



우리나라 자본시장의 위험-수익 관계

선임연구위원 김준석
연구위원 권민경

목 차

1

주식시장과 혁신

2

주식시장과 기업성장: 한미비교

3

주식시장 위험-수익 관계

4

한국 상장기업 기업가치

목 차

1 주식시장과 혁신

2

3

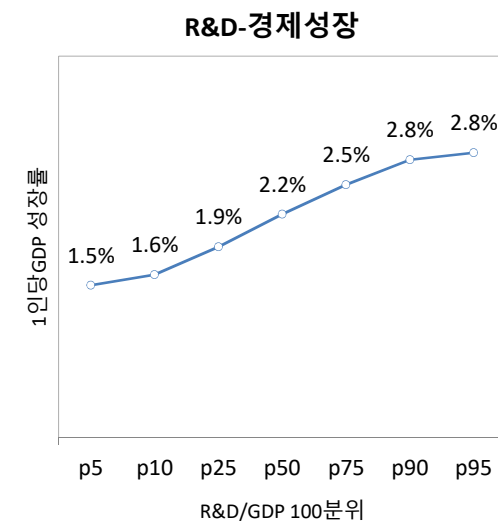
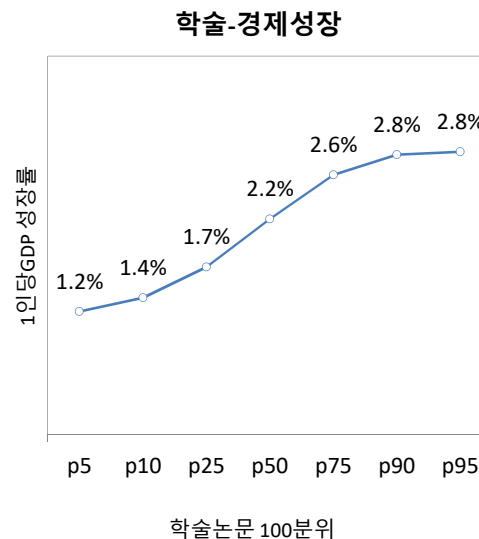
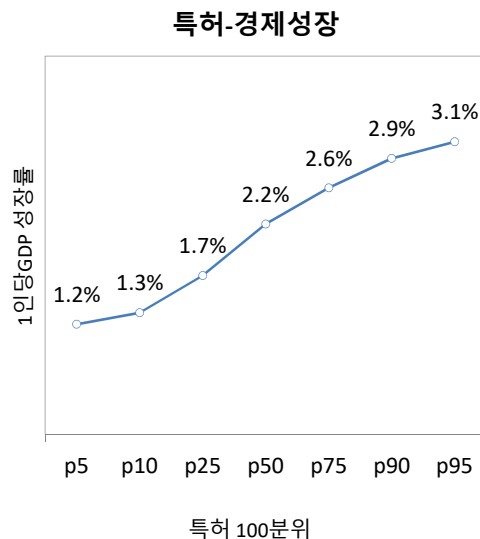
4

주식시장과 혁신

- 금융시장은 자금조달, 투자안 평가, 위험관리, 경영자 규율, 거래효율화 등의 기능을 통해 자원배분 효율성을 달성하고 경제성장에 기여
- 금융시장이 경제성장에 기여하는 핵심경로는 혁신(innovation)의 촉진
 - › 경제발전이 진전될수록 규모의 경제-범위의 경제에 기반하는 요소투입의 중요성은 감소하고 기술혁신-기업가정신 발현의 중요성이 증가
 - › 혁신적 아이디어가 생산성 증대와 제품 및 시장의 창출로 이어질 때 경제성장으로 구체화될 수 있음
- 혁신활동은 실패확률이 높고, 투자기간이 길며, 예측가능성이 낮다는 점에서 주식시장에 기반한 금융의 역할이 중요
 - › 주식을 통한 자금조달은 성장기회(이익)를 공유하고, 담보를 요구하지 않으며, 추가적 자금조달이 재무위험에 영향을 주지 않음
 - › 주식시장의 가격발견기능, 분산투자기회, 투자자금 순환체계는 혁신투자를 촉진하며, 기업가의 창업 진입장벽을 낮춰 대기업의 기술 독과점화를 완화

주식시장과 혁신: 혁신과 경제성장

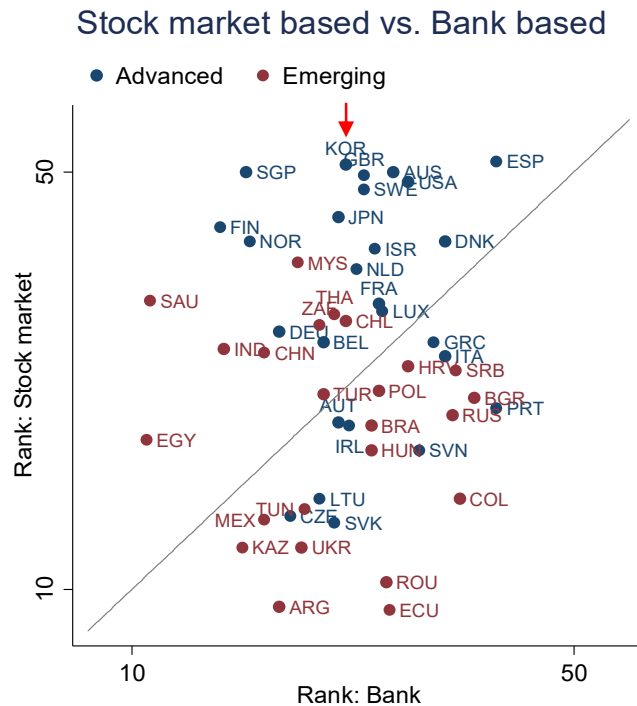
- R&D투자, 특허출원, 과학기술관련 학술논문 출판 등 혁신활동이 활발할 수록 높은 경제성장률 기록
 - ▶ 다른 조건이 동일할 때, R&D/GDP가 상위 25%인 국가는 하위 25%인 국가에 비해 1인당 GDP성장률이 0.6% 높음



주: 104개국에 대해, 1996-2005년과 2006-2015년 1인당 GDP성장률을 1996년과 2006년의 혁신활동수준, 교육수준, 소득수준, 경제개방도로 회귀분석한 결과를 이용. 혁신활동수준 변수는 특허출원수(15-64세 인구 100만명당), 과학기술관련 SSCI 학술논문수(15-64세 인구 100만명당), R&D집행액/GDP(%).
자료: World Bank, OECD, UNDP. 저자추정.

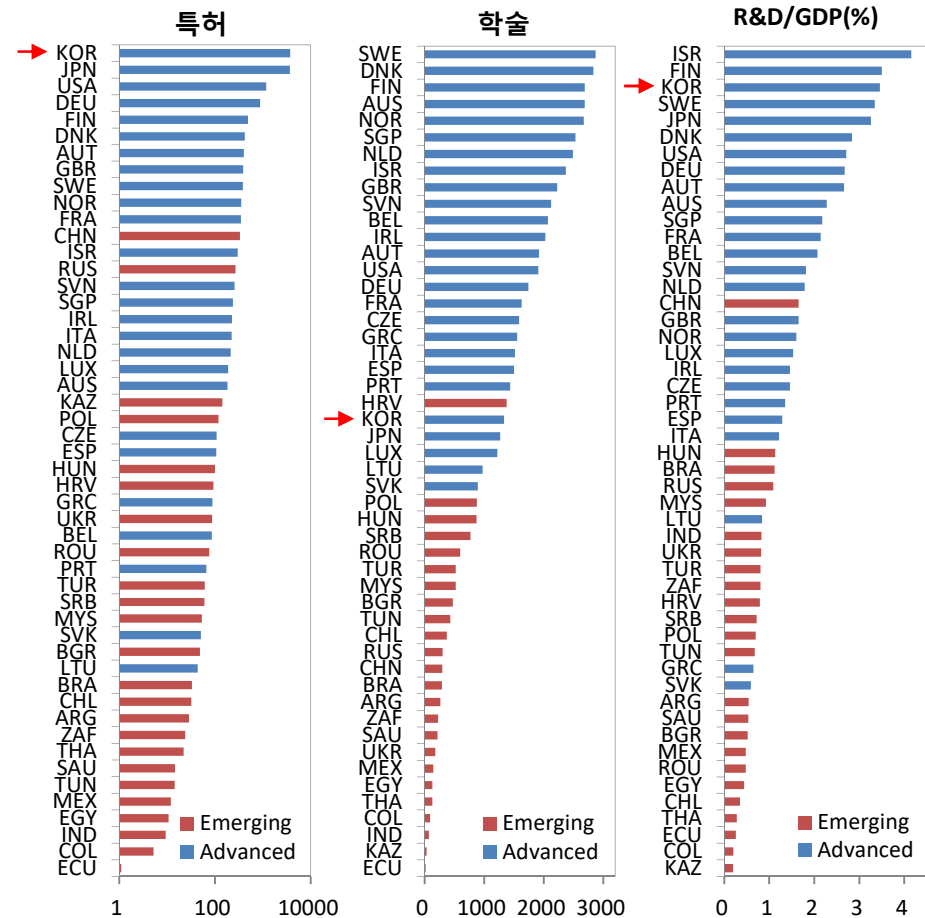
주식시장과 혁신: 주식시장과 혁신(1)

주식시장이 발달한 선진국에서 혁신활동이 활발



주1): 주식시장 순위는 시가총액/GDP, 거래회전율, 상장기업수(인구 100만명당)의 평균순위이며, 은행산업 순위는 국내신용(domestic credit to private sector)/GDP, 간접비(overhead costs)/은행자산, 은행지점수(인구 100만명당)의 평균순위. 1996-2015년 자료 이용.

