



일본 자본시장 개혁의 성공 동인 및 국내 시사점

자본시장연구원 금융산업실장 이효섭

(hslee@kcmi.re.kr)

목차

1. 연구배경
2. 일본 자본시장 개혁의 성공 동인 - 거시적 관점
3. 일본 상장기업 주가 상승의 동인 - 미시적 관점
4. 국내 시사점

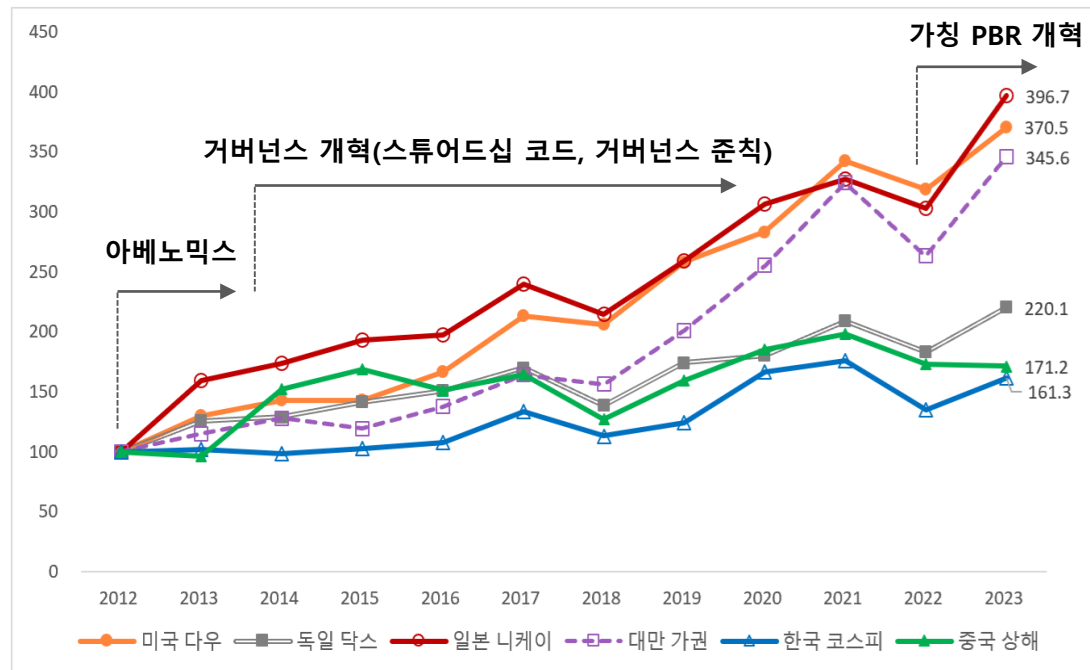
연구 배경

최근 10년간 주요국 총수익지수(TSR Index) 추이

❖ 최근 10년간 일본의 총수익지수는 주요국 대비 가장 높은 상승률을 기록

- 배당 재투자를 고려한 총수익지수 기준, 일본(297%), 미국(271%), 대만(246%), 독일(120%), 중국(71%), 한국(61%) 순서로 높은 상승률을 기록
- 아베노믹스('13), 거버넌스 개혁('14~'15), PBR 개혁('23) 등이 일본 증시 상승을 견인한 것으로 판단

주요국 총수익지수 추이('12.12~'23.12)



자료: 블룸버그(MSCI 국가별 인덱스 기준)
주: 2012년 12월말일을 100으로 환산

코리아 디스카운트 원인에 관해서는 많은 연구들이 수행

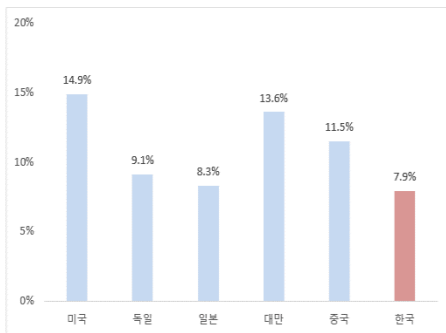
- ❖ 한국 증시 저평가 원인으로 낮은 주주환원, 기업 수익성 둔화, 미흡한 기업지배구조를 지적
 - 김준석·강소현(2023)은 45개국 실증분석을 통해 낮은 주주환원(37%), 기업 수익성 둔화 등 재무적 특징(36%), 거시경제 환경(13%), 미흡한 기업지배구조(7%) 등을 지적
 - 김우진(2022)은 상장기업 이익이 모든 주주에게 비례적으로 분배되지 않고, 지배주주에게 귀속되는 문제(지배주주-일반주주와의 이해상충)를 코리아 디스카운트의 주된 원인으로 지적

아시아 기업지배구조 순위

국가	2018년	2023년
호주	1위	1위
일본	8위	2위
싱가포르	3위	3위
대만	5위	3위
말레이시아	4위	5위
홍콩	2위	6위
인도	7위	6위
한국	9위	8위

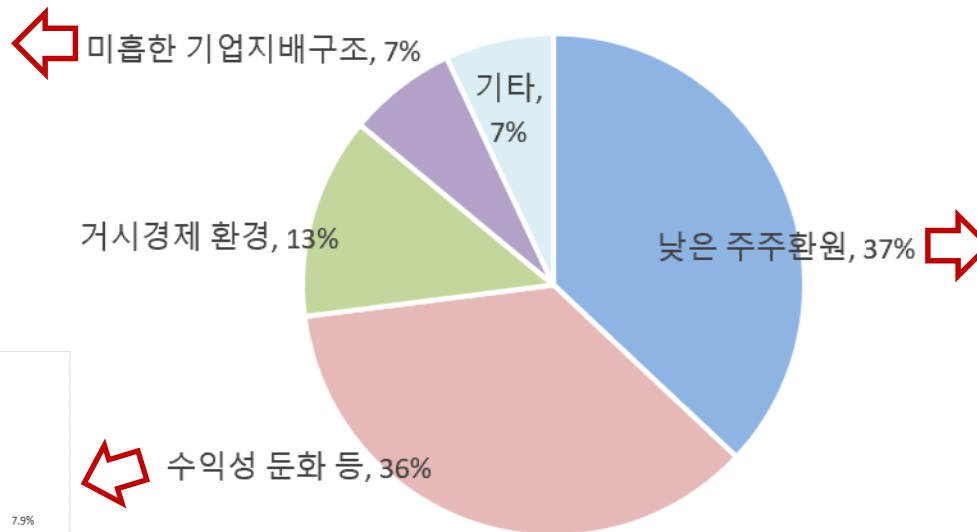
자료: 아시아기업지배구조협회

주요국 ROE(10년 평균)



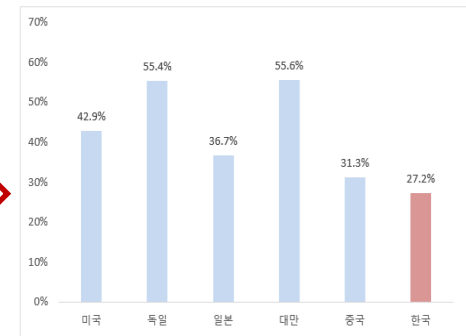
자료: Bloomberg

코리아 디스카운트의 주요 원인



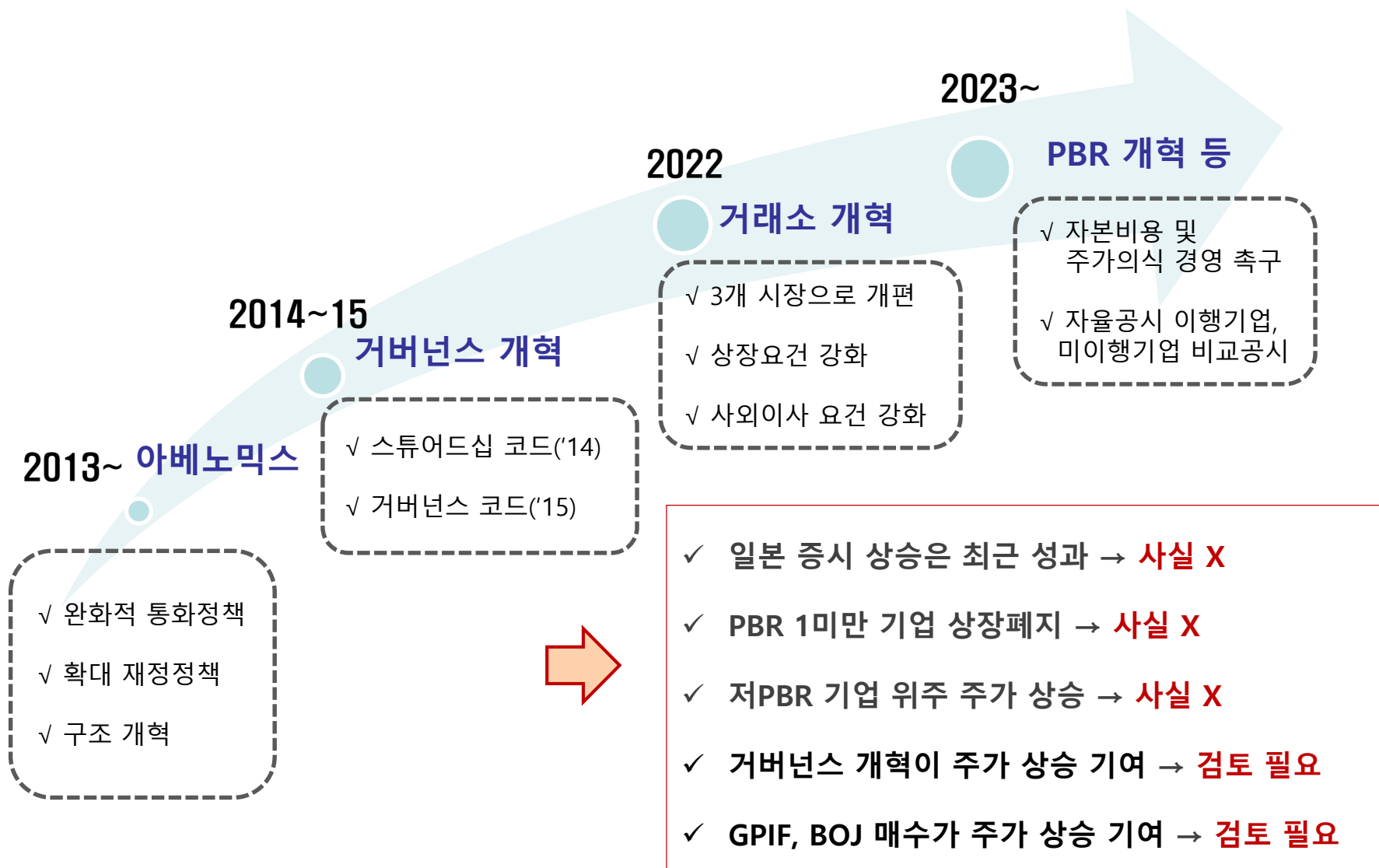
자료: 김준석, 강소현(2023)

주요국 배당성향(10년 평균)



자료: Bloomberg

일본 자본시장 개혁과 관련한 심도 있는 분석이 부재



기업 밸류업 지원방안 발표 & 한국 증시 밸류업 기대감 증가

❖ 기업 밸류업 지원방안 발표 이후, 코리아 디스카운트 해소에 대한 기대감 증가

- 정부와 유관기관은 코리아 디스카운트를 해소하고, 상장기업 가치가 중장기에 우상향할 수 있도록
① 「기업가치 제고 계획」 수립, 이행, 공시 유도 ② 밸류업 우수기업에게 세제 혜택 등 3대 분야 8종 인센티브 지원 ③ 밸류업 지수 및 ETF 출시, 투자지표 비교 공표 등 투자자 기반 제고 계획을 발표

