

기업 특유 위험프리미엄의 할인율 적용에 관한 실태연구*

: 규모위험을 중심으로

김종일** · 정남철*** · 정준희****

〈요 약〉

현금흐름할인법을 활용한 가치평가 실무에서는 시장위험 등 공통위험 외에도, 평가대상 회사나 기술에 내재한 다양한 고유 위험프리미엄을 반영한다. 본 연구는 가치평가 실무에서 기업 특유 위험프리미엄(Firm Specific Risk Premium, FSRP)을 할인율에 반영하는 과정을 조사하며, 특히 실무에서 FSRP를 대표하는 규모 위험프리미엄(Size Risk Premium, SRP)에 집중한다. 이를 통하여 본 연구는 가치평가 시 사용되는 할인율 적용에 대한 실무 현황과 문제점을 파악하고, 합리적인 개선책을 제시하고자 한다. 이와 같은 연구목적에 위하여 국내 가치평가 전문가그룹에 대한 심층인터뷰를 실시한다.

인터뷰 항목은 크게 ① 가치평가 시 사용하는 할인율 및 이에 대한 개괄적인 적용절차, ② SRP의 적용 여부 및 절차, ③ 가치평가 목적에 따른 SRP의 차별적 적용 여부, ④ 국내 자료를 이용한 SRP 산정 시 고려요소, ⑤ SRP 외 다른 기업 특유 위험프리미엄(FSRP)의 할인율 적용절차 등 5가지이다.

전문가 심층인터뷰 결과, 모든 인터뷰 대상기관의 가치평가 전문가들은 Bloomberg가 제공하는 시장 위험프리미엄(Market Risk Premium, MRP)을 가치평가 시 할인율의 시장위험 요소로 활용하고 있었다. 총 7곳(BIG4 회계법인 4곳 및 Non BIG4 회계법인 3곳)의 인터뷰 대상기관 중 4곳은 통상적으로 SRP를 적용하고 있었고, 2곳은 적용하지 않았으며 1곳은 상황에 따라 이를 적용하였다. 모든 인터뷰 대상기관 전문가들이 추후 감독기관 등의 자료제출 요구나 근거 제시 등을 중요시 하였으며, 상대적으로 재무보고 목적의 가치평가를 많이 수행하는 Non BIG4 회계법인은 SRP 적용의 일관성(비교가능성)을 주로 고려하였다. 국내 자료를 이용한 SRP를 산정할 필요성은 대부분 공감하였으나, 소속 상장시장의 고려, 상장폐지 회사의 포함 여부 등 세부적인 사항에 대해서는 다

* 본 연구는 2021년도 가톨릭대학교 교비연구비의 지원으로 이루어졌음.

또한 이 연구는 한국공인회계사회 지원으로 수행된 “한국의 Size Risk Premium에 관한 연구”보고서 중 일부를 수정·보완하여 작성한 연구임.

** 가톨릭대학교 회계학과 교수, jayk@catholic.ac.kr, 주저자

*** 홍익대학교 경영대학 조교수, jnc1208@hongik.ac.kr, 교신저자

**** 대구대학교 회계학과 부교수, janny81@daegu.ac.kr, 공동저자

논문접수일 2022년 6월 29일 1차수정일 2022년 8월 8일 게재확정일 2022년 8월 17일

양한 의견이 제시되었다. 한편, SRP 외 FSRP는 유동성, 지배력, 초기사업 위험 적용 등 다양한 의견과 실무적 사례가 제시되었다.

본 연구는 SRP를 포함한 FSRP의 할인율 적용 상 실무적 다양성이 높게 나타남을 제시하여, 평가기관에 따른 가치평가 결과의 차이가 중요할 수 있음을 시사한다. 이에 따라 FSRP 중 SRP 등 계량화가 가능한 측정치에 대해서, 공적 기관에 의한 조사자료 배포 등을 통하여 실무적인 다양성을 줄이는 노력이 계속될 필요가 있다.

〈주제어〉 규모위험, 가치평가, 할인율, 기업 특유 위험프리미엄, 규모효과

I. 서 론

기업 및 기술 가치평가 실무에서 현금흐름할인법(Discounted Cash Flow Method, 이하 “DCF법”)이 널리 사용된다. DCF법은 미래의 예상현금흐름을 이에 대응되는 위험을 반영한 이자율로 할인하여, 기업 또는 기술의 가치를 측정하는 방법이다. DCF법에 의한 가치평가 측정치는 예상 현금흐름의 추정과 함께 할인율(자기자본비용과 타인자본비용의 가중평균 측정치)의 추정에 크게 영향을 받으며, 특히 측정 불확실성이 높은 자기자본비용의 영향이 크다. 재무론 등 선행연구는 전통적으로 기업의 위험을 반영한 이자율을 산정하기 위하여 자본자산가격결정모형(Capital Asset Pricing Model, 이하 “CAPM”) 등에 따라, 무위험이자율이나 시장 위험프리미엄(Market Risk Premium, 이하 “MRP”)을 자기자본비용의 주요한 결정요인으로 간주한다. 그러나 무위험 이자율이나 MRP 이외에도, 기업의 위험을 반영하고 수익률(또는 자기자본비용)을 결정하는 요인인 위험프리미엄은 그 종류가 매우 다양하며, 각 평가대상 회사마다 상이하다. 이를 통상 기업 특유 위험프리미엄(Firm Specific Risk Premium, 이하 “FSRP”)로 칭하며, FSRP는 평가대상 기업이 속한 규모 또는 산업의 차이, 사업의 위험 특성, 거래처의 특성, 제품수명주기 등 매우 다양하다. 특히 여러 FSRP 중 시가총액으로 측정된 기업의 규모(Size)는 Fama and French(1992)의 연구 이래로 기업 수익률이나 자본비용의 주된 결정요인 중 하나로 분석되고 있다.

FSRP 중 국내외 실무적으로 기업의 규모에 따른 위험프리미엄(Size Risk Premium, 이하 “SRP”)은 할인율 결정 등 기업 및 기술가치평가 과정에서 고려되고 있다. 또한 산업의 특성 등 기타의 FSRP 항목 역시 할인율이나 가치평가 시 전문가에 의하여 분석에 활용된다. 그러나 SRP를 포함한 FSRP 전반에 대한 실무 상 적용은 그것이 가치평가 담당자의 전문가적 판단사항이라는 이유로 학계 및 실무적으로 충분히 알려지지 않았다. 또한 각 평가기관에 따라 FSRP의 적용 행태의 차이가 크게 나타나, 동일한 평가대상 기업이나 기술이라도 FSRP의 적용 여부에 따른 중요한 차이가 발생할 수 있다. 게다가 통상 가치평가를 위한 할인율 적용 시 SRP를 고려하는 경우에도 외국 전문기관에서 산출된 SRP 측정치를 국내 기업에서 단순히 참조 후 사용하

여 국내 기업의 현황에 맞지 않는 등 실무적인 문제점이 존재한다. 이에 따라 국내 현장에서 실제 발생하고 있는 가치평가 전문기관의 FSRP(SRP 포함)에 대한 할인율 적용 실태를 파악하고, 관련 문제점을 파악하여 개선점을 제시할 필요가 있다.

본 연구는 국내 가치평가 전문기관이 SRP를 포함한 FSRP를 할인율에 적용하는 실무 현황을 조사하고, 관련된 문제점을 파악하여 개선방안을 제시하는 것으로 목적으로 한다. 추가로 FSRP 중 계량화가 가능한 SRP에 대하여 국내 기업을 대상으로 한 측정치를 산정할 경우, 고려해야 할 사항을 각 전문가의 의견을 청취하여 제시하는 것을 추가적 연구목적으로 설정한다. 이와 같은 연구목적을 위하여 국내 대형 회계법인 및 중소형 회계법인 등 가치평가 전문가그룹에 대한 심층인터뷰(Focus Group Interview, 이하 “FGI”)를 실시한다.

인터뷰 항목은 크게 ① 가치평가 시 사용하는 할인율 및 이에 대한 개괄적인 적용절차, ② SRP의 적용 여부 및 절차, ③ 가치평가 목적에 따른 SRP의 차별적 적용 여부, ④ 우리나라 자료를 이용한 SRP 산정 시 고려해야 할 요소, ⑤ SRP 외 기업 특유 위험프리미엄(FSRP)의 할인율 적용절차 등 5가지이다.

전문가 심층인터뷰 결과, 모든 인터뷰 대상기관의 가치평가 전문가들은 가치평가 시 할인율 중 시장위험 요소로는 해외의 Bloomberg가 제공하는 MRP 측정치를 활용하고 있었다. 또한 총 7곳(BIG4 회계법인 4곳 및 Non BIG4 회계법인 3곳)의 인터뷰 대상기관 중 4곳은 통상적으로 SRP를 적용하고 있었고, 2곳은 적용하지 않았으며 1곳은 상황에 따라 이를 적용하였다. BIG4 회계법인은 상대적으로 할인율에 대한 기업규모 산정 시 법인 내 일관된 정책을 유지하는 관행을 보였고, Non BIG4 회계법인은 각 가치평가 팀의 전문가들의 개별적 판단을 중시하는 경향을 보였다. 모든 인터뷰 대상기관 전문가들이 추후 감독기관 등의 자료제출 요구나 근거 제시 등을 중시하였으며, 상대적으로 재무보고 목적의 가치평가를 많이 수행하는 Non BIG4 회계법인은 SRP 적용의 일관성(비교가능성)을 주로 고려하였다. 국내 자료를 이용한 SRP를 산정할 필요성은 대부분 공감하였으나, 소속 상장시장의 고려, 상장폐지회사의 포함 여부 등 세부적인 사항에 대해서는 다양한 의견이 제시되었다. 한편, SRP 외 FSRP는 유동성, 지배력, 초기사업 위험 적용 등 다양한 의견이 제시되었다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 첫째, 본 연구는 기업의 규모와 관련한 위험을 포함한 특유의 고유 위험프리미엄을 가치평가 전문기관이 어떻게 할인율에 반영하는지 실무현황을 인터뷰를 통하여 파악하고 보고하였다. 둘째, FGI를 통하여 국내 기업의 자료를 활용한 SRP 측정에 있어서 고려해야 할 다양한 사항에 대한 전문가의 견해를 종합하여 SRP 측정에 실질적인 도움을 제공하였다. 셋째, 본 연구는 기존에 기업가치평가 실무 및 재무론 등에서 다양하게 산재되어 있는 FSRP에 대한 국내외 주요 선행연구를 규모연구 관점에서 요약 보고하여 가치평가 관련 학계 및 실무에 공헌하였다.

본 연구를 통하여 다음의 정책적 시사점이 예상된다. 먼저 본 연구는 SRP를 포함한 기업 특

유 위험프리미엄의 할인율 적용 상 실무적 다양성이 높음을 제시하여, 평가기관에 따른 가치평가 결과의 차이가 중요할 수 있음을 시사한다. 이에 따라 SRP 등 계량화가 가능한 범위 내에서 공적 기관에 의한 조사자료 배포 등을 통하여 실무적인 다양성을 줄일 노력이 필요함을 제시한다. 이를 위하여 한국공인회계사회 등 가치평가 기관을 대표하는 기관이 할인율 산정에 도움을 제공하는 SRP 등 측정치를 제시하는 것이 실무적으로 유용할 것이다. 또한, 감독기관 관점에서 재무보고 목적으로 활용되는 할인율에 대한 FSRP(SRP 포함) 적용에 대한 보다 명확한 가이드를 제공할 필요가 있다.

