

일본 증시 재편 전략과 시사점

법무법인(유) 광장 연구위원(Ph.D) 김수연¹⁾

[목 차]

- I. 들어가며
- II. 일본 도쿄증권거래소 시장 구조 재편의 주요 내용
 - 1. 재편 배경
 - 2. 재편 내용
 - 3. 재편 진행 경과
 - 4. 재편 효과
 - 5. 한국거래소 시장과의 비교
- III. 시사점

I. 들어가며

작년부터 일본 증시가 크게 상승하면서 일본 대표 주가지수인 Nikkei225가 1989년 12월 29일 버블기 주가 38915.87을 오르내리며 강세를 이어가고 있다. 일본 증시 호황의 원인에 대해 저금리 정책과 엔저 현상, 중국 경제가 나빠지면서 중국에 투자된 해외 투자자금이 일본으로 이동하고 있는 거시 경제 상황 등과 함께 10여 년 전 아베 정부에서부터 시작된 對기업 정책(2014년 스투어드십 코드, 2015년 기업지배구조 코드 도입) 등이 ‘복합적’으로 작용했다는 분석이다.²⁾ 특히 도쿄증권거래소(TSE)가 2022년 4월 진행한 시장체제 재편은 기존 상장기업 개수라는 ‘양적 성장’에서 중장기 기업 가치라는 ‘질적 성장’을 추구하겠다는 개혁 의지를 명확히 보여줌으로써 국내외 투자자들의 신뢰를 이끌어 내며 일본 증시 부양에 핵심적인 역할을 했다는 평가가 지배적이다.³⁾ 이에 본 보고서에서는 기존 1부, 2부, 마더스

1) 본 보고서는 필자 개인적인 견해로서, 소속 법무법인의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

2) Japan's stock market is forecast to have a transformational year in 2024, Goldman Sachs(2023.11.22.); Corporate governance reform points to opportunities ahead in Japan equities, Nikko Asset Management(2023.12.27.); Unlocking Hidden Value Through Engagement, Neuberger Berman, Harvard Law School Forum on Corporate Governance(2023.11.5.).

3) 「量」より「質」を追い求める東証, 大和総研(2024.8.26.)

(Mothers), JASDAQ 스탠다드(Standard), JASDAQ 그로스(Growth) 5개 증권 시장을 프라임(Prime), 스탠다드(Standard), 그로스(Growth) 3개 시장으로 단순화하면서 각 시장 별로 유동성, 사업성과·재무상태, 기업지배구조 관련 상장 기준을 새롭게 설정한 일본의 시장 개혁의 주요 내용을 살펴보고, 현재 논의되고 있는 국내 밸류업 정책에 제언할 수 있는 추가적인 요소가 있는지 검토하고자 한다.

<그림 1> 일본 증시 밸류업 성공 동인



출처: 이효섭, 일본 자본시장 개혁의 성공 동인 및 국내 시사점, 자본시장연구원(2024)

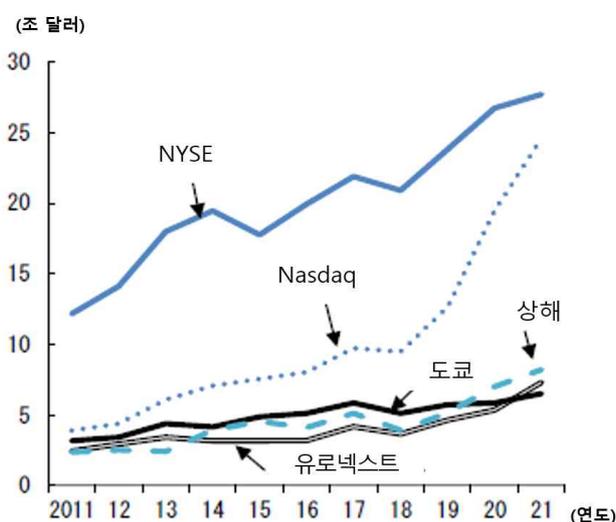
II. 일본 도쿄증권거래소 시장 구조 재편의 주요 내용

1. 재편 배경

2013년 1월 일본은 아베노믹스 금융 개혁의 일환으로 거래소 구조 개편을 추진했다. 자본시장 자유화 및 IT 기술 발달 등에 따른 거래소의 글로벌 경쟁 강화를 위해 도쿄 거래소(시장 제1부, 시장 제2부, 마더스)와 오사카 거래소(JASDAQ 스탠다드, JASDAQ 그로스)를 합병해 지주회사 형태의 JPX(일본거래소) 그룹⁴⁾을 출범시켰다. 2013년 7월 주식시장은 도쿄증권거래소로, 파생상품시장은 오사카 증권거래소로 일

원화하면서 글로벌 금융위기 이후 상장기준 완화 기조를 유지했던 일본은 2014년 들어 주식 및 파생상품 거래 규모가 증가하고 신규상장 기업이 확대되는 등 금융시장이 크게 활성화되고 JPX 그룹의 수익성도 늘어났다.⁵⁾ 하지만 2019년 이후 그간 뉴욕 증권시장, 나스닥 시장에 이어 차지했던 세계 주식시장 시가총액 3위 자리가 흔들리게 되면서(2021년 12월 기준 NYSE 27.7조 달러 > 나스닥 24.6조 달러 > 상해 8.2조 달러 > 유로넥스트 7.3조 달러 > 도쿄 6.5조 달러) 다시 개혁 필요성이 대두되었다.⁶⁾

<그림 2> 세계 주식시장 시가총액



출처: 日本総合研究所(World Federation of Exchanges database)

이처럼 도쿄증권거래소가 침체에 빠진 이유에 대해 상장기업의 수익성이 다른 주식시장에 비해 떨어졌다는 이유와 함께 다음과 같은 문제점이 지적됐다. 먼저 거래소 시장을 5개(시장 제1부, 시장 제2부, 마더스, JASDAQ 스탠다드, JASDAQ 그로스)로 구분했지만, 기업 특성이나 실태와 관계없이 시장에 상장되어 혼란스럽다는 점이었다. 시장 제1부에는 시가총액 1조엔 이상인 기업과 수십억 엔인 기업이 혼재되어 상장됐고, 시장 제2부, 마더스, JASDAQ 역시 중견기업과 신생기업이 뒤섞이면서 시장 구분이 무색하다는 비판이 제기됐다.

4) TSE 시장 및 JASDAQ에 동시 상장된 JPX 그룹은 5개의 자회사(자율규제기구, 주식시장, 파생상품시장, 청산기구, IT서비스)와 기타 관계회사로 구성된다.

5) 2014년 현물시장 일평균매매대금은 통합 전 대비 83.3%, 연간 파생상품거래량은 32.5% 증가했으며 2014년 신규상장회사 수는 2012년 대비 57% 늘었다. 2013년 JPX 그룹 매출액과 당기순이익도 전년 대비 각각 41%, 130% 급증했다. 금융위원회, 거래소시장 경쟁력 강화 방안, 보도자료(2015.7.2)

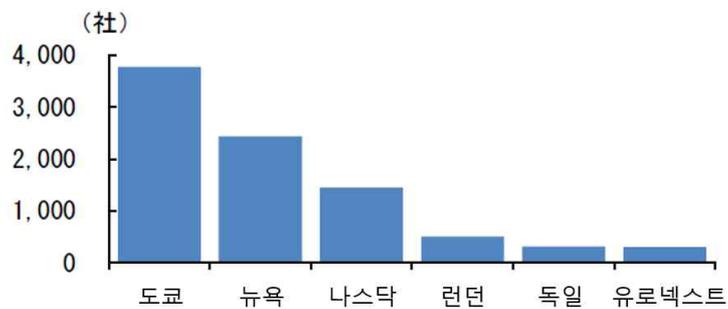
6) 石川 智久, 東証改革への期待と残された課題, Research Focus, 日本総合研究所(2022.3.29.)

