

2012년 12월 (2013년 2월 업데이트)

교육

IFRS 13 '공정가치 측정'과 관련된 적용사례

IFRS 9(금융상품)의 적용범위에 포함되는 공시가격이
없는 지분상품

기업회계기준서 제1113호 '공정가치측정' 교육자료

기업회계기준서 제1109호 '금융상품'의 적용범위에 포함되는 공시가격이 없는 지분상품

한국회계기준원 조사연구실

2013. 12. 31.

이 교육자료는 회계기준위원회(KASB)가 한국채택국제회계기준(K-IFRS)의 일부로서 공식 채택한 것이 아니며, 국제회계기준재단(International Financial Reporting Standards Foundation)이 발표한 국제재무보고기준 제13호 '공정가치측정'(IFRS 13 Fair Value Measurement)의 교육자료인 '국제재무보고기준 제9호의 적용범위에 포함되는 공시가격이 없는 지분상품(Unquoted equity instruments within the scope of IFRS 9 Financial Instruments)'을 한국회계기준원 조사연구실이 번역한 자료로서 기업회계기준서 제1113호 '공정가치측정'의 실무적용에 도움을 제공하기 위한 목적으로 작성되었습니다. 이 교육자료 발표일 현재 IFRS 9에 대응되는 (가칭) 기업회계기준서 제1109호 '금융상품'은 K-IFRS의 일부로서 제정되지 않았으므로, 기업회계기준서 제1109호에 대한 언급은 기업회계기준서 제1039호 '금융상품: 인식과 측정'을 의미하는 것으로 이해하여야 합니다. 또한 이 교육자료는 기업회계기준서 제1113호와 관련되지만, 회계기준으로서의 권위를 가지지 않으며, 그 기준서의 일부를 구성하거나 해석지침을 제공하는 것은 아닙니다.

COPYRIGHT NOTICE

This training material has been prepared by IFRS Foundation education staff. It has not been approved by the International Accounting Standards Board (IASB). This training material is designed to assist those training others to implement and consistently apply IFRSs. For more information about the IFRS education initiative please visit www.ifrs.org/Use+around+the+world/Education/Education.htm.

All rights, including copyright, in the content of this publication are owned by the IFRS Foundation.
Copyright © IFRS Foundation®
30 Cannon Street | London EC4M 6XH | United Kingdom | Telephone: +44 (0)20 7246 6410
Email: info@ifrs.org | Web: www.ifrs.org

Disclaimer: The IFRS Foundation, the authors and the publishers do not accept any responsibility for any loss caused to any person and/or entity that acted or refrained from acting in reliance on the material in this publication, whether such loss is caused by negligence or otherwise. Any names of individuals, companies and/or places used in this publication are fictitious and any resemblance to real people, entities or places is purely coincidental.

Right of use

Although the IFRS Foundation encourages you to use this training material for educational purposes, you must do so in accordance with the terms of use below. For details on using our standards please visit www.ifrs.org/IFRSs/Pages/IFRS.aspx

Please note the use of this training material (as set out in the terms of use) is not subject to the payment of a fee and we reserve the right to change the terms of use from time to time.

Your right (if any) to use this training material will expire:

- when this training material becomes out of date at which time you must cease to use it and/or to make it available; and/or
- if you breach the terms of use.

1. Terms of Use

1.1 This training material may only be used for educational purposes and in accordance with these terms. If you require any other use, please contact us as you will need a written licence which we may or may not grant.

Printed Use

1.2 Unless you are reproducing the training material in whole or in part to be used in a hard copy stand-alone document, you must not use or reproduce, or allow anyone else to use or reproduce, any trademarks that appear on or in the training material.

1.3 For the avoidance of any doubt, you must not use or reproduce any trademark that appears on or in the training material if you are using all or part of the training material to incorporate into your own documentation.

1.4 The trademarks include, but are not limited to, the IFRS Foundation and IASB names and logos.

1.5 When you copy any extract, in whole or in part, from this publication in print form, you must ensure that:

- the documentation includes a copyright acknowledgement;
- the documentation includes a statement that the IFRS Foundation is the source of the material;
- the documentation includes an appropriate disclaimer;
- our status as the author(s) of the teaching materials is acknowledged;
- the extract is shown accurately; and
- the extract is not used in a misleading context.

Electronic Use

1.6 In relation to any electronic use of this training material:

- if you intend to include any part of this training material on your website free of charge or in a slide pack for an educational course you must comply with the provisions listed at paragraph 1.5 and you must not use or reproduce, or allow anyone else to use or reproduce, any trademarks that appear on or in the training material
- if you intend to provide any part of this training material electronically for any other purpose please contact us as you will need a written licence which we may or may not grant

If you breach any of these terms of use your right (if any) to use our materials will cease immediately and you must, at our option, return or destroy any copies of the materials you have made.

Please address publication and copyright matters to:

IFRS Foundation Publications Department | 30 Cannon Street | London EC4M 6XH | United Kingdom | Telephone: +44 (0)20 7332 2730 | Email: publications@ifrs.org Web: www.ifrs.org

We would like to thank the Korea Accounting Standards Board for the Korean translation of [‘Illustrative examples to accompany IFRS 13 Fair Value Measurement: unquoted equity instruments within the scope of IFRS 9: Financial Instruments’].

The Korean translation of [‘Illustrative examples to accompany IFRS 13 Fair Value Measurement: unquoted equity instruments within the scope of IFRS 9: Financial Instruments’] contained in this publication has not been approved by the review committee appointed by the IFRS Foundation. The Korean language translation is copyright of the IFRS Foundation.

기업회계기준서 제1113호 '공정가치측정' 교육자료

기업회계기준서 제1109호 '금융상품'의 적용범위에 포함되는 공시가격이 없는 지분상품

한국회계기준원 조사연구실

2013. 12. 31.

이 교육자료는 회계기준위원회(KASB)가 한국채택국제회계기준(K-IFRS)의 일부로서 공식 채택한 것이 아니며, 국제회계기준재단(International Financial Reporting Standards Foundation)이 발표한 국제재무보고기준 제13호 '공정가치측정'(IFRS 13 Fair Value Measurement)의 교육자료인 '국제재무보고기준 제9호의 적용범위에 포함되는 공시가격이 없는 지분상품(Unquoted equity instruments within the scope of IFRS 9 Financial Instruments)'을 한국회계기준원 조사연구실이 번역한 자료로서 기업회계기준서 제1113호 '공정가치측정'의 실무적용에 도움을 제공하기 위한 목적으로 작성되었습니다. 이 교육자료 발표일 현재 IFRS 9에 대응되는 (가칭) 기업회계기준서 제1109호 '금융상품'은 K-IFRS의 일부로서 제정되지 않았으므로, 기업회계기준서 제1109호에 대한 언급은 기업회계기준서 제1039호 '금융상품: 인식과 측정'을 의미하는 것으로 이해하여야 합니다. 또한 이 교육자료는 기업회계기준서 제1113호와 관련되지만, 회계기준으로서의 권위를 가지지 않으며, 그 기준서의 일부를 구성하거나 해석지침을 제공하는 것은 아닙니다.

저작권

이 교육자료는 국제회계기준재단(International Financial Reporting Standards Foundation: IFRS Foundation)의 교육 스테프가 작성하였으며, 국제회계기준위원회(International Accounting Standards Board: IASB)의 승인을 받지 않았습니다. 이 교육자료는 국제회계기준을 시행하고 일관되게 적용하기 위하여 교육을 실시하는 이들에게 도움을 주기 위한 것입니다. IFRS 교육 담당부서에 관한 자세한 정보는 다음 주소를 참조하시기 바랍니다.

www.ifrs.org/Use+around+the+world/Education/Education.htm

국제회계기준재단은 이 출판물의 내용에 대해 저작권을 포함한 모든 권리를 보유합니다.

Copyright © IFRS Foundation®

30 Cannon Street | London, EC4M 6XH | United Kingdom | Tel: + 44 (0)20 7246 6410 |

Email: info@ifrs.org Web: www.ifrs.org

면책(Disclaimer)

국제회계기준재단, 저작자 및 출판자는 이 출판물에 의거하여 행위를 하거나 행위를 하지 않은 자 및/또는 기업의 부주의 등 여하한 원인으로 발생한 손해에 대하여 책임을 지지 않습니다. 이 출판물에서 사용된 개인, 기업 또는 장소의 이름은 실제로 존재하지 않으며, 실제의 인물, 기업 또는 장소와 유사하다면 이는 순전히 우연의 일치입니다.

사용권

국제회계기준재단은 이 교육자료를 교육목적으로 사용할 것을 권장하지만, 아래와 같은 사용조건에 따라 사용하여야 합니다. 국제회계기준재단의 기준서 사용에 관한 자세한 내용은 www.ifrs.org/IFRSs/Pages/IFRS.aspx를 참조하시기 바랍니다.

사용조건에서 정한 것과 같이, 이 교육자료를 사용하기 위하여 수수료를 지급하여야 하는 것은 아니며, 국제회계기준재단이 수시로 사용조건을 변경할 권리를 보유하고 있다는 것을 유의하기 바랍니다.

이 교육자료를 사용할 권리는 다음의 경우에 만료될 것입니다.

- 이 교육자료가 시대에 뒤떨어지게 된 경우. 이러한 경우 이 교육자료의 이용을 중지하고 이 교육자료를 더 이상 이용할 수 없도록 하여야 합니다.
- 사용조건을 위반하는 경우

1. 사용약정

1.1 이 교육자료는 이러한 조건에 따라 교육목적으로만 사용될 수 도 있습니다. 그 밖의 용도로 사용하고자 하는 경우 국제회계기준재단에 서면으로 승인을 요청하시기 바랍니다. 그러한 요청은 승인될 수 도 있으며 승인되지 않을 수 도 있습니다.

인쇄물 사용

1.2 이 교육자료의 전부 혹은 일부를 독립된 출력문서로서 사용하기 위하여 재출간하지 않는다면, 이 교육자료에 나타나는 모든 등록상표를 사용하거나 복사할 수 없으며 어느 누구에게도 이러한 등록상표를 사용하거나 복사할 수 있도록 허용할 수 없습니다.

1.3 의문의 여지를 없애기 위하여, 이 교육자료의 전부 혹은 일부를 귀하 자신의 문서에 포함하기 위하여 사용하는 경우 교육자료에 나타나는 등록상표를 사용하거나 복사할 수 없습니다.

1.4 등록상표는 국제회계기준재단과 국제회계기준위원회의 이름과 로고를 포함하며, 이에 한정되는 것은 아닙니다.

1.5 이 출판물의 전부 혹은 일부에서 인용한 부분을 인쇄물의 형태로 복사한다면, 다음의 사항을 유의하여야 합니다.

- 문서화를 할 때 저작권 승인을 포함한다.
- 문서화를 할 때 국제회계기준재단이 그 자료의 원천이라는 문구를 포함한다.
- 문서화를 할 때 적절한 면책문구(disclaimer)를 포함한다.
- 교육자료의 저작자로서 국제회계기준재단의 지위를 안내한다.
- 인용된 내용이 정확하게 보여진다.
- 인용내용은 오해를 유발하지 않도록 사용한다.

전자적 사용

1.6 이 교육자료의 전자적 사용과 관련하여:

- 교육자료의 일부라도 귀하의 웹사이트에 무료로 포함하고자 하거나, 교육과정을 위하여 슬라이드 팩에 포함하고자 한다면, 문단 1.5에 나열된 사항을 준수하여야 하고, 교육자료에 나타나는 어떠한 등록상표도 사용하거나 복사할 수 없으며 어느 누구에게도 이러한 등록상표를 사용하거나 복사할 수 있도록 허용할 수 없습니다.
- 그 밖의 목적으로 이 교육자료의 일부를 전자적으로 제공하고자 하는 경우 국제회계기준재단에 서면으로 승인을 요청하시기 바랍니다. 그러한 요청은 승인될 수 도 있으며 승인되지 않을 수 도 있습니다.

귀하가 이러한 사용조건을 위반하는 경우에 국제회계기준재단의 교육자료를 사용할 귀하의 권리는 즉시 중지될 것이며 귀하는 우리의 선택에 따라 귀하가 작성한 교육자료의 모든 복사본을 반납하거나 폐기하여야 합니다.

출판 및 저작권에 대해서는 아래 연락처로 질의하시기 바랍니다.

IFRS Foundation Publications Department | 30 Cannon Street | London EC4M 6XH | United Kingdom | Tel: + 44 (0)20 7332 2730 | Email: publications@ifrs.org Web: www.ifrs.org

국제회계기준재단은 IFRS 13 '공정가치측정'과 관련된 적용사례: 'IFRS 9(금융상품)의 적용범위에 포함되는 공시가격이 없는 지분상품'의 번역과 관련하여 한국회계기준위원회에게 감사의 말씀을 드립니다.

이 인쇄물에 포함된 IFRS 13 '공정가치측정'과 관련된 적용사례: 'IFRS 9(금융상품)의 적용범위에 포함되는 공시가격이 없는 지분상품'에 대한 한국어 번역은 국제회계기준재단에 의하여 임명된 검토위원회가 승인한 것은 아닙니다. 한국어 번역물은 국제회계기준재단의 저작에 포함됩니다.

이 교육자료는 기업회계기준서 제1113호와 관련되지만, 그 기준서의 일부를 구성하는 것은 아니다. 이 교육자료는 그 기준서의 내용을 설명하지만, 해석지침을 제공하기 위한 것은 아니다.

이 교육자료는 국제회계기준재단(International Financial Reporting Standards Foundation)이 발표한 교육자료인 국제재무보고기준 제9호 ‘금융상품’의 적용범위에 포함되는 ‘공시가격이 없는 지분상품(Unquoted equity instruments within the scope of IFRS 9 *Financial Instruments*)’에 대응되며, 이 교육자료에서 언급되는 국제회계기준의 개별 기준서에 각각 대응되는 한국채택국제회계기준의 개별 기준서는 다음과 같으며, 이러한 대응관계를 배경으로 이 교육자료를 이해하여야 한다.

국제회계기준		한국채택국제회계기준	
IFRS 9	Financial Instruments	제1109호	금융상품
IFRS 13	Fair Value Measurements	제1113호	공정가치측정
IAS 1	Presentation of Financial Statements	제1001호	재무제표 표시
IAS 8	Accounting Policies, Changes in Accounting Estimates and Errors	제1008호	회계정책, 회계추정의 변경 및 오류
IAS 36	Impairment of Assets	제1036호	자산손상
IAS 37	Provisions, Contingent Liabilities and Contingent Assets	제1037호	충당부채, 우발부채 및 우발자산
IAS 39	Financial Instruments: Recognition and Measurement	제1039호	금융상품: 인식과 측정

내 용

	문단번호
요약	1~3
도입	4~6
목적	7~9
이 장은 누구에게 도움을 주는가?	8~9
적용범위	10~11
공정가치측정 수행과정	12~16
공시가격이 없는 지분상품의 공정가치측정	13~16
가치평가에 대한 접근법	17~129
시장접근법	26~69
피투자자의 지분상품과 동일한 금융상품에 대하여 지급한 거래가격	28~31
피투자자의 지분상품과 유사한 금융상품에 대하여 지급한 거래가격	32~33
유사기업 평가배수	34~69
이익접근법	70~124
현금흐름할인법 [discounted cash flow(DCF) method]	71~114
기타 이익접근법	115~124
조정순자산법	125~129
일반적 오류	130
시장접근법(유사기업 평가배수)	130
이익접근법(DCF 방법)	130
조정순자산법	130
용어집	131~133
추가적 참고문헌	134

요약

- 1 이 장은 IFRS 13 '공정가치측정'에서 정한 원칙에 따라, IFRS 9 '금융상품'¹의 적용범위에 포함되는 개별 지분상품 중 비공개기업(즉 피투자자)에 대한 비지배지분을 구성하며 공시가격이 없는 지분상품의 공정가치²를 측정하기 위한 사고과정을 상위수준에서 설명한다.
- 2 이 장에서는 공시가격이 없는 지분상품의 공정가치를 측정하기 위하여 일반적으로 사용되는 다양한 가치평가방법(조정순자산법 뿐만 아니라 시장접근법과 이익접근법에 포함됨)을 보여준다. 이 장은 특정 가치평가방법을 사용하도록 규정하지 않는 대신, 전문가적인 판단을 사용하고, 측정과 관련된 모든 사실과 상황을 고려할 것을 권장한다. 투자자가 가장 적합한 가치평가방법을 선택할 때 고려하여야 할 두가지 요소는 공시가격이 없는 피투자자의 지분상품의 특성과 기업(즉 투자자)이 합리적으로 이용가능한 정보이다. 예를 들면, 피투자자의 기대현금흐름에 관하여 어떠한 정보도 없을 때 유사기업들에 관한 정보를 이용할 수 있다면, 투자자는 현금흐름할인법(*discounted cash flow(DCF) method*) 보다는 유사기업 평가배수법(*comparable company valuation multiples technique*)을 선택할 것이다. 그 대신에, 피투자자에 대하여 제한된 재무정보를 가지고 있는 투자자에게 피투자자가 배당을 지급하는 경우, 투자자는 배당할인모형(*Dividend discount model, DDM*)에 기초한 가치평가방법을 사용하는 것을 고려할 수도 있다.
- 3 **제한된 정보만을 이용할 수 있더라도** IFRS 13의 측정목적에 준수할 수 있다. 비록 다른 기업에 대한 지분을 소유하게 되면 피투자자에 관한 일부 재무 및 기타 정보(공개적으로 이용가능한 정보 포함)를 이용할 수 있다고 간주되지만 그러한 정보가 불완전하거나 시의적절하지 않은 경우가 가끔 있다. 이 장에서는 투자자가 제한된 재무정보를 가지고 있음에도 불구하고, 기술된 가치평가방법을 적용하여 공시가격이 없는 지분상품의 공정가치를 측정하는 방법을 설명하는 사례를 포함한다.

¹ IFRS 9 을 적용하지 않는다면, IFRS 9 에 대한 모든 참조는 IAS 39 '금융상품: 인식과 측정'에 대한 참조로 이해되어야 한다.

² 이 장의 용어집에 정의된 용어는 처음 등장할 때에 기울임꼴로 표시된다. 그러나 출판 제목에는 적용하지 않는다.

도입

- 4 IFRS 13을 개발하는 동안 IASB는 신흥경제 및 전환경제에 있는 기업들이 그들의 국가에서 공정가치 측정원칙의 적용에 관하여 우려를 가지고 있음을 알게 되었다.³ 그러나 IASB는 제기된 우려사항은 신흥경제 및 전환경제에 있는 기업에게만 한정된 것이 아니라는 사실에 주목하였다. 공정가치를 측정하기 위해 필요한 시장자료나 그 밖의 주요 정보가 부족한 것은 지역적인 제약이 아니라 전세계적인 제약이다. 이러한 이유로 IASB는 신흥경제 및 전환경제 뿐만 아니라 선진경제에 있는 기업들을 포함하는 이용자를 대상으로 공정가치 측정에 관한 교육자료를 개발하기로 결정하였다.
- 5 이러한 과제를 수행하기 위하여, IASB는 IFRS 13에서 정하고 있는 공정가치측정의 목적과 일관되면서 자산, 부채 및 기업의 자기지분상품을 공정가치로 측정하는 사고과정을 상위수준에서 설명하는, 공정가치 측정에 관한 교육자료를 개발할 것을 IFRS 재단의 교육담당부서 (Education Initiative)에 요청하였다. IFRS 재단은 FASB 스태프와 선진경제, 신흥경제, 전환경제에서 공정가치를 측정하는 가치평가 전문가집단의 도움을 받았다. IFRS 재단은 이 전문가들의 도움에 감사한다.
- 6 교육자료는 서로 다른 주제들에 대해 IFRS 13의 원칙을 적용하는 것을 개별적인 장에서 다루도록 구성된다. 이러한 장들은 각 장이 완성될 때 발표될 것이다. 이 장은 IFRS 재단이 발표한다. 이 장의 내용은 회계기준으로서의 권위를 가지지 않으며 IASB가 승인한 것은 아니다.

목적

- 7 이 장은 재무보고의 맥락에서, 보다 구체적으로는 IFRS 13의 맥락에서 가치평가기법을 어떻게 적용할지를 상위수준에서 설명한다. 이 장은 포괄적인 가치평가지침을 제공하는 것을 목적으로 하지 않으며, 따라서 실무에서 가치평가작업을 수행할 때 필요할 수도 있는 모든 실질적인 작업을 설명하지는 않는다. 이 장에서는 단지 보다 단순화된 방법으로 가치평가기법을 설명하는 사례를 포함한다. 그 결과, 이 장에 포

³ 우려사항에 대한 요약내용은 IFRS 13에 첨부되는 결론도출근거에서 확인할 수 있다(문단 BC231 참조).

함되는 사례들은 실무에서 가치평가를 수행할 때 필요할 수도 있는 모든 절차와 복잡한 내용을 모두 설명하지는 않는다. 이러한 사례들은 또한 특정 상황에서 특정 가치평가기법을 사용하도록 규정하지 않으며, 따라서 그 밖의 가치평가기법이 적절할 수도 있다.

이 장은 누구에게 도움을 주는가?

- 8 이 장은 조직 내에서 공정가치를 측정하는 담당자가 IFRS 9의 적용범위에 포함되며 공시가격이 없는 지분상품의 공정가치를 측정할 때 도움을 주기 위해 상위수준의 가치평가지침을 제공한다. 그럼에도 불구하고, 그러한 담당자가 평가전문가가 아니라고 할지라도, 기본적인 가치평가개념을 이해하고 있는 것으로 예상된다.
- 9 자산이나 부채의 특성 및 정보의 이용가능성에 따라 평가의 복잡성이 달라진다. 이 장은 가치평가전문가가 아닌 자가 재무보고목적으로 복잡한 평가업무를 수행하는 것을 충분히 지원하거나, 복잡한 가치평가가 IFRS 13의 원칙에 따라 평가전문가에 의해 수행되었는지를 평가하는 데 도움을 주기에는 포괄적이지 않을 수도 있다.

적용범위

- 10 IFRS 9는 활성시장에서 지분상품의 공시가격이 없더라도 모든 지분상품 투자를 공정가치로 측정하도록 요구한다. 이 장에서는 피투자자의 비지배지분을 구성하는, 공시가격이 없는 개별 지분상품의 공정가치를 측정하는 데 중점을 두고 있다.
- 11 이 장에 포함되는 지침은 최초 인식시점과 후속적으로 그러한 지분을 평가하는 데 적합하며 국제회계기준(IFRSs)에서 정의된 중요성의 관점에서 고려되어야 한다. IAS 8 '회계정책, 회계추정의 변경 및 오류'에서는, 회계정책의 적용효과가 중요하지 않은 경우에는 그 회계정책을 적용할 필요가 없다고 규정하고 있다. 이는 정보가 중요한 경우 IFRS에서 요구하는 공시를 제공할 필요가 있다는 IAS 1 '재무제표 표시' 문단을 보완한다.⁴

⁴ IAS 1 과 IAS 8 에서는 어떠한 항목의 누락이나 왜곡표시가 개별적으로 또는 집합적으로 재무제표에 기초한 재무제표이용자의 경제적 의사결정에 영향을 미치는 경우 그 항목의 누락이나 왜곡표시가

공정가치측정의 수행과정

- 12 IFRS 13에서는 공정가치를 측정하는 목적은 현행 시장 상황에서 측정 일에 시장참여자 사이에 자산을 매도하거나 부채를 이전하는 정상거래가 일어나는 경우의 가격(즉 유출가격)을 추정하는 것이라고 명시하고 있다. 이는 IAS 37 '충당부채, 우발부채 및 우발자산'에 따라 충당부채를 측정하는 것과 같이 기업이 재무보고 목적으로 그 밖의 추정을 해야 하는 상황과 유사하다. 많은 경우에, 재무보고측정에는 미래현금흐름의 시기, 금액 및 그 밖의 요소에 관한 불확실성이 따른다.

