

‘증권 발행 및 공시에 관한 규정’에 의한 비상장주식 평가방법에 대한 실태분석*

장홍석** · 김종일***

<요 약>

주식 가치평가는 배당평가모형, 현금흐름모형, 초과이익모형, EVA모형, 자산기준접근법, 유사기업이용법 등의 방법이 이론적 지지를 받고 있다.

실무에서의 주식 가치평가는 적정 시장 가격 또는 시가에 의한 평가를 원칙으로 한다. 상장 기업 주식의 경우에는 교환가격인 시가가 시장에서 관찰될 수 있으므로 가치평가와 관련된 논란이 크지 않으나, 비상장기업 주식의 경우에는 가치평가를 위한 투입변수들을 평가자가 평가시점에 일일이 추정을 하여야 하는바 어려움이 따를 수밖에 없으며, 그 평가액의 적정성에 대한 논란이 있을 수밖에 없다. 따라서 실무에서의 비상장기업주식의 가치평가는 각 이론들의 실무상 적용의 어려움 및 평가 목적의 상이로 인하여 이론적 방법의 일부 선택 및 혼용을 통한 규정화를 하고 있다. 다만, 목적에 따른 규정은 명문화되고 정형화된 실무적용을 양산하여 개별기업의 실질적인 가치를 평가하지 못한다는 비판을 받고 있는 현실이다.

‘증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 시행세칙’은 획일적인 평가규정이 개별적인 기업의 실질가치를 적절히 반영하지 못한다는 비판으로 2012년 12월에 수익가치의 평가방법에 유연성을 부여하여 ‘현금흐름할인모형, 배당할인모형 등 미래의 수익가치 산정에 관하여 일반적으로 공정하고 타당한 것으로 인정되는 모형을 적용하여 합리적으로 산정 한다’라고 규정을 변경하였다. 이에 따라 실무에서는 비상장기업주식평가에 있어서 일률적인 규정 적용이 아닌 융통성 있는 평가방법의 선택이 가능해졌다.

이에 본 연구에서는 규정 개정 이후 상장법인의 비상장법인 합병 평가보고서를 검토하여 규정의 개정을 통한 실제적인 융통성 있는 운영이 되고 있는지에 대한 실태를 분석하였다.

실태분석결과 많은 평가보고서가 개별기업의 실질가치 평가를 위한 유연한 규정을 적용하지 않고 있음을 확인하였고, 이는 평가기관의 보수성 및 합병기업의 목적에 맞는 평가금액의 조정이 개입될 수 있는 원인에 기인하는 바가 큰 것으로 판단되었다. 이는 유연성 있는 규정이 오히려 적절한 평가를 방해할 수 있으므로, 상황에 따른 규정의 제정이 필요할 수 있음을 시사한다고 할 수 있다.

〈주제어〉 비상장주식, 가치평가, 본질가치, 수익가치, 증권발행 및 공시에 관한 규정

* 본 연구는 2015년도 가톨릭대학교 교비연구비의 지원으로 이루어졌음.

** 공인회계사, 가톨릭대학교 경영학과 박사과정, jangpooh@hanafos.com, 주저자

*** 가톨릭대학교 경영학과 부교수, jayk@catholic.ac.kr, 교신저자

논문접수일 2016년 12월 26일

1차수정일 2017년 2월 24일

게재확정일 2017년 4월 5일

I. 서 론

현대 경영환경에서 주식거래의 활성화를 통한 자본시장의 확대에 이의를 제기하는 사람은 많지 않을 것이다. 다만, 거래되는 주식 가치의 적정성에 대해서는 많은 부분 이의가 제기되기도 한다.

주식 가치평가는 배당평가모형, 현금흐름모형, 초과이익모형, 경제적부가가치모형, 자산기준 접근법, 유사기업이용법 등의 방법이 이론적 지지를 받고 있다.

실무에서의 주식 가치평가는 적정 시장 가격 또는 시가에 의한 평가를 원칙으로 한다. 여기에서 시가란 불특정 다수에 의해 해당 기업의 충분한 정보를 바탕으로 자발적으로 이루어지는 교환가격을 의미한다. 따라서 상장 기업 주식의 경우에는 교환가격인 시가가 시장에서 관찰될 수 있으므로 가치평가와 관련된 논란이 크지 않으나, 비상장기업 주식의 경우에는 가치평가를 위한 투입변수들을 평가자가 평가시점에 일일이 추정을 하여야 하는바 어려움이 따를 수밖에 없으며, 그 평가액의 적정성에 대한 논란이 있을 수밖에 없다. 따라서 실무에서의 비상장기업주식의 가치평가는 각 이론들의 실무상 적용의 어려움 및 평가 목적의 상이로 인하여 이론적 방법의 일부 선택 및 혼용을 통한 규정화를 하고 있다.

현행 비상장기업주식의 가치평가방법의 규정은 기업자산의 공정가액 평가를 통한 재무제표의 적정한 보고를 위한 ‘기업회계기준’상 기업보유 비상장기업주식의 공정가치평가방법, 상장기업이 비상장기업을 합병하게 됨에 적정한 합병비율을 산정하기 위해 필요한 비상장기업의 가치 평가를 규정한 ‘증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 시행세칙’, 비상장기업주식을 양도 및 상속, 증여함에 따른 납세가액의 적정한 측정을 위한 ‘상속세및증여세법’에 의한 비상장주식의 보충적 평가방법 등이 대표적인 평가규정이다.

각 규정들은 구체적인 방법의 차이는 있으나, 대체적으로 본질적 주식가치를 자산가치와 수익가치로 산정하고, 이에 비교되는 상대가치를 참고하여 계산하도록 되어 있다. 다만, 명문화된 규정은 정형화된 실무적용을 양산하여 개별기업의 실질적인 가치를 평가하지 못한다는 비판을 받고 있는 현실이다.

이 중 ‘증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 시행세칙’은 획일적인 평가규정이 개별적인 기업의 실질가치를 적절히 반영하지 못한다는 비판으로 2010년 12월 상대가치 대상기업의 범위를 크게 확대하였으며, 2012년 12월 수익가치 평가방법에 유연성을 부여하여 ‘현금흐름할인모형, 배당할인모형 등 미래의 수익가치 산정에 관하여 일반적으로 공정하고 타당한 것으로 인정되는 모형을 적용하여 합리적으로 산정한다.’라고 규정을 변경하였다. 이에 따라 실무에서는 비상장기업주식평가에 있어서 일률적인 규정 적용이 아닌 융통성 있는 평가방법의 선택이 가능해 졌다.

이에 본 연구에서는 규정 개정 이후 상장법인의 비상장법인 합병 평가보고서를 검토하여 규정의 개정을 통한 실제적인 융통성 있는 운영이 되고 있는지에 대한 실태를 분석하였다.

실태분석결과 많은 평가보고서가 개별기업의 실질가치 평가를 위한 유연한 규정을 적용하지

않고 있음을 확인하였고, 이는 평가기관의 보수성 및 합병기업의 목적에 맞는 평가금액의 조정이 개입될 수 있는 원인에 기인하는 바가 큰 것으로 판단되었다. 이는 유연성 있는 규정이 오히려 적절한 평가를 방해할 수 있으므로, 상황에 따른 규정의 제정이 필요할 수 있음을 시사한다고 할 수 있다.

II. 이론적 배경

1. 비상장주식 가치평가의 어려움

주식 가치평가는 적정 시장 가격 또는 시가에 의한 평가를 원칙으로 한다. 여기에서 시가란 불특정 다수에 의해 해당 기업의 충분한 정보를 바탕으로 자발적으로 이루어지는 교환가격을 의미한다. 따라서 상장 기업의 경우에는 교환가격인 시가가 시장에서 관찰될 수 있지만 비상장 기업의 경우에는 가치평가를 위한 투입변수들을 평가자가 평가시점에 일일이 추정을 하여야 하는바 어려움이 따를 수밖에 없다.

2. 비상장주식 가치평가이론¹⁾

가. 배당할인모형(Dividend Discount Model, 이하 ‘DDM’이라 한다.)

자산의 가치는 그 자산에서 기대되는 미래 현금흐름을 위험조정할인률로 할인한 현재가치라고 볼 수 있다. 이러한 가치평가의 기본원리는 모든 자산에 대해 적용가능하며 이러한 시각에서 주주지분가치를 생각하면 주주지분가치는 주식 보유에서 기대되는 미래 현금흐름의 현재가치라고 할 수 있다. 투자자가 보유한 주식에서 받을 것으로 예상되는 미래 현금흐름은 기업으로부터의 배당이므로 주주지분가치는 미래 배당의 현재가치로 나타낼 수 있다. 이 경우 현재가치를 산정함에 있어서 사용하여야 하는 할인율은 투자자가 기대하는 최저필수이익률인 자기자본비용이다. DDM을 구체적으로 표현하면 다음과 같다.

<연구모형 1> DDM

$$\text{주주지분가치} = \text{미래 배당의 현재가치} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1+re)^t}$$

DIV_t : 미래 t 기간의 배당

re : 자기자본비용(cost of equity)

1) 김권중 등(2002)의 내용을 참조하였음.

DDM은 이론적인 측면에서 보면 우수한 가치평가모형이지만, 실제로 가치평가실무에 적용함에 있어서는 여러 가지 한계점이 있다.

첫째, DDM은 가치의 창출(creation)보다는 가치의 배분(distribution) 측면에 초점을 두고 있다. 즉, 기업의 가치와 주주지분가치는 기업의 영업활동과 영업활동 투자에 의해 창출되며 배당은 창출된 현금을 주주에게 배분하는 것이다. 그러므로 DDM은 기업 가치를 분석함에 있어서 가치창출과정에 대한 정보를 활용하지 못하는 한계점을 가진다.