<표 1> 시장 재편 전 도쿄증권거래소 시장별 상장회사 수(2019년 4월말 기준)

시장 제1부	시장 제2부	JASDAQ 스탠다드	JASDAQ 그로스	마더스	상장기업 수
2,141	492	678	37	286	3,634

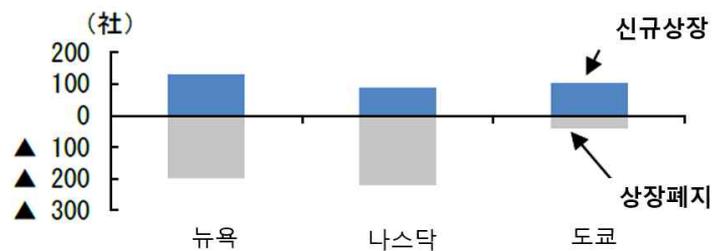
출처: 도쿄증권거래소

<그림 3> 세계 주식시장별 상장기업 수(2017년 기준)



출처: 日本総合研究所

<그림 4> 주요 거래소 시장별 신규상장 및 상장폐지 현황(2017년 기준)



출처: 日本総合研究所

또한 일본은 규제 완화 이후 시장 제1부에 상장기업이 집중되면서 역삼각형 형태가 되었는데, 2019년 4월말 기준 도쿄증권거래소 상장기업 3,634개사 중 시장 제1부에 상장된 기업은 2,141개로 58.9%를 차지하고 있는 상황 역시 문제였다. 즉 최상위 시장인 시장 제1부의 종목 수는 약 2,000개사로 미국 나스닥 1,500개사, 런던·독일·유로넥스트 300~500개사에 비해 현저하게 상장기업 수가 많았다. 이는 일본 기업들이 자본 조달이 아닌 회사 브랜드 이미지 향상과 우수한 인재 채용을 위해 최상위 시

장을 선호하고 있는 상황에서 시장 제1부의 상장 장벽이 낮는데다 상장폐지 기준 역시 허술한 탓에 경쟁 원리가 제대로 작동하지 않아 최상위 시장에 적합하지 않은 기업들이 상당수 상장됐기 때문이다. 뿐만 아니라 다른 시장에서 시장 제1부로 이전하는데 적용되는 기준이 시장 제1부 신규상장 기준에 비해 크게 완화되었다는 점 역시 문제였다. 예를 들어 시장 제1부에서 신규 상장할 때 시가총액 250억엔 기준을 적용받지만, 마더스 시장에서 시장 제1부로 이전상장 시에는 시가총액 40억엔 기준 충족을 요구했기에, 이를 활용해 우선 마더스 시장에 상장한 후 시장 제1부로 이전상장하는 기업이 잇달아 등장했다. 결과적으로 최상위 시장인 시장 제1부 종목 수만 극단적으로 증가하는 구조적인 문제가 발생했다.⁷⁾

한편 시장 대표성을 겸비한 지수 부재 역시 지속적으로 언급되는 문제였다.⁸⁾ 해외 주요 인덱스는 종목이 수백 개에 불과하지만 많은 기관투자자가 일본 시장 벤치마크로 삼고 있는 TOPIX(Tokyo Stock Price Index)의 경우 시장 제1부 모든 종목으로 구성되어 있어, 기관투자자가 TOPIX와 연동되는 인덱스 펀드를 조성할 때 많은 비용이 소요될 뿐 아니라 시가총액이나 유동성이 현저히 작은 종목으로 인해 TOPIX의 가격 형성이 왜곡된다는 불만이 제기되었다.

〈표 2〉 주요 국가의 벤치 마크

국가	일본		미국		영국	독일	중국
대표 벤치 마크	TOPIX	니케이 평균 주가	다우 평균 주가	S&P500	FTSE100	DAX30	상해 종합
구성 종목수	2,141社	225社	30社	500社	100社	30社	1,241社
계산 방법	시가 총액 가중 평균	가격평균		시가총액 가중평균			
대상	시장 제1부 전상장 종목	시장 제1부에서 선별	NYSE와 NASDAQ에서 선별		LSE Premium에서 선별	독일거래소Prime에서 선별	상해 거래소 전상장 종목

출처: 도쿄증권거래소

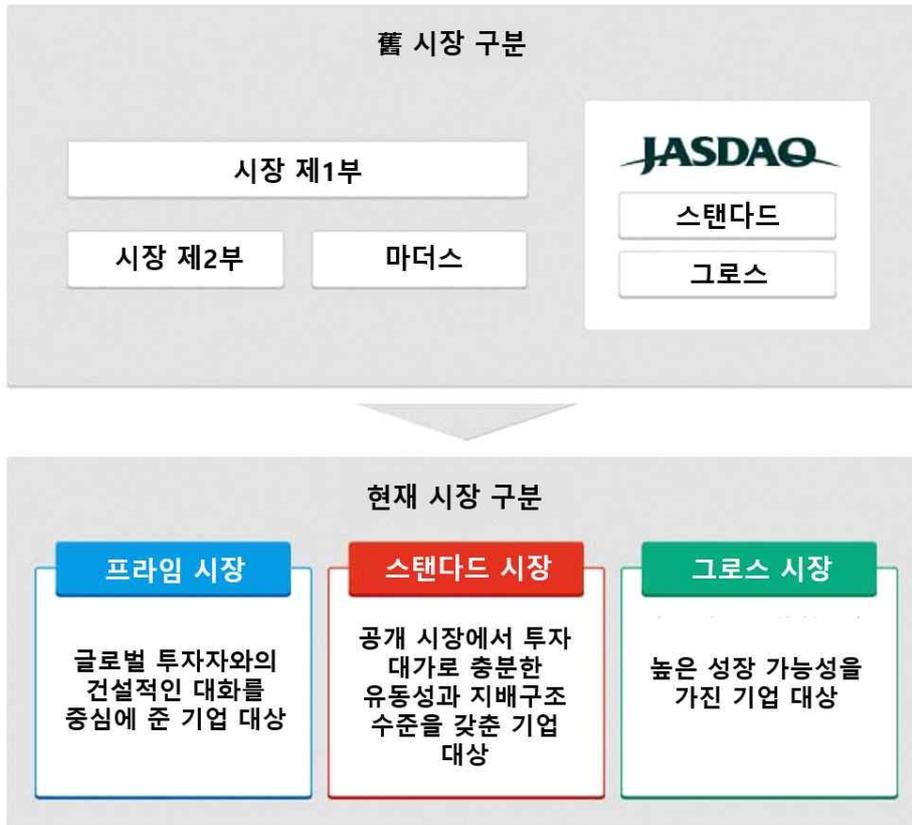
7) 東証再編はいつから？市場区分見直しの目的や影響について分かりやすく解説, freee(2024.2.29.)

8) 여밀림, 도쿄증권거래소의 시장구조 재편추진, 자본시장포커스, 자본시장연구원 2021-12호.

2. 재편 내용

이러한 문제점을 감안해 도교증권거래소는 2022년 4월 상장기업별 특성에 맞춰 기존 5개 시장을 프라임, 스탠다드, 그로스 3개 시장으로 재편하게 되었다.

<그림 5> 도교증권거래소(TSE) 시장 재편(2022.4.4.)



출처: 도교증권거래소

프라임 시장은 ‘글로벌 투자자와의 건설적인 대화를 중시하는 최상위 시장’이라는 특징에 맞춰 신규상장 및 상장유지 기준을 기존 시장 제1부 대비 강화했다. 즉 유동주식 시가총액이 100억엔 이상, 유동주식 비율 35% 이상을 요구하고 있으며, 신규상장의 경우 수익 기반 충실의 관점에서 과거 2년간 이익 합계가 25억엔 이상 또는 매출 100억엔이면서 시가총액 1,000억엔 이상 기준을 추가하고 있다. 스탠다드 시장은 내수시장으로 ‘투자 대상이 되기에 충분한 유동성과 지배구조 수준을 보유한 기업 시장’이라는 특징에 맞춰 상장요건을 규정하고 있다. 주로 도교증권거래소 시장 제2부나 JASDAQ에 상장됐던 기업으로 구성되는 스탠다드 시장은 상장요건으로 유동주식 시가총액 10억엔 이상, 유동주식 비율 25% 이상을 요구한다. 그로스 시장은 스타트업 기업을 타깃으로 한 ‘높은 성장 가능성을 가진 기업 시장’으로

주로 마더스와 JASDAQ에 상장되었던 기업들로 구성되며, 상장요건은 유동주식 시가총액 5억엔 이상, 유동주식 비율 25% 이상일 것을 요구한다.

