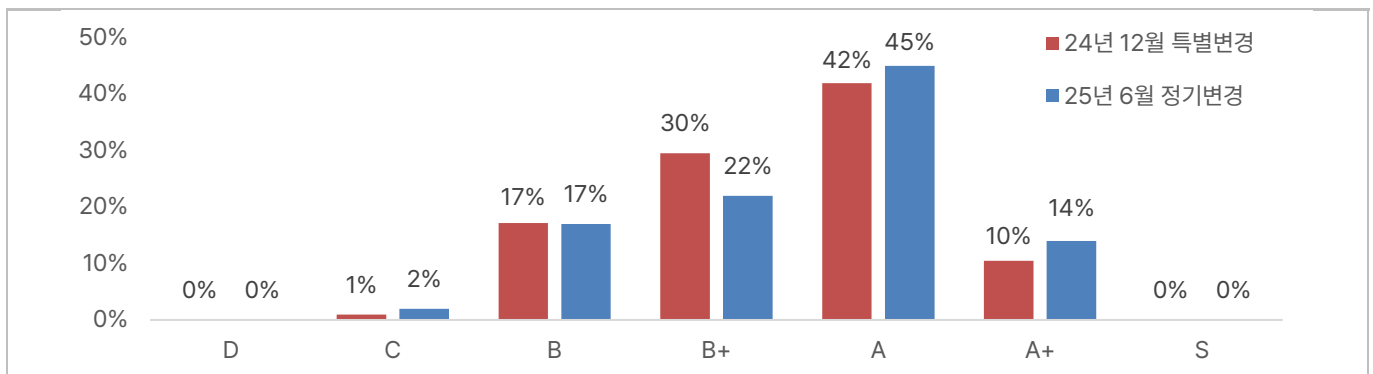
구분	'24년 9월 최초 발표	'24년 12월 특별변경	'25년 6월 정기변경
지수 내 공시기업(개사)	7	26	61
전체 구성종목(개사)	100	105	100
지수 내 공시기업 비중	7%	25%	61%

출처: 한국거래소 보도자료(2025.05.27). "KOSPI200, KOSDAQ150, KRX300 및 코리아 밸류업 지수 구성종목 정기변경" 참고

이번 정기 리밸런싱으로 총 59개 종목(편입 27개, 편출 32개)이 변동되었으며, 그 결과 구성된 100 종목의 ESG 등급 현황을 살펴보면, 지수의 ESG 점수는 49.6점으로 리밸런싱 이전 48.4점 대비 1.2점 상승하였다. 또한, A등급 이상의 비중은 59.0%로 기존 52.4% 대비 6.6%p 증가하였다.(그림 10 참고)

ESG 등급별 포트폴리오 백테스팅 결과를 전제로, 밸류업 지수의 ESG 점수와 A등급 이상의 비중이 증가한 점을 미루어 볼 때, 2025년 밸류업 지수의 코스피 대비 초과성가가 기대된다.

그림 10. 2025년 6월 리밸런싱 전·후 코리아 밸류업 지수 구성종목 ESG 현황 비교



출처: 한국ESG연구소, 대신경제연구소 분석

밸류업 지수 출시 당시 한국거래소의 보도자료('24.09.27)에 따르면, 밸류업 지수의 연평균 종목 교체율¹⁹은 21.2%, 턴오버 비율²⁰은 14.5%로 적정수준의 종목교체가 이루어지면서도 ETF 운용상 안정성도 저해하지 않는 수준이라고 밝힌 바 있다. 하지만, 이번 리밸런싱에서는 총 59개 종목이 교체되며 종목 교체율이 크게 상승했다. 턴오버 비율은 약 13%로 다소 낮은 수치를 보였으나, 내년부터 지수 구성 방식이 밸류업 공시 기업 위주로 변경될 예정으로 향후 지수 안정성에 대한 우려가 제기된다. 특히 현재 구성 비중이 각각 약 15%에 달하는 삼성전자가 '26년 6월 정기리밸런싱 심사일인 '26년 4월까지 밸류업 공시를 진행하지 않을 경우 편출 대상이 될 수 있으며, 이로 인해 턴오버 비율은 약 15%p 추가 상승할 가능성이 있다. 이는 현행 지수의 안정성은 물론 ETF 운용 측면에서도 리스크 요인으로 작용할 것이다.

