

기업가치의 평가와 적용

백경민 · 윤세영

정보통신정책연구원 연구원 · 서울대학교 대학원 경영학과 석사과정

IMF사태 이후 우리 경제는 금융기관, 대기업 등의 빅딜과 종업원의 감원 선포, 부도로 인한 중소기업의 퇴출과 벤처창업 열풍 등 급격한 환경변화를 겪으면서 많은 경영자들이 새로운 기술의 개발과 사업 전략을 모색하느라 부심하고 있다.

이에 따라 보다 빠르고 정확한 경영정보에 대한 수요는 더욱 증가하고 있으며 이러한 정보를 바탕으로, 합리적이고 체계적인 기업가치평가와 그 공시를 통한 투명한 기업실체의 존재가 절실히 필요한 시점이다. 특히, 최근 활성화되고 있는 M&A를 통해 더욱 필요성이 절실했던 정밀한 기업가치평가는 그 이론적인 발전을 토대로 여러 가지 모형들을 제시하고 있고, 이러한 모형들을 현실에 적용하기 위한 노력이 이루어지고 있다. 본 고에서는 현재까지 제시된 기업가치평가의 기본적인 이론적 모델들을 살펴보고, 이러한 가치평가 모델을 사용하여 기업가치평가에 실제로 적용할 때 고려해야 할 사항에 대하여 다루어보고자 한다.

본 고에서는 우정사업의 기업가치 평가를 위해 현재까지 제시된 여러 가지 기업가치평가의 기본적인 이론적 모델들을 살펴보고 이러한 기업가치 평가 방법을 우정사업에 적용할 때 고려해야 할 사항들을 살펴본다.

I. 서론

외환위기 이후 국내기업들은 과거에 겪어보지 못했던 환경의 변화에 직면하게 되었다. 장기간 보이지 않게 쌓여 온 여러 근원적인 문제들이 IMF 시기를 계기로 불거져 나왔으며, 이에 각 경제주체 나름의 생존방안을 궁리하게 된다. 금융권을 비롯한 많은 기업의 경영자들은 기업구조조정 과정을 통해 비효율적인 기업의 부분들을 과감히 잘라내었고, 기업의 핵심역량 제고를 위해 많은 자구책을 강구하여 외형중시의 경영에서 탈피하여 가치중심의 경영을 펼치고자 노력하게 되었다. 투자자들은 IMF 과정 중에서 그 동안 국내 기업들의 정보공시와 회계처리 등에 대한 문제점을 주시하고, 기존 기업평가 시에 중시 여기던 건물, 토지와 같은 유형자산보다는 특허

나 기술력과 같은 무형자산을 경쟁우위의 측정요소로 생각하기 시작하면서 보다 신중한 투자자로의 변모를 꾀하게 되었다. 한편, 정부측은 기업투명성을 가로막는 것으로 지적되어 온 기존의 회계처리기준을 국제적 기준에 부합하도록 재정비하는 등 제반 제도정비를 통해 보다 합리적이고 체계적인 정보유통을 위해 노력하게 되었다.

IMF사태 이후 이런 모든 일련의 움직임들은 결국, 기업가치의 합리적인 평가와 이의 투명한 공시를 통해 투자자에게 보다 유용한 정보를 제공하여 바른 투자 의사결정을 할 수 있도록 하기 위함이다. 따라서, 실질에 부합하는 올바른 기업가치 평가의 중요성은 날로 증대되고 있으며, 특히 적대적 인수 합병에 대처하기 위해서도 그 필요성이 더해 가고 있다.

우정사업의 기업가치 평가는 우정사업의 경영성과를 분석하고 이러한 경영정보를 우정사업의 책임경영평가제도에 활용하는 한편 향후 우정사업이 정부기업에서 공사화 또는 민영화로 체제를 전환하는 경우 적절한 매각가격을 미리 추정해 볼 수도 있다는 점에서 활용 가능하다.

다음 절에서는 우정사업의 기업가치 평가에 적용해 볼 수 있는 기본적인 이론적 평가방법들에 어떤 것이 있는지 개괄적으로 살펴보고 이를 실제 우정사업에 적용할 때 고려해야 할 사항들을 검토하도록 한다. 이를 통해 우정사업의 기업가치 평가를 좀더 정밀하고 합목적적인 방법으로 수행할 수 있는 방안을 모색해 보고자 한다.

II. 기업가치평가의 의의

기업의 실적을 평가하는 척도들도 많지만 가치만큼 포괄적인 척도는 없다. 가치는 다른 실적 지표와는 달리 단기적인 성격의 지표가 아니다. 주당순이익(Earning Per Share)이나 자기자본 수익률(Return On Equity)은 통상 근시안적인 지표로 사용된다. 더욱이 이러한 지표가 이용하는 이익은 주로 손익계산서를 관리하는데 초점을 맞추는 경향이 있을 뿐 기업의 현금흐름의 규모나 시점과는 다소간의 괴리가 있는 것이 사실이다. 최선의 척도로서 받아들여지고 있는 가치는 어떤 이해당사자의 요구도 가치로 계량화 할 수 있기 때문에 보다 정교하고 투명한 이해조절을 가능하게 한다.

Ⅲ. 기업가치평가 관련제도

종래 우리나라 기업가치평가 제도는 개별법령에 의거하여 필요에 따라 일정한 목적을 위하여 해당 기관별로 실행되었으며, 증가하는 그 수요규모에 비해 공신력이나 신뢰도는 일정수준에 미치지 못하고 있는 것으로 파악되고 있다.

