

회계투명성과 기업가치평가¹⁾*

선임연구위원 김준석

기업의 회계정보는 대표적인 정보비대칭 완화 수단이자 투자의사결정의 기본요소이다. 회계정보에 대한 불신이 존재할 경우 투자자는 회계적 지표를 보수적으로 평가하거나 추가적인 위험요인으로 간주하게 되며 기업가치를 낮게 평가하는 원인이 될 수 있다. 본고에서는 42개국 상장기업의 2007년~2016년 자료를 바탕으로 이익조정(earnings management) 수준과 기업가치평가의 관계를 분석하였다. 분석결과, 이익조정 수준이 높을수록 기업가치평가는 하락하며, 기업가치평가에 영향을 미치는 수익성, 성장성, 재무위험 등의 요인을 통제하더라도 그 관계는 통계적으로 유의하다. 한국 상장기업의 이익조정 수준은 최상위권, 기업가치평가 수준은 최하위권으로 나타나고 있다는 점에서 본고의 분석결과는 회계정보의 불투명성이 코리아 디스카운트의 한 원인일 가능성을 시사한다.

기업에 대한 정확하고, 충분하며, 시의적절한 회계정보는 대표적인 정보비대칭 완화수단이자 투자의사결정의 기본요소이다. 투자자는 회계정보로부터 기업의 수익성, 성장성, 안정성, 활동성에 대한 정보를 얻고, 이를 바탕으로 적절한 기업가치를 추정하여 투자의사결정에 활용한다. 회계정보에 대한 불신이 존재할 경우 투자자는 회계지표를 보수적으로 평가하거나 추가적인 위험요인으로 간주하게 되며, 결과적으로 기업가치를 낮게 평가하는 원인이 될 수 있다.

WEF(World Economic Forum)가 매년 발표하는 국가경쟁력 지수를 구성하는 회계감사 관련 하위 지표(strength of auditing and reporting standard)를 보면, 한국은 2017년 기준으로 137개국 중 63위에 불과하다. IMD(International Institute for Management Development)의 국가경쟁력 평가에도 회계감사 관련 하위 지표(auditing and accounting practices)가 포함되는데, 여기에서 한국은 2017년 기준 63개국 중 63위로 최하위를 기록하고 있다. 한국의 국가경쟁력 순위가 WEF 평가에서는 26위, IMD 평가에서는 29위임을 감안하면 한국의 회계감사의 기준과 관행이 상대적으로 낙후되어 있음을 알 수 있다. 최근 몇 년간 대우조선해양, 대우건설, STX조선해양, 현대건설, 효성 등과 같은 대형 상장기업이 회계부정에 연루된 바 있다는 사실에서, 한국에 대한 WEF나 IMD의 평가가 지나친 것으로 보이지 않는다.

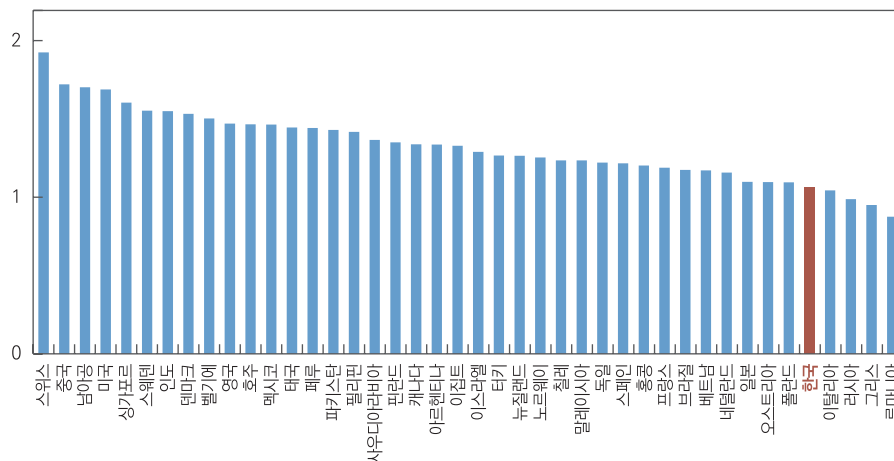
* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) 본고는 2017년 9월 20일 개최된 자본시장연구원의 개원 20주년 기념 컨퍼런스, '한국경제 재도약을 위한 자본시장의 역할'에서 발표된 내용을 바탕으로 한다.