이러한 문제를 사전에 방지하고 지수의 지속가능성과 신뢰도를 확보하기 위해서는, 편출 요건에 일정 수준 유예 장치, 예컨대 '2심제도' 도입 등을 통해 편출을 1회 유예하거나 조건부로 보류할 수 있는 방안이 필요하다. 이를 통해 급격한 종목 구성 변화로 인한 지수 및 ETF 운용상의 변동성을 완화하고 시장 안정성을 제고할 수 있을 것이다.

¹⁹ 정기변경 시 교체종목 수를 구성종목 수로 나눈 비율

²⁰ 정기변경 시 교체종목의 시가총액을 전체 구성종목의 시가총액으로 나눈 비율

3. 밸류업 지수 기반 ETF 성과 분석

한국거래소는 코리아 밸류업 지수 출시와 함께, 상장기업의 가치 제고 노력과 성과를 투자자가 평가하고 이를 투자에 반영할 수 있는 수단으로서, 밸류업 지수를 기초로 한 ETF(Exchange Traded Fund) 12개와 ETN(Exchange Traded Note) 1개를 2024년 11월 4일 상장하였다.²¹

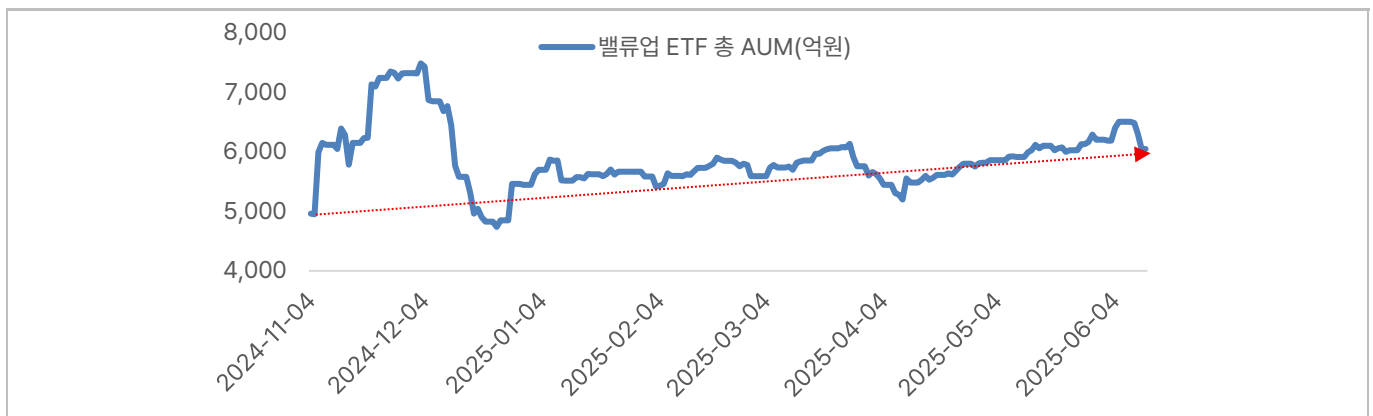
이를 통해 단순한 상품 공급을 넘어, 국내 증시의 구조적 과제 해결과 자본시장 체질 개선을 유도할 수 있을 것으로 기대된다. 먼저, 밸류업 ETF 상장일 기준 밸류업 ETF의 총 자산운용규모(Asset Under Management, 이하 'AUM')는 약 5,000억 원 수준으로, 대규모 자금이 유입되어 국내 증시에 새로운 유동성을 공급하고 수급 측면에서 긍정적인 모멘텀을 제공하였다. 이러한 자금 유입은 밸류업 지수에 편입된 종목들의 수급 안정성과 주가 개선으로 이어질 수 있어, 기업들로 하여금 지수 편입에 대한 유인을 확대 시켰다. 이로 인해 기업의 경영 개선 노력 유도 효과도 기대된다. 투자자 입장에서 ETF 상품을 통해 밸류업에 직접 투자하는 시장구조가 형성되어 정책에 대한 공감대를 형성할 수 있고, 수수료, 운용 방식 등에서 선택의 폭이 넓어져 각자의 투자 성향에 맞는 상품을 선택하는 것이 가능해졌다.