재정경제부의 기업공개관련 유가증권 평가기관으로 지정된 신용평가전문회사, 한국감정원을 비롯한 감정평가법인, 회계법인에서 국유재산법상의 공기업의 주식매각을 위한 주식가치평가, 상속세 및 증여세법상 비상장주식의 지분상속에 의한 상속세 기준가 평가, 일반기업의 공모가액 산정을 위한 평가, 증권거래법에 따른 상장법인과 비상장법인의 합병에 따른 적정 합병비율의 산정, 비상장주식의 양수·도시 매매가 산정에 필요한 주식가치의 산정을 위한 기업가치평가가 수행되었으나, 아직 전문적인 평가시스템의 구축이나 전담기관이 정착되지 못한 실정이다.

최근에 우리나라의 기업가치 관련 업무도 WTO체제의 출범과 IMF체제를 거치면서, 대기업의 구조조정, 사업의 분할매각, 외국자본의 유치, 법정관리, 청산 M&A붐 등 다양한 평가수요가 발생하는 상황으로 금융기관, 민간연구소, 다국적 컨설팅회사 및 외국의 신용평가회사에서도 기업가치평가 업무를 수행하고 있다.

미국의 경우 미국감정평가사회(American Society of Appraisers: ASA)에 설치된 기업평가위원회(Business Valuation)에서 각종 기준의 제정 및 자격을 수여하여 주식공개한 상장기업 및 개인회사의 비공개거래와 관련된 업무를 수행하고 있다. 또 전국공인평가분석학회(National Association of Certified Valuation: NACVA)에서는 일정요건에 해당되는 자에게 공인평가분석사(Certified Valuation Analysts: CVA) 자격증을 수여하여 파산, 압류, 청산, 기업매각 등 전문적인 서비스를 제공하고 있다. 미국의 가치평가관련 자격제도의 특징적인 현상은 민간기관에 의하여 자율적이면서도 시장논리에 입각하여 운영되는 것이다.

IV. 기업가치평가의 이론적 모델

1. 소득접근법(Income Approach)

1) 현금흐름할인법(DCF: Discounted Cash Flow Model)

자산의 가치가 그 자산으로부터 기대되는 미래현금흐름의 현재가치로 평가된다는 ‘현재가치의 원칙’에 근거를 두고 있는 방법이다.

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

(n : 자산의 수명, CF_t : t 기간의 현금흐름, r : 현금흐름의 위험을 반영한 할인율)

공식자체로는 상당히 단순한 모형인 듯 보이지만 공식에 내재되어 있는 의미를 파악하여 이를 실제 기업가치추정에 사용하려면 상당히 어렵게 느껴질 수도 있는 방법이다.

기업의 가치는 채권자에게 귀속될 현금흐름인 부채의 가치와 주주에게 귀속될 현금흐름인 자기자본의 가치로 구성되며, 부채의 가치와 자기자본의 가치의 합은 영업현금흐름으로 대표되는 영업의 가치와 일치한다. 한편, 영업의 가치는 미래 FCF¹⁾의 기대치를 할인한 것이므로, 이 때 사용되는 할인율은 기대되는 미래현금흐름, 즉 미래 FCF를 모든 투자자(주주, 채권자 등)에게 귀속되는 현재가치를 환산하는 데 사용되는 할인율이므로, 주주와 채권자의 요구수익률을 가중 평균한 값인 WACC²⁾이 사용된다. 따라서, 이 모형은 미래 FCF의 추정과 이를 할인할 가중평균자본비용 WACC를 합리적으로 이끌어 내는 것이 기업가치를 도출해 내는데 있어서 가장 핵심적인 사항이라 하겠다. 한편, FCF의 계산 시에는 이자비용이나 배당금과 같이 자금조달과 관련된 현금흐름을 배제하여야 하는데, 이는 기본공식의 분모를 구성하는 할인율에 이미 자금조달 관련 위험이 모두 반영된 상태이기 때문이며, 만약 FCF 계산 시에 이자비용이나 배당금을 고려하여 계산한다면 이 중 계산이 되어 잘못된 결과를 도출하게 되므로 유의해야 한다.

1) Free Cash Flow로서 기업이 실제로 창출하는 ‘영업활동으로부터의 현금흐름’을 의미하며 이는 세후영업이익에 비현금비용을 합한 것에서 업무용 운전자본투자와 유형고정자산투자 및 기타자산투자를 차감한 금액이 된다. 일반적으로 FCF는 기업의 재무구조에 의해 영향을 받지 않는다.

2) Weighted Average Cost of Capital: 가중평균자본비용

2) EVA(Economic Value Added) 평가법

경제적 부가가치(EVA)란 기업가치를 평가하기 위한 경영지표로서 근래에는 기업의 가치를 극대화시키는 경영기법으로 활용되고 있다. 이는 기존의 매출액, 시장점유율 및 당기순이익 등 손익계산서 위주의 경영관리 기법과는 달리 현금흐름에 입각하여 기업의 기본활동인 영업활동을 통해 창출된 영업이익을 바탕으로 타인자본뿐만 아니라 자기자본에 대한 비용도 함께 고려하는 경영관리지표이다.

EVA는 기업의 고유의 영업활동을 통해 창출한 순가치의 증가분으로 세후 영업이익에서 투자자본에 대한 자본비용을 차감한 잔액을 말한다. 여기에서 세후 영업이익이란 기업 본연의 영업활동에서 창출한 영업이익에서 법인세 등의 세금을 차감한 이익을 의미하고, 자본비용은 투자자들이 제공한 투자자본에 대한 비용으로 외부차입에 의한 타인자본비용 외에도 주주가 제공한 자기자본비용이 포함된 총 자본비용을 말한다.