공시가격이 없는 지분상품의 공정가치측정

- 13 이 장에서는 공시가격이 없는 지분상품의 공정가치를 측정할 때 다양한 측정기법이 어떻게 사용될 수 있는지를 보여준다. 측정기법을 적용할 때만이 아니라 측정기법을 선택할 때에도 판단이 필요하다. 이러한 판단에는 투자자에게 이용가능한 정보를 고려하는 것이 포함된다. 예를 들면, 유사기업들이 충분히 많이 있거나 관측된 거래의 배경이나 세부정보를 아는 경우, 투자자는 유사기업 평가배수법을 더 강조할 것이다(문단 34~69 참조). 이와 유사하게 기간별 성장률이 균등하지 않는(예: 고성장기간이 나중에는 보다 안정적인 수준의 성장률로 안정화되는) 등 피투자자의 현금흐름이 독특한 특성을 나타내는 또 다른 예의 경우, 투자자는 현금흐름할인법(DCF Method)을 더 강조할 수도 있다(문단 71~114 참조). 그 대신에 공시가격이 없는 지분상품의 공정가치를 측정할 때, 투자자는 특정 사실과 상황(예: 피투자자의 연혁, 특징 및 발전단계, 피투자자 자산과 부채의 속성, 자본구조 등)에 따라 조정순자산법(문단 125~129 참조)을 적용하는 것이 적절하다고 결론을 내릴 수도 있을 것이다. 따라서 특정 사실과 상황을 고려할 때, 일부 기법은 그 밖의 기법보다 더 적절할 수도 있다. 적절한 가치평가기법을 선택하는 것은 투자자가 가치평가기법이나 그 적용을 변경하는 결과를 가져올 수도 있으나, 이는 가치평가기법이 일관되게 적용되어야 한다는 IFRS 13의 요구사항에 위배되지 않는다(IFRS 13 문단 65~66 참조).

중요하다고 기술하고 있다. 중요성은 관련 상황을 고려하여 누락이나 왜곡표시의 크기와 성격에 따라 결정된다. 그 항목의 크기나 성격 또는 두 요소의 결합이 결정요소가 될 수 있다.

- 14 가치평가에는 유의적인 판단이 수반되며 가치평가기법이 달라지면 결과가 달라질 가능성이 있다. 이는 사용되는 기법에 따라 사용되는 투입변수와 그러한 투입변수에 대한 조정이 달라질 수도 있기 때문이다. 그러한 차이가 존재한다고 해서 어떤 기법들이 부정확하다는 것을 의미하는 것은 아니다. 비록 IFRS 13에서 투자자가 다양한 가치평가기법을 사용할 것을 명시적으로 요구하지는 않지만, 사실과 상황에 따라 가장 적절한 가치평가기법을 선택할 때 복수의 기법을 적용함에 따라 발생하는 결과를 비교할 수 있도록 두 가지 이상의 기법을 고려하는 것이 필요할 것이다. 그러한 상황에서 투자자는 가치평가 차이의 이유를 이해하여야 하고, 가치의 범위 내에서 공시가격이 없는 지분상품의 공정가치를 가장 잘 나타내는 금액을 선택하여야 한다.
- 15 이러한 활동을 실행할 때, 투자자는 특정 상황과 사실 뿐만 아니라 사용되는 투입변수의 상대적인 객관성과 다른 기법들이 나타내는 가치의 범위의 합리성을 고려함으로써 각 가치평가기법의 측정결과에 어느 정도의 가중치를 둘지 결정하여야 한다(IFRS 13 문단 61과 74 참조). 예를 들면, 투자자는 유사기업 평가배수법(문단 34~60 참조)에서 얻은 결과에 어느 정도의 가중치를 둘지를 결정할 때, 평가되는 피투자자와 유사기업들 간의 비교가능성의 정도 및 피투자자와 유사기업들 간에 설명되지 않는 모든 상대적 가치 차이의 존재 여부를 그 가치평가기법에 사용된 투입변수의 주관성의 정도와 함께 고려할 것이다.
- 16 공정가치를 가장 잘 나타내는 가격을 평가할 때, 투자자는 다음 사항을 고려하여야 한다.
- (1) 어떠한 가치평가기법이 사용된 투입변수에 대해 주관적 조정을 최소화하는지(즉 어떠한 기법이 적합한 관측가능한 투입변수를 최대한 사용하며, 관측가능하지 않은 투입변수를 최소한으로 사용하는지)
 - (2) 사용된 기법에서 산출된 가치들의 범위 및 그러한 범위가 겹치는지 여부
 - (3) 서로 다른 기법의 적용에서 발생하는 가치의 차이에 대한 이유

가치평가에 대한 접근법

- 17 IFRS 13에서는, 비록 일부의 경우 관측가능한 시장거래나 그 밖의 시장정보를 이용하지 못 할 수도 있지만, 공정가치는 시장기준측정치라

고 명시하고 있다. 그러나 앞에서 언급한 바와 같이, 공정가치측정의 목적은 여전히 동일하다(문단 12 참조).

18 IFRS 13에서는 가치평가기법의 서열체계를 가지고 있지 아니하며, 공정가치측정의 목적을 충족하기 위해 특정 가치평가기법을 사용하도록 기술하지 않는다. IFRS 13과 같이, 이 장에서는 특정 가치평가기법의 사용을 규정하지 않는다. 그러나 IFRS 13에서는 특정 환경을 고려할 때 특정 측정기법이 그 밖의 측정기법보다 더 적합할 수도 있다는 점을 인정한다. 가장 적합한 가치평가기법을 선택할 때 투자자가 고려하여야 하는 요소에는 다음과 같은 것이 있다(이 목록은 포괄적인 것은 아니다).

- 투자자에게 합리적으로 이용가능한 정보
- 시장조건(즉 시장이 강세장인지 약세장인지에 따라 투자자는 서로 다른 가치평가기법을 고려할 수도 있다.)
- 투자기간 및 투자형태(예: 단기 금융투자의 공정가치를 측정할 때, 특정 가치평가기법이 그 밖의 가치평가기법에 비해 시장분위기를 보다 잘 포착할 수 있다.)
- 피투자자의 생애주기(즉 특정 가치평가기법이 그 밖의 가치평가기법에 비해 피투자자의 생애주기의 특정 단계에서 가치를 창출하는 요소를 보다 잘 포착할 수 있다.)
- 피투자자 사업의 특성(예: 특정 가치평가기법이 그 밖의 가치평가기법에 비해 변동성이 크거나 주기적인 피투자자 사업의 특성을 보다 잘 포착할 수 있다.)
- 피투자자가 영위하고 있는 산업

19 IFRS 13에서는 세 가지 가치평가접근법을 기술하고 있다(IFRS 13 문단 B5~B33 참조).

- 시장접근법
- 이익접근법
- 원가접근법

20 공시가격이 없는 지분상품의 공정가치를 측정하는 시장접근법, 이익접근법 및 조정순자산법은 아래와 같이 설명된다. 이 장에서는 조정순자산법을 세 가지 가치평가기법 중 어느 가치평가기법에도 포함되지 않는 것으로 분류한다. 그 이유는 조정순자산법을 적용할 때 다양한 가치평가기법이 동시에 사용되며(즉 피투자자의 개별 자산과 개별 부채

의 공정가치를 측정하기 위하여 서로 다른 가치평가기법이 사용될 수도 있다), 그러한 가치평가기법 각각은 세가지 가치평가기법 중 특정 기법과 일관될 수도 있기 때문이다.

21 표 1은 이 장에 제시된 가치평가접근법과 가치평가기법을 예시한다.

표 1: 평가접근법과 가치평가기법	
평가접근법	가치평가기법
시장접근법	<ul style="list-style-type: none"> • 피투자자와 동일하거나 유사한 상품에 대하여 지급한 거래가격(문단 28~33 참조) • 유사기업 평가배수(문단 34~69 참조)
이익접근법	<ul style="list-style-type: none"> • 현금흐름할인법(DCF)(문단 71~114 참조) • 배당할인모형(DDM, 문단 115~116 참조) • 정률성장 DDM(문단 117~121 참조) • 자본화 모형(문단 122~124 참조)
접근법을 조합하여 사용할 수도 있음 (문단 20 참조)	<ul style="list-style-type: none"> • 조정순자산법(문단 125~129 참조)

22 이 장의 적용대상이 되는 모든 지분상품은 피투자자의 비지배지분을 구성하는 공시가격이 없는 상품이며, 이러한 상품이 보유자에게 제공할 수도 있는 특정한 권리는 제외한다. 그러한 지분상품의 공정가치를 측정할 때에는 사용된 가치평가기법에 관계없이 그러한 특성들을 고려하여야 한다(문단 59~67).

23 또한 그러한 지분상품의 공정가치를 측정할 때에는 현행 시장조건을 반영하여야 한다(IFRS 13 문단 15와 24 참조). 투자자는 측정일에 가치평가기법을 보정함으로써 가치평가기법이 현행시장조건을 반영한다는 것을 확인할 수도 있다. 최초 인식 시점에 거래가격이 공정가치이며 후속기간에 관측가능하지 않은 투입변수를 사용하는 가치평가기법이 공정가치를 측정하기 위해 사용되는 경우에는 최초 인식시 가치평가기법에 따른 결과값이 거래가격과 동일해지도록 가치평가기법을 보정한다(IFRS 13 문단 64 참조). 공시가격이 없는 지분상품의 공정가치를 측정일에 측정할 때, 가치평가기법을 보정하는 것은 투자자가 가치평가기법이 현행시장조건을 반영한다는 것을 확인하고 가치평가기법에 대한 조정이 필요한지를 결정하는 데 있어 적절한 실무이다(예를 들면,

가치평가기법에 의하여 포착되지 않았거나, 최초 인식시점에 존재하지 않았으나 측정일에 발생한 금융상품의 특성이 있을 수도 있다).

24

사례 1은 보정의 사용을 설명한다.⁵

사례 1: 보정의 사용	
<p>20X6말 현재 투자자는 비공개기업인 기업 A 자기자본의 5%(1,000 주)를 5,000원 또는 주당 5원에 매입하였다. 투자자는 거래가격 5,000원이 최초 인식시점인 20X6년 12월 31일의 공정가치를 나타낸다고 결론짓는다.</p> <p>투자자는 비지배지분의 공정가치를 측정할 때, 유사기업 평가배수법(문단 34~69참조)을 후속적으로 사용할 것이라고 예상한다. 그 가치평가기법은 피투자자의 성과측정치와 같은 관측가능하지 않은 투입변수를 사용한다.</p> <p>투자자는 다음과 같이 5,000원의 지급가격을 보정하여, 9.0배의 EV/EBITDA 배수를 사용(표 3 참조)하고 비지배지분 할인 및 비유동성 할인을 포함함으로써 거래가격이 도출된다고 결론짓는다⁽¹⁾.</p>	
최초 인식시점의 가치평가기법의 보정	
	(단위: 원)
EV/EBITDA 9.0배에 근거한 비지배지분 5%의 예비공정가치	6.024.10
비지배지분 할인	(662.65)
비유동성 할인	(361.45)
20X6년 12월 31일의 비지배지분 5%의 공정가치	5,000.00
<p>각 후속측정일에, 투자자는 최초 인식시점에 사용되었던 가정들이 변화되었는지를(즉 9.0배의 EV/EBITDA 배수가 여전히 적절한지, 그리고 최초 인식시점의 비지배지분 할인과 비유동성 할인을 도출하기 위하여 사용된 가정들이 여전히 측정일에 유효한지 여부를) 평가할 것이다. 만약 가정들이 변동된다면, 투자자는 그러한 변동이 어떻게</p>	

⁵ 이 장의 사례에서 화폐금액은 '원'으로 표시된다.

사례 1: 보정의 사용

측정에 영향을 미치는지와 새로운 사실을 가치평가기법에 포함하여야 하는지를 고려할 것이다. 즉 투자자는 가치평가기법이 측정일의 현행시장조건을 반영한다는 것을 확인할 것이고, 기업 A에 영향을 미치는 사실과 상황 및 기업 A의 영업환경이 변화되었다면, 필요한 모든 조정을 할 것이다.

(1) 위의 조정이 적용가능한 모든 조정을 망라하는 것으로 간주되어서는 안 된다. 또한 비지배지분 할인조정이 모든 경우에 요구되지는 않을 수 있다(문단 62 참조). 필요한 조정은 특정 사실과 상황에 따라 달라질 것이다. 또한 위의 조정금액은 세부 계산내역이 제공되지 않았다. 그러한 조정금액은 예시를 목적으로 포함되었다.

25 이 장에서 설명된 가치평가기법에서 사용된 투입변수(예: 현금흐름할인법을 적용할 때의 예측액이나 예산 또는 유사기업 평가배수를 적용할 때의 성과측정치)의 속성 및 도출되는 공정가치측정치와 투입변수의 관련성으로 인해, 측정결과의 대부분은 공정가치 서열체계에서 수준 3에 포함되는 것으로 분류될 것이다(문단 86~90 및 IFRS 13 문단 B36). 따라서 투자자는 그러한 공정가치측정치에 대하여 추가적인 공시를 준비하여야 할 것이다(IFRS 13 문단 91~99 참조). 그러한 공시는 재무제표이용자에게 공정가치 서열체계의 수준 3으로 분류되는 공정가치측정치에 사용되는 유의적이지만 관측가능하지 않은 투입변수(수준 3 투입변수)에 관한 정보와 이 수준에서의 가치평가과정에서 수반되는 일반적으로 더 많은 주관성에 관한 정보를 제공한다.

시장접근법

26 시장접근법에서는 동일하거나 유사한 자산과 관련된 시장거래에서 생성된 가격과 그 밖의 관련정보를 사용한다(IFRS 13 문단 B5 참조). 많은 가치평가기법이 시장접근법과 일관된다. 공시가격이 없는 지분상품을 측정하기 위하여 가장 흔히 참조되는 시장접근법 기법들은 사용하는 자료원천(예: 공개기업의 공시가격 또는 합병 및 인수거래에서 발생하는 가격)과 관련이 있다.

27 이 장은 다음과 같은 시장접근법 기법들을 설명한다.
• 피투자자의 지분상품과 동일하거나 유사한 금융상품에 대하여 지급

한 거래가격(문단 28~33 참조)

- 공시가격에서 도출되는 유사기업 평가배수(예: 시장가격배수) 또는 합병 및 인수와 같은 거래에서 지급한 가격에서 도출되는 유사기업 평가배수(예: 거래가격배수, 문단 34~69 참조)

피투자자의 지분상품과 동일한 금융상품에 대하여 지급한 거래가격

28 투자자가 평가대상인, 공시가격이 없는 지분상품과 동일한 금융상품에 최근에 투자한 경우, 만약 그 거래가격이 IFRS 13에 따라 최초 인식시점의 해당 금융상품의 공정가치를 나타내었다면(IFRS 13 문단 57~60 및 B4 참조), 거래가격(즉 유입가격)은 측정일에 공시가격이 없는 지분상품의 공정가치를 측정하기 위한 합리적인 출발점이 될 수 있을 것이다. 그러나 투자자는 최초인식일부터 측정일까지 투자자에게 합리적으로 이용가능하게 된 피투자자의 성과와 영업에 관한 모든 정보를 이용하여야 한다. 그러한 정보는 공시가격이 없는 지분상품에 대한 측정일의 공정가치에 영향을 줄 수도 있기 때문에, 원가가 측정일의 공정가치에 대한 적절한 추정치가 되는 경우는 제한된 상황에서만 가능하다. IFRS 9 문단 B5.4.15에서는 투자자의 거래가격이 측정일의 공정가치를 나타내지 못할 수 있다는 것을 나타내는 요소를 제시한다. 그러한 요소에는 다음과 같은 항목이 포함된다(이 목록이 포괄적인 것은 아니다).

- 예산, 계획 혹은 주요 일정과 비교해 볼 때 비교되는 피투자자의 성과에 유의적인 변동이 있는 경우
- 피투자자가 달성한 제품의 기술적 수준에 대한 기대가 변동한 경우
- 피투자자의 자본이나 제품 또는 잠재적 제품에 대한 시장에 유의적인 변동이 있는 경우
- 국제경제 또는 피투자자의 경제적 영업환경에 유의적인 변동이 있는 경우
- 유사기업의 성과 또는 전반적인 시장상황에 의한 가치평가에 유의적인 변동이 있는 경우
- 부정, 상사 분쟁, 소송, 경영진이나 전략의 변화와 같은 피투자자의 내부 문제가 있는 경우
- 피투자자의 지분과 관련하여 제3자간 지분상품의 이전이나 (신주발행과 같은) 피투자자에 의한 외부거래의 증거가 있는 경우

29 또한 투자자는 피투자자 영업환경의 역동성, 시장조건의 변동 또는 시

간 자체의 경과와 같은 요소가 존재하는지를 고려하여야 한다. 그러한 요소들은 공시가격이 없는 지분상품에 대한 측정일의 공정가치를 측정하는 수단으로서 거래가격을 사용하는 것의 적절성을 약화시킬 수 있을 것이다.

- 30 사례 2와 사례 3은 거래가격(사례 2에서는 투자자가 지급하고, 사례 3에서는 그 밖의 투자자가 지급)이 측정일의 공정가치를 나타내는지에 대한 평가를 예시한다.

<p>사례 2: 동일한 금융상품에 대하여 투자자가 지급한 거래가격</p> <p>투자자는 20X6년 7월 1일에 비공개기업인 기업 B의 자기자본 5%(1,000주)를 5,000원 또는 주당 5원에 매입하였다. 투자자는 비지배주주이므로, 기업 B로부터 경영진의 예산 또는 현금흐름예측치를 받지 못한다. 투자자는 연차재무제표를 작성하고 20X6년 12월 31일(즉 측정일)의 기업 B에 대한 비지배지분의 공정가치를 측정하고 있다. 투자자는 거래가격인 5,000원이 최초 인식시점인 20X6년 7월 1일의 공정가치를 나타낸다고 결론짓는다.</p> <p>공시가격이 없는 지분상품에 대하여 20X6년 7월에 지급된 금액(5,000원)은 측정일에 기업 B에 대한 비지배지분의 공정가치를 측정하기 위한 합리적인 출발점이다. 그러나 투자자는 만약 문단 28 및 29의 요소들 중 하나라도 있다는 증거가 있거나, 그 밖의 증거가 거래가격이 측정일의 공정가치를 나타내지 못 할 수 있다는 것을 시사하는 경우, 지급된 금액이 조정될 필요가 있는지를 평가할 필요가 여전히 있을 것이다. 예를 들면, 기업 B의 성장전망 또는 기대되는 주요 일정이 유의적으로 영향을 받는 방식으로 지난 6개월 동안 시장조건이 변동하였다면, 투자자는 그러한 변동의 정도를 평가하고 그에 따라 거래가격을 조정할 필요가 있을 것이다.</p>
--

<p>사례 3: 동일한 금융상품에 대하여 그 밖의 투자자가 지급한 거래가격</p> <p>20X0년에 기업 C는 비공개기업인 기업 D의 주식 10주(10%의 의결권을 나타냄)를 1,000원에 매입하였다. 기업 C는 연차재무제표를 작성하고 20X2년 12월 31일(즉 측정일)의 기업 D에 대한 비지배지분 공정가치를 측정하여야 한다.</p> <p>20X2년 중, 기업 D는 새로운 자기자본을 그 밖의 투자자에게 발행</p>

사례 3: 동일한 금융상품에 대하여 그 밖의 투자자가 지급한 거래가격
 (1,200원에 10주 발행)함으로써 자금을 조달하였다. 기업 C는 1,200원에 발행되는 새로운 자기자본의 거래가격이 그러한 주식이 발행되었던 날의 공정가치를 나타낸다고 결론 내렸다.

기업 C와 그 밖의 투자자 모두 동일한 권리와 조건을 가지고 있는 주식을 가지고 있다. 그 밖의 투자자들에 대해 새로운 자기자본을 발행한 날과 측정일 사이에, 기업 D가 사업을 영위하는 환경에 유의적인 외부적 또는 내부적인 변화가 없었다. 문단 28과 29에서 언급된 그 밖의 요소는 발생하지 않았다. 그 결과, 기업 C는 1,200원이 측정일의 기업 D에 대한 비지배지분의 공정가치를 가장 잘 나타내는 금액이라고 결론짓는다.

31 앞서 언급된 요소들(문단 28과 29 참조) 중 하나라도 존재하는 경우, 비록 공시가격이 없는 지분상품을 보유하고 있었던 기간 동안 가격(즉 공정가치)의 추세를 발견하기 위한 검사로서 거래가격이 사용될 수는 있더라도, 공시가격이 없는 지분상품에 대한 측정일의 공정가치를 측정하기 위하여 거래가격을 사용하는 것이 부적절할 수 있을 것이다. 예를 들면, 만약 사례 2에서 투자자가 경제적인 상황이 측정일과 달랐던 기간에 기업 B에 투자하였더라면, (20X6년 7월에) 지급된 가격은 20X6년 12월의 공시가격이 없는 지분상품의 공정가치를 더 잘 나타낼 수 없었을 것이다. 그러나 앞서 언급된 요소들(문단 28과 29 참조)을 분석함으로써 사례 2의 투자자는 다른 가치평가기법을 적용함으로써 얻게 되는 공정가치를 입증하는 데 도움을 받을 수 있을 것이다. 그러한 상황에서 공시가격이 없는 지분상품의 공정가치를 측정하기 위해 보다 적절한 가치평가기법은 아래에서 설명되는 유사기업 평가배수 또는 현금흐름할인법일 수 있다.

피투자자의 지분상품과 유사한 금융상품에 대하여 지급한 거래가격

32 투자자의 공시가격이 없는 지분상품과 유사하지만 동일하지는 않은, 피투자자의 지분상품에 대하여 최근에 지급된 거래가격은, 그 거래가격이 IFRS 13에 따라 최초 인식시점의 지분상품의 공정가치를 나타내는 경우(IFRS 13 문단 57~60 및 문단 B4 참조), 공시가격이 없는 지분상품의 공정가치를 추정하는 데 합리적인 출발점이 될 것이다. 그러한 거래의 예로서 다른 투자자에 대하여 새로운 종류의 주식을 발행하거

나 그러한 주식에 대한 다른 투자자들 간의 거래가 있다.

33

만약 투자자가 공시가격이 없는 지분상품의 공정가치를 측정할 때, 예를 들어 그 밖의 투자자가 관여하는 최근의 투자에 대한 거래가격을 고려하는 경우, 투자자는 현재 보유하고 있는 공시가격이 없는 지분상품과 그 밖의 투자자들이 거래를 체결한 지분상품 사이의 모든 차이를 이해하여야만 한다. 그러한 차이에 다른 경제적 권리와 지배 권리가 포함될 수도 있다. 사례 4는 그 밖의 투자자들이 실행한 최근 투자의 거래가격이 공시가격이 없는 지분상품에 대한 측정일의 공정가치를 나타내는지를 투자자가 평가하는 것을 예시한다.

사례 4: 유사한 지분상품에 관여하는 그 밖의 투자자들이 실행한 최근의 거래가격	
투자자는 연차재무제표를 준비하고 20X0년 12월 31일(즉 측정일) 현재 비공개기업인 기업 E에 대한 비지배지분의 공정가치를 측정하고 있다.	
투자자는 3년 전에 기업 E의 보통주를 취득하였다. 기업 E는 새로운 제조공정을 개발 중이고, 보고기간 동안 현재 기업 E에 대하여 지배력을 가지고 있는 벤처캐피탈펀드에 새로운 종류의 우선주를 발행하여 추가적인 자기자본을 조달하였다. 5년 안에 기업 E를 기업공개(IPO)하는 것이 벤처캐피탈의 목표이다. 5개 연도 동안 누적적인 고정배당금을 받을 권리를 가지고 있다는 것과 기업 E의 청산 시 보통주에 비하여 우선순위를 가지고 있다는 점을 제외하고는, 우선주의 조건(의결권 포함)은 보통주와 유사하다.	
투자자는 우선주의 최근 거래가격(주당 10원)을 조정함으로써 측정일의 보통주 공정가치를 측정하기 위해 다음과 같은 절차를 취한다.	
	(단위: 원)
	주당 금액
우선주의 거래가격	10.00
우선주와 보통주의 차이를 반영하기 위한 조정(예: 청산시 우선주의 우선순위를 반영하기 위한 조정)	(XX)

사례 4: 유사한 지분상품에 관여하는 그 밖의 투자자들이 실행한 최근의 거래가격

투자자는 지배력과 관련된 효익이 있다고 결론내렸다. 이러한 조정은 발행된 우선주가 지배지분을 반영하는데 반해 투자자의 개별 보통주는 비지배지분을 나타낸다는 사실과 관련된다.⁽¹⁾ (XX)

투자를 실현시키기 위하여 보통주 주주가 기업 E의 매각을 주도할 능력이 우선주 주주에 비해 떨어지는 것을 반영하기 위한 비유동성 조정⁽¹⁾ (XX)

우선주의 누적배당권리에 대한 조정. 이 금액은 우선주에 대한 기대미래배당금수령액의 현재가치에서 보통주에 대한 모든 기대배당금수령액의 현재가치를 차감하여 계산된다. 사용되는 할인율은 관련 배당흐름과 관련된 불확실성과 일관성을 가져야 한다⁽¹⁾ (XX)

보통주의 공정가치 XX

투자자는 또한 우선주 발행일과 측정일 사이에 발생할 수 있는, 문단 28과 29에서 언급되는 유형의 요소에 대한 추가적인 조정을 고려하는 것이 적절한지를 평가한다.

