

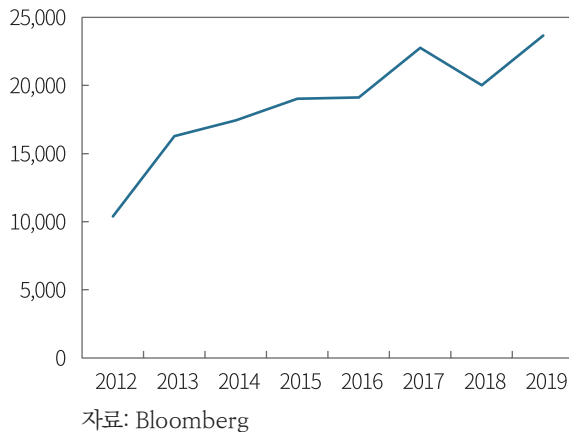
스가 내각 출범과 아베노믹스의 자본시장 주요정책

- 아베노믹스의 자본시장 정책은 첫번째, 금융완화가 국내외 투자자 유치로 이어지는 정책으로 거래소가 글로벌 시장에서 경쟁력을 갖추기 위한 개편을 실시
- 두번째는 기업의 재무체질 개선을 위하여 스튜어드십 코드, 기업지배구조 코드를 성장전략의 핵심으로 삼았으며 세번째는 개인 투자환경 조성을 목표로 NISA, iDeCo 두가지의 투자우대 제도를 도입
- 차기 총리로 선출된 스가 내각의 자본시장 정책은 전반적으로 아베노믹스와 연속성을 가지고 있으나 구체적인 청사진은 아직 제시되지 않음

- 아베노믹스의 세 개의 화살을 주요 시책으로 삼았으며 자본시장 정책은 제3의 화살로 거래소 경쟁력 강화, 스튜어드십 코드·기업지배구조 코드 및 NISA·iDeCo 도입으로 요약
 - 아베노믹스는 세 개의 화살을 통해 잃어버린 20년을 탈피하는데 주력
 - 제1의 화살인 금융정책은 시장에 자금을 늘려 디플레이션을 탈피하고자 하였으며 닛케이 지수는 아베 집권 전에 비해 2배 이상 상승, 그러나 2% 물가상승률의 목표 달성에는 실패
 - 제2의 화살은 디플레이션 탈피를 원활하게 하기 위한 재정정책으로 유효수요를 창출하고 지속가능한 성장에 기여하는데 중점
 - 제3의 화살인 성장전략은 민간투자를 촉진하고 생산성을 높이는 것이 목표
 - 결과적으로 목표를 달성하지는 못하였으나 임기 중 71개월간 회복세를 보여 경제를 소생시키는데 일조하였으며, 생산성은 미국보다 더 빠른 속도로 증가하였다는 평가를 받음¹⁾
 - 자본시장 정책은 시장 환경 개선(거래소 시장 개편), 기업의 재무체질 개선(스튜어드십 코드 및 기업지배구조 코드), 개인의 투자환경 조성(NISA 및 iDeCo 도입) 방향으로 추진

1) The Economist, 2020. 9. 3, Abe Shinzo's legacy is more impressive than his muted exit suggests.

닛케이 225 지수 추이



실질 GDP 성장률 추이



□ 금융완화가 국내외 투자자 유치로 이어지도록 성장산업에 리스크 머니 공급을 주요 정책으로 삼고 거래소가 글로벌 시장에서 경쟁력을 갖추기 위한 개편을 실시