둘째, DDM은 미래의 모든 기간에 대하여 배당을 예측하여야 하는데 이는 현실적으로 매우 어려운 과제이다. 따라서 미래 모든 기간에 대한 배당을 예측하기 보다는 미래 일정 기간에 대한 배당만을 예측하고 그 이후의 기간에 대해서는 잔여가치를 추정하여 이를 평가에 포함시키게 된다. 그러나 잔여가치 역시 정확한 예측이 매우 어렵고 주주지분가치에서 이러한 잔여가치가 차지하는 비중이 매우 높게 되어 평가 상의 오류가 매우 크게 되는 한계점을 가지고 있다.

셋째, DDM은 배당을 실시하지 않는 기업에 대해서 적용하기 어려운 문제점이 있다. 이 모형에 의하여 가치평가를 실행하기 위해서는 미래 일정기간에 대한 배당을 예측해야 하는데 장기간 배당을 실시하지 않아 배당실적 자료가 없는 기업의 경우에는 미래 배당을 예측하기 매우 어렵다.

나. 현금흐름할인모형(Discounted Cash Flow model, 이하 'DCF'라고 한다.)

가치창출이라는 시각에서 보면 기업의 가치는 영업활동에 투입된 모든 자산에서 창출되는 미래 현금흐름을 할인한 현재가치의 합으로 산정된다. 기업 전체적으로 창출되는 현금흐름은 영업활동 현금흐름에서 영업활동 투자액을 차감한 잉여현금흐름(Free Cash Flows, 이하 'FCF'라 한다.)이다. 따라서 기업의 가치는 당해 기업이 창출할 것으로 기대되는 미래 현금흐름의 현재가치가 되며 추정된 기업 전체가치에서 부채의 가치를 차감하면 주주지분가치가 산정된다. 이와 같은 가치평가모형을 DCF라 한다.

<연구모형 2> DCF

$$\text{기업가치} = \text{미래 FCF의 현재가치} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{C_t - I_t}{(1 + WACC)^t}$$

$$\text{주주지분가치} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{C_t - I_t}{(1 + WACC)^t} - \text{부채가치}$$

C_t : 미래 t 기간의 영업활동 현금흐름

I_t : 미래 t 기간의 영업활동 투자액

WACC : 가중평균자본비용

FCF는 기업 전체의 영업활동에서 창출되므로 그 현금흐름을 할인하기 위하여 사용되는 할인율은 가중평균자본비용인 WACC이어야 한다. 이론적인 관점에서 볼 때 DCF에 의한 주주지분가치는 DDM에 의한 주주지분가치와 동일하다. 그러나 가치평가실무라는 측면에서 보면 DCF는 DDM에 비하여 여러 가지 장점을 가진다. 먼저, DDM이 가치의 분배에 초점을 두고 있는데 반하여 DCF는 가치창출요인에 직접 초점을 맞추고 있으므로 기업의 가치창출능력을 가치평가 과정에 보다 잘 반영할 수 있게 된다. 또한 DCF는 가치창출요인을 대상으로 하므로 회사의 정책상 배당을 하지 않는 기업에 대하여도 적용가능한 장점이 있다.

그러나 DCF에서 미래 효익으로 측정하는 FCF는 엄밀한 의미에서 당해 기간에 창출한 가치를 나타내주지 못한다. FCF는 영업활동 현금흐름에서 영업활동 투자액을 차감하여 산정되는 금액이므로 영업활동 현금흐름이 우량하더라도 당해 연도 중에 거액의 투자가 이루어지게 되면 FCF는 크게 감소하여 나타나게 된다. 그러나 영업활동에 대한 투자는 미래의 현금흐름을 창출하기 위한 활동이며 따라서 가치를 감소시키는 활동이 아니라 가치를 증가시키는 활동이다. 특히 기업이 성장 단계에 있는 동안에는 거액의 투자가 이루어지는 것이 일반적이므로 FCF는 이러한 경우에 정확한 기업창출가치를 나타내지 못하는 문제점을 가진다.

다. 초과이익평가모형(Residual Income Model, 이하 ‘RIM’이라 한다.)

DDM에서 배당을 회계등식(기말자본=기초자본+당기순이익-배당)을 이용하여 회계변수로 대체하면 다음과 같은 가치평가모형을 도출할 수 있다.

<연구모형 3> RIM

주주지분가치=자기자본 장부가치+미래 초과이익의 현재가치

$$\begin{aligned} &= BV_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{X_t - re \cdot BV_{t-1}}{(1+re)^t} \\ &= BV_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(ROE_t - re) \cdot BV_{t-1}}{(1+re)^t} \end{aligned}$$

BV_0 : 현재의 자기자본 장부가치

X_t : 미래 t 기간의 회계이익

re : 자기자본비용(cost of equity)

$X_t - re \cdot BV_{t-1}$: 미래 t 기간의 초과이익

$ROE_t = X_t / BV_{t-1}$: 미래 t 기간의 자기자본이익률

위의 모형을 RIM이라고 한다. 이 모형에 따르면 주주지분가치는 현재의 자기자본 장부가치 BV_0 에 미래 초과이익의 현재가치를 더하여 산정된다. RIM 역시 DDM 및 DCF와 이론적으로 동일하다. 자기자본 장부가치(book value of equity)는 재무상태표상의 순자산 금액을 말한다.

RIM에서 초과이익은 자본비용을 초과하는 이익이므로 초과이익이 주주지분가치의 창출요인이 된다. 미래에 기대되는 ROE가 자본비용보다 높을 것으로 기대되어 양의 초과이익이 예상되면 가치가 창출되어 주주지분가치는 자기자본 장부가치보다 크게 된다. 이와 반대로 미래의 ROE가 자본비용보다 낮을 것으로 기대되어 음의 초과이익이 예상되면 주주지분가치는 자기자본 장부가치보다 작게 된다. 그러므로 주주지분가치를 평가하기 위해서는 미래의 ROE를 정확하게 예측하여야 한다.

RIM은 다음과 같이 여러 특징을 갖고 있다.

첫째, RIM은 주주지분가치(기업가치)의 증가를 가져오는 직접적 요인(driver)을 명시적으로 나타내고 있다. 주주지분가치와 순자산가액과의 차이인 가치-장부가액 프리미엄은 미래 초과이익의 현재가치인데, 미래 초과이익은 미래의 ROE와 순자산의 크기에 의해 결정된다. 그러므로 RIM은 기업의 미래 수익성과 성장이 가치창출의 요인임을 직접 나타내고 있다.

둘째, RIM은 주주지분가치와 회계변수 간의 관계를 명확하게 보여줌으로써 가치평가에 있어 회계변수의 역할을 분명히 제시하고 있다. 즉, 재무상태표와 손익계산서의 요약지표인 순자산가액과 이익이 주주지분가치에 어떠한 관련이 있는가를 이론적으로 나타내고 있다.

셋째, RIM에서 주주지분가치는 현재의 순자산가액과 미래 초과이익의 현재가치와의 합으로 측정되는데, 순자산 가액은 관찰 가능한 변수이므로 미래 초과이익만이 예측의 대상이 된다. 더구나 순자산 가액은 일반적으로 주식가치에서 큰 비중을 차지하고 있다. 이에 반해 DDM과 DCF의 경우에는 가치평가를 위해 미래의 배당과 FCF를 모두 예측해야 한다. 그러므로 RIM의 경우 미래 예측치에 의존하는 정도가 훨씬 작다는 점에서 가치추정의 오차를 줄일 수 있는 잠재력을 갖고 있다. 또한 기업의 회계수치가 보수적 회계(conservative accounting)의 영향을 받지 않고 있는 경우에는 미래 초과이익의 예측오차도 줄일 수 있다. 즉, 기업이 현재 초과이익을 얻고 있다 하더라도 기업 간 경쟁으로 인해 초과이익은 점차 소멸될 가능성이 높으며 이러한 가능성을 미래 초과이익의 예측에 활용할 수 있다.

넷째, RIM은 회계수치를 이용하는 가치평가모형이지만, 기업 간 회계방법의 차이에 관계없이 모든 기업에 대해 적용할 수 있다. 예를 들어, A기업은 감가상각 방법으로 정액법을 사용하고 B기업은 정율법을 사용한다고 하자. 그러나 회계등식(기말자본=기초자본+당기순이익-배당) 자체는 각 기업에 대해 모두 성립하므로 RIM 또한 각 기업에 대해 모두 성립하게 된다.

라. 경제적부가가치모형(Economic value added model, 이하 'EVA'라고 한다.)

기업전체가치는 경제적 부가가치를 이용하여 측정할 수도 있다. 경제적부가가치는 영업활동 세후이익(net operating profit after tax, NOPAT)에서 영업활동 투자자본(invested capital, IC)에 대한 정상이익(자본비용액)을 차감한 것이다. EVA는 DCF를 재구성하여 도출되는데 DCF의 FCF와는 달리, EVA는 당해 기간에 기업이 창출한 가치(value added)를 나타내며, EVA에서 기

업 전체의 가치와 주주지분가치는 다음과 같이 표현된다.