이하 본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 규모에 대한 위험프리미엄(SRP)을 포함하여 기업 특유 위험프리미엄(FSRP)에 관한 선행연구를 요약한다. 제Ⅲ장에서는 가치평가 전문가를 대상으로 한 심층인터뷰의 개요, 항목을 제시하고, 제Ⅳ장에서는 심층인터뷰 결과를 요약한다. 제Ⅴ장에서는 전문가 심층인터뷰 결과 나타난 문제점 및 이에 따른 개선방안을 제시하며, 제Ⅵ장에서는 본 연구를 요약하고 시사점 등을 제시한다.

Ⅱ. 선행연구 검토

1. 규모 위험프리미엄에 대한 선행연구

가. SRP의 개념 및 측정

SRP에 대하여 학술적으로 통용된 정의는 존재하지 않으나, 일반적으로 SRP는 소규모회사에 내재한 특유의 위험 요소(risk factor)에 기인하여 이들의 실현수익률이 대규모회사의 실현수익률보다 높게 나타난다는 이른바 “규모효과(size effect)”에 기인한다. 규모효과는 소규모회사가 대규모회사보다 영업의 형태, 수익성, 재무적 안정성 등이 상대적으로 취약하여 투자자가 이들에 대하여 대규모회사보다 더욱 높은 위험프리미엄을 부과한 결과 높은 평균 수익률을 실현한 결과로 나타난다는 현상이다. 특히 미국에서 소규모회사의 평균 실현수익률이 대규모회사의 그것보다 높다는 것을 실증결과로 제시한 Banz(1981)의 초기 연구 이래로 국내외의 많은 연구에서 규모효과가 나타남을 보고하고 있다.¹⁾ 규모효과와 관련된 선행연구에서는 통상적으로 규모를 시가총액(market capitalization)에 따라 3,5,10분위수 등으로 구분하여 해당 규모에 따른 실현

1) 최근 규모효과에 대하여 그것이 존재하지 않거나(Amihud 2002 ; Schwert 2003 ; 송영출 1999 ; 엄철준 외 2014), 반대로 역의 규모효과(Chaibi et al. 2015 ; Ang 2018)가 나타난다는 선행연구 결과도 존재하여 규모효과가 반드시 존재한다고 단정하기는 어렵다. 다만, 다양한 국가에서 시기에 따라 소규모회사의 실현수익률이 높게 나타남을 보고하는 연구결과가 일관되게 보고되어(Van Dijk 2011), 해당 현상이 일부 국가에서만 한정적으로 나타난다고 보기는 어렵다.

수익률의 차이를 규모효과로 칭하며 이를 SRP의 개념으로서 측정한다.

한편, SRP는 적산법(build-up method)에 따라서 직접 측정할 수 있다. Ibbotson and Sinquefeld (1976), Ibbotson(2005)은 다음 그림과 같이 자기자본비용이 여러 가지 요소들의 합산 형태(무위험 이자율, 시장 위험프리미엄, 규모 위험프리미엄, 기타 고유 위험프리미엄)로 구성되었다는 적산법(또는 요소가산 모형)을 제시하였다. 이러한 적산법은 기존의 CAPM 모형을 기반으로 하여, 베타 외의 추가적인 위험을 가산한 모형으로서 이 경우 통상 기업의 베타는 1로 간주한다. 적산법에 의하면 SRP는 연구자가 설정한 분위수 포트폴리오에 따른 “실현수익률-기대수익률”로서 측정되며, Ibbotson(2012) 등은 “포트폴리오별 실현 수익률-CAPM에 의한 수익률”을 베타 조정 프리미엄으로 규정하였다.

〈그림 1〉 적산법에 의한 자기자본비용 측정치 측정과 SRP

$E(R_i) = R_f + RP_m + RP_s + RP_u$
$SRP = E(R) - E(R_c)$

$E(R_i)$ = 주식의 기대수익률(자기자본비용)

R_f = 무위험이자율

RP_m = 시장위험 프리미엄, 자기자본위험 프리미엄(MRP)

RP_s = 규모위험 프리미엄(SRP)

RP_u = 기타 기업 고유위험 프리미엄(FSRP)

SRP = 규모위험 프리미엄

$E(R)$ = 포트폴리오의 실제 실현 수익률

$E(R_c)$ = CAPM에 의하여 추정된 포트폴리오 수익률

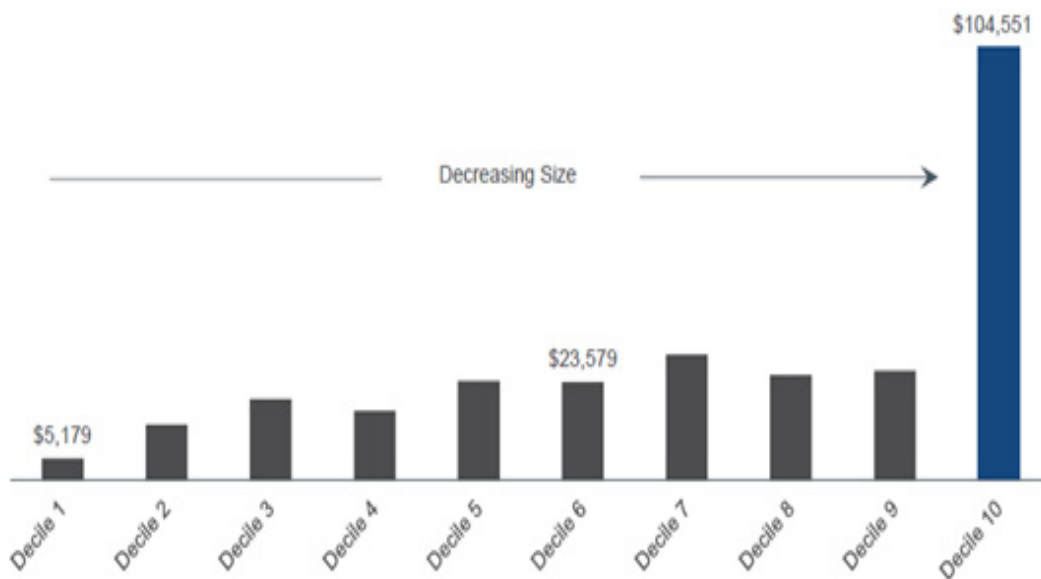
국내 실무에서 주로 SRP의 적용으로서 사용되는 Duff and Phelps LLC의 방식 역시 적산법에 기초한다. Duff and Phelps LLC (이하, “D&P”)는 1996년부터 Duff and Phelps Risk Premium Report를 발표하여 왔으며, SRP 등 가치평가와 자본비용 측정치 관련 데이터 및 추정치를 제공하고 있다. 그 중 D&P의 CRSP Deciles Size Study는 시가총액 3분위 및 10분위별로 다음과 같이 규모에 따른 SRP를 제공하고 있다.

〈그림 2〉 D&P사에 의한 SRP 측정치 예시(2020년)

Decile	Market Capitalization of Smallest Company (in USD millions)	Market Capitalization of Largest Company (in USD millions)	Size Premium (Return in Excess of CAPM)
Mid Cap	2,445.693	13,177.828	0.78%
Low Cap	451.955	2,444.745	1.43%
Micro Cap	2.194	451.80	3.21%
Breakdown of CRSP Deciles 1 - 10			
1	29,025.803	1,966,078.882	-0.22%
2	13,178.743	28,808.073	0.49%
3	6,743.361	13,177.828	0.71%
4	3,861.858	6,710.676	0.75%
5	2,445.693	3,836.536	1.09%
6	1,591.865	2,444.745	1.37%
7	911.586	1,591.765	1.54%
8	451.955	911.103	1.46%
9	190.019	451.80	2.29%
10	2.194	189.831	5.01%

다음 그림에서 제시하고 있는 바와 같이, D&P사에 따르면 규모(시가총액)가 감소함에 따라 수익률은 증가하는 경향이 실재함을 제시한다.

〈그림 3〉 CRSP 규모 포트폴리오별 Terminal Value(1926-2019)



자료 : Duff and Phelps 홈페이지 (<http://dpcostofcapital.com>)

예를 들어, 1925년 말에 CRSP 십분위수 중 1분위수(표본 중 최대 규모기업으로만 구성)에 1달러를 투자했다면 2019년 말에는 \$5,179로 증가하였으나, CRSP 십분위수 6(중견기업으로 구성)에 대한 투자는 \$23,579로 훨씬 더 큰 폭으로 증가하였다. 그러나 CRSP 십분위수 10(가장 작은 회사로 구성)에 1달러를 투자하면 같은 기간 동안 104,551달러로 증가하여 더욱 큰 수익률을 실현한 것으로 나타나며 이는 규모효과를 의미한다.

나. SRP의 발생원인에 대한 추정

SRP는 다양한 원인에 의하여 발생하는 것으로 추정되며 통상적으로 다음과 같이 사업위험과 재무적 곤경, 유동성, 투자자 행동, 영업주기, 기업공개에 따른 영향 등을 들 수 있다.

먼저 소규모회사는 대규모회사에 비하여 제품의 구성이나 기술이 단순하고, 근무환경이 비효율적이며 협상력이 미약한 경향이 있다. 이러한 영업 및 사업위험은 열악한 매출 및 영업이익과 관련되고, 조달자본비용 상승에 따른 재무적 곤경을 야기하여 낮은 P/B(price to book value) 비율과 관련될 수 있다. Dichev(1998), Campbell et al.(2008)은 파산 가능성을 사전적 위험의 지표와 관련되어 높은 주식수익률과 관련됨을 보고하여 사업위험과 이에 따른 재무적 곤경 가능성이 SRP의 추정원인일 가능성을 제시하였다.

유동성(liquidity)과 관련된 위험 역시 SRP의 발생 원인이라는 주장도 제기된다. 소규모회사는 거래비용이 높고 거래빈도가 낮아 유동성 위험이 높으므로, 동 위험이 SRP를 설명할 수 있다는 주장이다. Stoll and Whaley(1983)은 1960년부터 1979년의 NYSE 대상 회사를 대상으로 거래비용을 고려할 경우 소규모회사에 대한 비정상 위험조정 수익률을 실현하는 것은 불가능하다고 하였다. Datar et al.(1998)은 거래 회전율이 규모와 book-to-market를 통제한 이후에도 주식수익률의 횡단면적 수익률 차이를 설명한다고 주장하였다. Amihud(2002) 역시 소형주가 상대적으로 시장 유동성의 시계열 변화에 민감하게 작용함을 실증하였다. Acharya and Pedersen(2005)도 규모효과가 유동성과 관련된 위험에 대한 보상으로 설명할 수 있다고 보고하였다.

