

코리아 디스카운트의 구조적 요인 : 주식시장 할인율 국제 비교

KDA-KCMI 공동 정책심포지엄 (2025.11.21.)

자본시장연구원

연구위원 김민기, 이상호

1

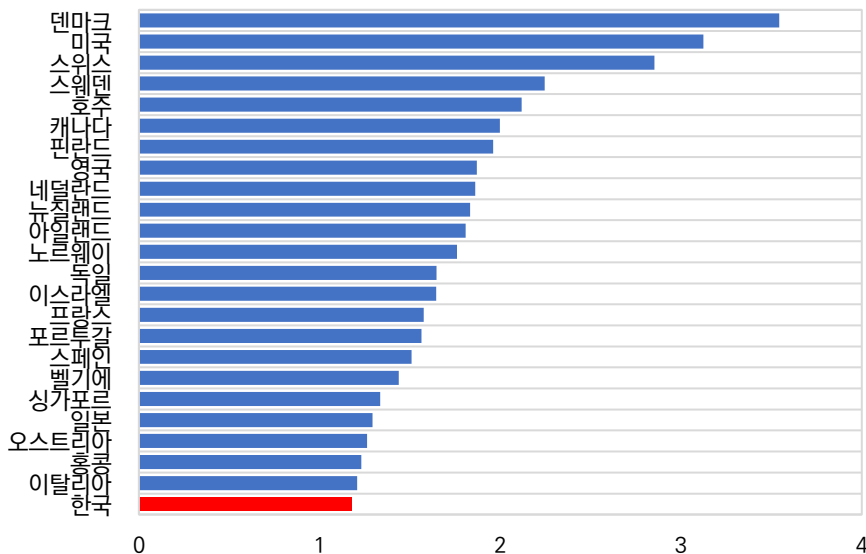
분석 배경

한국 주식시장: 저평가 이후 구조적 개선 가능성?

❖ 한국 증시는 그간 만성적 저평가(저 PBR)와 함께 오랜 기간 부진을 지속

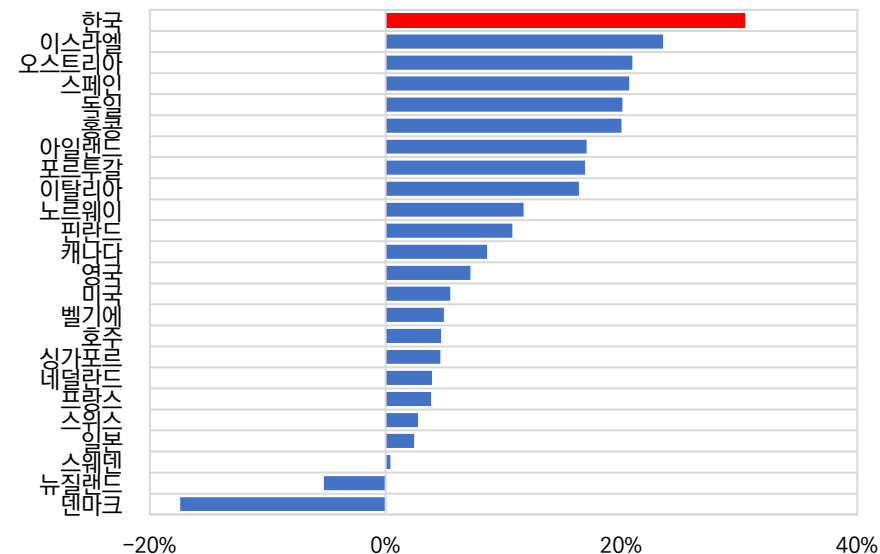
- 기업의 기초체력 저하, 비효율적 자본 배치, 인색한 주주환원 등 복합적 요인에서 비롯된 결과
- 신정보 출범 이후 제도 개편에 대한 조짐이 보이면서 시장 기대감이 크게 상승

국가별 과거 PBR 평균 비교



주: 국가별 주요 주가지수의 2006~2024년 평균 기준

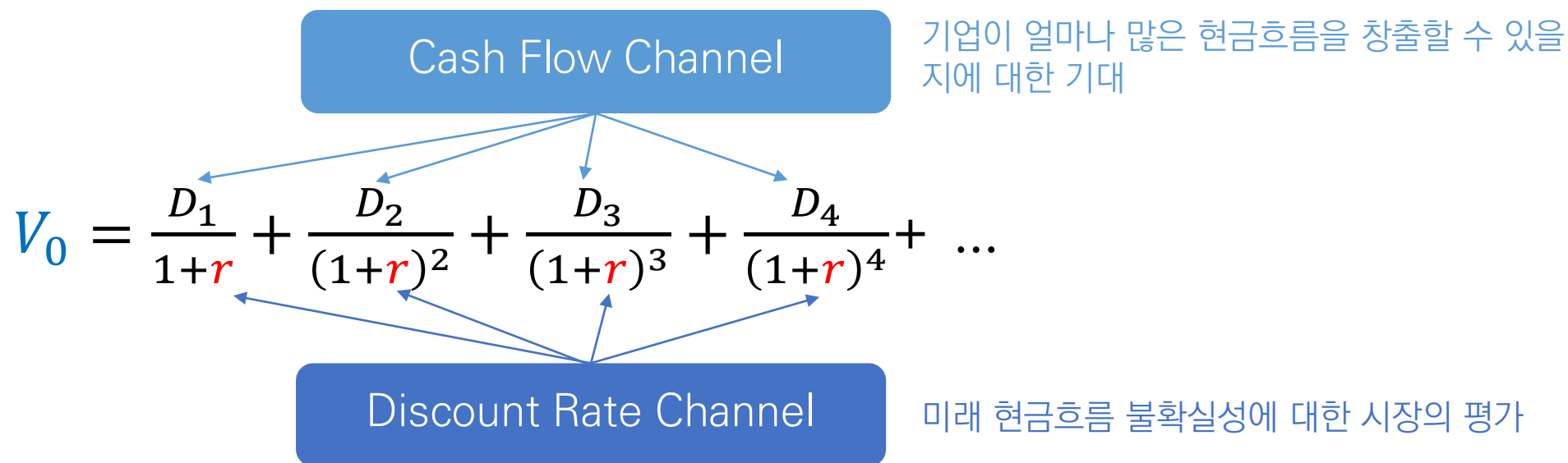
최근 주식시장 누적수익률 비교



주: 국가별 주요 주가지수의 2025년 1~6월 누적 수익률 기준

기업가치는 현금흐름 창출력에 대한 시장의 기대가 투영된 결과물

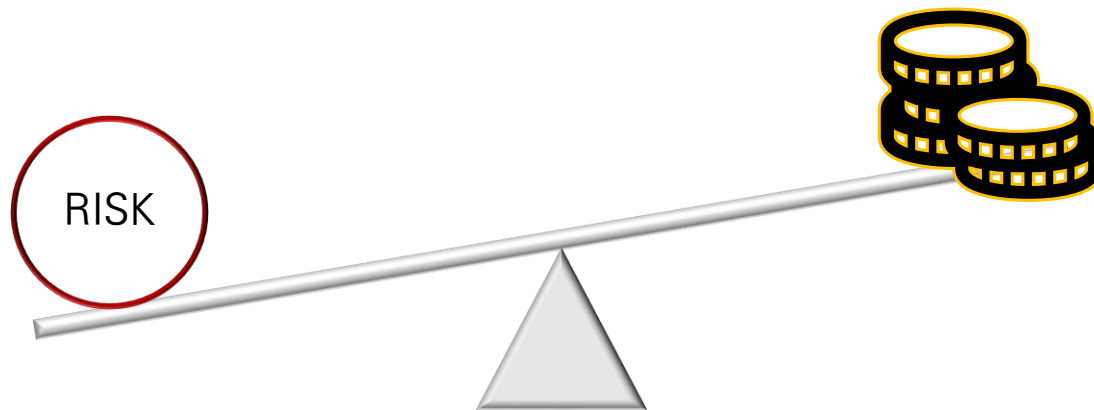
❖ 기업의 주가(V_0 : 기업가치)는 기업이 창출할 미래 현금흐름(D_t)을 현재가치로 환산한(r) 결과



- ❖ 동일한 현금흐름이 기대되더라도, 시장이 이를 얼마나 '위험하게' 인식 하는 지에 따라 주가는 변동
- V_0 를 비교하는 것도 중요, 그러나 r 을 비교하는 것도 주식시장의 평가 수준을 이해하는 데 중요한 척도
 - 한국 증시의 저평가를 분석한 기존 연구에서는 기업가치 또는 모형의 분자요인(미래 현금흐름 창출력)에 집중

할인율의 개념: “할인율 = 요구수익률 = 자기자본 조달 비용”

- ❖ 할인율: 미래에 창출될 가치를 현재의 기준으로 평가할 때 사용하는 기준
 - 투자자 관점에서는 요구수익률(required rate of returns)
 - 기업 관점에서 시장에서 자본을 조달할 때 감수해야 하는 최소한의 자기자본 조달 비용(cost of equity)
 - 할인율 = 요구수익률 = 자본비용 (투자자가 기대하는 보상의 크기)
 - 불확실한 현금흐름에 대한 평가: 할인율(요구수익률, 자본비용) = 무위험 이자율 + 위험 프리미엄(risk premium)



