



기업가치 제고 관련 해외사례 및 시사점

자본시장연구원 금융산업실장 이효섭
(hslee@kcmi.re.kr)

목차

1. 한국 증시 밸류업 필요성
2. 일본 기업 밸류업 사례
3. 기타 해외 국가 밸류업 사례
4. 기업가치 제고 관련 국내 시사점

한국 증시 밸류업 필요성

최근 일본, 한국 증시 비교

- ❖ '22.6월 새로운 자본주의 정책 발표 이후 일본 증시는 33% 상승
 - '22.6.1~'24.1.31 동안 일본 니케이225 지수는 33% 상승했으나 한국 KOSPI는 7% 하락

한국, 일본 주가지수 추이('22.6~'24.1)



자료: 코스콤(CHECK)

주요국 주가지수 수익률 비교

❖ 2011년 이후 주가지수 수익률은 한국 KOSPI가 21.7%로 주요국 대비 하위권

주요국 주가지수 수익률(2011.1.1 ~ 2024.1.31)



자료: Bloomberg

주요국 PBR

❖ '23년말 한국 증시(MSCI Korea Index)의 PBR은 1.05로 주요국 대비 낮은 수준

- $PBR(=PER \times ROE)$ 은 PER과 ROE의 곱으로 표현
- 즉, PBR 저평가의 원인은 PER(기업이익배수)이 낮거나 ROE(자본수익률)가 낮은 데에 기인

주요국 주가지수 PBR('23.12월말)



자료: Bloomberg
주: MSCI 국가별 지수를 사용

주요국 PER & ROE

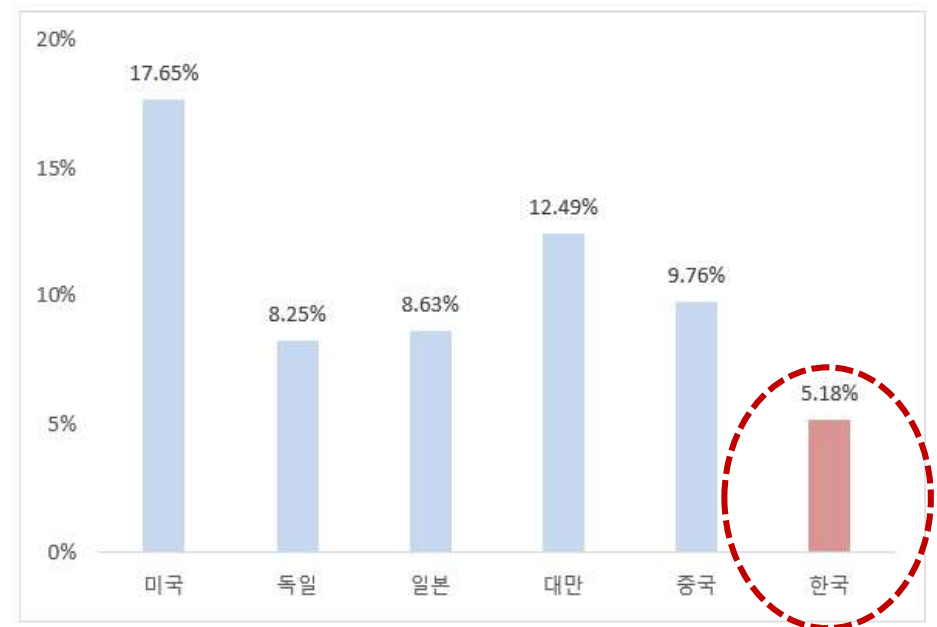
- ❖ PER(기업이익배수) 측면에서는 저평가되었다고 말하기 어려움
 - '23년말 한국 상장기업 PER은 19.78로 주요국 평균 수준
- ❖ 한국 상장기업 ROE(자본수익률)가 낮은 것이 한국 증시 저평가의 주된 원인으로 판단
 - '23년 기준 한국 상장기업 ROE는 5.18%로 주요국 최하위권

주요국 주가지수 PER('23.12월말)



자료: Bloomberg
주: MSCI 국가별 지수를 사용

주요국 주가지수 ROE ('23년)

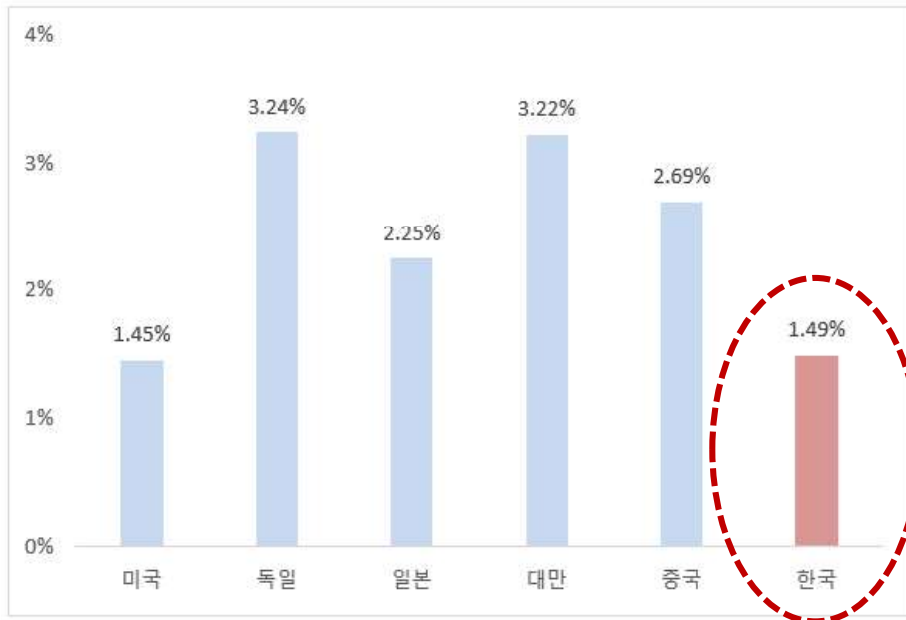


자료: Bloomberg
주: MSCI 국가별 지수를 사용

주요국 배당수익률 & 배당성향

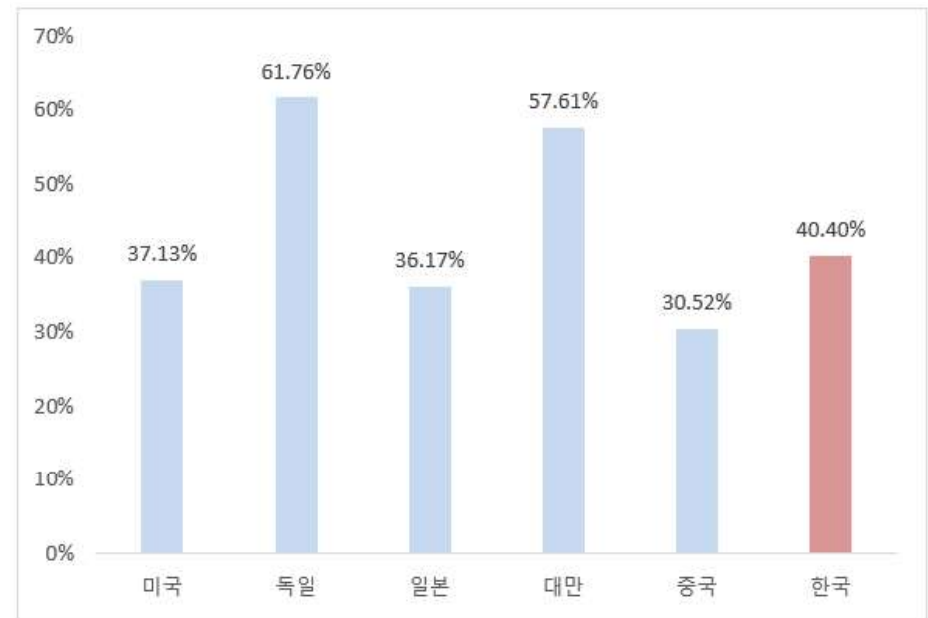
- ❖ 상장기업의 낮은 주주환원이 한국 증시 저평가의 주요 원인으로 볼 수 있음
 - '23년 기준 한국 기업 배당수익률은 1.49%로 주요국 대비 낮음
 - 미국은 NASDAQ 기업들이 다수 포함되어 있어 상대적으로 배당수익률이 저조
 - 동기간 한국 기업 배당성향은 40.4%로 비교적 낮은 수준

주요국 주가지수 배당수익률('23년)



자료: Bloomberg
주: MSCI 국가별 지수를 사용

주요국 주가지수 배당성향('23년)