다른 주장으로는 투자자의 투자 행동이 높은 소형주 실현수익률과 관련될 수 있다는 학설이 존재한다. 통상 가치주(value firms)는 과거에 낮은 성과를 실현하는 경향이 있는데, 투자자들이 소규모회사의 낮은 성과를 과도하게 추론하고 가치주로 과도하게 반응하여, 과도한 주가상승을 야기하는 상황으로 볼 수 있다. 이와 같은 과도반응 현상(Lakonishok et al. 1994)이 소규모회사에 적용되어 규모효과가 발생할 수 있다.

기업공개 역시 규모효과 발생의 원인일 수 있다. 일반적으로 비상장회사의 상장은 각국의 법적, 경제적 환경에서 매우 엄격하고 비용이 많이 드는 장기간의 과정으로 볼 수 있는데, 상장을 추진하는 비상장회사가 신규로 상장을 하지 않고, 이미 상장된 소형회사를 취득하는 과정에서 소형주가 target이 되어 이들이 높은 수익률을 나타낸다는 주장이다. 이를 뒷받침하여 Li and Zhang(2019)의 연구는 중국의 역취득(reverse mergers)의 약 83%가 시가총액이 가장 작은 집단의 30%에 집중됨을 보였다.

다. SRP의 실무적인 적용

전승표와 박현우(2011)은 기술가치평가를 위한 방법론을 연구하며 SRP와 관련된 현황조사를 실시하였다. 이들에 따르면 기술거래소, 기술보증기금, 정보통신연구진흥원 등은 기술위험 등 평가 시에 규모위험을 고려하고 있으며, SRP의 반영을 권장하고 있다고 한다. 또한 기업규모를 분류하는 기준으로는 통상 매출액 규모를 적용(한국산업은행)하고 있으며, 매출액 규모에 따라 각 기관이 0~5% 포인트의 SRP를 차등적으로 적용한다고 하였다.

한편 김상국 외(2016)는 ICT 산업과 관련한 SRP가 대기업 1.18%, 중기업 1.78%, 소기업 2.41%, 창업기업은 3.10%로 추정된다고 하였고, ICT 산업이 타 산업에 비해 제품의 수명주기가 상대적으로 짧고 기술사업화가 타 산업 대비 보다 용이하여 타 산업대비 규모위험이 다소 낮다고 하였다.

이중옥과 김성수(2021, pp.259-261)도 SRP의 반영 필요성에 대한 이견이 존재하기는 하나, 평가자가 유사회사인 상장회사보다 위험이 크다고 판단한다면 SRP를 위험 조정요소로 가산하는 것을 고려할 수 있으며, D&P사의 제공자료가 많이 활용됨을 제시하였다.

라. D&P에 의한 SRP의 측정과정

D&P에 의한 SRP 측정과정(CRSP Deciles Size Study)은 다음과 같다. 먼저 기업의 분위수를 3분위 또는 10분위로 구분하는데 이때 먼저 NYSE의 모든 상장기업을 시가총액(market capitalization)에 따라 3(10)분위로 구분한다. 가장 큰 회사는 1분위수에, 가장 작은 회사는 10분위수로 지정된다. 이후 NYSE MKT, NASDAQ 소속 증권은 NYSE 기준 구분점(breakpoint)에 의거하여 적정한 분위수로 할당하여 3개(10개)의 분위수에 따른 포트폴리오를 구성한다.

이후 개별주식 및 포트폴리오의 주식수익률(security return)은 월간 보유기간 수익률을 이용하여 계산하며, 주식분할 및 배당금이 존재할 경우 주가에 분할과 배당 등에 따른 영향을 조정한 수정주가가 계산되며, 이러한 가격조정을 반영하여 수익률을 계산한다. 한 달 동안의 포트폴리오 수익률은 각 개별주식 수익률의 가중 평균 수치로 계산되며, 연간 포트폴리오 수익률은 월별 포트폴리오 수익률을 복리(compounding)로 계산한다.

마지막으로 설정된 연구대상 연도에 따라 각 분위수별로 CAPM 대비 초과수익률을 구하여 SRP를 산출한다. 즉, 분위별 SRP = “분위별 실현 수익률 - 분위별 평균 베타 × MRP”로 산출된다.

마. 소결

결론적으로 미국, 유럽 등 선진 자본시장에서 소규모회사의 자본비용이 높게 나타나는 규모 효과는, 이론적으로 실재한다는 실증증거가 지속적으로 보고되고 있다(Banz 1981 ; Van Dijk

2011). 또한 실무적으로도 DCF법에 의한 가치평가 시, 가치평가 전문가들에 의하여 SRP는 할인율에 고려되어 사용 중에 있음을 알 수 있다(전승표와 박현우 2011 ; 이중욱과 김성수 2021).

2. 규모 위험프리미엄(SRP) 외 기업 특유 위험프리미엄(FSRP)에 관한 연구

SRP 외의 기업 특유 위험프리미엄은 시장위험과는 직접적인 관련성이 없는 비체계적 위험(unsystematic risk)로서, 측정이 용이하지 않는 관계로 일반적으로 가치평가 과정에서 관련 위험을 할인율에 가산하는 방식보다는 추정된 주식가치에서 일정부분을 할인(discount)하는 형태로 이뤄지고 있다. 해당 위험은 주로 비상장회사의 가치평가 시에 고려되며, FSRP 외에도 기업 위험프리미엄(company risk premium)으로 불리기도 한다. Ibbotson(2005)은 기업의 비체계적 위험을 측정할 수 있는 주요한 항목으로 ① 경영자의 관리역량(depth of management), ② 산업의 안정성(stability of industry), ③ 생산라인의 다각화(diversification of product line), ④ 안정적인 수익구조(stability of return), ⑤ 재무구조(financial structure)를 제시하고 있다.

일부 연구에서는 company(firm) specific risk factor(premium)를 분석하고 그 요인을 제시하였는데, Cooper et al.(2021)에 의하면 해당 요인은 다음과 같이 구분하였다.

〈표 1〉 기업 특유 위험프리미엄(FSRP) 관련 요인 요약

구분	NACVA(2015)	Hitchner(2017)	Trugman(2017)
기업과 관련한 거시적, 경제적 위험 요인	-국가 경제적 효과 -지역 경제적 효과	-지역별 분포 현황 -기업의 규모	-경제적 위험 -영업위험 -운영위험
경영진 요인	-기업의 운영이슈 -경영진 역량 및 능력 -핵심인물 위험(Key Man Risk)	-경영진의 관리역량	—
수익성 요인	-수익성 -이익의 안정성	-이익 또는 현금흐름의 변동성 -공급자 경쟁 -가격 레버리지 -노동시장 이용 가능성 -자본에 대한 접근도	-재무위험 -자산위험
사업의 다양성 요인	-사업의 다각화	-고객집중도 -제품 및 서비스 다각화 -제품 및 서비스 수명주기	-제품위험
경쟁과 기술 및 법률위험 요인	-기업경쟁 -잠재적 고객수요 -기술수명주기	-시장위험 -기술위험 -규제위험 -법적위험	-프랜차이즈 -규제산업

자료 : Cooper et al.(2021), p.56 수정, 재인용

성용현(2002, 2008)은 기업에 특유한 위험유형을 크게 재정위험(monetary risk)과 조직위험(organization risk)로 구분하였다. 그리고 재정위험에 영향을 미칠 수 있는 요소로는 ① 현재 및 미래 프로젝트 수행에 필요한 자본의 조달도, ② 기업의 재무구조 상 적절성, ③ 제조원가 비중의 변동예상 정도, ④ 예상수익률의 달성 정도를 고려할 수 있으며, 조직위험에 영향을 미칠 수 있는 요소로는 ① 경영자의 전문성과 리더쉽, ② 조직의 규모와 활성화 정도, ③ 신제품 마케팅 능력, ④ 기술개발 연구팀의 전문성을 고려할 수 있다고 하였다.

이와 같은 FSRP를 기업 특유위험 등을 많은 기업에서 자본비용 산정 시 위험프리미엄으로 반영하고 있으나 가산한 위험프리미엄이 적절한지 여부에 대해서는 그것이 정확하진지 여부를 확인하기 어렵다(Koller et al. 2015, 45p). 다만 FSRP가 자본화 환원율의 약 50% 이상을 차지한다는 Cooper et al.(2021)의 연구와 같이, 비록 측정하기는 어려우나 기업 특유 위험프리미엄이 할인율에 미치는 영향은 매우 중요하다.

FSRP의 세부 사례는 다음과 같이 비유동성위험, 국가위험, 산업, 지배권 및 기타사업위험 프리미엄 등으로 요약할 수 있다.

가. 비유동성위험

비유동성 위험프리미엄은 통상적으로 SRP와 함께 고려되는 프리미엄으로서, 시장성 또는 유동성이 부족한 기업이 보유한 위험을 조정하기 위한 위험보상 방식이다. 해당 위험은 일반적으로 소규모회사의 특성과 유사하여 SRP를 적용하는 경우에 함께 반영하지 않으며, 통상적으로 자본비용에 추가로 가산할 경우 약 2~4% 포인트를 가산한다. 예를 들어, Ibbotson(2012)은 약 3~4%(자본비용 할인율 기준)를 제시하였으며, Damodaran(2005)에 의하면 비상장회사의 경우 비유동성 프리미엄은 추정 주가의 약 20~30%(주식가격 할인율 기준)이라고 하였다.

한편, Damodaran(2005)에 의하면 유동성위험은 주로 비상장회사의 가치평가 시 주로 발생 가능한 이슈로서, 소규모회사나, 신용위험이 높은 시기, 현금소요가 많은 회사에서 더욱 높다. 유동성위험을 반영한 비유동성 위험프리미엄의 측정은 양도가 제한된 주식(restricted stock)의 주식가격에서 양도제한이 없는 주식의 가격을 차감하여 해당 비율을 할인 방식, IPO 직전 가격과 IPO 발행가격과의 차이를 할인하는 등의 방식으로 산출한다.

한편 국내에서는 세법(상속세및증여세법)에 명시적인 비유동성 할인 규정이 존재하지는 않으나 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 시행세칙 제7조 ①에 따르면 유사회사별 비교가치를 평균한 가액의 30% 이상을 할인한 가액을 적용하도록 되어 있다.

나. 국가위험

평가대상 회사가 외국에서 외화현금흐름을 창출하는 경우에 추가적으로 고려할 수 있는 위험프리미엄(country risk premium)이다. 통상적으로 CAPM에 적용되는 무위험이자율, 베타, 시장

위험프리미엄을 외화(현지통화) 기준으로 적용하면 되는데, 만약 외화 현지통화를 본국의 통화로 환산하여 평가할 경우에 할인율에 외화 프리미엄을 적용한다. 이는 환율에 이미 반영되어 있는 통화위험과 함께 평가대상 국가가 소재한 국가의 정치적 위험, 채무불이행 위험과 같은 고유한 위험을 반영하는 방식이다. 국가 위험프리미엄은 주로 Bloomberg나 Damodaran Online에서 반영하고 있다.

다. 지배권위험

지배권 또는 경영권 프리미엄은 인수 후 시너지 효과, 재무비용 절감 등이 회사별, 상황별로 각기 달리 존재할 수 있어 가치평가 시 고려될 수 있다. 다만 해당 프리미엄이 얼마나 추정되는지에 대한 학술적 연구결과나 실무적 관행에 대해서는 논란이 존재한다.