분석 목적

- ❖ 기업가치 평가의 핵심 구성요소 중 하나인 할인율(discount rate)에 주목
 - 주식시장을 대표하는 주가지수 수준(index-level)에서 할인율을 추정하여 국제 비교
- ❖ 할인율을 통해 국가별 주식시장의 구조적인 차이와 한국 시장의 상대적 위치를 파악
 - 할인율에 영향을 미치는 요인을 탐색하여, ‘코리아 프리미엄 과제’에 대한 시사점 도출

2

주식시장 할인율 국제 비교

주식시장 할인율 추정 방법

❖ 잔여이익 할인 모형(discounted residual income model) 기반의 내재적 자본비용 추정 모형 사용

— 주식시장 할인율 추정 방정식

- 현재 PBR, 예상 수익성(ROE_1), 장기 성장률(g)을 토대로 할인율(r)을 역산

$$\frac{P_0}{B_0} = \frac{ROE_1 - g}{r - g}$$

- 미래 현금흐름 창출력(분자 요인)이 저하 → PBR 감소
- 주식시장 할인율(r)이 증가(현금흐름 불확실성/리스크 증가) → PBR 감소

주식시장 할인율 추정 방법

❖ 잔여이익 할인 모형(discounted residual income model) 기반의 내재적 자본비용 추정 모형 사용

— 주식시장 할인율 추정 방정식

- 현재 PBR, 예상 수익성(ROE_1), 장기 성장률(g)을 토대로 할인율(r)을 역산

$$\frac{P_0}{B_0} = \frac{ROE_1 - g}{r - g}$$

시장에서 관측

시장 전망치 사용

The diagram illustrates the equation $\frac{P_0}{B_0} = \frac{ROE_1 - g}{r - g}$. A blue arrow points from the left side of the equation ($\frac{P_0}{B_0}$) to the text '시장에서 관측' (Observed in the market). Three yellow arrows point from the right side of the equation (ROE_1 , g , and r) to the text '시장 전망치 사용' (Use market forecast).

- 국가별 대표 주가지수 단위의 데이터(이익 전망치, PBR), 국가별 성장률 전망치 데이터 취합

국가별 대표 주가지수를 대상으로 주식시장 할인율을 추정

❖ 분석 자료

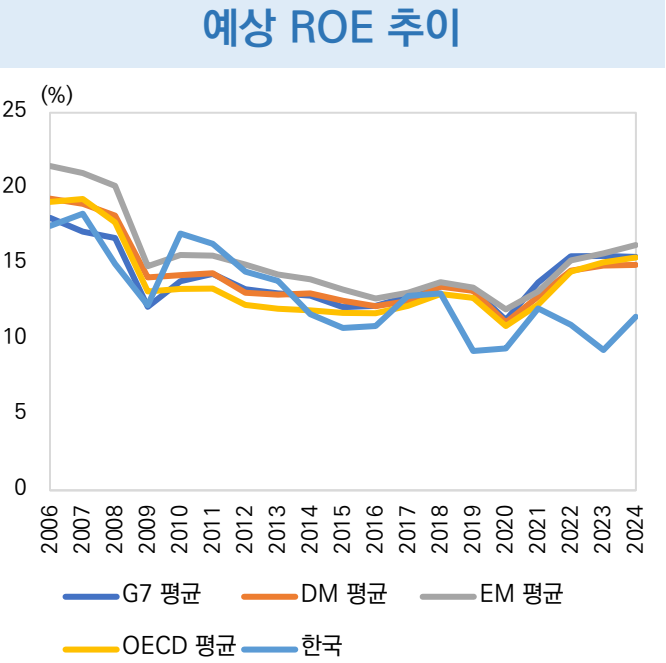
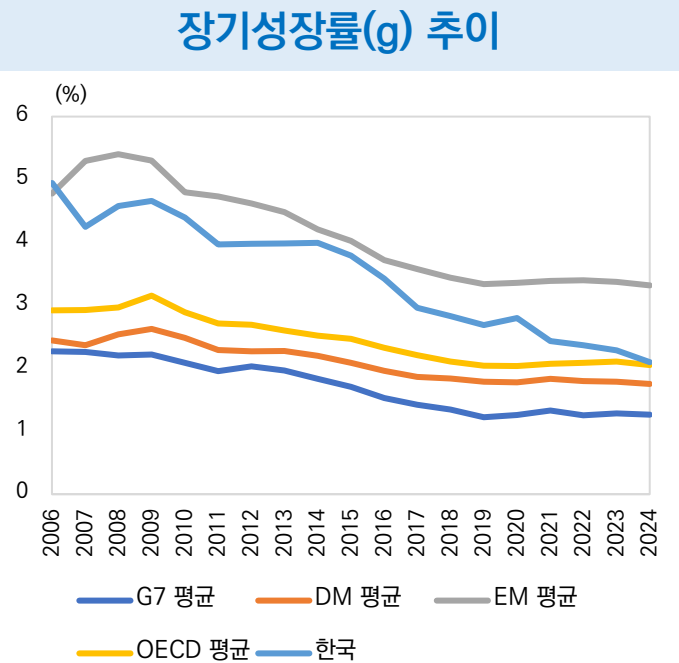
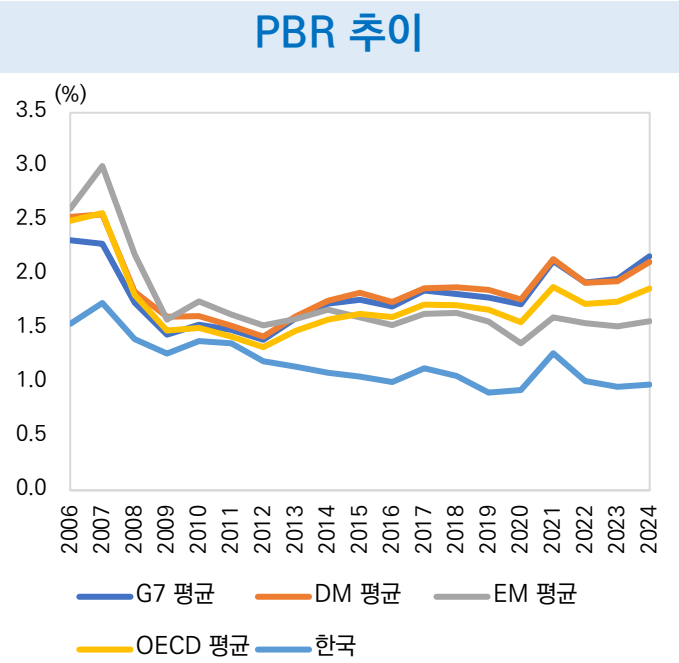
- 국가별 대표 주가지수의 할인율 산출: 추정 오차 최소화 + 국가별 비교가능성 제고 + 실현 수익률과 비교 가능
 - 예상 수익성(ROE_1): Bloomberg에서 제공하는 다음 회계연도에 대한 지수 수준의 EPS 전망치
 - 장기성장률(g): IMF가 전망 데이터(WEO)상 국가별 5년 후 실질 GDP 성장률에 대한 전망치
- 주가지수별로 매월 계산하여, 국가-연도별 평균 할인율 산출
- 주요 59개국 국가-연도 패널자료 구축 (분석기간: 2006~2024년)

분석 대상 국가 (59개국)	
선진국 (23개국)	신흥국 (36개국)
미국*, 독일*, 영국*, 이탈리아*, 일본*, 캐나다*, 프랑스*, 네덜란드, 노르웨이, 뉴질랜드, 덴마크, 벨기에, 스웨덴, 스위스, 스페인, 싱가포르, 아일랜드, 오스트리아, 이스라엘, 포르투갈, 핀란드, 호주, 홍콩	한국, 그리스, 나이지리아, 대만, 라트비아, 남아프리카공화국, 루마니아, 리투아니아, 말레이시아, 멕시코, 베트남, 불가리아, 브라질, 사우디아라비아, 슬로바키아, 슬로베니아, 아르헨티나, 아랍에미리트, 에스토니아, 오만, 이집트, 인도, 중국, 인도네시아, 체코, 칠레, 카타르, 콜롬비아, 크로아티아, 태국, 터키, 파키스탄, 페루, 폴란드, 필리핀, 헝가리

주: MSCI 선진국 지수 편입여부로 구분, *은 G7 국가, 밑줄은 OECD 회원국 (OECD 38개국 중 35개국이 표본에 포함)