또한 위의 접근법을 적용하기 전에, 투자자는 우선주의 가격이 타당한 참조기준인지를 확인하기 위하여 우선주가 발행되었던 상황을 충분히 평가한다. 예를 들면, 경영약정의 조건이나 미래의 투자자와의 그 밖의 상업적 관계에 의해서 가격이 영향을 받지 않는다는 것을 확인하였다(영향이 있다면, 우선주와 보통주 사이의 추가적 차이가 발생되어 그러한 차이를 고려할 필요가 있을 것이다). 투자자는 10원이 그러한 주식이 발행되었던 시점의 우선주의 공정가치를 나타내었다고 결론지었다.

이러한 분석에 따라, 투자자는 XX원의 주식가격이 보유하고 있는 기업 E의 개별 보통주에 대한 측정일의 공정가치를 가장 잘 나타낸

<p>사례 4: 유사한 지분상품에 관여하는 그 밖의 투자자들이 실행한 최근의 거래가격</p>
<p>다고 결론짓는다.</p> <p>(1) 위에서 보여준 과정이 투자자가 공시가격이 없는 보통주의 공정가치를 측정하기 위하여 적용할 수 있는 유일한 방법은 아니다. 따라서 위의 조정이 적용가능한 모든 조정을 포괄하는 것으로 간주되어서는 안 된다. 필요한 조정은 특정 사실과 상황에 따라 달라질 것이다.</p>

유사기업 평가배수

- 34 시장접근법에 속하는 가치평가기법은 비교가능성의 개념에 근거하고 있으며 자산(또는 영업부문이나 기업 등)의 공정가치를 시장가격이 이용가능한 유사한 자산(또는 영업부문이나 기업 등)과 비교하여 측정하는 것이 가능하다고 가정한다.
- 35 피투자자 지분상품의 공정가치를 측정하기 위하여 투자자는 시장가격이 이용가능한 유사기업들(즉 비교대상기업들)의 지분상품의 공정가치를 고려할 수 있다. 유사기업들의 가격결정에 관한 정보의 2가지 주요 원천은 거래소시장(예: 싱가포르 또는 프랑크푸르트 주식거래소)에서의 공시가격과 합병 및 인수와 같은 거래에서 입수한 관측가능한 자료이다. 그러한 관련 자료가 존재하는 경우, 투자자는 공개적으로 거래되는 유사기업들로부터 도출되는 배수(즉 시장가격배수) 또는 유사기업들이 관여하는 합병과 인수거래로부터 도출되는 배수(즉 거래가격배수)를 참조하여 공시가격이 없는 지분상품의 공정가치를 측정할 수 있을 것이다.
- 36 공시가격이 없는 지분상품의 공정가치를 측정하기 위하여 거래가격배수를 이용할 때, 투자자는 그러한 거래가격배수가 때때로 지배지분의 처분을 나타낸다(즉 유사기업들에 대하여 지급된 거래가격에는 지배력 할증이 포함될 수도 있다)는 것을 고려하여야 한다. 그러나 이 장이 적용되는 투자자의 공시가격이 없는 지분상품은 비지배 기준에 따라 측정되어야 한다. 따라서 관측되는 거래가격에 지배력 할증이 포함된다면 투자자가 결론짓는 경우, 이 장이 적용되는 투자자의 공시가격이 없는 개별 지분상품의 공정가치를 측정할 때 관련 거래가격배수에 포함되는 지배력 할증을 제외하여야 한다. 이러한 절차는 지배력 할증을

포함하는 거래가격배수에서 도출되는 피투자자 지분상품의 모든 예비 공정가치에 비지배지분 할인을 적용하는 것으로 실무에서 종종 기술된다(문단 59~62 및 사례 8 참조). 거래가격배수에 비지배지분 주주가 이용가능한 것보다 더 높은 정도의 지배력이나 영향력을 반영하는 할증이 포함되었다면, 투자자는 유사한 사고과정을 따라야 한다(즉 공동지배 할증 또는 *유의적인 영향력* 할증이 관측된 거래가격배수에 포함되었다면, 투자자는 이러한 공동지배 할증 또는 *유의적인 영향력* 할증을 제외하여야 할 것이다).

- 37 이와 반대로, 시장가격배수를 이용할 때에는, 그러한 배수가 공시가격에 기초하게 되어 비지배지분 기준을 반영할 것이기 때문에, 대체로 비지배지분 할인이 필요하지 않을 것이다.
- 38 투자자가 시장가격배수 또는 거래가격배수를 사용하는지 여부에 관계없이, 공시가격이 없는 지분상품의 공정가치 측정은 다음과 같은 단계로 이루어진다.

단계 1 유사기업들을 식별한다

단계 2 피투자자의 가치평가에 가장 적합한 성과측정치(즉 피투자자 지분상품의 가치를 결정하기 위하여 시장참여자가 사용할 성과측정치)를 선택한다.

단계 3 피투자자 자기자본가치 또는 피투자자 기업가치(EV)의 예비공정가치를 얻기 위하여 적절한 성과측정치와 관련있는 평가배수를 적용한다.

단계 4 보유하고 있는 공시가격이 없는 피투자자 지분상품과 유사기업들의 지분상품 간의 비교가능성을 보장하기 위하여 적절한 조정(예: 비유동성 조정)을 한다.

단계 1: 유사기업들을 식별한다.

- 39 평가배수를 사용할 때, 선택된 평가배수에 대한 잠재적인 조정을 줄이기 위하여, 현금흐름창출능력, 현금흐름증가예상액 및 현금흐름의 시기 및 금액과 관련된 불확실성(즉 위험, 성장 및 잠재적인 현금흐름창출)을 발생시키는 능력의 관점에서 측정되어지는 피투자자와 비교가능한

기업을 식별하여야 한다. 그러나 대부분의 분석에서 유사기업들은 사업활동, 서비스를 제공하는 시장, 규모 및 지정학적 지역의 관점에서 피투자자와 유사한 그 밖의 기업으로 정의한다. 이러한 정의는 동일한 영역에 있는 기업들은 유사한 위험, 성장성 및 현금흐름을 가지고 있다는 가정에 근거하고 있다. 합리적인 배수를 도출할 때, 하나의 유사기업 또는 복수의 유사기업들을 참조할지를 결정하는 것은 판단사항이며 관련 정보의 활용가능성을 포함한 특정 사실과 상황에 의존할 것이다. 유사기업들의 특성과 피투자자의 특성 사이의 관계가 가까울수록, 유사기업들에서 도출되는 평가배수에 대한 조정이 작아진다(아래의 단계 2 참조).

단계 2: 가장 관련성 있는 피투자자의 성과측정치 및 가장 적절한 평가배수를 선택한다.

관련성 있는 성과측정치

- 40 피투자자에게 가장 관련성 있는 성과측정치의 선택은 유사기업들 대비 피투자자의 영업, 자산기반 및 자본구조에 달려있다. 즉 피투자자의 가치를 평가하는 데 가장 관련성 있는 성과측정치의 식별을 최우선으로 하는 것은 투자자가 가장 적절한 평가배수를 선택하는 데 도움을 준다(사례 6 참조).

유사기업들로부터 얻어지는 평가배수

- 41 표 2에서 보는 바와 같이, 평가배수는 자기자본 보유자(즉 자기자본가치) 또는 부채 및 자기자본 보유자(즉 기업가치)에 대하여 측정될 수 있다.

표 2: 평가배수를 선택할 때 최초 고려사항	
평가기준	설명
자기자본가치	자기자본가치는 모든 자본청구권의 공정가치이다. 자기자본가치는 기업가치에서 기업에 대한 모든 비자기자본의 재무적 청구권의 공정가치를 차감하는 것으로 표현될 수 있다.
기업가치	기업가치에 대하여 다양한 견해가 존재한다. 이 장에

표 2: 평가배수를 선택할 때 최초 고려사항	
	서는 모든 자본제공자(즉 자기자본 및 부채 보유자)에게 귀속되는 모든 자기자본과 비자기자본의 재무적 청구권의 공정가치를 나타내기 위하여 이러한 용어를 사용한다

42 평가배수를 측정할 때 분자는 자기자본가치 또는 기업가치이고 분모는 성과측정치이다. 자기자본가치 혹은 기업가치를 사용하는 것에 관계없이, 분모에 사용되는 성과측정치가 분자에 있는 그러한 평가기준과 일관되는 것이 필수적이다. 예를 들면, 이자 및 법인세 차감전 순이익(EBIT), 이자, 법인세 및 감가상각비 차감전 순이익(EBITA), 이자, 세금, 감가상각비 및 상각비 차감전 순이익(EBITDA) 및 수익 성과측정치는 부채 및 자기자본 보유자에 관계없이 모든 자본제공자에게 이익을 제공한다. 따라서 기업가치는 모든 자본제공자에 대한 가치를 반영하기 때문에, 투자자는 기업가치를 그러한 측정치에 적용한다. 이와 유사하게, 순이익(당기 손익) 성과측정치는 타인자본제공자에게 이익(즉 이자 지급)을 제공한 후의 이익(E) 측정치이며, 따라서 이는 자기자본제공자가 이용가능한 이익 측정치이다. 그러한 이유로 투자자는 자기자본가치(공시되는 주식가격에 근거한 기업의 시가총액)를 가격/이익(P/E) 배수의 순이익측정치에 적용한다. 가격/장부가치(P/B)배수에도 이와 동일한 논리가 적용되는데, 장부가치는 기업 주주들의 자기자본을 나타낸다.

43 표 3에서는 보다 흔하게 사용되는 평가배수의 일부를 설명한다.

표 3: 일반적으로 사용되는 평가배수		
성과측정치	평가기준	평가배수
EBITDA	기업가치(EV)	EV/EBITDA
EBITDA 배수는 이익흐름으로부터 이자, 법인세, 유형자산 감가상각비, 무형자산 상각비를 제거한다. 투자자는 상황에 따라 유사기업들의 자본구조, 자본집약도, 유형자산 감가상각방법 및 무형자산 상각방법이 서로 다를 경우 기업의 가치를 평가하는 데 EBITDA 배수가 보다 적합하다고 생각할 수도 있다. 예를 들면, 이러한 유사기업들 내에 영업자산을 소유하는 기업(즉 보다 자본집약적인 기업)이 있는 반면 영업자산을 주로 리스하는 기업(즉 덜 자본집약적인 기업)이 있다면 이러한 배수가 유용할 수 있을 것이다. 그러나 EV/EBITDA		

표 3: 일반적으로 사용되는 평가배수		
<p>배수는 보다 자본집약적인 기업에게 유리한 경향이 있을 수 있기 때문에, 투자자는 판단을 하여야 하며 이러한 평가배수를 사용할 때 모든 사실과 상황을 고려하여야 한다. 사례 7을 참조하라.</p>		
EBIT	기업가치(EV)	EV/EBIT
<p>EBIT 배수는 감가상각과 상각이 비현금성 비용이라고 할지라도 결국은 교체될 필요가 있는 기업 자산의 사용과 관련된 경제적 비용을 반영한다는 사실을 인식한다. 그러나 이러한 배수는 피투자자와 유사기업들 간에 감가상각과 상각에 대한 회계정책의 차이가 발생함으로 인하여 왜곡될 수 있을 것이다. 사업결합 시 인식되는 무형자산 상각비로 인해 자체 성장하는 기업과 합병을 통하여 성장하는 기업 간에 EBIT는 매우 다를 수도 있을 것이다. 사례 7을 참조하라.</p>		
EBITA	기업가치(EV)	EV/EBITA
<p>무형자산의 수준과 이와 관련된 상각비의 수준이 피투자자와 유사기업들 간에 유의적으로 다를 때에는 EBITA 배수가 때로는 EBIT 배수의 대용치로 사용된다.</p>		
(순)이익(Earnings)	자기자본가치	P/E
<p>기업들이 유사한 재무 및 세무 구조와 차입수준을 가지고 있을 때 가격(price)/이익 배수가 적합하다. 실무적으로 기업들의 재무구조가 유사한 경우는 흔하지 않다. 다른 재무구조를 가지고 있는 기업들의 가격/이익 배수는 매우 다를 수 있다. 이 배수는 이자비용 또는 이자 수익이 영업비용 또는 영업수익 항목에 해당하는 금융분야에 있는 기업(은행, 보험 및 리스)에 일반적으로 사용된다. 사례 6을 참조하라.</p>		
장부가치(Book Value)	자기자본가치	P/B
<p>가격/장부가치 배수는 기업의 자기자본의 장부가치를 시장가치(즉 공시가격)와 비교하는 데 유용한 지표로 여겨진다. 호텔이나 금융기관과 같은 일부 산업의 주요 가치평가지표라는 사실을 차치하더라도, 이 배수는 잠재적으로 과소평가되었거나 과대평가된 기업들을 식별하는 수단이 또한 될 수 있다. 이 배수는 기술기업과 같이 자산의 비중이 낮은 기업들에게는 적합하지 않다. 그 이유는 그러한 기업들은 흔히 인식되지 않는 무형자산을 가지고 있어서, 재무상태표의 자산금액이 그 기업의 시장가치에 비해 통상 작기 때문이다. 이러한 배수의 변형으로 가격/유형장부가치(tangible book value)가 금융기관의 평가에 때때로 사용된다. 사례 6을 참조하라.</p>		

표 3: 일반적으로 사용되는 평가배수		
수익	기업가치(EV)	EV/수익
<p>수익을 자본화하는 것은 이익을 자본화하기 위한 손쉬운 방법으로 여겨질 수 있기 때문에, 기업의 이익이 수익과 매우 밀접하게 관련되는 경우 수익배수는 가장 유용하다(즉 이 배수는 주어진 사업유형에서 특정한 수익수준이 특정한 이익수준을 창출할 수 있는 경우 유용하다). 수익배수는 새로 사업을 시작하는 기업, 서비스사업(예: 광고회사, 전문직, 보험대리인 등) 및 EBITDA 수준에서 손실이 발생하거나 유사기업들의 수익성 수준과 매우 유사한 수익성을 가지고 있는 기업에 가장 많이 적용된다. 수익배수는 통상 대조검증용으로만 적용된다(문단 44 참조).</p>		

- 44 표 3의 평가배수는 종종 다음과 같이 분류된다.
- 이익배수: 이러한 배수는 지속적이고 안정적인 이익의 식별가능한 흐름을 가지는 확립된 사업을 평가할 때 가장 많이 사용된다.⁶
 - 장부가치 배수: 장부가치 배수는 자신의 자기자본을 이익창출 기반으로 사용하는 기업이 속한 산업의 시장참여자들이 가장 많이 사용한다(예: 금융기관에 대한 가격/장부가치 배수, 사례 6 참조).
 - 수익배수: 아직 양(+의 이익을 창출하지 못하는 사업의 경우, 수익 배수가 가치평가의 기준으로 사용될 수 있다. 그러나 그러한 경우에는, 피투자자의 수익성과 유사기업들의 수익성 간에 차이가 있을 수 있기 때문에 판단이 필요하다. 그러한 이유로, 수익배수는 통상 대조검증용으로만 사용된다.
- 45 또한 일부 산업에서는 유사기업들을 식별할 때 비교목적으로 또는 가치의 지표로서 분석적인 통찰력을 제공해 줄 수 있는 산업특유의 성과기준(예: 호텔의 침대 당 수익 또는 통신회사의 가입자 당 수익)을 가지고 있을 수 있다.
- 46 적절한 정보가 이용가능할 때, 선도배수(forward-looking multiples, 예: 다음 연도의 EBITDA, EBIT, 순이익 또는 수익과 같은 미래 추정에 기초한 배수)는 흔히 실적배수[즉 과거(예: 작년)의 성과측정치에 기초한 배수]보다 유용한 것으로 간주된다. 그러나 선도배수를 사용하기 위해

⁶ 성과측정치인 EBIT, EBITA 및 EBITDA 는 IFRS 에서 정의된 용어가 아니다. 만약 그러한 성과측정치를 유사기업들의 재무보고서에서 추출할 수 없는 경우, 투자자들은 그러한 측정치가 일관되게 도출되었는지에 대해 정당한 주의를 기울여야 한다.

투자자는 유사기업들 및 피투자자의 성과측정치에 대한 추정이 적절한지를 주의 깊게 고려하여야 한다. 그 결과 투자자는 모든 사실과 상황을 고려하여 선도배수와 실적배수 중 어느 것을 사용할지를 결정하여야 한다. 어떠한 종류의 배수가 사용되더라도, 평가배수와 평가배수가 적용되는 피투자자의 성과측정치는 일관되어야 한다. 예를 들면, 투자자가 피투자자에 대한 비지배지분의 공정가치를 측정하기 위하여 선도배수를 사용하는 경우, 유사기업들로부터 획득한 선도배수를 피투자자의 미래전망 성과측정치에 적용하여야 한다.

평가배수의 조정: 피투자자와 유사기업들 간의 차이

47 투자자가 영업, 위험특성 또는 현금흐름 성장전망과 같은 차이로 인한 피투자자와 유사기업들 간의 차이에 대하여 평가배수를 조정해야 할 필요가 있을 수 있다. 피투자자와 유사기업들 간 차이의 예는 다음과 같다.

- 규모(수익, 자산 등의 측면)
- 이익의 수준 및 이익성장률
- 제품범위의 다양성
- 고객층의 다양성 및 질
- 차입수준 (특히 이익배수나 수익배수를 사용하는 경우)
- 위치(예: 선진시장의 유사기업들을 신흥시장의 피투자자에 대한 가치평가에 사용하는 경우)

평가배수와 피투자자 성과측정치의 조정: 정상화

48 추가적으로, 평가배수 측정에 사용되는 유사기업들의 성과측정치(예: EBITDA, EBIT, 순이익, 수익) 또는 평가배수가 적용되는 피투자자의 성과측정치는 경제적인 효익을 발생시키는 지속적 능력을 반영하기 위하여 조정될 필요가 있을 수 있다. 다시 말하면, 성과측정치는 ‘정상화’될 필요가 있을 수 있다. 성과측정치의 *정상화(Normalisation)*는 다음과 같은 항목을 포함할 수 있다.

- 예외적이거나 비반복적 거래의 제거(예: 소송원가, 영업자산의 처분, 화재, 홍수, 파업 등에서 발생하는 손익)
- 수익이나 비용의 과소표시 또는 과대표시의 조정(예: 수익과 비용의 인식시기, 다양한 원가의 자본화 또는 비용화와 관련된 정책, 감가상각방법에 차이가 있는 기업들)

• 합병과 중단영업의 영향에 대한 조정

49 그러나 현재 시장상황이 피투자자나 유사기업들에 대한 투자자의 장기 전망이나 예상에 일치하지 않더라도, 정상화가 성과측정치에 대한 현재 시장상황의 영향을 제거하여서는 안 된다.

평가배수와 피투자자의 성과측정치의 조정: 영업외항목

50 피투자자나 유사기업들이 관련성 있는 영업외자산 또는 영업외부채를 가지고 있는지를 고려하는 것 또한 중요하다. 영업외자산과 영업외부채는 기업 핵심영업의 가치를 발생시키는 항목에 속하지 않는다(즉 자산과 부채의 수익과 비용이 기업의 영업수익과 영업비용의 일부가 아님). 영업외항목의 예로는 초과현금, 초과순운전자본, 수익이나 현금흐름을 창출하지 않는 유희 또는 미사용 자산, 사외적립되지 않은 연금 채무, 환경부채, 소송으로부터 예상되는 부채 등이 있다. 투자자는 특정 자산과 부채가 영업외항목인지를 결론내릴 때 판단을 적용하고 모든 사실과 상황을 고려할 필요가 있다.

51 영업외항목이 관련이 있다면, 피투자자의 영업자산과 영업부채에서 생성된 가치를 도출하기 위하여 투자자는 영업외항목의 영향(영업외항목이 발생시키는 모든 수익과 비용 포함)을 유사기업들에서 얻은 평가배수와 피투자자의 성과측정치에서 제거하여야 한다. 일반적으로 영업외항목이 유사기업의 가치를 증가시키는 경우 그러한 추가적인 가치는 유사기업의 평가배수에서 차감되어야 한다. 영업외항목이 유사기업의 가치를 감소시키는 경우 감소되는 가치를 유사기업의 평가배수에 다시 가산하여야 한다. 투자자가 조정한 모든 영업외항목은 아래의 단계 3에 따라 피투자자의 자기자본가치나 기업가치의 예비공정가치를 도출하기 위하여 다시 조정될 필요가 있을 것이다(문단 57 참조). 사례 5는 이러한 과정을 설명한다.

사례 5: 평가배수를 사용할 때 영업외항목의 취급
<p>투자자는 비공개기업인 피투자자 기업 F가 측정일과 일치하는 보고 기간말에 1,000 백만원의 현금잔고 중 250 백만원은 영업목적으로 보유하고 있는 것이 아니라 초과하여 보유하고 있다고 결론내렸다. 투자자는 250 백만원의 초과현금에서 발생하는 이자수익이 측정일에 10 백만원이라고 추정하였다. 또한 투자자는 초과현금을 보유하고 있는 것은</p>

사례 5: 평가배수를 사용할 때 영업외항목의 취급

기업 F의 유사상장기업집단에 속하는 기업들에게 반복적인 사항이라고 결론 내렸다. 따라서 투자자는 그러한 기업들 각각의 평가배수를 조정한다. 기업 F 자기자본의 예비공정가치를 도출하기 위하여, 투자자는 P/E배수를 선택하였다. 투자자는 아래와 같이 유사상장기업 각각의 P/E배수와 기업 F의 순이익을 아래와 같이 조정하였다.

$$(1) \frac{P}{E}(\text{조정후}) = \frac{\text{시가총액} - \text{초과현금}}{\text{순이익} - \text{초과현금에서 발생하는 이자수익}}$$

$$(2) \text{기업 F의 순이익(조정후)} = \text{순이익} - \text{초과현금에서 발생하는 이자수익} = \text{순이익} - 10 \text{ 백만원}$$

투자자는 후속적으로 다음과 같이 기업 F의 조정후 성과측정치에 대해 유사상장기업집단의 조정후 P/E 배수의 평균을 적용하여 기업 F 자기자본의 예비공정가치(3)를 도출하였다(아래 단계 3 참조).

$$(3) = (1) \times (2) + \text{초과현금} = (1) \times (2) + 250 \text{ 백만원}$$

일정 범위에서 평가배수의 선택

- 52 충분히 많은 수의 유사기업들이 있다면, 실무상 피투자자에게 적합한 성과측정치에 적용되는 평가배수를 선택할 때 평균이나 중간값을 사용할 수도 있다(아래 단계 3 참조). 피투자자가 유사기업들의 평균과 유사한 특성을 가지고 있다고 믿을 만한 이유가 있을 때 평가배수의 평균이나 중간값이 선택된다. 그러나 피투자자의 성과가 유사기업들과 비교하여 높은 경우, 투자자는 유사기업집단 배수의 범위에서 상단의 배수를 사용할 수도 있다. 이와 반대로, 피투자자의 성과가 유사기업들과 비교하여 낮은 경우 유사기업배수의 범위에서 하단의 배수를 사용할 수도 있다.

유사기업 평가배수의 선택

- 53 사례 6과 사례 7은 적절한 평가배수를 선택할 때 투자자가 수행할 수 있는 절차를 설명한다.

사례 6: 유사기업 평가배수의 선택

투자자는 비공개기업인 기업 G에 대한 비지배지분의 공정가치를 측정하고 있다. 기업 G는 금융서비스산업에서 영업을 하는 상업은행이다. 투자자는 5개의 유사상장기업들(기업 A1, A2, A3, A4 및 A5)을 선택하였다. 이러한 기업들은 기업 G와 동일한 위험, 성장성, 현금흐름 창출 잠재력 특성을 가지고 있다. 기업 G와 같은 금융서비스 기업들은 수익을 창출하기 위하여 자기자본기반을 사용하기 때문에, 투자자는 P/B가 기업 G의 공정가치를 측정하기 위해 적절한 평가배수라고 결론짓는다.

