

2024年11月27日 全8頁

韓国バリュートップ指数の日本への示唆

JPX プライム 150 指数との比較を中心に

金融調査部 研究員 谷京

[要約]

- 2024年9月24日、韓国取引所は新たな株価指数である「韓国バリュートップ指数」の構成銘柄と選定基準を発表した。日本の JPX プライム 150 指数をモデルに開発されたという同指数は、資本効率性や市場評価といった企業価値に関する指標を銘柄選定基準にすることで、韓国株式市場の再評価および企業価値向上を目指すものである。
- 韓国バリュートップ指数の構成銘柄は、「5段階のスクリーニング」を経て選定される。銘柄選定に際して「資本収益性」と「市場評価」を重視し、ROE（自己資本利益率）とPBR（株価純資産倍率）を主要指標に採用した点は、JPX プライム 150 指数と共通している。他方で、業種ウエイトの偏りを避けるための相対評価や企業価値向上計画の開示・履行状況に応じた特例組入は、韓国バリュートップ指数独自の制度である。
- 韓国バリュートップ指数の今後の展開は、価値創造経営の浸透というコンセプトと投資家にとって魅力的な株価指数の開発をいかに両立させるかという課題を考える上で、日本にとって参照する価値があろう。

1. 韓国バリュートップ指数の導入とその背景

2024年9月24日、韓国取引所は新たな株価指数である「韓国バリュートップ指数」（Korea Value-up Index）の構成銘柄と選定基準を発表した¹。同指数は、資本効率性や市場評価といった企業価値を表す指標の反映を通じて、韓国株式市場の再評価および企業価値向上を目指すものである。同月30日よりリアルタイムでの指数の提供が開始され、2024年11月には指数先物および上場投資信託（ETF）、上場投資証券（ETN）も上場した。

韓国バリュートップ指数の開発は、韓国政府が2024年2月26日に発表した「企業バリュートップ・プログラム」の一環である。同プログラムは、韓国株式市場が主要国に比べて低評価を受けている状況（コリアディスカウント）の克服を目的に、KOSPI・KOSDAQ 上場企業全体の①自発的な企業価値の向上、②企業価値の高い企業への投資誘導、③バリュートップ支援体系の構築という三つの柱組みで構成されている。韓国バリュートップ指数の導入は、このうち2点目

¹ Global KRX, “(Press Release) Korea Exchange Announces Korea Value-up Index,” September 24, 2024.

の投資誘導に関する施策の一つとして位置づけられている²。

また、韓国政府の企業バリューアップ・プログラムは、東京証券取引所（東証）の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」³をロールモデルにしたとされる。実際、企業価値の現状分析、改善計画の策定、投資家との対話や開示といった東証の要請内容が、同プログラムにも取り入れられている。そして、韓国バリューアップ指数もまた、日本のJPXプライム150指数を参考に開発されたという。確かに、韓国株式市場の再評価および企業価値向上という韓国バリューアップ指数の目標は、「価値創造が推定される我が国を代表する企業を見える化し、〔中略〕価値創造経営の浸透、日本株市場の魅力向上に寄与する」⁴というJPXプライム150指数のねらいと類似している。

そこで、本稿では韓国バリューアップ指数の概要を整理した上で、同様のコンセプトを持つJPXプライム150指数との比較を行う。

2. 韓国バリューアップ指数の特徴

韓国バリューアップ指数の最大の特徴は、銘柄選定に際して時価総額だけでなく、客観的に適用可能で普遍的に認められている多様な要件を評価指標に採用したことである。具体的には、次の「5段階のスクリーニング」を通じて、構成銘柄が選ばれる（図表1）。

図表1 韓国バリューアップ指数の銘柄選定における5段階のスクリーニング



①市場代表性	時価総額上位400社以内であること
②収益性	直近2年で赤字（連続または累積）の企業は除外
③株主還元	直近2年連続で配当または自社株消却を行っていること
④市場評価	直近2年の平均PBRが全業種または業種別で上位50%以内であること
⑤資本効率性	上記①から④までの要件を満たす企業の中から、資本効率性の評価（業種別ROEランキング比率 ⁵ ）の優れた順に上位100銘柄を選定

（注）流動比率10%未満、監理／警告／上場廃止予定、資本欠損などの不適合銘柄は除かれる。

（出所）韓国取引所資料より大和総研作成

² SHIN & KIM「[上場企業における企業価値の向上のための企業バリューアップ・プログラムの導入・進行](#)」2024年8月28日。

³ 日本取引所グループ「[資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関するお願いについて](#)」2023年3月31日。