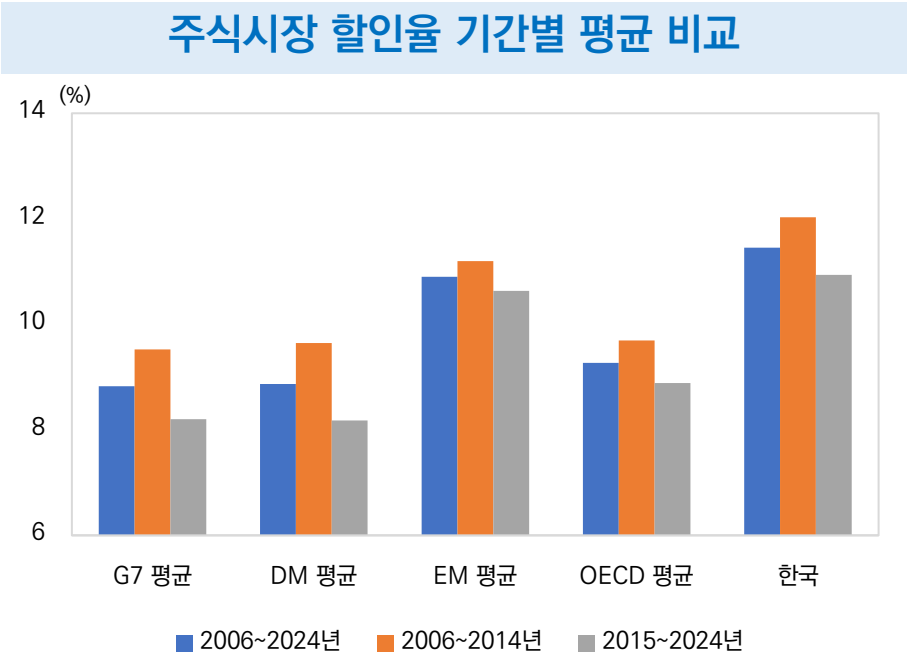
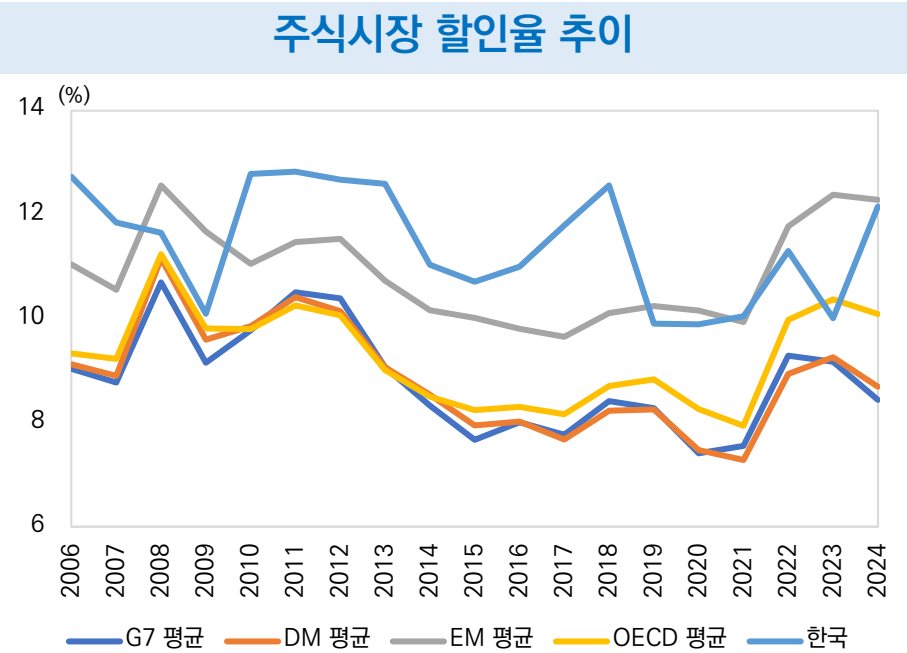
할인율 추정의 구성요소 변화

- ❖ 한국의 PBR은 장기적으로 낮은 값으로 표류하는 가운데 펀더멘털 전망치가 빠르게 감소
 - 금융위기 이후 PBR 격차 심화
 - 펀더멘털 저하와 일정 부분 연관 (장기성장률 하락, 예상 수익성 둔화)
 - 할인율의 변화는?



할인율 추정 결과: 국가별 주식시장 할인율 추이

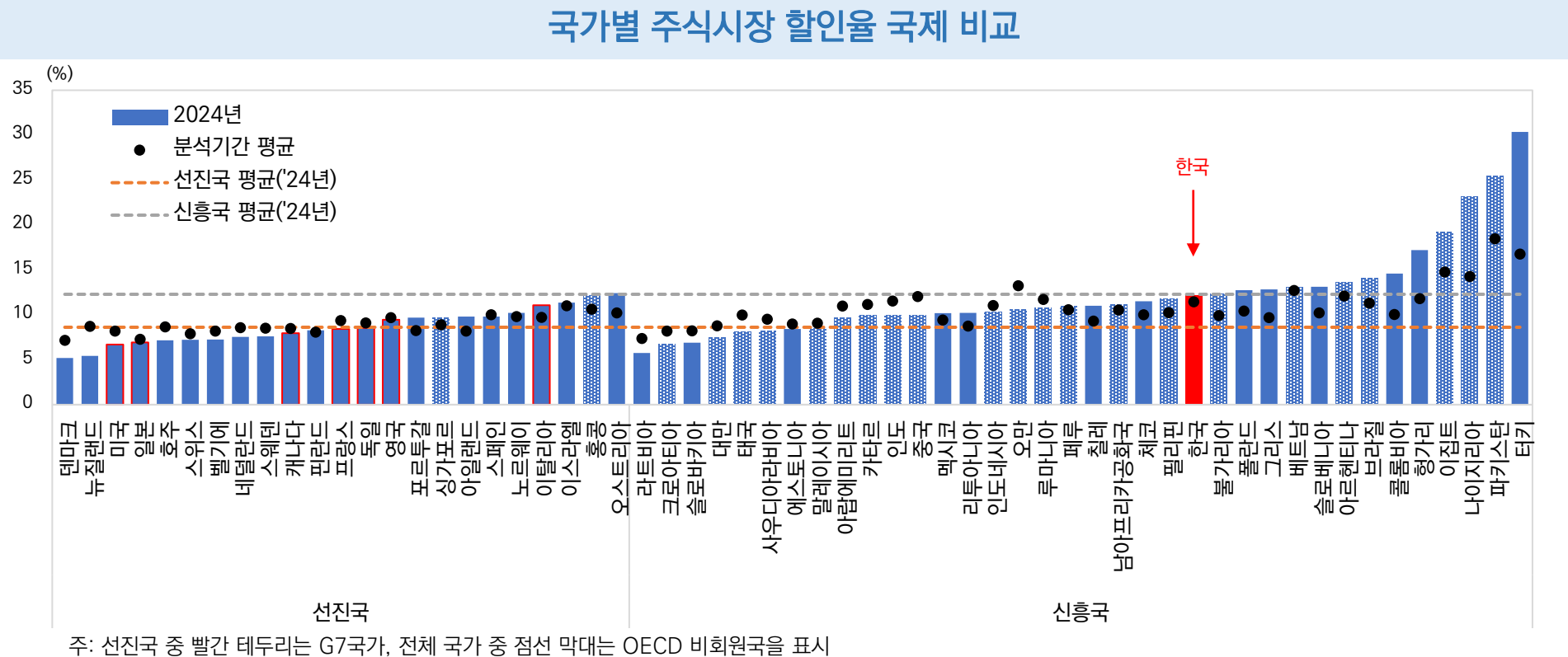
- ❖ 분석기간 한국의 평균 할인율은 11.5%로 주요국 평균 대비 높은 수준으로 형성
 - 전체기간: G7 평균 8.8%, 선진국 평균 8.9%, 신흥국 평균 10.9%, OECD 평균 9.3%
 - 금융위기 이후 금리 인하와 함께 주요 선진국의 주식시장 할인율이 전반적으로 감소
 - 한국은 2024년 말 기준 할인율 수준이 신흥국 평균과 유사



주: 그룹별 평균 기준(EM, OECD 평균의 경우 한국 제외)

할인율 추정 결과: 국가별 주식시장 할인율 국제 비교

- ❖ 국가별로 비교해도 한국의 주식시장 평균 할인율은 높은 수준 (선진국 보다 高, 신흥국 중 中)
 - 선진국은 물론이고 신흥국 그룹 내에서도 높은 편
 - 추세적 저금리 기조로 주요국들은 할인율이 감소, 한국은 변동성이 큰 가운데 높은 수준의 할인율을 유지