주2): 선진국과 신흥국의 분류는 IMF의 분류를 따름
자료: World Bank, OECD. 저자계산.



주식시장과 혁신: 주식시장과 혁신(2)

- 주식시장이 발달한 국가일수록 혁신활동이 활발하며 증가율이 높음
 - › 선진국보다 신흥국 사이에서 뚜렷한 관계

주식시장 발전수준과 혁신활동 수준

주식시장 발전변수	전체국가				선진국				신흥국			
	특허	학술	R&D		특허	학술	R&D		특허	학술	R&D	
			민간	정부			민간	정부			민간	정부
(1) 시가총액	0.061	0.1055	0.324***	0.024	0.055	0.171**	0.145	-0.248*	0.012	0.137	0.383***	0.098
(2) 거래회전율	0.402***	0.272***	0.435***	0.158**	0.189	0.208***	0.243***	-0.034	0.449***	0.246***	0.578***	0.222***
(3) 순위:주식	0.014**	0.017***	0.022***	0.006	0.004	0.011**	0.009	-0.010	0.013*	0.018***	0.027**	0.012**
(4) 지수:주식	0.078	0.145**	0.158*	0.003	-0.014	0.062	0.020	-0.112	0.131	0.201*	0.752***	0.342***
(5) 순위:주식+은행	0.012**	0.019***	0.011**	0.005	-0.013*	0.005	-0.006	-0.014*	0.016**	0.021***	0.018**	0.013**
(6) 지수:주식+은행	0.237***	0.271***	0.320***	0.112*	0.071	0.179**	0.134	-0.208	0.196*	0.255***	0.361***	0.197***
(7) 순위:주식-은행	0.009*	0.007*	0.021***	0.004	0.015	0.010***	0.016**	-0.003	0.004	0.007	0.021**	0.007
(8) 지수:주식-은행	-0.011	0.111**	0.182**	0.014	0.029	0.187***	0.171*	-0.091	-0.017	0.131*	0.167	0.063

주: 102개국에 대해, 혁신활동 수준을 주식시장발전 수준, 교육수준, 소득수준, 경제개방도로 회귀분석한 결과. 혁신활동 수준 변수는 특허출원수(15-64세 인구 100만명당), 과학기술관련 SSCI 학술논문수(15-64세 인구 100만명당), 민간R&D집행액/GDP(%), 정부R&D집행액/GDP(%)이며, 주식시장 발전수준 변수는 시가총액/GDP, 거래회전율, 주식시장 발전 순위 및 지수, 주식시장 및 은행산업 발전 순위 및 지수, 은행산업 대비 주식시장 발전 순위 및 지수를 이용. 주식시장 발전수준은 시가총액/GDP, 거래회전율, 상장기업수(인구 100만명당)의 평균순위와 주성분분석을 이용하여 산출한 지수로 측정하며, 은행산업 발전수준은 국내신용/GDP, 간접비/은행자산, 은행지점수(인구 100만명당)의 평균순위와 주성분분석을 이용하여 산출한 지수로 측정. 1996-2015년 자료 이용
 자료: World Bank, OECD, UNDP, 저자추정.

주식시장과 혁신: 주식시장과 혁신(3)

주식시장 발전수준과 혁신활동 증가율

주식시장 발전변수	전체국가				선진국				신흥국			
	특허	학술	R&D		특허	학술	R&D		특허	학술	R&D	
			민간	정부			민간	정부			민간	정부
(1) 시가총액	0.817**	-0.039	0.675	-0.271	1.087	0.460	0.489	0.375	1.024**	0.215	0.279	0.240
(2) 거래회전율	1.224**	0.712*	1.485**	-0.252	-0.049	-0.608*	0.203	-0.863*	1.858***	1.260***	1.788*	2.303**
(3) 순위:주식	0.058*	0.030	0.091*	-0.024	0.032	-0.004	0.042	-0.049	0.086*	0.082**	0.168	-0.006
(4) 지수:주식	0.617*	0.292	0.535	0.155	0.381	0.185	0.294	0.159	1.304**	1.087**	3.283	0.118
(5) 순위:주식+은행	0.032	0.058**	0.089*	-0.013	0.005	0.002	0.018	-0.081*	0.038	0.093**	0.166*	0.037
(6) 지수:주식+은행	1.368***	0.792**	1.390*	-0.439	0.626	-0.237	0.246	-0.497	1.771***	1.274***	1.994	-0.464
(7) 순위:주식-은행	0.054**	-0.006	0.047	-0.020	0.043	-0.007	0.045	-0.009	0.090**	0.037	0.069	-0.035
(8) 지수:주식-은행	0.840**	0.040	1.717***	-0.107	0.660	0.317	1.221*	-0.295	1.109**	0.388	1.650	0.234

주: 102개국에 대해, 1996-2005년과 2006-2015년의 혁신활동 연평균 증가율을 1996년과 2006년의 주식시장발전 수준, 교육수준, 소득수준, 경제개방도로 회귀 분석한 결과. 혁신활동 수준 변수와 주식시장 발전수준 변수의 정의는 앞선 분석과 동일.

자료: World Bank, OECD, UNDP, 저자추정.

목 차

1

2

주식시장과 기업성장: 한미비교

3

4

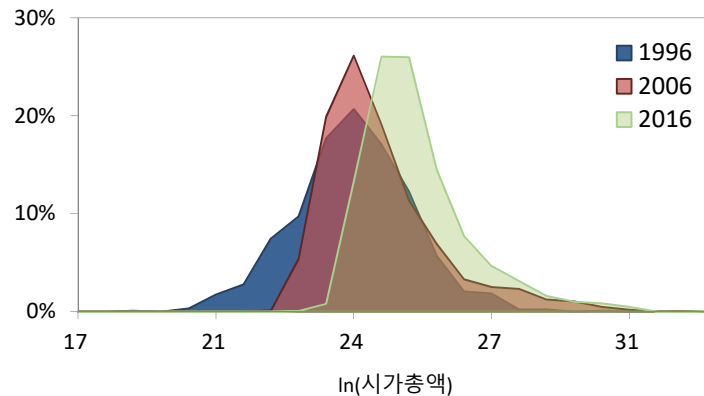
주식시장과 기업성장

- 주식시장 상장의 근본 목표는 기업의 지속적 성장기반 마련
 - › 자금조달기회 확보, 인지도·신용도 제고, 시장규율을 통한 기업투명성·경영효율성 제고 등의 효용성을 제공
- 혁신의 관점에서, 성장성을 갖춘 혁신기업의 발굴과 모험자본 선순환 체계의 정립이 가장 중요한 과제
 - › 창업-성장-성숙의 기업성장 사이클에 따라, 엔젤 – 벤처캐피탈 – 인수합병·정규주식시장으로 이어지는 모험자본 투자와 회수의 연계구조
 - › 한국의 경우 사적시장(private market)과 공적시장(public market)의 연계구조가 구축·정착되는 단계이며, 미국의 경우 사적자본시장의 비중이 점차 확대되는 추세
- 공적시장 중심시장에서, 투자자보호 수준 달성과 혁신 중소기업의 상장 사이에는 상충관계 존재
 - › 상장요건·심사, 공시의무, 지배구조규제 등은 상장에 따르는 부담으로 작용