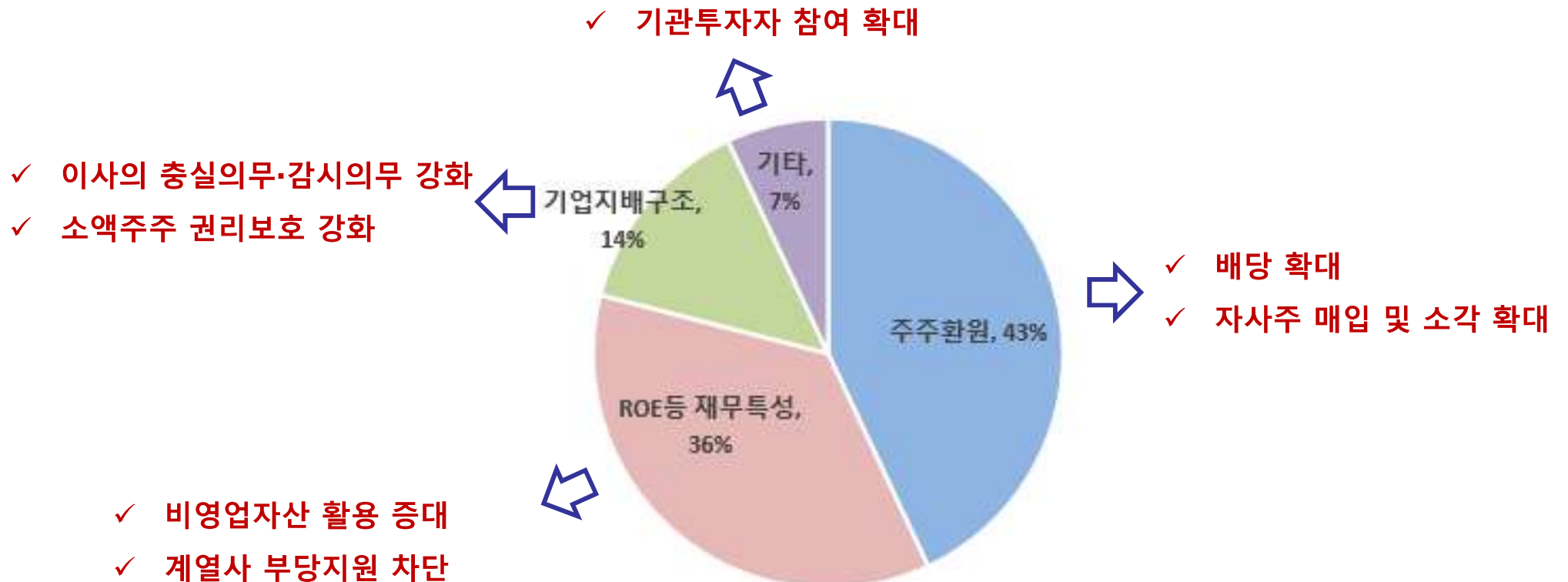
자료: Bloomberg
주: MSCI 국가별 지수를 사용

<종합> 한국 증시의 저평가(저PBR) 원인 및 시사점

❖ 한국 증시의 저평가 원인은 다양한 요인들에 기인

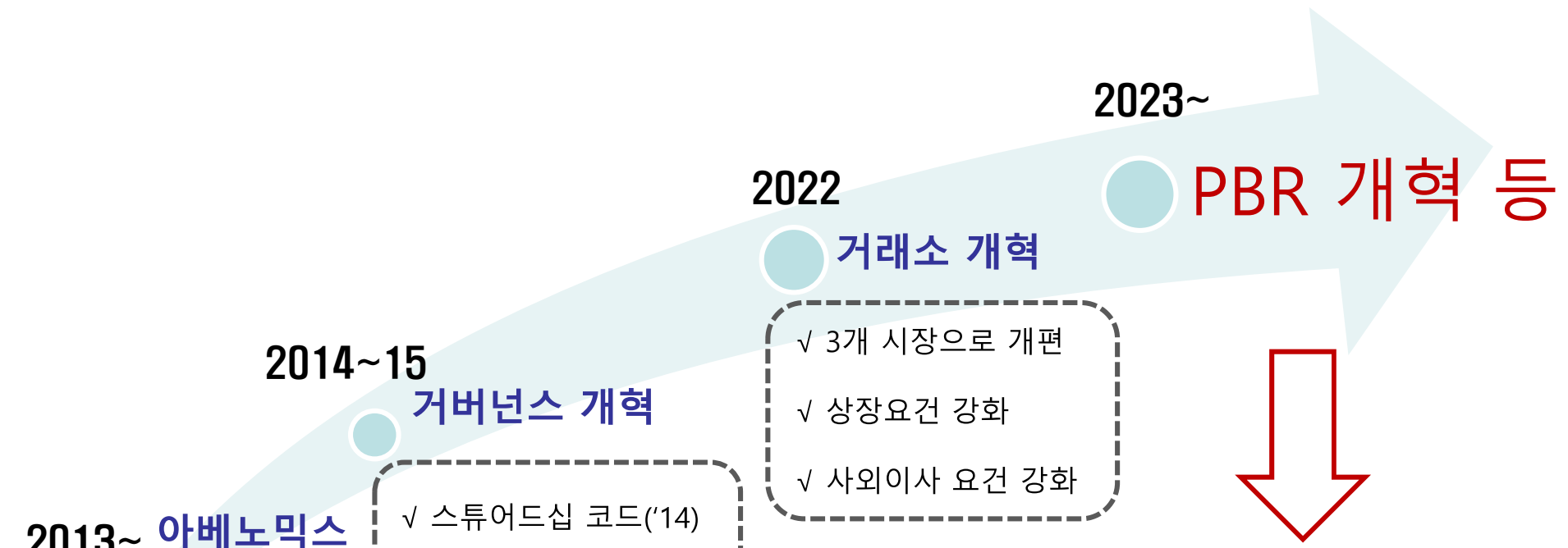
- 낮은 수익성(예: ROE 부진), 낮은 주주환원(배당수익률 저조, 자사주 매입·소각 부족)이 주된 원인
- 낙후된 기업지배구조, 기관투자자 수요 부족 등도 한국 증시 저평가의 요인으로 분석

❖ 한국 증시 밸류업을 위해 수익성 제고, 주주환원 강화, 지배구조 개선 등 복합적 노력 필요



일본 기업 밸류업 방안

일본 기업가치 제고 노력



2013~ 아베노믹스

- √ 완화적 통화정책
- √ 확대 재정정책
- √ 구조 개혁

2014~15

거버넌스 개혁

- √ 스튜어드십 코드('14)
- √ 거버넌스 준칙('15)

2022

거래소 개혁

- √ 3개 시장으로 개편
- √ 상장요건 강화
- √ 사외이사 요건 강화

2023~

PBR 개혁 등

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: JPX

TSE(동경증권거래소) 상장기업 기업가치 제고 요구('23.3)

- ❖ 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 '기업지배구조 코드 각 원칙에 근거하는 공개'란에 게재를 권고
 - 24년 1월 15일부터 매월 의무이행 기업과 의무이행 검토 기업 목록을 거래소 홈페이지에 게시하여 공시를 이행하지 않은 기업의 기업가치 제고를 독려

- ❖ TSE는 추가로 기업지배구조의 질 향상, 주주와의 대화 강화, 영문공시 확대 등을 발표

TSE가 요청한 「기업가치 의식 경영 실시 기업」 List

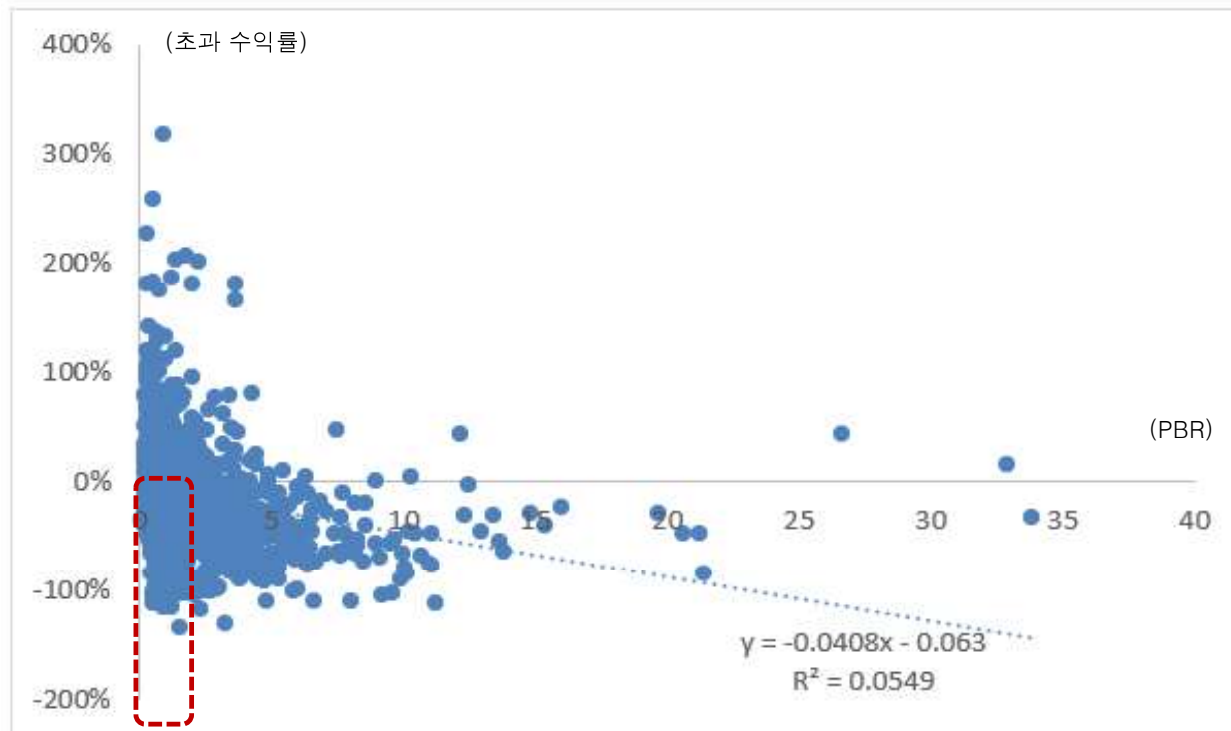
시장	회사명	섹터	공시여부
Prime	Kyokuyo	Fishery	Disclosed
Prime	Nittetsu	Mining	Under Consideration
Prime	INPEX Corporation	Mining	Disclosed
Standard	Hokuryo	Fishery	Disclosed
Standard	Showa Chemical	Chemical	Under Consideration

PBR 제고 권고의 효과 - 초과수익률을 보장하지 않음

❖ 과거('22.12월말) PBR이 낮은 종목들이 미래 초과수익률을 보장하지 않음

- '22.12월말 PBR이 1미만인 Prime 기업들의 13개월 후 지수대비 평균 초과수익률은 -1.9%로 부진
 - 동기간 NIKKEI225 지수는 39.1% 상승
- PBR이 낮을수록 수익률이 증가하는 것으로 관찰되나, 통계적 유의성은 높지 않음

'22년말 PBR과 '24.1월말 초과수익률간 비교



자료: Bloomberg

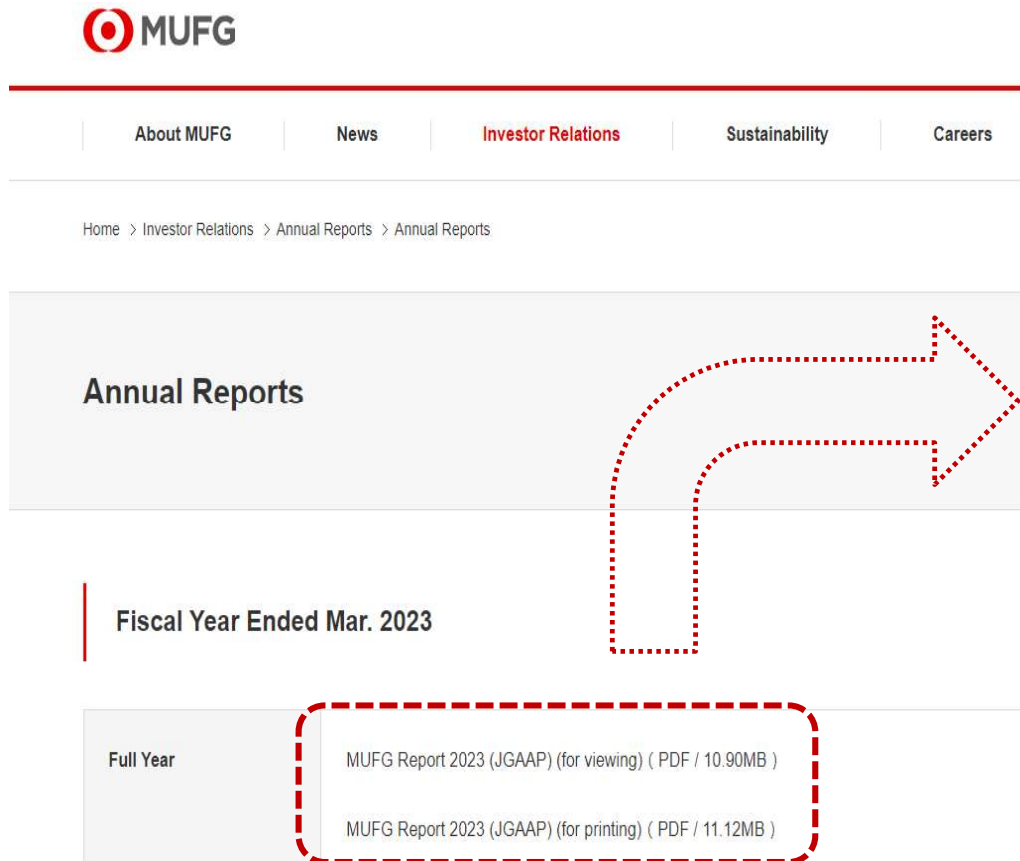
주: PBR 수치가 제공되는 Prime 기업 1,648개 대상

기업가치 제고 공시 사례(1) - MUFG(시총 2위, 금융)