<연구모형 4> EVA

기업가치=영업투자자본 장부가치+미래 EVA의 현재가치

$$= IC_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NOPAT_t - WACC \times IC_{t-1}}{(1 + WACC)^t}$$

$$= IC_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(ROIC_t - WACC) \times IC_{t-1}}{(1 + WACC)^t}$$

주주지분가치=기업가치-순채무부채의 시장가치

- IC_0 : 현재의 영업투자자본 장부가치
- $NOPAT_t$: 미래 t 기간의 세후순영업이익
- $WACC$: 가중평균자본비용
- $NOPAT_t - WACC \times IC_{t-1}$: 미래 t 기간의 EVA
- $ROIC_t = NOPAT_t / IC_{t-1}$: 미래 t 기간의 투자자본이익률

기업 전체의 가치는 현재의 영업투자자본 IC_0 에 미래 EVA의 현재가치를 더한 것으로 평가되며 여기서 현재의 순채무부채(net debt) 시장가치를 차감하면 주주지분가치가 측정되게 된다. EVA는 DCF에서 도출되므로 EVA에 의한 가치평가는 이론적으로 DCF에 의한 가치평가와 동일하다.

EVA는 RIM을 기업 전체에 대해 적용한 것으로 볼 수 있다. EVA는 영업투자자본에 대한 자본비용 해당액(capital charge)을 초과하는 이익이므로 기업가치의 창출 여부를 결정하는 요인이 된다. 만일 어느 기업이 매년 WACC만큼의 ROIC를 계속 얻는다면 이 기업의 가치는 투자액인 영업투자자본(IC_0)과 일치하게 될 것이다. 따라서 기업의 가치가 투자액인 IC_0 보다 크게 또는 작게 되는 것은 미래의 경제적부가가치에 달려 있으며, 결국 기업의 가치는 현재의 IC_0 와 미래 경제적부가가치 현재가치의 합으로 나타낼 수 있다. 또한 RIM과 마찬가지로, EVA를 사용하여 기업 가치를 평가할 때에도 회계방법의 불편성(unbiasedness) 여부는 이론적으로 가치평가에 영향을 미치지 않는다. 예를 들어, 보수적 회계방법 때문에 현재의 IC_0 가 작게 측정되면 그 대신에 미래 경제적부가가치가 크게 산정되어 결과적으로 가치평가는 영향을 받지 않는다.

마. 자산기준평가모형

자산기준평가모형은 회사가 보유하는 개별 자산의 시장가치를 기초로 하여 기업 자산 가치를 산출하고 이로부터 부채의 시장가치를 차감하여 주주가치를 산출하게 된다.

만일 재무제표 상에 기록되지 않은 자산과 부채가 있으면 이들을 추가로 인식하여야한다. 또

한 재무제표에 인식된 자산이나 부채가 적절한 가액이 아니라고 판단되면 조정을 행하여야 한다.

재고자산의 경우 후입선출법(LIFO)에 의해 평가되어 있다면 재고자산 가액이 과소평가되어 있으므로 선입선출법(FIFO)에 의한 재고자산 가액으로 수정하여야 한다. 또한 매출채권의 경우에는 대손충당금이 적절히 설정되었는가를 검토해 보아야 하며 자산의 손상 여부와 이연법인세 자산의 적절성을 살펴보아야 한다. 토지와 같은 고정자산은 시장가치로 평가하여야 하며, 운영 리스로 회계처리하고 있는 자산이 있으면 이를 금융리스로 전환하여 자산과 부채에 각각 가산하여야 한다. 기업의 개별 자산과 부채를 적절한 가액으로 수정한 다음에는 이들 항목을 고려하여 평가시점에서의 수정재무상태표를 작성하고 개별자산의 합계에서 부채의 합계액을 차감한 순자산을 기업가치로 본다.

이 방법은 기업의 순자산가치를 이용하여 기업 가치를 평가함으로써 비교적 용이하게 평가액을 결정할 수 있다는 장점이 있으나 기업의 무형자산 가치 즉 경영자와 종업원간의 관계, 영업상의 거래관계, 제품생산과 관련한 노하우 등이 반영되지 않는 단점이 있다. 즉 단순한 개별자산의 합이 기업의 전체가치와 반드시 일치하는 것은 아니라는 한계점이 있다. 이와 같은 한계점으로 인하여 특별한 경우를 제외하고는 기업가치 평가에 있어서 자산기준평가모형이 주요 가치평가방법으로 사용되는 경우는 매우 드물다.

바. 유사기업이용법

유사기업이용법(comparable firms approach)은 평가대상이 되는 기업과 경제적 특성이 유사하다고 판단되는 다른 기업의 주가배수를 평가대상 기업에 적용함으로써 기업가치를 평가하는 방법이다. 유사기업이용법은 상대가치평가법(relative valuation)이라고도 한다.

정교한 경제적 이론에 근거하지 않더라도 유사한 자산은 유사한 가격으로 거래되어야 한다는 것이 상식적인 원칙이다. 유사기업이용법은 바로 이러한 기본적인 원칙을 출발점으로 하고 있으며 그 기본 논리를 살펴보면 다음과 같다. V를 기업가치로 하고 X를 관찰 가능한 어느 한 변수라고 하자. 유사기업이용법이 기초하고 있는 중요한 가정은 평가대상회사의 V 대 X의 비율은 유사기업(comparable firm)의 V 대 유사회사의 X 비율과 같다는 것이다.

일단 위의 관계를 받아들인다면 구하려는 대상회사의 기업가치는 다음과 같이 쉽게 산정된다 : $V_{\text{target}} = X_{\text{target}} \cdot V_{\text{comparables}} / X_{\text{comparables}}$

유사기업이용법에 의한 가치평가는 일반적으로 다음과 같은 절차에 따라 수행된다.

- ① 평가대상이 되는 기업과 유사한 영업 및 재무적 특성을 갖고 있는 기업, 즉 유사기업(comparable firms)을 선정한다.
- ② 주가배수 산정에 사용될 성과측정치 또는 장부가치(순이익, 순자산장부가치, EBITDA, 영업활동 현금흐름 등)를 선정하고 이에 관한 유사기업의 주가배수를 계산한다.
- ③ 산정된 유사기업의 주가배수를 평가대상 기업의 성과측정치 또는 장부가치에 곱하여 평가

대상 기업의 가치를 추정한다.

유사기업이용법을 사용하는 절차는 매우 간편하기 때문에 실무에서 흔히 이용되고 있다. RIM, DCF, EVA 등과는 달리, 유사기업이용법의 경우에는 미래의 다년간에 대해 평가대상 기업의 이익이나 현금흐름을 예측할 필요가 없으며 잔여가치(terminal value)를 추정할 필요도 없다. 따라서 현재가치 계산을 위한 할인율(자본비용)을 추정할 필요도 없다. 유사기업이용법에서는 단순히 유사기업의 주가배수를 평가대상 기업의 순이익, 순자산 장부가치 등에 적용함으로써 가치평가 절차가 완료된다. 그리고 분석자에 따라서는 유사기업의 주가배수를 주관적으로 상향 또는 하향 조정하여 적용하기도 한다.

유사기업이용법의 근본적 특징은 분석자가 시장에 의존하여 가치평가를 수행한다는 점에 있다. 즉, 시장의 투자자들이 유사기업의 미래 수익성을 전망하고 그에 따라 가치평가를 한 결과가 유사기업의 주식가격에 적절히 반영되어 있다고 보고 또 유사기업에 대한 그러한 가격 형성은 평가대상 기업에 대해서도 적용될 수 있다고 가정하는 것이다.

유사기업이용법의 한계점은 가치평가의 절대적 정확성은 보장하지 못한다는데 있다. 즉, 유사회사의 시장배수를 이용하여 평가하기 때문에 상대적인 평가의 정확성은 확보 가능하지만 유사회사에 대한 시장평가 자체가 부정확하다면 그에 기초한 평가대상기업의 가치추정치도 부정확한 결과를 가져올 수밖에 없기 때문이다.

3. 현행 국내 비상장주식 가치평가규정

가. 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 및 시행규칙

주권상장법인이 비상장법인을 합병하기 위한 합병가액을 산정하기 위해서는 시가가 공시되는 상장법인이 아닌 비상장법인의 공정한 가치를 평가하는 것이 필요한데, 이에 대한 가치평가 기준을 규정하고 있는 규정 및 시행규칙이다.

동 규정에 따르면, 비상장법인이 주권상장법인과 합병 시 비상장법인은 본질가치(자산가치와 수익가치를 가중 평균한 가치)와 상대가치를 구하여 2로 나눈 것(상대가치의 선정요건이 안 되어 상대가치를 구하지 못할 경우 본질가치만 적용)을 합병가액으로 산정한다.

(1) 본질가치

본질가치를 구하는 방법은 1주당 순자산가액인 자산 가치를 구하고, DCF, DDM 등 미래의 수익가치 산정에 관하여 일반적으로 공정하고 타당한 것으로 인정되는 모형을 적용하여 합리적으로 산정한 수익가치를 구하여 자산가치와 수익가치를 1과 1.5의 비율로 가중 산술 평균한 가액으로 구한다.

2012년 12월 5일 개정 전 규정은 수익가치 산정 시 분석기준일이 속하는 사업연도를 포함한

2개 사업연도의 주당 추정이익을 1차 사업연도는 3, 2차 사업연도는 2의 가중치를 적용하여 가중 산술 평균한 금액으로 주당추정이익을 산정하도록 하였으며, 또한 자본환원율의 경우 ‘차입금 가중평균 이자율의 1.5배’ 또는 ‘상속세 및 증여세법상 할인율’중에 높은 것으로 적용하도록 하고, 이렇게 하여 주당추정이익을 자본환원율로 할인하여 환산가액을 구하여 수익가치를 산정하도록 하였다.