❖ '24.1월 밸류업 정책 발표 이후 KOSPI 상승 추세가 지속되고 외국인 순매수 기조가 확대

- '24.1.17 이후 KOSPI 상승률이 주요국 대비 가장 높고('24.4월말), 약 20조원 외국인 순매수가 유입

「기업가치 제고 계획」 주요 내용

주주가치 존중 기업문화로의 **자발적 변화**를 통한
한국 증시의 도약

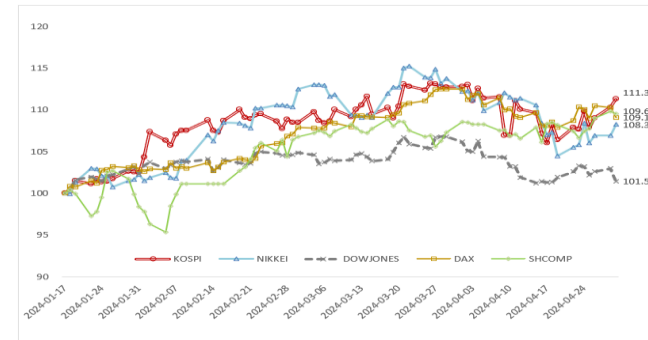


거래소 및 유관기관

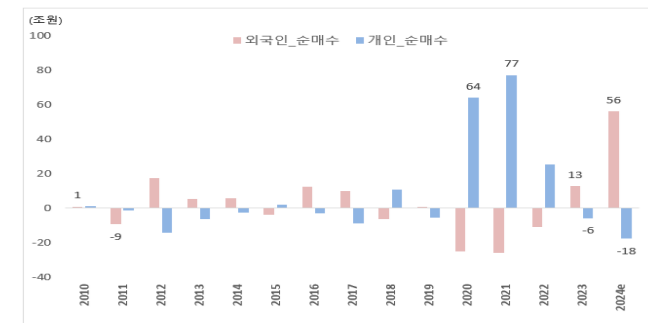
❖ 체계적인 상장기업 밸류업 확산 지원 체계 구축

- 1) 전담 추진체계 2) 상장기업 공시 지원(교육·컨설팅 등) 3) IR 지원 · 소통 강화

주요국 주가지수 추이



KRX 유가증권시장 외국인 순매수 규모



자료: 한국거래소(KRX)

자료: 코스콤(CHECK)

일본 자본시장 개혁의 성공 동인 – 거시적 관점

일본 자본시장 개혁의 성공 동인 - 다양한 요인이 복합적 작용



아베노믹스 - 3가지 화살

완화적 통화정책

- ✓ 디플레이션 종식을 선언하고 인플레이션 목표를 2%로 설정
- ✓ 정량적, 정성적 통화 완화 정책을 실시(QQE) (예: 대규모 자산매입)

확대 재정정책

- ✓ 경기 부양을 위한 대규모 재정지출을 포함한 추정 예산안 편성
- ✓ 공공사업 투자 확대를 위해 신규 건설국채 발행 추진

구조개혁

- ✓ 고용, 농업, 의료 등 주요 산업의 구조 개혁을 통한 생산성 향상 추진
- ✓ 여성과 고령자의 일자리 참여 촉진, 노동개혁 지속 추진

일본의 완화적 통화정책 및 확대 재정정책(2013~)

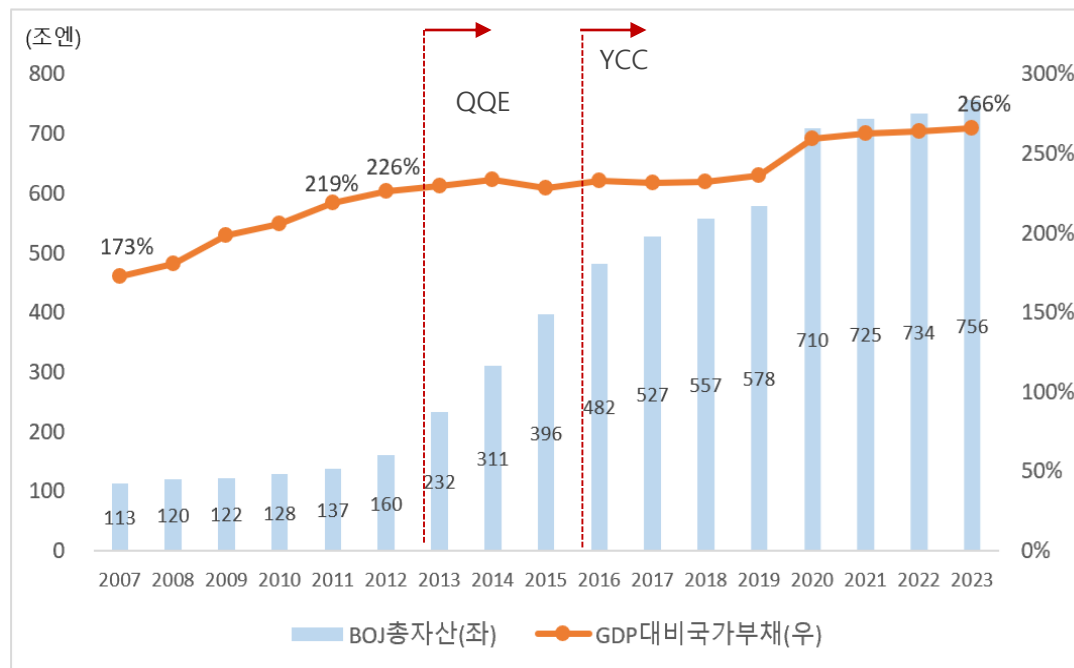
❖ 비전통적 통화정책('13년 QQE, '16년 YCC 등)으로 완화적 통화정책 기조를 유지

- 2013년 대규모 양적 완화 및 질적 완화를 추진했으며, 2016년에는 단기금리를 -0.1%, 장기금리를 0%로 유지하는 등 장기금리 안정을 통해 경제성장과 물가상승을 유도

❖ 대규모 인프라 투자 및 감세 정책을 통해 경기 부양을 추진

- 2011년 동일본 대지진 이후 복구 및 재건 사업에 대규모 정부 자금을 투입하고, 저소득층 지원을 위한 감세, 기업 투자 장려를 위한 법인세 감면, R&D 세액공제 확대 등 확대 재정정책을 추진

일본 중앙은행 총자산 규모 및 GDP 대비 국가부채 비율 추이



자료: FRB of St. Louis / Ministry of Finance, Japan

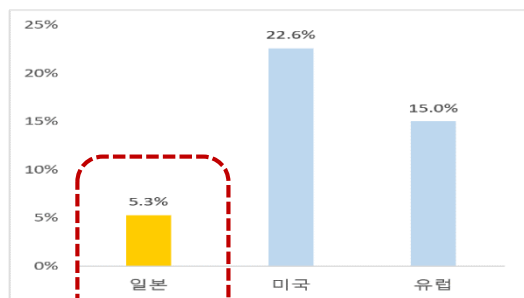
'14년 Ito 보고서를 계기로 기업지배구조 개혁이 가속화

❖ '14년 Ito 보고서는 일본 기업 수익성 둔화의 원인을 진단하고 지속가능성장 방안을 제시

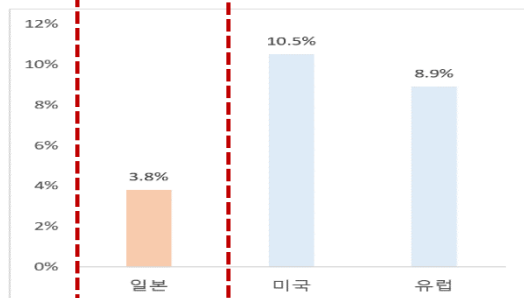
- 2014년 이토 구니오(Kunio Ito) 교수는 일본 경제산업성(METI)의 의뢰를 통해 "지속가능한 성장을 위한 기업 경쟁력 제고 및 인센티브 검토" 등을 주제로 정책 보고서를 발표
- Ito(2014)는 일본 기업의 지속가능 성장을 위해 ①ROE 향상, ②자본 효율성 제고, ③기업 지배구조 개선, ④주주와의 소통 강화, ⑤경영진과 임직원 인센티브 구조 개선을 제시했으며 Ito(2014) 연구 계기로 스튜어드십 코드와 기업지배구조 코드 등이 마련되고 개선

Ito(2014) 분석

ROE
비교



ROS
비교

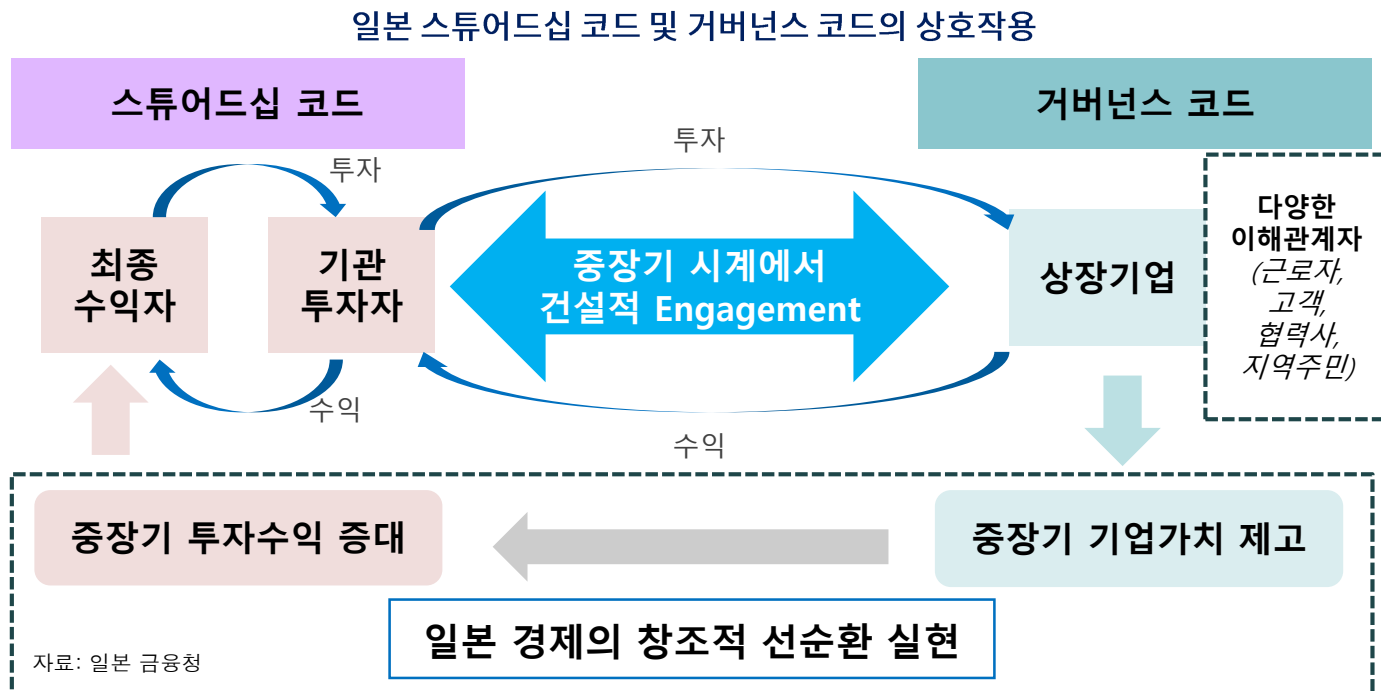


Ito(2014)의 주요 정책 제언



일본 스튜어드십 코드('14)와 거버넌스 코드('15)의 상호 작용

- ❖ 스튜어드십 코드를 통해 기관투자자로 하여금 중장기 기업가치 제고 노력을 촉구
 - 수탁자 책임 이행 정책, 이해상충 관리, 의결권 행사, 지속가능성장 등 7가지 원칙을 제정('14년)
 - ESG 요소를 포함한 중장기 지속가능성에 대한 고려를 기반으로 정책 수립 원칙을 추가('20년)
 - 스튜어드십 코드 동참 기관투자자 수는 127개('14.5월)에서 331개('23.12월)로 큰 폭 증가
- ❖ 거버넌스 코드를 통해 상장기업으로 하여금 기업가치 제고 및 투자자 수익 향유를 권고
 - 상장기업의 투명성, 공정성을 높이고 이사회와 주주책임을 강화하고자 주요 원칙 수립('15년)
 - 지속가능성 제고, 다양성 장려, 이사회 독립성 강화 등에 맞추어 거버넌스 코드 수정('21년)



<참고> 일본 스튜어드십 코드의 주요 변화

일본 스튜어드십 코드의 주요 변화

제정 연도	2014년	2020년
적용 대상	자산소유자, 자산운용사, 의결권 자문사 등	자산소유자, 자산운용사, <u>그 외</u> 기관투자자의 이익에 기여하는 모든 서비스 제공자
적용 자산	국내외 상장주식	국내외 상장주식 및 <u>기타 자산</u> (대체자산 등)
접근 방식	원칙 중심, comply or explain	원칙 중심, comply or explain
구조	7 원칙 및 세부 지침 (예: 기관투자자의 정책 수립 및 공개)	8 원칙 및 세부 지침 (적용 대상 확대)
스튜어드십 책임 정의	기업 및 비즈니스 환경에 대한 심층적인 지식 기반으로 건설적인 관여나 목적 있는 대화를 통해 투자기업의 가치 제고와 지속가능한 성장을 촉진함으로써 고객과 수익자에 중장기 수익을 제고	기업, 비즈니스 환경에 대한 심층적인 지식과 투자관리 전략과 일치하는 <u>지속가능성(ESG 요소를 포함)</u> 에 대한 고려를 기반으로 한 건설적인 참여 또는 목적을 갖는 대화를 통하여 해당 기업의 기업가치 향상과 지속가능한 성장을 추구. 이를 통해 경영환경을 개선, 육성함으로써 고객 및 수익자(최종 수익자 포함, 이하 동일)의 중장기적 투자수익률을 제고
주요 추가 사항	NA	원칙 1-1: 지속가능성(ESG 요소 포함)에 대한 고려를 기반으로 정책 수립 및 공시
적용 방법	매년 스튜어드십 이행 방안 등을 자사 웹사이트에 공표, 해당 URL을 금융청에 통지	

