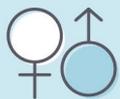




GLOBAL ESG WAY



# 숨겨진 *α* 찾기



[KOREA Sustainability]  
기업 밸류업 선결과제와 장기과제



## CONTENTS

<b>Summary</b>	<b>3</b>
지속적인 PBR 상승을 위하여...	3
<b>기업 밸류업 프로그램 Wrap up</b>	<b>4</b>
(한)기업 밸류업 vs. (일)기업가치 향상	4
<b>(한국) ROE↑ 선결 과제 : 지배구조 개선과 주주환원</b>	<b>7</b>
Galapagos Syndrome	7
주주환원율이 낮은 이유	8
대주주지분이 높은 기업 특성	10
기업 밸류업 선결 과제 : 주주환원 (소각)	12
<b>(일본) ROE↑ 장기 과제 : 경제전략 SX/GX/DX</b>	<b>15</b>
SX(Sustainability Transformation)전략	15
GX(Green Transformation)전략	18
DX (Digital transformation)전략	21
<b>기업 밸류업 주요 Tool: K-Premium 지수</b>	<b>24</b>
Korea Premium 150	24
<b>Appendix 1. Korea Premium 150 구성 종목 (예상)</b>	<b>27</b>
<b>Appendix 2. GX(Green Transformation) 전략</b>	<b>31</b>
<b>Appendix 3. DX 종목 2023</b>	<b>32</b>

# Summary

## 지속적인 PBR 상승을 위하여...

**[기업밸류업 프로그램]** 정부는 일본의 선례를 참조하여 기업가치 개선을 목적으로 하는 ‘기업 밸류업 프로그램’을 준비중이다. 상장 기업의 정보공개 투명성 수준을 높이고 자본비용, 수익성, 시장 밸류에이션 등의 지표를 활용해 기업가치 설명/개선 계획을 수립하여 투자 접근성을 높인다. 또한 기업의 적극적인 주주환원을 통해 한국시장 재평가를 유도할 방침이다.

일본의 지속가능금융 선순환 구조를 도입하여 스튜어드십을 강화하고 거버넌스 수준 높일 계획이다. 시장 전체를 견인할 목적으로 일본 GPIF가 수행한 역할은 국민연금(NPS)가 담당한다. 지수(가칭, K-Premium 150)선정, 우수기업 대상 세제혜택 및 국가 지원 등 일본이 활용한 다양한 Tool이 사용될 것이다.

**[(한) 금융전략 vs. (일) 경제전략]** 유사한 Tool의 상이한 사용목적에 주목한다. 일본은 신성장 경제 전략(잃어버린 20년, 일본 재흥)실행을 위해 상기(上記)의 금융Tool을 활용했다. 기업가치(수익창출 능력)는 이해가 용이한 PBR로 확인하고 PBR구성 항목(ROE ↑ 성장률 ↑ CoE ↓ PER ↑)의 지속적인 개선을 위해 다양한 금융/경제 전략들을 구사한다.

반면, 한국은 ‘코리아 디스카운트’해소(주가부양) 즉, 금융시장 관점으로 접근한다. 시장의 관심이 자사주매입/소각을 통한 ROE개선과 새로운 지수 편입 조건에 집중된 이유다.

**[(한) 지배구조 vs. (일) 거버넌스]** 한국과 일본은 현재 출발선이 다르다. PBR 관점에서 거버넌스는 Book value 이상의 Market value의 창출 능력을 의미한다. 반면, 지배구조는 대주주 중심 경영 견제, 대리인 비용, 일반주주권리 보호에 중점을 둔다. 국내 기업 ROE개선의 선결과제로 자사주 소각이 중요한 이유는 지배구조 개선이 우선되어야 함을 의미한다.

본 보고서는 이러한 출발선의 상이함을 고려하여 ① 한국 ROE ↑ 선결과제 : 지배구조와 주주환원, ② 일본 ROE ↑ 장기과제: 경제전략 SX/GX/DX을 살펴보고 ③ JPX Prime 150지수 선정기준을 적용한 K-Premium 150 지수 구성을 분석해보았다.

**[각 항목 주요 내용]** ①대주주 우호지분이 높은 기업은 한/일 공통적으로 수익성(ROE,순이익율)이 낮았다. 주가는 자사주 매입으로 상승할 수 있다. 그러나 ‘소각’으로 이어지지 않을 경우 본래 수준으로 회귀한다. 주주비용 이상의 수익을 지속적으로 창출할 능력 및 의지가 없는 기업 대상의 Engagement 선결과제는 지배구조 개선과 자사주 소각임을 확인했다 .

②거버넌스 개혁을 통해 지속가능 금융 선순환 구조를 구축한 일본은 기업가치(수익창출 능력)를 향상하고 유지하기 위해 경제전략SX/GX/DX를 활용(Labelling전략 등을 통한 기업참여 촉진)중이다. ‘기업 밸류업 프로그램’의 장기과제로 관련 내용을 살펴보았다.

③JPX Prime150기준으로 국내 150개 기업 선정 시 중복을 제외할 경우 주주자본 비용 이상의 수익(Equity Spread)창출 기업은 69社 ①의 결과 반영 시 ‘경영 효율성’과 ‘수익성’을 중심으로 적극적인 Engagement가 필요할 것이다. 정부 발표로 시작된 주주환원 기업 증가/시장 상승 등 변화를 통해 Korea Discount 해결과 지속적인 PBR 상승을 기대한다.

### 거버넌스

**(Corporate Governance)**  
공공의 이익과 부합하는 범위 내에서 이해관계자들의 이익을 지속적으로 보호하기 위한 것으로 기업을 지도하고 통제하는 시스템이며, 기업의 목표 설정, 목표 달성 수단, 성과 모니터링에 필요한 구조를 제공하고, 회사 내에서 권한 및 책임의 분배 및 의사결정 방식을 결정이다. (OECD)

조직이 목표를 추구하는데 있어 의사결정을 내리고 그 결정사항을 수행하기 위한 체계 (ISO26000)

### 지배구조

**(Corporate rule structure)**  
IMF에서 국제금융지원 조건으로 ‘오너 독재 체제인 기업 의사결정 구조를 주주와 이사회 중심의 거버넌스로 바꿀 것을 요청하는 과정에서 탄생.

## 기업 밸류업 프로그램 Wrap up

### (한)기업 밸류업 vs. (일)기업가치 향상

**[프로그램 세부안]** 정부가 일본의 선례를 기반으로 계획한 ‘밸류업 프로그램’에 따르면 코스피·코스닥 상장기업은 (연1회) 자본비용, 자본수익성, 시장 밸류에이션 등의 지표 활용하여 기업가치를 설명하고 기업가치 제고 계획을 수립/공시/이행할 수 있다. 기업이 자율적으로 참여하되 하반기부터 적극적으로 실행하는 기업에 대해 다양한 인센티브가 주어진다.

‘코리아 밸류업 지수’ 관련 ETF가 출시되며 연기금 등 기관투자자는 스튜어드십 코드에 밸류업 관련 내용을 직접 반영하게 된다. 기업 공시자료 항목에 PBR, PER, ROE, 배당성향, 배당수익률 등 주요 지표를 포함하여 시장의 비교 평가를 유도할 방침이다.

주주 환원 선결 과제로 시장에서 기대했던 상속세 개편, 자사주 소각 시 법인세 감면, 수급 측면에서의 배당소득 분리과세 등과 같은 세제 혜택, 기업들이 적극적으로 자사주 매입과 소각에 나설 수 있도록 하는 경영권 방어제도 도입 계획은 포함되지 않았다. 인센티브 제공 방안 및 실질적인 세제 지원의 세부안은 추후 발표될 예정이다.

**[시장 평가]** 정부가 직접 ‘코리아 디스카운트’ 대응을 언급한 이례적인 이벤트에 대한 기대감만큼 발표 내용에 대한 다양한 해석들이 진행되고 있다. 은행주를 중심으로 관련주들이 상승을 지속하고 있다.

‘중요한 내용’들의 보완이 필요한 현재까지의 상황은 일본이 시행한 경제 전략과 비교했을 때 아쉬움이 남는다. 일본 시장은 10년의 준비기간을 배경으로 엔저 및 외부환경 개선에 반응하여 사상 최고점을 뚫고 있다. 최근 한국 시장 역시 추가 반등을 시작했지만 그 강도는 일본 시장과 비교하기 쉽지 않다.

**[지향점 부재]** 한국에서 논의되고 있는 ‘기업 밸류업’은 다소 불명확한 반면 일본의 ‘기업가치’는 ‘수익창출 능력(稼働力)’으로 명확하다. 주가는 기업의 본질가치에 더하여 다양한 요인이 반영된다는 점을 고려할 때 주가부양 방법과 기업의 중장기적 수익창출 능력 향상의 접근 방식은 상이할 수 있다.

**[PBR=ROE\*PER]** ROE는 분모(총자본) 감소로 단기간 향상될 수 있다. 빠른 ROE개선, PBR상승을 위해 자사주 매입과 배당은 중요하다. 반면 ROE의 분자 부분인 기업의 중장기적 수익창출 능력 향상에 따른 Market value변화를 위해서는 많은 시간이 필요하다. ‘기업 밸류업’의 명확한 정의와 목적 그리고 이를 지속할 수 있는 유효한 규제가 필요한 이유다.

일본이 해외 투자자들로부터 높은 평가를 받고 있는 ‘Japan Sustainability’는 정부가 참고한 일본의 금융전략 이상의 경제전략(SX/GX/DX)들과 연관되어 있다. 기업의 가치창출 능력 향상을 지속하기 위해서 정부의 Roadmap 설정은 무엇보다 중요하기 때문이다.

## 일본의 기업가치 개선 선순환 구조

**[경제성장 전략]** 일본의 기업가치 개선은 기업이 지속적으로 이익을 창출할 수 있는 능력(시스템과 문화인 거버넌스 포함)의 개선을 의미한다. 최근 일본 시장에 중장기 해외 연기금 자금 유입이 시작되는 등 해외 투자자의 일본경제에 대한 평가가 달라진 주요 배경이다.

**[기업과 투자자 '협창']** 지속가능한 경제는 기업의 가치가 지속적으로 창출될 때 실현된다. 투자자는 기업의 가치창출 과정에 동참(투자)하고 향상된 이익(Income/Capital gain)의 중장기적 향유를 목적으로 기업과 '협창'(협력하여 창조한다)한다. 수준 높은 거버넌스와 Fiduciary Duty에 기반한 스튜어드십 실천이 중요한 이유다.

일본의 규제들은 이러한 선순환 과정을 위한 요소들을 중심으로 하나의 목적과 방향성을 향해 중장기 방안들이 상호 연결되어 개선/반영되고 있다.

- 2014년판 '이토 리포트'에서 제시한 금융선진국 조성 요소인 '해외 주요 기관투자가 Buy & Hold 조건인 자본비용을 상회하는 ROE달성/자본의 효율적 배분/기업과 투자자의 수준 높은 대화(인게이지먼트)'는 2022년 거래소 개편 당시 Prime시장 상장/유지 조건(높은 거버넌스 수준인 해외투자자와의 인게이지먼트)과 2023년 JPX Prime 150 지수 산정 조건 Equity spread(ROE-CoE)로 반영되고 있다. 개정판 '이토 리포트2.0'는 인적자본의 중요성을 강조하고 2023년 3월부터 상장기업은 유가증권보고서에 남녀 임금 격차/육아휴직율/여성관리직 비율의 인적자본 관련 정보를 공개해야 한다.

거버넌스 개혁은 기업가치 '수익창출 능력(稼<力>)' 향상 기반을 마련했다. 높은 거버넌스 즉, 전문성과 독립성을 갖춘 이사회는 ROE를 지속적으로 향상시킬 의사결정을 가능하게 하고 이사회 리스크 관리 능력 개선은 해당 기업의 시장 변동성을 낮춰 CAPM(자본자산 가격결정모델)을 기반으로 한 CoE저감으로 이어진다. (일반적으로 '거버넌스' 수준과 시장 위험지표는 마이너스 상관관계를 나타낸다)

- GPIF가 Passive운용 벤치마크로 사용하는 ESG총지수 (FTSE/MSCI)는 기업이 해당 ESG요소에 적극적으로 대응할 경우 시장에서 해당 기업의 시장위험(변동성)이 하락하도록 설계되었다. 위탁운용사(PRI선언)들은 지수 구성항목에 기반하여 Engagement를 수행한다. 기업의 지속가능 정보공시 수준 향상은 물론 시장 변동성 저감을 목적으로 한다.

일본 거래소의 PBR은 (RIM, Residual Income Model)을 Base로 한다. Book Value이상으로 창출된 기업가치는 주주 요구 자본비용을 고려한 잉여자본의 현재가치가 '플러스'일 때 유의미하다. JPX Prime 150지수에서 Equity Spread가 중요한 이유다.

**[기업가치 개선 Road Map]** 기업 가치(수익창출 능력)는 기업이 글로벌 비즈니스 환경(에너지 전환/지속가능성 규제 등)에 적극적으로 대응할 때 지속될 수 있다. 일본 정부는 기업의 높은 ROE의 지속적인 창출을 위해 SX(Sustainability Transformation)/GX (Green Transformation)/DX (Digital Transformation)전략을 추진중이다. 적극적으로 참여한 기업을 대상으로 '표창(Labelling전략)'과 함께 다양한 '인센티브'가 제공된다.

**한국 기업 밸류업 선결과제**

**[거버넌스 체계수립]** 중장기적 기업가치 개선을 위한 전문적/독립적/효율적인 의사결정 시스템과 체계 및 조직문화라는 포괄적인 의미를 지닌 거버넌스는 ‘대리인 비용’에 중점을 두는 지배구조 이상의 의미를 지닌다.

국내 기업의 경우 이러한 지배구조 개선이 선결과제라는 점에서 일본과 출발선이 다르다고 할 수 있다. 다만, 거버넌스 개혁을 진행한 일본 또한 10년전 상호보유 주식을 배경으로 ‘지배구조’에서 출발했다.

