



코리아 디스카운트 원인 분석

자본시장연구원
선임연구위원 김준석

연구배경

○ “코리아 디스카운트”

- › 한국 상장기업 주식의 가격은 외국 상장기업에 비해 저평가
- › 주가-수익비율(Price-to-Earnings) 또는 주가-장부가비율(Price-to-Book)을 기준으로 평가
- › 2000년 10월 처음 국내언론에 등장한 표현으로 20년이 지난 현재까지 언급

○ 코리아 디스카운트의 원인으로 지적되는 요인

- › 취약한 기업지배구조
 - 지배주주의 사적이익(private benefits) 추구, 소액주주 보호 취약
- › 낮은 배당(주주환원)
 - 주주환원 수요 미충족, 잉여현금흐름의 남용
- › 회계 불투명성
 - 회계정보의 신뢰성 부족, 높은 정보비대칭
- › 단기투자성향
 - 높은 개인투자자 비중, 기업 기초여건 전망보다는 변동성에 투자, 가격효율성 저하
- › 높은 변동성
 - 위험프리미엄 상승
- › 지정학적 위험
 - 대북관계 불확실성

관련연구(1)

○ 문헌연구 – 코리아 디스카운트와 관련된 연구

› 장국현(2005)

- 1984년-2005년 한국, 일본, 미국 3개국 자료 분석
- 과도한 변동성으로 인한 높은 위험프리미엄이 저평가의 원인일 가능성 제기
- 주가배수를 이용한 분석은 수행하지 않음

› 서정원, 심수연(2007)

- 2000년-2004년 17개국 자료 분석, 한국 상위 50개 상장기업과 유사 외국기업 비교
- 수익성, 성장성, 가격위험, 기업규모의 영향을 통제한 후, 한국 상장기업의 주가-현금흐름 비율(Price-to-Cash flow)이 외국 상장기업에 비해 유의하게 낮음을 확인
- 단기투자성향으로 변동성이 증가하고 기업 기초여건이 시장가격에 충분히 반영되지 않음으로써 주가배수에 괴리가 발생한 결과일 가능성 제기

› Choi, Lee, & Pae(2012)

- 2000년-2007년, 32개국 자료 분석
- 한국 상장기업은 내재자본비용이 높고, 주가-수익 비율이 낮은 것으로 확인
- 원인에 대한 분석은 진행하지 않음

› Ducret & Isakov(2020)

- 2002년-2016년, 28개국 자료 분석
- 한국 상장기업의 주가-수익비율은 모든 기간, 모든 섹터에서 유의하게 낮음(약 30%)
- 다만, 감소 추세가 나타나며 재벌기업에서 현저하다는 증거는 없음
- 원인에 대한 분석은 진행하지 않음

관련연구(2)

○ 문헌연구 – 기업가치 결정요인의 국제비교 연구

› 기업지배구조

- La Porta et al.(2002): 1995년~1996년 27개 선진국, 소액주주 보호수준(+), 지배주주 소유권(+)
- Lins(2003): 1995년-1997년 18개 신흥국, 경영진 지배권과 소유권 괴리(-), 대량보유주주(+)
- Klapper & Love(2004): 2000년 14개 신흥국, 지배구조지수(+)
- Durnev & Kim(2005): 2000년 24개국, 지배구조지수(+)
- Dahya et al.(2008): 2003년-2004년 22개국, 사외이사 비율(+)
- Aggarwal et al.(2009): 2005년 23개 신흥국, 개별기업 지배구조지수(+)
- Chhaochharia & Laeven(2009): 2003년-2005년 23개 신흥국, 개별기업 지배구조지수(+)
- Ammann et al.(2011): 2003년-2007년 22개국, 개별기업 지배구조특성(+)
- Fauver et al.(2017): 1990년-2012년 41개국, 이사회 구조개편(이사회독립성, 감사위원회, CEO-의장의 역할분리)(+)

› 회계투명성

- Bhattacharya et al.(2003): 1985년-1998년 34개국, 회계투명성(자본비용(-))
- Daske et al.(2008): 2005년 26개국, IFRS 도입(+)
- Gaio & Raposo(2011): 1999년-2003년 38개국, 이익의 질(earnings quality)(+)
- Neel(2016): 2005년 23개국, IFRS 도입(+)

관련연구(3)

› 배당정책

- Pinkowitz et al.(2006): 1988년-1998년 35개국, 외부주주보호가 취약할 때 배당(+)
- Kalcheva & Lins(2007): 1996년 31개국, 외부주주보호가 취약할 때 배당(+)
- Brockman et al.(2014): 1994년-1997년 24개국, 내부자거래규제가 취약할 때 배당(+)
- Brockman et al.(2022): 21개국, 외부주주보호가 취약할 때 배당평탄화(+)

› 기관투자자

- Ferreira & Matos(2008): 2000년-2005년 27개국, 기관투자자 비중(+)
 - 기관투자자는 기업지배구조가 우수한 기업을 선호
- De-la-Hoz & Pombo(2016): 1997년-2011년 남미 6개국, 기관투자자 비중(+)
- Bena et al.(2017): 2001년-2010년 30개국, 외국인투자자(+)

분석자료

○ 자료구성

› 기간

- 2005년-2021년

› 대상

- 45개국 32,428개 상장기업
- 초소형주 제외(누적시가총액 1%)
- 완전자본잠식기업 제외

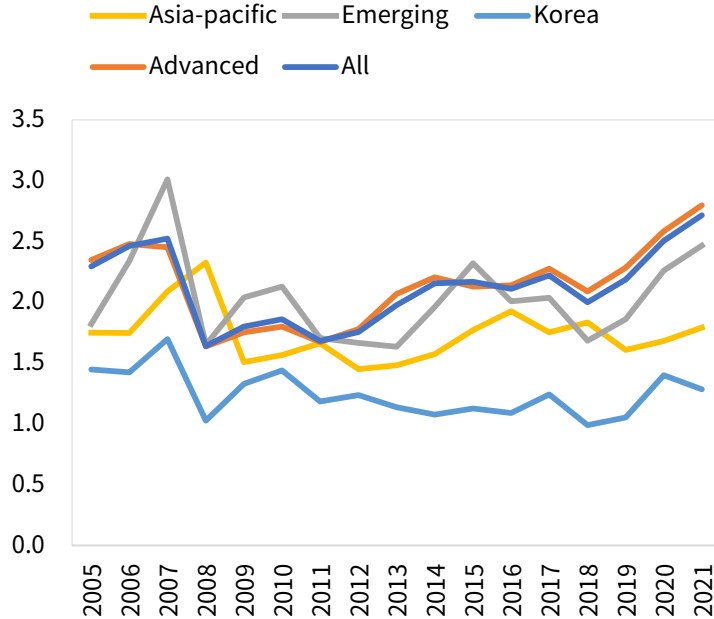
› 출처

- Datastream
- Bloomberg
- World Bank
- OECD
- World Economic Forum
- Matteo Iacoviello
- Institute for Economics & Peace

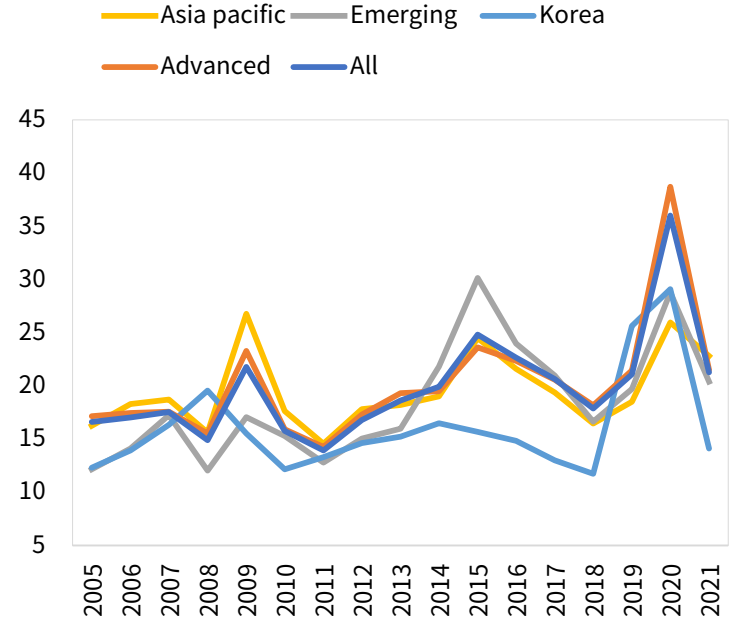
선진국	기업수	신흥국	기업수
Canada	941	Nigeria	57
United States	4,165	South Africa	297
Australia	1,638	Argentina	73
Hong Kong	1,787	Brazil	227
Israel	413	Chile	150
Japan	3,369	Mexico	135
New Zealand	145	Peru	83
Singapore	626	China	4,173
South Korea	2,335	India	1,801
Taiwan	941	Indonesia	526
Austria	60	Malaysia	922
Belgium	118	Philippines	207
Denmark	125	Thailand	697
Finland	140	Vietnam	576
France	508	Poland	516
Germany	452	Romania	89
Greece	241	Russia	152
Italy	264	Turkey	329
Netherlands	108	Egypt	178
Norway	286	Pakistan	256
Spain	144	Saudi Arabia	139
Sweden	504	전체	32,428
Switzerland	184		
United Kingdom	1,351		

코리아 디스카운트(1)