<참고> 일본 기업거버넌스 코드의 주요 변화('21)

일본거버넌스 코드의 주요 변화('21~)

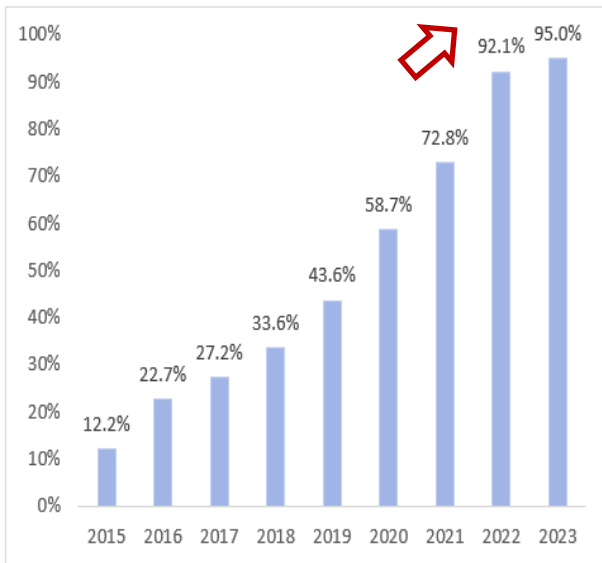
항목	프라임 시장	스탠다드 시장
이사회 독립성 강화	<ul style="list-style-type: none"> · 독립 사외이사 1/3 이상 구성 (업종, 규모, 환경 고려 시 과반수 이상) · 모기업과 소액주주 간 이해상충 방지를 위해 이사회 과반수를 구성하는 독립 사외이사 선임 or 독립적인 특별위원회 설치 · 공천위원회, 보수위원회 설치 (위원회의 과반수를 사외이사로 구성) 	<ul style="list-style-type: none"> · 독립 사외이사 2명 이상 구성 (업종, 규모, 환경 고려 시 1/3 이상) · 이사회 능력 매트릭스 공시
다양성 촉진	<ul style="list-style-type: none"> · 여성 및 외국인 등을 경영진으로 구성 및 관련 정책이나 목표 공시 · 다양성을 보장하는 인적자원 개발 정책 공시 	<ul style="list-style-type: none"> · 여성 및 외국인 등을 경영진으로 구성 및 관련 정책이나 목표 공시 · 다양성을 보장하는 인적자원 개발 정책의 공시
지속가능성 및 ESG 관련 정보 공시	<ul style="list-style-type: none"> · 영문공시 제공 · 기후변화 위험과 수익기회에 대한 <u>ICFD</u> 기반 공시 	<ul style="list-style-type: none"> · 지속가능성에 대한 정책 개발 및 이니셔티브 공개
주주권리 보장	<ul style="list-style-type: none"> · 전자투표가 가능한 <u>의결권행사 플랫폼</u> 구축 	<ul style="list-style-type: none"> · 변동 無

거버넌스 개혁의 투자자 동참 및 상장기업 이행 현황

❖ 일본 GPIF 등 주요 기관투자자가 스튜어드십 코드에 동참하며 지배구조 개선이 추진

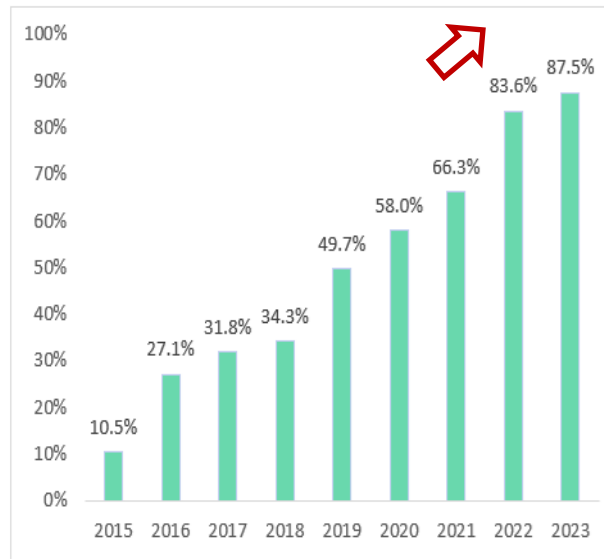
- 독립 사외이사 비중을 이사회 1/3 이상 운영하고, 여성 참여를 권고
- 이사회 내 임원추천위원회 설치를 통해 소유분산 기업 참호구축 현상을 최소화
- 이사회 내 보수위원회 설치 및 실효성 운영을 통해 이사회 주주가치 노력을 촉진

상장기업 사외이사 1/3 이상 비중



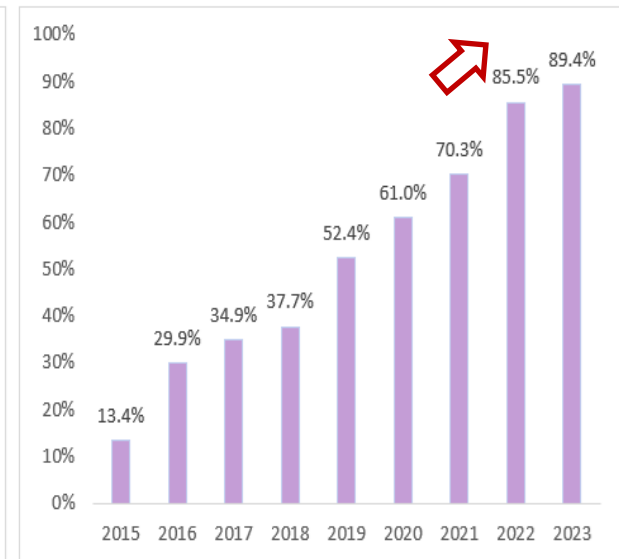
자료: JPX(Prime 대상)

상장기업 임원추천위원회 설치 비중



자료: JPX(Prime 대상)

상장기업 보수위원회 설치 비중



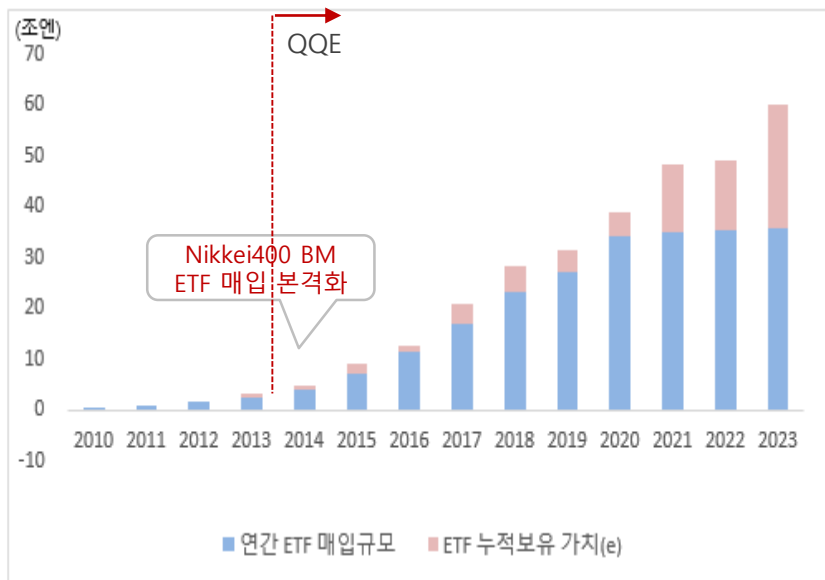
자료: JPX(Prime 대상)

일본 상장기업 거버넌스 개혁은 장기간에 걸쳐 이행

일본 중앙은행(BOJ)의 자국주식 보유 확대

- ❖ BOJ는 양적완화 일환으로 ROE·거버넌스에 가중치를 둔 Nikkei400 BM ETF 매입을 확대
 - '10년 이후 BOJ가 매입한 일본주식 ETF는 35~40조엔이며, 현 보유가치는 70조엔으로 추정
 - 단, BOJ의 대규모 자국주식 매입은 주요국 중앙은행 중에서 찾기 어려운 사례
- ❖ Nikkei400은 기업의 수익성 지표들과 기업지배구조가 우수한 기업들로 구성
 - '14년부터 자본의 효율적 활용, 기업지배구조에 가중치를 둔 Nikkei400 BM을 적극 활용
 - 자본 효율성: ROE, 영업이익, 시가총액 등을 고려
 - 기업지배구조: 독립 사외이사, 여성 임원, 영문공시, 지배구조보고서 등

BOJ의 ETF 매입규모 및 누적 보유가치 추이



자료: BOJ(Bank of Japan)
주: J-REITS는 제외

BOJ 벤치마크인 NIKKEI400 지수 편입 요건

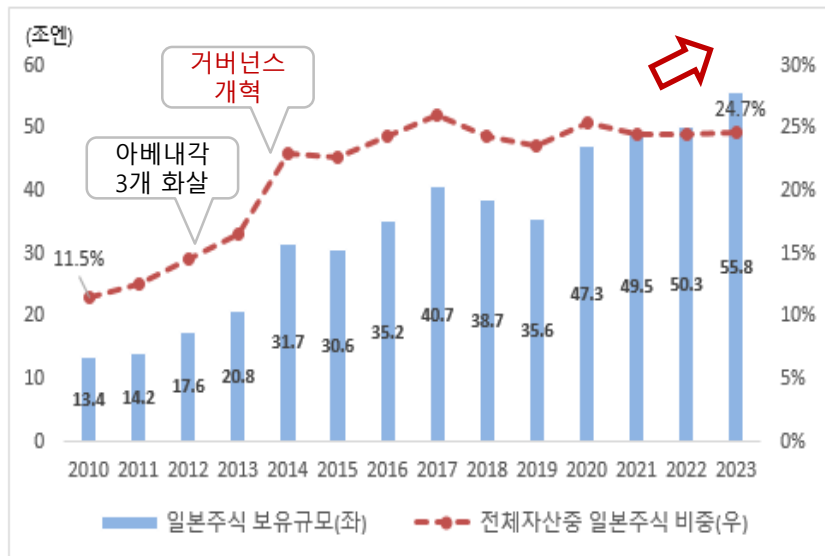
	주요 항목	비고
제외 요건	1) 상장된지 3년 미만 2) 3년 연속 영업적자 or 적자 3) 상장폐지 요건	요건을 만족하는 시가총액 상위 1,000개를 선정
정량 기준	3년 평균 ROE(40%), 3년 누적 영업 이익(40%), 선정일 시총(20%)를 반영해서 정량점수 산출	1,000개 종목에 대해 정량점수를 산정
정성 기준	1) 독립 사외이사 과반수 및 여성 사외이사, 임원 선임 여부 2) IFRS 도입 여부 3) 영문공시, 지배구조보고서 공시 여부	정성점수를 별도 산정
종합	정량과 정성 점수를 합계하여 400개 종목선택	400종목 미달시 ROE 순위 고려