**[South Korea – enough is enough]** 작년 12월 Federated Hermes(영국계 펀드)의 Asia-ex Japan Head 조나단 파인즈는 Letter ‘징글징글한 한국시장’을 통해 일본과 한국 모두 PBR이 낮지만 그 이유가 전혀 다르다고 지적했다.

일본 기업은 오랜 디플레 경제 아래 자본의 효율적 투자 방식에 관심을 기울이지 않은 반면, 대주주 통제권이 높은 한국 기업 경영자 및 이사회는 주가 수준에 관심이 없었고 의도적으로 낮은 수준으로 관리해왔다고 한다. 투자자는 일본 기업과 한국 기업을 대상으로 상이한 Engagement 관점을 적용할 필요가 있다.

한국 기업들의 ① 낮은 배당률 (한국 기업 평균 배당률 15%이하이며 충분한 현금 보유 및 수익창출 기업 또한 유사한 상황)과 ② 낮은 소각율(매입한 자사주를 보유하는 관행이 있으며, 전체 주식의 최대 40%에 이르는 기업도 있다)은 높은 우호지분에 따른 일반 주주 권리의 취약함을 의미한다고 지적했다.

**['기업가치' 공유 문화 부재]** 정부가 강조한 기업의 자발적 참여를 통한 '기업 가치 상승' Engagement 방식은 대주주 지분(통제권, Control right)이 높은 국내 기업 특성을 고려할 때 그 효과가 제한적일 수 있다. 지배주주들은 주주 보호 방안이 미흡한 현황에서 재정적 이익을 얻을 수 있었다. 이는 주가가 낮은 상황에도 유효했다. 주주 보호 강화와 시장 전반적인 건전성 향상을 위해 이사회의 법적 충실 의무(Directors' Legal Fiduciary Duty of Care)의 도입과 같은 강제성이 필요한 이유다.

지속가능한 경제 선순환을 통한 Korea Discount해결을 위해 ① 우리 경제에 맞는 기업가치를 정의하고 ② 해당 기업가치가 지속적으로 창출될 수 있는 경제 환경과 ③ 창출된 가치를 공유할 수 있는 금융 시스템을 조성하는 것이 무엇보다 중요할 것이다.

**표 1. 주요 정책 발표 요약**

행동 주체	주요 정책
상장 기업	기업가치 제고 계획 자율 수립 이행 소통 주주환원 세제지원 및 표창, 모범납세자 선정 우대로 자발적 참여 유도
투자자	코리아 밸류업 지수 ETF 개발 (기업가치 우수기업 중심 및 기업가치 제고가 기대되는 기업), 벤치마크 사용 유도 연기금 등 스튜어드십 코드 반영, 기업가치 제고 노력 투자지표 비교공표, 분기별 PBR PER ROE, 연간배당성장률 배당수익률 공표
거래소 및 유관기관	전담 추진체계, 전담부서 신설(24.2월), 자문단 구성(24.3월) 상장기업 공시 교육, 1:1 컨설팅 및 번역 지원 IR 소통 지원 및 소통 강화

자료: 한국거래소, 미래에셋증권 리서치센터

## (한국) ROE ↑ 선결 과제 : 지배구조 개선과 주주환원

### Galapagos Syndrome

#### 기업가치 공유 문화 부재

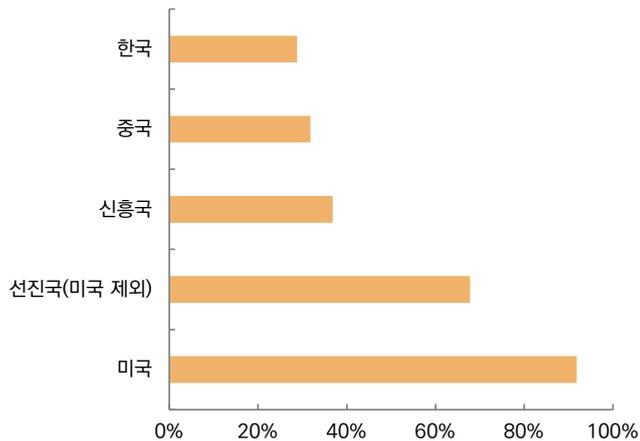
한국 주식 시장은 낮은 주주환원율로 잘 알려져 있다. 주주 환원율은 주식 배당과 자사주 매입을 합산한 수치로, 이는 기업이 이익을 주주들에게 어느 정도로 환원하는지를 나타내는 중요한 지표다. 최근 10년간의 데이터에 따르면 한국의 주주 환원율은 선진국은 물론 중국 보다도 낮은 수준이다. [그림1]

주주환원율 'Total Payout Ratio'는 소각이 아닌 매입을 기준으로 산정된다. 선진국의 경우 일반적으로 자사주 매입은 즉시 소각으로 이어지기 때문에 완전한 주주 환원으로 간주된다. 반면 한국은 대부분 매입 후 보유한다. 따라서 실제 주주 환원율은 [그림1] 수준보다 더 낮을 것으로 예상할 수 있다.

주요국 대비 낮은 주주 가치 제고 문화는 지금까지 한국기업이 글로벌 시장에서 경쟁력을 잃게 만드는 '코리아 디스카운트' 요인 중 하나로 지적되었다.

이 현상은 갈라파고스처럼 한국 시장이 국제적인 기준에 미치지 못한다는 이미지를 형성할 수 있다. 코리아 디스카운트를 극복하기 위해 한국 기업들의 주주 환원율을 글로벌 수준으로 향상시키는 전략은 매우 중요하다.

그림 1. 주요 선진국 별 총 주주환원율



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

## 주주환원율이 낮은 이유

### 1) 주주환원보단 자회사 키우기

대주주와 경영진은 주주 환원을 적극적으로 수행할 명분이 없다.

기업의 대부분을 소유한 대주주에게 자회사 출자는 배당보다 매력적인 전략이 될 수 있다. 2천만원을 초과하는 배당금은 종합소득세 대상이 된다. 따라서 배당에 대한 세금 부담을 경감하고 자회사 출자를 통해 사업을 확장하는 것은 합리적인 선택이다. 세금 부담을 줄이면서 사업 성장을 도모할 수 있는 여러 경제적 이점을 제공한다.

주주환원(자사주 매입/소각, 배당)에 따른 주가 상승은 더 높은 양도세와 상속 증여세로 이어질 수 있다. 기업관점에서 더욱 효율적인 선택은 배당을 통한 이익 배분 보다 지주사를 설립하고 내부 지분율을 높여 지배주주의 지배력을 강화하는 방법일 것이다.

지금까지 많은 기업들은 이러한 이점을 극대화하기 위해 물적분할, 인적분할 또는 출자를 통한 자회사를 설립해왔다. Federated Hermes 조나단 파인즈가 'Korea Discount'의 원인으로 지적한 낮은 주가 관리와 연관되어 있다. 국내외 투자자의 한국 기업 투자매력도를 감소시키는 주요인으로 작용했다.

표 2. 자회사 키우기 전략의 유효성

현상	원인
높은 주가 할인율	자회사에 투자할 경우 상장된 지주회사 주가가 할인되는 현상이 발생한다. 낮은 주가는 용이한 모기업 경영권 승계로 이어질 수 있다.
자본 조달 및 지배력 유지	자회사를 설립하고 IPO(기업공개)를 통해 자본을 조달할 경우에도 지주회사의 자회사 지배력은 유지될 수 있다.
위험 관리 수단	자회사 비즈니스가 실패할 경우, 지주사와 별도로 분리된 재무제표를 통해 매각, 파산 신청, 채무자와의 합의 등을 할 수 있다. 그룹 전체의 위험을 개별적으로 관리할 수 있다.

자료: 미래에셋증권 리서치센터

### 2) 효과적인 경영권 방어책의 부재

적대적 M&A에 대한 효과적인 경영권 방어수단이 부재하다. 차등 의결권, 포이즌 피ل, 황금 낙하산 제도 등이 제한되거나 금지되어 있다. 이로 인해 많은 기업들이 자사주 매입을 통해 우호지분 확보를 경영권 방어의 주요 수단으로 사용하고 있다. 자사주 보유 비중이 높은 주요 원인이다.

지금까지 자사주 매입, 내부지분율 증대, 백기사 모집 등으로 경영권을 강화/유지해왔던 기업을 대상으로 적극적으로 소각을 요구할 경우 일본의 정책보유주식(상호보유주식) 형태의 우호지분을 구축하는 부작용이 생길 수 있다.

본질적인 문제 해결을 위해 세제 개편과 자사주 의결권 박탈 등을 포함한 인센티브 및 페널티 규제를 도입할 필요가 있다.

### 3) 경영권 방어 수단: 자사주 매입

높은 주가는 경영권 승계의 복잡성과 경영권 분쟁으로 이어질 수 있는 리스크 요인이 될 수 있다. 의결권 51%를 확보하지 못한 대주주는 주식교환을 통한 경영권 방어 목적으로 자사주를 매입한다. 이렇게 매입된 자사주는 대부분 소각되지 않는다.

선진국에서는 자사주 매입에 대해 엄격한 법적 제한을 두거나 매입한 자사주 권리를 소멸시킨다. 예를 들어, 독일은 일정 규모 이상의 자사주 매입을 금지하고 초과 매입한 자사주에 대해서는 소각이나 매각을 권장한다. 미국, 영국, 일본과 같은 국가들은 일반주주 권리 침해 가능성이 있는 경우 신주 배정 행위 등을 엄격히 금지한다. 이러한 규제를 통해 기업 거버넌스 및 주주 권리 보호 체계 수준을 확인할 수 있다.

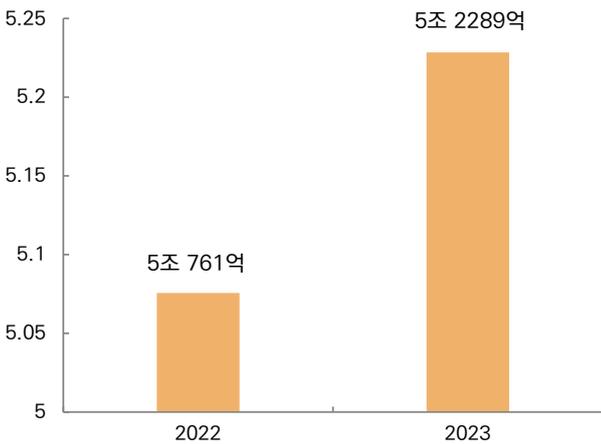
### 4) 경영권 방어 수단: 내부지분을 확보

내부 지분율이란 대기업집단 소속 기업들의 발행주식 중 총수 일가, 친족, 비영리법인, 임원, 자사주를 말하며, 해외법인까지 포함되어 우회적 지배력을 강화할 수 있는 모든 방법이 포함된다. 이는 경영권을 강화하는 주요 수단으로 활용된다.

주주 일가가 보유한 주식 비중이 높아질수록 대주주의 경영권 및 이사회 의결권에 대한 영향력은 높아지고 순환출자와 같은 방식으로 일반주주의 권리 및 주주권 훼손 위험이 높아진다. 일반주주의 권리 보장(주주환원)에 부정적으로 영향을 미치게 된다.

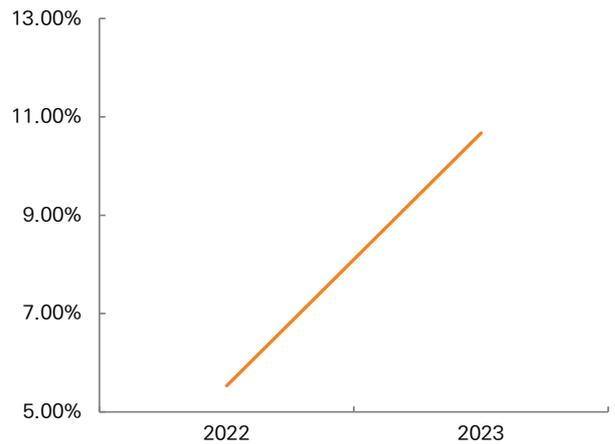
기업 경영에 대한 주주기여도 즉, 주주자본비용을 고려하지 않고 발생한 이익을 경영권 방어와 지배력 유지를 위해 사용할 수 있는 '지배구조' 수준은 코리아 디스카운트의 주요 원인으로 생각해 볼 수 있다.

그림 2. 매입 규모



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 소각 비율



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

## 대주주지분이 높은 기업 특성

### 일본 기업(정책보유주식) vs. 한국 기업(내부지분)

#### 정책보유주식

#### (Cross-Shareholdings)

일본 정책 주식이란 일본 기업들의 경영권 방어, 전략적 제휴를 위해 기업들 서로의 주식을 가지고 있는 상호보유주식 관행이다.

**[일본 정책보유 주식]** 일본 상장기업들은 순수한 투자 목적 이외의 이유로 다른 상장 기업의 주식을 보유하는 경우가 있다. 예를 들어, 사업 관계를 강화하기 위해서이다. 일본 '거버넌스 코드'에서 규정한 정책보유주식은 관련 기업 상호간에 보유한 주식 뿐만 아니라 일방이 보유한 주식도 포함된다.

**[정책보유 주식의 부작용]** 사업 및 거래 관계를 우선시하는 정책보유 주주의 의결권은 견제 기능을 수행하는데 제약이 있다. 사업 관계 강화를 목적으로 중립적 독립적 그리고 전문적인 의사결정이 어려울 수 있다. 이는 견제 및 균형의 부재로 이어지고 기업운영의 투명성과 책임을 저하시킨다. 장기적 기업가치와 주주이익에 반하는 결정을 내릴 가능성이 높다

이러한 일본의 정책보유주식은 한국의 내부지분과 유사한 성격을 갖는다. 주요 이해관계자의 지배력 아래 지배구조 저하, 이해 상충 및 주주 권리에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 그 결과는 ROE 및 이익률과 같은 재무 성과 악화로 나타날 수 있다.

