

비상장기업 주식의 가치평가 - 삼성에버랜드의 전환사채 발행사례

박 종 찬*
최 원 석**

비상장주식의 가치평가는 일반적으로 비상장기업의 신규 상장, 비상장기업의 전환사채 및 신주인수권부사채 발행, 비상장기업의 인수·합병(M&A), 비상장기업 주식의 교환, 상장기업 보유 비상장주식의 가치평가 등의 상황에서 요구된다. 비상장주식의 가치평가 문제는 종종 사회적 논란으로까지 확대되기도 하는데, 그 이유는 기존 주주와 신규 주주간 부당한 부의 이전으로 자원배분의 왜곡을 유발할 수 있기 때문이다. 다양한 가치평가모형을 실제로 적용하기 위해서는 미래 배당금, 잉여현금흐름, 초과이익 등과 같은 투입변수를 예측해야 하고, 이를 현재가치로 산출하기 위한 할인율을 추정해야 하는데 이러한 과정에서 이해관계에 따라 자의적인 판단이 개입될 소지가 있다. 본 논문은 삼성에버랜드 전환사채 발행에 관한 제1심 판결문에 나타난 비상장주식의 적정주가 산출방법을 사례로 활용하여 여러 가치평가모형의 실제 적용방법을 설명하고, 가치평가모형별 장단점과 논란의 소지가 될 수 있는 요인들을 분석하였다. 향후 비상장기업과 관련된 M&A에서 부당한 부의 이전을 방지하고 비상장주식의 분석시 올바른 투자결정을 위해서는 비상장주식의 다양한 가치평가방법에 대한 올바른 이해와 한계점에 대한 파악이 선행되어야 할 것이다.

주제어: 비상장기업, 에버랜드, 전환사채, 가치평가모형, 할인율

1. 서론

비상장주식의 가치평가는 일반적으로 비상장기업이 신규로 상장하는 경우, 비상장기업이 전환사채 또는 신주인수권부사채를 발행하는 경우, 상장기업과 비상장기업이 합병하는 경우, 비상장기업의 주식이 상장기업의 주식과 교환되는 경우, 상장기업이 보유한 비상장기업의 주식을 공정가치로 평가하는 경우¹⁾ 등의 다양한 상황에서 이루어진다. 비상장주식의 가치평가 결과는 적용하는 가치평가모형의 선택에 따라 달라질 수 있고, 선택한 모형이 같더라도 모형에 사용되는 미래 투입변수의 예측치와

이를 현재가치로 산출하기 위한 할인율 등의 차이에 따라 달라질 수 있다. 본 논문은 (주)삼성에버랜드(이하 '에버랜드')의 전환사채 발행에 관한 제1심 판결문에 나타난 적정주가 산출방법을 사례로 활용하여 비상장주식의 가치평가에서 발생하는 주요 쟁점을 올바르게 이해하는 것을 목적으로 한다.

에버랜드의 전환사채 발행은 2000년 6월 29일 43명의 법학교수가 이사회 회장 등을 업무상배임죄 혐의로 검찰에 고발한 이후로 9년간 세간의 관심을 집중시켰다. 2003년 12월 1일 서울중앙지법은 공소시효 만료 하루를 앞두고 에버랜드의 당시 대표이사과 경영지원실장을 불구속 기소하여 2005년에 제1심, 2007년에 항소심의 판결이 확정되었

논문접수일: 2010. 08. 12. 1차 수정본 접수일: 2010. 11. 30. 2차 수정본 접수일: 2011. 01. 01. 3차 수정본 접수일: 2011. 05. 02. 게재확정일: 2011. 10. 04.

* 서울시립대학교 경영대학 부교수(jcpark@uos.ac.kr), 제1저자

** 서울시립대학교 경영대학 세무학과 부교수(wschoi@uos.ac.kr), 교신저자

1) 국제회계기준은 상장기업이 보유한 비상장주식은 공정가치로 평가하되 공정가치를 신뢰성 있게 측정할 수 없는 경우에는 취득원가로 평가하도록 허용하고 있다(김문철 등 2006, 7).

다가 같은 해 전 삼성그룹의 법무팀장인 김용철 변호사의 비자금 조성에 대한 폭로로 특검팀이 구성되기에 이르렀고, 2008년 특검의 제1심과 항소심을 거쳐 2009년 5월 마침내 대법원이 유죄를 선고한 원심을 파기환송하여 같은 해 8월 파기환송심에서 기소된 배임죄에 대해 무죄를 선고함으로써 종결되었다.²⁾

무죄를 판결한 최종심에서는 비상장기업인 에버랜드의 주식가치 평가가 판결의 주요 쟁점으로 대두되지는 않았으나, 유죄를 판결한 제1심과 항소심에서는 전환사채의 발행가격(사실상 1주의 가치)이 배임죄의 유죄 여부와 특정경제범죄가중처벌등에관한법률(이하 '특경가법')의 적용 여부에 중요한 요인으로 작용하였다. 비상장주식의 가치평가는 주식의 발행 외에 기업인수·합병(M&A)에서도 중요한 문제로서 부적절한 평가시 효율적인 자원배분의 왜곡, 부당한 부의 이전이 발생할 수 있어(김문철 등 2006, 4; 김권중·김문철 2009, 518) 사회적 논란으로 확대되는 경우를 종종 접할 수 있다. 대표적인 사례로는 삼성자동차 부도시 채권단이 받은 당시 비상장 삼성생명 주식의 가치평가(김문철 등 2006, 4), 삼성 SDS의 신주인수권부사채 발행가격 적정여부, LG화학이 보유하고 있던 비상장 LG석유화학 주식의 매도가격 적정여부, SK그룹 회장 보유 워커히 주식과 SK C&C 보유 (주)SK 주식의 맞교환 비율 적정여부 등이 있다.

이하 본 논문은 다음과 같이 구성된다. 먼저, 제2장은 에버랜드 전환사채 발행의 기초 사실, 주요 쟁점에 대한 검찰 및 피고측의 주장, 그리고 재판부가 내린 판결내용을 설명한다. 이어서 제3장은 다양한 가치평가방법과 각각의 장단점을 에버랜드

전환사채 발행에 관한 제1심 판결문에 나타난 재판부의 1주당 적정가격 검토의견을 사례로 활용하여 기술한다. 끝으로 제4장은 가치평가모형별 주요 문제점을 요약하고 시사점을 서술한다.

II. 에버랜드 전환사채 발행

2.1 기초 사실³⁾

1963년 12월에 설립되어 관광객이용시설업 등의 영업을 하던 에버랜드는 삼성그룹의 비상장계열사로서 1997년 10월 1일 이전에는 회사명이 (주)중앙개발이었다. <표 1>의 에버랜드 전환사채 발행 경과에서 볼 수 있듯이 문제가 된 전환사채는 당시 대표이사가 1996년 10월 30일에 개최한 이사회에서 안건으로 상정되어 발행이 결의되었다. 그러나 이사회 회의록에는 전체 이사 17명 중 9명이 출석한 것으로 기재되어 있으나, 그 중 1명이 실제로는 외국에 출장 중이었음이 추후에 밝혀져 의결정족수에 해당하는 과반수 참석이 미달된 상태에서 결의되었다. 이사회에서 결의한 전환사채의 발행 내용을 살펴보면 전환사채는 발행총액이 약 100억원(정확히는 99억 5,459만원), 3년 만기로 연 1% 이자율에 만기보장수익률(만기까지 비전환시의 보장수익률)은 5%이며, 주주에게 우선 배정하고 실권 시에는 이사회 결의에 의해 제3자에게 배정하는 것으로 되어 있다. 또한 전환사채의 전환가격은 1주당 7,700원이며, 사채발행일 다음 날부터 상환일 전일까지 전환이 가능하다.

2) 파이낸셜뉴스, '삼성그룹 재판 일지(에버랜드 전환사채·특검 비자금 등)' 2009년 05월 29일.

3) 2장에서 기술된 기초사실, 검찰측의 주장, 피고인의 항변은 에버랜드 전환사채 발행에 관한 제1심(서울중앙지방법원 2003고합1300), 항소심(서울고등법원 2005노2371), 특검제1심(서울중앙지방법원 2008고합366), 특검항소심(서울고등법원 2008노1841), 상고심(대법원 2007도4949), 파기환송심(서울고등법원 2009노1421)의 판결문을 토대로 작성되었다.

〈표 1〉 에버랜드 전환사채 발행 경과

날짜	내 용
1996.10.30	에버랜드 이사회는 발행총액 약 100억원의 전환사채를 주주배정으로 발행할 것을 결의
1996.12. 3	에버랜드 이사회는 주주실권 전환사채를 이재용 등에게 제3자배정 할 것을 결의
1996.12.17	이재용은 전환사채를 보통주로 전환하여 발행주식의 31.37%를 보유하는 1대주주가 됨
2000. 6.29	법학교수 43명은 이진희 등을 업무상배임죄 혐의로 검찰에 고발
2003.12. 1	중앙지검은 에버랜드의 당시 대표이사, 경영지원실장을 불구속기소
2005.10. 4	제1심 업무상배임죄 유죄 판결
2007. 5.29	항소심 업무상배임죄 유죄 판결 (특경가법 적용)
2008. 7.16	특검 제1심 업무상배임죄 무죄 판결
2008.10.10	특검 항소심 업무상배임죄 무죄 판결
2009. 5.29	대법원 6:5의 다수의견으로 유죄를 선고한 원심 파기 환송
2009. 8.27	파기환송심에서 업무상배임죄 무죄 선고

당시 에버랜드의 주주들은 법인주주와 개인주주로 구성되는데, 법인주주는 1대주주인 중앙일보(48.24%), 2대주주인 제일모직(14.14%)을 포함한 삼성계열사이거나 계열사였다가 계열 분리된 9개 회사이고, 개인주주들은 3대주주인 이진희 회장(13.16%)을 비롯하여 대부분 삼성그룹 계열사의 전직 고위임원들이거나 삼성그룹과 밀접한 관련이 있는 사람들로 총 17명이다. 주주에게 배정된 전환사채에 대하여 제일제당을 제외한 나머지 주주들은 실권하였다. 한편, 삼성그룹의 비서실 재무팀은 1996년 12월 3일 실권분 배정을 위한 이사회 개최 2~3일전에 실권된 전환사채를 이진희 회장의 장남 이재용과 세 명의 딸들(이하 '이재용 등')에게 3:1:1:1의 비율로 배정하도록 에버랜드에 통보하였고, 당시 에버랜드의 대표이사과 경영지원실장은 전환사채 청약만기일인 1996년 12월 3일 오후 4시에 이사회를 다시 개최하여 전환사채를 제3자인 이재용 등에게 배정하였다. 이재용 등은 1996년 12월 17일 전환사채를 주식으로 전환하여 전환 후 이재용이 발행주식의 31.37%를 보유하여 1대주주가 되었고, 전환 전 1대주주였던 중앙일보가 17.06%

로 2대주주, 이진희 회장의 딸 3명이 모두 각각 10.46%를 보유하여 3대주주가 되었다. 결과적으로 이재용은 에버랜드의 전환사채를 제3자배정으로 48억 3,091만원에 인수한 후 보통주 627,390주로 전환하여 에버랜드의 1대주주가 되었다.