주식시장과 기업성장: 상장기업 규모·분포

- 한국 주식시장 상장기업의 분포는 왜도와 첨도가 점차 증가
 - › 미국의 경우 왜도, 첨도가 점차 감소

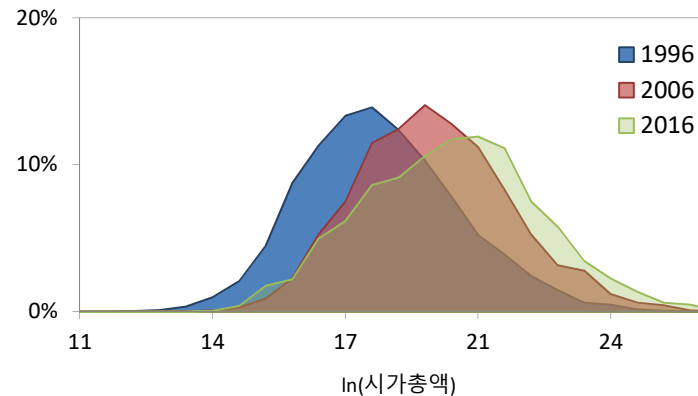
시가총액분포 변화: Korea



(단위: 십억원)

연도	평균	25%	50%	75%	왜도	첨도
1996	116	16	37	87	23	625
2006	460	26	49	121	21	606
2016	770	71	126	295	35	1385

시가총액분포 변화: US



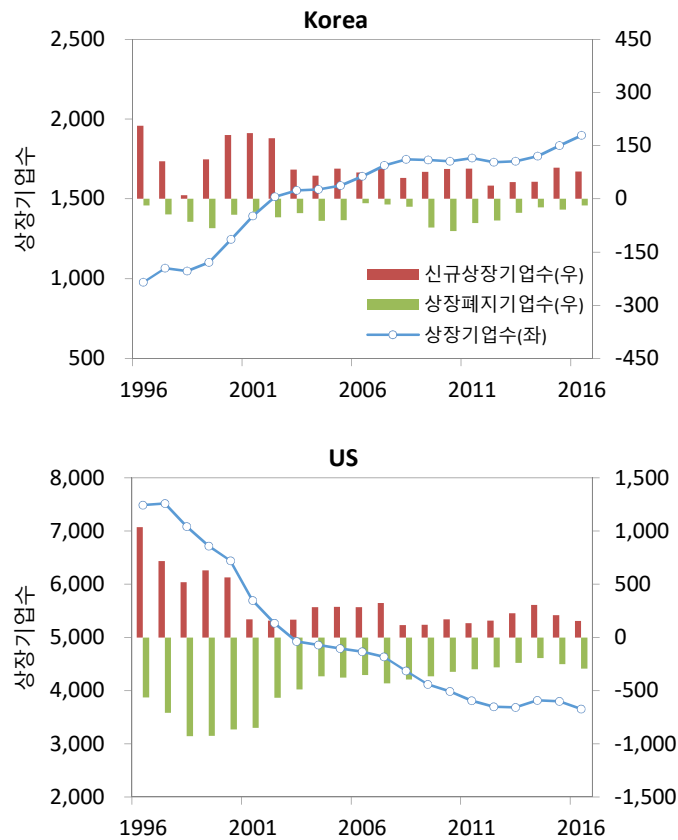
(단위: 백만달러)

연도	평균	25%	50%	75%	왜도	첨도
1996	1,034	29	97	404	15	302
2006	3,487	108	396	1,525	13	251
2016	6,353	135	691	2,824	11	156

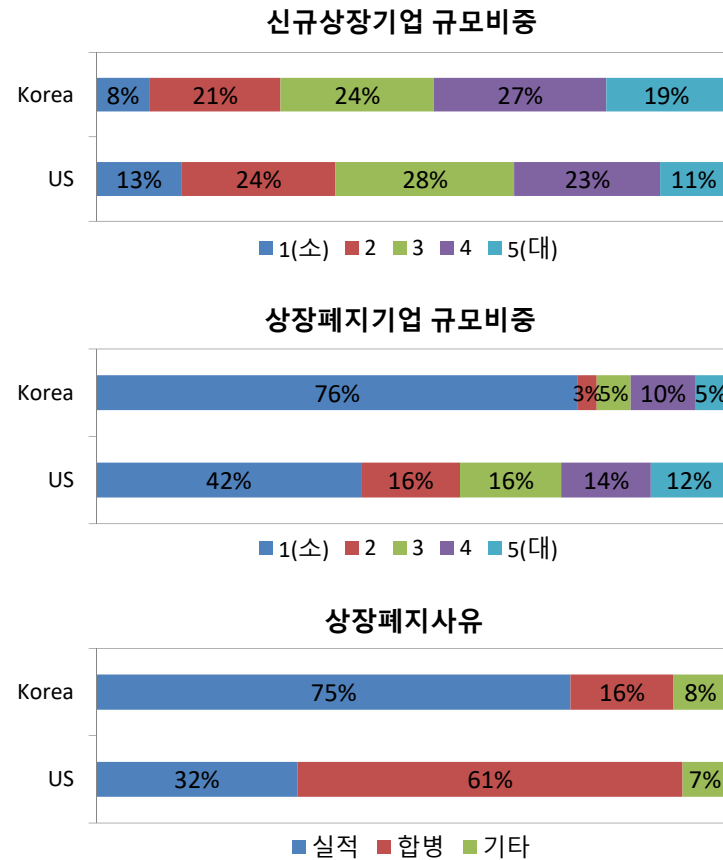
주: 한국은 유가증권시장과 코스닥시장 전체 상장기업, 미국은 NYSE, NASDAQ, AMEX 전체 상장기업을 대상으로 함
 자료: Datasteam, DataGuide, 저자계산

주식시장과 기업성장: 상장·상장폐지

- 한국 상장기업 수는 지속적으로 증가하나 중·대형주 비중이 높음
 - › 미국의 경우 상장기업 수는 지속적으로 하락, 피흡수합병이 주요 사유



자료: Datastream, DataGuide, KRX. 저자계산.



주식시장과 기업성장: 상장기업 성장

○ 한국 신규상장기업은 규모가 클수록 성장이 정체

상장기업 시가총액 성장률

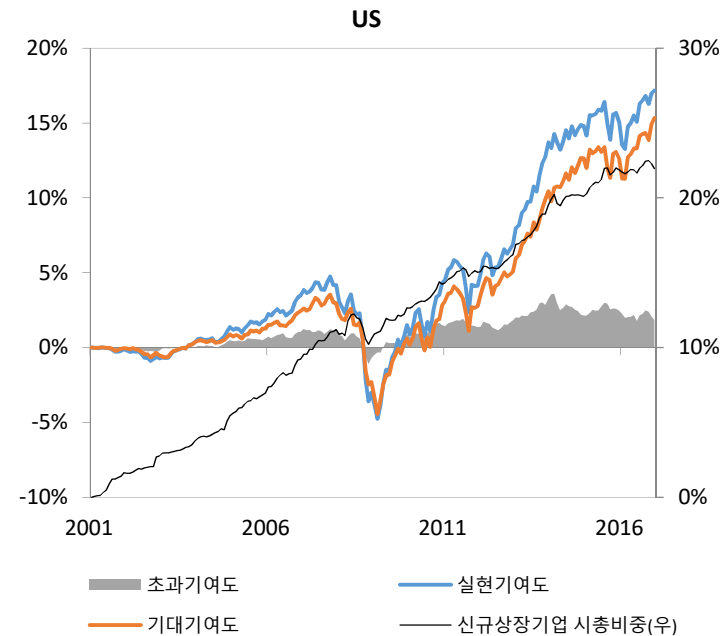
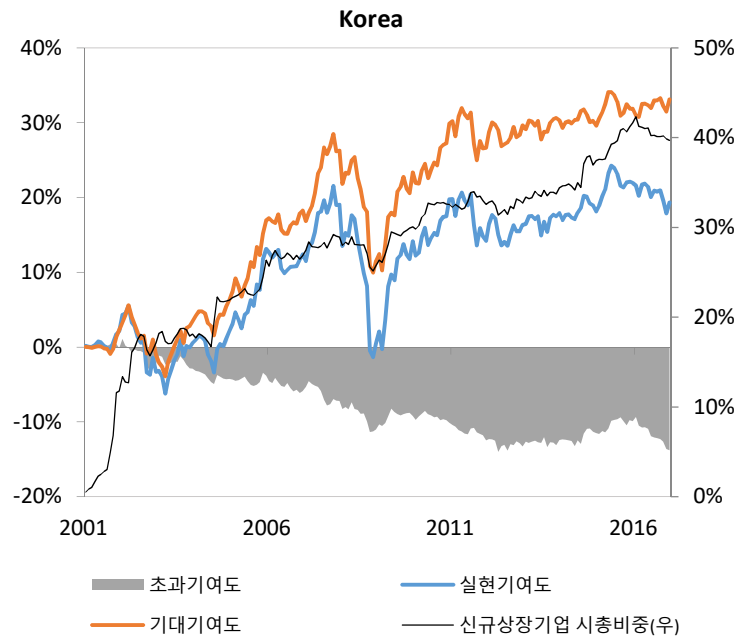
기업규모	5년간 연평균 시가총액 성장률				5년 이내 상장폐지			(a)+(b)+(c)	(a)+(b)+(c) 2001년 이후	
	(-, -15%)(a)	[-15%,0%)(b)	[0%,+15%)	[+15%,)	실적(c)	합병	기타			
한국	A. 신규상장기업									
	1(소)	2%	12%	21%	50%	12%	2%	2%	25%	28%
	2	10%	30%	30%	23%	7%	1%	0%	47%	45%
	3	16%	33%	24%	18%	8%	1%	1%	57%	55%
	4	23%	34%	20%	15%	7%	0%	1%	64%	64%
	5(대)	30%	28%	20%	13%	3%	4%	1%	62%	61%
	전체	18%	30%	23%	20%	7%	1%	1%	55%	55%
	B. 전체상장기업									
	1(소)	1%	7%	19%	47%	24%	1%	1%	32%	31%
	2	5%	17%	28%	36%	13%	1%	1%	34%	30%
	3	9%	22%	27%	28%	11%	2%	1%	41%	36%
	4	13%	24%	25%	25%	8%	3%	1%	45%	40%
	5(대)	14%	23%	26%	27%	4%	4%	3%	40%	38%
	전체	8%	18%	25%	33%	12%	2%	1%	39%	35%
미국	A. 신규상장기업									
	1(소)	11%	13%	9%	15%	30%	15%	7%	55%	51%
	2	13%	12%	10%	15%	23%	22%	5%	48%	47%
	3	15%	12%	13%	15%	17%	25%	2%	45%	41%
	4	15%	14%	13%	15%	11%	29%	3%	40%	35%
	5(대)	22%	14%	13%	11%	9%	28%	4%	44%	35%
	전체	15%	13%	12%	14%	18%	24%	4%	45%	43%
	B. 전체상장기업									
	1(소)	6%	9%	11%	17%	31%	17%	8%	46%	42%
	2	9%	12%	16%	19%	15%	27%	3%	36%	35%
	3	11%	14%	18%	20%	9%	27%	2%	34%	33%
	4	10%	16%	23%	20%	5%	26%	1%	30%	30%
	5(대)	9%	21%	30%	17%	2%	20%	1%	32%	31%
	전체	9%	15%	19%	19%	12%	23%	3%	36%	34%

