



DERI ESG In-depth Report

Governance Issue

202505

대신경제연구소
ESG리서치센터

[목차]

- Executive Summary
- 본문
 1. 밸류업 공시 개요 및 현황
 2. 밸류업 공시 기업 성과 분석
 3. 밸류업 공시 및 기업별 특성과
업종 초과성과 상관관계 분석
 4. 시사점 및 제언

※ 보고서 관련 문의

대신경제연구소 ESG리서치센터
우동조 책임연구위원
(dongjo1.woo@daishin.com)
이수경 연구원
(sukyung.lee@daishin.com)

Daishin  경제연구소

밸류업 공시 1년, 시장의 평가는?

- 공시 내용의 명확성에 따른 성과 차이

Executive Summary

금융당국은 코리아 디스카운트 해소를 위해 기업들이 자율적으로 '기업가치 제고(밸류업) 계획'을 공시하도록 유도해왔다. 2024년 5월 2일 금융위원회는 밸류업 계획 가이드라인 및 해설서 초안을 공개하였고, 한국거래소가 24일 해당 가이드라인과 해설서를 최종 확정된 후 27일부터 밸류업 프로그램을 시행하겠다고 발표하였다. 밸류업 프로그램 참여 여부와 공시 내용에 있어 기업의 자율성을 보장하고, 기업은 주주와 시장 관심사를 고려하여 중·장기적 기업가치 제고에 부합하는 지표를 선정한 후 목표 및 실행 계획을 투명하게 제시하는 것이 핵심이다. **2024년 5월부터 2025년 4월까지 총 147개 기업이 215건의 공시**를 진행했으며, 예고 공시를 시작으로 본 공시 및 이행 현황 공시가 이어졌다.

본 보고서는 밸류업 공시 1년을 맞이하여 공시를 실시한 기업들에 대한 시장의 평가를 분석하고, 해당 평가에 영향을 미치는 주요 요인을 탐색하였다. 우선 PBR(주가순자산비율) 분석을 통해 기업에 대한 저평가가 얼마나 완화됐는지 살펴보고, 다음으로 시장 및 업종 대비 초과성과를 분석하여 시장변화를 상쇄한 밸류업 공시의 효과를 확인하였다. 공시 직후 해당 기업들의 PBR은 단기적으로 상승했으나 이후 수개월 내 상승분을 반납했으며, 시장 대비 초과성과 역시 점차 약화되어 시장에 수렴하는 흐름을 보였다. 업종별 성과 분석에서는 **단기적으로는 초과성과가 관찰되었으나 효과의 지속 여부는 공시의 명확성과 이행 여부에 따라 크게 달라졌다.**

특히 '**주주환원 계획의 명확성**'은 성과 및 그 지속성에 영향을 미치는 핵심적인 요인으로, 총주주수익률 및 총주주환원율 등 종합지표를 활용해 정량적 목표를 공시한 기업들은 우수한 성과를 지속하였다. 주주환원 중·장기 목표로 구체적인 기간과 목표 수치를 공시한 기업 역시 우수한 성과를 이어간 반면, **공시 내용이 모호하거나 단발성에 그친 기업은 초기 상승 이후 성과가 둔화되었다.** 또한, 낙후된 지배구조가 **디스카운트의 원인으로 추정되는 기업**은 공시를 통해 투명성을 확보하며 시장 신뢰를 회복하고, **기업가치 재평가로 이어지는 사례도 나타났다.**

결론적으로, **밸류업 공시는 단기적인 주가 부양 효과는 있으나, 이를 지속적인 기업가치 제고로 연결하기 위해서는 공시 명확성 및 연속성이 수반되어야 함**을 확인할 수 있었다. 기업은 일회성 선언이 아닌 전략적 경영계획의 일환으로 접근하고, 계획 이행과 성과를 지속적으로 시장에 투명하게 공유하는 노력이 요구된다. 참여 기업 확대, 가이드라인 고도화, 이행 점검 체계 구축, 투자자와의 소통 강화 등 밸류업 공시제도의 실효성 제고를 위한 보완이 필요함은 물론이다.

I. 밸류업 공시 개요 및 현황

한국 자본시장은 오랜 기간 이른바 '코리아 디스카운트(Korea Discount)'¹로 불리는 저평가 현상을 겪어왔다. 이러한 코리아 디스카운트는 코스피 및 코스닥 기업의 저조한 수익성·성장성, 미흡한 주주환원 등이 원인으로 지목되고 있으며, 이러한 구조적 문제를 해소하고 기업가치를 재평가받을 수 있도록 금융위원회는 2024년 5월 '기업가치 제고 계획 가이드라인'을 발표하고, 기업 자율 공시 기반의 밸류업 공시 제도를 도입하였다.

밸류업 공시는 기업이 자사 현황을 진단한 후, 가치 제고에 필요한 목표와 실행 계획을 수립하고 이를 시장에 투명하게 공개하는 절차다. 공시는 한국거래소의 KIND 시스템을 통해 이루어지며, 기업 개요, 사업 현황 진단, 목표 설정, 계획 수립, 이행 평가, 시장과의 소통으로 구성되어 있다. 경영환경 변화시에는 정정공시를 통해 내용을 보완할 수 있고, 이행 여부는 이후 공시를 통해 점검된다.

밸류업 공시에 참여한 기업은 다양한 정책 및 금융적 인센티브를 제공받을 수 있다(2025.02.11. 금융위 보도자료 '밸류업 우수기업 선정기준(안) 발표' 참고). 구체적으로는 ▲5종 세정지원 ▲주기적 지정 감사 유예 심사 시 가점 부여 ▲감리 제재조치 시 감경사유로 고려 ▲거래소 연부과금 면제 ▲거래소 추가·변경상장수수료 면제 ▲불성실공시 관련 거래소 조치(벌금·제재금 등) 유예 ▲거래소 공동 IR 우선참여 기회 제공 ▲'코리아 밸류업 지수' 편입 우대 등의 혜택이 주어진다. 이러한 인센티브는 기업의 자발적인 공시 참여를 유도하고, 장기적인 실행력 제고를 뒷받침하는 유인책으로 작용할 것으로 보인다.

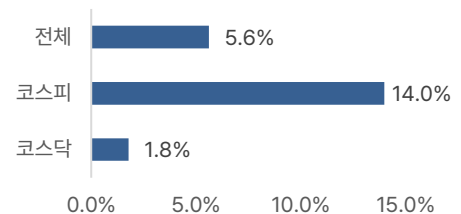
2025년 4월 말 기준 총 147개 기업이 215건의 공시를 제출하여, 전체 2,620개(2025년 5월 현재) 상장기업 중 5.6%가 밸류업 공시를 진행했다.² 코스피는 822개 기업 중 115개(14.0%) 기업이 공시한 반면, 코스닥은 1,798개 기업 중 32개(1.8%) 기업만이 공시에 참여하였다.

표 1. 상장기업 대비 밸류업 공시 기업 현황

구분	상장기업 (개, A)	공시기업 (개, B)	비중 (B/A*100)
코스피	822	115	14.0%
코스닥	1,798	32	1.8%
전체	2,620	147	5.6%

자료: Dataguide, 대신경제연구소 분석

그림 1. 상장기업 대비 밸류업 공시 기업 현황



자료: Dataguide, 대신경제연구소 분석

이를 좀 더 구체적으로 보면, 밸류업 공시 기업(147개사)의 약 78.2%가 코스피 기업이며, 특히 코스피 내에서도 시가총액 100위 이내 대형주가 54개사로 밸류업 공시 기업의 약 36.7%를 차지하고 있다(표 2, 그림 2 참고). 밸류업 공시가 상대적으로 대형 상장사 중심으로 확산되고 있음을 보여준다.

¹ 한국 상장기업의 주식 가치평가 수준이 외국 상장기업에 비해 낮게 형성되는 현상을 지칭하는 표현으로, 주당 이익 혹은 주당 순자산가치가 동일하더라도 한국 상장기업의 주가가 외국 상장기업의 주가에 비해 낮게 평가되는 것을 말함(자본시장연구원(2023), 『코리아 디스카운트 원인 분석』)

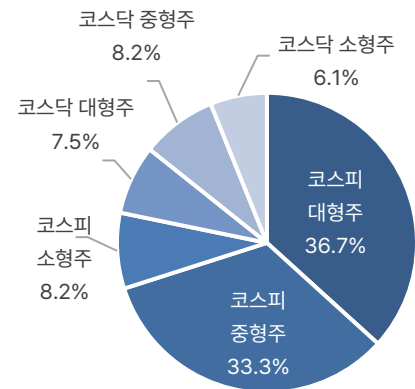
² 밸류업 공시가 시작된 2024년 5월부터 2025년 4월까지 1년간 한국거래소의 '상장공시시스템 (KIND) 기업 밸류업 정보'에 공시된 밸류업 계획 기준

표 2. 시장별 밸류업 공시 기업 규모 현황

구분		공시 기업 수	공시 기업 내 비중
코스피	대형주	54	36.7%
	중형주	49	33.3%
	소형주	12	8.2%
	합계	115	78.2%
코스닥	대형주	11	7.5%
	중형주	12	8.2%
	소형주	9	6.1%
	합계	32	21.8%
전체		147	100%

자료: Dataguide, 대신경제연구소 분석

그림 2. 시장별 밸류업 공시 기업 규모 비중



자료: Dataguide, 대신경제연구소 분석

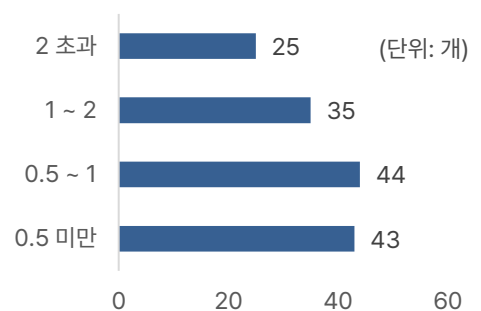
밸류업 공시 기업 중 2024년 말 기준 주가순자산비율(PBR) 1배 초과 기업은 60개(40.8%)이며, 기업 PBR 평균값은 1.48배로 나타났다. 밸류업 공시를 진행한 코스피 기업의 PBR 평균은 1.32배로, 코스피 PBR 0.84배 대비 높고, 밸류업 공시를 진행한 코스닥 기업의 PBR 평균은 2.43배로 코스닥 1.52배 대비 높게 나타났다. 동일 시점에 한국거래소가 발표한 코리아 밸류업 지수의 PBR이 0.86배임을 고려하면, 밸류업 공시 기업은 상대적으로 시장에서 이미 높은 가치평가를 받던 것으로 보인다.