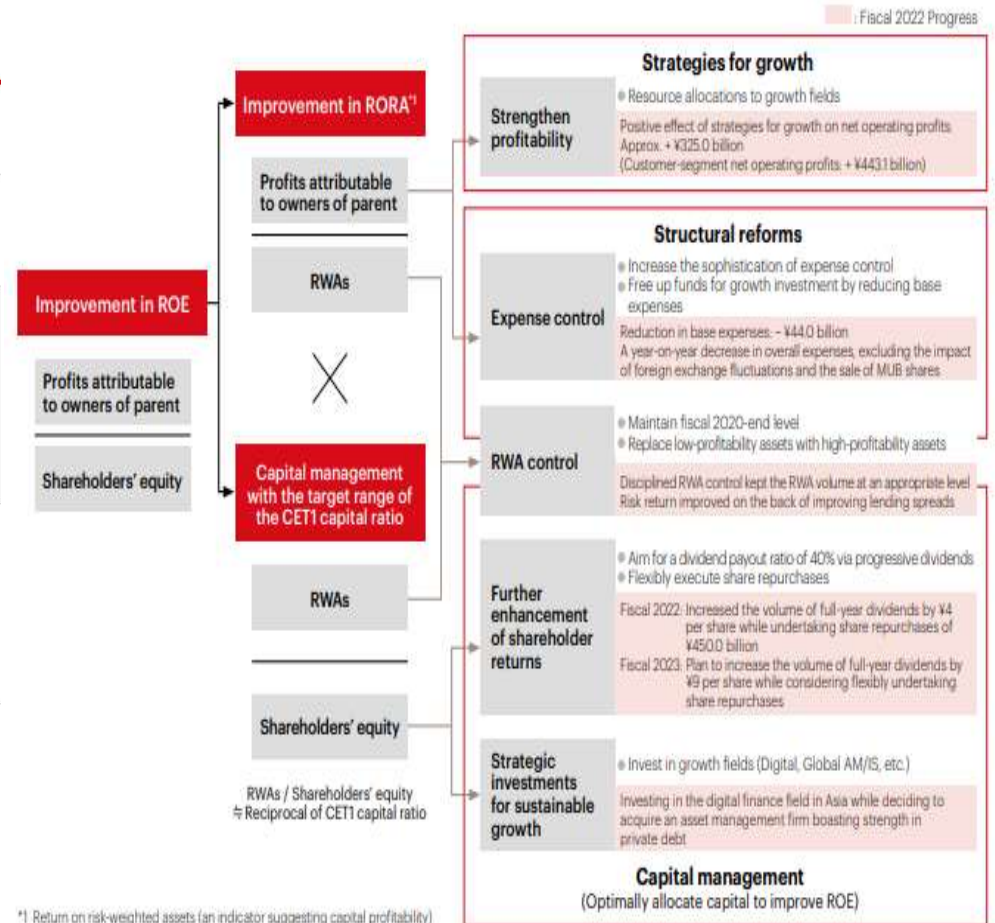
❖ 통합보고서에 기업가치 제고 방안을 포함

- Investor Relation → MUFG Report 2023에서 별도 세션으로 기업가치 제고 방안을 포함
 - 기업가치 제고를 위해 중장기로 PBR/ROE를 높이고, 주주환원 확대 계획 전략을 제시

MUFG 홈페이지



MUFG 통합보고서상의 자본비용 및 주가 의식 경영 실현 방안



기업가치 제고 공시 사례(1) - MUFG(시총 2위, 금융)

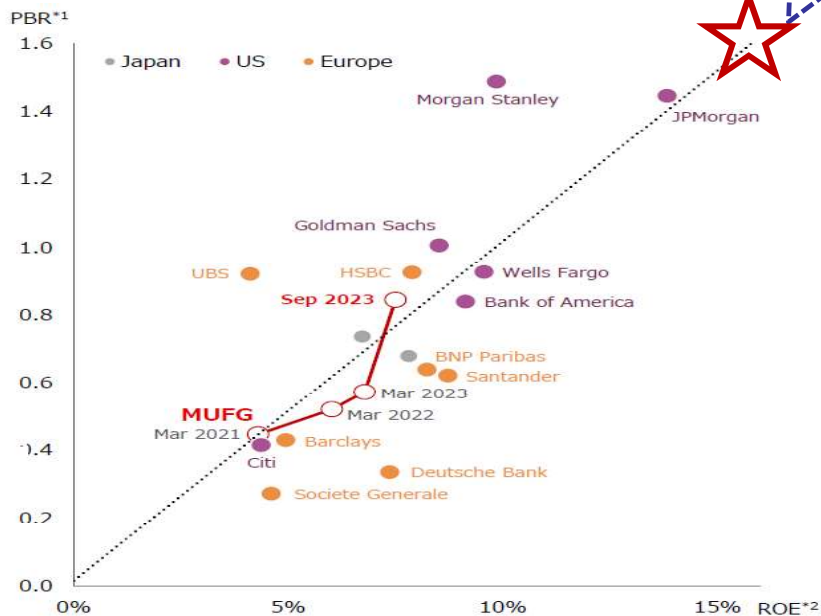
❖ 미쯔비시UFJ 금융그룹은 통합보고서를 통해 기업가치 제고 방안을 공시

- (개요) 저PBR 개선을 위해 ROE를 높이고, 비용 통제, 주주환원 확대 전략을 발표
- (수익성) ROE 개선을 위해 성장 부분에 자원을 집중하고 경비절감 등 비용 통제 계획을 발표
- (주주환원) 배당성향을 40%까지 확대하고, '22년 이후 연간 4,500억엔 이상 자사주 취득 계획 발표
- (주주소통) 국내외 투자자와 IR 미팅을 확대하고, 사외이사 미팅, 기후변화 대응 세미나, 개인투자자 대상 세미나 등을 확대하기로 발표

장점:

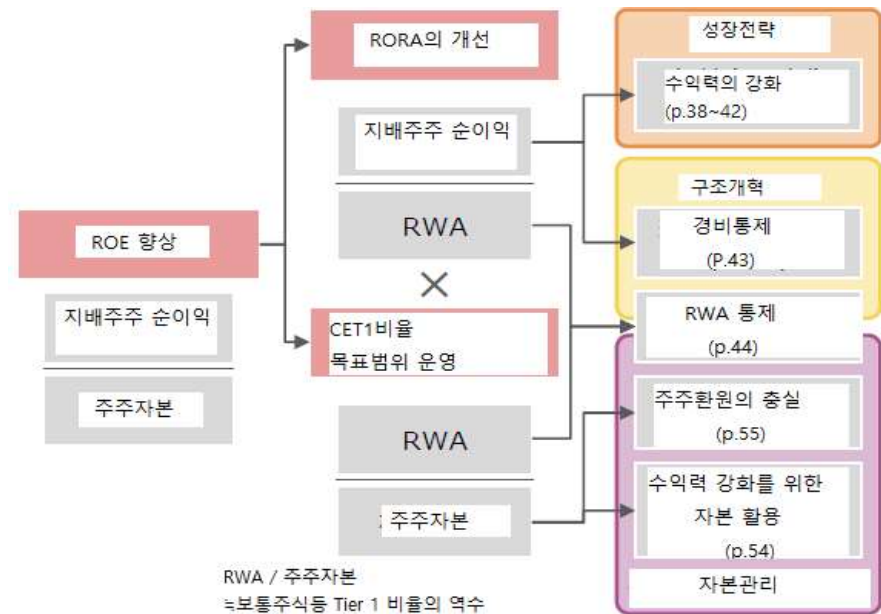
국내외 경쟁사와 PBR·ROE를 진단하고
중장기 PBR·ROE 목표를 경로로 제시

경쟁회사와 PBR/ROE 비교를 통한 목표 제시



자료: MUFG 홈페이지

ROE 제고를 위한 전략 제시



RWA / 주주자본
= 보통주식등 Tier 1 비율의 역수

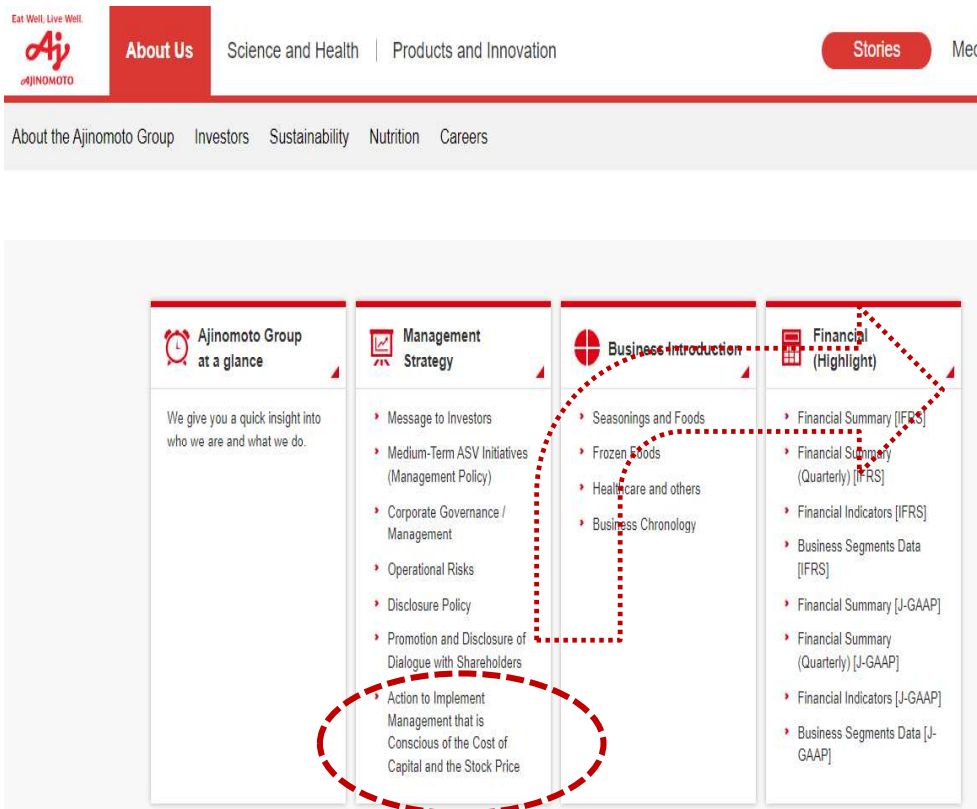
자료: MUFG 홈페이지

기업가치 제고 공시 사례(2) - 아지노모토(시총 64위, 식료)