EVA를 산식으로 표현하면

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= \text{세후영업이익} - \text{자본비용} \\ &= (\text{영업이익} - \text{법인세}) - \text{자본비용} \\ &= \text{투자자산} \times (\text{투자자산수익률} - \text{자본비용}) \\ &\quad (\text{IC}) \quad (\text{ROIC}) \quad (\text{WACC}) \end{aligned}$$

투자자산(IC): 영업활동을 위해 투자된 평균자본으로 운전자금과 유형고정자산

투자자산 수익률(ROIC): 투자자산에 대한 세후 영업이익의 비율

자본비용(WACC): 타인자본비용과 자기자본 비용의 가중평균

영업이익에서 법인세와 자본비용을 차감하는 이유는, 영업이익이 모두 현금으로 유입된다고 가정하고 있기 때문이다. 그러나, 우리나라의 경우 아직까지는 매출이 미국처럼 현금판매 방식이 아닌 어음결제 방식으로 이루어지는 경우가 많기 때문에 영업이익을 기준으로 하는 것보다는 현금흐름 기준으로 하는 것이 합리적이라 할 수 있다. 현금흐름을 기준으로 하는 경제적 부가가치는 현금흐름표상 영업활동으로 인한 현금 흐름에서 감가상각비와 자기자본비용을 차감하는 방법으로 계산한다.

이를 산식으로 표현하면

$$EVA = \text{영업활동으로 인한 현금흐름} - \text{감가상각비} - \text{자기자본비용}$$

이 경우 감가상각비를 차감하는 이유는 감가상각비는 투자한 자금의 회수액이므로 기업가치를 증가시키는 성격으로 볼 수 없기 때문이다. 한편, 영업활동으로 인한 현금흐름은 타인자본비용(이자비용)이 차감된 것이기 때문에 가중평균비용 대신 자기 자본비용만 차감한다.

한편, EVA는 매기간 경영성과의 측정에 사용될 뿐만 아니라, EVA의 흐름이 미래에도 지속적으로 가능하다는 가정 하에서 이를 현재가치로 하여 기업가치를 측정할 수 있다. 이를 산식으로 표시하면 다음과 같다.

$$\text{기업가치} = \text{투하자본} + \sum PV(EVA)$$

그러나, EVA는 사업프로젝트마다 수명주기가 달라 EVA기준 상호비교시 비교기준이 모호하다는 점, 정확한 자본 비용 산정상의 어려움, 장부상 많은 수정 항목이 존재한다는 점이 한계로 지적되고 있다.

3) 잉여현금흐름할인모형

잉여현금흐름모형은 기업가치 평가모형의 하나로서 부가가치의 창출력을 잉여현금흐름액으로 측정한다. 잉여현금흐름이란 본업활동이 창출해 낸 현금유입액(operating cash inflow)에서 당해 연도 중에 새로운 사업에 투자하고 남는 것을 뜻한다.

따라서 사업예측기간 중 발생할 잉여현금흐름을 적절한 자본비용으로 할인하여 합산하면 기업가치를 추산할 수 있다.

$$\text{기업가치} = \sum PV(\text{잉여현금}) + \text{잔여가치(Terminal Value)}$$

잉여현금흐름법의 기본원리는 현금흐름할인법(DCF)과 동일하나, 다만 기간별 현금유입액을 달리 정의하고 있기 때문에 잉여현금할인법은 DCF법의 특수한 경우로 볼 수 있다. 잉여현금할인법에서는 당해연도의 현금유입액 전액을 투하자본이 창출한 부가가치로 인식하지 않고, 차기 연도 이후의 현금유입의 증가를 위하여 필요한 투하자본의 증분 즉, 추가적인 부가가치 창출에 기여할 현금유출액의 증가액을 차감하여 구한다.

2. 상대가치평가법(Relative Valuation Approach)

순이익, 현금흐름, 장부가격, 매출액 등의 공통변수를 기준으로 비교자산(Comparable Asset)의 가치를 살펴봄으로써 자신의 가치를 평가하는 방법이다. 이는 동일한 산업 내의 유사한 기업들과 관계되는 일정한 배수(주가수익률(PER), 주가 대 장부가치 비율(PBR), 주가 대 매출액 비율(PSR), 주가 대 현금흐름 비율(PCR), 주가 대 배당금 비율(PDR), 시장가치 대 대체가치 비율(토빈의 Q) 등)을 이용하여 상대적인 기업가치를 평가하는 방법이다.

〈표 1〉 기업의 특성과 바람직한 상대가치평가모형의 예

순이익		비교기업 수	시장의 가치평가	사업유형	적절한 모형
부 호	수 준				
양	정상	다수	산업을 정확히 평가	모든 업종	PER/비교기업
양	정상	소수	시장전체를 정확히 평가	모든 업종	PER/회귀분석
양	정상	다수/소수	부정확	모든 업종	PEF/기본특성
음	비정상	다수	산업을 정확히 평가	제조업	PBR/비교기업
음	비정상	소수	시장전체를 정확히 평가	제조업	PBR/회귀분석
음	비정상	다수/소수	부정확	제조업	PBR/기본특성
음	비정상	다수	산업을 정확히 평가	서비스업	PSR/비교기업
음	비정상	소수	시장전체를 정확히 평가	서비스업	PSR/회귀분석
음	비정상	다수/소수	부정확	서비스업	PSR/기본특성

상대가치평가법의 장점은, 그 방법이 간단하고 유사기업과 연관성을 지니며 기업가치의 신속한 평가가 가능하다는 점이다. 그러나, 같은 이유로 이 방법은 잘못 이용되기 쉽고 평가자로 인한 주관적 조작이 쉽다는 결점을 갖고 있다.

3. 조건부청구권(옵션) 가치평가법

옵션의 가격결정모형을 이용하여 옵션과 유사한 특성을 갖고 있는 자산의 가치를 평가하는 방법이다. 앞에서 설명한 현금흐름할인법은 미래의 상황변화에 따른 기업의 가치를 적절히 반영

하지 못하고 있다. 이러한 현금흐름할인법의 유연성 결여를 극복하기 위하여 제시되고 있는 것이 옵션을 통한 기업가치평가이다.