⁴ 日本取引所グループ「[JPXプライム150指数](#)」2024年10月2日。

⁵ 業種別ROEランキング比率とは、直近2年における平均ROEの業種内順位を業種別の構成銘柄数で除したものである。

また、各社に企業バリューアップ・プログラムへの参加を促すため、企業価値の目標水準、到達の時期およびその方法等が盛り込まれた中長期的な計画（企業価値向上計画）を早期開示した企業や、韓国政府が毎年5月に選定するバリューアップ表彰企業（約10社）に対する優遇策も設けられた。この優遇策は、3段階に分けて実施される予定である（図表2）。

図表2 早期開示企業とバリューアップ表彰企業に対する優遇策

第1段階 (2024年9月)	早期（2024年9月23日まで）に企業価値向上計画を開示した企業は韓国バリューアップ指数に特例組入され、2年間は指数内に維持される。
第2段階 (2025年6月)	バリューアップ表彰企業は2025年6月のリバランス時に韓国バリューアップ指数に特例組入され、2年間は指数内に維持される。また、市場評価や資本効率性などの要件（図表1-④・⑤）は、企業価値向上計画の履行状況に応じて緩和／強化される。
第3段階 (2026年6月)	2026年6月のリバランスからは、韓国バリューアップ指数は企業価値向上計画の履行企業を中心に構成される。不履行企業については、優先的に指数から除外される可能性もある。

（出所）韓国取引所資料より大和総研作成

韓国取引所は、企業価値向上計画の開示・履行企業に対する優遇策によって、現時点で優れた企業価値を有する企業だけでなく、企業価値の成長可能性を持つ有望な企業も韓国バリューアップ指数に含められるとしている。また、資本効率性（ROE）や市場評価（PBR）の選定基準について、業種別の水準の違いを考慮した「相対評価法」を採用することで、韓国バリューアップ指数の構成銘柄は韓国の経済・産業構造を適切に反映していることを強調している。韓国バリューアップ指数の構成銘柄の業種別分布については、次節にて検討したい。

なお、早期開示企業および表彰企業が韓国バリューアップ指数に特例組入されるには、図表3に示す最低適格基準を満たさなければならない。

図表3 特例組入の最低適格基準

時価総額	時価総額上位700社以内であること
収益性	2年連続赤字に該当しないこと
流動性	売買代金上位80%以内であること
その他	流動比率10%未満、監理／警告／上場廃止予定、資本欠損などの不適合銘柄に該当しないこと

（出所）韓国取引所資料より大和総研作成

3. JPX プライム 150 指数との比較

(1) 共通点：資本収益性と市場評価の重視

先述のとおり、韓国バリューアップ指数は 2023 年 7 月に誕生した JPX プライム 150 指数を参考に開発されたと報じられている。このことは、韓国取引所の公表資料において両指数を比較している箇所があることからもうかがえる。

銘柄選定に際して、財務実績に基づく「資本収益性」と将来情報や非財務情報も織り込まれた「市場評価」を重視し、ROE と PBR を主要指標として採用した点は、韓国バリューアップ指数と JPX プライム 150 指数の共通項である⁶。この背景には、日本企業・韓国企業ともに「資本効率」と「株主還元」の低さを問題視されてきたことがあげられる。たとえば、東証プライム市場の平均 ROE は 9.6%（2024 年 3 月期）、韓国株式市場の平均 ROE は 5.2%（2023 年末時点）で、ともに先進国（14.3%）や新興国（10.8%）の平均（2023 年末時点）を下回っている。また、東証プライム市場の平均配当性向は 32.6%（2024 年 3 月期）、韓国株式市場の平均配当性向は 40.5%（2023 年末時点）で、こちらも先進国（42.2%）や新興国（45.2%）の平均（2023 年末時点）を下回っている⁷。