❖ 홈페이지에서 IR 화면에 별도 링크로 공시

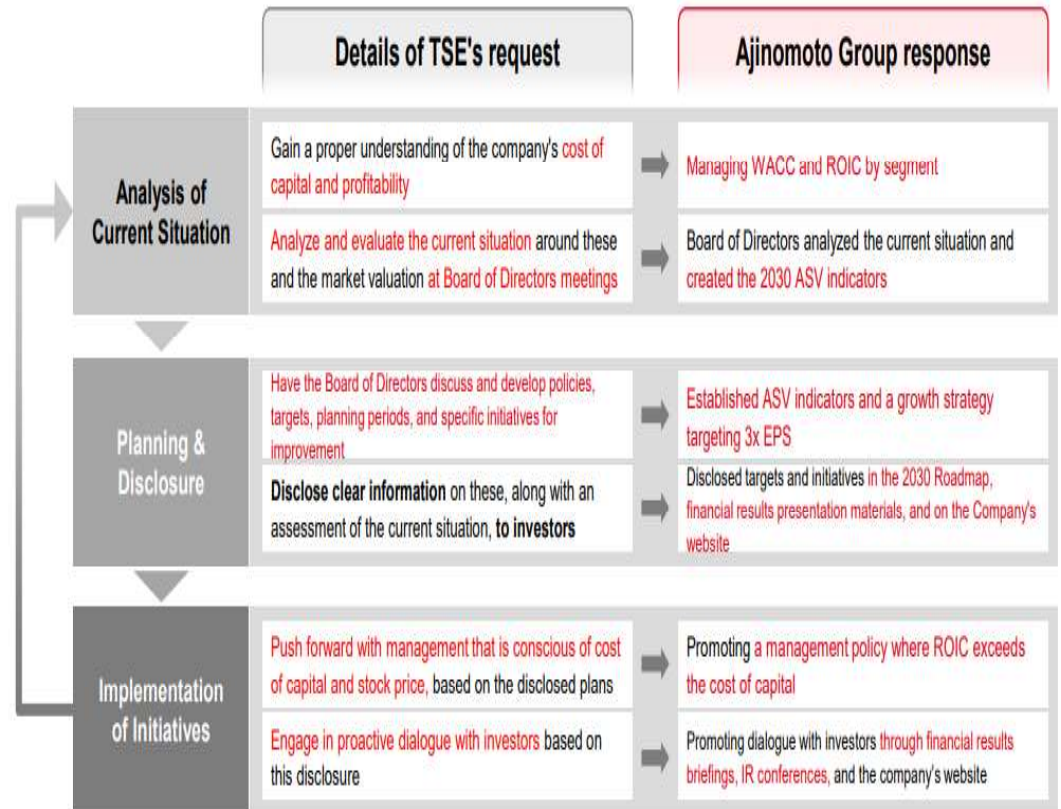
- 경영전략 부문에서 「자본비용 및 주가를 의식한 경영 실현을 위한 대응」 링크 화면을 제시
 - Management Strategy → Action to Implement Management that is Conscious of the Cost of Capital and the Stock-Price

아지노모토 홈페이지



자료: 아지노모토 홈페이지

아지노모토의 자본비용 및 주가 의식 경영 실현 방안



자료: 아지노모토 홈페이지

기업가치 제고 공시 사례(2) - 아지노모토(시총 64위, 식료)

❖ 아지노모토는 별도 공시를 통해 「자본비용 및 주가 의식 경영 전략」을 제시

- (개요) 동경증권거래소 권고를 따라, 자본비용 및 주가 의식 경영 촉구를 위한 방안 공시
- (수익성) 사업부분별로 가중평균자본비용(WACC)과 투자자본이익률(ROIC) 개선 방안들을 마련하고 2030년까지 EPS를 현재보다 3배 이상 높이기 위한 구체적 전략을 제시
- (이사회) 이사회는 매년 재무상황과 시장가치, 주주환원, 사회적 가치 창출 수준을 분석하고 평가
- (주주환원) 배당성향을 40%까지 확대하여 현재 주당 65엔의 연간 배당금을 지속 확대하기로 발표
- (주주소통) 실적설명회, IR 컨퍼런스, 홈페이지 등을 통해 주주와 적극적인 대화를 추진하기로 발표

장점:

단순 PBR/ROE 지표가 아닌
사업부분별 WACC·ROIC 진단

아지노모토의 자본비용, 주가 의식 경영 방향

TSE 권고

아지노모토

;자본비용·수익성 파악
;이사회에서 경영상황
및 시장가치 분석,평가

;사업별 WACC·ROIC 평가
;이사회가 2030 ASV
지표 작성 및 관리

;이사회가 개선정책,
목표,계획기간 수립
; 위 내용을 공시

;EPS 3배 목표로 중장기
성장전략 수립
;로드맵에 목표치 규정

;자본비용, 주가 의식
경영 추진
; 투자자와 소통 방안

; 'ROIC > 자본비용' 경영
; 실적설명회, IR, 웹 통한
투자자 소통 강화

아지노모토의 재무 가치와 사회적 가치 창출 방안

ASV Indicators		FY22 (forecast*)	FY25	FY30	Ref. Targeting approx. 3X EPS (vs. FY2022)
				Approx.	
Economic value indicators	ROE	11%	18%	20%	Pursue ASV and continue to be an attractive group for stakeholders and society
	ROIC (>Capital Cost)	8.0%	13%	17%	
	Organic sales growth	Approx. 11%	5% (FY22-25)	5%~ (FY25-30)	
	EBITDA margin	15%	17%	19%	
Social value indicators	Initiatives to Reduce Environmental Impact		-	Reduce our environmental impact by 50% (outcome)	
	Nutrition commitment		-	Help extend the healthy life expectancy of 1 bl people (outcome) <small>We plan to consider KPIs for other contributions: than nutrition as well.</small>	
Strengthening intangible assets	Employee engagement**	62% (Nov. preliminary figure)	80%	85%~	
	Brand Value (mUSD)	1,391 (Actual +15% YoY)	Compared with FY19, CAGR 7%~		

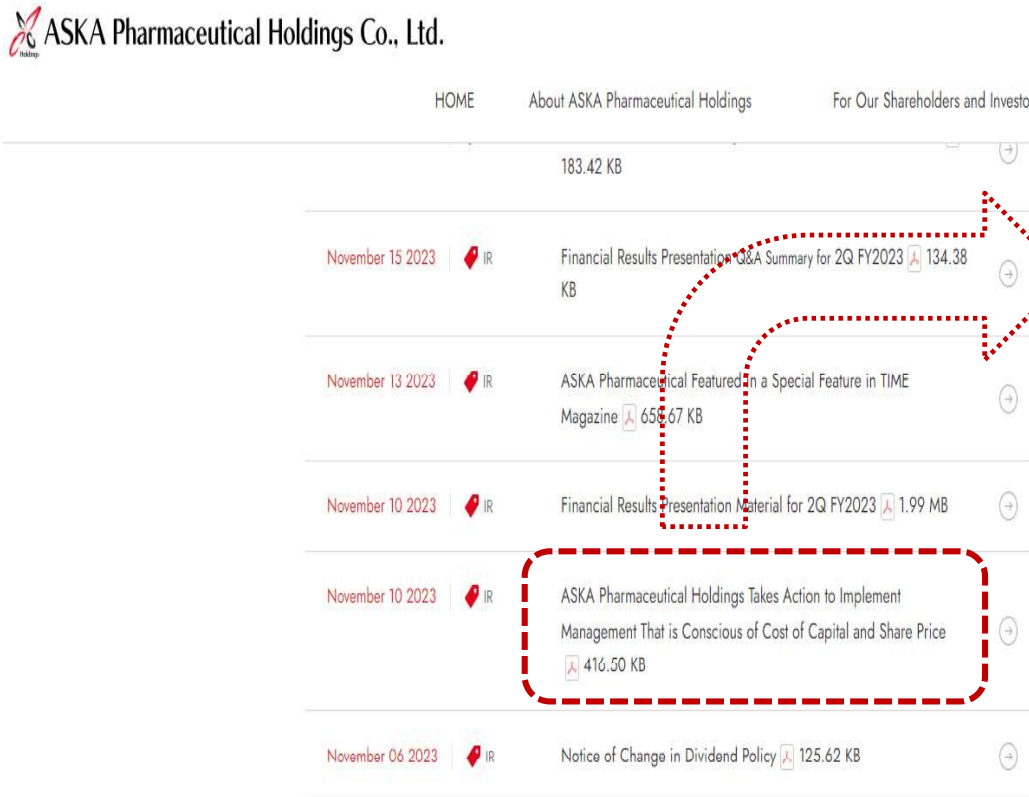
Challenging targets from management

기업가치 제고 공시 사례(3) – 아스카제약(시총 1027위, 제약)

❖ 홈페이지에서 IR 화면에 별도 링크로 공시

- IR 게시판에 「자본비용 및 주가를 의식한 경영 실현을 위한 대응」 링크 화면을 제시
 - Investor Relation → ASKA Pharmaceutical Holdings' Action to Implement Management that is Conscious of the Cost of Capital and the Stock-Price

아스카제약 홈페이지



자료: 아스카제약 홈페이지

아스카제약의 자본비용 및 주가 의식 경영 실현 방안

ASKA Pharmaceutical Holdings Co., Ltd.

ASKA Pharmaceutical Holdings Takes Action to Implement Management That is Conscious of Cost of Capital and Share Price

TOKYO, November 10, 2023 – ASKA Pharmaceutical Holdings Co., Ltd. (Head Office: Minato-ku, Tokyo/ President, Representative Director: Takashi Yamaguchi) is pleased to update you on its assessment of the current status of its efforts to enhance capital profitability and its measures to achieve management that is aware of the cost of capital and share price, as well as its discussions on policies and initiatives to improve its performance.

1. Assessment of Current Status

Based on its corporate philosophy: "Contribute toward the improvement of people's health and progress in society through the development of innovative products," the Company aims to become a "total healthcare company with a strong foundation as a specialty pharma company" under the Medium-Term Management Plan 2025, a five-year plan starting in 2021. Although the core domestic pharmaceutical business continues to face challenging conditions, including the impact of the NHI drug price revisions every year, its ROE has increased to the 8% level for three consecutive fiscal years of profit growth, exceeding the target of 8% set in Medium-Term Management Plan 2025. On the other hand, the P/B ratio (hereinafter "PBR") has been less than 1x since FY2018.

The reason for the PBR of less than 1x is that the feasibility of the growth strategy was not fully understood, the external communication was not sufficient, and the Company did not disclose specific cash allocation. The Company did not provide a clear direction for the growth strategy and shareholder returns. In addition, the Company assesses that one of the factors is that the market has not yet sufficiently evaluated the Company's earning power in its core business.