국내 세법(상속세 및 증여세법 제63조)에서는 비상장주식에 대하여 지배권(50% 초과)을 보유한 경우 지분율 및 대기업/중소기업 여부에 따라 10%에서 30%까지 비상장할증이 적용된다. 반면, 미국이나 일본에서는 지배지분 할증 또는 소수지분 할인에 대한 명시적인 규정은 존재하지 않는다.

라. 산업위험

산업별로 고유한 위험의 특유요인이 존재하며, 가치평가 시 산업별 특성을 반영할 수 있다. 예를 들어, 바이오 산업 또는 헬스케어 산업의 경우 신약 또는 신기술의 성공여부에 따른 부가가치 창출 가능성과 장기간의 개발기간과 낮은 성공 가능성을 동시에 고려해야 하며, 이와 같은 방식은 가치평가 시 현금흐름에 해당 확률을 반영하는 방식과 할인율에 산업별 고유 위험프리미엄을 반영하는 방식으로 구분할 수 있다. 특히 적산법을 사용하는 경우 별도의 산업 위험프리미엄을 산출하여 적용하기도 하나, 산업 위험프리미엄은 변동성이 크고 연도별로 급변할 가능성이 높은 이유로 가치평가 실무자들은 산업 위험프리미엄을 별도의 위험프리미엄으로 보기보다는 기업 특유위험을 포착하는 대용치로 반영하기도 한다(Cooper et al. 2021).

마. 기타위험

Miller(2000)는 할인율에 가산할 기업 특유의 고유한 위험을 거시적, 산업별, 기업별, 그리고 포터의 5가지 경쟁력 요소(산업의 경쟁력, 잠재적 진입자, 공급자의 힘, 고객의 힘, 대체제의 위협)으로 구분하였다. 그 외, 파산위험, 초기사업위험 또는 제품수명주기이론, 소수품목 생산에 따른 위험, 스타트업 위험 등 다양한 방식의 위험이 존재하나 학술적으로 공론화되어 정립된 기타 사업위험 프리미엄은 존재하지 않는다. 다만, 실무적으로는 이와 같은 다양한 위험요인을 체크리스트 형태로 합산, 계량화하여 할인율 산정 시 주관적으로 반영하는 방식이 자주 이용된다.

우리나라의 경우에도 산업통상자원부에서 실무의 도움을 위하여 제시한 기술사업화 위험 평

점 또는 위험프리미엄은, 각 기술의 가치 산정 시에 기술성, 시장성, 사업성 등을 모두 평가하여 각 평가수준에 따라 위험수준을 차등적으로 적용하는 것으로 체크리스트 방식과 유사하다고 할 수 있다. 성웅현(2008)은 상기 위험 이외에, 기술가치평가를 위한 기술위험과 세부적인 목표시장 위험이 결부된 지식자산 위험프리미엄(intellectual property risk premium)을 적산모형에 추가하였다. 이는 지식자산 위험프리미엄에서 해당 기술의 위험을 측정하기 위하여, 기술의 우수성, 유용성, 권리강도와 관련된 소항목과 세부 시장위험 측정하기 위해서 시장환경과 연관된 소항목으로 구성하기도 하였다.

다만, 이러한 체크리스트 방식 또는 임의의 할인을 가산 방식으로는 가치평가의 객관성을 담보하기 어려우므로 법정에서 증거자료로 사용시 많은 비판과 논쟁의 대상이 되기도 한다 (Cooper et al. 2021).

바. FSRP 적용 시 고려할 사항

FSRP를 할인율에 적용하는 것은 적산법 등에 따라 기업마다 특유한 위험요인을 각각의 할인율에 적정하게 가산한다는 논리에 기반한다. 그러나 위험요인을 중복하지 않고 정확하게 축출하여 가산하는 것은 용이하지 않다. Barad(2001)는 적산법 하의 위험 요소(risk factor)가 증가할수록 각 위험이 서로 중복되어 적용될 가능성이 높다고 하였다. 따라서 다양한 위험을 빠짐 없이 적용하는 것보다는 할인율을 가장 잘 설명해 줄만한 위험요인을 핵심적 요인으로 선정하는 것이 중요하다. 이에 따라 비체계적인 위험으로서의 FSRP 요인의 포함 여부는 각 기업의 할인율 요인 구성에서 해당 위험이 차지하는 상대적인 중요성과 기업가치평가 등의 목적에 따라 달라질 수 있다(성웅현 2008).

Ⅲ. 전문가 심층인터뷰 개요

1. 전문가 심층인터뷰의 목적

본 전문가 심층인터뷰의 목적은 국내 가치평가 실무에서 기업 규모위험 및 기업 특유위험의 적용 사례와 규모위험 적용 시 발생하는 실무적인 어려움, 애로사항에 대해 가치평가 전문가의 의견을 청취하고 문제점을 파악하여 개선방안을 제시하는 것이다. 또 다른 목적은 국내 기업의 실정에 걸맞는 규모위험을 측정하기 위하여 필요한 다양한 가정(시장포트폴리오, 상장폐지회사에 대한 처리 등)에 대한 전문가의 의견을 청취하고 이를 국내 SRP 자료를 추정 시 반영하는 것이다.

2. 인터뷰 대상

본 연구에서는 국내 가치평가 업체 중 BIG4 회계법인 4곳, 그리고 Non BIG4 회계법인 3곳을 대상으로 전문가 인터뷰를 수행하였다. 본 연구에서 BIG4, Non BIG4 회계법인으로 인터뷰 대상을 구분하고 그 결과를 별도로 보고하는 이유는 다음과 같다. 첫째, 일반적으로 BIG4 회계법인은 가치평가와 관련한 제휴 member firm 등과의 global guidance 존재, 체계적인 매뉴얼 관리, 가치평가 전문가에 대한 교육 훈련, 가치평가 전문조직 설치 등 체계화된 관리를 수행할 가능성이 높고, Non BIG4 회계법인은 각 가치평가 전문가의 개별적 지식과 경험에 의존할 가능성이 크다. 따라서 조직 상의 위치에 따른 가치평가 실무의 차이가 존재하는지를 파악하기 위하여 인터뷰 대상을 구분하였다. 둘째, Non BIG4 회계법인은 BIG4 회계법인보다 거래 성사 목적의 가치평가보다는 공정가치평가, 손상차손 확인 등 재무보고 목적의 가치평가를 수행하는 빈도가 높다. 따라서, 가치평가 목적과 관련한 실무적인 차별점이 발생하는지를 회계법인을 구분한다면 분석할 수 있다.

전문가 인터뷰의 대상자(interviewee)는 모두 각 회계법인에서 재무자문, 실사, 비상장주식 평가를 전문으로 하는 팀 또는 담당자를 대상으로 선정하였다. 대상 인원은 모두 21명(BIG4 회계법인 14명, Non BIG4 회계법인 3곳 7명)이며, 전원 한국 또는 미국 공인회계사 자격증 소지한 자이며 대부분 회계법인의 파트너 직급에 해당하였다. 또한 인터뷰 대상자들은 평균 관련 업계 경력이 20년 이상으로서 국내 가치평가 업체의 실무와 현장 감각이 높아 SRP, FSRP 등 가치평가에 대한 세부적 이슈를 정확하게 이해하고 독립적인 의견을 전달해 줄 수 있는 대상으로 선정되었다.

3. 심층인터뷰 항목

전문가 인터뷰는 인터뷰대상자에게 사전에 공통된 질문지를 제공한 후 그에 대한 세부의견을 청취하며, 추가적인 질의를 진행하는 방식으로 진행하였다. 전문가 인터뷰 질문항목(총 19개 항목)은 크게 다음의 5가지의 범주로 구분된다.

가. 가치평가 시 할인율 적용 개요

각 인터뷰 대상자를 대상으로 국내 가치평가 실무에서 DCF법을 적용하는 과정에서 사용하는 할인율의 원천과 종류에 대하여 질문하였다. 또한 할인율의 적용과 관련하여 일반적으로 실무에서 논쟁 또는 고충이 있는 사항을 문의하였다.

나. SRP의 적용 여부

가치평가 현장에서 SRP를 실제로 적용하고 있는지 여부(현황) 및 적용/미적용의 사유, 한국공인회계사회 차원의 SRP 배포에 대한 필요성 등에 대한 전문가의 의견을 질문하였다.

다. SRP의 세부적 적용절차 및 거래목적에 따른 SRP의 차별적인 적용 여부

본 절에서는 SRP를 적용하는 경우의 세부적 절차를 문의하였다. 또한 재무제표 작성 등 재무보고 목적과 실제 deal 목적에 따라 SRP 적용에 차별점이 있는지를 질문하였다. 또한 SRP 적용 시 시가총액이 없는 비상장회사 등에 대한 순환문제의 해결방법, 직관적인 SRP 측정수준 등에 대한 의견을 요청하였다.

라. 국내 시장을 위한 SRP 산정 시 고려할 요소

국내 재무자료를 이용하여 SRP를 산정할 경우에 발생 가능한 다양한 고려사항에 대하여 인터뷰를 실시하였다. 구체적으로 규모에 대한 분위수 구분, SRP 측정 대상기간, 업데이트 주기, 상장폐지 회사의 포함 및 제외 등에 대하여 세부적인 질의사항을 구성하였다.

마. SRP 외 기업 특유 위험프리미엄(FSRP)에 대한 실무 적용

본절에서는 SRP 외의 기업에 내재한 특유위험에 대하여 가치평가 시 이를 어떻게 반영하고 있는지를 질의하고 문제점 및 개선이 필요한 사항을 open question 형태로 질의하였다.

IV. 전문가 심층인터뷰 결과 요약

1. 가치평가 시 할인율 적용 개요

인터뷰 대상자들은 기업가치평가 시 할인율 중 시장위험 요소로서 통상 Bloomberg에서 제공하는 MRP를 할인율로 사용하였다. 그 외, 상황에 따라서 Damodaran 방식에 의한 할인율이나 Ibbotson에 의한 할인율 등 대체적인 방식을 적용하기도 하였다.

먼저 BIG4 회계법인인 국내기업에 대한 가치평가 시 모두 Bloomberg에서 제공하는 MRP를 할인율의 MRP요소로 사용하였으나, 이를 적용하는 대상기간(coverage period)은 일부 차이점이 존재하였다. BIG4 회계법인 대부분은 과거 10년 평균 Bloomberg MRP를 사용하였으나, 일부 회계법인인 5년 평균 MRP를 주로 사용하였다. 특히 COVID-19 이후 급격히 상승한 해당 할인율로 인하여 과거 종종 사용했었던 2, 3년 평균치보다는 5년 이상 장기로 사용하는 실무가 점차

정착되었다. Non BIG4 회계법인 중 2곳의 대상기관은 5, 10년 평균 Bloomberg MRP를 사용하였으나, 1곳의 다른 Non BIG4 회계법인은 1, 3년 평균의 단기 MRP를 사용하는 관행을 보이기도 하였다.