**[정책보유 주식에 대한 연구]** Mitsubishi UFJ 신탁은행의 "주목받는 정책보유 주식의 축소" 보고서에 따르면, 2014년에서 2019년 사이 TOPIX 500 기업 중 정책보유 주식 비중이 높은 상위 20% 그룹은 가장 낮은 ROE를 기록했으며, 반대로 정책보유주식 비중 낮은 하위 20% 그룹은 가장 높은 ROE를 유지했다. 정책보유주식 비중이 높을수록 기업 수익성이 하락하는 모습을 확인할 수 있다. 특히, ROE의 구성요소(매출액 순이익율, 총자산 회전율, 재무 레버리지)중 매출액 순이익율에서 이러한 경향이 두드러지게 나타났다.

**[한국기업 분석]** 동일한 방법으로 공정거래위원회 내부지분율을 기준으로 내부 지분율이 높은 순서대로 5분위 포트폴리오를 구성한다. 포트폴리오에 포함된 기업별 동일 업종평균 대비 초과 ROE/순이익률/자기자본 비율을 계산하고 포트폴리오 기업의 평균 초과 ROE/순이익률/자기자본 비율을 계산했다.

업종 분류는 FnGuide WICS 기준을 적용하고 분석 기간은 공정거래 위원회 내부지분율 데이터 기간을 고려하여 2020년/2021년/2022년으로 설정했다. ROE Outlier (건강관리 업종) 및 상장폐지 종목 등을 조정했다. (분석대상 2020년 249社/2021년 260社/2022년 287社)

**[결과\_한국]** 데이터 한계 및 특정산업 Outlier영향 등을 제거한 분석결과 ROE와 순이익률 모두 일본 기업과 유사한 모습을 확인할 수 있었다. 하위 20%(내부 지분율이 가장 낮은 그룹)의 평균 초과 ROE와 순이익률은 상위 20% 대비 높은 수준을 나타냈다.

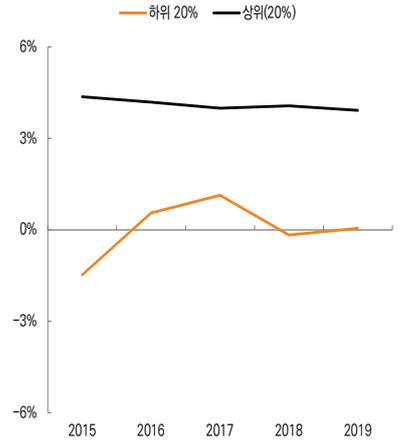
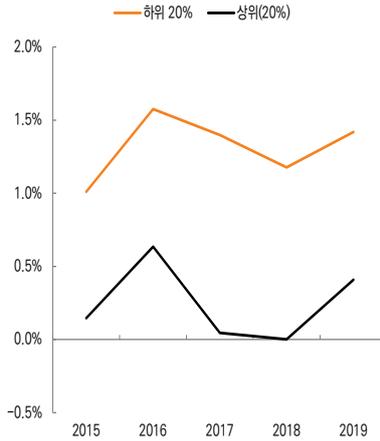
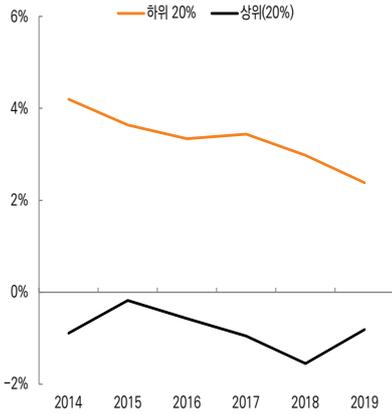
**[한국/일본 대주주 지분율 높은 기업 공통점]** 내부지분율/정책보유주식 비중이 높은 기업일 수록 업종내 평균 대비 낮은 재무성과 (ROE와 순이익률)를 나타냈다. 지배주주 또는 소수 경영진을 위한 의사결정을 할 가능성이 높은 기업들은 동일 업종 내 경쟁사 대비 수익창출 의지 및 능력 수준이 낮은 것으로 해석할 수 있다.

**[Engagement Point : 거버넌스와 자본 효율성]** 대주주 우호 지분율이 높은 기업의 낮은 수익성은 효율적인 경영이 이루어지고 있지 않음을 의미한다. 경영권 방어 목적의 지배력 강화에 따른 일반주주경영권 참여 제한은 기업의 재무 성과에 부정적인 영향을 미친다. 낮은 거버넌스 체계와 비효율적 자본활용 개선을 위해 관련된 항목을 중심으로 투자자와 기업의 적극적인 인게이지먼트 활동이 필요할 것이다.

그림 4. (일본) ROE

그림 5. (일본) 순이익율

그림 6. (일본) 자기자본 비율

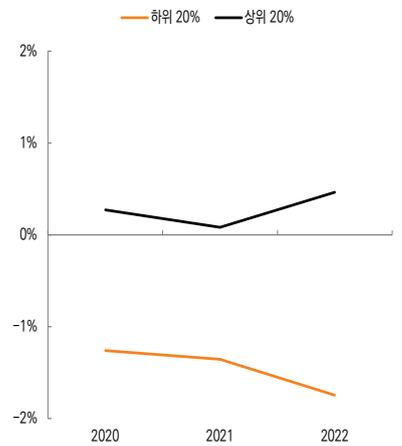
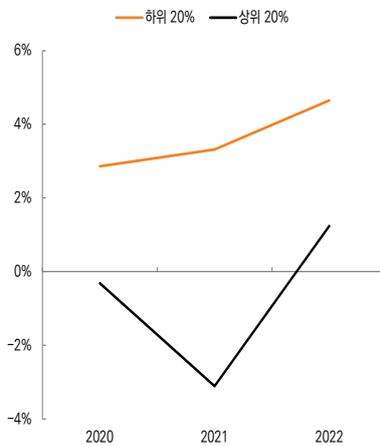
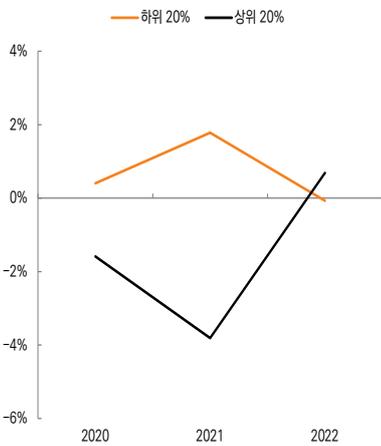


자료: Mitsubishi UFJ신탁은행 보고서 '주목 받는 정책보유 주식의 축소' 참고, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. (한국) ROE

그림 8. (한국) 순이익율

그림 9. (한국) 자기자본 비율



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

### 기업 밸류업 선결 과제 : 주주환원 (소각)

#### 국내 자사주 매입 의미

기업 밸류업 프로그램의 계획 발표 이후 시장은 산업별 자사주 비중에 따라 반응했다. 자사주 매입과 소각, 배당 여력이 있는 종목이 중심이 되어 주가 상승을 이끌었다. 특히, 자사주 매입과 소각 이력이 있는 증권, 유틸리티, 보험 업종과 지금까지 초과수익 발생 시 적극적인 자사주 매입과 소각을 진행한 자동차 기업들이 주목받았다.

충분한 현금흐름 대비 주주환원에 소극적인 기업은 주주가치 제고에 적극적으로 대응할 것으로 기대되었고, 발행주식 수 대비 자사주 비중이 높은 종목은 자사주 '소각' 가능성을 배경으로 관련 종목들에 대한 추천이 이어지는 모습이다. [그림10, 11]

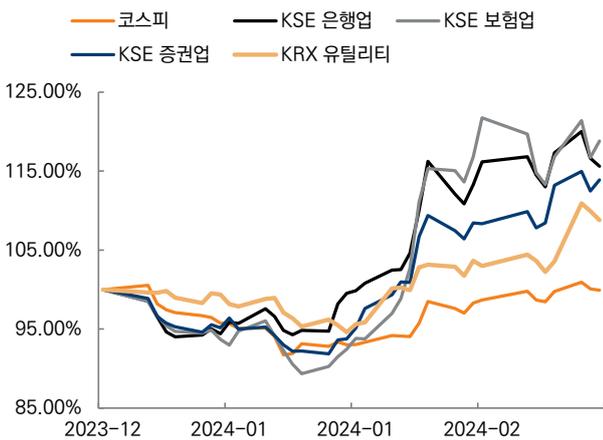
**[국내 기업 자사주 매입 한계]** 국내 기업의 지배구조 현황을 고려할 때 자사주 매입은 앞서 살펴본 우호지분 확보에 그칠 수 있다. 이러한 기업들은 지배주주 또는 소수 경영진을 위한 의사결정을 할 가능성이 높고 동일 업종 내 경쟁사 대비 수익창출 의지 및 능력 수준이 낮을 수 있다.

이는 ROE의 분자 부분인 기업의 중장기적 수익창출 능력 향상에 따른 Market value를 향상시킬 의지와 능력이 낮을 가능성이 높다는 것을 의미한다.

지속적인 수익창출과 시장가치 향상을 통한 PBR 개선이 불가능한 기업 즉, 거버넌스 수준이 낮은 (경영진/이사회)기업의 자사주 매입은 주주보호에 반하는 결과로 이어질 수 있다.

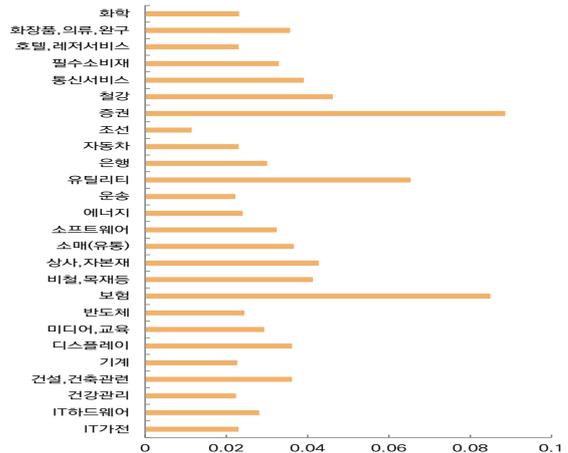
이러한 기업이 매입한 자사주는 오히려 소각을 통해 주식수를 줄이고 미래 EPS와 DPS를 높여 향후 발생할 이익의 주주환원율을 향상시키는 방법이 유리할 것이다.

그림 10. 업종 별 주가 퍼포먼스



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 발행 주식 수 대비 자사주 비중



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

**기업 가치와 소각의 유효성**

자사주 매입/소각이 중장기적 기업가치(주가)에 미치는 영향을 살펴보았다.

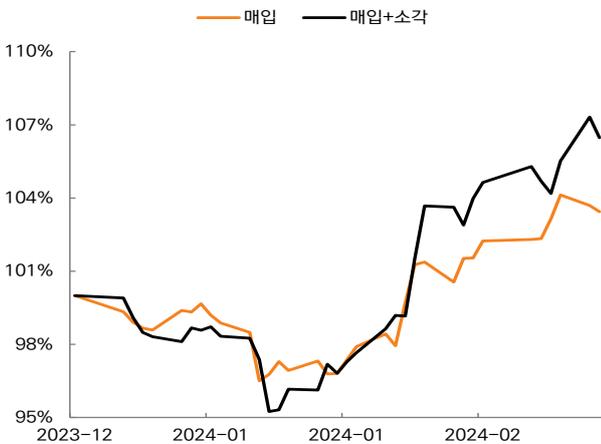
**[분석 방법]** 2014년 1월~2023년 12월 기준으로 한국거래소에 등록된 모든 매입과 소각을 시행한 data를 기반으로 매입/소각 이벤트 이후 주가 움직임을 확인했다. 매입 이후 소각을 진행했을 경우 '매입+소각'(n=81), 매입 이후 소각을 진행하지 않은 경우 '매입'(n=370)으로 분류하고, 매입/소각 시작 시점(T0) 이후 주가 퍼포먼스 추이를 KOSPI 대비 살펴보았다. Tx는 매입/소각 이후 X년의 기간 경과를 의미한다. 매입/소각을 여러 번 공시/시행한 경우 각각의 매입/소각을 별도의 이벤트로 간주하고 동일한 방법으로 T1~T5의 주가 퍼포먼스 추이를 KOSPI 대비 살펴보았다.

**[분석 결과]** 매입과 소각 모두 공시 직후 주가에 미치는 영향의 차이는 크지 않았다. 시점별로 상이한 움직임을 확인할 수 있었다. 초기(T1~3) 수익률은 매입이 소각 대비 높은 것으로 나타났다. 그러나 시간이 지날수록 (T3 이후) 매입 이벤트에 따른 성과는 하락하고 소각과 관련한 수익률 향상 추세는 유지되었다. Outlier를 조정 시 소각은 매입 뿐 아니라 전체 시장 대비 높은 장기 성과를 지속하였다.[그림13]

**[재무적 영향]** ROE 또는 유통 주식수를 기반으로 산정하는 EPS와 같은 재무적 숫자는 자사주 매입 시점에 영향을 받게 된다. 소각으로 인한 추가적 재무적 변화(자본총계)는 발생하지 않는다. 자사주 매입만으로 회계적 변화인 ROE는 높일 수 있다.