자료: 일본거래소그룹

일본 공적연금의 자국주식 보유 확대 및 적극적 의결권 행사

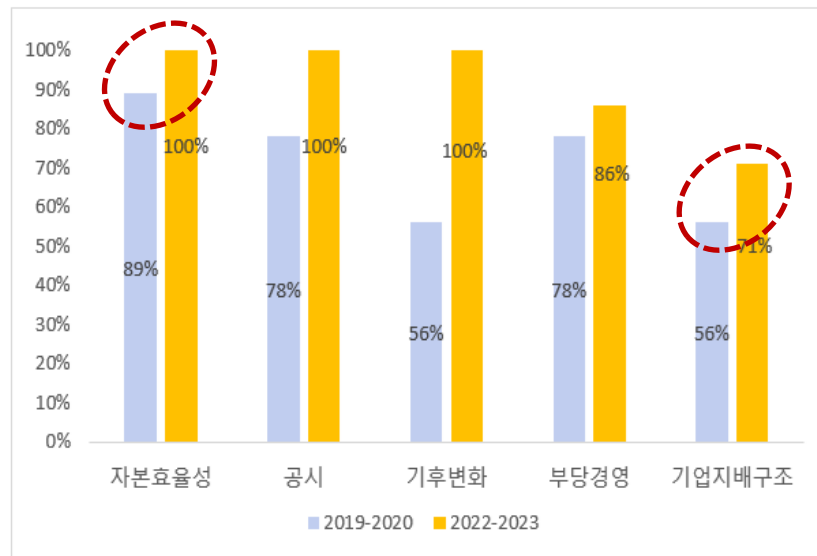
- ❖ 일본 공적연금(GPIF)은 국내주식 보유 확대를 통해 기업가치 제고 노력에 적극 동참
 - GPIF의 일본주식 보유 비중은 2010년말 11.5%에서 2023년말 24.7%로 약 2배 증가
 - '23년말 기준 GPIF의 일본주식 보유 규모는 55.8조엔으로 전체 자산군 중 24.7%를 차지
- ❖ GPIF는 적극적 의결권 행사와 행사내역 공시를 통해 기업 수익성과 지배구조 개선에 기여
 - 의결권 위임을 받은 운용사는 자본 효율성, 공시 이행, 기업지배구조 항목을 투자 판단에 적극 활용
 - 위탁운용사의 '자본 효율성 고려' 응답 비중: 89%('19~'20) → 100%('22~'23)
 - 위탁운용사의 '기업지배구조 고려' 응답 비중: 56%('19~'20) → 71%('22~'23)

GPIF의 일본주식 보유 규모 및 전체 자산군 중 비중



자료: GPIF

GPIF 위탁운용사의 자국주식 투자시 고려 사항

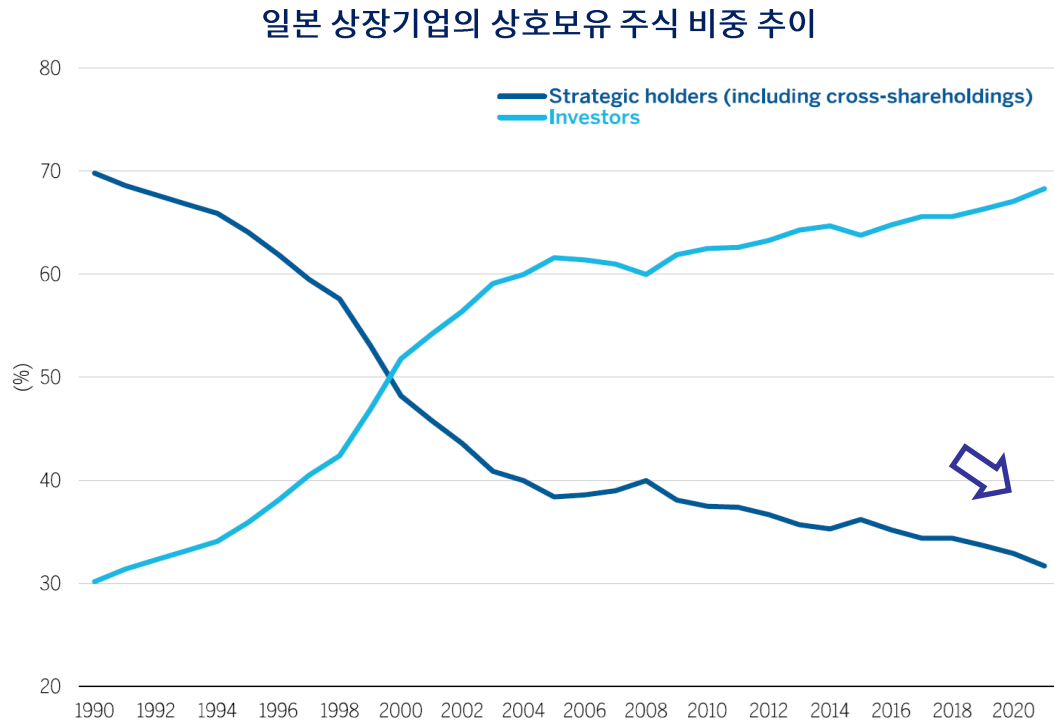


자료: GPIF

일본 상호보유 주식(Cross-Shareholdings) 비중 감소

❖ 지배구조 개혁 및 기관투자자의 적극적 의결권 행사 증가로 상호보유 주식 비중 감소

- 1960~80년대 외국 자본에 대응하기 위해, 일본 은행들과 상장기업은 전략적 제휴를 통해 상호보유 주식을 늘려왔으며, 이와 같은 상호보유 주식 제도를 통해 과거 폐쇄적 기업지배구조를 유지
- 1990년대 이후 일본 경제위기 지속 및 2010년 이후 거버넌스 개혁(예: 스튜어드십 코드, 거버넌스 코드) 등의 영향으로, 상호보유 주식 비중은 점차 감소(상호출자 해소)



자료: 일본거래소그룹, wellington management

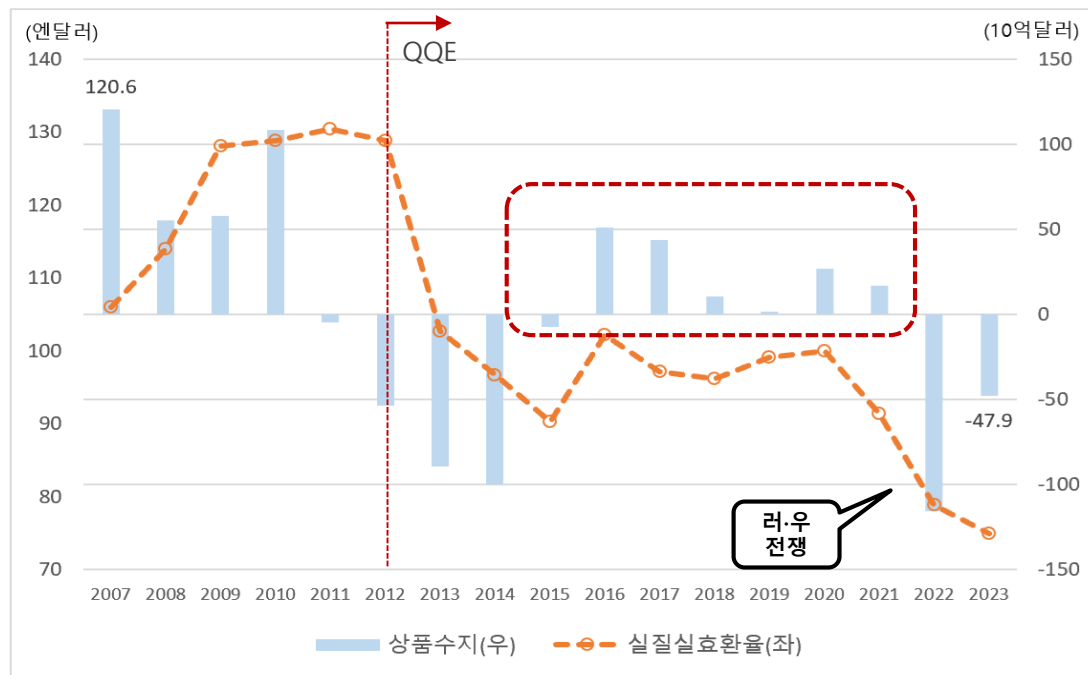
상호출자 해소를 통한
실질 지배주주 감소

엔저 효과에 따른 상품수지 회복 기대

❖ 2013년 QQE 이후 엔화 약세가 지속되었으며 상품수지가 흑자로 전환

- 2013년 이후 일본 중앙은행의 대규모 자산 매입 및 장기금리 상승 억제 효과로 엔화 약세가 지속
- 엔화 약세가 지속됨에 따라 수출기업의 실적이 개선되었으며 상품수지도 2016년부터 흑자로 전환
 - 단, 2022년에는 에너지 가격 상승과 수입 비용 증가로 상품수지가 일시적 대규모 적자를 기록

엔달러 실질실효환율 및 일본 상품수지 규모 추이



자료: FRB of St. Louis / Bank of Japan
주: 연중 평균 값을 사용

일본 거래소의 상장기업 구조 개편('22.4월)

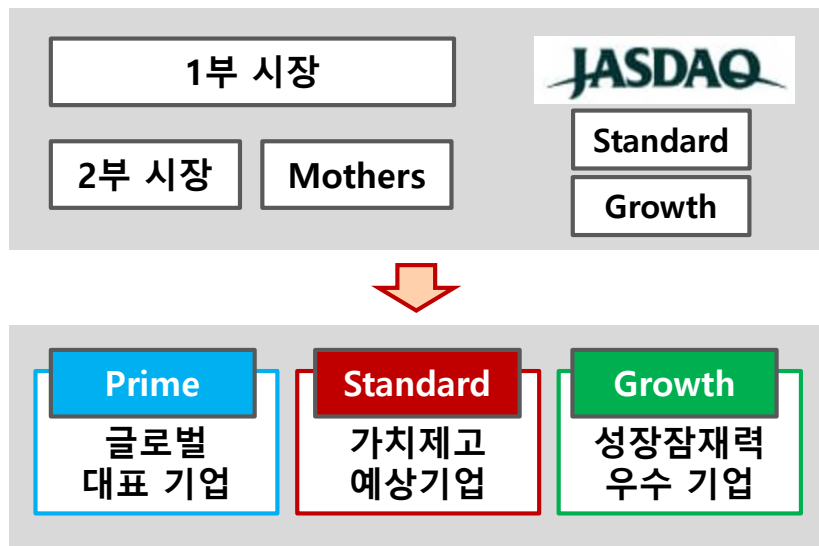
❖ JPX 거래소 시장을 5개에서 3개로 간소화('22년 상반기)

- 기존 5개 거래소 시장(Main 1부, 2부 / JASDAQ 1부, 2부 / Mothers)을 3개 시장으로 간소화
- 현재 Prime, Standard(Prime 상장을 위한 디딤돌 시장), Growth 시장(Prime과 Standard 상장요건을 갖추지 못한 기업으로 성장성이 높은 기업들을 대상)으로 분류

❖ Prime 시장 상장유지 조건으로 기업거버넌스 코드 이행을 요구

- 독립 사외이사(대주주 및 관계회사로부터 독립) 비율을 이사회 구성원의 최소 1/3 이상 유지
- 독립 사외이사로 하여금 이사회의 조언자와 감독자 임무를 수행
 - 독립 사외이사에 대한 책임 강화 차원
- 독립 사외이사 중 한 명을 이사회 의장으로 임명

일본 거래소 시장 구조 개혁('22.4월)



자료: 일본거래소그룹

일본 Prime 시장 상장 유지조건 강화 내용('22.4월)

분류	상장 조건	상장 유지
유동성	1) 주주수: 최소 800명 이상 2) 매매가능주식: 2만주 3) 유동주식 시가총액: 100억엔 4) 시가총액: 250억엔	좌동 (단 시가총액은 2천만엔 이상)
지배구조	1) <u>거버넌스 코드 이행</u> 2) 유동주식비율 35% 이상	좌동
재무성과	1) 2년간 순이익 25억엔 이상 or (매출액 100억엔 이상 & 시가총액 1천억엔 이상) 2) 자기자본 총계 50억엔 이상	자기자본 총계가 양(+)의 값 유지

자료: 일본거래소그룹

TSE(동경증권거래소)의 상장기업 기업가치 제고 요구('23.3월)

- ❖ TSE는 상장법인에 대해 「자본비용 및 주가를 의식한 경영 실현을 위한 대응」을 요청
 - 일본 상장기업의 PBR이 1이하인 기업 비중이 50%를 상회하고, ROE가 자본비용(Cost of Equity)을 하회하는 기업 비중이 많아 기업가치가 제고가 필요하다는 인식에서 출발
 - 사업보고서, 결산설명자료, 경영전략, 자사 홈페이지 등에 공시하고 '기업거버넌스 코드 각 원칙에 근거하는 공개'란에 게재를 권고
 - 24년 1월 15일부터 매월 의무이행 기업과 의무이행 검토 기업 목록을 거래소 홈페이지에 게시 하여 공시를 이행하지 않은 기업의 기업가치 제고를 독려
- ❖ TSE는 추가로 기업지배구조의 질 향상, 주주와의 대화 강화, 영문공시 확대 등을 발표