(2) 相違点：相対評価と特例組入の採用

もちろん、韓国バリューアップ指数と JPX プライム 150 指数の銘柄選定方法には相違点もある。大きな違いとして、韓国バリューアップ指数が業種別 ROE ランキング比率を最終的な選定基準に採用し、その上位 100 銘柄によって構成されるのに対し、JPX プライム 150 指数は資本収益性（エクイティ・スプレッド）の上位 75 銘柄、および一定の市場評価（PBR 基準）を持つ企業のうち時価総額上位 75 銘柄という二つのグループで構成される。JPX プライム 150 指数は、「投資家の期待を超える利益が出ている企業」と「投資家が将来性を高く評価している企業」という二つの観点から、「稼ぐ力を持つ価値創造企業」を選定したといえる⁸。もっとも、もっぱら ROE と PBR による絶対評価が銘柄選定方法に採用された結果、自動車や銀行といった特定のセクターの大企業が構成銘柄から外れたことが話題となった⁹。

他方で、韓国バリューアップ指数は ROE と PBR の基準に関して、業種内相対評価を採用した。また、指数における個別株のウェイトキャップを 15% に設定し、サムスン電子や SK ハイニックスといった大型株の指数への影響を低減する工夫もなされている。さらに、ROE と PBR に加えて収益性や株主還元でのスクリーニングを行っている点も、JPX プライム 150 指数と異なる。韓国取引所は、これらの銘柄選定方法により、韓国バリューアップ指数では「異なる特性を持つ産業

⁶ 厳密には、JPX プライム 150 指数では ROE から株主資本コストを差し引いた「エクイティ・スプレッド」が資本収益性の評価に用いられている。

⁷ 日本取引所グループ「調査レポート」2024 年 7 月 22 日；Global KRX, op. cit.

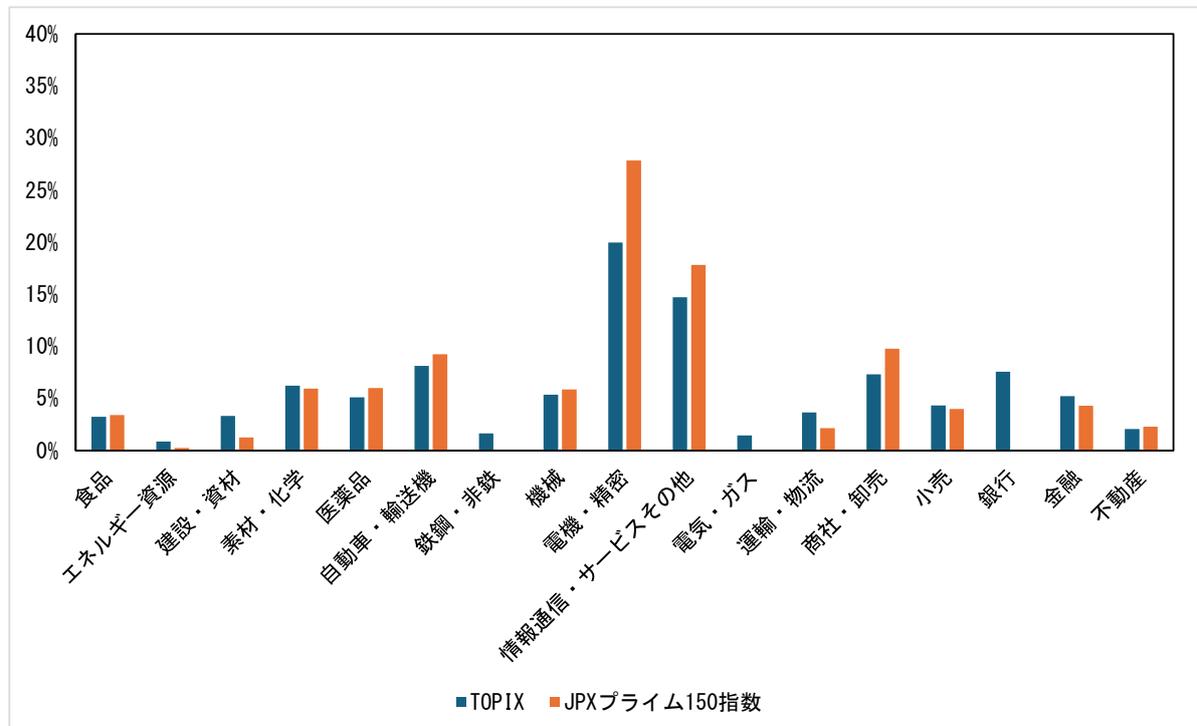
⁸ 東証マネ部！「[新たに誕生した『JPX プライム 150 指数』。日本企業の『稼ぐ力』＝『価値創造』に託す](#)」2023 年 9 月 21 日。