Bloomberg에서 제공하는 MRP를 할인율의 시장위험 요소로 사용하는 이유에 대해서는 대부분 응답자가 금융감독원 등 규제기관의 challenge에 대한 대응, 이슈 방지 차원의 이유를 주로 응답하였다. 무엇보다도 응답자들은 한번 특정 대상연도의 Bloomberg MRP 등을 적용한 경우, 해당 할인율의 원천을 변경할 경우 규제기관이나 평가대상 회사의 감사인에 대하여 할인율 변경 근거에 대한 정당성을 제시하는 것을 큰 부담으로 인지하고 있었다.

또한 모든 인터뷰 대상자가 COVID-19 이후 나타난 Bloomberg MRP의 절대수치 상승 및 변동성의 확대를 주된 문제점으로 인식하고 있었다. 특히 응답자들은 해당 측정치에 대한 신뢰성이나 데이터 근거에 대한 정합성을 확인하지 못한 상태에서, 과도하게 상승한 측정치를 민감도가 높은 할인율에 적용하는 것에 대하여 문제의식을 가지고 있었다.

한편, 실무에서는 일부 Bloomberg MRP 자료를 구하기 어려운 국가 소재 업체에 대한 평가나, Bloomberg MRP 자료가 대상회사 등의 예상현금흐름에 비하여 지나치게 높거나 변동성이 크다고 판단된 경우에는 실무적으로 Damodaran, Ibbotson 등의 대체적인 방법이 활용되기도 하였다. 또한 특정 Non BIG4 회계법인은 종종 FnGuide Wise FN의 할인율을 사용한다고 응답하기도 하였다.

종합하면 국내 가치평가 실무에서 주로 사용되는 Bloomberg MRP는 측정치의 변동성이 특히 최근 지나치게 높아지면서 실무자가 적용함에 있어서 신뢰성이 낮았다. 이는 Park and Ahn(2018)에 따라 Bloomberg가 미국시장에 통용되는 자본자산가격결정모형을 수정하지 않고 한국시장에 기계적으로 연결하여 국내 기업의 MRP와 자기자본비용을 과대하게 추정하고 있다는 학계의 보고와 일관된다고 볼 수 있다.

2. SRP의 적용 여부 및 공신력 있는 측정치 제공

가. 회계법인 별 SRP의 적용 여부

BIG4 회계법인의 응답자는 가치평가 시 할인율에 대한 SRP 적용을 언제나 적용한다거나, 적용하지 않겠다는 등의 일관된 실무절차를 갖추지는 않았다. 4개 법인 중 1개 법인에서는 Bloomberg의 MRP를 사용할 경우 별도의 추가적인 다른 위험프리미엄을 반영하지 않았고, 1개 법인에서는 원칙적으로 SRP를 적용하는 관행을 가지고 있으며, 2개의 회계법인에서는 상황에 따라 SRP 적용 여부를 선택적으로 결정하고 있었다. Non BIG4 회계법인 3곳의 인터뷰 대상 Non BIG4 회계법인에서 SRP 적용 여부는 1곳은 대부분 적용하고, 1곳은 대부분 SRP를 적용하지 않으며, 1곳은 정해진 룰 없이 전문가적인 판단에 따라 적용하고 있었다. 통상적으로 Non

BIG4 회계법인은 거래 성사 목적보다는 재무보고 목적으로 SRP를 적용하였다. 이를 종합하면 <표 2>와 같다.

〈표 2〉 응답자별 SRP 적용 여부

구분	적용	비적용	상황에 따라 적용
BIG4 회계법인	1	1	2
Non BIG4 회계법인	1	1	1
소계	2	2	3

SRP를 적용하지 않는 BIG4 회계법인에서 SRP를 적용하지 않았던 사유는, 사용 중인 해외 Bloomberg의 MRP 할인율이 이미 충분히 높다고 판단했기 때문에 SRP를 추가할 동기나 유인이 없었기 때문이었다. SRP를 대부분 적용하는 회계법인은 비교 대상(유사 동료회사)이 없는 특별한 프로젝트 파인랜스나 인프라의 경우를 제외하고는 관행상 사용하고 있었다. 나머지 2개 회계법인에서는 SRP를 사용하거나, 사용하지 않았는데 통상적으로 Multiple 기법 등 유사 상장회사 평가액과의 차이가 크거나, 회사가 제시한 추정 현금흐름 등이 너무 낙관적이거나, 바이오 산업 등 산업 및 기업 특유 위험프리미엄이 존재한다고 판단할 경우에 한하여 SRP를 적용하였다. 이와 같이 SRP를 적용하는 경우에는 명목상 SRP이나 사실은 규모를 포함한 기업의 여러 위험요인 중 베타가 포착하지 못한 부분을 반영하는 것이라고 대부분 유사하게 답변하였다. 다만 전반적으로 과거에 비하여 전통적 제조업이나 성숙된 비즈니스가 아닌 early stage 기업이나, 독특한 형태의 산업위험이나 구조를 기업, 산업으로 한국의 산업구조가 바뀌는 구조여서 SRP를 적용하는 것이 점차 확대되는 추세라는 답변이 다수를 차지하였다.

Non BIG4 회계법인에서는 SRP 적용 및 미적용 사유는 다음과 같다. 먼저 SRP를 대부분 적용하는 1곳에서는 다른 BIG4 감사인(1곳 제외)에서 기본적으로 SRP를 적용하지 않았을 경우 관련 사유를 질의하는 관계로 이슈방지 측면에서 SRP를 적용한다고 답변하였다. 통상 SRP를 적용하지 않는 1곳의 경우 신약산업, 스타트업 등 특수한 경우를 제외하고는 SRP나 FSRP를 반영하지 않는다고 하였다. 나머지 한 곳의 경우 SRP 적용 관련 정해진 룰 없이, 전문가적인 판단에 따라 유사기업과의 평가 후에 적용 여부를 결정한다고 하였다. 이때 보통 적용을 한 경우는 유사기업으로 선정한 회사가 평가 대상회사보다 큰 경우 등 둘 간의 평가에 의한 차이가 큰 경우라고 하였다. 한편 기존에 SRP를 적용하지 않았던 회계법인의 경우 해당 사유를 다음과 같이 3가지로 제시하였다. 첫째, 이미 Bloomberg사의 MRP가 지나치게 높으며, 둘째 위험프리미엄이 규모(size)만이 존재하는 것은 아니고, 셋째 일부 감사인은 SRP를 허용하지 않기 때문이라고 답변하였다.

나. 한국공인회계사회에 의한 독립적 SRP 측정치 제공에 대한 의견

한국공인회계사회 등 공신력 있는 기관에 의한 SRP의 독립적인 측정치 제공에 대해서는 Non BIG4 회계법인이 더욱 적극적인 의견을 제시하였다. 우리나라의 자료를 바탕으로 산출할 경우 MRP, SRP 모두 실무에 도움을 줄 것이고, 위험관리 측면에서도 한국공인회계사회가 연구를 적극적으로 실시하여야 한다는 주장이 제기되었다. 특히 해외의 데이터 제공기관의 데이터를 사용함에 있어서 여러 회계법인이 사용하는 관계로 우리나라 회계업계 전반에서 해외기업에 대한 지적 재산권 침해와도 관련될 수 있다는 주장도 있었다. 다만 한국공인회계사회 차원에서의 자료 제공은 공적인 자료로서 강제적인 의무 이행사항으로 오해할 소지가 있으므로 이 부분에 대한 충분한 고려와 함께 주의가 필요하다는 응답자들의 공감대가 있었다.

데이터 제공시 범위 추정치 또는 점추정치에 대해서는 모든 방식이 장단점을 보유하고 있으나 최소한 전문가적인 판단의 영역에 있어서 일정한 재량권을 부여할 만한 수준(예를 들어 3분위, 또는 특정 업종에 대한 추가고려 등)이 허용되면 좋을 것이라는 의견이 있었다. 그러나 일부 답변자는 범위추정치로 주어질 경우 논쟁 포인트만 늘어나고 결국에는 중간값을 점추정치처럼 사용할 수도 있겠더라는 주의를 제기하기도 하였다.

3. SRP의 세부적 적용절차 및 거래목적에 따른 SRP의 차별적인 적용 여부

가. 해외 전문사이트의 이용

SRP의 적용은 D&P에서 구독 중인 홈페이지 사이트에서 엑셀표에 따른 규모별 할인율을 적용하고, 맨 끝에 있는 SRP 측정치를 사용(2020년 3.21%)한다고 하였다. 구체적으로 D&P의 자료 중 먼저 3분위 기준으로 적용된 측정치를 사용하고, 이 자료로도 위험이 충분히 캡처되지 않는 경우(적용 할인율이 낮다는 전문가적인 판단이 들 경우)에는 10분위를 사용한다고 하였다. 그리고 10분위 이상의 추가로 세분화된 규모의 분위수 기준으로는 사용하지 않았다. 예를 들어, 만약 3분위 기준 소규모회사의 위험프리미엄이 3%였는데, 해당 가산 할인율로는 충분치 않다는 판단이 들 경우에는 10분위 기준 소규모 할인율(예를 들면 5%)을 적용한다는 것이다.

SRP를 적용하는 3곳의 BIG4 회계법인에서는 모두 D&P사의 US Cost of Capital 모듈 온라인을 구독하고 있었다. 이미 대부분 10년 이상 자료를 구독 중이며, 회계법인의 디렉터 급 이상은 대부분 D&P의 SRP 추정 로직을 이해하고 있었으나, raw data 등을 확인하거나 방법론 상의 문제점을 지적하는 사례는 없었다.

Non BIG4 회계법인은 대부분 해외 전문 DB업체의 온라인 사이트를 구독하고 있지 않으며, 동료 등을 통하여 책자 또는 PDF 형태의 자료를 사용하거나 타 평가자가 활용한 공시자료를 활용하였다. 일부 Non BIG4 회계법인의 담당자는 평소 SRP를 안 쓰기 때문에 구독도 하지 않는다고 하였다. D&P의 SRP 추정 방법론에 대해서는 대부분 로직에 대하여 정확한 이해를 하지

못하고 있으며, 단지 실무적인 범용성이 높기 때문에 사용한다는 의견이 지배적이었다. 일부 전문가들은 필요에 따라 사용하고 있기는 하지만 시장규모, 시장포트폴리오의 특성 등이 우리나라와는 맞지 않는다는 의견이 있었다.

나. 산업별 또는 성장단계별 차별적 적용 현황

BIG4 회계법인 4개 회계법인 중 3개 회계법인이 SRP를 적용하는 과정에서는 산업별 또는 기업의 성장단계별 차별적인 적용을 고려하지는 않았다. 다만 한 회계법인에서는 직접적으로 산업 특성 등을 직접 SRP 추정 시 고려하지는 않으나, 회사가 구체적으로는 현금흐름을 어떻게 추정했는지를 고려한다고 하였다. 예를 들어, 대기업 관계사 또는 계열사 같은 경우에는 사업계획 자체를 수익모델로 나타내고 있는데, 가치평가 실무 과정에서 회사가 제시한 사업 계획상의 현금흐름을 검토하는 과정에서 산업별 특성이나 성장단계 등을 고려하며, 이를 마지막으로 조율하는 과정에서 사이즈 프리미엄을 적용한다는 것이다.