밸류업 ETF는 각 ETF별 차이가 있으나, 2024년 11월 4일 기준 전체 AUM은 4,961억 원으로 시작해(그림 11 참고) 12월 3일에는 7,486억 원으로 한달만에 50.9% 증가하여 시장의 기대를 반영했으며, 이와 함께 동 기간 코스피 수익률은 3.4% 하락한 반면, 밸류업 ETF의 평균 수익률은 -2.3%로, 시장 대비 낮은 하락폭을 기록하였다.

다만, 비상계엄 사태 및 탄핵 정국 등 정치적 이벤트로 인해 밸류업 동력은 약화되기 시작하여 2024년 12월 말 기준 AUM이 5,444억 원까지 감소하였다. 그럼에도 불구하고 12월 밸류업 ETF의 평균 수익률은 -0.1%로 코스피(-2.3%) 대비 제한된 낙폭을 기록하였다.

이후 2025년에는 AUM이 회복세를 보이며 증가 추세로 전환되었고, 2025년 6월 12일 기준 6,050억 원으로, 상장 시점 대비 22.0%, 2024년 말 대비 11.1% 증가하였다. 밸류업 ETF의 평균 수익률도 상장 시점 대비 17.9%, 2024년 말 대비 24.3%를 기록해, 코스피 수익률(12.8%, 21.7%) 대비 초과 수익률을 나타냈다.

그림 11. 밸류업 ETF 전체 AUM 추이



출처: Dataguide, 대신경제연구소 분석

²¹ 12개 ETF 외에도 1개 ETN이 상장되었으나 본 보고서에서는 12개 ETF만을 대상으로 분석을 수행함

밸류업 ETF를 구분해서 보면, 지수 성과를 추종하는 패시브 ETF 9종과 지수 대비 초과 수익을 목표로 하는 액티브 ETF 3종이 상장되어 있다. 패시브 밸류업 ETF는 기초지수를 그대로 추종하며 밸류업 지수의 구성 종목과 비중을 동일하게 복제하여 운용되므로, 상품 간 수익률 차이는 미미하다. 반면, 액티브 밸류업 ETF는 밸류업 지수를 참고지수로 활용하되, 운용사가 종목 및 비중을 자율적으로 조정하며 지수 대비 초과 수익을 추구하는 방식이다. 이에 따라 ETF 간 수익률 편차가 더 크게 발생할 수 있다.

2024년 11월 4일 상장 이후부터 2025년 6월 12일(정기 리밸런싱 전일)까지 각 ETF의 누적수익률을 살펴보면, 14.5%~19.9% 범위 내에서 분포하였으며, 이 중 TRUSTON 코리아밸류업액티브 ETF가 19.9%로 가장 높은 수익률을 기록하였다. (표 8 참고)

ESG 측면에서 보면, 패시브 ETF는 밸류업 지수와 동일한 종목 구성으로 이루어져 있어 ESG 점수 역시 동일하게 48.4점으로 나타났다. 액티브 ETF의 경우 TRUSTON 코리아밸류업액티브 ETF 56.2점, TIMEFOLIO 코리아밸류업액티브 ETF 54.1점, KoAct 코리아밸류업액티브 ETF 51.8점으로, 패시브 ETF 대비 액티브 ETF의 ESG 점수가 높게 나타났다. ETF 구성종목의 ESG 평가 A등급 이상 비율의 경우, 패시브 ETF는 52.4%를 기록한 반면, TRUSTON 코리아밸류업액티브 ETF는 77.8%, TIMEFOLIO 코리아밸류업액티브 ETF는 64.7%, KoAct 코리아밸류업액티브 ETF는 59.6%로 패시브 ETF에 비해 높게 나타났다.

