

GLOBAL ESG WAY



# 숨겨진 *α* 찾기



일본의 잃어버린 30년을 깨운 ESG,  
일본주식의 미래



## CONTENTS

<b>Summary</b>	<b>3</b>
일본의 잃어버린 30년을 깨운 ESG, 일본주식의 미래	3
<b>지속가능금융 - 준비: ESG투자 10년</b>	<b>5</b>
ESG투자 목적 일본경제 선순환	5
일본판 스투어드십 코드와 거버넌스 코드	8
<b>지속가능금융 - 실행</b>	<b>11</b>
Action 1. 도쿄증권거래소 재편	11
Action 2. JPX Prime150 지수: 외국인 투자가 맞춤 포트폴리오	15
Action 3. PBR1 이하 기업 대상 개선안 요구	16
<b>지속가능금융 - 시장반응 (Data)</b>	<b>19</b>
중장기적 기업가치, 지속가능금융에 대한 기대감 고조	19
거버넌스 평가를 활용한 ‘알파’찾기 사례	22
<b>마무리</b>	<b>25</b>
<b>Appendix: JPX Prime 150 Index 구성종목</b>	<b>26</b>

# Summary

## 일본재흥전략

일본은 2013년 아베노믹스 당시 '잃어버린 20년'이라는 장기 디플레이션을 극복하고 생산성 향상을 통해 장기성장을 목적으로 '3개의 화살'(대담한 금융정책 / '신속한 재정정책' / '신성장전략')을 제시했다. '일본재흥전략'은 그 중에서 세 번째 화살에 해당한다.

2014년 6월말 아베 전 일본 총리는 파이낸셜 타임즈(FT) 기고를 통해 '세 번째 화살'이 일본의 경제성장을 돕고 해외 투자자들을 유인할 것이라고 자신했다.

## Soft Law (연성규범)

직접적으로 법적 강제력을 갖지 않으나 간접적으로 사회구성원의 행위에 실질적인 영향력을 미치기 위하여 만들어진 행위규범의 일종 국가에 의하여 강제되는 경성규범(hard law)에 해당하지 않는 법규범을 총칭한다.

## 일본의 잃어버린 30년을 깨운 ESG, 일본주식의 미래

올해 들어 일본 주식시장은 세계 최고의 랠리(닛케이225 지수 30%상승, TOPIX 33년 만에 최고치 기록 등)를 기록 중이다. 이를 두고 과거에도 있었던 일시적 현상이라는 의견과 '글로벌 투자가의 일본 재평가'의 시작이라는 의견 등 일본 투자자들 사이에서는 대립적인 시각이 공존하고 있다.

이번 상승의 주요 요인으로 1) 양호한 경제지표(30년 만의 최고수준의 임금 인상을 3.7%/5월 소비자물가 지수 3.2% 상승 14개월 연속 BOJ 목표치 2% 상회 등), 2) 엔저효과로 인한 기업이익 개선 기대와 해외 투자자 관점의 투자매력도 상승, 3) 워런 버핏의 일본 상사(商社) 투자 비중 확대(미쓰비시 상사, 이토추 상사 등 일본 5대 종합상사 보유. 2020년 8월 공시 당시 5% → 현재 8.5%), 4) 도쿄증권거래소(이하, JPX)의 주주환원정책 요구(일본 상장기업의 약 43%를 차지하는 PBR1이하 기업에 대한 개선책 요구) 등이 거론된다.

**[기존의 금융분석관점에서 1),2),3)요인은** 전자의 의견을 뒷받침한다. 일본은행이 글로벌 중앙은행들과 상반된 양적완화를 지속하는 과정에서 발생할 수 있는 현상으로 양적완화를 무한정 지속하는데 한계가 있다는 점에서 이번 강세는 일시적 또는 추가 상승 폭은 제한적일 것이라는 주장이다.

**[지속가능 ESG투자]관점에서 4)요인에** 주목할 필요가 있다. 일본은 2013년 '일본재흥 전략(JAPAN is BACK, 금융 시장의 글로벌화와 해외투자자금 유치를 통한 경제성장)'을 배경으로 지난 10년 동안 Soft Law형태의 스투어드십 코드(Stewardship Code, 2014년), 거버넌스 코드(Corporate Governance Code, CG code 2015년)를 양대 축으로 정부와 민간(경제산업성, 금융청, 공적연기금(GPIF), 학계와 민간 기관 등)이 하나가 되어 ESG요소에 기반한 지속가능금융을 구축하기 위해 노력한 결과, 시장 자체의 체질이 변하고 있다는 평가에 근거한 주장이다. 이번 거래소의 PBR1이하 기업에 대한 대책 요구는 일본이 그동안 준비해온 지속가능금융을 실행에 옮기기 위한 '첫 시도'로 해석된다.

본 보고서에서는 일본의 지속가능금융(ESG투자)의 1) 준비과정, 2) 실행과정을 통해 일본시장의 지속가능금융 스토리를 살펴보고, 3) JPX의 주주환원정책 요구에 대한 시장반응을 ESG요소 특히 G거버넌스 평가 관점에서 해석해 봄으로써 거버넌스 개혁을 기반으로 한 일본시장의 체질변화 가능성을 찾아보았다. 추가로 기업의 거버넌스 수준에 따라 주주환원별 추가반응의 차이에 대한 연구 즉, 거버넌스 평가에 따른 '알파' 찾기 사례를 통해 새로운 가치평가 기준으로 정비되고 있는 일본시장의 모습을 소개하였다.

## ROESG

2014년 일본 히토츠바시대학 이토 구니오 교수가 처음 제시한 개념으로 기업의 수익성 지표인 자기자본이익률(ROE)과 지속가능성을 뜻하는 ESG(환경·사회·지배구조)를 결합한 용어다.

수익성과 ESG 활동을 동시에 강화함으로써 기업가치 제고와 지속가능한 성장을 함께 달성할 수 있음을 의미한다.

ROESG = ROE X ESG 점수

기업활동과 투자활동에서 공통적으로 중요한 것은 수익 창출일 것이다. 다만, 기업의 외부성이 증대되면서 이해관계자를 고려한 ESG활동은 이러한 수익성을 유지하는데 중요한 요소로 자리잡게 되었고 이것은 ROESG의 개념으로 설명할 수 있다.

일본기업의 ROE상승 가능성이 높아지고 있다. 미국과 중국의 무역전쟁, 우크라이나 침공으로 부각된 공급망 재편의 필요성, 미국과 일본의 연대를 계기로 일본에 대한 투자가 늘어나고 있으며 이와 함께 일본은행은 역대급 엔저를 유지하는 등 최근 일본 경제가 부활의 조짐을 보이고 있다.

일본은 ESG요소를 중심으로 지속가능금융 기반을 구축하고 있다. JPX가 PBR1이하 기업을 대상으로 대책을 요구한 것에 대한 시장반응에서 확인할 수 있듯 일본 기업들은 시장평가인 Market Value와 거버넌스의 중요성을 인식하고 본연의 비즈니스와 관련된 E와 S 이슈에 대해 투자가와 적극적인 의사소통에 임하기 시작했다. 거버넌스 체계가 작동하기 시작한 것이다.

이러한 일본의 변화를 가장 먼저 감지한 것은 해외투자자다. 이번 거래소 발표 이후 해외투자자들은 기업의 인식 변화(시장가치의 중요성 인식)와 일본의 지속가능금융 생태계 구축에 대한 기대감이 커졌다. 그 결과 '거버넌스 평가'가 낮은 기업을 중심으로 거버넌스 개선 과정에서 발생하는 '알파' 획득을 목적으로 매수를 확대했다.

(Nikko증권 Chief Quant Analyst, Ito Keiichi)

전통적인 시장분석 방법으로는 좀처럼 인식하기 어려운 비(非)재무적 혹은 미(未)재무적인 기업과 금융의 체질변화는 ESG분석을 통해 그 시그널을 확인할 수 있다. 선진금융 기관들은 일본시장에서 이러한 변화에 기반한 '알파' 찾기를 시도하고 있다. 해외투자자의 투자 의사결정 기준에 맞춰 정비된 일본은 ESG요소(특히 거버넌스 항목)를 활용한 '알파' 찾기가 유효한 시장이 될 수 있을 것으로 기대된다.

# 지속가능금융 - 준비: ESG투자 10년

## ESG투자 목적 일본경제 선순환

### GPIF의 ESG투자 배경

**GPIF**  
 Government Pension  
 Investment Fund  
 일본의 국민연금  
 2022년말 기준 AUM 200조엔  
 일부 자산(국내채권)을 제외한  
 모든 자산에 대하여 위탁운용 중

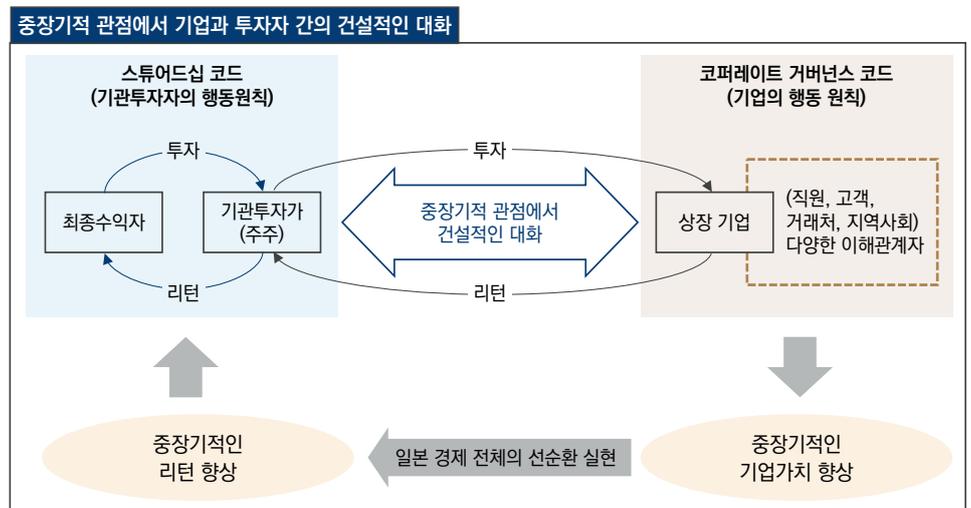
운용실적  
 시장운용을 시작한 2001년 이후  
 (연율) +3.59%/108.4조엔(누적)  
 장기운용목표 : 임금상승률+1.7%

일본의 ESG투자는 GPIF의 일본판 스튜어드십 코드(2014년) 서명과 주식투자에 스튜어드십 활동을 반영한 ‘투자운용원칙’ 정립(2015년) 그리고 유엔 책임투자원칙(UN PRI, 2015년, ‘제1원칙, 투자의사결정 시 ESG요소를 반영한다’) 서명과 함께 시작되었다.

이때부터 일본 금융 생태계 최상단에 위치한 GPIF의 투자운용 기준 중심에 ESG가 자리하게 된다. 동시에 2014년 일본기업의 미래 성장을 위한 지침을 구체적으로 제시한 보고서 ‘이토 리포트’를 통해 E(환경), S(사회), G(거버넌스) 중에서 특히 ‘기업 거버넌스 개혁의 필요성’이 강조되었다.

잃어버린 20년을 배경으로 탄생한 제2차 ‘아베 정권’(2012년12월)은 경제정책을 위해 ‘세계의 화살’ (금융정책/재정정책/성장정책)을 제시했다. 그 중 세번째 화살인 ‘일본 재흥 전략’(2013년 6월)은 기업 거버넌스 개혁과 관련된 정책 및 성장전략이다. 경제성장에서 중요한 것은 금융과 기업의 선순환 구조이며 동시에 해외투자자 자금이 무엇보다 중요하다는 것을 인지한 일본정부는 해외금융기관의 투자의사결정 기준인 ‘ESG 요소’에 관심을 갖게 되었다. 이 때부터 ESG투자과 ESG투자라는 수레의 두 바퀴에 해당하는 ‘스튜어드십 코드’와 ‘거버넌스 코드’는 일본 금융시장의 ‘중심’에 위치하게 된다.