⁹ 東京新聞「[トヨタ、三菱 UFJ が漏れ、ソニーや NTT が選ばれる基準とは？『JPX プライム 150 指数』の狙いを探る](#)」2023 年 6 月 26 日。

や市場間で適切なバランスが設定された」としている。

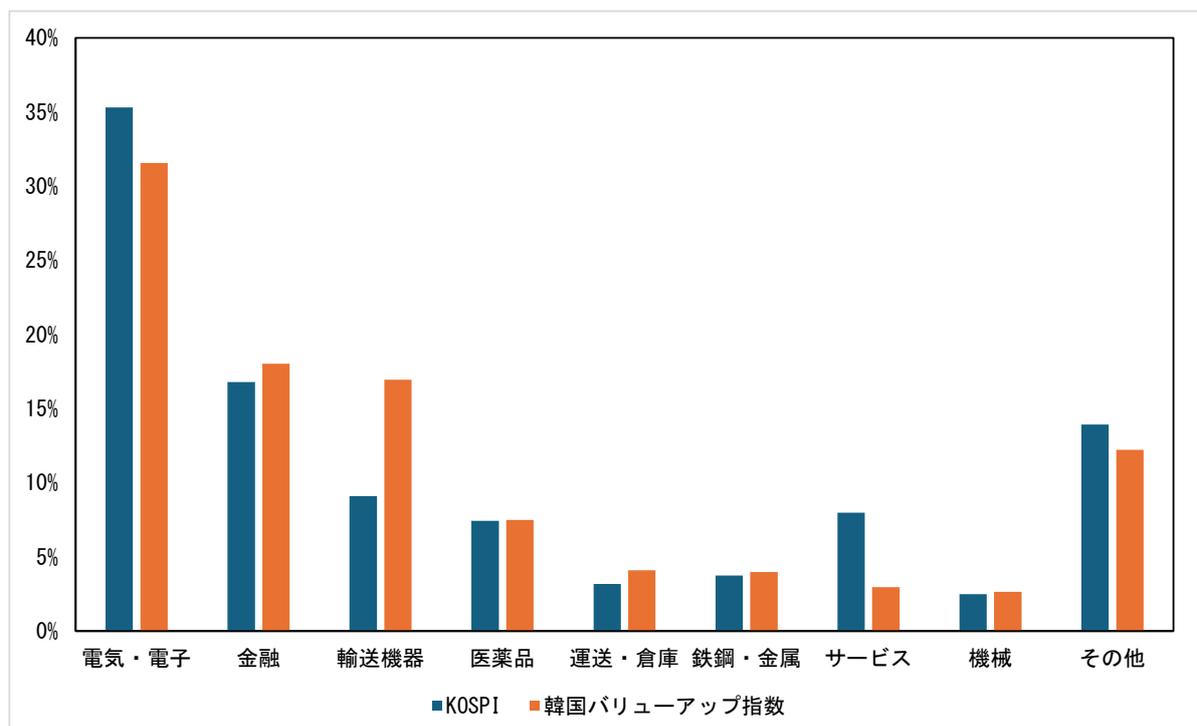
実際、JPXプライム150指数と韓国バリューアップ指数の業種ウェイトを、それぞれTOPIXとKOSPIと比較すると、JPXプライム150指数のほうが業種別の偏りを見て取れる（図表4・5）。

図表4 TOPIXとJPXプライム150指数の業種ウェイト（2024年8月30日時点）



（出所）日本取引所グループウェブサイトより大和総研作成

図表5 KOSPIと韓国バリューアップ指数の業種ウェイト（2024年10月29日時点）



（出所）韓国取引所ウェブサイトより大和総研作成

企業価値向上計画の早期開示企業やバリューアップ表彰企業に対する優遇策も、韓国バリューアップ指数だけに見られる制度である。指数への特例組入には最低限の適格基準こそあるものの、時価総額要件は上位 400 社から上位 700 社に緩和され、株主還元、ROE、PBR の要件を満たさずとも、収益性の要件さえ満たしていれば指数に含まれる。2024 年 9 月 24 日に発表された韓国バリューアップ指数の構成銘柄には、企業価値向上計画を早期に開示した 7 社が組み入れられた（うち 4 社は緩和基準による特例組入）。

(3) 相対評価と特例組入の効果

このような相対評価と特例組入の採用により、韓国バリューアップ指数では JPX プライム 150 指数よりも選定基準が緩和されている。その結果、韓国バリューアップ指数に組み入れられた 100 社のうち 41 社は JPX プライム 150 指数の選定基準を満たしておらず、新指数に対する市場の期待感は早くも後退しているとの韓国メディアによる報道もある¹⁰。