2.2 주요 쟁점에 대한 검찰 및 피고측의 주장

2.2.1 전환사채의 발행 동기

검찰측 주장의 핵심은 내재가치 및 성장가능성이 높으면서도 자본금 규모가 35억 정도에 불과하여 지배지분의 확보가 용이한 에버랜드의 지배권을 세금 부담 없이 적은 자금으로 이재용 등에게 넘겨주기 위하여 계획적으로 전환사채의 발행이 진행되었다는 것이다. 전환사채가 발행된 1996년 당시의 상황을 보면, 1996년 1월경부터 정부는 전환사채를 포함한 신종 금융상품을 이용한 변칙증여를 통해 획득한 이익을 증여로 보고, 이에 대한 증여의 제과세제도를 마련하는 방향으로 당시 상속세법의 개정을 추진하였고, 1996년 6월에는 공청회를 열

었으며 1996년 8월에 입법예고를 한 후 1996년 10월 2일 개정안을 국회에 제출하였다.⁴⁾ 따라서 개정안이 통과될 경우 1997년부터는 전환사채를 이용한 변칙증여에 대해서도 과세가 이루어질 것이므로 1996년말 특별한 자금조달의 필요성이 없는 상황에서 세금 없는 증여와 지배권 승계를 위해서 1996년이 지나기 전에 전환사채의 발행을 진행하였다고 보았다.⁵⁾

검찰측에 따르면 에버랜드는 전환사채 발행 당시 1996년말을 기준으로 총자산 8,387억원, 부채 6,806억원 자본총계 1,581억원으로 부채비율은 높은 편이나 에버랜드의 기업어음은 (주)한국기업평가로부터 신용등급 A3+, (주)한국신용평가로부터 A3의 평가를 받아 매우 양호한 신용등급을 유지하고 있었다. 1995년에 일반 시장금리 수준이 11.98%에서 12.65% 사이의 금리로 300억원의 회사채를 조달하였고, 1996년 6월에도 표면금리 10%인 500억원의 회사채를 발행하였으며 1996년 10월경에도 (주)삼성생명으로부터 370억원의 장기차입금을 조달받았다. 또한 전체 차입금 중 단기차입금이 차지하는 비율은 1996년 4월 83.54%, 5월 77.58%, 10월 67.35%, 11월 69.17%로 상반기에 비해 하반기에 하락하는 추세였다. 에버랜드는 1996년 이전에는 전환사채를 발행한 적이 없으며, 1996년 9월 25일경 작성된 10월 월간 자금계획서상에도 발행이 예정되어 있지 않았다. 전환사채의 발행은 1996년 10월 11일 경영관리팀에서 '자금조달방안 검토'라는 보고서를 작성하면서 비로소 계획하기 시작하였다. 따라서 에버랜드는 이미 회사채 발행과 장, 단기 차입을 통하여 자금을

안정적으로 조달하고 있었으므로 긴급하고 돌발적인 자금조달의 필요성은 없었다.

이러한 검찰측의 주장에 대해 피고측은 당시 대규모 시설투자 등으로 인하여 부채비율이 526%, 단기차입금 비율이 전체 차입금의 70%로 급격히 상승하는 상황이었기에 부채비율을 낮추면서 저리의 장기자금을 안정적으로 조달할 필요가 있었고 회사규모에 비해 상대적으로 적은 자본금을 확충할 필요도 있었음을 주장하였다. 여러 가지 자금조달 방안을 검토한 후 전환사채의 발행을 추진하였는데 제일제당을 제외한 주주들이 모두 실권하였고, 이에 전환사채를 인수할 제3자를 물색하다가 삼성그룹의 비서실로부터 이재용 등이 이를 인수할 의사가 있음을 연락받고 이사회 결의를 거쳐 제3자배정을 추진하였다는 것이다.

2.2.2 이사회 의 결의

검찰측은 당시 대표이사과 경영지원실장의 주도로 1996년 10월 3일 개최되었던 이사회는 참석한 것으로 되어 있던 이사 중의 한 명이 해외 출장 중인 것으로 밝혀져 의결정족수가 미달된 상태에서 진행되었으므로 결의사항은 무효이고, 이를 알고도 전환사채의 발행을 진행한 당시 대표이사과 경영지원실장은 청약만기일인 12월 3일이 채 지나기도 전이며 인수의사를 밝힌 법인주주에게 추가 인수의향을 묻지 않은 채 이사회를 다시 열어 제3자배정을 결의한 것은 선량한 관리자의 주의의무(이하 '선관의무')에 대한 위배라고 주장하였다.

이에 대해 피고측은 1996년 10월 30일 개최된

4) 변칙증여란 "경제적 가치를 금전으로 환가할 수 있는 유·무형재산이나 법률상 또는 사실상의 권리를 특수관계에 있는 자 등에게 무상 내지는 현격한 차이가 있는 가액으로 이전하기 위해서, 법형식을 남용하거나 법의 흠결을 이용해서 조세의 전부 또는 일부를 회피하는 직·간접적인 사전상속을 총칭한다."(한상국 2001, 14)

5) 에버랜드 전환사채의 발행 이후 2000년 12월 상속세 및 증여세법은 법에 열거된 상속·증여 행위에 대해서만 과세하는 기존의 '열거주의'를 기본으로 하되, 주식 등을 통한 6개 유형의 자본거래에 대해서는 세법에 열거된 것과 유사한 변칙 상속·증여 행위에 대해서도 과세할 수 있는 '유형별 포괄주의'를 도입하였다(한상국 2001, 11).

이사회 결의 당시 이사 중의 하나는 외국 출장 중이나 전환사채의 발행 안건을 이사회 개최 전에 전화통화로 전해 듣고 이에 찬성한다는 의사를 표시하였으므로 위 이사회 결의는 서면결의로 유효하다고 볼 수 있고, 또한 그 후에 실권 전환사채 배정을 위한 이사회 결의에는 직접 참석하여 발행결의가 유효함을 전제로 찬성의사를 표시하였으므로 흠이 있는 이사회 결의는 사후에 추인된 것이라고 주장하였다.

2.2.3 전환사채의 적정 전환가격

검찰측은 전환사채의 전환가격 7,700원은 1주당 적정가격 산출을 위한 노력을 전혀 기울이지 않은 채 다음과 같이 산출되었음을 주장하였다. 전환사채를 통하여 총 100억원을 조달하고 전환사채가 모두 전환된 후 장부상 총자본금이 100억원이 된다는 것을 먼저 정하면, 1주당 액면금액이 5,000원이므로 발행주식수가 전환 후에 모두 2백만주(=100억원 ÷ 5,000원)가 되어야 한다. 한편, 전환사채 발행 이전의 총발행주식수는 707,200주이므로 전환사채 발행으로 새로 발행될 주식수는 1,292,800주(= 전환 후 총주식수 2백만주 - 기존 주식발행주식수 707,200주)가 된다. 따라서 전환사채 발행총액 100억원(정확히는 99억 5,459만원)을 전환사채 발행으로 새로 발행될 주식수인 1,292,800주로 나누면 약 7,700원이 되므로 이를 전환가격으로 산출한 것이다.

검찰측은 (주)한솔제지가 1993년 7월 에버랜드 주식을 협력회사인 (주)한국오미아와 3명의 개인에게 각각 1주당 85,000원씩에 매각한 사실이 있으므로 1주당 적정가격은 85,000원으로 제시하였다. 결과적으로 당시 대표이사와 경영지원실장은 1주당 적정가격과 7,700원의 차액만큼을 제3자인 이재용 등에게 이익을 얻게 하고, 역으로 그 금액

만큼 회사가 장래에 얻을 수 있었던 재산적 이익의 상실이라는 이른바 소극적 손해를 입힌 것에 해당하므로 이는 형법 제356조의 업무상배임죄에 해당한다고 보았다.

이에 대해 피고측은 다음과 같이 변론하였다. 주주우선 배정방식의 경우 전환가격이 주식의 시가보다 낮더라도 신주를 저가로 인수함으로써 인수가격과 시가와의 차액에 해당하는 이익은 기존 주식의 가치가 회식됨으로 인한 손해와 상쇄되므로 신주가 모두 기존 주주에게 인수될 경우 주주에게 아무런 손해가 발생하지 않기에 전환가격이 액면가격보다 크다면 전환가격의 결정에 현행법상 아무런 제한이 없다. 만약 기존 주주가 실권한 경우는 주주가 스스로 주식가치의 회식을 용인함을 의미하고, 주주가 실권한 주식을 제3자에게 배정하게 될 경우 주주배정과 동일한 조건으로 진행한다고 하여 회사에 어떠한 손해가 발생했다고 볼 수 없다. 결과적으로 주식의 실제가치보다 낮은 전환가격으로 전환사채가 발행되었다더라도 주주에게 우선적으로 인수권이 부여되어 모두 인수되었다면 회사에 아무런 손해가 없을 것이고, 주주에게 우선인수권이 부여된 이상 실권한 전환사채를 제3자가 인수하였다고 회사에 손해가 발생한다고 볼 수는 없다.

또한 피고측은 전환사채의 전환가격 7,700원도 사후에 ○○회계법인에 의뢰하여 에버랜드의 적정주가를 평가한 결과 현금할인모형(Discounted Cash Flow Model)을 이용하여 1996년말 당시 예측치를 토대로 1주당 5,446원, 사후적인 영업 실적치를 토대로 1주당 10,412원으로 산출되었으므로 적정한 수준에서 결정된 것으로 인정될 수 있고, 이러한 산정방법에 대해 또 다른 △△회계법인도 위 평가액이 적정한 것으로 평가하였다고 주장하였다. 더불어 에버랜드가 전환사채를 발행할 당시 국내 거의 모든 기업이 관례적으로 전환가격을 주식의 액면가로 하여 발행하고 있었고, 법령상 전환사채

가격을 결정함에 있어 외부 평가기관의 평가를 거처야 한다는 근거는 없다고 밝혔다.

2.3 판결내용

에버랜드 전환사채 발행의 재판은 검찰의 기소부터 제1심, 항소심, 특검 제1심, 특검 항소심을 거쳐 대법원의 상고심에 이르기까지 총 6년에 걸쳐 진행되었다. 각 판결별 주요 쟁점의 비교는 <표 2>와 같다.

2005년 10월 4일에 확정된 제1심 판결에서 재판부는 전환사채의 발행 목적이 자금조달에 있는 것이 아니고 특정인에게 유리한 조건으로 회사의 지배권을 넘겨줄 의도였다면, 이는 경영진이 전환사채 발행권을 남용한 것으로 배임행위에 해당한다

고 보았다. 무효인 이사회 결의만 거친 채 전환사채를 주주우선 배정으로 발행하였고, 실제가치보다 현저히 낮은 전환가격에 실권한 전환사채를 이재용 등에게 배정한 것은 100억도 안 되는 적은 자금으로 에버랜드 주식의 약 64%를 취득하게 함으로써 에버랜드의 지배권을 인수할 수 있게 한 것은 회사에 대한 배임행위가 되기에 충분하다고 판단하였다. 또한 당초 전환사채의 발행예정액이 전혀 없는 상태에서 갑자기 기획한 점, 이재용이 미리 인수자금을 준비한 점, 주주인 이건희가 전환사채 인수를 포기하고 자신의 세 딸들에게 증여하여 전환사채를 인수토록 한 점, 전환사채 전부가 주식으로 전환될 것을 전제로 하여 전환가격을 결정한 점, 제일제당에게 추가 인수여부를 묻지도 않고 청약만기일이 채 지나기 전에 이사회를 개최하여 이재용 등에게

<표 2> 판결별 주요 쟁점에 대한 비교

	제1심	항소심	특검 제1심	특검 항소심	상고심 (다수의견)
주주배정 또는 제3자배정에 대한 판단	제3자배정	제3자배정	주주배정	주주배정	주주배정
주주인수권 포기시 동일조건으로 제3자발행 가능여부	불가	불가	가능	가능	가능
회사 또는 주주의 손해에 대한 판단	회사의 손해	회사의 손해	주주의 손해	주주의 손해	주주의 손해
배임죄 성립여부	배임죄	배임죄	무죄	무죄	무죄
특정경제범죄가중처벌법 적용여부	미적용	적용	N/A	N/A	N/A
적정 발행주가	₩7,700보다 높으나 정확히 산출 불가	₩14,350	N/A	N/A	N/A
기타			법인주주의 실권행위에 대해 해당 이사를 상대로 한 주주대표소송 가능성 언급		

배정한 점,⁶⁾ 비슷한 시기에 중앙일보에서도 같은 방법으로 전환사채를 발행하여 지배권의 변동이 초래된 점⁷⁾ 등을 토대로, 에버랜드의 전환사채 발행은 주주우선배정의 형식만을 가장하였을 뿐 실질적으로는 이재용 등에게 지배권을 이전할 목적의 제3자배정에 해당하는 것으로 판단하였다. 전환사채를 제3자배정으로 발행할 때 현저히 낮은 전환가격으로 발행하였다면, 제3자는 주식의 시가와 전환가격의 차액만큼 이익을 얻게 되고 그만큼 회사에 유입되었어야 할 자금이 유입되지 않아 회사는 소극적 손해를 입게 되므로 이를 진행한 이사들에 대해서는 업무상배임죄가 적용된다고 판단하였다.