그림 1. 일본경제 선순환 구조



자료: JPX(일본거래소) 스튜어드십 코드 재개정 포인트, 미래에셋증권 리서치센터

**[Stewardship Code, 이하 ‘스튜어드십 코드’]** 투자가는 ‘책임투자 기관’으로서 투자 수익만 추구해서는 안되며 투자대상 기업이 지속적으로 성장할 수 있도록 ‘지속가능 이슈(ESG)’에 대해 기업과 적극적인 ‘대화(Engagement)’를 해야 한다. 본 코드는 이와 관련하여 필요한 방침들을 규정한 가이드 라인이다. 투자가는 이 코드에 따라 주주총회에서 행사하는 주주 의결권 기준과 의결권 행사 결과를 공시하고 이해 상충에 관한 방침을 공표해야 한다. 뿐만 아니라 투자대상 기업의 경영현황에 대한 모니터링 등을 수행한다.  
(코드 책정 주체 : 금융청 / 2014년 책정, 2017년 개정, 2020년 재개정)

**[Corporate Governance Code, 이하 ‘거버넌스 코드’]** 상장기업이 중장기적 경쟁력과 투자자 수익 향상을 목적으로 거버넌스 경영을 실천하기 위해 준수해야 하는 방침을 규정한 가이드라인이다. 법률적 구속력은 없으나 준수하지 못할 경우 투자자에게 설명을 해야 하는 ‘Comply or Explain’(준수 또는 설명) 형식을 따르고 있다. 상장기업에게 본 코드는 실질적인 법률적 구속력과 유사한 수준의 강제성을 갖게 된다.  
(코드 책정 주체 : 금융청, 도쿄증권거래소 / 2015년 책정, 2018년 개정, 2021년 재개정)

**표 1. 일본의 스튜어드십 코드와 거버넌스 코드**

날 짜	일 정
2013/06	‘일본재흥전략(JAPAN is Back)’의회 각료회의에서 결의/일본판 ‘스튜어드십 코드’ 책정할 것을 결정함
2014/02	‘스튜어드십 코드’ 책정
2015/05	‘거버넌스 코드’ 책정
2015/08	‘스튜어드십 코드’ 및 ‘거버넌스 코드’ 팔로우업 회의 구성
2017/05	‘스튜어드십 코드 개정(1차)
2018/06	‘거버넌스 코드’ 개정, 투자가와 기업의 대화 가이드라인 공표
2019/12	회사법개정(사외이사 1명 의무조항) :
2020/03	‘스튜어드십 코드’ 재개정 (2차)
2021/06	‘거버넌스 코드’ 재개정 (2차) (사외이사 비중 강화 2명→이사회 구성의 2/3이상) 투자가와 기업의 대화 가이드라인 개정
2022/04	도쿄증권거래소 재편 : 시장편입 기준 ‘거버넌스 수준’ 인용
2023/03	도쿄증권거래소 PBR1이하이하 기업을 대상으로 개선책을 요청하면서 시장전체를 대상으로 기업경영 시 자본비용과 주가를 고려할 것을 요청

자료: 언론자료, 미래에셋증권 리서치센터

**[기업가치 향상/거버넌스/인게이지먼트/지속가능성 이슈(ESG)]** 이 단어들은 두 코드에서 공통적 그리고 반복적으로 등장한다. 이 중에서 특히 ‘거버넌스’와 관련된 다양한 정책 들(남녀 구성 비율 및 전문성을 중시한 사외이사의 도입 등)은 기업 경영인들이 글로벌 기업으로서 구비해야 할 구조와 체계를 인지하는데 기여했다. 주식시장에서 기관 투자 가의 역할, 다시 말해 기업의 ‘외부’ 전문인의 감시, 견제가 중요하다는 인식을 확산시 키는데 큰 역할을 했다는 평가를 받고 있다.

### Asset Owner의 스튜어드십 활동

일본에서 지속가능성 이슈 ‘ESG’를 중심으로 한 움직임은 지속될 것이다. 이유는 일본 금융 생태계 최상단에 위치한 Asset Owner인 GPIF의 ESG투자에 대한 확고한 의지가 자리하고 있기 때문이다. 글로벌 최대 연기금 GPIF는 ESG투자를 시작하면서 모든 위탁운용기관을 대상으로 ‘스튜어드십 원칙’ 도입, ‘PRI 서명’, ‘중대한 ESG 과제에 대한 적극적인 인게이지먼트 활동’ 등을 요청했다. 동시에 GPIF 자체내 ‘투자운용원칙’ 개정을 통해 ‘모든 투자자산에 대하여 ESG요소를 반영한다’는 것을 명기(明記)했다.

GPIF가 ESG투자에 적극적인 이유는 유니버설 오너이며 운용목표 듀레이션 100년으로 설정된 ‘초장기 투자자’라는 특징 때문이다. 대부분의 일본 국내 상장 기업 및 주요 해외 기업의 주식과 채권을 광범위하게 보유하고 있는 GPIF는 전형적인 ‘유니버설 오너’에 해당된다.

유니버설 오너에게 지속 가능한 자본시장과 사회는 장기적으로 안정적인 포트폴리오 운용의 필수요소다. 투자 대상 종목 중 일부 기업이 환경과 사회에 막대한 부담을 미치는 사업을 통해 창출한 수익은 그 기업에 투자한 투자자의 투자수익으로 연결된다. 그러나 일부 기업의 이러한 행동이 다른 기업을 포함한 경제 및 사회 전반적으로 부정적인 영향을 미쳤다면 유니버설 오너 전체 포트폴리오 관점에서는 손실이 발생하게 된다.

ESG 리스크는 시간이 지날수록 증폭되는 특성을 지닌다는 점에서 GPIF와 같은 초장기 투자자에게 매우 중요한 리스크 관리 대상이다. 이에 GPIF는 2017년 일본주식 대상 ESG지수 공모 시 지수 산출 목표를 ‘ESG효과에 따른 중장기 리스크 저감 효과와 초과수익이 기대되는 지수’로 규정했다. 그 후 여성, 젠더, 카본 등 스타일 인덱스를 선정하고 대상 자산을 주식 뿐만 아니라 대체자산까지 확대하는 중이다. 이러한 적극적인 GPIF 활동을 통해 ESG투자는 일본 금융시장의 기준으로 자리잡게 된다.

유니버설 오너(Universal Owner)  
연금 운용과 ESG 투자에서 사용되는 용어

거대한 규모의 투자금으로 세계 자본시장 전체에 폭넓게 분산 운용하는 투자자를 의미

표 2. GPIF의 스튜어드십 활동

2014-2016년	2017-2019년	2020-2023년
[2014년 5월] 일본판 ‘스튜어드십 코드’ 도입 ‘스튜어드십 책임 수행 방침’재정	[2017년 6월] ‘스튜어드십 활동 원칙’ / ‘의결권행사원칙’ 재정 주식운용위탁기관에 본 원칙 준수 요청	[2020년 2월] ‘스튜어드십 활동원칙’ / ‘의결권행사원칙’ 일부개정 모든 자산운용위탁기관에 본 원칙 준수 요청
[2015년 3월] 투자원칙 재정 스튜어드십 활동 주식투자에 반영	[2017년 8월] ‘스튜어드십 개정판’(1차 개정) 찬성	[2020년 4월] ‘투자원칙’ 일부 재정 ‘연금적립금 기본방침’ 개정안을 반영하여 투자처 및 시장 전체의 지속적인 성장과 ESG를 고려한 투자에 관하여 기재
[2015년 9월] PRI 서명 ESG대응 강화	[2017년 10월] ‘투자원칙’ 일부 개정 ESG요소를 고려한 스튜어드십 활동 범위 ‘모든 자산’으로 확대 적용	[2020년 6월] ‘스튜어드십 코드’ 2차 개정안 찬성 ‘스튜어드십 책임 수행 방안’ 일부 개정 적용대상 자산: 전자산으로 확대 ESG요소 고려에 관한 규정 명료화
주식운용 관련 스튜어드십 평가 도입	[2019년 11월] ‘스튜어드십 책임 수행 방안’ 일부 개정 지속적인 시장의 성장에 대한 공헌 대체자산 운용 관련 스튜어드십 활동 평가 도입	채권 자산운용 관련 스튜어드십 활동 평가 도입

자료: GPIF자료, 언론자료 미래에셋증권 리서치센터

## 일본판 스튜어드십 코드와 거버넌스 코드

기관투자자들의 행동원칙 일본판 ‘스튜어드십 코드’와 상장기업의 행동원칙 일본판 ‘거버넌스 코드’는 재정 이후 지금까지 각각 두 번의 개정 과정을 통해 지속가능성 이슈 ‘ESG요소’의 중요성을 직접 명기(明記)하였다. 이로써 투자 생태계를 구성하는 기업과 투자가는 기업가치 향상이라는 공동의 목적을 위해 ESG 요소를 중심으로 기업과 투자가는 건설적인 대화(이하, 인게이지먼트)에 적극적으로 임하게 되었다.

### 일본판 스튜어드십 코드 2차 개정\_ESG

일본 상장 주식에 투자하는 국내외 기관투자자가 ‘책임 있는 기관투자자’로서 지켜야 할 원칙으로 2010년 영국에서 책정한 ‘스튜어드십 코드를 참고하여 2014년 책정했다. 이후 두 차례(1차 2017년, 2차 2020년)의 개정을 통해 ‘ESG 요소를 포함한 중장기적 지속가능성을 고려할 것’이라는 문구를 직접 표기했다. (서명 기관수 : 연금, 자산운용사, 보험 포함 327개 기관 2023.06)

#### 1) 2차 개정 주요 내용

전반적인 사항과 관련하여 개정된 내용은 ① 스튜어드십 목적(중장기적인 기업가치 향상 및 기업의 지속적인 성장), ② 지속가능성(ESG요소를 포함한 중장기적인 지속가능성) 고려, ③ 코드 목적에 부합하는 스튜어드십 활동이 가능한 기관투자자의 경우 상장주식 이외의 자산(채권 등)으로 확대 적용, ④ 그 밖의 사항(기관투자를 대상으로 서비스를 제공하는 기관에 관한 사항, 기업연금 등 Asset Owner의 본 코드 도입 촉진방안)으로 분류할 수 있다.

#### 2) 스튜어드십 책임은 지속가능성을 고려하는 것

코드 전문(全文)의 ‘스튜어드십 책임’에 대한 정의를 변경하고 지속가능성(ESG요소 포함)을 고려해야 한다는 문구를 포함했다. 스튜어드십 코드에 ESG요소를 직접 명기한 국가는 일본이 처음이다. ① GPIF의 위탁운용기관 대상 스튜어드십 코드 서명 요구, ② 스튜어드십 코드 내 ‘ESG 요소 고려’ 의무 명시를 통해 일본내 모든 투자 의사결정 기준에 ESG요소가 반영되게 된 것이다. 이는 해외기관투자자(PRI서명기관 포함) 관점을 일본 금융시장에 적용한다는 의지를 표현한 것으로 해석할 수 있다. 이를 통해 본 코드를 선언한 기관투자자 뿐만 아니라 일본의 상장 기업들은 지속가능성(ESG) 이슈와 기업가치 향상에 대해 더욱 진지하게 대응할 수밖에 없는 환경에 놓이게 되었다.

#### ‘책임 있는 기관투자자’를 대상으로 한 제반원칙 ‘일본판 스튜어드십 코드’

본 코드에서 의미하는 ‘스튜어드십 책임’은 기관투자자가 투자 대상 기업 또는 그 사업 환경 등에 대해 깊이 이해하는 것은 물론 그 외 운용 전략 관점에서 지속가능성 (ESG 요소를 포함한 중 장기적인 지속가능성)을 기반으로 한 건설적인 ‘목적’을 갖는 대화를 통해 해당 기업의 기업가치 향상과 지속적 성장을 촉진함으로써 ‘고객·수익자’ (최종 수익자를 포함, 이하 동일)의 중장기적 투자 수익을 증대를 도모할 책임을 말한다. 본 코드는 기관투자자 고객·수익자와 투자대상 기업 모두를 고려한 ‘책임 있는 기관투자자’로서 해당 스튜어드십 책임을 다함에 있어 유용하다고 생각되는 여러 원칙을 규정한 것이다. 기관투자자 본 코드에 따라 스튜어드십 책임을 다하는 것은 경제 전체의 성장으로도 이어지게 된다.

자료: JPX 스튜어드십 코드 재개정 포인트, 미래에셋증권 리서치센터

### Corporate Governance Code 2차 개정\_ESG

2021년 6월 2차 개정안에는 그 당시 예정되었던 도쿄 증권거래소의 시장 재편(2022년 4월)에 맞춰 '프라임 시장' 상장 기준인 '더욱 높은 거버넌스 수준'과 관련한 항목이 추가되고 지속가능성과 관련된 항목이 강화되었다. 본 코드는 현재 83개(기존 78개, 5개 원칙 추가)원칙으로 구성되어 있다.

거버넌스 코드와 동시에 개정되는 [투자자와 기업의 대화 가이드라인]은 '스튜어드십 코드'와 '거버넌스 코드'의 부속문서로서 Comply or Explain (원칙준수 예외설명) 방식을 따르고 있다. 기업과 투자자의 실효성 있는 대화가 가능하도록 중점적 논의 사항을 정리한 것이다.