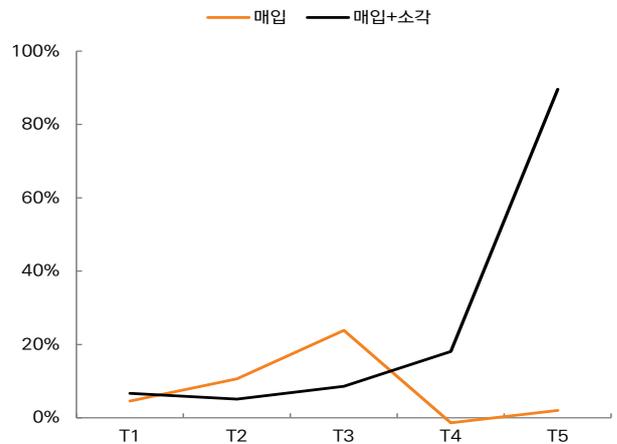
**[밸류에이션 관점]** 자사주 매입 영향을 반영한 재무적(숫자) 변화는 의결권이 다시 살아나는 재무적 판단 (처분, 교환) 등의 의사결정을 통해 언제든지 재조정될 수 있다. 문제는 자사주 매입 기간 중 이러한 불확실성은 여전히 존재한다는 것이다. 주가 밸류에이션 상 불확실성은 리스크로서 할인율을 높이고 기업가치 하락 요인으로 작용한다. 소각은 이러한 불확실성을 제거한다. 할인율 상승 여부를 고려할 필요가 없음을 의미한다.

**그림 12. 지난해말 이후 주가 퍼포먼스 매입 vs. 매입+소각**



자료: Quantwise, 한국거래소, 미래에셋증권 리서치센터

**그림 13. 경과 기간별 성과 추이 : 매입 vs. 매입+소각**



자료: Quantwise, 한국거래소, 미래에셋증권 리서치센터

분석결과 자사주 매입으로 인한 유통 주식수 ↓ → 현재 EPS ↑ =주가 ↑ 이 장기적으로 지속 되지 못한 배경은 다음과 같이 해석할 수 있다.

DCF관점에서 기업이 미래 창출할 가치(이익)의 합은 불확실성을 반영한 높은 할인율 CoE 을 적용하게 되어 주가는 결국 본연의 주가 수준으로 회귀한다. 반면, 소각은 이러한 불확 실성이 제거된다는 점에서 기존 할인율을 그대로 적용한다. 증가한 EPS 영향은 유효하고 주가는 상승 추세를 유지하게 된다.

**[한계점 및 시사점]** 총 2000건의 분석 대상 중 소각 이후 5년을 경과한 종목은 30개에 불 과했다. 그러나, 앞서 살펴본 대주주 우호 지분율이 높은 (한/일)기업의 낮은 수익성 분석 결과를 감안할 때 자사주 매입은 소각의지가 없는 기업의 불확실성을 반영한 높은 할인율 을 적용해야 한다. 자사주 매입 후 보유한 기업의 주가가 일시적으로 상승한 후 원래 수준 으로 회귀하는 모습에 대한 합리적 해석이 가능하며, 지배구조 수준을 반영한 소각이 중요 한 이유다.

**[Engagement 및 선결과제]** 지속적으로 기업가치를 창출할 의사결정 능력이 낮거나 의지 가 없는 즉, 거버넌스 수준이 높지 않은 기업이 주가부양을 목적으로 자사주를 매입했을 경 우, 향상된 ROE를 유지하기 위해서 투자자는 적극적인 ‘소각’을 요구하는 Engagement를 수행할 필요가 있다.

다만, 기업 밸류업 프로그램이 배당과 자사주 매입/소각에 치중될 경우 중장기적 비즈니스 지속 가능성을 담보하기 위한 설비/R&D 투자 진행에 차질이 발생할 수 있다.

중장기적 관점에서 지속가능한 기업가치 즉, 수익창출 향상을 위한 전문적 의사결정이 가능 한 이사회를 구성하고 경영진의 철저한 책임과 의무 분리, 전문성 평가 및 장기 재무성과 연동 인센티브 제도 등 거버넌스 개선을 위한 기반 마련이 우선되어야 할 것이다.

표 3. 현행 제도 개선방안

현행 방안 (24년 2월 기준)	개선 방안
기업가치 제고 계획 자율 수립 이행 소통	자율 수립, 이행 소통에 따른 확실한 인센티브, 페널티 체계
주주환원 세제지원 및 표창, 모범납세자 선정 우대로 자발적 참여 유도	주주환원 뿐만 아니라 제조업기반에서 ROE 업종전환에 대한 전방위적 지원
코리아 밸류업 지수 ETF 개발 (기업가치 우수기업 중심 및 기업가치 제고가 기대되는 기업), 벤치마크 사용 유도	단순 PBR, PER, ROE보다 업종, 시장, 성장성, 크기 다면적 분석
연기금 등 스튜어드십 코드 반영, 기업가치 제고 노력	이사회 - 주주 간 소통 강화와 사외이사 책임 강화
투자지표 비교공표, 분기별 PBR PER ROE, 연간배당성향 배당수익률 공표	연간배당성향보다 주주환원율에서 매입보다 소각을 기반한 주주환원을 산정 및 발표

자료: 한국거래소, 미래에셋증권 리서치센터

지난 2월 정부는 지금까지 물적분할/내부자거래/자사주 및 배당절차 관련 제도를 개선하고 일반주주 이익 보호 강화를 위한 제도를 구축했다. 이와 관련하여 향후 ‘회사법 제도의 근 간인 상법 개정’을 통해 소액주주 권익 보호를 위한 제도를 보완할 계획이다.

**[진행 경과]** ① (물적분할) 물적분할 후 쪼개기 상장 공시/상장 심사 강화, 주식매수청구권 부여 등 (내부자 거래) 내부자 대규모 거래 사전공시, (자사주)인적분할시 신주배정(자사주 마법)금지 등 ② (배당관행 개선) 배당권리자 확정일(배당기준일)전 배당금 규모 확정

**Korea Discount 해소를 위한 선결과제 항목들의 변화가 시작된 모습이다.**

# (일본) ROE ↑ 장기 과제 : 경제전략 SX/GX/DX

## SX(Sustainability Transformation)전략

### 변화된 일본기업의 지속가능한 가치창출 능력에 대한 투자자 재평가 목적

이미 거버넌스 개선 기반을 마련한 일본 기업은 지속가능한 ROE 향상을 통한 기업가치(수익창출능력) 향상을 추구하는 단계다. 정부는 다양한 전략을 통해 이를 지원한다.

작년 2월 경제산업성과 JPX는 SX를 실천하는 선진적인 기업 (매년 10社(예상))선정 계획을 발표했다. 'SX 2024'에 선정된 기업 리스트는 JPX와 경제산업성 홈페이지에 게재되며, 정부가 인증한 기업으로서 국내외 투자자에게 적극적으로 홍보될 것이다

**[SX종목 선정 목적]** ① 경영자의의식 변혁 및 투자자와의 대화(Engagement)를 통한 기업경영 변혁, ② 국내외 투자자를 대상으로 일본 기업의 변화 방향성을 어필하여 투자자의 일본 주식 전체에 대한 재평가와 새로운 기대 형성을 목적으로 한다.

**[SX기업]** 경제산업성 'SX판 이토리포트3.0'/'가치협창 가이드스2.0'에서 제시한 개념에 따라 상장기업별 '가치창조 스토리(미래 성장성)'을 평가한다 모든 평가는 '기업가치' 창출을 전제로 하며 기업이 창출한 가치의 최종 이익은 주주에게 귀속됨을 명시하고 있다. (경제산업성 산하 '지속 가능한 기업 가치창조를 위한 장기 경영 및 장기투자를 지원하는 SX연구회' 보고서\_Ito 보고서 3.0, 2022년 8월)

**[SX판 이토보고서 3.0]** 기업의 중장기 변혁(Sustainability Transformation, SX) 지속 가능한 성장과 가치 창출을 강조한다. 디지털 변환(Digital Transformation, DX)와의 관계, 지속 가능한 개발 목표(Sustainable Development Goals, SDGs), 환경·사회·거버넌스(ESG), 인적 자본 경영(특히 인건비 및 기타 복지는 기업의 장기적 성장을 지원하는 전략적 자원 및 투자로 인식)의 중요성을 강조한다.

**SX**  
(Sustainability Transformation)  
'사회의 지속가능성'과 '기업의 지속가능성'을 '동기화'시키고 이를 위해 필요한 경영·사업의 변화와 혁신 (트랜스포메이션)의미한다.

'동기화'란 '사회의 지속가능성'에 기여하는 장기적인 가치를 제공하여 '사회의 지속가능성' 향상을 도모함과 동시에 기업의 장기적&지속적인 성장 동력 창출 능력 향상과 더 높은 가치창출로 이어지는 것을 의미한다.  
(경제산업성)

**SX기업**  
지속가능성 과제와 요구에 대응하여 장기적이고 지속적인 기업가치를 창출하는데 적극적인 선진적 기업

표 4. 이토리포트 3.0에서 제시한 SX 전략 및 구현을 위한 핵심 조치

항 목	주요 내용
지속 가능성 변혁 (SX) 전략 채택	기업이 지속 가능한 성장을 추구하며, 이를 위해 사회적 지속 가능성과 기업의 지속 가능성을 통합하는 SX 전략 (기업 활동을 사회적 지속 가능성 목표와 일치시키는 것을 포함)을 채택할 것을 권장한다
장기 성장과 투자	장기적인 기업 성장을 위해 필요한 투자에 집중하며, 이를 통해 보다 지속 가능한 비즈니스 모델로의 전환을 도모할 것을 강조한다.
투자자와의 건설적 대화	기업은 투자자와의 건설적인 대화에 참여하여, 투자자들에게 기업의 장기적인 비전과 목표를 명확히 전달함으로써 장기적인 가치 창출 전략에 대한 이해와 지지를 얻을 수 있어야 한다.
구체적인 실행 조치	지속 가능한 비즈니스 모델 실행을 위해 지속 가능성을 바탕으로 명확한 비전을 정의하고 장기가치 창출을 위한 전략 수립, 핵심 성과 지표(KPIs) 및 거버넌스 구조 정립을 포함한 구체적인 전략을 제시한다.
Value chain 전반적인 협력 강화	중소기업, 스타트업, 투자 체인의 다양한 참여자와의 협력을 통해 지속 가능성을 전체 가치 사슬에 걸쳐 추진해야 한다. 이는 상호 협력과 지원을 통해 지속가능한 사업 모델 구축과 시스템 전반적인 변화를 가능하게 한다.

자료: SX판 이토리포트 3.0, 미래에셋증권 리서치센터

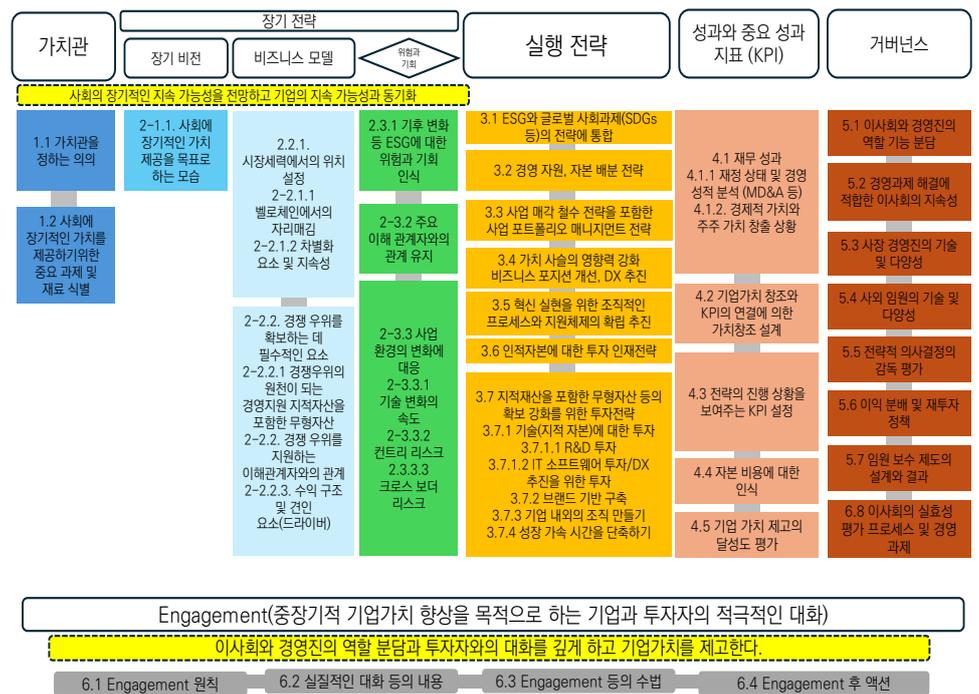
**[가치 협창 가이드스 2.0]** 지속 가능한 성장을 추구하는 기업과 투자자 간의 대화와 협력을 촉진하는 프레임워크로, 투명한 정보 공개와 ESG 요소의 통합, 인적 자본의 중요성, 장기적 가치 창출 전략, 다양한 이해관계자와의 협력 등을 강조한다. 기업과 투자자가 함께 지속 가능한 성장을 달성하고, 장기적인 기업 가치를 증진시키기 위한 핵심 요소들을 제공한다.

**표 5. 가치 협창 가이드스 2.0 (기업과 투자자의 대화 가이드스) 주요 내용**

항 목	주요 내용
지속 가능한 성장의 중요성 인식	기업과 투자자 모두 지속 가능한 성장과 장기 가치 창출의 중요성을 인식한다.
투명한 정보 공개 및 대화 촉진	기업은 재무적, 비재무적 정보를 투명하게 공개하고, 투자자는 이를 바탕으로 건설적인 대화에 참여한다.
ESG 요소의 통합	환경, 사회, 거버넌스 요소를 기업 운영과 전략에 통합해 지속가능한 성장을 도모한다.
인적 자본의 중요성 인식	지속 가능한 비즈니스 모델 실행을 위해 지속 가능성을 바탕으로 명확한 비전을 인적 자본은 중요한 자원으로, 이에 대한 투자를 통해 장기적인 기업 가치를 향상시킬 수 있다.
장기적 관점에서의 가치 창출 전략	장기적 관점에서 지속 가능한 비즈니스 모델과 전략을 개발하고 실행해야 한다.
다양한 이해관계자와의 협력	기업은 투자자뿐만 아니라 다른 이해관계자들과 협력하여 지속 가능한 성장을 촉진해야 한다.