기업 G를 기업 A1~A5와 비교할 때, 투자자는 기업 G와 같이, 기업 A1과 기업 A2는 재무상태표에 중요한 무형자산을 보유하고 있지 않다는 것을 알고 있다. 그러나 기업 A3~A5는 합병을 통해 취득한 중요한 무형자산을 보유하고 있다. 투자자는 인식된 무형자산이 단독으로 미래의 다른 성장전략을 나타내지 않는다는 데 주목하고, 중요한 무형자산을 보유한다는 사실이 기업 A3~A5가 유사기업으로 사용될 수 없다는 것을 의미하지는 않는다고 결론짓는다. 그러나 무형자산의 보유 여부는 유사상장기업들 내에서 구별되는 주요 요소인 것으로 보인다.

P/B 배수와 가격/유형장부가치(P/TB) 배수는 다음과 같다.

	A1	A2	A3	A4	A5	평균값	중간값
P/B	1.5	1.4	1.1	1.3	1.3	1.3	1.3
P/TB	1.5	1.4	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5

기업 A3~A5는 중요한 무형자산이 재무상태표에 나타나기 때문에, P/B 비율이 기업 A1과 A2에 비해 상대적으로 낮다. 따라서 투자자는 가격/유형장부가치(즉 취득하였거나 내부적으로 창출된 무형자산을 제외한 장부가치) 배수를 사용하여 취득의 영향을 제외하기 위하여, 기업 A3~A5 기업의 장부가치를 조정하는 것이 필요한지를 결정하여야 한다.

투자자는 다음과 같은 이유로 가격/유형장부가치가 보다 적합한 평가배수라고 결론짓는다.

사례 6: 유사기업 평가배수의 선택

- (1) P/B 배수 중 일부는 유사상장기업들로부터 도출되었는데, 이들 유사기업들은 기업 G와 달리 무형자산을 재무상태표에 인식하였다. 따라서 유사상장기업들의 배수를 취득에 의하거나 내부적으로 창출한 무형자산을 보유하고 있지 않은 기업 G의 장부가치에 적용하는 것이 적절하지 않을 수 있다.
- (2) 기업 A3~A5의 보고기간말 재무상태표에서 무형자산을 제거하여 산출되는 세 기업의 배수는 기업 A1과 A2에 대한 배수의 범위 내에 있으며, 기업 G를 평가하는 데 더 많은 도움을 준다.

배수는 측정일과 일치하는 보고기간말 기업 A1~A5 재무제표의 정보를 사용하여 작성하였다. 투자자는 보유자산에 대한 유사상장기업들의 회계정책과 기업 G의 회계정책이 동일하다고 확인하였다. 평가배수에 대하여 추가적인 조정이 필요하지 않은 것으로 보였다.

평가배수의 범위 내에서 어느 것을 선택할지를 결정할 때, 투자자는 평균값의 평가배수와 중간값의 평가배수가 동일하다는 것을 알게 되었다. 투자자는 기업 G가 유사상장기업들의 평균값과 유사한 특성(예: 위험, 성장성 및 현금창출 잠재력특성)을 가지고 있다고 믿기 때문에, 평균 가격/유형장부가치 배수를 선택한다. 만약 유사상장기업들 중에서 극단치가 있었다면, 평균값의 배수 대신 중간값의 배수를 고려하였을 것이다.

사례 7: 유사기업 평가배수의 선택

투자자는 비공개기업인 기업 H의 비지배지분을 평가하고 있다. 기업 H는 자동차 제조업자이다. 투자자는 5개의 유사상장기업들(기업 B1, B2, B3, B4 및 B5)을 선택하였다. 이러한 기업들은 기업 H와 동일한 위험, 성장성, 현금흐름창출 잠재력 특성을 가지고 있다. 또한 이러한 기업들은 동일한 시장(고급승용차)에서 영업하고 있으며, 기업 H와 유사한 발전단계에 있다. 투자자는 EBIT와 EBITDA가 기업 H에 대한 성과측정치로 적절하다고 결론짓는다. 이러한 이유로 그리고 기업 H와 유사상장기업들 간의 자본구조의 차이가 발생시킬 수도 있는 평가배수의 왜곡을 제거하기 위하여, 투자자는 기업 H의 공정가치를 평가하는 데 있어 EV/EBIT와 EV/EBITDA 배수를 잠재적으로 적절한 평가배수로 고려하기로 결정하였다.

사례 7: 유사기업 평가배수의 선택

기업 H와 유사상장기업들은 자산기반이 유사하다. 기업 H와 기업 B1~B5를 비교하면서 투자자는 기업 B1과 B2가 기업 H와 유사한 감가상각 회계정책(즉 유형자산 감가상각을 위한 내용연수 추정)을 가지고 있다는 것을 알게 되었다. 그러나 기업 B3~B5는 기업 H보다 훨씬 긴 내용연수를 사용하는 매우 다른 감가상각 회계정책을 가지고 있으며, 이로 인해 낮은 감가상각비가 발생한다. 기업 B4의 감가상각 회계정책은 기업 H와 기업 B3 및 B5의 사이에 있다.

EV/EBIT 배수와 EV/EBITDA 배수는 다음과 같다.

	B1	B2	B3	B4	B5	평균값	중간값
EV/EBIT	10.0	9.5	6.6	7.8	6.3	8.0	7.8
EV/EBITDA	6.9	6.5	5.9	6.2	6.3	6.4	6.3

투자자는 EV/EBITDA 배수의 범위(5.9배-6.9배)가 EV/EBIT 배수의 범위(6.3배-10.0배)보다 좁다는 것을 알게 되었다.

EV/EBIT 배수의 평균값과 중간값이 매우 유사하지만, 기업 H와 기업 B3~B5 간의 감가상각 회계정책의 차이로 인해 EBIT 수준에서는 기업들을 비교가능하지 않으며, 그 결과 EV/EBIT 배수의 평균값과 중간값은 기업 H를 평가하는 데 적합하지 않다.

또한 EV/EBITDA 배수의 평균값과 중간값은 매우 유사하다. 이 예에서, 5개 기업 모두 EV/EBITDA 수준에서 비교가능하기 때문에 투자자는 EV/EBITDA 배수를 선택한다. EV/EBITDA 배수에 사용되는 이익은 감가상각비가 차감되지 않았기 때문에 감가상각 회계정책의 차이는 EV/EBITDA 배수에 영향을 미치지 않는다. 그 결과 투자자는 EV/EBITDA 배수가 기업 H의 공정가치를 측정하기 위하여 가장 적합하다고 결론짓는다.

평가배수는 측정일과 일치하는 보고기간말의 기업 B1~B5의 재무제표로부터 얻어지는 정보를 이용하여 작성되었다. 투자자는 유사상장기업들이 보유하고 있는 그 밖의 자산에 대한 회계정책과 기업 H의 회계정책이 동일하다고 확인하였다. 평가배수에 대하여 추가적인 조정이 필요하지 않은 것으로 보였다.

<p>사례 7: 유사기업 평가배수의 선택</p> <p>다양한 평가배수 중 어느 것을 선택할지를 결정할 때, 투자자는 배수의 평균값과 중간값이 매우 유사하다는 것을 알게 되었다. 투자자는 기업 H가 평가배수의 범위 중 상단에 있는 유사상장기업들과 유사한 특성(예: 위험, 성장성 및 현금창출 잠재력 특성)을 가지고 있다고 믿기 때문에 EV/EBITDA 배수 6.7배를 선택한다.</p>

단계 3: 피투자자의 자기자본가치 또는 기업가치의 예비공정가치를 얻기 위하여 피투자자의 관련있는 성과측정치에 대하여 평가배수를 적용한다.

- 54 단계 2에서 얻어지는 평가배수를 관련성 있고 정상화된 피투자자의 성과측정치(예: 사례 6의 경우 유형장부가치, 사례 7의 경우 EBITDA)와 곱한다. 피투자자의 성과측정치는 예를 들면, 예외적이거나 반복하여 발생하지 않을 거래 또는 중단된 활동 및 취득의 영향을 제거하기 위하여 정상화될 필요가 있을 수 있다.
- 55 투자자가 피투자자의 정상화된 성과측정치에 유사기업들에서 얻어지는 평가배수를 적용할 때, 투자자는 사용된 평가배수에 따라 피투자자의 자기자본가치 또는 기업가치의 예비공정가치를 얻게 된다. 예를 들어, 투자자가 자기자본 시장가격배수를 사용하는 경우 피투자자의 정상화된 성과측정치에 그 평가배수를 곱하면, 마치 피투자자가 공개시장에서 매매된 것처럼 피투자자의 자기에 대한 예비자본공정가치가 산출된다.
- 56 투자자가 피투자자의 공정가치를 측정하기 위하여 EV 평가배수를 사용한 경우에, 투자자는 피투자자 자기자본의 공정가치를 도출하기 위하여 피투자자 부채의 공정가치를 차감하는 적절한 조정을 하여야 한다(사례 9 및 문단 76 및 80 참조)⁷.
- 57 또한 피투자자 자기자본가치 또는 기업가치의 예비공정가치를 도출할 때 투자자가 이미 조정한 영업외항목을 다시 조정할 필요가 있다(문단 51 및 사례 5 참조).

⁷ 일부 가치평가전문가는 현금은 영업외자산이라는 가정 하에, 순부채금액을 도출하기 위하여 부채의 공정가치에서 현금을 차감한다. 주석 11 을 참조한다.

단계 4: 단계 3에 따라 도출되는 피투자자 자기자본의 예비공정가치를 적절하게 조정한다.

- 58 일부의 경우, 투자자는 단계 3에서 얻어지는 피투자자 자기자본의 예비공정가치를 조정할 필요가 있을 것이다. 정상화나 영업외항목의 조정과는 별도로, 단계 2에서의 조정은 피투자자와 유사기업들 간의 일반적인 질적 차이를 다루고 있지만(예: 위험특성 또는 이익성장전망에서의 차이), 단계 4에서의 조정은 피투자자와 유사기업들의 지분상품 자체에 보다 밀접하게 관련이 있는 차이를 다루고 있다. 일부 일반적인 조정을 아래에서 설명한다(문단 59~67).

비지배지분 할인

- 59 비지배지분의 공정가치를 측정하기 위하여 유사기업들에서 얻은 거래가격배수를 사용할 때, 지배력의 가치가 비지배지분의 공정가치에 귀속되지 않기 때문에, 관측된 거래가격이 지배지분의 매각을 나타내는 경우 조정을 하는 것이 중요하다. 따라서, 지배주주가 비지배주주보다 더 많은 이익을 얻을 수 있다는 증거가 있는 경우(예: 영업적 변동에 영향을 미칠 수 있는 지배주주의 기회), 투자자는 관측된 거래가격에서 지배력의 영향을 조정하는 것이 적절한지를 평가할 필요가 있다. 그러한 경우에 투자자는 거래가격배수를 이용하여 단계 3에서 얻어진 피투자자 자기자본의 예비공정가치에서 지배력 할증금액을 차감하게 될 것이다.
- 60 이러한 조정액을 추정하기 위한 접근법에는, 유사기업들의 종전 공시가격을 이용할 수 있다면 그 공시가격과 취득가격을 비교하는 것이 있을 것이다. 발표전 매매가격을 고려할 때, 투자자는 발표전 투기의 정도 또는 유사기업들이 취득에 성공하기 전에 이미 다른 취득제안의 대상이었는지 여부를 고려하여야 한다.
- 61 지배력 할증을 추정하기 위한 그 밖의 접근법은 지배지분을 취득하는 거래에 대하여 지급하는 할증을 분석하는 자료를 이용하거나, 실증적인 지배력 할증 연구에서 얻어지는 자료를 이용하는 것이다. 취득거래에서 지급된 할증은 시간이 경과함에 따라 달라질 것이고 산업과 지역에 따라 다를 것이다. 그러나 신흥시장에서는 종종 비지배지분 할인을 도출하기 위한 연구나 실증적인 자료가 부족할 것이다. 그러한 경우에

대안적인 접근법은 실제 거래를 식별하여 그로부터 비지배지분 할인을 도출하거나 참조 또는 대응치로서 선진국의 자료에 기초한 지배력 할증 연구를 사용하는 것이다.

- 62 지배력 할증을 추정하는 데 사용되는 접근법에 관계없이, 투자자는 그러한 할증이 직접적으로 지배지분취득에 관련되는지 아니면 그 밖의 요소(예: 회사 특유의 시너지)에 관련되는지를 평가하기 위하여 판단을 내려야 한다.⁸
- 63 사례 8에서는 피투자자에 대한 비지배지분의 공정가치를 측정할 때 투자자가 비지배지분 할인을 적용하는 방법을 설명한다.

사례 8: 비지배지분 할인
<p>투자자는 비공개기업인 기업 I에 대한 비지배지분 5%를 유사기업들의 거래가격배수를 사용하여 평가하고 있다. 그러한 거래는 취득된 유사기업들에 대한 지배력의 획득을 수반하였다. 그러한 거래에서 도출되는 배수는 지배지분을 기준으로 한 것이기 때문에, 기업 I에 대한 비지배지분의 공정가치를 도출하기 위하여 비지배지분 할인이 필요할 수도 있다. 투자자는 매수자가 유사기업들과의 시너지 효과를 얻기 위해 그러한 거래를 한 것이 아니며, 그러한 사실로부터 평가배수에 사용된 거래가격에는 시너지효과(기업 I에는 적용가능하지 않음)에 대해 지급한 할증이 포함되어 있지 않다는 것을 확인하였다.</p> <p>투자자는 비지배지분 할인을 도출하기 위하여 지배력이 수반된 최근 취득거래의 할증을 참조하고 관측된 할증의 산업, 가격, 배경, 거래 규모 및 시기가 고려된 지배력 할증에 대한 실증연구의 자료를 참조하여 지배력 할증을 평가하였다.</p> <p>평가를 수행할 때 투자자는 거래의 특성과 동기가 기업 I에 대한 투자자의 특성과 동기와 다른 거래는 무시하였고, 수집된 자료의 중간값 수준이 적절한 지표라고 결정하였다. 이에 따라 25%의 지배력 할증</p>

⁸ 재무보고를 위한 지배력 할증의 평가는 미국의 감정평가재단(Appraisal Foundation)의 작업반에서 이 장의 발표일에 중점을 두고 있는 주제이다. 이 작업반의 일련의 예비적 견해는 지배력 할증의 결정은, 지배주주에 대하여 지배지분보유가 나타낼 수 있는 현금흐름 향상과 감소된 위험에 기초하여야 한다는 것이다. 이러한 예비적 작업에 따라, 투자자는 지배력 할증을 결정할 때 종결된 거래에서 도출되고 관측되는 지배력 할증을 고려할 수도 있다. 그러나 그러한 자료원천에만 의존할 때에는 주의하여야 한다.

사례 8: 비지배지분 할인

이 평가되었다. 투자자는 이러한 평가를 보완하기 위해 과거 2개연도 동안 지배력을 수반하는 취득 관련 유사기업들의 과거 공시가격과 관측된 취득가격 사이의 차이를 평가하였다.

비지배지분을 할인하기 전에 기업 I에 대한 비지배지분 5%의 예비공정가치가 100 백만원이며, 추가적으로 필요한 그 밖의 조정이 없다고 가정하고, 비지배지분 할인을 적용하여 기업 I에 대한 비지배지분 5%의 예비공정가치를 80 백만원($=100/1.25=80$)으로 감소시킨다. 투자자는 80 백만원이 기업 I에 대한 비지배지분 5%에 대한 측정일의 공정가치를 가장 잘 나타내는 가격이라고 결론짓는다.

비유동성 할인

- 64 투자자는, 상장되어 보다 유동성이 높은 유사기업들의 지분상품과 비교하여 공정가치로 측정되는 공시가격이 없는 지분상품의 비유동성으로 인한 영향을 적절히 고려하여야 한다. 유동성 조정을 계량화하기 위하여 일반적으로 사용되는 자료원천 중 하나는 *제약이 있는 주식의 연구(restricted stock study)*이다. 제약이 있는 주식의 연구의 목적은 특정 기간 동안 공개시장에서 거래되지 않은 투자와 관련된 가치의 감소를 측정하는 것이다. 비공개기업의 투자자는 유사한 유동성 제약에 직면하기 때문에, 제약이 있는 주식의 거래에서 도출된 할인은 비공개기업에 대한 비지배지분에 적용될 수 있는 비유동성 할인을 추정하기 위하여 사용될 수 있다.
- 65 제약이 있는 주식의 연구에서 얻은 내재된 할인을 이용할 때, 그러한 실증연구에 포함된 기업들의 모집단과 평가대상 지분의 특성을 비교함으로써, 할인 수준의 관측된 추세를 도출하기에 적절한 제약이 있는 주식의 연구를 찾아내는 것이 필수적이다. 제약이 있는 주식의 연구로부터 얻어지는 할인은 비유동성 할인을 평가하는 데 출발점으로 사용될 수 있다. 그러나 투자자는 제약이 있는 주식의 연구에 포함되는 기업들 모집단의 요소와 특성을 분석하여야 한다. 그 이유는 이러한 사항들이 제약이 있는 주식의 할인의 정도에 영향을 미칠 수도 있을 것이기 때문이다. 예를 들면, 투자자는 내재된 할인이 직접적으로 투자의 비유동성에 관련되는지 또는 비유동성 외의 요소에 관련되는지를

평가할 필요가 있을 수도 있다. 투자자는 그러한 제약이 있는 주식의 연구에 포함되는 기업들 모집단의 특성(예: 수익에 의하여 측정되는 규모)을 또한 고려하여야 한다. 그 이유는 보다 큰 수익을 가지고 있는 기업의 경우 유동성 할인이 더 작은 경향이 있는 것으로 알려져 있기 때문이다. 비유동성에 대해 적절한 할인을 계량화할 때, 유동성 외의 모든 요소의 영향 또는 피투자자와 제약이 있는 주식의 연구에 포함된 기업의 모집단 간 특성의 차이로 인한 영향을 고려하여야 한다. 또한 다음과 같은 항목을 적절히 고려하여야 한다.

- 그러한 연구에서 도출된 할인의 범위. 그러한 연구의 대상기간, 방법론 및 표본크기와 같은 요소에 따라 할인의 범위가 달라질 수 있기 때문이다.
- 그러한 연구가 전형적으로 미국에서 얻어지는 자료를 참조한다는 사실

66 그 결과, 투자자는 비유동성 할인을 도출하기 위한 원천으로 그러한 연구를 사용할 때 판단을 적용하여야 하며, 모든 관련된 사실과 상황을 고려하여야 한다.

67 비유동성 할인을 추정하기 위해 사용되는 그 밖의 접근법은 **옵션가격 결정 모형**(예: Chafee, Longstaff and Finnerty)이다. 비유동성을 계량화하는데 있어 그러한 모형이 얼마나 성공적인가에 대한 견해는 평가전문가들마다 다르다. 투자자는 그러한 모형을 사용하여 비유동성 할인을 도출할 때, 판단을 적용하여야 하고 모든 사실과 상황을 고려하여야 한다.

유사기업들의 평가배수 적용

68 사례 9는 피투자자에 대한 비지배지분의 공정가치를 측정하기 위하여 유사기업들의 평가배수를 사용하는 방법을 예시한다.

<p>사례 9: 유사기업들의 평가배수 적용</p> <p>투자자는 비공개기업인 기업 J에 대한 비지배지분을 보유하고 있다. 투자자는 20X1년 12월 31일(즉 측정일)에 종료하는 연도에 대한 연차재무제표에 비지배지분을 공정가치로 평가하여야 한다. 기업 J의 정상화된 EBITDA는 100 백만원이다. 측정일에 기업 J의 부채의 공정가치는 350 백만원이다.</p>
--

사례 9: 유사기업들의 평가배수 적용

투자자는 기업 J와 동일 지역에서 동일 사업을 영위하는 6개의 유사 상장기업들을 선택하였다. 기업 J의 유사기업들과 기업 J는 자본구조와 감가상각 회계정책에 있어 차이가 있기 때문에, 투자자는 EV/EBITDA 배수를 선택하였다. 투자자는 유사기업들의 정상화된 시장가격배수와 피투자자의 정상화된 EBITDA에서 조정될 필요가 있는 적절한 영업외항목은 없다고 결론내렸다. 평가배수에 대하여 추가적으로 필요한 조정은 없는 것으로 보였다.

유사상장기업들의 시장가격배수는 다음과 같다.

유사상장기업	12개월 동안의 EV/EBITDA
기업 C1	4.5배
기업 C2	8.0배
기업 C3	8.5배
기업 C4	15.0배
기업 C5	9.0배
기업 C6	8.5배

추가 분석에 따라, 투자자는 기업 C2, C3, C5 및 C6가 유사한 위험, 현금창출 잠재력 특성을 가지고 있기 때문에 이 기업들만을 유사기업들로 고려하여야 한다고 보았다. 투자자는 기업 J의 기업가치인 850원을 도출하기 위하여 평균배수값 8.5배(기업 C1과 C4를 제외하고 계산)를 기업 J의 정상화된 EBITDA인 100 백만원에 적용하였다. 기업 C2, C3, C5 및 C6의 특성으로 인해 유사기업 대비 기업 J의 특성을 평균배수값이 적절하게 반영할 것이라고 투자자가 고려하였기 때문에, 투자자는 기업 J의 가치를 측정하기 위하여 평균배수값을 선택하였다.

투자자는 기업 J에 대한 비지배지분 5%의 공정가치를 측정하기 위하여 아래의 절차를 따랐다.

(단위: 백만원)

기업가치	850
------	-----

사례 9: 유사기업들의 평가배수 적용

자기자본의 공정가치를 도출하기 위하여 투자자는 기업 J의 부채의 공정가치 (350백만원)를 차감하였다. 자기자본의 예비공정가치 =
850 - 350 = 500

공정가치를 측정하기 위하여 사용된 평가배수가 유사기업들의 매매가격에서 도출되었고, 기업 J에 대한 비지배지분 5%의 보유와 일관되기 때문에, 비지배지분 할인이 요구되지 않는다. 해당사항 없음

유사상장기업의 지분상품과 비교하여, 기업 J의 공시가격이 없는 지분상품의 유동성이 떨어지는 것을 반영하기 위하여 비유동성에 대하여 할인한다. 투자자는 기업 J의 특정 사실과 상황 뿐만 아니라 그 지역에서 적용가능한 관련있는 연구에 근거하여 비유동성 할인을 30%로 평가하였다.⁽¹⁾ 비유동성 할인 =
500 x 0.30 = 150

기업 J에 대한 비지배지분 5%의 공정가치를 가장 잘 나타내는 측정일의 가격은 17.5 백만원이다. 비지배지분의 공정가치 =
0.05 x 350 = 17.5

(1) 위에서 보여준 과정이 투자자가 투자자의 비지배지분의 공정가치를 측정하기 위해 적용할 수 있는 유일한 방법은 아니다. 그러므로 위의 조정이 적용가능한 모든 조정을 포괄하는 것으로 간주되어서는 안 된다. 필요한 조정은 특정 사실과 상황에 따라 달라질 것이다. 또한 위의 조정금액은 세부 계산내역이 제공되지 않았다. 그러한 조정금액은 예시를 목적으로 포함되었다.

재무정보가 제한적인 경우의 유사기업 평가배수의 적용

69 아래의 사례 10~12는 비록 투자자가 제한된 재무정보를 가지고 있음에

도 불구하고, 유사기업 평가배수법을 적용하여 공시가격이 없는 지분상품의 공정가치를 측정할 수 있는 상황을 예시한다. 이러한 사례는 서술적이며 수치 계산은 거의 또는 전혀 사용되지 않는다. 이러한 사례의 경우 상황에 따라서는 기술된 특정 사실관계로 인하여 유사기업 평가배수법이 가치평가기법으로 선호되지 않을 수도 있다. 투자자는 이러한 사례에서 설명되는 상황에 보다 적합한 그 밖의 가치평가기법을 고려할 수도 있다.

사례 10: 이용가능한 재무정보의 제한

기업 K는 비공개기업이다. 비공개펀드 L은 기업 K의 기존 주주로부터 1%의 비지배지분을 매입하였다. 비지배 투자자로서 펀드 L은 분기별 관리보고서, 감사받은 연간 보고서를 지연되긴 하지만 입수할 수 있다. 펀드 L은 최신의 관리보고서 또는 최신의 재무예측정보를 입수할 수는 없다.