PBR



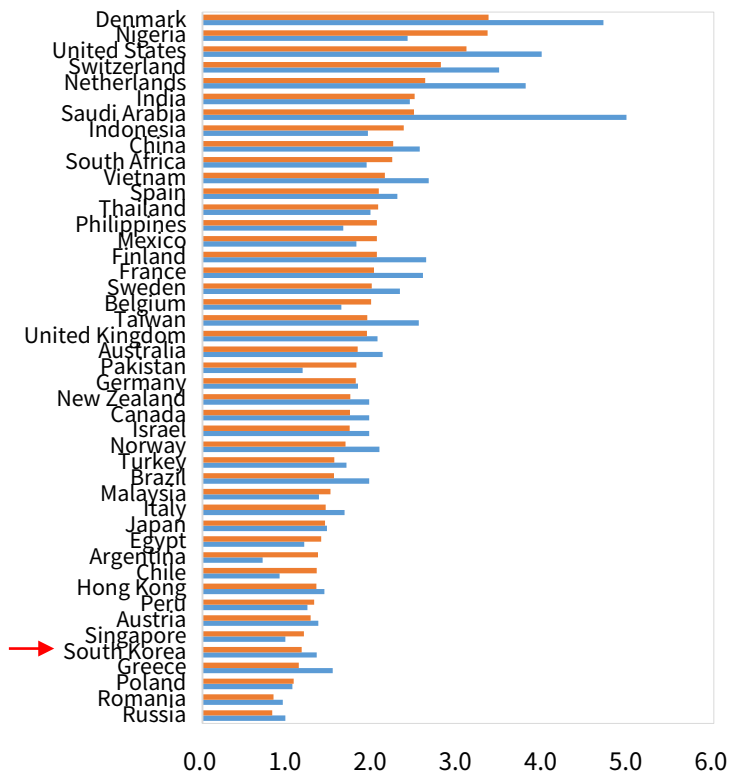
PER



코리아 디스카운트(2)

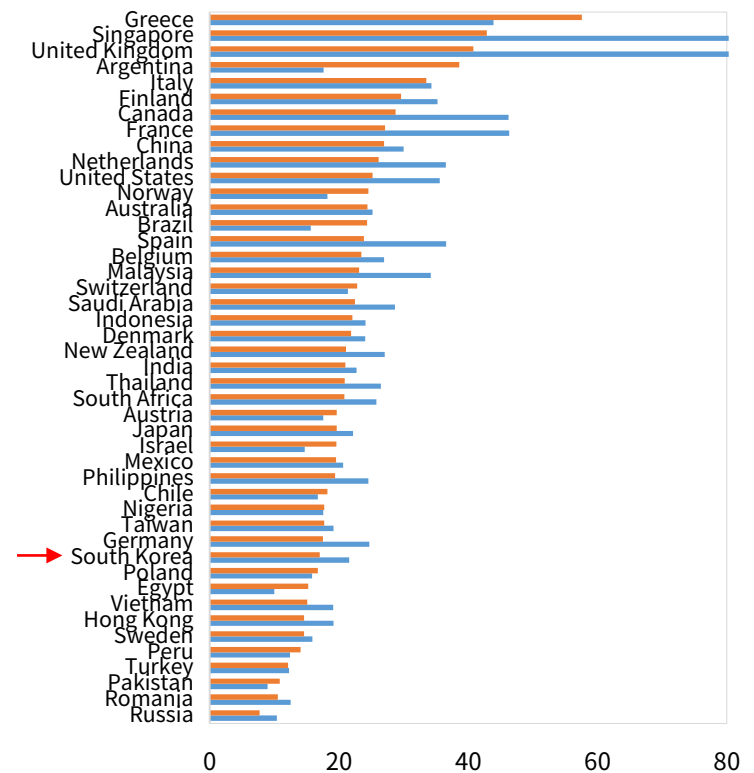
PBR

2012-2021 2020-2021



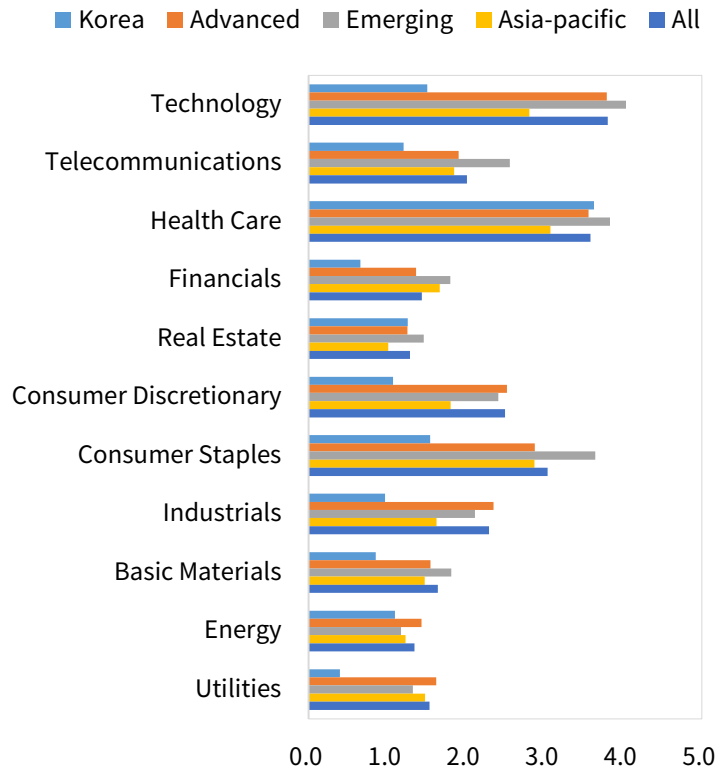
PER

2012-2021 2020-2021

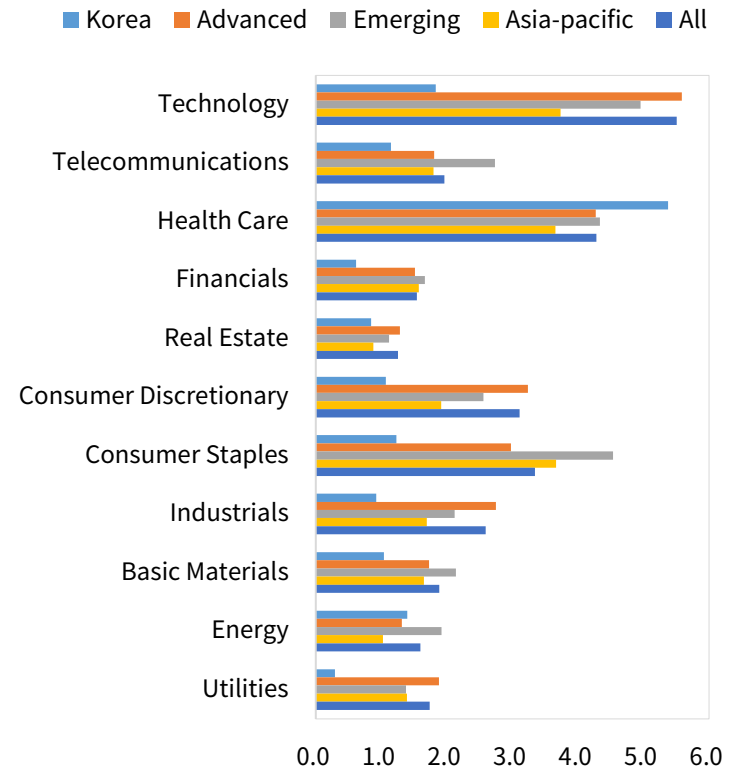


코리아 디스카운트(3)

PBR, 2012-2021

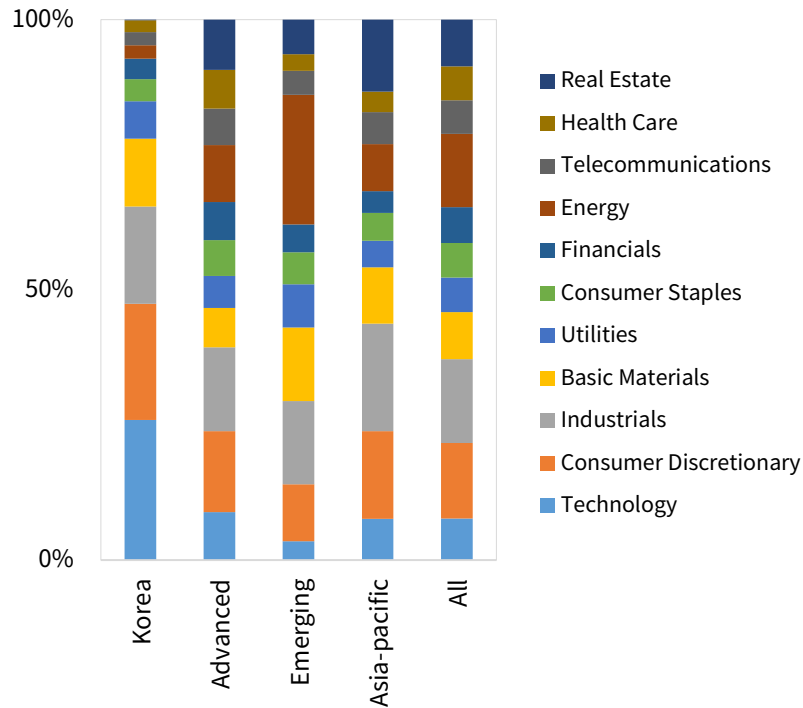


PBR, 2020-2021



요인: 섹터구성(1)