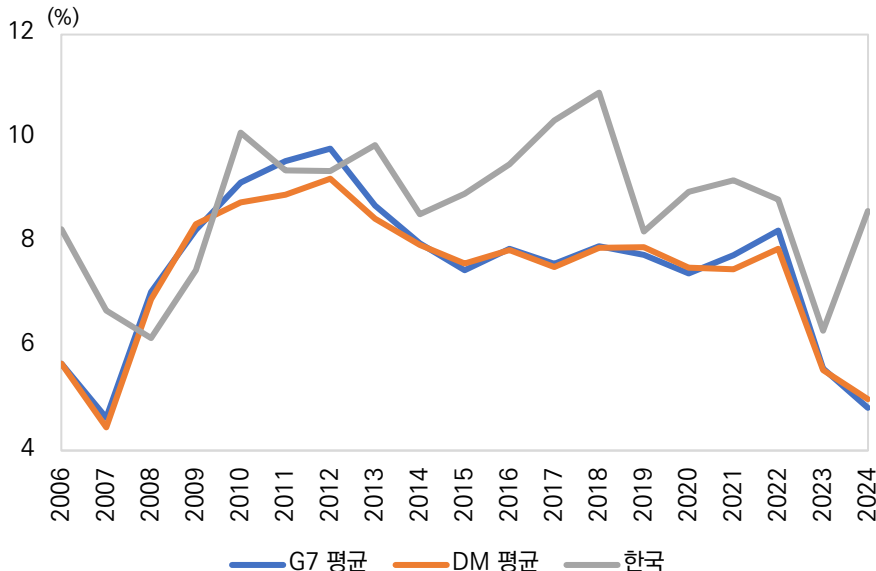


금리 차이를 고려한 주식시장 위험 프리미엄도 선진국 대비 높게 형성

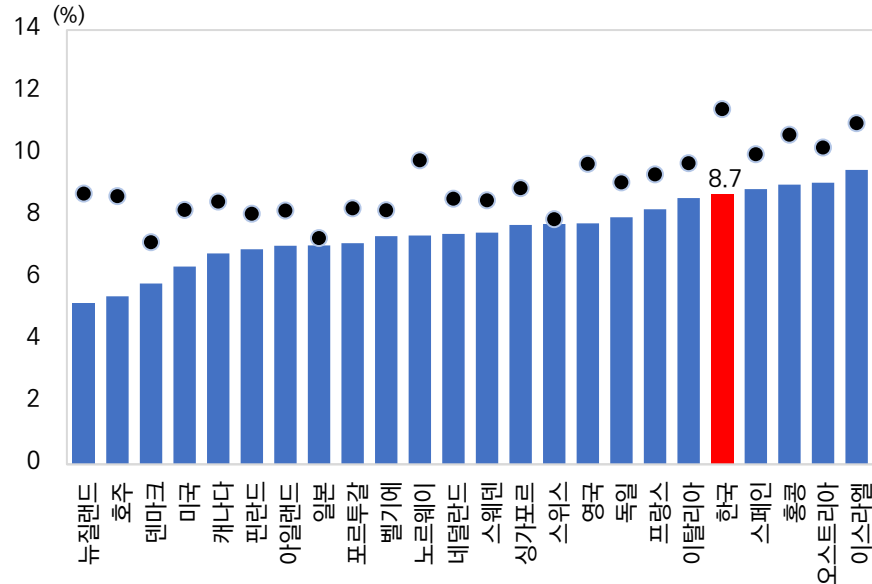
❖ 분석기간 무위험 이자율을 차감한 한국의 주식시장 위험 프리미엄(ERP)은 평균 8.7%

- 선진국 기간 평균은 7.4%로 한국이 다소 높은 편
- 분석기간 선진국과 금리 차이를 고려해도 투자자들이 더 높은 프리미엄을 요구

주식시장 위험 프리미엄 추이



주요 선진국 위험 프리미엄 비교



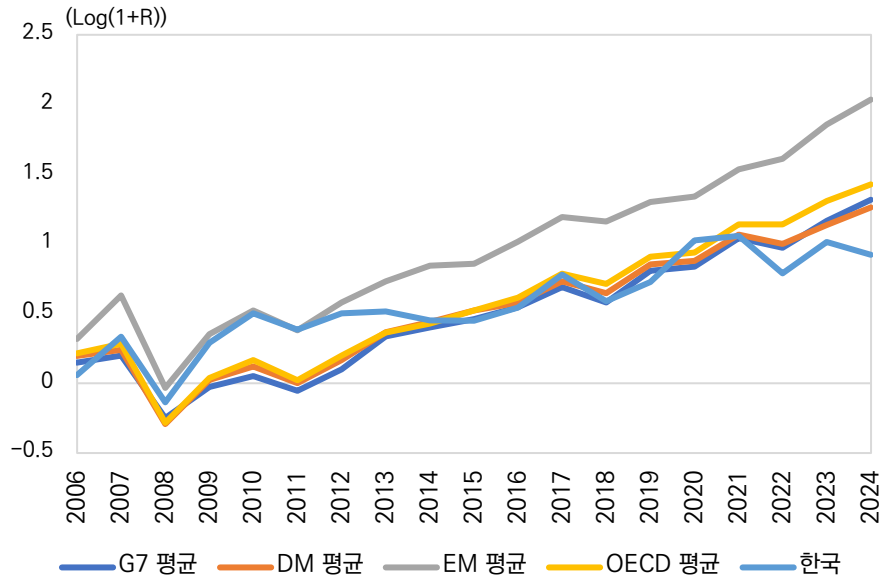
주: 막대 그래프 위 표식은 국가별 분석기간 평균 할인율

높은 요구수익률 대비 낮은 실현 수익률

❖ 한국 주식시장이 구조적으로 높은 요구수익률과 낮은 주주수익률 간 괴리를 오랫동안 경험

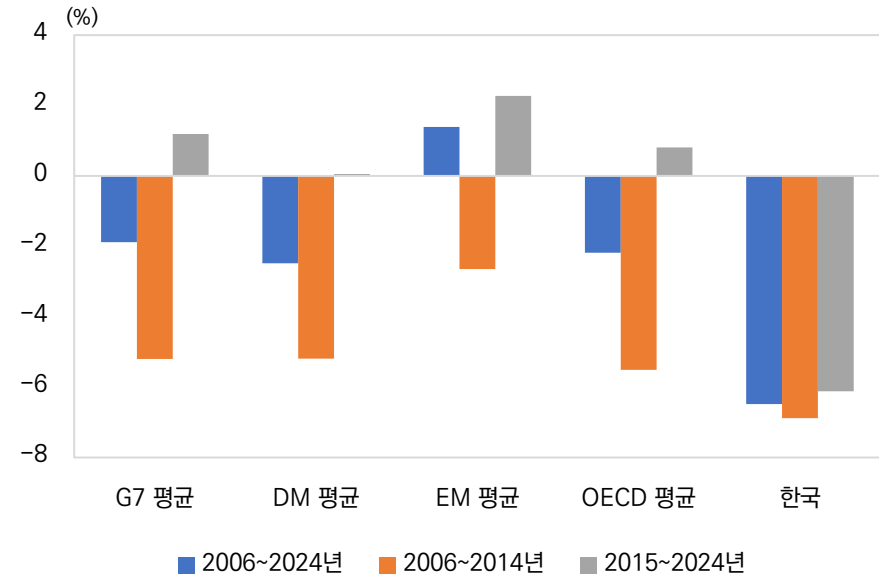
- 한국 주식시장의 총주주수익률은 연평균 7.3% < 11.5% (요구수익률)
 - 전체기간: G7 평균 8.4%, 선진국 평균 8.4%, 신흥국 평균 13.6%, OECD 평균 9.4%
- 주요국 주식시장에 비해 한국은 총주주수익률이 낮고, 요구수익률(할인율)과의 격차도 큼

누적 총주주수익률 추이 (로그변환)



