KOSPI Rerating과 기업지배구조

정 주 영 연구원 (jjy914@cgs.or.kr)

▶한국 기업의 후진적인 기업지배구조는 한국 주식시장의 저평가 현상을 나타내는 "코리아 디스카운트"의 주요 원인으로 지목받고 있음

▶스튜어드십 코드 및 주주행동주의 확산으로 기업지배구조 개선에 대한 우호적인 환경이 조성될 것으로 예상함

▶기업지배구조 개선은 코리아 디스카운트를 해소하고 한국 주식시장의 Valuation을 재평가할 것으로 기대함

배경

□ 최근 국내 기관투자자들의 스튜어드십 코드 도입 및 주주행동주의 확산으로 기업지배구조가 개선되어 한국 주식시장을 Rerating(재평가)할 것이라는 기대감[32][33]이 고조됨

○ 한국 주식시장의 Valuation Rerating에 대한 기대감의 저변에는 기업지배구조 개선이 오랫동안 한국 증시를 짓눌러온 코리안 디스카운트의 해소에 긍정적인 역할을 할 것이라는 시장 참여자들의 믿음이 있음

○ 코리아 디스카운트의 원인으로 제기되는 주장 중 가장 대표적인 두 가지는 남북 분단으로 인한 지정학적리스크와 후진적인 기업지배구조임

□ 코리아 디스카운트 원인을 명확히 규명한 실증연구는 아직 없지만, 여러 문헌을 통해 한국 기업의 취약한 기업지배구조가 코리아 디스카운트에 영향을 미친다는 사실을 추론할 수 있음

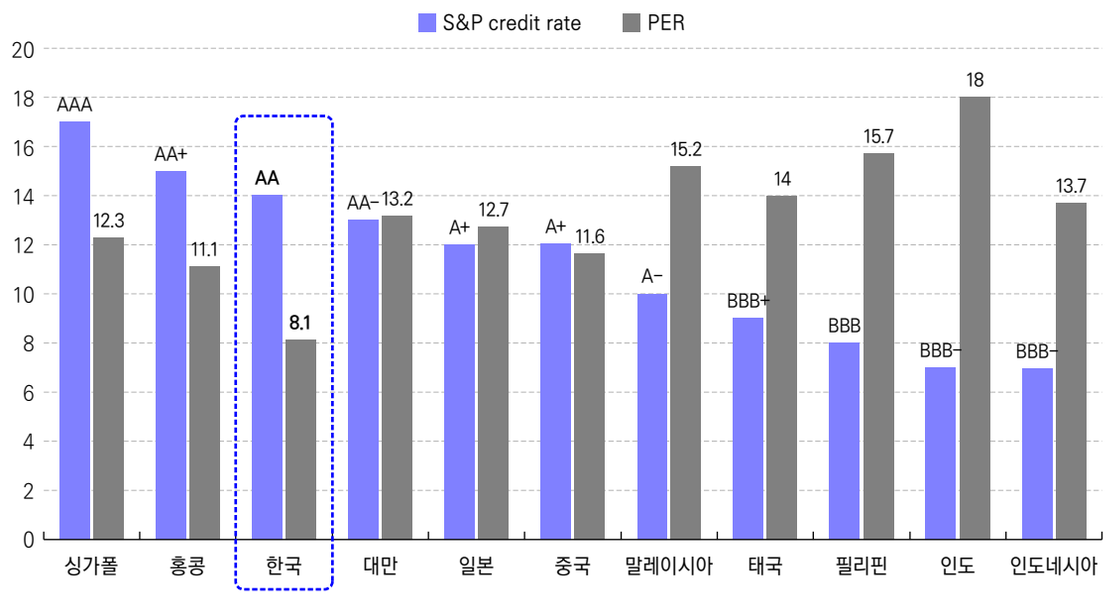
○ 코리아 디스카운트의 요인으로 남북관계 및 지정학적리스크를 언급하기도 하지만 남북관계에 따른 리스크는 한국 증시에 단기적으로 영향을 미치는 정도이지 지속적인 저평가에 영향을 미치는 요인으로 보기에는 어려움

