

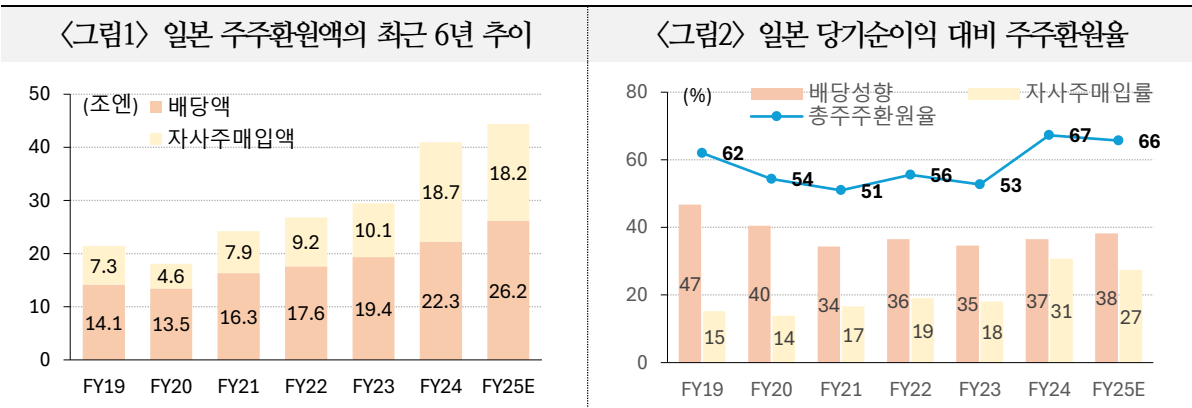
일본 주주환원(배당+자사주매입) 동향

이다영 | 연구원 (3705-6183)

최성락 | 자본유출입부장 (3705-6213)

- [일본 동향] '14년 기업가치 제고 정책 시작 이후 '23.3월 '저PBR 개혁'을 거치며 자사주매입을 위주로 주주환원이 크게 증가하고 PBR·ROE 개선 기조도 뚜렷
 - FY24년('24.4월~'25.3월) Topix 상장기업의 주주환원 총액은 41.0조엔(배당 22.3조엔, 자사주매입 18.7조엔)으로 전년(19.4조, 10.1조엔) 대비 +42% 증가. 총주주환원율(주주환원 총액/당기순이익)도 직전 5개년(FY19~FY23년) 평균 55%에서 FY24년 67%로 증가
- [한국 비교] 한국의 주주환원 규모도 증가세를 보이고 있으나, 일본과 비교시 자사주매입 활용 비중은 적은 편

- [일본 동향] '14년 기업가치 제고 정책 시작 이후 '23.3월 '저PBR 개혁'을 거치며 자사주매입을 위주로 주주환원이 크게 증가하고 PBR·ROE 개선 기조도 뚜렷
 - (주주환원 동향) FY24년('24.4월~'25.3월) Topix 상장기업의 주주환원 총액은 41.0조엔(배당 22.3조엔, 자사주매입 18.7조엔)으로 전년 대비 +42% 증가. 총주주환원율(주주환원 총액/당기순이익)도 직전 5개년(FY19~FY23년) 평균 55%에서 FY24년 67%로 증가
 - 자사주매입액은 FY24년 18.7조엔으로 전년 대비 +85% 증가하며 역대 최고치를 경신. 자사주매입 비율(자사주매입액/당기순이익)은 FY23년 18%에서 FY24년 31%로 증가
 - 자사주매입 중심으로 환원 확대 기조가 뚜렷한 것은 자기자본과 유통주식수 축소를 통한 직접적인 ROE와 PBR 개선 수단으로 선호된데 기인(Nomura)
 - 배당액은 FY23년 19.4조엔에서 FY24년 22.3조엔으로 증가한 가운데, 당기순이익(+9%)보다 배당액(+15%)이 더 증가함에 따라 배당성향도 +2%p 상승
 - FY21~24년 배당성향은 34~37% 수준으로 안정적
 - Nomura의 추정치에 따르면 소상장사 기준 FY25년 배당액은 26.2조엔(배당성향 38.2%), 자사주매입액은 18.2조엔(자사주매입 비율 27.4%)을 기록할 전망