주: 가시성을 높이기 위해 로그누적수익률을 기준으로 함

총주주수익률-할인율(요구수익률) 격차



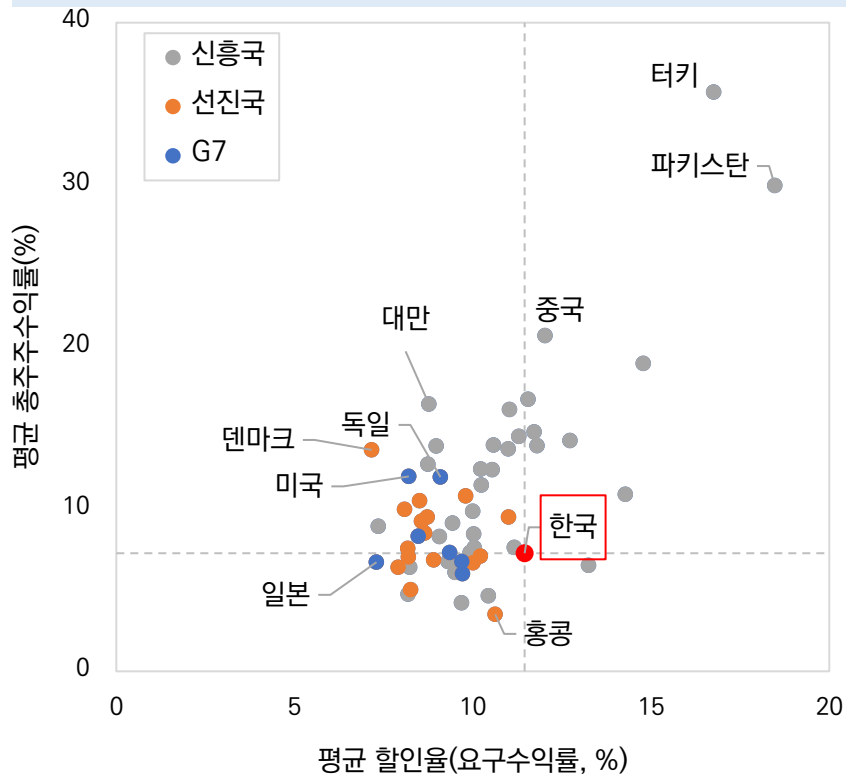
주: 신흥국(EM), OECD 그룹에서 한국은 제외

국가별 요구수익률(할인율)과 총주주수익률 비교

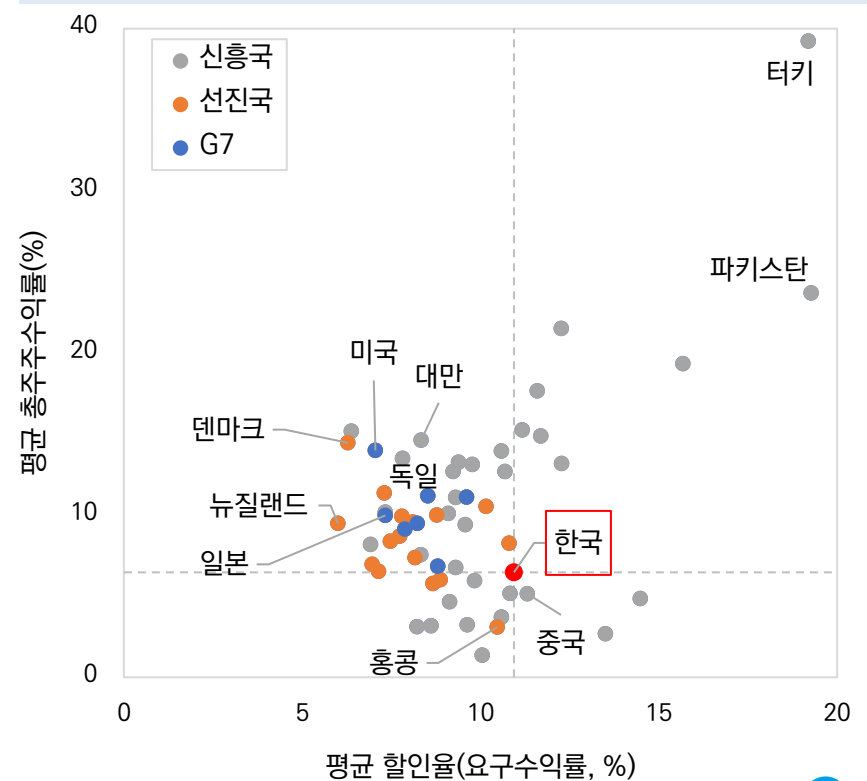
❖ 국가별 총주주수익률 vs. 요구수익률(할인율) 비교

- 저조한 실현수익률과 높은 요구수익률 간의 괴리가 장기적으로 지속되는 것은 결코 합리적인 현상으로 보기 어려움

총주주수익률-할인율(요구수익률) 비교:
2006~2024



총주주수익률-할인율(요구수익률) 비교:
2015~2024

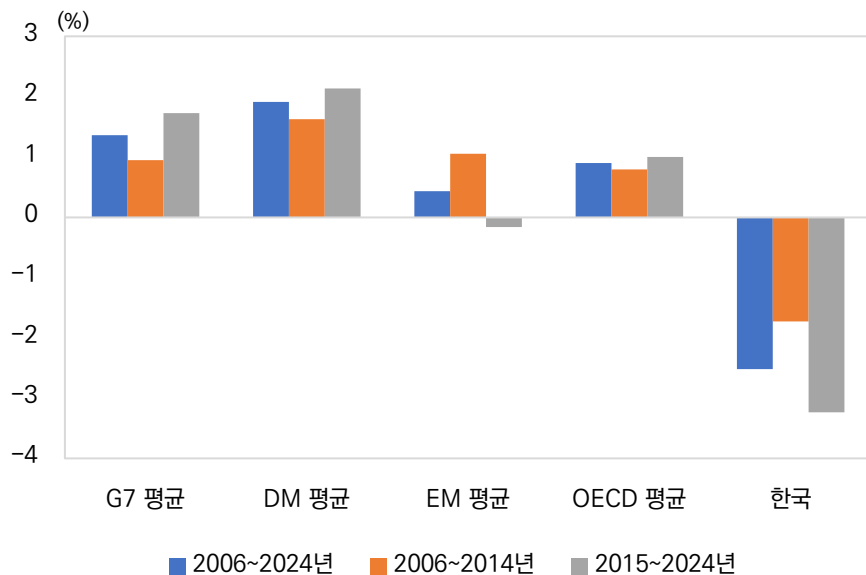


국가별 자본비용(할인율)과 ROE 비교

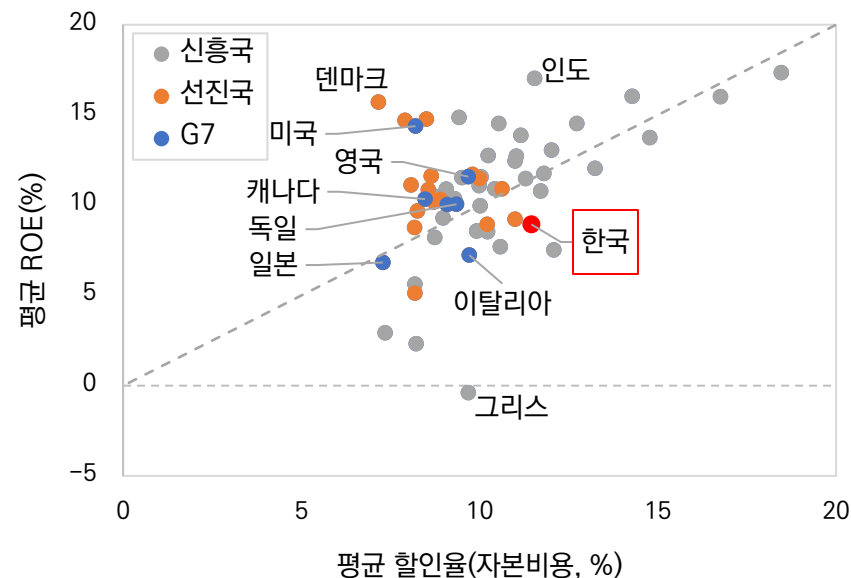
❖ 한국의 상장기업은 전반적으로 자본비용을 하회하는 이익을 실현

- 대다수의 주요 선진국의 경우 자본비용을 상회하는 ROE를 실현
- 본질적인 수익성 제고와 더불어 재무구조 정책의 효율성을 높이는 전략적 대응의 필요성
 - 잉여자본의 경우 적절한 주주환원을 통해 자본의 효율성을 제고할 필요

ROE-할인율(자본비용) 격차



ROE-할인율(자본비용) 비교



3

주식시장 할인율에 영향을 미치는 요인

영향 요인 분석 방법

- ❖ 연도-국가 패널자료를 활용한 이원고정효과를 반영한 패널회귀분석으로 할인율의 영향 요인을 분석
 - 이를 통해 위험 단위당 요구보상이 낮은 국가들의 공통된 특성을 규명함으로써 한국 주식시장에 주는 교훈을 도출
 - 주요 설명 변수 그룹: 가용한 국가별 자료가 존재하는 범위 내에서 진행
 - (i) 거시경제 및 시장 환경 요인
 - (ii) 기업 재무성과와 주주환원 요인
 - (iii) 거버넌스와 제도적 기반 요인
 - 먼저 기업이 통제하기 어려운 경기 · 시장 요인을 식별하고,
 - 이후 이를 통제한 상태에서 기업 고유의 성과와 제도적 기반 요인을 검증

거시경제·시장 요인이 주식시장 할인율에 미치는 영향

❖ 주요 결과 (-): 할인율 완화; (+): 할인율 상승 요인

- 경제의 성숙도/안정성 (-) (Erb et al., 1996)
 - 금리(+), 신용위험(+), 1인당 GDP(-), GDP 성장률(+)
- 대외의존도(=수출/GDP) (+)
 - 국제경기/금융시장 변동성 민감 → 할인율 상승 요인 (Bianconi et al., 2021; Londono & Zu, 2024)
- 자본시장 발전 정도(=시가총액/GDP) (-)
- 거래회전율(+)
 - 단기투자 행태, 투기적 성향

거시경제·시장 요인이 주식시장 할인율에 미치는 영향

	(1)	(2)	(3)	(4)
GDP성장률	0.04** (0.018)	0.09*** (0.023)	0.03 (0.021)	0.03 (0.021)
Log(1인당 GDP)	-0.77*** (0.089)	-0.79*** (0.090)	-0.67* (0.375)	-0.65* (0.374)
인플레이션율				0.03*** (0.009)
이자율	0.14*** (0.016)	0.11*** (0.016)	0.17*** (0.022)	0.14*** (0.024)
신용위험	0.17*** (0.041)	0.18*** (0.041)	-0.06 (0.053)	-0.07 (0.053)
대외의존도	0.01*** (0.002)	0.01*** (0.002)	0.02** (0.008)	0.02** (0.008)
시가총액/GDP	-0.00 (0.000)	-0.00 (0.000)	-0.01*** (0.002)	-0.01*** (0.002)
거래회전율	0.01*** (0.001)	0.01*** (0.001)	0.01*** (0.002)	0.01*** (0.002)
Year FE	No	Yes	Yes	Yes
Country FE	No	No	Yes	Yes
Adj-R ²	0.393	0.451	0.684	0.687
Obs	987	987	987	987

주: ()는 국가-연도에 대한 two-way cluster-robust standard error
*, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준에서 통계적으로 유의함

