

The ESGverse

Meritz Research 투자전략팀 2025. 3. 31

K-밸류업 RE:BOOTing

주주환원과 기업지배구조의 재구성



Contents

서문	3
Key Chart	4
<hr/>	
Part 1 K-밸류업 프로그램 이후, 과연 효과가 있었을까?	8
1. 코리아 프리미엄은 아직 없었다	8
2. 공시보다 실행, 숫자보다 구조	9
3. 일본 사례 비교: 지배구조 개혁이 시장 리레이팅 유도	12
<hr/>	
Part 2 자사주 매입 및 소각 트렌드, 주주들의 목소리가 커진다	14
1. 자사주 활용 전략, 새로운 전환점을 맞이하다	14
2. 자사주 취득·보유·처분 공시 강화: 기업의 전략이 드러난다	16
3. 자사주 관련 주주제안 증가, 주주들은 무엇을 요구하는가?	18
4. 자사주 소각 가능성 증가	20
5. 시장 신호 효과, 단순한 주가 부양 수단이 아니다	22
<hr/>	
Part 3 배당은 곧 장기 주주환원 전략	26
1. 2024년 기업 배당정책 트렌드: ESG 투자 관점에서 본 구조적 변화	26
2. 글로벌 배당 정책과 한국의 차이점	32
<hr/>	
Part 4 진정한 기업가치 제고를 위한 상법 개정: 이사의 충실험의무 확대	36
1. 진정한 밸류업을 위한 지배구조 개선, 그 출발점은 상법 개정	37
2. 상법 개정 시 기업의 우려 사항	42
3. 투자자 관점 3가지 체크포인트: 기회 vs. 리스크	44
4. 주주행동주의, 기업의 변화를 이끄는 또 다른 힘	44

The ESGverse

리서치센터 투자전략팀

서문

K-밸류업, RE:BOOTing

끝나지 않은 코리아 디스카운트를 넘어서는 길

한국 자본시장은 여전히 코리아 디스카운트의 틀에 갇혀 있다. 구조적 저평가의 핵심에는 낮은 PBR, 불투명한 지배구조, 단발성에 그치는 주주환원 정책이 자리 잡고 있다. 단기 이벤트로는 근본이 바뀌지 않는다.

밸류업 프로그램은 이 낮은 프레임을 깨기 위한 시도다. 그러나 형식적 공시나 일회성 자사주 매입만으로는 시장의 신뢰를 얻기 어렵다. 최근 자본시장법 개정으로 자사주의 활용 목적이 제한되며, 과거처럼 '경영권 방어 수단'으로 기능하는 시대는 끝나가고 있다. 이제는 자사주 매입과 동시에 소각을 병행해야 한다. 시장은 진정성 있는 주주가치 제고를 요구하고 있다.

배당도 마찬가지다. 일회성 고배당보다 중요한 건 '지속가능성'이다. 기업의 현금흐름, ROE와 자본비용, 사업 전략에 부합하는 배당정책이 전제되어야 시장은 납득한다. 성장성과 안정성을 동시에 담보하는 자본배분 전략이 필요한 시점이다.

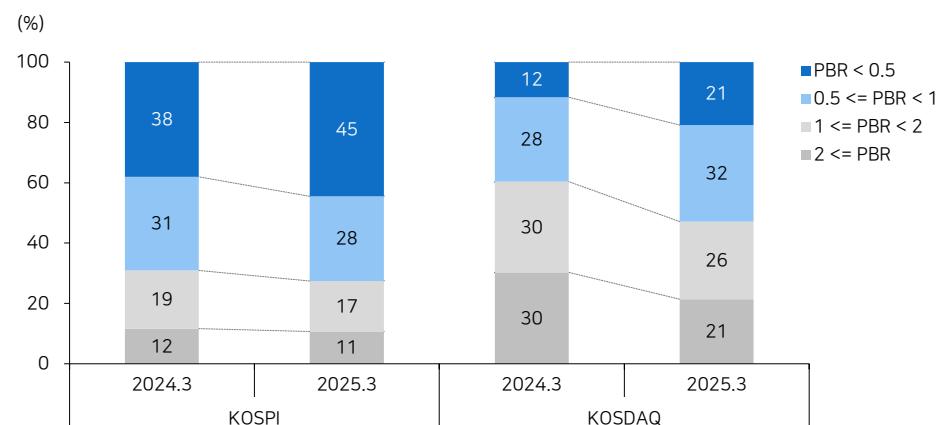
무엇보다 핵심은 '지배구조'다. 최근 이사의 충실의무 대상을 '회사'에서 '주주'로 확대하는 상법 개정안이 국회 본회의를 통과했다. 이는 기업 경영에 대한 분명한 신호다. 경영진은 이제 총수 일가의 이해관계가 아니라, 모든 주주의 이익을 중심에 두고 판단해야 한다. 충실의무의 기준이 바뀌면, 기업 전략 역시 달라질 수밖에 없다.