본고에서는 한국의 회계정보의 질적 수준이 한국 상장기업의 가치평가와 어떠한 관련성이 있는지 분석해보고자 한다. 소위 ‘코리아 디스카운트(Korea discount)’ 현상을 설명하기 위한 시도의 연장선에서, 취약한 기업지배구조, 단기 투자성향 등 지금까지 지적되어 온 요인 이외에 회계정보의 질적 수준이 코리아 디스카운트를 유발하는 추가적인 원인일 가능성을 제시하고자 한다.

먼저 국가별 상장기업 가치평가지표를 비교해 보자. 가치평가지표는 Tobin’s Q를 이용하며²⁾, 42개국 전체 비금융 상장기업의 2007년~2016년 Tobin’s Q를 국가별로 가중평균하여 계산한다. <그림 1>에 따르면, 한국의 Tobin’s Q는 1.06으로 42개국 중 38위에 해당한다. 잘 알려진 바와 같이 한국 주식시장이 상대적으로 낮게 평가되고 있음을 확인할 수 있다. Tobin’s Q의 42개국 평균은 1.33(중간값은 1.32)으로 나타나며, 스위스, 중국, 남아공 등이 1.70 이상으로 상위권을, 러시아, 그리스, 루마니아 등이 1.00 이하로 하위권을 형성하고 있다.

<그림 1> 국가별 Tobin’s Q 순위



자료: Datastream, 저자계산

다음으로 회계정보 질적 수준의 국가별 차이를 평가해 보자. 회계정보의 질적 수준을 측정하는 지표로는 이익조정(earnings management)을 이용한다. 이익조정은 경영자가 사적인 목적으로 회계처리와 보고과정에 개입하여 기업의 재무정보(보고이익)를 변경하는 것으로, 회계정보의 품질 내지는 투명성을 평가하는 대표적인 척도 중 하나이다. 이익조정을 측정하는 다양한 방법론이 제시되어 있는데, 42개국의 방대한 자료를 이용하고 있으므로 정교한 측정방법을 적용하는 대신 측정에 필요한 변수가 적고 직관적인 네 가지 지표를 함께 활용하도록 한다.

2) Tobin’s Q는 자산의 시장가치를 자산의 대체원가(replacement cost)로 나눈 값으로, 이 값이 1보다 클수록 경영능력이 우수하고 투자기회가 풍부한 것으로 평가한다. Tobin’s Q의 측정에 있어, 부채의 시장가치와 자산의 대체원가는 평가가 어려우므로 통상 장부가치로 대체한다. 가치평가지표로 Tobin’s Q 대신 시장가-장부가 비율(market-to-book ratio)을 이용하더라도 이하의 모든 분석결과는 질적으로 동일하다는 점을 밝혀둔다.