2012년 12월 5일의 수익가치산정의 규정 개정은 일률적인 수익가치산정이 아닌 평가기업별 특수성을 반영하여 실질적인 가치산정을 위한 가치평가의 자율성을 보장한 것으로 의미가 있다.

(2) 상대가치

주권상장법인과 비상장법인의 합병의 경우 비상장법인의 합병가액 산정 시 주권상장법인 중 유사회사를 선정하여 유사회사의 주가를 기준으로 한 비교가치인 상대가치를 반영하도록 하고 있는 바, 유사회사의 선정요건은 다음과 같다.

상대가치를 산출하기 위해서는 자본금, 매출액 규모, 주요 채무비율, 주당수익력 및 제품구성비율 등이 가장 유사해야 한다는 조건이 있었으나 2010년 12월에 제품(용역)의 종류가 유사한 법인으로서 다음의 요건을 구비하는 모든 법인으로 상대가치 대상법인의 범위를 확장하여 가치평가에 상대가치를 적극 반영하도록 하였다.

요건 1 : 주당 법인세비용 차감전 계속사업이익이 액면가액의 10% 이상일 것

요건 2 : 주당순자산이 액면가액 이상일 것

요건 3 : 상장일이 속하는 사업연도의 결산을 종료하였을 것

요건 4 : 최근 사업연도의 재무제표에 대한 감사인의 감사의견이 적정 또는 한정일 것

나. 상속세 및 증여세법 상 비상장주식의 평가규정

주식이 상속이나 증여되는 경우 상속세나 증여세의 산정을 위해서 (또는 주식을 유상 양도하는 과정에서 양도소득세의 산정을 위해서) 상속세 및 증여세법 제63조(유가증권의 평가)에서는 한국거래소에 상장되지 아니한 주식은 시행령 제54조에 규정하는 보충적 평가방법에 의하여 평가하도록 하고 있다.

현행 비상장주식의 보충적 평가방법은 1주당 순손익가치와 순자산가치를 3과 2의 비율로 가중 평균한 가액에 의하며 부동산이 총자산의 50% 이상을 차지하는 경우 1주당 순손익가치와 순자산가치의 비율을 각각 2와 3의 비율로 계산하도록 하고 있다. 한편, 평가대상기업이 청산절차가 진행 중이거나 사업자의 사망 등으로 사업의 계속이 곤란하다고 인정되는 경우와 부동산가액이 총자산의 80% 이상인 법인의 경우에는 순자산가치에 의해 평가하도록 하고 있다.

순손익가치는 과거 3년간의 실적을 이용하여 산출한 순손익액의 가중평균가액을 금융기관이 보증한 3년 만기 회사채의 유통수익률을 감안하여 국세청장이 정하여 고시하는 이자율(순손익

가치환원율)로 나눠 산출한 금액을 의미한다.

순자산가치는 해당 평가대상기업의 순자산가액을 평가기준일 현재의 발행주식총수로 나눈 금액을 말한다. 순자산가액은 자산에서 부채를 차감한 가액으로 하며, 만약 해당 법인의 자산을 현행 세법에 의해 평가한 가액이 장부가액보다 적은 경우에는 정당한 사유가 없는 한 장부가액으로 평가하게 된다. 한편, 순자산가액 계산시에는 영업권을 가산하며, 영업권의 계산은 평가기준일전 3년간의 순손익액 가중평균액의 50%에서 평가기준일 현재 자기자본의 10%에 해당하는 가액에 영업권 지속연수 5년을 곱한 금액을 차감하여 산출된 금액에 5년의 현재가치 할인액을 나눈 금액으로 하며, 영업권 평가액이 ‘0’보다 적은 경우에는 ‘0’으로 한다(상속세 및 증여세법 시행령 제59조 제2항).

현행 비상장주식에 대한 보충적 평가방법은 기업의 실질가치를 제대로 반영하지 못한다는 지적에 따라 2005년 1월 1일부터 개별기업의 특성에 맞는 다양한 방법에 의하여 평가할 수 있는 근거를 마련하였으며, 유사상장법인의 주가와 비교평가를 하거나, 다른 평가방법을 적용하여 국세청 평가심의위원회에 제시할 수 있도록 하였다(상속세 및 증여세법 시행령 제56의2 제1항).

다. 국유재산법에 의한 비상장주식 가치평가규정

국유재산법에서 정하고 있는 비상장주식의 매각예정가격은 자산가치, 수익가치, 상대가치를 고려하여 산정한 금액 이상으로 평가하도록 규정하고 있다. 한편, 유가증권을 증권거래소의 유가증권시장이나 한국증권업협회가 설치한 중개실 등 재정경제부장관이 가격결정의 공정성이 있다고 인정하여 고시하는 시장을 통하여 매각하는 때에는 예정가격 없이 그 시장에서 형성되는 실물가격에 의하도록 하고 있다. 또한 매각가격을 산정함에 있어 재정경제부장관은 필요한 경우에 감정평가법인이나 재정경제부장관이 지정하는 신용평가전문기관에 의뢰하여 그 평가액을 참작할 수 있도록 규정(국유재산법시행령 제38조)하고 있어, 시가에 근접하게 평가하려 노력하고 있다.

라. 감정평가에 관한 규칙에 의한 비상장주식 가치평가규정

감정평가에 관한 규칙상 비상장주식의 평가는 당해 회사의 자산, 부채 및 자본항목을 평가하여 수정재무상태표를 작성한 후 자산총계에서 부채총계를 공제한 순자산가치를 발행주식수로 나눈 가격으로 정하고 있다. 다만 그 가격이 적정하지 아니한 경우에는 수익환원법에 의한 수익가격으로 할 수 있도록 규정하고 있다. 따라서 감정평가에 관한 규칙에 의한 비상장주식의 평가는 시가로 환산한 수정된 재무제표를 이용한 순자산가치에 의한 평가를 일반적으로 채택하며 예외적으로 수익환원법을 채택하도록 규정하고 있다. 또한, 대상물건의 성격 또는 평가조건에 따라 적정한 평가방법에 따라야 하고 심히 부적정하게 평가될 염려가 있는 때에는 보다 적정하다고 판단되는 다른 평가방법에 의하여 평가할 수 있도록 규정하고 있다.

4. 해외 비상장주식 가치평가방법²⁾

비상장주식평가방법과 관련하여 해외각국의 규정은 우리나라처럼 각각의 목적으로 규정화 되어 있지 않고, 개별적인 특수성을 반영하여 자율적으로 가치를 평가하도록 되어 있다. 다만, 조세목적상의 규정은 각 국가별 법률 형태의 규정이 존재하므로 각국의 세법상의 규정을 비교해 보면 다음과 같다.

〈표 1〉 각 국 세법상 비상장주식 평가규정 비교

	우리나라	미 국	일 본	독 일
입법 방식	- 평가의 구체적인 내용을 법, 시행령, 시행규칙에서 정하고 있음. - 일부의 경우 국세청의 평가심의 위원회를 통해 주식가치 비교 평가를 통한 탄력적 평가 가능.	- Code, Regulation Rulings 등에서는 일반원칙만 규정하고 있음. - 실제가치를 가장 잘 반영하는 평가 방법을 납세자와 IRS가 찾아서 적용해야 함. - 구체적인 평가 방법의 적절성은 전적으로 법원의 판단에 일임하고 있음.	- 법, 시행령, 시행규칙에는 일반원칙만 있음. - 구체적인 평가 방법은 국세청의 재산평가 기본통달로 규정 하고 있음.	- 법(평가법)에서는 일반적인 원칙만 있음. - 구체적인 평가 방법(슈투트가르트방식)은 시행 규칙으로 정하고 있음.
정형화된 계산식의 적용여부	평가심의위원회를 통한 주식가치 비교평가법을 적용하는 경우를 제외하면, 순손익가치와 순자산가치를 3:2로 가중평균 하는 경우, 2:3으로 가중평균 하는 경우 및 순자산가치만을 적용하는 경우로만 구분 됨.	- 특정 상황에 따른 정형화된 계산식의 적용을 거부함. - 각 상황에 가장 적합한 다양한 평가 방법을 납세자와 IRS가 찾아서 적용하도록 요구함.	대주주 여부, 규모, 회사의 특성 등에 따른 다양한 상황을 유형화하고, 각 상황에 따라 적용해야 할 계산식을 규정 하고 있음.	슈투트가르트 방식(순자산가치에 5년간의 초과이익을 가감하는 방식)으로 평가 함.
자본화 계수의 규정여부	10%로 규정	각 상황에 가장 적합한 할인율을 찾아서 적용해야 함.	10%로 규정	초과이익 계산을 위한 정상이익률을 9%로 규정함. 그러나 회사의 순자산이익률이 4.5%에 미달하는 경우에는 조정 됨.

2) 박명호 등(2008)과 박재환 등(2011)을 참조하였음.

III. 선행논문검토

비상장주식의 평가와 관련된 해외 연구는 주로 신규상장기업의 공모주 발행가 결정에 대하여 이루어졌으며 국내 연구는 신규상장기업의 공모주 발행가격 결정과 상속세및증여세법상 비상장주식의 가치평가에 대하여 이루어져 왔다.

1. 해외연구

미국에서는 신규공모주식 발행가격 결정시 실무상 빈번하게 사용되는 유사기업이용법(comparable firms approach)의 유용성에 대하여 많은 연구가 이루어진 바 있다.