섹터비중, 2012-2021



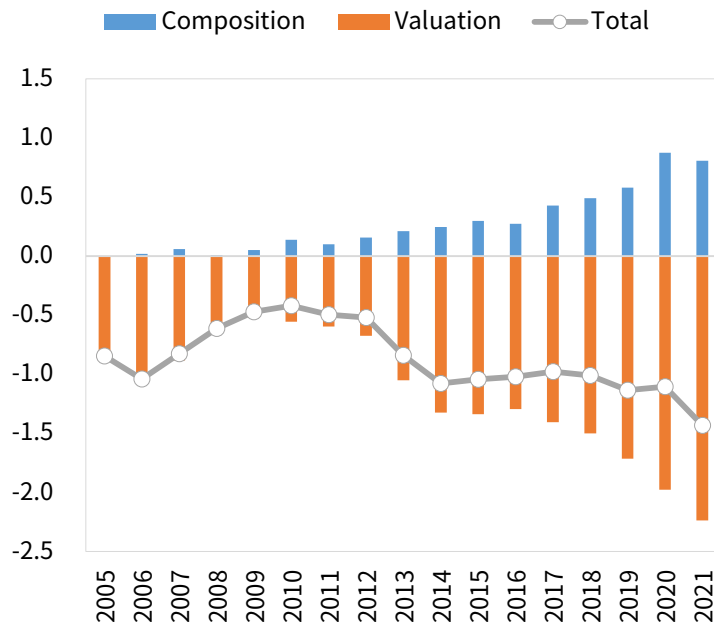
○ 섹터구성의 영향 분해

$$\begin{aligned}
 PBR_K - PBR_B &= \sum_{i=1}^N PBR_{K,i} w_{K,i} - \sum_{i=1}^N PBR_{B,i} w_{B,i} \\
 &= \underbrace{\sum_{i=1}^N (PBR_{K,i} - PBR_{B,i}) w_{K,i}}_{\text{Valuation 효과}} + \underbrace{\sum_{i=1}^N PBR_{B,i} (w_{K,i} - w_{B,i})}_{\text{Composition 효과}}
 \end{aligned}$$

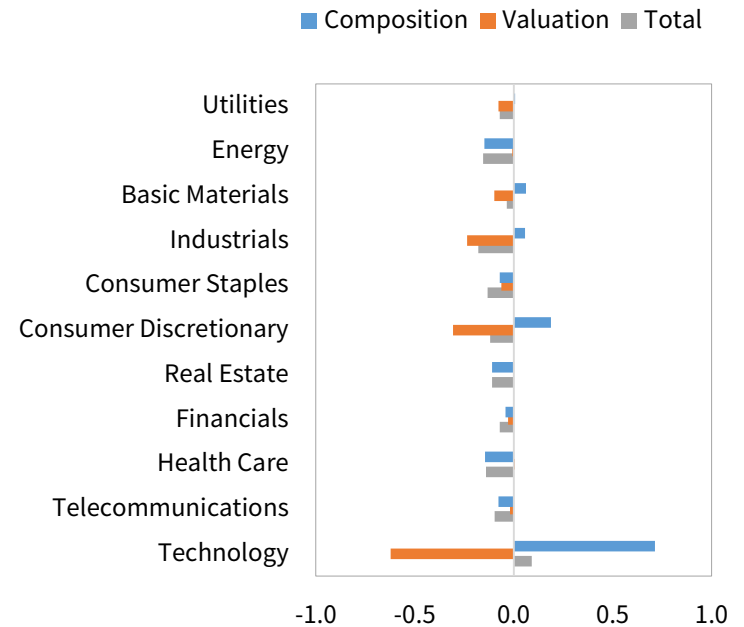
- K : Korea, B : Benchmark
- i : 섹터, w : 장부가치 비중

요인: 섹터구성(2)

섹터구성 영향 분해(1)



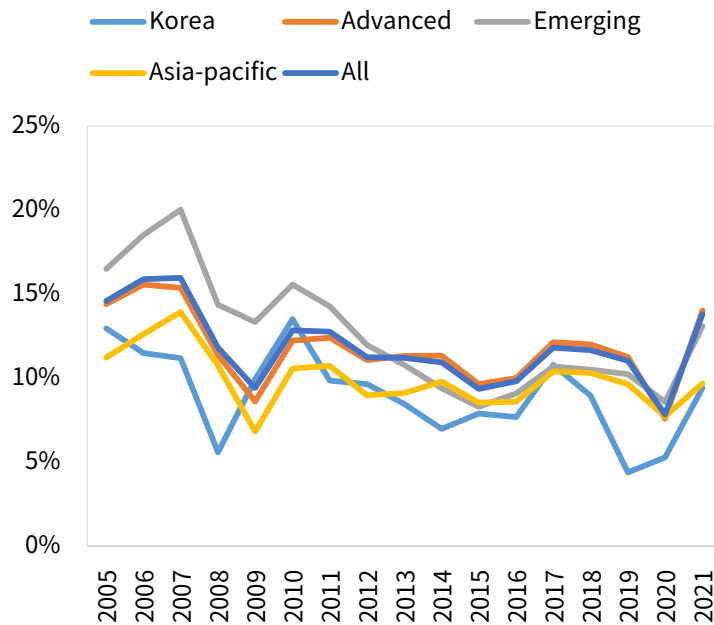
섹터구성 영향 분해(2), 2012-2021



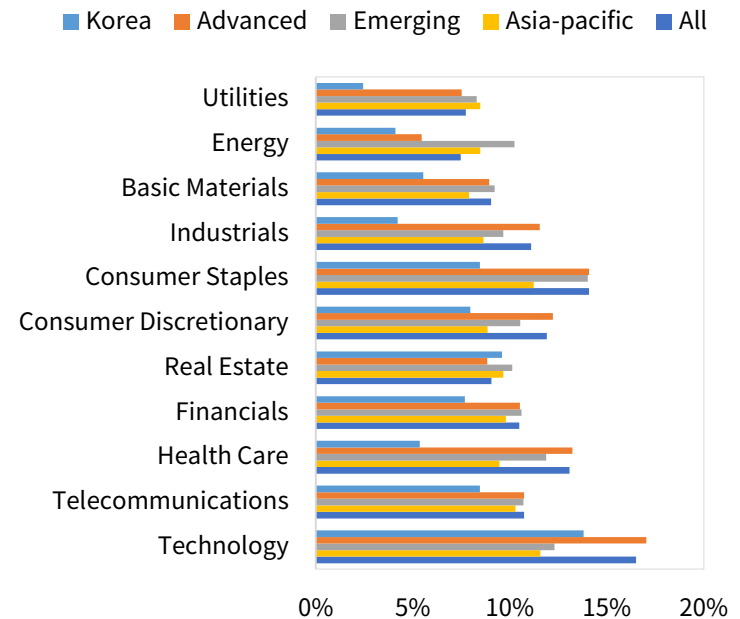
요인: 재무적 특성(1)

수익성

ROE(1)



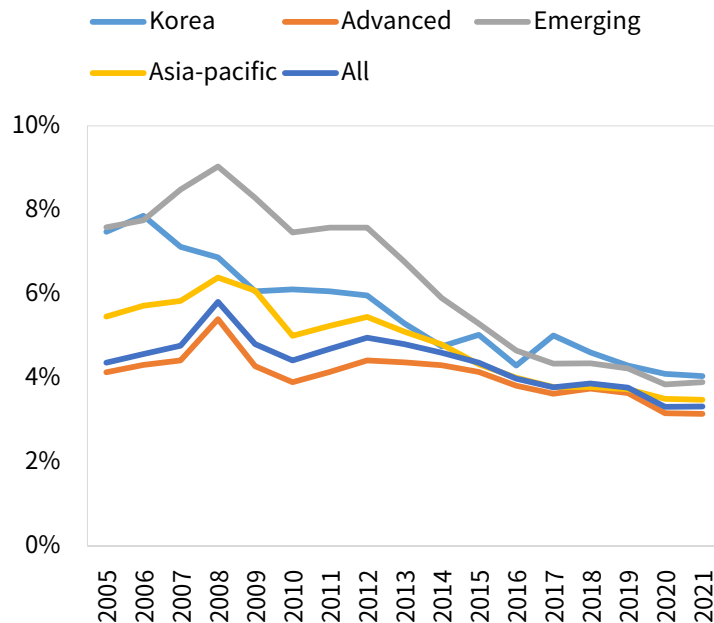
ROE(2), 2012-2021



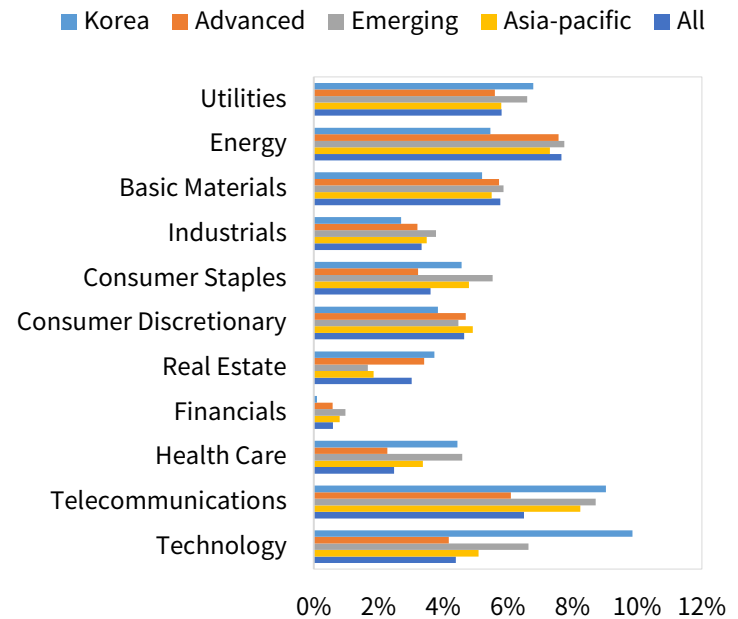
요인: 재무적 특성(2)