자료: 아스카제약 홈페이지

기업가치 제고 공시 사례(3) – 아스카제약(시총 1027위, 제약)

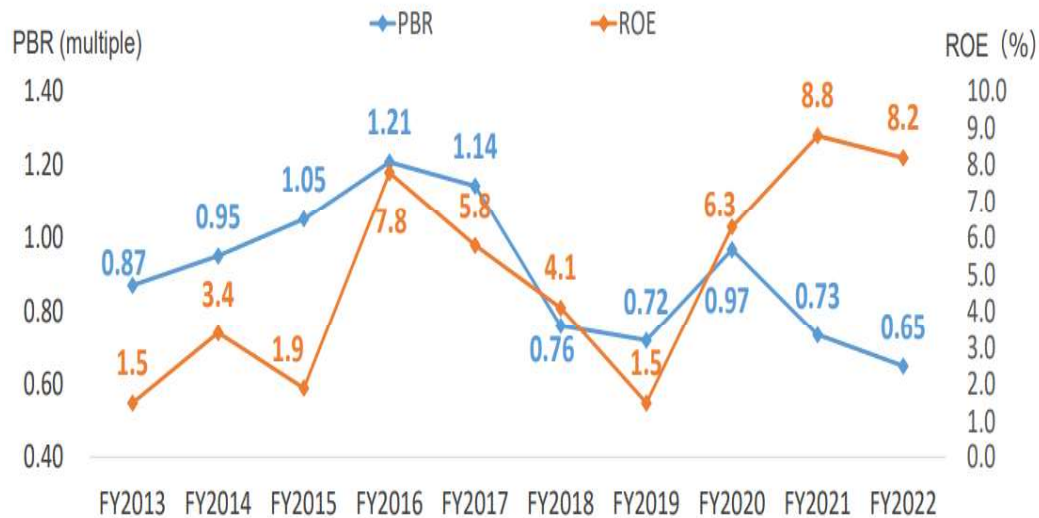
❖ 아스카제약은 별도 보고서를 통해 기업가치 제고 방안을 공시

- (개요) 일본어와 영어로 기업가치 제고 방안 등이 포함된 재무보고서를 발표
- (수익성) 영업활동과 관련한 자본을 '22년 127억엔에서 '25년 200억엔으로 확대하고, 조달 자본을 성장성이 높은 Digital Health, Animal Health, 해외 사업 등에 투자하여 ROE를 제고할 계획
- (주주환원) 배당성향을 과거 5년 10~20%에서 향후 30% 이상으로 확대하고 주당 배당금 역시 기존 15~20엔에서 40엔으로 확대
- (주주소통) 5월과 11월 기관투자자를 대상으로 재무보고회를 개최하고, 2월과 8월에는 개인투자자 대상으로 IR 세미나를 개최하며, 정례 IR 미팅을 수시로 개최할 계획을 발표

장점:

경영현황 진단을 바탕으로
조달 자본의 효율적 배분을 제시

아스카제약의 PBR/ROE 제시



아스카제약 성장을 위한 자본배분 전략

Source of funds	Investment direction	Objectives	Distribution	
Operating CF* 20 billion	Pharmaceutical business	Expand pipeline by strengthening R&D and BD	15 billion + X	
	Growth investment	New field		Femtech, CVC, Digital Health
		Overseas development		Testing, Animal Health (CA)
	M&A	Establish business in Southeast Asia		Acquisition of competencies necessary for growth
Cash from sale of cross-shareholdings 3 billion	Strengthen management base	Renewal and expansion of production facilities	3-4 billion	
		Digital transformation		
		Investment in human capital		
Fundraising (+X)	Shareholder return	Dividends, share buybacks	3-4 billion	

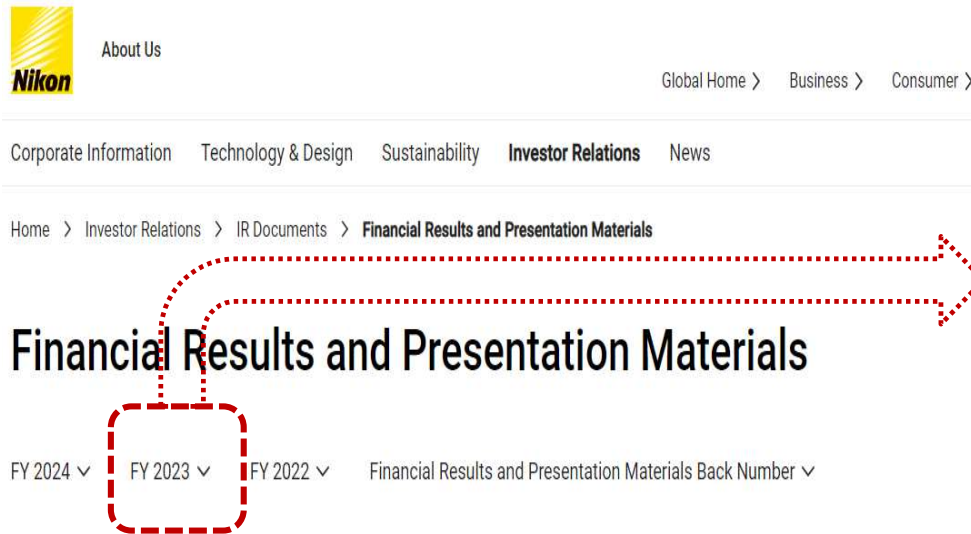
*Assumed operating profit + depreciation
+Research and development expenses (except tangible assets)

✓ Maintain Equity ratio of over 50%

기업가치 제고 공시 사례(4) - 니콘 그룹(시총 277위, 제조)

- ❖ 재무보고서에 별도로 「자본비용 및 주가를 의식한 경영 실현을 위한 대응」 방안을 제시
 - Investor Relation → Financial Results and Presentation Materials → Fiscal Year 2023

니콘 홈페이지



Latest Financial Results and Presentation Material

Third Quarter of the Year Ending March 2024 [Feb. 8, 2024]

Financial Results (PDF:518KB)

자료: 니콘 홈페이지

니콘 재무보고서상의 자본비용 및 주가 의식 경영 실현 방안

Action to implement management that is conscious of cost of capital and stock price

- Analysis of current situation**
 - **Improving Price-to-Book Ratio (PBR) is an important management challenge.**
 - Announced in April 2022 an ROE target (8%+ in FY25) that is cognizant of our Cost of Equity.
 - ROE was in the 7% range in FY21 and FY22. In FY23, ROE is expected to be in 5% range due to the business cycle and other factors.
 - The reasons for the low PBR are due to a low forecast ROE caused by the expected decline in FY23 profit and a lower Price Earnings Ratio (PER) compared to peers. **Need to ramp up growth businesses quickly.**
 - A stabilization of business performance enables **balance sheet operations cognizant of capital efficiency.**
- Policies and targets**
 - **Aim to achieve Medium-Term Management Plan financial targets.** (FY25: ROE 8%+, Operating margin 10%+, Revenue ¥700.0B)
 - **Advance both growth investment (strategic investments, R&D, capex) and shareholder returns,** based on the direction for capital allocation in the Medium-Term Management Plan.
- Implementation of initiatives**
 - **Implement measures aimed at recovering business performance in FY24.** (Launch new products in mirrorless cameras and semiconductor ArF immersion lithography systems, etc.)
 - **Enhance information disclosure on growth businesses.** (Plan to explain the Healthcare and Digital Manufacturing Businesses at IR Day in September)
 - **Officer compensation system tied to ROE and other financial KPIs.** (In effect since FY22)
 - **Promote a growth strategy integrated with our sustainability strategy. Maintain our industry-leading ESG ratings.**
 - **Grow dividends to reach our target of ¥60 DPS in FY25.** (FY22 dividend: up ¥5 to ¥45. FY23 dividend: ¥50 planned)
 - **Opportunistically buyback shares of ¥30.0B+ during period of our Medium-Term Management Plan.**

자료: 니콘 홈페이지

기업가치 제고 공시 사례(4) - 니콘 그룹(시총 277위, 제조)

❖ 니콘 그룹은 재무보고서를 통해 기업가치 제고 방안을 공시

- (개요) 일본어와 영어로 기업가치 제고 방안 등이 포함된 재무보고서를 발표
- (수익성) 수익성 개선을 위해 ROE 및 영업이익률을 '25년까지 각각 8% 및 10% 이상으로 개선하고, R&D 투자전략, 설비투자 전략 등을 발표
- (주주환원) 주주환원을 위해 배당금 지급을 점진적으로 확대하고, 자사주 취득 계획 등을 발표
 - 배당금은 '23년 주당 50엔에서 '25년 주당 60엔으로 확대
 - 자사주 매입은 매년 300억엔 규모를 실시할 계획
- (경영진 인센티브) 임원 성과보수를 ROE 등에 연동하도록 제시

장점:

영업수익의 주주환원을 위해
중장기 배당·자사주 매입 계획 제시

니콘의 영업수익 및 ROE 제고 계획



니콘의 주주환원 제고 계획

	21년도	22년도	23년도	24년도	25년도
주당 배당	중기 경영 계획 기간(4년) 50 엔				
	기말 20엔 중간 20엔	기말 25엔 중간 20엔	기말 25엔 중간 25엔	연간 50~60엔	연간 60엔
자기주식 취득		300억엔 실시 (발행주식수의 5.7% 상당)	중기 경영 계획 기간 중에 300억엔 이상을 가동적으로 실시		
전략 투자		SLM사 인수 약 880억엔	계속해서 검토		

기업가치 제고 공시 사례(5) - 노무라홀딩스(시총 80위, 금융)

❖ 통합보고서에 「자본비용 및 주가를 의식한 경영 실현을 위한 대응」 방안을 제시

- Investor Relation → Nomura Report 2023, p19~22에서 TSE 권고 사항을 제시
 - 경영현황 진단, 수익성 개선, 자본효율성 제고, 주주환원, 투자자 소통 강화 방안 등을 제시

노무라홀딩스 홈페이지



<Form 6-K>

[Principle 5-2]

With regard to Implementation of Management that is **Conscious of Cost of Capital and Stock Price**, please refer to the "CFO Message (page 19-22)" of the "Integrated Report (Nomura Report)" on the Company's website "Annual Reports"

노무라그룹 통합보고서상 자본비용 및 주가 의식 경영 실현 방안

CFO Message

We aim to raise our corporate value over the long term by improving the profitability of our existing businesses and optimally allocating capital, including investment for growth



Nomura Group aims for a business model that can consistently deliver return on equity (ROE) of 8 to 10 percent over the medium-term while capitalizing on business opportunities globally. As a financial institution based in Japan, we see our cost of equity to be at around 8 percent¹, which is why we are aiming for ROE higher than that at around 8 to 10 percent. Our mission is to deliver returns to shareholders that are greater than our cost of equity.

Here, I will outline how we plan to achieve this and boost valuation from the equity markets to raise our

price-to-book ratio (PBR) through initiatives to maximize our ROE and minimize our earnings volatility to lower our cost of equity.

¹ Cost of equity calculated using CAPM.

FY2022/23 review

During the year ended March 2023, volatility spiked in the fixed income markets on the back of monetary tightening, particularly in the US, and geopolitical risks such as the war in Ukraine, leading to a

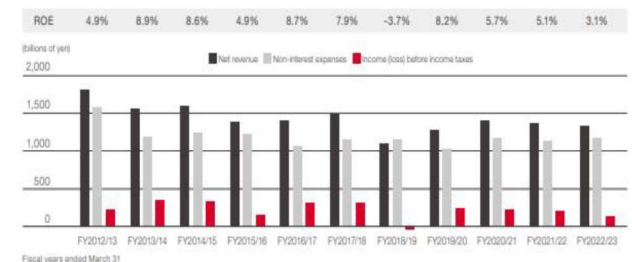
correction in prices across assets.

