

Strategy Idea



Passive/ETF

Analyst 최병욱

02. 6454-4876

byungwook.choi@meritz.co.kr

일본 ETF 투자 가이드(2): 밸류업 프로그램

- ✓ 국내 기업 밸류업 프로그램 향후 가늠을 위해 모델인 일본 확인해볼 필요
- ✓ 국내와의 가장 큰 차이점은 당근과 채찍. 강제성 vs 인센티브
- ✓ 일본 JPX Prime 150 Index ETF 출시. 향후 모니터링 필요

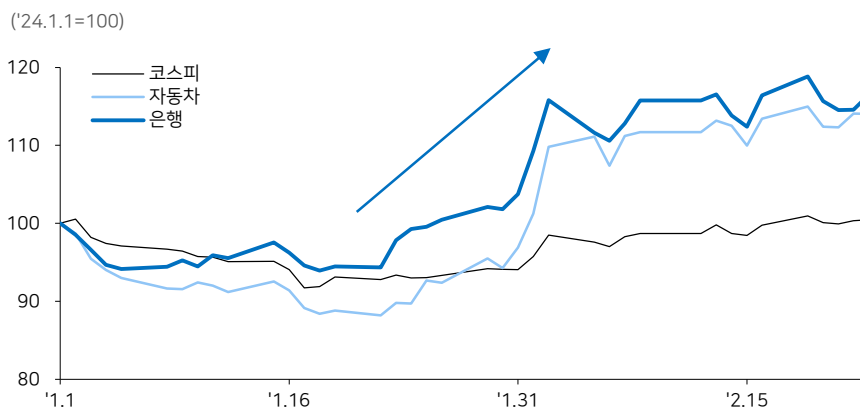
일본 밸류업 프로그램 ETF 상장

국내 유가증권시장 기업가치를 제고하기 위한 기업 Value-up 프로그램이 연초 증시에 큰 영향을 미치고 있다. 특히 PBR이 낮은 종목들의 경우 ROE, PBR 개선에 대한 기대감이 작용하면서 자동차 업종은 연초 이후 14.0%, 은행 업종은 16.5% 상승했다. 이뿐만 아니라 저PBR, 주주환원가치, 고배당 등 가치형 ETF의 수익률 상승 또한 이뤄지고 있다.

JPX Prime 150 Index 추종 ETF
상장

이와 같은 상황 하에서 일본에서 '24년 1월 24일 밸류업 프로그램의 결과물로써 만들어진 JPX Prime 150 Index를 추종하는 ETF가 출시됐다. 국내 기업 밸류업 프로그램이 일본 프로그램의 영향을 받은 만큼, JPX Prime 150 Index 및 해당 지수를 추종하는 ETF의 출시는 눈여겨볼 만하다. 해당 지수 및 ETF의 출시 배경, 방법론, 구성종목 특성, 출시 전후 영향 등에 대해 살펴해보도록 한다.

그림1 은행, 자동차 업종 vs KOSPI 주가지수_연초 이후



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

일본 기업 밸류업 프로그램 개요

일본은 2014년부터 ROE 제고 등 기업지배구조 개혁을 위한 방안을 모색했다. 일본 공적연금(GPIF)은 스튜어드십 코드를 도입, 2015년부터 도쿄증권거래소에 의해 기업지배구조 공시 또한 의무화됐다. 2022년 4월 도쿄증권거래소는 상장 시장을 대기업 중심인 프라임(Prime), 중견기업 중심인 스탠다드(Standard), 신흥 기업 자금 조달 목적인 그로스(Growth)로 재편했다. 이 중 프라임 시장에는 해외 투자자가 요구하는 공시 기준 등이 도입됐다.

일본 밸류업 프로그램: 종목 ROE, PBR 개선 목적

시장에서 흔히 일본 기업 밸류업 프로그램이라고 부르는 정책은 이러한 상황 아래서 2023년 본격적으로 시작됐다. 2023년 3월, 도쿄증권거래소는 각 기업가치 제고를 위해서는 자본비용과 주가에 대한 인식을 높이는 사고방식 개혁이 필요하다고 지적하며 “자본비용과 주가를 의식한 경영”의 실천을 촉구했다. (해당 정책 일어명: 資本コストや株価を意識した経営, 밸류업 프로그램으로 하술)

해당 정책 시행 배경 및 목적은 다음과 같다.