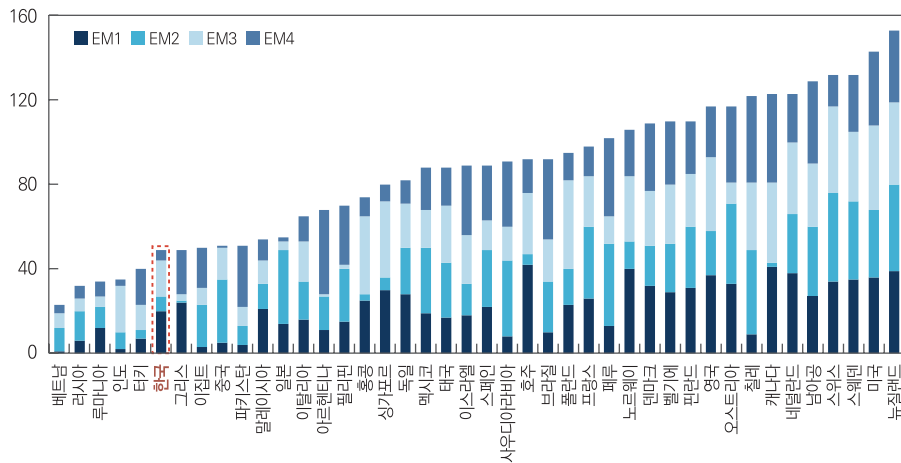
첫 번째 지표는 영업현금흐름 변동성 대비 당기순이익의 변동성이다(EM1). 이 값이 작을수록 당기 순이익은 안정적인 추세를 유지하도록 조정(smoothing)된 것으로 간주한다. 두 번째 지표는 발생액(accrual) 변화량과 영업현금흐름 변화량의 상관관계수(correlation)이다(EM2). 발생액은 당기순이익에서 영업현금흐름을 차감한 값으로, 당기 영업현금흐름과는 관련이 없으나 당기순이익에는 영향을 주는 요소들을 포함한다. 당기 매출액을 증가시키지만 당기 현금유입이 발생하지 않는 매출채권, 당기 영업비용을 증가시키지만 당기 현금유출이 발생하지 않는 감가상각비 등이 여기에 해당한다.³⁾ 발생액 변화량과 영업현금흐름 변화량 사이에 음(-)의 상관관계가 있을 경우, 영업현금흐름의 변화를 상쇄하는 방향으로 발생액이 변동하여 당기순이익이 상대적으로 안정된 추세를 갖도록 조정되는 것으로 평가한다. 세 번째 지표는 영업현금흐름 절대값 대비 발생액의 절대값이다(EM3). 이 값이 클수록 당기순이익과 영업현금흐름의 격차가 크고, 발생액을 통해 당기순이익이 큰 폭으로 조정된 것으로 본다. 네 번째 지표는 소규모 손실의 초과(abnormal)빈도와 소규모 이익의 초과빈도의 차이이다(EM4). 기업이 소규모 손실을 회피하기 위해 이익을 조정할 경우 소규모 손실의 실현빈도는 기대(expected)빈도에 비해 작아지고 소규모 이익의 실현빈도는 기대빈도에 비해 높아질 것으로 예상할 수 있다. 총자산이익률(ROA)이 -1% 이상 0% 미만인 경우를 소규모 손실로, 0% 이상 1% 이하인 경우를 소규모 이익으로 정의하며, 기대빈도는 Burgstahler and Dichev(1997)의 방법에 따라 계산한다.⁴⁾

42개국 상장기업의 2007년~2016년 자료를 토대로 네 가지 지표를 국가별로 측정하고, 각 지표의 순위를 합산한 결과가 <그림 2>에 제시되어 있다. 한국은 세부 지표 순위의 합이 49로, 42개국 중 여섯 번째로 이익조정 정도가 높은 국가로 분석된다. 세부 지표별로는 EM1(당기순이익의 변동성)이 20위, EM2(발생액과 영업현금흐름의 변화량 상관관계수)가 7위, EM3(발생액의 절대규모)가 17위, EM4(소규모 손실·이익의 초과빈도)가 5위로 나타난다. 한국에 대한 정량적 평가결과와 WEF나 IMD의 설문조사 기반 평가결과가 크게 다르지 않음을 확인할 수 있다. 한편, 합산 순위가 한국과 유사한 국가들은 대개 신흥국이며, 일본, 홍콩, 싱가포르를 비롯한 대부분의 아시아 국가들은 이익조정 정도가 상대적으로 높은 것으로 나타난다. 반면 북미와 유럽의 주요 선진국들이 낮은 순위를 형성하고 있으며, 뉴질랜드, 미국, 스웨덴, 스위스 등의 이익조정 수준이 가장 낮은 것으로 분석된다.