Non BIG4 회계법인 응답자도 전반적으로 산업별 또는 성장단계별 차이를 구분하지는 않았고, 이를 SRP에 반영하지 않는다고 답변하였다. 응답자들은 산업별 또는 성장단계별 고유 특성이 사실 FSRP의 일종인데, 관련하여 위험프리미엄에 가산할 자료가 객관적으로 존재하지 않으므로 공개적으로 이용 가능한 SRP를 대체적으로 활용한다는 것이었다. 즉, 초기 기업이나 바이오 기업은 할인율이 높아야 된다는 막연한 생각을 가지고 있고, 이러한 기업의 다양한 명목의 RP(specific risk premium)를 자료를 활용할 수 있는 SRP의 형태로 반영한다는 응답이 다수였다.

다. 거래 목적 및 재무제표 작성 목적시 차별적 적용 현황

재무제표 상의 계정과목 상의 금액 표시를 위한 가치평가와 거래(deal) 성사를 위한 가치평가 시 할인율의 적용방식이 상이할 수 있다. BIG4 회계법인에서는 거래 또는 재무제표 작성 목적에 따라서 SRP 적용 여부가 중요하게 달라지지는 않는 것으로 주로 답변하였다. 상황에 따라 적용을 달리한다는 2곳의 회계법인에서는 “현금흐름할인법을 이용한 가치평가는 정답이 없고, 결국 Multiple 기법으로 돌아갈 수 밖에 없으므로 거래 또는 재무제표 작성 목적 모두 궁극적으로는 상장 유사기업과 비교할 수 밖에 없다”는 취지의 답변을 제시하였다. 다만 한 회계법인 응답자는 “재무보고 목적의 경우에는 결국 감사인 대응, 감리 대응이 중요하므로, 원칙적, 규칙적으로 적용하나, 반면 딜(deal) 목적으로는 가액은 사실상 멀티플(주가 계산 또는 과거 거래된 사례가액)로 결정되므로 SRP의 적용이 안될 가능성이 높다”고 답변하여 실무 상의 주요한 차이점을 제시하였다.

대부분 거래 목적보다는 재무제표 작성 및 감사 목적으로 가치평가를 수행하는 Non BIG4 회계법인 응답자들은 다음의 3가지 사항을 중심으로 주로 의견을 개진하였다. 첫째, 가치평가의 계속성 및 비교가능성 측면에서 SRP의 적용 시 계속 적용하게 되고, 비적용 시 계속 적용하지

않는 부분을 강조하였다. 계속적인 평가방법의 일관성 유지가 중요하며, 만약 전년도에도 SRP를 고려하지 않았으면, “SRP는 미국의 수치이다”, “이미 할인율이 너무 높은 수치이다”, “개인적으로 신뢰하지 않았기 때문에 적용을 하지 않았다” 등 결국에는 전문가적인 판단과정으로 회귀한다는 것이다. 둘째, 금융감독원 지침이나 감사대상 회사의 감사인 관점(일부 감사인은 SRP를 인정하고 일부 감사인은 원칙 상 인정하지 않음)을 고려할 수 밖에 없다는 입장이 있었다. 셋째, 여러 FSRP 중 왜 규모(size)만을 고려해야 하는가 하는 입장이 있으며, 비유동성, 소수지분, 재무위험 등의 반영에 대한 일관성을 고려할 수 밖에 없다는 것이다. 한편, 특정 응답자는 재무보고 목적 상으로는 SRP를 적용하지 않는 이유로 할인율이 올라가면 평가액이 낮아져서 손상의 이슈가 발생 가능하여 원칙적으로 회사가 제시한 기대현금흐름을 기준으로 가치평가를 수행한다고 하였다. 상기와 같이 재무보고 목적의 가치평가를 주로 수행하는 Non BIG4 회계법인에서는 평가의 비교가능성, 감독기관 및 감사인 지침, 여러 위험에 대한 반영 여부를 동시에 고려하여 SRP 적용 여부를 결정하고 있다고 하였다.

라. 비상장주식 시가총액의 구분과 순환문제 해결

동 질문의 내용은 일반적으로 비상장회사에 대한 가치평가 시에는 해당 비상장회사의 시가총액이 없는 상황인데, SRP 적용을 위해서는 D&P사에서 사전에 설정한 시가총액 구분점에 평가 대상 회사를 적용해야 하므로 평가 전 구분점을 추정해야 한다는 것이다. 일종의 순환논리가 발생(시가총액을 알기 위한 가치평가 과정에서 SRP를 적용하는데, 어느 SRP를 적용해야 하는지 파악하기 위하여 다시 시가총액을 구분한다는 순환)하는 것이며, 이에 대한 실무의 의견을 수렴하였다. BIG4 회계법인에서는 사전에 평가하기 전에 평가자와 고객사 간에 이미 상당한 실무적 consensus로서 예상 시가총액이 있고, 그렇지 않은 경우에는 장부상 순자산을 사용(순자산과 peer group PBR을 이용하여 시가총액을 추정)하기도 한다고 하였다. 또한 3분위로 제시된 D&P의 시가총액 구분점 상 Micro Cap 구분도 규모가 상당히 큰 기준점을 제시하여, 통상 Micro Cap(3분위 중 가장 소규모그룹)의 SRP를 적용하면 문제가 없다고 하였다.

Non BIG4의 일부 회계법인(2곳)에서는 가치평가 반영 전 Equity Value인 순자산 장부가액을 참조하여, 시행착오법(try and error method)을 적용하여 평가한 후, 장부가액이 해당 범위에 들어가는지를 반복하는 방식을 주로 사용하였다. SRP를 자주 사용하지 않는 다른 회계법인에서는 다른 사항은 고려하지 않고 대부분 D&P의 3분위 중 Mirco Cap 값을 사용하고 있었다.

마. SRP에 대한 직관적 예측 수준

BIG4 회계법인에서는 전반적으로 SRP 적정치로서 2~3%를 제시하였으며, 현행 D&P의 Micro Cap 수준인 3.2% 선이 적정하다는 의견이 많았다. 특히 한국의 소규모회사의 규모가 미국과 비슷한 경우가 많아 해당 비율로 가치평가 산정 시 중요한 문제는 없을 것이라는 판단이었다.

한 회계법인에서는 평가대상 기업의 계량화할 수 없는 리스크에 대하여 Size를 명목으로 2020년 기준 3.21%(D&P Micro Cap 분위수 기준)를 사용한다고 하였다. 다른 회계법인에서는 “SRP는 구분 분위에 따라서 차이가 꽤 클 것 같으며 모든 기업을 평균한 Ibbotson 기준이 2.62% 이므로 우리나라의 경우 KOSPI 기준으로 측정한다면 2~3%가 적정할 것 같다”는 의견을 제시하였다. 다른 회계법인의 응답자는 결과적으로 최종 적정 할인율을 먼저 설정하고, 조정분을 SRP보다는 Specific Risk Premium 등의 개념으로 반영한다고 하였다. 예를 들어, 신약산업 또는 스타트업조의 경우에는 15% 선의 할인율이 실무적으로 적정하다고 판단하며, 안정적인 대규모 기업 계열사는 10%, 비상장회사는 10% 등 전문가적, 실무적인 할인율이 존재하는데 만약 예외적인 숫자가 산출되면 왜 그런지를 살펴보게 되고 그 경우 기업 특유 위험프리미엄이나 SRP로 각각 1~3%를 적용한다고 하였다.

4. 국내 시장을 위한 SRP 산정 시 고려할 요소

본 절에서는 우리나라의 자료를 이용하여 SRP를 추정할 경우 발생 가능한 부분에 대한 세부적 이슈사항을 BIG4 및 Non BIG4 회계법인 각각 나누어 회신된 의견을 요약한다.

가. 규모 분위수의 구분 문제

[BIG4 회계법인] 3곳의 회계법인에서 규모 분위 구분을 위해서 먼저 미국과 같이 KOSPI 주요 시장을 대상으로 10분위로 나눈 후, 코스닥회사를 그 상응한 구분점에 따라 할당하는 방식이 적합하다고 하였다. 이는 우리나라의 대표 시장을 KOSPI 시장으로 인식하는 것으로서, 자본시장에서의 베타 값이나 MRP 산정 시 신뢰성이 높은 KOSPI 시장 소속법인만을 이용하는 통계적 관행과 일치된다고도 하였다. 1곳의 회계법인은 코스닥회사라고 해서 시장대표성이 없는 것은 아니므로, KOSPI와 코스닥회사를 모두 포함하여 10분위수를 구하는 것이 합당하다고 답변하였다.

[Non BIG4 회계법인] KOSPI 주식만을 대상으로 분석해야 한다는 응답자와, KOSPI와 코스닥 회사를 모두 합쳐서 규모를 분석해야 한다는 응답자가 유사한 비율로 나타났다. 이는 전반적으로 코스닥 회사의 신뢰도와 시장포트폴리오를 무엇으로 볼 것이냐의 문제와 관련되는 것과 관련되는 문제로 판단되는데, 베타 산정 시 코스닥회사를 제외하는 것과 유사하게 코스닥회사를 처리하는 것이 좋을 것 같다는 의견이 법인별로 제시되었다.

나. 재무적 곤경기업 등 처리

[BIG4 회계법인] 2곳의 회계법인은 미국 등의 관행에 따르는 것이 합당(재무적 곤경기업도 일단 포함)하는 의견을 제시하였다. 다른 2곳에서는 관리종목의 경우 주가가 이상하게 움직일

가능성이 있고, 투자자 건전성, 투기성 등이 미국은 이미 성숙(mature)하고 우리나라와 미국의 상황이 다르므로 우리나라만의 논리를 가지고 처리해야 할 것이라고 주장하였다.

[Non BIG4 회계법인] 먼저 자본잠식기업, 재무적 곤경기업에 대한 명확한 기준이 필요할 것이며, 그러한 기준의 설정과 필터링 제외 등에 많은 노력이 들 것인데 그에 따른 실익이 얼마나 될지 의문이라는 의견이 있었다. 자본잠식기업 등을 포함해야 한다는 의견의 근거는 재무적 곤경과 자본잠식 사건 경험 등도 기업의 규모로부터 발생하였을 것이라는 직관이었다. 반면 제외해야 한다는 의견은 관리종목 등의 경우 주가 자체의 변동을 신뢰할 수 없다는 것이었다.

다. SRP 측정기간 및 자료배포 주기

[BIG4 회계법인] SRP의 측정기간은 10년, 20년, 30년 등 다양하게 제시되었으나, 향후 변동성이 크지 않도록 비교적 긴 기간으로 추정했으면 하는 의견이 많았다. 특히 시장의 유동성과 변동성이 같이 가야 하므로 MRP를 업데이트하는 주기와 함께 맞추어서 결정하는 것이 타당하다고 하였다. 자료 배포 및 발표는, 전반적으로 1년 단위로 끊어서 발표하는 것이 적정하고, 가치평가나 재무보고 목적은 대부분 9월 말 또는 10월 말로 밸류에이션 데이터를 cut-off 하므로 매년 9월 말 정도까지 발표하면 충분할 것이라는 의견을 제시받았다.

[Non BIG4 회계법인] 3곳의 회계법인 전반적으로 측정기간은 MRP 측정기간과 유사하게 하되, 평균 회귀 현상을 고려하여 5년~10년 사이를 선호하였다. 또한 대부분 할인율의 급격한 변동을 방지하기 위하여 비교적 긴 주기(cycle)로 측정을 할 수 있기를 희망하였다.