지속가능금융에 관한 이슈들은 투자자 관점의 스튜어드십 코드를 통해 우선적으로 규정되고 관련된 내용에 기반하여 기업관점의 거버넌스 코드와 동시에 투자자와 기업의 대화 가이드라인을 규정되는 일련의 과정을 거치면서 체계를 갖추게 된다. [그림2]

**그림 2. 스튜어드십 코드/거버넌스 코드/투자자와 기업의 대화 가이드라인의 관계**



자료:PwC 아라따 유한책임감사법인, 미래에셋증권 리서치센터

#### 1) 개정 주요 내용

글로벌 수준에 맞춰 공시항목을 추가하고 내용을 강화한 이번 개정은 한마디로 해외투자자를 위한 공시라 할 수 있다. 기업은 ① 이사회 역할, ② 핵심 인력 구성 시 다양성 확보, ③ 지속 가능성 관련 과제에 대한 대응과 같이 'ESG 경영'을 위한 내용을 추가적으로 공시해야 한다. 특히 프라임 시장 상장기업에 적용되는 보조 원칙은 보다 엄격한 내용의 정보 공시를 요구하고 있다.[표 3]

이번 개정으로 추가된 '지속가능성 관련 과제에 대한 대응'을 위해 기업은 기본적 대응 방침을 책정하고 그 현황을 공시해야 한다. 프라임 상장기업의 경우 TCFD(기후 관련 재무정보공개 태스크포스) 또는 이에 상응하는 글로벌 기준에 따른 정보를 공개해야 한다.

표 3. 2차개정에서 추가된 프라임 상장기업 원칙

항목	개정 및 추가된 원칙
제1장 주주권리 및 평등	(보조원칙1-2 ④) 프라임 시장 상장사는 전자투표가 가능한 의결권행사 플랫폼을 구축한다.
제3장 적절한 정보공시와 투명성	(보조원칙3-1 ②) 프라임 시장 상장사는 공시문서 중 필요한 부분에 대해 영문공시 및 제공한다. (보조원칙3-1 ③) 프라임 시장 상장사는 기후변화위험과 수익기회에 대한 분석을 실시하고 TCFD 또는 동급의 공시 Framework 수준의 정보공시를 충실히 수행한다.
제4장 이사회와 책임과 의무	(원칙4-8) 프라임 시장 상장사는 이사회 구성 시 3분의 1 이상 (스탠다드 시장 2명 이상)을 독립 사외이사로 구성해야 한다. / 업종, 규모, 환경 등을 감안하여 필요 시 과반수 이상 (스탠다드 시장 3분의 1 이상) 선임해야 한다. (보조원칙4-8 ③) 지배주주 (10%이상 보유)가 있는 프라임 시장 상장사는 과반수 이상의 독립 사외이사를 선임하고 독립성을 보유한 특별위원회를 설치한다. (보조원칙4-10 ①) 프라임 시장 상장사는 공천위원회와 보상위원회 구성원의 과반수를 독립 사외이사로 구성하고 독립성에 대한 성격과 권한 및 역할에 대해 공시한다.

자료: JPX 'Corporate Governance Code' (2021년 6월 11일 개정) 미래에셋증권 리서치센터

## 2) 기후변화에 대한 글로벌 공통용어 TCFD 공시체계 적용

TCFD는 글로벌 지속가능 보고서에서 권고하는 기후관련 정보에 관한 글로벌 공시체계의 기준이다. 기본적으로 자율 규제사항이지만, 2022년 말 기준 글로벌 4,000개 이상의 금융기관 및 기업과 유럽 연합, 싱가포르, 캐나다, 일본, 남아프리카 공화국을 포함한 많은 국가들이 TCFD 권고 사항을 지지하고 있다. 그 중 뉴질랜드는 2023년부터 영국의 경우 2025년부터 의무 공시사항으로서 본 체계에 따라 기후 관련 정보를 공시해야 한다.

이처럼 기후변화에 관한 글로벌 공통어인 TCFD를 프라임 시장 상장사 기준에 적용한 것은 금융시장의 시스템 리스크인 기후변화에 관한 정보를 글로벌 기준에 맞춰 공개한다는 것을 의미한다. 글로벌 투자자의 프라임 시장 유치를 목적으로 한 맞춤형 정보 제공에 대한 의지로 해석할 수 있다. 비록 프라임 시장에 한정된 사항이지만 일본은 뉴질랜드, 영국에 이어 TCFD에 따른 기후변화 정보 공시 의무규제 국가가 되었다. 글로벌 기준을 적극적으로 반영하는 모습이다.

글로벌 지속가능 보고서  
ISSB (International Sustainability Standards Board)  
IFRS산하기관으로, 투자자 관점의 지속가능성관련 재무보고기준 정립  
2023년 6월말 일반공시기준 (S1)과 기후관련 공시기준(S2)확정

CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive)  
유럽의 지속가능성 공시지침으로  
EU Taxonomy, 지속가능금융공시 규제 SFDR과 함께 EU Green Deal을 구성

SEC (Climate Disclosure)  
상장기업 대상 기후변화 관련 위험의 평가, 측정, 관리 정보 공시 기준

## 지속가능금융 - 실행

### Action 1. 도쿄증권거래소 재편

작년 4월 도쿄증권거래소(이하, JPX : Japan Exchange Group, Inc)는 기존 동증 1,2부와 JASDAQ, Mothers 4개의 상장시장을 대기업 중심의 프라임(대기업 중심), 스탠다드(중견기업 중심), 그리고 그로스(신흥기업 자금 조달 목적) 시장으로 재편했다. 1980년대 세계 1위에서 현재 5위로 추락한 글로벌 경쟁력 회복을 위해 해외투자자의 접근성을 높이는 것은 매우 중요하다. 기업들이 글로벌 기준에 맞춰 거버넌스 경영 체계를 구축하고 해외 투자자들이 필요로 하는 정보를 투명하고 제대로 전달할 수 있을 때 가능할 것이다.

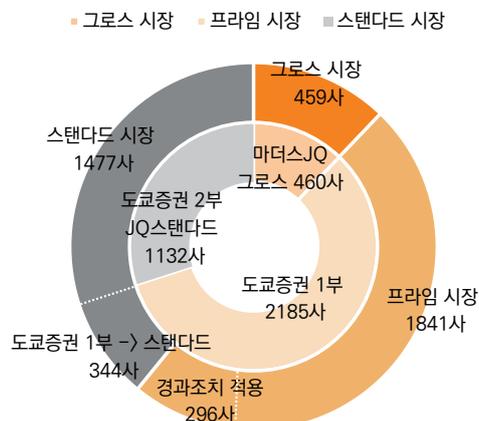
#### 1) 주요 재편 내용

**[프라임 시장]** 최상위 시장으로 해외 투자자 및 대형기관 투자자의 투자 대상이 되는 대기업들로 구성된다(기존 동증1부 약 85%). 시가총액 규모가 크고, 유동성이 높으며 영문 기업정보 공시 요건 등 글로벌 수준의 높은 거버넌스 체계를 갖춰야 한다.

**[스탠다드 시장]** 일정 수준의 시가총액 규모 및 유동성과 기본적인 거버넌스 수준(완화된 사외이사 구성요건 (2명이상))을 갖춘 기업들로 구성된다(기존 동증1부 약15%, JASDAQ 스탠다드 기업). 프라임 시장 대비 진입장벽이 낮다. 영문 공시의무가 없으며, 기존의 동증 2부 시장 조건과 유사한 수준이다.

**[그로스 시장]** 비즈니스 성과에 대한 불확실성이 높은 기업도 높은 성장 잠재력을 보유했을 경우 상장할 수 있다(Mothers, JASDAQ 그로스 기업). 매우 보수적인 일본이 위험 대신 성장성을 선택한 것으로 평가되고 있다. 사업의 규모와 성장단계에 맞춰 적절한 수준의 거버넌스 체계를 갖춰야 한다. Mothers, JASDAQ시장과 유사한 기준을 적용한다.

그림 3. 도쿄 증권거래소 재편 (2022년 4월4일 적용)



자료: JPX 상장기준, 미래에셋증권 리서치센터

거버넌스 기준은 이번 개편을 통해 모든 시장 상장조건에 적용되며 상위 시장은 더욱 더 엄격한 요건을 갖춰야 한다. 해외투자자 눈높이에 맞춰 일괄 적용함으로써 투자를 유치하고 이들과의 인게이지먼트를 통해 일본 기업들의 기업가치(Market Value)를 향상 시킨다는 전략으로 해석할 수 있다. 자본 시장에서 기업과 투자자를 연결하고 자본 시장 활성화를 통해 경제 성장에 기여한다는 거래소의 미션을 충실히 반영한 모습이다.

표 4. 각 시장별 개요 (정량적 기준)

항목	신규 상장 기준			상장 유지 기준			
	프라임	스탠다드	그로스	프라임	스탠다드	그로스	
유동성	주주 수	800인 이상	400인 이상	150인 이상	800인 이상	400인 이상	150인 이상
	유통 주식수	20,000단위 이상 (1단위=100주)	2,000단위 이상 (1단위=100주)	1,000단위 이상 (1단위=100주)	20,000단위 이상 (1단위=100주)	2,000단위 이상 (1단위=100주)	1,000단위 이상 (1단위=100주)
	유통주식 시가총액	100억엔 이상	10억엔 이상	5억엔 이상	100억엔 이상	10억엔 이상	5억엔 이상
	거래대금	시가총액 250억엔 이상	-	-	평균거래대금 0.2억엔 이상	월평균 10단위 이상	월평균 10단위 이상
거버넌스	유통주식 비율	투자자와 건설적인 대화(인게이지먼트)가 가능한 수준 이른바 주주총회에서 장기적으로 안정적인 투자목적(해외주요거래소와 동일한 수준 적용) <sup>주1)</sup> 가 특별결의 권한(2/3)을 점유할 수 없는 수준 [35% 이상]	상장기업으로 최소한의 공개수준을 추구함 (해외주요거래소와 동일한 수준 적용) [25% 이상]	상장기업으로 최소한의 공개수준을 추구함 (해외주요거래소와 동일한 수준 적용) <sup>주2)</sup> [25%]	투자자와 건설적인 대화(인게이지먼트)가 가능한 수준 이른바 주주총회에서 장기적으로 안정적인 투자목적(해외주요거래소와 동일한 수준 적용) <sup>주1)</sup> 가 특별결의 권한(2/3)을 점유할 수 없는 수준 [35% 이상]	상장기업으로 최소한의 공개수준을 추구함 (해외주요거래소와 동일한 수준 적용) [25% 이상]	상장기업으로 최소한의 공개수준을 추구함 (해외주요거래소와 동일한 수준 적용) <sup>주2)</sup> [25%]
		최근 2년 합산 이익 25억엔 이상 매출액 100억엔 이상 시총 1,000억엔 이상	최근 1년 이익 1억엔 이상	시가총액 -	-	-	시가총액 상장후 10년 경과 시장 기준 40억엔 이상
경영성과 및 재무현황 [그로스 시장 사업계획]	수익 현황	순자산 50억엔 이상	순자산 상태	순자산 상태	순자산 상태	순자산 상태	

주1: 단기적인 가격변동 또는 기업 실적 등과 관계없이 장기적인 관점에서 주식을 지속적으로 보유하는 주주. 일반적으로 기업경영자, 종업원 보유자분, 또는 거래상대방 기업 등을 의미함

주2: 벤처기업의 복수의결권 종류주식을 활용한 신규상장의 경우 현행 제도를 따름

자료: 2021 JPX, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 각 시장별 상장기준의 의미

개념 및 상장기준	프라임	스탠다드	그로스
시장 개념 [Concept]	- 다양한 목적을 보유한 투자자가 투자할 수 있는 충분한 시가총액 (유동성)과 - 보다 높은 수준의 거버넌스 체계를 구축하고 투자자와 적극적인 대화(인게이지먼트) 실천하고 - 지속적인 성장과 중장기적인 기업가치 향상에 적극적으로 대응하는 기업으로 구성된 시장	- 상장기업으로서 적합한 수준의 시가총액 (유동성)과 - 투자자가 상장기업에 기대하는 수준의 거버넌스 체계를 구축하고 - 지속적인 성장과 중장기적인 기업가치 향상에 적극적으로 대응하는 기업으로 구성된 시장	- 높은 성장가능성을 실현할 수 있는 사업계획을 보유하고 필요시 즉시 진행과정을 공시하고 - 사업성과 관점에서 상대적으로 높은 위험을 보유한 기업에 자금을 공급하는 시장 - 상대적으로 작은 규모의 기업이라는 점을 고려한 최소수준의 유동성(시가총액) 시장
유동성	- 일반 투자자들이 원활하게 거래할 수 있는 수 있는 적절한 유동성 기반을 보유한 종목	- 일반투자자의 원활한 매매가 가능하도록 적절한 유동성 기반을 보유한 종목	- 일반 투자자의 투자 대상이 될 수 있는 최소한의 유동성 기초를 갖춘 종목
거버넌스	- 성장성을 지속적으로 유지하고 중장기적으로 기업가치를 향상시키는데 기본적으로 필요한 거버넌스 체계를 구축한 종목 ※ (가장 높은 수준의) 거버넌스 코드 모든 원칙 적용	- 지속적인 성장과 중장기적인 기업가치 향상을 위해 요구되는 기본적인 거버넌스 수준을 구축한 종목 ※ 거버넌스 코드 모든 원칙 적용	- 거버넌스 코드 '기본원칙'만 적용 - 기업의 규모와 성장단계를 감안한 적절한 수준의 거버넌스 체계 구축한 종목
경영성과 및 재무현황 (그로스 시장: 사업계획)	- 안정적이며 우수한 수익기반과 - 재정 상태를 보유한 종목	- 안정적인 수익기반과 - 재정 상태를 보유한 종목	- 성장성이 높은 사업에 대한 계획과 - 투자자가 적절하게 투자판단 할 수 있는 공시기반을 보유한 종목

자료: 2021 JPX, 미래에셋증권 리서치센터

## 2) 프라임 시장 Key Driver ESG

이번 프라임 시장 신설에 대해 투자자들은 매우 높은 관심을 보이고 있다. 그 이유는 해외 투자자의 투자활동에 적합하도록 기업들을 정렬시킨 정보공시 기준과 인게이지먼트 요건 등의 항목에서 찾을 수 있다.

