균형가치평가와 경영권 방어

임득수

한국원가원 원장, 공인회계사,정보처리기술사

Balanced valuation and management initiatives

Lim, Deuksoo,

Korea Cost Institute, CPA, PE

E-mail : ceo@kcost.co.kr

요 약

기업의 가치평가방법은 DCF법을 비롯하여 OPM, 증권거래법에 의한 본질가치평가방법, 상속세법에 의한 재산가치평가방법, 비교법, 일정성장배당모형 등 여러가지가 있다. 이중 각 평가방법은 특정한 목적을 가지고 탄생된 것이나 영리를 위한 기업의 가치를 평가하여 그 결과를 M&A나 A&D 또는 경영의 지표로 이용하려할 때 그 편파성 때문에 목적을 달성하기 어렵다. 따라서 본고에서는 그들의 균형을 취하는 평가방법을 알아보고, 장기적인 차원에서의 경영을 전제로 벤처기업자금조달과 맞물려있는 경영권 방어에 대하여 살피므로써 벤처기업인들이 안정적인 경영을 수행하거나 창업초기에 일찍 경영에 대한 분명한 목표를 설정하고 자신의 역량을 생산적인 곳에 사용할 수 있게 할 수 있는 틀을 제시해 본다.

1. 서론

우리가 1990년대 후반의 경제불황을 지내오면서 IMF시기라는 어려움을 겪기도 하였고, 이에 따라 많은 기업들이 도산과 피합병 또는 사업부의 분리 등의 진통을 겪었으며 새로운 자금의 확보를 위해 필사의 노력을 기울여왔던 역사를 가지고 있다. 우리는 이와 같은 과정에서 당해 기업 또는 사업부의 가치가 얼마인가에 대하여 이해관계자들을 중심으로하여 지대한 관심을 가지게 되었으며 공인회계사들이 감사결과 내놓는 감사 받은 재무제표의 자산가치와 주식시장에서 나타나는 당해 기업의 발행주식 시가총액과의 차이에 대하여도 그 본질을 규명하려는 노력이 있어왔다. 그러나 가치평가는 평가의 목적에 따라 또 평가하는 사람에 따라 달라지기 때문에 어떤 평가결과가 합당한가에 대하여 의문을 가지지 않을 수 없게 된다. 따라서 여기서는 평가의 기본적 기준을 제시하고 이렇게 나타난 평가를 근거로 경영권을 방어하는 방법에 관하여 고찰해본다.

2. 기업균형가치평가

1. 기존의 평가방법

기업가치평가방법은 절대가치에 의한 평가방법과 상대가치에 의한 평가방법 등 다음과 같이 다양하다.

(1) 절대가치에 의한 평가방법

1.배당평가모형

2.이익평가모형

3.현금흐름할인모형

4.자산가치접근법

- 장부가치법, 대체가치법, 처분가치법

나. 시장가치에 의한 평가방법

기업가치 = 기업이 발행한 모든 증권의 시장가치

상대가치법에 의한 기업가치를 평가하는데, 또는 타방법에 의한 평가결과의 적정성을 검토하는데 유용함

다. 상대가치에 의한 평가방법

기업가치 : V*target* /X*target* =V*comparables* /X*comparables*

평가하려는 기업의 가치를 Vtarget으로 놓고 다음과 같은 절차를 진행한다.

① 유사기업선정 - 영업성격(표준산업분류), 생산제품, 경쟁환경, 관리의 심도, 사원의 숙련도, 유사성, 재무비율상유사성

② 지표선정 - PER, PSR, PBR, EBIT, EBITDA

재무정보의 수정 - 통계적기법(단순평균, 가중평균, 회귀분석), 재무정보의 직접수정(감가상각, 자산매각손익)

라. 기타의 평가방법

1) 유가증권인수업무규정

동 규정에 의한 평가는다음과 같이 한다.

1주의 금액 = (본질가치+상대가치) / 2

① 본질가치=(자산가치 + 수익가치*1.5) / 2.5
상대가치=30%할인한 유사회사별 비교가치

② 자산가치=순자산/주식수,
수익가치=주당추정이익/자본환원율

③ 유사회사별 비교가치 = 유사회사의 주가 * (주당경상이익 + 주당순자산) / 2

2) 합병가액의 산정(증권거래법)

① 주권상장법인간 :

합병가액=(최근1월간의평균종가+최근1주일간의 평균종가)/2 와 최근일의 종가중 낮은가액

② 상장법인/비상장법인간

상장법인은 상기 ①의 평가액,

비상장법인은 상기 라.1의 평가액

3) 상속주식가치평가

① 상장법인은 최근 2월간의 평균종가(거래실적유무불문)의 평균액

② 비상장법인은 1주당 최근 3년간의 순손익액의 가중평균액 / 재경부이율(15%)

(1주당 최근 3년간의 순손익액의가중평균액 : 1주당 순손익액을 최근연도부터 3,2,1의 가중하거나, 또는 신용평가기관 또는 회계법인 중2기관이 산출한 1주당 추정이익의 평균가액)