자료: FY19~FY24 자사주매입액(TOPIX 상장사 기준) → Quick, JPMorgan / FY19~FY24 배당액 · 당기순이익(동경1부 및 Prime 상장사 기준) → JPX / FY25 자사주매입 · 배당(全상장사=Prime+Standard+Growth 기준) → Nomura

- 주주환원 확대에 있어 행동주의 펀드의 역할이 큰 것으로 평가. 행동주의 펀드는 PBR이 낮고 현금성 자산이 과다한 기업을 주요 타겟으로 자사주매입과 배당확대를 직접 요구
 - 블룸버그 데이터에 따르면, 행동주의 펀드의 일본 내 주주환원 확대 요구 건수는 FY21년 18건 → FY25년 62건으로 3.4배 증가, 성공률은 FY21년 16.7% → FY24년 56%로 증가(미국 FY24년 주주환원 요구 건수 37건, 성공률 45.7%)
 - 도쿄증권거래소(TSE)의 주주와의 대화(engagement) 및 주주가치 제고 압박은 기업들로 하여금 행동주의 펀드의 요구를 무시하기 어렵게 만들(Bloomberg)

○ (PBR·ROE 개선) 자사주매입 및 사업구조 재편 효과 등으로 지표 개선

- 프라임 시장 내 고PBR·고ROE(PBR>1, ROE>8%) 기업은 '23.2월말 552개에서 '26.2월말 780개로 증가. 저PBR·저ROE 기업은 506개에서 312개로 감소(Daiichi)
- 정책보유주식* 등 비핵심자산 매각, M&A, 기준 미달 기업 상장폐지 등을 통해 기업의 사업구조 개편이 활발해지며 ROE 상승 요인으로 작용

* 협력관계 유지 및 강화를 위해 타 기업 주식을 보유(지분투자 및 상호출자)하는 일본의 오랜 관행

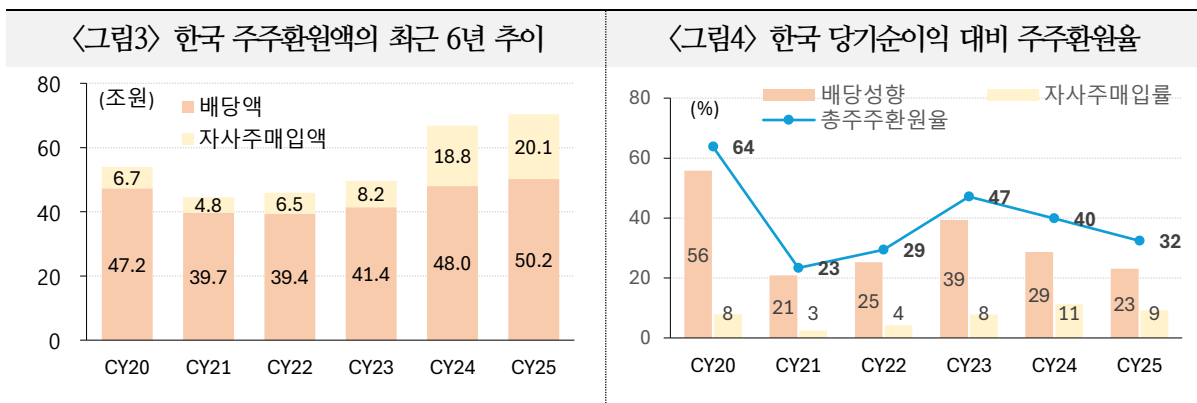
- 주요 손해보험사, 은행권 및 여타 대기업 등의 정책보유주식 제로 선언과 매각이 잇따르는 추세 → 매각 대금이 자사주 매입 등 주주환원의 주요 재원으로 환류되며 자본효율 개선과 환원 확대를 뒷받침
- '25년에는 모자母子 동시상장 해소(27개사), M&A(49개사), MBO*(26개사), 완전 자회사화(19개사) 등으로 125개사가 상장폐지 되었으며(13년 시장통합 이후 최다), '26년에는 현재 104개사가 상장폐지 예정