콜옵션(Call Option)은 기초자산의 가치가 약정행사가격보다 클 때 가치를 갖고, 풋옵션(Put Option)은 기초자산의 가치가 약정행사가격보다 작을 때 가치를 갖는다. 즉, 어떤 자산으로부터 얻는 이익이 기초자산가치의 함수라면 그 자산은 콜옵션(Call Option)으로 평가될 수 있다. 기초자산의 가치가 미리 정해진 행사가격을 초과하는 경우 그 자산은 이들 차이만큼 가치를 가지게 되며, 기초자산의 가치가 행사가격 이하로 하락할 때에는 그 자산가치는 0이 된다. 이와 반대로, 기초자산의 가치가 미리 정해진 행사가격 이하로 하락할 때에만 가치를 갖는 자산은 풋옵션(Put Option)의 일종으로 평가될 수 있다.

이러한 옵션가격결정모형을 이용하는 방법은, 기초자산이 시장에서 거래되지 않을 때 그 수익률의 분산과 배당수익률을 시장을 통해 구하기 어렵기 때문에 이를 인위적으로 추정해야하는 문제점이 있어 그 이용에 약간의 제약이 따른다.

V. 기업가치평가의 모델의 적용(DCF 법 기준)

여러 가지 기업가치 평가 모델들이 나오고 있지만 현금흐름할인법(DCF)이, 기존의 다른 평가방법에 비해 우월하다고 평가받고 있다. 이는, DCF법이 기업가치에 영향을 미치는 모든 요소들을 고려하는 평가기법으로서, 복잡한 요소들이 있는 경우에도 그 평가가 가능하기 때문이다. 따라서, 이하에서는 DCF기법을 기준으로 한 가치평가를 기준으로 실제적용에 필요한 사항들에 대하여 살펴보자.

일반적인 기업가치평가의 절차는 다음 <표 2>와 같은 순서로 이루어진다.

DCF법을 이용한 기업가치평가를 위해서는, 기본적으로 핵심가치창출요소 파악에 중점을 둔 과거실적의 철저한 분석 및 잔여가치의 추정도 이루어져야겠지만, 보다 신경 써야 할 부분은 이러한 과거자료를 통해 얻은 기본자료를 바탕으로 한 미래실적 즉, FCF의 체계적인 추정과, 이러한 미래현금흐름을 할인할 자본비용의 추정부분이라 할 수 있다. 다시 말해서, DCF법에 의한 기업가치평가의 정밀도는, 영업으로부터의 미래현금흐름과, 영업기간 중에 조달된 자본의 비용인 할인율을 어떻게 추정하느냐에 좌우된다고 할 수 있다. 따라서, 미래현금 흐름추정의 경우에

는 단순 비율에 의한 간편법으로 추정이 아닌, 해당 기업이 속하는 관련 산업분석, 수요추정, 시장점유율 등의 경쟁력 분석을 통하여 매출액을 추정하고, 과거 실적분석을 통하여 추정 원가계산의 기초자료를 확보하여 추정손익을 산출함으로써, 보다 정밀한 영업현금흐름(Free Cash Flow)을 추정해 내야 한다. 또한, 할인율은 자본시장의 CAPM모형을 통한 베타계수 활용, 실무에서 활용되고 있는 Risk Premium추정, 추정기간중의 자본구성 등을 감안한 자본비용(Capital Cost)을 산정하여 기업가치평가에 이용해야 한다.

〈표 2〉 기업가치평가의 순서

1. 과거 실적 분석	세후영업이익 및 투자자신의 산출 Key Value Driver의 추출 과거실적에 근거한 시각의 개발 재무적 건전성의 분석
2. 미래 실적 예측	전략적 위치분석 미래실적 시나리오 개발 개별재무제표 항목의 예측 전체적인 예측의 합리성 점검
3. 자본비용 추정	시장가치 가중치의 목표설정 부채에 의한 자본조달비용 추정 주식발행에 의한 자본조달비용 추정
4. 잔여가치 추정	적절한 기법의 선택 예측대상기간의 설정 관련지표의 추정 잔여가치를 현재가치로 할인
5. 결과의 산출 및 해석	사업가치 산출 및 계산 검증 의사결정을 위한 결과의 해석

자료: 박순풍 역, 『기업가치평가』

현재 보다 효율적이고 합리적인 정부기관의 운영을 위해서 정부부문의 민영화가 활발히 이루어지고 있다. 그러나, 정부기관이 시장을 독점하고 있는 부문의 경우에는 향후 이를 민영화할 때 기업의 가치를 평가해야하는 문제가 대두된다. 특히, 정부가 운영하고 있는 사업부문이 정부 이외의 일반 사기업에 의해 경쟁구도를 이루고 있는 상황인 경우에는, 앞에서 소개한 상대가치

평가방법이나 조건부청구권(옵션) 가치평가법을 이용하여 간접적인 평가가 가능하다. 그러나, 그렇지 않은 상황 즉, 독점사업을 하고 있는 정부기관의 가치평가는 동일한 경제환경에서 비교할 대상기업이 없으므로 DCF법을 이용한 평가가 가장 타당하다고 생각된다. 실제로 Mckinsey를 비롯한 많은 컨설팅 기업이 DCF법을 이용하여 기업가치평가를 수행하고 있다.