표 3. 밸류업 공시 기업 PBR 현황

구분		PBR(배)
밸류업 공시 기업 평균	코스피	1.32
	코스닥	2.43
	전체	1.48
코스피		0.84
코스닥		1.52
코리아 밸류업 지수		0.86

자료: Dataguide, 대신경제연구소 분석

그림 3. 밸류업 공시 기업 PBR 분포



자료: Dataguide, 대신경제연구소 분석

*PBR(Price Book value Ratio, 주가순자산비율): 기업의 현재 주가를 주당 순자산가치로 나눈 값. 기업의 자산가치에 비해 주식이 어떻게 평가되고 있는지를 나타내는 지표. 1보다 낮으면 기업이 시장에서 장부가치보다 낮게 평가되고 있음을 의미함

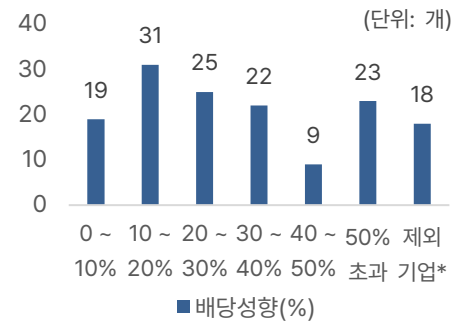
배당 성향 측면에서도 차이를 보였다. 밸류업 공시 기업 147개사 중 2024년 기준 배당기업은 118개(코스피 95개, 코스닥 23개)로 80.3%를 차지했다. 밸류업 공시를 진행한 배당기업의 배당성향 평균은 35.4%이며, 이 중 코스피 기업의 배당성향 평균은 38.9%로 코스피 배당성향 34.7%를 상회했으나, 밸류업 공시를 진행한 코스닥 기업의 배당성향은 20.7%로 코스닥 배당성향 34.4%를 하회했다. 또한, 밸류업 공시기업의 배당성향 평균은 코리아 밸류업 지수에 속한 기업의 배당성향 평균 31.1%보다 높게 나타났는데, 이는 밸류업 공시를 통해 실제로 주주환원 정책을 강화한 결과로 보인다.

표 4. 밸류업 공시 기업 배당성향

구분		FY2024 배당성향
밸류업 공시기업 평균	코스피	38.9%
	코스닥	20.9%
	전체	35.4%
코스피		34.7%
코스닥		34.4%
코리아 밸류업 지수		31.1%

자료: Dataguide, 한국거래소(2025.4.16. 보도자료),
대신경제연구소 정리

그림 4. 밸류업 공시 기업 배당성향 분포



*배당성향이 음수이거나 200% 초과 기업 제외
자료: Dataguide, 대신경제연구소 분석

[참고] 코리아 밸류업 지수

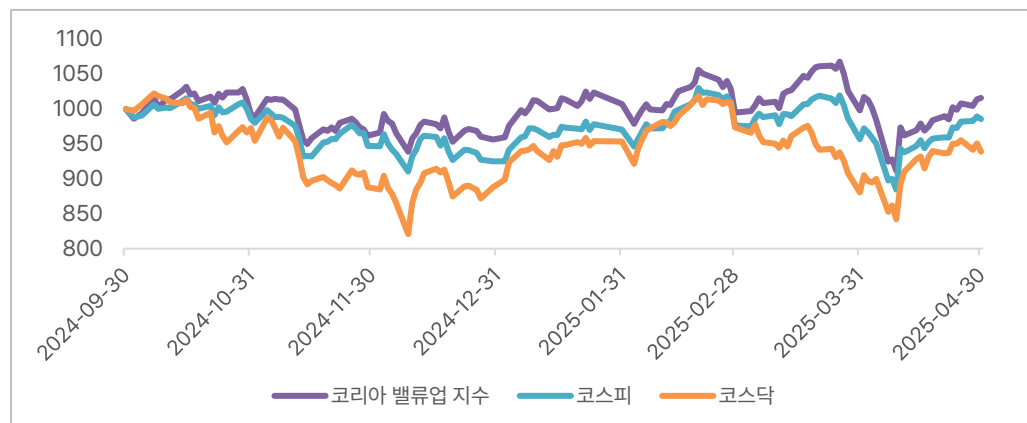
- 한국거래소는 2024.9.24. 「코리아 밸류업 지수(Korea Value-up Index)」의 구성종목 및 선정기준을 발표
- 기업가치 우수기업에 대한 시장평가 및 투자를 유도하기 위해 개발된 동 지수는 코스피·코스닥 상장기업 중 시총과 거래대금 등의 규모 요건 외에 수익성, 주주환원, 시장평가, 자본효율성 측면에서의 우수기업이 발행한 보통주식 유동시가총액을 가중적용(개별 종목의 지수 내 비중 15% 제한)하여 실시간으로 계산됨
- 당초 한국거래소는 계산의 기준시점은 밸류업 프로그램 시행 원년 초일인 2024년 1월 2일, 기준지수는 1,000 포인트, 100종목으로 구성하되 기업 구성과 비중은 매년 6월 선물만기일 다음 거래일 기준으로 재조정됨을 공시했으나, 작년 12월 KB금융, 하나금융지주, SK텔레콤, KT, 현대모비스 등 5개사를 추가한 105개로 확대
- 2025년 4월 말 밸류업 공시 147개 기업 중 58개사가 동 지수에 편입되어 있음(105개 종목의 약 55% 차지)
- 올해 밸류업 지수 리밸런싱(구성 종목 변경)에서는 지수 구성 종목을 105개에서 100개로 재조정할 예정('25년 4월 말까지 밸류업 공시 완료한 상장사 우선 고려, 시가총액, 당기순이익, 배당/자사주 소각, PBR, ROE 등 반영)

표 5. 코리아 밸류업 지수 상장사 선정 기준

구분	내용
시장대표성	시총 상위 400 위(전체누적시총의 90% 수준) 이내
수익성	최근 '2년 연속 적자' 또는 '2년 합산 손익 적자' 기업 제외
주주환원	최근 2년 연속 배당 또는 자사주 소각 실시
시장평가	PBR 순위가 전체 또는 산업군 내 50% 이내
자본효율성	위 요건 충족 기업 중 자본효율성 평가(산업군별 ROE 순위비율) 우수기업

자료: 한국거래소 2024.09.24. 및 2024.12.16. 보도자료

그림 5. 코리아 밸류업 지수 성과(2024.09.30. ~ 2025.04.30.)



자료: 한국거래소, 대신경제연구소 분석

ESG 관점에서도 밸류업 공시 참여 기업들의 특성이 드러난다. 한국ESG연구소³의 ESG 통합 등급 기준, 전체 147개 기업 중 75개사(51%)가 A 등급 이상으로 나타났다. 특히 투명성, 주주환원과 같이 밸류업 공시와 관련 있는 지배구조(G) 등급은 67개 기업(45.6%)이 S ~ A 등급으로 나타났다.

표 6. 밸류업 공시 기업 ESG 등급 분석

등급	ESG 통합 등급		지배구조 등급	
	기업 수	비중	기업 수	비중
S	0	0%	3	2.0%
A+	11	7.5%	16	10.9%
A	64	43.5%	48	32.7%
B+	38	25.9%	42	28.6%
B	19	12.9%	21	14.3%
C	1	0.7%	4	2.7%
D	1	0.7%	0	0%
커버리지 제외	13	8.8%	13	8.8%
합계	147	100%	147	100%

자료: 한국ESG연구소, 대신경제연구소 분석

결과적으로, 밸류업 공시 참여 기업들은 공통적으로 규모, 시장 평가, 배당 성향, ESG 측면에서 시장 평균 대비 우위를 보이고 있었다.

한편, 밸류업 공시 참여 147개사가 공시한 총 215건 중 예고 공시는 58건, '기업가치 제고 계획(자율공시)'(이하 '본 공시')은 149건, 이행 현황 공시는 5건, (최종 본공시 이전)정정된 공시는 3건으로, 공시 유형과 순서에 있어 기업별 차이가 존재한다. 일부 기업은 예고 공시 → 본 공시 → 이행 공시의 순서로 공시하였으나, 예고 공시를 생략하고 본 공시부터 진행한 사례도 있다. 또한, 본 공시를 2회 이상 반복 수행했으나 아직 이행 공시를 진행하지 않은 기업도 있어, 공시 방식은 각 기업의 전략과 내부 준비 상황에 따라 상이한 것으로 보인다.

³ 한국ESG연구소(KRESG)는 대신경제연구소의 자회사로서, 약 1,000여개 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 구성되며, 본 밸류업 공시 기업 성과 분석에는 2024년 1차 평가(2024.06. 공개) 결과를 활용하였음. 한국ESG연구소는 자체 정기평가 외에도 연기금 등 기관투자자의 투자 대상 기업들에 대한 ESG 평가도 다수 수행하는 등 ESG 평가 전문기관으로서 활발히 활동 중임.

II. 밸류업 공시 기업 성과 분석

밸류업 공시는 기업의 자율적인 계획 공시라는 특성상 내용의 범위와 구체성이 기업마다 상이하다. 동시에 기업의 주가에는 거시경제 여건, 업종 사이클, 환율, 실적 등 복합적으로 작용하기 때문에, 특정 공시가 주가에 미치는 인과관계를 설명하는 데는 한계가 있다.

이에 본 보고서에서는 기업의 주가 변동 요인 전반을 분석하기보다는, 밸류업 공시의 내용적 특성에 한정하여, 공시 이후 나타난 상대적인 주가 성과를 중심으로 분석을 시도하였다. 공시 내용과 기업의 특징을 기준으로 주요 특성(예: 주주환원 내용의 명확성, 공시의 연속성 등)을 분류하고, 이를 통해 특정 공시 방식이 시장에서 보다 긍정적으로 반응했는지를 관찰하고자 했다.

즉, 본 분석의 목적은 시장 요인을 모두 통제하기보다는, 공시 특성이라는 한정된 변수 내에서의 상관성을 확인함으로써, 기업들이 밸류업 공시를 설계하는 데 인사이트를 제공하는 데 있다.

2024년 5월부터 2025년 4월까지 1년 간 한국거래소의 '상장공시시스템(KIND) 기업 밸류업 정보'에 공시된 기업가치 제고 계획 215건 중 본 공시 149건 및 이행 현황을 공시한 5건, 총 154건을 대상으로 분석을 수행하였다(예고 공시 및 정정 공시 제외). 이러한 밸류업 공시 기업들의 가치 변화를 공시 시점을 기준으로 다각적으로 분석하기 위해, 각 기업별 밸류업 공시 전일(D-1)을 기준으로 최대 6개월 전·후까지 주가순자산비율(이하 'PBR') 변화와 시장지수 및 업종지수 대비 초과성과⁴를 살펴보았다.

1. PBR 변화 분석

PBR(Price to Book Ratio, 주가순자산비율)은 시장이 평가한 기업의 순자산 대비 기업가치를 나타내는 대표적인 밸류에이션 지표로, 한국 자본시장의 저평가 현상인 '코리아 디스카운트'를 측정할 수 있는 지표 중 하나이다. 한국 증시는 선진국 및 유사 규모 신흥국 대비 낮은 PBR을 지속해왔으며, 이는 낮은 주주환원, 불투명한 지배구조, 비효율적 자본 운용 등 구조적 요인에 기인한 것으로 해석되어 왔다.

이러한 맥락에서 밸류업 공시는 기업이 자발적으로 디스카운트를 해소하기 위해 가치제고 방안을 시장에 투명하게 제시하는 수단으로 활용되며, 밸류업 공시가 기업의 저평가 완화에 어떤 영향을 미쳤는지를 확인하는 데 있어 PBR 변화는 유의미한 지표가 된다.