주: 신규상장기업의 경우 상장시점을 기준으로 관측. 1996-2016년 자료 이용
자료: Datastream, DataGuide, KRX. 저자계산.

주식시장과 기업성장: 신규상장기업 성과기여도(1)

- 한국시장에서 2001년 이후 신규상장기업 시가총액 비중은 40%에 이르고 있으나, 초과 수익률 기여도는 음(-)으로 지수상승을 저해

* 초과 수익률기여도: 실현수익률로 측정한 개별주식의 시장수익률에 대한 기여도 - 시가총액으로 배분한 개별주식의 시장수익률에 대한 기여도 (시장수익률 = \sum 개별주식 실현 수익률기여도 = \sum 개별주식 기대 수익률기여도)



주: 2001년 이후 신규상장기업 기준.
자료: DataGuide, Datastream. 저자계산

주식시장과 기업성장: 신규상장기업 성과기여도(2)

- 한국시장 신규상장기업은 기업규모에 상관없이 지수수익률을 하락시키고 변동성을 증가시키는 것으로 나타남

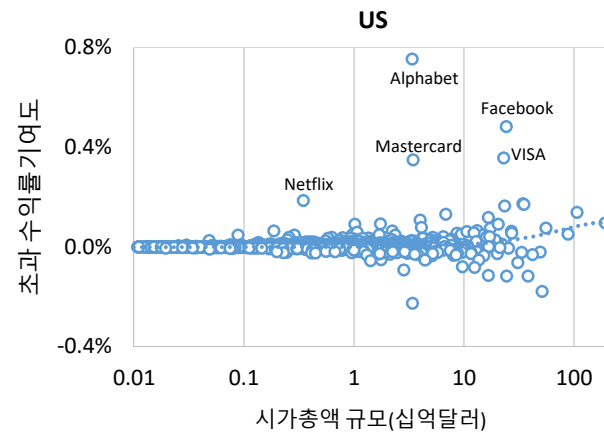
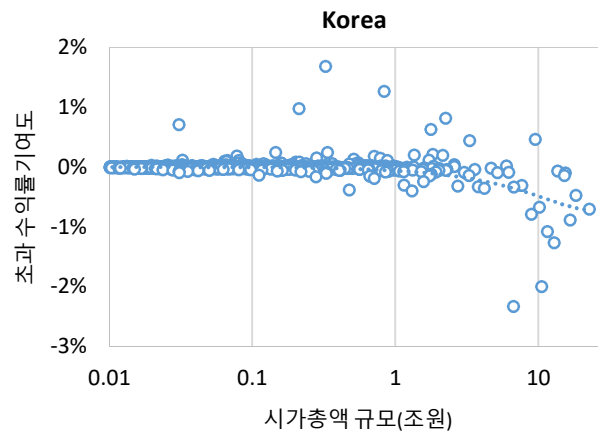
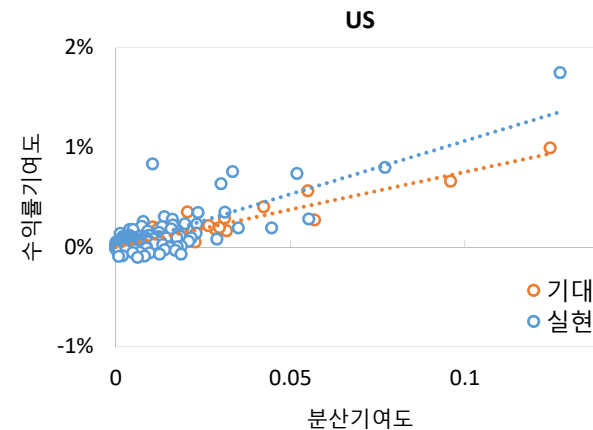
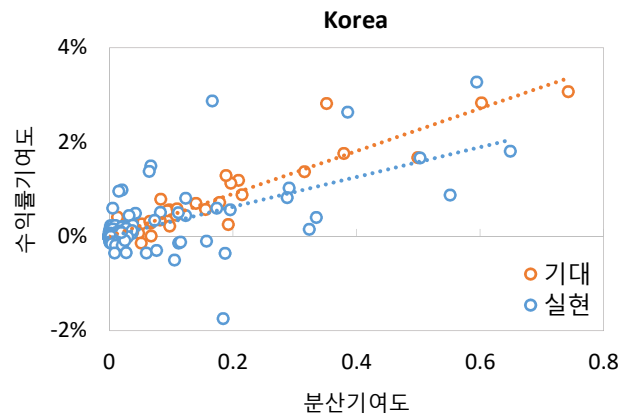
* 초과 분산기여도: 실현수익률로 측정한 개별주식의 시장수익률 분산에 대한 기여도 - 시가총액으로 배분한 개별주식의 시장수익률 분산에 대한 기여도 (시장수익률 분산 = \sum 개별주식 실현기여도 = \sum 개별주식 기대기여도)

신규상장기업 성과기여도							
		수익률 기여도			분산 기여도($\times 10^{-4}$)		
		실현	기대	초과	실현	기대	초과
한국	기존상장기업	135.3%	121.5%	13.8%	30.61	31.30	-0.69
	신규상장기업	19.3%	33.1%	-13.8%	8.76	8.07	0.69
	대형	9.5%	20.2%	-10.7%	5.30	5.03	0.27
	중형	8.9%	11.5%	-2.6%	3.06	2.69	0.37
	소형	0.9%	1.4%	-0.5%	0.40	0.35	0.05
	전체	154.6%	154.6%	0.0%	39.37	39.37	0.00
미국	기존상장기업	76.7%	78.6%	-1.8%	17.18	17.49	-0.31
	신규상장기업	17.2%	15.3%	1.8%	2.28	1.97	0.31
	대형	14.5%	12.2%	2.3%	1.74	1.53	0.22
	중형	2.2%	2.0%	0.2%	0.34	0.29	0.06
	소형	0.5%	1.1%	-0.6%	0.19	0.16	0.04
	전체	93.9%	93.9%	0.0%	19.46	19.46	0.00

주: 2001년 이후 신규상장기업 기준
자료: DataGuide, Datastream. 저자계산

주식시장과 기업성장: 신규상장기업 성과기여도(3)