동경증권거래소의 가치 밸류업 개혁 주요 내용

항목	내용
자본비용·주가 의식 경영 실현	상장법인 대상 자본효율, 주가 등 점검, 미흡사항 개선 계획 및 진행상황 공시
지배구조의 질 향상	Comply or Explain 제도이행이 미흡한 기업 대상 개별지도 등 보완 요청
주주와의 대화 강화	투자자와 의사소통 강화 조치 독려, 프라임 법인은 주주와의 의사소통 공시
영문공시 확대	프라임 상장법인은 영문공시 확대

자료: 일본거래소그룹

동경증권거래소의 자율공시 권고 사항



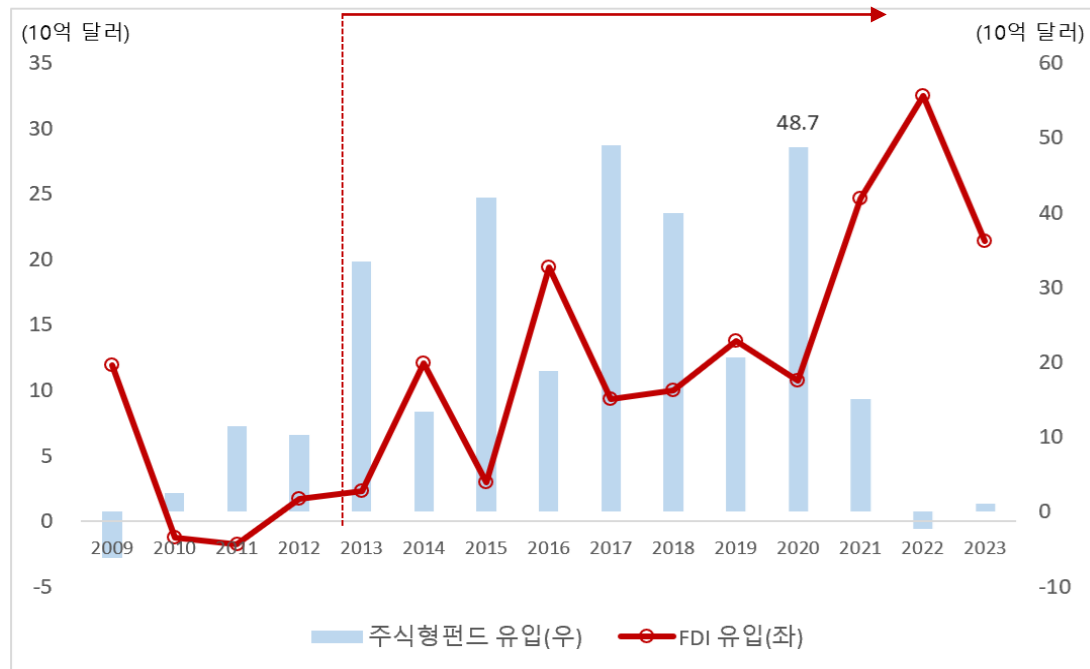
자료: 일본거래소그룹

일본내 투자자금 유입 규모 증가

❖ 2013년 이후 FDI 순유입 및 주식형펀드 유입 규모가 꾸준히 증가

- 2013년 이후 FDI 순유입 규모는 연간 100~300억 달러를 기록하며 꾸준히 증가
 - 중국에 투자된 자금 중 상당수가 이탈하여 일본 시장으로 유입된 것으로 관찰
- 글로벌 주식형펀드 순유입 규모 또한 2013년 이후 꾸준히 증가

일본 FDI inflow 및 주식형펀드 유입규모 추이



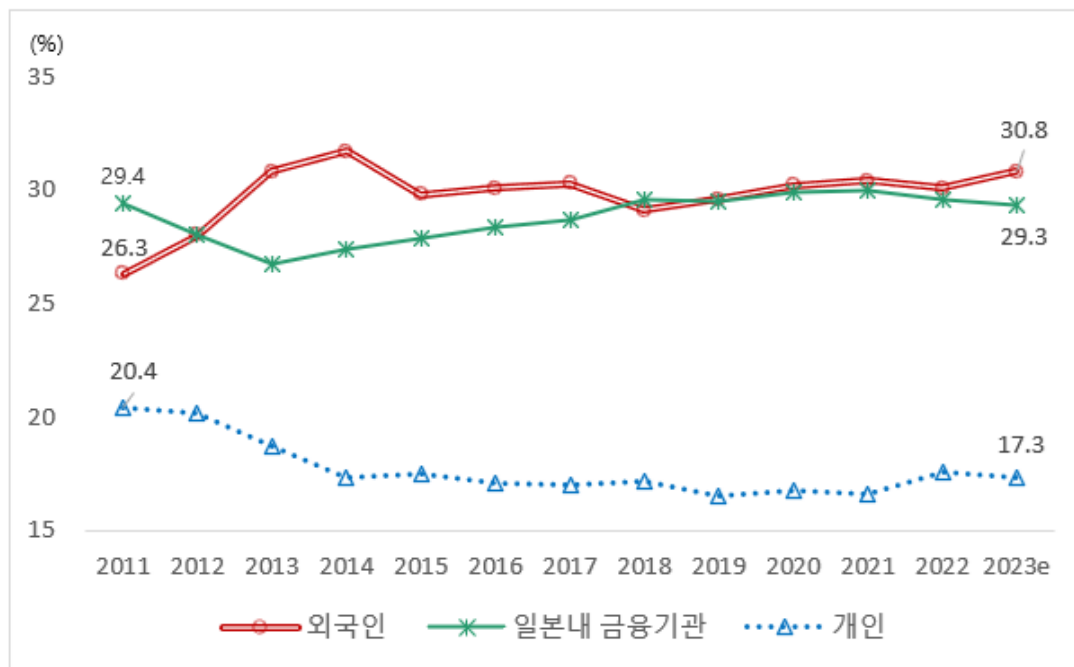
자료: UNCTAD, Bloomberg

외국인과 기관투자자의 TSE 상장기업 보유 확대

❖ 일본 주식시장에서 외국인 보유 비중이 꾸준히 증가

- 금융기관의 보유 비중은 큰 변화가 없는 가운데, 외국인 보유는 늘고, 개인 보유 비중은 감소 추세
 - 외국인 보유 비중: 26.3%('11년말) → 30.8%('23년말 예상치)
 - 개인 보유 비중 : 20.4%('11년말) → 17.3%('23년말 예상치)

TSE 상장기업의 투자자별 주식 보유 비중 추이



자료: 일본거래소그룹

일본 경제변수가 주식시장에 미치는 영향(1)

❖ 종속변수

- 2009년 1분기부터 2024년 1분기 동안 NIKKEI 주가지수 상승률(JRET)

❖ 독립변수

- 동기간 S&P500 수익률(SRET), 엔달러 실효환율 증감(YENUSD), 일본 10년 국채수익률 변화(JBOND), 일본 NIKKEI VIX 변화(JVIX), 일본 주식형펀드 순유입 규모(JEFLOW), 가계금융자산증감(HASSET), 단칸경기에측 변화(BCY) 등

주요 경제변수의 상관계수 행렬

	JRET	SRET	YENUSD	JBOND	JVIX	JEFLOW	HASSET	BCY
JRET	1.00							
SRET	0.70	1.00						
YENUSD	-0.58	-0.15	1.00					
JBOND	0.27	0.04	-0.28	1.00				
JVIX	-0.37	-0.53	0.13	0.02	1.00			
JEFLOW	-0.09	-0.10	0.16	0.10	0.28	1.00		
HASSET	0.84	0.68	-0.57	0.20	-0.43	-0.17	1.00	
BCY	-0.15	-0.13	0.09	-0.07	0.12	0.20	-0.08	1.00

일본 경제변수가 주식시장에 미치는 영향(2)

❖ 실증분석 요약

- 미국 주가지수 상승률(+), 엔달러환율(-), 가계금융자산 증가율(+)이 유의하게 영향을 미침
- 일본 10년 국채수익률 변화(+), 일본 VIX 변화(-) 도 일본 주가지수 수익률과 양(+)의 관계를 가지나 일본 주가지수 수익률을 설명하기에는 유의성이 높지 않음

일본 주가지수 상승률에 미치는 영향

	Eq(1)	Eq(2)	Eq(3)	Eq(4)	Eq(5)	Eq(6)	Eq(7)	Eq(8)
SRET	0.8643*** (0.0000)	0.7753*** (0.0000)	0.7750*** (0.0000)	0.7984*** (0.0000)				0.4855*** (0.0002)
YENUSD		-1.1956*** (0.0000)	-1.1204*** (0.0000)	-1.1268*** (0.0000)				-0.6702*** (0.0018)
JBOND			0.0858 (0.1168)	0.0804 (0.1282)	0.2031** (0.0387)			0.0607 (0.2349)
JVIX				0.0005 (0.6543)		-0.0057*** (0.0036)		0.0007 (0.6672)
JEFLOW								0.0008 (0.7669)
HASSET							6.2538*** (0.0000)	3.1573*** (0.0004)
BCY								-0.0301 (0.4350)
상수	0.0018 (0.8549)	-0.0019 (0.7903)	-0.0009 (0.9011)	-0.0019 (0.8029)	0.0313** (0.0134)	0.0318 (0.0094)	-0.0074 (0.3383)	-0.0113 (0.2053)
Adj R^2	0.4838	0.7179	0.7252	0.7213	0.0546	0.1195	0.6946	0.7683

주1: 괄호는 P-Value를 뜻함

주2: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 뜻함

요약) 일본 새로운 자본주의 개혁의 성공 동인

√ 완화적 통화정책, 확대 재정정책, 구조개혁 등

√ 엔저효과, 중국 이탈 자금의 유입 등 거시환경

√ 장기간 지속적인 기업 거버넌스 개혁

√ GPIF, BOJ 등 기관투자자의 적극적 참여

√ 일본 거래소의 적극적 기업가치 제고 정책

**장기간, 일관적인
日정부의 제도 개혁**

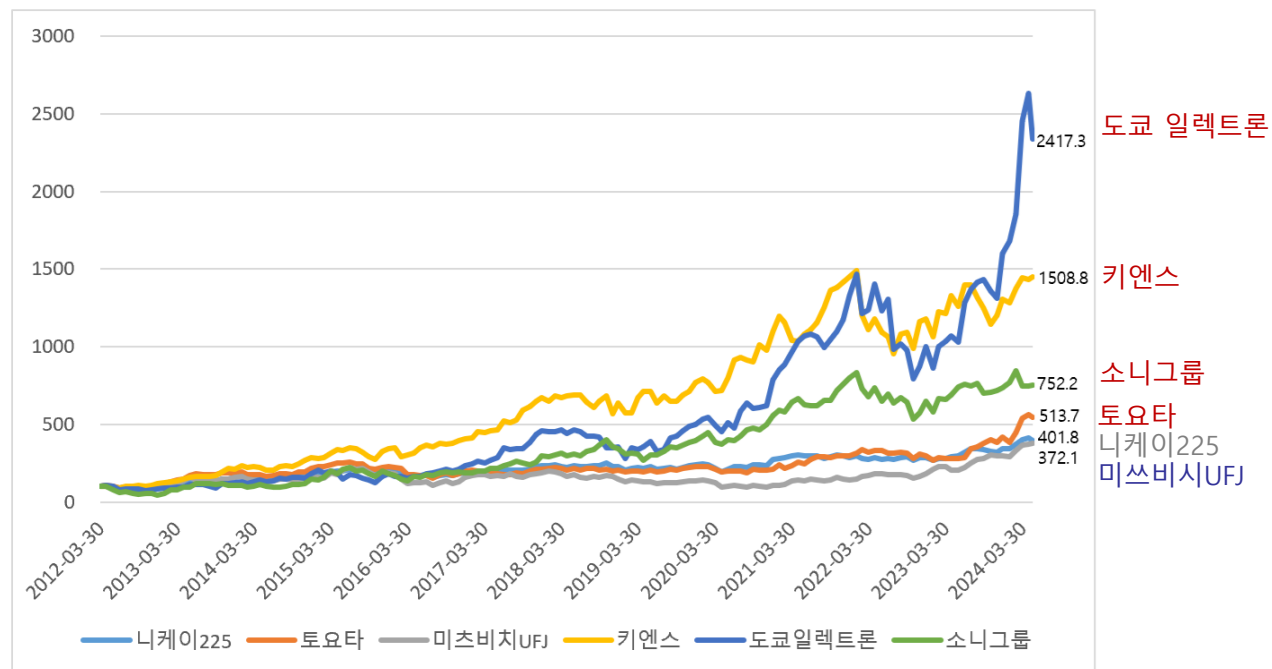
일본 상장기업 주가 상승의 동인 – 미시적 관점

일본 상장기업 주가 수익률 추이

❖ 최근 10년 성과를 분석한 결과, 수익성과 성장성이 개선된 종목 위주로 상승

- 수익성과 성장성이 개선된 대형주 중심으로 상승
 - 도쿄일렉트론(2,317.3%, 시총 4위), 키엔스(1,408.8%, 시총 3위), 소니그룹(652.2%, 시총 5위)
- 동기간 도요타 자동차와 미쓰비시UFJ는 일본 주가지수 상승률과 큰 차이가 없음
 - 도요타(413.7%, 시총 1위), 미쓰비시UFJ(272.1%, 시총 2위)