- 2014년 일본거래소그룹의 탄생, 신시장 구조 개편, 현물시장과 파생시장의 통합으로 종합거래소 구축과 경쟁력 강화를 목표²⁾
- 자본의 효율적인 활용, 투자자 중심의 경영관점, 글로벌 투자 기준 요구사항을 충족하여 투자 매력도가 높은 기업으로 구성된 새로운 주가지수 JPX 닛케이 400을 2014년 신설
 - 기존 닛케이 225가 소수 및 시장 영향력이 큰 종목으로 구성되어 시장전체의 움직임을 나타내지 못하고 있다는 점과 외국인 투자자로부터 지적된 낮은 ROE 및 기업지배구조 불신이 이유
 - TOPIX와 같이 시가총액을 기준으로 계산되지만 TOPIX와의 차이는 ROE, 영업이익, 시가총액 3가지를 주요 기준으로 상장기업 400개 종목을 골라 매년 교체하는 것으로 건설한 기업에 의한 주가지수 설정을 목표³⁾
 - 일본 공적연금(GPIF)이 2014년 4월 주식 패시브 운용에 JPX 닛케이 400을 벤치마크 지수로 채택하였으며 관련 상품은 2014년 8개(순자산액 230억엔)에서 2016년 36개(순자산액 3,200억엔)로 증가⁴⁾

□ 스튜어드십 코드, 기업지배구조 코드를 기업 성장전략의 핵심으로 삼았으며 기업의 지속적인 성장에 대한 초석을 다짐⁵⁾

2) 자세한 내용은 여밀립, 2020, 일본거래소그룹의 경쟁력 제고 전략과 시사점, 자본시장연구원 자본시장포커스 2020-03호 참고.
 3) 적격기준: 상장후 3년 이상, 과거 회계3개년간 채무초과, 영업적자, 최종적자가 아닌 기업, 정리종목에 해당하지 않은 기업/시장 유동성 지표(최근 3년간 매매기준, 선정기준일 시점의 시가총액)에서 상위 1,000개 종목 선정, 이중 3년 평균 ROE 40%, 3년 누적 영업이익 40%, 시가총액 20%의 가중치로 계산한 종합점수 산출 후 독립 사외이사 선임, IFRS 채택, 영문공시자료 공개 시 가점
 4) 三菱アセットブレインズ, 2016.10.14, 2016년 10월 今月のトピック.
 5) 자세한 내용은 여밀립, 2020, 일본 주주행동주의와 상장기업의 지배구조 개선, 자본시장연구원 자본시장포커스 2020-07호 참고.

- 기관투자자의 영향력이 증가하는 가운데 기업 성장 속도의 둔화 속에 세계 경쟁력에서 뒤쳐진 상황을 돌파하기 위한 방안으로 2014년 스튜어드십 코드를 도입⁶⁾
 - 도입전 ROE가 10% 이상인 상장기업은 25%에 불과하였으나 도입 1년만에 33%로 증가
 - 2020년 7월 31일 기준으로 GPIF를 비롯한 285개 기관이 수용을 표명⁷⁾
- 기업지배구조 코드는 상장기업을 대상으로 지속적인 기업가치 향상을 위한 체제정비
 - 일본 기업의 수익 개선 기대로 해외 투자자의 매수세가 증가하며 외국인 투자자의 일본주식 보유비율은 2014년 말 31.7%를 기록
- 상기 두 정책은 상장기업 및 기관투자자가 주주가치 향상을 위해 건설적인 대화를 목표로 하여 명확한 재무목표, 배당증가, 자사주 매입 등 주주 우선주의의 자세가 확산되어 기업가치 향상의 초석

□ 개인의 투자환경 조성을 위해 NISA, iDeCo 2개의 투자 우대 제도를 도입하였으며 젊은층의 투자 환경 조성측면에서는 고무적인 성과

- 2012년 가계금융자산 중 현금 및 예금의 비중이 55.7%에 이를 정도로 투자에 소극적이고 안전자산을 선호하는 경향이 강했음
- 일본재흥전략 중 중장기적 일본 주식시장의 안정에 이바지하기 위해 가계자산을 투자로 전환하는 정책을 담았으며 이 중 NISA(Nippon Individual Saving Account), 개인형 확정기여연금(individual type Defined Contribution pension plan: iDeCo)이 대표적
- NISA는 2014년 도입으로 주식 및 펀드를 구입할 경우 연간 120만엔 한도로 배당, 양도차익이 비과세 혜택을 받을 수 있으며 이후 주니어 NISA(미성년자 대상), 장기투자에 적합한 적립형 NISA 신설⁸⁾
 - 2014년 3월 650만 계좌(납입액 1조 34억엔)에서 2020년 3월 1,406만 계좌(납입액 19조 5,439억엔)까지 증가