한편 도쿄증권거래소 기존 시장에 이미 상장된 기업의 경우 한시적으로 경과조치를 통해 신시장의 상장유지 기준을 충족하지 않아도 신시장 구분의 상장유지 기준 적합계획서(新市場区分の上場維持基準の適合に向けた計画書) 제출을 전제로 당분간 신시장 상장유지를 가능하게 하고 있다.

〈표 3〉 프라임 시장 신규상장 기준

	프라임 시장	舊 시장 제1부
유동성	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 주주 수 800명 이상 ▶ 유동주식 2만 단원 이상 ▶ 유동주식 시가총액 100억엔 이상 ▶ 시가총액 250억엔 이상 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 주주 수 2,200명 이상 ▶ 유동주식 2만 단원 이상 ▶ 유동주식 시가총액 10억엔 이상 ▶ 시가총액 250억엔 이상
지배구조	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 유동주식 비율 35% 이상 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 유동주식 비율 35% 이상
사업성과 · 재무상태	<ul style="list-style-type: none"> ▶ a 또는 b 충족 a. 최근 2년간 순이익 25억엔 이상 b. 최근 1년간 매출액이 100억엔 이상이고 시총 1,000억엔 이상 ▶ 연결 순자산액이 50억엔 이상 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ a 또는 b 충족 a. 최근 2년간 순이익 5억엔 이상 b. 최근 1년간 매출액이 100억엔 이상이고 시총 500억엔 이상 ▶ 연결 순자산액이 10억엔 이상

출처: 도쿄증권거래소

〈표 4〉 스탠다드 시장 신규상장 기준

	스탠다드 시장	舊 시장 제2부	舊 JASDAQ 스탠다드
유동성	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 주주 수 400명 이상 ▶ 유동주식 2천 단원 이상 ▶ 유동주식 시가총액 10억엔 이상 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 주주 수 800명 이상 ▶ 유동주식 4천 단원 이상 ▶ 유동주식 시가총액 10억엔 이상 ▶ 시가총액 20억엔 이상 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 주주 수 200명 이상 ▶ 유동주식 시가총액 5억엔 이상

지배구조	▶ 유동주식 비율 25% 이상	▶ 유동주식 비율 30% 이상	없음
사업성과 재무상태	▶ 최근 1년간 순이익 1억엔 이상 ▶ 연결 순자산이 (+)	▶ a 또는 b 충족 a. 최근 2년간 순이익 5억엔 이상 b. 최근 1년간 매출액이 100억엔 이상이고 시총 500억엔 이상 ▶ 순자산 10억엔 이상	▶ 최근 1년간 순이익 1억엔 또는 시총 50억엔 이상 ▶ 순자산 2억엔 이상

출처: 도쿄증권거래소

<표 5> 그로스(Growth) 시장 신규상장 기준

	그로스 시장	舊 마더스	舊 JASDAQ 그로스
유동성	▶ 주주 수 150명 이상 ▶ 유동주식 1천 단위 이상 ▶ 유동주식 시가총액 5억엔 이상	▶ 주주 수 200명 이상 ▶ 유동주식 2천 단위 이상 ▶ 유동주식 시가총액 5억엔 이상	▶ 주주 수 200명 이상 ▶ 유동주식 시가총액 5억엔 이상
지배구조	▶ 유동주식 비율 25% 이상	▶ 유동주식 비율 30% 이상	없음
사업성과·재무상태		▶ 시총 10억엔 이상	▶ 순자산이 (+)

출처: 도쿄증권거래소

<표 6> 시장 재편에 따른 시장별 상장유지 기준(상장폐지 기준)

	프라임 시장	스탠다드 시장	그로스 시장
주주 수	▶ 800명 이상	▶ 400명 이상	▶ 150명 이상
유동 주식	a. 유동주식 수 2만 단위 이상 b. 유동주식 시가총액 100억엔 이상 c. 유동주식 비율 35% 이상	a. 유동주식 수 2천 단위 이상 b. 유동주식 시가총액 10억엔 이상 c. 유동주식 비율 25% 이상	a. 유동주식 수 1천 단위 이상 b. 유동주식 시가총액 5억엔 이상 c. 유동주식 비율 25% 이상

거래대금 /거래량	▶ 1일 평균거래 대금이 0.2억엔 이상	▶ 월평균거래량이 10단위 이상	▶ 월평균거래량이 10단위 이상
순자산액 등	▶ 순자산이 (+)	▶ 순자산이 (+)	▶ 순자산이 (+) ▶ <u>시총이 40억엔 이상(상장 10년 경과 후부터 적용)</u>

출처: 도쿄증권거래소

한편 이번 시장 재편을 통해 유동주식(流通株式)의 정의도 보다 엄격하게 개정했다. 유동주식이란 시장에서 거래되는 주식으로 자기 주식이나 안정 주주(安定株主)⁹⁾의 보유분을 제외한 것을 의미한다. 시장 재편 이전에는 “유동주식 = 상장주식 수 - [주요주주(10% 이상 소유) 소유주식 + 임원(특별이해관계자 포함) 소유주식 수 + 자기주식 수]”로 산정했지만, 시장 재편 이후에는 “유통주식 = 상장주식 수 - [주요주주(10% 이상 소유) 소유주식 수 + 임원 (특별이해관계자 포함) 소유주식 수 + 자기주식 수 + 일본 내 일반은행, 보험회사, 사업법인 등의 소유 주식 + 기타 거래소가 고정적이라고 인정하는 주식 수]”로 변경했다.¹⁰⁾ 유동주식 계산과 관련해 기존 상장심사 기준에서만 제외했던 임원 이외의 특별관계자 소유 주식에 대해 상장유지 기준에서도 동일하게 적용하도록 하면서, 일본 내 일반은행, 보험회사, 사업법인 등의 소유 주식(대량보유보고서 등에 보유 목적을 순투자로 기재한 경우는 유동주식에 포함) 등을 제외하도록 신설해 정책보유주식(政策保有株式) 축소 내지 매각을 유도하고 있는 것이 특징이다.¹¹⁾

또한 기존 시장 제1부 시장 전 종목을 대상으로 했던 TOPIX 역시 상장시장과 관계없이 유동성을 중점에 두어 종목을 재구성하고 있는바, 2022년 10월부터 단계적으로 유동주식 시가총액 100억엔 미만 종목을 제외하고 있다. 향후 TOPIX는 프라임 시장, 스탠다드 시장, 그로스 시장 상장기업을 대상으로 유동성 기준(연간 매매대금 회전을 0.2 이상, 유동주식 시가총액의 누적비율 상위 96% 이상)에 따라 종목을 구성할 예정이다.¹²⁾

9) 단기적인 주가 변동이나 기업 실적 등에는 좌우되지 않고, 장기간에 걸쳐 안정적으로 주식을 보유하는 주주. 일반적으로 기업의 경영자, 종업원 지주제, 금융기관이나 거래처 기업 등을 가리킨다.
<https://www.sc.mufg.jp/learn/terms/a/076.html>

10) <https://faq.jpx.co.jp/disclo/tse/web/knowledge7668.html>

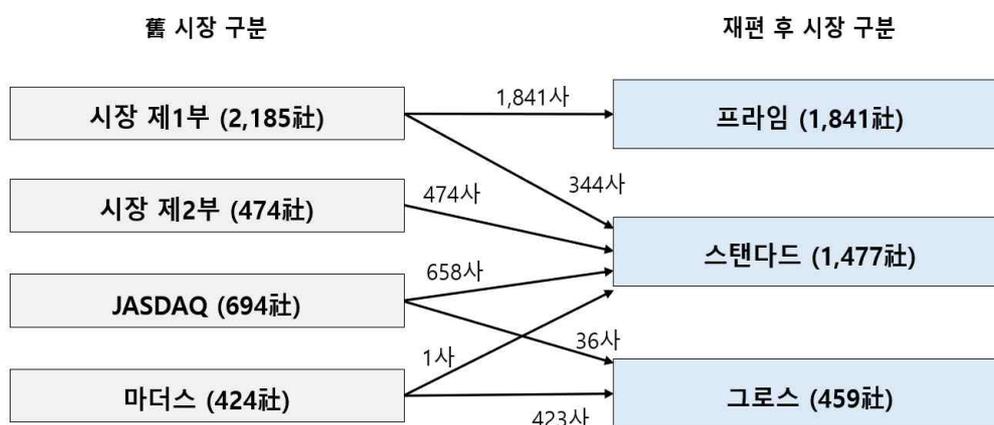
11) 流通株式と政策保有株式の分別整理, 大和総研(2021.4.16.)