○ 성장성 – 자본적지출

자본적지출(1)



자본적지출(2), 2012-2021

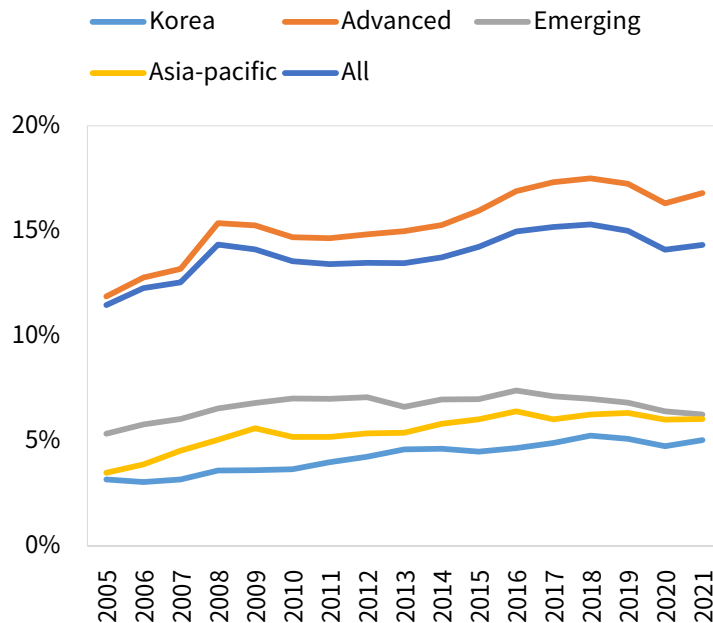


요인: 재무적 특성(3)

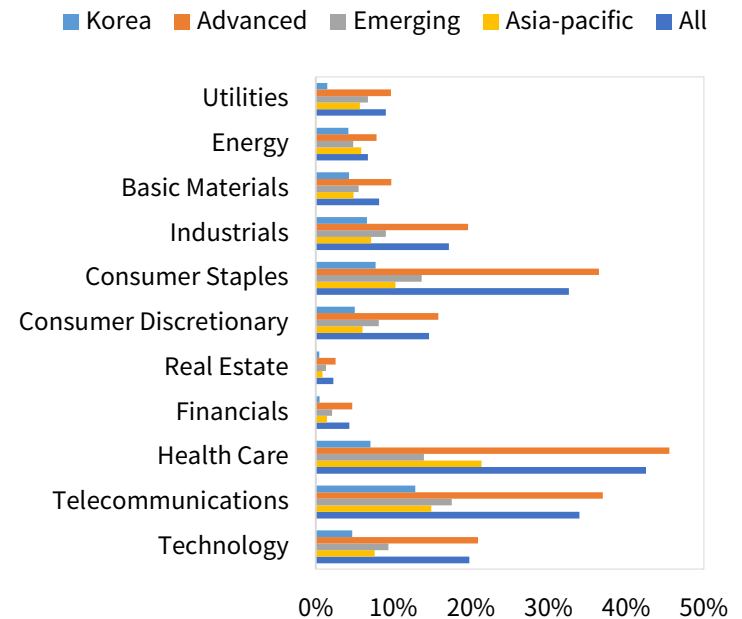
○ 성장성 – 무형자산비중

* 무형자산: 물리적 실체가 없는 비금전적 자산으로 (1)식별가능하고, (2)기업에 의해 통제되며, (3) 미래의 경제적 효익이 발생할 것으로 예상되는 자산

무형자산비중(1)



무형자산비중(2), 2012-2021

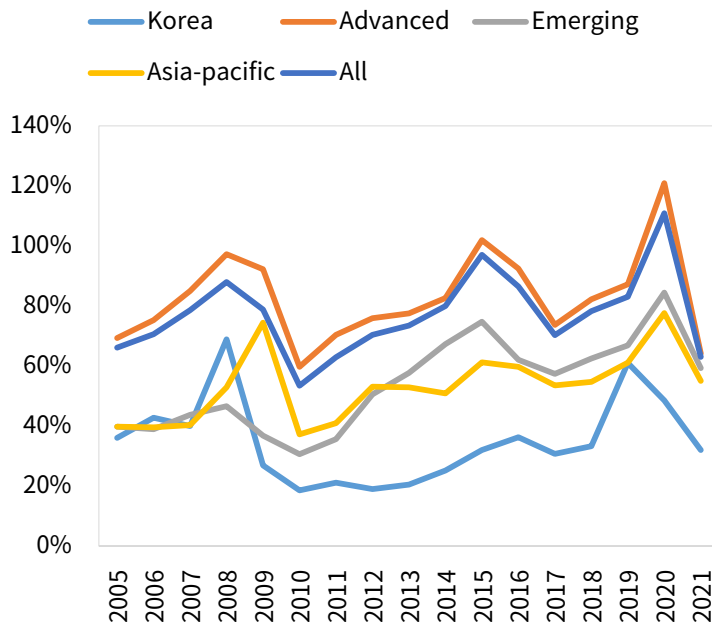


요인: 주주환원(1)

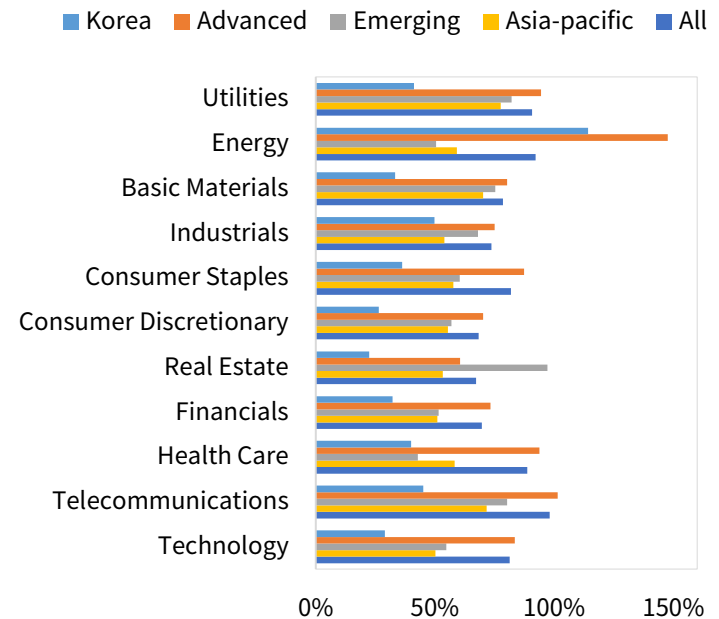
주주환원비율

현금배당 및 자사주매입 / 당기순이익

주주환원비율(1)

