



LEGAL UPDATE

ESG센터/컴플라이언스

Feb. 2024

금융위원회 「기업 밸류업 프로그램」 발표

금융위원회는 2024. 2. 26. 한국거래소(이하 “거래소”), 자본시장연구원, 한국상장사협의회, 코스닥협회 등과 함께 ‘한국 증시 도약을 위한 기업 밸류업 지원 방안 1차 세미나’를 열고 관련 내용을 발표하였습니다. 해당 발표에 따르면, 「기업 밸류업 프로그램」(이하 “밸류업 프로그램” 또는 “본 프로그램”)은 기업가치 제고를 통한 한국 증시 저평가 해소에 중점을 두고 있습니다. 본 뉴스레터에서는 밸류업 프로그램의 주요 내용, 한계점(시장 평가), 해외 유사 참고 사례, 시사점 등에 대하여 살펴보도록 하겠습니다.

1. 도입 배경

시가총액 약 2,558조 원, 상장기업 2,558개(2023년 말 기준)라는 양적 성장에도 불구하고, 최근 10년 동안 코스피 및 코스닥 상장기업의 평균 PBR(=PER(기업이익배수) X ROE(자본수익률))은 1.05에 머무르고 있고, 코스피의 수익률은 21.7%에 불과합니다.

통상 이러한 ‘코리아 디스카운트’는 코스피 및 코스닥 상장법인들의 미흡한 주주환원, 저조한 수익성 및 성장성, 개선이 필요한 기업지배구조, 소수 대주주의 이익을 우선시하는 경영 문화 등이 원인이라고 꼽히고 있으며, 그동안 정부는 이에 대한 해결방안으로 투자자 접근성 개선(영문공시 의무화, 외국인 ID 제도 폐지), 지배구조 제도 개선(배당절차 개선, 물적분할시 주주보호 강화) 등의 방안을 내놓았으나 성과는 다소 미미했다고 평가받고 있습니다.

본 프로그램은 ① 상장기업의 자발적 기업가치 제고 노력, ② 투자자의 시장 평가 및 투자 유도, ③ 거래소 및 유관기관의 체계적인 프로그램 확산 지원을 통하여 자발적으로 주주가치 존중 기업문화가 조성되고, 이로 인한 한국 증시의 도약을 위하여 만들어졌습니다.

2. 프로그램 주요 내용

가. 상장기업의 자발적 기업가치 제고

이번 발표에 따르면, 밸류업 프로그램의 적용 대상은 코스피 및 코스닥 상장기업 전체입니다. 본 프로그램의 대상이 되는 기업은 ① 기업가치 현황 진단 → ② 계획 수립, 공시 → ③ 이행 및 기관과의 소통 과정을 통하여 본 프로그램에 참가하게 됩니다.

기업가치 현황을 진단하고 기업가치 제고 계획을 수립하는데 있어, 기업은 스스로 자본비용, 자본수익성, 지배구조, 주가 등 시장 평가를 감안해 자사 기업가치를 분석하고 현재 가치가 적정 수준인지를 스스로 평가하게 됩니다. 이후 이를 바탕으로 3년 이상의 중장기적 관점에서 자사에 적합한 기업가치 목표 수준, 도달 시점 및 방안 등이 포함된 계획을 수립할 것을 원칙으로 하며, 이사회를 중심으로 계획을 수립하고 이행하여야 합니다.

공시의 경우, 대상 상장기업들은 연 1회 자신의 홈페이지 또는 거래소에 기업가치 제고 계획을 자율적으로 공시하게 됩니다. 정부는 이를 위하여 세제지원(모범납세자 선정 우대, R&D 세액공제 사전심사 우대, 법인세 공제·감면 컨설팅 우대, 부가법인세 경정청구 우대, 가업승계 컨설팅), 우수기업 선정 및 표창(선정 시 선정되면 상장 연부과금과 추가변경 상장 수수료 면제), 평가 우대 등 다양한 인센티브를 부여할 예정입니다.