거시경제·시장 요인과 주식시장 할인율의 관계

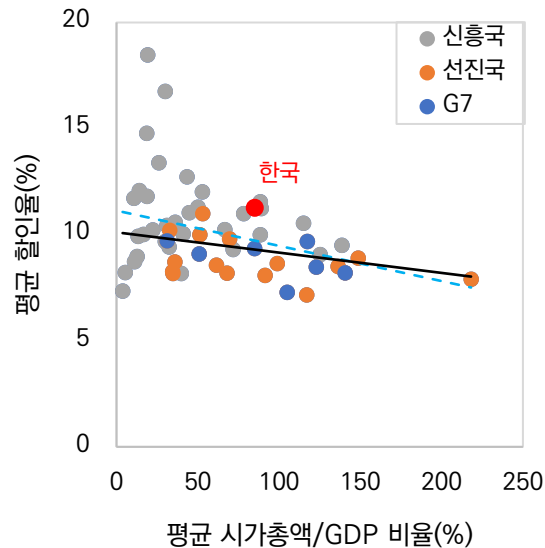
❖ 우리나라는 자본시장 발전 정도, 국가의 신용 리스크 대비 할인율이 높음

— 한국 주식시장은 주요국 대비 거래회전율이 높음

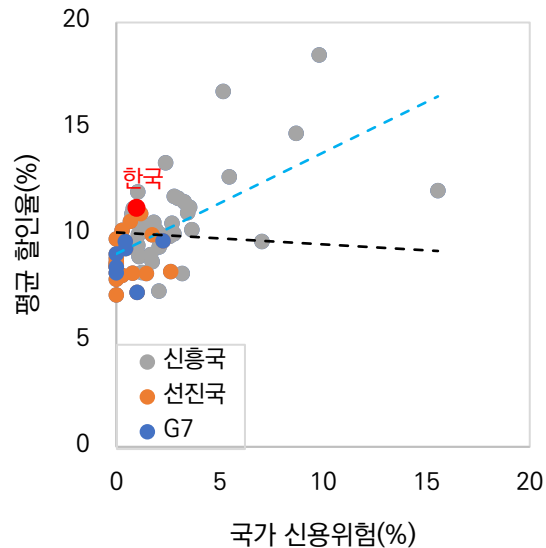
- 투자자 구성(높은 개인투자자 비중), 단기투자 성향도 일정부분 고할인율을 설명

주식시장 할인율과 거시경제·시장 요인의 관계

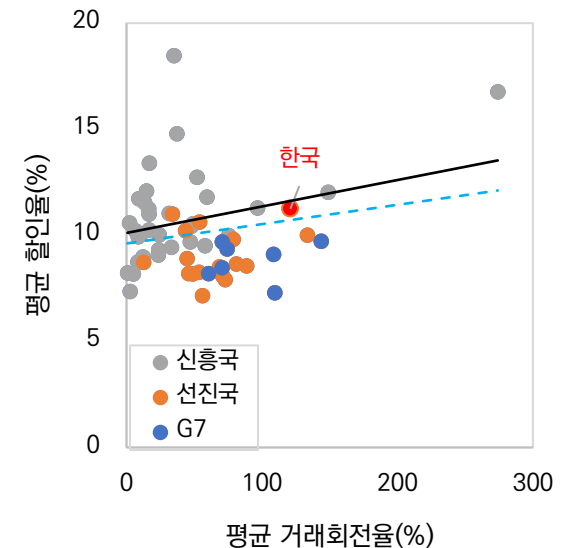
주식시장 발전도 (시가총액/GDP)



국가 신용위험



주식시장 거래회전율



상장기업 재무성과·주주환원이 주식시장 할인율에 미치는 영향

❖ 주요 결과 (-): 할인율 완화; (+): 할인율 상승 요인

- 성장성, 마진율, 자본의 효율적 활용, 주주환원, 투자, 현금보유 등이 일정 부분 모두 영향
- 매출총이익률(-)
 - 높은 부가가치, 본업의 높은 경쟁력, 효율적 비용구조 → 미래 현금흐름의 안정성 증가(Fairfield & Yohn, 2001; Penman & Zhang)
- 배당성향(-)
 - 대리인 비용 감소, 현금 창출능력에 대한 신호 → 투자자의 불확실성, 요구수익률이 감소(Easterbrook, 1984; Allen & Michaely, 2003)
- R&D 집약도(-)
 - 무형자산 축적, 혁신 투자 → 성장에 대한 불확실성 감소(Lev & Sougiannis, 1996)

기업 재무적 요인이 주식시장 할인율에 미치는 영향

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
매출액증가율	0.04*** (0.008)		0.02** (0.009)		0.01** (0.006)	
순이익증가율		0.00 (0.001)		-0.00 (0.001)		-0.00 (0.001)
매출총이익률	-0.04*** (0.007)	-0.04*** (0.007)	-0.04*** (0.009)	-0.04*** (0.009)	-0.03*** (0.009)	-0.03*** (0.010)
영업이익률	-0.02* (0.012)	-0.02* (0.014)	0.01 (0.010)	0.01 (0.010)	0.01 (0.009)	0.01 (0.009)
부채/자산	-0.03*** (0.012)	-0.04*** (0.012)	-0.01 (0.010)	-0.01 (0.011)	-0.01 (0.007)	-0.01 (0.007)
배당성향	-0.02*** (0.004)	-0.02*** (0.004)	-0.02** (0.009)	-0.02** (0.009)	-0.01** (0.004)	-0.01** (0.004)
R&D/매출액	-0.36*** (0.056)	-0.37*** (0.057)	-0.54*** (0.131)	-0.63*** (0.130)	-0.55*** (0.126)	-0.60*** (0.124)
CAPEX/자산	-0.30*** (0.084)	-0.25*** (0.085)	0.01 (0.112)	0.04 (0.113)	-0.04 (0.109)	-0.03 (0.109)
현금/자산	0.06*** (0.018)	0.07*** (0.018)	0.04* (0.022)	0.05** (0.022)	0.03 (0.022)	0.04 (0.052)
거시·시장요인	Yes	Yes	No	No	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Country FE	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj-R ²	0.528	0.521	0.706	0.700	0.757	0.756
Obs	749	749	749	749	749	749

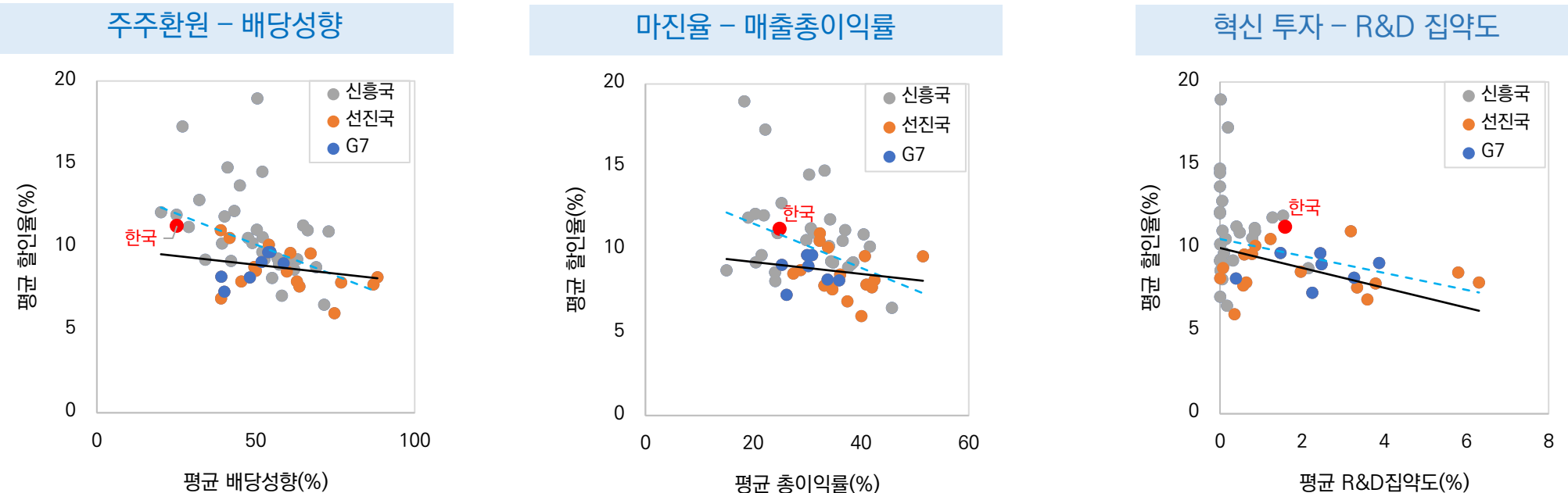
주: ()는 국가-연도에 대한 two-way cluster-robust standard error
*, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준에서 통계적으로 유의함

상장기업 재무성과·주주환원과 주식시장 할인율의 관계

❖ 한국 상장기업의 주주환원, 마진율은 국제적으로 매우 낮은 수준

- 지분비용을 하회하는 성과를 지속 보였음에도 불구하고, 주주환원에 인색했던 점이 주식시장의 할인율을 높이는 요인
- R&D 집중도는 신흥국에 비하면 높지만, 주요 선진국과 비교하면 낮은 수준

주식시장 할인율과 상장기업 재무성과·주주환원의 관계



주: 하늘색 점선은 국가별 두 평균 지표 간 상관관계를 나타내는 추세선
검은선은 패널회귀분석 모형 (5)의 결과를 도식화한 것으로, 통계적으로 유의한 관계를 실선으로 표시