진정한 밸류업은 자사주 매입이나 배당 확대만으로 완성되지 않는다. 법 제도 개선, 지배구조 투명성, 지속가능한 수익성이라는 세 축이 맞물릴 때 비로소 시장은 구조적으로 반응한다. 이러한 변화가 쌓여야 코리아 디스카운트는 해소되고, MSCI 선진국 지수 편입도 현실이 된다.

Key Chart

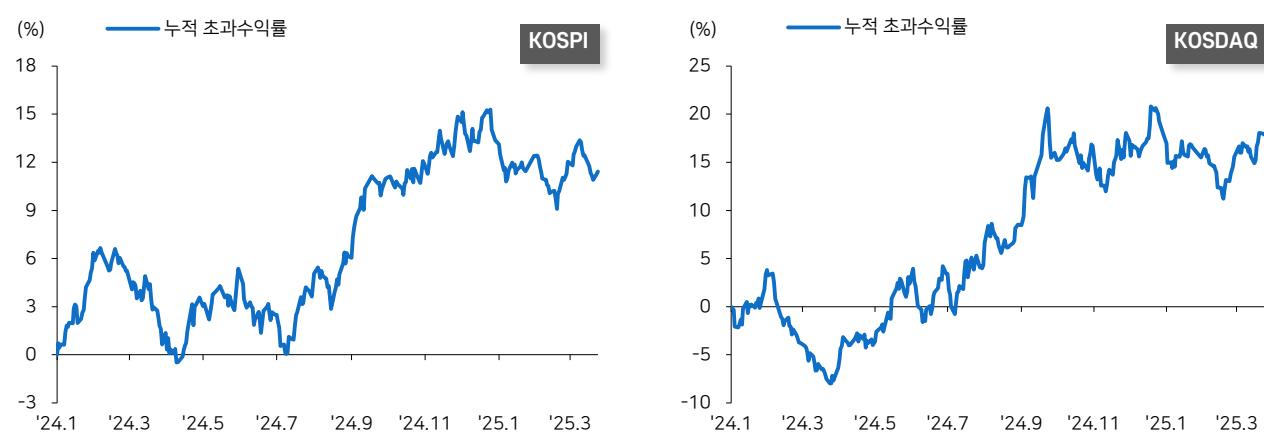
- 밸류업 프로그램 이후에도 코스피 · 코스닥의 PBR 1배 미만 기업 비중은 오히려 증가
- 한국은 자본효율성과 시장 신뢰보다는 단기 이벤트 중심의 밸류업에 머물러 있음
- 기업별 기업가치제고 계획에서 목표로 설정된 재무지표 비율은 수익성을 고려한 장기 지표(자본효율성, 성장성, 시장평가)보다는 주주환원 위주로 치우쳐져 있어 개선 필요
- 지배구조 개혁 없이 단기 정책만으로는 코리아 디스카운트 해소에 한계

그림1 밸류업 프로그램 시행 전후 코스피/코스닥 시장 PBR 분포



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 밸류업 본공시 기업들의 벤치마크(코스피/코스닥) 대비 누적 초과수익률