나. 투자자의 평가 및 투자 유도

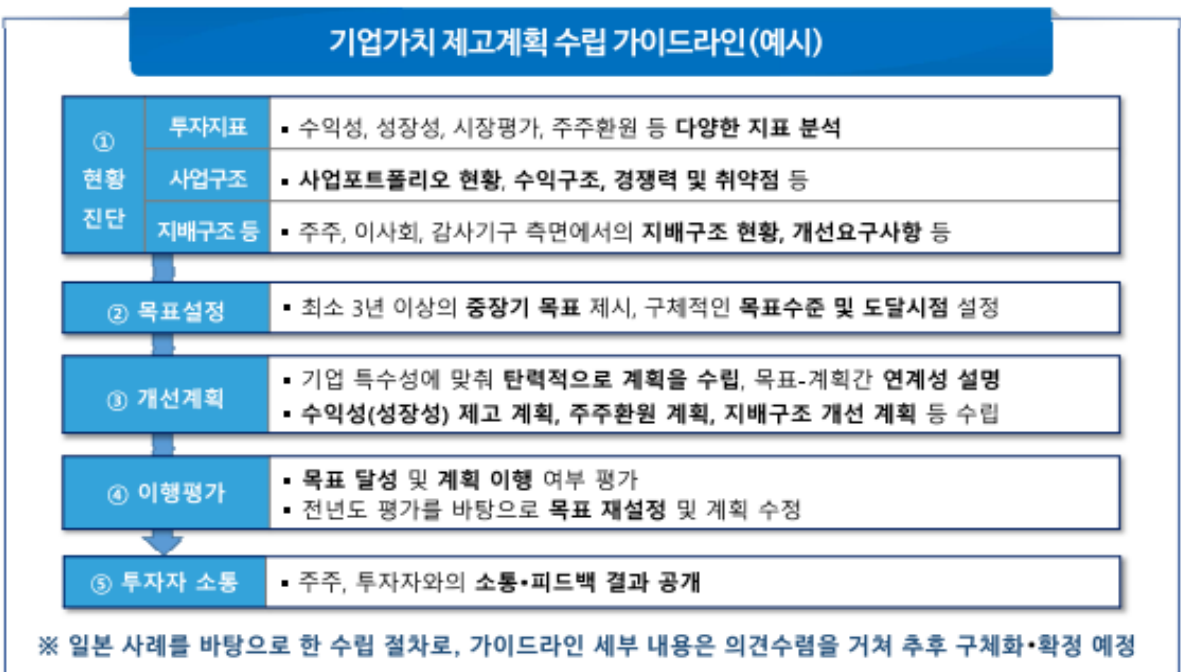
투자자들의 적극적인 투자를 유도하기 위하여, 거래소 및 유관기관들은 기업가치가 우수하거나 기업가치의 제고가 기대되는 기업들을 중심으로 한 “코리아 밸류업 지수”를 개발하고, 이와 연계된 ETF를 출시할 예정입니다. 또한 상장기업들의 기업가치 제고 노력을 투자판단에 활용하도록 하고자 밸류업 프로그램의 내용을 기관투자자들의 스튜어드십 코드에 반영하고, 이 과정에서 연기금 등이 밸류업 프로그램에 참여할 것으로 예상되고 있습니다.

다. 구축

유관기관은 밸류업 프로그램의 정착을 위하여 상장기업, 시장 관련인, 전문가가 모두 참여하는 밸류업 지원 전담 추진체계를 마련할 예정입니다. 이를 위하여 거래소는 밸류업 지원방안의 지속 추진을 위한 거래소 내의 전담부서 및 학계/연구기관/상장기업/투자자 등으로 이루어진 자문단의 구성, 거래소 전자공시시스템(KIND)에 기업별 기업가치 제고계획, 투자지표, 우수사례 등 One-Stop 서비스가 제공되는 통합홈페이지가 신설될 예정입니다. 또한, 공시담당 임직원 교육에 밸류업 교육프로그램 신설, 공동 IR 및 간담회, 홍보가 실시될 것으로 알려져 있습니다.