* MBO(Management Buyout): 경영진의 자사 인수 및 비상장화

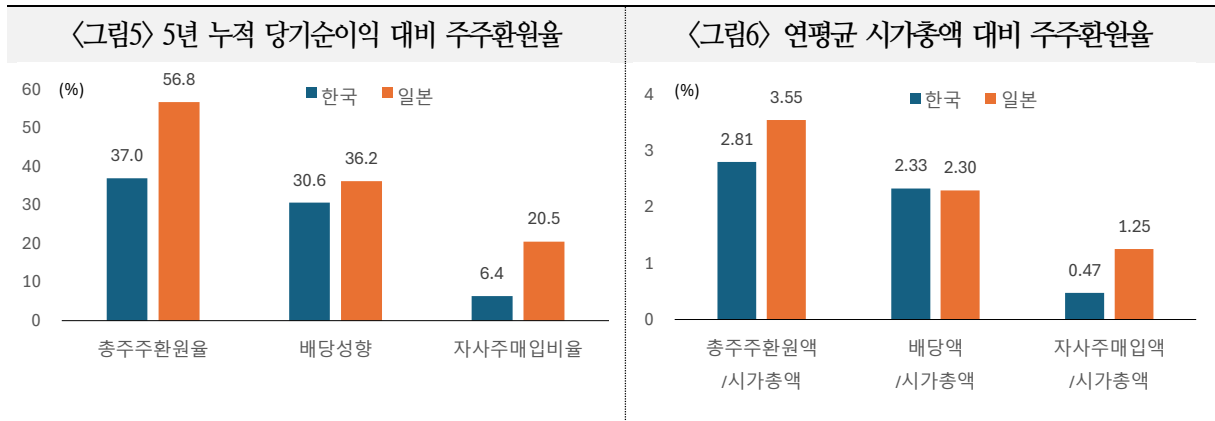
- (기업 지배구조 규정 CG Code 개정안) 획일적인 주주환원 확대를 지양하고, 기업의 자본 효율성과 중장기 성장 동력 확보를 독려하는 방향으로 정책 프레임 전환 중
 - '26년 중 시행 예정인 CG Code 개정은 '형식에서 실질로'를 핵심 슬로건으로 하여, 잉여 자본을 주주환원뿐 아니라 R&D, 인적 자본 등 미래 성장을 위해 어떻게 배분할지 설명하도록 요구하는 방식으로 기업의 자율성을 강화
 - 또한 기관투자자들에게 획일적인 주주환원 요구를 자제하고 중장기 가치창출을 평가할 것을 요청

□ [한국 동향] 한국의 주주환원 규모도 증가세를 보이고 있으나, 일본과 비교시 자사주매입 활용 비중은 적은 편

- (주주환원 현황) 한국의 주주환원 규모는 '23년 49.6조원 → '24년 66.8조원 → '25년 70.3조원으로 증가. 다만, 당기순이익이 더 가파르게 증가하며 총주주환원율은 하락
 - 배당액은 '20~'23년 연평균 41.9조원 → '24년 48.0조원 → '25년 50.2조원, 자사주매입액은 '20~'23년 연평균 6.5조원 → '24년 18.8조원 → '25년 20.1조원으로 증가세
 - '25년 상장사의 자사주 소각액은 21.4조원으로 매입액(20.1조원)을 상회하고, '23년(4.8조원)의 네 배를 웃도는 최대 규모를 기록하며 질적 측면도 개선. 자사주 의무소각(3차 상법개정, '26년 시행)을 앞둔 선제적 대응이 작용
 - 일본 최신 수치(FY24)와 비교시, 한국의 '25년 총주주환원율 32%는 일본(67%)의 절반 수준이며, 자사주매입률 격차 22%p(한국 9% vs 일본 31%)가 격차의 주 원인
 - 특히 시총 대비 배당액의 '20~'24년 평균치는 한국이 오히려 소폭 우위(한국 2.33% > 일본 2.3%)로, 격차가 배당이 아닌 자사주매입에서 비롯됨을 재확인