### ① 투명한 정보공개 및 해외투자자와의 관계 중시

**[정보공시 대상\_해외투자자]** 스탠다드 시장과 구분되는 가장 큰 특징이다. 최상위 프라임 시장에 속한 기업은 ① 영문 자료 공시와 ② 인게이지먼트(투자자와 지속가능성 이슈에 대한 적극적인 대화)가 가능한 조직 및 인력을 구축하고 적극적으로 대응하는 문화를 구비해야 한다. 아무리 바람직한 재무제표 상태(좋은 제화와 서비스를 통해 높은 수익을 달성하고 충분한 현금 보유 등)를 유지하더라도 해외투자자들에게 표현할 수 없다면 일본을 대표하는 프라임 시장에 들어올 수 없다.

**[높은 수준의 거버넌스 조건]** 2021년 6월 2차 개정된 거버넌스 코드(지속가능성 정보 공시 요건 포함)의 보완항목까지 모두 충족해야 한다. 이사회 구성(독립적인 사외이사 2/3이상), 기업개요 및 실적자료의 영문 공시, TCFD 기준에 따른 기후변화 관련 정보 공개 등 향후 해외투자자 요구수준에 맞춰 거버넌스와 정보공개 수준은 점차 강화될 것으로 예상된다.

### ② 기업가치 정의 변화: Book Value (과거) → Market Value (미래)

**[비재무정보(거버넌스)와 시장가치 관계 인정]** 주식시장에서의 기업가치는 주가에 의해 형성되는 시장가치를 의미한다. 비재무요소인 거버넌스 수준을 프라임 시장 상장을 위한 중요한 기준으로 제시함으로써 거버넌스가 기업의 시장가치에 미치는 영향력을 인정하는 것으로 해석할 수 있다.

**[높은 수준의 거버넌스 적용범위]** 투명하게 공개해야 하는 정보와 적극적인 인게이지먼트 대상에는 비재무항목까지 포함된다. 재무항목은 일정 시점까지의 결과라는 점에서 과거 가치인 반면, 비재무항목은 재무제표에 반영되지 않은 요소로 중장기 미래가치를 의미한다. 투자자는 비재무요소에 대한 정보를 통해 기업의 위험 관리 수준과 비즈니스 기회를 확인할 수 있다. 이를 위해 기업은 미래기업가치 측정에 필요한 정보를 충실히 공개하고 이와 관련하여 (해외)투자자와 적극적으로 대화할 수 있어야 한다.

향후 일본을 대표하는 기업은 기존의 Book Value 중시 경영(양질의 상품과 서비스를 통한 매출 향상과 다량의 현금 구축 등)의 모습을 탈피하고 미래지향적 중장기적 기업가치인 Market Value를 중시하는 경영으로 전환해야 한다. 이를 위해 높은 거버넌스 체계를 구축하고 인게이지먼트 활동에 적극적으로 임해야 한다는 표본을 제시한 것으로 해석할 수 있다.

거버넌스  
조직 목표 달성을 위한 의사결정을 내리고 그 결정사항을 수행하기 위한 효율적인 체계

ISO26000 지속가능경영  
실행원칙에서 규정한 거버넌스 정의 참고

**Dynamic Materiality 관점**

재무적으로 중대하게 보이지 않았던 기업의 이슈들이 시간이 경과함에 따라 특정 트리거를 계기로 기업가치를 설명하는 영향력이 높아지는 현상을 반영하여 해당 요소의 우선 순위를 재조정하는 전향적인 접근 방식

**③ 프라임 상장 유지조건: 지속가능성 브랜딩**

**[높은 수준의 거버넌스와 인게이지먼트 유지]** 프라임 기업은 지속가능성 이슈에 대해 투자자와 적극적인 대화인 인게이지먼트 활동을 지속해야 한다. 기업의 외부성이 높아지는 환경 아래 기업은 Dynamic Materiality 관점에서 재무제표에 표현되는 단기성과 이상의 중장기적인 관점의 비재무요소(지속가능이슈)에 적극적으로 대응할 필요가 있다.

기업은 이러한 일련의 활동(기업가치에 영향을 미치는 시대별 이슈들과 기업의 중대성을 연결)을 통해 기업가치 수준을 높게 유지할 수 있으며 투자자는 이러한 기업의 활동을 통해 지속적으로 안정적인 투자 수익을 올릴 수 있다.

이를 위해 무엇보다 중요한 것은 기업과 투자가가 동일한 목적(중장기적 기업가치 향상)을 갖고 관련된 이슈에 대해서 적극적으로 대화하는 ‘인게이지먼트 활동’이다. 프라임 시장 상장 자격을 유지하기 위해 가장 중요한 조건이다.

상장/유지 조건은 ‘글로벌 수준’의 금융시장 조성을 통한 일본 경제 활성화를 목적으로 책정되었다. 기업은 이에 대하여 적극적으로 대응할 수록 글로벌 경쟁 우위를 창출할 기회를 높일 수 있게 된다.

ESG요소를 고려하는 해외투자자(참고, PRI선언 기관 기준 전세계 5,000기관, 2022년 AUM 121조달러)를 대상으로 투자 정보 접근성과 매력도를 높게 유지해야 하는 프라임 기업들은 장기투자자들의 유니버스 편입 종목 대상이 될 수 있을 것으로 기대된다.

## Action 2. JPX Prime150 지수: 외국인 투자가 맞춤 포트폴리오

JPX는 지난 5월 새로운 주가지수 JPX Prime 150인덱스 도입을 발표했다. 작년 4월 시장 개편과 올 3월 PBR1 이하 기업 대상 자본 효율성 개선 방안 요청에 관한 후속 조치를 제시한 것이다.

본 지수는 프라임 시장 상장 기업들 중 PBR(성장률)과 ROE(자기자본이익률) 조건을 모두 충족하는 150개 기업으로 구성된다. 재편된 프라임 시장에 속한 기업의 약 85%는 기존 동증1부 기업과 동일하다는 투자자 의견을 반영하여 투자자 관점의 기업가치 창출 여부(PBR과 ROE)를 기준으로 선정했다는 점에서 (해외)투자자를 대상으로 엄선한 포트폴리오라고 할 수 있다.

### [JPX 프라임 150지수 선정기준]

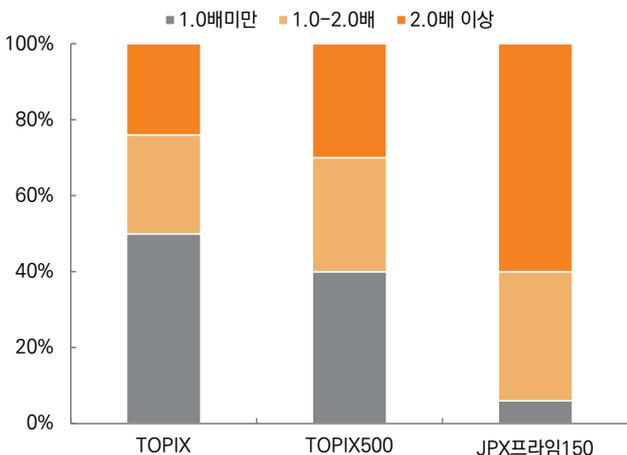
S&P500을 벤치마크한 지수로 컨셉은 '기준일 시가총액 상위 500개 종목 중 기업가치가 창출될 것으로 기대되는 일본 대표기업'이다. 이때 기업가치는 ① 재무실적에 근거한 자본 수익성. 그리고 ② 기업의 미래와 관련된 정보(비재무정보)가 포함된 시장평가에서 발생하는 수익의 합을 의미한다. ① '자본 수익성'은 Equity Spread [ROE- 주주자본비용(투자자 기대수익)], ② '시장평가'는 PBR [주가/BPS(주당순이익)] 지표로 측정하고 각각 상위 75개 기업으로 150개 기업을 선정하게 된다. <26페이지 Appendix참고>

표 6. JPX 프라임 150 지수 선정 기준 및 구성 종목 특징

항목	세부 내역
조건 1 [자본 수익성]	Equity Spread [ROE(자기자본이익률)- 주주자본비용(투자자 기대수익)] > 0 → 가치 상승
조건 2 [시장평가 수익성]	PBR > 1 → 가치 상승
주요 구성 종목 특징	시가총액 1조 엔 이상, 일정 수준 이상의 PBR(주가순자산비율), ROE (자기자본이익률) 및 EPS (주당순이익) 성장률을 유지하고 있는 기업들로 소니그룹, 히타치, 난텐도 등 Tech 기업 그리고 워런 버핏 투자기업 마루베니, 이트추, 미쓰이상사 등 포함 / (토요타, 닛산 등) 자동차 기업 제외

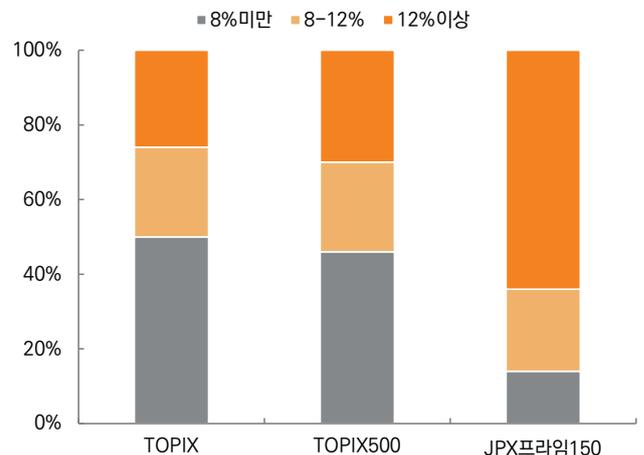
자료: 2023 JPX Market Innovation & Research, Inc. 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. JPX 프라임 150 vs. 일본 대표지수 PBR



자료: 2023 JPX Market Innovation & Research, Inc. 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. JPX 프라임 150 vs. 일본 대표지수 ROE



자료: 2023 JPX Market Innovation & Research, Inc. 미래에셋증권 리서치센터

### Action 3. PBR1 이하 기업 대상 개선안 요구

#### 주주관점을 반영한 시장 공용어 PBR의 등장

JPX는 지난 3월 ‘자본비용과 주가를 의식한 경영실천 방안’을 발표했다. 본 자료에 따르면 경영자는 자본 비용과 자본 수익성을 적극적으로 고려하고 본 자료에 기반하여 자사에 대한 투자자 평가인 ‘시장 평가’를 확인 후 이를 개선하기 위해 구체적인 경영 방안을 수립하고 공개해야 한다.

이와 함께 JPX는 PBR1 이하의 부진한 상장기업을 대상으로 개선안을 요청했다. 거래소가 기업들에게 개선안을 직접 요구하는 것은 매우 이례적인 일이다. 낮은 자본 효율성과 낮은 수익성 그리고 낮은 주가라는 일본기업의 오랜 과제에 대해 거래소가 직접 개선을 요구한 것이다. 본 발표 후 시장에서는 해외투자자를 중심으로 저평가(저PBR) 기업의 자본 효율성과 수익성 개선에 대한 기대감 반영) 종목에 대한 매수세가 증가하는 모습이 확인되었다. 이러한 반응의 배경에는 지난 10년 동안 준비한 지속가능금융, 거버넌스 개혁에 대한 기대감이 작용했을 것으로 해석할 수 있다.

일본, 미국, 유럽 중 단순평균 PBR을 기준으로 PBR1 이하 기업의 비중이 가장 높은 국가는 일본이다(TOPIX 500 43%, S&P 500 3%, STOXX 600 18%) [그림 6]. PBR1 이하는 기업의 수익성 및 성장성이 '시장에서 평가되지 않고 있다'는 것을 의미하며 기업이 투자자의 평가(주가)를 의식하지 않거나 경영 전략 수립 및 기업정보 공시에 투자자 관점을 반영하지 않을 경우 발생할 수 있다.