In March this year, the failure of some small to mid-size banks in the US spilled over to affect banks in Europe, giving rise to concerns over the negative impact a credit crunch could have on the economy. Amid this environment, we reported ROE of 3.1 percent, significantly lower than our target.

However, the majority of the financial products we hold are marked to market at fair value and we have minimal off-balance-sheet unrealized gains or losses, giving us a robust financial position.

$$PBR = \frac{\text{ROE}}{\text{Cost of equity} - \text{Expected growth rate}}$$

- 1 Maximize ROE
 - Improve profitability
 - Raise capital efficiency
- 2 Lower cost of equity
 - Smooth out earnings volatility by stabilizing and diversifying groupwide revenues
- 3 Increase expected growth rate
 - Capture growth markets
 - Realize organic and inorganic
 - Realign business portfolio



기업가치 제고 공시 사례(5) - 노무라홀딩스(시총 80위, 금융)

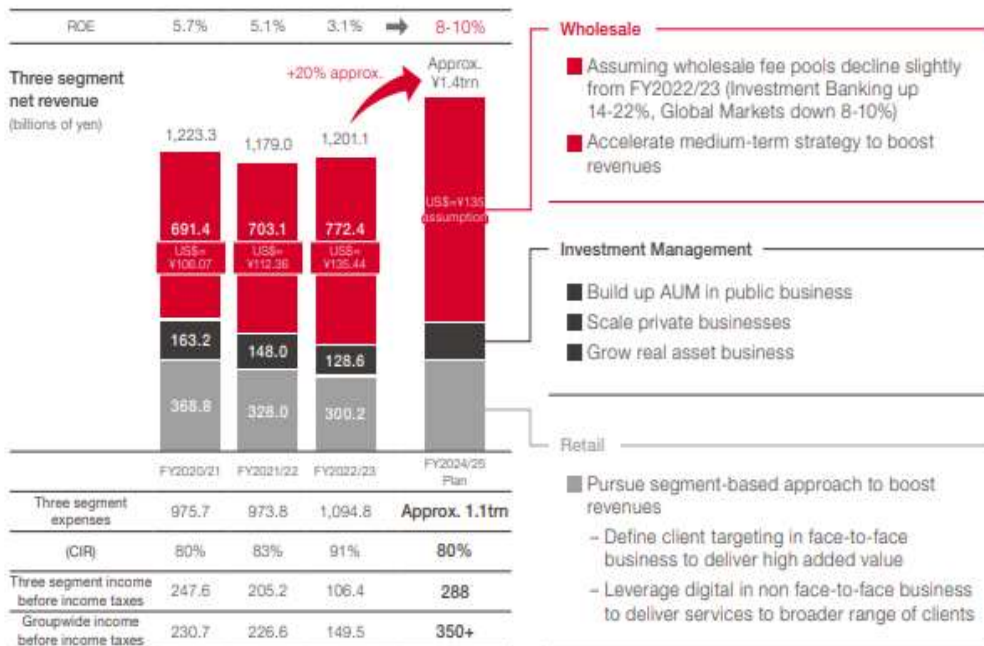
❖ 통합보고서를 통해 기업가치 제고 방안을 공시

- (개요) 진단을 통해 ROE 향상을 위한 중장기 사업전략, 주주환원 확대, 주주소통 강화 방안을 제시
- (수익성) 8% 이상 ROE 달성을 위해 기관영업 부문은 매출 확대, IB 부문은 공공과 사모를 개척하며 소매 부문은 고액자산가 서비스를 늘리고 디지털영업 전략을 강화하기로 발표
- (주주환원) 배당성향을 기존 30%에서 40%로 확대하고, 자사주 매입 규모를 확대하기로 발표
- (주주소통) 주주, 투자자 소통 강화를 위해 투자자Day, 노무라투자포럼, 지속가능Day, 국내외 기관 투자자와 1:1 미팅 등을 확대하며 애널리스트, 펀드매니저, 의결권 매니저 등과의 소통 강화를 발표

장점:

대형 금융회사 장점을 살려, 주주·투자자와 다양한 형태의 소통기회를 마련하며 피드백 반영계획을 제시

ROE 제고를 위한 중장기 사업전략 제시



주주소통 강화를 위한 방안 제시

Speaking opportunities	Quarterly financial results, biannual strategy updates (Investor Day, Nomura Investment Forum), Sustainability Day, one-on-one meetings (investor relations, shareholder relations), overseas roadshows. Although not captured in the data below we also conduct online briefings for individual investors.
Speakers	Group CEO, CFO, Deputy CFO, Division Heads, Senior Managing Director in charge of Sustainability, Senior Managing Director in charge of Group Secretariat and Regulatory Affairs, Investor Relations team.
Shareholders communicated with include	Analysts, portfolio managers/fund managers, proxy voting managers, chief investment officers, fixed income investors, and partners. A breakdown of investor type is shown below.
	<ul style="list-style-type: none"> Active 98% Passive 2% GARP* 6% Index 2% Value, Deep Value 56% Alternative 22% Growth 14% Japan 61% EMEA 15% Asia 19% US 5%
Main topics and shareholder interest	<ul style="list-style-type: none"> Specific steps to achieve management targets Growth strategy for each business in current macro and competitive environments Initiatives to improve profitability and smooth our performance volatility (revenue outlook, cost control) Potential for inorganic growth (areas, scope) Initiatives to raise capital efficiency and shareholder return policy Initiatives to strengthen corporate governance (board structure, board effectiveness, etc.)
	Feedback from investors was compiled after each quarterly results and strategy updates and reported to the Executive Management Board and the Board of Directors

Prime 150 지수를 통한 수요 기반 확충

❖ PBR과 ROE를 주요 가치척도로 하여 새로운 지수(Prime 150 Index) 출시

- 500개 상장기업 중에서 가치창출이 기대되는 150개 기업을 선정
 - 가치창출(Value Creation) 척도: ①ROE가 자본비용을 넘을 때 ②PBR이 1을 넘을 때
- 소니, 일본통신, 도쿄전력 등이 포함되어 있으며 도요타는 제외

❖ ETF 출시를 통한 기관투자자 참여 및 연기금의 벤치마크 활용 유도 검토

- '24년 1월 24일 JPX Prime 150 지수를 기초로 ETF를 최초로 출시하여 기관투자자 참여를 유도
- 일본 공적연금(GPIF) 및 일본중앙은행(BOJ) 등이 새로운 유형 투자전략의 벤치마크로 검토

JPX Prime 150 개요

이름	JPX Prime 150 Index
개요	가치창출 기대가 높은 일본 대표 상장기업 종목들로 구성
종목수	150개 일본증시 상장기업
가중치	유동주식 기반 시가총액 가중
기초일자	'23.5.26일자를 1,000pt로 설정
산출시기	'23.7.3 이후 실시간
정기변경	'24.8월부터 매년 8월 변경

JPX Prime 150 구성종목 리스트

이름	섹터	시총비중
Sony 그룹	전기전자	5.7%
키엔스	전기전자	4.2%
일본통신	정보통신	3.2%
도쿄전력	유틸리티	2.5%
히타치	전기전자	2.4%
타케다제약	제약바이오	2.4%

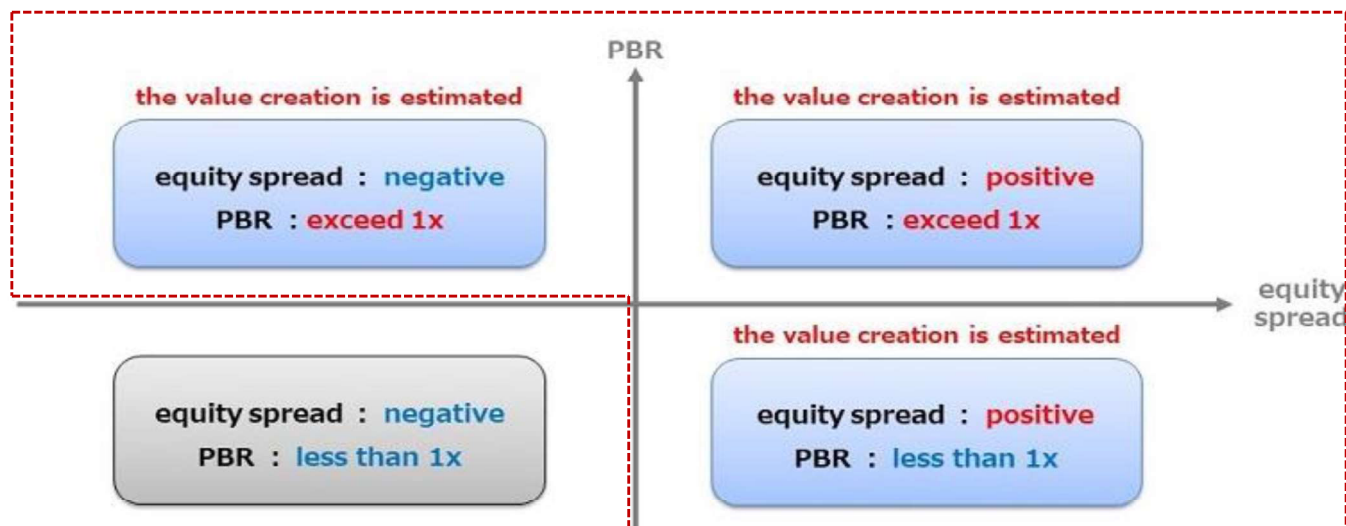
Prime 150 지수를 통한 수요 기반 확충

❖ 1. Equity Spread 선택 기준

- 상장유지 요건 기업 중에서 과거 경고·주의 미지정 기업들을 500개 선정(시가총액 기준)
- ROE가 요구수익률(예: 8%)을 초과하는 것을 Equity Spread로 정의하여, 현재와 이전 시점 모두 Equity Spread가 양(+)
의 값을 대상
- Equity Spread 순위를 기준으로 총 75개 기업을 선정
 - 특정 시점을 기준으로 25개 기업을 선정하고, 시점을 변경하면서 추가로 기업을 선정

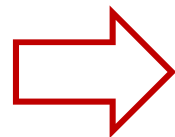
❖ 2. PBR Selection 선택 기준

- 상장유지 요건 기업 중에서 과거 경고·주의 미지정 기업들을 500개 선정(시가총액 기준)
- 현재 시점과 과거 2분기 평균 시점 PBR이 1을 넘는 기업을 선정
 - 이때 시장가치 산정은 미래 재무정보와 비재무정보를 기초로 함
- 위의 PBR 조건을 만족하는 기업 중에서 시가총액 기준으로 총 75개 기업을 선정
 - 특정 시점을 기준으로 25개 기업을 선정하고, 시점을 변경하면서 추가로 기업을 선정



기타 해외 국가 밸류업 사례

주요국 상장기업 기업가치 제고 사례



- ✓ 일본은 PBR, ROE 제고 권고 & 과거 거버넌스 개혁 등
- ✓ 주요국은 거버넌스 개선 중심으로 기업가치 제고 권고

독일 - 질적 수익성 및 기업지배구조 개선 강화('22~)