6) 영국 스튜어드십 코드를 기반으로 제정되었지만 7번째 원칙인 『기관투자자는 투자 대상기업의 지속적인 성장에 도움이 되도록 투자기업과 사업환경 등에 관한 깊은 이해를 바탕으로 해당 기업과의 상호작용과 스튜어드 활동에 따른 판단을 제대로 할 수있는 실력을 갖춰야한다.』는 영국에도 없는 원칙으로 일본 기관투자자의 성장을 촉진하는 조항으로 보임

7) 글로벌 투자자들의 관심 급상승으로 TOPIX지수는 2013년 51% 상승했지만 연초 이후 8% 하락하면서 일본은 다시 글로벌 투자자들의 매도 대상이 되었다. 일본기업의 장기적인 개혁의 큰 모자이크 중 하나로써, 아베총리의 제3의 화살 중 가장 강력한 구성요소인 스튜어드십 코드에 담겨 있다. 특히 주목해야 할 것은, 이것이 투자자와 기업 간의 「목적을 가진 대화」를 장려하고 있는 것이다. 정부가 주주와 기업 간의 대화(engagement)를 압박하고 있다는 사실은 중요한 진전이다. 제2차 세계대전 이후 일본 기업의 스타일은 주주지향이 아니라 놀랍게도 종업원 지향이었다. 복수의 헤지펀드가 2000년대에 실행하려고 한 주주행동주의는 대부분 실패로 끝났으며 외국인들의 일본 기업경영자에 대한 깊은 의심을 강화시켰다. 스튜어드십 코드는 이를 바꾸고 기업 지배력을 향상시키고 동시에 지배구조 프로세스를 활성화시키려 하고 있다. 금융청이 공표한 스튜어드십 코드에서 기관투자자는 기업의 지속적인 성장에 기여해야 한다고 밝혔다. (WallStreet Journal, 2014. 5. 29, Shinzo Abe's Quiet Breakthrough.)

8) 2024년 개정에서는 중장기운용에 적합한 저위험 상품에 우선적으로 투자하는 환경 조성을 위해 1층: 적립 NISA 대상 상품(주식형·밸런스형 인덱스펀드, 액티브 운용펀드 등)과 2층: 상장주식·ETF·REITs 등(레버리지형은 제외) 2개로 나누어 1층을 구입한 투자자만이 2층 상품을 구입할 수 있도록 개정. 1,2층 합쳐 연간 최대 122만엔, 5년간 최대 610만엔 운용이익 비과세, 적립NISA 비과세 기간을 5년 연장(2042년까지)

- 적립 NISA는 2018년 3월 50만 계좌(납입액 111억엔)에서 2020년 3월 220만 계좌(납입액 3,733억엔)으로 증가
- 장기운용을 통한 노후자금 마련 측면에서 사적연금인 iDeCo를 2017년 개정
 - 60세까지 연간 14만~82만엔 투자상한으로 예금, 투자신탁, 보험 상품 등 운용상품을 선택할 수 있으며 기여 및 수급시 전액 소득공제, 운용이익 비과세 혜택
 - 가입자 수는 2015년 21만명에서 2019년 121만명으로 증가
- 저축에서 투자로의 슬로건은 한계점을 노출하였으나 젊은층의 투자환경 조성 확대라는 점에서 일정부분 성과를 거둠
 - 가계금융자산의 현금 및 예금의 비중은 2020년 2분기 54.2%로 투자에 대한 인식 전환에서는 큰 변화가 없음
 - 2020년 3월 적립 NISA의 2-40대 비중이 67.8%이며 전년대비 10만 계좌, 납입액 평균 17만엔이 증가하여 다른 연령층에 비해 증가폭이 큼
 - 또한 iDeCo 자산구성 중 투자상품의 비중은 2018년 33%에서 2019년 44.2%로 확대