12) TOPIX等の見直しの概要, 株式会社 JPX総研(2024.6.19.)

3. 재편 진행 경과

2022년 1월 11일 도쿄증권거래소는 2022년 4월 4일 진행될 시장 재편과 관련해 기존 상장기업 3,777개사 중에 프라임 시장은 1,841개사, 스탠다드 시장은 1,477개사, 그로스 시장은 459개사가 선택했다고 발표했다. 한편 경과조치에 따라 상장유지기준 적합계획서 제출을 통해 완화된 상장유지기준을 적용받는 기업 수의 경우 프라임 시장은 296개사, 스탠다드 시장은 212개사, 그로스 시장은 46개사로 약 15%에 달한다고 밝혔다.¹³⁾

〈그림 6〉 시장 재편에 따른 상장기업 신시장 선택 현황(2022.1.11.)



출처: 三井住友DSアセットマネジメント

〈표 7〉 시장 재편에 따른 상장기업 신시장 선택 현황 상세(2022.1.11.)

舊 시장별 상장기업 수		시장 재편 후 신시장 상장기업 수		
		프라임(경과조치)	스탠다드(경과조치)	그로스(경과조치)
시장 제1부	2,185	1,841 (296)	344 (12)	-
시장 제2부	474	-	474 (72)	-
JASDAQ	694	-	658 (128)	36 (17)
마더스	424	-	1	423 (29)
합 계	3,777	1,841 (296)	1,477 (212)	459 (46)

출처: 三井住友DSアセットマネジメント

13) 東証が新市場区分の選択結果を発表, 三井住友DSアセットマネジメント 情報提供資料(2022.1.12).

경과조치의 내용을 살펴보면 프라임 시장의 경우 당분간 신시장에서 요구하는 상장유지 기준을 대신해 현행 지정대체 기준과 같은 수준에서(유동주식 시가총액 10억엔 이상, 유동주식 비율 5% 이상 등) 상장유지 기준을 적용하고, 스탠다드 시장과 그로스 시장은 현행 상장폐지 기준과 같은 수준(유동주식 시가총액 2억 5천만엔 이상, 유동주식 비율 5% 이상 등)으로 상장유지를 허용하고 있다.¹⁴⁾

한편 2023년 1월 25일 도쿄증권거래소는 재편된 신시장 상장기준 미달 기업에게 잠정적으로 상장을 인정해 주었던 경과조치 종료 일정을 발표했다. 기존 ‘당분간’이라는 표현을 통해 경과조치 기간을 명시하지 않았던 도쿄증권거래소는 3월 말 결산회사의 경우 2025년 3월 말 일자로 경과조치를 만료하고, 다시 2025년 3월 말 시점에서 신시장의 상장유지 기준에 미달하는 기업에 대해 원칙적으로 1년의 개선기간을 제공하되 개선기간 종료시점에서도 기준을 충족시키지 못하면 감리·정리 종목으로 지정한 후 6개월 이내 상장을 폐지하겠다고 밝혔다. 또한 2022년 4월 시장 제1부에 상장되었던 프라임 시장 상장회사에 한정해 신시장 재선택 기회를 다시 제공해 2023년 4월 1일부터 9월 29일 기간 동안 심사 없이 스탠다드 시장을 선택할 수 있도록 하기도 했다.¹⁵⁾

<그림 7> 시장 재편에 따른 경과조치 이행 계획



출처: 日本經濟新聞

14) 新市場区分の概要等について、株式会社東京証券取引所(2020.2.21.), 경과조치에 따른 시장별 상장유지조건 세부 내용은 다음 참조. <https://www.jpx.co.jp/equities/listing/delisting/outline/02.html>

15) 上場会社に選択を求める経過措置の制度要綱, 大和総研(2023.2.6.)

2022년 12월 말 기준 신시장 상장유지 기준을 충족하지 못해 경과조치를 적용받는 상장회사는 프라임 시장은 269개사, 스탠다드 시장은 200개사, 그로스 시장은 41개사로 각 시장에서 14.6%, 13.8%, 7.9%를 차지하고 있었다(유동주식 시가총액(227사), 유동주식 비율(38사), 매매대금(77사) 順으로 상장유지 기준을 미달).¹⁶⁾ 이후 경과조치 대상 기업들이 해당 시장의 기준을 달성하거나 시장을 이전하거나 혹은 상장을 폐지하며 새로이 재편된 시장의 상장유지 기준을 충족하는데 박차를 가하는 중으로 2024년 8월 도쿄증권거래소는 274사가 경과조치를 적용받고 있다고 발표했다.¹⁷⁾

〈표 8〉 신시장 상장유지 기준별 경과조치 적용기업 미달 현황(2024. 3월말 기준)

프라임 시장	스탠다드 시장	그로스 시장
▶ 유동주식 시가총액(100억엔이상) 미달: 54社	▶ 유동주식 시가총액(10억엔이상) 미달: 100社	▶ 유동주식 시가총액(5억엔 이상) 미달: 10社
▶ 유동주식 비율(35% 이상): 16社	▶ 유동주식 비율(25% 이상): 60社	▶ 유동주식 비율(25% 이상): 19社
▶ 매매대금(0.2억엔 이상/일): 3社	▶ 주주 수(400인 이상): 3社	▶ 시가총액(10년 경과후 40억엔 이상): 23社
경과조치 적용기업: 71社 (프라임 시장 상장사: 1,652社)	154社 (스탠다드 시장 상장사: 1,609社)	49社 (그로스 시장 상장사: 578社)

출처: 도쿄증권거래소

16) 経過措置の適用を2025年3月から順次終了～東証市場再編後の課題～,ニッセイ基礎研究(2023.2.16.); 東証の暫定組、猶予2026年3月まで 上場維持へ改革急務, 日本経済新聞(2023.1.25.)

17) 市場区分見直し後の状況と 今後のフォローアップについて, 東京証券取引所 上場部(2024.8.19.)

< 시장 재편 이후 도교증권거래소의 후속 조치 >

- ▶ 도교증권거래소는 시장 구조 재편의 실효성을 높이기 위해 후속 조치 위원회를 구성, 중장기 기업 가치 제고 정책을 계속적으로 추진 중

① 자본비용과 주가를 의식한 경영 실현 방안

- 프라임 시장 상장사의 약 50%, 스탠다드 시장 상장사의 약 60%가 ROE 8% 미만, PBR 1배 미만으로 자본 수익성이나 성장성 등 관점에서 문제가 있다는 지적 → 경영자로 하여금 자본 비용과 주가를 고려해 회사를 운영하도록 하는 의식 개혁 필요성 대두
- 2023년 3월 도교증권거래소는 프라임 및 스탠다드 상장회사를 대상으로 매년 자본 비용과 수익성에 대한 (가) 현황 분석, (나) 개선 계획 수립 및 공개, (다) 계획 실시 관련 내용을 자율적으로 공시할 것을 요구, 단 2024년부터 공시 실시 기업 리스트를 발표
- 2024년 10월말 기준으로 자본비용과 주가를 의식한 경영 실현 방안에 대해 프라임 시장 상장기업 81%(1,336사)가 이미 공개했으며 7%(116사)가 검토 중, 스탠다드 시장 상장기업도 33%(527사)가 이미 공시했으며 14%(215사)가 검토 진행