PBR1 이하 기업에게 자본 효율성을 개선하고 시장평가(주가)를 관리하도록 요구한 한 이번 거래소의 행동을 통해 일본 시장에서 통용되는 기업가치의 ‘공용어’(업계내 순위, 매출규모에 더하여 투자자의 관심 지표를 포함)가 변하고 있음을 확인 할 수 있다.

그림 6. 일본, 미국, 유럽 시장 PBR수준

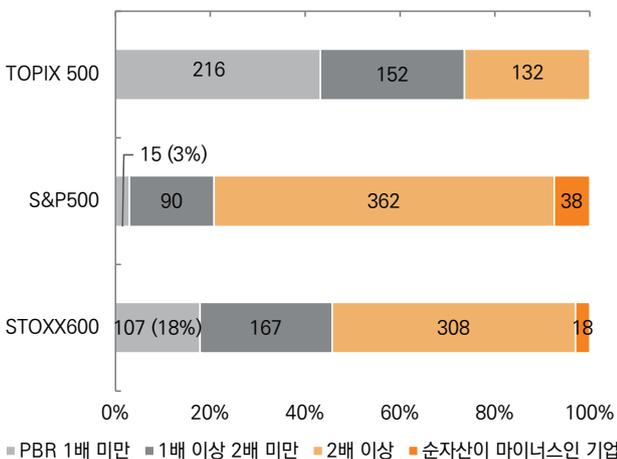


표 7. TOPIX 500 산업별 ROE, PER 분석

유형	대응 방향성	업종 예시 <sup>*)</sup>	
고 ROE	고 PER ①	전반적으로 성장 가능성과 자본 효율성이 높다. 본 업종에 속한 기업 중에서 PBR이 낮은 기업을 대상으로 혁신적인 경영에 대한 노력을 촉구할 필요가 있음	기계, 식품소매, 생필품 소매 등
	저 PER ②	전반적으로 성장 가능성이 낮은 산업으로 산업 구조상 해결해야 할 과제들은 정부와 기업이 함께 대응하여 미래전략을 구상할 필요가 있음. 한편, 업종 경계 밖의 분야에서 기업 가치를 창출하는 기업이 있다는 점에서 업종 외 분야를 통한 기업 경영상의 개혁을 위한 노력이 필요함.	자동차, 자동차부품, 화학, 철강, 상사 등
저 ROE	고 PER ③	성장 가능성은 있으나 자본 효율성이 낮아 수익성 개선·사업 재편 등 기업 경영상 개혁 노력이 필요함.	컴퓨터·주변기기, 가스 등
	저 PER ④	공공기업 등 규제 업종이 많아 제도 정비를 포함한 대응이 필요함	보험, 은행, 전력 등

주: 2022년 3월11일 Bloomberg, TOPIX 500 기업을 GICS(글로벌산업분류기준)기준으로 분류하고 업종별 PER 12.5배 이상/ROR 8% 이상 기업 비중의 50% 초과 여부에 따라 ①②③④  
 자료: 일본 경제산업성 '글로벌 경쟁력을 갖춘 기업 육성에 대하여' (경제산업성,2022.04.04), 미래에셋증권 리서치센터

**PBR : 경영관리 능력 직관적으로 반영**

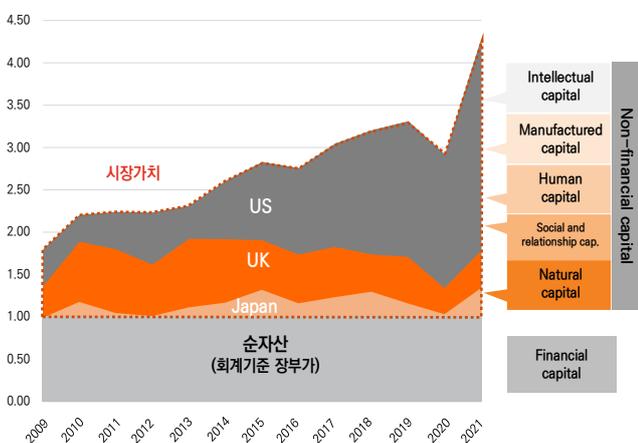
JPX가 수익성을 고려한 경영 관리 능력을 확인하는 방법으로 특별히 PBR을 선택한 이유는 무엇일까? PBR에 직접 영향을 미치는 PER(기업의 미래 가치에 대한 기대감 반영) 변화가 경영관리 능력 개선 여부를 확인하는데 가장 직관적이라는 관점 때문이다.

PBR1배를 상회한다는 것은 재무제표에 나타난 재무적 가치(순자산) 이외의 가치 즉, 재무제표에 나타나지 않는 비재무가치가 존재함을 의미한다. 기업 경영인은 재무적 가치(Book Value)를 활용하여 비재무가치를 창출하고 중장기적으로 기업가치(Market Value)를 향상시켜야 한다. 이처럼 PBR은 창출된 기업가치 부분을 직관적으로 확인할 수 있는 지표이며 [그림 7]과 같이 비재무항목인 ESG 요소로 표현될 수 있다.

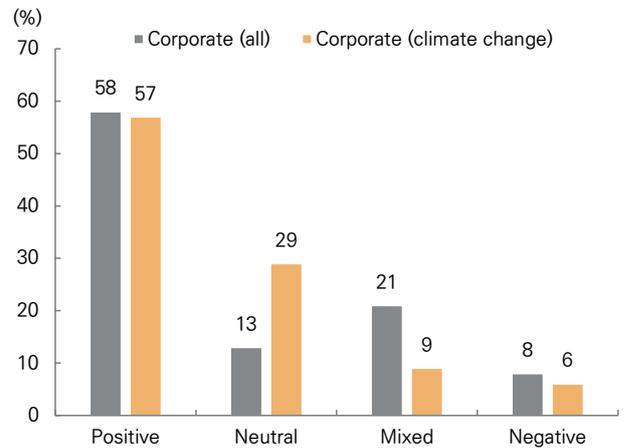
**[PBR = ROE/(주주자본비용-성장률)]** PBR이 상승하기 위해서 이론적으로 ① 주주자본 비용이 낮아지거나, ② ROE 또는 ③ 성장률이 상승해야 한다. 일본 기업의 과도한 보유 현금을 주주환원으로 돌릴 경우 ROE는 상승할 수 있다. 그러나 중장기적인 관점에서 더욱 중요한 것은 경영진의 주주가치에 대한 의식 전환에 따른 주주자본비용 감소이며 지속적으로 기업 가치가 향상되기 위해서는 비즈니스 활동에 따른 ROE와 성장률 증가가 더욱 중요하다. 자본 효율화를 위해서 비효율적인 자산과 비즈니스는 M&A를 통해 매각하고, 혁신을 위한 R&D, DX(디지털 트랜스포메이션)을 위한 투자 및 리스킬링(Reskilling)을 통한 인적자본 투자 등에 관한 전략을 생각해 볼 수 있다.

일반적으로 투자는 ROE가 자본비용을 상회할 때 결정된다. 다양한 연구논문과 실증분석에 의하면 ESG요소(특히 'G'거버넌스)는 자본비용을 감소시킨다. 또한 지속가능 경영에 대한 사회적 평가 등과 같은 무형자산은 재무요소와의 정(正)의 관계를 통해 ROE를 높이는 긍정적인 효과가 있는 것으로 알려져 있다. [그림 8]

**그림 7. PBR 구성(재무자본 vs 비재무자본) 일본/영국/미국**



**그림 8. ESG 요소와 재무성과**



자료: Bloomberg, 와세다대학교 ESG with Corporate Value, 미래에셋증권 리서치센터

자료: Stern Center of Sustainable Business, 미래에셋증권 리서치센터

**ROE 8%**

일본의 ESG투자의 시작을 알린 2014년 이토리포트는 당시 해외투자자 투자의사결정 기준으로 조사된 ROE 8%를 일본의 변화에 필요한 1차 목표로 제시했다. 2차 목표는 ROE 10%

**JPX와 (해외)투자자의 공통된 바람 Market Value UP**

이번 이례적인 거래소의 행동에 대해 투자자는 일본금융시장 변화 기조를 감지하고 PBR1 이하 기업을 중심으로 매수를 늘렸다고 한다. PBR1 이하는 프라임 상장 폐지조건에 해당되지 않는다. 뿐만 아니라 대기업 또는 안정적으로 수익을 창출하는 기업의 경우 PBR은 낮을 수 있으며 ROE 8%이상 기업 중에도 PBR1 이하 기업은 존재한다.

그렇다면 거래소의 이번 행동의 무엇이 투자자를 움직였을까?

JPX의 이번 요청은 경영자가 직관적으로 느낄 수 있는 PBR을 기준으로 경영인이 자본비용을 의식하면서 수익률과 성장률을 높이고 이를 통해 기업가치가 향상되는 금융환경을 구축하는 것이 목적이다. 때문에 PBR1 이하 기업에 대해 PBR 향상 방안과 함께 주주와의 대화의 진행 상황에 대한 정보도 상세히 공개할 것을 요청한 것이다.

이번 거래소 발표에 대응해 PBR1 이하 기업 중에 주주환원 방법 보다 중장기적 전략 수립 방법을 택한 기업들이 많았다고 한다. 즉, 거버넌스 체계를 기반으로 투자자와 지속가능성 이슈에 대한 적극적인 대화를 통해 중장기적으로 기업가치를 향상시키는 방법을 선택한 것이다.

이와 함께 해외투자자는 이번 거래소 발표와 함께 PBR1 이하 기업 중에서 현재 거버넌스 수준이 낮은 기업에 대한 매수를 확대했다. 이번 거래소의 행동에 대하여 외국인 투자자들은 지난 10년 동안 준비해온 일본의 지속가능금융 시스템이 작동하기 위한 첫 시도로 인지하고 진행 과정에서 창출될 '알파'를 기대하고 있는 것으로 해석할 수 있다.

## 지속가능금융 - 시장반응 (Data)

### 중장기적 기업가치, 지속가능금융에 대한 기대감 고조

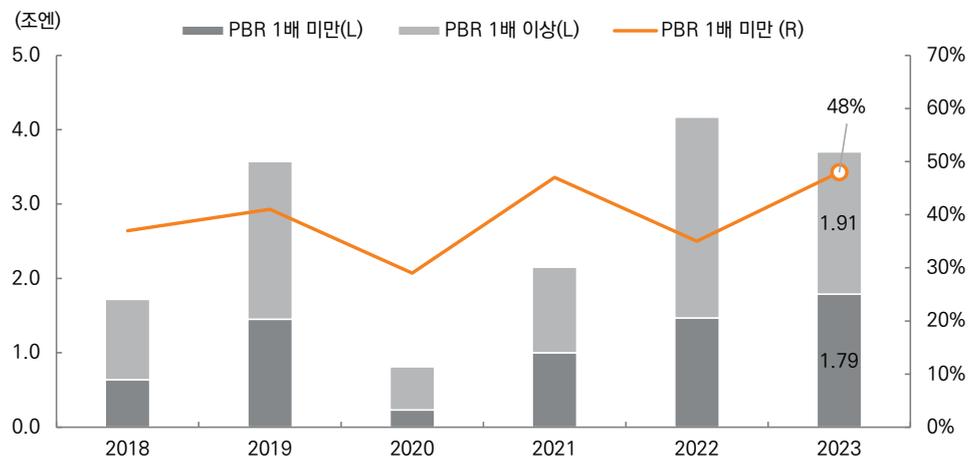
이번 JPX의 PBR1 이하 기업에 대한 개선안 발표 이후 일본 국내외 투자자들은 이들 기업에 대한 투자를 적극적으로 확대했다(① PBR1 이하 기업 대상 펀드 설정 금액 증가, ② 외국인 투자가 PBR1 이하 중 거버넌스 개선된 기업에 대한 투자 비중 확대 등). 문제의 PBR1 이하 기업들이 개선을 위해 적극적으로 나설 것이라는 기대감을 가진 것이다. 이러한 배경에는 거버넌스 코드와 스튜어드십 코드를 통해 지속가능금융 환경을 구축하기 위해 노력한 일본의 지난 10년의 시간이 자리하고 있다.

### PBR1 이하 기업 대상 펀드 설정 금액 2018년 이후 최대

이번 JPX의 PBR1 이하 기업 개선안 요청에 대해 일본 닛세이 기초연구소(일본생명보험 산하 싱크탱크)는 시장의 반응을 월별 자사주 매입 증감과 연계하여 조사했다. 그 결과, 올해 4~5월 자사주 매입 설정 금액은 3.7조엔(과거 5년 평균 2.5조엔 상회)으로 2022년도 4~5월의 4.2조엔을 하회한 반면, PBR1 이하 기업에 대한 펀드 설정액은 2018년 이후 최대치를 기록한 것으로 나타났다.

기업들은 자사주 매입을 통한 PBR 향상 대신 신규사업에 대한 도전 등 성장 전략을 제시하는 방법을 선택한 것으로 해석된다. 실질적인 성장 전략을 실행하는 과정에서의 정기적인 자사주 매입은 안정적인 주가 상승과 PBR 향상으로 이어질 수 있다. PBR1 이하 기업에 대한 펀드 설정금액이 2018년 이후 최대인 배경에는 일본 기업의 변화(거버넌스 체계확립)에 대한 투자자들의 기대감이 작용했을 것으로 평가되고 있다.