자료: 한국거래소, 인포맥스, 에프앤가이드, 주: 배당액은 KOSPI 기준, 자사주매입액은 KOSPI+KOSDAQ 기준



자료: 한국거래소, 인포맥스, 에프앤가이드, JPX, Quick, 주: 5년 누적 합산 기준(분자:분모 각각 20~24년 합계)

JPMorgan, Bloomberg 주: 연평균 시총 대비 환원율의 20~24년 단순평균치

<참고> 도쿄증권거래소(TSE) 및 일본 정부의 기업가치 제고 정책 타임라인

[1] 거버넌스 개혁 기반 조성('14~'21년)

- '14.2월(스튜어드십 코드 제정): 기관투자자의 수탁자 책임 명시 및 건설적 대화 유도
- '14.8월(이토 리포트): 경제산업성 주도로 일본 기업의 만성적인 저수익성 문제를 지적, 자본 선순환을 위한 자기자본이익률(ROE) 8% 목표치를 최초로 제시
- '15.6월(기업 거버넌스 코드 제정): 독립 사외이사 선임 및 정책보유주식 해소 등 상장사의 거버넌스 개선을 최초 권고
- '18·'21년(거버넌스 코드 1·2차 개정): 1차 개정(18.6월)으로 정책보유주식 축소 원칙을 확대하고, 2차 개정(21.6월)으로 프라임 시장 상장사의 이사회 독립성(독립이사 1/3 이상)과 ESG 공시를 강화

[2] 기업가치 제고 본격화('22년~)

- '22.4월(시장구분 재편): 기존 4개 시장을 Prime, Standard, Growth 3개 체계로 개편. Prime 시장에 '유통주식비율 35% 이상' 등 상장유지 기준을 적용, 요건 미달 기업에 대해 상장폐지 경고
- '23.3월(PBR 개혁 본격화): TSE가 상장사에 자본비용과 수익성을 고려한 경영 개선을 공식적으로 요구. 특히 PBR 1배 미만, ROE 8% 미만 기업들에 구체적인 저평가 원인 분석과 개선 계획의 수립 및 공시를 권고
- '24.1월(네임 앤 셰임 전략): 개선 계획을 공시한 기업과 미공시 기업의 명단을 매월 공표(Name & Shame)하여 일본 특유의 동조 압력(Peer Pressure)을 유발하고 일본 공적연금(GPIF) 등 기관투자자와 행동주의 펀드들이 미공시 기업을 적극적으로 압박할 수 있는 명분과 데이터를 제공
- '25.4월(영문 공시 의무화): 프라임 상장사를 대상으로 주요 항목의 영문 공시를 의무화
- '26년 예정(CG Code 2.0 개정): 기존 83개의 세부 원칙을 30개로 축소. 획일적인 규정 준수를 넘어 기업 스스로 상황에 맞게 해석하는 '형식에서 실질로'의 체질 개선을 유도
- '28.10월 예정(TOPIX 편입 종목 축소): 현재 약 1,700여 개에서 '28년 1,200여 개로 축소 예고

국제금융센터의 사전 동의 없이 상업상 또는 다른 목적으로, 본 보고서 내용을 전재하거나 제 3자에게 배포하는 것을 금합니다. 국제금융센터는 본 자료 내용에 의거하여 행해진 투자행위 등에 대하여 일체 책임을 지지 않습니다.
문의: 02-3705-6183 혹은 dylee@kcif.or.kr, 홈페이지: www.kcif.or.kr