② 주주와의 대화 및 공시

- 2023년 3월 도교증권거래소는 투자자와 건설적인 대화·소통을 촉진하기 위해 프라임 시장 상장회사를 대상으로 투자자와의 소통 실시 상황 등에 대한 공시를 요구
- 공시 항목: 주주와의 대화 참여자, 대화를 진행한 주주 개요(국내외 구분, 액티브/패시브 구분, 담당 분야), 대화 주요 주제나 주주 관심사항, 대화를 통해 파악한 주주 의견 및 우려, 이에 대한 피드백 등
- 2023년 9월말 기준 프라임 시장 상장사 중 34%가 주주와의 대화 실시 내역에 대한 정보를 공개

③ 영문공시

- 도교증권거래소는 2025년 4월부터 프라임 시장 상장기업에게 중요 회사 정보를 자국어 및 영문 동시에 제공하도록 상장규정 개정, 2024년 3월말 기준 프라임 시장 영문 공시율은 98.2% 육박, 단 자국어와 동시 공시는 제한적
- 스탠다드 및 그로스 시장 상장기업의 영문공시는 기업 자율 하에 운영, 2024년 3월 31일 기준 영문 공시율은 스탠다드 시장 31.9%, 그로스 시장 30.2%

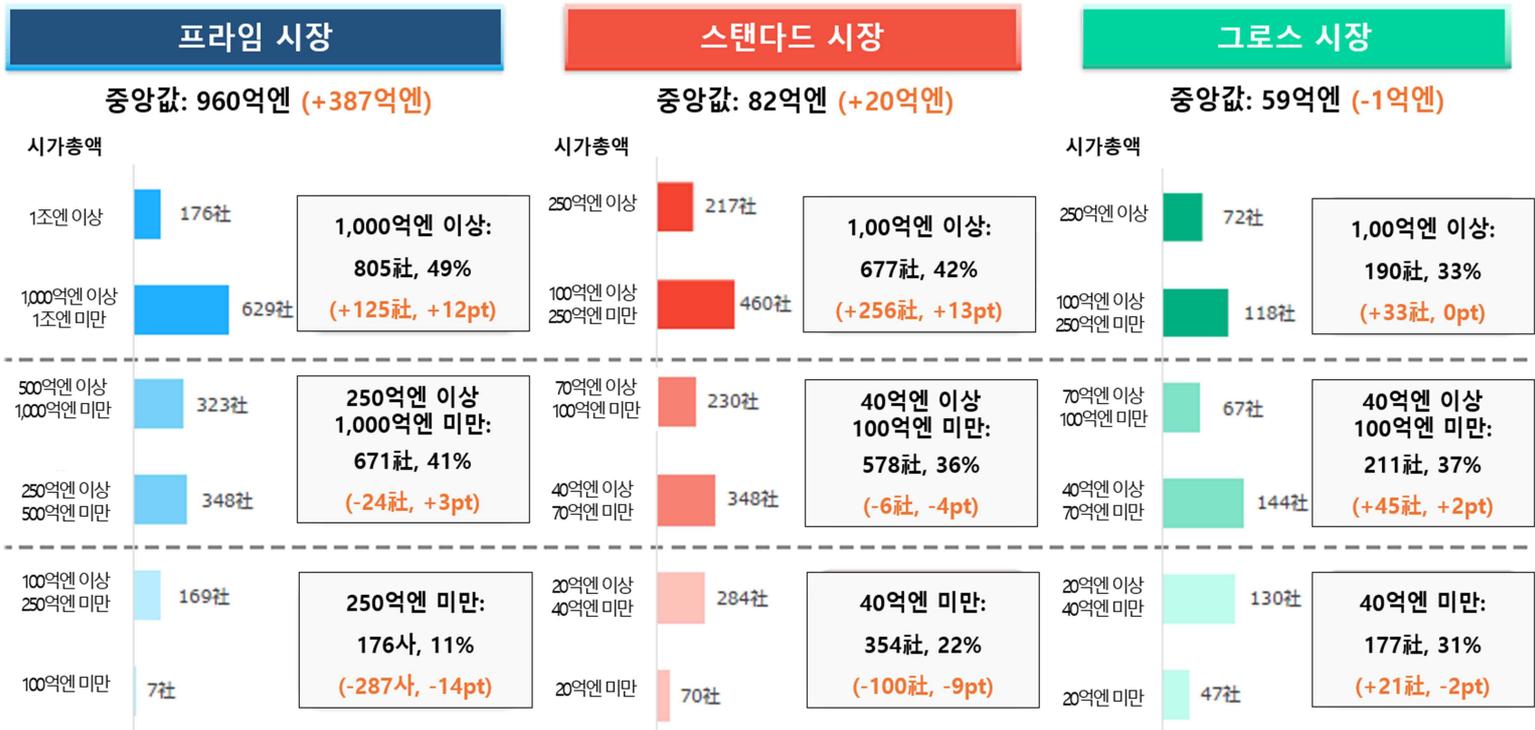
출처: 도교증권거래소 등

4. 재편 효과

2024년 5월 21일 도쿄증권거래소 발표에 따르면¹⁸⁾ 시장 재편이 시작된 초기인 2022년 7월 시점 대비 2024년 4월 1일 기준(21개월 기간) 프라임 시장과 스탠다드 시장에서는 주가 상승 및 시장 구분 재선택(프라임 시장에서 스탠다드 시장으로 이전)으로 인해 시가총액이 크게 증가해 프라임 시장 시총 중앙값은 573억엔에서 960억엔, 스탠다드 시장은 62억에서 82억엔으로 늘어났으며, 그로스 시장의 경우 신규 상장에 따라 종목 수는 증가했지만 시가총액은 거의 변화가 없는 것으로 확인됐다.

또한 기존 최상위 시장이었던 시장 제1부에 상장기업이 편중되었던 문제 역시 해소되어 시장 재편 바로 전인 2022년 4월 1일 시장 제1부에 상장된 기업 수는 2,177사였지만 2024년 4월 1일 기준 프라임 시장 상장기업은 1,652사로 감소했다.

<그림 8> 일본 시가총액 분포 상황(2024년 4월 1일 기준)



※ 괄호 () 안은 2022년 7월 시점으로부터 변화 정도
출처: 도쿄증권거래소 등

18) 市場区分見直し後の状況と 今後のフォローアップについて, 東京証券取引所上場部(2024.5.21.)

도쿄증권거래소의 시장 재편 및 이후 진행된 후속조치(자본비용과 주가를 의식한 경영 실현 방안 등)로 인해 2023년 4월부터 해외 투자가 급증, 2022년 4월부터 2024년 3월 말까지 누적된 해외투자자의 순매수액은 약 6.6조엔에 달했으며, 2023년 말 기준 외국인 주식 보유 비중이 1970년 이후 최고 수준인 31.8%를 기록했다.¹⁹⁾ 또한 2022년 7월 당시 프라임 시장의 50%(922사)에 달했던 PBR 1배 미만²⁰⁾인 기업 수도 2024년 5월 기준 43%(703사)로 감소하고 스탠다드 시장 역시 64%(934사)에서 58%(938사)로 줄면서 만성적인 저평가 문제도 개선되고 있는 것으로 나타났다. 최근 Nikkei 225 지수 수익률도 선진국 대표지수인 S&P 500, EURO STOXX 50와 비슷한 거나 이를 상회하는 성과를 보이면서 도쿄증권거래소의 시장 재편 및 후속조치는 긍정적으로 평가되고 있다.²¹⁾

<표 9> 주요국 주가지수 수익률

	2022년 6월 ~ 2023년 2월	2023년 3월 ~ 2024년 2월
Nikkei 225	0.0	42.1
달러 환산 기준	-4.6	28.5
S&P 500	-3.2	28.8
EURO STOXX 50	12.7	15.6
DAX	7.1	13.8

출처: REFINITIV, 삼성증권

한편 양보다 질을 추구하겠다는 방침하에 추진된 시장 재편은 신규상장 기업 감소와 함께 상장폐지 기업 수 증가를 가져왔다. 그 결과 2022년 이후 일본의 상장회사 수는 정체되어 있는 상황으로 오히려 2024년 들어 상장폐지 기업 수가 신규상장 기업보다 많아지면서(도쿄증권거래소는 상장폐지 기업이 2022년 77사, 2023년 61사였지만, 2024년에는 100사 이상(4월 파악된 상장폐지 기업 수를 연간 단위로 환산할 경우)으로 예측하였다) 2013년 도쿄 거래소와 오사카 거래소 합병 이후 처음 전체 상장기업 수가 감소세로 전환될 것이라는 분석이 제기된다(상장기업 총수 2023년 말 3837사 → 2024년 9월 말 3823사).²²⁾ 특히 2023년 일본에서 상장폐지를 위해 실시된 MBO(Management Buyout)²³⁾ 규모는 주식 매입액 기준 1조 1,000억엔을 넘기며

19) 外国法人の日本株保有比率、9年ぶり過去最高に - 海運や精密機器買う, Bloomberg(2024.7.2.)