표 8. 코리아 밸류업 지수 관련 ETF/ETN 상품

(2025.06.12. 기준)

상품명	운용사	운용 방식	AUM (억원)	YTD*	누적 수익률	ESG	
						점수	A이상 비율
KODEX 코리아밸류업	삼성자산운용	Passive	1,779	24.6%	17.9%	48.4	52.4%
TIGER 코리아밸류업	미래에셋자산운용	Passive	1,388	24.5%	17.5%	48.4	52.4%
RISE 코리아밸류업	케이비자산운용	Passive	556	24.7%	18.2%	48.4	52.4%
KIWOOM 코리아밸류업	키움투자자산운용	Passive	493	24.3%	18.1%	48.4	52.4%
KoAct 코리아밸류업액티브	삼성액티브자산운용	Active	350	22.4%	18.5%	51.8	59.6%
SOL 코리아밸류업TR	신한자산운용	Passive	337	24.8%	17.9%	48.4	52.4%
PLUS 코리아밸류업	한화자산운용	Passive	298	24.8%	18.0%	48.4	52.4%
1Q 코리아밸류업	하나자산운용	Passive	276	24.6%	17.7%	48.4	52.4%
HANARO 코리아밸류업	엔에이치아문디자산운용	Passive	252	25.1%	18.5%	48.4	52.4%
삼성 코리아 밸류업 TR ETN**	삼성증권	Passive	234	24.4%	18.1%	48.4	52.4%
TRUSTON 코리아밸류업액티브	트러스트자산운용	Active	131	25.3%	19.9%	56.2	77.8%
ACE 코리아밸류업	한국투자신탁운용	Passive	105	25.1%	18.4%	48.4	52.4%
TIMEFOLIO 코리아밸류업액티브	타임폴리오자산운용	Active	85	21.6%	14.5%	54.1	64.7%

출처: 한국거래소, 한국ESG연구소, 대신경제연구소 분석

* YTD(Year-To-Date): 올해 현재까지의 투자 수익률

** 삼성 코리아 밸류업 TR ETN을 제외한 12개는 ETF

앞서 언급한 바와 같이 액티브 ETF는 지수 대비 초과 수익을 추구하는 방식이나, 현재 상장된 밸류업 ETF 중 액티브 ETF와 패시브 ETF의 누적수익률을 비교해 보면 양자 간 수익률 차이는 미미한 수준에 그쳤으며, 평균 수익률은 오히려 패시브 ETF가 높게 나타났다. 이는 코리아 밸류업 지수가 이미 시장 대비 초과 수익을 나타내고 있으며, 지수의 구성 및 산출 방식이 시장에서 어느 정도 효과적으로 작동하고 있음을 보여준다.

다만, 밸류업 ETF가 위와 같은 긍정적인 측면만을 지니고 있는 것은 아니다.

2024년부터 시장의 주목을 받은 'PLUS K방산 ETF'의 AUM은 2024년 11월 4일 2,572억 원에서 2025년 6월 12일 9,156억 원으로 256% 증가하며, 단일 ETF임에도 AUM 약 1조 원 수준으로 성장하였다. 반면, 밸류업 ETF 중 AUM이 가장 큰 'KODEX 코리아밸류업 ETF'는 같은 기간 1,213억 원에서 1,779억 원으로 47% 증가에 그쳐, 상대적으로 저조한 자금 유입 흐름을 보였다. 시장에 상장된 전체 밸류업 ETF의 시가총액을 보더라도, 동 기간 4,961원으로 당시 'PLUS K방산 ETF'보다 컸으나, 2025년 6월 기준 6,050억 원에 그치며, 정부 정책의 수혜에도 불구하고 특정 테마형 ETF 1개보다 낮은 성장률을 기록했다. 이는 밸류업 관련 금융상품이 시장 전반적으로 활성화가 여전히 미흡하다는 점을 의미한다.