1. 미래실적의 예측

1) 고객 및 시장세분화

기업은 고객과 시장을 세분화함으로써 고객들의 상품 및 제품에 대한 선호도를 알 수 있고, 이를 통해 현재 및 향후 기업의 진출방향 설정을 하여야 하며, 이를 착실히 분석함으로써 미래의 잠재적 시장 점유율 추정하는데 많은 도움을 얻을 수 있다. 이는 과거자료에 대한 철저한 분석을 통해 이루어질때 보다 높은 신뢰성을 갖게 된다.

2) 사업시스템 분석

미래실적을 예측하기 위해서는 기업이 운영되는 시작점과 끝점까지의 총체적인 흐름을 파악해야 각 부분에서의 여러 변수를 찾아내어 보다 정확한 예측이 가능하므로 사업시스템의 분석이 필요하다.



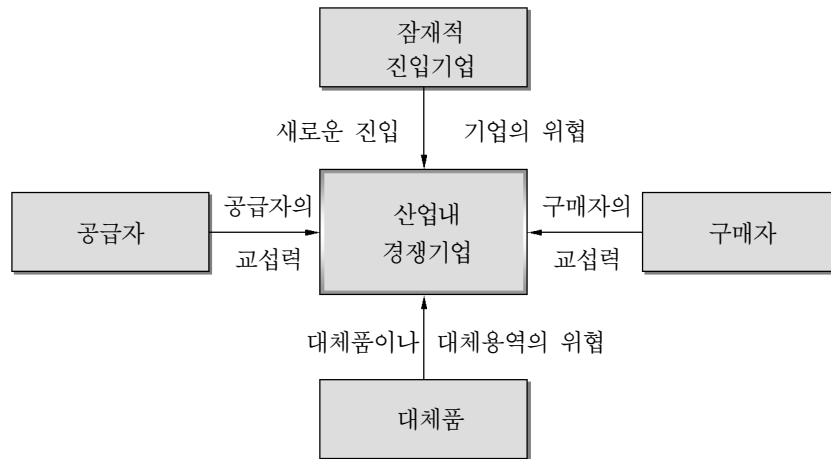
자료: 박순풍 역, 『기업가치평가』, p.220

[그림 1] 사업시스템 분석 예(Porter의 가치사슬 중 본원적 활동)

3) 산업구조분석

기업의 향후 수익성을 판단하기 위해서는 해당 산업 외부로부터의 수익성 형성의 원동력 고찰

이 필요하다. 흔히 기업의 외부환경분석기법으로 Porter의 산업구조분석 기법이 많이 쓰이며 이는 특정기업의 과업환경에서 중요한 요인들을 이해하고자 하는 노력을 의미한다.



[그림 2] Porter의 산업구조분석기법

잠재적 진입기업 항목은 산업의 집중도, 경쟁기업과의 동질성과 이질성, 제품차별화, 초과설비, 비용구조를 살펴야 하며, 대체품 항목은 대체품으로 소비자들이 옮겨갈 것인지와 대체품의 유용성 정도를 파악해야 한다. 구매자 교섭력과 공급자 교섭력은 각각의 입장에서 가격과 이윤의 폭의 차이 및 교섭력 증가에 대한 사항을 다루게 된다.

우정사업에 대해서도 향후 민영화 시에 현재 독점하고 있는 부문에 대한 잠재적인 진입기업과 우정사업 부문 중 이미 민간업체와 경쟁하고 있는 부문에 대한 파악이 전반적으로 이루어져야 향후 보다 나은 기업가치평가에 도움이 될 것이다.

4) 예상 실적 시나리오 개발

기업의 경쟁우위에 대한 시각, 산업전반에 걸친 수익력 원천의 파악, 그리고 고객과 시장에 대한 현재 및 향후의 포지셔닝이 파악되면 미래 실적 예측을 위한 시나리오를 개발해야 한다. 물론 시나리오를 이용함으로써 앞에서 언급한 여러 가지 가치평가방법들은 재무적 실적에 대한 하나의 세련된 추측이 될 뿐이라는 점을 인정할 수 밖에 없게 되지만, 미래에 발생할 여러 상황들에 대처하기 위해 실적의 범위를 선정·분석해 놓아야 보다 현실에 가까운 결론을 도출할 수

있으며, 이러한 여러 시나리오를 통해 역으로 현재 기업의 나아갈 바를 설정할 수도 있다.

우정사업의 경우에도 현재의 우정사업본부체제에서 다른 경영체제로의 변환을 모색하고 이에 따른 각각의 기업가치를 추정하려고 하는 경우 각 체제별 실적 시나리오의 개발이 필요하다. 우선 이 경우에는 전환할 체제유형에 대한 일반적 합의가 이루어져야 하며 그 후, 각 체제유형의 구체적인 정의에 따라 실적의 예측이 이루어져야 할 것이다.

5) 개별 재무제표 항목의 예측

예상 시나리오의 작성이 구체적으로 작성된다 하더라도 실질적으로 개별 재무제표 항목의 예측이 있어야 미래현금흐름에 대한 추정이 가능하다. DCF법을 사용하는 경우, 손익계산서 및 대차대조표를 작성하지 않고 FCF를 예측하는 것도 가능하다. 그러나, FCF 먼저 예측하는 경우에도 현금흐름이나 손익계산서 항목이 대차대조표계정들과 갖는 관계를 보기 위해서는, 여전히 대차대조표 작성의 필요성이 남게 된다. 개별 계정과목의 예측은 산업구조 및 해당 기업의 내부적 역량에 대한 세심한 분석 위에 이루어져야 한다. 따라서, 앞에서 언급한 사업시스템 분석이나 산업구조분석을 통해 각 변수의 과거수준을 파악하고 이를 통한 보다 정밀한 예측이 요구된다. 이러한 예측 시에는 실질화폐단위 보다는 명목화폐단위로 추정되어야 한다. 왜냐하면 일반적으로 CAPM과 같은 자본비용 추정방법을 사용하는 경우, 여기서 산출되는 값은 명목할인율이기 때문에, 측정의 일관성 유지 측면에서 할인되어야 하는 금액도 명목가치로 측정해야 할 것이다. 만일 할인율을 실질할인율로 재계산해서 사용한다면 할인되는 금액 역시 실질화폐단위로 측정된 금액이어야 할 것이다. 물론 전자의 경우나 후자의 경우나 최종적으로 나오는 평가액은 동일하다.