재무예측과 최신의 재무정보가 없는 상태에서, 펀드 L은 기업 K의 가장 최근의 과거 정보를 사용한다. 펀드 L은 펀드 L이 기업 K에 대하여 가지고 있는 과거 재무정보의 대상이 되는 기간과 유사한 과거의 기간에 대하여 도출된, 관련성 있는 시장가격배수를 적용한다. 또한 펀드 L은 공정가치에 대한 결정을 보완하기 위하여 기업 K에 대한 적절한 경제 및 시장 전망을 평가하고, 유사상장기업들의 예측과 관련된 재무분석가의 조사를 고려한다.⁽¹⁾

(1) 이 사례에서 공정가치는 시장참여자가 측정일에 지분상품의 가격을 결정할 때 포함하게 될 필요한 조정(예: 비지배지분 할인, 비유동성 할인 등)을 반영하여 결정하였을 것이라고 가정한다.

사례 11: 이용가능한 재무정보의 제한

기업 M은 6월 30일에 회계연도가 종료하는 비공개기업이다. 펀드 N은 기업 M에 대한 비지배지분 5%를 보유하고 있다. 펀드 N은 재무보고를 위하여 20X2년 12월 31일(즉 측정일)의 기업 M에 대한 비지배지분의 공정가치를 측정하여야 한다. 펀드 N이 기업 M으로부터 수취한 가장 최근의 재무제표는 20X1년 6월 30일의(즉 18개월 전) 재무제표이다. 20X2년 6월 30일에 종료하는 회계연도에 대하여 펀드 N은 기업 M의 매출규모 및 이익마진에 관한 정보만을 기업 M의 경영진으로부터 수취하여 가지고 있다.

사례 11: 이용가능한 재무정보의 제한

펀드 N은 기업 M의 성과와 전망을 기업 M의 경영진과 함께 논의하고 분석한다. 그 다음에 펀드 N은 20X2년 6월 30일에 종료하는 회계연도에 대하여 기업 M의 경영진이 제공하는 추가적인 정보(예: 판매가격, 성장률 및 이익마진)로부터 기업 M의 수익과 비용을 추정한다. 펀드 N은 20X2년 12월 31일에 종료하는 6개월에 대한 수익과 이익이 작년의 동일한 6개월 기간과 비교하여 20%만큼 성장하였다는 것을 기업 M의 경영진을 통해 이해한다.

이에 따라, 펀드 N은 측정일의 비지배지분의 공정가치를 측정하기 위하여, 기업 M의 유사상장기업들의 주식가격과 20X2년 12월 31일에 종료하는 기업 M의 이익에 근거하는, 적절한 시장가격배수를 적용한다. 마지막으로 펀드 N은 기업 M의 예비공정가치가 경제적 전망과 시장전망 뿐만 아니라 기업 M의 성장에 대한 이해와 일관되는지를 평가한다.⁽¹⁾

(1) 이 사례에서 공정가치는 시장참여자가 측정일에 지분상품의 가격을 결정할 때 포함하게 될 필요한 조정(예: 비지배지분 할인, 비유동성 할인 등)을 반영하여 결정하였을 것이라고 가정한다.

사례 12: 이용가능한 유사기업들의 제한

투자자는 비공개기업인 기업 O에 대한 비지배지분을 당 보고기간말에 공정가치로 측정할 필요가 있다. 투자자는 이익접근법(예: 현금흐름할인법)을 적용하기에 충분한 재무정보를 가지고 있지 않으며, 그 결과 유사기업 평가배수를 적용하는 것이 가장 적절하다고 결론짓는다.

기업 O는 자동차부품 부문에서 사업을 영위하며, 좌석시스템 생산에 전문화되어 있다. 기업 O는 매우 전문화된 부문에서 사업을 영위하므로, 투자자가 많은 유사기업들을 발견하는 것이 어려울 것으로 예상된다. 그 결과 투자자는 기업 O의 유사기업들을 식별할 때 기업의 범위를 확대하기로 결정하였다. 먼저 투자자는 유사기업들로 고려될 수 있는지를 평가하기 위하여, 기업 O가 사업을 영위하는 부문과 동일한 부문의 국외 기업을 고려하였다. 그러나 이를 통해 의미있는 결과를 도출하지 못하였다. 투자자가 기업 O의 사업부문에서 잠재적

<p>사례 12: 이용가능한 유사기업들의 제한</p> <p>인 유사기업들로 식별한 공개기업들은 자산 규모와 수익성 면에서 기업 O와 많은 차이가 있었다(기업 O는 이익이 발생하는 기업인데 반해 그러한 기업들은 손실이 발생하였다).</p> <p>따라서 투자자는 조사의 범위를 더 넓혔고, 좌석시스템을 생산하는 기업만을 고려하기보다는 자동차부품 부문 전체를 고려하였다. 이를 통해 이용가능한 유사기업들의 모집단이 커졌다. 투자자는 이전보다 커진 모집단에서 유사한 성장전망, 수익성 특성 및 자본구조를 가지는 기업들을 고려하였다.</p> <p>투자자는 자동차부품 부문의 유사기업들을 선택하여 얻은 적절한 시장가격배수를 적용한다. 또한 투자자는 공정가치 결정을 보완하기 위하여 기업 O가 사업을 영위하는 부문의 경제 및 시장 전망을 평가한다.⁽¹⁾</p> <p>(1) 이 사례에서 공정가치는 시장참여자가 측정일에 지분상품의 가격을 결정할 때 포함하게 될 필요한 조정(예: 비지배지분 할인, 비유동성 할인 등)을 반영하여 결정하였을 것이라고 가정한다.</p>

이익접근법

- 70 이익접근법은 미래 금액(예: 현금흐름 또는 수익과 비용)을 단일의 현금(즉 할인된) 금액으로 전환한다. 이는 대체로 현금흐름할인법 [discounted cash flow(DCF) method]을 사용하여 이루어지는데, 이러한 방법은 기업 현금흐름(enterprise cash flow)이나 (드물지만) 자기 자본 현금흐름(equity cash flow)에 적용된다(문단 71~114 참조). 이 절에서는 또한 배당할인모형(dividend discount model, DDM)(문단 115와 116 참조), 정률성장배당할인모형(constant growth DDM)(문단 117~121 참조) 및 자본화모형(capitalisation model)(문단 122~124 참조)도 다룬다.⁹

현금흐름할인법[discounted cash flow(DCF) method]

⁹ 이익접근법에 포함되는 또 다른 가치평가기법은 잔여이익주가평가모형(residual income stock price valuation model)이다. 이 모형은 피투자자 자본의 공정가치를 자본의 장부가치와 기대잔여이익의 현재가치의 합으로 표현한다. 여기서 기대잔여이익은 피투자자가 보고한 순이익과 피투자자 자본의 장부가치에 자본의 원가율을 곱한 금액의 차이로 정의된다

- 71 현금흐름할인법(discounted cash flow(DCF) method, DCF법)을 적용할 때, 투자자는 피투자자의 기대미래현금흐름을 추정하여야 한다. 피투자자의 존속기간이 비한정적인 것으로 기대될 때, 실무목적상 대부분의 모형에서 일정 기간 현금흐름을 추정한 후 정률성장모형(예: 고든성장모형, 문단 117~121 참조)을 사용하거나 일정 기간 종료 직후 현금흐름에 자본화율을 적용하거나 잔존가치(*terminal value*)를 추정하기 위해 출구가격배수(*exit multiple*)를 사용한다.¹⁰
- 72 DCF 모형을 적용할 때, 투자자는 대체로 기대현금흐름금액(가능한 미래현금흐름에 각각의 확률을 곱한 금액, IFRS 13 문단 B23~B30 참조)에, 화폐의 시간가치와 투자에 관련된 위험을 고려한 수익률을 적용하여 현재가치로 할인한다. IFRS 13 문단 B13~B30은 위험과 불확실성이 공정가치측정치에 어떻게 반영되는지를 포함하여 현재가치기법을 기술하고 있다(문단 102 참조).
- 73 또한 투자자는 관련성 있는 현금흐름측정치를 정의할 필요가 있을 것이다. 지분상품의 가치는 자기자본에 대한 잉여현금흐름(*free cash flow to equity, FCFE*)을 사용하여 직접적으로 평가되거나 기업에 대한 잉여 현금흐름(*free cash flow to firm, FCFF*)을 사용하여 기업가치를 구한 다음 피투자자의 부채에서 현금을 차감한 공정가치를 차감하여 간접적으로 평가될 수도 있다.¹¹ 이러한 두 방법론에 따라 할인된 기대현금흐름이 산출되지만, 각 방법론을 사용할 때 관련성 있는 현금흐름과 할인율에는 차이가 있다. 이러한 차이를 표 4에서 예시한다.

표 4: 현금흐름할인모형		
구분	자기자본가치	기업가치
현금흐름	FCFE는 모든 자기자본채공자에게 이용가능한 현금	FCFF는 모든 자본(자기자본 및 부채) 제공자에게 이

¹⁰ 잔존가치(*terminal value*)는 개별 기간말 이어지는 직후 기간의 이익이나 수익의 배수를 사용하여 추정될 수도 있다. 출구가격배수라고도 불리는 이러한 배수는 유사기업들로부터 추정된다. 그러나 일부 저자는 현금흐름할인모형에서 잔존가치를 추정하는 보다 내적으로 일관된 방법은 유사기업들로부터 추정된 배수가 아니라 정률성장모형을 사용하는 것이라고 생각한다(문단 117~121 참조). 다시 말하면, 이들 저자는 이익접근법과 시장접근법을 가능한 한 독립적인 것으로 취급하는 것을 선호한다.

¹¹ 주석 7 에서 언급한 것과 같이, 일부 가치평가전문가는 현금은 영업외자산이라는 가정하에 ‘순부채’ 금액을 산출하기 위해 부채의 공정가치에서 현금을 차감한다. 그러나 영업과 영업외(즉 과다보유) 현금을 구분하기 위해 기업의 영업에서 사업상 필요한 현금이 어느 정도인지라는 질문에 답하기 위해서는 면밀한 분석이 필요할 것이다.

표 4: 현금흐름할인모형		
	흐름이다. 다시 말하면, FCFE는 자산에서 발생하는 현금흐름에서 부채의 지급과 미래 성장을 위해 필요한 재투자를 차감한 현금흐름이다.	용가능한 현금흐름이다. 다시 말하면, FCFF는 자산에서 발생하는 현금흐름에서 미래 성장을 위해 필요한 재투자를 차감하지만 부채의 지급은 차감하기 전의 현금흐름이다.
할인율	할인율에는 자기자본을 조달하는 원가(즉 자기자본원가)만이 반영된다. ⁽¹⁾	할인율에는 부채와 자기자본을 조달하는 원가가 부채와 자기자본의 사용에 비례하여 모두 반영된다[즉 가중평균자기자본원가, weighted average cost of capital(WACC)] ⁽¹⁾ .
(1) 일부 저자는 ‘자본원가(cost of equity)’보다 자기자본요구수익률('required return of equity')이 더 적절한 용어라고 생각한다. 따라서 저자들의 경우 WACC는 원가나 요구수익률 중 어느 하나가 아니라 원가와 요구수익률의 가중평균치이다.		

74 표 4에서 예시한 것과 같이, 어떤 방법론이 선택되는지에 따라 적절한 할인율은 달라질 것이다. 방법론에 관계없이, 현금흐름과 할인율에 관한 가정은 일관되어야만 한다. 예를 들어, 세후현금흐름은 세후할인율을 사용하여 할인되어야만 하고, 세전현금흐름은 세전할인율로 할인되어야만 한다.¹²¹³ 이와 유사하게, 현금흐름의 통화는 항상 할인율의 통화와 대응되어야만 한다. 투자자와 피투자자의 통화가 서로 다른 경우, 현금흐름과 할인율 간 통화 일관성은 각 통화의 기대인플레이션을 고려할 필요가 있다. 표 5에서 투자자와 피투자자의 통화 중 어느 통화를 사용하여 측정을 수행하는지에 따라 어떻게 현금흐름과 할인율 간 통화 일관성을 확인하는지를 예시한다.

¹² IAS 36 ‘자산손상’의 문단 BCZ85 는 세전 할인율이 어떻게 결정될 수 있는지를 예시하는 사례를 포함하고 있다. 특히, 이 사례에서는 세후할인율을 표준세율만큼 가산조정한 것이 항상 적절한 세전할인율이 되는 것은 아니라는 사실을 예시하고 있다.

¹³ 세전,세후 간 선택은 가치평가의 목적에 따라 달라질 것이다. 사업의 가치를 평가할 때 세후 현금흐름은 실무에서 가장 일반적으로 사용된다.

표 5: 현금흐름과 할인율 간 통화 일관성		
구분	현금흐름	할인율(DR)
피투자자의 통화	피투자자의 통화로 현금흐름을 추정하되, 피투자자 통화의 기대인플레이션을 성장률에 포함한다.	피투자자 통화로 할인율을 추정하거나 (무위험이자율은 채무불이행이 없으며 요구자본프리미엄은 일관되게 정의되도록 유의, 문단 84 참조) 투자자 통화로 할인율을 추정한 다음 이를 아래 산식(1)을 사용하여 피투자자 통화로 변환한다.
투자자의 통화	투자자의 통화로 현금흐름을 추정하되, 성장률에 투자자 통화의 기대인플레이션을 반영하거나 피투자자 통화로 현금흐름을 추정한 다음 선물환시장이나 구매력가설에 따른 기대환율을 사용하여 투자자의 통화로 변환한다.	투자자의 통화로 할인율을 추정한다. (투자자 통화의 무위험이자율을 사용하되, 요구자본프리미엄은 일관되게 정의되도록 유의, 문단 84 참조)
$(1) DR_{\text{피투자자 통화}} = (1 + DR_{\text{투자자 통화}}) \times \frac{(1 + \text{기대인플레이션}_{\text{피투자자 통화}})}{(1 + \text{기대인플레이션}_{\text{투자자 통화}})} - 1$		

75 이 절에서는 DCF법을 예시하기 위해 기업가치접근법을 사용하는 DCF법만을 다룰 것이다.

기업가치

76 문단 73에서 언급한 것과 같이, 지분상품의 가치는 직접 또는 간접으로 평가될 수 있다. 사용되는 방법론에 관계없이, 목적(즉 후속적으로 피투자자 지분상품의 공정가치를 도출하기 위해 피투자자 자기지분을 공정가치로 측정하는 것)은 동일하게 유지된다. 기업가치접근법은 다

음과 같이 요약된다.¹⁴

피투자자 자기지분의 예비공정가치 = 기업가치 - 부채의 공정가치(문단 56과 80 참조)

상기 기업가치는 피투자자의 FCFF를 WACC로 할인하여 얻어진다(문단 79 참조)

77 FCFF는 피투자자의 모든 자본(자기자본 및 부채) 제공자에게 이용가능한 현금흐름으로, 모든 영업비용과 법인세(피투자자의 레버리지되지 않은 유효법인세율(t)에 대한 시장참여자의 기대를 사용하여 계산)를 차감하고 필요한 모든 재투자[reinvestment requirements(RR), 예: 유형자산에 대한 자본적 지출]와 순운전자본(net working capital, NWC)이 반영된 후의 현금흐름이다. FCFF는 다음과 같이 표현될 수 있다.¹⁵

$$FCFF = EBIT(1 - t) + \text{감가상각 및 상각} - RR - NWC \text{의 순증가}$$

78 유사기업 평가배수를 다루었던 절에서 언급한 것과 같이(문단 50과 51 참조), 피투자자(또는 유사기업 평가배수를 적용하는 경우에는 유사기업)가 관련성 있는 영업외자산이나 영업외부채를 보유하고 있는지를 고려하는 것이 중요하다. 만약 영업외항목이 관련성이 있다면, 투자자는 그러한 영업외항목이 창출하는 모든 수익이나 비용을 포함하는 영업외항목의 영향을 피투자자 FCFF의 추정치에서 제거하여야만 한다. 투자자가 피투자자 FCFF에서 제거한 영업외항목의 영향은 피투자자 기업가치를 추정할 때 다시 조정되어야만 할 것이다. 표 6에서 이러한 과정을 예시한다.

표 6: 영업외항목 영향의 제외

(1) 피투자자의 영업자산과 영업부채에서 얻어진 FCFF를 WACC로 할인한다.

¹⁴ 피투자자 자기지분의 공정가치 결정은 시장참여자가 측정일에 지분상품의 가격을 결정할 때 고려하게 될 필요한 조정(예: 비지배지분 할인, 비유동성 할인 등)에 대한 고려를 필요로 할 것이다.

¹⁵ 일부 국가의 경우, 세금이 EBIT 대신에 EBITDA 또는 EBITA에 적용될 수도 있다. EBIT에 세율을 적용하는 것은 회계상 감가상각이나 상각과 세무상 감가상각이나 상각이 일관되는(즉 회계상 감가상각이나 상각이 실제 세금공제와 동일시되는) 국가의 경우에만 적용할 수 있다.

<p>표 6: 영업외항목 영향의 제외</p> <p>(2) 영업외자산(예: 현금, 유휴자산)의 가치를 가산한다.</p> <p>(3) 영업외부채(예: 사외적립되지 않은 연금채무, 소송에서 기대되는 지급)의 가치를 차감한다.</p> <p>(4) 기업가치 = (1) + (2) - (3)</p> <p>(5) 피투자자 부채의 공정가치를 차감한다.</p> <p>(6) 자기자본의 예비공정가치 = (4) - (5)</p>
--

79 투자자는 대체로 FCFF를 가중평균자본원가(WACC)*로 할인하여 현재 가치를 구한다. 이러한 WACC는 모든 형태의 자본(부채와 자기자본)에 대해 요구되는 가중평균수익을 나타낸다. 투자자는 피투자자 FCFF를 WACC를 사용하여 할인하여 피투자자 기업가치를 얻는다(문단 76 참조). WACC는 일반적으로 다음과 같이 표현된다.

$$WACC = D / (D + E) \times (1 - t) \times k_d + E / (D + E) \times k_e$$

위 산식에서 D, E, k_d , k_e 및 t의 의미는 다음과 같다.

D = 타인자본의 공정가치

E = 자기자본의 공정가치

k_d = 타인자본원가(문단 104~111 참조)

k_e = 자기자본원가(문단 82~103 참조)

t = 시장참여자가 기대하는 피투자자의 유효법인세율

문단 81~111에서 WACC 산식을 구성하는 각 요소를 기술하고 사례 21에서 WACC의 산출을 예시한다.

* 실무에서 '가중평균자본비용'으로 널리 사용되고 있으나 현행 K-IFRS에서는 'cost'를 일관되게 '원가'로 번역하고 있으며, 'cost'의 의미를 보다 충실하게 전달하기 위하여 동 용어를 '가중평균자본원가'로 번역하였다.

80 피투자자 자기자본의 공정가치를 측정하기 위해 자기자본이 아닌 모든 채무적 청구권(예: 이자부부채)의 공정가치가 산출된 기업가치에서 차

감되어야만 한다(문단 56, 76과 사례 22 참조).

타인자본과 자기자본의 상대적 비중

- 81 WACC를 산출할 때, 총자본에 대한 타인자본과 자기자본의 상대적 비중[즉 $D/(D + E)$ 와 $E/(D + E)$]은 대체로 장기적인 피투자자의 최적 자본구조에 대한 시장참여자의 기대와 일관된다. 다시 말하면, WACC를 산출할 때, 피투자자가 자신의 자본구조를 목표 또는 최적 부채대총자본비율로 관리한다고 가정한다. 따라서 피투자자의 실제 부채대총자본비율은 일반적으로 산출에 결정적이지 않다. 일부 경우에 산업의 평균적 자본구조가 장기적인 피투자자의 최적 자본구조의 평가를 위한 적절한 참조로 고려될 수 있다. 그러나 주어진 피투자자의 재무적 건전성, 현재의 금융시장조건 및 산업표준에 속한 기업과 피투자자 간 타인자본에 대한 접근성 차이 하에서 산업의 평균적 자본구조가 어떻게 도출되는지 그리고 피투자자가 그러한 자본구조를 달성할 것으로 기대되는지를 투자자가 이해하는 것이 중요할 것이다. 다시 말하면, 산업의 평균적 자본구조가 피투자자의 기채 능력과 대역자가 제공하게 될 부채조달금액을 반영한다면, 그러한 산업의 평균적 자본구조를 피투자자의 최적 자본구조를 평가하는 데 참조하는 것이 적절하다.

자기자본원가*

- 82 자기자본원가(k_e)는 종종 자본자산가격결정모형(Capital Asset Pricing Model, CAPM, IFRS 13의 문단 B26 참조)을 사용하여 추정된다.¹⁶ 아래에서 보듯이, CAPM은 어떤 자산의 위험과 그 자산의 기대수익률¹⁷ 간 관계를 그 자산의 체계적 위험의 선형 함수로 추정한다. CAPM에 따르면, 어떤 자산의 체계적 위험은 그 자산이 최적 위험 포트폴리오(시장 포트폴리오)에 기여하는 위험에 비례한다.

* 실무에서 '자기자본비용'으로 널리 사용되고 있으나 현행 K-IFRS에서는 'cost'를 일관되게 '원가'로 번역하고 있으며, 'cost'의 의미를 보다 충실하게

¹⁶ 자기자본원가를 추정하는 그 밖의 모형의 예로 재정가격결정이론(Arbitrage Pricing Theory, APT)를 들 수 있는데, 이 이론에서 기대수익은 몇 개 요소에 대한 자산의 민감도에 따라 선형적으로 증가한다. 또 다른 모형으로 Fama-French 3 요소 모형(Fama-French Three-Factor Model)이 있으며, 이 모형에서 세 가지 요소(즉 시장요소, 규모요소 및 장부 대 시장 요소)는 기대수익을 결정하기 위해 등장한다.

¹⁷ CAPM 에서 도출되는 자기자본원가는 기대(시장요구)수익률이다. '기대'는 미래에 가능한 수익 분포의 확률가중평균을 의미한다.

전달하기 위하여 동 용어를 '자기자본원가'로 번역하였다.

83 CAPM을 사용한 자기자본원가는 통상적으로 다음과 같이 표현된다.

$$k_e = r_f + (r_m - r_f) \times \beta$$

위 산식에서 k_e , r_f , r_m 및 β 의 의미는 다음과 같다.

k_e : 자기자본원가(즉 투자자가 자기자본투자에 요구하는 기대수익률)

r_f : 무위험이자율(즉 무위험자산에 대한 기대수익률)

r_m : 시장요구수익률(즉 완전하게 분산된 포트폴리오에 대한 기대수익률)

$r_m - r_f$: 요구자기자본프리미엄(즉 무위험자산에 대한 기대수익률을 초과하여 완전하게 분산된 포트폴리오에 추가되는 기대수익률)¹⁸

β (베타): 개별 주식에 대한 체계적 위험의 측정치(즉 개별 주식의 β 는 시장포트폴리오의 분산에 대한 개별 주식의 기여도를 측정한다)

문단 84~102에서 CAPM 산식을 구성하는 각 요소를 기술하고, 사례 17에서 자기자본원가의 산출을 예시한다.

무위험이자율

84 무위험이자율은 일반적으로 투자에서 창출되는 현금흐름과 통화가 동일하고, 동일하거나 유사한 듀레이션을 가지는 국채의 수익률이 활용된다. 그러나 국채의 관측된 시장수익률을 무위험이자율의 측정치로서 사용하기 전에 요구자기자본프리미엄이 CAPM 산식에서 측정되는 기준을 고려하여야 한다. 무위험이자율의 선택에 사용된 가정은 요구자기자본프리미엄의 선택에 사용된 가정과 일관되어야만 한다. 예를 들어, 요구자기자본프리미엄이 장기 무위험이자율(예: 20년 국채)에 대한 프리미엄으로 추정된다면, 단기 금융상품(예: 5년 국채)에 대한 무위험이자율 투입변수에 기초하는 것은 불일치를 초래하게 될 것이다. 그리고 투자자는 무위험이자율을 도출하기 위해 사용되는 그 금융상품이 사실상 무위험인지를 고려하여야만 한다.

β 추정치

¹⁸ 요구자기자본프리미엄은 또한 '자기자본위험프리미엄' 또는 '시장위험프리미엄'이라고도 불린다.