SRP 추정치 자료 발표는 1년에 1회 정도면 충분할 것이라는 의견이었고, 재무보고 목적의 가치평가가 많은 Non BIG4 회계법인에서는 회계감사가 끝나는 5월 이후에 반영될 수 있도록 SRP가 제시된다면 좋을 것이라는 의견을 수렴하였다.

라. 상장폐지 회사의 표본 포함 여부

[BIG4 회계법인] 중간에 상장폐지된 회사의 처리에 대해서는 포함해야 한다는 의견과 제외해야 한다는 의견이 대립하였다. 다만 상장폐지된 회사를 제외할 경우, 반대로 신규로 상장에 진입한 회사도 제외해야 전체적인 논리의 틀이 유지될 것이라는 의견이 제시되었다.

[Non BIG4 회계법인] 2곳의 회계법인으로부터 상장폐지기업을 제외하면 적정하지 않다는 의견을 수렴하였다. 이유는 상장폐지 역시 기업의 규모로부터 파생되는 위험일 수 있고, 통상 소규모 기업이 상장폐지 또는 자본잠식이 진행될 위험이 높다는 것이었다. 또한 상장폐지가 항상 부정적인 이유로 진행되는 것은 아니라는 의견도 존재하였다. 1곳의 회계법인 및 담당 실무자는 기업 배타를 구할 경우 통상 상장폐지기업을 제외하므로 SRP 추정 시에도 제외할 필요성이 있다고 의견을 개진하였다.

5. SRP 외 기업 특유 위험프리미엄(FSRP)에 대한 실무적인 적용

가. FSRP에 대한 고려사항

[BIG4 회계법인] 2곳의 회계법인에서는 SRP 외에 기업 특유 위험프리미엄을 별도로 고려하였다. 해당 회계법인에서는 업종의 특성, 회사의 제품수명주기, 재무적 위험에 대하여 평가자의 전문가적인 판단에 따라 ‘SRP를 제외하고(SRP와는 별도로)’ 1%~3% 정도를 추가 반영한다고 하였고, 구체적인 사유는 비상장/비유동성 위험, 초기사업 위험 등이라고 하였으며 거래 목적일 경우 협상 논리로 주로 반영한다고 하였다. 다른 회계법인은 SRP는 반영하지 않으나 거래처나 공급망, 시장이 제한된 경우나 초기사업(early stage)에 해당하는 경우에 있어서 일부 개별적으로 위험프리미엄을 가산하며, 이를 알파 factor라고 명하였다. 나머지 2곳의 회계법인에서도 SRP를 이용해도 위험프리미엄 가산이 부족한 경우 FSRP를 추가 고려하는 경우가 있으며 관련 사유는 업종특성, 사업특성, 경영자 환경, 지배권 등 다양하였으나 전문가적인 판단 외에 법인 내의 일관된 정책은 없는 상황이었다.

[Non BIG4 회계법인] 기업 규모 외에 다른 것을 고려하는 것은 흔히 있지 않으나 바이오산업이나 초기사업의 경우에는 이를 고려하는 경우가 종종 있었다는 의견을 제시받았다. 한편 1곳의 회계법인에서는 미국의 경우 10~12%의 프리미엄을 특정 근거 없이 FSRP로 가산하고, 불확실성의 존재가 큰 경우 관련 위험프리미엄으로 할인율이 20~25%까지도 증가한 경우의 사례를 소개하였다. 전반적으로 FSRP에 대하여는 설정률, 관련 근거 및 실무 관행이 특별히 정립되지 않았다는 의견이 제시되었다.

나. 가치평가 전반에 대한 기타 의견

[BIG4 회계법인] 기타 SRP 및 할인을 측정과 관련한 의견을 요약하면, “할인율의 최종 의사결정은 사실 평가자가 하는 것이 맞고, 평가자가 제시된 회사의 추정(projection) 현금흐름에 추가적인 위험이 있다고 생각하면 추가적인 알파(α)를 1%든 2%든 넣을 수 있는 재량이 있어야 하는데 국내에서는 그러한 실무절차가 정립되지 않았으므로 한공회 차원에서의 가이드가 있다면 좋을 것”이라는 의견과 “비유동성 위험에 대한 반영, 지배권 또는 소수지배권 할증(할인)에 대한 연구 결과가 있으면 좋겠다”는 의견, “어렵더라도 우리나라의 실정에 맞는 SRP 반드시 필요하다”는 의견 이 제시되었다.

[Non BIG4 회계법인] 장기적으로 보았을 때 회사의 현금흐름 예측치가 너무 공격적으로 추정된다는 의견이 존재하였다. 전반적으로 기업에서 미래 기대현금흐름을 과대 추정하고 관련된 할인율을 역시 과대 추정한 것이 현재의 추세이며, 장기적으로는 할인율과 함께 현금흐름 예측치도 현실화되어야 한다는 의견이 제시되었다. 한국공인회계사회에서 한국형 SRP를 발표하면 반드시 적용해야만 하는 데이터가 될 수 있으므로, 적용이 의무화되는지 등 세부적인 기준을 제시해 주어야 실무적으로 큰 도움이 될 것이라는 의견도 존재하였다.

V. FSRP의 할인율 적용 관련 개선방안

1. 공신력 있는 기관에 의한 MRP 및 SRP 연구자료의 제공

현행 가치평가 실무에서 국내 기업에 대하여 할인율의 시장위험 요소로서 Bloomberg 제공 MRP를 주로 활용한다. 이와 같은 상황에서 최근 COVID-19 전후에 나타난 해당 측정치의 변동성 상승은 Bloomberg 제공 MRP의 신뢰성 저하를 야기하였다. 이에 따라 Bloomberg MRP 이외에 다른 MRP 원천을 자체적으로 산정하여 적용하는 사례가 증가하였고, 거래 성사 및 재무보고 목적의 가치평가에 대한 회사 및 감사인 간에도 이견이 지속되는 추세이다. 이는 Bloomberg MRP의 절대적 사용도가 지나치게 높고 다른 MRP 원천에 대한 권위 있는 기관의 지지가 부족하기 때문으로 판단된다.

한편 일부에서 규모위험을 반영하기 위하여 사용하는 D&P사의 SRP 측정치 역시 해외 기업의 데이터와 규모에 기반하여 산출된 측정치로서, 국내에서 단순히 이를 적용하는 것에 대해서도 논란이 있다. 왜냐하면 국내 가치평가 전문가들이 우리나라와는 무관한 자본시장 환경에 놓은 미국의 실현 수익률 자료에 기반하여 규모위험을 측정하게 되고, 참조되는 최종 SRP 측정치 역시 달러(\$) 기반으로 산정하여 산출된 결과치를 적용하는 것이기 때문이다.

이에 따라 한국공인회계사회 등 공신력 있는 기관에서 MRP, SRP 등 기본적 연구자료를 가치평가 실무업계에 제공할 필요가 있다. 국내의 데이터 및 방법론에 기반하여 MRP 및 SRP를 제공하고 이를 실무에서 참고한다면, 국내 현황에 적절한 할인율의 DB를 점차 확보할 수 있을 것이다. 다만, 공적인 기관에 의한 신뢰성 있는 자료 제시와는 별개로 해당 자료의 제공이 가치평가 전문가의 전문가적 판단과 유연성을 저해할 획일화된 강제 적용사항이 되지 않도록 자료 제시방식은 신중할 필요가 있겠다.

2. 감독기관의 규제 중심 관점의 전환

대부분의 인터뷰 대상자는 가치평가 결과에 대한 금융감독원 등 규제기관의 사후적인 문제 제기 가능성에 대하여 큰 부담을 가지고 있었다. 그럼에도 불구하고, 가치평가 실무의 전문가들은 전문가적 관점에 따라 할인율 등의 세부적인 평가 요소에 대한 선정 및 논리 판단의 근거를 합리적으로 뒷받침하여야 한다.

다만, 일부 감독기관의 경직된 규제 일변도의 대응은 가치평가 실무를 위축, 왜곡시켜 오히려 적정한 공정가치 측정 등에 부적합할 영향을 미칠 수 있다. 실사나 M&A, 손상차손 계산을 위한 공정가치평가 등 가치평가를 수행하는 다양한 실무에서는 개별 거래사안의 특유성(uniqueness)이 높으므로, 일관되거나 획일적인 매뉴얼로는 모든 개별적인 사안을 완전하게 고려하기 어렵

다. 예를 들어, 만약 감독기관이 할인율 등을 특정한 대상연도의 특정 연구방법론 등으로 한정하여 인정한다면, 다양한 실무에서 나타난 사례를 충분하게 반영하지 못할 것이다.

이에 따라 감독기관은 개별 기업의 특유 위험요인이 반영되는 SRP나 FSRP 등의 할인율 반영에 대해서 가치평가 수치 등 결과치 자체가 아닌 가치평가 판단의 과정에 근거하여 적합성 여부를 판단하여야 한다. 이를 위해서는 감독기관 스스로 가치평가 자체의 오류를 적발하거나 처벌을 위한 발견사항을 적발하기 위한 규제 관점이 아닌, 가치평가 전문가 그룹의 전문가적인 판단 과정에 대한 충분한 고려가 선행될 필요가 있다. 특히 감독기관 관점에서 재무보고 목적으로 활용되는 할인율에 대한 FSRP(SRP 포함) 적용에 대하여 보다 명확한 가이드를 제공한다면 재무보고 목적 상 가치평가에 있어서의 실무적 혼란이 감소할 것으로 예측된다.

3. FSRP, SRP 사항에 대한 가치평가 기관 간 정보교류 확대

전문가 인터뷰 결과, 가치평가 전문기관 별로 SRP의 적용 여부에 대하여 많은 차이점이 존재하였다. 이는 동일한 평가 대상에 대하여 평가 주체별로 가치평가 값이 중요하게 차이가 발생할 수 있는 문제가 존재함을 시사한다. SRP의 적용 여부를 강제화하여 획일화된 절차를 요구하는 것은 합리적이지 않으나, 가치평가 전문가 간에 SRP 적용 여부 및 다른 FSRP의 적용 현황을 정기적으로 상호 확인할 필요가 있다. 이는 한국공인회계사회 차원의 공적인 활동과 함께 가치평가 전문가 그룹 간 충분한 소통이 병행될 경우에 더욱 효과적으로 작동될 것이다. 결과적으로 FSRP, SRP 등 가치평가에 관련한 기본사항에 대해서는 공통된 자료를 통하여 일정 범위 내에서 합의사항(예를 들면, 한국공인회계사 내 전문위원회의 결정)을 결정 후, 개별 평가대상별로 전문가적인 판단을 통해 고유한 위험을 반영하는 것이 필요하다.