3) 이외에 재고자산, 선급금, 선급비용, 미수수익, 매입채무, 선수금, 미지급비용 등이 해당된다.

4) Burgstahler, D. and Dichev, I., 1997, Earnings management to avoid earnings decreases and losses, Journal of Accounting and Economics 24, 99-126.

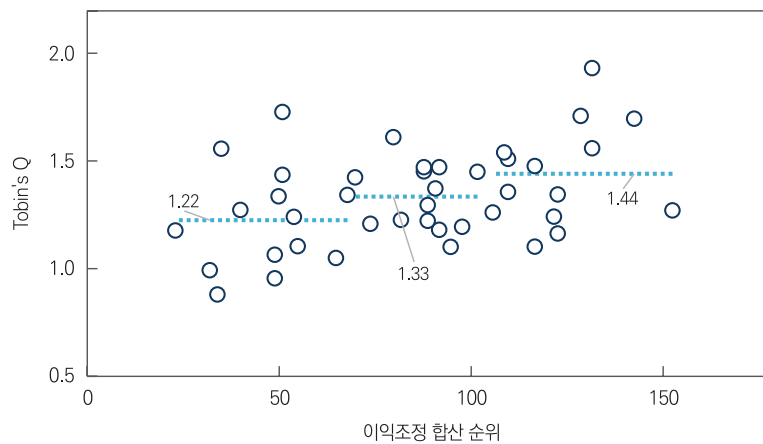
〈그림 2〉 국가별 이익조정 순위



자료: Datastream, 저자계산

〈그림 3〉은 42개국의 이익조정 합산 순위와 Tobin's Q의 분포를 보여준다. 합산 순위값이 작을수록, 즉 이익조정 정도가 높은 국가일수록 Tobin's Q가 낮은 것을 볼 수 있다. 합산 순위값 기준으로 저, 중, 고 1/3에 속하는 국가의 평균 Tobin's Q는 각각 1.22, 1.33, 1.44로 상당한 격차가 존재한다.

〈그림 3〉 이익조정 수준과 Tobin's Q의 분포



가치평가지표인 Tobin's Q는 속성상 기업의 수익성, 성장성, 재무위험 등 다양한 특성과 관련이 있다. 〈그림 3〉에 나타난 이익조정과 Tobin's Q의 상관관계는 이익조정 수준 이외의 요인에 의한 결과일 수 있으므로, 이들의 영향을 통제할 필요가 있다. 이를 고려하여 Tobin's Q를 종속변수로, 이익조정 합산 순위값과 각국 상장기업의 수익성, 성장성, 재무위험과 관련된 변수들을 독립변수로 이용한 회귀분석을 시행하였다.⁵⁾ 추정결과, 이익조정 합산 순위값은 다른 영향요인을 통제한 이후에도

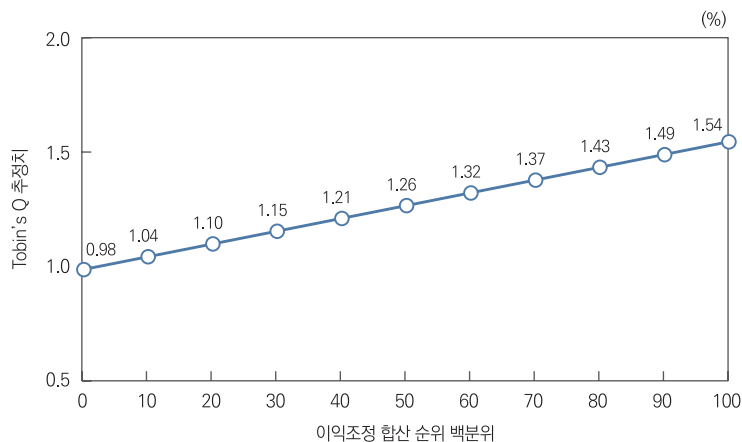
5) 이익조정 합산 순위값 외에, 총자산이익률, 현금보유규모, 매출액성장률, 자본적지출규모, 부채비율, 수익률변동성을 독립변수로 포함하였다.