- 남북관계 변화에 따라 외국인의 한국 주식순매수 변화를 분석한 결과 유의미한 결과가 나타나지 않음[34]

32) 원종현, 2017, "우리나라 스튜어드십 코드 도입 현황과 개선과제", 국회입법조사처
33) 최환석, 2018, "기업지배구조 개선 방안(스튜어드십 코드 활성화)", 민주연구원
34) 김치욱, 2011, "남북관계와 코리아 디스카운트 (Korea Discount) 상관성 분석-외국인 증권거래형태를 중심으로", 「통일과 평화」, vol.3 no.1, pp. 219-252

- 남북관계에 따른 지정학적리스크는 국가 신용등급에 반영되어 있으며, 우리나라의 국가 신용등급이 높은 편인 점을 고려하면 국가 신용등급이 코리아 디스카운트를 설명하기에는 어려움[35]([그림 1] 참조)

[그림 1] 아시아 국가별 신용등급 및 PER 비교



* 출처 : Standard&Poor's 및 Thomson Reuters, 2018년 7월 13일 기준

○ 기업지배구조에 관한 리스크는 국내 주식시장의 지속적인 저평가에 미치는 주요 요인으로 볼 수 있음

- 글로벌 주식 시장에서 기업가치에 영향을 미치는 위험은 크게 국가위험, 산업위험, 기업위험으로 구분할 수 있으며, 기업위험은 다시 영업위험, 재무위험, 기업지배구조위험으로 분류할 수 있음[36]
- 우리나라의 국가 신용등급을 고려하면 국가위험은 증시 저평가의 원인으로 보기에는 어려우며([그림 1] 참조), 산업위험의 경우에도 우리나라 산업구조가 다른 국가들에 비해 구조적인 리스크가 크다고 보기 어려움[37]
- 기업위험 중 영업위험과 재무위험은 개별 기업에 대한 위험이며, 우리나라 기업들이 국제적으로 특정한 영업위험이나 재무위험에 집중되어 있다고 보기에는 어려움[38]

35) 장하성, 2004, "코리아 디스카운트의 실체", 한겨레 칼럼
36) 장하성, 2001, "Korea Discount와 기업지배구조-기업지배구조와 국가경쟁력", 좋은기업지배구조연구소
37) 각주 5)과 동일
38) 각주 5)과 동일

- 다만 기업지배구조의 경우, 아시아기업지배구조협회(ACCA)가 발표하는 아시아 국가의 기업지배구조 평가 순위를 보면 우리나라가 다른 국가들에 비해 취약한 편이라는 것을 알 수 있음(〈표 1〉 참조)
- 우리나라의 후진적 기업지배구조로 인해 다수의 주주 및 투자자들의 권리가 소외되고 있는 상황이며, 이러한 상황이 코리아 디스카운트의 주요 원인이라고 볼 수 있음[39]

〈표 1〉 2016년 아시아 국가 기업지배구조 점수 및 순위

	지배구조 순위	기업지배구조 점수
싱가폴	1	67
홍콩	2	65
일본	3	63
대만	4	60
태국	5	58
말레이시아	6	56
인도	7	55
한국	**8**	**52**
중국	9	43
필리핀	10	38
인도네시아	11	36