성장률의 예측 시에는 과거성장률을 기초하는 방법, 전문분석가들이 추정한 동일기업에 대한 추정치를 이용하는 방법, 그리고 기업의 재무적 기본특성을 이용하는 방법 등이 있다. 각 방법은 나름대로의 정보적 가치를 갖고 있으므로 이 세 가지 방법으로 추정한 예측치는 각각의 정보적 가치에 맞춰 가중치를 부여함으로써 종합적으로 고려될 수 있다. 예측의 정보력은 통계적 측정치와 주관적 요소를 이용해 평가해야 될 것이다.

우정사업에서의 기업가치평가가 이루어질 경우에도 개별 재무제표항목별 추정이 이루어져야 할 것이다. 그러나, 항목별 추정을 하더라도 중요성의 원칙에 입각해서 가장 많이 영향을 미치는 항목을 위주로, 그리고 예측 방법이나 항목의 성격의 이질성 정도에 따라 분류하여 비용과 효익

관점에서 분류한 후 이를 바탕으로 가중치를 부여하여 예측하는 것이 바람직하다고 생각된다.

〈표 3〉 추정치에 대한 가중치를 결정하는 요인

성장예측방법	고려해야할 요인	가중치 부여(높음 ↔ 낮음)
과거자료모형	① 이용가능한 과거자료의 수	많음 ↔ 적음
	② 과거의 순이익 변동정도	적음 ↔ 많음
	③ 기업의 경기순환성	적음 ↔ 많음
	④ 사업내용에 대한 변화 여부	없음 ↔ 있음
	⑤ 기업규모 변화 여부	없음 ↔ 있음
분석가 예측모형	① 이익보고서작성 이후 기업정보량	적음 ↔ 많음
	② 분석가들 사이의 합의 정도	많음 ↔ 적음
	③ 분석가들의 수준	우수 ↔ 열등
	④ 분석을 실행한 분석가들의 수	많음 ↔ 적음
기본성장모형	① 기업의 기본요인의 변동정도	많음 ↔ 적음
	② 모형에 투입되는 변수추정 정도	우수 ↔ 열등

자료: 정한규 외 2인 공역, 가치평가론(1998) p.199

한편, 성장률에 관한 대부분의 연구에서는 시계열모형이 우수한 미래의 예측치를 제공하는 것으로 나타나지만, 시계열자료를 사용할 때에는 시계열자료가 충분히 많이 누적되어 있고, 모형의 모수가 오랫동안 급격하게 변하지 않는 상황에서 적합하므로 사용에 유의해야 할 것이다.

6) 예측의 합리성 평가

모든 예측이 이루어진 뒤에는 예측의 합리성에 대한 평가가 이루어져야 하며, 앞서 실시한 과거 실적 분석에서와 동일한 방법을 이용하여 일관성을 유지하는 것이 좋다.

2. 자본비용(WACC)

DCF법에서의 자본비용을 구할 때 주의해야 할 점은 이 값이 전체적인 가치평가방법이나 할인되어야 할 현금흐름의 정의와 일관성이 유지되어야 한다는 것이다. 따라서, 자본구조의 추정은 자금조달 수단 별로 이루어지는 것이 바람직하다.

〈표 4〉 자금조달 수단별 종류

범 주	비 고
부채 형태의 자금조달(debt-type financing)	· 단기 및 장기 부채 · 리스 · 우선주
주식연개채/합성증권	· 신주인수권 · 전환사채 · 전환우선주
소수지분(minority interests)	-
보통주 발행에 의한 자금조달	-

세후 기준 WACC 추정을 위해 사용될 공식의 단순 형태는 다음과 같다.

$$WACC = k_b(1 - T_c) \frac{B}{V} + k_p \frac{P}{V} + k_s \frac{S}{V}$$

k_b : 조기상환권이 없고 주식으로 전환할 수 없는 부채의 세전기준 만기수익률 시장기대치

T_c : 해당 기업의 한계법인세율

B : 이자를 지급하는 부채의 시장가치

V : 해당기업의 시장가치($V = B + P + S$)

k_p : 조기상환권이 없고 주식으로 전환할 수 없는 우선주의 세후 기준 자본비용

P : 우선주의 시장가치

k_s : 자기자본의 기회비용

S : 자기자본의 시장가치

VI. 우정사업 기업가치평가시의 고려사항

기업가치평가도 다른 계량적 학문분야와 마찬가지로 고려해야 할 사항이 많이 있다. 계량적인 방법에 의해 측정되고 수치로 표현되기 때문에 매우 객관성을 띠고 있는 것처럼 보이지만, 사실은 수치로 표현되기 위해서 생략될 수밖에 없는 많은 질적 요소들의 존재를 간과해서는 안 된다.

다. 이 점을 고려할 때, 기업가치평가의 결과가 평가의 목적에 따라서 상이한 법률과 기준이 적용됨에 따라서 적절한 가치의 정의를 표현하지 못하는 경우도 발생할 수 있다는 점을 인식해야 한다. 실제로 동일한 기업이라 하더라도 가치측정의 기본전제나 그 측정시점에 따라서 상이한 평가결과가 도출될 수도 있다. 그러므로, 기업가치평가 시에 가치의 개념에 대한 이해와 해석이 우선적으로 전제되어야 평가목적에 부합하는 가치를 도출해 낼 수 있을 것이다.