- ❖ 독일은 상장기업 질적 수익 및 기업지배구조 개선을 목표로 지수 및 상장유지 조건을 개편
 - (배경) (구)DAX30 지수에 편입된 와이어카드(Wirecard)가 '20.6월 해외 예치자산 부정 계상 이유로 파산하자, 상장기업 질적 수익 및 기업지배구조 개선 방안을 모색
 - (개요) '21.9월 프랑크푸르트 거래소는 DAX 개혁을 통해 독일 상장기업에게 수익 퀄리티(Quality)를 높이고, 지배구조 개선 권고를 목표로 상장유지 조건 강화 및 DAX40 지수 등을 발표
 - (수익 퀄리티) 회계 건전성 제고를 위해 양(+의 EBITDA(Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization)수익 유지를 의무화
 - (대표 지수 개편) 독일 대표 지수를 DAX30에서 DAX40으로 변경하며, DAX40 지수의 포함을 위해 수익의 퀄리티 유지, 우수 기업 거버넌스 관행 충족, 독일어 및 영어 재무보고서 게시 사항 요구

독일 거래소의 기업가치 제고 노력

항목	내용	기대효과
수익품질 제고	상장유지시 양(+의 EBITDA 요구	상장기업 건전성 제고
거버넌스 개선	수익 품질, 거버넌스 우수기업 가중치를 반영한 DAX40 출시	기관투자자 참여 유인
주주소통 강화	독일어 및 영어 재무보고서 공시의무	글로벌 기관투자자 참여 유인

자료: 독일 프랑크푸르트거래소

홍콩 - 자사주 매입 촉진 및 기업지배구조 개선('23.10)

❖ 상장기업의 자사주 매입 촉진 및 기업지배구조 개선을 유도

- (배경) 지정학적 리스크 증가 등으로 홍콩 증시가 부진하자 증시를 부양하고 시장 유동성을 높이기 위해 자사주 매입 촉진 프로그램 및 기업지배구조 개선을 유도
- (개요) 자동 자사주 매입 프로그램 개선, 사외이사 역할 및 책임 강화
- (자사주 매입 촉진) 거래소(HKEx) 규정 개정을 통해 상장기업이 자사주 매입시, 해당 주식 상장을 자동으로 취소하는 (구)규정을 삭제하고 상장기업이 해당 주식을 자사주로 보유할 수 있도록 허용
 - 단, 상장기업이 자사주로 보유한 주식의 재매각을 억제하는 규정을 도입(예: 자사주 재매각시 30일 유예기간을 두며, 미공개 내부정보와 관련된 매각은 재매각 금지)
- (사외이사) 사외이사의 다양성, 장기 임기 제한, 내부통제 정보 공개, 사외이사의 역할과 책임 강화 등이 포함된 새로운 거버넌스 지침을 발표

홍콩 거래소의 기업가치 제고 노력

항목	내용	기대효과
주주환원 확대	기업의 자사주 매입을 촉진하도록 규정 개정	주가 기대 수익률 제고
거버넌스 개선	사외이사 요건, 역할 및 책임 강화	경영진 감시, 견제 강화

자료: 홍콩 거래소

대만 – 기업지배구조 로드맵 3.0('23.3)

❖ 금융당국은 상장기업 기업가치 제고를 목표로 기업지배구조 로드맵을 발표

- (배경) 기업가치 제고를 위해 금융감독위원회(FSC)가 상장기업 대상 지속가능 발전 실현계획 발표
- (개요) 상장기업 이사회 역할과 책임 강화, 영어 공시 의무화, 이해관계자와 소통 강화, 기업지배구조 100 Index 출시 및 기관투자자 투자 장려
- (거버넌스 개선) 1. 납입자본금 NT\$100억 이상 상장 신청회사, 상장희망 금융기관 및 보험회사는 독립적이사회 보유가 의무 2. 납입자본금 NT\$20억 미만인 상장기업은 최고 기업지배구조 책임자 임명 3. 사외이사 수는 이사회 전체의 3분의 1 이상 4. 사외이사 50% 이상 3회 초과 재임 불가 등
- (영어공시) 납입자본금 NT\$6억 이상인 TWSE/TPEX 상장기업은 주주 회의안건 핸드북, 연간보고서, 연간 재무정보를 포함한 영어 버전의 정보를 2023년부터 공개 의무
- (이해관계자 소통) 자본금 20억 NT달러 이상 상장공기업 또는 외국인 지분 30% 이상 상장기업은 주총 30일 전까지 안건 핸드북 및 보완자료를 공개하며, 14일 전까지 연차보고서를 제출 의무화

대만 거래소의 기업가치 제고 노력

항목	내용	기대효과
거버넌스 개선	독립 이사회 보유, 사외이사 요건 강화	경영진 감시, 견제 강화
주주소통 강화	영어공시 의무화, 연차보고서 공개시기 당김	유인부합적 거버넌스 개선

자료: 대만 거래소

싱가포르 - 상장기업 기업지배구조 개선('23.1)

❖ 상장기업 이사회 전문성과 투명성 제고를 목표로 기업지배구조 개선을 촉구

- (배경) 이사회와 경영진의 책임경영 유도를 목표로 SGX 규정 개정을 통해 기업지배구조 개선 촉구
- (개요) SGX 상장기업 이사회 및 최고 경영자 보수를 필수적으로 공개, 사외이사의 임기 제한, 우수 기업지배구조 기업에게 인센티브 제공
- (거버넌스 개선) 1. 상장기업 및 해당 자회사가 이사회 및 최고 경영자에게 지급한 보수의 정확한 금액과 내역을 연차보고서에 공개하도록 의무화 2. 상장기업의 사외이사 임기를 최대 9년으로 제한 3. 등록 감사인 임명 등
- (인센티브) 기업지배구조가 우수한 기업들을 대상으로 SGX RegCo는 각종 업무 처리들과 관련한 사항에 대해서 우선순위를 부여(예: 주식배정 신청서 등)

싱가포르 거래소의 기업가치 제고 노력

항목	내용	기대효과
거버넌스 개선	이사회, 경영진 보수 공개, 사외이사 요건 강화, 등록 감사인 임명 등	책임경영 유도, 경영진 감시, 견제 강화
인센티브	지배구조 우수 기업에게 업무처리 우선순위 부여	유인부합적 거버넌스 개선

자료: 싱가포르 거래소

미국 - 상장기업 거버넌스 개선('23.8~)

❖ 상장기업 임원의 책임경영 유도 및 재무보고 투명성 제고

- (배경) 상장기업 임원의 책임경영을 유도하기 위해 임원 성과보수와 경영성과 공시를 요구했으나, 상장기업 임원들이 재무 실적을 부풀려 주가를 띄우고, 높은 성과보수를 받는 관행이 관철
- (개요) 임원 성과보수와 재무성과의 관련성 공시(임원 성과보수의 재무성과 연동), 재무제표 수정시 임원 성과보수 환수제도, 사외이사 다양성 등
- (임원 성과보수와 재무성과 관련성 공시) NYSE, NASDAQ 상장기업 임원들의 책임경영을 유도하기 위해 최근 5개년 회계연도의 임원 보상과 재무성과와의 관련성을 공시하도록 요구('22.8)
- (임원 성과보수 환수제도) NYSE, NASDAQ 상장기업이 재무제표를 수정하는 경우, 기존에 지급한 성과보수를 환수 또는 취소해야 함('23.10~)
- (이사회 다양성) SEC는 기업지배구조 개선을 목적으로 나스닥 상장기업에게 이사회 다양성 정보를 공개하도록 요구
 - 나스닥 상장기업은 최소 2인 이상 여성 또는 소수인종을 이사회 구성원으로 포함해야 함

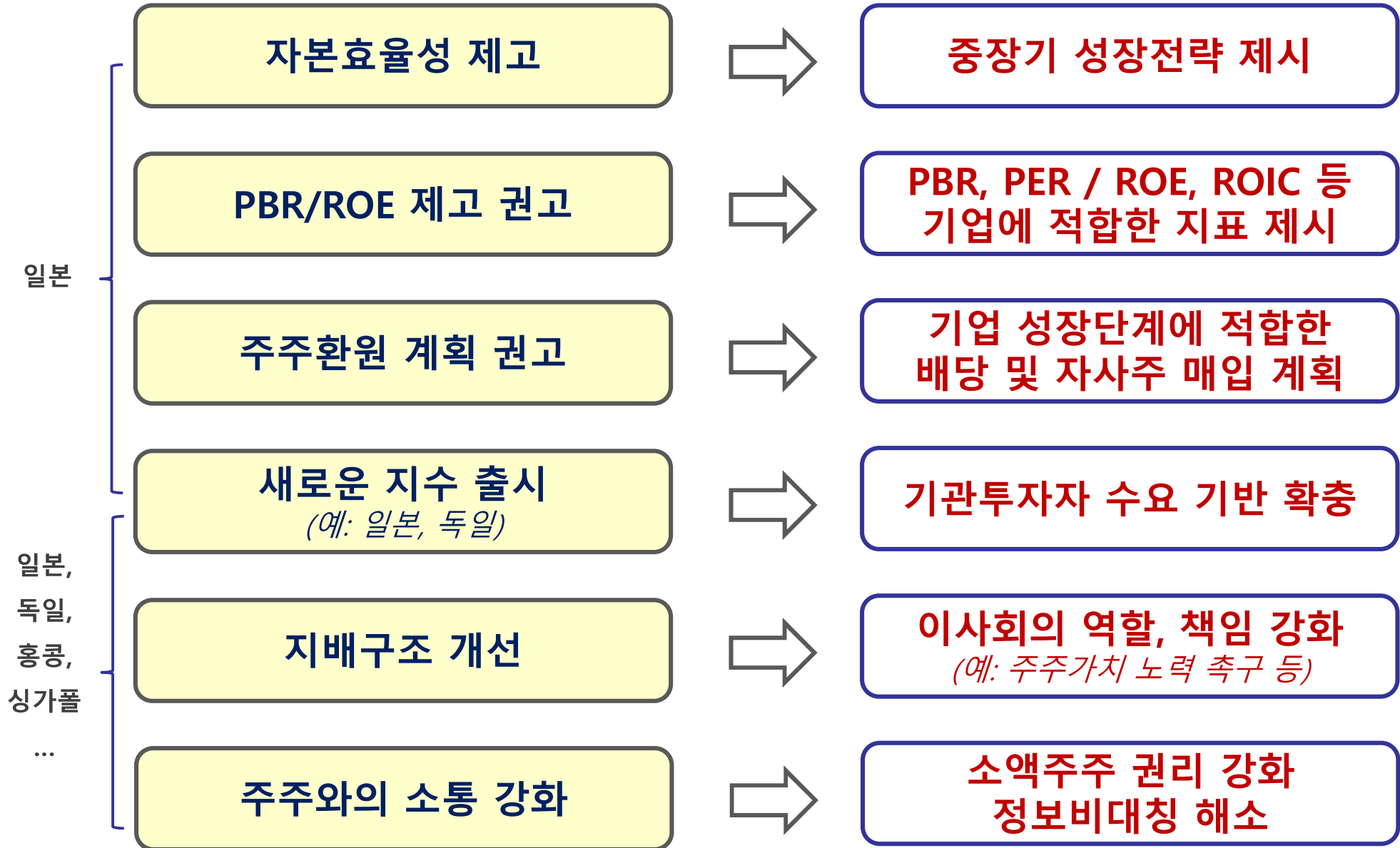
NYSE/NASDAQ 거래소의 기업가치 제고 노력

항목	내용	기대효과
지배구조 개선	임원 성과보수, 재무성과와 관련성 공시 / 재무제표 수정시 성과보수 환수	임원 책임경영 유도
	나스닥 상장기업의 이사회 다양성 정보공개 의무	이사회 다양성 촉진

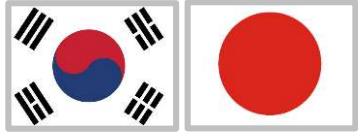
자료: SEC

기업가치 제고 관련 국내 시사점

해외 밸류업 지원 방안의 국내 시사점



한국과 일본의 「기업 밸류업 지원방안」 비교



공통점

자본효율성, 투자지표 점검

기업에게 중장기
수익성, 성장성 제고 권고

기업 자율공시 유도

...