* 출처 : 아시아기업지배구조협회(ACCA), 2016년 9월 기준

□ 아시아 주요국 중 한국 주식시장의 Valuation 현저히 저평가되어 있는 상태임

○ Black et al(2006)[40]은 한국 기업들의 Tobin's Q가 평균적으로 상당히 낮은 것은 코리아 디스카운트를 반영한다고 주장함

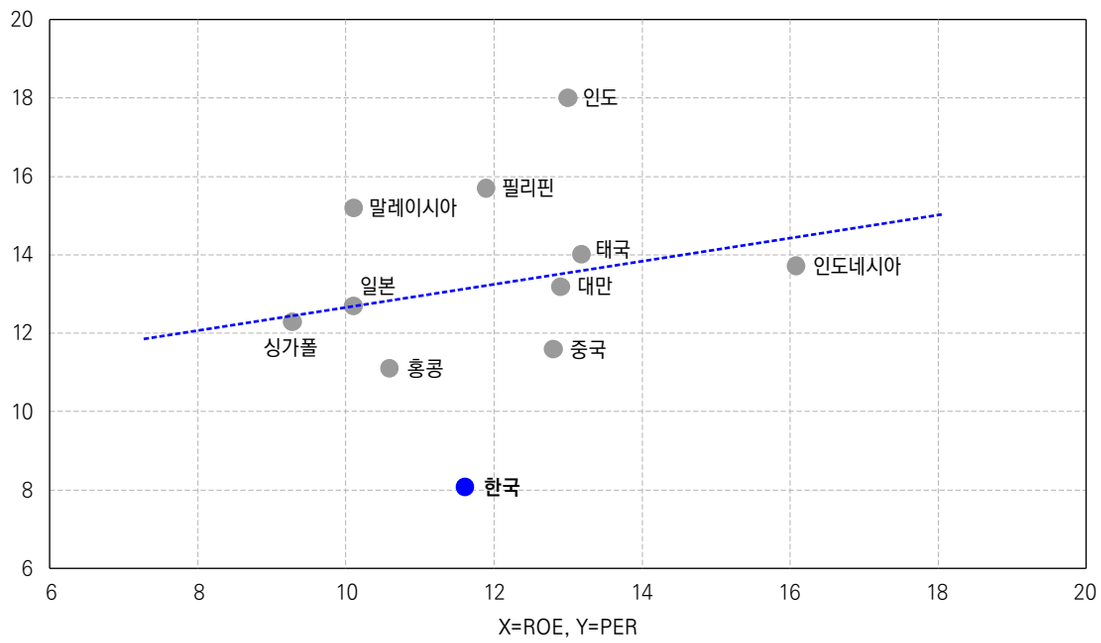
○ 아시아 주요국 대비 한국 주식시장의 Valuation은 상당히 저평가되어 있는 상황

- 주요 아시아 국가를 대상으로 기업의 수익성 지표인 ROE와 Valuation지표인 PER 및 PBR을 비교해본 결과, 우리나라가 ROE대비 PER 및 PBR이 가장 낮은 것으로 나타남([그림 2], [그림 3] 참조)

39) 각주 1)과 동일

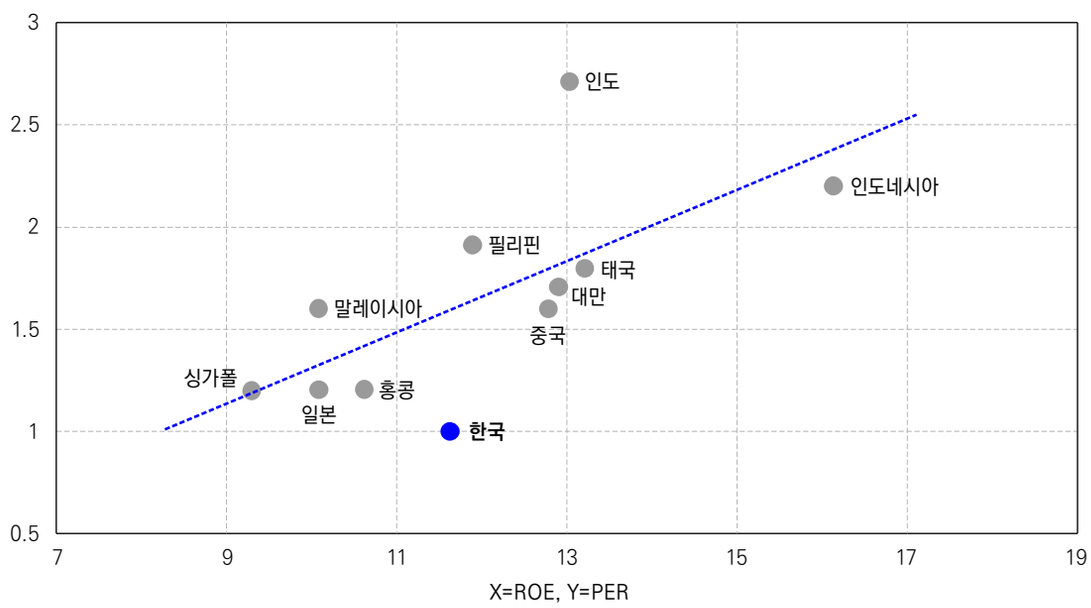
40) Black, B. S., Jang, H., and Kim, W., 2006, "Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea.", 「The Journal of Law, Economics and Organization」, 22(2), 366-413.