2007년 5월 29일 확정된 항소심 판결이 제1심과 다른 점은 에버랜드 전환사채의 적정 전환가격을 [주당 14,825원으로 보고 특경가법을 적용하여 피고인에게 각각 30억원의 벌금을 부과하고, 두 피고인의 형량이 모두 징역 3년에 집행유예 5년으로 선고되어 형량이 다소 높아졌다는 것이다. 재판부는 제1심이 검토한 에버랜드 전환사채의 적정주가 산출방법들을 모두 재검토하면서 어느 방법도 적정한 것으로 보기 어렵다고 판단하고, 에버랜드 주식에 관한 거래 등을 추가적으로 조사한 결과 삼성물산이 1995년 12월 31일 삼성건설을 합병하면서 삼성건설이 보유하던 에버랜드 주식 1,800주를 주당 14,825원으로 인수한 사례를 발견하였다. 주당 14,825원은 삼성건설의 장부상에 기재된 취득가액을 그대로 받아들인 것이나, 에버랜드 전환

사채의 발행 약 1년전으로 가장 최근의 거래이며 합병이 이루어질 때는 합병법인이 인수대상 기업의 자산가치를 적절히 산정한 후에 합병비율을 정하는 것이 통상적이므로 이 가격이 에버랜드의 당시 적정가격으로 인정할 수 있다고 보았다. 따라서 현저히 낮은 전환가격으로 인하여 에버랜드가 입은 손해는 14,825원과 7,700원의 차액인 7,125원에 전환된 신주 1,254,777주를 곱한 8,940,259,025원으로 인정하였다. 따라서 손해액이 5억원을 초과하므로 원심과 달리 특경가법을 적용해야 한다고 판시하였다.

2008년 7월 16일 확정된 특검 제1심 판결에서 재판부는 에버랜드의 전환사채 발행을 주주배정으로 볼 것이냐 제3자배정으로 볼 것이냐가 관건이라고 판단하였다. 주주배정방식에서는 저가발행을 하더라도 각 주주가 저가발행으로 얻은 이득은 구주의 희석화로 인한 시가 하락으로 입은 손해와 상쇄되므로 문제가 되지 않고, 제3자배정방식에서만 저가발행이 주주의 손해가 되고 상법 제424조의 2 제2항은 이런 경우 주주가 대표소송을 제기하여 주주가 입은 손해를 회사에 귀속시킬 수 있다고 규정하므로 주주의 손해는 회사의 손해에 해당한다고 보았다.⁸⁾ 재판부는 이사회 진행에서의 흠결은 절차상의 하자이나 전환사채 발행절차가 존재하지 않았다고 볼 정도의 중대한 하자가 아니고, 이사회 결정은 회사의 내부적 의사결정에 불과하므로 대표이사가 그 권한에 기하여 신주를 이미 발행하였기

6) 이철송(2006, 181)에 따르면, 신주(또는 전환사채)의 발행절차에서 실권분에 대해 청약한 주주에게 추가 청약의사를 묻도록 하는 규정은 상법에 존재하지 않는다.

7) 1996년 10월 30일 에버랜드의 전환사채 발행 직전 에버랜드의 1대주주였던 중앙일보가 1996년 10월 26일 30억원의 전환사채를 주주배정 후 실권한 주식을 제3자배정 하였다. 당시 중앙일보의 1대주주인 이건희(26.44% 지분소유)가 실권하며 전환사채의 전환 후 지분율이 20.34%로 하락하였고, 지분율이 0.58%에 불과하던 홍석현(이건희 회장의 처남)은 제일제당을 제외한 모든 주주들이 실권한 전환사채를 모두 인수하고 주식으로 전환하여 21.51% 지분을 보유하여 중앙일보의 1대주주로 부상하였다.

8) 예를 들어 A사의 주주지분가치가 ₩10,000이고 발행주식수가 1개라면 1주당 주가는 ₩10,000이다. 만약 A사가 주주배정으로 신주 1주를 액면금액인 주당 ₩5,000에 발행하여 기존 주주가 인수한다면 인수 후 주가는 ₩7,500(= ₩15,000/2주)이 된다. 따라서 기존 주주는 신주에서는 ₩2,500(= ₩7,500 - ₩5,000)의 이득을, 구주에서는 ₩2,500(= ₩10,000 - ₩7,500)의 손해를 보게 되므로 이득과 손해는 상쇄된다. 그러나 만약, 제3자배정으로 신주 1주가 ₩5,000에 발행된다면 기존 주주는 ₩2,500의 손해만 보게 된다.

때문에 신주발행은 유효한 것으로 보였다. 그리고 청약만기일이 채 지나기 전에 제3자배정을 위한 이사회를 개최하였으나, 기존 주주가 이미 실권할 것이라는 의사가 사전에 확인된 상태였으며 16시 이후 청약한 주주는 없었으며 금융기관의 업무종료 시간을 고려할 때 업무종료시간까지 기다려보지 않았다는 이유만으로 주주의 인수권이 침해되었다고 보기 어렵다고 보였다. 또한 만약 에버랜드의 전환사채 발행이 주주와 삼성그룹 비서실과의 합의하에 실권분을 이재용 등에게 제3자배정하기로 계획하고 실권하였더라도, 주주에 대한 사기, 협박 등의 불법행위가 없는 한 주주는 경제적 이해관계뿐만 아니라 여러 가지 여건을 고려하여 자의로 실권을 결정한 것이고, 실권한 전환사채가 제3자에게 배정되어 자신의 지분가치가 하락한 것은 스스로 용인한 결과이므로 주주배정방식을 실질적인 제3자배정방식으로 보기는 어렵다고 보였다.⁹⁾ 결론적으로 재판부는 에버랜드의 경우에도 실질적으로 주주들이 실권함으로써 이재용 등에게 증여한 것으로 보아 증여세 부과 방식으로 해결해야 할 문제이지 경영자를 배임죄로 처벌하기는 곤란하다고 보아 무죄를 선고하였다.¹⁰⁾

2008년 10월 10일 확정된 특검 항소심 판결에서 재판부는 저가로 제3자배정한 경우에 기존 주주는 피해를 입고 신규 주주들은 이익을 얻게 되는데, 이는 기존 주주의 부가 신규 주주에게 이전되는 것이지만 기존 주주의 손해와 신규 주주의 이익은 그 액수가 동일하므로 회사의 손해는 없다고 판단하였다. 회사의 입장에서는 신주 발행 자금을 제3자로부터 받으나 주주로부터 받으나 마찬가지이

므로 만약 저가발행을 제3자에게 배정한 경우에 회사의 손해가 있다면 주주배정으로 한 경우에도 회사의 손해가 발생한다고 보아야 하는데, 주주배정의 경우는 발행가액이 액면가액 이상으로 정하기만 하면 문제가 없고 회사에 손해가 발생하지 않는다는 것이 통설적 견해이므로 저가발행이 제3자배정인 경우에도 회사의 손해는 없다는 의견을 제시하였다. 따라서 특검 항소심의 판결은 특검 원심과 같이 에버랜드의 전환사채의 저가발행은 회사에 손해가 발생하였다고 볼 수 없으므로 무죄를 선고하였다.

2009년 5월 29일 확정된 대법원 판결에서 재판부는 6:5의 다수의견으로 피고의 업무상배임죄에 대해 무죄를 선고하였다. 대법관 6인의 다수의견에 따르면 주주배정방식과 제3자배정방식을 구분하는 기준은 주주들에게 지분에 따라 우선적으로 인수할 기회를 부여했는지 여부에 따라 결정되어야 하므로, 에버랜드 전환사채의 경우 주주배정방식이 분명하고 실권한 전환사채를 이재용 등에게 배정한 것은 주주들 스스로가 인수를 포기한데 기인한 것이므로 전환사채의 발행이 실질적으로 제3자배정방식이라고 단정할 수 없다고 판단하였다. 또한 주주에게 인수권을 부여하였으면 실권한 부분을 제3자에게 발행하더라도 주주의 경우와 동일한 조건으로 발행할 수밖에 없고 이러한 법리는 실권의 규모에 따라 달라지는 것은 아니라고 보였다. 전환사채를 주주배정방식으로 발행하여 주주가 실권한 경우 회사는 이사회 결의로 실권한 전환사채를 제3자에게 자유롭게 처분하는 것이 가능한데, 재판부는 다수의견으로 주주가 실권한 전환사채에 대해서도 같은 기회에 발행되는 전환사채의 발행조건은 동일

9) 재판부는 다음 사례를 소개하며, 에버랜드 전환사채의 발행이 회사의 손해로 볼 수 없다고 설명하였다. 주식회사의 100% 지분을 소유한 1인주주가 자녀에게 주식을 양도할 의도로 경영자(이사)로 하여금 주주배정방식으로 현저히 낮은 전환가격의 전환사채를 발행하게 한 다음 자신은 실권하고 자녀가 실권분을 모두 인수하였다면, 이 사건은 실질적으로 1인주주가 자녀에게 증여를 한 경우이므로 증여세를 부과할 수는 있으나 저가의 전환사채 발행을 진행한 회사 경영자를 배임죄로 처벌하기는 어렵다.

10) 다만, 실권한 법인주주는 해당 법인에 손해를 입었다고 볼 수 있으므로 법인주주의 경영자에게는 해당 법인에 대한 배임죄가 성립할 수도 있다는 의견을 제시하였다.

해야 하므로 전환가격을 달리 책정할 여지는 없다고 보았다.

한편, 정족수 미달로 이사회 결의가 무효임에도 전환사채 발행을 진행한 것이 임무위배인가에 대해서도 다수의견은 주주배정방식으로 발행된 이상 회사에 손해가 없고, 이사회 결의는 회사의 내부적 의사결정에 불과하므로 신주발행의 효력에는 영향이 없으며, 실권한 전환사채를 이재용 등에게 배정하기로 결정한 이사회 결의에 흠이 없으므로 회사의 재산보호의무위반으로서의 임무위배에 해당하지 않는다고 보았다. 회사의 지배권 이전을 목적으로 한 전환사채의 발행이 이사의 임무위배가 될 수 있는가에 대해서도 다수의견은 기존 주주 스스로의 선택에 기인한 것이므로 임무위배가 아니라고 판단하였다.

그러나 5명의 대법관은 이러한 견해와 달리 주주가 실권한 주식의 처리에 대해서는 이사는 신주의 발행을 중단하거나 동일한 발행가액으로 제3자에게 배정할 수 있으나, 주주배정방식을 전제로 신주를 시가보다 현저히 낮은 가격으로 발행한 경우에 대량으로 실권되는 특별한 사정이 있는 때에는 발행을 중단하고 추후에 발행을 모색하든가 아니면 그 실권주를 처음부터 제3자배정방식으로 발행하였을 경우와 마찬가지로 취급하여 발행가액을 시가로 변경할 의무가 있다는 반대의견을 피력하였다. 또한 주주에게 배정되어 인수된 전환사채와 실권되어 제3자에게 배정되는 전환사채를 반드시 동일한 기회에 발행되는 전환사채로 보아야 할 논리필연적인 이유나 근거는 없다고 보았다. 결론적으로 5명 대법관의 반대의견은 대량으로 발생한 실권주를 제3자에게 배정하는 경우는 비록 그것이 형식적으로는 주주배정방식으로 발행한 결과라 하더라도 실질

적으로는 애초부터 제3자배정방식으로 발행하는 것과 다를 바 없고, 이를 시가보다 현저히 낮은 가격으로 발행한 것은 이사가 회사에 선관의무를 다하지 못한 것이고 그로 인하여 회사에 자금이 그만큼 덜 유입되는 손해가 발생하여 업무상배임죄가 성립한다는 것이다.¹¹⁾

III. 비상장주식의 가치평가모형과 적용상 문제점

최종 대법원 판결에서는 비상장회사인 에버랜드가 발행한 전환사채의 1주당 전환가격에 대한 적정여부가 업무상배임죄를 판단하는 근거로 사용되지는 않았다. 그러나 제1심과 항소심 판결에서는 1주당 전환가격이 적정한지의 여부가 업무상배임죄를 판단하는 근거가 되었으며 특경가법의 적용여부를 판단하는 근거로 사용되었다. 제1심 판결문에 나타난 비상장주식 가치평가방법의 비교를 토대로 하여 여러 가치평가방법을 설명하고 적용상의 문제점을 살펴보기로 한다. 가치평가방법은 금융감독원의 '재무보고에 관한 실무의견서 2006-5 비상장주식 평가에 관한 회계처리'를 참조하여 크게 시장접근법, 이익접근법, 자산접근법, 기타의 네 가지로 구분하였다(금융감독원 2006, 2).

3.1 시장접근법

3.1.1 유사기업이용법

유사기업이용법(주가배수평가모형)은 증권 실무계

11) 그 외의 대법관 1인은 별개의견으로 전환사채를 제3자에게 시가로 발행하였을 경우에도 그 주식이 어느 정도나 인수될 것이라는 점에 대한 확실한 증거가 없는 상태에서 시가와 전환가액의 차액에 발행주식수를 곱한 금액을 회사에 대한 손해로 보아야 한다는 의견에 찬성할 수 없다는 견해를 밝혔다.