분석을 위해 공시 전일(D-1)을 기준시점을 설정하고, 공시 전후 해당 기간 동안의 PBR 변화율을 측정하여, 어떠한 경향이 나타나는지 분석했다.

$$\Delta PBR_{i,t} = \frac{PBR_{i,t} - PBR_{i,D-1}}{PBR_{i,D-1}} \times 100$$

* $PBR_{i,t}$: 기업 i의 시점 t에서의 PBR

$$\overline{\Delta PBR_t} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n \Delta PBR_{i,t}$$

⁴ 초과성과: 시장 혹은 업종 주가지수 대비 밸류업 공시기업의 주가가 상승/하락한 정도

밸류업 공시를 진행한 기업들의 PBR은 공시 전 일정 기간까지 점진적인 하락세를 나타냈으나, 공시일을 기점으로 PBR 추세는 뚜렷하게 반전됐다. 공시 당일부터 PBR은 평균적으로 상승세로 전환되었으며, 이는 시장이 기업의 밸류업 계획을 일정 수준의 실천 의지를 동반한 가치제고 신호로 인식했다고 볼 수 있다. 공시 이후 약 1~2개월 구간에서는 이러한 상승 흐름이 비교적 안정적으로 지속되었다. 이는 단기 기대감 외에도 일부 기업들이 IR 활동 강화, 추가 설명자료 제공 등 후속 소통을 이어가며 투자자 신뢰를 회복한 결과로 보인다. 하지만 공시 이후 3개월을 넘어서면서부터는 PBR 증가율이 다시 하락세로 전환되었다(그림 6, 표 7 참고).

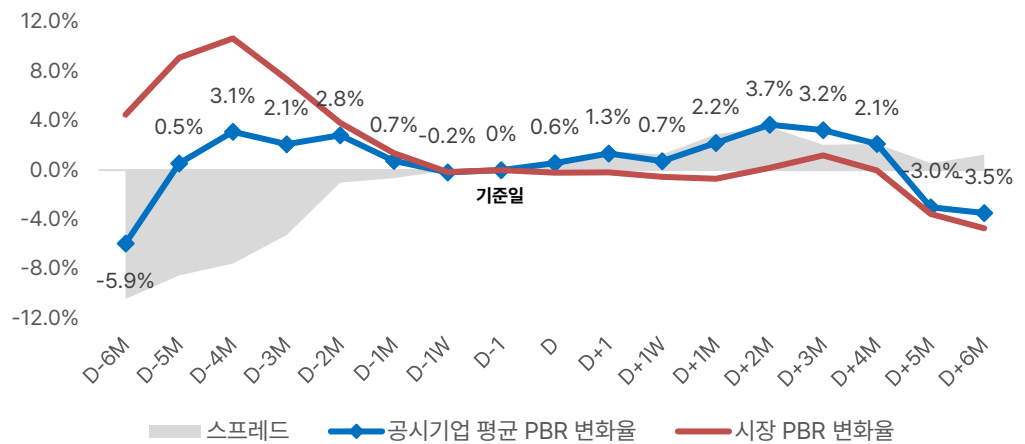
초기 공시 이후 일정 시간이 경과한 뒤 실행이 부진하거나 성과지표 개선이 뚜렷하지 않을 경우, 시장은 밸류업 공시에 대해 부여했던 프리미엄을 점차 회수하기 시작하여 밸류업 공시에 따른 기업가치 제고 효과가 장기적으로 이어지지 않았을 것으로 보인다.

PBR 변화 추세를 밸류업 지수 구성 기준인 10개 업종⁵으로 세분화해 분석한 결과(표 8 참고)도 이러한 경향을 뒷받침한다. 공시일로부터 약 3개월까지는 과반수 업종에서 양(+)의 PBR 증가율을 보여, 업종 전반에서 밸류업 공시에 따른 긍정적인 효과가 있던 것으로 판단된다. 그러나 4개월 이후부터는 이 같은 흐름이 둔화되기 시작하며 오히려 음(-)의 PBR 증가율을 보인 업종의 수가 양(+)의 값을 보인 업종의 2배 수준에 달했다. 이는 밸류업 공시의 단기적인 긍정적 효과가 중·장기적으로 이어지지 않는 모습을 보여준다.

하지만 PBR 변화는 시장의 방향성과 변동성을 충분히 반영하지 못한다는 한계가 존재한다. 주가는 개별 기업의 가치뿐 아니라 시장 전체의 흐름에 크게 영향을 받기 때문이다. 공시기업 평균 PBR 변화율을 시장 PBR 변화율과 비교한 스프레드를 살펴보면(그림 6 참고), 밸류업 공시가 기업가치 평가에 미친 효과가 보다 뚜렷하게 드러난다. 공시기업의 평균 PBR 변화율이 공시 이전에는 양(+)의 흐름을 유지하다가 점차 0에 수렴하는 모습을 보였는데, 이는 시장 전반의 하락에 따른 결과로 추정된다. 그러나 동일 시점의 스프레드를 보면, 음(-)의 스프레드가 0으로 증가하는 것으로 나타났다. 시장 전반의 PBR이 하락하는 가운데, 공시기업의 PBR은 이에 비해 상대적으로 견조한 흐름을 보였는데, 밸류업 공시 기업에 대한 기대감이 기업가치 평가에 선반영되었음을 시사한다. 이후 공시 2개월까지 스프레드가 확대되어, 공시가 단기적으로 시장의 긍정적인 반응을 유도했음을 확인할 수 있다. 다만 3개월 시점부터는 스프레드가 점차 축소되기 시작하여 결국 공시에 따른 초기 효과가 반납되는 흐름으로 전환되었다. 밸류업 공시가 단기적인 시장 주목도는 확보했으나, 일정 시점을 기점으로 신뢰 확보 여부에 따라 시장의 평가가 재조정되었을 것으로 보인다.

⁵ 글로벌 산업분류(GICS)를 참고하여 10개 산업군으로 분류. 에너지(석유·가스 탐사, 정유회사 등), 소재(화학, 금속광산업 등), 산업재(기계, 운송 등), 자유소비재(자동차, 호텔 등), 필수소비재(식품, 유통 등), 헬스케어(제약, 관련 장비 등), 금융 및 부동산(금융사, 리츠 등) 정보기술(소프트웨어, 반도체 등), 커뮤니케이션서비스(이동통신, 콘텐츠 플랫폼 등), 유틸리티(전력, 수도 등)

그림 6. 밸류업 공시 전일 대비 평균 PBR 변화율



* D: 공시일, W: Week, M: Month(이하 동일)

자료: Dataguide, 대신경제연구소 분석

이와 같이 기업가치는 개별 기업의 상황뿐만 아니라 시장 전체의 흐름에 크게 영향을 받기 때문에 동일한 시기에 시장이 상승 또는 하락한 정도를 고려하지 않고는 공시 효과의 기여도를 평가하기 어렵다. 이에, 다음 분석에서는 시장의 변동성을 반영한 분석을 수행하였다.

표 7. 밸류업 공시 기업 공시 전일 대비 평균 PBR 변화율

(단위: %)

구분	D-6M	D-5M	D-4M	D-3M	D-2M	D-1M	D-1W	D-1	D	D+1	D+1W	D+1M	D+2M	D+3M	D+4M	D+5M	D+6M
평균 PBR 변화율	-5.9	0.5	3.1	2.1	2.8	0.7	-0.2	-	0.6	1.3	0.7	2.2	3.7	3.2	2.1	-3.0	-3.5

자료: Dataguide, 대신경제연구소 분석

표 8. 업종별 밸류업 공시 전일 대비 평균 PBR 변화율

(단위: %)

구분	D-6M	D-5M	D-4M	D-3M	D-2M	D-1M	D-1W	D-1	D	D+1	D+1W	D+1M	D+2M	D+3M	D+4M	D+5M	D+6M
에너지	-7.7	-15.1	0.1	-6.6	-2.7	-1.0	-0.2	-	-0.6	-0.7	-1.5	-3.5	-3.9	0.4	-2.6	0.5	-21.6
소재	-35.1	-5.1	6.6	9.0	4.1	-1.8	-1.6	-	0.6	-0.1	-0.8	3.9	6.0	2.9	-4.1	-14.7	7.8
산업재	11.8	5.5	3.7	-0.1	1.5	0.5	-1.9	-	0.4	1.4	0.7	3.0	5.1	6.4	4.6	-7.2	-10.4
자유소비재	-1.2	2.7	6.0	6.0	2.8	0.4	0.6	-	1.3	1.5	-0.1	1.2	0.0	-0.2	0.0	-1.9	-11.0
필수소비재	-9.7	11.5	10.0	2.9	6.9	0.9	1.3	-	0.5	1.8	0.6	1.1	-1.0	-4.9	-6.7	-4.9	-20.9
헬스케어	-49.0	-33.1	-13.3	-7.7	1.6	-0.6	0.8	-	-0.4	-0.3	-3.6	-9.8	-9.1	-11.6	-12.9	-26.4	-19.9
금융 및 부동산	-13.7	-11.5	-6.7	-1.9	-0.7	-2.8	0.5	-	1.0	2.5	2.6	4.6	5.4	8.2	10.8	7.2	8.0
정보기술	19.8	21.9	18.7	14.4	14.8	14.0	1.4	-	-1.0	0.6	2.6	6.6	11.8	3.0	-1.6	-10.0	-9.7
커뮤니케이션서비스	-9.9	-11.7	-11.1	-10.5	-2.2	-0.3	-2.3	-	4.2	5.0	5.4	3.3	5.1	-0.1	3.3	5.9	1.8
유틸리티	-	-	-2.0	-4.2	-3.2	13.7	-4.0	-	0.3	-12.7	-18.7	-15.1	4.2	4.4	5.1	-	-
중간값	-9.7	-5.1	1.9	-1.0	1.5	0.1	0.2	-	0.5	1.0	0.2	2.1	4.7	1.6	-0.8	-4.9	-10.4
0 초과 업종 수	2	4	6	4	6	5	5	0	7	6	5	7	6	6	5	3	3
0 미만 업종 수	7	5	4	6	4	5	5	0	3	4	5	3	4	4	5	6	6

자료: Dataguide, 대신경제연구소 분석

2. 시장대비 초과성과 분석

본 분석에서는 앞선 PBR 분석의 한계를 고려하여, 밸류업 공시 기업과 공시하지 않은 기업 간의 상대적인 주가 반응, 즉 코스피 혹은 코스닥 지수 대비 성과(이하 '시장 초과성과')를 기준으로 상대적 성과를 평가하였다. 이를 통해, 공시 이후 단순히 주가가 상승 혹은 하락했는지에 대한 판단을 넘어, 동일한 시장환경 속에서 해당 기업이 시장을 얼마나 상회하거나 하회하는 성과를 나타냈는지 측정함으로써, 밸류업 공시가 투자자 관점에서 차별화된 신호로 작용했는지 여부를 보다 정밀하게 분석하고자 하였다.