[그림 2] 아시아 주요 국가별 ROE 및 PER 비교



* 출처 : Thomson Reuters, 2018년 7월 13일 기준

[그림 3] 아시아 주요 국가별 ROE 및 PBR 비교



* 출처 : Thomson Reuters, 2018년 7월 13일 기준

선행연구 및 실증분석

□ 다양한 선행연구를 통해 기업지배구조는 기업들의 시장 가치를 설명하는 중요한 요소임을 확인할 수 있음

○ Black et al(2006)은 한국기업지배구조지수[41]와 기업가치는 밀접한 관계가 있음을 실증분석을 통해 나타냄[42]

○ Drobetz et al(2003)은 독일기업을 대상으로 기업지배구조 등급과 기업가치 간의 관계를 분석한 결과 유의한 양(+)의 관계가 나타난다고 보고하였음[43]

○ Gompers et al(2003)은 IRRC(Investor Responsibility Research Center)가 발표한 기업지배구조항목을 이용하여 기업지배구조지수를 만들고, 지수와 기업가치 간 관계를 분석한 결과 지배구조지수가 높은 기업이 기업가치가 높다고 보고하였음[44]

○ 손평식(2010)은 2003~2007년 데이터를 활용하여 기업지배구조지수와 기업가치 간의 관계가 유의한 양(+)의 관계를 나타낸다는 결과를 보고하였음[45]

○ 오훈석 외(2011)는 2007~2009년 데이터를 활용하여 기업지배구조 우수기업이 취약기업에 비해 기업가치가 높다는 결과를 보고하였음[46]

□ 선행연구를 토대로 우리나라 주식시장의 최근 데이터를 활용해 실증 분석한 결과, 기업지배구조가 우수한 기업이 기업가치가 높다는 가설을 지지함

○ 2011~2016년 동안 유가증권시장에 연속 상장된 기업(565개 기업[47])을 대상으로 분석하였으며, 한국기업지배구조원(Korea Corporate Governance Service, 이하 KCGS)과 Fnguide Dataguide의 데이터를 활용함

○ 기업지배구조 외 기업가치에 미치는 다양한 요인들을 통제하기 위해, 기업 규모, 레버리지 지표, 유동성 지표, 현금흐름 지표, 수익 지표, 성장률 지표, 시가 배당률, 대기업 집단, Loss(당기순손실 여부)를 통제변수로 설정하였음