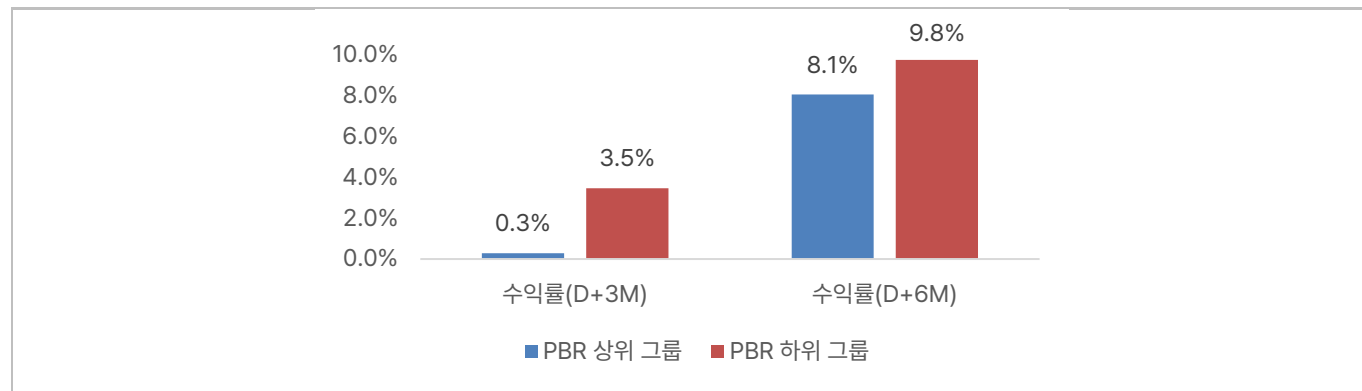
이렇듯 밸류업 지수는 시장대비 초과성과를 기록하며 주목받았으나, 관련 금융상품의 성장성이 제한적인 원인에 대한 점검이 필요한 대목이다. 먼저, 앞서 지수 성과 분석에서도 확인되었듯, 밸류업 지수의 수익률은 한화에어로스페이스, SK하이닉스 등 소수 핵심 종목의 성과에 의해 좌우된 것으로 나타났다. 이처럼 지수 성과가 일부 종목에 의존한다면, 지수 전체의 리스크가 확대되고 분산투자 효과가 약화되면서 장기적인 성과의 지속 가능성이 낮아질 수 있다.

두 번째로, 밸류업 지수는 본래 시가총액 상위 기업 중 시장 평가 및 자본효율성이 우수한 종목을 선별하는데 중점을 두었으나, 정책적 인센티브 제공을 위해 기준을 완화하면서 우수 기업을 편입하려는 본래의 취지에서 다소 희석되어 지수의 일관성이 저하된 측면이 존재한다.

세 번째로, 금융지주사 등 저 PBR 기업의 자사주 소각 및 배당 확대 등 주주환원 정책 강화 노력으로 저평가 해소가 이어지고 있으나, 밸류업 지수의 구성 특성상 실질적인 밸류업 활동을 통해 기업가치 제고에 나서는 저PBR 기업들이 지수에 포함되지 못하는 구조적 한계가 존재한다. 이는 투자자 관점에서의 공감도를 떨어뜨려 관련 금융상품의 매력도와 시장 확산을 저해하는 요인으로 볼 수 있다. 금융지주회사와 금융업종 기업에 투자하는 'SOL 금융지주플러스고배당 ETF(2024.06.25. 상장)'의 경우, 배당, 자사주매입 등 적극적인 주주환원정책을 통해 주가치를 제고하는 기업으로 구성되어 있다. 해당 ETF는 밸류업 ETF가 출시된 2024년 11월 4일부터 2025년 6월 12일까지 23.8% 상승하여 전체 밸류업 ETF의 수익률을 상회하였으며, AUM 역시 동 기간 138.5% 성장하며 밸류업 ETF AUM 성장률 22.0% 대비 6.3배를 기록했다.