(1) 당시 프라임마켓 상장 기업의 50%, 스탠다드마켓 상장기업의 60%가 ROE 8% 미만, P/B 비율이 1 미만으로 수익성 및 성장 측면에서 문제가 있으며 이를 개선할 필요가 있다고 판단한다.

(2) 따라서 프라임, 스탠다드 마켓 상장사들의 경영진은 손익계산서의 매출 및 이익 수준뿐만 아니라 대차대조표를 기준으로 자본 비용 및 수익성을 보다 면밀히 고려하여 경영 업무를 수행하도록 해야 한다.

표1 일본 밸류업 프로그램 개요

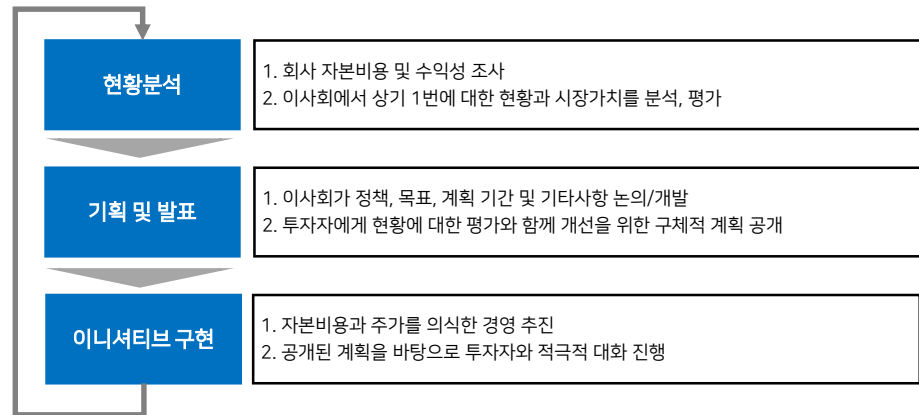
내용	
배경	1. 프라임마켓 상장기업의 절반, 스탠다드마켓 상장기업의 60%가 ROE 8% 미만, PBR 1배 미만으로 수익성 및 성장성 측면에서 문제 인식 2. 이에 자본비용과 주가를 고려한 경영을 달성하기 위해 중요하다고 생각될 수 있는 조치사항을 제시, 상장사가 이를 적극적으로 이행할 것을 요구
목적	1. 손익계산서 상의 수익뿐만 아니라 대차대조표를 기준으로 자본비용 및 수익성을 고려할 것 2. R&D 투자, 인적자본 투자 등을 추진해 자본비용과 수익성을 충분히 고려하여 자원을 적절하게 배분하는 효과를 기대
페널티	성과가 보이지 않는 경우 상장 폐지 등 대응이 가능함을 시사 * '23년 4월 유가증권상장규정 등의 일부 개정을 실시, 2025년 3월 1일 이후 기준 미충족 종목에 대한 상장폐지 가능하도록 변경

자료: 도쿄증권거래소, PwC Japan, 메리츠증권 리서치센터

총족 시 JPX Prime 150 Index 편입

도쿄증권거래소에서는 가중 평균 자본 비용(WACC), 자기자본비용 등의 자본비용과 손익계산서가 아닌 대차대조표 수익성: 투자자본 수익률(ROIC), 자기자본이익률(ROE), PBR, PER 등 다양한 지표를 통해 기업 현황을 분석해서 제출할 것을 요구했다. 도쿄증권거래소에서 제시한 지표의 예시, 그리고 제출해야 하는 질문에 대한 답변을 하단에 정리했다. 그리고 해당 내용을 제대로 이행하고 조건을 만족했을 시 JPX Prime 150 Index에 편입할 요건을 갖추게 된다.