분석을 위해 공시 전일(D-1)을 기준시점으로 설정하고, 공시 전후 해당 기간 동안의 시장지수 성과 대비 기업 주가성과 변화율을 측정하여, 어떠한 패턴이 나타나는지 확인했다.

$$\text{시장 초과성과}_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

* $R_{i,t}$: 기업 i 의 시점 t 에서의 수익률

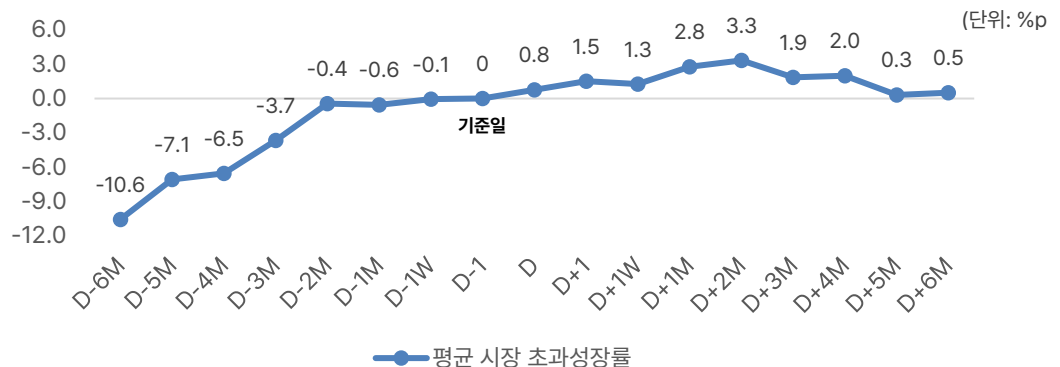
** $R_{m,t}$: 동일 시점 t 에서의 기업이 속한 시장지수 수익률

$$\overline{\text{시장 초과성과}}_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n \text{시장 초과성과}_{i,t}$$

밸류업 공시를 진행한 기업들의 시장 초과성과는 PBR 분석과 대조적으로 공시 이전부터 이미 시장대비 초과성과를 보이고 있었다. 이는 밸류업 정책이 예고되면서 시장 참여자들이 공시 가능성이 높은 기업을 선별함으로써 선제적으로 기대감이 반영된 영향으로 보인다. 공시 이후에도 이러한 시장 초과성과는 일정 기간 동안 확대되는 양상을 보였다(그림 7, 표 9 참고). 밸류업 공시 자체가 시장의 관심을 끌었고, 공시 내용에 중·장기적 주주환원 목표나 구체적 실행 방안이 포함되면서 기업이 제시한 밸류업 계획을 통해 기업가치 증가에 대한 기대감이 반영되었기 때문으로 판단된다.

하지만 공시 3개월 경과 시점부터는 시장 초과성과가 점차 둔화되기 시작했으며, 4~6개월이 경과한 이후에는 초과성과가 대부분 소멸되어 공시일 수준으로 회귀하는 모습이 관찰되었다. 이는 밸류업 공시가 단기적으로 시장의 관심을 가져오는데 성공했지만, 시간이 지남에 따라 밸류업 공시에 따른 프리미엄 상쇄된 영향으로 보인다.

그림 7. 밸류업 공시 전일 대비 평균 시장 초과성과



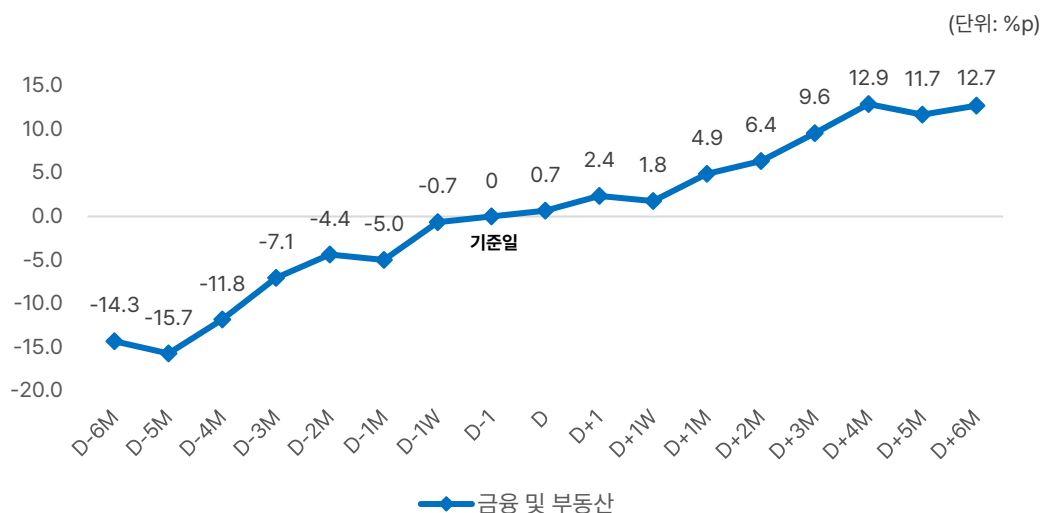
자료: Dataguide, 대신경제연구소 분석

시장 초과성적을 밸류업 지수 구성 기준인 10개 업종으로 세분화해 분석한 결과(표 10 참고) 역시 이러한 경향을 뒷받침한다. 공시 6개월 이전 대비 공시 전일 시장 초과성적을 보면, 정보기술 업종을 제외한 모든 업종에서 시장 초과성적이 상승하는 모습을 보였다. 이후 공시 2개월까지 이러한 흐름이 이어졌는데, 이는 밸류업 공시가 단기적으로 시장을 상회하는 성과를 유도했음을 보여준다. 그러나 공시 3개월 이후 시점부터는 이 같은 흐름이 반전되어 음(-)의 초과성적을 보인 업종이 절반을 넘어섰다.

이러한 결과는 시장 전반의 등락과 무관하게, 밸류업 공시가 단기적으로는 긍정적인 반응을 이끌어낼 수 있으나, 중·장기적으로는 그 효과가 지속될 수 있는지에 대해서는 불확실성이 존재함을 시사한다.

밸류업 공시 기업을 업종별로 세분화해 분석한 결과, 금융 및 부동산업은 공시 6개월 전부터 공시 이후 6개월까지 일관된 상승 흐름을 유지한 것으로 나타났다(그림 8 참고). 이는 금융업이 국내 자본시장에서 대표적인 저평가 업종으로 꼽혀 왔으며, 밸류업 정책의 수혜가 가장 직접적으로 반영된 업종 중 하나이기 때문으로 해석된다. 특히 자사주 소각, 배당 확대 등 주주환원 정책의 실행 여력이 높은 업종 특성상, 밸류업 공시에 따른 시장 기대감이 조기에 선반영되었고, 이후에도 주주환원 확대를 통해 지속적인 초과성적을 유지한 것으로 보인다. 또한, 시장의 기대와 함께 금융 및 부동산업의 밸류업 공시는 전체 154건 중 32건(20.8%)으로 해당 업종 역시 적극적으로 밸류업 공시를 대응하는 것으로 나타났다.

그림 8. 금융 및 부동산업 시장 초과성과



자료: Dataguide, 대신경제연구소 분석

표 9. 밸류업 공시 전일 대비 평균 시장 초과성과

(단위: %p)

구분	D-6M	D-5M	D-4M	D-3M	D-2M	D-1M	D-1W	D-1	D	D+1	D+1W	D+1M	D+2M	D+3M	D+4M	D+5M	D+6M
시장 초과성과	-10.6	-7.1	-6.5	-3.7	-0.4	-0.6	-0.1	-	0.8	1.5	1.3	2.8	3.3	1.9	2.0	0.3	0.5

자료: Dataguide, 대신경제연구소 분석

표 10. 업종별 밸류업 공시 전일 대비 평균 시장 초과성과

(단위: %p)

구분	D-6M	D-5M	D-4M	D-3M	D-2M	D-1M	D-1W	D-1	D	D+1	D+1W	D+1M	D+2M	D+3M	D+4M	D+5M	D+6M
에너지	-10.6	-15.8	-7.4	-10.5	-6.1	-0.3	1.8	-	-0.8	0.0	-1.0	-0.6	-1.6	0.5	0.0	2.8	-19.3
소재	-41.3	-15.4	-3.3	2.1	1.8	-3.0	-0.9	-	0.7	-0.3	-0.9	3.5	4.5	-0.8	-7.4	-14.4	11.2
산업재	-10.3	-9.5	-9.0	-5.8	-2.1	0.2	-1.1	-	0.5	1.3	2.2	2.7	3.1	3.1	3.9	-5.1	-8.8
자유소비재	-6.5	-4.3	-3.6	-1.4	-0.5	0.1	1.0	-	1.6	2.1	0.4	1.6	-0.1	-1.1	-0.6	1.3	-7.0
필수소비재	-9.0	6.0	1.8	-1.5	5.6	-0.1	1.5	-	1.0	3.0	2.6	4.0	1.2	-4.2	-6.1	0.5	-12.7
헬스케어	-52.8	-37.0	-24.8	-13.0	2.1	-0.4	1.0	-	0.5	0.3	-3.4	-8.4	-7.0	-12.1	-13.7	-19.7	-18.4
금융 및 부동산	-14.3	-15.7	-11.8	-7.1	-4.4	-5.0	-0.7	-	0.7	2.4	1.8	4.9	6.4	9.6	12.9	11.7	12.7
정보기술	14.7	12.0	7.2	6.4	6.1	7.9	1.6	-	-0.4	0.5	2.7	6.6	9.2	0.3	-2.0	-8.9	-7.7
커뮤니케이션서비스	-12.8	-18.2	-20.5	-13.7	-1.0	-0.6	-1.9	-	4.3	4.9	7.5	8.0	9.1	-0.6	0.9	7.0	4.7
유틸리티	-	-	-12.6	-13.7	-9.1	10.5	-3.9	-	0.7	-11.3	-17.0	-19.1	-4.0	-3.9	0.7	-	-
중간값	-10.6	-15.4	-8.2	-6.5	-0.7	-0.2	0.1	-	0.7	0.9	1.1	3.1	2.1	-0.7	-0.3	0.5	-7.7
0 초과 업종 수	1	2	2	2	4	4	5	0	8	8	6	7	6	4	4	5	3
0 미만 업종 수	8	7	8	8	6	6	5	0	2	2	4	3	4	6	6	4	6

자료: Dataguide, 대신경제연구소 분석

3. 업종지수 대비 초과성과 분석

앞선 시장 초과성과 분석은 밸류업 공시로 인해 시장 대비 어느 정도의 상대적 성과가 나타났는지 평가하였는데, 시장지수를 기준으로 한 비교 분석은 업종 구성 비중의 불균형 문제로 인해 분석의 왜곡이 발생할 수 있다.

실제 코스피 및 코스닥 시장 전체를 기준으로 보면, 약 2,600개 상장기업 중 GICS 기준 금융 및 부동산업은 100개 미만으로 전체의 3~4% 수준에 불과하다. 반면, 밸류업 공시 154건의 업종 현황을 보면 금융 및 부동산업의 공시가 32개로 전체의 20%를 초과하는 높은 비중을 차지하고 있다.