Boatsman · Baskin(1981)은 자본자산가격결정법(이하 ‘CAPM’이라 한다.)을 이용한 기업가치 평가법과 주가이익비율법(이하 ‘P/E방법’이라 한다.)의 정확성을 비교하였다. P/E방법을 검증함에 있어서는 유사회사를 두 가지 방법으로 선택하였다. 첫째 방법은 동종 산업으로부터 무작위로 추출한 회사를 유사회사로 사용하는 것이고, 두 번째 방법은 과거 10년간의 평균이익성장률이 가장 유사한 기업을 선택하는 것이었다. 두 번째 방법의 정확성이 보다 높은 것으로 나타났다. CAPM과 P/E방법의 비교에 있어서는 전자가 보다 정확한 것으로 나왔으나 그 차이는 매우 작았다. 이는 유사기업이용법이 상대적으로 적용하기 용이하고 합리적인 수준의 정확성도 갖추고 있기 때문에 실무에서 선호될 수 있는 방법임을 시사하고 있다.

Kaplan · Ruback(1995)은 경영자에 의한 기업매수(management buyouts)를 대상으로 제 평가 방법의 정확성을 비교하였다. 주요 연구결과를 보면, CAPM에 기초한 할인된 현금흐름법이 P/E 방법과 거의 동일한 평가정확성을 보이고 있어 유사기업이용법이 이론적으로 보다 우월한 CAPM방법에 비해 별로 손색이 없음을 알 수 있다.

Kim · Ritter(1999)는 미국의 신규상장기업을 대상으로 유사기업이용법의 유용성을 검증하였다. 연구결과 과거 회계자료를 이용한 유사기업이용법은 신규상장기업의 가치평가에는 그다지 유용하지 않은 것으로 나타났다. 특히, 신생기업이나 하이테크 산업에 속하는 기업의 경우에 유사기업이용법은 그 적용에 큰 한계가 있는 것으로 판명되었다. 그러나 상장 후 미래기간에 대한 이익예측치를 사용하여 계산된 주가이익비율(이하 ‘PER’라고 한다.)은 훨씬 정확한 가치평가를 제공하는 것으로 나타났다.

Liu 등(2002)은 다양한 시장배수를 선택하고 이들 시장 배수의 가치평가 정확도를 비교분석하였다. 연구 결과에 따르면, 미래 예측이익을 사용하여 시장배수를 산정하는 방법이 가장 높은 정확도를 보이는 것으로 나타나고 있다. 이 방법을 사용하는 경우에 표본의 반 이상에서 예측오차가 주가의 15% 이내 범위에서 발생하였다. 각 시장배수의 가치평가 정확도를 비교하면 미래 예측이익을 사용하는 방법이 가장 우수하고 그 다음은 과거 이익을 사용하는 방법이 우수하였

으며, 현금흐름을 이용하는 방법과 순자산을 이용하는 방법이 그 다음을 차지하고 매출액을 이용한 방법이 가장 부정확한 것으로 나타나고 있다. 또한 초과이익모형에 의한 내재가치를 함께 고려하는 경우 주가추정의 정확도는 오히려 떨어지는 것으로 나타났으며 산업별로 각기 다른 시장배수가 최적의 시장배수일 것이라는 일반적인 예상과 다르게 앞서의 시장배수간의 정확도 순위는 산업에 상관없이 일관되게 나타나는 것으로 보고되고 있다.

Bhojraj · Lee(2002)는 주가가격결정을 위하여 유사기업이용법을 사용하는 경우 유사기업을 선정하는 방법을 제시하였다. 가치평가이론에 기초하여 최적의 시장배수(warranted multiple)를 산출하고 이에 가장 근접한 시장배수를 가지는 회사를 유사기업으로 선정할 것을 제안하고 있다. 자신들이 제안한 유사기업 선정방법을 사용한 경우와 다른 기준에 의하여 유사기업을 산정한 경우를 비교한 결과 이들이 제안한 방법이 기존의 방법에 비해 미래 예측력이 훨씬 향상되는 것으로 보고하고 있다. 이 연구는 유사기업이용법을 실무적으로 적용함에 있어서 매우 핵심적인 과제인 유사회사의 적절한 선택문제에 대하여 유용한 시사점을 제공하고 있는 것으로 생각된다.

2. 국내연구

가. 유사기업이용법에 관한 연구

김진선(1998)은 개별기업 간의 PER의 차이와 그 요인분석을 실시하였다. 연구결과 PER를 이용한 가치 평가를 위한 유사기업 선정 시 소속 산업을 기준으로 하는 방법은 주가예측에 있어서 별로 효과가 없는 것으로 나타났으며 자기자본이익률을 이용하는 경우가 가장 낮은 예측오차를 가져오는 것으로 나타났다. 또한 자기자본이익률과 업종기준 또는 다른 재무변수와 조합한 비교 기준을 사용하는 경우에도 자기자본이익률만을 적용한 경우에 비해 주가예측오차가 더 감소되지 않는 것으로 나타나 P/E모형 적용 시 자기자본이익률이 유사기업 선정기준으로 가장 우수하다는 결과를 보고하였다.

나. 신규상장기업의 가치평가에 관한 연구

송인만 · 박철우(1995)는 Ohlson(1995)모형을 기초로 하여 신규공모주식의 발행가격의 결정시 자산가치, 수익가치, 그리고 상대가치를 사용하는 논리적 타당성을 검증하고 신규공모주식 발행가격 결정방법의 개선점을 제시한 바 있다. 이들은 유사기업을 이용한 상대가치법의 타당성을 검증하고자 신규공모기업의 유사기업에 대한 상대적 주가수준이 신규공모회사의 유사기업에 대한 상대적 주당경상이익수준 및 상대적 주당순자산비율과 관련을 갖는지 검증하였다. 연구결과 이들 변수 간에는 유의한 관계가 존재하는 것으로 나타났다. 주가수준 결정방식 간 예측능력을 비교한 결과는 본질가치 방식보다는 상대가치 방식이 상대가치 방식보다는 자산가치와 비정상이익의 현재가치로 산정한 방식의 예측력이 우수함을 보고하였다. 또한 본질가치방식과 상대가

치방식의 경우도 그 구성요소간의 반영비율을 실증결과를 토대로 정하면 예측능력을 높일 수 있다는 증거를 제시한 바 있다.

장범식·이재경(1999)은 공모가 산정 자율화 이후 그 중요성이 증대되고 있는 상대가치계산 방식의 대안으로서 PER방식을 우리나라 시장에 적용하고 그 정확성을 검증하였다. 연구 결과 유사기업 선정 시 표준산업분류보다는 주당수익 또는 주당경상이익을 선정기준으로 사용했을 때 예측오차가 크게 감소한다는 결과를 보고하였다.

강효석·조장연(2000)은 1992-1996년에 신규 상장된 기업을 대상으로 P/E모형, 주가자본비율 모형(이하 ‘P/B모형’이라 한다.) 및 Leibowitz와 Kogelman(1990)의 성장기회가치모형(Franchise Factor, 이하 ‘FF모형’이라 한다.)모형의 주가예측 정확도를 비교분석하였다. 연구결과 FF모형은 단순히 PER이나 PBR모형만을 이용한 경우보다 상장 후 주가를 더 정확히 예측하는 것으로 나타났다. 또한 유사회사를 선정하는데 있어서 산업기준이나 ROE기준보다 주당순자산율 기준을 할 때 예측오차가 최소화된다는 결과도 보고하였다.

김권중(1999)은 1988-95년 중 신규 상장된 기업들을 표본으로 하여 RIM 대 시장배수기법(산업평균 P/E 및 P/B)의 주가추정능력을 실증분석 하였다. 또한 공모주 실제발행가의 주가추정 정확성도 함께 비교 분석하였다. 김권중(1999)은 초과이익을 산업평균 및 기업 개별적 초과이익(firm-specific abnormal earnings)으로 구분하여 RIM을 확장하였다. 구체적으로, 개별초과이익의 시계열행태를 1차 자기회귀과정으로 모형화하여 개별초과이익의 지속계수를 추정하고 이를 이용하여 미래의 개별초과이익을 추정하였다. 개별초과이익은 5년, 7년 및 10년의 기간에 대해 예측되었으며 검증결과는 예측기간의 장·단에 영향을 받지 않고 있다. 실증분석 결과에 의하면, RIM의 주가추정치는 평균적으로 상장 후 실제 주가에 상당히 근접하고 있으며, 또한 실제 발행가, P/E 및 P/B 모형들에 비해 현저히 높은 주가추정 정확도를 갖고 있는 것으로 나타나고 있다. 이러한 실증 결과를 바탕으로 저자는 산업-개별프리미엄 접근법이 RIM의 효과적인 실행 방법으로서 실무상 적용가능성이 높다고 주장하였다.

김지홍·유승혜(2001)는 신규공모기업이 공시하는 상대가치 정보의 자산가치 및 수익가치에 대한 상대적 정보효과를 살펴보고 또한 개선된 상대가치평가모형을 제시하고자 하였다. 이 연구는 거래소 상장기업 뿐만 아니라 코스닥 신규등록기업까지를 표본으로 사용하고 있어 종전 연구에 비해 보다 광범위한 분석을 하고 있다. 연구결과 상대가치는 자산가치와 수익가치에 비해 정보효과가 상대적으로 크게 나타났다. 상대가치가 공시되는 신규공모기업의 경우에 발행가격 결정과 균형시장가격 형성 시 회계정보를 상대적으로 많이 이용하고 있었으며 상대가치를 공시하지 않는 신규공모기업은 회계정보 활용도가 낮은 것으로 나타났다. 또한 증권거래소 신규상장기업과 코스닥 신규등록기업 모두 균등가중 PER+PBR모형보다는 변동가중 PER+PBR모형의 주가예측 정확성이 높은 것으로 나타났다. 증권거래소 신규상장기업은 업종+ROE 기준으로 유사기업을 선정하였을 때가 모든 상대가치평가모형에서 주가 예측도가 높았다. 코스닥 신규등록

기업은 업종+주당순매출액 기준으로 유사기업을 선정했을 때 주가예측도가 높은 것으로 나타났다.