- 85 β 는 시장의 초과 기대수익률 대비 개별 주식의 초과 기대수익률의 민감도를 측정한다. β 는 미래전망 추정치이다(문단 87 참조).^{19,20} 그러나 β 는 통상적으로 적절한 시장지수의 수익률에 대한 특정 기업 주가 수익률의 회귀분석을 사용하여 개별 공개기업을 대상으로 도출된다(즉 회귀분석은 과거 β 관계를 나타낸다). 과거 β 의 사용은 과거자료를 사용하여 β 를 추정하는 것을 정당화할 만큼 미래가 과거와 충분히 유사할 것이라는 가정 하에 이루어진다.
- 86 β 는 통상 특정 사실과 상황에 따라 2년에서 5년 간의 과거 자료를 참조하여 측정된다. β 를 측정할 때 사용되는 수익률의 빈도는 일별, 주별, 월별, 분기별 또는 연도별이 될 수 있다. 자료의 질 문제(즉 과도한 빈도는 자료에 이상항목을 추가함으로써 자료의 통계적 질을 감소시킴)와 표본크기의 문제(즉 통계적으로 유의한 추정을 도출하기에 충분한 자료량을 보유하는 것) 간의 균형을 맞추기 위해 통상 주별 또는 월별 수익률이 사용된다 예를 들어, 2년간의 과거 자료를 참조하여 β 를 추정할 때 통상 주별 수익률이 사용되고, 5년간의 과거 자료를 참조하여 β 를 추정할 때 통상 월별 수익률이 사용된다. 투자자가 β 를 추정할 기간대의 선택은 사실과 상황에 따라 달라질 것이다. 예를 들어, 변동성이 높은 시장에서 투자자는 단기 변동성으로 인한 잠재적 왜곡을 피하기 위해 보다 짧은 기간대를 참조하는 대신에 5년 β 를 선호하는 것이 적절하다고 생각할 수 있다.
- 87 β 는 미래전망 추정치이기 때문에 투자자는 예를 들어 자기자본과 지수옵션의 가격으로부터 정보를 추출하는 등 미래를 전망하는 접근법을 사용하여 β 를 추정하는 것을 고려할 수도 있다. 미래전망 추정치는 과거 가격행태 외에 추가 요소에 기반하기 때문에 보다 많은 예측가치를 가지는 반면, 이러한 미래전망 추정치를 준비하려면 보다 정교한 기법을 사용하고, 판단에 따라 모든 사실과 상황을 고려할 필요가 있을 것이다.
- 88 비공개기업의 β 를 추정할 때, 투자자는 피투자자의 장기적인 최적 자

¹⁹ β 는 개별 주식의 수익률과 시장의 수익률이 함께 움직이는 정도를 측정한다. 공식적으로 β 는 주식과 시장의 수익률 간 공분산을 시장수익률의 분산으로 나눈 것으로 정의된다

²⁰ 광범위한 시장지수가 때로 '시장'의 대용치로 사용된다

본구조와 유사한 자본구조를 가지는 유사상장기업들의 β 에 기반하는 β 대응치를 도출할 필요가 있을 것이다. 투자자는 (가장 적절하게는 시장 대응치로서 사용된 동일한 지수에 대하여) 회귀분석기법(문단 85와 86 참조)을 적용하여 유사상장기업들의 β 를 추정할 수도 있다. 투자자가 이러한 β 자체를 추정하지 않는다면, 유사상장기업들에 대한 β 는 내부적으로 일관된 변수들을 사용하여 도출되었다는 것을 확보하기 위해 동일한 원천에서 도출되어야 한다.

89 유사상장기업들의 장기적인 최적 자본구조가 피투자자의 자본구조와 다르다면, 피투자자에게 적용가능한 β 의 추정치를 조정하여야만 한다. 그러한 조정의 목적은 유사상장기업들의 추정된 β 에 레버리지가 미치는 영향을 없애기 위한 것이다(즉 재무적 레버리지는 자기자본의 체계적 위험을 증가시킨다, 문단 92 참조). 이러한 조정은 다음 단계에 따라 수행된다.

- (1) 유사상장기업들의 레버리지되지 않은 β 를 추정한다. 레버리지되지 않은 β 는 기업에게 부채가 없을 경우에 해당하는 β 이다.
- (2) 레버리지되지 않은 기준으로 유사상장기업들이 100% 자기자본인 자본구조를 가지고 있다고 가정하여 그 기업들의 위험에 비해 피투자자의 위험이 어느 정도인지를 결정한다.
- (3) 피투자자의 장기적인 목표 또는 최적 자본구조 기준으로 피투자자에 대한 β 를 다시 레버리지한다. 레버리지되지 않은 $\beta(\beta_U)$ 와 레버리지된 $\beta(\beta_L, \text{부채를 포함하는 피투자자의 자본구조를 반영한 } \beta)$ 간 관계는 다음과 같이 표현된다.²¹

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{(1 + (1-t) \times \frac{W_d}{W_e})}$$

이 산식에서 W_d 와 W_e 의 의미는 다음과 같다.

W_d : 자본구조에서 타인자본의 비율, 즉 $D/(D + E)$

W_e : 자본구조에서 자기자본의 비율, 즉 $E/(D + E)$

90 사례 13은 유사상장기업들의 β 를 사용하여 피투자자의 β 를 추정하는 과정을 예시한다.²²

²¹ 이 표현은 Robert S. Hamada의 이름을 따 'Hamada' 등식으로 알려져 있다. 그러나 이러한 접근법의 한계 중 하나는 타인자본이 기업 영업현금흐름의 변동성으로 인한 위험을 전혀 부담하지 않는다는 가정이다.

²² 이 사례에 사용된 산식은 부채가 일정하다고 가정하는 경우에만 적절하다.

사례 13: 피투자자 β 의 계산

투자자는 피투자자(비공개기업인 기업 P)의 β 를 과거 2년의 기간에 대해 계산된 유사상장기업들의 레버리지된 β 를 참조하여 계산한다. 이렇게 얻어진 β 는 기업 P의 자기자본원가를 계산하는 데 사용될 것이다. 시장참여자가 기대하는 기업 P의 유효법인세율은 30%이다.

그 다음 투자자는 다음 산식을 사용하여 유사상장기업 각각의 β 에서 레버리지를 제외한다.

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{(1 + (1-t) \times \frac{W_d}{W_e})}$$

투자자는 기업 P의 위험도는 유사상장기업들의 평균과 거의 동일하다고 생각하고, 그 결과 모든 유사상장기업들의 레버리지되지 않은 β 의 평균인 0.90이 기업 P에 대한 레버리지되지 않은 β 의 적절한 추정치라고 결론짓는다.

그리고 투자자는 기업 P의 세율과 장기적인 최적 자본구조를 이용하여 기업 P의 β 에 레버리지를 반영한다(즉 레버리지되지 않은 β 를 레버리지된 β 로 조정한다). 투자자는 기업 P가 속한 산업의 평균적인 자본구조(60%의 부채, 40%의 자기자본)가 기업 P의 장기적인 최적 자본구조를 반영한다고 결론짓는다. 투자자는 그러한 자본구조를 사용하여 다음 산식을 이용하여 피투자자의 레버리지되지 않은 β 에 레버리지를 포함한다.

$$\beta_L = \beta_U \times [1 + (1-t) \times (W_d / W_e)] = 0.90 \times [1 + (1 - 0.3) \times (0.60 / 0.40)] = 1.85$$

투자자는 1.85가 기업 P의 자기자본원가를 계산하는 목적상 피투자자의 β 에 대한 적절한 추정치라고 결론짓는다.

- 91 전체적인 시장지수의 경우, 평균 β 는 정의상 1.0이다. 시장수익률이 무위험이자율보다 클 때 어떤 주식이 시장수익률보다 큰 양의 초과수익률을 보이는 경향이 있다면, 그리고 시장수익률이 무위험이자율보다

작을 때 시장수익률보다 큰 부(-)의 초과수익률을 보이는 경향이 있다면, 그 주식의 β 는 1.0보다 크다. 예를 들어, β 가 2.0인 주식은 상승장에서 시장보다 2배만큼 더 상승하고, 하락장에서 2배만큼 더 하락하는 경향을 보인다. 그 주식의 수익률과 무위험이자율 간 차이가 시장수익률과 무위험수익률 간 차이보다 작은 경향이 있다면, 그 주식의 β 는 1.0보다 작다. 예를 들어, β 가 0.5인 주식은 상승장에서 시장보다 절반만큼만 상승하고, 하락장에서 절반만큼만 하락하는 경향을 보인다.

- 92 자기자본 β 는 사업의 영업위험과 재무위험의 증가에 따라 증가한다. 다시 말하면, 다른 모든 것이 동일하다면, 사업의 영업위험이 더 크고 부채가 더 많은 자본구조를 가지는 기업의 β 는 더 클 것이다.

요구자기자본프리미엄

- 93 요구자기자본프리미엄은 분산된 포트폴리오(시장)에서 투자자가 요구하는, 기대무위험이자율을 초과하는 장기 증분 수익률에 대한 측정치이다. 요구자기자본프리미엄은 미래전망 추정치이며, 따라서 직접 관측할 수는 없다.
- 94 선진시장의 경우 과거 자료에 기초한 요구자기자본프리미엄에 대한 여러 연구를 이용할 수 있고, 그러한 연구는 시장이 소재하는 지역, 연구에 포함된 자료의 기간 및 계산방법에 따라 다양한 결과를 보여준다. 많은 투자자들이 그러한 자기자본프리미엄을 요구자기자본프리미엄을 추정하기 위한 적절한 출발점으로 생각한다. 그러나 과거 자료가 타당한 출발점일 수도 있지만, 과거 기간의 평균 수익률이 반드시 장기 기대수익률을 예측하리라는 보장은 없다. 또한 요구자기자본프리미엄에 대한 과거 자료는 신흥경제의 경우에는 이용할 수 없을 수도 있다. 그러한 자료를 이용할 수 있다 하더라도, 주식수익률은 변동성이 높을 수 있고, 따라서 반드시 투자자가 미래에 기대하게 될 것에 대한 좋은 대응치가 아닐 수도 있다. 따라서 과거의 요구자기자본프리미엄이 신흥경제 시장에 대해 계산된다면, 추정치의 표준오차가 크기 때문에 유용성이 적을 수도 있다. 그러므로 이러한 경우 그러한 신흥시장의 국가위험스프레드를 고려하고 가치평가전문가가 사용하는 추정치를 식별하여 신흥경제의 요구자기자본프리미엄을 선진시장의 요구자기자본프리미엄에서 도출하는 것이 적절할 수도 있다. 이는 다음과 같이 표현할 수 있다.

$$(r_m - r_f)_{\text{신홍국}} = (r_m - r_f)_{\text{선진국}} + \text{국가 자기자본 위험프리미엄}$$

- 95 국가 자기자본 위험 프리미엄(country equity risk premium, CERP)을 추정하는 다양한 방법론이 있다.²³ 아래에서 통상 사용되는 일부 방법을 예시하지만, 이러한 방법만이 유일한 것은 아니다. CERP를 추정하는 가능한 방법은 신용평가기관이 각국의 국채에 부여한 신용등급을 사용하는 것이다. 이 방법은 ‘국채부도스프레드’모형(‘country bond default spread’ model) 또는 ‘소버린스프레드’모형(‘sovereign spread’ model)이라고도 알려져 있다. 비록 이러한 신용등급이 자기자본위험이 아니라 국채에 대한 부도위험을 측정하지만, 이러한 신용등급은 자기자본위험의 발생원인이 되는 많은 요소(예: 해당 국가의 통화 안정성, 재정수지나 무역수지)에 의해 영향받기 때문에 투자자가 무위험이자율에 추가하여 요구하는 부도스프레드를 추정하는 데 사용될 수 있다. 이 방법을 적용하기 위해서는 두 국가(즉 신홍국과 선진국)의 국채가 (1) 인플레이션 불일치를 피하기 위해 동일한 통화로 표시되고, (2) 서로 다른 수익률곡선과 관련되는 불일치를 피하기 위해 유사한 만기를 가져야 한다.
- 96 이 방법의 단점 중 하나는, 서로 다른 기업이 국가위험에 서로 다르게 노출되어 있을 수도 있지만(예를 들어, 대부분의 수익이 선진시장에서 발생되고 단지 약 10%의 수익만이 기업의 설립지인 신홍시장국가에서 발생하는 신홍국의 기업은 그 신홍시장국가에서만 사업이 이루어지는 다른 기업에 비해 매우 낮은 정도로 국가위험에 노출될 것이다), 특정 신홍국의 모든 기업에 대해 동일한 국가 자기자본위험프리미엄을 가정한다는 것이다. 사례 14는 이러한 접근법을 예시하고 있다.

사례 14: ‘국채부도스프레드’ 또는 ‘소버린스프레드’모형
국가 C1은 신홍국으로서 20X3년 12월(즉 측정일)에 국채의 신용등급은 Ba1/BB+ 이다. 국가 C2는 선진국이다. 국가 C1의 국가 C2의 통화로 표시된 10년 국채의 가격은 6.30%의 수익률로 결정되었는데, 이는 측정일에 국가 C2의 10년 국채에 대한 무위험이자율(3.80%)보다 2.50% 높은 것이다. 국가 C2의 요구자기자본프리미엄은 4.50%이다.

²³ 이 장에서 CERP 를 추정하는 산식은 ‘신홍국’이라는 용어를 사용하지만, 이러한 산식들은 어떤 국가가 신홍국인지에 관계 없이 그 국가에 신용위험이 있는 것으로 간주된다면 사용될 수 있을 것이다.

사례 14: ‘국채부도스프레드’ 또는 ‘소버린스프레드’모형
결과적으로 국가 C1에 대해서 국가 C2의 통화로 표시된 요구자기 자본프리미엄은 측정일에 7.00%로 추정된다(4.50% + 2.50% = 7.00%).

97 국가 자기자본 위험프리미엄을 추정하는 또 다른 방법으로서 통상 사용되는 것은 특정 시장(예: 신흥시장국가)에서의 자기자본 변동성을 다른 시장(예: 선진시장국가)과 비교하여 고려하는 것이다. 이 방법론은 각 시장의 요구자기자본프리미엄은 각국 시장에서 자기자본위험의 차이를 반영한다는 가정에 의존한다. 자기자본위험의 전통적 측정치는 주식수익률의 표준편차(standard deviation, SD)로서 일반적으로 표준편차가 클수록 관련되는 위험이 더 크다. 이 방법론은 일반적으로 다음과 같이 표현된다.

$$\text{상대표준편차}_{\text{신흥국}} = \frac{SD_{\text{신흥국}}}{SD_{\text{선진국}}}$$

위 산식에서 두 개의 자본시장 수익률의 표준편차는 선진시장의 통화로 측정된다.

98 신흥시장국가의 상대표준편차(relative standard deviation, RSD)에 선진시장국가의 요구자본프리미엄을 곱하면, 선진시장국가의 통화로 표시된, 그 신흥시장국가에 대한 총요구자기자본수익률 추정치를 얻게 된다.

$$(r_m - r_f)_{\text{신흥국}} = (r_m - r_f)_{\text{선진국}} \times \text{RSD}_{\text{신흥국}}$$

99 이 방법론의 단점은 매우 다른 시장구조와 유동성을 가진 시장의 표준편차를 비교하는 것과 관련된다. 이 방법론은 비유동적인 자기자본시장을 가지는 국가의 요구자기자본프리미엄을 잠재적으로 과소평가할 수 있다(즉 어떤 국가의 경우 그 국가의 자기자본시장에 대한 표준편차가 낮은 이유가 단지 시장이 비유동적이기 때문일 수도 있다). 사례 15는 이 방법론을 예시한다.

사례 15: 상대표준편차
이 사례에서는 사례 14의 국가 C1과 C2를 사용한다. 국가 C2의 요구자기자본프리미엄은 4.50%이다. 20X1년과 20X3년 사이의 국가 C2

사례 15: 상대표준편차

의 주가지수에 대해 주별 수익률을 사용한 연환산 표준편차는 15.50%이다. 동일 기간 국가 C1의 주가지수에 대한 표준편차는 27.50%이다. 이 수치를 사용하여, 20X3년 12월(즉 측정일) 국가 C1에 대한 총요구자기자본프리미엄은 다음과 같을 것이다.

$$(r_m - r_f)_{\text{국가 C1}} = (r_m - r_f)_{\text{국가 C2}} \times RSD_{\text{국가 C1}} = (r_m - r_f)_{\text{국가 C2}} \times \frac{SD_{\text{국가 C1}}}{SD_{\text{국가 C2}}}$$

$$(r_m - r_f)_{\text{국가 C1}} = 4.5\% \times \frac{27.50\%}{15.50\%} = 7.98\%$$

이 방법론에 따르면, 국가 C1에 대한 CERP는 다음과 같이 추정될 수 있다.

$$(r_m - r_f)_{\text{국가 C1}} = (r_m - r_f)_{\text{국가 C2}} + CERP_{\text{국가 C1}}$$

$$7.98\% = 4.50\% + CERP_{\text{국가 C1}}$$

$$CERP_{\text{국가 C1}} = 7.98\% - 4.50\% = 3.48\%$$

- 100 일반적으로 사용되지는 않지만 또 다른 방법론은 국가 자기자본 위험 프리미엄을 부도스프레드(default spreads, DS)에 상대적 표준편차(standard deviations, SD)를 고려하여 추정하는 것이다. 어떤 국가에게 국채 신용등급이 있다면, 그 신용등급에 기초한 스프레드는 그 국가에 대한 부도스프레드로 사용될 수 있다(즉 그 국가부도스프레드는 오직 채무상품의 부도위험에 대한 프리미엄만을 측정한다). 직관적으로 국가 자기자본 위험프리미엄은 국가부도위험스프레드보다 클 것으로 기대될 것이다. 이를 고려하기 위하여 이 방법론은 어떤 국가의 자기자본시장의 변동성을 스프레드를 추정하기 위해 사용된 국채의 변동성과 비교한다. 이는 다음과 같이 표현될 수 있다.

$$CERP_{\text{신용국}} = DS_{\text{신용국}} \times \frac{SD_{\text{신용국 자기자본}}}{SD_{\text{신용국 채권}}}$$

- 101 사례 16은 이 방법론을 예시한다.

사례 16: 부도스프레드에 상대표준편차의 가산

이 사례는 국가 C1 과 C2 의 자료(사례 14 와 15 참조)를 사용한다. 20X3 년(즉 측정일)에 국가 C2 의 통화로 표시된 국가 C1 의 국채에 대한 부도스프레드는 2.50%였고, 과거 기간 주가지수에 대한 연환산 표준편차는 27.50%였다. 2 년 동안 주별 수익률을 사용하여 국가 C2 의 통화로 표시된 국가 C1 의 10 년 국채에 대한 연환산 표준편차는 13.55%였다. 그 결과 측정일에 국가 C1 에 대한 국가 자기자본 위험 프리미엄은 다음과 같다.

$$CERP_{국가C1} = DS_{국가C1} \times \frac{SD_{국가C1 자기자본}}{SD_{국가C1 채권}}$$

$$CERP_{국가C1} = 2.50\% \times \frac{27.5\%}{13.55\%} = 5.07\%$$

측정일에 국가 C1 에 대한 총요구자기자본프리미엄은 다음과 같을 것이다.

$$(r_m - r_f)_{국가C1} = (r_m - r_f)_{국가C2} + CERP_{국가C1}$$

$$(r_m - r_f)_{국가C1} = 4.50\% + 5.07\% = 9.57\%$$

자기자본원가의 조정

102 CAPM의 기본 가정은 어떤 증권(예: 지분상품)에 대해 무위험이자율을 초과하여 요구되는 프리미엄은 그 금융상품의 체계적 위험의 함수라는 것이다.²⁴ CAPM에 대한 비판 중 하나는 β가 기대수익률을 충분히 설명하지 못한다는 것이다. '수정된 CAPM(modified CAPM)'은 시장참여자가 고려할 증분위험요소가 자기자본원가의 또 다른 요소로서 포함될 수 있도록 허용한다. 자기자본원가에 대한 조정으로서 추가될 위험의 예는 다음과 같다.

- 규모: 전체 시장에 비해 규모가 작은 피투자자에 대한 조정이며, 이는 자기자본원가에 가산함으로써 고려될 것이다. 추가적인 프리미엄은, 작은 사업은 잠재적으로 더 큰 조직보다 위험하며, 따라서 투자자는 더 높은 수익률을 요구할 수도 있다는 점을 고려하는 것이다. 규모 프리미엄은 일반적으로 기업규모 기준으로 구분된 주요 거래소

²⁴ CAPM 은 이 모형이 기초하고 있는 단순화된 가정들 때문에 종종 비판받지만, 이 모형은 최소한 위험·수익률 관계에 관한 사고를 위한 출발점으로서 널리 받아들여지고 있다

시장의 장기 정보를 기초로 한다.

- 기타 위험: 일부 상황에서는 자기자본원가가 현금흐름에 내재된 위험(문단 72 참조) 또는 지분상품의 특성(예: 비유동성)을 반영하기 위하여 조정된다(문단 64~67 참조). 이 장에서 이러한 조정을 위한 특정 방법론을 정하고 있지는 않지만, 일부 상황에서 자기자본원가를 직접 조정하는 것은 덜 명확한 것으로 받아들여진다.

자기자본원가의 계산

103 사례 17은 자기자본원가의 계산을 예시한다.

<p>사례 17: 자기자본원가의 계산</p> <p>투자자는 20X5년 12월(즉 측정일)에 비공개기업인 기업 Q에 대한 지분의 공정가치를 측정하기 위해 현금흐름할인모형에서 사용할 자기자본원가를 추정할 필요가 있다. 기업 Q는 국가 D1의 운송업계에서 영업한다. 투자자는 자기자본원가의 요소는 다음과 같다고 추정한다.</p> <p><i>무위험이자율(r_f)</i></p> <p>투자자는 r_f를 측정일에 국가 D1의 통화로 표시된 20년 국채의 만기 수익률(yield to maturity, YTM)을 참조하여 도출한다. 이 사례에서 무위험이자율은 4%로 정해졌다.</p> <p><i>요구자기자본프리미엄($r_m - r_f$)</i></p> <p>투자자는 국가 D1의 과거 자료를 사용한 요구자기자본프리미엄에 대한 다양한 연구를 고려한다. 연구에 포함된 자료의 기간, 서로 다른 계산방법 및 현행 시장조건을 고려한 후, 투자자는 요구시장수익률(r_m)은 11%이고 따라서 요구자기자본프리미엄($r_m - r_f$)은 7%(11% - 4% = 7%)라고 결론짓는다.</p> <p><i>β 추정치</i></p> <p>투자자는 과거 5년의 기간에 대해 산출된 유사상장기업들의 레버리지된 β의 평균을 고려하고, 피투자자와 유사상장기업들 간 서로 다</p>

사례 17: 자기자본원가의 계산

른 수준의 레버리지의 영향을 제거하기 위하여 투자자의 추정치를 조정하였다. 그러한 정보를 이용하여, 시장참여자가 기대하는 피투자자(기업 Q)의 장기 최적 자본구조를 사용하여 도출된 피투자자의 자기자본 β 는 1.05이다.

규모위험(Size risk, sr)

투자자는 기업 Q는 전체 시장의 기업들에 비해 규모가 작기 때문에 β 에 반영되지 않았을 추가 위험이 있을 수 있다는 점을 고려하였다. 다른 국가의 자료를 참조하는 다양한 연구와 국가 D1에 대해 필요한 조정을 고려하여, 투자자는 기업 Q의 규모가 작기 때문에 3%의 프리미엄이 필요하다고 결론짓는다. 투자자는 자기자본원가에 추가적인 조정은 필요하지 않다고 결정하였다.

자기자본원가(k_e)

따라서 투자자는 기업 Q의 자기자본원가를 다음과 같이 추정하였다.

$$k_e = r_f + (r_m - r_f) \times \beta + sr = 4\% + (11\% - 4\%) \times 1.05 + 3\% = 14.35\%$$

타인자본원가*

- 104 타인자본원가(k_d)를 추정하는 수많은 접근법이 있다. 더 일반적으로 사용되는 일부 방법론을 아래에 기술한다. 사용되는 방법론에 관계없이, 피투자자의 타인자본원가에 대한 투자자의 추정치는 시장참여자가 기대하는 피투자자의 장기 최적 자본구조와 일관되어야만 한다(문단 81 참조)

* 실무에서 ‘타인자본비용’으로 널리 사용되고 있으나 현행 K-IFRS에서는 ‘cost’를 일관되게 ‘원가’로 번역하고 있으며, ‘cost’의 의미를 보다 충실하게 전달하기 위하여 동 용어를 ‘타인자본원가’로 번역하였다.