금융업은 오랜 기간 낮은 PBR 등 저평가 상태가 지속되었고 잉여자본을 기반으로 한 주주환원 확대 여력이 크기 때문에, 시장에서 기업가치 제고를 위한 밸류업 정책의 적용 가능성이 가장 높은 업종으로 인식되어 온 결과로 보인다. 이러한 특성으로 인해 금융업은 밸류업 정책 발표 초기부터 대표적인 수혜 업종으로 간주되었으며, 앞선 PBR 변화율 및 시장 초과성과 분석에서도 높은 성과를 보인 업종으로 나타났다. 더욱이 한국 자본시장은 업종 내 주가 흐름의 동조화⁶가 뚜렷하고, 업종 중심의 자금 쏠림 현상이 강하게 나타나는 특성을 가지고 있어, 밸류업 공시 기업의 평균 초과성과가 금융 및 부동산업의 강한 주가 반응으로 인해 실질 이상으로 분석되는 왜곡 요인으로 작용할 수 있다.

따라서 이러한 편향(bias)을 보완하고 공시 효과를 보다 정밀하게 평가하기 위해, 본 분석에서는 단순한 시장지수 대비 비교가 아닌, 각 기업이 속한 업종지수 대비 성과(이하 '업종 초과성과')를 비교 분석하였다. 이를 통해 유사 업종 내에서의 상대적 성과를 비교함으로써, 밸류업 공시 자체가 동일 업종 내에서 어떠한 차이를 유발했는지 평가하고자 한다. 분석을 위해 공시 전일(D-1)을 기준시점으로 설정하고, 공시 전후 해당 기간 동안의 업종지수 성과 대비 기업 주가성과 변화율을 측정하여, 어떠한 패턴이 나타나는지 확인했다.

$$\text{업종 초과성과}_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}$$

* $R_{i,t}$: 기업 i 의 시점 t 에서의 수익률
 ** $R_{m,t}$: 동일 시점 t 에서의 기업이 속한 업종지수 수익률

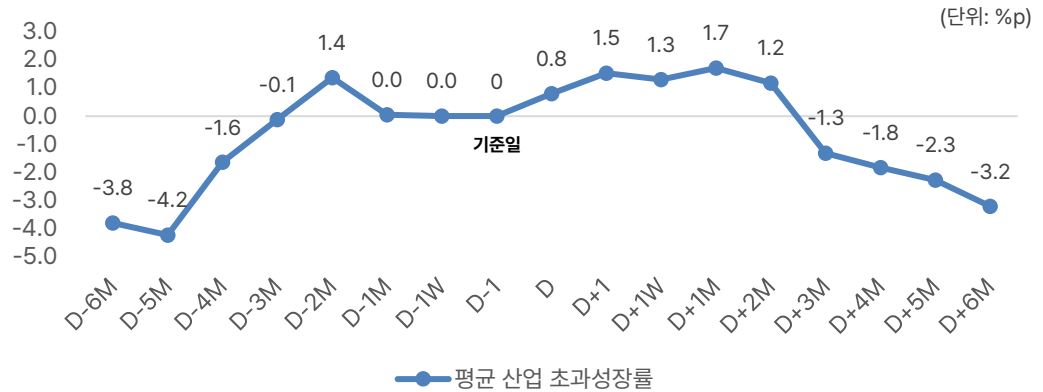
$$\overline{\text{업종 초과성과}}_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n \text{업종 초과성과}_{i,t}$$

밸류업 공시 기업들의 업종 초과성과는 앞선 시장 초과성과 분석과는 다른 양상을 보여주고 있다. 공시 이전 기간, 특히 공시일 기준 약 6개월 전부터 1개월 전까지는 대부분의 공시 기업들이 자신이 속한 업종 대비 초과성과를 기록하며 점진적인 상승세를 나타냈다. 이는 밸류업 정책 도입 논의가 본격화되면서, 공시 가능성이 높은 기업들이 시장의 관심을 선제적으로 받았고, 특히 주주환원 잠재력이 높다고 평가된 기업들에 대해 기대감이 반영된 결과로 해석할 수 있다. 그러나 공시 1개월 전부터 공시일 직전까지는 업종 초과성과가 둔화되며, 업종 평균 수준으로 회귀하는 움직임이 관찰되었다.

⁶ 특정 주식이나 자산군이 동일한 방향으로 움직이는 현상

이후 공시 뒤 약 2개월까지는 앞선 분석들과 유사하게 다시 업종 초과성과가 확대되는 모습이 나타나, 밸류업 공시가 기업가치 제고에 대한 시장의 기대감을 불러일으키는데 성공하였을 것으로 보인다. 그러나 공시 후 3개월 시점부터는 흐름이 반전되며 대부분의 밸류업 공시 기업들이 업종지수 대비 음(-)의 초과성과를 기록했다. 이러한 하락세는 시간이 지남에 따라 점차 심화되었으며, 결과적으로 밸류업 공시 이전에 형성되었던 기대감 기반의 초과성과를 대부분 반납하는 흐름으로 전개되었다(그림 9, 표 11 참고).

그림 9. 밸류업 공시 전일 대비 평균 업종 초과성과



자료: Dataguide, 대신경제연구소 분석

업종 초과성과를 밸류업 지수 구성 기준인 10개 업종으로 세분화해 분석한 결과(표 12 참고)에서도 이러한 경향을 확인할 수 있다. 공시 6개월 이전부터 공시 2개월 이전까지 과반수 업종에서 업종 초과성과가 대체로 상승하는 모습을 보였으나, 공시 2개월 이전부터 이후 공시 전일까지 10개 업종 중 6개 업종(에너지, 소재, 자유소비재, 필수소비재, 헬스케어, 금융 및 부동산)에서 감소하는 모습을 보였다.

이후 공시 뒤 2개월까지는 다시 과반수 업종에서 초과성과가 상승하는 흐름이 이어졌는데, 앞선 분석들과 마찬가지로 밸류업 공시가 단기적으로 시장을 상회하는 성과를 유도했음을 보여준다. 그러나 공시 3개월 이후 시점부터는 다시 흐름이 반전되어 음(-)의 초과성과를 보인 업종이 절반을 넘었으며, 공시 이후 6개월 시점에서는 밸류업 공시에 대한 프리미엄을 반납하고 공시 이전 6개월 시점보다 업종 초과성과가 오히려 하락한 업종이 5개(에너지, 산업재, 필수소비재, 정보기술, 커뮤니케이션서비스)로 나타났다.

결과적으로, 업종 초과성과 분석은 PBR 변화율과 시장 초과성과 분석에 비해 밸류업 공시의 단기적인 효과와 중장기적 한계를 보다 분명하게 드러냈다. 동일 업종 내 상대 성과를 기준으로 평가할 경우, 밸류업 공시는 일정 기간 긍정적인 반응을 유도할 수 있지만, 그 효과가 지속되기 위해서는 일정한 요건이 충족되어야 할 것으로 보인다.

표 11. 밸류업 공시 전일 대비 평균 업종 초과성과

(단위: %p)

구분	D-6M	D-5M	D-4M	D-3M	D-2M	D-1M	D-1W	D-1	D	D+1	D+1W	D+1M	D+2M	D+3M	D+4M	D+5M	D+6M
업종 초과성과	-3.8	-4.2	-1.6	-0.1	1.4	0.0	0.0	-	0.8	1.5	1.3	1.7	1.2	-1.3	-1.8	-2.3	-3.2

자료: Dataguide, 대신경제연구소 분석

표 12. 업종별 밸류업 공시 전일 대비 평균 업종 초과성과

(단위: %p)

구분	D-6M	D-5M	D-4M	D-3M	D-2M	D-1M	D-1W	D-1	D	D+1	D+1W	D+1M	D+2M	D+3M	D+4M	D+5M	D+6M
에너지	-10.0	-17.1	-4.7	-9.3	-4.4	0.1	2.4	-	0.1	0.5	1.0	1.2	-1.4	-2.2	4.1	6.9	-13.7
소재	-46.4	-26.4	-8.2	-3.2	-7.7	-7.1	-2.4	-	1.0	0.4	-0.5	5.0	10.1	7.9	2.4	0.6	34.2
산업재	0.0	1.0	-0.4	1.5	3.1	0.9	-0.7	-	0.3	1.0	0.6	-2.7	-8.3	-12.1	-15.2	-23.4	-33.6
자유소비재	-10.1	-9.3	-3.8	-0.5	0.0	-0.4	0.7	-	1.4	1.8	0.6	2.0	1.0	-0.4	2.4	2.2	-3.9
필수소비재	-3.6	4.8	5.0	2.9	6.4	1.2	1.1	-	0.9	2.2	2.2	1.7	1.4	-2.8	-5.8	-3.9	-20.5
헬스케어	-38.8	-19.5	-9.7	-10.0	2.4	-0.7	1.0	-	-0.1	0.4	-2.0	-6.5	-7.4	-14.2	-15.0	-17.9	-14.9
금융 및 부동산	-0.3	-3.0	0.6	0.3	0.7	-2.0	-0.4	-	1.2	2.7	2.8	4.9	5.9	8.0	11.9	8.0	7.4
정보기술	7.2	-3.2	-5.4	-2.4	3.4	8.3	2.1	-	-0.3	1.0	4.4	10.5	12.5	4.5	-0.1	-4.3	1.2
커뮤니케이션서비스	2.5	-0.7	-0.9	-2.0	1.3	2.3	-0.7	-	4.2	4.5	3.6	1.6	3.6	-3.0	-2.4	-0.8	-7.5
유틸리티	-	-	-12.3	-7.8	-11.8	-3.5	-3.3	-	1.2	-9.2	-13.6	-15.8	-4.5	-0.7	-9.4	-	-
중간값	-3.6	-3.2	-4.3	-2.2	1.0	-0.2	0.2	-	0.9	1.0	0.8	1.6	1.2	-1.5	-1.2	-0.8	-7.5
0 초과 업종 수	3	2	2	3	7	5	5	0	8	9	7	7	6	3	4	4	3
0 미만 업종 수	6	7	8	7	3	5	5	0	2	1	3	3	4	7	6	5	6

자료: Dataguide, 대신경제연구소 분석

앞선 분석에서는 전체 밸류업 공시 기업의 밸류업 공시 전·후로 나타난 절대 및 상대적인 기업가치 제고 성과를 중심으로 분석했다면, 다음 절에서는 공시 이후에도 지속적인 초과성과를 나타낸 기업들과 그렇지 못한 기업들을 비교 분석하여 좋은 성과를 보이는 그룹의 공통된 밸류업 공시 특성 및 기업의 특성을 도출하였다. 이러한 분석 결과를 바탕으로, 업종 내 초과성과의 지속성과 유의미한 상관관계를 보이는 공시 방식과 실행 특성을 제시하고자 한다.

III. 밸류업 공시 및 기업별 특성과 업종 초과성과 상관관계 분석

밸류업 공시를 실시한 기업들 간에도 공시 내용과 방식에 따라 주가 성과에서 유의미한 차이가 존재하는 것으로 나타났다. 이는 밸류업 공시가 단순한 정보 제공 차원을 넘어, 공시의 구체성, 실행 가능성, 기업 특성에 따라 시장이 이를 어떻게 해석하고 반응하는지가 달라진다는 점을 시사한다.