라. 본 프로그램 관련 예정 계획

거래소에 따르면, 기업가치 제고 계획 공시 원칙 및 방법에 대하여는 2024년 3~5월간 전방위적으로 의견을 수렴한 뒤, 6월경 확정된 가이드라인이 배포될 예정이라고 합니다(아래 그림 참조). 이후, 하반기부터 본격적으로 교육 및 컨설팅 지원, 통합홈페이지 신설, 투자지표 제공, 기업가치 제고계획 공표, 밸류업 지수 및 ETF 개발 등이 순차적으로 진행되며, 본 프로그램은 긴 호흡을 가지고 중장기과제로 꾸준히 추진될 것으로 보입니다.



3. 한계점: 시장의 평가

이번 2. 26. 발표된 1차 세미나의 내용은 본 프로그램의 대략적인 방향 및 구조를 제시한 것이고, 이에 대한 구체적 방안 및 세부 내용은 5월에 열릴 2차 세미나 혹은 6월에 배포될 가이드라인을 통해 확인할 수 있을 것으로 보입니다. 그럼에도 불구하고, 이번 발표에는 시장의 아쉬움이 다소 있는 것으로 평가되고 있습니다.

먼저, 기업의 자율성에 상당 부분을 맡기고 있는 본 프로그램의 내용상 강제성이 결여되어 기업의 참여가 미지수라는 의견이 상당한 것으로 이해됩니다. 이에 더하여, 세제 혜택과 같은 기업이 적극적으로 참여할 만한 유인책 역시 기대 이하라는 분석도 상당수 나오고 있고, 주가 상승에서 가장 중요한 향후 추가 이익 및 현금 창출 방안에 대한 언급이 전무하다는 분석도 있습니다. 실제로 코스피 지수는 밸류업 프로그램 발표 후 2일 연속 하락을 기록하는 등, 본 프로그램에 대한 시장의 인식이 긍정적이지만은 않은 것으로 보입니다.

4. 해외 유사 참고 사례

그렇다면, 기업가치 제고를 위하여 다른 나라들은 어떠한 정책을 제시하고 있는지도 아울러 검토할 필요가 있습니다. 본 프로그램을 만들 때, 특히 많이 참고했다는 일본의 사례를 중심으로 다른 나라의 유사 사례들을 아래에서 살펴보도록 하겠습니다.

가. 일본

본 프로그램의 경우, TSE(동경증권거래소)의 예시를 많이 참고한 것으로 알려져 있는 바, 관련 사례들에 대한 정확한 이해가 필요할 것입니다.

먼저, 일본은 기업 거버넌스를 개선하기 위하여 2014. 2. 26. 일본판 스투어드십 코드(책임 있는 기관투자자의 제원칙)를 제정한 바 있고, 일종의 기업 행동강령인 코퍼레이트 거버넌스 코드를 2015. 6.에 제정하였습니다. 그럼에도 불구하고 낮은 자본수익성 및 성장성으로 인하여 일본 기업의 주가 실적이 외국에 비해 낮다는 문제점이 계속 지적되었고, TSE는 기업가치 제고를 위한 일환으로 2023. 3.에 모든 상장 기업을 대상으로 '자본비용과 주가를 의식한 경영의 실현을 향한 대응'을 요청하였습니다.