20) PBR(주가/주당 순자산가치)가 1.0 미만이라는 의미는 회사가 보유한 자산 대비 주식시장에서 평가받는 가치 즉 주가가 낮다는 의미로 2024년 5월 기준 미국 S&P500 기업 중 PBR 미만인 기업은 2%, 유럽 STOXX600은 18%, TOPIX500은 34%를 차지하고 있다..

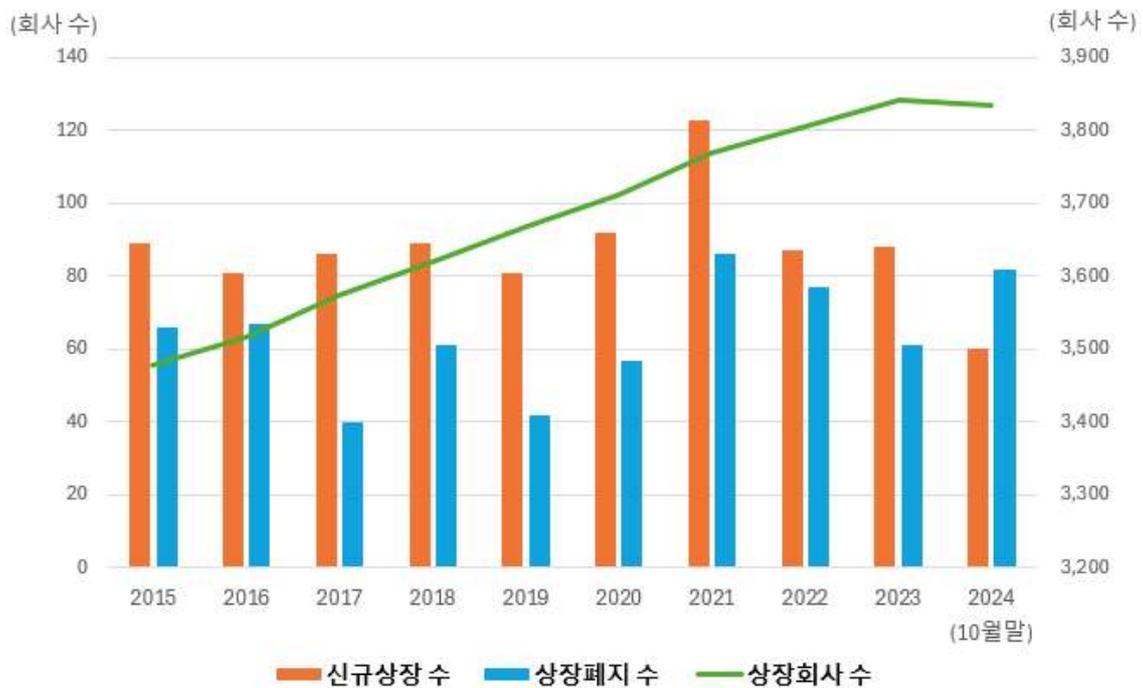
21) 기업밸류업 프로그램, 삼성증권(2024.2.26.)

22) 上場企業数減少へ、東証統合後初 「ハイアンス」など廃止相次ぐ, 日経ビジネス (2024.10.17.)

23) 경영자 기업매수, 회사를 경영하는 자가 회사의 계속을 전제로 자기나 제3자의 자금으로 다른 주주

왕성하게 이루어졌는데, 이처럼 MBO 등을 통한 상장폐지가 증가하는 것은 시장 재편으로 인해 보다 엄격해진 상장유지 기준을 충족해야 하는 동시에 자본비용과 주가를 의식한 경영 및 주주와의 대화 등이 강조되는 상황에서 기업이 부담해야 할 상장 비용이 크게 늘어났기 때문이다. 상장기업들이 중장기적 관점의 투자 및 구조개혁을 하려고 할 때 행동주의 펀드의 공격·간섭, 단기적인 주가 변동이나 주주환원 확대 압박 등이 걸림돌로 작용하게 되자, 사업 자율성 확보를 위해 상장폐지를 선택하고 있는 것으로 파악된다.²⁴⁾ 한편 일본거래소그룹(JPX) CEO는 2024년 7월 31일 인터뷰를 통해 "현재 도쿄증권거래소의 상장기업 수는 약 3900개로 글로벌 시장 대비 많다. 기업들이 상장 이점의 이점보다 시장 재편 및 후속조치로 인한 상장 부담이 크다고 판단한다면 상장폐지도 하나의 선택사항일 것이다." 라고 언급하며 앞으로 양적 성장보다 질적 성장을 추구하겠다고 밝힌 상황으로²⁵⁾ 향후 일본에서 상장폐지하는 기업이 계속적으로 증가할 가능성이 있다.

〈그림 9〉 도쿄증권거래소 총 상장회사·신규상장·상장폐지 회사 수 추이



주: TOKYO PRO Market를 제외한 도쿄증권거래소 시장 대상, 2024년 데이터는 10월말 기준이며 그 외는 해당연도 말일 기준

출처: 도쿄증권거래소, 月刊 資本市場 2022.3(No.439) 2021年のIPOマーケットを振り返って

로부터 그 회사의 주식을 전부 또는 일부 매수하는 일련의 거래행위, 김성호, 상법상 경영자기업매수(MBO)의 법적 문제점- 강압(coercion)을 중심으로 -, 경영법률 제28권 제4호, 한국경영법률학회(2018.1)

24) 일본 밸류업 사례연구:Case Study, 신영증권(2024.4.19.)

25) JPX山道CEO가語るPBR1倍超えの意味「負担重いなら上場廃止も」, 日経ビジネス(2024.7.29.)

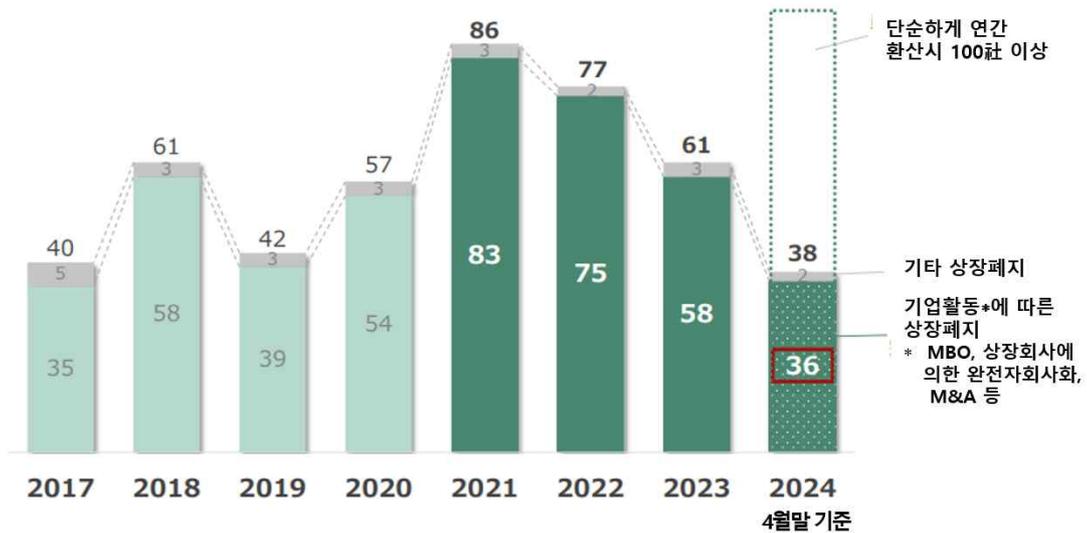
〈표 10〉 도쿄증권거래소 총 상장회사·신규상장·상장폐지 회사 수

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 10월말
상 장 회 사 수	3,477	3,517	3,574	3,621	3,669	3,711	3,769	3,805	3,843	3,834
신 규 상 장 수	89	81	86	89	81	92	123	87	88	60
상 장 폐 지 수	66	67	40	61	42	57	86	77	61	82