그림2 도쿄증권거래소에서 제시한 밸류업 프로그램 프로세스



자료: 도쿄증권거래소, 메리츠증권 리서치센터

표2 2023년 이전 기업지배구조 개혁 연혁

연도	내용
2014	기업지배구조 개혁 방안 모색 시작
2014	GPIF, 스튜어드십 코드 도입
2015	도쿄증권거래소 기업지배구조 공시 의무화
2022	상장시장 프라임, 스탠다드, 그로스로 재편
2023	밸류업 프로그램 개시
2023	JPX Prime Index 출시

자료: 도쿄증권거래소, 메리츠증권 리서치센터

표3 현황분석에 활용가능한 핵심 지표

지표	예시
자본비용	WACC(Weighted Average Cost of Capital) 자기자본비용
수익성	ROIC(Return On Invested Capital) ROE(Return On Equity)
시장 가치 평가	주가, PBR, PER

자료: 도쿄증권거래소, 메리츠증권 리서치센터

JPX Prime 150 Index_개요

다음 두 지표 활용

1. Equity Spread(ROE - COE)
2. PBR

JPX Prime 150 Index는 밸류업 프로그램의 일환, 혹은 결과물이다. 2023년 6월, TSE 프라임 시장에 상장된 최상위 시가총액 기업 중에서 재무 결과 기반의 '자본 수익률'(ROE와 자본비용의 차이인 Equity Spread)과 미래 정보 및 비재무 정보 기반의 '시장 평가'(주가책임비율, PBR) 두 가지 가치 창출 척도를 기준으로 "가치를 창출할 것으로 예상되는 일본 기업"을 선정하여 구성한 것이다.

한가지 혼동하기 쉬운 점을 바로잡고 가겠다. JPX Prime 150 Index는 저 PBR 종목으로 구성되지 않았다는 것이다. 최근 국내에서 밸류업 프로그램 이슈로 저PBR 종목이 강세를 보이면서 일본 밸류업 프로그램의 JPX Prime 150 Index 또한 유사한 것이라고 착각하기 쉽다. 하지만 그렇지 않다. JPX Prime 150 Index는 '이미' 밸류업이 진행돼 PBR이 1배 이상인 종목들로 구성된 지수다.

하단 표에 방법론 및 적격주식 선정한 것을 표기했다.

표4 JPX Prime 150 Index 방법론

방법론	1. TSE 프라임 시장에 상장된 주식 중에서, 특정 기준일에 연속 상장 기준을 충족하지 않거나, 상장 폐지 지정 주식, 주의 주식, 부문 이전이 발표된 주식은 제외 2. 시가총액 기준 상위 500개 주식을 선정 후, 다음의 두 기준에 따라 주식을 선정 2-1. '자본수익률' 기준: 현재 및 이전 기간 모두에서 Equity Spread가 양의 값을 보이는 주식을 선정(ROE가 8% 이상인 경우에 한함). 2-2. '시장 평가'(PBR) 기준: 현재 및 이전 두 기간 평균의 PBR이 모두 1배를 초과하는 주식을 선정 -> 각 기준에 따라 상위 75개 기업을 선정하여, 총 150개의 구성 종목을 확정
자본수익률 기준 적격	자본수익률 기준 적격주식 선정 . 현재 기간과 이전 기간 모두에서 자본 수익률(Equity Spread, ROE-COE)이 양의 값인 주식들을 선정. 이때 ROE가 8% 이상인 경우에 한함 . 추정된 자본 수익률이 가장 높은 상위 25개 기업을 선정 . 재조정 기준일 기준으로 순위가 125위를 초과하는 기업들 중에서 추가로 선정하여 총 75개 기업이 될 때까지 선정 . 위 단계들을 거쳐도 75개 기업에 도달하지 않은 경우, 추정된 자본 수익률 기준으로 주식을 추가로 선정 * COE 계산방식은 CAPM 모형에 기반
PBR 적격	PBR기준 적격주식 선정 . PBR 기준 적격 주식 선정: 현재 기간과 이전 기간의 평균 PBR이 모두 1배 이상인 주식을 선정 . 시가총액 기준 상위 25개 회사 선정: PBR 기준으로 선정된 주식 중 시가총액이 가장 높은 상위 25개 회사를 선정 . 순위 및 고정 수량 조정: 재조정 기준일 기준으로 순위가 125위를 넘는 주식 중에서 고정 수량인 75개가 될 때까지 추가로 선정 . 시가총액 기준 추가 선정: 고정 수량에 도달하지 못한 경우, 시가총액 기준으로 추가로 주식을 선정