□ 차기 총리로 선출된 스가 내각의 자본시장 정책은 전반적으로 아베노믹스와 연속성을 가지고 있으나 구체적인 청사진은 아직 제시되지 않음

- 코로나 19의 대응과 내년 9월까지의 임기로 정책을 대폭 수정하기보다는 기존의 아베노믹스 정책의 틀을 유지하면서 추가적으로는 디지털 관련 정책을 강조
 - 9월 2일 출마회견에서 일본은행의 정책변경을 강요하고 있지는 않으며 필요에 따라 추가 완화를 촉구할 가능성을 시사하고 있어 구로다 일본은행 총재의 금융완화 정책은 유지
 - 소비세 인상 유예 등 재정정책으로 경기를 끌어올리기보다 구조개혁을 통해 효율성을 높이고자 할 것
 - 디지털청의 신설을 검토하고 있으며 마이넘버 보급 확대와 경제, 의료·복지, 교육 등 사회 다양한 분야에서 디지털화 추진을 목표
- 아베노믹스가 금융정책을 중심으로 한 거시경제 정책을 주목적으로 하는 반면 스가총리는 규제완화와 구조개혁을 중심으로 한 미시적 산업 정책이 될 것
 - 2020년 5월 통과한 지방은행 합병을 위한 독점금지 적용제외 특례법을 통해 지역 금융기관의 경쟁력 강화를 위한 조직 개편이 이루어질 가능성⁹⁾
 - 중소기업기본법 개정 검토에 착수 중이며 세제상 우대조치나 보조금을 받게되는 중소기업의 정의를 바꾸고 경영통합을 통해 생산성을 높이려는 의도¹⁰⁾

9) 예를 들면, SBI 홀딩스가 시마네은행이나 후쿠시마 은행과의 제휴, 치바은행 등을 중심으로 지방은행 기간 시스템 공동화 프로젝트 'TSUBASA 얼라이언스'와 같은 움직임들이 가속화될 것으로 보임

10) 일본의 중소기업은 전체 기업의 99.7%를 차지하고 있으며 중소기업 백서에 따르면 종업원 1인당 부가가치액을 나타내는 노동생산성의 중앙값은 대기업 585만엔에 비해 중소기업은 174만엔으로 기업규모가 작아질수록 생산성이 떨어짐. 또한 세금우대를 이유로 규모 확대 등을 기피하는 경향이 있음을 지적(日本經濟新聞, 2020. 9. 6, 菅氏、中小企業の再編促す 競争力強化へ法改正検討)

- 기업지배구조 개혁에서는 환경, 사회를 반영하여(ESG) 기업가치를 높이는 지속가능성 중시 흐름으로 갈 것
- 최근 주식시장에서 버크셔 해서웨이의 일본 5대 상사 63억달러 투자를 통해 살펴보면, 향후 일본기업의 주주 환원 잠재력과 수익성 및 기업가치 향상의 여지가 있음을 시사