금융지주사로 한정하지 않더라도 유사한 결과가 도출되었다. 밸류업 공시를 통해 기업의 기업가치 제고에 노력하는 기업들 중 PBR이 높은 상위그룹과 PBR이 낮은 하위그룹으로 나누어서 3개월 및 6개월 후 주가 상승률을 분석한 결과, PBR 하위그룹의 주가 상승률이 높게 나타났다(그림 12 참고). 이러한 결과는 저평가 상태에서 기업가치 제고를 위해 적극적으로 주주환원 및 구조 개선에 나서는 기업들로 지수 구성 혹은 금융상품이 출시되었다면, 시장 초과성으로 인한 금융상품 활성화에 기여했을 가능성을 시사한다.

그림 12. PBR 상·하위 그룹별 기업가치 제고 계획 공시에 따른 주가 상승률 분석



* 2025년 6월 30일까지 기업가치 제고 계획을 공시한 155개 기업 대상으로 분석 진행

출처: 한국거래소, 대신경제연구소 분석

네 번째로, 액티브 ETF와 패시브 ETF간 수익률이 큰 차이를 보이지 않고, 상품 전략 간 차별성이 부족하다. 이러한 한계를 극복할 수 있는 지수 혹은 상품전략이 필요할 것으로 보인다. 일례로, ESG 요소 반영을 생각할 수 있다. 앞서 밸류업 지수의 구성 종목을 ESG 등급을 기준으로 상위 및 하위 그룹으로 나누어 백테스팅한 결과에서 ESG 상위 그룹이 하위 그룹 대비 우수한 성과를 나타냈었다(그림 8 참고). ESG 요소가 밸류업 전략에 있어 지수 대비 초과 수익을 실현할 수 있는 기회를 제공한다는 점에서 주목할 만하다. 특히 밸류업 ETF 중 TRUSTON 코리아밸류업액티브 ETF는 수익률과 ESG 평가 A등급 이상 비율 모두에서 가장 높은 수치를 기록하였는데, 이는 ESG 성과와 수익률 간의 양(+)의 상관관계를 나타내는 관측 사례로 볼 수 있다.

즉, 밸류업 정책은 소액주주 권익 보호, 주주환원 강화, 기업의 투명성 등 거버넌스 요소와 직접적으로 맞닿아 있어, ESG 평가 결과를 활용한 초과 수익 가능성에 대한 설명력이 강화된다. 따라서 밸류업 액티브 ETF 추가 출시를 고려할 경우, ESG 기준을 결합하는 전략은 차별화된 상품 개발은 물론, 지수 대비 초과 성과 실현을 통한 경쟁력 확보 측면에서도 유의미한 접근이 될 수 있다. 또한 지속가능한 투자 및 사회책임 투자 확대에 따라 ESG 요소를 반영한 금융상품의 수요가 증가하고 있는 점을 고려하면, 이는 시장의 구조적 변화에 부합하는 방향이기도 하다.

4. 시사점 및 제언

현재 국내 증시는 밸류업 프로그램 시행 이후 시장 전반적으로 상승세를 보이는 가운데, 밸류업 지수 및 ETF는 시장 상승폭을 상회하는 초과성적을 시현하고 있다. 이는 정책 효과가 일정 부분 가시화되고 있음을 보여주며, 향후 기업의 자발적 가치제고 노력과 정책당국의 제도 보완이 병행될 경우, 한국 증시의 구조적 저평가 해소와 장기적인 신뢰 기반 형성에 긍정적인 역할을 할 것으로 기대된다.