일본 주요 상장기업 주가 수익률 추이



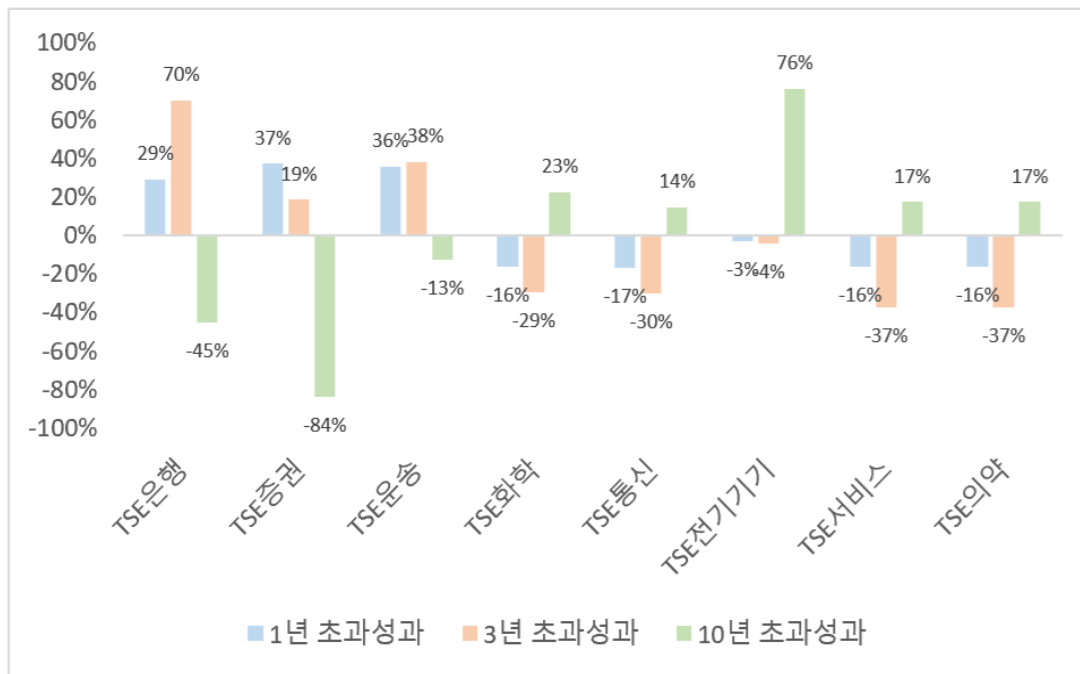
자료: 일본거래소그룹

섹터별 초과수익률

❖ 단기, 중기, 장기 시계 모두에서 주가지수 상승률을 초과하는 업종은 찾기 어려움

- (단기 성과) 금융, 운송 업종 중심으로 초과 성과를 실현
- (장기 성과) 전기기기, 화학, 의약 업종 중심으로 초과 성과를 실현

섹터별 지수대비 초과 성과



자료: 일본거래소그룹

일본 상장기업 ROE 및 PBR 추이

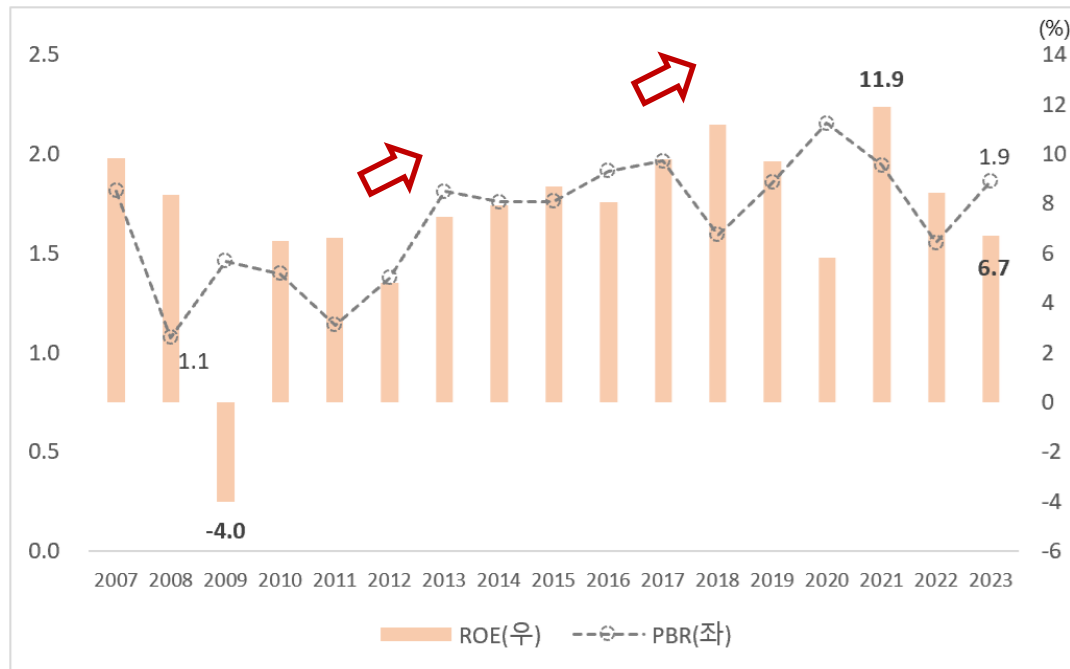
❖ 일본 상장기업 ROE는 점진적으로 개선되는 추세

- 글로벌 금융위기 직후 3년 평균 ROE는 6.0%에서 최근 3년 평균 9.0%로 개선

❖ 일본 상장기업 PBR 역시 꾸준히 개선

- 글로벌 금융위기 전후 1.1~1.2에서 최근 1.6~2.2대로 큰 폭으로 개선

일본 상장기업 ROE 및 PBR 추이



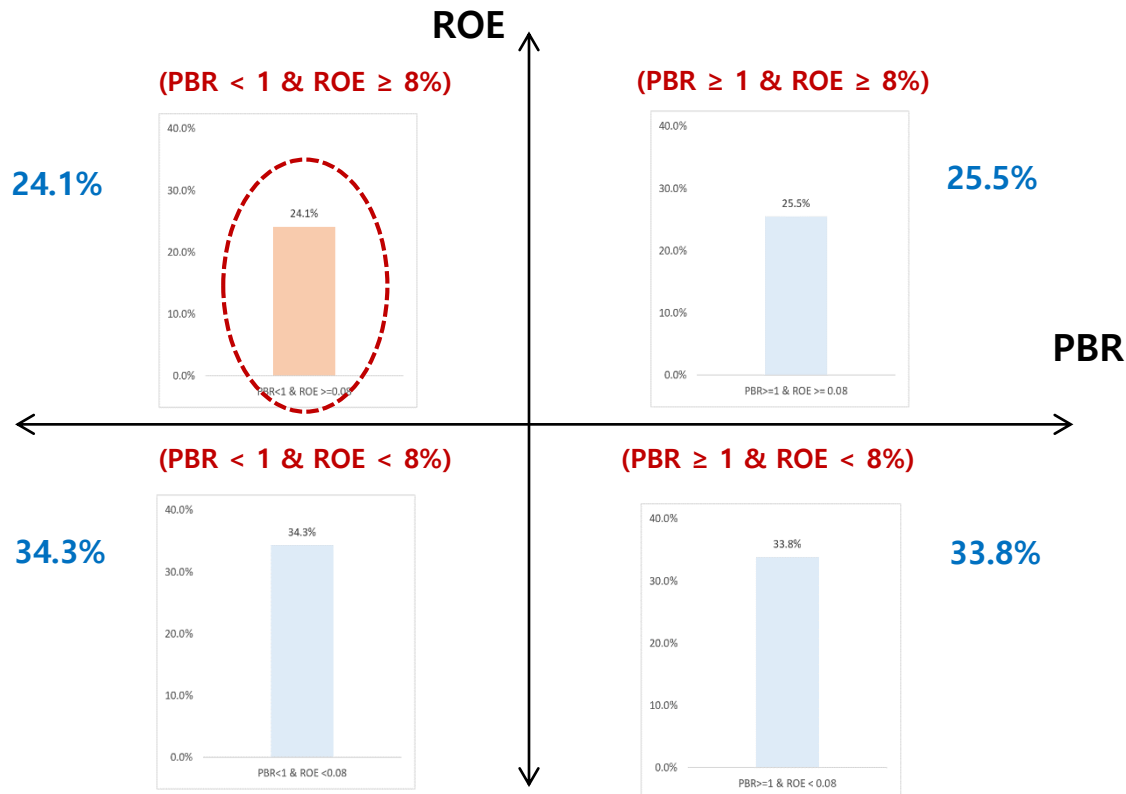
자료: 일본거래소그룹

저PBR & 고ROE 종목의 투자 성과

❖ 가칭 PBR 테마주의 1년 투자 성과는 벤치마크 대비 열위

- PBR 1 미만 & ROE 8% 이상 기업들의 1년 투자성과는 제일 저조
 - Group1(PBR < 1 & ROE ≥ 8%): 24.1% / Group2(PBR ≥ 1 & ROE ≥ 8%): 25.5%
 - Group3(PBR < 1 & ROE < 8%): 34.3% / Group4(PBR ≥ 1 & ROE < 8%): 33.8%

PBR과 ROE 구분에 따른 1년 투자 수익률

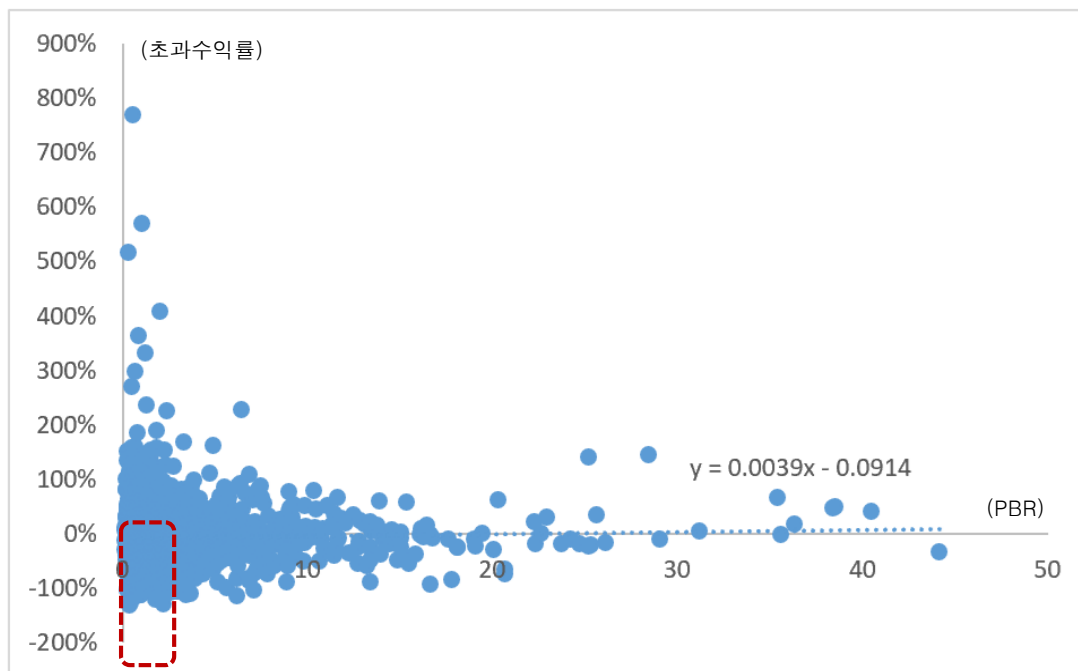


저PBR 종목들의 성과는 다소 저조

❖ 과거 PBR이 낮은 종목들이 미래 초과수익률을 보장하지 않음

- '23.3월말 PBR이 1미만 상장기업들의 12개월 후 지수대비 평균 초과수익률은 -8.2%로 부진
 - 동기간 TOPIX 지수는 38.2% 상승
- PBR과 초과수익률 간 통계적 유의성이 관찰되지 않음