거버넌스·제도적 요인이 주식시장 할인율에 미치는 영향

- ❖ 주요 결과
- (-): 할인율 완화; (+): 할인율 상승 요인
- 기업지배구조에 대한 법 제도적 평가 (-)
 - 정량적 평가는 유의성 X
 - 정성적 평가가 할인율 완화에 유효
 - 제도의 실효성이 중요 (김준석·강소현, 2023)
 - 회계투명성(-) (Bhattacharya et al., 2003; Leuz et al, 2003)
 - 이익의 질(발생액 비율, +), GCI 평가 점수(-)
 - 공시품질/이익의 투명성 → 정보 비대칭성 완화
 - 규제의 질과 법의 안정성(-)
 - 법/제도가 잘 작동되는 환경 → 외부주주 보호 강화, 자본조달 환경 개선
 - 부패인식 및 통제(-) (Mauro, 1995)
 - 부패 수준이 낮은 환경에서 시장에 대한 신뢰가 높음

거버넌스·제도적 요인이 주식시장 할인율에 미치는 영향

	기업 거버넌스의 질적 수준			법·제도 기반의 양적 수준		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	GCI 이사회	GCI 기업윤리	GCI 소액주주보호	WDB 주주지배	WDB 이해충돌규제	WDB 소액주주보호
관심 지표	-0.48** (0.204)	-0.40* (0.210)	-0.38** (0.159)	-0.01 (0.061)	-0.01 (0.066)	-0.01 (0.039)
거시·시장요인	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
재무적 요인	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Country FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R ²	0.774	0.773	0.772	0.805	0.805	0.805
관측치 수	555	555	555	379	379	379
	회계투명성		법적 보호의 실효성			
	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
	발생액 비율	GCI 감사·보고준	WGI 규제의 질	WGI 법치주의	WGI 부패 통제	부패 인식 지수
관심 지표	0.04* (0.021)	-0.29** (0.145)	-1.87*** (0.365)	-1.10*** (0.425)	-0.22*** (0.047)	-0.03** (0.016)
거시·시장요인	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
재무적 요인	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Country FE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adjusted R ²	0.758	0.776	0.775	0.764	0.763	0.734
관측치 수	749	555	749	749	749	705

주: ()는 국가-연도에 대한 two-way cluster-robust standard error
 *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준에서 통계적으로 유의함

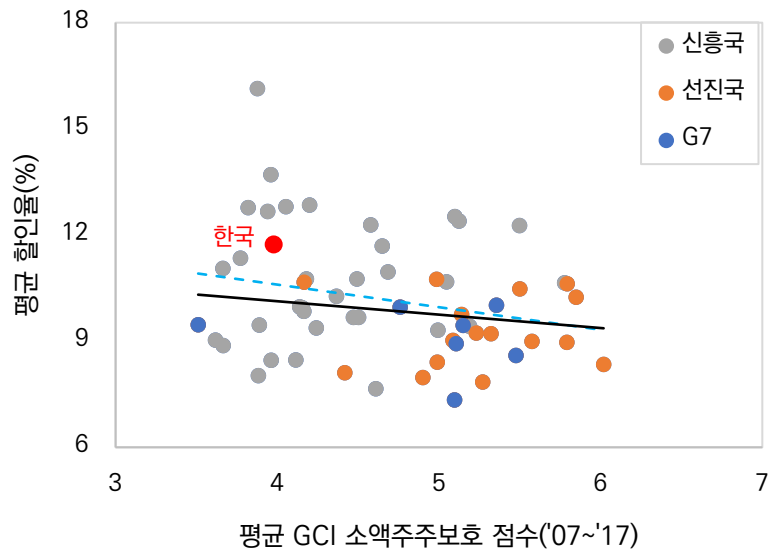

 자본시장연구원

거버넌스·제도적 요인과 주식시장 할인율의 관계

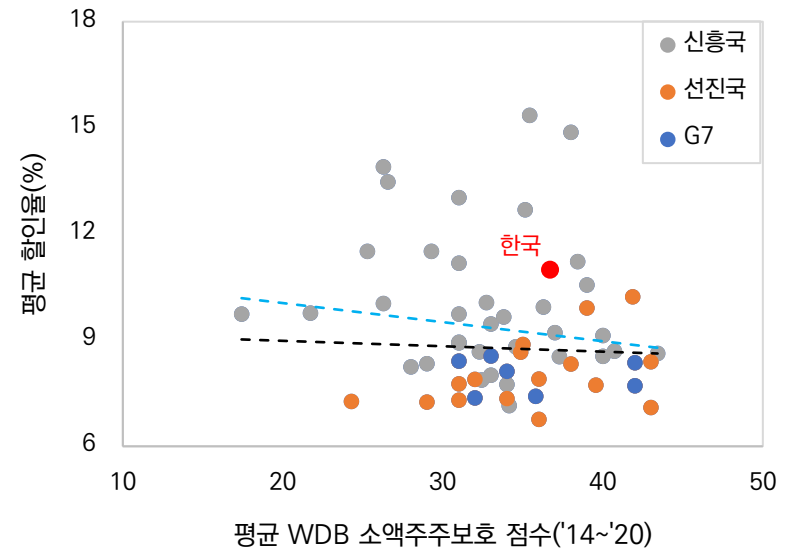
- ❖ 투자자들이 실질적으로 신뢰할 수 있는 건전한 지배구조가 요구수익률을 낮추는 주된 요인
 - 한국은 주주 보호 및 기업지배구조 관련 법·제도 기반의 규정은 어느 정도 갖춰져 있으나,
 - 현실에서 법으로 규정된 주주의 권리가 제대로 기능하지 못하는 측면이 강한 것으로 예상 → 제도적 디스카운트 요인

주식시장 할인율과 기업 거버넌스 평가 지표의 관계

GCI 소액주주 보호 점수(정성정 평가)



World Bank Doing Business (정량정 평가)



주: 하늘색 점선은 국가별 두 평균 지표 간 상관관계를 나타내는 추세선
검은선은 패널회귀분석 모형 (3)과 (6)의 결과를 도식화한 것으로, 통계적으로 유의한 관계를 실선으로 표시(점선: 통계적으로 유의하지 않음)