에서 많이 활용되는 방법으로 유사한 회사가 상장되어 있을 경우 그 회사의 주가가 주당이익, 주당장부가, 주당매출액, 주당현금흐름 등에 비해 몇 배 수준인가를 평가한 후 이를 감안하여 해당 기업의 적정주가를 산출하는 방법이다. 예를 들어, 유사한 상장기업들의 주가이익비율(PER, Price-Earnings Ratio) 평균이 10이고, 가치평가 대상기업의 주당순이익이 1,000원일 경우 추정주가는 10,000원(=10×1,000원)이 된다. 유사기업이용법은 다른 가치평가모형에 비해 투입변수와 할인율의 예측이 필요 없다는 점에서 편리하고, 예측이 개입되는 자의성도 배제할 수 있는 장점이 있다. 그러나 마땅한 유사회사를 찾을 수 없는 경우가 있을 수 있고, 주가이익비율(PER), 주가순자산비율(PBR, Price-to-Book Ratio) 등 여러 주가배수 중 어느 것을 사용해야 하는가의 판단이 쉽지 않으며, 일부 주가배수는 분모가 0에 가까운 값을 가질 경우 극단적으로 큰 값을 가질 가능성도 있다는 단점이 있다. 에버랜드 전환사채 발행에 관한 제1심 재판부는 당시 에버랜드의 적절한 비교 대상이 되는 유사한 상장회사가 존재하지 않으므로 이 방법을 적용할 수 없다고 판단하였다.

3.1.2 과거거래이용법

애초에 검찰측은 에버랜드의 적정 주식가격으로 1주당 85,000원을 주장하였는데, 이는 1993년 7월 1일 (주)한솔제지가 (주)한국오미아와 세 명의 개인매수인들에게 매도한 가격이다. 기존의 주주가 제3자에게 주식을 정상적으로 매매하였다면, 이 거래가격을 적정주가로 볼 수 있을 것이다. 하지만 조사 결과 이 가격은 (주)한솔제지가 일방적으로

정한 1주당 85,000원에 개인매수인들이 매수하면, 원금과 연 4~5%의 이자를 더한 금액으로 추후에 되사주겠다는 약정 하에 거래된 것으로 밝혀졌다. 따라서 재판부는 이 거래가격을 에버랜드 주식의 객관적 교환가치로 인정하지 않았다.

만약, (주)한솔제지의 거래가격이 독립된 제3자와의 공정한 교환가치로 인정된다면, 1993년 7월에 가장 근접한 재무제표를 이용하여 PER 또는 PBR 등의 주가배수를 산정한 후 이 비율에 1996년 당시의 주당이익 또는 주당순자산을 곱하여 1996년 당시의 적정주가로 산출할 수 있을 것이다. 그러나 이러한 경우에도 앞서 언급한 유사기업 이용법처럼 주가배수 선택에 있어 주관적인 판단이 개입되는 문제가 여전히 남아 있다.

3.2 이익접근법

3.2.1 배당할인모형

배당할인모형은 주주에게 미래에 배분될 배당액을 현재가치로 할인하여 주주지분가치(주식가치)를 평가하는 것이다. 여기서 현재가치의 계산에 사용되는 할인율을 자기자본비용(필요수익률, 주주의 기대수익률)이라고 하는데, 주로 자본자산가격결정모형(Capital Asset Pricing Model, 이하 CAPM)을 이용하여 산출한다. CAPM에 따른 자기자본비용은 무위험이자율 + (베타값 × 시장위험프리미엄)으로 계산된다.¹²⁾ 배당할인모형은 이론적 타당성을 인정받고 있고 배당이 일정한 기업의 주식가치평가에 적절한 산정방식으로 볼 수 있다. 그러나 과거 배당실적이 없는 기업은 미래 배당의 예측이 어려워 적용하기 힘들다는 단점이 있고, 가

12) 여기서 베타(β)란 투자자가 단순히 투자자금을 여러 주식에 분산투자를 하더라도 제거되지 않는 위험으로서, 증권시장 전체의 변동성과 관련하여 발생하는 개별주식의 체계적 위험을 말한다. 베타값은 시장 전체의 위험을 1로 볼 때 해당 개별주식이 갖는 위험의 크기를 나타낸다(박정식 등 2005, 289). 시장위험프리미엄은 시장포트폴리오 기대수익률과 무위험이자율의 차이를 뜻한다.

치가 창출되는 영업활동 현금흐름에 대한 정보는 제공하지 못하고, 주주들에게 배분되는 현금흐름을 토대로 한 가치평가모형이라는 한계점이 있다(김권중·김문철 2009, 252). 또한 배당할인모형의 적용시에는 미래 5~10년 정도에 대한 배당을 예측하고 그 이후 기간에 대해서는 미래 배당에 대한 영구성장률의 추정이 필요한데, 영구성장률에서의 작은 차이가 주주지분가치에 미치는 영향이 상당히 크다는 문제점이 있다(김권중·김문철 2009, 278). 제1심 재판부는 에버랜드의 경우 이재용 등은 수동적으로 배당을 기대하는 투자자라기보다는 지배주주로 보아야 하므로 이 모형에 의한 평가방법이 적절하지 않다고 보았다. 또한 에버랜드는 당시까지 배당을 실시한 적이 없어 배당할인모형을 적용하기에는 적합하지 않다고 판단된다.

3.2.2 현금할인모형

현금할인모형(Discounted Cash Flow Model)은 일반적으로 기업의 미래 잉여현금흐름(Free Cash Flow)의 현재가치를 계산하여 기업 전체의 가치를 구한 후 타인자본가치의 시장가치를 차감하여 주주지분가치를 산출하는 방법이다. 여기서 잉여현금흐름은 영업활동에서 창출된 순현금흐름에서 영업에 대한 투자를 차감한 금액을 말한다. 그리고 미래 잉여현금흐름을 현재가치로 계산하기 위해서 사용하는 할인율은 기업 전체의 가치를 구하는 경우므로 타인자본비용과 자기자본비용을 가중평균한 가중평균자본비용(WACC, Weighted Average Cost of Capital)이다. 에버랜드 전환사채 발행의 피고측은 에버랜드의 1주당 주시가치를 회계법인에 의뢰하였고, 해당 회계법인은 현금할인모형을 이용하여 1996년말 당시 예측치를 토대로 1주당 5,446원, 사후적인 영업 실적치를 토대로 1주당 10,412원의 가치를 산출하였다. 피고측은 이를 토

대로 에버랜드 전환사채의 전환가격 7,700원은 적정한 수준에서 결정된 것이라 주장하였다.

그러나 재판부는 현금할인모형은 주가 산정의 핵심요소인 미래 현금흐름 예측과 할인율의 추정이 어렵고, 평가자의 자의가 개입될 여지가 크다고 판단하였다. 실제로 해당 회계법인이 현금할인모형을 적용하는 과정에서 비상장기업인 에버랜드의 자기자본비용 추정을 위하여 에버랜드와 상당한 차이가 있는 호텔신라를 유사기업으로 선정하였고, 타인자본비용 추정을 위하여 사용한 에버랜드의 차입금 평균이자율은 1996년말 에버랜드가 세무서에 신고한 법인세 세무조정계산서 등을 토대로 산정하면 11.85%임에도 불구하고 12.88%를 타인자본비용으로 보고 할인율을 산정하였다는 점에서 현금할인모형을 이용한 적정가격 산출액을 받아들이기 어렵다고 판단하였다.

배당할인모형과 마찬가지로 현금할인모형의 적용시에는 미래 5~10년 정도에 대한 잉여현금흐름을 예측하고 그 이후 기간에 대해서는 미래 잉여현금흐름에 대한 영구성장률의 추정이 필요한데, 영구성장률에서의 작은 변동이 기업 전체의 가치에 미치는 영향이 상당히 크다는 문제점이 있다(김권중·김문철 2009, 278) 또한 잉여현금흐름이 음(-)의 값일 경우 양(+의 값이 나올 때까지 충분히 긴 기간을 예측해야 하는데 예측기간이 늘수록 예측의 정확성은 떨어지게 된다(김권중·김문철 2009, 259).

3.2.3 초과이익모형

제1심 재판부는 에버랜드의 적정주가 산정을 위하여 수도권 모 대학의 경영학부에 에버랜드의 1990년부터 2000년까지의 재무제표를 이용하여 적정주가를 산정해 줄 것을 요청하였고, 해당 대학이 초과이익모형(Residual Income Model)을 이용하여 평가한 결과, 전환사채 발행 이전의 적정주가는

65,000원, 전환사채 발행 이후의 적정주가는 30,000원이라는 회신을 받았다. 그러나 이 방법에 의한 평가의 구체적인 근거가 포함되어 있지 않았고, 추가 회신에서 자료와 예측정보의 부족으로 정확한 평가가 어렵다고 스스로 밝히고 있어 이를 적정주가로 채택하지 않았다.

초과이익모형이란 기업의 주주지분가치를 가치평가 당시의 순자산(주주지분, 즉 총자산 - 총부채) 장부금액과 미래 초과이익의 현재가치의 합으로 산출하는 모형을 말한다.¹³⁾ 초과이익모형은 앞서 언급한 배당할인모형을 토대로 하여 순자산 기말장부금액은 순자산 기초장부금액에 순이익을 더하고 배당을 차감한 것과 같다는 순증관계(Clean Surplus Relation, 기말순자산 = 기초순자산 + 순이익 - 배당액)를 이용하여, 배당할인모형의 배당액 대신에 순증관계에서 도출된 (기초순자산 + 순이익 - 기말순자산)을 대입하여 도출한 모형이다. 선행연구(Penman and Sougiannis 1998; Francis et al. 2000)에 따르면, 초과이익모형이 10년 정도의 비교적 단기 예측기간에서 배당할인모형과 현금할인모형보다 더 정확하다는 결과를 보여 주고 있다(Palepu et al. 2004, 7-15). 그러나 이 모형을 실제로 적용하기 위해서는 미래 초과이익을 계산하기 위한 미래 순이익의 예측과 이를 현재가치로 할인하기 위한 자기자본비용에 대한 추정이 필요하다. 또한 이익접근법에 공통되는 문제점으로서는 유사 상장기업의 자기자본비용을 추정하기 위해서는 유사 상장기업을 이용하는데, 유사 상장기업을 찾을 수 없을 경우에는 할인을 추정이 어렵다는 단점이 있다.

3.2.4 경제적 부가가치 모형 (EVA모형)

경제적 부가가치(Economic Value Added, 이하 EVA) 모형이란 기업 전체의 가치를 가치평가 당시의 영업투하자본(순영업자산, 즉, 영업자산 - 영업부채) 장부금액과 미래 EVA의 현재가치의 합으로 산출하는 모형을 말한다. 여기서 EVA는 초과이익모형의 초과이익이 순이익에서 기초 자기자본에 자기자본비용을 곱한 값을 차감하여 산출한 것처럼 영업활동으로부터의 이익에 해당하는 세후 순영업이익(NOPAT, Net Operating Profit After Tax)에 기초 영업투하자본에 가중평균자본비용을 곱한 값을 차감하여 산출한다. EVA모형은 현금할인모형을 토대로 하여 식을 변형함으로써 도출된 모형이다. EVA모형의 경우 주주지분가치는 EVA모형을 이용하여 산출한 기업 전체의 가치에서 타인자본의 시장가치를 차감하여 계산된다. 초과이익모형과 비교할 때 EVA모형은 영업활동으로부터의 이익에 해당하는 세후순영업이익을 예측하면 되므로, 순이익을 예측하는데 필요한 순이자비용을 추정할 필요가 없다는 장점이 있다. 그러나 초과이익모형과 달리 가중평균자본비용을 추정해야 하고, 영업투하자본을 예측하기 위해서는 자산과 부채의 각 항목을 영업활동과 재무활동으로 정확히 구분해야 하며 주주지분가치 산출을 위해서는 타인자본의 시장가치를 추정해야 한다는 단점이 있다(김권중·김문철 2009, 282). 한편, 에버랜드 전환사채 발행에 관한 제1심 판결문은 초과이익모형을 변형된 EVA모형이라고 언급하고 있을 뿐 별도로 EVA모형에 의한 가치평가방법에 대한 검토를 포함하고 있지 않다.

13) 초과이익모형은 원래 1938년 Preinreich에 의해 개발되었으나 1990년 중반 Ohlson의 재소개에 따라 학계에 널리 알려지게 되었으며, 현재 미국 및 한국 투자실무에서 널리 활용되고 있다(Preinreich 1938; Ohlson 1995; Lee 1999, 김권중·김문철 2005, 82).

3.3 자산접근법

자산접근법(자산가치평가모형, 순자산가격방식)은 회사의 자산에서 부채를 차감한 순자산가치를 이용하여 주주지분가치를 계산하는 방식이다(금융감독원 2006, 8; 장영광 2003, 505). 여기서 자산과 부채는 가치평가기준일의 공정가치를 사용해야 하고, 대차대조표에 누락된 부외자산 및 부외부채의 공정가치도 측정되어야 한다(금융감독원 2006, 8).