'23.3월말 PBR과 '24.3월말 기준 1년 초과수익률 간 비교



자료: Bloomberg

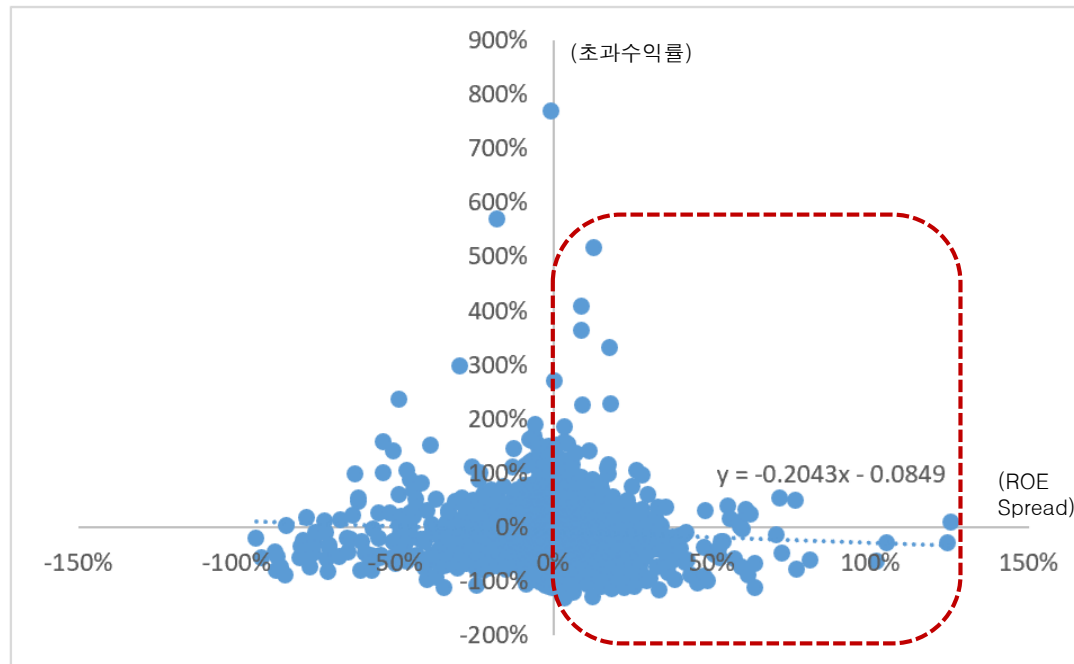
주: PBR 수치가 제공되는 Prime & Standard 상장기업 3,471개 대상

고ROE 종목들의 성과 역시 다소 저조

❖ 과거 ROE가 높은 종목들이 미래 초과수익률을 보장하지 않음

- '23.3월말 ROE가 8% 이상인 상장기업들의 12개월 후 지수대비 평균 초과수익률은 -13.1%로 부진
 - 오히려 ROE가 8% 미만인 상장기업들의 12개월 후 평균 초과수익률은 -3.5%로 보다 높음
- ROE 스프레드(= ROE - 8%(COE 예시))와 초과수익률 간 통계적 유의성이 관찰되지 않음

'23.3월말 ROE 스프레드와 '24.3월말 기준 1년 초과수익률 간 비교



자료: Bloomberg

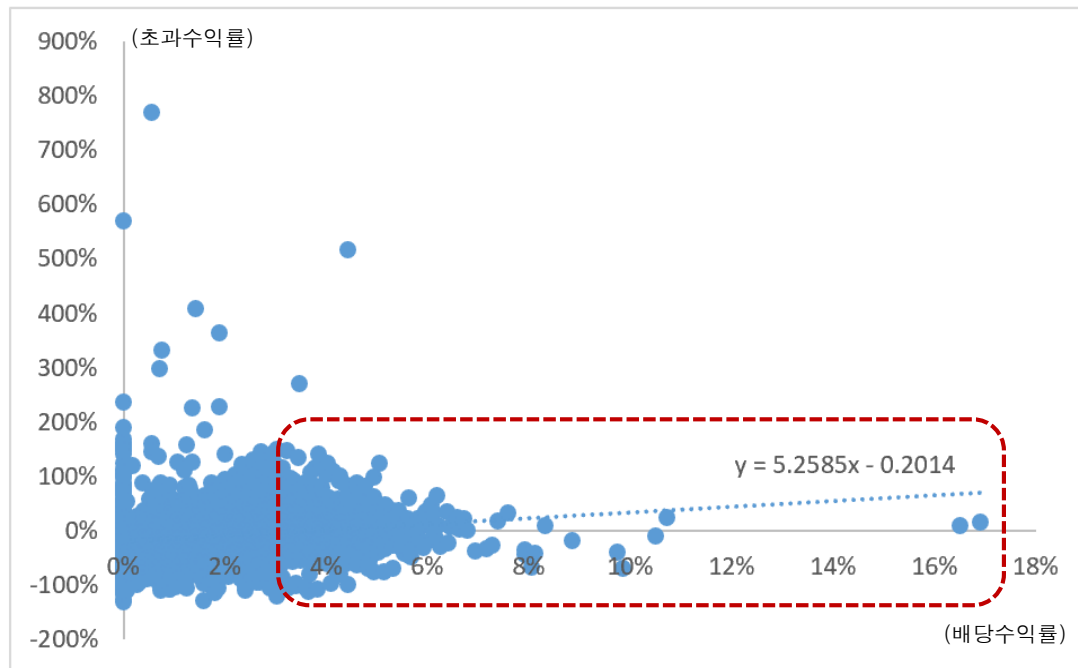
주: ROE 수치가 제공되는 Prime & Standard 상장기업 3,507개 대상

주주환원 기업에서 주가 상승이 관찰

❖ 과거 배당수익률이 높은 종목들이 양(+)의 초과 성과를 실현

- '23.3월말 배당수익률이 3% 이상 기업들의 12개월 후 지수대비 평균 초과수익률은 1.42%로 관찰
 - 배당수익률 3% 미만 기업들의 12개월 후 평균 초과수익률은 -13.5%로 낮음
- 배당수익률과 초과수익률 간 통계적 유의성이 관찰
 - 전기 배당수익률이 높을수록 최근 1년간 주가 상승률이 큰 것으로 관찰

'23.3월말 배당수익률과 '24.3월말 기준 1년 초과수익률 간 비교



자료: Bloomberg

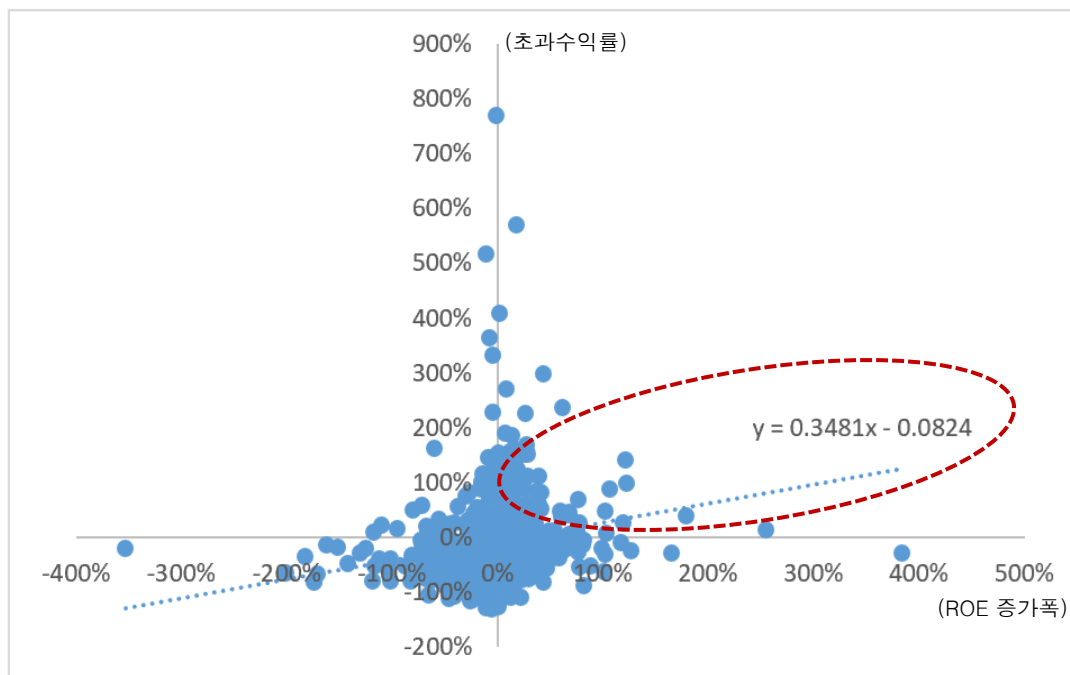
주: 배당수익률 수치가 제공되는 Prime & Standard 상장기업 3,528개 대상

수익성 개선 기업에서 주가 상승이 관찰

❖ ROE 증가폭이 클수록 초과수익률이 증가

- '24.3월말 기준 ROE 증가폭이 클수록 지수대비 평균 초과수익률이 증가
 - 동기간 ROE 증가폭이 양(+)인 종목들의 평균 초과수익률은 1.1%
 - 동기간 ROE 증가폭이 음(-)인 종목들의 평균 초과수익률은 -17.5%

‘24.3월말 기준 ROE 증가폭과 1년 초과수익률 간 비교



자료: Bloomberg

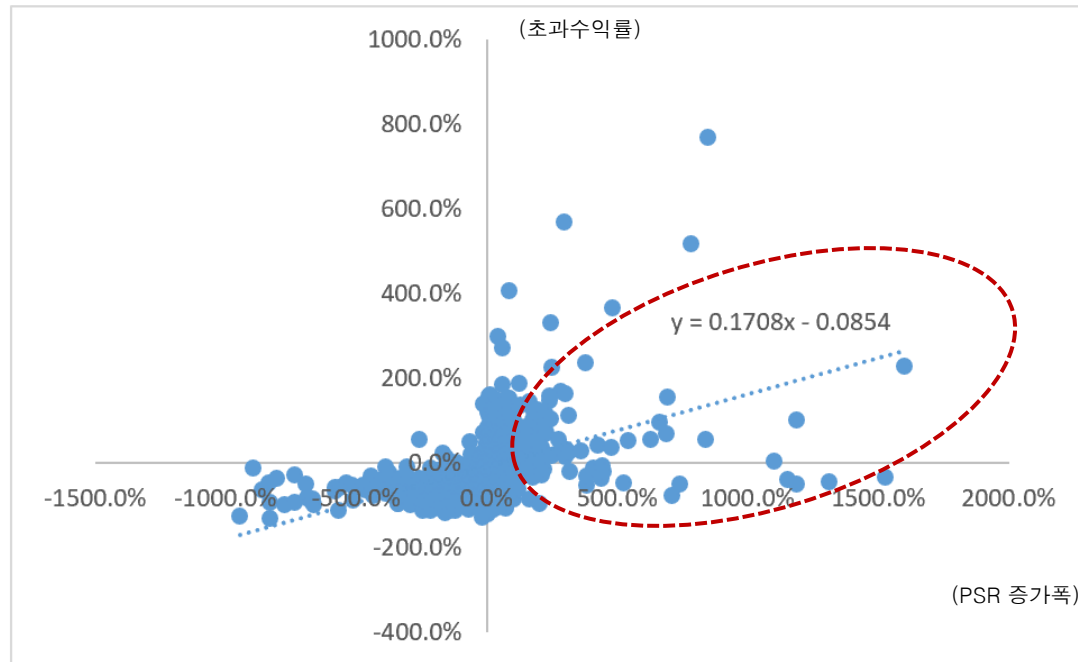
주: ROE 수치가 제공되는 Prime & Standard 상장기업 3,528개 대상

성장성 개선 기업에서 큰 폭의 주가 상승이 관찰

❖ PSR 증가폭이 클수록 초과수익률이 증가

- '24.3월말 기준 PSR 증가폭이 클수록 지수대비 평균 초과수익률이 증가
 - 동기간 PSR 증가폭이 양(+)인 종목들의 평균 초과수익률은 9.1%
 - 동기간 PSR 증가폭이 음(-)인 종목들의 평균 초과수익률은 -39.5%

‘24.3월말 기준 PSR 증가폭과 1년 초과수익률 간 비교



자료: Bloomberg

주: PSR 수치가 제공되는 Prime & Standard 상장기업 3,509개 대상

재무적 특징이 일본 개별주식 수익률에 미치는 영향(1)

❖ 종속변수

- 2014년 3월말 ~ 2024년 3월말까지 월별 상장기업(Prime, Standard) 주가 초과수익률(약 3,500개)