TSE에 따를 때 상장기업들이 위 대응을 실현하기 위한 내용은 다음과 같습니다. ① 자사의 자본비용 및 자본수익성을 정확히 파악하고, 그 내용 및 시장 평가와 관련하여 이사회에서 현황 분석 및 평가하는 '현황 분석 및 평가', ② 개선을 위한 정책, 목표 및 계획 기간, 구체적 방안을 이사회에서 검토 및 수립한 이후, 그 내용을 위 현황 평가와 함께 투자자에게 알기 쉽게 공시하는 '계획 수립 및 공시', ③ 계획에 따라 자본비용과 주가를 의식한 경영을 추진하고, 공시를 기반으로 투자자와의 적극적인 대화를 실시하는 '활동의 실행'이 그것입니다.

동시에 TSE는 사업보고서, 결산설명자료, 경영전략, 자사 홈페이지 등에 위 내용에 대한 진행상황 및 이행 여부 등을 기재할 것을 권고하며, 2024. 1. 15.부터 매월 의무이행 기업과 의무이행 검토 기업 목록을 TSE 홈페이지에 게시하여 공시를 이행하지 않은 기업의 기업가치 제고를 독려한다고 밝혔습니다. 또한, TSE는 2023. 7.에 PBR과 ROE를 주요 가치 척도로 하여, 500개 상장기업 중 가치창출이 기대되는 150개 기업을 선정하여 새로운 지수인 Prime 150 Index를 출시하였는데, 이때 가치창출의 척도는 1이 넘는 PBR, 자본비용 혹은 요구수익률을 넘는 ROE가 기준이 되고 있습니다.

나. 미국

미국은 기업가치 제고를 위하여 상장기업 임원의 책임경영을 유도하고 재무보고 투명성을 제고시키는 방법들을 제시한 바 있습니다. 먼저, NYSE/NASDAQ은 2021. 8.에 사외이사의 다양성에 대한 정보공개를

의무화했고, 2022. 8.에는 임원 성과보수와 재무성과의 관련성을 공시할 것을 의무화하였습니다. 또한, 2023. 8.에 재무제표 수정 시 임원 성과보수를 환수하는 제도를 발표하는 등의 방법으로 지배구조의 개선을 꾀하고 있습니다.

다. 독일

독일의 경우, 구 DAX 지수에 편입된 기업인 Wirecard가 2020. 6. 해외 예치자산 부정 계상 이슈로 파산한 것을 계기로, 상장기업의 질적 수익 및 기업지배구조 개선을 목표로 한 상장유지 조건 강화 및 DAX40 지수 등을 2021. 9.에 발표하였습니다. 독일 거래소는 상장 유지 시 회계 건전성 제고를 위하여 EBITDA의 수익을 양으로 유지할 것을 의무화하고 있고, DAX40 지수의 포함을 위하여 기업들에게 우수 기업 거버넌스 관행 충족, 영어 재무보고서 게시 사항 등을 요구하고 있습니다.

라. 홍콩

홍콩은 2023. 10.에 이루어진 홍콩 거래소(HKEx) 규정 개정을 통하여 기업의 자사주 매입을 촉진하도록 규정을 개정함으로써 주가의 기대수익률을 제고하고, 사외이사 요건, 역할 및 책임을 강화하는 거버넌스 개선 지침을 발표한 바 있습니다.

마. 대만

대만 역시 기업가치 제고를 위하여 대만금융감독위원회(FSC)가 2023. 3. 상장기업 대상 지속가능 발전 실현계획을 발표한 바 있습니다. 해당 계획은 상장기업 이사회 역할과 책임 강화를 통한 거버넌스 개선, 영어 공시 의무화, 이해관계자와의 소통 의무화 등의 내용을 담고 있습니다.

바. 싱가포르

싱가포르에서는 이사회와 경영진의 책임경영 유도를 목표로 SGX(싱가포르 증권거래소) 규정을 2023. 1. 개정하였습니다. 해당 개정에는 상장기업의 이사회 및 최고경영자 보수의 필수공개, 사외이사의 임기 제한, 등록 감사인 임명 의무화, 우수 기업지배구조 기업에게 인센티브 제공(각종 업무 처리들과 관련한 사항에 대하여 우선순위 부여) 등의 내용이 포함되어 있습니다.