그림 9. PBR1 이하 기업에 대한 펀드 설정금액



자료: 닛세이 기초연구소, 미래에셋증권 리서치센터

**외국인투자가 PBR1 이하 그리고 거버넌스 개선에 대한 기대감**

이번 JPX의 PBR1 이하 기업의 기업가치 향상을 위한 대책 요청 후 TOPIX는 2022년 말 대비 약 6% 상승했으며 외국인은 낮은 PBR 기업에 대한 투자를 확대했다. 일본의 거버넌스 개혁 과정을 확인한 해외투자자들이 PBR과 거버넌스 평가가 낮은 기업의 거버넌스 현황이 개선되면서 기업가치가 향상될 때 발생하는 ‘알파’에 대한 기대감이 반영된 것으로 해석할 수 있다.

‘알파’를 획득한다는 것은 추가적인 리스크 없이 시장 평균 수익률을 상회하는 종목을 미리 투자함으로써 수익을 얻는 것을 의미한다. 거버넌스가 기업가치에 반영되는 요소일 경우 거버넌스 평가가 높아지면 그것이 반영되는 과정에서 발생하는 초과수익을 기대할 수 있다. 이러한 초과수익을 얻기 위해서는 거버넌스 평가가 높아질 것으로 예상되는 종목을 미리 보유할 필요가 있다. 이때 필요한 것은 이러한 종목을 선정하는 능력이다. 다만, 해당 종목의 거버넌스 평가가 개선되지 않을 경우 알파는 발생하지 않는다.

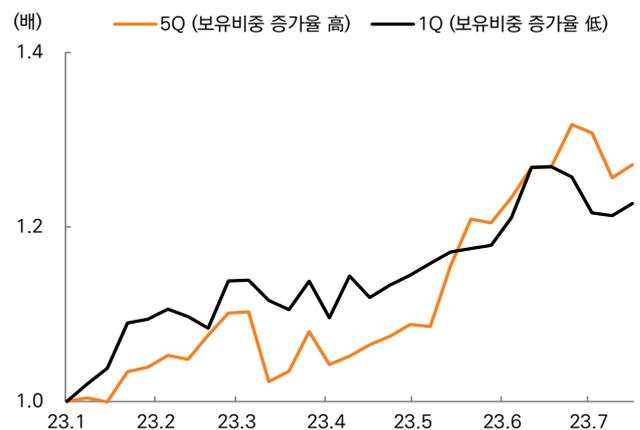
실제 외국인 투자자들이 거버넌스 평가가 낮은 기업에 대한 투자를 통해 ‘알파’ 찾기를 시도한 것인지 여부를 확인할 필요가 있다. 이를 위해 ‘외국인 투자가 보유비율이 증가한 기업은? 해외에서 ‘대량매수’한 기업 랭킹 30위’(동양경제 Online 6월 16일자 기사) 기업들을 대상으로 2022년, 2021년 MSCI 거버넌스 점수를 기준으로 살펴보았다.

해당되는 30개 종목에 대해 외국인 보유비중 증가율이 높은 순서대로 5개 포트폴리오를 구성(외국인 보유비율 증가율 Q5(가장 높음) > Q4 > Q3 > Q2 > Q1(가장 낮음))하고 포트폴리오별 평균 시가총액/PBR/거버넌스 점수/거버넌스 점수의 증감을 확인해보았다. 그 결과 최근 3년 동안 외국인 비중인 가장 많이 증가한 기업의 포트폴리오(Q5)는 평균적으로 시가총액/PBR/거버넌스 점수가 낮은 것으로 나타났다. 또한 각 그룹별 2023년 평균 주가의 경우 PBR1이하 기업에 대한 대응방안 요청(3월)을 기점으로 Q5그룹이 Q1그룹을 상회하는 모습을 보이고 있다.(2023년 1월 6일 종가 기준)

**표 8. 3년간 외국인 보유 비중 상위 30개기업 특성**

구분 (평균)	Q1 보유비중 증가율 (低)	Q2	Q3	Q4	Q5 보유비중 증가율 (高)
시가총액 (억엔)	11,362	6,645	22,903	6,071	1,782
PBR	2.3	1.7	1.7	1.8	0.9
거버넌스 점수 (2022년)	5.8	5	5.5	6.3	4.6
거버넌스 점수 (2021년)	4.4	4.3	4.7	5	4.2
거버넌스 점수 증감	31%	18%	19%	24%	11%

**그림 10. 2023년 평균 주가 추이 (Q1, Q5)**



주: 거버넌스 점수 : MSCI ESG 점수 / 자료: 동양경제 온라인 자료 2023.06.16 참고, 미래에셋증권 리서치센터

MSCI와 ESG평가사의 거버넌스 점수를 기준으로 동일한 분석을 실시한 결과, 유사한 모습이 확인되었다. 물론 해외투자가는 이번 분석에서 사용된 ESG평가사의 점수를 기반으로 투자를 결정하지 않는다. 그러나, 일반적인 ESG 평가를 기준으로 실제 시장의 움직임을 해석할 수 있다는 것은 일본시장 내에서의 유의미한 변화라고 할 수 있다.

표 9. 3년간 외국인 보유비중 증가한 상위 30개기업

기업명	종목코드	산업	외국인 보유비율 (%)			시가 총액 (억엔)	직전 PBR (배)	거버넌스 점수	
			최근	3년전	증감 (point)			2022	2021
Ferrotec Holdings Corporation	TSE 6890	Information Technology	29.0	15.0	14.0	1,612	0.88	14	10
Shibaura Machine Co.,Ltd.	TSE 6104	Industrials	34.6	21.6	13.0	1,223	1.23	16	12
Nisshinbo Holdings Inc.	TSE 3105	Industrials	25.4	13.4	12.0	1,806	0.61	17	13
Nippon Sheet Glass Company, Limited	TSE 5202	Industrials	25.3	13.7	11.6	556	0.84	45	26
Fujikura Ltd.	TSE 5803	Industrials	27.3	15.8	11.5	3,224	1.11	21	17
Fuji Corporation	TSE 6134	Industrials	36.6	25.2	11.4	2,268	0.99	18	6
LIXIL Corporation	TSE 5938	Industrials	44.5	33.7	10.8	5,396	0.86	83	78
Iwatani Corporation	TSE 8088	Energy	22.3	11.8	10.5	3,947	1.28	30	10
CKD Corporation	TSE 6407	Industrials	31.1	20.7	10.4	1,464	1.20	19	14
Sosei Group Corporation	TSE 4565	Health Care	27.4	17.5	9.9	2,503	4.28	18	16
Mitsubishi Chemical Group Corporation	TSE 4188	Materials	31.2	21.7	9.5	12,438	0.75	80	79
Ibiden Co.,Ltd	TSE 4062	Information Technology	31.8	22.9	8.9	10,677	2.52	64	56
Daiichi Sankyo Company, Limited	TSE 4568	Health Care	43.7	35.0	8.7	88,473	6.03	80	78
Suzuken Co., Ltd	TSE 9987	Health Care	36.5	27.8	8.7	2,928	0.71	12	9
FUJIFILM Holdings Corporation	TSE 4901	Information Technology	35.6	27.2	8.4	35,363	1.24	69	69
Mazda Motor Corporation	TSE 7261	Consumer Discretionary	41.8	33.6	8.2	7,682	0.53	51	57
NTN Corporation	TSE 6472	Industrials	20.5	12.4	8.1	1,544	0.70	21	17
Hitachi Zosen Corporation	TSE 7004	Industrials	32.0	23.9	8.1	1,429	1.01	30	17
Takuma Co., Ltd.	TSE 6013	Industrials	34.0	26.0	8.0	1,196	1.15	17	16
Japan Airport Terminal Co., Ltd.	TSE 9706	Industrials	25.4	17.4	8.0	6,184	4.11	10	8
Ono Pharmaceutical Co., Ltd.	TSE 4528	Health Care	33.8	26.4	7.4	13,453	1.71	75	76
Fuji Electric Co., Ltd.	TSE 6504	Industrials	34.2	27.4	6.8	9,122	1.69	54	54
Nikon Corporation	TSE 7731	Consumer Discretionary	32.9	26.2	6.7	5,556	0.89	67	66
Alfresa Holdings Corporation	TSE 2784	Health Care	36.5	29.9	6.6	4,359	0.89	20	14
Nippon Gas Co., Ltd.	TSE 8174	Utilities	32.6	26.1	6.5	2,239	3.01	35	27
Marubeni Corporation	TSE 8002	Industrials	35.2	28.8	6.4	35,810	1.31	26	50
Sumco Corporation	TSE 3436	Information Technology	41.0	34.7	6.3	7,350	1.32	44	37
Menicon Co., Ltd.	TSE 7780	Health Care	27.0	20.7	6.3	1,909	2.62	18	18
YASKAWA Electric Corporation	TSE 6506	Industrials	31.1	24.9	6.2	15,814	4.46	24	18
MediPal Holdings Corporation	TSE 7459	Health Care	37.0	30.8	6.2	5,048	0.84	15	12

주: 거버넌스 점수 : MSCI ESG 점수

자료: 동양경제 온라인 자료 2023.06.16 참고, 미래에셋증권 리서치센터

## 거버넌스 평가를 활용한 ‘알파’ 찾기 사례

### 거버넌스 평가와 주주환원(자사주매입/배당) : Nikko 거버넌스 점수

ESG경영은 중장기적 기업가치 향상을 목적으로 기업 본연의 비즈니스와 관련된 E와 S를 효율적으로 활용하는 것으로 G는 이를 위해 필요한 최적의 의사결정 구조와 체계를 의미한다.

근래 일본에서는 주주환원을 내세운 행동주의 펀드의 활동이 매우 활발했다. 주주환원 방법인 자사주 매입과 배당에 관한 의사결정은 기업의 거버넌스와 밀접하게 관련된다. 다만, 기업가치와 연결되지 않는 배당 및 자사주 매입은 단기적인 주가부양으로 끝나는 경우가 있다. 따라서 배당 및 자사주 매입, 즉 주주환원은 중장기 기업가치를 고려한 ESG경영의 주주보호와 거리가 있음에 주의할 필요가 있다.

JPX는 PBR을 경영관리 능력(거버넌스)을 직관적으로 반영하는 지표라고 했다. 만약 거버넌스 수준이 기업가치에 영향을 미칠 경우 기업의 거버넌스 수준에 따라 주주환원이 주가에 미치는 영향은 상이하게 나타날 수 있다.

이러한 관계가 성립될 경우, 기관투자가는 주주의결권 행사를 포함한 ESG인게이지먼트 전략 실행 시 거버넌스 현황이 반영된 PBR 수준에 따라 적합한 주주환원 방법(자사주매입 vs. 배당) 선택함으로써 중장기적인 투자 수익률 향상에 기여할 수 있게 된다.

이와 관련해서 일본 월간 자본시장에 소개된 ‘ESG의 G와 기업가치 관계 고찰’ (Nikko 증권 Chief Quant Analyst, Ito Keiichi, 2023년 5월) 내용을 통해 일본시장에서 거버넌스(G)를 활용한 ‘알파’ 찾기 가능성을 살펴보기로 한다.

### [ESG의 G와 기업가치 관계 고찰\_월간자본시장]

Nikko증권은 이번 JPX의 PBR1 이하 기업에 대한 대응방안 발표를 계기로 Nikko 거버넌스 점수[표 10]에 따른 자사주 매입과 배당이 주가에 미치는 영향을 조사했다.

표 10. Nikko증권 거버넌스 점수

개요	2017년 일본 기업의 거버넌스 현황을 평가하기 위해 개발된 GR 점수 (거버넌스 리서치 점수)
평가 벤치마크	국내 기준의 벤치마크 : 일본판 거버넌스 코드 글로벌 기준의 벤치마크 : ICGN(International Corporate Governance Network)의 글로벌 거버넌스 원칙
구성 항목	상호주식 보유 비율, 이사회 인원수 (사이즈 효과조정), 웹사이트 정보량, 주주총회 집중도, 대표이사 보유 주식 비율, 지배회사 보유주식 비율, 사외이사 비율, 스톡옵션 제도 여부, 영문자료 공시 여부
구조	PBR-ROE 기본 모델에 Nikko 거버넌스 점수 항목을 추가한 멀티팩터 모델을 구축하고 각 항목별PBR과의 설명력을 확인하면서 기업가치와 연관성이 높은 거버넌스 항목을 추출

자료: 월간 자본시장, ESG의 G와 기업가치 관계 고찰 미래에셋증권 리서치센터

먼저 보유현금이 기업가치에 미치는 영향을 살펴보기 위해 TOPIX(금융, 부동산업 제외) 15,836개 기업을 대상(2007~2022년)으로 기업가치(EV, 피설명변수)와 보유현금, 경상이익, 자기자본, 연구개발비 등을 통제변수로 한 시계열 회귀분석을 실시했다. 보유현금이 기업가치를 설명하는 회귀계수는 2015년 이전까지 평균적으로 -0.5정도였으나 2015년 이후 (1을 초과하지 못했지만)미세하나마 플러스 부호로 전환되었다. 기업이 보유한 현금 100엔은 2015년 이전까지 50엔으로 평가되었으나 거버넌스 개혁을 기점으로 점차 100엔으로 인식하게 된 것으로 해석할 수 있다(본 분석 t값 3.68).