자료: 가치 협창 가이드스 2.0, 미래에셋증권 리서치센터

**그림 14. SX실현을 위한 프레임워크 '가치 협창 가이드스 2.0'(기업과 투자자의 대화 가이드스)**



자료: 경제산업성 '가치 협창 가이드스 2.0', 미래에셋증권 리서치센터

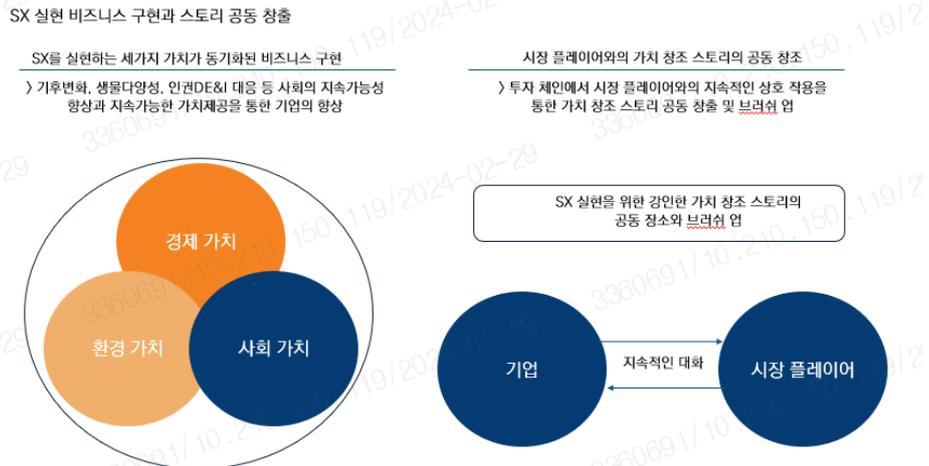
**[주요 심사 항목]** 1년 평균 PBR 1배 이상 기업을 대상(평가 대상은 2023년 10월 기준 JPX에 상장된 프라임/스탠다드/그로스 기업 전체)으로 심사한다. 사업 개혁, 인적자본투자 등에 대한 대응 수준/투자자의 건설적인 대화(Engagement) 체제 수준 여부/투자자 기대 수익률인 자본 비용을 의식한 경영의 충실정도/영문 공시 수준/PBR 수준/미래 성장과 거버넌스를 중점적으로 평가하는 기술 항목을 통해 새로운 가치 창조 스토리 구축 가능성을 확인한다. 가치관과 장기전략/실행전략/KPI와 거버넌스/투자자와 소통(인게이지먼트) 총 4 가지 관점으로 평가한다.

**GX (Green Transformation)전략**  
 2050 탄소 중립을 이행과정에서 '경제성장'과 '환경보호'를 동시에 달성하기 위해 필요한 경제/사회 시스템 전체의 변화를 총괄하는 전략/화석에너지에서 청정에너지 산업 및 사회 구조의 변혁을 목적으로 한다.

**DX (Digital Transformation)**  
 기업이 데이터와 디지털 기술을 활용하여 빠른 비즈니스 환경의 변화에 대응하고 고객과 사회의 요구를 반영한 제품, 서비스, 비즈니스 모델을 재구성하고 비즈니스 자체/ 조직/프로세스/ 기업 문화와 풍토의 변화를 통해 경쟁 우위를 확립하는 것 (경제산업성)

**[SX전략 중요성]** SX전략은 사회전체의 지속가능성을 위한 전략이다. 글로벌 탈탄소 산업전환에 적극적으로 대응하여 일본의 에너지/산업구조를 변혁하기 위한 GX(Green Transformation) 전략과 DX(Digital Transformation) 전략을 포괄한다. 뿐만 아니라 일본 정부가 직접 전 세계를 대상으로 홍보하는 기업을 선정한다는 점에서 일본 주식 및 일본경제 전반에 대한 일본 정부의 방향성을 확인할 수 있다.(결과 발표 및 공표 2024년 5~6월)

**그림 15. SX실현을 위한 비즈니스 구현과 가치창조 스토리 관계**



자료: 경제산업성 '이토리포트 3.0(SX판 이토리포트)' 미래에셋증권 리서치센터

## GX(Green Transformation)전략

일본 정부는 '탈탄소'/'안정적인 에너지 공급'/'경제 성장'의 3가지를 동시에 실현을 목적으로 'GX실현을 위한 기본방침'과 'GX추진법'/'GX탈탄소전원법'을 입법화하고 작년 7월 '탈탄소 성장형 경제 구조 이행 추진을 위한 총괄'인 'GX 추진전략'을 발표했다.

글로벌 탈탄소 산업전환에 적극적으로 대응하여 일본의 에너지 및 산업구조를 변혁하고 이를 일본 경제성장의 기회로 활용하는 것을 목적으로 한다.

10년간 150조엔 규모로 진행되며 ①'GX 경제전환채권'(Climate Transition Treasury, CT국채) 발행 ② 탄소가격제, ③ 새로운 금융수단 등을 통해 조달된 정부와 민간의 자금을 활용한다. GX전략은 ① 안정적 에너지 확보 ② '성장지향형 탄소가격제' 도입 ③ 국제협력 강화 ④ 전 사회의 GX화로 구성된다.

표 6. GX (green Transformation) 개요 및 내용

수립 배경	2023년 현재 전 세계 탄소 중립 선언 국가·지역이 증가(글로벌 GDP 90% 이상)하고 있는 추세를 감안하여 탄소 배출량을 감축을 위해 노력하는 동시에 경제 성장을 달성을 위한 전략을 수립해야 한다. 특히 이번 우크라이나 전쟁을 통한 일본 에너지 안보에 대한 중요성이 강조되면서 탄생한 전략이다.	
컨셉트	1) 안정적 에너지 공급원 확보, 2) 새로운 금융 투자 방법 도입, 3) 중소기업지원을 통한 일본 전역의 Green Transformation 달성을 목표로 구성되었으며 '2050NetZero'달성을 위한 글로벌 산업 전환을 기업 비즈니스 기회로 활용하기 위해 중소기업에 이르기까지 신속하게 대응할 수 있도록 정부 차원의 적극적인 지원을 통한 경쟁 우위성을 획득할 수 있는 내용으로 설계되었다.	
주요 내용	안정적인 에너지 확보	[공급 측면] 재생에너지/원자력/수소·암모니아/카본 리사이클링/ 연료 및 CSS산업을 육성한다. [수요 측면] 에너지 효율화/제조업의 연료·원료 전환 /운송/탈탄소 목적의 디지털에 대한 적극적인 투자를 집행한다.
	성장지향형 탄소가격제 도입	현재 활용 중인 크레딧 제도(J-Credit) → 2023년 자발적배출권 거래제 (ETS) 'GX리그'를 시범 도입하고 단계적으로 발전시킨다.
	국제협력 강화	아시아 제로 에미션 공동체 'AZEC, Asia Zero Emission Community' 제안을 통해 국제 협력을 주도한다. 호주 등과 수소 생산 및 운송 부문에 적극적으로 협력한다.
	전 사회의 GX화	[공정 전환] 재탄소 산업 전환을 위한 교육 및 인력 이동에 대한 지원금 지원 (5년간 1조엔) [수요창출] 100여개의 탈탄소 시범지역을 선정하고 지역별 중점 대책을 지원한다. [중소중견기업 지원]

자료: 경제 산업성, 미래에셋증권 리서치센터

### Transition Bond (전환채권)

본래 특성상 저탄소 전환이 매우 어려운 고탄소 산업(철강, 운송, 항공, 시멘트, 에너지 발전 등)의 탄소 저감 및 에너지 효율 개선 사업에 대한 자금 지원을 위해 고안된 채권.

녹색채권으로 조달된 자금은 친환경 녹색 프로젝트에 한하여 집행될 수 있는 반면, 전환채권 자금은 탈탄소 달성 목적의 모든 프로젝트에 대해 사용할 수 있다.

### Greenium (그린+프리미엄)

기후변화 대응에 대한 투자 트렌드를 배경으로 탄생한 용어. 녹색채권에 대한 수요증가에 따라 차입금리가 일반채권을 하회하는 현상.

### 경제전환채권(Climature Transition Treasury, CT국채)

일본정부는 지난 2월 세계최초로 1600억엔 전환채권(Transition bond)를 발행했다. 5년물/10년물 각 800억엔규모로 조달된 자금은 2022년 기준 온실가스배출량 세계 5위인 일본 기업의 '탈탄소화'를 지원하게 된다.

**[일본 은행]** CT국채 발행일정 및 규모 발표 당일 일본은행은 '장기국채 매입 운영 계획'을 변경하고 CT국채를 매입 대상에 추가하고 기존 채권의 유통금리와와의 차이를 반영하여 유연하게 대응할 방침을 표명했다. 낮은 유동성과 금리변동에 따른 변동성 데이터 부재 등에 따른 리스크를 사전에 관리하는 모습이다.

**[투자가 관점]** 향후 10년 동안 국채 형태의 CT채권이 발행된다는 것은 기후변화 대응을 위해 높은 유동성을 보유한 금융상품의 등장을 의미한다. CT국채에서 Greenium이 발생할 수 있는 환경이 조성될 수 있을 것으로 기대된다.

CT국채에서 발생한 그리니엄은 이후 발행되는 CT채권과 ESG채권 등의 수익률에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상할 수 있다. 중장기 운용 듀레이션을 보유한 연기금의 기후변화 대응 포트폴리오 운용을 위한 투자자산으로 활용될 수 있다.

기후 전환 채권은 일본 정부의 탄소 중립 및 녹색 성장 전략의 핵심적인 금융 도구로 기능하며, 장기적인 환경 및 에너지 전환 목표 달성을 위한 핵심 분야에 투자된다.

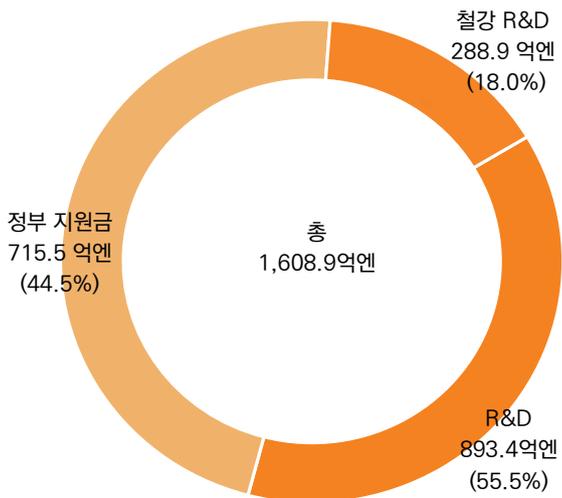
**[주요 사용처]** 조달 금액의 약 55.5%는 산업 및 에너지 부문의 전환을 지원하고 배출 감소 목표를 달성하기 위한 기술 연구개발에 할당된다. 44.5%는 탈탄소화 목표 지원을 위한 다양한 보조금 프로그램에 사용된다 보조금 지원 금액의 81.6%는 반도체, 전기 저장 배터리, 건물 내 에너지 효율 향상 조치와 같은 분야에 집중 투자될 예정이다. 조달 금액 39.0% 이상은 페로브스카이트 태양 전지와 풍력에 대한 연구개발 및 저탄소 교통수단과 배터리에 대한 보조금을 포함한 녹색 활동을 지원하고 18%는 수소를 철강 제조 공정 및 열 공정의 탈탄소화를 위한 R&D 지원으로 배정되어 있다. 관련된 기업의 지속적인 ROE 및 성장을 향상을 지원한다.

표 7. CT Climate Transition Treasury

	5년물	10년물
발행금액	799.8억엔	799.5억엔
이자율	0.3%	0.7%
발행일	2024.02.27	2024.02.14
상환일	2028.12.20	2023.12.20
상환방법	만기 일시 상환	
자금 사용처	GX 촉진 전략에 근거하여 기후 전환 채권 프레임워크 식별 기준을 충족하는 사업	

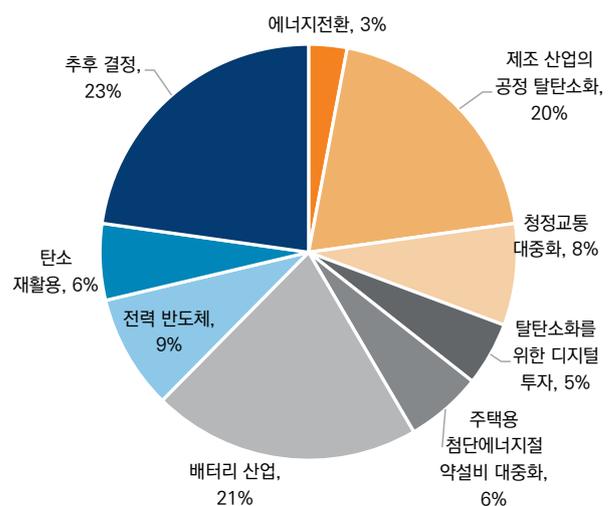
자료: 가치 협창 가이드스 2.0, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. GX 이행채권 조달자금 사용처 (계획)



자료: Climate Bond Initiative 'Japan's Climate Transition Bond' 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. GX 이행채권 조달자금 사용처 산업기준



자료: JCR Evaluation Result, 미래에셋증권 리서치센터

**그린 이노베이션기금**

New Energy and Industrial Technology Development Organization (NEDO)에 의해 운영되며, 민간 및 공공 부문의 목표에 동참하는 기업 및 기관에게 연구개발(R&D), 시연, 그리고 결과물의 사회 구현에 이르기까지 최대 10년까지 지원한다.