기업가치평가에 있어서 예측기간은 일반적으로 현금흐름의 예측기간과 나머지 잔존기간으로 구분되어 진다. 우선, 현금흐름의 예측기간에 대해서 상세한 추정이 이루어지며, 두 번째로, 잔여기간에 대해서 잔존가치를 산정하게 된다. 일반적으로 현금흐름의 예측기간은 5~10년으로 설정하고 있으나, 예측상황에 맞는 합리적인 기간의 설정이 요구된다. 일부의 평가에서는 해당 기업의 사업계획기간에 맞추어 예측기간이 설정되는 경우도 있는데 이것은 잘못된 것이라 할 수 있다.

일반적으로 전문가들의 예측도 3~4년 이상의 장기예측 시에는 그 정확도가 많이 떨어지는 것으로 알려져 있다. 따라서, 장기예측을 하게 되는 경우에는 미래성장률의 유연화를 통한 예측이나 미래 경제순환 사이클을 정밀하게 예측하여 반영하는 것도 하나의 방법이 될 수 있다.

현금흐름예측기간은 이 기간이 종료되는 시점에서 해당 기업의 영업이 일정한 수준이 유지되는 정상상태에 도달할 수 있을 정도로 충분히 길어야 한다. 일반적으로 기업이 신규투자에 대해서 자본비용보다 높은 수익률을 유지할 수 있는 한 이러한 기간 전체를 예측기간으로 설정하는 것이 합리적일 것이다.

정확한 기업가치의 평가를 위해선 해당 기업의 가치창출요소에 대한 합리적인 예측이 전제되어야 한다. 그러나, 이러한 가치창출 요소들은 해당 기업의 제품에 대한 수요에 영향을 줄 수 있는 새로운 제품이나 기술적 혁신이 출현할 잠재적 가능성, 관련법규나 국제적인 무역장벽과 같은 정부정책의 변화가능성, 소비자의 기호 또는 생활패턴의 변화가능성 등의 다양한 요인에 의하여 불확실성에 노출되어 있다.

따라서, 잘 수행되었다고 평가받는 가치평가의 결과의 지속성이나 확실성에 대한 지나친 기대는 피해야 하며, 가치평가의 정보력을 더 높이기 위해서는 최신정보를 반영하여 계속적으로 재평가가 이루어져야 한다는 점을 유념해야 한다.

우정사업은 특히 시장가격을 평가하기 어려운 정부기업이기 때문에 앞서 살펴본 기업가치 평

가방법의 적용이 제한적일 수밖에 없다. 특히 상대가치평가법(Relative Valuation Approach)과 같이 동일한 산업 내의 유사한 기업들과 관계되는 일정한 배수를 이용하는 방법이나 조건부 청구권(옵션)가치평가법을 적용하기에는 많은 어려움이 있다. 따라서 이와 같은 여러 가지 기업가치평가방법 중에서 우정사업에 적용할 수 있는 평가방법으로는 현금흐름할인법(DCF법)이 가장 적합하다고 볼 수 있다. 그러나 현금흐름할인법을 적용하는 데에도 다음과 같은 제약을 피하기는 어려운 것으로 보인다.

앞서 살펴본 바와 같이 현금흐름할인법(DCF법)에 의한 기업가치평가의 정밀도는 영업이익으로부터의 미래현금흐름과 영업기간 중 조달된 자본의 비용인 할인률을 어떻게 추정하느냐에 좌우된다.

우선 우정사업의 경우에 있어서도 미래현금흐름 추정이 쉽지만은 않다는 점을 문제점으로 지적할 수 있다. 중장기적인 미래의 현금흐름을 추정하는 것은 여러 가지 가정을 수반하게 되어 그만큼 정확성이 많이 떨어지게 된다.

또한 현금흐름 추정은 회계상의 이익을 기반으로 하는데 회계적 이익은 기업의 과거활동의 결과이다. 미래 기업의 이익을 예측한다는 것은 쉽지 않으며 심지어 불가능하다고 주장하는 학자들도 있다. 미래의 기업이익을 자세히 예측하기 위해서는 원칙적으로 미래매출액 등 손익계산서상의 크고 작은 항목을 모두 예측해야 하는데 이렇게 복잡하게 되면 미래를 추정하는 모형으로서의 가치는 떨어지게 된다. 모형이란 간단하고 명료한 데에 그 가치가 있다고 할 수 있기 때문이다.

우정사업에서의 기업가치평가가 이루어질 경우에도 개별 재무제표항목별 추정이 이루어져야 할 것이다. 그러나 항목별 추정을 하더라도 중요성의 원칙에 입각해서 가장 많이 영향을 미치는 항목을 위주로, 그리고 예측 방법이나 항목의 성격의 이질성 정도에 따라 분류하여 비용과 효익 관점에서 분류한 후 이를 바탕으로 가중치를 부여하여 예측하는 것이 바람직하다.

특히 손익계산서 항목 중 중요하다고 판단되는 우정사업의 매출액, 예를 들면 우편사업수익이나 금융사업수익을 예측하기 위해서는 GDP변화 등 우편사업의 물량증가나 예금자금 조성액과 밀접한 관계가 있는 것으로 판단되는 거시적인 요인은 물론 우정사업의 내적인 미시적 요인을 고려해야 한다.

또한 우정사업은 우편사업과 금융사업이라는 사업의 성격이 상이한 두 사업을 동시에 운영하

고 있으며 각 사업별로 우편환경과 금융시장환경이라는 서로 다른 환경에 직면하고 있어 현금흐름을 사업별로 별개로 추정하여야 한다.