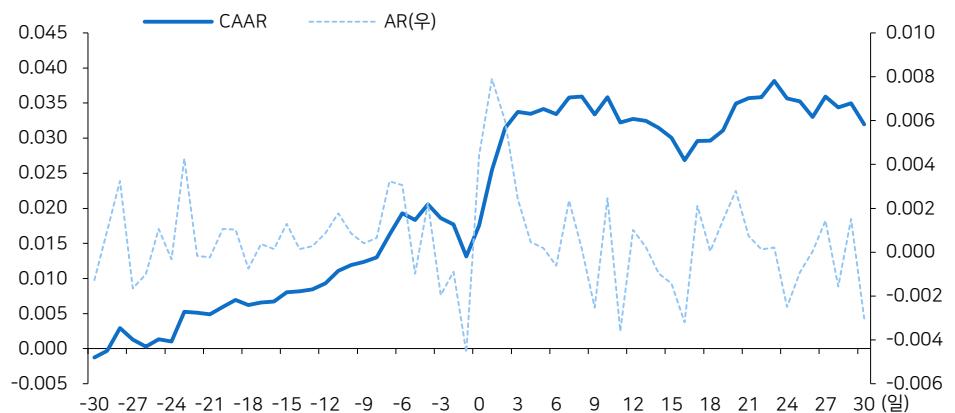


주: 2025.3.25 기준 밸류업 본공시 수행 기업 대상 분석

자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

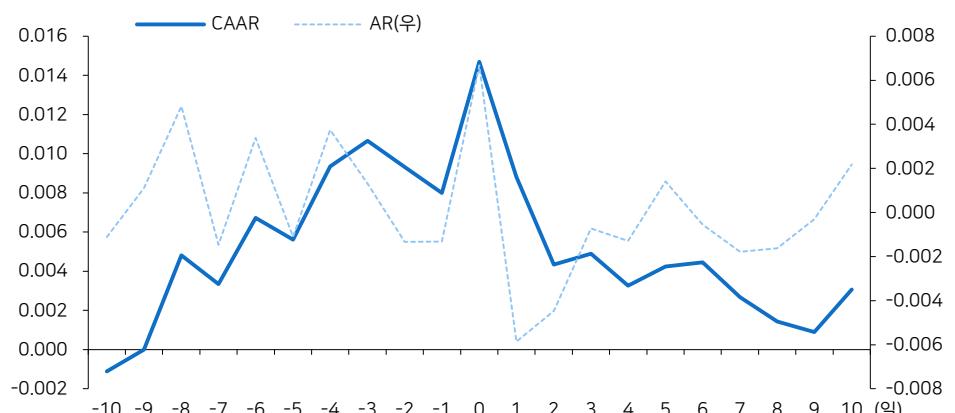
- 자본시장법 시행령 개정에 따른 자사주 활용 전략의 변화 예상
 - 자사주의 목적 외 사용 제한, '경영권 방어 수단' 시대 종료
- 자사주 취득 공시는 발표 시점 이후 주가 상승 효과 동반
 - 소각 병행 시 긍정적 신호로 작용하지만, 단순 보유는 오히려 신뢰 저하
 - 시장은 자사주 '처분' 또는 '소각 여부'에 주목
- 자사주 정책은 이벤트가 아닌 전략으로 설계되어야 하며, 매입-소각의 연결이 핵심

그림3 자사주 취득 결정 공시에 따른 30일 전후 시장 반응



주: 분석기간은 2024.1.1부터 2025.3.7까지
 분석대상은 코스피 상장기업 중 자사주 취득 결정 공시 기업
 자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

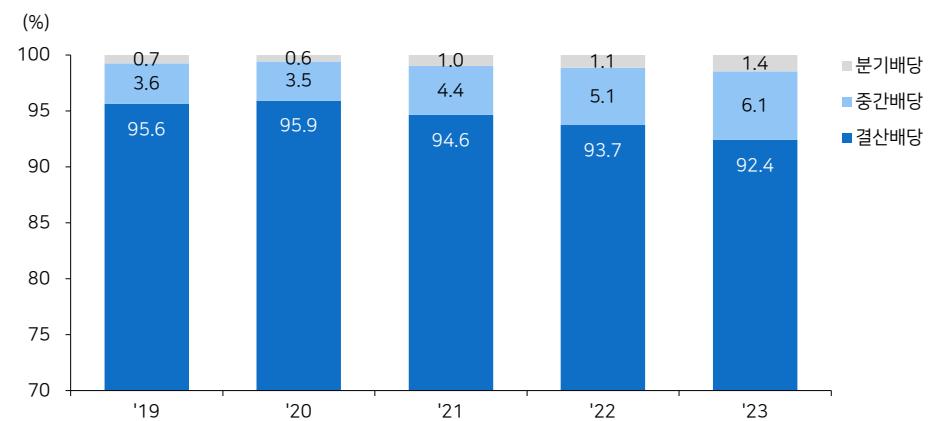
그림4 자사주 처분 결정 공시에 따른 30일 전후 시장 반응



주: 분석기간은 2024.1.1부터 2025.3.7까지
 분석대상은 코스피 상장기업 중 자사주 처분 결정 공시 기업
 자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