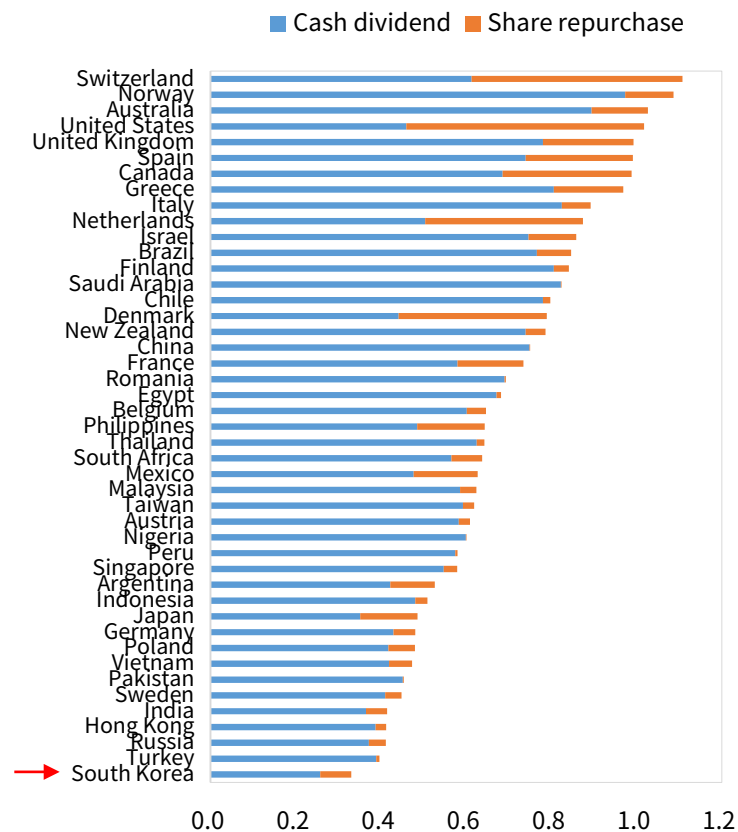


주주환원비율(2), 2012-2021

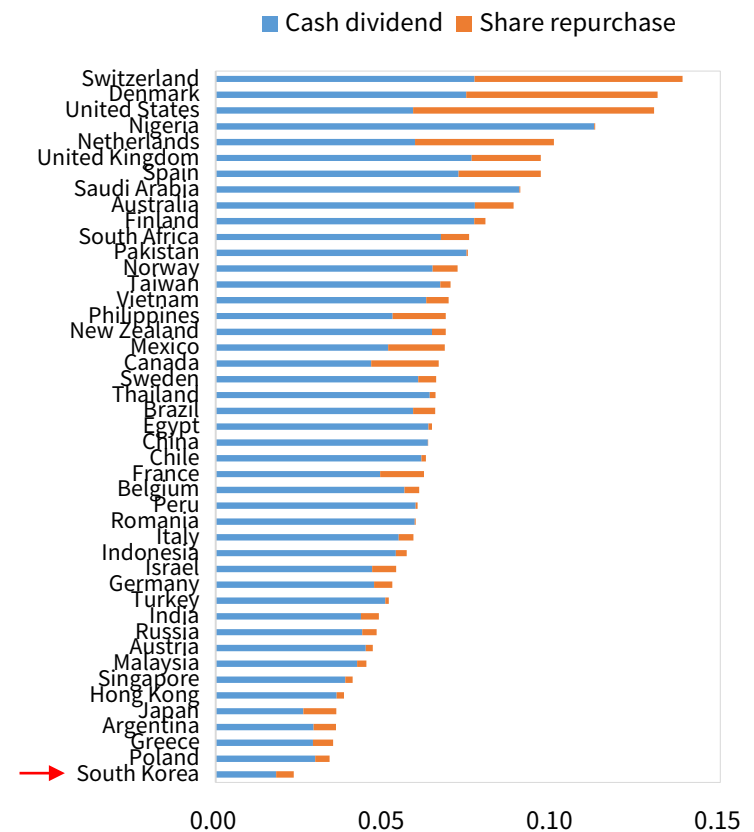


요인: 주주환원(2)

주주환원비율, 2012-2021

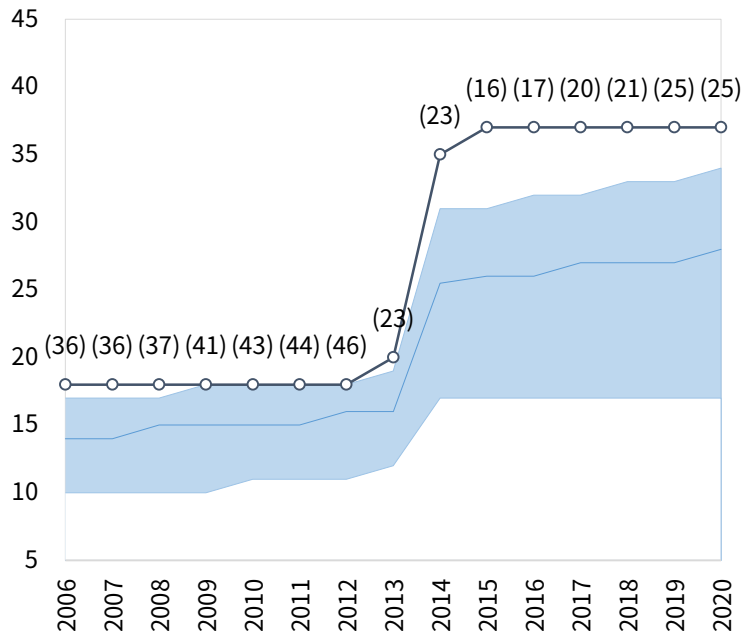


주주환원/총자본, 2012-2021



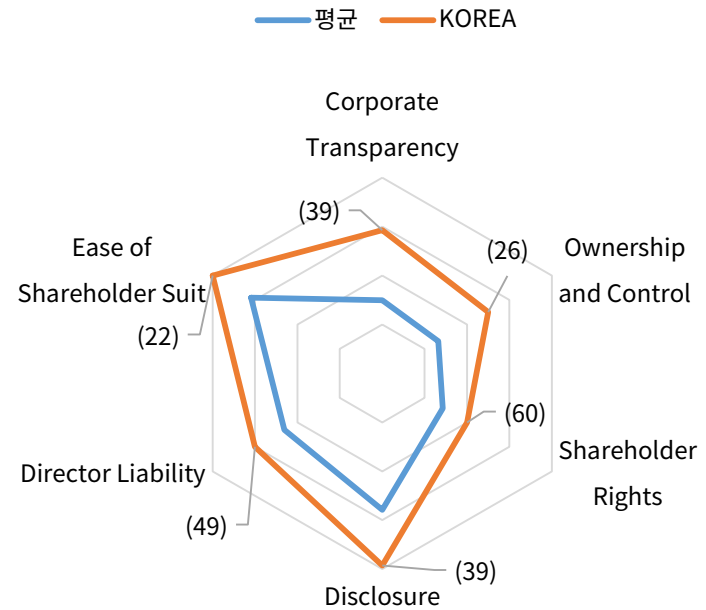
요인: 기업지배구조(1)

Minority Investor Protection



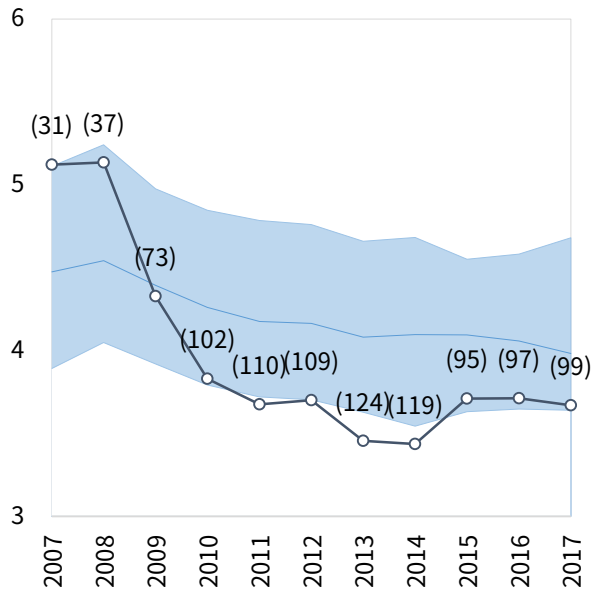
주: 190개국 대상, 괄호 안은 순위
 주: 법, 제도, 규정에 대한 조사를 바탕으로 측정
 자료: Doing Business (World Bank)

Minority Investor Protection
 – 6 sub-index, 2014-2020

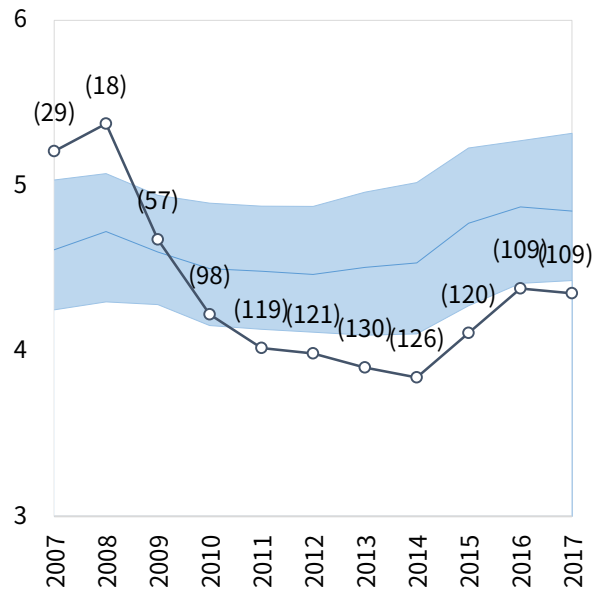


요인: 기업지배구조(2)

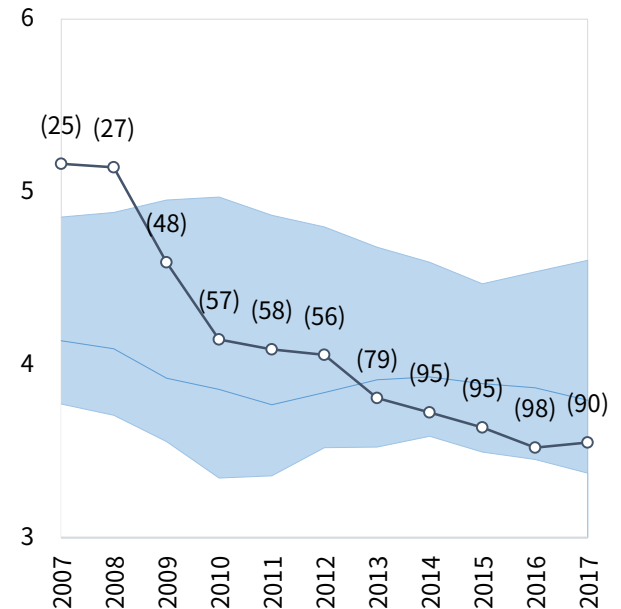
Protection of Minority Shareholders' Interests