이러한 결과(평균적인 기업이 보유한 현금에 대한 시장평가인 회귀계수 -0.5)를 반영하여 Nikko 거버넌스 점수를 기준으로 TOPIX 500기업을 3그룹(고/중/저 그룹)으로 구분하고 자사주 매입과 배당이 주가에 미치는 영향을 다음과 같이 분석했다.

**표 11. ESG의 G와 기업가치와의 관계 분석 개념도**

거버넌스 점수	Z값	PBR 개념
높은 그룹	+0.5σ 이상	PBR>1 내부 현금 100엔은 시장에서 100엔 보다 높게 평가되는 상황
중간 그룹	-0.5σ 이상 +0.5σ 미만	PBR1 내부 현금 100엔은 시장에서 100엔과 동일한 평가를 받는 상황
낮은 그룹	-0.5σ 미만	PBR1이하 내부 현금 100엔은 시장에서 100엔 보다 낮게 평가되는 상황

자료: 월간 자본시장, 'ESG의 G와 기업가치 관계 고찰 미래에셋증권 리서치센터

**[자사주 매입]** 2016년 이후 공표된 TOPIX500 종목의 자사주 매입을 발표한 안건 중 자사주 매입 비율 3%이상인 종목을 선정하여 자사주 매입 발표 전월말 Nikko 거버넌스 점수를 기준으로 3그룹(고/중/저 그룹)으로 구분하고 자사주 매입 이후 각 그룹의 TOPIX 대비 초과수익성과를 확인한다.

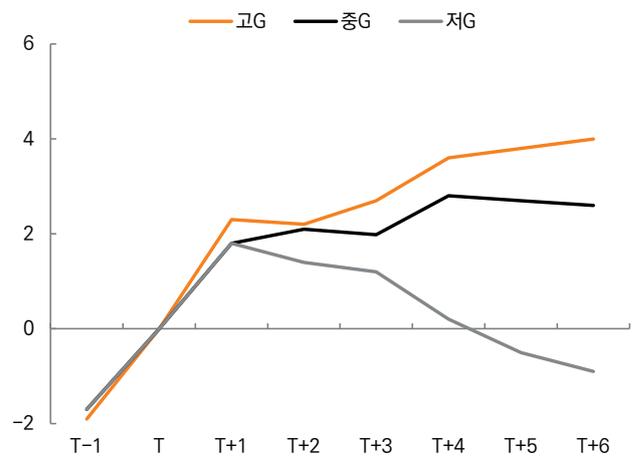
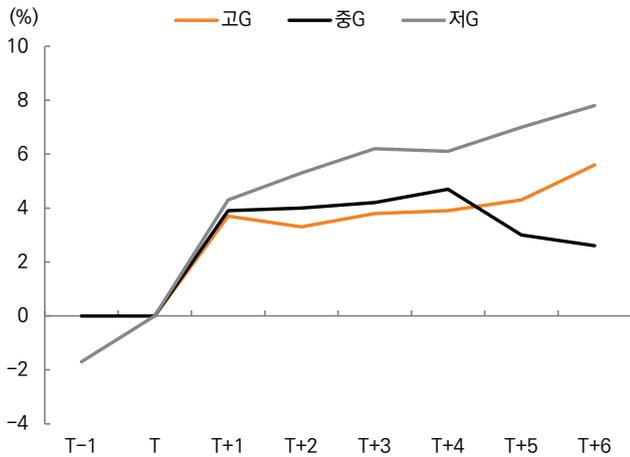
**[배당]** 2016년 이후 TOPIX 500 종목 중 1주당 예상 배당금이 전월말 대비 10% 이상 상승한 종목(중복 배당 포함)을 선정한다. 이 종목들을 대상으로 Nikko 거버넌스 점수를 기준으로 3그룹(고/중/저 그룹)으로 구분하고 배당 발표 전월말 이후 각 그룹의 TOPIX 대비 초과수익성과를 확인한다.

**[그림 11 자사주 매입]** 자사주 매입 발표 전월말(T)을 기준으로 한 달 전(T-1)부터 발표 후 6개월 (T+6)까지 월간 초과수익(누적)을 나타낸 것이다. 자사주 매입을 발표한 달은 거버넌스 점수 수준에 따른 차이가 발생하지 않았다(모든 거버넌스 그룹에서 평균 4% 수준의 초과 리턴 발생). 이후 격차가 확대되면서 거버넌스가 미흡한 그룹은 6개월 이후에도 지속적으로 초과 리턴이 발생했다. 반면 거버넌스가 우수한 그룹의 초과 리턴은 곧바로 감소한 후 기준일(T)이후 4개월 지난 시점부터 일정수준 회복하였으나 여전히 거버넌스 점수가 낮은 그룹의 성과를 하회하는 모습을 나타냈다.

**[그림 12 배당]** 배당을 발표한 시점에서 거버넌스 차이에 따른 영향은 확인되지 않았다. 자사주 매입 발표와 동일한 모습이다. 그러나 이후 거버넌스가 우수한 그룹은 지속적으로 초과 리턴이 발생한 반면, 거버넌스가 미흡한 그룹의 주가는 배당 발표 후 5개월 지난 시점부터 발표 전 수준으로 회귀했다.

그림 11. 거버넌스 수준별 자사주 매입 후 주가추이

그림 12. 거버넌스 수준별 배당 후 주가추이



자료: 월간 자본시장, 'ESG의 G와 기업가치 관계 고찰 미래에셋증권 리서치센터

자료: 월간 자본시장, 'ESG의 G와 기업가치 관계 고찰 미래에셋증권 리서치센터

이처럼 거버넌스 수준에 따라 주주환원(자사주 매입, 배당) 방법이 주가에 미치는 영향이 상이한 이유는 무엇일까?

배당과 자사주 매입에 사용되는 재원의 차이를 생각해볼 수 있다. 배당은 발생한(Flow) 이익에서 지급되는 반면, 자사주 매입은 보유(Stock)현금이 활용된다. 기업별 거버넌스 수준의 차이는 각 재원에 관한 의사결정 능력의 차이를 의미한다. 따라서 동일한 주주 환원정책일지라도 의사결정 능력의 수준에 따라 대리인 비용 또는 시그널 효과 등 다른 경로를 통해 향후 주가에 미치는 영향은 상이하게 나타날 수 있을 것이다.

**[자사주 매입 vs. 배당]**

투자가 관점에서 ① 거버넌스가 미흡한 기업은 자사주 매입을 통한 주주환원 정책이 유리할 수 있다. 배당으로 장래 이익 창출에 필요한 재원을 사용할 경우 재무구조가 악화되거나 추가 수익 발생 기회가 차단될 수 있다. 반면, 자사주 매입은 대리인 비용 절감을 통한 EPS 상승 효과를 기대할 수 있다. ② 거버넌스가 우수한 기업은 배당이 유리할 수 있다. 효율적인 의사결정을 통해 지속적으로 수익이 창출 될 것이라는 기대감이 주가에 반영되어 높은 주가 수준을 유지할 수 있기 때문이다(배당 정책과 시그널효과).

이처럼 ESG의 G 거버넌스가 작동하는 시장에서는 기업의 거버넌스 현황에 따라 효과적인 주주환원 방법(자사주 매입 vs. 배당)이 달라질 수 있다. 투자자는 효율적인 의결권 행사 및 인게이지먼트 활동을 위해 이러한 점을 참고할 수 있다.

일본시장에서 ESG의 G(거버넌스)를 기준으로 주주환원 정책에 따른 주가 움직임을 설명할 수 있다는 것은 거버넌스 평가가 기업가치(Market Value)에 반영되기 시작한 것으로 해석할 수 있을 것이다.

## 마무리

잃어버린 과거의 성장동력을 되찾는 방법의 하나로 외국인 투자자금이 필요했던 일본은 해외투자 자금 유치라는 목적, 즉 철저한 자본주의적인 관점에 따라 금융 환경(해외 투자자 의사결정 기준, 지속가능금융 ESG기준)을 구축하고 경제주체(특히 기업)의 의식 변화를 위해 노력했다. 이를 위해 일본은 2012년 2차 아베 정권이 일본재건을 위한 3개의 화살을 제시한 시점부터 지금에 이르기까지 약 10년의 시간을 투자했다.

본 보고서에서는 그 준비과정과 하나씩 실천해가는 최근 모습, 그리고 데이터를 통해 일본 기업과 투자가의 변화된 모습과 새로운 가치평가 관점(거버넌스)으로 일본시장의 움직임을 살펴보았다.

최근 일본 시장 상승의 주된 요인은 단연코 글로벌 금융, 경제, 산업, 지정학적 변화 등에 따른 영향이다. 그러나 일본이 잃어버린 지난 30년 동안 지금과 유사한 글로벌 환경 변화가 없었던 것이 아니다. 따라서 최근 우리가 목격한 최고의 상승률을 설명하기 위해서는 무언가 새로운 관점의 분석이 필요할 것이다.

지속가능금융(ESG투자)관점에서 그 요인은 GPIF의 책임투자 운용전략 용어를 인용하여 표현하면 일본 시장의 ' $\beta$ (전반적인 시장자체 레벨)향상으로 표현할 수 있다. 새로운 단계에서의 일본의 움직임을 예상할 수 있는 요인이다.

ESG투자는 투자 활동이며 투자자에게 가장 중요한 것은 투자수익이다. 일본의 ESG투자의 시작을 알린 2014년 이토리포트는 당시 해외투자자 투자의사결정 기준으로 조사된 ROE 8%를 일본의 변화에 필요한 1차 목표로 제시했다. 10년 후 현재 일본 상장기업 ROE는 약 9%로 미국 20%, 유럽 16%에 비하면 여전히 낮지만 개선되는 중이다.

동시에 일본은 지속가능금융 관점에서 근본적인 변화를 시도중이다. 투자자와 기업은 동일한 목표 아래 글로벌 트렌드인 지속가능성 항목을 기준으로 경제체계를 정비하고 있다. 특히 지금껏 시장가치를 고려하는데 소극적이던 일본 기업은 거버넌스 체계 아래 지속가능한 수익창출능력(稼働力, Earning Power)을 투자자 관점에서 고민하기 시작했다.

2014년 6월말 아베 전 일본 총리는 파이낸셜 타임즈(FT) 기고를 통해 '세 번째 화살'은 일본의 경제성장을 돕고 해외 투자자들을 끌어당길 것이라고 자신했다. 지속가능 투자 관점에서 높아진 일본의 주식 시장 매력도를 배경으로 해외투자자 자금이 일본의 주식 시장에 유입되는 선순환이 나타날 수 있을 것으로 기대한다.