최근 차입금에 기초하여 추정된 타인자본원가

- 105 피투자자의 실제 자본구조가 시장참여자가 기대하는 피투자자의 장기 최적 자본구조와 일관된다면, 피투자자의 타인자본원가는 기존 차입금

에 대해 차입시장에서 과거에 협상된 이자율이 아니라 최근 차입금에 대해 측정일에 발생하는 장기 이자율을 사용하여 추정될 수 있다. 따라서 적절한 이자율을 결정하려면 피투자자의 증분차입이자율을 고려하는 것이 필요할 수 있다. 정보의 가능한 원천은 다음과 같다.

- (1) 재조달의 필요를 고려한, 최근 피투자자가 조달한 부채의 원가(피투자자의 실제 자본구조가 시장참여자가 기대하는 피투자자의 장기 최적 자본구조와 일관되는 경우)
- (2) 피투자와 비슷한 신용상태를 가지고 있는 유사기업들이 조달한 차입금의 현행 시장원가

106 사례 18은 이 방법론을 예시한다.

<p>사례 18: 최근 차입금에 기초하여 추정된 타인자본원가</p> <p>이 사례는 사례 17의 기업 Q에 대한 타인자본원가(k_d)의 계산을 예시한다. 기업 Q의 실제 자본구조는 시장참여자가 기대하는 피투자자 Q의 장기 최적 자본구조와 일관된다고 가정한다. 신용상태가 기업 Q와 유사한 기업들은 최근 공개시장에서 장기채를 발행하여 신규자금을 조달하였다. 그 장기채는 측정일에 평균 6%의 만기수익률(발행원가를 반영하기 위해 적절하게 조정)에 거래된다.</p> <p>6%의 유통수익률은 기업 Q의 타인자본원가에 대한 적절한 추정치라고 생각된다.</p>
--

실제 또는 합성 신용등급과 부도스프레드를 참조하여 추정한 타인자본원가

107 이 방법론은 피투자자의 실제 신용등급(이용할 수 있는 경우)을 사용하거나 피투자자의 타인자본원가를 추정하기 위해 피투자자의 내재신용등급을 추정하고 이에 상응하는 신용스프레드를 무위험이자율에 가산한다. 그러나 신용시장에서 그리고 많은 선진시장에서 많은 피투자자들의 경우 유통되는 부채가 없으며, 부도스프레드를 도출할 신용등급도 없다. 피투자자들이 신용등급을 가지고 있지 않다면, 투자자는 신용등급이 발표된 기업에 비해 피투자자의 신용의 질을 평가할 의도로 재무비율을 산출하는 등의 분석에 기초하여 추정된 신용스프레드를 개발할 수 있다. 이러한 비율은 레버리지, 산업요소와 일반적인 재무적 강점을 고려한다. 신용등급기관이 발표한 신용등급지침은 어떻게 합성

신용등급을 결정할 것인지에 대해 유용한 정보를 제공한다.

- 108 사례 19는 이 방법론을 이용하여 어떻게 투자자가 타인자본원가를 추정할 수 있는지 예시한다.

**사례 19: 실제 또는 합성 신용등급과 부도스프레드를 참조하여 추정
한 타인자본원가**

이 사례는 사례 17과 18의 기업 Q에 대한 타인자본원가(k_d)의 계산을 예시하지만 기업 Q에 의해 최근 발행된 채무상품의 수익률이나 기업 Q와 유사한 신용상태를 가지는 기업이 발행한 금융상품에 대한 정보를 이용할 수 없다고 가정한다. 따라서 투자자는 신용평점모형(credit scoring model)과 기업 Q의 재무측정치를 사용하여 합성신용등급을 추정한다. 현지 무위험이자율에 가산되는, 기업 Q에 상응하는 내재부도스프레드는 2%이다. 따라서 투자자는 측정일에 타인자본원가가 무위험이자율과 부도스프레드의 합($4\% + 2\% = 6\%$)인 6%라고 추정한다.

- 109 인플레이션율과 이자율이 높은 국가(예: 많은 신흥국)의 피투자자에 대하여 투자자가 얻을 수 있는 합성신용등급에서 투자자가 피투자자의 부도스프레드를 계산할 수 있더라도, 그러한 스프레드에 피투자자가 영업하는 국가의 부도위험이 반영되지 않을 수도 있다. 그 결과 투자자가 그러한 환경 하에서 영업하는 피투자자의 타인자본원가를 투자자의 국가(즉 선진국)의 통화로 추정할 때, 투자자는 무위험이자율에 부도스프레드[default spread (DS)]의 두가지 구별되는 구성요소(즉 피투자자의 부도위험에 대한 것과 국가의 부도위험에 대한 것)를 고려할 필요가 있을 수 있다. 이는 다음과 같이 표현된다.

$$k_d = r_f \text{ 선진국} + DS \text{ 신흥국의 피투자자} + DS \text{ 신흥국}$$

- 110 신흥국의 피투자자에 대한 타인자본원가를 추정하는 어려움 중 하나는 피투자자에 대한 부도스프레드를 이용할 수 없을 수 있다는 것이다. 그러한 경우에 대체적인 방법론은 피투자자의 신용상태와 유사한 신용상태를 가지는 선진국에 있는 기업의 부도스프레드를 수정하는 것이다. 이렇게 함으로써 투자자는 두 가지 가정을 하게 된다. 첫째, 부도위험에 부과된 가격은, 다국적기업이 차이를 악용할 수 있기 때문에, 시장간에 표준화되어야 한다. 두 번째 가정은 선진국의 회사채에 기초하여

계산된 부도스프레드가 서로 다른 통화에 적용될 수 있다는 것이다. 그러나 선진국과 신흥국의 통화가 서로 매우 다른 무위험이자율을 가지고 있다면, 그러한 방법은 적절하지 않을 수 있다. 예를 들어, 선진국의 Baa2/BBB 등급의 회사채에 대한 스프레드가 2%인 경우, 선진국과 신흥국의 통화가 매우 다른 무위험이자율을 가진다면, 투자자가 Baa2/BBB 등급인 신흥국의 피투자자에 대한 세전 타인자본원가를 추정하기 위해 신흥국의 무위험이자율에 동일한 (절대값인) 스프레드를 사용하는 것은 적절하지 않을 것이다. 다시 말하면, 그러한 신흥국의 Baa2/BBB 등급인 피투자자는 신흥국의 무위험이자율(예: 14%)에 2%의 부도스프레드를 가산한 이자율로 차입할 가능성은 낮을 것이다. 그 스프레드는 이자율이 높아짐에 따라 증가할 것이라고 기대된다. 가능한 방법론은 우선 선진국의 무위험이자율에 선진국 통화로 그 피투자자의 부도스프레드를 가산함으로써 선진국 통화로 신흥국 피투자자의 타인자본원가를 추정하는 것이다. 그 다음 투자자는 두 통화 간 기대되는 인플레이션 차이를 반영하여 선진국 타인자본원가를 신흥국 타인자본원가로 변환할 것이다. 신흥국 통화로 신흥국 피투자자의 타인자본원가는 다음과 같이 표현될 수 있다.

$$k_d = (1 + k_d)_{\text{선진국통화}} \times \frac{(1 + \text{기대인플레이션})_{\text{신흥국통화}}}{(1 + \text{기대인플레이션})_{\text{선진국통화}}} - 1$$

111 사례 20은 이러한 방법론을 예시한다.

사례 20: 선진시장의 부도스프레드를 다른 시장에 적용

선진국 통화로 표시된 신흥국 피투자자의 타인자본원가는 5%이다. 선진국 통화의 기대인플레이션율은 3%이고 신흥국 통화의 기대인플레이션율은 12%이다. 투자자는 신흥국 통화로 표시된 피투자자의 타인자본원가를 다음과 같이 추정한다.

$$k_d = (1 + k_d)_{\text{선진국통화}} \times \frac{(1 + \text{기대인플레이션})_{\text{신흥국통화}}}{(1 + \text{기대인플레이션})_{\text{선진국통화}}} - 1$$

$$K_d = (1.05) \times \frac{(1.12)}{(1.03)} - 1 = 14.17\%$$

WACC의 계산

112 사례 21은 피투자자의 자기자본원가, 타인자본원가 및 시장참여자가

기대하는 피투자자의 장기 최적 자본구조를 사용한 WACC의 계산을 예시한다.

사례 21: WACC의 계산
<p>이 사례는 사례 17의 기업 Q에 대한 WACC의 계산을 예시한다. 그 사례에서 추정된 자기자본원가는 14.35%였다. 시장참여자가 기대하는 기업 Q의 유효법인세율은 25%이다.</p> <p>기업 Q의 실제 자본구조는 시장참여자가 기대하는 기업 Q의 장기 최적 자본구조와 일관된다. 기업 Q의 실제 자본구조는 30%의 타인 자본과 70%의 자기자본으로 구성된다.</p> <p><i>타인자본원가(k_d)</i></p> <p>타인자본원가는 신용상태가 기업 Q와 유사한 기업들이 발행한 최근 차입금에 대해 측정일의 장기이자율을 고려하여 추정되었다. 이러한 자료에 기초하여 부채원가는 6%로 추정되었다(사례 18 참조).</p> <p>이러한 매개변수를 WACC에 포함한 결과는 다음과 같다.</p> <p>WACC = $D/(D + E) \times (1 - t) \times k_d + E/(D + E) \times k_e$</p> <p>WACC = $0.30 \times (1 - 0.25) \times 6\% + 0.70 \times 14.35\% = 11.40\%$</p>

기업가치를 이용한 DCF 모형

- 113 사례 22는 피투자자의 기업가치를 계산하여 예비공정가치를 도출하기 위해 FCFF를 이용하여 피투자자의 가치를 평가하는 것을 예시한다. 이 사례에서 투자자는 투자자가 보유하고 있는 공시가격이 없는 지분상품의 공정가치를 측정하기 위하여 피투자자 자기자본의 예비공정가치를 그러한 지분상품의 특정 특성에 따라 후속적으로 조정한다.

사례 22: 기업가치를 이용한 DCF법
<p>투자자는 비공개기업인 기업 R의 비지배지분 5%를 가지고 있다. 아래 표에서 보는 것과 같이, 투자자는 기업 R의 예비공정가치를 1,121.8 백만원의 기업가치에서 부채의 공정가치(이 사례에서 240 백만원으로 가정)를 차감하여 도출한다. 투자자는 기업 R의 FCFF에</p>

사례 22: 기업가치를 이용한 DCF법

서 조정이 필요한 관련성 있는 영업외항목은 없다고 결론지었다.

기업 R의 기업가치는 FCFF(즉 레버리지되지 않은 세율을 이용한, 이자비용과 부채변동을 반영하기 이전의 세후 현금흐름)를 8.9%로 가정된 WACC로 할인하여 계산되었다. WACC 계산에는 다음의 변수가 포함되었다. 자기자본원가는 10%, 타인자본원가는 5.7%, 유효 법인세율은 30%, 총자본 대비 부채의 비율은 28.6%, 총자본 대비 자기자본의 비율은 71.4%이다.

	연도					
단위: 백만원	0	1	2	3	4	5
FCFF ⁽¹⁾		100	100	100	100	100
잔존가치(문단 117~121 참조) ⁽²⁾						1,121.8
DCF법(부채의 공정가치를 차감한 기업가치(EV)를 이용)						
할인율 ⁽³⁾	0.9182	0.8430	0.7740	0.7107	0.6525	
FCFF의 현재가치(PV) + 잔존가치의 현재가치(PV) ⁽⁴⁾	91.8	84.3	77.4	71.1	797.2	
EV = ∑ FCFF의 PV + 잔존가치의 PV	1,121.8 (문단 122~124 참조)					
차감: 부채의 공정가치	(240.0)					
자기자본의 예비공정가치	881.8					

이 사례는 기업 R의 공시가격이 없는 모든 지분상품이 동일한 특성을 가지고 있으며 보유자에게 동일한 권리를 부여한다고 가정한다. 그러나 투자자는 위에서 얻은 예비공정가치(881.8 백만원)는 다음을 고려하여 추가로 조정되어야 한다고 생각한다.

- 비지배지분 할인. 그 이유는 투자자의 기업 R에 대한 지분은 비지배지분이며 투자자는 지배력과 관련된 효익이 있다고 결론지었기 때문이다. 이 사례의 목적상 비지배지분 할인은 8.00 백만원(5)이라고 가정한다.
- 비유동성 할인. 그 이유는 투자자의 기업 R에 대한 지분은 공시가격이 없기 때문이다. 이 사례의 목적상 비유동성 할인은 4.09 백만원(5)으로 가정한다.

사례 22: 기업가치를 이용한 DCF법

결과적으로 아래에서 보는 것과 같이, 투자자는 32 백만원이 추정일에 기업 R에 대한 비지배지분 5%의 공정가치를 가장 잘 나타내는 가격이라고 결론지었다.

단위: 백만원

자기자본의 예비공정가치 x 5%	
(즉 881.8 x 5%)	44.09
비지배지분 할인	(8.00)
비유동성 할인	(4.09)
비지배지분 5%의 공정가치	32.00

- (1) FCFF는 이자비용과 부채변동 이전의 현금흐름을 나타낸다. 세금은 이자비용이 공제되지 않는 것을 고려하여 계산되었다.
- (2) 잔존가치는 연간 100 백만원의 현금흐름에 영구적으로 영(0)의 성장률을 적용하여 계산되었다(즉 미래현금흐름에 대한 인플레이션의 영향은 시장의 위축에 의해 상쇄될 것으로 기대된다).
- (3) 할인요소는 $1/(1+WACC)^n$ 이라는 산식을 사용하여 계산되었다. 그러나 이 산식은 현금흐름이 각 기간말에 수취될 것으로 기대한다는 것을 의미한다. 때로는 현금흐름이 대략 연중 고르게 수취된다고 가정하는 것(기중할인간편법)이 더 적절할 것이다. 기중할인간편법을 사용한다면, 연도 n의 할인요소는 $1/(1+WACC)^{(n-0.5)}$ 와 같이 계산될 것이다.
- (4) 현재가치금액은 FCFF와 잔존가치에 상응하는 할인요소를 곱하여 계산된다.
- (5) 위에서 보여준 과정이 투자자가 투자자의 비지배지분의 공정가치를 측정하기 위해 적용할 수 있는 유일한 방법은 아니다. 그러므로 위의 조정이 적용가능한 모든 조정을 포괄하는 것으로 간주되어서는 안 된다. 필요한 조정은 특정 사실과 상황에 따라 달라질 것이다. 또한 위의 조정금액은 세부 계산내역이 제공되지 않았다. 그러한 조정금액은 예시를 목적으로 포함되었다.

재무정보가 제한적인 경우의 DCF법의 적용

114

사례 23과 24는 투자자가 제한적인 재무정보를 가지고 있지만 공시가격이 없는 지분상품의 공정가치를 DCF법을 적용하여 측정할 수 있을

때 그 방법의 사용을 예시한다. 아래의 사례는 서술적이며 수치 계산은 거의 또는 전혀 사용되지 않는다. 이 사례에서 DCF법의 사용은 상황에 따라서는 기술된 특정 사실관계에 대한 가치평가기법으로 선호되지 않을 수 있으며, 따라서 투자자가 주어진 사실과 상황에서 어느 가치평가기법이 가장 적절한지를 결정하기 위해 판단하는 것이 중요하다

사례 23: 정보가 제한된 경우의 DCF법

기업 S는 비공개기업이다. 펀드 T는 기업 S의 비지배지분 10%를 가지고 있다. 기업 S의 경영진은 2년간의 예산을 작성하였다. 그러나 기업 S의 경영진은 다음 5년간 기대되는 성장계획을 뒷받침하는 가정을 토의한 연중 이사회 자료를 펀드 T의 관리자와 공유한다.

이사회로부터 얻은 정보에 기초하여 펀드 T는 이사회에서 토의한 기본성장가정을 참조하여 2년간 예산을 추측하고 DCF 계산을 수행하였다.

기업 S 경영진의 2년간 상세 예산에 따르면, 매출과 EBIT는 20X3년에 각각 200원과 50원에 이를 전망이다. 펀드 T는 기업 S 경영진이 20X8년까지 20X3년과 동일한 EBIT 마진(매출 대비 백분율)을 유지하면서 향후 연간 5%의 매출성장을 기대하고 있다고 이해하고 있다. 따라서 펀드 T는 기업 S의 EBIT를 다음과 같이 예측한다.⁽¹⁾

연도	기업 S의 장기 사업계획						
	20X2	20X3	20X4	20X5	20X6	20X7	20X8
매출	150	200	210	221	232	243	255
EBIT 마진	23%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
EBIT	35	50	53	55	58	61	64

또한 펀드 T는 기업 S의 경영진이 20X8년까지 안정적인 성장단계에 도달할 것으로 기대한다고 알고 있다. 정률성장할인모형(constant growth discount model)을 사용하여 잔존가치를 계산하기 위해 펀드 T는 기업 S의 장기 전망, 기업 S가 영업하는 국가의 산업과 경제에 기초하여 2%의 장기 성장률을 가정한다. 기업 S가 예측기간말까지 안정적인 성장단계에 도달하지 못한다면, 펀드 T는 안

사례 23: 정보가 제한된 경우의 DCF법

정적인 성장단계에 도달할 때까지 예측기간을 연장하여 그 시점의 잔존가치를 계산할 필요가 있을 것이다.⁽²⁾

마지막으로 펀드 T는 이러한 가치평가를 기업 S에 대해 계산된 배수와 유사기업들의 배수를 비교하여 대조검증한다.⁽³⁾

- (1) DCF법을 사용하여 기업 S의 FCFF를 도출하기 위해 펀드 T는 피투자자의 자산과 자본의 구조, 재투자 및 운전자본의 필요성에 대한 이해와 기업 S의 2년간 예산을 이용하였다.
- (2) 이 사례는 첫째 단계는 한정된 수의 기간(20X1~20X8)으로 구분되고, 이 첫째 단계 이후에는 펀드 T가 기업 S의 잔존가치를 계산하기 위해 정률로 성장하는 기간을 가정하는 두단계 모형을 예시한다. 다른 경우에 투자자는 두단계 모형이 아니라 복수단계의 모형이 더 적절할 것이라고 결론지을 수도 있다. 복수단계의 모형은 일반적으로 구분되는 예측기간 이후에 잔존가치가 추정될 수 있는 정률 성장 기간 전에 성장률이 수년에 걸쳐 체감하는 기간을 가지게 될 것이다.
- (3) 이 사례는 공정가치는 시장참여자가 측정일에 지분상품의 가격을 결정할 때 포함하게 될 필요한 조정(예: 비지배지분 할인, 비유동성 할인 등)을 반영하여 결정하였을 것이라고 가정한다.

사례 24: 정보가 제한된 경우의 DCF 방법

투자자는 비공개기업인 기업 U의 비지배지분 1%를 가지고 있다. 투자자는 해당 지분에 부여된 주주의 권리가 제한되기 때문에 기업 U의 예산, 세무상황이나 사업계획에 관한 정보를 얻을 수 없다. 투자자의 유일한 정보는 기업 U의 최근 연차재무보고서로서 이는 기업 U가 모든 주주에게 제공한 것이다.

투자자는 유사상장기업들에 대한 분석가의 보고서로부터 얻은 예측을 참조하여 기업 U의 가상 현금흐름을 추정한다. 특히, 투자자는 유사상장기업들의 수익성장율, EBIT 마진, EBIT 마진의 성장률 및 유사상장기업들에 적합한 그밖의 성과측정치에 대한 예측치를 분석한다. 이러한 정보를 이용하여 투자자는 할인된 현금흐름 계산을 수행하였다.

최종적으로 투자자는 기업 U에게 시사되는 배수를 유사상장기업들

<p>사례 24: 정보가 제한된 경우의 DCF 방법</p> <p>의 배수와 비교함으로써 이러한 가치평가를 대조검증한다.⁽¹⁾</p> <p>(1) 이 사례는 공정가치는 시장참여자가 측정일에 지분상품의가격을 결정할 때 포함하게 될 필요한 조정(예: 비지배지분 할인, 유동성 부족 할인 등)을 반영하여 결정하였을 것이라고 가정한다.</p>
--

기타 이익접근법

배당할인모형(Dividend discount model, DDM)

115 DDM은 기업의 지분상품의 가격은 영구적인 미래 예상 배당금 총액의 현재가치와 동일하다고 가정한다. 다시 말하면, 기업의 지분상품의 가격은 궁극적으로 배당의 형태로 주주에게 발생하는 현금흐름에 의해 결정된다. 영구적인 배당을 표현하는 산식은 다음과 같다.

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k_e)} + \frac{D_2}{(1+k_e)^2} + \frac{D_3}{(1+k_e)^3} + \dots$$

위 산식에서 P₀는 영(0)인 시점의 지분상품의 가격이며, D_n은 n 기간말에 수취하게 될 배당이고, k_e는 자기자본원가이다.

116 DDM은 피투자자가 일정하게 배당을 지급하는 지분상품의 공정가치를 측정할 때 종종 사용된다. 배당이 결코 지급되지 않을 것으로 투자자가 기대한다면, 이 모형은 지분상품은 가치를 가지지 않을 것이라는 것을 의미한다. DDM과 배당을 지급하지 않는 지분상품도 시장가치를 가진다는 사실을 조화롭게 이해하기 위해서는 오직 청산배당일지라도 피투자자가 결국에는 모든 현금을 지급할 것이라고 투자자가 기대한다고 가정하여야만 한다.

정률성장 DDM(Gordon 성장 모형)

117 정률성장 DDM은 단일 배당흐름에 대한 예측을 참조하여 기업의 지분상품의 공정가치를 도출한다. 그 결과 투자자는 비한정적인 미래의 모든 기간 동안의 배당을 예측하여야 한다. 간편법으로 배당이 안정적인

성장률(g)로 증가한다는 단순한 가정을 할 수 있다. 만약 D_0 가 가장 최근에 지급된 배당이라면, 기대되는 미래 배당은 다음과 같다.

$$D_1 = D_0(1+g)$$

$$D_2 = D_0(1+g)^2$$

- 118 이러한 배당예측을 사용하면, 영(0) 시점의 지분상품의 가격(P_0)은 다음과 같다.²⁵

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{(1+k_e)} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k_e)^2} + \frac{D_0(1+g)^3}{(1+k_e)^3} + \dots$$

이는 다음과 같이 단순화될 수 있다.

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{(k_e - g)} = \frac{D_1}{(k_e - g)}$$

- 119 또한 이 방법은, DCF법을 사용할 때 위 산식에서 배당을 특정률로 성장하는 것이 기대되는 피투자자의 현금흐름으로 대체함으로써 피투자자의 잔존가치를 계산하는 데 사용될 수 있다(사례 22와 23 참조).
- 120 위 산식에 반영된 것과 같이, 이 모형은 성장률에 관한 가정에 극히 민감하다. 첫 번째 제약은 정률성장 DDM이 오직 g 가 k_e 보다 작은 경우에만 유효하다는 것이다. 만약 영구적으로 배당이 k_e 보다 더 빠르게 증가할 것이 기대된다면, 주식의 가치는 무한대가 된다. 두 번째 제약은 성장은 그냥 이루어지는 것이 아니라 사업에 재투자할 자금을 필요로 한다는 것을 인식해야 한다. 따라서 성장률이 증가하면, 배당성향은 반드시 감소할 것이다.
- 121 정률성장 DDM은, 정착된 배당지급정책을 미래에 지속시킬 의도를 가지고 있으며, 경제의 명목성장률과 동일하거나 작은 성장률로 성장하는 기업에 가장 적합하다. 또한 이 방법은 투자자가 피투자자에 대한 제한적인 재무정보를 가지고 있고 g 가 상대적으로 안정적인 경우에 적

²⁵ 이 산식에 사용되는 할인율은 분자에 사용된 측정치와 일관되어야만 한다. 배당은 자기자본 제공자에게만 이용가능한 현금흐름이기 때문에 고려되는 할인율은 자기자본원가 또는 K_e 이다. 분자에 사용된 측정치가 모든 자본제공자에게 이용가능한 측정치라면, 사용되는 할인율은 총자본(즉 자기자본과 타인자본)의 원가를 나타내는 이자율이어야만 할 것이다.

절할 수 있다.

자본화 모형

- 122 자본화는 경제적 이익의 금액을 현재가치(PV) 추정치로 전환하기 위하여 그 경제적 이익의 일부 측정치를 나타내는 금액에 적용되는 과정이다. 경제적 이익 측정치(예: FCFF)를 자본화하는 산식은 다음과 같다.

$$PV = \frac{FCFF}{c}$$

위 산식에서 c 는 자본화율이다.