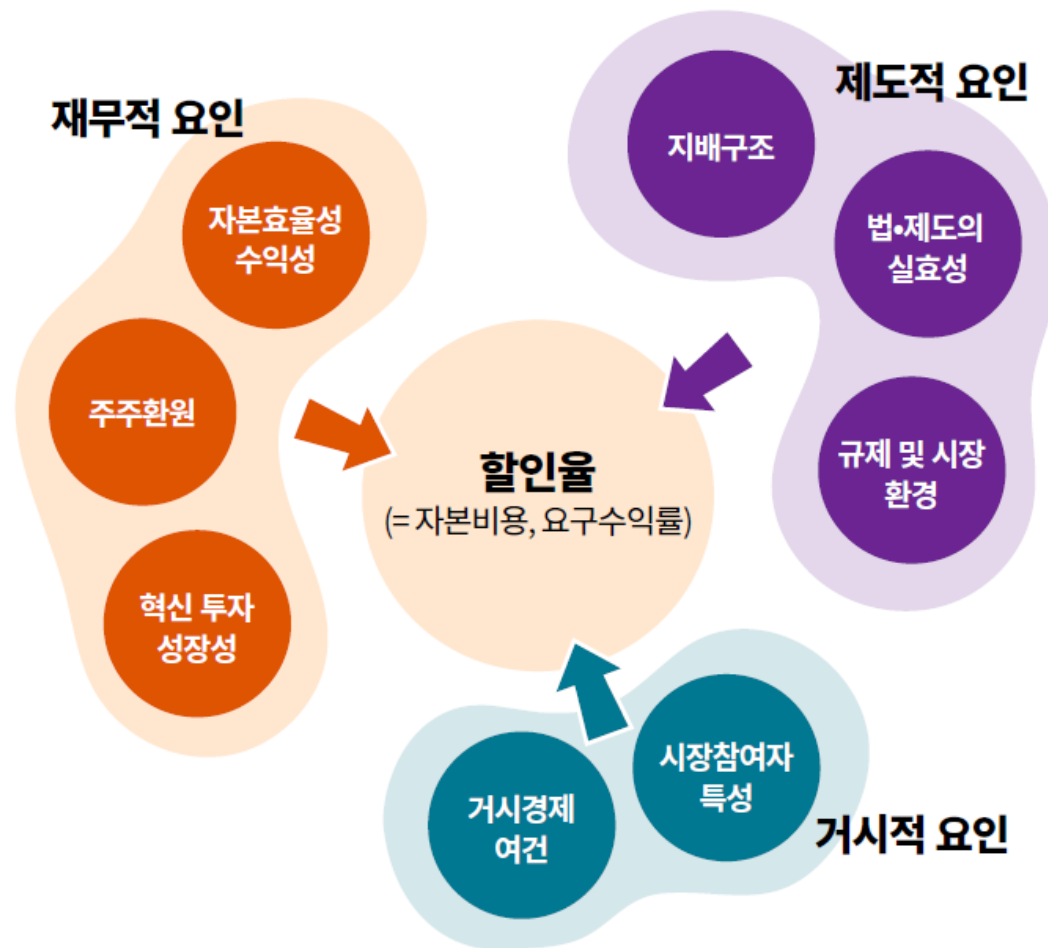
4

결론 및 시사점

주요 분석 결과

❖ 한국 주식시장 고탈인율의 주된 요인

- 혁신 역량, 수익성
- 주주환원, 자본의 효율적 활용
- 지배구조 및 회계투명성
- 실효적인 제도적 기반
- 단기투자 행태

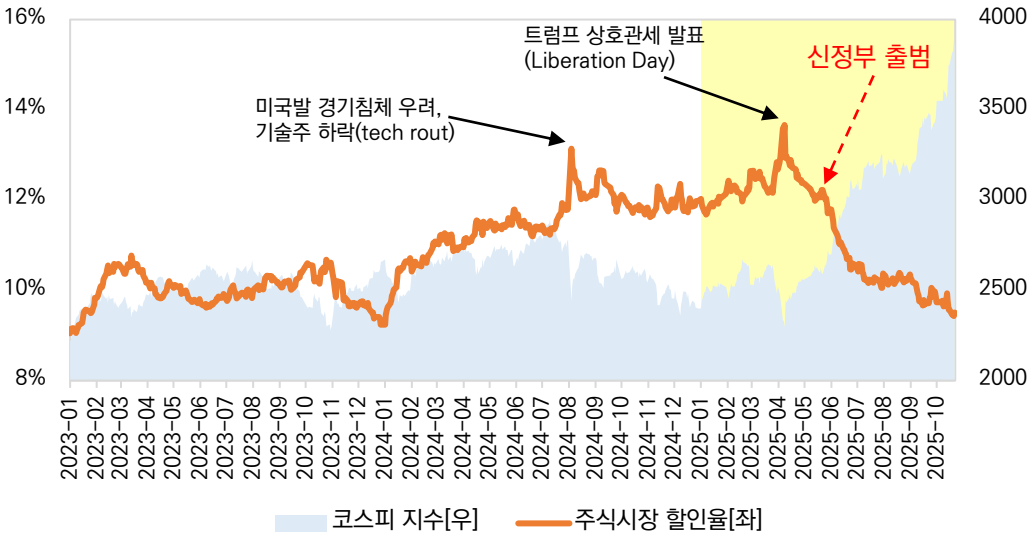


2025년 한국 주식시장 할인율 변화

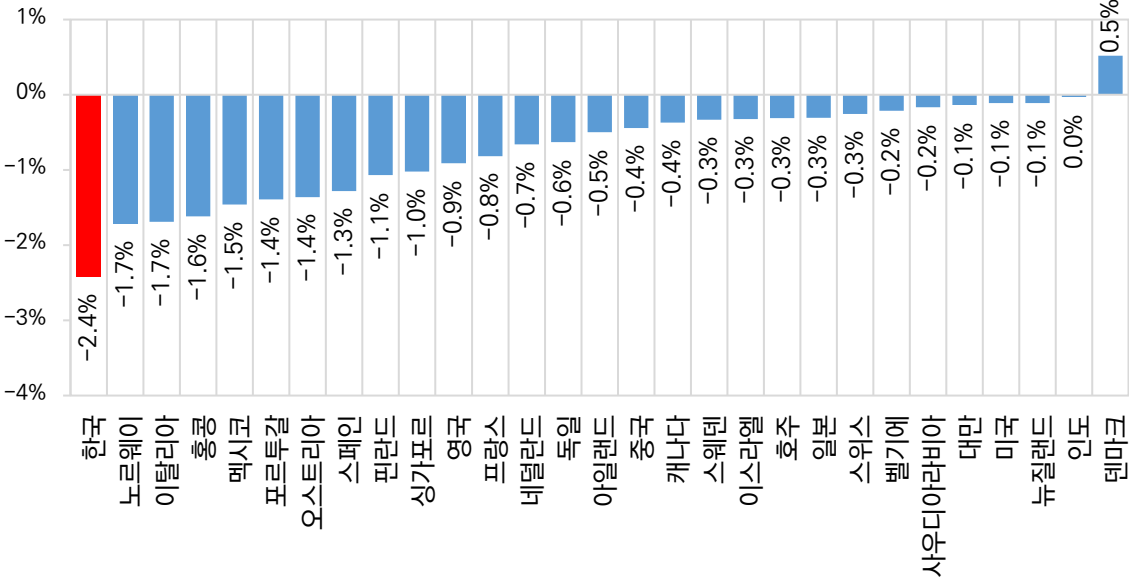
❖ 코스피 지수 기준, 올해 주식시장 할인율은 -2.4% 감소 (11.9% → 9.5%)

- 주가 상승의 주요 동인: *할인율 감소* + 주력 업종의 펀더멘털 호조
 - 상법 개정 등 제도 개선에 대한 기대감 → 제도적 디스카운트 완화
- 주요국 대비 가장 큰 폭의 할인율 감소 실현

한국 주식시장 할인율 변화 추이



주식시장 할인율 변화: 2025년 국제 비교

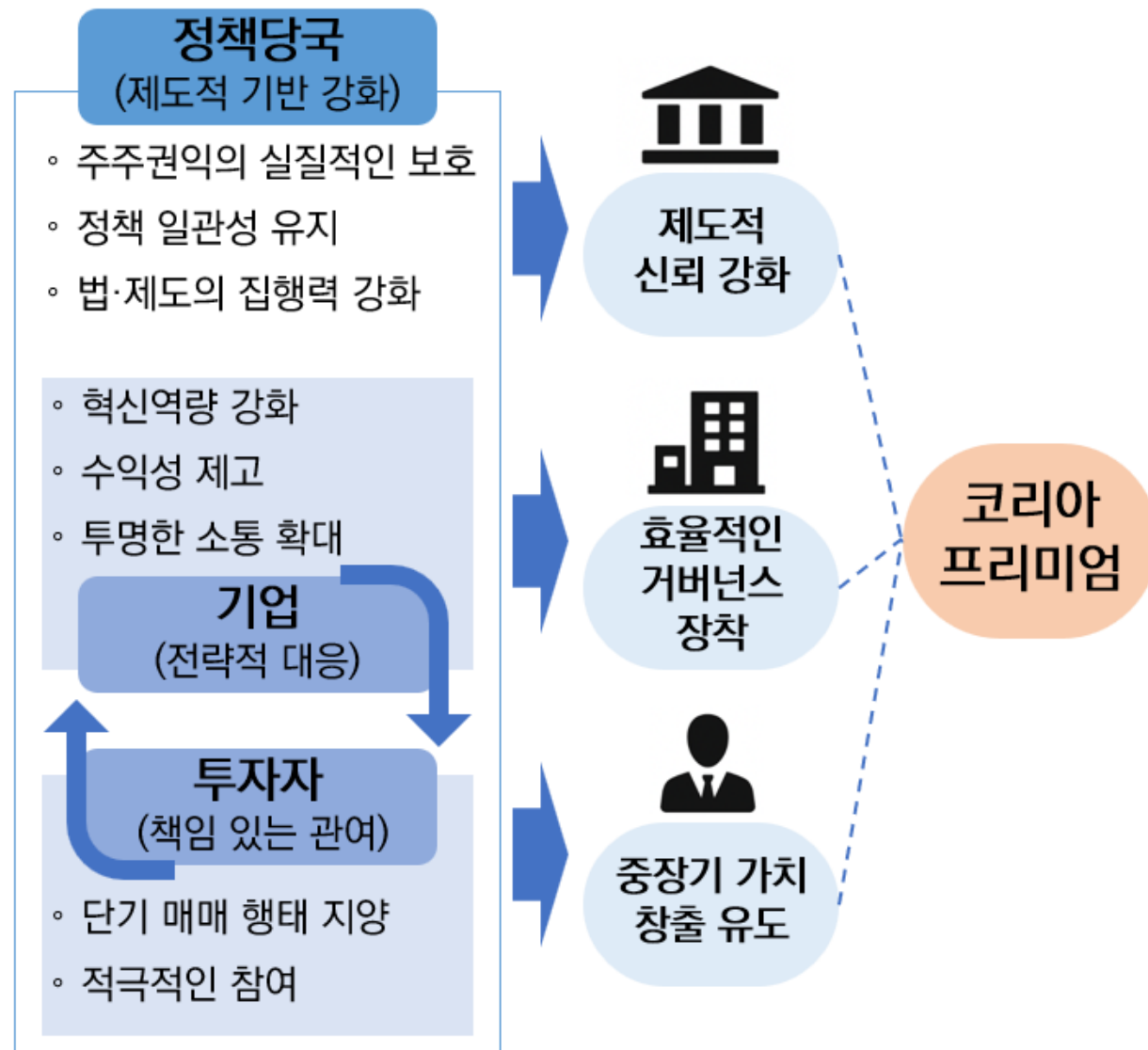


주: 국가별 주요 주가지수를 대상으로 '25년 주식시장 할인율 변화 국제 비교
('24년 말 대비 '25.10.23 일자 수치 비교)

시사점: 코리아 프리미엄 과제

❖ 저 PBR 해소와 코리아 프리미엄 과제

- (1) 기업 차원의 전략적 대응
 - 혁신역량 강화
 - 자본의 효율적 재배치
 - 소통 강화, 거버넌스 내재화
- (2) 제도적 기반 강화
 - 규제의 실효성 제고
 - 법·제도의 집행력 제고
- (3) 투자자의 건설적인 관여
 - 주주의 역할 강화



Thank you

본 자료의 견해와 주장은 필자 개인의 것으로 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.
또한 사전동의 없는 자료 복제 및 배포, 개작 행위를 금지합니다.