제1심 재판부는 에버랜드가 주주의 변동이 거의 없고 자본금 규모가 비교적 작은 회사인 점 등을 고려하여 이 방법을 가장 타당한 방식으로 판단하였다. 전환사채의 전환 이전 에버랜드의 순자산 장부가가 158,171,802,488원이고 기존에 발행된 보통주 주식수가 707,200주이므로 1주당 주식가치가 약 223,659원이 된다. 전환사채가 전환된 후를 기준으로 해도 약 80,618원(= 158,171,802,488원 ÷ 1,961,977주(제일제당이 추후 전환한 주식수 제외))이다. 에버랜드가 전환사채 발행 1년 반이 지난 1998년 7월 1일 자산재평가를 실시하여 재평가차익이 1,242억원 발생했던 점을 고려한다면, 실제 1주당 순자산가치는 장부상 순자산가치보다 더 높은 수준일 것으로 판단하였다. 재판부는 장부상 1주당 순자산가치와 실제 주가와와 관계를 조사하기 위해 재판 당시의 2003년말 종가기준으로 한국증권거래소에 상장된 상위 100개 기업의 1주당 순자산가액과 실제 주가를 비교해 본 결과, 주가가 1주당 순자산가액의 700%에 이르는 기업이 있는가 하면 반대로 주가가 1주당 순자산가액의 10%에 불과한 기업도 존재함을 발견하였다. 재판부는 에버랜드 전환사채의 전환이전 1주당 순자산가액 223,659원의 10%를 고려하더라도 22,365원이므로 여전히 애초에 정한 전환가격 7,700원은 이 금액의 1/3에 불과한 금액이므로 현저히 낮은 가격이라고 판단하였다.

요약하면, 제1심 재판부가 1주당 적정가격 산출을 위해 사용한 방법은 자산접근법으로서 순자산의 장부가를 그대로 사용하여 1주당 가치를 산출한 후 재판 당시의 1주당 순자산가치 대비 주가의 비율을 고려하여 적정가격 여부를 판단하였다. 그러나 자산접근법은 재판부도 인정하였듯이 순자산의 장부가를 토대로 하였으므로 변화하는 기업의 동태적인 측면에서의 평가가 결여되어 있고, 1주당 순자산가액이 많다고 하더라도 회사의 경영상태가 부진하면 그 가격으로 신주를 인수하기 어려울 수도 있으므로 이 방법에 의해 산정된 방식이 바로 적정한 전환사채의 전환가격으로 보기는 어려운 측면이 있다. 자산접근법이 적절한 가치평가방법이 될 수 있는 경우는 영업활동은 수행하지 않고 부동산이나 타 회사의 주식을 보유함으로써 이익을 얻는 지주회사나 청산기업의 경우로 한정된다(금융감독원 2006, 8).

3.4 기타

3.4.1 에버랜드 법인주주의 장부가액

제1심 재판부는 당시 에버랜드의 법인주주들이 회계장부상에 기록한 에버랜드 주식의 1주당 가격을 토대로 하여 그 가치를 판단해 보려고 시도하였다. 법인주주들의 에버랜드 주식 1주의 장부가를 보면, 신세계백화점이 125,000원, 제일제당은 234,985원, 중앙일보는 4,878원, 제일모직과 한솔제지는 5,000원, 삼성문화재단 9,283원, 삼성물산 14,825원, 한솔화학 89,150원, 한솔건설 89,290원으로 최저가가 최고액의 약 48분의 1수준일 정도로 편차가 심하였다. 이와 같은 장부가액의 편차 원인은 법인주주가 회계원칙인 원가주의(Cost Principle)에 따라 투자주식의 취득원가를 그대로 기재하였거나 합병 및 자산재평가 등의 과정에서 그 변동결과를 기재하였기 때문이다. 따라서 재판부는 법인주

주의 장부가격을 당시 에버랜드의 적정주가로 보기 어렵다고 판단하였다.

한편, 항소심 재판부는 당시 에버랜드 주식에 관한 거래를 추가적으로 조사한 결과 삼성물산이 1995년 12월 31일 삼성건설을 합병하면서 삼성건설이 보유하던 에버랜드 주식을 주당 14,825원으로 인수한 사례를 발견하였다. 주당 14,825원은 삼성건설의 장부상에 기재된 취득가액을 그대로 받아들인 것이지만 에버랜드 전환사채의 발행 약 1년 전으로 가장 최근의 거래이며 합병이 이루어질 때는 합병법인이 인수대상 기업의 자산가치를 적절히 산정한 후에 합병비율을 정하는 것이 통상적이므로 이 가격이 에버랜드의 당시 적정가격으로 인정할 수 있다고 보았다. 그러나 저자의 견해로는 삼성물산의 장부에 기재된 에버랜드 주식의 가격을 에버랜드의 전환사채 발행 당시의 적정가격으로 본 항소심의 판단은 문체의 소지가 있어 보인다. 삼성건설과의 합병시 삼성건설의 장부가를 그대로 받아들인 것이므로 이 가격을 적정주가로 인정하기 위해서는 삼성건설이 에버랜드 주식을 언제 누구로부터 취득했는가 또는 재평가를 실시했는가의 여부를 추가적으로 따져봐야 할 것이다. 판결문 어디에도 이에 대해서는 언급되어 있지 않아 정확한 판단은 어려우나 삼성건설의 에버랜드 주식 취득시기(또는 재평가시기)가 전환사채가 발행된 1996년 말로부터 상당 기간 이전이라면 전환사채 발행 당시의 적정가격으로 보기 어려울 것이다.

3.4.2 상속세법상의 비상장주식에 대한 보충적 평가방법

검찰측이 당시 상속세법(1997년 이후 '상속세 및 증여세법'으로 개정됨)상의 비상장주식에 대한 보충적 평가방법을 사용하여 평가한 에버랜드의 주가는 1주당 127,750원이다. 당시 상속세법에서의

비상장주식에 대한 보충적 평가방법은 해당 기업의 자산가치와 수익가치의 합계액을 단순 평균한 가액으로 산출한다. 여기서 자산가치는 순자산의 장부가가 아닌 상속세법에 따라 평가한 가치이고, 수익가치는 법인세를 계산하는 법인세법상의 과세소득을 기준으로 계산한 순손익액으로 평가하는데 최근 3년간의 순손익액을 가중 평균하여 평가한다. 이때 가중 평균하는 방법은 평가기준일 이전 1년, 2년, 3년에 대해서 각각 3, 2, 1의 가중치를 부여하여 계산한다. 상속세 및 증여세법은 1999년까지는 자산가치와 수익가치의 합을 50 : 50 단순평균 가격방법으로 산정하였고, 2000년부터 2003년까지는 수익가치와 자산가치 중 더 큰 금액을 선택하는 방법을 사용하였으며, 2004년부터는 수익가치에 3, 자산가치에 2의 가중치를 부여한 가중평균 가격방법으로 변경되었다.

상속세 및 증여세법상의 비상장주식 주식에 대한 보충적 평가방법은 회사마다 일률적인 할인율과 가중치를 적용하는 단점이 있어 기업회계기준에 부합하는 목적적합하고 신뢰성 있는 공정가치 평가방법으로는 인정되지 않는다(금융감독원 2006, 5). 에버랜드 전환사채 발행에 관한 제1심 재판부도 상속세법상의 규정은 상속·증여의 과세를 위해 과세의 형평성과 편의 등을 고려하여 과세표준을 정하고자 하는 목적의 '보충적인' 평가방법에 불과하므로 이 평가금액을 당시 주식의 적정가치로 인정하지 않았다.

IV. 결론

비상장기업 주식의 가치평가는 비상장기업과 관련된 기업인수·합병(M&A), 신주 발행, 전환사채 및 신주인수권부사채 발행, 주식 교환 등에 있어

부의 이전과 자원배분에 왜곡을 유발할 수 있어 사회적 문제로까지 발전될 수 있는 중요한 이슈이다. 비상장기업이 주식가치 평가를 목적으로 가치평가 모형을 실제로 적용하기 위해서는 미래 투입변수를 예측해야 하고, 할인율을 추정해야 하는데 이러한 과정에서 이해관계에 따라 자의적인 판단이 개입될 수 있다. 에버랜드 전환사채 발행에 관한 제1심 재판부도 여러 가지 가치평가방법을 검토한 끝에 최종적으로는 자산접근법에 따라 순자산의 장부가를 이용하여 1주당 가치를 산출한 후 재판당시 상장

기업의 순자산장부가 대비 실제 시장가치의 비율을 고려하여 적정가치를 판단하였다.

본 논문에서 검토한 가치평가모형별 주요 문제점을 요약하면 <표 3>과 같다.

첫째, 시장접근법 중 유사기업이용법은 유사 상장기업을 찾을 수 없는 경우가 있을 수 있고, 여러 주가배수 중 어느 주가배수를 사용해야 하는가에 대한 판단이 자의적일 수 있다. 둘째, 시장접근법 중 과거거래이용법은 독립된 제3자와의 거래 자체를 찾기가 쉽지 않고, 찾았더라도 유사기업이용법

<표 3> 가치평가모형별 주요 문제점 비교

분류	모형	주요 문제점
시장접근법	유사기업이용법	<ul style="list-style-type: none"> 유사 상장기업이 존재하지 않을 수 있다. 다양한 주가배수(PER, PBR 등) 중 어느 것을 사용해야 하는가의 문제가 남아 있다.
	과거거래이용법	<ul style="list-style-type: none"> 독립된 제3자와의 거래가 존재하지 않을 수 있다. 다양한 주가배수(PER, PBR 등) 중 어느 것을 사용해야 하는가의 문제가 남아 있다.
이익접근법	배당할인모형	<ul style="list-style-type: none"> 미래 배당액을 예측해야 하는데 과거에 배당을 하지 않은 경우는 미래 배당의 예측이 더욱 어렵다. 미래 배당의 영구성장률을 추정해야 하는데 추정의 작은 차이에 따라 결과가 크게 달라질 수 있다. 미래 배당 예측치를 현재가치로 할인하기 위한 할인율(자기자본비용)이 추정되어야 하는데 비상장기업의 경우는 더욱 어렵다.
	현금할인모형	<ul style="list-style-type: none"> 미래 잉여현금흐름(Free Cash Flow)을 예측해야 한다. 만약 미래 잉여현금흐름 예측치가 음(-)일 경우 양의 값이 나올 때까지 예측해야 하는데 기간이 길어질수록 예측이 어렵고 부정확하다. 미래 잉여현금흐름의 영구성장률을 추정해야 하고, 추정의 작은 차이에 따라 결과가 크게 달라질 수 있다. 미래 잉여현금흐름 예측치를 현재가치로 할인하기 위한 할인율(가중평균자본비용)이 추정되어야 하는데 비상장기업의 경우는 더욱 어렵다.
	초과이익모형	<ul style="list-style-type: none"> 미래 초과이익의 예측을 위해 순이익, 자기자본 등을 예측해야 하고, 미래 초과이익 예측치를 현재가치로 할인하기 위한 할인율(자기자본비용)이 추정되어야 하는데 비상장기업의 경우는 더욱 어렵다.
	EVA모형	<ul style="list-style-type: none"> 미래 EVA의 예측을 위해 세후순영업이익, 영업투자자본 등을 예측해야 하고, 미래 EVA 예측치를 현재가치로 할인하기 위한 할인율(가중평균자본비용)이 추정되어야 하는데 비상장기업의 경우는 더욱 어렵다.
자산접근법	자산접근법	<ul style="list-style-type: none"> 현재의 순자산가액을 토대로 산출하기 때문에 기업의 동태적인 측면을 반영하지 못한다.