구체적으로, 본 보고서에서는 밸류업 공시의 효과를 결정짓는 요인을 식별하기 위해 초과성과를 나타낸 기업들을 중심으로 공시의 질적 수준 및 기업 특성을 심층분석하였다. 그 결과, ▲주주환원 관련 '내용의 명확성', ▲본 공시 이후 이행 공시 및 반복 공시 여부를 포함한 '공시의 연속성', ▲공시 이전의 지배구조 상태를 반영하는 '지배구조 등급'이라는 세 가지 측면에서 공통된 특징을 확인하였다.

1. 주주환원 내용의 명확성⁷

밸류업 공시는 기업이 속한 업종의 특징, 사업구조적 특징, 성장단계, 주요 이해관계자(주주/시장참여자)의 관심사를 고려하여 기업의 중·장기적 가치 제고 목적에 부합하는 지표를 선정하도록 하고 있다. 기업가치 제고 계획 가이드라인에 제시된 지표에는 주가순자산비율(PBR), 주가수익비율(PE)과 같은 시장평가, 자기자본이익률(ROE), 주주자본비용(COE)과 같은 자본효율성, 배당 및 자사주 그리고 이를 종합 고려한 총주주환원율과 총주주수익률과 같은 주주환원, 성장성 및 기타 지표 등이 포함된다.

본 보고서는 이중 '주주환원'에 주목하되 특히 '주주환원 항목의 공시 명확성'에 초점을 맞춰 분석하였다. 한국 상장기업들이 글로벌 피어 대비 낮은 수준의 주주환원 정책을 유지해왔다는 점에서 주주환원은 투자자들의 기대가 집중된 영역이기 때문이다.

1) 종합 지표

먼저, 기업가치 제고 계획 중 ▲배당 혹은 자사주 지표를 활용하였으나 총주주수익률 또는 총주주환원율 등 종합 지표를 활용하지 않은 공시와 ▲종합 지표를 통해 환원 방식과 규모를 수치화하고 방향성을 명확히 제시한 공시로 구분하였다. 이후 두 그룹의 업종 초과성과를 비교함으로써, 주주환원 공시의 명확성과 정량적 구체성이 기업가치 제고에 미치는 영향을 평가하고자 하였다.

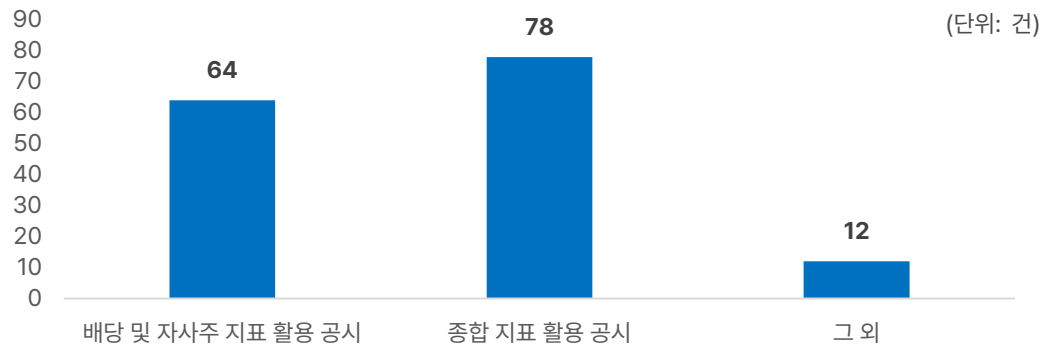
⁷ 본 보고서는 '주주환원 내용의 명확성'을 아래와 같이 정의하여 분석하였음.

① 총주주수익률 또는 총주주환원율 등의 종합 지표를 활용하여 주주환원 방식과 규모를 수치화하고 방향성을 구체적으로 제시한 경우 또는

② 주주환원 중·장기 목표에 대해 목표 시점과 수치를 명확히 설정하여 제시한 경우

전체 154건의 밸류업 공시 중, 배당 혹은 자사주 지표를 활용하고 종합지표를 활용하지 않은 공시는 총 64건으로 나타났다. 반면 종합 지표를 명시적으로 활용한 공시는 78건이었으며, 나머지 12건은 두 기준 중 어느 쪽에도 해당하지 않는 사례로 분류되었다.

그림 10. 주주환원 공시 유형별 현황

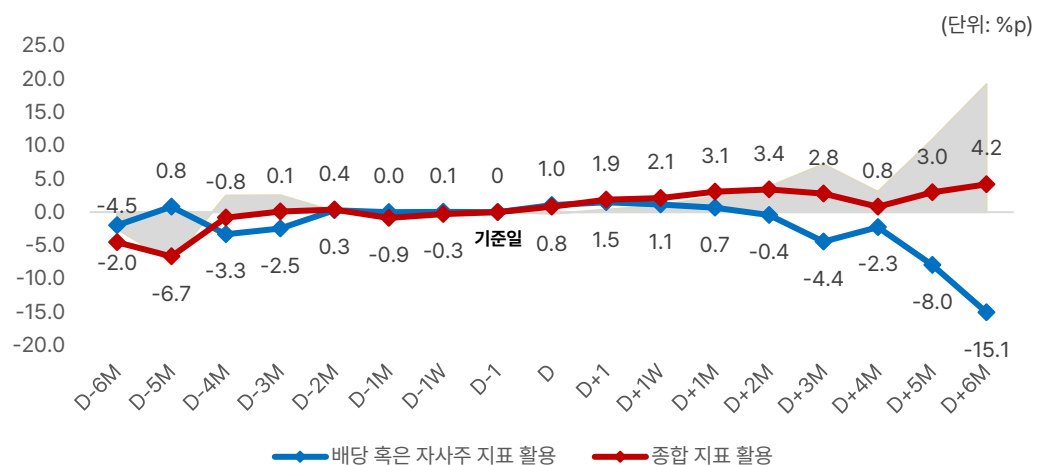


자료: 한국거래소 상장공시시스템(KIND), 대신경제연구소 분석

배당 및 자사주 지표 활용 공시와 종합 지표 활용 공시 두 그룹을 분석한 결과, 배당 및 자사주 지표만 활용한 그룹은 공시 직후 단기적으로 업종 초과성적을 보였으나, 1개월 이후부터는 초과성적이 점차 축소되다가 2개월 경과 시점부터는 음(-)의 초과성적을 기록하는 등 초과성적이 반납되는 흐름이 나타났다. 반면, 총주주수익률 또는 총주주환원율 등 종합 지표를 활용해 환원 방식과 규모를 명확하게 제시한 그룹은 공시 이후 일정 기간이 지난 후에도 업종 초과성적을 지속적으로 유지하는 경향을 보였다.

이는 시장이 배당 및 자사주 지표만을 활용한 기업보다 종합 지표를 활용한 기업에 대해 실질적 환원 의지를 표현한 것으로 받아들이고, 환원 방식과 정량적 기준이 제시될 경우 상대적으로 높은 신뢰를 확보한 것으로 판단된다.

그림 11. 주주환원 공시 유형별 업종 초과성과 비교



* 음영은 배당 혹은 자사주 지표 활용 그룹과 종합지표 활용 그룹과의 차이를 나타냄

자료: Dataguide, 대신경제연구소 분석

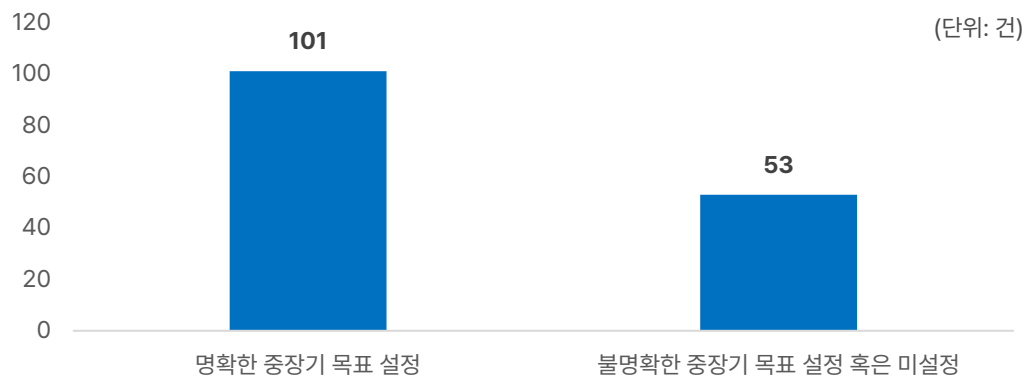
2) 중·장기 목표

기업가치 제고 계획 가이드라인에 따르면, 기업가치 제고 계획의 취지에 맞도록 지속가능한 기업가치 제고를 추구하여야 하며, 일시적·임시방편적 개선이 아닌 중·장기적인 목표를 제시하도록 하고 있다.

이에 따라 주주환원 지표의 두 번째 분석 항목으로, 주주환원 관련 중·장기 목표 설정의 명확성이 주가성과에 어떤 영향을 미쳤는지 분석하였다. 구체적으로는, ▲목표 시점(기간)과 수치(환원을 혹은 규모 등)를 명확히 제시한 그룹과 ▲목표를 불명확하게 제시하거나 정량적 기준이 없이 방향성만 언급한 그룹으로 나누어, 업종 초과성적을 분석하였다.

전체 154건의 밸류업 공시 중, 주주환원 중·장기 목표를 명확한 시점과 수치로 설정한 공시는 101건으로 나타났으며, 주주환원 목표 시점과 수치를 불명확하게 기술하거나 중·장기 목표를 설정하지 않은 공시는 53건으로 집계되었다.

그림 12. 주주환원 중·장기 목표 유형별 현황

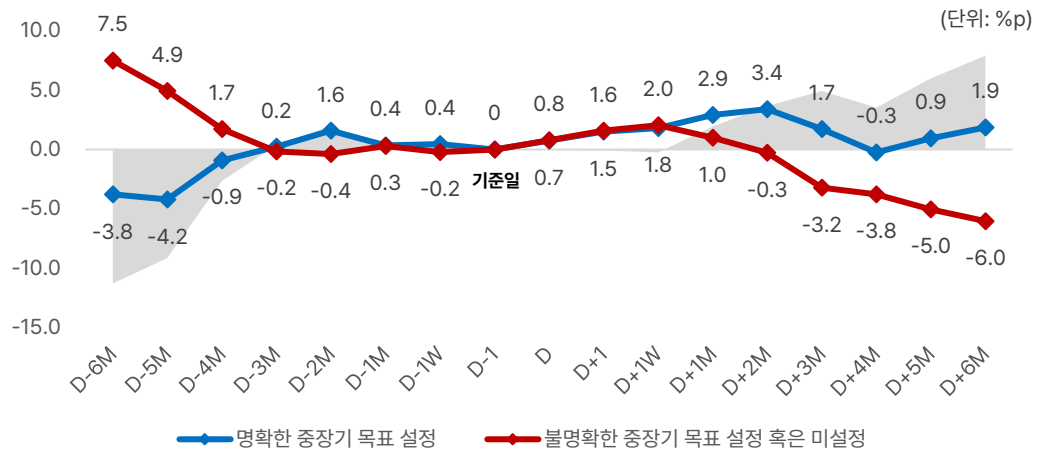


자료: 한국거래소 상장공시시스템(KIND), 대신경제연구소 분석

분석 결과, 주주환원 중·장기 목표를 명확하게 설정한 그룹은 공시 이전부터 업종 대비 주가 성과를 회복하는 흐름을 보였으며, 공시 이후에도 지속적으로 업종 초과성적을 유지하는 양상이 나타났다. 이는 시장이 해당 그룹의 계획을 단기 이벤트가 아닌 실질적인 가치 제고 노력의 일환으로 간주하고 신뢰한 결과로 판단된다.