지원 대상은 그린 성장 전략 내에서 실행 계획이 수립된 분야를 우선한다.

**GX 실현을 위한 다양한 지원책**

**[중소기업]** GX전략에 따라 중소기업의 '탄소 중립' 달성을 위한 에너지절약 설비 변경 지원 제도를 강화한다. '하청 중소기업 진흥법'을 기반으로 공급망 전체의 탈탄소화를 촉진하고, 2022년 11월 발표한 '스타트업 육성 5개년 계획' 목표에 맞춰 'GX분야 스타트업'을 지원한다. 이를 위해 5년 동안 2,000억엔 규모의 선투자를 집행한다.

**[분야별 투자 지원]** 지난 해 12월 일본정부는 2024년 이후 중공업, 이동성, 에너지, 부동산 분야에서 CO2 배출량 삭감을 위한 연구개발 및 설비투자에 2.4조엔의 예산 자원 계획을 발표했다. GX기본방침의 22개 분야에 초점을 맞춰 '분야별 투자 전략'(2021년 창설된 2조엔 규모의 '그린 이노베이션기금' 대상 분야 포함)을 발표했다.

**[세제조치]** EV, 녹색철강, 녹색화학, SAF, 반도체의 일부 등을 들 수 있으며, 생산단계 비용이 높은 전략분야에 대해 세금을 공제하는 '전략분야 국내생산촉진세제(가칭)' 도입을 결정했다. 공정 단계별 비용 절감을 목적으로 최대 40%까지 법인 세액 공제가 가능하다.

**GX전략을 활용한 지속가능한 경제성장**

**[신규 고용 창출 및 새로운 산업의 등장]** 탈탄소화에 필요한 기술 및 산업의 출현을 통해 새로운 고용과 산업을 창출하고 경제성장을 촉진할 수 있다. 경제산업성 자료에 의하면 2050년에 탄소중립 실현 시 2030년 대비 재생에너지 관련 산업의 일본 국내 에너지 생산 규모는 약 3배에 이른다고 한다.

**[새로운 시장 등장]** 탈탄소화 기술과 제품 수출 확대를 통해 새로운 시장을 확대할 수 있다. 국제에너지기구(IEA)는 2050년 세계 전체의 재생 가능 에너지 관련 투자액은 2020년 대비 10배에 이를 것으로 추산했다. 전통적인 산업 모델에서 환경 친화적인 새로운 비즈니스 모델로의 전환은 새로운 시장과 고용 창출이 될 것이다

## DX (Digital transformation)전략

경제산업성은 지난 2018년 'DX보고서-IT시스템 (2025년 절벽)'을 통해 DX를 달성하지 못할 경우 2025년 이후 최대 연간 12조엔의 경제 손실이 발생할 있으며 이는 지속가능한 경제성장을 저해하는 요인으로 인식했다. 이후 'DX보고서 2.0', 'DX보고서 2.1'를 통해 일본의 DX현황과 기업에 필요한 경영·전략의 변화 및 정부 정책의 방향성을 제시하고 DX전략을 수립했다.

DX 목적은 일본 기업의 디지털 경쟁력 우위를 확보하는 것이다. 기업이 디지털 기술을 활용하는 것이 아니라 디지털 기술을 활용한 독창적인 디지털 비즈니스를 창조하고 동시에 이를 활용하여 속한 산업내 경쟁력 우위를 확보하는 것으로 일본 기업/산업/국가 경제의 지속가능성과 밀접한 관련이 있다.

작년 6월 경제산업성 산하 '반도체 및 디지털 산업 전략 검토 회의'는 본 전략에 기반하여 '반도체·디지털 산업 전략(일본 반도체/정보 처리 기반 고도 정보 통신 인프라/축전지 등의 산업 방향성을 규정)을 개정했다.

### 디지털 거버넌스 코드

경제산업성은 2020년 '디지털 거버넌스 코드'를 책정하고 2022년 '디지털 거버넌스 코드 2.0'으로 개정했다.

본 코드는 ① 기본적인 사항, ②추구하는 방향성, ③대책으로 구성되며 '정보처리 촉진법'에 근거한다. 기업규모 및 법인 개인 여부와 관련없이 준수해야 한다. 'DX인증 제도' 및 거래소에서 발표하는 'DX유명상표'의 기준으로 활용되는 등 'DX전략' 실행의 주요 항목이다.

**2025년 절벽**  
2018년 경제산업성이 'DX 보고서'에서 제시한 일본의 기업들이 직면한 IT 시스템과 관련된 문제 '2025년 절벽'발생 주요 원인은 일본 기업의 85%가 보유한 레거시 시스템.

**'레거시'시스템(Legacy system)**  
기술의 노후화, 시스템의 비대화/복잡화 등의 문제로 인해 경영 및 사업 전략의 제약과 고비용 구조의 원인 되어 있는 시스템

그림 18. 레거시 시스템 현황 미국 vs. 일본 (그림)

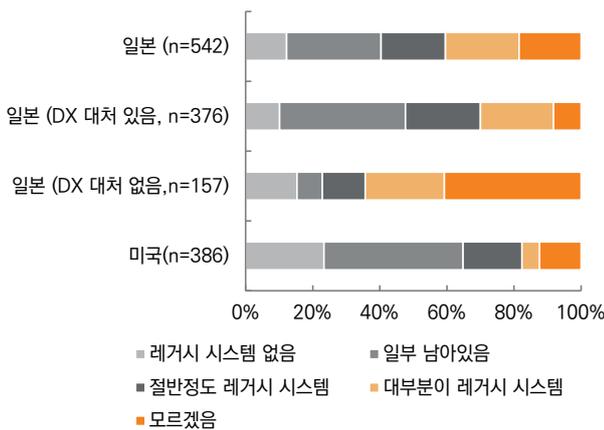


그림 19. 디지털 거버넌스 코드

항목	주요 내용
비즈니스 모델	기업은 비즈니스와 IT 시스템을 총체적으로 파악하고 디지털 기술에 의한 사회 및 경쟁 환경의 변화가 자사에 미치는 영향(리스크·기회)을 근거로 경영 비전 실현을 위한 비즈니스 모델 설계하고, 이해 관계자를 대상으로 충분히 설명해야 한다.
전략	기업은 사회 및 경쟁환경의 변화를 기업목표로 하는 비즈니스 모델을 실현하는데 필요한 디지털 기술 활용 전략을 수립하고 이해관계자에게 제시해야 한다.
인재 및 기업문화	디지털 기술을 활용하는 전략의 추진에 필요한 체제를 구축하고 동시에 조직설계·운영의 본연의 방식에 대해 이해관계자에게 설명해야 한다.
IT 시스템 및 디지털 전략	IT 시스템 및 디지털 전략의 추진에 필요한 IT 시스템·디지털 기술 환경의 정비를 위한 프로젝트나 정책, 이용하는 기술 환경 정비 정책 기술, 표준, 아키텍처, 운용, 투자 계획 등을 이해관계자에게 명확히 설명해야 한다.
성과 및 중요성 성과 지표	디지털 전략 달성 수준을 확인할 수 있는 지표를 선정하고 지표에 기초한 성과를 이해관계자에게 중요한 성과 지표 설명해야 한다.
거버넌스 시스템	경영자는 디지털 기술을 활용 전략 실행에 있어 이해관계자 대상 정보공시를 포함한 리더십을 발휘해야 한다. 사업 부문 및 IT 시스템 부문 등과 협력하여 디지털 기술 관련 동향 및 자사의 IT 시스템의 현황에 대한 과제를 파악하고 분석을 통한 전략 제검도를 수행한다.

자료: 'DX백서 2023', 미래에셋증권 리서치센터

자료: 경제산업성, 미래에셋증권 리서치센터

### DX 인증제도

DX추진 준비를 갖춘 사업자에 대하여 경제산업성이 발급하는 국가 인증 제도이다. 법인뿐만 아니라 개인 사업자를 대상으로 한다. 2020년 5월에 시행된 '정보 처리 촉진에 관한 법률'의 일부를 개정하는 법률에 근거하여 시행된다.

#### DX-Ready

경영자가 디지털을 활용하여 획득한 데이터에 따라 사업환경의 변화를 명확히 인지하고 필요한 전략을 수립하고 전략 실천을 위해 필요한 조직 및 인재를 확인할 수 있어야 한다. 이에 더하여 이를 위한 IT시스템 정비 방안을 제시하고 전략 추진 상황을 관리할 수 있는 상태를 의미한다.

'정보처리추진기구(IPA, 독립행정법인)' 평가를 기반으로 발급된 인증서를 취득한 기업은 ① 사내 DX추진 기반을 정비할 수 있고, ② 국가 인증 DX-Ready 조직으로서 브랜드 가치 상승, ③ 'DX종목' 선정 자격 획득뿐만 아니라 ④ 국가 지원 대상으로서 다양한 혜택을 누릴 수 있게 된다.

그림 20. 디지털 거버넌스와 DX인증제도 관계도



자료: 경제산업성, IPA(Information-Technology Promotion Agency), 미래에셋증권 리서치센터

### DX세제 지원

일본 전체 중소기업 중 DX를 추진하고 있는 기업은 25%에 불과한 반면, 41%는 전혀 추진계획이 없는 상황이다(중소기반정비기구 조사). 이와 관련하여 일본 중소기업청과 일본 경제 산업성은 IT와 디지털 관련 세제 지원책과 투자유치 방안을 적극 검토 중이다.

표 8. 일본정부의 IT 및 디지털 관련 세제 지원

지원책	도입연도	관련 기관	주요 내용
중소기업 방재(防災)/재난감축(減災) 투자 촉진세제	2019	경제산업성/중소기업청	자연재해 등에 대응한 사업 지속 능력 강화 계획의 일환으로 무정전(無停電) 전류 장치 등을 대상으로 20% 특별 상각 인정
중소기업 투자 촉진세제	2020	경제산업성/중소기업청	소프트웨어를 포함한 설비투자 전액을 대상으로 세액 공제 7%, 또는 30%의 특별상각 인정
5G투자 촉진세제	2020	총무청	전기통신사업자의 5G관련 설비투자에 대해 15%의 세액 공제 또는 30%의 특별상각 인정
연구개발세제	2021	경제산업성	클라우드 소프트웨어 관련 연구개발 기업의 법인세 산정시 Test연구개발비의 일정금액을 공제함
중소기업 경영강화 세제	2021	경제산업성/중소기업청	소프트웨어를 포함한 설비투자 전액 즉시 상각 또는 10% 세액 공제 (자본금 3,000만엔 초과~1억엔이하 법인 7%)
DX투자 촉진세제	2021	경제산업성	클라우드 기술을 활용한 디지털 관련 투자를 대상으로 3% (또는 5%)의 세액 공제 또는 30%의 특별 상각 인정

자료: 문무과학성 '과학기술 이노베이션', 미래에셋증권 리서치센터

### DX종목

경제산업성, 정보처리 추진기구 및 JPX는 지난 2020년부터 상장기업(프라임/스탠다드/그로스 시장)을 대상으로 'DX 종목'을 선정하고 표창한다. 선정된 기업 리스트는 경제산업성 홈페이지에 게재된다. 2015년부터 선정된 (구)'적극적인 IT경영 기업'의 평가범위를 DX수준으로 구체화한 것이다.

'DX종목'은 디지털 기술을 기반으로 비즈니스 모델 등에 근본적인 변화와 혁신을 추진하여 새로운 성장 및 경쟁력 강화를 실현하는 '디지털 트랜스포메이션(DX)'을 실천한 기업이다.

**[평가 항목]** ①비전 및 비즈니스 모델/②전략/③조직·제도 등/④디지털 기술 활용 및 정보 시스템/⑤성과 및 중요한 성과 지표의 공유 수준/⑥거버넌스의 6가지 평가항목과 재무제표에 대한 스코어링을 기준으로 선정한다.

표 9. DX종목 선정기준 (2023년 선정기업 Appendix 참고)

항목	선정 기준
DX 그랑프리	DX종목으로 선정된 기업 중에서 특별히 뛰어난 성과를 나타낸 기업
DX 종목	디지털 기술에 기반한 비즈니스 모델 등을 통해 근본적인 변화와 혁신을 이룩하고 새로운 성장력 및 경쟁력 강화로 연결하는 'DX전략'을 실현한 기업 (그랑프리 기업 제외)
DX 주목기업	'DX종목'에 선정되지 못한 기업 중에서 기업가치 개선 부분에서 뛰어난 성과를 달성한 기업
DX 플래티넘 (2023-2025년 한시적)	DX전략 시행 이후 지속적으로 본 전략에 적극적으로 대응하는 기업 3년 연속 'DX종목'으로 선정되었으며 과거 DX프랑프리 선정 이력을 보유해야 한다.

자료: 미래에셋증권 리서치센터

### GX와 DX 연관성

GX는 경제산업성(METI, Ministry of Economy, Trade and Industry)이 담당하고 DX는 디지털청(Digital Agency)에서 담당한다. 두 전략 모두 일본의 지속가능한 발전과 혁신을 목표로 매우 밀접한 연관성을 갖는다.

GX는 환경과 에너지 측면에서의 지속가능한 발전을 추구하는 반면, DX는 디지털 기술을 통한 사회 및 경제적 혁신을 지향한다. 일본 정부는 '새로운 자본주의' 구현을 위해 두 전략을 활용하여 경제성장과 지속가능성을 동시에 추구하고자 한다.

2050년 탄소중립을 선언한 일본 정부는 목표 달성을 위해 전력 네트워크의 디지털 제어 등 견고한 디지털 인프라 구축의 필요성을 강조하고 있다. GX를 실현하기 위해서 다양한 디지털 기술이 필요하기 때문이다. 예를 들어 탈탄소화를 위해 빠질 수 없는 전기 자동차의 경우 자동차의 DX는 필수 불가결한 요소다. 또 전력 수요 예측을 하고 전력 생산 최적화를 도모하기 위해서는 AI를 활용한 업무 흐름 개선 등이 필요하다.