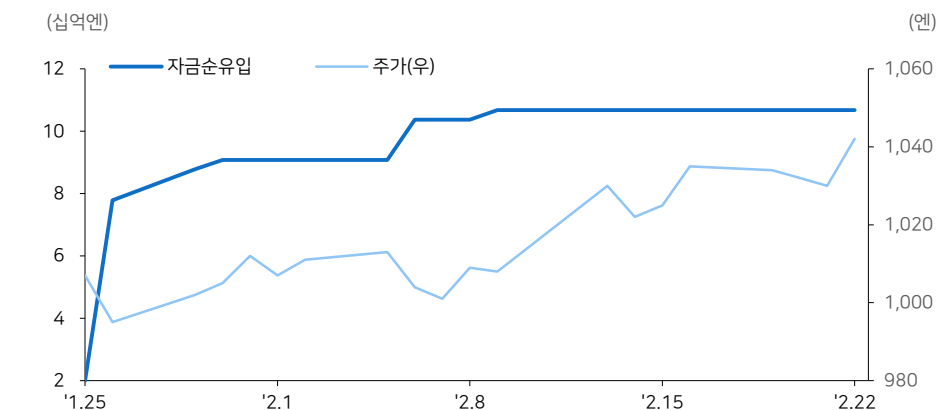
자료: 도쿄증권거래소, 메리츠증권 리서치센터

JPX Prime 150 Index_2017 ETF/출시 이후 종목에 미친 영향

2024년 1월 24일, 해당 지수를 추종하는 ETF도 최초로 출시됐다. 밸류업 프로그램의 목적 중 하나, 외국인 자금 유입 효과까지 염두에 둔 ETF다. 이에 더해 3월 18일에는 해외 투자자가 지수에 보다 쉽게 접근할 수 있도록 지수선물 상품을 출시할 예정이다.

이와 같은 일련의 정책 및 지수, ETF 출시가 당초 목표했던 대로 정말 기업가치 제고에 영향을 줬는지 살펴보자. 먼저 각 종목들 PBR이다. 비교 기준은 프로그램 시행 전인 2023년 3월과 현재다. PBR이 확연히 개선된 것을 확인할 수 있다. 물론 8p에서 확인할 수 있듯이 시가총액 높은 종목 전부가 JPX Prime 150 Index에 편입된 것은 아니다.

그림3 IFreeETF JPX Prime 150_자금순유입, AUM_출시 이후



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 Nikkei 225 PBR(TTM) 1배 이상 종목 비중



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

표5 일본 대기업 PBR(TTM) 변화

	2023년 3월 (배)	2024년 2월 (배)	변화율 (%)
도요타	0.89	1.46	63.3
소니	1.91	2.14	12.5
미쓰비시 금융그룹	0.68	0.94	37.8
도쿄 일렉트론	4.82	9.81	103.5
키엔스	5.92	6.07	2.6
미쓰비시 상사	0.91	1.46	60.8
히타치	1.42	2.17	53.4
신에츠	2.12	2.97	40.5
스이모토 미츠이	0.65	0.79	21.2
NTT	1.59	1.67	4.7

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

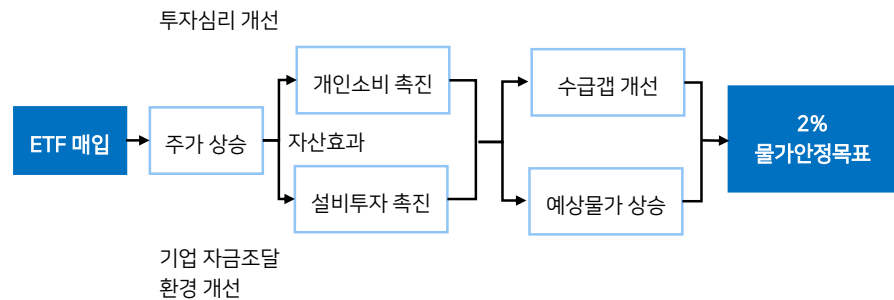
추가적으로 봐야할 점: BOJ의 ETF 매입 효과?