○ 연도·산업별 기업가치에 미치는 영향을 통제하기 위해 산업더미와 연도더미를 사용하였으며, 이때 산업더미는 한국표준산업분류표 중분류를 사용하였음

41) 2001년 봄에 한국거래소가 실시한 기업지배구조 설문조사를 바탕으로 한국기업지배구조지수를 만들어 사용함
42) 각주 9)과 동일
43) Drobetz, W., Schillhofer, A., Zimmermann, H., 2004, "Corporate governance and expected stock returns: Evidence from Germany", 「European financial management」, 10(2), 267-293.
44) Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A., 2003, "Corporate governance and equity prices", 「The quarterly journal of economics」, 118(1), 107-156.
45) 손평식, 2010, "기업지배구조가 경영성과의 변동성에 미치는 영향분석-기업지배구조지수를 이용", 「한국회계학회 학술발표논문집 2010」, 1-17.
46) 오훈석, 최국현, 2011, "기업지배구조가 재무적 경영성과와 기업가치에 미치는 영향-한국기업지배구조원 (CGS) 지배구조등급의 분석을 통한 실증검증", 「기업경영연구」, 38, 41-65.
47) 회귀분석 시 필요한 데이터가 없는 기업은 제외함

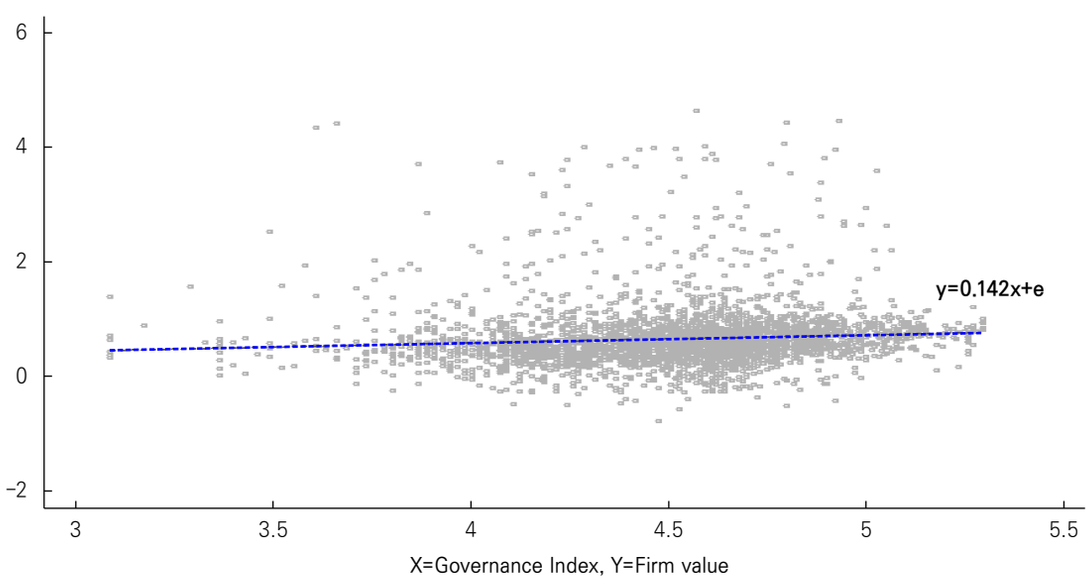
○ 기업가치와 기업지배구조의 관계를 분석하기 위해 기업가치는 Tobin's Q를 사용하고, 기업지배구조는 KCGS의 기업지배구조 지수와 등급을 사용함

○ 〈표 2〉는 이분산성(heteroskedasticity)을 통제한 표준오차를 반영한 t-통계량을 대괄호에 보고하였으며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄

〈표 2〉 기업지배구조와 기업가치에 관한 분석

독립변수	기업가치	
	분석모형1	분석모형2
기업지배구조지수	**0.1420*** [2.93]**	
기업지배구조우수그룹[48)]		**0.2225*** [6.31]**
통제변수	포함	포함
산업더미	포함	포함
연도더비	포함	포함
표본 수	3,390	3,390
결정계수	0.2630	0.2734