차별점

상세 가이드라인
(기업 자율적 가치제고 공시)

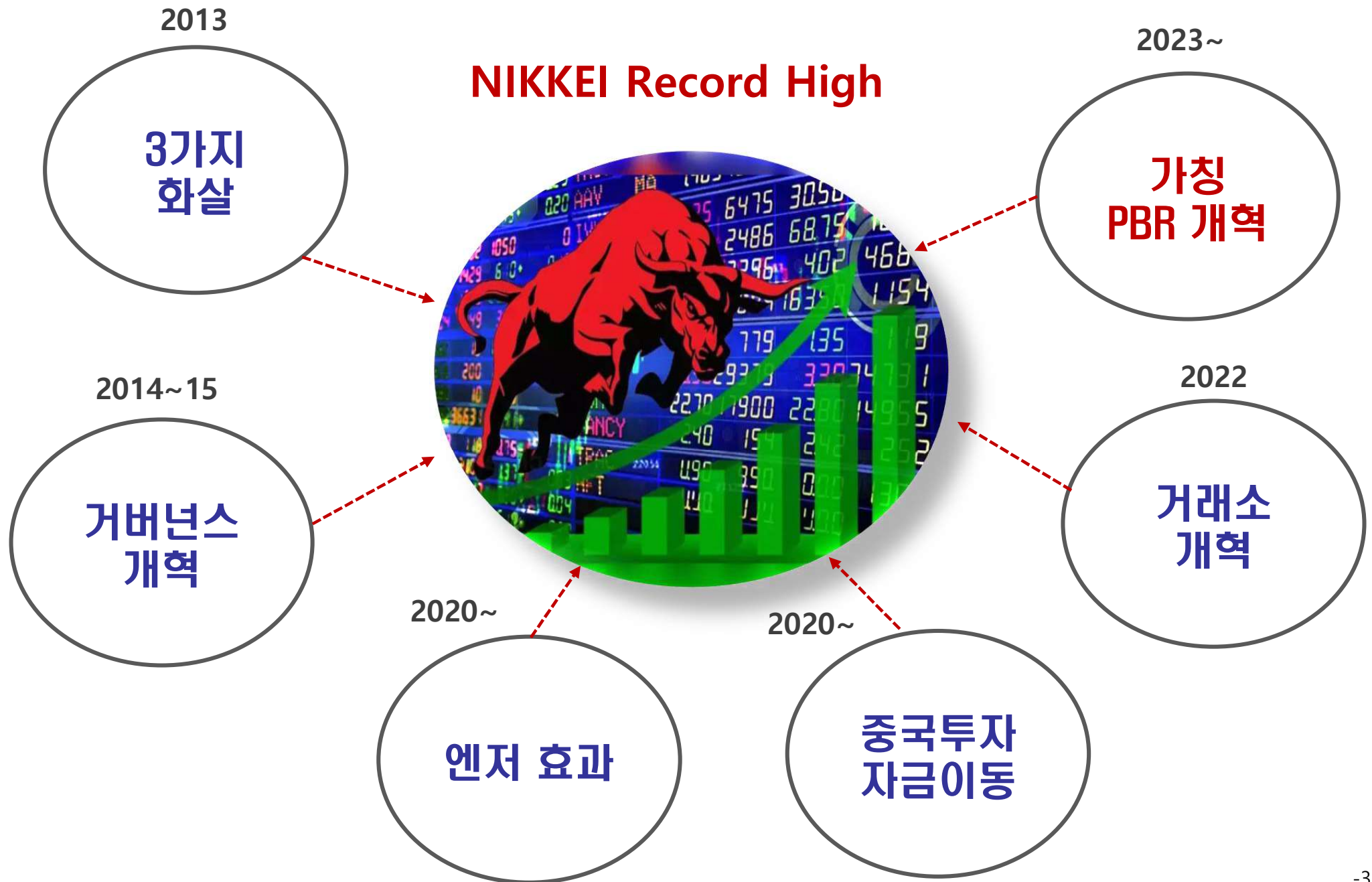
과감한 인센티브
(세제 혜택, IR 지원 등)

한국형 밸류업 지수
(ETF 출시, 연기금 활용 유도)

스튜어드십 코드 반영
(기업가치 제고노력 등)

거래소 전담 지원체계
(투자지표 비교공표 플랫폼)

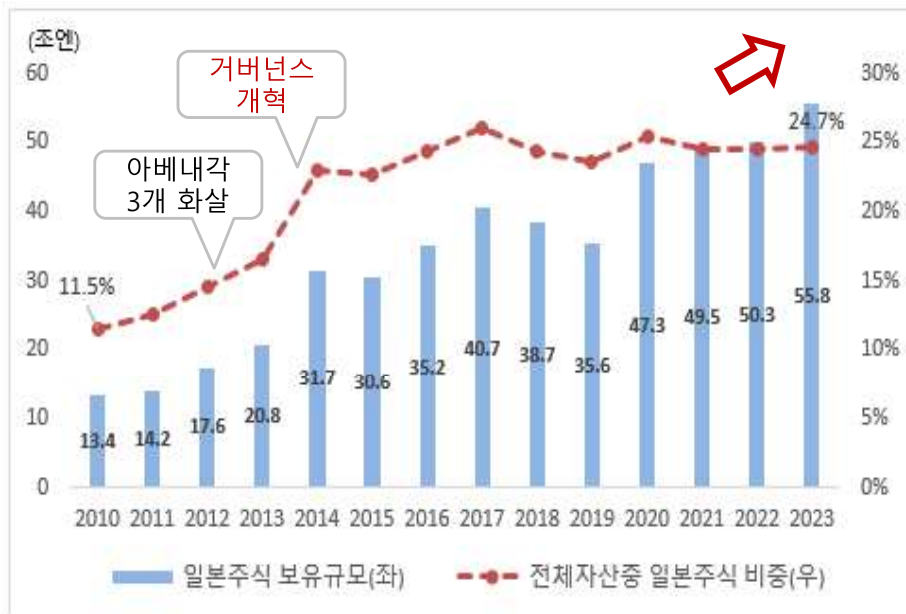
일본 주가지수의 상승 동인 - 다양한 요인이 복합적으로 작용



(참고) 일본 연기금, 중앙은행의 국내주식 보유 확대

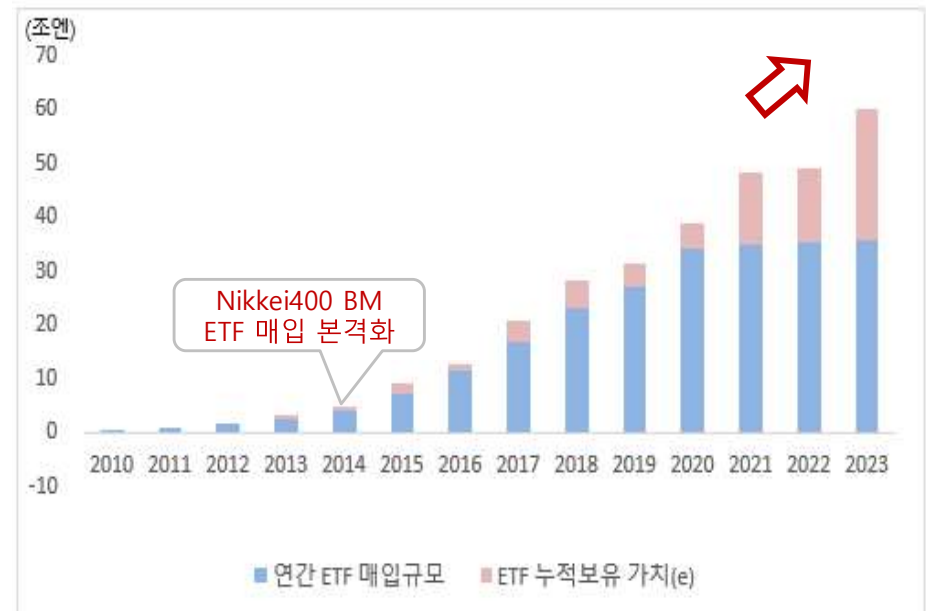
- ❖ **일본 공적연금(GPIF)는 '14년 거버넌스 개혁 이후 국내주식 보유 규모를 꾸준히 확대**
 - '23년말 기준 GPIF의 일본주식 보유 규모는 55.8조엔으로 전체 자산군 중 24.7%를 차지
 - GPIF의 일본주식 보유 비중은 2010년말 11.5%에서 2023년말 24.7%로 약 2배 증가
- ❖ **BOJ는 양적완화 일환으로 ROE·거버넌스에 가중치를 둔 Nikkei400 BM ETF 매입을 확대**
 - '10년 이후 BOJ가 매입한 일본주식 ETF는 35~40조엔이며, 현 보유가치는 70조엔으로 추정
 - '14년부터 자본의 효율적 활용, 주주가치 제고 경영에 가중치를 둔 Nikkei400 BM을 적극 활용

GPIF의 일본주식 보유 규모 및 전체자산군 중 비중



자료: GPIF

BOJ의 일본 ETF 매입 규모 및 예상 보유가치 규모



자료: BOJ(Bank of Japan)
주: J-REITS는 제외

해외 사례를 통한 한국 증시 밸류업 방안

수익성

수익성 및 성장성의
중장기 제고 방안 권고

- √ 중장기 성장전략 제시
- √ 자율적 목표지표 제시
(PBR, ROE, ROIC 등)
- √ 자본·자산 효율성 제고

주주환원

자사주 매입,
배당확대 방안 권고

- √ 자사주 매입 및 소각
- √ 배당금 확대
- √ 총 주주 수익률 제고
(Total Shareholder Return ↑)

지배구조

지배구조 개선 유도

- √ 이사회 역할·책임 강화
- √ 경영진 책임경영 유도
- √ 소액주주 권리 보호



기관투자자 수요 기반 확충

[스튜어드십 코드 + 한국형 밸류업 지수 + 연기금 벤치마크 등]

감사합니다.