Efficacy of Corporate Boards



Ethical Behavior of Firms



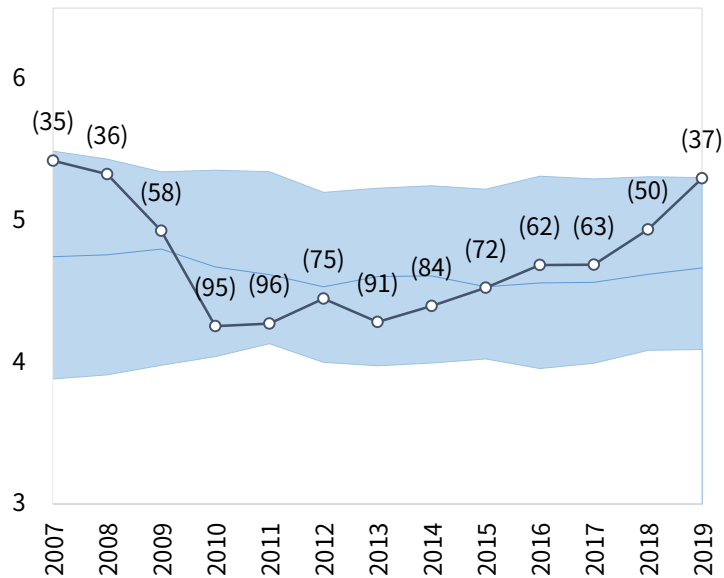
주: 139개국 대상, 괄호 안은 순위

주: 설문조사(Executive Opinion Survey)를 통해 측정

자료: Global Competitiveness Index (World Economic Forum)

요인: 회계투명성

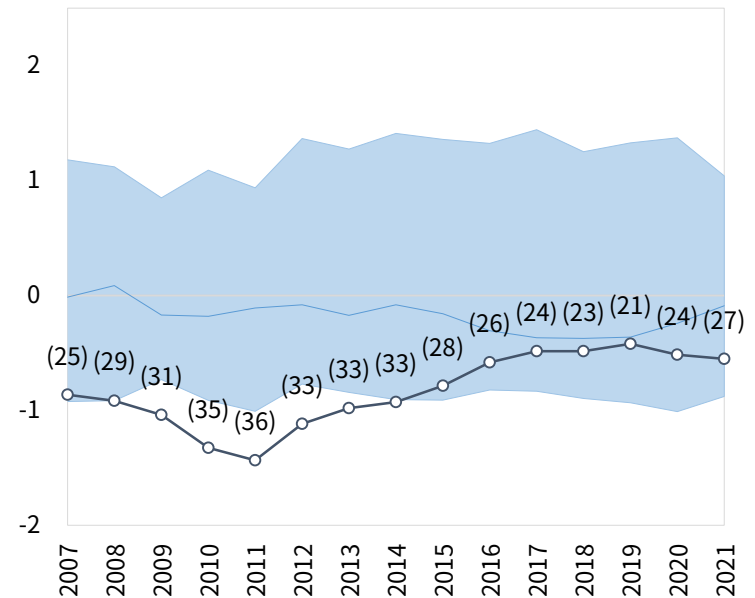
Strength of Auditing and Reporting Standard



주: 139개국 대상, 괄호 안은 순위

자료: Global Competitiveness Index (World Economic Forum)

Earnings Quality



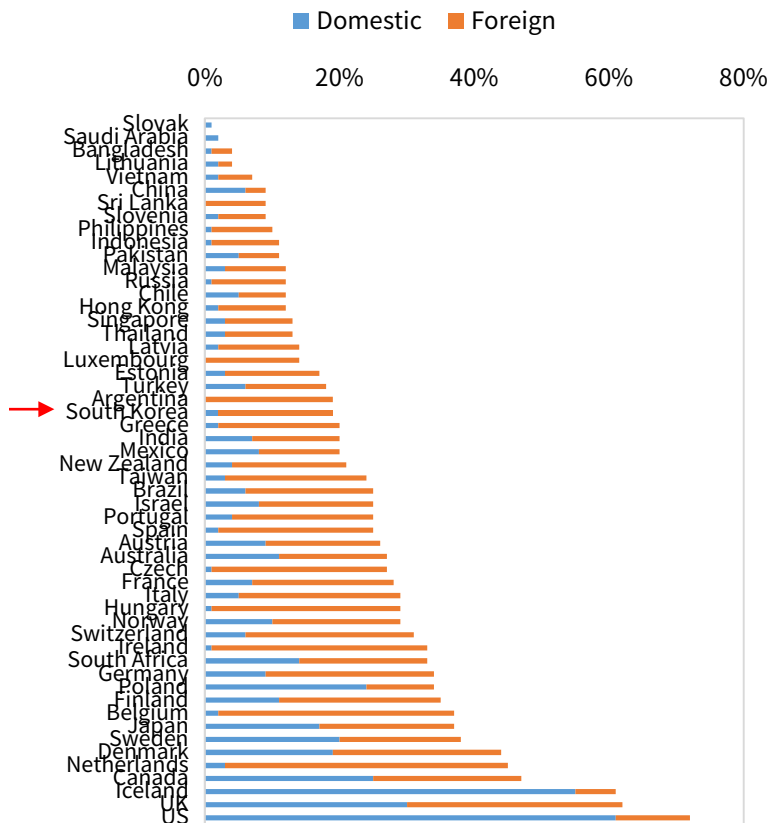
주: 40개국 대상, 괄호 안은 순위

주: 이익 평탄화, 현금흐름 충격 축소, 발생액 규모, 소규모 손실 회피 등 4개 특성을 계량적으로 평가하여 순위화

자료: 자본시장연구원

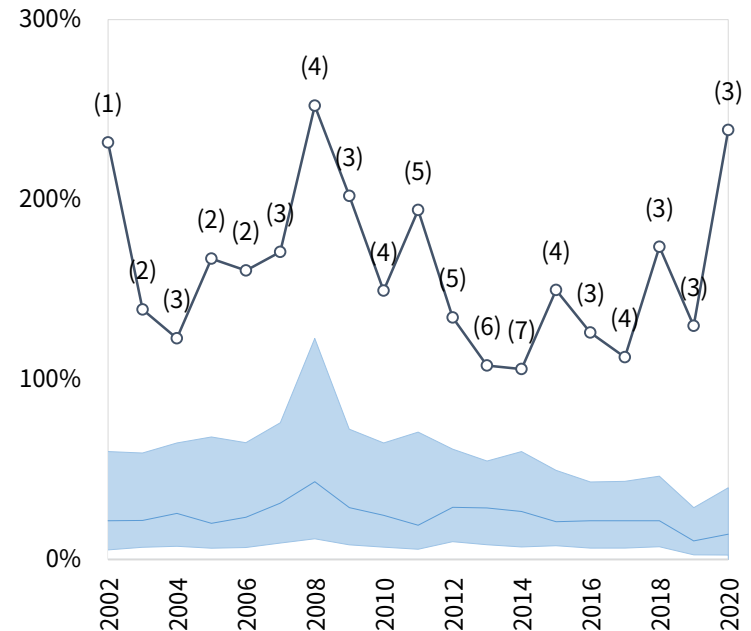
요인: 투자자특성

기관투자자 보유비중



주: 2017년말 기준
자료: OECD(2019)

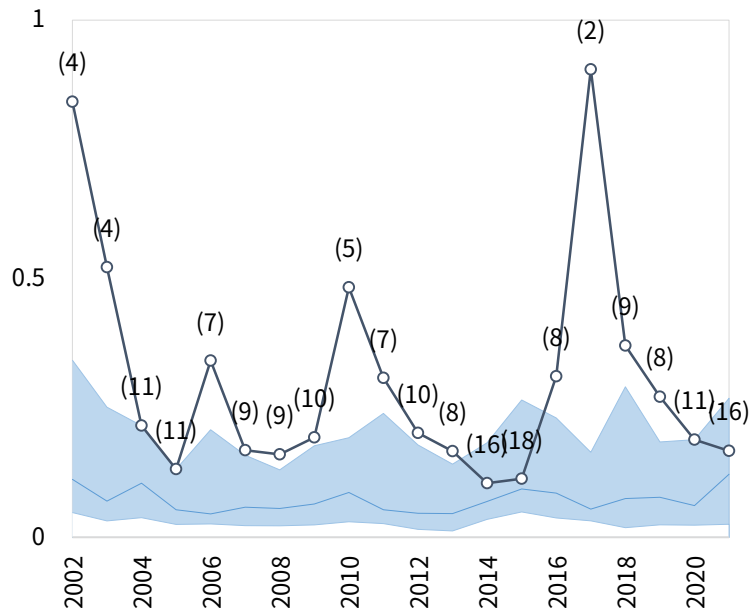
거래회전율



주: 67개국 대상, 괄호 안은 순위
자료: World Development Indicator (World Bank)