반면, 불명확하게 중·장기 목표를 설정한 그룹은 공시 이전부터 업종 대비 주가 성과가 둔화되는 흐름을 보였고, 공시일 직후 1개월까지는 일시적으로 업종 초과성적을 회복했으나, 이후 점차 축소되어 2개월 이후부터는 음(-)의 업종 초과성적을 기록하였다. 특히 공시 시점에 나타났던 일시적인 기대 프리미엄은 이행 가능성에 대한 의구심으로 빠르게 소멸되었으며, 그 결과 명확한 중·장기 목표를 제시한 그룹과의 성과 격차(스프레드)는 점차 확대되어 공시 6개월 이전 대비 공시 6개월 이후의 스프레드는 19.2%p를 나타냈다.

그림 13. 주주환원 중·장기 목표 유형별 업종 초과성과 비교



* 음영은 명확한 중·장기 목표를 설정한 그룹과 불명확한 중·장기 목표를 설정하거나 설정하지 않은 그룹과의 차이를 나타냄

자료: Dataguide, 대신경제연구소 분석

3) 종합 지표 및 중·장기 목표

이어 세 번째 분석은 앞선 두 분석을 통합하여, 주주환원 공시의 질적 수준이 가장 높은 집단, 즉 총주주수익률 혹은 총주주환원율 등 종합 지표를 활용하였으며, 동시에 명확한 중·장기 목표 기간과 수치를 제시한 집단의 업종 대비 주가 성과를 분석하였다.

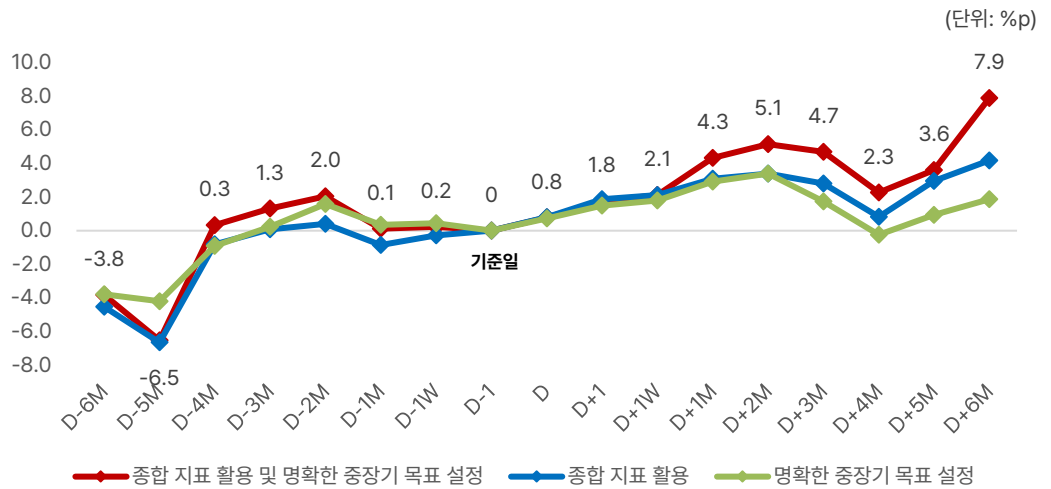
이 분석은 단순히 환원 항목을 언급하거나 방향성을 제시하는 수준을 넘어, 정량성과 시계성을 모두 갖춘 공시가 시장에서 어떻게 평가되었는지를 분석하기 위한 것이다. 즉, 주주환원의 '진정성'이 확보된 경우, 그에 상응하는 시장의 긍정적 반응이 업종 대비 얼마나 지속적으로 반영되는지를 살펴보고자 하였다.

전체 154건의 밸류업 공시 중, 주주환원 종합 지표를 활용하고 중·장기 목표를 명확하게 설정한 공시는 총 61건으로 집계되었다. 달리 말하면, 종합 지표를 활용한 78개 공시 중 17개 공시는 주주환원에 대한 수치를 제시하였으나, 명확한 기간을 설정하지 않았고, 61개 공시는 명확한 기간을 설정한 것이다.

분석 결과, 해당 그룹은 공시 이전 기간 동안 점진적으로 업종 대비 초과성과를 확대해 나갔으나, 공시 직전 시점에는 기대에 대한 프리미엄이 일부 해소되며 업종 평균 수준으로 되돌아 왔다.

그러나 공시 이후에는 다시 지속적이고 안정적인 업종 초과성과를 나타냈으며, 그 수준은 앞서 분석한 주주환원 종합 지표 활용 그룹, 명확한 중·장기 목표 설정 그룹 각각보다도 더 우수한 성과를 기록했다.

그림 14. 주주환원 명확성 분석 그룹별 업종 초과성과 비교



자료: Dataguide, 대신경제연구소 분석

결론적으로, 본 분석은 밸류업 공시의 효과가 단순히 공시 여부나 형식적 항목의 나열에 달려 있는 것이 아니라, 공시 내용의 명확성 및 구체적인 계획의 수반 여부에 따라 주가 성과의 차이가 발생함을 보여주었다. 이는 향후 밸류업 공시를 준비하는 기업들에게 있어, 정량적 지표와 명확한 목표를 기반으로 한 투명한 커뮤니케이션이 시장의 신뢰를 회복하고, 나아가 기업가치 제고에 실질적으로 기여할 수 있다는 점을 시사한다.

2. 공시의 연속성

밸류업 공시는 단순한 계획 선언에 그치는 것이 아니라, 실제 실행 의지와 이행 상황에 대한 지속적인 소통을 통해 시장과의 신뢰를 구축하는 과정이 중요하다. 기업가치 제고 계획 가이드라인에서도 공시는 자율사항임에도 불구하고 주기적인 공시를 권장하고 있으며, 계획 이행 여부를 확인할 수 있는 지속적인 소통을 통해 시장의 신뢰를 얻을 수 있을 것으로 판단한다.

이에 따라 본 분석에서는 공시의 연속성에 주목하여, ▲본 공시 이후 이행 현황 공시를 추가로 진행하거나 본 공시를 2회 이상 실시한 그룹과, ▲본 공시를 단 1회만 진행한 그룹으로 구분하여, 두 집단 간의 업종 초과성과를 비교 분석하였다. 본 분석을 통해 공시의 반복성과 지속적인 커뮤니케이션이 기업의 시장 평가에 어떠한 영향을 미치는지 검토하고자 한다.

밸류업 공시를 실시한 147개 기업 중, 본 공시와 이행 현황 공시를 진행하거나, 본 공시를 2회이상 반복적으로 진행한 기업은 총 9개사로 확인되었다. 해당 기업은 JB금융지주, KB금융, LG전자, 메리츠금융지주, 신한지주, 에스트라픽, 에프엔가이드, 우리금융지주, 키움증권이며, 본 분석에서는 이들 기업을 공시의 연속성을 갖춘 그룹으로 분류하여 성과를 분석하였다.

표 13. 공시 연속성 그룹 공시 현황

기업명	1차	2차	3차	4차
JB금융지주	2024-09-24	2025-02-06		
KB금융	2024-10-24	2025-04-25*		
LG전자	2024-10-22	2024-12-17		
메리츠금융지주	2024-07-04	2024-08-14*	2024-11-13*	2025-02-19*
신한지주	2024-07-26	2025-04-25		
에스트래픽	2024-09-04	2025-04-14		
에프앤가이드	2024-05-31	2024-08-14*		
우리금융지주	2024-07-25	2025-02-07		
키움증권	2024-05-28	2025-03-26		

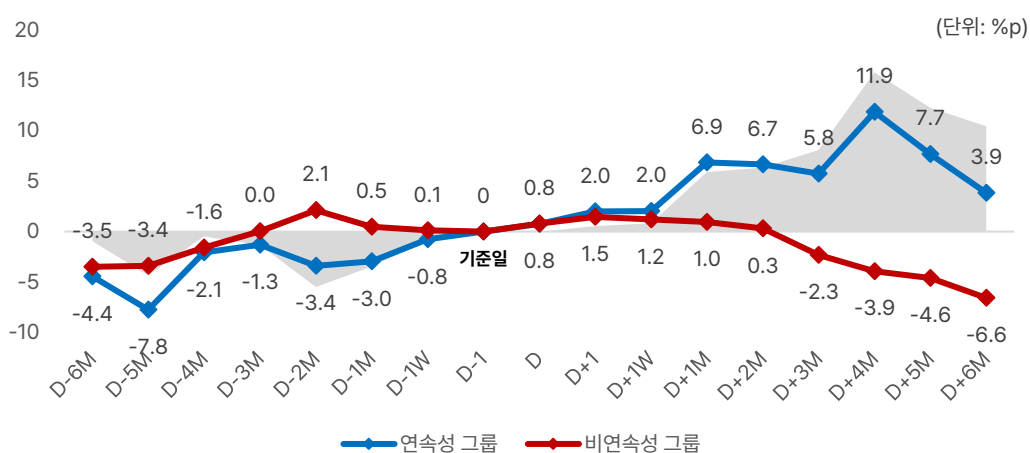
* 별표(*)는 이행 현황 공시 일자를 나타냄

자료: 한국거래소 상장공시시스템(KIND), 대신경제연구소 정리

분석 결과, 연속성을 갖춘 그룹은 공시 이전부터 업종 대비 추가 성과가 점진적으로 개선되는 흐름을 보였으며, 공시 이후에도 초과성가를 지속적으로 확대해 공시 후 6개월 시점까지 일관된 업종 초과성가를 유지한 것으로 나타났다. 이는 계획의 반복적 공시 또는 이행 내역 공유를 통해 시장이 해당 기업의 기업가치 제고 의지를 신뢰한 것으로 보인다.

반면, 본 공시를 단 1회만 진행한 그룹은 공시 직후 1~2개월까지는 업종 대비 초과성가를 기록했으나 이후에는 초과성가가 급속히 둔화되었고, 공시 6개월 시점에는 오히려 공시 이전보다 낮은 수준으로 하락하는 흐름을 나타냈다. 이는 일회성 공시의 한계와 실행 불확실성에 대한 시장의 우려가 반영된 결과로 해석된다.

그림 15. 공시 연속성 여부에 따른 그룹별 업종 초과성과 비교



* 음영은 공시를 연속적으로 진행한 그룹과 본 공시 1회만 진행한 그룹과의 차이를 나타냄

자료: Dataguide, 대신경제연구소 분석

3. 지배구조 투명성 개선

코리아 디스카운트의 원인 중 하나로는 낙후된 지배구조로 인한 기업 투명성 부족을 들 수 있다. 이러한 구조적 한계는 투자자 신뢰를 저해하고 기업가치의 지속적인 저평가로 이어지는 요인으로 작용했다. 특히 지배구조 등급이 낮은 기업일수록 상대적으로 낮은 투명성으로 인해 더 큰 디스카운트를 적용받아 왔을 가능성이 높다.