## Appendix: JPX Prime 150 Index 구성종목

자본 수익성 (Equity Spread) 기준으로 선정된 75개 종목

티커	기업명		업종	선정기준
	영문	한글		
1878 JP	DAITO TRUST CONSTRUCT CO LTD	다이토 건설	부동산업	ES
1911 JP	SUMITOMO FORESTRY CO LTD	스미토모임업	건설업	ES
2127 JP	NIHON M&A CENTER HOLDINGS IN	니혼 M&A 센터 홀딩스	서비스업	ES
2175 JP	SMS CO LTD	SMS	서비스업	ES
2371 JP	KAKAKU.COM INC	가카쿠콤	서비스업	ES
2412 JP	BENEFIT ONE INC	베네픿 원	서비스업	ES
2914 JP	JAPAN TOBACCO INC	재팬토바코	식품업	ES
3038 JP	KOBE BUSSAN CO LTD	고베 물산	도매업	ES
3064 JP	MONOTARO CO LTD	모노타로	소매업	ES
3092 JP	ZOZO INC	조조	소매업	ES
3132 JP	MACNICA HOLDINGS INC	맥니카 홀딩스	도매업	ES
3288 JP	OPEN HOUSE GROUP CO LTD	오픈 하우스 그룹	부동산업	ES
3626 JP	TIS INC	TIS	정보통신업	ES
3697 JP	SHIFT INC	SHIFT	정보통신업	ES
3765 JP	GUNGHO ONLINE ENTERTAINMENT	경호 온라인 엔터테인먼트	정보통신업	ES
3769 JP	GMO PAYMENT GATEWAY INC	GMO 페이먼트 게이트웨이	정보통신업	ES
3774 JP	INTERNET INITIATIVE JAPAN	인터넷 이니셔티브 재팬	정보통신업	ES
4021 JP	NISSAN CHEMICAL CORP	닛산화학공업	화학	ES
4063 JP	SHIN-ETSU CHEMICAL CO LTD	신에츠화학	화학	ES
4307 JP	NOMURA RESEARCH INSTITUTE LT	노무라 종합연구소	정보통신업	ES
4507 JP	SHIONOGI & CO LTD	시오노기 제약	의약품	ES
4519 JP	CHUGAI PHARMACEUTICAL CO LTD	주카이 제약	의약품	ES
4528 JP	ONO PHARMACEUTICAL CO LTD	오노 약품공업	의약품	ES
4587 JP	PEPTIDREAM INC	펩티드림	의약품	ES
4686 JP	JUSTSYSTEMS CORP	저스트 시스템	정보통신업	ES
4751 JP	CYBERAGENT INC	사이버에이전트	서비스업	ES
4812 JP	INFO SERVICES INTL DENTSU	ISID	정보통신업	ES
4928 JP	NOEVIR HOLDING CO	노에비아 홀딩스	화학	ES
4974 JP	TAKARA BIO INC	타카라 바이오	화학	ES
5019 JP	IDEMITSU KOSAN CO LTD	이데미쓰 고산	석유 석탄 제품	ES
5384 JP	FUJIMI INC	후지미	유리 및 토석 제품	ES
5423 JP	TOKYO STEEL MFG CO LTD	도쿄 제철	철강	ES
6028 JP	TECHNOPRO HOLDINGS INC	테크노프로 홀딩스	서비스업	ES
6055 JP	JAPAN MATERIAL CO LTD	재팬 머티리얼	서비스업	ES
6146 JP	DISCO CORP	디스코	기계	ES
6460 JP	SEGA SAMMY HOLDINGS INC	세가사미 홀딩스	기계	ES
6526 JP	SOCIONEXT INC	소시오넥스트	전기 기기	ES
6532 JP	BAYCURRENT CONSULTING INC	베이커런트 컨설팅	서비스업	ES
6857 JP	ADVANTEST CORP	어드반테스트	전기 기기	ES
6920 JP	LASERTEC CORP	레이저테크	전기 기기	ES

주: 음영 표시 - 자본수익성과 시장평가 최근 PBR 및 직전 PBR 평균 모두 1이상이며 동시에 'PBR'기준에 따라 선정된 종목의 최소 시가총액(이상) 모두 만족하는 종목

자료: 2023 JPX Market Innovation & Research, Inc. 미래에셋증권 리서치센터

티커	기업명		업종	선정기준
	영문	한글		
6966 JP	MITSUI HIGH-TEC INC	미쓰이 하이텍	전기 기기	ES
6967 JP	SHINKO ELECTRIC INDUSTRIES	신코 전기공업	전기 기기	ES
7071 JP	AMVIS HOLDINGS INC	엠비스 홀딩스	서비스업	ES
7211 JP	MITSUBISHI MOTORS CORP	미쓰비시 자동차공업	수송용 기기	ES
7309 JP	SHIMANO INC	시마노	수송용 기기	ES
7518 JP	NET ONE SYSTEMS CO LTD	네트 원 시스템스	정보통신업	ES
7532 JP	PAN PACIFIC INTERNATIONAL HO	팬 퍼시픽 인터내셔널 홀딩스	소매업	ES
7733 JP	OLYMPUS CORP	올림푸스	정밀기기	ES
7735 JP	SCREEN HOLDINGS CO LTD	스크린 홀딩스	전기기기	ES
7741 JP	HOYA CORP	호야	정밀기기	ES
7974 JP	NINTENDO CO LTD	닌텐도	기타제품	ES
8001 JP	ITOCHU CORP	이토추 상사	도매업	ES
8002 JP	MARUBENI CORP	마루베니	도매업	ES
8031 JP	MITSUI & CO LTD	미쓰이 물산	도매업	ES
8035 JP	TOKYO ELECTRON LTD	도쿄일렉트론	전기기기	ES
8056 JP	BIPROGY INC	비프로지	정보통신업	ES
8111 JP	GOLDWIN INC	골드윈	섬유제품	ES
8136 JP	SANRIO CO LTD	산리오	도매업	ES
8174 JP	NIPPON GAS CO LTD	니폰 가스	소매업	ES
8876 JP	RELO GROUP INC	리로 그룹	서비스업	ES
8919 JP	KATITAS CO LTD	카치타스	부동산업	ES
9101 JP	NIPPON YUSEN KK	엔와이케이라인	해운업	ES
9104 JP	MITSUI OSK LINES LTD	미쓰이 OSK라인스	해운업	ES
9107 JP	KAWASAKI KISEN KAISHA LTD	가와사키기선	해운업	ES
9143 JP	SG HOLDINGS CO LTD	SG홀딩스	육운업	ES
9432 JP	NIPPON TELEGRAPH & TELEPHONE	일본전신전화(NTT)	정보통신업	ES
9433 JP	KDDI CORP	KDDI	정보통신업	ES
9434 JP	SOFTBANK CORP	소프트뱅크	정보통신업	ES
9435 JP	HIKARI TSUSHIN INC	히카리 통신	정보통신업	ES
9449 JP	GMO INTERNET GROUP INC	GMO 인터넷 그룹	정보통신업	ES
9684 JP	SQUARE ENIX HOLDINGS CO LTD	스퀘어 에닉스 홀딩스	정보통신업	ES
9697 JP	CAPCOM CO LTD	캡콤	정보통신업	ES
9744 JP	MEITEC CORP	메이텍	서비스업	ES
9759 JP	NSD CO LTD	NSD	정보통신업	ES
9983 JP	FAST RETAILING CO LTD	패스트 리테일링	소매업	ES

주: 음영 표시 - 자본수익성과 시장평가 최근 PBR 및 직전 PBR 평균 모두 1이상이며 동시에 'PBR'기준에 따라 선정된 종목의 최소 시가총액(이상) 모두 만족하는 종목

자료: 2023 JPX Market Innovation & Research, Inc. 미래에셋증권 리서치센터

시장평가 (PBR)기준으로 선정된 75개 종목

티커	기업명		업종	선정기준
	영문	한글		
1925JP	DAIWA HOUSE INDUSTRY CO LTD	다이와 하우스공업	건설업	PBR
1928JP	SEKISUI HOUSE LTD	세키스이 하우스	건설업	PBR
2267JP	YAKULT HONSHA CO LTD	야쿠르트 혼샤	식품업	PBR
2413JP	M3 INC	M3	서비스업	PBR
2502JP	ASAHI GROUP HOLDINGS LTD	아사히 그룹 홀딩스	식품업	PBR
2503JP	KIRIN HOLDINGS CO LTD	기린 홀딩스	식품업	PBR
2587JP	SUNTORY BEVERAGE & FOOD LTD	산토리 식품인터내셔널	식품업	PBR
2801JP	KIKKOMAN CORP	깃코만	식품업	PBR
2802JP	AJINOMOTO CO INC	아지노모도	식품업	PBR
2897JP	NISSIN FOODS HOLDINGS CO LTD	닛신식품 홀딩스	식품업	PBR
3088JP	MATSUKIYOCOCOKARA & CO	마츠키요코카라&컴퍼니	소매업	PBR
3382JP	SEVEN & I HOLDINGS CO LTD	세븐&아이 홀딩스	소매업	PBR
3659JP	NEXON CO LTD	넥슨	정보통신업	PBR
4091JP	NIPPON SANSO HOLDINGS CORP	닛폰산소 홀딩스	화학	PBR
4151JP	KYOWA KIRIN CO LTD	교와기린	의약품	PBR
4324JP	DENTSU GROUP INC	덴츠 그룹	서비스업	PBR
4452JP	KAO CORP	가오	화학	PBR
4502JP	TAKEDA PHARMACEUTICAL CO LTD	다케다 제약	의약품	PBR
4503JP	ASTELLAS PHARMA INC	아스텔라스 제약	의약품	PBR
4523JP	EISAI CO LTD	에자이	의약품	PBR
4543JP	TERUMO CORP	테루모	정밀기기	PBR
4568JP	DAIICHI SANKYO CO LTD	다이이찌산쿄	의약품	PBR
4578JP	OTSUKA HOLDINGS CO LTD	오츠키 홀딩스	의약품	PBR
4612JP	NIPPON PAINT HOLDINGS CO LTD	니폰페인트 홀딩스	화학	PBR
4661JP	ORIENTAL LAND CO LTD	오리엔탈랜드	서비스업	PBR
4684JP	OBIC CO LTD	오빅크	정보통신업	PBR
4901JP	FUJIFILM HOLDINGS CORP	후지필름 홀딩스	화학	PBR
4911JP	SHISEIDO CO LTD	시세이도	화학	PBR
5108JP	BRIDGESTONE CORP	브리지스톤	고무제품	PBR
6098JP	RECRUIT HOLDINGS CO LTD	리쿠르트 홀딩스	서비스업	PBR
6273JP	SMC CORP	SMC	기계	PBR
6301JP	KOMATSU LTD	코마츠	기계	PBR
6326JP	KUBOTA CORP	구보타	기계	PBR
6367JP	DAIKIN INDUSTRIES LTD	다이킨공업	기계	PBR
6479JP	MINEBEA MITSUMI INC	미네베아미쓰미	전기기기	PBR
6501JP	HITACHI LTD	히타치	전기기기	PBR
6503JP	MITSUBISHI ELECTRIC CORP	미쓰비시 전기	전기기기	PBR
6506JP	YASKAWA ELECTRIC CORP	야스카와 전기	전기기기	PBR
6586JP	MAKITA CORP	마키타	기계	PBR
6594JP	NIDEC CORP	니덱	전기기기	PBR

자료: 2023 JPX Market Innovation & Research, Inc. 미래에셋증권 리서치센터

티커	기업명		업종	선정기준
	영문	한글		
6645JP	OMRON CORP	오므론	전기기기	PBR
6702JP	FUJITSU LIMITED	후지쯔	전기기기	PBR
6723JP	RENESAS ELECTRONICS CORP	르네사스일렉트로닉스	전기기기	PBR
6758JP	SONY GROUP CORP	소니 그룹	전기기기	PBR
6762JP	TDK CORP	TDK	전기기기	PBR
6861JP	KEYENCE CORP	키엔스	전기기기	PBR
6869JP	SYSMEX CORP	시스멕스	전기기기	PBR
6902JP	DENSO CORP	덴소	수송용기기	PBR
6954JP	FANUC CORP	화낙	전기기기	PBR
6963JP	ROHM CO LTD	룸	전기기기	PBR
6965JP	HAMAMATSU PHOTONICS KK	하마마쓰포토닉스	전기기기	PBR
6981JP	MURATA MANUFACTURING CO LTD	무라타 매뉴팩처링	전기기기	PBR
6988JP	NITTO DENKO CORP	니토덴코	화학	PBR
7011JP	MITSUBISHI HEAVY INDUSTRIES	미쓰비시 중공업	기계	PBR
7269JP	SUZUKI MOTOR CORP	스즈키 자동차	수송용기기	PBR
7272JP	YAMAHA MOTOR CO LTD	야마하모터	수송용기기	PBR
7701JP	SHIMADZU CORP	시마츠 제작소	정밀기기	PBR
7751JP	CANON INC	캐논	전기기기	PBR
7832JP	BANDAI NAMCO HOLDINGS INC	반다이남코 홀딩스	기타제품	PBR
7951JP	YAMAHA CORP	야마하	기타제품	PBR
8113JP	UNICHARM CORP	유니참	화학	PBR
8267JP	AEON CO LTD	이온	소매업	PBR
8697JP	JAPAN EXCHANGE GROUP INC	일본거래소 그룹	기타금융업	PBR
8766JP	TOKIO MARINE HOLDINGS INC	동경해상 홀딩스	보험업	PBR
9005JP	TOKYU CORP	도큐	육운업	PBR
9020JP	EAST JAPAN RAILWAY CO	동일본 여객철도	육운업	PBR
9021JP	WEST JAPAN RAILWAY CO	서일본 여객철도	육운업	PBR
9042JP	HANKYU HANSHIN HOLDINGS INC	한큐한신 홀딩스	육운업	PBR
9201JP	JAPAN AIRLINES CO LTD	일본항공	공운업	PBR
9202JP	ANA HOLDINGS INC	ANA 홀딩스	공운업	PBR
9602JP	TOHO CO LTD	도호	정보통신업	PBR
9613JP	NTT DATA GROUP CORP	NTT데이터 그룹	정보통신업	PBR
9735JP	SECOM CO LTD	세콤	서비스업	PBR
9766JP	KONAMI GROUP CORP	코나미 그룹	정보통신업	PBR
9843JP	NITORI HOLDINGS CO LTD	니토리 홀딩스	소매업	PBR

자료: 2023 JPX Market Innovation & Research, Inc. 미래에셋증권 리서치센터

**Compliance Notice**

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.