이와 같은 성공에 대해 논쟁점이 있다. 일본은행(BOJ)의 적극적인 개입이 더 큰 영향을 준 것이 아니냐는 것이다. 하단 그림에서와 같이 일본에서는 디스플레이션 극복을 위해 일본은행이 적극적으로 시장에 개입한다. 그 일환으로써 주로 Nikkei, TOPIX를 추종하는 ETF를 꾸준히 매입해왔다. 그 영향으로 해당 정책 또한 큰 효과를 본 것이 아니냐는 주장이다.

BOJ 영향 아예 없다고 할 수 없으나 정책 영향 또한 분명히 존재

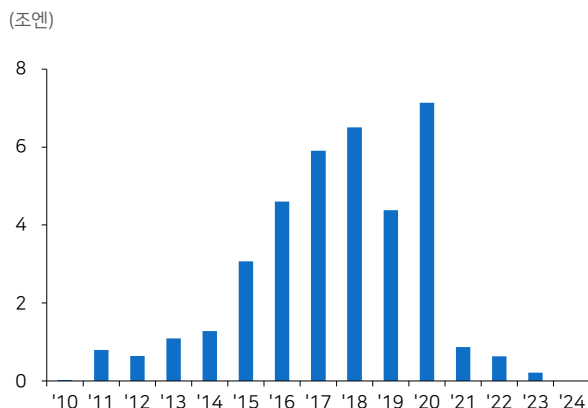
필자는 그 영향만은 아니라고 본다. 물론 이전 매입해놓은 ETF들이 부양효과를 가져왔다고 볼 수도 있다. 하지만 BOJ의 ETF 매입이 2021년부터 큰 폭으로 감소했고, 해당 정책이 2023년 3월부터 본격적으로 시행되며 주가가 상승했다. 이를 통해 적어도 2023년의 주가 상승에는 BOJ ETF 매입보다는 정책이 영향이 더 크게 작용했다고 본다.

그림5 일본은행 ETF 매입정책 기대효과



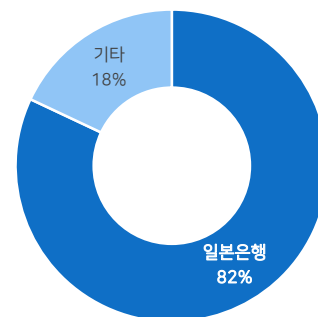
자료: 한국은행 동경사무소(2019) 재인용, 메리츠증권 리서치센터

그림6 일본은행 ETF 매입액_2010년 이후



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 일본은행 ETF 보유 비중



자료: Global X Japan, 메리츠증권 리서치센터

시사점 및 향후 모니터링 포인트

국내에서도 2월 26일 관련사항이 발표됐다. 향후 밸류업 프로그램이 국내 증시 향방에 큰 영향을 줄 것이기 때문에 보다 확실한 이해를 위해 정책의 모델이 되는 일본의 밸류업 프로그램에 대해 상세히 살펴봤다. 중장기적인 기업 가치 제고, 그에 따른 외국인 투자자 유치 등 목적이 명확하며 투자자 입장에서 납득 가능하다. 또한 저평가 요인을 해소에 밸류에이션을 개선한다는 정책은 직관적이다. 이런 것들이 일본 밸류업 프로그램 성공의 원인으로 작용하고 있다고 본다.

국내 vs 일본 밸류업 프로그램: 당근 vs 채찍의 차이

국내 프로그램과의 가장 큰 차이점은 당근과 채찍이다. 일본에서는 조건 미충족 시 상장폐지도 가능하다는 채찍을 꺼내들었다면 국내는 세제 혜택 등 당근을 동인으로 내세웠다. 보통 행동에 있어 고통이(고통을 피하고자 하는) 탐욕보다 훨씬 강한 동인으로 작용한다는 점을 생각해봤을 때 해당 정책의 유효성 전망에 유의미한 차이점으로써 고려해야 한다고 본다.