❖ 독립변수

- 동기간 일본 상장기업 PBR, ROE, 배당수익률(DIV), 시가총액(CAP), ROE 증가(dROE), PSR 증가(dPSR), 배당수익률 증가(dDIV) 등

주요 독립변수의 상관관계수 행렬

	PBR	ROE	DIV	CAP	dROE	dPSR	dDIV
PBR	1.00						
ROE	0.01	1.00					
DIV	0.03	0.17	1.00				
CAP	0.00	0.04	0.02	1.00			
dDOE	0.01	-0.35	-0.04	0.01	1.00		
dPSR	-0.01	0.05	0.04	0.01	-0.03	1.00	
dDIV	-0.02	0.00	-0.49	-0.05	0.04	-0.02	1.00

재무적 특징이 일본 개별주식 수익률에 미치는 영향(2)

❖ 실증분석 요약

- 수익성(ROE) 증가(+), 성장성(PSR) 증가(+), 배당수익률(+)이 주식 수익률에 유의한 영향을 미침
- 중장기 시계에서 특히 수익성 증가가 주가 수익률에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 관찰
- PBR, ROE, 시가총액 등은 개별주식 수익률에 유의미한 영향을 미치지 않음

일본 주가 수익률에 미치는 영향

	과거 1년 재무적 성과		과거 3년 재무적 성과		과거 10년 재무적 성과	
	Eq(1)	Eq(2)	Eq(3)	Eq(4)	Eq(5)	Eq(6)
PBR	0.0011 (0.2962)	0.0009 (0.3784)	0.0048** (0.0100)	0.0045** (0.0141)	0.0619*** (0.0000)	0.0568*** (0.0014)
ROE	-0.1470*** (0.0000)	0.0224 (0.5604)	-0.2794*** (0.0000)	0.2169*** (0.0000)	-0.8883*** (0.0055)	0.1450 (0.6809)
DIV	5.5760*** (0.0000)	2.5967*** (0.0000)	14.3076*** (0.0000)	11.6491*** (0.0000)	8.6408** (0.0295)	0.8029 (0.8570)
CAP	-0.0076 (0.3177)	-0.0139* (-1.8642)	-0.0372** (0.0120)	-0.0450*** (0.0017)	-0.2579*** (0.0015)	-0.2564*** (0.0014)
dROE		0.3831*** (0.0000)		0.6915*** (0.0000)		1.2919*** (0.0000)
dPSR		0.0028*** (0.0000)		0.0103*** (0.0000)		0.0027 (0.1659)
dDIV		-9.4515*** (0.0000)		-4.6785*** (0.0000)		-11.0909*** (0.0000)
상수	-0.1995*** (0.0000)	-0.1527*** (0.0000)	-0.3201*** (0.0000)	-0.2789*** (0.0000)	-0.1251 (0.1674)	0.0420 (0.6883)
Adj R^2	0.0383	0.0959	0.0776	0.1375	0.0180	0.04868

주1: 괄호는 P-Value를 뜻함

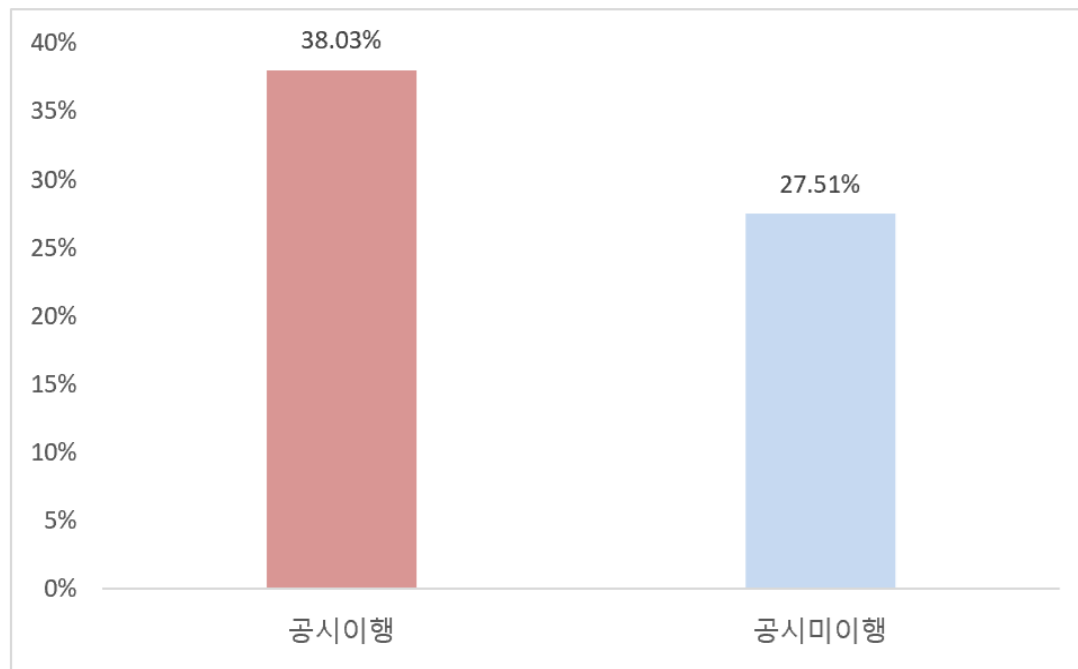
주2: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 뜻함

일본 밸류업 자율공시 기업의 주가 수익률 분석

❖ 밸류업 자율공시 기업의 주가 수익률은 미공시기업 대비 10.52% 초과 상승

- 2023년 4~12월 동안 밸류업 자율공시를 수행한 기업은 미이행기업 대비 10.52% 초과 상승
 - 밸류업 자율공시 이행기업의 최근 1년 주가 상승률: 38.03%
 - 밸류업 자율공시 미이행기업의 최근 1년 주가 상승률: 27.51%
- 공시 이행 기업과 미이행기업 간에는 통계적으로 유의한 수익률 차이가 관찰

일본 기업가치 제고계획 자율공시 기업과 미이행기업 간 주가 수익률 차이



주1: 2023년 4~12월 동안 가치 밸류업 자율공시 기업수는 849개

주2: 849개 기업 중에서 유무상증자 등으로 수정주가 기반 수익률 산출이 어려운 76개 기업은 배제

주3: 2024년 3월말 기준 과거 1년 수익률 산출

요약) 일본 상장기업 주가 상승의 동인

✓ 저PBR 종목에서 주가 상승 X

✓ 고ROE 종목에서 주가 상승 X

✓ 주주환원 확대 종목에서 주가 상승이 관찰

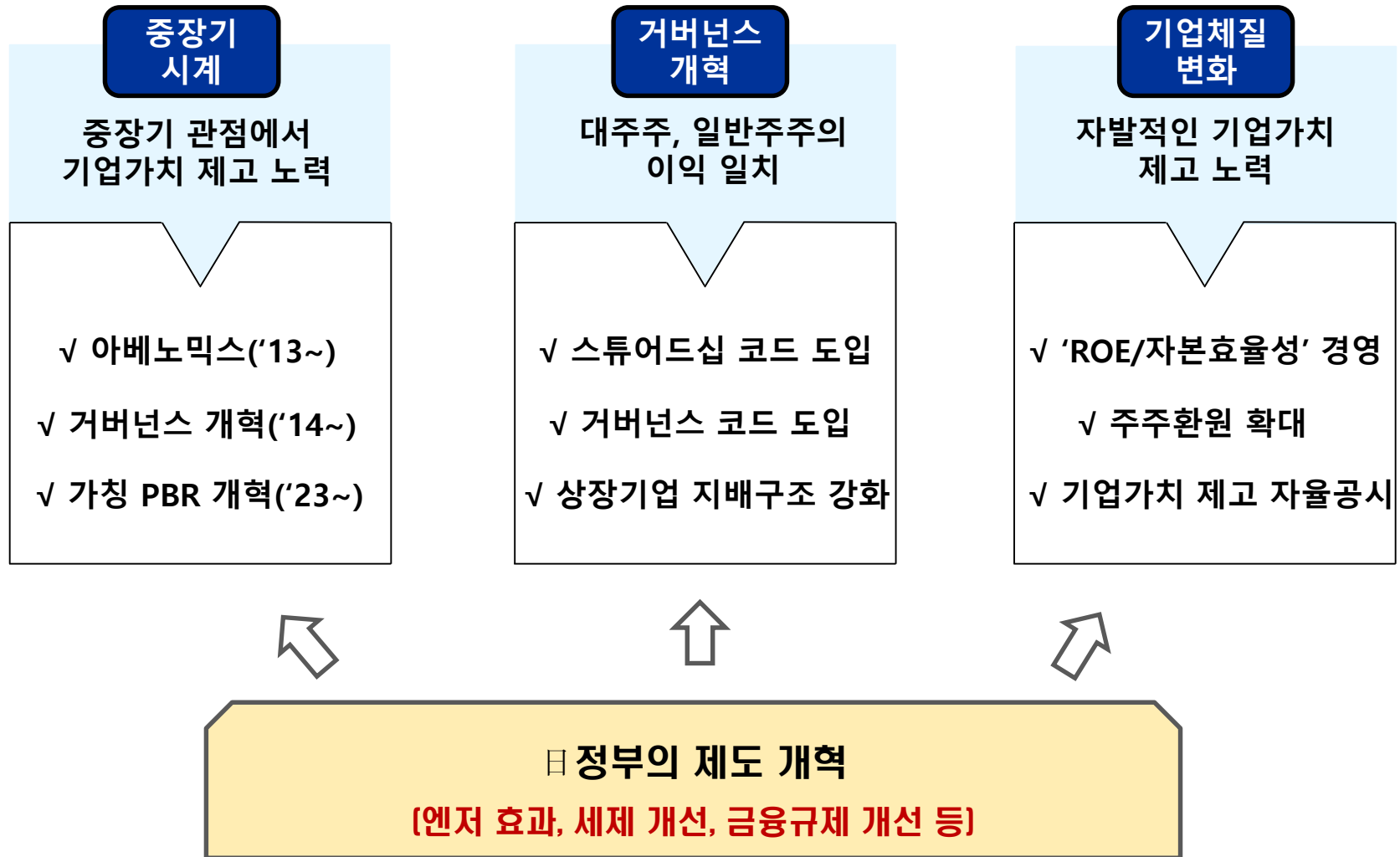
✓ 수익성(ROE) 개선 기업에서 주가 상승이 관찰

✓ 성장성(PSR) 개선 기업에서 주가 상승이 관찰

기업체질 변화가
주가 상승의 동인

국내 시사점

일본 개혁 특징 – 중장기 시계, 거버넌스 개혁, 기업체질 변화



한국과 일본의 기업가치 결정요인 비교

			
수익성	小 → 小	<	小 → 中
성장성	小 → 小	<	小 → 中
주주환원	小 → 小~中	<	小 → 中
지배구조	9위('18) → 8위('23)	<<	8위('18) → 2위('23)
투자자기반	외국인: 매도 → 점진적 매수 기관: 관망 → 관망 개인: 매수 → 해외 이탈	<<	외국인: 매도 → 대규모 매수 기관: 관망 → 매수 개인: 관망 → 장기투자 증가

일본 자본시장 개혁의 국내 시사점

증장기 시계

- ✓ 기업 밸류업 프로그램은 증장기 관점에서 추구
- ✓ 기업 자율성을 존중하며 기업가치 제고를 위한 인센티브 제시

거버넌스 개혁

- ✓ 지배주주와 일반주주 이익 일치 (예: 이사 충실의무 대상에 주주 포함)
- ✓ 이사회 역할과 책임 강화 (예: 거수기 사외이사 & 참호구축 문제 해소)

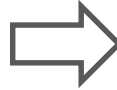
장기투자 유도

- ✓ 연기금 등 기관투자자의 역할 강화
- ✓ 세제 개선 등을 통한 개인 장기투자 유도

자본시장 중장기 발전 과제

<진단>

지배주주, 일반주주의
이익 불일치

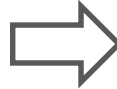


<개선>

기업지배구조 개선

(예: 이사 충실의무 대상에 주주 포함)

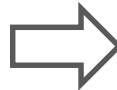
이사회, 경영진 책임 부족



이사회, 경영진 책임 강화

(예: 임원 보수의 재무성과 연계)

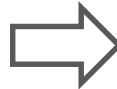
세제 매력 부족



세제 개선

(예: 세제의 국제적 정합성 제고)

장기 투자 기반 부족



기관투자자 수요 기반 제고

(예: 연기금의 역할 제고)

혁신기업 출현 부족,
좀비기업 증가



스타트업 육성, 좀비기업 퇴출

(예: IPO 제도와 상장폐지 제도 개선)

감사합니다.