しかし、企業に企業価値向上計画の開示や履行を促すという観点からは、これらの優遇策には肯定的側面もあろう。すなわち、日本では東証が資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応を上場企業に求めてから 1 年あまりで、プライム市場上場会社の 88%において要請を踏まえた開示が行われている一方、韓国では企業バリューアップ・プログラムの施行から半年を経ても、企業価値向上計画の開示企業は KOSPI・KOSDAQ 上場企業の 1%以下にとどまっていた¹¹。こうした状況の中で、先述のとおり、韓国取引所は 2026 年 6 月のリバランス以降、韓国バリューアップ指数の構成銘柄を企業価値向上計画の開示企業に限定していく意向を有している。このため、今回韓国バリューアップ指数に選定されなかった企業はもちろん、指数に組み入れられた企業のうち企業価値向上計画を開示していない 93 社も、今後指数への組入および維持のために企業価値向上計画を開示・履行していく可能性がある。実際、2024 年 10 月に入ると、ロッテショッピングが小売業界初となる企業価値向上計画の開示に踏み切ったほか、SK テレコム（韓国バリューアップ指数の構成銘柄である SK ハイニックスの親会社）も企業価値向上計画の開示と株主還元政策の強化を発表した¹²。

相対評価や特例組入を採用した韓国取引所の取組みは、今のところ韓国株式市場にポジティブな影響を与えているように見える。2024 年 11 月 4 日には 12 商品の指数連動型 ETF と 1 商品の指数連動型 ETN が上場しており、11 月 4 日から 8 日までの週間のリターンは、韓国株式市場（KOSPI）が +0.7%であったのに対して、韓国バリューアップ指数に連動する ETF・ETN は平均で

¹⁰ 한국일보〔韓国日報〕「[“일본 기준으론 삼진, SK 하이닉스, 현대차 모두 탈락”…밸류업 기업 맞나 \[『日本の基準ではサムスン電子、SK ハイニックス、現代自動車はすべて脱落』…バリューアップ企業なのか?\]](#)」2024 年 9 月 26 日。

¹¹ 日本取引所グループ「[『資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応』に関する今後の施策について](#)」2024 年 8 月 30 日；中央日報「[バリューアップ施行から半年、むしろ後退した韓国株式市場](#)」2024 年 10 月 26 日。

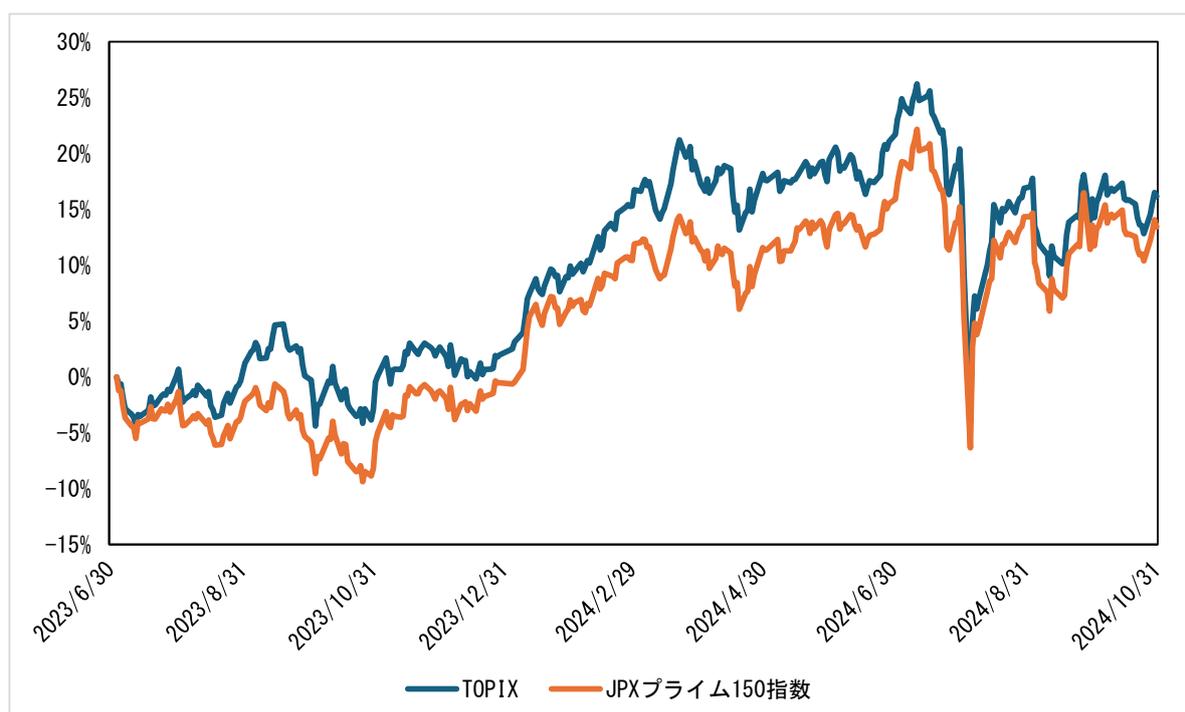
¹² 亜州日報「[ロッテショッピング、業界初の『バリューアップ公示』…『2030年の売上高、20兆目標』](#)」2024 年 10 月 11 日；亜州日報「[SK テレコム『2026年までに当期純利益の半分以上を株主に還元する』](#)」2024 年 10 月 25 日。