GX에 의한 녹색투자의 증가는 이러한 분야에 새로운 활력을 가져다 경제 전체의 활성화로 이어질 것으로 기대한다.

본 장(章)에서 살펴본 바와 같이 일본의 '기업가치 향상 프로그램'은 지속가능한 기업가치향상을 목적으로 한 국가경쟁력 강화전략과 연계되어 있다. Korea Discount 해소를 위해 일본의 선례를 벤치마크한 '기업밸류업 프로그램'은 현재 우리 금융시장에 빠르게 확산되기 시작했다. 이러한 기업의 시장가치 상승 추세가 지속가능한 기업의 본질가치 상승으로 이어질 수 있도록 일본의 SX/GX/DX와 같은 경제 정책들이 발표될 것으로 예상된다.

**새로운 자본주의**  
'아베노믹스'를 계승한 기시다 정권이 제시한 4가지 주요 정책 (새로운 자본주의/어린이 육아/외교와 안전보장/국민 생활의 안전 안심)중 하나.

## 기업 밸류업 주요 Tool: K-Premium 지수

### Korea Premium 150

#### ① 일본 정책 벤치마크 현실성

정부는 JPX Prime 150 Index를 참고한 한국 프리미엄 인덱스(가칭 K-Premium 150) 구성 계획을 발표했다. 아직 규정된 지수 선정 기준이 없다. 시장에서 다양한 해석이 등장하고 있다.

JPX Prime 150 Index 기준을 그대로 적용할 경우, 한국의 상장기업 특성(특정 산업 편중 高) /Cyclical한 주가 움직임(테마주 영향 高) /단기투자 성향 高 및 금융시장 환경(정보공시 수준 低) 등이 충분히 고려되지 못한 채 정부의 기대 (ETF 자금유입 등)와 다른 방향의 결과로 이어질 가능성이 있다.

일본의 기업가치 개선 목적(경제 재흥)과 한국의 기업가치 개선 목적 (주가 부양)의 차이를 고려한 상이한 접근방식이 필요할 것이다. 특히 JPX Prime 150 지수 선정 조건에서 중요한 Equity Spread는 주주자본을 제외한 잉여이익의 현재가치 개념을 기반으로 한다는 점에서 중장기 수익률 향상을 목적으로 한다.

때문에 일본공적연금(GPIF)는 본 지수를 벤치마크한 투자를 집행하지 않고 있으며 공시(公示)된 투자 계획 또한 없다. 국가적 공공성이 강조되는 연금일지라도 투자를 위한 의사결정 기준으로 '수익성'은 무엇보다 우선적으로 고려되어야 하기 때문이다.

#### ② JPX Prime 150 Index

프라임 시장 상장기업을 대상으로 기준일 시가총액 상위 500개 종목 중 기업가치가 창출 될 것으로 기대되는 일본 대표기업'으로 구성된 지수다. 기업가치는 ① 재무실적에 근거한 자본 수익성과 ② 기업의 미래와 관련된 정보(비재무 정보)가 포함된 시장평가에서 발생하는 수익의 합으로 계산한다. ① '자본 수익성'은 Equity Spread [ROE- 주주 자본비용(투자자 기대수익)], ② '시장평가'는 PBR [주가/BPS(주당순이익)]로 측정하고 각각 상위 75개 기업으로 150개 기업을 선정한다.

표 10. JPX 프라임 150 지수 선정 기준 및 구성 종목 특징

항목	세부 내역
조건 1 [자본 수익성]	Equity Spread [ROE(자기자본이익률, 8% 이상)-주주 자본비용(투자자 기대수익)] > 0 상위 75개 기업
조건 2 [시장평가 수익성]	PBR>1 기업 중 시가총액 상위 75개 기업
주요 구성 종목 특징	시가총액 1조 엔 이상, 일정 수준 이상의 PBR(주가순자산비율), ROE (자기자본이익률) 및 EPS (주당순이익) 성장률을 유지하고 있는 기업들로 소니 그룹, 히타치, 닌텐도 등 Tech 기업 그리고 워런 버핏 투자기업 마루베니, 이토추, 미쓰이상사 등 포함 / (도요타, 닛산 등) 자동차 기업 제외

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

본 지수 편입기준 ① Equity Spread (ROE ↑ -자본비용 ↓)크기는 향후 기업가치를 창출할 것으로 기대되는 중장기 투자 지표이며, ② PBR>1 종목 중 시가총액 상위 기준은 선정된 종목은 이미 고평가 된 상황일 수 있다.

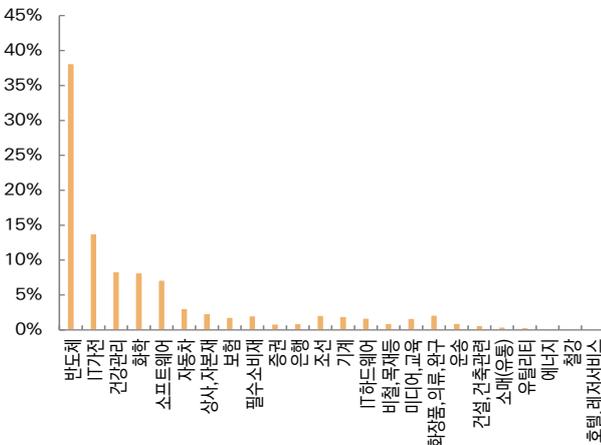
주가 부양 목표에 부합하려면 오히려 본 지수에서 제외된 기업들의 개선 효과를 기대할 수 있다. 실제 일본의 경우 지수 편입에서 제외된 도요타 등의 PBR 상승을 위한 자사주 매입 등에 따른 주가 상승분은 해당 기업이 편입된 지수 TOPIX 성과로 반영되었다.

② 코리아 프리미엄 150 인덱스 (예상)

JPX Prime 150과 동일한 기준으로 코리아 프리미엄 150을 구성해 보았다. 코스피와 코스닥 전체를 기준으로 시가총액 상위 500개 기업을 선정하고 ① ROE 8%이상을 대상으로 자본 수익성 (ROE-CoE)0 이상)기준 상위 75개 기업과 ② 시장평가 수익성 기준(PBR)>1이상 시가총액)기준 상위 75개로 선정했다. 재무정보는 22년 9월 데이터부터 23년 9월 데이터를 사용했으며, ROE, 자기자본비용, 시가총액, PBR은 23년 3분기 말 기준 값을 적용했다.

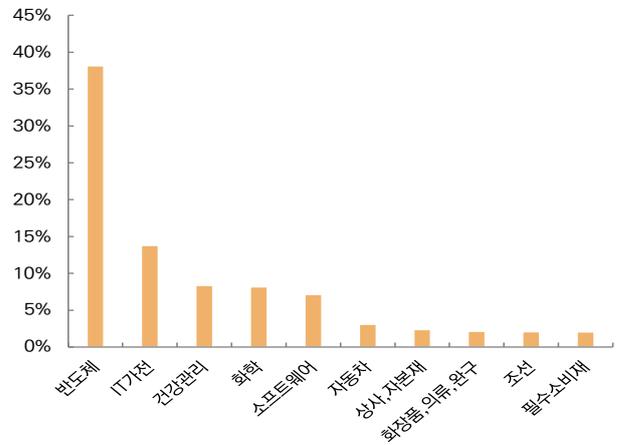
코리아 프리미엄 150 인덱스의 평균 PBR 4, 평균 ROE 7.7 그리고 매출성장률-0.239%로 계산되었으며 상위 10개 종목과 업종 비중은 다음과 같다.

그림 21. 전체 업종 비중



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 상위 10개 업종 (비중 87%)



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

표 11. Korea Premium Index 150 예상 비중 상위 10

종목명	포트폴리오 비중	종목명	포트폴리오 비중
삼성전자	31%	LG화학	3%
LG에너지솔루션	8%	NAVER	2%
SK하이닉스	6%	기아	2%
삼성바이오로직스	4%	포스코퓨처엠	2%
삼성SDI	3%	에코프로비엠	2%
합계		합계	63%

자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

**[주요 특징]** ① PBR>1 기업 중 시총기준 상위 기업 선정과정에서 삼성전자와 같은 대표기업의 영향을 받는다. 상위 10개 기업이 전체 포트폴리오에서 차지하는 시가총액 비중은 63%이다. ② 상위 10개 종목의 Equity Spread는 기아와 삼성화재를 제외하고 모두 1을 하회한다. ③ 재무 실적에 근거한 '자본 수익성'과 미래 정보 및 비재무 정보가 반영된 '시장 평가'라는 일본의 기업가치 조건에 공통적으로 부합하는 기업은 16개 기업이며, 중복을 반영하여 각 조건 별 8개 기업을 추가할 경우 Equity Spread <0, 자기자본비용이 ROE를 하회하는 기업이 포함된다. [주요 종목 Appendix1 참고]

JPX Prime 150지수 선정기준을 참고하여 한국 산업 및 기업 현황을 반영한 기업가치 개선 기준을 적용할 필요가 있다.

## Appendix 1. Korea Premium 150 구성 종목 (예상)

PBR 10이상 시가총액 상위 종목(1)

티커	기업명	선정기준	업종
A005930	삼성전자	PBR	반도체
A373220	LG에너지솔루션	PBR	IT가전
A000660	SK하이닉스	PBR	반도체
A207940	삼성바이오로직스	PBR	건강관리
A006400	삼성SDI	PBR	IT가전
A051910	LG화학	PBR	화학
A035420	NAVER	PBR	소프트웨어
A003670	포스코퓨처엠	PBR	화학
A247540	에코프로비엠	PBR	IT가전
A086520	에코프로	PBR	화학
A068270	셀트리온	PBR	건강관리
A035720	카카오	PBR	소프트웨어
A047050	포스코인터내셔널	PBR	상사, 자본재
A033780	KT&G	PBR	필수소비재
A138040	메리츠금융지주	PBR	증권
A323410	카카오뱅크	PBR	은행
A329180	HD현대중공업	PBR	조선
A034020	두산에너빌리티	PBR	기계
A018260	삼성에스디에스	PBR	소프트웨어
A009150	삼성전기	PBR	IT하드웨어
A010130	고려아연	PBR	비철, 목재등
A352820	하이브	PBR	미디어, 교육
A022100	포스코DX	PBR	소프트웨어
A259960	크라프트온	PBR	소프트웨어
A090430	아모레퍼시픽	PBR	화장품, 의류, 완구
A001570	금양	PBR	화학
A051900	LG생활건강	PBR	화장품, 의류, 완구
A010140	삼성중공업	PBR	조선
A326030	SK바이오팜	PBR	건강관리
A042660	한화오션	PBR	조선
A066970	엘앤에프	PBR	IT가전
A028050	삼성엔지니어링	PBR	건설, 건축관련
A000100	유한양행	PBR	건강관리
A011070	LG이노텍	PBR	IT하드웨어
A012450	한화에어로스페이스	PBR	상사, 자본재
A361610	SK아이이테크놀로지	PBR	IT가전
A042700	한미반도체	PBR	반도체
A307950	현대오토에버	PBR	소프트웨어
A271560	오리온	PBR	필수소비재
A018880	한온시스템	PBR	자동차
A036570	엔씨소프트	PBR	소프트웨어
A047810	한국항공우주	PBR	상사, 자본재
A005070	코스모신소재	PBR	화학
A383220	F&F	PBR	화장품, 의류, 완구
A035900	JYP Ent.	PBR	미디어, 교육

자료: Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

**PBR 10이상 시가총액 상위 종목(2)**

티커	기업명	선정기준	업종
A028300	HLB	PBR	건강관리
A128940	한미약품	PBR	건강관리
A196170	알테오젠	PBR	건강관리
A008770	호텔신라	PBR	소매(유통)
A010620	현대미포조선	PBR	조선
A277810	레인보우로보틱스	PBR	기계
A041510	에스엠	PBR	미디어,교육
A021240	코웨이	PBR	화장품,의류,완구
A064350	현대로템	PBR	기계
A263750	풀어비스	PBR	소프트웨어
A004370	농심	PBR	필수소비재
A011790	SKC	PBR	화학
A180640	한진칼	PBR	운송
A010120	LS ELECTRIC	PBR	기계
A003410	쌍용C&E	PBR	건설,건축관련
A068760	셀트리온제약	PBR	건강관리
A052690	한전기술	PBR	유틸리티
A214150	클래시스	PBR	건강관리
A282330	BGF리테일	PBR	소매(유통)
A267260	HD현대일렉트릭	PBR	기계
A058470	리노공업	PBR	반도체
A272210	한화시스템	PBR	상사,자본재
A030000	제일기획	PBR	미디어,교육
A008930	한미사이언스	PBR	건강관리
A112610	씨에스윈드	PBR	에너지
A006740	영풍제지	PBR	비철,목재등
A081660	힐라홀딩스	PBR	화장품,의류,완구
A000990	DB하이텍	PBR	반도체
A012750	에스원	PBR	상사,자본재
A042670	HD현대인프라코어	PBR	기계
A293490	카카오게임즈	PBR	소프트웨어
A214370	케어젠	PBR	건강관리
A079550	LIG넥스원	PBR	상사,자본재
A014680	한솔케미칼	PBR	화학
A086900	메디톡스	PBR	건강관리
A020150	롯데에너지머티리얼즈	PBR	IT하드웨어
A000250	삼천당제약	PBR	건강관리
A357780	솔브레인	PBR	반도체
A007660	이수페타시스	PBR	IT하드웨어
A298050	효성첨단소재	PBR	화학

자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

Equity Spread 상위 종목(1)