그러나 한편 이러한 사업은 인원과 네트워크라는 동일한 인프라를 이용하여 운영되고 있으므로 재무제표 상의 사업별로 추정된 우편사업수익, 금융사업수익 및 우편사업비, 금융사업비에 공통비 성격의 비용들이 잘 배분되어야만 사업별로 올바른 현금흐름 추정이 가능하게 된다. 우정사업의 내부에서 일어나는 내부거래나 상호보조들이 올바른 사업별 현금흐름 추정의 걸림돌이 됨은 물론이다.

다음으로 우정사업의 미래 현금흐름을 할인하는 적절한 할인율을 결정하는 것도 매우 중요한 과제이다.

이론적으로는 투자안에 따라 현금흐름이 발생하면 그 현금흐름을 할인할 할인율은 투자안의 성격에 따라 상이하게 사용해야 한다. 국채 등과 같이 위험이 전혀 없는 자산에 투자했을 때는 이 투자로부터 기대되는 현금흐름은 무위험이자율(risk-free rate)로서 할인할 수 있다. 그러나 주식으로부터 기대한 현금흐름은 위험이 따르며 그 위험의 정도는 주식마다 다르다. 주식의 성격에 따라 다른 위험을 측정하고 이 측정된 할인률의 결정에 이용해야 한다. 기업전체 차원에서 현금흐름을 할인할 할인률을 선정할 때에는 앞서 살펴본 바와 같이 부채와 자본의 비율에 따라 가중평균자본비용을 사용하는 것이 일반적이다.

정부기업형태로 운영되고 있는 우정사업의 경우 주주의 자기자본비용이나 채권자의 요구수익률 개념을 적용하기에는 어려움이 있다. 따라서 정부기업형태인 현재의 우편사업과 금융사업의 순현금흐름을 할인할 할인률로는 무위험이자율 등을 대응치로 고려해 볼 수 있다.

이와 같이 우정사업의 기업가치를 현금흐름할인법을 이용하여 계산하는 경우에도 우편, 금융사업별 상이한 환경 및 회계적으로 사업별 분리가 명확히 이루어지지 않고 있는 점, 정부기업이라는 특징 등으로 인하여 여러 가지 제약조건이 발생한다.

따라서 현금흐름할인법에 의한 우정사업의 기업가치 평가를 적용하는 경우에는 이러한 우정사업의 특수성을 인식하여 우정사업에 좀 더 적합한 대응치를 적용할 수 있도록 해야 할 것이다.

Ⅶ. 결 론

지금까지 기업가치평가의 모형들에 어떤 것이 있는지 개괄적으로 검토하고 이를 실제 우정사업가치평가작업에 사용할 때 고려해야 할 사항에 대하여 살펴보았다. 기업의 가치를 평가해야 하는 평가자나 분석가들은 개발되어 있는 여러 가치평가방법 중에서 하나를 선택하여야 하며, 이 선택의 기준은 순이익의 수준, 기대성장률, 성장률의 원천, 레버리지의 안정성, 그리고 배당 정책 등과 같은 기업 고유의 특성을 바르게 파악할 때 보다 정확해 질 수 있다.

사실, 기업의 가치를 평가하기 위해 적절한 모형을 선택하는 것은, 선택된 모형을 이해하고 모형의 변수를 결정하는 것만큼이나 가치평가과정과 결과 도출에 많은 영향을 미친다. 그러나 보다 정확한 기업가치평가를 위해서는 손익계산서, 대차대조표, 현금흐름표, 이익잉여금처분계산서와 같은 재무제표들뿐만 아니라 기업운영에 대한 보다 세밀하고 풍부한 자료의 축적이 반드시 필요할 것이다. 특히 가장 핵심이 되는 미래의 예측 부분에 있어서는, 어느 누구도 장담할 수 없는 불확실성에 대한 위험을 최소한으로 줄이고자 하는 것이므로, 기업과 산업분석, 전문가들의 조언 등도 중요하겠지만, 무엇보다도 운영에 관한 체계적으로 정리된 자료의 수집이 가능해야 보다 정확한 기업가치평가가 이루어 질 것이다. 특히, 이러한 자료의 수집은 우정사업과 같이 현재 상대적인 평가를 할 수 없는 정부 독점사업 부문의 향후 민영화 시에 필요한 기업가치평가에서 더욱 필요성이 높다고 생각된다. 또한, 기업의 가치는 고정되어 있지 않다는 점을 항상 주시하고 경영자는 새로운 정보가 지속적으로 반영할 수 있도록 지속적인 가치평가에 주의를 기울여야 할 것이다.

여러 가지 기업가치평가방법에 대한 이해를 바탕으로 우정사업의 특수성을 고려한 기업가치평가가 이루어져야만 우정사업의 정확한 성과평가는 물론 올바른 정책 및 경영의사결정에 유용한 정보가 제공될 수 있을 것으로 판단된다.

참 고 문 헌

박순풍 역, 『기업가치평가』, 경문사, 1998

임재만·정승희, 『기업가치평가방법에 관한 연구』, 감정평가연구원, 1998

- 신중용, 『기업가치, 기술가치 평가의 현황 및 발전방향』, 한국감정평가학회, 2000
- 강효석 외, 『기업가치평가론』, 홍문사, 1999
- 현병환, 『무형자산과 지적재산권 평가방법 연구』, 감정평가연구원, 1999
- 신 진, 「경제시스템의 변화와 기업가치평가」, 『감정평가논집11』, 감정평가협회, 2001
- 정한규 외 3인 공역, 『가치평가론』, 경문사, 1998
- 박정식, 『현대투자론』, 다산출판사, 1988
- 남찬기 외, 『정보통신기술을 이용한 우정사업 발전전략 -우정사업 회계정보시스템 구축방안-』, 정보통신정책연구원, 1999. 12