- 한국시장 신규 상장주식의 분산기여도가 클수록, 또는 시가총액 규모가 클수록 수익률기여도가 저조



자료: DataGuide, Datastream. 저자계산

목 차

1

2

3

주식시장 위험-수익 관계

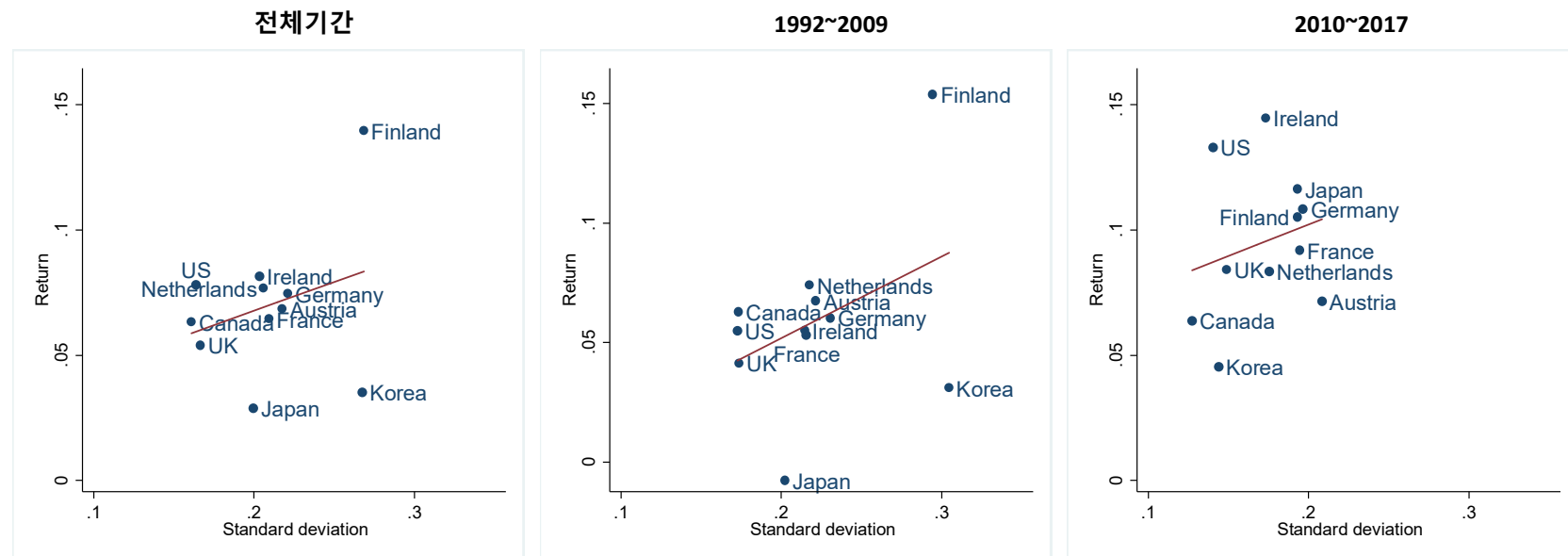
4

주식시장 위험·수익 관계

- 위험-수익 상충관계(trade-off)는 자산가격결정의 핵심원리: 투자위험이 높을수록 기대수익률이 높고, 투자위험이 낮을수록 기대수익률이 낮음
 - › 투자자가 위험회피적일 때 추가적인 위험에 대해 보상을 요구하며, 위험회피 정도가 높을수록 보상의 크기는 증가
 - › 감수하는 투자위험에 상응하는 수익이 달성되지 않을 것으로 예상되는 경우 위험자산 투자가 위축되며 위험자산의 가격은 하락
- 한국 주식시장의 위험 대비 수익률은 주요국에 비해 낮고, 위험-수익은 시계열적으로 양(+)의 관계를 갖는다는 분석결과가 다수
 - › 미국시장에서는 (장기적으로) 위험프리미엄이 이론적 예측에 비해 높은 '위험 프리미엄 퍼즐'이 존재하며, 위험-수익의 시계열적 관계는 실증적으로 불분명

주식시장 위험·수익 관계: 횡단면 비교

- 최근 25년간의 자료를 기초로 볼 때, 한국 주식시장은 주요국 대비 변동성이 높은 반면 수익률은 낮은 편



주1): 무위험 금리 차감 초과 총수익률(total return)(연환산) 기준이며, 금리자료가 활용 가능한 10개국 1992-2017년 자료 이용.

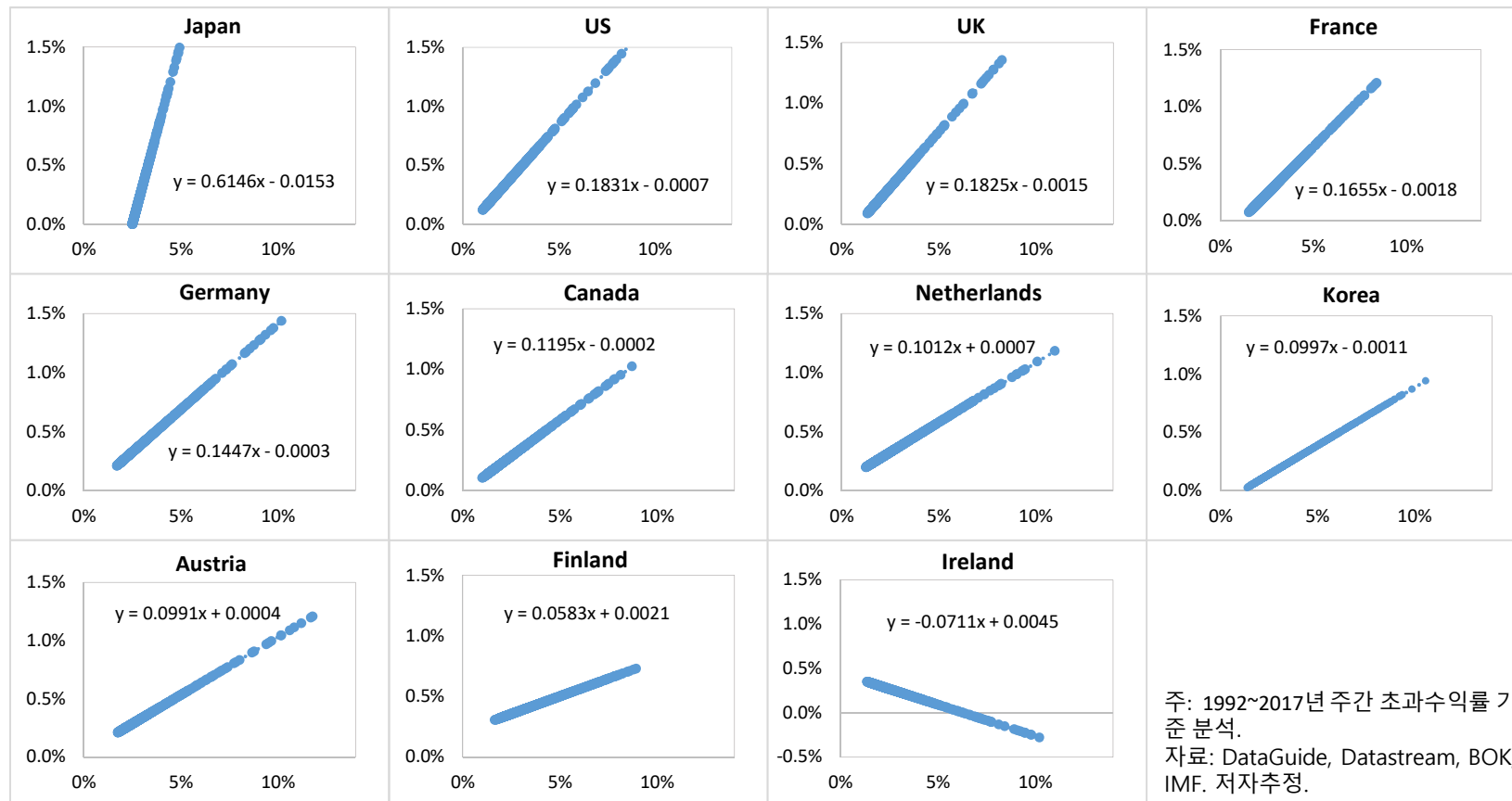
주2): 회귀선은 한국을 제외한 10개국의 결과를 이용.