처럼 여러 추가배수 중 어떤 것을 사용해야 하는가를 판단해야 하는 문제가 여전히 남아 있다. 셋째, 이익접근법 중 배당할인모형은 과거에 배당을 하지 않았을 경우 미래 배당에 대한 예측이 쉽지 않고, 배당실적이 있더라도 미래 일정기간 이후 배당에 대한 영구성장률을 추정해야 하는데 추정의 작은 차이에 따라 그 결과가 크게 달라질 수 있으며, 미래 배당의 현재가치 산출을 위해 필요한 비상장기업의 자기자본비용 추정이 어렵다. 넷째, 이익접근법 중 현금할인모형은 미래 잉여현금흐름을 예측해야 하고, 배당할인모형과 같이 미래 일정기간 이후 잉여현금흐름에 대한 영구성장률을 추정해야 하는데 추정의 작은 차이에 따라 그 결과가 크게 달라질 수 있다. 또한 잉여현금흐름이 음의 값일 경우 양의 값이 나올 때까지 상당히 긴 기간을 예측해야 하는데 예측기간이 길수록 예측하기가 어렵고 정확성은 떨어지게 된다. 또한 미래 잉여현금흐름의 현재가치 산출을 위해 필요한 가중평균자본비용이 추정되어야 하는데 이 과정에서 비상장기업의 자기자본비용과 자본구성비율의 추정이 어렵다. 다섯째, 이익접근법 중 초과이익모형은 미래 초과이익을 예측하기 위한 미래 순이익과 자기자본의 예측이 쉽지 않고, 배당할인모형에서와 같이 미래 초과이익의 현재가치 산출을 위해 필요한 비상장기업의 자기자본비용 추정이 어렵다. 여섯째, 이익접근법 중 EVA모형은 미래 EVA를 추정하기 위한 미래 세후순영업이익과 영업투자자본의 예측이 필요한데 이를 위해서는 자산과 부채 각 항목을 영업활동과 재무활동으로 정확히 구분해야 하는 어려움이 있다. 또한 현금할인모형에서와 같이 미래 EVA의 현재가치 산출을 위해 필요한 가중평균자본비용의 추정이 쉽지 않다. 일곱째, 현재의 순자산가액만을 토대로 기업가치를 산출하는 자산접근법은 계속기업의 동태적인 측면을 반영하고 있지 않기 때문에 실질적인 영업활동을 수행하지 않고 부동산이나 타

회사의 주식을 보유함으로써 이익을 얻는 지주회사나 청산기업에 한해 사용될 수 있다.

본 사례논문은 에버랜드 전환사채 발행에 관한 제1심 재판부가 검토한 적정주가 산정방법을 토대로 하여 가치평가모형과 실제 적용방법, 각 모형별 장단점을 중심으로 분석하였다. 향후 비상장기업과 관련된 M&A에서 부당한 부의 이전이나 자원배분의 왜곡을 방지하고, 증권분석시 올바른 투자결정을 위해서는 비상장주식의 다양한 가치평가방법에 대한 올바른 이해와 한계점에 대한 파악이 반드시 선행되어야 할 것이다.

참고문헌

- 금융감독원(2006), 재무보고에 관한 실무의견서 2006-5 비상장주식 평가에 관한 회계처리.
- 김권중·김문철(2005), 재무제표분석과 가치평가, 서울, 삼문출판, 제2판.
- _____(2009), 재무제표분석과 가치평가, 서울, 창민사, 제3판.
- 김문철·전영순·황인태(2006), "비상장주식의 공정가치 평가실태 및 가치평가기준의 제정방안," 회계저널, 15, 1-32.
- 대법원(2009.5.29), 2007도4949 판결.
- 박정식·박종원·조재호(2005), 현대재무관리, 서울, 다산출판사, 제6판.
- 서울고등법원(2007.5.29), 2005노2371 판결.
- _____(2008.10.10), 2008노1841 판결.
- _____(2009.8.27), 2009노1421 판결.
- 서울중앙지방법원(2005.10.4), 2003고합1300 판결.
- _____(2008.7.16), 2008고합366 판결.
- 이철송(2006), "자본거래와 임원의 형사책임의 재론," 법조, 603호, 160-190.
- 장영광(2003), 경영분석, 서울, 무역경영사, 전정판.
- 한상국(2001), "상속·증여법상 완전포괄주의 도입에 관

한 소고," 재정포럼, 66호, 6-17.

- 황이석(2009), CFO 강의노트, 서울, 서울경제경영, 제5판.
- J. Francis, P. Olsson, and D. Oswald(2000), "Comparing Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow and Abnormal Earnings Equity Valuation," *Journal of Accounting Research*, 38, 45-70.
- C. Lee(1999), "Accounting-based Valuation: Impact on Business Practices and Research," *Accounting Horizons*, December, 413-425.
- J. Ohlson(1995), "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation," *Contemporary Accounting Research*, Spring, 661-687.
- K. Palepu, P. Healy and V. Bernard(2004), *Business Analysis & Valuation Using Financial Statements: Text & Cases*, Thomson, 3rd Edition.
- S. Penman and T. Sougiannis(1998), "A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation," *Contemporary Accounting Research*, Fall, 343-383.
- G. Preinreich(1938), "Annual Survey of Economic Theory: The Theory of Depreciation," *Econometrica*, July, 45-70.

The Valuation of a Private Company - A Case of the Issuance of Convertible Bonds by Samsung Everland

Jongchan Park* · Wonseok Choi**

Abstract

The stock valuation of a private company is required for an initial public offering (IPO), the issuance of convertible bonds and bonds with stock warrants, mergers and acquisitions (M&A), the exchange of private companies' stock, and the valuation of private companies' stock owned by public companies. The stock valuation of a private company sometimes leads to a social dispute since it may cause unfair wealth transfer and distort the distribution of resources. The process of applying valuation models requires the estimation of future input variables such as dividends, free cash flows, and residual income and a discount rate, which can be arbitrary depending on stakeholders' interests. This paper analyzes valuations models, their advantages and disadvantages, and the key factors that may provoke controversy, using Seoul Central District Court's ruling on the case of Samsung Everland's convertible bond sales which compares various valuation methods in order to find fair value of Samsung Everland's stock. A correct understanding of the valuation methods and their critical points is warranted for the prevention of unfair wealth transfer in the prospective M&As with private companies and for right investment decisions in the equity security analysis of private companies.

Key Words: Private Company, Samsung Everland, Convertible Bonds, Valuation Models, Discount Rate

* Associate Professor, College of Business Administration, University of Seoul

** Associate Professor, Department of Science in Taxation, University of Seoul

〈Teaching Note〉

비상장기업 주식의 가치평가 - 삼성에버랜드의 전환사채 발행사례

1. Synopsis

본 사례는 비상장주식의 다양한 가치평가모형과 실제 적용방법을 이해하고 각각의 장단점을 파악함으로써 비상장주식거래와 관련된 쟁점을 올바르게 이해할 수 있는 계기를 마련하는 것을 목적으로 한다. 이를 효과적으로 달성하기 위하여 세간의 주목을 끌었던 에버랜드 전환사채 발행에 관한 제1심 판결문에 나타난 적정주가 산정방법의 비교를 사례로 하여 다양한 가치평가방법의 개념과 장단점을 설명하였다. 비상장주식의 가치평가가 때로는 사회적 논란으로 이어지는 이유는 기존 주주와 신규 주주간 부의 이전과 자원배분에 왜곡을 유발할 수 있기 때문이다. 여러 가치평가모형을 실제로 적용하기 위해서는 투입변수를 예측해야 하고, 현재가치 산출을 위한 할인율을 추정해야 하는데, 이러한 과정에서 이해관계에 따라 자의적인 판단이 개입될 수 있다. 따라서 가치평가모형별로 어떤 요인이 추후 논란의 원인이 될 수 있는가를 이해하는 것은 앞으로 발생하는 비상장기업 관련 M&A와 증권분석에서 올바른 투자결정을 하기 위해서도 반드시 필요하다.

2. Teaching Points

본 사례를 이용한 수업의 학습 포인트는 비상장

주식의 가치평가방법에 대한 이해이다. 여러 가치평가모형을 나열하여 개념적으로 설명하기보다는 에버랜드 전환사채 발행을 사례로 들어 제1심 재판부가 1주당 적정가격을 산출하기 위해 가치평가방법을 검토해 가는 방식으로 접근한다면, 학생들의 호기심을 유발할 수 있을 것이다. 이를 위해서는 가치평가방법의 설명에 앞서 에버랜드 전환사채 발행에 대한 이해가 우선적이다. 최종 판결에서는 에버랜드의 전환사채 발행을 주주배정으로 판단한 이상 적정주가 산정방법에 대한 검토는 판결문에 언급되어 있지 않다. 따라서 본 사례는 에버랜드 전환사채의 발행을 사실상 제3자발행으로 판단한 제1심 판결문에 나타난 가치평가방법의 비교를 사용하여 가치평가방법을 설명하였다.

본문 제3장에서는 현금할인모형, 초과이익모형, EVA모형에 대한 전체적인 개념 파악을 우선적으로 하기 위하여 수식을 이용한 도출과정은 배제하였다. 그러나 학생들의 수준이 충분히 높고, 위 모형을 보다 깊이 있게 이해하기 위해서는 주요 모형의 도출과정과 상세한 적용방법, 그리고 적용사례를 소개하는 것이 필요할 것이므로 이를 아래에서 기술하였다.

2.1 현금할인모형

현금할인모형은 영업활동을 통해 창출된 순현금흐름에서 영업활동에 투자된 현금흐름을 차감한 잉여현금흐름(FCF, Free Cash Flow)을 현재가치

로 할인하여 기업 전체의 가치를 산출하는 방법이다(김권중·김문철 2009, 254). 식으로 표현하면,

$$V = \frac{C_1 - I_1}{(1+r_w)^1} + \frac{C_2 - I_2}{(1+r_w)^2} + \dots \quad (1)$$

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{C_t - I_t}{(1+r_w)^t} \quad (2)$$

여기서,

V : 기업가치(Enterprise Value)

C : 영업활동현금흐름

I : 영업활동에 투자된 현금흐름

r_w : 가중평균자본비용(Weighted Average Cost of Capital, WACC)

위에서 가중평균자본비용이란 기업의 자본은 타인자본과 자기자본으로 구성되어 있으므로 타인자본과 자기자본에 대한 자본비용을 투입된 각 자본의 시장가치를 기준으로 가중평균한 것이다(김권중·김문철 2009, 372).¹⁾ 식(2)에서의 기업가치(V)는 기업 전체의 가치로서 주주지분가치뿐만 아니라 채권자지분가치를 포함한 것이므로 주주지분가치(V_E)를 구하기 위해서는 순금융부채(= 금융부채 - 금융자산)의 시장가치를 차감해야 한다(김권중·

김문철2009, 254).²⁾ 따라서 주주지분가치는 다음과 같이 산출된다.

$$V_e(\text{주주지분가치}) = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{C_t - I_t}{(1+r_w)^t} - \text{순금융부채의 시장가치} \quad (3)$$

한편, 식(3) 우변 첫제항의 분자에 해당하는 (C_t-I_t)는 영업활동현금흐름에서 영업투자액을 차감한 FCF인데, 상당한 규모의 투자를 계속하는 기업이라면 비교적 긴 미래기간에 걸쳐서 FCF가 음(-)의 값으로 나타날 수 있어 충분히 먼 미래기간까지 FCF가 예측되어야 한다(김권중·김문철 2009, 259). 그러나 예측기간이 길수록 FCF의 예측은 어려워지고 가치평가의 오차도 커지는 문제점이 발생한다. 이러한 문제점을 완화하기 위해서는 FCF를 직접 예측하는 대신 대차대조표, 손익계산서, 현금흐름표의 연계관계를 이용하여 식(4)와 같이 FCF를 간접적으로 예측하는 방법이 사용된다.³⁾

$$\text{FCF} = \text{세후순영업이익} - (\text{기말영업투자자본} - \text{기초영업투자자본})$$

$$\text{FCF} = \text{세후순영업이익} - \Delta \text{ 영업투자자본} \quad (4)$$

1) 타인자본비용(=타인자본이자율×(1-세율))을 r_d, 자기자본비용을 r_e, 순금융부채(타인자본)의 시장가치를 V_d, 자기자본의 시장가치를 V_e라 하면, 가중평균자본비용(r_w)은 다음과 같다(김권중·김문철 2009, 372).

$$r_w = r_d \frac{V_d}{(V_d + V_e)} + r_e \frac{V_e}{(V_d + V_e)}$$

비상장기업의 경우 자기자본 시장가치가 존재하지 않으므로 자기자본 장부가를 사용하여 산출한 r_w로 자기자본가치(주주지분가치)를 산정한 후 이를 r_w계산에 이용하여 다시 주주지분가치를 산출하는 과정을 r_w와 주주지분가치가 일정 값으로 수렴할 때까지 반복함으로써 최종 주주지분가치를 구할 수 있다(Palepu et al. 2004, 8-2).

2) 현금할인모형으로 산출된 기업가치는 영업활동에서 창출된 FCF에 의해 결정되므로 영업의 가치로 볼 수 있다. 따라서 영업의 가치에는 금융자산이 제외되어 있으므로 주주지분가치를 구하기 위해서는 기업가치(영업의 가치)로부터 금융부채 총액에서 금융자산을 차감한 순금융부채의 시장가치를 차감한다(김권중·김문철 2005, 79).