다. 세법상의 비상장주식 평가에 대한 연구

김권중 등(1998)은 1989년부터 1995년까지 상장된 12월말 결산 제조기업을 대상으로, RIM에 의한 평가방법이 상속세법상 평가액보다 비상장주식의 실제가치에 더 근접함을 입증하고자 하였다. 연구결과에 의하면 상속세법에 의한 추정주가와 실제주가와 오차율은 음으로 나타났으나, 김권중 등(1998)의 평가방법에 의한 추정주가는 실제주가와 큰 차이가 없는 것으로 나타났다. 또한 김권중 등(1998)의 평가방법에 의한 절대오차율은 상속세법에 의한 절대오차율보다 유의하게 작은 것으로 나타나, 김권중 등(1998)의 평가방법이 상속세법에 의한 평가방법보다 비상장주식을 평가하는 방법으로 적합하다고 주장하였다.

이준규 등(2000a)은 1993년부터 1998년까지 상장된 12월말 결산제조기업을 대상으로, 두 번의 개정된 상속세법에 의한 평가방법이 개정 전의 평가방법보다 실제주식가치를 더 잘 추정하는 방법인지를 분석함으로써 개정된 상속세법의 도입 타당성을 검증하고자 하였다. 연구결과에 의하면 개정 전 상속세법 및 두 번의 개정된 상속세법에 의한 추정주가와 실제주가와 오차율은 양으로 나타나, 상속세법상 평가액은 개정여부와 상관없이 실제주가보다 과대평가 되고 있으며 개정으로 인하여 과대평가 정도가 더 악화되고 있음을 밝혀내었다. 또한 개정 전 상속세법에 의한 오차율이 양으로 나타나는 결과는 김권중 등(1998)의 연구에서 음으로 나타난 것과 상반된 결과이다. 이는 김권중 등의 연구에서는 상속세 및 증여세법상 순자산가치를 측정함에 있어서 모든 자산을 장부가액으로 평가한데 비하여 이준규 등(2000a)에서는 그 평가방법을 상속세 및 증여세법상의 순자산가치 측정방법인 시가에 근접시키기 위하여 토지의 가액을 기준시가로 평가한데 기인한 것으로 보인다. 또한 기준 시가가 시가보다 평균적으로 낮다는 점을 고려한다면 상속세 및 증여세법상 평가액이 실제주가보다 과대평가되는 정도는 이준규 등(2000a)의 연구보다 더 클 것으로 생각된다.

이준규 등(2000b)은 1993년부터 1998년까지 상장된 12월 말 결산 제조기업을 대상으로, 초과이익평가모형에 기초한 비상장주식 평가방법이 상속세 및 증여세법상 평가방법을 대체할 수 있는 개선된 방법인지에 대하여 분석하였다. 연구결과에 의하면 상속세법 및 RIM의 평가방법 모두 실제주가보다 과대평가 되는 것으로 나타났다. RIM에 기초한 평가방법에 대한 이러한 결과는 김권중 등(1998)의 연구와 상반된 것으로, 이는 1995-96년까지의 오차율은 유의하지 않은 값으로 나타났으나 1997년 이후에는 양으로 나타나 전체적으로 양의 부호를 나타냈기 때문이다. 한편 RIM을 이용한 경우에 있어서 전체 연도에 대한 오차율 및 각 연도별 오차율은 상속세법에 의한 오차율보다 모두 유의하게 작은 것으로 나타나고 있다. 요약하면 RIM의 평가방법에 의한 추정주가가 상속세 및 증여세법에 의한 평가액보다 실제주가에 근접함을 보여주고 있다.

오용락 등(2004)은 김권중(2001)의 초과이익평가모형(이하 산업평균프리미엄모형)을 활용한 비상장주식 평가모형의 적용가능성을 검증하였다. 이를 위해 1998년부터 2002년까지의 5년을 대상으로 이 기간 동안 신규 등록된 331개의 코스닥 등록기업들을 표본으로 사용하여 산업평균프리미엄모형, Ohlson모형, 상속세 및 증여세법에 의한 추정주가의 예측오차를 비교·분석하였다. 연구결과, 상속세 및 증여세법과 Ohlson모형에 의한 추정주가는 실제주가보다 현저하게 높게 평가되는 것으로 나타났으나, 산업평균프리미엄모형의 주가추정치는 실제 주가와 유사한 것으로 나타났다. 또한 절대오차율간의 차이분석에서도 산업평균프리미엄모형의 오차율이 가장 작은 것으로 나타났다. 이러한 결과에 기초하여 저자들은 상속세법 및 증여세법상 평가방법의 문제점을 해결할 수 있는 대안으로 산업평균프리미엄모형을 활용할 것을 제안하였으며, 오용락·김이배(2009)는 시장지배력모형을 비상장주식평가방법의 대안으로 제시하였다.

김광윤·정우승(2007)은 국세청의 평가심위위원회 평가모형은 기업의 실질가치에 가장 근접한 유사상장법인 비교평가액을 잘 반영하지 못하므로 평가심위위원회 평가모형에 유사상장법인 비교평가액이 더 많이 반영될 수 있도록 세법 규정 개정시 고려해야 함을 지적하였다.

위에서 살펴 본 선행연구의 대부분은 시장배수를 이용한 유사기업이용법이나 초과이익모형의 주가추정 정확도에 대하여 초점을 두고 있다. 그러나 이들 모형을 실무적으로 적용하는데 있어서 발생할 수 있는 제반 문제점에 대한 분석은 미흡하다고 생각되며 따라서 선행연구의 결과가 비상장주식 가치평가실무에 제공하는 시사점은 매우 제한적임을 알 수 있다.

IV. 연구의 방법

2012년 12월 5일 ‘증권 발행 및 공시에 관한 시행세칙’ 개정 후 금융감독원 전자공시(dart)에 보고된 ‘증권발행(합병등)’에 공시된 모든 상장합병법인과 비상장피합병법인의 합병비율평가보고서를 수기로 수집하여, 각 보고서의 평가방법과 평가내용에 대한 검토를 수행하였다. 2012년 12월 5일~2015년 4월 30일까지의 기간 중 58건의 보고서 중 상장기업간 합병 등 21건을 제외한 37건의 보고서가 검토되었다. 검토된 보고서의 목록은 다음과 같다.

〈표 2〉 검토된 합병보고서 목록

구분	보고서접수일	합병회사	피합병회사
1	2013.1.4	주식회사 토비스	주식회사 호야테크
2	2013.1.31	씨제이대한통운 주식회사	씨제이지엘에스 주식회사
3	2013.2.1	주식회사 와이즈파워	주식회사 캐치웰
4	2013.4.8	주식회사 위노바	주식회사 스키니어
5	2013.4.16	옵니시스템(주)	(주)이너렉스

〈표 2〉 검토된 합병보고서 목록 (계속)

구분	보고서접수일	합병회사	피합병회사
6	2013.4.29	씨제이씨지브이 주식회사	주식회사 프리머스시네마
7	2013.5.2	(주)에이치비테크놀로지	주식회사 엘에스텍
8	2013.6.13	키움제1호기업인수목적(주)	(주)한일진공기계
9	2013.8.30	(주)하나그린기업인수목적회사	(주)선데이토즈
10	2013.9.11	(주)제이와이퍼엔터테인먼트	(주)제이와이퍼
11	2013.9.12	씨제이이앤엠 주식회사	(주)오리온시네마네트워크
12	2013.9.12	씨제이이앤엠 주식회사	주식회사 온게임네트워크
13	2013.9.12	씨제이이앤엠 주식회사	주식회사 바둑텔레비전
14	2013.9.12	씨제이이앤엠 주식회사	케이엠티브이 주식회사
15	2013.9.12	씨제이이앤엠 주식회사	(주)인터내셔널미디어지니어스
16	2013.9.16	하이제1호기업인수목적(주)	하이제1호기업인수목적(주)
17	2013.10.17	삼성에스디에스 주식회사	삼성에스엔에스 주식회사
18	2013.10.30	KBGSNA기업인수목적(주)	알서포트(주)
19	2013.11.28	게임하이 주식회사	주식회사 넥스토릭
20	2014.4.21	주식회사 오픈타이드코리아	삼육오홈케어 주식회사
21	2014.7.30	주식회사 다음커뮤니케이션	주식회사 카카오
22	2014.8.20	케이비제2호기업인수목적(주)	주식회사 케이사인
23	2014.9.5	주식회사 신세계푸드	주식회사 신세계에스브이엔
24	2014.9.11	현대위아 주식회사	현대위스코 주식회사
25	2014.9.11	현대위아 주식회사	현대메티아 주식회사
26	2014.9.15	주식회사 우리은행	우리금융지주 주식회사
27	2014.11.13	미래에셋제2호기업인수목적(주)	콜마비엔에이치 주식회사
28	2015.1.12	하나머스트기업인수목적(주)	주식회사 우성아이비
29	2015.1.21	주식회사 아이에이치큐	주식회사 씨유미디어
30	2015.2.6	우리기업인수목적2호 주식회사	주식회사 큐브엔터테인먼트
31	2015.2.10	유진기업인수목적1호 주식회사	주식회사 나노
32	2015.2.17	필코전자 주식회사	코웰패션 주식회사
33	2015.3.25	키움제2호기업인수목적(주)	주식회사 레드비씨
34	2015.4.14	메리츠종합금융증권 주식회사	아이엠투자증권 주식회사
35	2015.4.16	갤럭시아커뮤니케이션즈(주)	주식회사 인포허브
36	2015.4.22	교보위드기업인수목적(주)	주식회사 엑셈
37	2015.4.24	주식회사 한진칼	정석기업 주식회사

V. 검토결과

1. 수익가치평가방법의 선택

검토된 37건의 평가보고서에서 선택한 수익가치평가방법은 다음과 같다.