주: TOKYO PRO Market를 제외한 도쿄증권거래소 시장 대상, 2024년 데이터는 10월말 기준이며 그 외는 해당연도 말일 기준

출처: 도쿄증권거래소, 月刊 資本市場 2022.3(No.439) 2021年のIPOマーケットを振り返って

〈그림 10〉 도쿄증권거래소 상장폐지 상황



출처: 도쿄증권거래소

〈표 11〉 2023년 일본 MBO 주요 사례

회사명	주식 매입액(억엔)	PBR
다이쇼제약 홀딩스 * 시장 환경의 변화에 따른 대처가 필요하나 긴 시간이 걸리고 큰 리스크를 수반해 주주들의 지지가 어려움	7,077	0.54
베네세 홀딩스 * MBO 상장폐지로 해외 진출 및 디지털 전환과 같은 사업 변화를 효과적으로 달성할 수 있을 것”	2,079	1.14
시닥스	365	3.20
시믹 홀딩스	337	0.78
재팬 베스트 레스큐 시스템	334	2.23
이와사키전기	289	0.57
이하라 과학	288	1.04
임팩트 홀딩스	225	5.70
시스템정보	152	2.95
PC Depot Corp	139	0.57

출처: 일본경제신문, QUICK, 신영증권

5. 한국거래소 시장과의 비교

한국거래소는 2005년 1월 27일 증권거래소, 선물거래소, 코스닥 위원회, (주)코스닥 증권시장 등 4개 기관이 통합하며 출범했다. 현재 한국거래소 주식시장은 국내 대형 우량기업을 대상으로 하는 유가증권(KOSPI) 시장과 IT·BT·CT 기업과 벤처기업의 자금조달을 목적으로 하는 코스닥 시장, 자본시장을 통한 초기 중소·벤처기업의 성장지원 및 모험자본 선순환 체계 구축을 위해 개설된 코넥스(KONEX, Korea New Exchange) 시장 3가지로 구분된다. 한국거래소의 최상위 시장은 유가증권시장이며, 중소기업주 중심의 코스닥 시장은 그 특성을 고려해 유가증권시장 대비 상장요건을 완화하고 있다(상장심사시 기업의 미래 성장 잠재력을 고려, 질적 심사 항목을 축소, 기술성장기업 특례상장요건을 별도 규정). 또한 코넥스 시장은 중소기업기

본법상 중소기업만 상장 가능한 시장으로 기술력 있는 초기 중소·벤처기업의 성장을 지원하기 위해 공모, 사모, 직상장 등 상장을 원하는 기업의 시장 진입 방법을 다양화하고 진입요건도 최소화하고 있는 것이 특징이다.

<그림 11> 한국거래소 시장별 특징



출처: KRX 블로그, KRX 홈페이지(2024.11.19. 검색)

주요국 주식시장과 비교해보면 2023년 말 기준 한국거래소 주식시장 시가총액은 2,558조원으로 주요국 13위 수준, 상장기업 수는 2,558사로 주요국 중 7위 (미국·중국·인도·일본·캐나다·홍콩·한국 順) 수준이다. 한국 주식시장은 지난 10년간 양적인 측면에서 계속 성장하며 기업의 주요 자금 조달 인프라로 기능했지만, 그간 양적 성장에도 불구하고 국내 상장회사들이 자본을 효율적으로 활용하지 못해 순자산(PBR) 또는 순이익(PER) 대비 주가 수준이 주요국 대비 저조하다는 이른바 코리아 디스카운트 이슈가 크게 문제시되고 있다.²⁶⁾

<표 12> 주요국 시가총액(조원) 및 상장기업 수

	신흥				선진		
	한국	대만	중국	인도	미국	일본	영국
2023년말 시총	2,558.2	2,679.7	12,349.8	5,437.0	65,334.9	8,077.9	4,000.1
2023년 말 상장기업 수	2,558	1,843	5,107	6,819	5,704	3,935	1,853

주: 2023.12월말 환율로 환산(1,294.53/\$)

출처: 금융위원회, Bloomberg, WEF,

26) 한국증시의 도약을 위한 기업 밸류업 지원방안, 유관기관 합동(2024.2.26.)

<표 13> 주요국 현행 PBR 및 PER(배)

		한국	대만	중국	인도	신홍평균	미국	일본	영국	선진평균
		PBR	2023년 말	1.05	2.41	1.13	3.73	1.61	4.55	1.42
	10년 평균	1.04	2.07	1.50	3.32	1.58	3.64	1.40	1.71	2.50
PER	2023년 말	19.78	19.93	11.61	28.61	15.32	23.68	16.52	11.02	20.23
	10년 평균	14.16	15.95	13.09	25.62	14.32	21.78	16.86	16.09	19.69

출처: 금융위원회, Bloomberg

<표 14> 주요국 ROE 및 배당성향(%)

		한국	대만	중국	인도	신홍평균	미국	일본	영국	선진평균
		ROE	2023년 말	5.2	12.5	9.8	12.8	10.8	17.7	8.6
	10년 평균	8.0	13.6	9.3	13.8	11.1	14.9	8.3	9.6	11.6
배당성향	2023년 말	40.5	57.6	30.5	64.7	45.2	37.1	36.2	42.5	42.2
	10년 평균	26.0	55.0	31.3	38.5	39.6	42.4	36.0	129.4	49.5

출처: 금융위원회, Bloomberg

이에 정부(금융위원회를 비롯한 유관기관 합동)는 일본 사례를 참조해 기업 가치 제고 계획 자율 수립·이행·소통(PBR 사이드라인)을 비롯해 세제지원·우수기업 표창 등 인센티브 제공, 코리아 밸류업 지수·ETF 개발, 스튜어드십 코드 반영, 주요 투자지표(PBR, PER, ROE, 배당성향, 배당수익률) 비교 공표, 거래소 내 기업 밸류업 전담 부서 신설 및 자문단 구성, 공시 교육 및 컨설팅·영문 번역 지원 등을 골자로 하는 기업 밸류업 프로그램을 마련해 추진 중이다. 이처럼 우리나라는 시장 재편을 진행한 이후 자본비용과 주가를 의식한 경영 실현 방안 등 후속조치를 단행한 일본과는 달리 현재 시장 재편 자체보다 후속조치에 방점을 두고 정책을 진행 중으로 아직 주식 저평가 문제에 대한 개선 효과는 나타나고 있지 않은 상황이다.

한편 최근 영업이익을 이자비용으로 나눈 이자보상배율이 1 미만인 쯤비기업이 상장회사의 약 40여%를 차지하면서 국내 증시 발전을 저해하고 있다는 문제가 제기되고 있다.²⁷⁾ 2023년 신규상장 기업이 85사인 반면 상장폐지 기업은 10사였고, 올해

27) 쯤비기업 퇴출 확 늘린다..."밸류업 발맞춰 내년 시행", 한국경제(2024.10.28.); 상장사 42% '쯤비기업'...팬데믹 때보다 심각, 중앙일보(2024.1.5.)

역시 10월 25일 기준 신규상장 기업은 59사인데 비해 상장폐지 기업은 12사에 불과했다(자회사 편입·합병, 이전상장, SPAC, 선박투자회사, 해외자원개발투자회사 등을 제외). 이는 보수적인 상장폐지 절차로 인해 일단 상장을 하고 나면 퇴출이 어려운 다산난사(多産難死)인 구조 때문으로 결과적으로 코리아 디스카운트의 원인으로 작용하고 있다는 지적이다.²⁸⁾ 이에 금융위원회와 한국거래소는 실적이 수준 이하인 한계기업을 신속히 시장에서 퇴출시키기 위한 상장폐지 제도 정비 작업에 착수, 내년 중 시행할 계획으로 현재는 상장폐지 대상 기업에 부여하는 개선기간을 압축해 상장폐지 속도를 높이려는 상황이다.²⁹⁾

〈그림 12〉 기업밸류업 프로그램 운영방안



출처: 금융위원회

28) 좀비 상장사 어느새 100여개... 거래소 “상장폐지 쉽게 고칠 것”, 조선비즈(2024.6.3.)