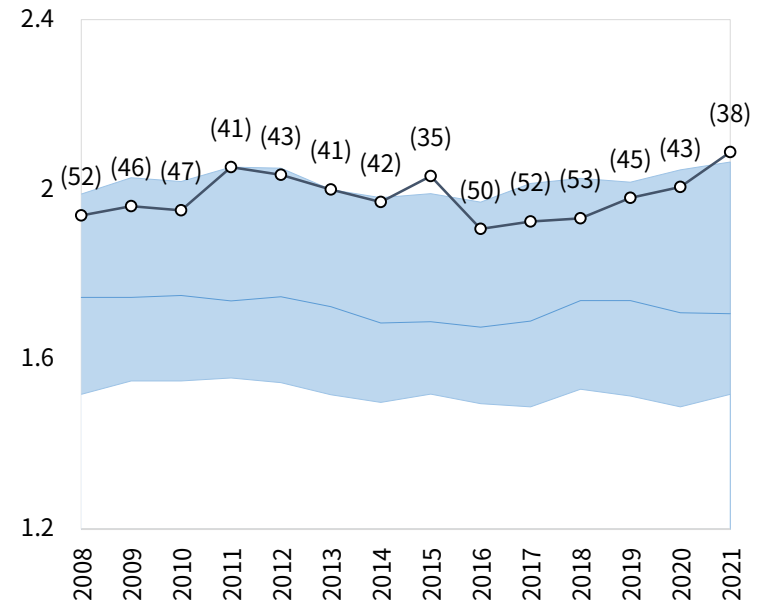
요인: 지정학적 위험

Geopolitical Risk Index



주: 43개국 대상, 괄호 안은 순위
자료: Caldara & Iacoviello (2022)

Militarisation & Ongoing Conflict

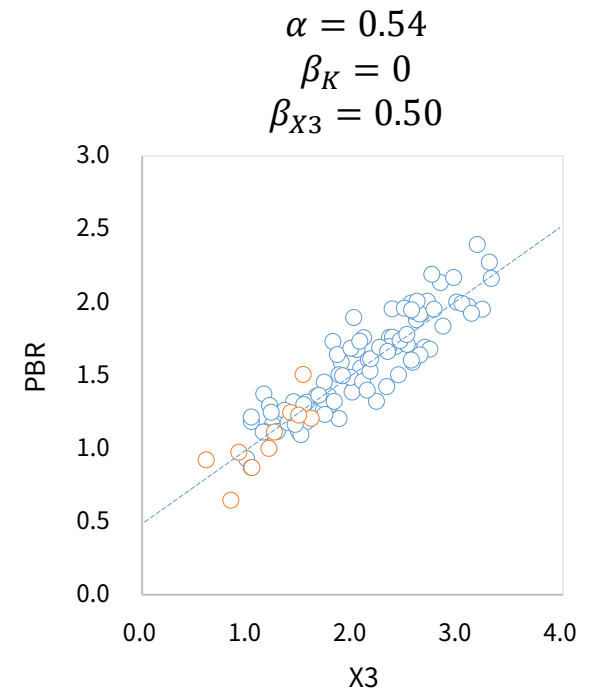
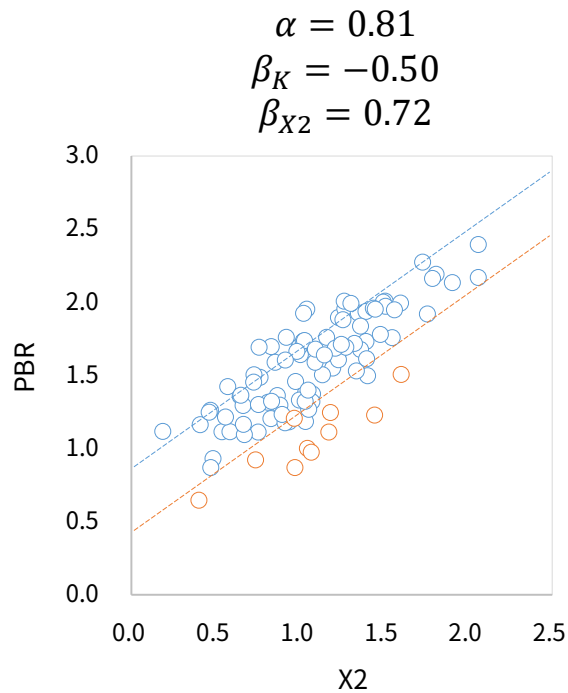
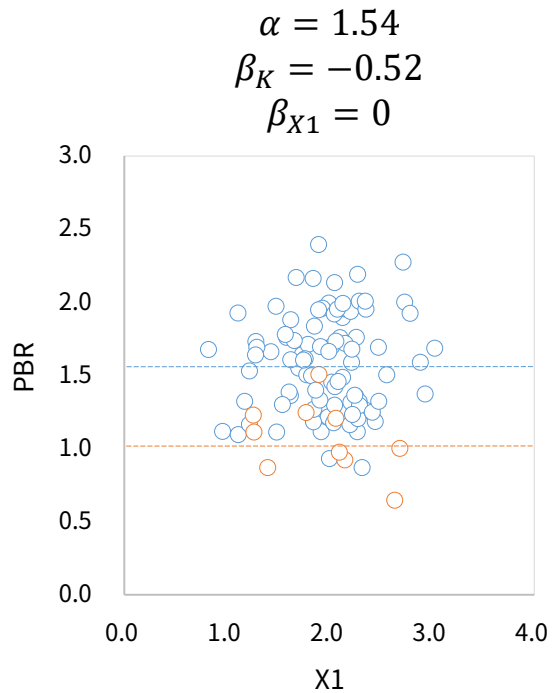


주: 162개국 대상, 괄호 안은 순위
자료: Global Peace Index (Institute for Economics & Peace)

분석방법

회귀분석

- 45개국 x 10년 관측치 기준 분석
- 기본모형: $PBR_{c,t} = \alpha + \beta_K d_KOREA_{c,t} + \beta_X X_{c,t} + \varepsilon_{c,t}$



결정요인분석(1)

○ 재무적 특성

	종속변수=PBR			
	2005년-2012년		2012년-2021년	
	(1)	(2)	(3)	(4)
한국더미(d_Korea)	-0.6053*** (0.1259)	-0.4012*** (0.1440)	-0.7540*** (0.0629)	-0.3374*** (0.0715)
ROE		7.3480*** (1.0044)		9.4035*** (1.3183)
자본적지출		7.5974*** (2.7318)		3.2304 (1.9978)
무형자산		0.7425 (0.6232)		2.3881*** (0.4509)
부채비율		1.8171** (0.7586)		1.5935*** (0.3996)
현금		3.2941** (1.4676)		1.2432 (0.8381)
변동성	-5.5672 (4.1492)	-4.0326 (3.6197)	-6.5147*** (2.1333)	-1.7034 (2.0477)
1인당GDP	-0.1468** (0.0679)	0.0015 (0.0466)	0.0357 (0.0427)	0.0507 (0.0316)
GDP성장률	0.0581*** (0.0179)	0.0256 (0.0157)	0.0530*** (0.0155)	0.0340** (0.0151)
상수	3.3810*** (0.9202)	-0.7939 (0.8292)	2.7661*** (0.5802)	-0.2511 (0.5209)
연도더미	Yes	Yes	Yes	Yes
N	307	307	450	450
Adjusted R-sq	0.2376	0.5105	0.0829	0.4735

결정요인분석(2)

기업지배구조

	종속변수=PBR					
	법, 제도 기반 척도			설문 기반 척도		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
요인변수	Shareholder Governance Index (A)	Conflict of Interest Regulation Index (B)	Strength of Minority Investor Protection Index (A)+(B)	Ethical Behavior of Firms	Efficacy of Corporate Boards	Protection of Minority Shareholders' Interests
한국 더미	-0.3379*** (0.0717)	-0.3537*** (0.0741)	-0.3444*** (0.0737)	0.0825 (0.0841)	-0.0143 (0.0923)	0.1135 (0.0854)
요인변수	-0.0016 (0.0114)	0.0161** (0.0066)	0.0106** (0.0051)	0.2970*** (0.0373)	0.3107*** (0.0622)	0.3456*** (0.0364)
ROE	9.4078*** (1.3192)	9.5517*** (1.3085)	9.4719*** (1.3125)	8.6865*** (1.2890)	8.8858*** (1.3216)	9.2290*** (1.2749)
자본적지출	3.2704 (2.0335)	3.7218* (2.0277)	3.2864 (2.0115)	7.2460*** (2.0105)	3.9942** (1.9428)	5.8156*** (1.9792)
무형자산	2.3844*** (0.4465)	2.6025*** (0.4764)	2.5532*** (0.4576)	2.8259*** (0.4821)	2.4038*** (0.4648)	2.6547*** (0.4637)
부채비율	1.6007*** (0.3986)	1.6297*** (0.3992)	1.5697*** (0.3941)	2.0038*** (0.3456)	1.7503*** (0.3604)	1.8375*** (0.3564)
변동성	-1.7022 (2.0529)	-1.0987 (2.0896)	-1.3142 (2.0526)	-0.3429 (2.0306)	-0.3163 (2.2347)	-0.5016 (2.0243)
현금	1.2449 (0.8405)	1.7012** (0.8343)	1.5329* (0.8272)	2.2067*** (0.7733)	2.1939** (0.8677)	1.4820* (0.7933)
1인당GDP	0.0514 (0.0326)	0.0343 (0.0334)	0.0357 (0.0336)	-0.1801*** (0.0469)	-0.0813* (0.0433)	-0.0964*** (0.0365)
GDP 성장률	0.0339** (0.0151)	0.0314** (0.0149)	0.0329** (0.0150)	0.0158 (0.0139)	0.0288** (0.0146)	0.0238* (0.0139)
상수	-1.2401** (0.5334)	-0.6337 (0.5317)	-0.5795 (0.5242)	-0.1638 (0.4878)	-1.0066* (0.5465)	-0.9454* (0.4825)
연도더미	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R-sq	0.4645	0.4732	0.4697	0.5255	0.5026	0.5320