+2.2%を記録した¹³。また、韓国取引所は11月18日、韓国バリューアップ指数の発表後に企業価値向上計画の開示企業が急増したことを背景に、12月20日に一部企業の特例組入を追加的に実施すると発表した。韓国株式市場は11月中旬にやや落ち込む展開となっていたが、この発表を受けて、韓国バリューアップ指数への追加組入が期待される金融株を中心に持ち直しつつある¹⁴。

(4) 日本への示唆

他方で、JPXプライム150指数のパフォーマンスは、算出開始以来TOPIXを下回っており（図表6）、指数連動のETFも2商品の設定にとどまる。JPXプライム150指数の成績が振るわなかった要因としては、米国金利の上昇傾向により割安株優位の環境であったことが挙げられるが¹⁵、ROEとPBRの絶対評価を選定基準とするJPXプライム150指数の構成銘柄は「すでに高ROE、高PBRで、株価の伸びしろは少なく割高な印象を受ける」¹⁶との指摘もある。その意味では、相対評価や特例組入の採用により、低PBRの割安株も組み入れられることとなった韓国バリューアップ指数のパフォーマンスの良い部分を取り込むことも考えられる。

図表6 TOPIXとJPXプライム150指数のパフォーマンス比較



(注) 縦軸は2023年7月3日を始点とする変動率を表している。

(出所) Bloombergより大和総研作成

¹³ 아시아투데이 [アジア・トゥデイ] 「[코리아밸류업 ETF·ETN 출격 일주일 \[韓国バリューアップETF・ETN発売1週間\]](#)」2024年11月10日。

¹⁴ 연합뉴스 [聯合ニュース] 「[밸류업 지수 편입 기대 '쑥쑥'…금융주 담은 기관·외국인 \[バリューアップ指数への組入期待が『沸騰』…金融株を持った機関・外国人\]](#)」2024年11月20日。

¹⁵ 東証マネ部！「[【JPX総研】JPXプライム150算出開始から1年が経過しました！](#)」2024年7月8日。

¹⁶ 朝日新聞デジタル「[『JPXプライム150指数』は大器晩成型？ 東証新株価指数『稼ぐ力備えた』150銘柄](#)」2024年5月29日。

特に、特例組入に注目することは JPX プライム 150 指数にもポジティブな効果があるかもしれない。東証の「市場区分の見直しに関するフォローアップ」で公表された「要請後の株価推移」の資料では、「資本コストや株価を意識した経営」に係る開示を公表した企業のパフォーマンスが未開示の企業よりも高いことが示されている（図表 7）。JPX プライム 150 指数の中には「資本コストや株価を意識した経営」に係る開示を未だに行っていない企業もあるが、それらの企業を除外し、代わりに開示済みの企業を新たに指数に組み入れるというような指数構成の見直しも、今後の検討課題として考えられるのではないかと。

図表 7 「資本コストや株価を意識した経営」要請後の株価推移（プライム市場）



（出所）東京証券取引所「参考：要請後の株価推移」（2024年10月31日）

いずれにせよ、価値創造経営の浸透というコンセプトと投資家にとって魅力的な株価指数の開発をいかに両立させるかという課題を考える上で、韓国バリューアップ指数の行く末は日本にとっても重要な参考事例となる。