4. 기업 특유위험을 현금흐름 예측치로의 반영 확대

많은 전문가들이 할인율도 중요하지만 현금흐름 예측치에 규모위험 등 기업의 특유위험을 충분히 고려할 필요가 있음을 제시하였다. 현재 가치평가 실무 상 평가 대상회사의 현금흐름 예측치가 공격적이고 이에 따른 할인율 역시 높은 위험이 반영된 경우가 상당 부분 존재한다. 따라서 규모에 따른 비유동성, 지배권, 수익성 저하 위험 등을 현금흐름 예측치에 현실적으로 반영해야 가치평가의 왜곡 가능성이 낮아질 것이다. 이를 위해서는 원 자료 제공자인 기업의 경우 현실적인 현금흐름 예측(projection)을 수행하여야 하며, 가치평가 전문가 역시 관련 기업 특유 위험이 현금흐름에 반영된 정도를 면밀하게 검토한 후, 잔여위험을 할인율에 반영하는 것이 요구된다.

VI. 결 론

기업 규모위험을 포함한 특유 위험이 가치평가 실무에서 할인율에 어떻게 반영되는지를 파악하는 것은 매우 중요하다. 왜냐하면, 규모위험 및 기업 특유위험은 할인율에 반영될 필요가 있다는 이론적 근거가 존재하고, 실제 가치평가 실무에서 전문가들에 의하여 적용되고 있으나, 그것이 가치평가 전문가의 전문가적 판단사항이라는 이유로 학계 및 실무계에 충분히 알려지지 않아, 적용 행태 상의 차이가 크다면 가치평가 결과에 중요한 차이를 유발할 수 있기 때문이다. 이에 따라, 이론적 검토와 실무적 실태를 살펴보는 계기를 본 연구를 통하여 마련하게 되었다.

본 연구는 국내 가치평가 실무현장에서 기업의 규모위험 및 특유 위험을 할인율에 적용하는 프로세스를 조사하였다. 또한 계량화가 가능한 규모위험 측정치를 산정하기 위한 각종 고려사항을 전문가로부터 청취하여 그 결과를 제시하였다.

조사 결과, 가치평가 실무 현장에서 할인율 요소 중 MRP 부분은 대부분 Bloomberg의 MRP를 활용하고 있었고, SRP의 적용 여부는 가치평가 전문가별로 차이가 있었다. SRP를 적용하는 곳은 기존의 할인율이 너무 높다는 점을 주된 근거로 제시하였고, 대부분 추후 감독기관 등의 자료제출 요구나 근거 제시 등을 중요시하였다. 국내 자료를 이용한 SRP를 산정할 필요성은 대부분 공감하였으나, 소속 상장시장의 고려, 상장폐지회사의 포함 여부 등 세부적인 사항에 대해서는 다양한 의견이 제시되었다. 한편, SRP 외 FSRP는 유동성, 지배력, 초기사업 위험 적용 등 전문가별로 다양한 의견이 제시되었다.

본 연구는 SRP 및 FSRP에 대한 할인율 적용 현황을 인터뷰를 통하여 제시하고, 국내 기업의 자료를 활용한 SRP 측정에 있어서 고려해야 할 사항을 제시하였으며, FSRP에 대한 다양한 국내외 선행연구를 요약 보고한 공헌점이 존재한다. 또한 본 연구는 SRP를 포함한 기업 특유 위험프리미엄의 할인율 적용 상 실무적 다양성이 높음을 제시하고, 평가기관에 따른 가치평가 결과의 차이가 중요할 수 있음 보여 SRP 등 계량화가 가능한 범위 내에서 공적 기관에 의한 조사자료 배포 등을 통하여 실무적 다양성을 줄일 노력이 필요함을 제시하였다.

다만 상기의 공헌점 등에도 불구하고 본 연구는 가치평가 전문가만을 대상으로 한 실무현황을 조사하여, 투자자, 기업 및 감독기관 등 다른 이해관계자의 관점을 충분하게 고려하지 못하였다는 한계점이 존재한다. 향후 지배권 위험, 비유동성 위험, ESG 위험 등 다양한 이해관계자의 요구와 위험요소를 반영한 기업 고유위험에 대한 연구가 지속되기를 기대한다.

참고문헌

- 김상국 · 성태응 · 전승표 · 김유일 · 박현우. 2016. “ICT 부문의 기술사업화에 따른 규모위험 프리미엄 분석”. 한국기술혁신학회 춘계학술대회 발표논문집.
- 성웅현. 2002. “기술기업의 기술가치평가지 위험조정 할인율의 결정”. 기술혁신학회지, 제5권 제1호 : 59-71.
- 성웅현. 2008. “지식자산위험을 고려한 기술가치평가 할인율 적산모형에 관한 연구”. 기술혁신학회지, 제11권 제2호 : 241-263.
- 송영출. 1999. “규모와 가치비용의 수익률차이 설명력에 대한 연구”. 한국증권학회지, 제24권 제1호 : 83-103.
- 엄철준 · 이우백 · 박종원. 2014. “한국 주식시장의 규모효과에 대한 재검증”. 재무관리연구, 제31권 제3호 : 113-151.
- 이중욱 · 김성수. 2021. “기업가치평가와 재무실사”. 삼일인포마인.
- 전승표 · 박현우. 2011. “기술가치평가 할인율의 규모위험 프리미엄 적용에 관한 연구”. 한국기술혁신학회 학술대회 : 65-78.
- Acharya, V. V., and L. H. Pedersen. 2005. Asset pricing with liquidity risk. *Journal of Financial Economics* 77(2) : 375-410.
- Amihud, Y. 2002. Illiquidity and stock returns : cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets* 5(1) : 31-56.
- Ang, C. S. 2018. The absence of a size effect relevant to the cost of equity. *Business Valuation Review* 37(3) : 87-92.
- Banz, R. W. 1981. The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics* 9(1) : 3-18.
- Barad, M. W. 2001. Technical analysis of the size premium. *Business Valuation Alert*, (September).
- Campbell, J. Y., J. Hilscher, and J. Szilagyi. 2008. In search of distress risk. *The Journal of Finance* 63(6) : 2899-2939.
- Chaibi, A., S. Alioui, and B. Xiao. 2015. On the impact of firm size on risk and return : Fresh evidence from the American stock market over the recent years. *Journal of Applied Business Research* 31(1) : 29-36.
- Cooper, L. A., J. A. DiGabriele, R. A. Riley, and T. L. Sorensen. 2021. Company-Specific Risk and Small Company Valuation Company-Specific Risk and Small Company Valuation. *Journal of Forensic Accounting Research* 6(1) : 33-56.
- Damodaran, A. 2005. The cost of illiquidity. NYU Stern School of Business.
- Datar, V. T., N. Y. Naik, and R. Radcliffe. 1998. Liquidity and stock returns : An alternative

- test. *Journal of Financial Markets* 1(2) : 203–219.
- Dichev, I. D. 1998. Is the risk of bankruptcy a systematic risk?. *Journal of Finance* 53(3) : 1131–1147.
- Fama, E. F., and K. R. French. 1992. The cross section of expected stock returns. *Journal of Finance* 47(2) : 427–465.
- Hitchner, J. R. 2017. Financial Valuation : Application and Model. Jihn Wiley&Sons. Inc. New Jersey, USA.
- Ibbotson, R. G., and R. A. Sinquefeld. 1976. Stocks, bonds, bills, and inflation : year-by-year historical returns (1926–1974). *Journal of Business* 49(1) : 11–47.
- Ibbotson, R. 2005. SBBI Valuation Edition 2005 Yearbook. Ibbotson & Associates : 127–58.
- Ibbotson, R. 2012. SBBI Valuation Yearbook 2012. Morningstar, Inc.
- Koller, T., M. Goedhart, and D. Vessels. 2015. Measuring and managing the value of companies. McKinsey & Company.
- Lakonishok, J., A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1994. Contrarian investment, extrapolation, and risk. *The Journal of Finance* 49(5) : 1541–1578.
- Li, D., and X. Zhang. 2019. How time horizons and arbitrage cost influence the turnover premium?. *Applied Economics* 51(44) : 4833–4848.
- Miller, W. D. 2000. Assessing Unsystematic Risk. CPA Expert, 5(1).
- National Association of Certified Valuation Analysts (NACVA). 2015. Business Valuations : Fundamentals, Techniques, and Theory. Salt Lake City, UT : Consultants’ Training Institute.
- Park, K. D., and S. P. Ahn. 2018. The Critical Analysis of the Bloomberg Estimation of the Cost of Equity Capital for Korean Firms. *Asia-Pacific Journal of Business* 9(4) : 29–47.
- Schwert, G. W. 2003. Anomalies and market efficiency. *Handbook of the Economics of Finance* 1 : 939–974.
- Stoll, H. R., and R. E. Whaley. 1983. Transaction costs and the small firm effect. *Journal of Financial Economics* 12(1) : 57–79.
- Trugman, G. R., 2017. Understanding business valuation : A practical guide to valuing small to medium sized businesses. John Wiley & Sons.
- Van Dijk, M. A. 2011. Is size dead? A review of the size effect in equity returns. *Journal of Banking & Finance* 35(12) : 3263–3274.

A Study on the Application of the Discount Rate for Firm Specific Risk Premium^{*} : Focusing on Size Risk Premium

Jong-Il Kim^{**} · Nam-Chul Jung^{***} · Joon-Hei Cheung^{****}

〈Abstract〉

This study investigates the process of reflecting the firm specific risk premium (FSRP) in the discount rate in valuation practice, and especially focuses on the size risk premium (SRP). Through this, this study intends to identify the current situation and problems in the application of discount rates used in valuation, and to suggest reasonable improvements. For the purpose of this study, in-depth interviews are conducted on valuation expert groups.

The interview items mainly consisted of ① the discount rate used in valuation and general application procedure, ② whether and not SRP is applied and the procedures, ③ whether SRP is applied differentially according to the purpose of valuation, ④ factors to be considered when calculating SRP using Korean data, ⑤ consideration of FSRP in the discount rate.

As a result of the interview, valuation experts at all interviewed institutions used the Market Risk Premium (MRP) provided by Bloomberg as a MRP of discount rate for valuation. Of the 7 interviewed institutions (4 BIG4 accounting firms and 3 Non BIG4 accounting firms), 4 were applying SRP normally, 2 did not, and 1 applied it depending on the situation. Experts from all interviewed placed importance on the request for submission of data from supervisory agencies and the presentation of evidence in the future. Non BIG4 accounting firms, which perform relatively large number of valuations for financial reporting purposes, mainly consider the consistency of SRP application. Most of them agreed on the need to calculate SRP using domestic data, but various opinions were presented on detailed matters such as consideration of the listed market to which they belong and whether or not delisted companies were included. On the other hand, various opinions and practical examples such as liquidity, control, and initial business risk application were presented for FSRP other than SRP.

* This work was supported by the Catholic University of Korea, Research Fund, 2021.

** Professor, School of Business, The Catholic University of Korea, jayk@catholic.ac.kr, First Author

*** Assistant Professor, Department of Business Administration, Hongik University, jnc1208@hongik.ac.kr, Corresponding Author

**** Associate Professor, Department of Accounting, Daegu University, janny81@daegu.ac.kr, Co-author

This study suggests that practical diversity is high in applying the discount rate of FSRP, including SRP, suggesting that differences in valuation results depending on valuation institutions may be important. Accordingly, public institutions need to distribute research data for quantifiable SRP and FSRP to reduce practical diversity.

〈Key words〉 size risk premium, valuation, discount rate, firm specific risks premium, size effect