- 123 자본화율은 다음과 같이 표현할 수 있다.

$$c = k - g$$

위 산식에서 k 는 할인율이며, g 는 영구적인 성장 또는 감소의 연평균 비율이다. 존속기간이 영구적인 투자의 경우, 할인율 k 와 자본화율의 차이는 g 로서 영구적인 경제적 이익 변수를 할인(또는 자본화)하는 데 반영된다.

- 124 이 방법의 기초적이고 중요한 가정은 자본화되는 연간 이익흐름이 영구적으로 일정하거나 일정한 연간 성장(감소)률로 성장(감소)한다는 것이다. 이 방법은 현실에서 반드시 성립하지는 않을 수도 있으나, 일부 경우에 대조검증용으로 유용할 수 있는 기법이다. 예를 들어, 사례 22에서 기업 R에 대한 지분을 갖고 있는 투자자는 기업 R의 기업가치를 단순히 위 산식을 다음과 같이 적용하여 구할 수도 있다.

$$PV = \frac{FCFF}{c} = \frac{FCFF}{k - g} = \frac{100}{8.9\% - 0\%} = 1,121.8 \text{ 백만원}$$

이 사례에서 할인율 k 는 모든 자본제공자에게 적용할 수 있는 할인율로서 사례 22에서는 WACC로 표시된다.²⁶ 또한 이 사례는 기대되는 경제적 이익이 영구적으로 일정한 금액이어서 g 가 영(0)일 때 할인율은 c

²⁶ 이 산식에서 고려되는 할인율은 소수점 아래 한자리만 표시되었다. 기업가치는 8.9142%의 할인율로 계산되었다.

와 동일하다는 것을 예시한다.

조정순자산법

- 125 조정순자산법은 피투자자 지분상품의 공정가치를 피투자자의 (재무제표 상 인식되었거나 미인식된) 자산과 부채의 공정가치를 참조하여 도출하는 것과 관련된다. 이 방법은 보다 넓은 범위의 사업의 일환으로 자산을 효율적으로 이용하기보다 자산을 보유함으로써 주로 가치를 창출하는 피투자자에게 적절할 가능성이 높다. 이러한 피투자자의 예는 부동산보유기업 또는 투자기업이다.
- 126 또한 이 방법은 사업개발초기단계에 있기 때문에 자산에 대한 충분한 이익을 얻고 있지 않거나 아주 미미한 수준의 이익만을 얻고 있는 피투자자(예: 사실상 과거 재무정보가 없거나 개발한 제품이 없거나 투자한 금액이 적은 피투자자)에게 적절할 수도 있다.
- 127 조정순자산법은 측정일에 투자자가 피투자자의 재무상태표에 인식한 개별 자산과 부채의 공정가치를 측정하도록 요구할 뿐만 아니라 인식되지 않은 모든 자산과 부채를 공정가치로 측정하도록 요구한다. 따라서 재무제표 상 인식되었거나 미인식된 자산과 부채에 대해 이렇게 측정된 공정가치는 피투자자 자기자본의 공정가치를 나타낸다. 피투자자가 자신의 자산과 부채를 측정하기 위해 사용한 측정방법에 따라 그리고 자산과 부채가 재무상태표에 인식되어 있는지의 여부에 따라 다르지만 가장 일반적으로 조정이 필요한 자산과 부채는 다음과 같다(이 목록은 포괄적인 것은 아니다).
- (재무제표 상 인식되었거나 미인식된) 무형자산²⁷
 - 유형자산(예: 토지, 건물)
 - 수취채권, 기업간 잔액
 - 공정가치로 측정되지 않은 금융자산
 - 재무제표상 인식되지 않은 우발부채
- 128 조정순자산법을 적용한 결과는 지배지분의 가치를 평가한 것이므로 투

²⁷ 피투자자가 유의적인 무형자산을 가지고 있는 경우 조정순자산법은 적절한 가치평가기법이 아닐 것이다. 이는 투자자가 피투자자에게 유의적인 무형자산의 공정가치를 측정하기 위한 충분한 자료를 가지고 있는 경우, 투자자는 이익접근법을 사용하여 피투자자의 지분상품의 공정가치를 측정하기 위한 충분한 자료를 아마 가지고 있을 것이기 때문이다. 또한 피투자자가 가지고 있는 영업권의 금액이 유의적인 경우 투자자는 우선 측정되어야 할 피투자자의 지분상품 공정가치를 참조하여 영업권의 공정가치를 측정할 것이다.

자자가 지배력과 관련된 효익이 있다고 결론짓는다면, 투자자가 비지배지분의 공정가치를 측정하기 위해서는 비지배지분 할인의 필요성을 고려하여야만 한다. 투자자는 다음과 같은 조정의 필요성을 야기할 만한 그 밖의 요소가 있는지를 추가로 고려하여야만 한다.

- 비유동성(문단 64~67 참조)
- 보고일과 측정일 간 유의적인 기간의 경과. 자산에 대한 추가적 투자 영향, 후속적인 피투자자 자산의 공정가치변동, 추가 부채의 발생, 시장변화 또는 기타 경제적 조건의 변화가 조정에 고려될 것이다.
- 그 밖의 모든 사실과 상황. 예를 들어, 투자자가 어떤 펀드의 공시가격이 없는 지분의 공정가치를 측정하는 경우, 예를 들어 잠재적인 성과보수가 그 펀드의 순자산가치에 적절하게 인식되었는지를 고려하여야만 한다. 또한 투자자는 배분에 영향을 줄 수 있지만 순자산가치에 반영되어 있지 않은 펀드약정의 모든 특성을 고려하여야만 한다.

129 사례 25는 조정순자산법의 적용을 예시한다.

사례 25: 조정순자산법
<p>자자는 비공개기업인 기업 V에 비지배지분 10%를 가지고 있다. 기업 V는 지배주주가 없으며, 투자자를 포함한 주주들에 대한 외부위탁용역 제공업체이다. 기업 V의 매출은 주주의 사업활동에 의존하며, 그 결과 기업 V는 자기 자신의 성장전략을 가지고 있지 않다. 기업 V의 이익 마진은 매우 낮으며, 기업 V의 유사상장기업들은 없다.</p> <p>투자자는 20X1년 12월 31일(즉 측정일) 현재 기업 V에 대한 자신의 비지배지분의 공정가치를 측정할 필요가 있다. 투자자는 기업 V의 최근 재무상태표를 가지고 있는데, 그 재무상태표는 20X1년 9월 30일 기준이다. 투자자가 기업 V의 최근 재무상태표에 추가한 조정은 다음과 같다.</p> <ul style="list-style-type: none"> • 기업 V의 주요 자산은 기업 V가 설립된 25년 전에 취득한 사무용 건물이다. 그 건물의 공정가치는 가치평가전문가에 의해 측정일에 2,500원으로 측정되었다. 그 가치와 비교되는 장부가치는 1,000원이다. • 20X1년 9월 30일부터 측정일까지의 3개월 기간 중 기업 V의 공개

사례 25: 조정순자산법

기업에 대한 투자의 공정가치는 400원에서 600원으로 변동되었다.

- 투자자는 기업 V가 유동자산과 유동부채를 공정가치로 측정하는 것을 알고 있다. 기업 V의 영업규모는 일정해서 투자자는 20X1년 9월 30일 현재 기업 V의 재무상태표상 유동자산과 유동부채의 금액이 측정일의 공정가치를 가장 잘 나타낸다고 추정하고 있다. 다만, 기업 V의 매출채권에 포함된 50원은 20X1년 9월 30일 이후 회수할 수 없게 되었다.
- 기업 V의 사업모형과 수익성에 기초하여 투자자는 재무제표상 미인식된 무형자산은 중요하지 않을 것이라고 추정한다.
- 투자자는 기업 V의 20X1년 12월 31일로 종료하는 분기의 현금흐름이 중요할 것으로 기대하지 않는다.
- 투자자는 기업 V에 의해 자산의 주요 매각이 이루어질 것으로 기대하지 않는다. 그 결과 투자자는 기업 V의 가치를 평가하는 데 고려할 필요가 있는 중요한 세무조정은 없다고 결론짓는다.

위에서 기술한 조정은 다음에 제시된 재무상태표에 반영되어 있다.

기업 V: 재무상태표(단위: 원)

자산	20X1.9.30.	조정	추정 20X1.12.31.
비유동자산			
유형자산	2,000	1,500	3,500
지분상품투자	500	100	600
	<u>2,500</u>	<u>1,600</u>	<u>4,100</u>
유동자산			
수취채권	500	(50)	450
현금및현금성자산	500	—	500
	<u>1,000</u>	<u>(50)</u>	<u>950</u>
자산총계	<u>3,500</u>	<u>1,550</u>	<u>5,050</u>
부채와 자본			
총자본	2,500	1,550	4,050
유동부채	1,000	0	1,000
자본 및 부채 총계	<u>3,500</u>	<u>1,550</u>	<u>5,050</u>

사례 25: 조정순자산법

어떠한 조정(예: 비유동성 할인, 비지배지분 할인)도 고려하기 전에 기업 V에 대한 비지배지분 10%의 예비공정가치는 405원($10\% \times 4,050$ 원 = 405원)이다. 이 사례의 목적상 투자자는 비유동성 할인으로 40원을, 비지배지분 할인으로 80원을 각각 가정하였다.

상기 사실과 상황에 기초하여, 투자자는 측정일에 기업 V에 대한 자신의 비지배지분 10%의 공정가치를 가장 잘 나타내는 가격이 285원 ($405\text{원} - 40\text{원} - 80\text{원} = 285\text{원}$)이라고 결론짓는다.⁽¹⁾

(1) 위에서 보여준 과정이 투자자가 투자자의 비지배지분의 공정가치를 측정하기 위해 적용할 수 있는 유일한 방법은 아니다. 그러므로 위의 조정이 적용가능한 모든 조정을 포괄하는 것으로 간주되어서는 안 된다. 필요한 조정은 특정 사실과 상황에 따라 달라질 것이다. 또한 위의 조정금액은 세부 계산내역이 제공되지 않았다. 그러한 조정금액은 예시를 목적으로 포함되었다.

일반적 오류

130 이 절에서는 이 장에서 기술한 가치평가기법을 적용할 때의 일반적 오류의 개요를 제공한다. 이 목록은 포괄적인 것은 아니다.

시장접근법(유사기업 평가배수)

- 유사기업들의 부적절한 선정
- 시장조건이 유의적으로 변동했음에도 불구하고, 매우 장기간에 걸쳐 체결된 거래로부터 추출된 배수의 사용
- 넓은 분산을 보이는 거래가격배수의 평균을 피투자자와 관련성이 있는지에 대한 합리성을 확인하지 않고 사용하는 것
- 기업가치 평가기준을 사용한 자기자본배수(예: P/EBITDA)의 도출
- 적절하게 정상화되지 않은 (유사기업들과 가치평가대상 피투자자 모두의) 성과측정치 사용
- 사용된 배수와 피투자자 성과측정치 간 불일치(예: 과거 이익배수를 미래전망 이익에 사용)
- 세후 배수를 세전 성과측정치에 적용
- 피투자자와 피투자자의 유사기업들 간 차이에 따라 평가배수에 영향

을 미치는 조정의 누락(예: 서로 다른 회계정책에 대한 불충분한 고려)

- 기타 조정의 누락(예: 피투자자 또는 유사기업들의 비지배지분이나 비유동성 할인 등에 대한 불충분한 고려)

이익접근법(DCF법)

- 현금흐름의 이중계산 또는 누락(예: 현금흐름을 계산할 때 운전자본 요구사항을 누락하는 경우 또는 요구되는 자본적 지출의 변동이 상대적으로 작음에도 불구하고 확장된 기간 동안 수익이 유의적인 수준으로 성장할 것을 가정하는 경우)
- 현금흐름 예측의 불확실성에 대한 오류 또는 부적절한 고려
- 현금흐름과 할인율의 불일치(즉 FCFE를 WACC로 할인하거나 FCFE를 자기자본원가로 할인하는 경우)
- 현금흐름에 내재된 위험과 할인율에 반영된 위험의 비일관성
- 잔존가치 계산시 부적절하게 높은 성장률
- 수익계약기간이 제한적이고, 고객이 집중되어 있으며, 갱신위험이 있는 사업에 영구적 접근법을 사용하는 경우
- 할인율 계산에 부적절한 무위험이자율의 사용(예: 투자에서 발생하는 현금흐름과 상이한 듀레이션을 가지는 국채의 사용)
- 서로 다른 국가에서 도출된 매개변수를 조정하지 않은 채로 피투자자에게 적용
- 향후 현금흐름을 추정하는 데 사용한 통화와 할인율을 도출하기 위한 투입변수인 통화 간 불일치(예: 브라질 레알로 표시된 현금흐름을 USD에 기초한 WACC로 할인)
- 할인율 계산에 부적절한 β 의 사용(예: 피투자자의 추정 β 대신에 투자자의 추정 β 를 사용)
- 부적절한 WACC의 계산(예: 부채와 자기자본의 장부가치를 사용한 WACC의 계산, WACC에서 가정한 자본구조와 양립될 수 없는 타인자본원가의 사용 등)
- 국가위험의 부적절한 취급(예: 국가위험을 분산가능하다고 보아 이에 대한 고려의 생략)
- 기타 조정(예: 비유동성 할인)의 누락

조정순자산법

- 피투자자의 자산과 부채를 공정가치로 측정하지 않고 자산을 공정가치보다 높거나 낮은 장부가치로 측정하는 것(예: 유형자산의 가치평

- 가 시 경제적 진부화의 누락 등)
- 재무제표상 인식되지 않은 무형자산의 누락
- 매출채권의 회수가능성 평가의 누락
- 우발부채와 기타 재무제표상 인식되지 않은 부채(예: 미인식 약정)의 누락
- 이연법인세 조정(자산의 장부금액을 공정가치로 조정하면서 발생하는 것으로서 경제적으로 관련성 있는 경우)의 누락

용어집

131 다음의 용어는 IFRS 13에서 정의하고 있으며, 그 기준서에서 정한 의미로 이 장에서 사용된다.

- 공정가치(fair value)
- 관측가능하지 않은 투입변수(unobservable inputs)
- 관측가능한 투입변수(observable inputs)
- 기대현금흐름(expected cash flow)
- 수준 3 투입변수(Level 3 inputs)
- 시장접근법(market approach)
- 시장참여자(market participants)
- 원가접근법(cost approach)
- 위험 프리미엄(risk premium)
- 유입가격(entry price)
- 유출가격(exit price)
- 이익접근법(income approach)
- 정상거래(orderly transaction)
- 투입변수(inputs)
- 활성시장(active market)

132 다음 용어는 IFRS의 용어집에서 정의되어 있다.

- 공동지배(joint control)
- 국제회계기준[International Financial Reporting Standards (IFRSs)]
- 보통주(ordinary share)
- 비지배지분(non-controlling interest)
- 유의적인 영향력(significant influence)
- 현재가치(present value)

- 피투자자에 대한 지배력(control of an investee)

133

이 장에서 다음 용어의 의도된 용도는 아래에 기술되어 있다.

용어	이 장에서의 의미
가중평균자본원가 (weighted average cost of capital (WACC))	타인자본과 자기자본의 사용비율에 따른 조달원가
거래가격배수 (transaction multiples)	피투자자의 유사기업들이 포함된 거래(예: 합병, 인수)에서 지급된 가격으로부터 도출된 배수
공시가격이 없는 지분상품 (unquoted equity instrument)	활성시장에 상장되어 있지 않고 이에 따라 가격을 관측할 수 없는 피투자자의 지분상품
기업가치 [enterprise value (EV)]	모든 자본(자기자본 및 부채)제공자에게 귀속되는 모든 자기자본과 비자기자본의 재무적 청구권의 공정가치
기업에 대한 잉여 현금흐름 [free cash flow to firm (FCFF)]	피투자자에 의해 창출되는 현금흐름으로서 모든 자본제공자에게 이용가능한 것(즉 자산에서 발생하는 현금흐름에서 미래 성장을 위해 필요한 재투자를 차감하지만 부채의 지급은 차감하기 전의 현금흐름)
만기수익률 (yield to maturity (YTM))	채권을 만기까지 보유하고 모든 표시이자와 원금 지급이 적시에 이루어 질 것으로 가정할 때 그 채권의 내부수익률
배당할인모형 [dividend discount model(DDM)]	기업의 모든 영구적인 기대 배당의 현재가치를 참조하여 기업의 지분상품 공정가치를 도출하는 가치평가기법
비유동성 할인 (discount for the lack of liquidity)	투자자가 보유하는 피투자자의 자기지분을 신속하게 그리고 합리적으로 낮은 원가를 들여 예측 가능한 금액의 현금으로 전환하는 능력이 상대적으로 부족한 것을 반영하기 위한 피투자자 자기자본의 예비공정가치에 대한 조정
비지배지분 할인	피투자자에 대한 비지배지분의 공정가치를 측정

용어	이 장에서의 의미
(non-controlling interest discount)	할 때 피투자자 자기자본의 예비공정가치에 적용되는 지배력 부족에 대한 할인
시장가격배수 (trading multiples)	상장되어 있는 피투자자의 유사상장기업들의 가격으로부터 도출한 배수
신용평점모형 (credit scoring model)	기업의 부도가능성을 과거에 부도가 발생한 기업과 그렇지 않은 기업의 양적 점수(신용평점)을 비교하여 식별하는 실증적 모형. 비교는 재무자료와 재무비율에 기초하여 이루어진다. 신용평점은 이러한 모형에서 얻어진 기업 신용상태의 측정치로서 통계적으로 도출된다.
예비공정가치 (indicated fair value)	투자자가 보유하는 지분상품의 특성(예: 비지배지분 할인, 유동성 부족 할인)을 반영하기 위해 적절하게 조정하기 전의 (피투자자 자기자본가치 또는 기업가치에 대한) 최초 추정 공정가치
옵션가격결정모형 (option pricing model)	옵션계약의 가치평가를 위해 사용되는 모형
유사기업 (comparable company peer)	현금흐름을 창출하는 능력, 그러한 현금흐름의 기대 성장 및 그러한 현금흐름과 관련된 불확실성의 측면에서 피투자자와 비교가능한 기업
유사기업 평가배수법 (comparable company valuation multiples technique)	피투자자의 자기자본가치 또는 기업가치의 예비공정가치가 추론될 수 있는 평가배수를 도출하기 위해 피투자자의 유사기업들과 관련되는 시장거래에 의해 생성된 가격과 그 밖의 관련 정보를 사용하는 가치평가기법
유형장부가치 (tangible book value)	기업 자기자본의 장부가치에서 취득하거나 내부적으로 개발된 무형자산이나 영업권을 차감한 금액
자기자본가치 (equity value)	자기자본제공자에게 귀속되는 모든 자기자본청구권의 공정가치
자기자본에 대한 잉여현금흐름	피투자자에 의해 창출되는 현금흐름으로서 모든 자기자본제공자에게 이용가능한 것(즉 자산에서

용어	이 장에서의 의미
[free cash flow to equity (FCFE)]	발생하는 현금흐름에서 부채의 지급과 미래 성장을 위해 필요한 재투자를 차감한 현금흐름)
자기자본원가 (cost of equity capital)	기업의 자기자본제공자에 의하여 요구되는 기대 수익률(즉 기업의 자기자본조달원가)
자본자산가격결정 모형 (capital asset pricing model, CAPM)	주식이나 주식의 포트폴리오에 대한 자기자본원가가 무위험이자율에, 그 주식이나 포트폴리오의 체계적 위험 β (베타)에 비례적인 위험 프리미엄을 더한 것과 동일한 모형
자본화율 (capitalisation rate)	경제적 이익에 대한 단일 기간의 측정치를 현재 가치 추정치로 변환하는 데 사용되는 요소
잔존가치 (terminal value)	명시적인 예측기간말 이후 투자를 무기한 보유하는 경우의 가치
정상화 (normalisation)	경제적 효익을 창출하는 기업의 지속 능력을 반영하기 위해 성과측정치를 조정하는 과정
제약이 있는 주식의 연구 (restricted stock studies)	유동성이 충분한 주식과 그렇지 못한 주식에 대해 투자자가 지급하고자 하는 가격의 차이를 도출하는 것을 목적으로 한 연구. 이러한 연구는 시장성이 부족한 투자와 관련된 가치의 감소를 측정하는 것을 목적으로 한다.
조정순자산법 (adjusted net asset method)	측정일에 피투자자 지분상품의 공정가치를 구할 목적으로 피투자자의 (재무제표 상 인식되었거나 미인식된) 모든 자산과 부채를 공정가치로 측정하는 가치평가기법
지배력 할증 (control premium)	투자자가 피투자자의 지배력을 획득하기 위해 지급하고자 하는 증분금액
체계적 위험 (systematic risk)	모든 위험 증권에 공통적이며 분산을 통해서도 제거할 수 없는 위험(즉 분산된 포트폴리오에서 자산이나 부채가 그 밖의 항목과 함께 공유하는 공통적 위험). 주식의 체계적 위험의 측정치는 β 추정치이다.
출구가격배수 (exit multiple)	피투자자의 잔존가치를 추정하기 위해 사용되는 배수

용어	이 장에서의 의미
타인자본원가 (cost of debt capital)	기업의 타인자본제공자에 의해 요구되는 수익률 (즉 기업의 부채조달원가)
할인율 (discount rate)	현금흐름을 현재가치로 전환하기 위해 사용되는 수익률
현금흐름할인법 [discounted cash flow (DCF) method]	현재가치를 얻기 위해 기대현금흐름을 할인하는 가치평가기법. 이익접근법에 포함된다.

추가적 참고문헌

- 134 이 장을 개발하는 데 다음의 참고문헌이 이용되었다. 이 참고문헌을 참조하는 경우, 독자는 이러한 참고문헌에 포함된 모든 개념과 방법론들이 반드시 IFRS 13의 원칙과 일관되는 것은 아니라는 것을 인지하여야만 한다.
- *AICPA, Valuation of Privately-Held-Company Equity Securities Issued as Compensation, 2004*
 - *AICPA, Working Draft of AICPA Accounting and Valuation Guide, Valuation of Privately-Held-Company Equity Securities Issued as Compensation, August 2012*
 - *Allen Franklin, Myers Stewart C., Brealey Richard A., Principles of Corporate Finance, Ninth Edition, McGraw-Hill International Edition*
 - *Bingham Dennis, Conrad KC, An Analysis of Discount For Lack of Marketability Models and Studies, Business Appraisal Practice*
 - *Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus Alan J., Investments, Eighth Edition, McGraw-Hill International Edition*
 - *Business Valuation Resources, International Glossary of Business Valuation Terms (2001)*
 - *Citigroup Global Markets Inc, The Fundamentals: Equity Valuation, 17 March 2011*
 - *Damodaran Aswath, Investment Valuation, Third Edition, Wiley Finance*
 - *Damodaran Aswath, The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses, Second Edition, Pearson Education, Inc.*
 - *Damodaran Aswath, Volatility Rules: Valuing Emerging Market Companies, September 2009, Stern School of Business*

- *Fernández Pablo, Company valuation methods. The most common errors in valuations, IESE Working Paper No 449, February 28, 2007*
- *Fernández Pablo, The Equity Premium in 150 Textbooks, IESE Business School, November 16, 2010*
- *Fernández Pablo, WACC: definition, misconceptions and errors, IESE Business School, September 22, 2011*
- *Halsey Robert F., Using the Residual-Income Stock Price Valuation Model to Teach and Learn Ratio Analysis, Issues in Accounting Education, Vol. 16, No. 2, May 2001*
- *Harvey Campbell R., 12 Ways to Calculate the International Cost of Capital, Revised October 14, 2005, Duke University*
- *International Valuation Standards Council, Discounted Cash Flow, Technical Information Paper 1*
- *Koller Tim, Goedhart Marc, Wessels David, Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, Fourth Edition*
- *KPMG Insights into IFRS, KPMG's practical guide to International Financial Reporting Standards, 8th Edition 2011/12*
- *Pratt Shannon P., Valuing a Business, Fifth Edition*
- *Pratt Shannon P., The Market Approach to Valuing Business, Second Edition*
- *Pratt Shannon P., Grabowski Roger J., Cost of Capital, Fourth Edition, Wiley*
- *Stumpft Aaron, Martinez Robert, A Preliminary Look at SRR's Restricted Stock Study*
- *UBS Warburg, Valuation Multiples: A Primer, November 2001*