- 전체 배당의 90% 이상이 결산배당에 집중, 중간·분기 배당은 여전히 소극적
 - 일회성 배당보다는 연간 배당 정책의 예측 가능성이 중요
- 지속성과 예측 가능성 중심으로 배당의 구조적 설계 필요
 - 투자자들은 일관된 배당 전략과 DPS 확대 계획을 기업의 미래 전망을 나타내는 신호로 간주
 - 지금까지는 배당수익률 중심의 단기 배당지표가 중심이었다면, 앞으로는 '배당 히스토리'와 '지속성'을 반영하는 장기 지표에 주목 필요
 - 연속 배당 또는 배당 인상 기업 중심의 '한국형 배당 귀족(Dividend Aristocrats) 지수' 확대

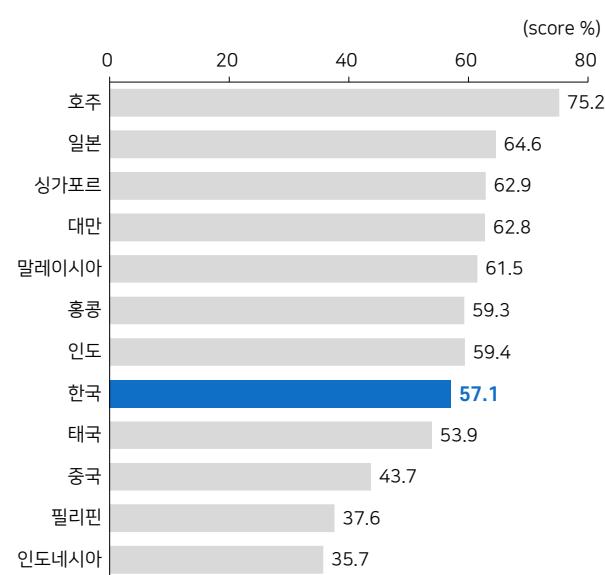
그림5 결산 배당 쏠림 현상 여전



자료: 권세현(2024), KRX정보데이터시스템, Fnguide, 한국ESG기준원, 메리츠증권 리서치센터

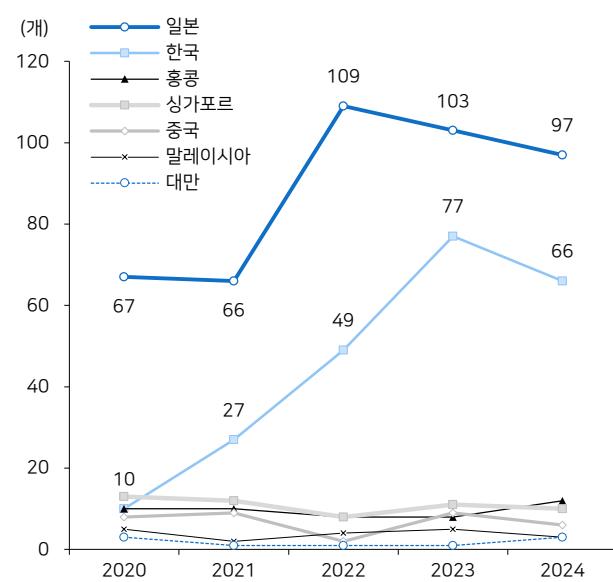
- 법적·제도적 기반이 갖춰져야 밸류업 프로그램이 일회성 이벤트를 넘어 진정한 기업의 '밸류업(Value-up)'으로 구조화 가능
- 2024년 12월 ACGA, 한국 국회에 상법 개정 촉구 공개서한 발표
 - 2023년 ACGA 기준 한국의 지배구조 평가는 아시아 8위(57.1점), 일본(64.6점) 대비 큰 격차
 - ACGA는 부진한 한국 거버넌스 개혁을 주요 원인으로 지적
- 2025년 3월 13일, 이사 충실의무 대상을 '회사'에서 '주주'로 확대하는 상법 일부개정법률안 국회 본회의 통과
- 개정안 시행에 따른 주요 변화 예상
 - 자본배분, M&A, 내부통제 등 경영 전반에 걸쳐 주주친화적 기조 강화
 - 지주사는 지배구조 리스크 완화 시 리레이팅 기회 확보→밸류업의 바로미터로 부각
 - 주주행동 플랫폼의 부상과 맞물려 주주행동주의의 영향력 확대 전망

그림6 ACGA 아시아 국가별 지배구조 평가 순위 및 점수



자료: ACGA, CLSA Asia-Pacific Markets, 메리츠증권 리서치센터

그림7 한국, 주주행동주의 빠르게 증가한 국가 중 하나



자료: Diligent Market Intelligence, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.