다만, 이러한 성과가 장기적으로 정착하기 위해서는 지수의 보완이 필요하다. 먼저, 지수 구성의 타당성과 객관성을 보완하여 실질적인 가치제고 노력을 하는 기업들이 지수에 안정적으로 편입될 수 있도록 해야 한다. 초기 지수 발표 당시 일부 금융지주사 제외, 수익성 요건 미충족 기업의 특례편입, 밸류업 미공시 기업의 편입 등으로 선정 기준에 의문이 제기된 바 있다. 지수 구성 기준과 특례편입 요건을 명확히 하여 시장 이해도를 높이고, 선정 과정에서 판단 개입을 최소화함으로써 제도 운영의 투명성과 일관성을 제고할 수 있을 것이다. 또한 심사우대시 공시 여부만을 반영하는 데 그치지 않고, 기업의 이행 상황에 대한 사후 모니터링 체계를 도입한다면 실질적으로 가치 제고 노력을 기울이는 기업들이 지수에 안정적으로 편입될 수 있을 것이다.

다음으로, 우수기업에 대한 실질적 인센티브 설계가 필요하다. 현행 '밸류업 지수 편입 요건 완화'는 이번 정기변경에서 확인되었듯 실질적 혜택이라 하기 어렵다. 우수기업은 주로 대기업 계열사로, 상대적으로 양질의 밸류업 계획 수립 역량과 체계적인 내부 시스템을 보유하고 있으며, 안정적인 수익성과 재무구조, 높은 자본효율성, 적극적인 배당 및 자사주 소각을 통해 밸류업 지수의 편입 요건을 충족할 가능성이 높다. 따라서 '편입' 자체를 인센티브로 활용하는 현재 방식은 효과가 제한적이며, 그 대안으로 지수 내 비중 조정 등의 방식을 검토할 수 있다. 실제로, MSCI ESG Universal Index는 ESG 등급 수준 및 등급 변화에 따라 지수 내 비중을 조정하고 있다. 밸류업 지수도 우수기업에 따른 비중 가중치를 부여하는 구조를 도입한다면, 우수기업으로 유입되는 자금 규모가 확대되면서 기업 입장에서 보다 가시적인 인센티브를 체감할 수 있을 것으로 예상된다. 이때, 기존 밸류업 지수의 산정 방식 자체를 변경하기보다는, 후속 지수를 출시할 때 비중 가중 방식을 적용하는 방안을 고려할 수 있다.

마지막으로, 상품 출시 단계에서 지수추종형 외 다양한 상품 개발이 필요하다. 현재 밸류업 ETF는 지수를 추종하는 패시브가 주를 이루고 있으며, 액티브 ETF와 패시브 ETF 간 수익률 차이가 미미해 유사한 상품으로 보인다. 이를 해결하기 위해, ESG 등급 반영을 고려할 수 있다. 밸류업은 주주환원 강화, 기업의 투명성 등 거버넌스 요소와 직접적으로 맞닿아 있어 ESG 등급을 활용하여 상품을 차별화할 수 있다. 또한 PBR이 낮지만 자본효율성을 개선하거나 주주환원 정책을 통해 기업가치를 제고하는 기업의 비중을 확대하거나, 밸류업 이행공시를 통해 기업의 주주가치 제고 현황을 공개하는 기업에 가중치를 부여하는 등의 방법을 생각해 볼 수 있다.

밸류업 지수가 시장에서 지속적으로 초과성적을 기록한다면 안정적인 자금 유입은 물론 기업들의 참여 유인 역시 강화될 수 있다. 지수 산정 방식을 보완하고 차별화된 금융상품 개발이 병행된다면, 밸류업 프로그램은 한국 자본시장에 장기적인 신뢰 기반으로 정착할 수 있을 것이다.

Compliance Notice

본 보고서는 신뢰할 만한 자료와 정보를 사용하여 작성한 보고서로 단순 참고용으로 제공됩니다. 본 보고서의 내용은 특정한 투자상담, 권유, 또는 광고를 포함하고 있지 않으며 당 연구소는 본 보고서에서 제공된 분석, 전망을 포함한 모든 내용에 관하여 그 정확성 또는 예측의 실현여부 등을 보장하지 않습니다. 누구든지 본 보고서를 분쟁 등에서 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용할 수 없으며, 당 연구소의 동의 없이 이의 내용을 무단으로 복제/전송/인용/배포하는 행위를 금지합니다.