〈표 3〉 수익가치평가방법의 선택

구 분	보고서수	비 율
이익환원법적용기업	12	32%
현금흐름할인모형적용기업	25	68%
합 계	37	100%

자율적인 수익가치평가방법을 선택하도록 규정이 변경된 이후에도, 기존의 이익환원법의 사용이 많은 부분 차지하고 있는 것으로 확인되었다. 이는 평가기관에서 비상장주식 가치평가를 하는데 있어서, 자율적인 방법을 사용함에 따른 가치평가의 적정성에 대한 비판을 우려하여 기존의 정형화된 평가방법을 많이 고수함에 따른 결과로 해석된다.

2. 수익가치평가방법의 선택과 대형회계법인여부

검토된 37건의 평가보고서를 평가기관의 대형회계법인(이하 ‘Big4’라고 한다.)과 비대형회계법인(이하 ‘Non big4’라고 한다.)여부를 구분하여 분석한 결과는 다음과 같다.

〈표 4〉 수익가치평가방법의 선택과 Big4와의 관계

평가기관	평가방법	보고서수	비 율
Big4	이익환원법	4	19%
	현금흐름할인모형	17	81%
	소 계	21	100%
Non big4	이익환원법	8	50%
	현금흐름할인모형	8	50%
	소 계	16	100%
합 계		37	

Big4는 Non big4에 대비하여 평가과정에 많은 추정 및 판단이 필요한 현금흐름할인모형을 많이 적용할 수 있는 지식기반이 있을 것으로 생각되었으며, 실제의 평가보고서도 Big4와 Non big4간의 평가방법선택의 차이가 명확히 구분되어 나타났다. 이는 수익가치평가방법의 선택에 있어서 평가기관의 차이가 영향을 미치는 것으로 해석된다.

3. 수익가치평가방법의 선택과 특수목적취득법인여부

검토된 평가보고서를 특수목적취득법인(이하 SPAC이라 한다.)여부로 나누어 검토한 결과는 다음과 같다.

〈표 5〉 SPAC여부에 따른 평가방법의 선택

평가기관	평가방법	보고서수	비율
SPAC	이익환원법	3	27%
	현금흐름할인모형	8	63%
	소 계	11	100%
Non SPC	이익환원법	9	34%
	현금흐름할인모형	17	66%
	소 계	26	100%
합 계		37	

평가방법에 있어서 조금은 규정이 자유로운 SPAC은 정형화된 이익환원법보다는 현금흐름할인모형을 많이 선택하는 것으로 나타났다. 이는 평가방법을 선택함에 있어서 SPAC과 같은 자율적인 규정의 적용여부가 영향을 줄 수 있다는 것을 확인할 수 있는 결과이다.³⁾

4. 현금흐름할인모형 적용 시 영구가치의 산정

현금흐름할인모형 적용 시 가장 추정하기 어렵고, 평가금액에 큰 차이를 가져오는 것이 영구가치의 산정이다. 이에 현금흐름할인모형을 적용한 평가보고서 중 영구가치 산정 시 적용한 영구성장율을 검토한 내용은 다음과 같다.

3) 3건의 이익환원법 모형의 경우, 2건은 자본환원율을 임의적으로 조정(6%, 15%)하여 평가하였다.

〈표 6〉 현금흐름할인모형선택시 영구성장률의 적용

구 분	보고서수	비 율
영구성장률 0%	14	56%
영구성장률 1%	10	40%
영구성장률 2%	1	4%
합 계	25	100%

검토된 보고서에는 영구성장률의 추정은 대다수 적용하지 않았으며, 적용이 되어도 1%정도가 적용되어, 많은 평가기관이 영구가치를 산정함에 추정의 불확실성을 두려워하여 보수적으로 적용한 것으로 해석된다.

이는 검토대상 25건의 보고서에서 1건을 제외하고는 영구가치가 추정기간의 가치보다 크게 나타남을 보아도 알 수 있다.

5. 현금흐름할인모형 적용 시 할인율의 적용

현금흐름할인모형 적용 시 할인율의 수정(위험조정할인율)은 기업가치 평가에 있어서, 추정이 어렵고, 이를 통해 기업가치의 평가도 많은 영향을 받는다. 이에 현금흐름할인모형적용 보고서의 할인율의 적용과 수정의 내용을 검토한 결과, 25건의 보고서 중 4건만이 위험조정을 하였으며, 이외의 보고서는 CAPM에 근거한 추정할인율만을 사용함을 확인하였다. 이는 실무적으로 할인율 조정의 어려움이 있음을 보여주는 결과라 할 수 있다.

6. 현금흐름할인모형 적용 시 무위험이자율과 시장위험프리미엄의 추정

현금흐름할인모형 적용 시 추정한 무위험이자율과 시장위험프리미엄은 다음과 같다.

〈표 7〉 현금흐름할인모형선택시 무위험이자율과 시장위험프리미엄

구 분	범 위
무위험이자율	2.71%~3.81%
시장위험프리미엄	7.27%~11.00%

대다수의 보고서의 무위험이자율과 시장위험프리미엄의 출처는 Bloomberg를 사용하고 있으나, 추정기간에 따라 범위가 적지 않은 차이가 나고 있음을 확인할 수 있다.

7. 현금흐름할인모형 적용 보고서상의 수익가치 평가금액의 이익환원율을 적용하여 재산정한 수익가치 평가금액과의 비교

현금흐름할인모형을 적용한 각 기업의 평가보고서의 평가금액을 이익환원율법에 의한 수익가치 평가모형을 적용하여 재산정한 금액과 비교 평가해 보았다. 이에 대한 결과는 다음과 같다.

〈표 8〉 평가금액의 비교

(단위 : 억원)

구분	현금흐름할인모형에 의한 평가액(a)	이익환원율법에 의한 평가액(b)	차이금액(c=a-b)	차이율(c/b)
2	4,616	4,120	496	12%
3	62	0	62	—
5	259	248	11	4
6	295	168	127	76
7	603	804	-201	-25
11	70	50	20	40
12	5	—	5	—
13	497	348	149	43
14	219	252	-33	-13
15	3,267	3,912	-645	-16
17	4,516	2,814	1,702	60
18	1,434	768	666	87
19	99	—	99	—
21	51,059	21,836	29,223	134
22	1,434	814	620	76%
23	504	478	26	5
24	1,036	1,164	-128	-11
25	2,132	2,326	-194	-8
27	2,683	1,878	805	43
28	340	322	18	6
29	4,203	1,320	2,883	218
31	716	376	340	90
33	399	472	-73	-15
36	630	368	262	71
37	1,850	1,765	85	5

25건의 보고서 중 6건을 제외하고는 현금할인평가모형에 의한 평가액이 이익환원율법에 의한 평가금액보다 높았다. 이는 평가기관이, 선택적인 평가모형을 적용함에 있어서 두 가지 방법을 비교 평가하여 높은 평가가액으로 평가할 자의성이 있음을 나타낸다고 볼 수 있다.

8. 상대가치평가방법의 사용여부

검토된 37건의 보고서는 모두 규정에 기재한 요건에 맞는 유사한 기업이 없다는 이유로 상대가치평가를 하지 않은 것으로 나타났다. 이는 많은 선행연구에서 상대가치 평가방법이 기업가치 평가에 유의한 결과를 갖는다는 실증적 결과에도 불구하고, 실무에서 적용하기에는 규정이 너무 까다로우며, 적용가능성이 떨어지며, 가치평가의 객관성을 확보하기 어렵다는 부분으로 대다수 평가기관이 상대가치평가를 회피한다는 것으로 해석된다.

VI. 결 론

현대 경영환경에서 주식거래의 활성화를 통한 자본시장의 확대에 이의를 제기하는 사람은 많지 않을 것이다. 다만, 거래되는 주식 가치의 적정성에 대해서는 많은 부분 이의가 제기되기도 한다. 특히 비상장기업 주식의 경우에는 가치평가를 위한 투입변수들을 평가자가 평가시점에 일일이 추정을 하여야 하는바 어려움이 따를 수밖에 없으며, 그 평가액의 적정성에 대한 논란이 있을 수밖에 없다.

주식 가치평가는 배당평가모형, 현금흐름모형, 초과이익모형, 경제적부가가치모형, 자산기준 접근법, 유사기업이용법 등의 방법이 이론적 지지를 받고 있다.

실무에서는 평가목적에 따른 규정을 통해 비상장주식의 가치평가를 수행하도록 하고 있다.

각 규정들은 구체적인 방법의 차이는 있으나, 대체적으로 본질적 주식가치를 자산가치와 수익가치로 산정하고, 이에 비교되는 상대가치를 참고하여 계산하도록 되어 있다. 다만, 명문화된 규정은 정형화된 실무적용을 양산하여 개별기업의 실질적인 가치를 평가하지 못한다는 비판을 받고 있는 현실이다.