29) “좀비주식 제발 속아내주세요”...상장폐지 심사 대수술, 이번엔 믿어도 될까, 매일경제(2024.10.29.)

Ⅲ. 시사점

일본 도쿄증권거래소는 양적 성장에서 질적 성장으로 전환하겠다는 목표 하에 2022년 4월 기존 5개 주식 시장을 3개 시장으로 재편하고 2023년 3월부터 자본비용과 주가를 의식한 경영(PBR 가이드라인) 실현을 위한 공시, 주주와의 대화 공시 등 후속조치를 이어가고 있다. 그 결과 프라임 시장·스탠다드 시장의 시가총액이 크게 증가했으며, 외국인 투자도 늘면서 2022년 4월부터 2024년 3월 기간 해외투자자의 순매수액이 약 6.6조엔을 기록했다. 최근 Nikkei 225 지수 수익률도 선진국 대표 지수인 S&P 500, EURO STOXX 50과 비슷하거나 이를 상회하는 성과를 나타냈고, 기존 최상위 시장에 상장기업이 편중되었던 문제 역시 일정 부분 해소되어 2022년 4월 1일 시장 제1부 상장기업은 2,177사였지만 2024년 4월 1일 기준 프라임 시장 상장기업은 1,652사로 감소했다. 또한 만성적인 저평가 문제도 개선되어 2022년 7월 당시 프라임 시장의 50%에 달했던 PBR 1배 미만인 기업 수도 2024년 5월 기준 43%로 줄고, 스탠다드 시장 역시 64%에서 58%로 감소했다. 그 결과 현재 도쿄증권거래소의 시장 재편에 대해 긍정적인 평가가 이어지는 상황으로 시장 재편이라는 단일 요인이 일본의 증시를 밸류업시켰다고 볼 수는 없지만, 핵심적인 역할을 했다는 평가이다.

우리나라 역시 올해 초 대통령이 자본시장 규제 효과를 통한 코리아 디스카운트 해소 의지를 피력하면서, 오랜 기간 국내 주식시장의 고질적인 문제로 여겼던 저평가 문제 해소에 정부가 발 벗고 나선 상황이다. 코로나 기간 급증한 국내 개인투자자 수가 1410만여명(예탁결제원, 2023.1.1일 기준)에 이르면서 해묵은 코리아 디스카운트 이슈가 갑자기 전면에 등장한 셈으로 오랜 기간 심도있게 논의를 진행할 여건은 아니었기에 우리 정부는 벤치마킹한 일본의 정책 중 비교적 접근하기 쉬운 방안(기업가치 제고 계획 공시, 코리아 밸류업 지수 산출 등)을 수립해 추진하고 있다. 하지만 시장 반응은 국내 증시 밸류업에 대해 회의적인 시각이 우세한바, 보다 근본적인 문제 해결 방안을 모색할 필요가 있다는 요청이 제기되고 있다. 즉 일본은 5개 시장을 3개 시장으로 재편하면서 신규상장 기준뿐 아니라 상장유지 기준(상장폐지 기준)을 한층 강화해 증시의 기본 체질 개선부터 시작했음을 염두에 두어야 한다. 일본은 특히 상장유지 기준을 신규상장 기준과 동일한 수준으로 설정해 상장 이후에도 기업들이 계속 성장하도록 압박하고 있는데 이러한 상장유지 기준은 미국 NYSE, 나스닥 GSM의 상장폐지 기준과 비교해도 손색없다는 분석이다.³⁰⁾ 그 결과

30) 東証再編の意義と今後の課題～経過措置の終了期限と更なるTOPIX見直しを考える～, 大和総研調査季報 2022年春季号 Vol.46

상장폐지 기업이 증가하면서 2013년 도쿄 거래소와 오사카 거래소 합병 이후 처음 전체 상장기업 수가 감소세로 전환되리라 예상되지만, 도쿄증권거래소는 현재 상장기업 수도 너무 많으며 상장폐지 증가에 개의치 않고 계속 질적 성장을 추구하겠다는 입장이다.

우리나라 역시 신규상장 기업 수 대비 상장폐지 기업이 지나치게 적다는 문제가 지적되고 있다. 미국·일본·대만 주식시장 시가총액이 우리나라보다 각각 약 26배, 3배, 1.04배 큰 데 비해 상장회사 수는 약 2.2배, 1.53배, 0.72배밖에 차이가 나지 않는데, 이는 우리나라가 시장 대비 상장기업 수가 많다는 것을 의미한다는 주장이다. 또한 한국 증시 수익률이 글로벌 최하위권(2019년 11월 이후 5년간 성과 +15.9%로 67위)인 원인 중 하나로 신규상장이나 유상증자 등을 통해 시장에 과도하게 주식이 공급되면서 기존 상장돼 있는 종목들의 주가를 억누르고 있다는 분석도 제시되고 있다(최근 10년간 코스피 상승률 26.1%, 시가총액 증가율 41.9%; 코스닥 상승률 30.2%, 시가총액 증가율 149.7%; 뉴욕증권거래소 주가지수 상승률 82%, 시가총액 59% 증가; 나스닥 지수 상승률 312.4% 시가총액 증가율 337.9%; 도쿄증권거래소 TOPIX 지수 상승률 99.0%, 시가총액 증가율 94.1%; 상해 종합지수 상승률 37.1%, 시가총액 증가율 183.8%).³¹⁾

일본은 기업 밸류업을 위해 먼저 시장 재편을 실시하며 상장·상장폐지 관련 요건을 개선해 시장의 건전성과 신뢰도 구축을 위한 토대를 먼저 마련한 이후 순차적으로 자본비용과 주가를 의식한 경영 공시³²⁾ 등 후속조치를 통해 시장의 질적 성장을 도모하고 있다. 시장에 대한 근본적인 개선이나 변화 없이 기업가치 제고 계획 공시, 코리아 밸류업 지수 산출 등 다양한 기업 밸류업 정책을 추진하고 있는 우리나라의 접근 방법과 가장 차이 나는 부분이다. 다행히도 최근 한국거래소는 기업 밸류업을 실현하기 위해 국내 시장의 본질적인 문제 개선이 필요하다 진단하며, 거래소시장 구조 재편과 상장폐지 제도 개선에 관한 연구용역을 발주했다.³³⁾ 일본 증시 활황은 시장 재편을 비롯한 다양한 요인들이 ‘복합적’으로 작용한 결과인 데다 선진시장으로 분류되는 일본의 정책을 신흥시장인 우리나라가 그대로 벤치마킹하는 것이 코리아 디스카운트 타파를 위한 최적의 해결책인지 단정하기 어렵겠지만, 오랜 기간 국내 시장의 구조적 문제로 여겨졌던 상장폐지 등 관련 문제에 대해 깊이 검토·개선하는 것은 결과적으로 기업 밸류업에 긍정적으로 작용하리라 생각된다.

31) 과도한 주식 공급에 짓눌린 韓증시, 김학균의 투자레슨, 이데일리(2024.11.14.)

32) 도쿄증권거래소는 PBR 가이드라인과 관련해 PBR 1 미만이 계속되는 기업에 대해 상장폐지와 같은 처벌을 고려해 본 적이 없으며, 또한 (자산이 큰 기업이나 안정적인 수익이 계속되는 기업의 경우 PBR이 낮을 수 있기 때문에) 반드시 PBR 1 이상이 되기 위한 계획을 마련해 공시하라는 의미도 아님을 강조하고 있다. 東証が異例の要請「PBR1倍割れ改善」の"真意", 東洋経済 ONLINE (2023.4.27.)

33) 한국 증시, 밸류업 위해 대수술하나...구조 재편론 '술술', 한국경제(2024.7.22)