3) 영업투자자본은 (영업유동자산 - 영업유동부채) + (영업고정자산 - 영업고정부채)로 계산되며 기말영업투자자본은 다음과 같이 결정된다(김권중·김문철 2005, 236).

$$\text{기말영업투자자본} = \text{기초영업투자자본} + \text{세후순영업이익} - \text{FCF}$$

즉, 기말영업투자자본은 FCF가 0이라면 기초영업투자자본에 기간 중의 세후순영업이익을 더한 값과 같게 된다. 그러나 FCF가 양(+)인 경우는 그 금액만큼 영업활동이 아닌 금융자산의 구입, 금융부채의 상환, 배당금의 지급으로 사용될 것이므로 기초영업투자자본은 세후순영업이익으로부터 FCF를 차감한 금액만큼 증가하게 된다. 또한 FCF가 음(-)인 경우는 그 금액만큼 금융자산의 처분, 금융부채의 증가 등을 통하여 조달된 현금이 영업투자자본에 추가로 투자되었음을 의미하므로 기초영업투자자본은 세후순영업이익에 음의 FCF의 절대값만큼 더 증가하게 된다. 위의 식에서 FCF를 좌변으로 이동하여 정리하면 식(4)가 도출된다.

따라서 식(3) 우변 첫째항의 분자에 해당하는 미래 FCF 대신 식(4)를 대입하면,

$$V_t(\text{주주지분가치}) = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NOPAT_t - \Delta IC_t}{(1+r_w)^t} - \text{타인자본의 시장가치} \quad (5)$$

여기서,
 NOPAT : 세후순영업이익(Net Operating Profit After Tax)
 ΔIC : 영업투자자본(Operating Invested Capital) 변동

식(5)를 그대로 현실에 적용하려면 미래의 세후순영업이익과 영업투자자본 변동을 전부 예측해야 하므로 현실적으로 불가능하다. 만약 미래 세후순영업이익과 영업투자자본 변동이 특정 기간(T)이 지난 후에는 직전 기간의 FCF에 g의 영구성장률로 증가한다고 가정하면,⁴⁾

$$\begin{aligned} \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NOPAT_t - \Delta IC_t}{(1+r_w)^t} &= \frac{NOPAT_1 - \Delta IC_1}{(1+r_w)^1} \\ &+ \frac{NOPAT_2 - \Delta IC_2}{(1+r_w)^2} + \dots + \frac{NOPAT_T - \Delta IC_T}{(1+r_w)^T} \\ &+ \frac{(NOPAT_T - \Delta IC_T)(1+g)}{(1+r_w)^{T+1}} \\ &+ \frac{(NOPAT_T - \Delta IC_T)(1+g)^2}{(1+r_w)^{T+2}} + \dots \\ &= \frac{NOPAT_1 - \Delta IC_1}{(1+r_w)^1} + \frac{NOPAT_2 - \Delta IC_2}{(1+r_w)^2} + \dots \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} &+ \frac{NOPAT_T - \Delta IC_T}{(1+r_w)^T} \\ &+ \frac{(NOPAT_T - \Delta IC_T) \frac{(1+g)}{(r_w - g)}}{(1+r_w)^T} \quad (6) \end{aligned}$$

식(6)에서 우변 맨 끝항의 분자인 $(NOPAT_T - \Delta IC_T) \cdot [(1+g)/(r_w - g)]$ 는 T+1기간부터 g의 성장률로 증가하는 미래 FCF(= 세후순영업이익 - 영업투자자본 변동)을 T기간말 시점까지의 가치로 계산한 '잔여가치'로서 초항이 $[(NOPAT_T - \Delta IC_T) \cdot (1+g)]/(1+r_w)$, 공비가 $(1+g)/(1+r_w)$ 인 무한 등비급수의 합이 되고, 분모인 $(1+r_w)^T$ 는 T기간말 시점까지 계산된 T기간 이후의 FCF의 가치를 다시 현재시점의 가치로 계산한 값이다. 따라서 T기간까지의 미래 FCF를 예측하고, T기간 이후는 FCF가 직전 기간 FCF에 g의 성장률로 지속된다고 가정하면 식(6)과 같이 계산하여 미래 FCF의 현재가치를 산출할 수 있다.

예를 들어, D사의 2010년부터 2014년까지 세후순영업이익과 영업투자자본에 대한 애널리스트의 예측치가 아래와 같고, D사의 가중평균자본비용이 9%, 2009년말 현재 D사의 순금융부채의 시장가치는 장부가치와 동일한 6,700억원, 유통주식수가 183,000,000주이며 D사는 2014년 이후 FCF가 전년도 FCF에 2% 성장률로 증가한다고 가정할 때, 현금할인모형을 이용한 2009년말 현재 1주당 주주지분가치는 다음과 같이 산출된다.

2009년 실적과 2010년 및 이후에 대한 애널리스트의 예상:

단위: 억원

	2009 실적	2010예상	2011예상	2012예상	2013예상	2014예상
세후순영업이익	1,261	1,368	2,312	2,677	3,009	3,445
기말 영업투자자본	13,700	15,107	17,163	18,421	19,658	20,868

4) 재무보고에 관한 실무의견서 2006-5 (금융감독원 2006. 7)에 따르면 영구성장률(g)은 과거 5년치 평균성장률을 넘지 않아야 한다.

현금할인모형을 이용한 1주당 주주지분가치 계산:

단위: 억원

	2010 예상	2011 예상	2012 예상	2013 예상	2014 예상
세후순영업이익	1,368	2,312	2,677	3,009	3,445
영업투자자본의 변동	1,407	2,056	1,258	1,237	1,210
FCF	-39	256	1,419	1,772	2,235
FCF 현가	-35.8	215.5	1,095.7	1,255.3	1,452.6
잔여가치					32,567 ¹⁾
잔여가치 현가					21,166.4

1) $[(1 + 0.02) / (0.09 - 0.02)] * 2,235 = 32,567$

기업가치 = $(-35.8 + 215.5 + 1,095.7 + 1,255.3 + 1,452.6 + 21,166.4)$
 = 25,149.7억원

주주지분가치 = 25,149.7억원 - 6,700억원 = 18,449.7억원

1주당 주주지분가치 = 18,449.7억원 / 1.83억주 = 10,081.8원

2.2 초과이익모형

배당할인모형(Dividend Discount Model)에서 기업의 주주지분가치는 미래 예상되는 배당액의 현재가치로 계산된다. 여기서 배당액은 현금배당뿐만 아니라 자사주의 취득을 통한 부의 이전까지도 포함하고 신주발행이 있는 경우에는 현금배당과 자사주취득금액에서 주주의 출자금을 차감한 순배당액을 나타낸다(김권중·김문철 2009, 260; 황이석 2009, 74). 배당할인모형을 수식으로 표현하면 다음과 같다.

$$V_e = \frac{D_1}{(1+r_e)^1} + \frac{D_2}{(1+r_e)^2} + \dots \quad (7)$$

여기서

V : 기업의 주주지분가치(Equity value)

D : 배당액

r_e : 할인율 (주주기대수익률 또는 자기자본비용)

한편, 배당액과 기초 및 기말 자기자본(순자산),

당기순이익과의 관계를 표시하면,⁵⁾

$$\text{기말 자기자본}(B_t) = \text{기초 자기자본}(B_{t-1}) + \text{당기순이익}(X_t) - \text{배당액}(D_t) \quad (8)$$

따라서 배당액을 기초 및 기말 자기자본과 당기순이익으로 표시하면,

$$D_t = B_{t-1} + X_t - B_t \quad (9)$$

식(7)의 D_t에 식(9)를 대입하면,

$$V_e = \frac{B_0 + X_1 - B_1}{(1+r_e)^1} + \frac{B_1 + X_2 - B_2}{(1+r_e)^2} + \dots \quad (10)$$

여기서 주주의 기대이익에 해당하는 (r_e×B_{t-1})를 우변 각 항의 분자에 더하고 또 차감하면(김권중·김문철 2009, 287; 황이석 2009, 85),

$$V_e = \frac{B_0 + r_e B_0 - r_e B_0 + X_1 - B_1}{(1+r_e)^1} + \frac{B_1 + r_e B_1 - r_e B_1 + X_2 - B_2}{(1+r_e)^2} + \dots$$

5) 배당가능증권평균가손익, 해외사업환산손익과 같은 기타포괄손익이 있더라도 이들 항목은 일시적 손익으로 미래 기대치는 0으로 볼 수 있기 때문에 고려할 필요가 없다(김권중·김문철 2005, 342).

$$\begin{aligned}
 &= \frac{(1+r_e)B_0 + X_1 - r_e B_0 - B_1}{(1+r_e)^1} \\
 &+ \frac{(1+r_e)B_1 + X_2 - r_e B_1 - B_2}{(1+r_e)^2} + \dots \\
 &= B_0 + \frac{X_1 - r_e B_0}{(1+r_e)^1} - \frac{B_1}{(1+r_e)^1} + \frac{B_1}{(1+r_e)^1} \\
 &+ \frac{X_2 - r_e B_1}{(1+r_e)^2} - \frac{B_2}{(1+r_e)^2} + \dots \\
 &= B_0 + \frac{X_1 - r_e B_0}{(1+r_e)^1} + \frac{X_2 - r_e B_1}{(1+r_e)^2} + \dots
 \end{aligned}$$

$$V_e = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{X_t - r_e B_{t-1}}{(1+r_e)^t} \quad (11)$$

식(11) 우변의 분자 $(X_t - r_e B_{t-1})$ 은 t시점의 당기 순이익에서 주주의 기대이익을 차감한 것이므로 t기간의 초과이익이 된다. 따라서 주주입장에서의 기업가치는 현재의 순자산 장부가치와 미래초이익의 현재가치와의 합으로 표현된다. 이 식이 바로 초과이익모형이 된다.

식(11)을 그대로 현실에 적용하려면 미래 초과이익을 모두 예측해야 하므로 현실적으로 불가능하다. 만약 미래 초과이익이 특정 기간(T)이 지난 후에는 직전 기간 초과이익에 지속계수 ω 를 곱한 형태로 지속된다고 가정하면(김권중·김문철 2009, 266; 황이석 2009, 86),

$$\begin{aligned}
 V_e &= B_0 + \frac{X_1 - r_e B_0}{(1+r_e)^1} + \frac{X_2 - r_e B_1}{(1+r_e)^2} + \dots \\
 &+ \frac{X_T - r_e B_{T-1}}{(1+r_e)^T} + \frac{\omega(X_T - r_e B_{T-1})}{(1+r_e)^{T+1}}
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 &+ \frac{\omega^2(X_T - r_e B_{T-1})}{(1+r_e)^{T+2}} + \dots \\
 V_e &= B_0 + \frac{X_1 - r_e B_0}{(1+r_e)^1} + \frac{X_2 - r_e B_1}{(1+r_e)^2} + \dots \\
 &+ \frac{X_T - r_e B_{T-1}}{(1+r_e)^T} + \frac{\omega}{(1+r_e - \omega)} \frac{(X_T - r_e B_{T-1})}{(1+r_e)^T}
 \end{aligned} \quad (12)$$

식(12) 우변 맨 끝항의 분자인 $[\omega/(1+r_w - \omega)] \cdot (X_T - r_e B_{T-1})$ 는 (T+1)기간부터 ω 의 비율로 지속되는 미래 초과이익을 T기간말까지 현재가치로 계산한 잔여가치로 초항이 $\omega(X_T - r_e B_{T-1})/(1+r_e)$, 공비가 $\omega/(1+r_e)$ 인 무한등비급수의 합(=초항/(1-공비))이 된다. 분모인 $(1+r_e)^T$ 는 T기간말까지 계산된 T기간 이후의 미래 초과이익의 현재가치를 다시 현재시점의 현재가치로 계산한 값이다. 따라서 T기간까지의 미래 초과이익을 예측하고, 그 이후는 직전 기간 초과이익에 ω 를 곱한 비율로 초과이익이 지속된다고 가정하면, 식(12)와 같이 계산하여 기업의 주주지분가치를 산출할 수 있다.

예를 들어, 애널리스트(재무분석가)가 K사의 2009년 실적치와 2010년부터 2012년까지의 예측치가 다음 표와 같고, K사의 자기자본비용이 8%, 2008년말 현재 K사의 유통주식수는 130,000,000주, K사는 2012년 이후 초과이익은 2012년 수준의 90% 정도로 지속된다고 가정할 때, 초과이익모형을 이용한 2009년말 현재 1주당 주주지분가치는 아래와 같이 산출된다.