5. 시사점

코스피 및 코스닥 시장의 '코리아 디스카운트'는 한국 증시 시장의 고질적인 문제로, 그동안 정부에서도 이를 해결하기 위하여 다양한 정책을 내놓은 바 있지만 그 효과는 다소 미미했고, 이에 대한 본질적인 해결책이 시급히 요구되는 상황에서 정부가 이에 대한 해결책으로 내놓은 밸류업 프로그램이 한국 증시 도약의 기틀을 마련할 수 있을지에 대한 시장의 귀추가 주목되고 있습니다.

특히, 상장기업의 입장에서는 장기적인 가치 투자로 방향을 설정하는 듯한 최근 국민연금의 동향과 행동주의 펀드 등의 적극적인 주주행동이 늘어나고 있는 점 등을 고려할 때, 본 프로그램에 대한 이행 여부가 향후 주주총회 등에서 주요 이슈가 될 가능성이 상당히 높아 보입니다. 이와 관련하여, 국민연금은 2024. 2. 21. 2016년 10월 이후 8년만에 기업 가치 제고를 위한 '가치투자형(기업의 시장가치가 본질가치 대비 일시적으로 저평가된 주식에 대한 투자) 위탁운용사를 선정할 예정이라고 밝힌 바 있는데, 이러한 국민연금의 향후 투자 방향이 기업가치 제고라는 밸류업 프로그램의 목표와 궤를 같이 한다고 이해됩니다. 이러한 점을 고려하면, 향후 국민연금은 밸류업 프로그램과 관련하여 본 프로그램의 수행 여부 및 관련 평가 등을 중점관리사안으로 보아 본 프로그램 미수행 상장기업에 대한 주주활동을 하고, 경우에 따라서는 주주제안 등 적극적 주주활동을 할 가능성도 배제할 수 없을 것으로 보입니다.

또한, 일본의 사례를 고려했을 때, 본 프로그램 관련 이행 여부에 대한 공시가 사실상 의무화될 가능성 또한 배제할 수 없어 관련 공시 이슈가 생길 가능성 또한 무시할 수 없을 것으로 판단됩니다.

기업들로서는 본 프로그램과 관련하여, 기업가치 제고 계획 수립 및 이행에 따른 공시 이슈, 국민연금 등 본 프로그램과 관련된 기관들의 스튜어드십 코드 및 이에 따른 주주활동 관련 사항에 대한 대응, 관련 인센티브 활용 등을 위하여 본 프로그램 관련 동향을 주시할 필요가 있고, 이에 대한 대비를 철저히, 그리고 미리 진행할 필요가 있다고 생각합니다.

화우의 ESG센터 및 기업자문그룹 컴플라이언스팀은 ESG 업무, 지배구조 개선 및 주주환원 정책 수립 등에 대한 방향성을 제시하고, 기업의 어려움을 해결하면서 구체적으로 도움이 되는 업무를 수행하여 오고 있습니다. 또한 변화하는 환경에 적극 대응할 수 있도록 이슈를 선제적으로 안내해 드리고, 그에 따른 적시 도움을 드리겠습니다. 관련하여 문의사항이 있으신 경우 언제든지 연락하여 주시기 바랍니다.

Contacts

신승국

T. (+82) 2 6182 8502

선임외국변호사

E. synn@hwawoo.com

이광욱

T. (+82) 2 6003 7535

파트너변호사

E. kwlee@hwawoo.com

안상현

T. (+82) 2 6003 7526

파트너변호사

E. shahn@hwawoo.com

이근우

T. (+82) 2 6003 7558

파트너변호사

E. klee@yoonyang.com

조준오

T. (+82) 2 6003 7080

파트너변호사

E. jojo@hwawoo.com

김경중

T. (+82) 2 6182 8722

변호사

E. kimkj@hwawoo.com