Tobin's Q와 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 갖는 것으로 파악된다.⁶⁾

〈그림 4〉는 추정된 회귀식을 토대로, 이익조정 합산 순위값의 백분위에 따른 추정 Tobin's Q를 보여 준다. 여기서 이익조정 합산 순위값을 제외한 모든 독립변수는 한국 상장기업의 값을 갖는 것으로 가정 한다. 이익조정 합산 순위값 백분위가 0%, 즉 이익조정 정도가 가장 높은 경우 추정 Tobin's Q는 0.98 인데 비해, 합산 순위값 백분위가 100%인 경우 추정 Tobin's Q는 1.54에 이른다. 이익조정 합산 순위 값 백분위가 10% 변동할 때마다 Tobin's Q는 0.056씩 변동하는 결과다. 한국 상장기업의 이익조정 합 산 순위는 상위 12%에 해당하는데, 다른 조건이 동일한 상황에서 이익조정 합산 순위가 평균적인 수준 으로 하락한다면 Tobin's Q는 1.0~1.1 수준에서 1.2~1.3 수준으로 상승하는 것으로 추정할 수 있다.

추가적인 분석에서 관찰된 흥미로운 결과는 상장기업 수익성이 Tobin's Q에 미치는 영향이 이익 조정 수준에 따라 다르다는 점이다. 수익성이 높을수록 Tobin's Q가 유의하게 증가하는데, 그 영향은 이익조정 수준이 낮을수록 크다. 즉, 수익성 지표가 신뢰성을 가질 때 수익성 증가가 기업가치평가의 상승으로 이어질 가능성이 높다는 것이다.

〈그림 4〉 이익조정 수준에 따른 추정 Tobin's Q



42개국 상장기업 자료를 이용한 분석을 통해, 한국 주식시장은 이익조정 수준이 높고 이것이 낮은 상장기업 가치평가와 밀접한 관련이 있다는 점을 확인하였다. 기존 국내외 학술연구에 따르면, 기업지 배구조가 취약할수록 그리고 기관투자자 비중이 낮을수록 이익조정이 빈번한 것으로 나타나는데, 이 들 요인은 코리아 디스카운트의 원인으로 지목되는 사안이기도 하다. 결과적으로 본고의 분석은, 충분한 감시와 견제를 받지 않는 경영자의 사적이익 추구행위가 그 자체로 주주가치를 침해하기도 하지만 회계정보의 투명성·신뢰성 저하라는 경로를 통해서도 기업가치의 하락을 가져올 수 있다는 사실을 보 여주고 있다.

6) 이익조정 합산 순위값의 계수는 0.0043이며, t통계량은 4.33으로 1% 수준에서 통계적으로 유의하다.

현재 한국의 회계감사 기준은 국제정합성을 갖추고 있고, 이익조정은 이익조작(earnings manipulation)과 달리 재량권 안에서 이루어지는 사안이라는 점에서, 한국 상장기업의 이익조정에는 관행과 인식의 문제가 크게 작용하는 것으로 보인다. 지난 9월, 외부감사의 대상을 확대하고, 회계부정과 부실감사에 대한 처벌을 강화하며, 상장기업 외부감사인을 금융당국이 지정하도록 하는 외부감사법 개정안이 통과되었다. 아울러 핵심감사제, 표준감사시간제, 회계담당자 실명제 등 추가적인 제도의 도입도 추진되고 있다. 이러한 제도적 노력이 결실을 맺기 위해서는 회계정보를 투자자에게 투명하게 제공하고자 하는 기업의 의지와, 정확하고 충분한 회계정보를 요구하고 활용하려는 투자자의 노력이 전제되어야 한다. 근본적으로 회계투명성 제고의 열쇠는 회계정보의 생산주체인 기업이 쥐고 있다. 본고의 분석결과가 시사하는 바와 같이, 회계투명성 제고는 비용의 관점이 아니라 기업가치평가를 끌어올리는 투자의 관점에서 접근하는 것이 바람직하다.