자료: DataGuide, Datastream, BOK, IMF

주식시장 위험·수익 관계: 시계열 분석(1)

- GARCH모형 추정결과, 한국을 포함한 대부분의 국가에서 주가지수 변동성과 수익률 사이에 양(+)의 상관관계($\lambda > 0$) 존재

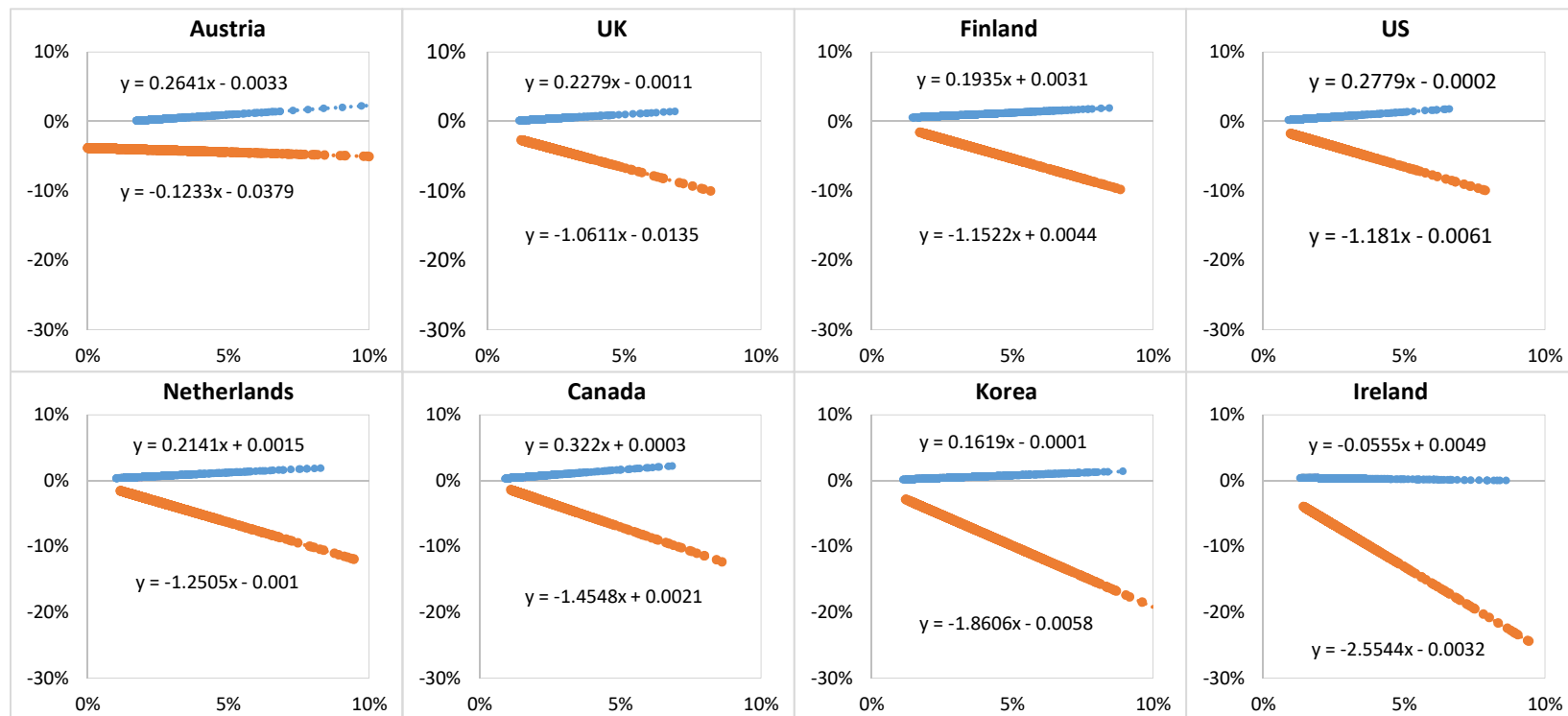
* GARCH 모형: $r_t = c + \lambda\sqrt{h_t} + e_t$, $e_t \sim N(0, h_t)$, $h_t = \omega + \alpha e_{t-1}^2 + \beta h_{t-1}$



주식시장 위험·수익 관계: 시계열 분석(2)

- MRS-GARCH모형을 이용하여 위기와 평시로 구분하여 분석할 경우, 한국 주가지수 변동성과 수익률 사이에 위기시 강한 음(-)의 상관관계 존재

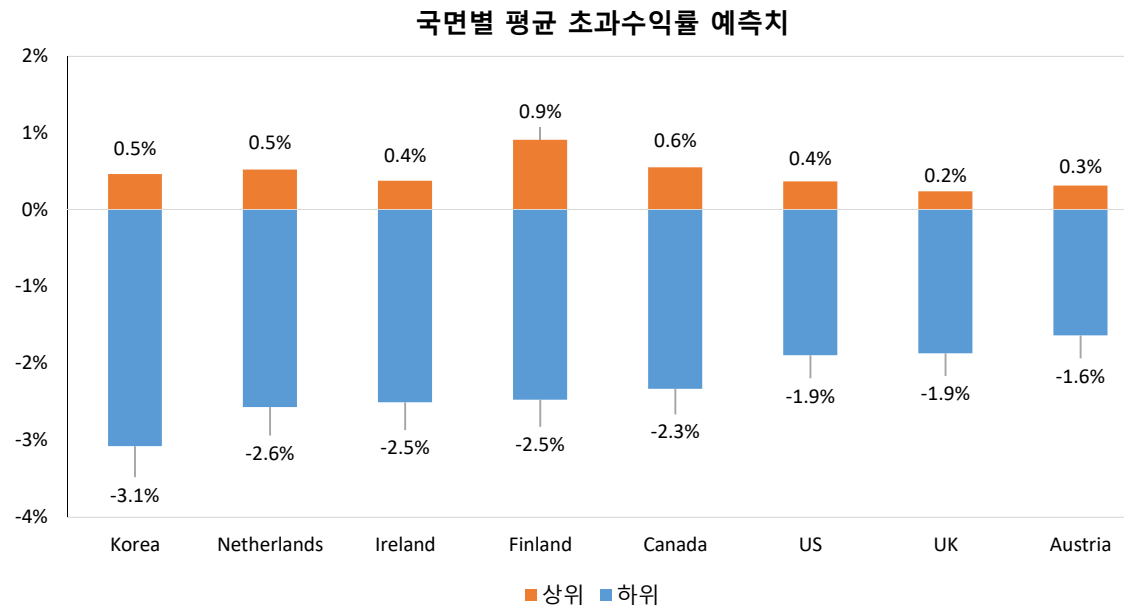
* MRS-GARCH 모형: $r_{t,S_t} = c_{S_t} + \lambda_{S_t} \sqrt{h_{t,S_t}} + e_{t,S_t}$, $e_{t,S_t} \sim N(0, h_{t,S_t})$, $h_{t,S_t} = \omega + \alpha_{S_t} e_{t-1,S_t}^2 + \beta_{S_t} h_{t-1,S_t}$, $S_t = 1 \text{ or } 2$



주: 프랑스, 독일, 일본의 경우 국면 구분이 이루어지지 않아 분석에서 제외
자료: DataGuide, Datastream, BOK, IMF

주식시장 위험·수익 관계: 시계열 분석(3)

- 한국 주식시장의 초과수익률이 낮은 것은 위기가 발생했을 때 충격강도가 높기 때문으로 추정
 - › 위기국면에 가까운 시기 평균 (주간)초과수익률 예측치는 -3.1%로 가장 낮음



주: 상위은 국면확률이 가장 높은 상위 5% 구간으로 평시를 의미하며, 하위는 국면확률이 가장 낮은 하위 5% 구간으로 위기를 의미
자료: DataGuide, Datastream, BOK, IMF