결정요인분석(3)

○ 주주환원

	종속변수=PBR			
	(1)	(2)	(3)	(4)
요인변수	(현금배당+자사주매입)/자본	(현금배당+자사주매입)/당기순이익	현금배당/자본	현금배당/당기순이익
한국 더미	-0.0055 (0.0759)	-0.0521 (0.0823)	-0.0652 (0.0899)	-0.0742 (0.0867)
요인변수	10.4407*** (1.5016)	0.4737*** (0.0650)	8.5043*** (2.1312)	0.4643*** (0.0839)
ROE	5.8253*** (1.1327)	12.2584*** (1.3594)	7.4745*** (1.2274)	12.0012*** (1.4682)
자본적지출	3.7002** (1.8141)	2.7125 (1.7450)	3.9630** (1.8795)	2.9815* (1.7855)
무형자산	1.5788*** (0.3962)	2.0650*** (0.4208)	2.1367*** (0.4310)	2.2357*** (0.4451)
부채비율	1.6672*** (0.3769)	1.4471*** (0.3576)	1.7466*** (0.3913)	1.5704*** (0.3698)
변동성	-0.2627 (1.8640)	-1.8574 (2.0422)	-0.7441 (1.9081)	-1.8066 (2.0146)
현금	1.3607* (0.8141)	1.2985 (0.8222)	1.3430 (0.8337)	1.2555 (0.8256)
1인당GDP	0.0188 (0.0286)	0.0463 (0.0301)	0.0607* (0.0313)	0.0577* (0.0312)
GDP 성장률	0.0320** (0.0141)	0.0452*** (0.0148)	0.0306** (0.0145)	0.0410*** (0.0149)
상수	-0.5542 (0.4338)	-0.7913 (0.4867)	-0.9317* (0.4830)	-0.9050* (0.5073)
연도더미	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R-sq	0.5791	0.5262	0.5193	0.5047

결정요인분석(4)

회계투명성

	종속변수=PBR		
	(1)	(2)	(3)
요인변수	Auditing and Reporting Standards	Earnings Quality (순위)	Earnings Quality (PCA) (순위)
한국 더미	-0.1618** (0.0769)	-0.3467*** (0.0684)	-0.3718*** (0.0655)
요인변수	0.2751*** (0.0423)	-0.0133*** (0.0038)	-0.0082** (0.0037)
ROE	9.3275*** (1.2889)	7.2566*** (1.2268)	7.5798*** (1.2131)
자본적지출	4.8691** (1.9679)	-2.0014 (1.5251)	-1.6655 (1.5564)
무형자산	2.4806*** (0.4541)	1.6862*** (0.4687)	1.9219*** (0.4825)
부채비율	1.8414*** (0.3774)	1.4775*** (0.3523)	1.3894*** (0.3645)
변동성	-0.0279 (2.0705)	-1.0985 (2.2542)	-1.1746 (2.2515)
현금	1.6804** (0.8124)	2.4767*** (0.9270)	1.8067** (0.8684)
1인당GDP	-0.0774** (0.0392)	0.0248 (0.0328)	0.0417 (0.0340)
GDP 성장률	0.0277* (0.0145)	0.0470*** (0.0140)	0.0431*** (0.0139)
상수	-0.9604* (0.5013)	-0.2267 (0.5499)	-0.4264 (0.5544)
연도더미	Yes	Yes	Yes
Adjusted R-sq	0.5064	0.5022	0.4924

결정요인분석(5)

○ 투자자특성

	종속변수=PBR		
	(1)	(2)	(3)
요인변수	기관투자자 소유비중	국내 기관투자자 소유비중	거래회전율 (log)
한국 더미	-0.3922*** (0.0711)	-0.3394*** (0.0700)	-0.2803*** (0.0803)
요인변수	0.7388** (0.3128)	1.0927*** (0.2780)	0.0282 (0.0346)
ROE	6.9853*** (1.3068)	6.8724*** (1.2798)	7.3983*** (1.4889)
자본적지출	0.7608 (1.7828)	0.7853 (1.8074)	2.1505 (1.8667)
무형자산	2.4166*** (0.4630)	2.7415*** (0.4554)	3.0956*** (0.6395)
부채비율	-0.0698 (0.4332)	-0.0630 (0.4331)	1.7663*** (0.4445)
변동성	-2.3342 (2.2846)	-2.3185 (2.2550)	-0.5490 (2.3611)
현금	2.1842*** (0.8259)	2.4239*** (0.8099)	-0.2474 (1.0308)
1인당GDP	-0.0075 (0.0337)	-0.0079 (0.0316)	-0.0582* (0.0299)
GDP 성장률	0.0483*** (0.0153)	0.0424*** (0.0145)	0.0469*** (0.0152)
상수	1.4902*** (0.5756)	1.4812** (0.5832)	0.1693 (0.4788)
연도더미	Yes	Yes	Yes
Adjusted R-sq	0.4850	0.4963	0.4523

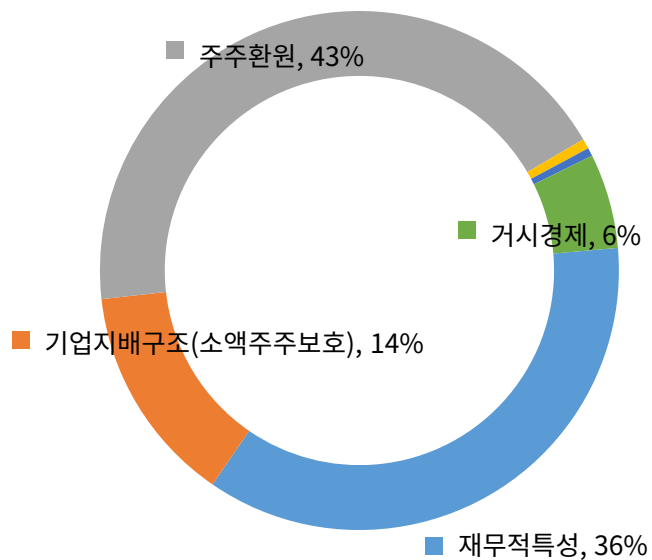
결정요인분석(6)

○ 지정학적 위험

	종속변수=PBR			
	(1)	(2)	(3)	
요인변수	Geopolitical Risk Index	Geopolitical Risk Index (순위)	Militarisation & Ongoing Conflict	Militarisation & Ongoing Conflict (순위)
한국 더미	-0.4354*** (0.0837)	-0.3870*** (0.0896)	-0.3584*** (0.0846)	-0.4017*** (0.0910)
요인변수	0.0706 (0.0963)	-0.0049 (0.0032)	0.0406 (0.0932)	0.0042 (0.0034)
ROE	7.5553*** (1.4917)	7.6540*** (1.4983)	9.3465*** (1.3762)	9.2250*** (1.3396)
자본적지출	1.9204 (2.0900)	2.1189 (2.1109)	3.2492 (1.9989)	3.1493 (1.9932)
무형자산	2.4313*** (0.5371)	2.4222*** (0.5383)	2.4095*** (0.4526)	2.4203*** (0.4368)
부채비율	0.5316 (0.4346)	0.7584* (0.4469)	1.4939*** (0.4489)	1.3461*** (0.4460)
변동성	-3.7969 (2.4247)	-3.7799 (2.4934)	-1.5908 (2.0692)	-1.6114 (2.0440)
현금	2.4706** (0.9895)	2.3227** (1.0140)	1.3796 (0.8986)	1.2403 (0.9303)
1인당GDP	0.0497 (0.0353)	0.0695* (0.0365)	0.0605* (0.0335)	0.0720** (0.0338)
GDP 성장률	0.0430*** (0.0155)	0.0469*** (0.0160)	0.0334** (0.0152)	0.0331** (0.0151)
상수	-0.3125 (0.5866)	-0.5579 (0.5872)	-0.3914 (0.5051)	-0.4039 (0.5115)
연도더미	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R-sq	0.4460	0.4472	0.4715	0.4741

결정요인분석(7)

요인별 설명력



요인별 상관계수

	(A)	(B)	(C)	(D)	(E)
소액주주보호(A)		0.2605	0.4097	0.3016	-0.0600
주주환원(B)	0.2605		0.4502	0.3390	0.4486
회계투명성(C)	0.4097	0.4502		0.3775	0.0420
기관투자자(D)	0.3016	0.3390	0.3775		0.0573
수익성(E)	-0.0600	0.4486	0.0420	0.0573	

결과 요약

- 한국 상장기업은 외국 상장기업에 비해 PBR이 현저히 낮음, “Korea Discount”
 - › 45개국 2012년-2021년 기준으로, 한국 상장기업의 PBR은 선진국의 52%, 신흥국의 58%, 아시아태평양 국가의 69% 수준에 불과
- Korea Discount의 영향 요인은 복합적
 - › 최저 수준의 주주환원율
 - › 낮은 수익성과 성장성
 - › 기업지배구조(소액주주보호) 취약성
 - › 이외에, 회계투명성 부족과 낮은 기관투자자 비중도 가치평가 영향요인
- 이러한 요인들은 Korea Discount가 최초로 언급된 시점부터 지적되어 온 요인, 모두가 알고 있고 많은 노력이 있었으나 여전히 해결되지 않은 문제