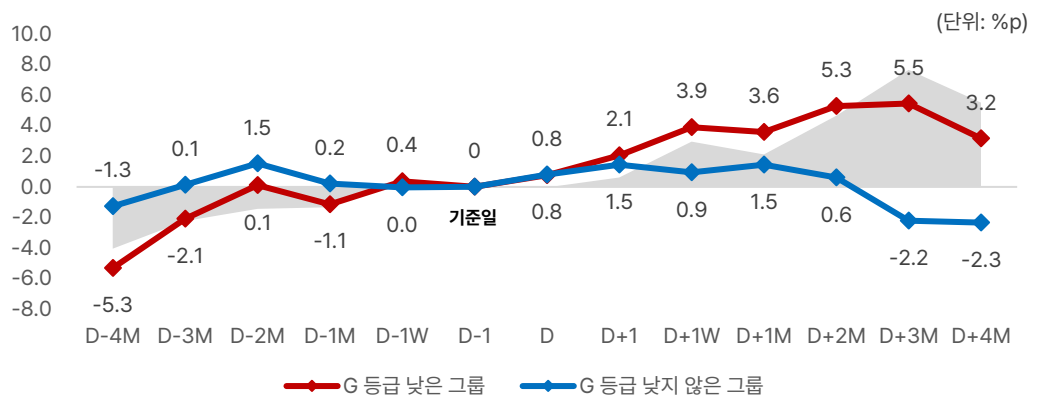
하지만 밸류업 공시를 통해 기업의 투명성이 개선될 경우, 시장 참여자들에게 긍정적인 신호로 작용하여 기업에 대한 재평가를 유도할 수 있으며, 결과적으로 주가에 점진적으로 반영되어 디스카운트가 감소했을 것으로 예상된다. 실제로 다수의 기업들이 밸류업 공시 준비 과정에서 지배구조보고서의 핵심지표 준수 현황을 점검하고 준수율 개선을 목표로 제시하는 등 실질적인 조치를 취하고 있다. 이는 단순한 공시를 넘어 국내 기업의 지배구조 개선을 통한 코리아 디스카운트 완화를 가져올 수 있을 것으로 보인다.

이에 본 분석에서는 한국ESG연구소의 지배구조 평가결과를 활용하여, 지배구조 등급이 낮은(B, C, D) 그룹의 밸류업 공시 이후 업종 대비 주가성장을 분석하였다. 이를 통해, 밸류업 공시를 통한 지배구조 투명성 개선 노력이 코리아 디스카운트 완화 및 시장의 평가 개선에 미친 영향을 확인하고자 한다.

다만, 본 분석에 포함된 지배구조 등급이 낮은 기업은 전체 147개 기업 중 24개로 표본 수가 제한적이다. 기간별 성과 분석에 최대 24개 기업이 포함될 수 있으나, D±6개월 시점에는 1개 기업, D±5개월 시점에는 2개 기업만이 해당되어 표본의 대표성과 통계적 신뢰도가 낮은 한계가 존재한다. 이에 본 분석에서는 D±5개월 및 D±6개월 구간을 제외하고, 표본이 확보된 기간 내에서 성과 분석을 진행하였다.

분석 결과, D-4개월부터 업종 대비 초과성장을 보였으며, 이러한 상승 흐름은 공시 이후에도 유지되어 D+4개월까지 지속적인 업종 초과수익률을 나타냈다. 이는 밸류업 공시가 해당 기업들의 지배구조 개선에 대한 시장의 기대와 신뢰를 강화하는 방향으로 작용한 결과로 보인다.

그림 16. 지배구조 등급에 따른 업종 초과성과



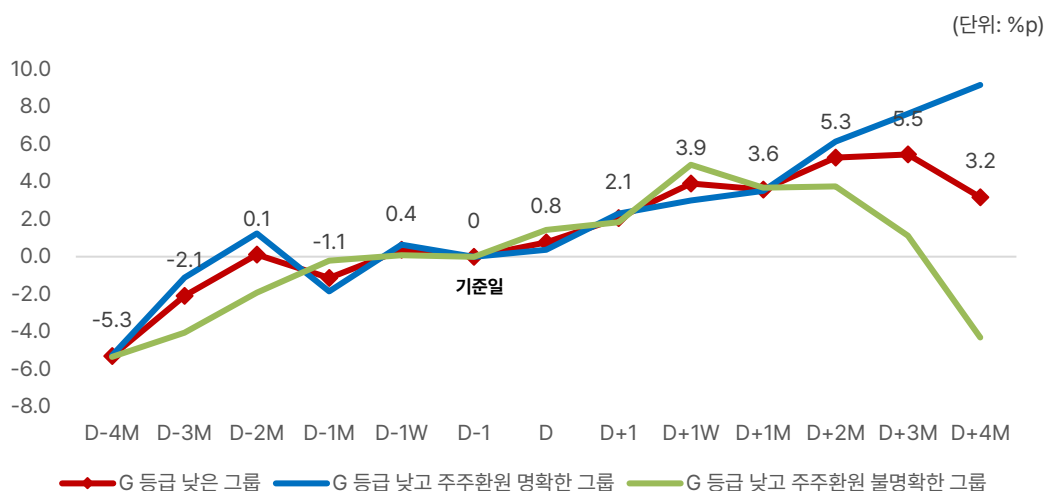
* 음영은 지배구조 등급이 낮은 그룹(한국ESG연구소의 지배구조 평가 7개 등급 중 하위 3개 등급인 B, C, D)과 지배구조 등급이 낮지 않은 그룹(S, A+, A, B+)과의 차이를 나타냄

자료: Dataguide, 한국ESG연구소, 대신경제연구소 분석

한편, 지배구조 등급이 낮은 기업들의 공시 내용을 세부적으로 살펴보면, 지배구조 등급이 낮은 총 24개 기업 중 15개 기업(62.5%)이 주주환원 중·장기 목표를 명확한 기간과 수치로 설정하였다. 반면 나머지 9개 기업은 주주환원 중·장기 목표를 명확하게 나타내지 않아, 지배구조 등급이 낮은 기업들 사이에서도 주주환원 계획의 명확성에 따라 주가 성과에 차이가 있는지를 분석해 보았다.

분석 결과, 주주환원 중·장기 목표를 명확히 제시한 그룹은 업종 초과성과의 상승세가 지속된 반면, 그렇지 않은 그룹은 단기 이후 초과성과를 반납하는 흐름을 보였다.

그림 17. 지배구조 등급이 저조한 그룹 내 주주환원 명확성에 따른 업종 초과성과



자료: Dataguide, 한국ESG연구소, 대신경제연구소 분석

이러한 결과는, 지배구조 등급이 낮은 기업이라 하더라도 정량적이고 구체적인 공시가 병행될 경우 시장의 신뢰 회복과 함께 실질적인 재평가가 가능하다는 점을 보여준다. 즉, 공시의 실효성은 투명성 제고에 그치지 않고, 구체성과 실행 가능성 여부 확보에 따라 차별적인 성과로 이어질 수 있음을 시사한다.

IV. 시사점 및 제언

본 보고서는 밸류업 공시 기업들의 성과를 PBR과 시장 및 업종 대비 주가를 중심으로 분석하고, 밸류업 공시 기업들의 성과에 미치는 영향을 규명하였다.

분석 결과, 밸류업 계획 공시 기업은 공시 이후 일정 기간 초과성과를 보였으나, 그 효과의 지속성에는 공시 내용의 명확성 및 이행의 연속성이 핵심적으로 작용하였다. 특히 총주주환원율 등 정량 지표와 중·장기 목표를 명확히 제시한 기업은 업종 대비 초과성과를 지속했으며, 이행 공시를 수행하거나 반복 공시한 기업은 6개월 후에도 안정적 성과를 유지했다. 반면, 단발성 공시나 방향성만 제시한 기업은 초과성과가 둔화되었다. 또한, 지배구조 등급이 낮아 상대적으로 저평가된 일부 기업은 공시의 명확성과 투명성이 시장 신뢰 회복과 기업가치 재평가에 중요한 역할을 했다. 이러한 결과는 기업들이 밸류업 공시를 전략적 경영 도구로 활용하고 전 과정을 일관되게 관리해야 함을 시사한다.

이를 위해 금융당국 및 유관기관은 기업들이 충실한 공시에 참여할 수 있도록 제도적 지원을 강화해야 한다. 구체적으로, 밸류업 공시 제도의 실효성 제고와 시장 내 안착을 위해 다음과 같은 보완이 필요하다.

첫째, 중견 및 중소기업 참여 확대를 위한 지원책이 필요하다. 앞선 표 1에서도 확인할 수 있듯, 현재 밸류업 공시 참여 기업의 약 70%가 코스피 대형주 및 중형주로, 전체 코스피 대형주 및 중형주 300개 중 103개 기업이 공시에 참여해 약 34%의 참여율을 보였다. 반면, 그 외 코스피 소형주 및 코스닥 기업은 약 2% 참여에 그쳐, 공시 역량이 부족한 중견 및 중소기업에 대한 지원이 필수적이다.

둘째, 공시 가이드라인 고도화가 요구된다. 현재 기업가치 제고 계획 가이드라인은 자율적 권고사항 위주로 구성되어 있어, 공시 내용의 질적 편차가 크고 공시의 명확성이 떨어지는 문제가 존재한다. 향후에는 정량적 목표 및 구체적 실행 방안 제시를 보다 강력히 권장하는 방향으로 정비할 필요가 있다.

셋째, 이행 점검 체계를 구축해야 한다. 밸류업 공시가 지속적인 실행으로 이어지기 위해서는 이행 관리 매커니즘이 필수적이다. 예를 들어 연 1회 이상의 이행현황 공시를 의무화하거나, 밸류업 지수 편입 시 단순 공시 여부가 아닌 이행 공시의 지속성을 평가 요소에 반영하는 방안을 고려할 수 있다.

마지막으로 영문 공시 확대 및 해외 투자자와의 소통 강화가 필요하다. 밸류업 정책의 목표가 국내 시장의 저평가 해소인 만큼, 외국인 투자자의 이해와 참여를 확대하는 것이 중요하다. 그러나 현재 밸류업 공시 기업 중 일부 기업만이 영문 공시를 병행하고 있어, 전반적으로 글로벌 투자자 접근성은 매우 낮은 실정이다. 향후에는 영문 공시 지원 등 기반을 마련하여 해외투자자와의 소통 체계를 강화할 필요가 있다.

향후 밸류업 공시는 단순한 공시를 넘어 실행력 있는 전략 수립 및 시장과의 지속적인 소통을 요구하는 제도이자 기업과 투자자 간 신뢰를 강화하는 핵심 통로로 자리매김할 것이며, 나아가 코리아 디스카운트 완화와 기업가치 제고라는 정책적 목표 실현에도 기여할 수 있을 것으로 기대된다.

다만, 본 보고서는 밸류업 공시 제도 시행 이후 1년간의 데이터를 기반으로 분석을 수행하였다는 점에서 장기 성과 분석에는 일정한 한계가 존재한다. 대신경제연구소는 향후 공시 이행의 누적과 기업별 전략의 실제 반영 정도 등을 지속적으로 모니터링하여 중·장기적인 효과에 대한 후속 분석을 수행할 예정이다.

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.