목 차

1

2

3

4

한국 상장기업 기업가치

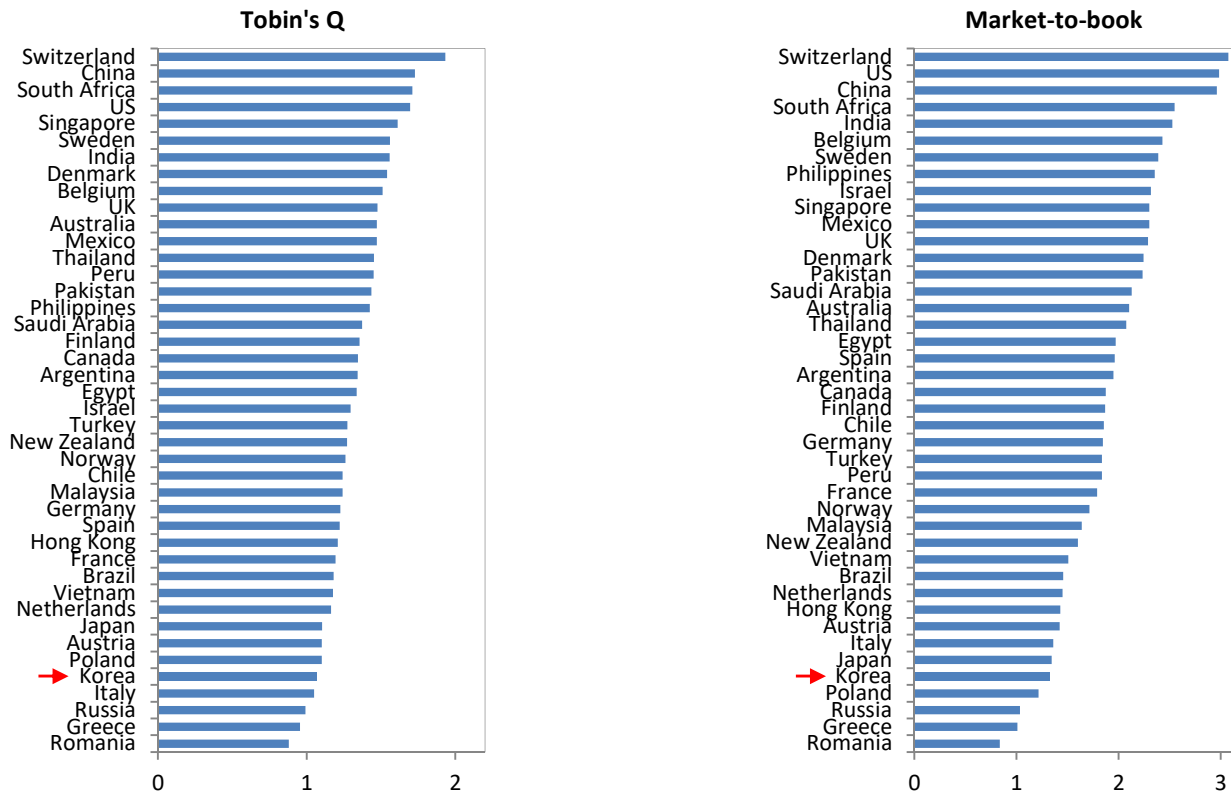
한국 상장기업 기업가치

- 한국 주식시장이 저평가되었다는 주장이 꾸준히 제기되고 있으며, 취약한 기업지배구조가 가장 중요한 원인으로 지적
 - › 기업가치의 가장 근본적인 결정요인은 수익성과 성장성
 - › 수익성과 성장성을 감안하더라도 가치평가수준이 낮으며, 이는 취약한 기업 지배구조가 추가적인 투자위험 요인으로 작용하기 때문이라는 분석
- 한국 주식시장 저평가의 또 다른 원인으로 회계이익의 질에 주목
 - › 충분하고, 시의적절하고, 정확한 회계정보는 투자 의사결정의 기본요소이자 정보비대칭 완화 수단
 - › 회계이익의 질적 수준에 대한 불신이 존재할 경우 투자자는 회계적 지표를 보수적으로 평가, 혹은 이를 추가적인 위험요인으로 간주

한국 상장기업 기업가치: 가치평가지표

○ 한국 상장기업의 Tobin's Q와 market-to-book 비율은 모두 하위권

- › Tobin's Q: 자산 시장가치/대체비용(=(주식 시장가치+부채 장부가치)/자산 장부가치)
- › Market-to-book: 주식 시장가치/주식 장부가치



주: 2007-2016년 42개국 기준. 각국 전체 상장기업 가중평균
자료: Datastream. 저자계산.

한국 상장기업 기업가치: 결정요인(1) 지배구조

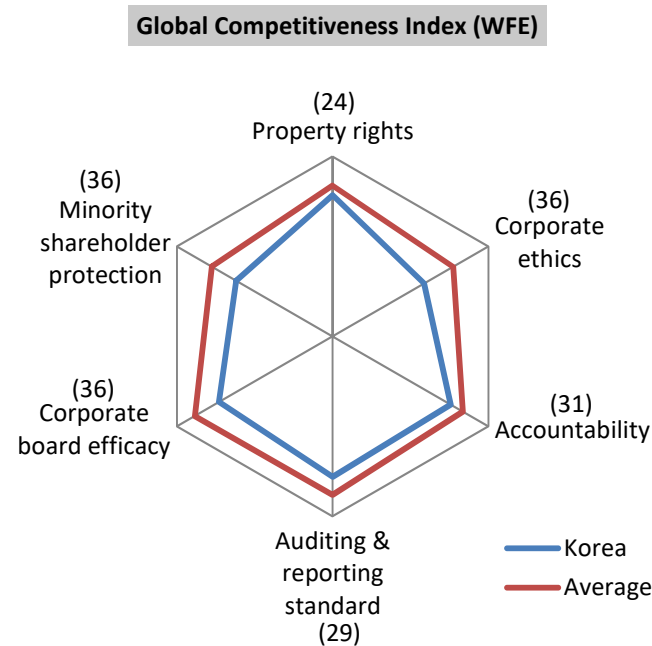
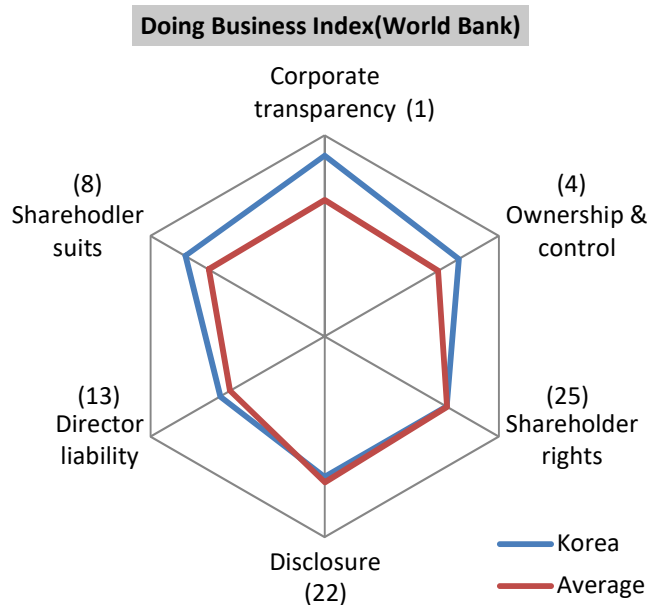
- 한국은 지배구조관련 제도도입여부에 대해서는 높게 평가되나, 지배구조 관련 주관적 평가설문에서는 낮게 평가됨

- Doing Business (World Bank): 기업지배구조 관련제도 도입여부 평가

- 예) Whether the election and dismissal of the external auditor must be approved by the shareholders. [0 if no, 1 if yes]

- Global competitiveness index (WEF): 기업지배구조 현황관련 설문평가

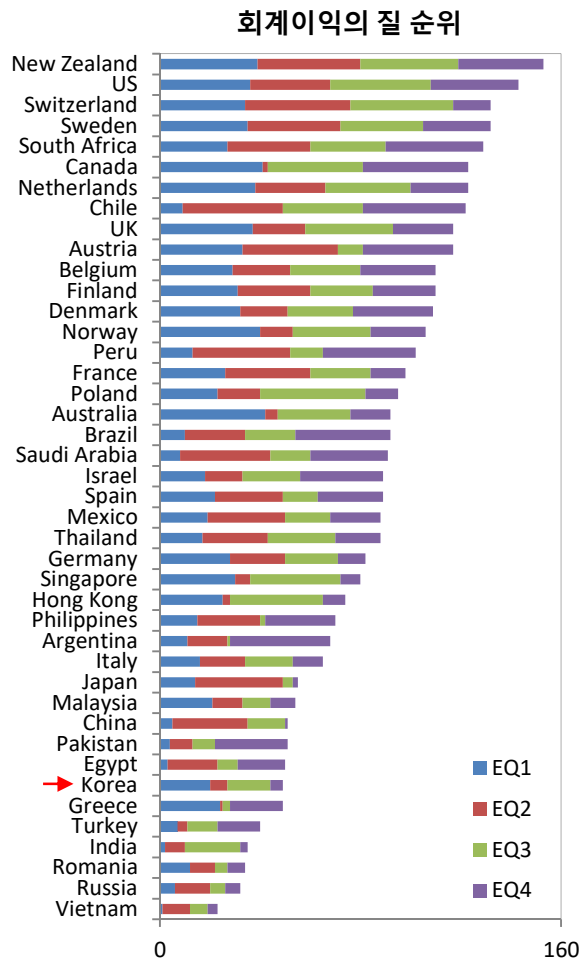
- 예) In your country, how do you rate the corporate ethics of companies? [1=extremely poor, 7=excellent]