2012. 12~2020. 8 아베 내각의 주요 정책 흐름

일자	정책사항	내용
2012년 12월 26일	제2차 아베내각 출범	총선거 결과 민주당 정권에서 자민당 정권으로 교체. 닛케이지수는 출범시점에서 1만엔대에 진입한 데 이어, '세개의 화살' 등의 시책이 발표되면서 기대가 반영, 다음 해 5월에는 1만 5천대까지 상승
2013년 1월 1일	일본거래소그룹 발족	도쿄증권거래소그룹과 오사카증권거래소와의 경영통합
2013년 4월 4일	일본은행, '양적·질적금융완화' 도입	2013년 1월 22일 정부와 일본은행은 소비자물가상승률 2%의 물가목표 하의 금융완화에 합의. 금융정책결정회의에서 2년 동안 전년대비 2%의 물가상승률을 목표로 하는 양적·질적 금융완화를 도입하기로 결정
2013년 6월 14일	'일본재흥전략-Japan is Back-' 발표	제3의 화살인 일본 재흥 전략 발표. 이후 3차례 개정되었으며 산업부흥, 미래 산업 육성, 일본 경제의 국제화 발전 지원 3개 목표로 구성. 같은 해 일본판 스투어십 코드, 기업지배구조 코드의 검토 지시
2014년 1월 1일	개인 상장주식의 배당·양도소득에 관한 경감세율 종료	전년말까지의 경감세율(10.147%) 적용을 종료, 20.315%(소득세 15%, 주민세 5%, 부흥 특별 소득세 0.315%)의 세율 적용
2014년 1월 1일	NISA 도입	소액투자자를 위한 비과세 제도. 1년에 원금 100만엔(5년간 500만엔)까지 주식이나 주식투자신탁에 대한 배당금과 매매차익이 비과세가 되는 제도로 이후 120만엔(5년에 600만엔)으로 증액
2014년 2월 26일	일본판 스투어십코드 도입	기업의 지속적 성장을 촉진하고 수익자의 중장기적 투자수익의 확대를 도모하기 위해 7가지 원칙을 제정 및 공표. 법령이 아니라 각 기관투자자의 운용방침에 따라 받아들일 용의가 있는 경우에는 그 취지를 표명 혹은 실시가 적절하지 않다고 생각하는 원칙이 있으면 실시하지 않는 이유를 설명하는 comply or explain방식을 채택
2014년 4월 1일	소비세율 5%에서 8%로 17년만에 세율 인상	민주당 정권(노다 내각) 하인 2012년 8월, 민주·자민·공명 3당 합의로 소비세율 10%로 인상 법안이 통과된 것을 계기로 아베 내각 하에서 8%로 인상 실시
2015년 5월 1일	회사법 개정 시행	지배주주의 이동에 따른 신주발행 절차의 재검토, 특별지배주주에 의한 주식 매도 청구(캐쉬아웃) 제도의 도입 등
2015년 6월 1일	기업지배구조 코드 도입	일본재흥전략 개정 2014에 근거해 성장전략의 일환으로 도쿄 증권거래소가 유가증권 상장규정의 별첨으로서 정한 것으로써 회사가 주주를 비롯한 직원·지역사회 등의 입장을 감안한 투명·공정하고 신속·과단성 있는 의사결정을 행하기 위한 원칙이 포함. 스투어십 코드와 마찬가지로 처벌의 대상은 아니지만 comply or explain방식을 채택
2016년 1월 29일	일본은행, 마이너스 금리정책 발표	유럽 중앙은행에서는 이미 적용되고 있었던 민간은행으로부터의 초과 지급준비금에 대해 -0.1%의 금리를 부과, 2월 16일부터 시행. 실질적으로는 큰 영향이 없었지만 마이너스 금리를 도입한 영향이 크며 듀레이션이 더 긴 마이너스 국채 금리가 출현하는 계기가 됨

2012. 12~2020. 8 아베 내각의 주요 정책 흐름(계속)