[그림 4] 기업지배구조와 기업가치 간의 관계



48) 각주 15)의 분석 모델을 참고하여, 기업지배구조등급이 B+ 이상이면 1, B이하이면 0으로 설정함

○ 분석 결과

- 국내 유가증권시장 상장 기업의 최근 데이터를 활용하여 실증 분석한 결과, 기업지배구조 지수와 기업가치는 통계적으로 유의하게 양(+)의 관계를 가지는 것으로 나타났으며, 이는 주식시장에서 기업지배구조가 우수한 기업일수록 기업가치가 높게 평가되고 있다는 것을 의미함(〈표 2〉, [그림 4] 참조)
- 기업지배구조우수그룹과 기업가치도 마찬가지로 통계적으로 유의하게 양(+)의 관계를 가지는 것으로 나타났으며, 이는 기업지배구조 등급이 B+이상인 우수그룹과 B이하인 취약그룹으로 나누었을 때 기업지배구조 우수그룹의 기업가치가 높다는 것을 의미함(〈표 2〉 참조)

결론

□ 기업지배구조 개선과 관련하여 우호적인 환경이 조성될 것으로 보임

○ 최근 국민연금의 스튜어드십 코드 도입으로 향후 기관투자자들의 스튜어드십 코드 도입이 확산되고, 주주행동주의가 활발해지면서 기업지배구조에 관한 이슈는 당분간 지속될 것으로 보임

□ 기관투자자가 기업의 경제적 가치 극대화를 추구하면서 장기투자를 지향할 경우 기업의 지속적 성장에 기여할 수 있음[49]

○ 기업지배구조 개선은 기업가치 제고를 통한 주주이익 극대화를 추구한다는 점에서 기업은 지속가능한 경영을 위해 기업지배구조에 대해 장기적 관점에서 투자의 시각을 유지할 필요가 있음

□ 기업지배구조는 기관투자자들에게 좋은 투자 전략 중 하나의 수단으로 활용될 수 있음

○ 핵심역량을 보유하고 있고, 기업 경쟁력은 우수하지만 취약한 기업지배구조로 인해 기업가치가 discount(할인)되어 있는 경우, 기관투자자는 engagement로 기업가치를 제고하고 포트폴리오 수익률을 극대화할 수 있음[50]

○ 동일 산업 군이나 비슷한 특성을 가진 기업 군 내에서도 기업지배구조 수준에 따라 투자 대상을 선별하여 투자 성과를 제고할 수 있음

49) 각주 2)와 동일

50) Becht, M., Franks, J., Mayer, C., Rossi, S., 2008, "Returns to shareholder activism: Evidence from a clinical study of the Hermes UK Focus Fund", 「The Review of Financial Studies」, 22(8), 3093-3129.

○ 자산운용업계의 니치 마켓(niche market)을 형성할 수 있음

- 자산 운용 시 특정 섹터 및 전략에 많은 펀드매니저들이 집중될 경우, 치열한 경쟁으로 펀드 성과가 하락하게 됨[51)]
- 기업지배구조를 활용한 투자 전략은 새로운 시장 창출 및 수익 기회를 제공함

□ 기업지배구조 개선은 코리아 디스카운트를 해소하고 한국 주식시장의 Valuation을 전반적으로 level-up할 것으로 예상됨

○ 코리아 디스카운트의 원인이 한국 기업의 취약한 기업지배구조임을 규명하는 실증 연구 결과는 아직 없지만, 다양한 관련 문헌들을 통해 기업지배구조 개선이 국내 증시의 저평가를 해소하는데 기여할 것이라는 결과를 도출해볼 수 있음

○ 향후 국내 기업들에게 요구하는 기업지배구조 수준은 전반적으로 level-up될 것으로 기대되며, 이러한 과정에서 국내 기업들의 기업가치도 평균적으로 상향 조정되어 코리아 디스카운트가 다소 해소되는데 기여할 것으로 예상됨

51) Pástor, Stambaugh, R. F., Taylor, L. A., 2015, Scale and skill in active management, 「Journal of Financial Economics」, 116(1), 23-45.