주: 42개국 2016년 평가기준, 괄호안은 한국의 순위
자료: World Bank, World Economic Forum

한국 상장기업 기업가치: 결정요인(2) 회계이익의 질

○ 한국 상장기업의 회계이익의 질은 하위권



회계이익의 질 측정기준

- EQ1: 이익 변동성 축소
 - 당기순이익 표준편차/영업현금흐름 표준편차
- EQ2: 현금흐름 충격 축소
 - (Δ 발생액)과 (Δ 영업현금흐름)의 상관계수
 - * 발생액 = 당기순이익 - 영업현금흐름
- EQ3: 발생액 규모
 - $|\text{발생액}| / |\text{영업현금흐름}|$
- EQ4: 소규모 손실 회피
 - 소규모 손실의 비정상(abnormal) 빈도 - 소규모 이익의 비정상 빈도
 - * 소규모 손실: $\text{ROA} \in [-1\%, 0\%)$, 소규모 이익: $\text{ROA} \in [0\%, 1\%]$

주: 2007-2016년 42개국 전체 비금융 상장기업 대상으로 측정
자료: Datastream

한국 상장기업 기업가치: 결정요인 분석(1)

- 회계이익의 질, 지배구조관련 설문평가가 높을수록 기업가치가 높음
 - 반면, 지배구조관련 제도평가는 유의성이 없거나 음(-)의 관계

지배구조와 기업가치

종속변수: Tobin's Q						
Doing Business (World bank)						
	Corporate transparency	Ownership & control	Shareholder rights	Disclosure	Director liability	Shareholder suits
지배구조	-0.00	-0.05*	-0.03**	0.01	0.01	0.03*
통제변수	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Global Competitiveness Index (World Economic Forum)						
	Property rights	Corporate ethics	Account-ability	Auditing & reporting standard	Corporate board efficacy	Minority shareholder protection
지배구조	0.11***	0.08***	0.13***	0.12***	0.13***	0.11***
통제변수	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
종속변수: Market-to-book						
Doing Business (World bank)						
	Corporate transparency	Ownership & control	Shareholder rights	Disclosure	Director liability	Shareholder suits
지배구조	-0.01	-0.15**	-0.10***	0.03	0.02	0.06
통제변수	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Global Competitiveness Index (World Economic Forum)						
	Property rights	Corporate ethics	Account-ability	Auditing & reporting standard	Corporate board efficacy	Minority shareholder protection
지배구조	0.20**	0.13*	0.23**	0.21**	0.23**	0.18*
통제변수	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

회계이익의 질과 기업가치

종속변수: Tobin's Q				
이익의 질 순위	0.02***	-0.01		
순위*ROA		0.54***		
이익의 질 지수			0.10***	-0.11*
지수*ROA				4.63***
통제변수	Yes	Yes	Yes	Yes
종속변수: Market-to-book				
이익의 질 순위	0.04***	-0.01		
순위*ROA		1.04**		
이익의 질 지수			0.20***	-0.25
지수*ROA				9.77***
통제변수	Yes	Yes	Yes	Yes

주: Tobin's Q 또는 market-to-book 비율을 지배구조변수, 이익의 질 변수, 기타 통제변수로 회귀분석한 결과. 통제변수는 ROA, 매출액성장률, 부채비율, 현금 및 현금등가물, 수익률 변동성, 자본적지출. 지배구조변수는 2007년 측정치 기준. 42개국 2007-2016년 자료 이용.

자료: Datastream, DataGuide. World Bank, World Economic Forum. 저자계산.

한국 상장기업 기업가치: 결정요인 분석(2)

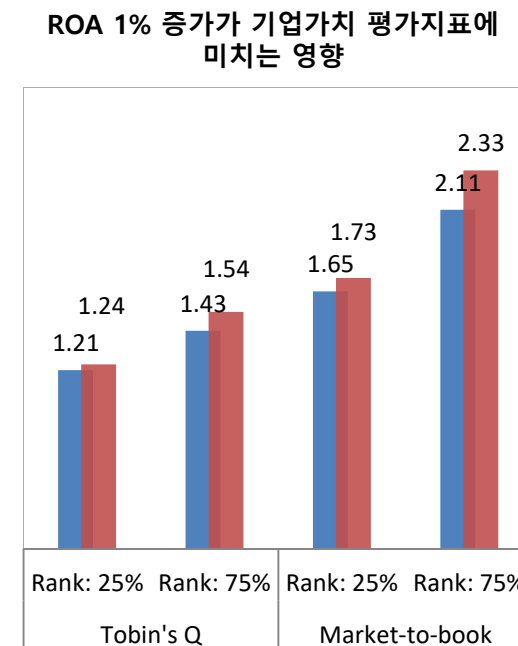
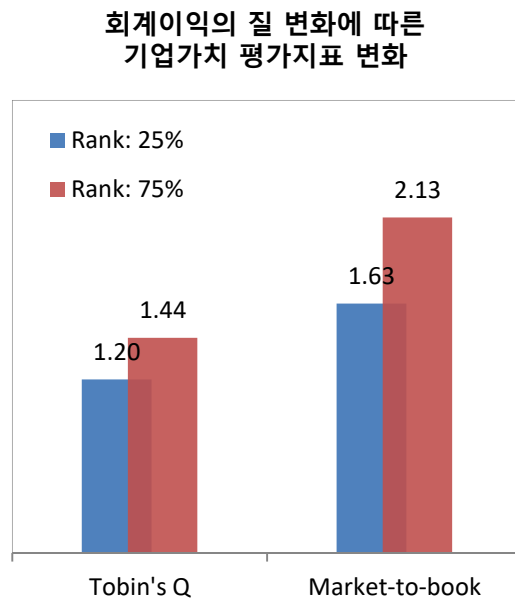
기업가치에 대해, 회계이익의 질이 지배구조수준에 비해 중요한 영향요인

회계이익의 질 및 지배구조와 기업가치

종속변수: Tobin's Q						
	Doing Business (World bank)					
	Corporate transparency	Ownership & control	Shareholder rights	Disclosure	Director liability	Shareholder suits
지배구조	-0.00	-0.05**	-0.03**	0.01	-0.01	0.01
이익의 질 순위	0.02***	0.02***	0.02***	0.02***	0.02***	0.02***
통제변수	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
	Global Competitiveness Index (World Economic Forum)					
	Property rights	Corporate ethics	Account-ability	Auditing & reporting standard	Corporate board efficacy	Minority shareholder protection
지배구조	0.07**	0.03	0.04	0.04	0.02	0.04
이익의 질 순위	0.01***	0.02***	0.02***	0.01***	0.02***	0.02***
통제변수	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
종속변수: Market-to-book						
	Doing Business (World bank)					
	Corporate transparency	Ownership & control	Shareholder rights	Disclosure	Director liability	Shareholder suits
지배구조	-0.00	-0.14***	-0.09***	0.02	-0.02	0.01
이익의 질 순위	0.04***	0.03***	0.03***	0.03***	0.04***	0.03***
통제변수	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
	Global Competitiveness Index (World Economic Forum)					
	Property rights	Corporate ethics	Account-ability	Auditing & reporting standard	Corporate board efficacy	Minority shareholder protection
지배구조	0.09	-0.00	0.02	0.03	0.00	0.01
이익의 질 순위	0.03***	0.04***	0.03**	0.03**	0.04**	0.04**
통제변수	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

한국 상장기업 기업가치: 결정요인 분석(3)

- 다른 조건이 동일할 때 회계이익의 질 순위가 25%에서 75%로 개선되면 Tobin's Q는 1.20에서 1.44로 증가
 - ROA가 1% 증가할 때, 이익의 질 순위가 25%인 경우 Tobin's Q는 1.21에서 1.24로 증가하나, 이익의 질 순위가 75%인 경우 1.43에서 1.54로 증가



주: p28의 회귀분석 결과 이용. 기타 통제변수는 표본 평균값으로 가정

분석결과의 요약

○주식시장이 혁신활동에 미치는 영향

- › 주식시장이 발달한 국가일수록 특허출원, 과학기술관련 학술활동, 연구개발 투자 등 혁신활동이 활발하게 이루어짐, 특히 신흥국에서 뚜렷한 경향
- › 주식시장이 제공하는 자금조달·투자·회수의 기회가 혁신활동을 촉진

○한국 주식시장의 성과 평가

- › 중소기업이 상장되어 성장하기 보다 중견·대기업 위주로 상장되어 성장이 지체되는 양상을 보이며, 이는 주가지수의 정체를 야기
- › 주요국과 비교할 때, 위험 대비 수익률이 낮으며 이는 위기시 강한 충격의 영향이 큰 것으로 분석
- › 주요국 대비 기업가치평가 수준이 낮으며, 이는 저조한 수익성·성장성과 더불어 회계이익의 낮은 질이 중요한 요인으로 분석