일자	정책사항	내용
2018년 1월	적립 NISA 도입	비과세 투자액 연간 40만엔, 최장 20년간 비과세 적립 NISA 개시. 구입가능 상품이 금융청의 기준을 충족한 투자신탁, ETF로 한정이나 원금보장이 아님(기존 NISA와 같음), 손익통산할 수 없는 등 이전 NISA와는 구조가 다른 점도 있음
2018년 6월	기업지배구조 코드 개정	상호보유 주식의 절감을 추진, 경영진의 선임·해임 절차의 투명성, 여성과 외국인의 선임에 의한 이사회의 다양화를 요구
2019년 3월 27일	소비세율 10% 인상 관련 조치를 포함한 2019년도 예산 성립	소비침체에 따라 소비세율 10% 인상은 두 차례에 걸쳐 연기되었으나 10월 1일자로 소비세율 10%로 인상 확정, 동시에 필요한 부담경감조치 등 및 경감세율 제도를 포함
2020년 2월 5일	상장 자회사의 지배구조 규정 개정	2020년 2월 7일 시행. ① 독립임원의 독립성 기준 강화(과거 10년 이내에 모회사 또는 형제회사에 소속되어 있던 자는 불가), ② 그룹 경영의 방침 등 공개의 충실화(기업지배구조에 관한 보고서)가 포함
2020년 2월 20일	거래소 시장 구조 개편 발표	신시장은 현재의 4개 시장을 ① 프라임 시장(현재 1부시장에서 기준 조정) ② 스탠다드 시장(중견기업), ③ 그로스 시장(이머징 마켓)으로 재구성. 뿐만 아니라 TOPIX의 재검토에 대한 향후 대응 방침도 공표
2020년 3월 6일	파생상품 및 청산기관 관련 개정	장외파생상품 거래정보의 보고처 단일화에 관한 금융상품거래법 개정도 포함. 구체적으로는 금융상품거래 청산기관에 의한 청산집중 등 거래정보의 보고, 금융상품거래업자에 의한 비청산집중 거래정보의 보고 모두 일원화
2020년 3월 24일	스튜어드십 코드 개정	① ESG를 포함한 지속가능성의 고려 ② 적용대상의 확대(채권 등 「기타의 자산」에 투자하는 기관투자가 등), ③ 운용기관에 의한 공개·설명의 확대, ④ 기업연금 등에 의한 스튜어드십 활동의 명확화, ⑤ 기관투자자를 위한 서비스 제공자(의결권행사 자문회사, 운용 컨설턴트 등)에 대한 규율 정비
2020년 4월 10일	팬데믹 상황을 적용한 금융상품거래업 자율규제 개정	사내 규칙에 의한 유동성 리스크 관리 태세(스트레스 테스트 포함)의 정비와 사업설명서에 유동성 리스크의 주의 환기를 기재. 스트레스 테스트에 코로나19와 같은 팬데믹 포함이 필수. 2022년 1월 적용
2020년 6월	핀테크 금융법제 재검토	암호화 자산 교환업체에 대한 규제의 재검토(수탁업체(지갑업체)에 대한 등록 의무, 광고·권유 규제, 분별 관리 강화 등), 암호화 자산 파생상품 거래, ICO 대한 규제 정비(암호화 자산 파생상품을 금융상품거래법에 근거하는 규제의 대상으로 포함 등)
2020년 6월 12일	금융서비스 중개업 신설	은행·증권·보험으로 구분된 기존 중개업을 통합하였으며 하나의 등록에 모든 분야의 서비스가 중개 가능한 원스톱 제공에 최적화
2020년 7월 1일	상장회사의 소수주주 보호 방침 검토	지배주주·지배력을 가진 주주가 소수주주의 이익에 반하여 소수주주의 이익이 침해될 우려, 소수주주 보호의 틀이나 적용범위에 대하여 정보공개, 수속, 지배구조, 적용범위를 기준으로 검토 및 정리
2020년 8월 5일	초고령사회에서의 금융업무 방향성 발표	인지판단 능력 등이 저하된 고객에 대한 대응, 디지털 기술을 활용한 개별 인지판단 능력이나 상황에 따라 제도의 정교화, 본인 이외(가족이나 유족 등)에도 금융거래의 유무를 조회할 수 있는 시스템 검토

선임연구원 여밀림