이 중 ‘증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 시행세칙’은 획일적인 평가규정이 개별적인 기업의 실질가치를 적절히 반영하지 못한다는 비판으로 2010년 12월 상대가치 대상기업의 범위를 크게 확대하였으며, 2012년 12월 수익가치 평가방법에 유연성을 부여하여 ‘현금흐름할인모형, 배당할인모형 등 미래의 수익가치 산정에 관하여 일반적으로 공정하고 타당한 것으로 인정되는 모형을 적용하여 합리적으로 산정한다.’라고 규정을 변경하였다. 이에 따라 실무에서는 비상장기업주식평가에 있어서 일률적인 규정 적용이 아닌 융통성 있는 평가방법의 선택이 가능해 졌다.

이에 본 연구에서는 규정 개정 이후 금융감독원 전자공시(dart)에 보고된 37건의 상장법인의 비상장법인 합병 평가보고서를 검토하여 규정의 개정을 통한 실제적인 융통성 있는 운영이 되고 있는지에 대해 실태를 분석을 하였다. 이를 통해 향후 비상장주식평가에 대한 올바른 방향성을 확인할 수 있을 것이다.

실태분석결과 많은 평가보고서가 규정의 변경에도 불구하고 DCF를 적용하지 않고, 기존의 이익환원법을 적용하고 있음을 확인하였다. 이는 평가기관이 비상장주식의 가치평가를 하는데 있어서, 자율적인 방법을 사용함에 따른 가치평가의 적정성에 대한 비판을 우려하여 기존의 방법을 고수함에 따른 결과로 해석된다.

또한 이익환원법의 선택은, 평가기관이 비대형회계법인(Non big4)인 경우에 더 많음을 확인하였다. 이는 지식기반이 부족할 수 있는 비대형회계법인은 평가과정에 많은 추정 및 판단이 필요한 DCF를 적용하는 것 보다는 추정이 작은 이익환원법을 선호함을 보여주는 결과로 해석된다.

특수목적취득법인(SPAC)의 합병 시에는 DCF방식을 많이 쓰고 있음을 확인하였다. 이는 평가방법을 선택함에 있어서 SPAC과 같은 규정의 적용여부가 영향을 줄 수 있다는 것을 확인할 수 있는 결과이다.

또한 검토된 내용으로는 DCF를 적용함에 따른 추정 시에도 수정할인율을 적용하지 않는 것과 영구가치 산정 시 영구성장율을 낮게 산정하는 것과 같이 실질적인 가치의 산정이 아닌 보수적인 방법의 채택으로 인해 진정한 주식가치 산정보다는 목적에 맞추는 소극적인 평가가 될 수 있음을 볼 수 있었다.

DCF를 적용한 평가보고서의 평가금액을 이익환원율법을 적용하여 재산정한 평가금액과 비교해 보았을 때, 많은 경우 DCF에 의한 평가액이 이익환원율법에 의한 평가금액보다 높았다. 이는 평가기관이, 선택적인 평가모형을 적용함에 있어서 두 가지 방법을 비교 평가하여 높은 평가액으로 평가할 자의성이 있음을 나타낸다고 볼 수 있다.

이상의 실태분석의 결과는 유연한 규정이 평가기간과의 보수성 및 합병기업의 목적에 맞는 평가금액의 조정이 개입될 수 있음으로 인하여 진실된 비상장주식의 가치평가를 방해할 수 있음을 보여준다. 이는 비상장주식 가치평가에 있어서 평가자의 선택에 따른 임의적인 방법의 적용보다는 각 상황에 맞게 적용될 적절한 규정의 제정이 필요할 수 있음을 보여준다.

참고문헌

- 강효석 · 조장연. 2000. 상대가치에 의한 신규공모주의 가치평가 : 성장기회가치 모형을 중심으로. 한국증권학회지 Vol.26 No.1.
- 김광윤 · 정우승. 2007. 상속세 및 증여세법상 비상장 중소기업의 주식 평가방법의 적정성 - 개정된 평가심의위원회 평가방법을 고려하여. 세무학연구 Vol.24 No.4.
- 김권중. 1999. 기업공개시 공모가격 결정과 회계변수평가모형. 회계학연구 Vol.22 No.2.
- 김권중 · 박태승 · 이은상. 1998. 상속세법의 비상장주식 평가와 회계변수평가모형의 유용성. 회계학연구 Vol.23 No.3.
- 김권중 · 김문철 · 이대선. 2002. 기업가치평가와 회계연구 - 요약 : 기업가치평가와 회계연구. 한국회계학회 학술연구발표회 논문집 2002 : 105 - 119.
- 김지홍 · 유승혜. 2001. 신규공모주식의 가치평가에 있어 상대가치의 중요도 및 상대가치평가모형에 관한 연구. 회계학연구 Vol.26 No.2.
- 김진선. 1998. 기업간 주가수익비율의 차이와 그 요인분석. 회계학연구 Vol.23 No.3.
- 박명호 · 김태훈 · 기은선. 2008. 주요국의 비상장주식 평가제도. 세법연구 08 - 10 조세연구원.
- 박재환 · 정규언 · 김기영. 2011. 상증법상 비상장주식 평가제도의 문제점과 개선방안. 세무학연구 Vol.28 No.1.
- 송인만 · 박철우. 1995. 신규공모주의 주가수준과 상대적 가치. 한국증권학회지 Vol.18 No.1.
- 오웅락 · 전규안 · 이용규. 2004. 상속세법상 비상장주식 평가방법의 개선방안에 관한 연구. 회계학연구 Vol.29 No.4.
- 오웅락 · 김이배. 2009. 실무의견서 검토를 통한 비상장주식의 공정가치 평가에 관한 연구. 회계저널 Vol.18 No.1.
- 이준규 · 황인태 · 심충진. 2000a. 세법상 비상장주식에 대한 보충적 평가방법의 적정성. 회계학연구 Vol.25 No.1.
- 이준규 · 황인태 · 심충진. 2000b. 비상장주식의 평가에 있어서 회계변수평가모형의 도입가능성. 세무학연구 No.16.
- 장범식 · 이재경. 1999. 유사기업정보의 이용과 공모가액 결정에 관한 연구. 재무관리논총 Vol.4 No.1.
- Bhojraj · Lee. 2002. Who Is My Peer? A Valuation-Based Approach to the Selection of Comparable Firms. *Journal of Accounting Research* Vol.40 No.2.
- Boatsman · Baskin. 1981. Asset Valuation with Incomplete Markets. *The Accounting Review* Vol.56 No.1.
- Kaplan · Ruback. 1995. The Valuation of Cash Flow Forecasts : An Empirical Analysis. *The Journal of Finance* Vol.50 No.4.
- Kim · Ritter. 1999. Valuing IPOs. *Journal of Financial Economics* Vol.53 No.3.

- Leibowitz · Kogelman. 1990. Inside the P/E ratio : The Franchise Factor. *Financial Analysts Journal* Nov-Dec 1991.
- Liu · Nissim · Thomas. 2002. Equity Valuation Using Multiples. *Journal of Accounting Research* Vol.40 No.1.

Analysis of Private Company Stock Valuation under Enforcement Regulations for Issuance and Disclosure of Securities*

Jang, Hong Seok** · Kim, Jong Il***

〈Abstract〉

Dividend discount method, Discounted cash flow method, Residual income method, Economic value added method, relative valuation method etc are receiving theoretical support on the stock valuation.

In practice, stock valuation is based on fair market value or market price. In the case of stocks of publicly traded companies, there is little controversy related to valuation because exchange price, market price, can be observed in the market, in the case of unlisted stocks, it is difficult for the evaluator to estimate the input variables for valuation at the time of valuation, and there is a controversy about the appropriateness of the valuation. Therefore, the valuation of non — listed corporate stocks in practice is regulated by some selection and mixing of theoretical methods because of difficulty of practical application of each theory and difference of evaluation purpose. However, it is a reality that the regulation according to purpose is being criticized that it can not evaluate the actual value of individual companies by mass production of standardized and formalized application.

Enforcement Regulations for Issuance and Disclosure of Securities were changed because they were on the criticism that the uniform evaluation rules do not adequately reflect the actual value of individual companies on Dec. 2012. The change is that the flexibility of the method of earning capitalizing valuation is to be reasonably estimated by applying a model that is generally regarded as fair and valid for calculating earning capitalizing values such as cash flow discount model and dividend discount model Respectively. As a result, in practice, it became possible to select a flexible valuation method rather than a uniform rule in the valuation of unlisted corporations.

In this study, we analyzed the unlisted corporation merger evaluation report of the listed

* This work was supported by The Catholic University of Korea, Research Fund, 2015.

** Certified Public Accountant, Doctoral Course, Department of Business Administration, The Catholic University of Korea, jangpooh@hanafos.com, First Author

*** Vice Professor, Department of Business Administration, The Catholic University of Korea, jayk@catholic.ac.kr, Corresponding Author

corporation after the amendment of the regulations and examined whether it is practically flexible operation through amendment of the regulations.

As a result of the empirical analysis, it was confirmed that many evaluation reports do not apply the flexible regulation for the real value evaluation of individual companies, it is considered that this is mainly due to the reason that the adjustment of the valuation amount according to the purpose of the merger company can be intervened. This suggests that flexible regulation may interfere with fair evaluation, so it may be necessary to establish regulations depending on the situation.

〈Key words〉 unlisted stocks, stock valuation, instinctive value, earning capitalized value, Enforcement Regulations for Issuance and Disclosure of Securities