오히려 Index 제외된 종목 수익률 이 높을 가능성 존재

그리고 또 고려해야 할 점은 장기적인 밸류업 프로그램의 효과 지속성이다. 최근 1개월, JPX Prime 150 Index에 포함되지 않은 Mistubishi Corp. 등 종목이 급상승하면서 Nikkei 대비 언더퍼폼한 것 또한 지속성에 있어 신경써야 할 부분이다. Prime Index에 포함되지 않은 종목이 오히려 PBR 등 기업가치를 제고할 가능성에 대한 기대감이 반영될 여지가 있기 때문이다.

결론을 내리자면 일본은 수익성 및 향후 성장성 제고를 위해 밸류업 프로그램을 시행했고 성공적인 성과를 거두고 있다. 비슷한 고민을 가지고 있는 국내에서는 해당 정책을 벤치마킹했으나 강제성 등 몇 가지 차이로 인해 기대한 만큼의 효과를 거둘 수 있을지는 지켜봐야 할 상황이다. 또한 향후 지속성에 대해서도 의문점이 있을 수 있다. 이에 대해서는 일본에서 먼저 상장한 ETF 및 지수선물 상품의 운영 경과를 살펴봄으로써 추후 지속가능성을 가늠할 수 있을 것으로 판단한다.

표6 JPX Prime 150 Index 구성비중 상위 10종목

종목명	PBR(TTM, 배)	최근 1개월 수익률(%)
소니 그룹	2.14	-7.2
도쿄일렉트론	9.81	29.2
키엔스	6.07	6.7
히타치	2.17	14.0
신에츠화학	2.97	11.4
일본전신전화(NTT)	1.67	-0.9
닌텐도	4.22	8.6
미쓰이물산	1.31	13.9
이토추상사	1.80	1.9
리쿠르트 홀딩스	5.08	2.5
평균	3.73	8.0

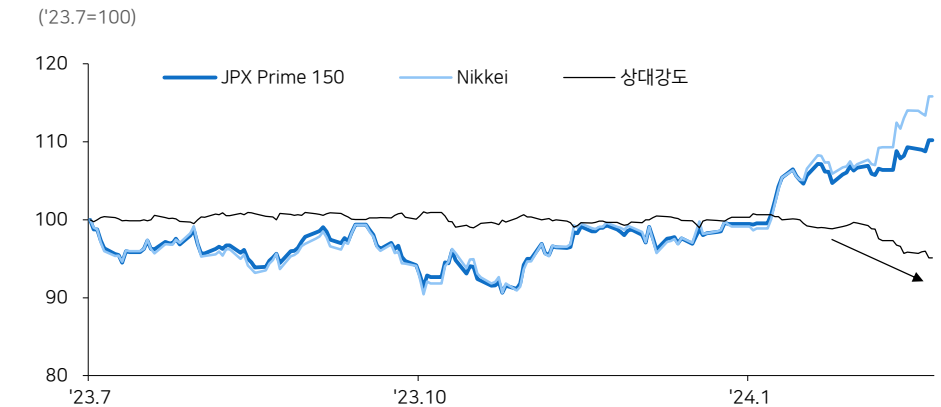
자료: Bloomberg, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

표7 TOPIX 종목 중 JPX Prime 150 Index 미편입 종목

종목명	PBR(TTM)	최근 1개월 수익률(%)
토요타자동차	1.46	23.6
미쓰비시 UFJ 파이낸셜 그룹	0.94	13.1
미쓰비시상사	1.46	33.2
스미토모 미쓰이 파이낸셜그룹	0.79	10.4
혼다자동차	0.72	13.1
소프트뱅크 그룹	1.29	34.6
미즈호 파이낸셜그룹	0.72	6.0
스미토모상사	1.00	9.6
오릭스	0.96	11.9
미쓰이부동산	1.24	13.7
평균	1.06	16.9

자료: Bloomberg, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림8 JPX Prime 150 vs Nikkei



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.