2009년 실적과 그 이후에 대한 애널리스트의 예상:

단위: 억원

	2009년 실적	2010년 예상	2011년 예상	2012년 예상
순이익	8,943	8,264	7,669	7,696
배당액	3,600	3,600	3,600	3,600
순자산	35,398			

초과이익모형을 이용한 1주당 주주지분가치 계산:

단위: 억원

	2009년 실적	2010년 예상	2011년 예상	2012년 예상
순이익	8,943	8,264	7,669	7,696
배당액	3,600	3,600	3,600	3,600
기말순자산	35,398	40,062 ¹⁾	44,131 ⁴⁾	
초과이익		5,432 ²⁾	4,464 ⁵⁾	4,166 ⁷⁾
초과이익현가		5,030 ³⁾	3,827 ⁶⁾	3,307 ⁸⁾
잔여가치				20,830 ⁹⁾
잔여가치현가				16,536 ¹⁰⁾

- 1) 35,398 + 8,264 - 3,600 = 40,062
- 2) 8,264 - (0.08 * 35,398) = 5,432
- 3) 5,432 / 1.08 = 5,030
- 4) 40,062 + 7,669 - 3,600 = 44,131
- 5) 7,669 - (0.08 * 40,062) = 4,464
- 6) 4,464 / 1.08² = 3,827
- 7) 7,696 - (0.08 * 44,131) = 4,166
- 8) 4,166 / 1.08³ = 3,307
- 9) (0.9 / (1 + 0.08 - 0.9)) * 4,166 = 20,830
- 10) 20,830 / 1.08³ = 16,536

주주지분가치 = 35,398 + (5,030 + 3,827 + 3,307) + 16,536 = 64,098
 주당주주지분가치 = 64,098억원 / 1.3억주 = 49,306.2원

2.3 경제적 부가가치 모형 (EVA모형)

EVA모형은 앞서 설명한 현금할인모형에서 출발하여 이를 변형하여 도출한 모형이다. 현금할인모형에 따르면 기업가치(V)는

$$\begin{aligned}
 V &= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NOPAT_t - \Delta IC_t}{(1+r_w)^t} \\
 &= \frac{NOPAT_1 + IC_0 - IC_1}{(1+r_w)} \\
 &\quad + \frac{NOPAT_2 + IC_1 - IC_2}{(1+r_w)^2} + \dots \quad (13)
 \end{aligned}$$

여기서 우변 각 항의 분자에 ($r_w \times IC_{t-1}$)를 더하고 또 차감하면(김권중·김문철 2009, 288),

$$\begin{aligned}
 &= \frac{IC_0 + r_w IC_0 + NOPAT_1 - r_w IC_0 - IC_1}{(1+r_w)} \\
 &\quad + \frac{IC_1 + r_w IC_1 + NOPAT_2 - r_w IC_1 - IC_2}{(1+r_w)^2} + \dots \\
 &= IC_0 + \frac{NOPAT_1 - r_w IC_0}{(1+r_w)} - \frac{IC_1}{(1+r_w)} + \frac{IC_1}{(1+r_w)} \\
 &\quad + \frac{NOPAT_2 - r_w IC_1}{(1+r_w)^2} - \frac{IC_2}{(1+r_w)^2} + \frac{IC_2}{(1+r_w)^2} \dots \\
 &= IC_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NOPAT_t - r_w IC_{t-1}}{(1+r_w)^t} \quad (14)
 \end{aligned}$$

즉, 기업가치는 현재의 영업투하자본 장부가치에 세후순영업이익이 기초영업투하자본에 가중평균자본비용을 곱한 값을 초과한 부분에 해당하는 미래 경제적 부가가치(EVA, Economic Value Added)의 현재가치를 합한 것과 같다.

식(14)를 실제로 적용하기 위해서 미래 EVA가 특정 기간(T)이 지난 후에는 직전기간의 EVA에 ω 라는 지속계수를 곱한 형태로 계속 이어진다고 가정하면(김권중·김문철 2009, 274),

$$\begin{aligned}
 V &= IC_0 + \frac{EVA_1}{(1+r_w)^1} + \frac{EVA_2}{(1+r_w)^2} + \dots \\
 &+ \frac{EVA_T}{(1+r_w)^T} + \frac{\omega EVA_T}{(1+r_w)^{T+1}} + \frac{\omega^2 EVA_T}{(1+r_w)^{T+2}} + \dots \\
 &= IC_0 + \frac{EVA_1}{(1+r_w)^1} + \frac{EVA_2}{(1+r_w)^2} + \dots \\
 &+ \frac{EVA_T}{(1+r_w)^T} + \frac{\omega}{(1+r_w - \omega)} \frac{EVA_T}{(1+r_w)^T} \quad (15)
 \end{aligned}$$

여기서 $EVA_t = NOPAT_t - r_w IC_{t-1}$

식(15) 우변 맨 끝항의 분자인 $(\omega/(1+r_w-\omega)) \cdot EVA_T$ 는 (T+1)기간 이후 직전기간 EVA에 ω 를 곱한 형태로 지속되는 미래 EVA를 T기간말까지 현재가치로 계산한 잔여가치로서 초항이 $(\omega EVA_T)/(1+r_w)$, 공비가 $\omega/(1+r_w)$ 인 무한등비급수의 합 (=초항/(1-공비))이 된다. 분모인 $(1+r_w)^T$ 는 T기간말까지 계산된 T기간 이후의 미래 EVA의 현재가치를 다시 현재시점의 현재가치로 계산한 값이다.

예를 들어, D사의 2010년부터 2014년까지 세 후순영업이익과 영업투자자본에 대한 애널리스트의 예측치가 아래와 같고, D사의 가중평균자본비용이 9%, 2009년말 현재 D사의 순금융부채의 시장가치는 장부가치와 동일한 6,700억원, 유통주식수가 183,000,000주이며 D사는 2014년 이후 EVA가 2014년 수준의 90% 정도로 지속된다고 가정할 때, EVA모형을 이용한 2009년말 현재 1주당 주주지분가치는 다음과 같이 산출된다.

2009년 실적과 2010년 및 이후에 대한 애널리스트의 예상:

단위: 억원

	2009 실적	2010 예상	2011 예상	2012 예상	2013 예상	2014 예상
세후순영업이익	1,261	1,368	2,312	2,677	3,009	3,445
기말 영업투자자본	13,700	15,107	17,163	18,421	19,658	20,868

EVA모형을 이용한 1주당 주주지분가치 계산:

단위: 억원

	2010 예상	2011 예상	2012 예상	2013 예상	2014 예상
EVA	135 ¹⁾	952	1,132	1,351	1,676
EVA 현가	124	802	874	957	1,089
잔여가치					7,938 ²⁾
잔여가치 현가					5,159

1) $1,368 - (13,700 * 0.09) = 135$

2) $[(0.9 / (1 + 0.09 - 0.9))] * 1,676 = 7,938$

기업가치 = $13,700 + (124 + 802 + 874 + 957 + 1,089 + 5,159) = 22,705$ 억원

주주지분가치 = $22,705$ 억원 - $6,700$ 억원 = $16,005$ 억원

1주당 주주지분가치 = $16,005$ 억원 / 1.83 억주 = $8,746$ 원

3. Discussion Questions

3-1. 본문에서 에버랜드의 당시 순자산 장부가를 이용하여 1주당 주가가치를 산출하는 자산접근법을 설명하였다. 이 때 전환사채의 전환 이전 순자산 장부가인 158,171,802,488원을 전환이전 보통주주식수 707,200주를 사용하여 계산하면 1주당 주가가치는 223,659원(= 158,171,802,488원 ÷ 707,200주)이 된다. 반면, 전환사채가 보통주로 전환된 이후의 주식수 1,961,977주를 사용하여 계산하면, 80,618원(= 158,171,802,488원 ÷ 1,961,977주)이 된다. 전환사채의 전환 이전과 이후의 주식수를 기준으로 산출한 이 두 개의 1주당 주가가치 중에서 전환사채의 적정 전환가격으로 고려할 수 있는 보다 타당한 가격은 어느 것이고, 왜 그런지 설명하시오.

3-2. 본문 제3장에서 소개한 현금할인모형, 초과이익모형, EVA모형을 이용한 주가가치 평가방법의 장단점을 서로 비교하여 설명하시오.

3-3. 에버랜드는 1주당 주가가치를 현금할인모형을 이용하여 평가한 결과에 대해 제1심 재판부는 적정가격 산출과정에서 다음과 같은 문제점을 지적하였다. 첫째, 에버랜드와 상당한 차이가 있는 호텔신라를 유사기업으로 선정하였고, 둘째, 에버랜드의 차입금 평균이자율은 1996년말 현재 에버랜드가 세무서에 신고한 법인세 세무조정계산서 등을 토대로 산정하면 11.85%임에도 12.88%를 타인자본비용으로 보고 할인율을 산정하였다. 현금할인모형에서 위에 제기한 유사기업의 선정, 타

인자본비용의 산정이 왜 필요한지를 설명하시오.

4. Analyses & Answers

4.1. 3-1에 대한 모범 답안

적정 전환가격의 산출을 위해 고려할 가격은 전환 이전 주식수로 산출한 주당순자산가액이다. 적정 전환가격이 되기 위해서는 전환 이전과 이후 주당순자산가액에 변동이 없어야 한다. 전환이전보다 이후에 주당순자산가액이 감소 또는 증가하였다면 전환가격이 과소 또는 과대계상 되었기 때문이다. 전환 이전 주식수로 산출한 주당순자산가액 223,659원에 전환사채를 인수하여 바로 보통주로 전환하면 전환 이후 회사의 새로운 순자산 장부가격은 전환사채 발행시 회사로 유입된 현금(전환가격 × 주식수)만큼 증가하는데, 이를 새로 발행된 주식수를 포함하는 전체 주식수로 나누면 전환사채의 전환 후에도 주당순자산가액은 이전과 동일한 금액으로 유지된다. 즉, 적정 전환가격으로 전환되었기에 전환 이전과 이후에 주당순자산가액이 동일한 금액으로 유지되는 것이다. 전환이후 주식수를 기준으로 산정할 경우에는 전환 이전 주당순자산가액이 희석화(과소계상)되어 전환 이후에 주당순자산가액이 감소하게 된다.

4-2. 3-2에 대한 모범 답안

〈3-2에 대한 모범 답안〉

	현금할인모형	초과이익모형	EVA모형
장점	<ul style="list-style-type: none"> 기업가치를 좌우하는 영업활동에서 창출되는 현금흐름을 근거로 한 가치평가모형. 영업현금흐름은 재무구조의 차이에 영향을 받지 않음. 회계방법과 무관. 	<ul style="list-style-type: none"> 주주지분가치에서 큰 비중을 차지하는 자기자본 장부가치가 쉽게 측정됨. 잔여가치(T기간 이후 초과이익의 현가)가 주주지분가치에서 차지하는 비중이 작음. 가중평균자본비용(r_w)을 산출할 필요 없음 순금융부채의 시장가치를 추정할 필요 없음. 	<ul style="list-style-type: none"> 세후순영업이익을 예측하므로 순이자비용 예측이 불필요. 잔여가치의 비중이 작음.
단점	<ul style="list-style-type: none"> 잔여가치의 비중이 크고, FCF 성장률 가정에 따라 잔여가치가 크게 변동. 투자효과를 반영하려면 예측기간이 길어야 함. 가중평균자본비용(r_w)을 추정하기 어렵고 이를 위해서는 자본구성비율을 추정해야 함. 순금융부채의 시장가치를 추정. 	<ul style="list-style-type: none"> 미래 초과이익 예측시 보수적 회계의 영향을 반영해야 함. 보수적 회계 하에서는 미래 초과이익이 지속될 수 있음. 순이익 예측을 위해서는 세후 순이자비용을 예측. 	<ul style="list-style-type: none"> 재무제표 항목을 영업활동과 재무활동으로 모두 구분해야 함. 가중평균자본비용(r_w)을 추정하기 어려움. 이를 위해서는 자본구성비율을 추정해야 함. 순금융부채의 시장가치를 추정.

참고자료: 김권중·김문철(2009, 280-282), 장영광(2003, 507).

4-3. 3-3에 대한 모범 답안

첫째, 유사기업의 선정은 다음에서 설명되는 베타값의 추정을 위해서 필요하다. 에버랜드는 비상장주식이므로 직접적으로 베타값을 산출하는 것은 불가능하므로 유사한 상장기업을 이용하여 베타값을 산출할 수밖에 없다.

둘째, 타인자본비용의 산정은 강의지침 2.1에 나오는 것처럼 가중평균자본비용의 계산을 위해 필요하다. 현금할인모형에서는 자기자본비용이 아닌 가중평균자본비용으로 할인하게 되는데, 이 때 자기자본비용과 함께 타인자본비용이 필요하다.