티커	기업명	선정기준	업종
A272450	진에어	ES	운송
A020560	아시아나항공	ES	운송
A298690	에어부산	ES	운송
A091810	티웨이항공	ES	운송
A073570	리튬포어스	ES	IT하드웨어
A089590	제주항공	ES	운송
A039130	하나투어	ES	호텔,레저서비스
A383220	F&F	ES	화장품,의류,완구
A290650	엘앤씨바이오	ES	건강관리
A383310	에코프로에이치엔	ES	상사,자본재
A025980	아난티	ES	호텔,레저서비스
A002960	한국셀석유	ES	화학
A005440	현대지에프홀딩스	ES	상사,자본재
A214150	클래시스	ES	건강관리
A035900	JYP Ent.	ES	미디어,교육
A287410	제이시스메디칼	ES	건강관리
A248070	솔루엠	ES	IT하드웨어
A042700	한미반도체	ES	반도체
A282330	BGF리테일	ES	소매(유통)
A003230	삼양식품	ES	필수소비재
A010060	OCI홀딩스	ES	화학
A281740	레이크머티리얼즈	ES	화학
A016380	KG스틸	ES	철강
A028050	삼성엔지니어링	ES	건설,건축관련
A215200	메가스터디교육	ES	미디어,교육
A271560	오리온	ES	필수소비재
A017800	현대엘리베이	ES	기계
A138040	메리츠금융지주	ES	증권
A000270	기아	ES	자동차
A009970	영원무역홀딩스	ES	화장품,의류,완구
A005830	DB손해보험	ES	보험
A111770	영원무역	ES	화장품,의류,완구
A009900	명신산업	ES	자동차
A185750	종근당	ES	건강관리
A348210	넥스틴	ES	반도체
A003030	세아제강지주	ES	철강
A007660	이수페타시스	ES	IT하드웨어
A005010	휴스틸	ES	철강
A007310	오뚜기	ES	필수소비재
A298540	더네이처홀딩스	ES	화장품,의류,완구
A007340	DN오โต모티브	ES	자동차

자료: Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

Equity Spread 상위 종목(2)

티커	기업명	선정기준	업종
A002840	미원상사	ES	화학
A140860	파크시스템스	ES	IT하드웨어
A030000	제일기획	ES	미디어,교육
A000370	한화손해보험	ES	보험
A306200	세아제강	ES	철강
A001450	현대해상	ES	보험
A021240	코웨이	ES	화장품,의류,완구
A006040	동원산업	ES	필수소비재
A058470	리노공업	ES	반도체
A001390	KG케미칼	ES	철강
A195870	해성디에스	ES	반도체
A005180	빙그레	ES	필수소비재
A018670	SK가스	ES	유틸리티
A011930	신성이엔지	ES	반도체
A067160	아프리카TV	ES	소프트웨어
A005610	SPC삼립	ES	필수소비재
A017940	E1	ES	유틸리티
A267260	HD현대일렉트릭	ES	기계
A030190	NICE평가정보	ES	상사,자본재
A277810	레인보우로보틱스	ES	기계
A000810	삼성화재	ES	보험
A214370	케어젠	ES	건강관리
A215000	골프존	ES	호텔,레저서비스
A086280	현대글로벌비스	ES	운송
A064350	현대로템	ES	기계
A005390	신성통상	ES	화장품,의류,완구
A214450	파마리서치	ES	건강관리
A041510	에스엠	ES	미디어,교육
A003410	쌍용C&E	ES	건설,건축관련
A005850	에스엘	ES	자동차
A214320	이노션	ES	미디어,교육
A049770	동원F&B	ES	필수소비재
A003690	코리안리	ES	보험
A000400	롯데손해보험	ES	보험
A122870	와이지엔터테인먼트	ES	미디어,교육
A064760	티씨케이	ES	반도체
A210980	SK디앤디	ES	은행
A005300	롯데칠성	ES	필수소비재
A128940	한미약품	ES	건강관리
A033640	네파스	ES	반도체
A105630	한세실업	ES	화장품,의류,완구
A145720	덴티움	ES	건강관리
A123890	한국자산신탁	ES	은행
A068270	셀트리온	ES	건강관리

자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

## Appendix 2. GX(Green Transformation) 전략

### 주요 내용

#### 1) 안정적인 에너지 공급 확보를 대전제로 한 탈탄소 정책

에너지 절약뿐만 아니라 재생에너지와 원자력 등 에너지 자급률 향을 위해 탈탄소 전원(電源)으로 전환을 지원하는 다양한 이니셔티브 제공

##### 이니셔티브 ① 철저한 에너지 절약 추진

- 중소기업의 에너지 절약 지원 강화: 다년간의 투자 계획을 실천할 수 있는 에너지 절약 보조금 창설 등
- 관계부처 합동 에너지 절약화 지원 강화: 에너지 절약 효과가 높은 단열창으로 개조 등
- 주요 5 업종(철강업·화학공업·시멘트 제조업·제지업·자동차 제조업)을 대상으로 강도높은 에너지 절약 추진: 개정된 에너지 절약법에 따른 비화석 에너지 전환 기준 표시 등 요청.

##### 이니셔티브 ② 재생 에너지의 주력 전원화

- 2030년도의 재생 에너지 비율 36~38% 달성을 위해 향후 10년 동안 과거 10년간의 8배 이상의 규모로 전력 네트워크의 정비를 가속화한다. 특히 2030년도까지 홋카이도에서 출발하는 해저 직류 송전을 서비스 제공할 계획이며 정부차원의 설비 투자에 필요한 자금 조달 환경을 정비
- 해상 풍력 도입 확대를 향해 「일본판 섀트럴 방식」을 확립하고 새로운 공모방식에 따라 공모 실시.
- 지역사회와 조화로운 재생 에너지 도입을 위한 사업규제 강화. 차세대 태양전지 (페로브스카이트), 부유식 해상풍력 사회현실화.

##### 이니셔티브 ③ 원자력 활용

- 엄격한 안전심사를 전제한 가동기간 (40년+연장 20년)을 개설하고 일정기간 동안 정지된 발전소에 한하여 추가 연장을 인정
- 그 밖의 핵연료주기(원자력 발전 사용한 연료(사용 후 연료) 중에서 우라늄이나 플루토늄과 같이 연료로서 재사용 가능한 물질을 분류하여(재처리), 이를 다시 혼합하여 'MOX 연료' 라고 불리는 연료로 가공하여 발전 연료로서 재사용) 추진
- 폐 원자력 발전소의 효율적인 활용을 위한 전문가 의견 경청하고 자금 확보를 위한 구조 정비 및 연료의 최종 처분하는 과정 등에 대한 국민들의 이해를 촉진

#### 2) '성장 지향형 카본 프라이싱(Carbon Pricing)'을 포함한 새로운 금융투자 방법 도입

##### 금융투자 방법 ① GX경제이행채권(GX Green Transition bond) 발행 자금을 활용한 선행투자 지원

GX경제이행채권, 향후 10년간 150조원을 넘는 GX투자를 정부와 민간이 협동하여 실현해 나가기 위해 필요한 자금 조달을 목적으로 발행하는 (Use of Proceed)채권. 민간자금으로 투자하기 곤란한 안전 중 산업 경쟁력 강화·경제 성장과 배출 삭감의 양립에 공헌하는 분야에의 투자 등을 대상으로 20조원 규모의 선행 투자 지원을 실시.

##### 금융투자 방법 ② '성장지향형 카본프라이싱'을 통한 'GX투자' 촉진

- '성장 지향형 카본 프라이싱'을 통해 탄소 배출 가격을 책정하고 GX 관련 제품 및 사업의 부가가치를 향상시킨다.
- 즉시 도입하지 않고 GX에 대한 적응기간을 마련한 후 에너지에 관련된 부담의 총액을 중장기적으로 감소시키면서 도입 (낮은 수준에서 서서히 인상)하는 방침 채택하고 관련된 지원조치와 함께 GX사업자 참여를 유도한다.

##### 금융투자 방법 ③ 새로운 금융 기법으로 활용

- GX 기술의 사회적 실용화 과정에서 발생하는 리스크를 감당할 수 있도록 'GX 추진기부' 를 통한 보완책 (채무보증 등) 검토·실시.
- 전환금융에 대한 국제적인 이해도를 높이기 위해 기후변화 정보의 공개를 포함한 '지속가능한 금융' 추진 환경 정비.

#### 3) 중소기업 GX 지원

일부 탄소중립은 대기업뿐만 아니라 중소기업에 포함한 사회 전반적인 GX대응이 중요하다. 이를 위해 중소기업의 자사 배출량 파악을 통한 감축 등 공급망내 탈탄소화를 추진해야 한다. 이에 대한 중소기업 대응을 지원하는 지원체제를 강화하고 공급망으로 확대, 연계하여 대응지원을 강화하고, 녹색상품 시장을 창출하는 등 정부 차원의 다각도 지원책을 추진할 계획

##### 지원책 ① 정부, 독립행정법인 (공익상 필요한 사업을 효율적이고 효과적으로 수행하기 위해 마련된 법인)에 의한 지원

중소기업을 위한 협회의 온라인 상담 창구 설치, '탈탄소 대응 사례집' 작성, '국가 전자 공사 시스템 보완' 등을 통한 배출량 가시화 지원, 에너지 절약 및 CO2절감을 촉진하는 설비 투자 지원을 통해 배출량의 삭감 지원을 추진. 또한 그린화를 위한 혁신적인 제품의 개발 및 그린 분야 확장 사업 지원

##### 지원책 ② 지원기관 인재육성, 지원체제 강화

중소기업 지원 기관 또는 금융 기관을 통한 교육을 실시하고 '탈탄소'관련 자격 인증 제도 실시 등을 통한 인재육성을 지원함. 이와 함께 지원 기관의 '탄소중립' 시행 정책실행을 위한 정보 제공을 통해 지원 기관의 체제 강화를 지원

##### 지원책 ③ 거래처 및 공급망내 탈탄소 대응 추진

'하청중소기업진흥법 15'진흥기준' 항목에 협력업체의 탈탄소화를 위한 대응 방안을 추가하고 파트너십 구축 선언 내용을 확장 적용하여 중소기업에 포함한 공급망 전반에 걸친 탈탄소화 대응을 촉진

##### 지원책 ④ 스타트업에 대한 GX 이노베이션 촉진

2022년 11월 규정된 '스타트업 육성 5개년 계획'에 제시된 목표를 바탕으로 GX관련 분야에 대한 스타트업 기업에 대한 연구개발 및 상업화 지원 등에 관한 항목 강화

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## Appendix 3. DX 종목 2023

### DX 그랑프리

주식코드	기업명	업종
7732	Topcon Corp	정밀 기계
9101	Nippon Yusen KK	해양 산업

자료: 일본 경제산업성, 미래에셋증권 리서치센터

### DX 종목

주식코드	기업명	업종	주식코드	기업명	업종
1802	Obayashi Corp	건설업	9434	Softbank Corp	정보·통신업
1803	Shimizu Corp Stock	건설업	2768	Sojitz Corp	도매업
2802	Ajinomoto Co Inc	식품	8031	Mitsui & Co., Ltd	도매업
3407	Asahi Kasei Corp	화학적인	2678	ASKUL Corp	소매업
4568	Daiichi Sankyo Company	의약품	8252	Marui Group	소매업
5108	Bridgestone Corp	고무 제품	8308	Resona Holdings Inc	은행업
5201	AGC Inc	유리·토석제품	8354	Fukuoka Financial Group	은행업
5938	Lixil Corp	금속가공	8616	Tokai Tokyo	증권, 상품 선물 거래업
6367	Daikin Industries Ltd	기계적인	8725	MS&AD Insurance Group Holdings	보험업
7013	IHI Corp	기계적인	8766	Tokio Marine Holdings Inc	보험업
6501	Hitachi Ltd	전기 장비	8253	Credit Saison Co Ltd	기타 금융업
7911	Toppan Holdings Inc	기타 제품	8439	Tokyo Century Corp	기타 금융업
7912	Dai Nippon Printing Co	기타 제품	3289	Tokyu Fudosan	부동산업
9064	Yamato Holdings	육상운송산업	3464	Property Agent Inc	부동산업
9201	Japan Airlines	항공 화물 산업	4544	H.U. Group Holdings Inc	서비스업

자료: 일본 경제산업성, 미래에셋증권 리서치센터

### DX 주목 기업

주식코드	기업명	업종	주식코드	기업명	업종
2502	Asahi Group Holdings, Ltd	음식	6645	OMRON Corporation	전기 장비
3591	Wacoal Holdings Corp.	가공된 섬유 제품	7012	Kawasaki Heavy Industries, Ltd.	운송 장비
4911	Shiseido Company, Limited	화학	7936	ASICS Corporation	다른 제품들
8113	Unicharm Corporation	화학	9531	Tokyo Gas Co., Ltd.	전기 및 가스
4507	Shionogi & Co., Ltd.	약	9202	ANA Holdings, Inc.	항공 운송
5333	NGK Insulators, Ltd.	유리 및 점토 제품	9301	Mitsubishi Logistics Corporation	육상, 해상 및 항공 운송
5411	JFE Holdings, Inc.	철과 강철	3382	Seven & i Holdings Co., Ltd.	소매업
5711	Mitsubishi Materials Corporation	비철금속	8601	Daiwa Securities Group Inc.	증권, 원자재 선물 딜러
7011	Mitsubishi Heavy Industries, Ltd.	기계	7199	Premium Group Co., Ltd.	기타 금융 서비스
6645	OMRON Corporation	전기 장비	8802	Mitsubishi Estate Co., Ltd.	부동산

자료: 일본경제산업성, 미래에셋증권 리서치센터

### DX 플래티넘 기업

주식코드	기업명	업종	주식코드	기업명	업종
4519	Chugai Pharmaceutical Co Ltd	의약품	9830	Trusco Nakayama Corp	도매업
6301	Komatsu Ltd	기계적인			

자료: 일본경제산업성, 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.