2. 기존 평가방법의 한계

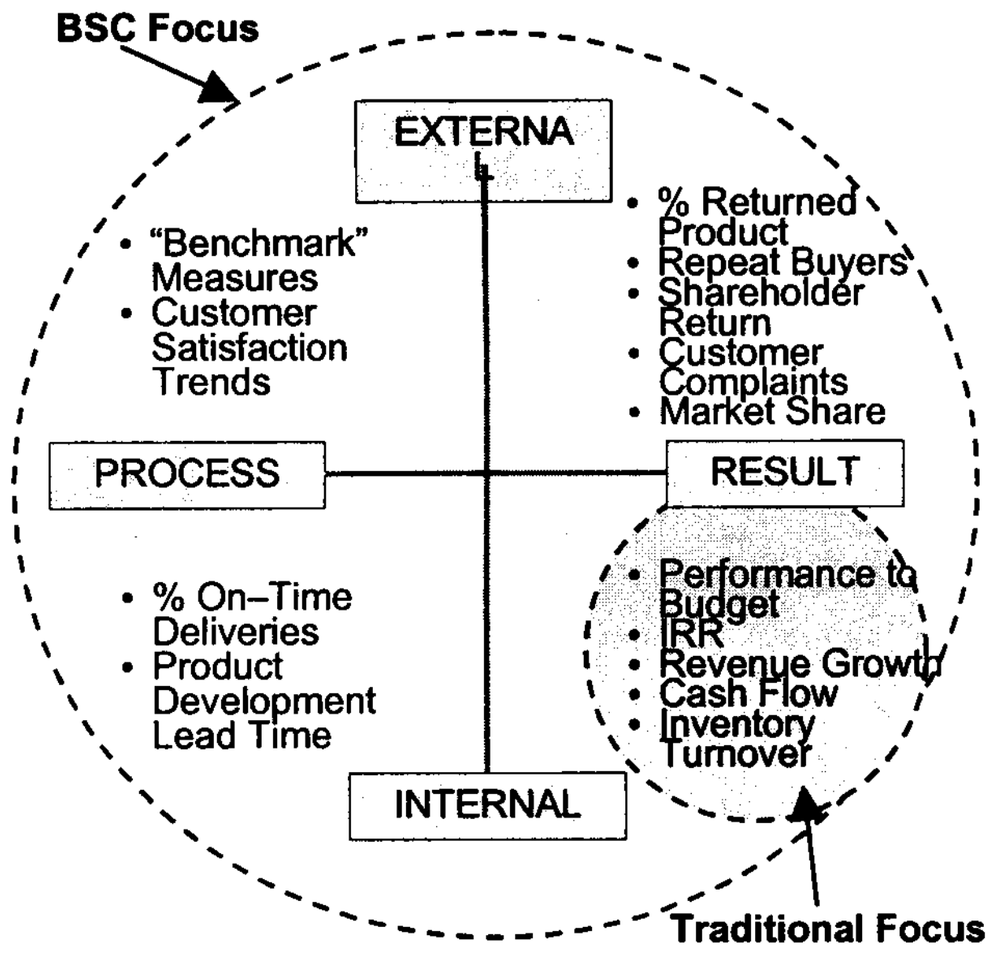
상기 제시한 기업가치평가방법들은 각각이 특징을 가지고 있으며 이는 평가의 목적에 따라 그 결과가 크게 달라지게 된다.

그러나 기업의 가치는 투자자의 주관적 가치 외에는 일정한 절대적 수치로 표현할 수 있는 절대가치가 있다고 보아야 할 것이다. 따라서 이 절대가치를 찾아내고, 이를 중심으로 대부분의 의사결정이 이루어져야 한다. 그리하면 주식 가격의 등락이나 M&A 또는 신용도의 평가와대출을 위한 기업평가의 문제등에 있어 중심을 잡을 수 있을 것이다. 현재로서는 상속재산에 대한과세를 함에 있어서도 주식가격의 심한 등락기에 있어서의 경우와 같이 과다 또는 과소 세금을 납부하는 경향이 생길 수 있으며 시장상황에 따라 극심한 가치의 평가가 달라져 이해관계자들에게 잘못된 정보를 제공하는 경우도 있을 수 있는 것이다. 균형론은 기업의 가치를 균형 있게 평가하고 여기서 나온 결과에 의거 다른 목적을 가진 평가에 있어서는 이를 참조하자는 데 의의가 있다.

3. 균형가치평가 방법

가. 균형론

균형론은Kaplan & Norton에 의하여 초기에 성과평가시스템으로 시작한 BSC (Balanced Score Card)로부터 그 활용영역이 넓어지면서 가치평가에 있어서도 이를 적용하려 하는 데서 비롯되었다. BSC는 기존관리방식의 한계를 극복하기 위하여 고안된 것이나, 가치평가의 결과 동일한 재무적평가결과가



<BSC개요도>

나온다 하더라도 경영이 균형을 이룬 기업과 그렇지 못한 기업을 동일시하기는 어려울 것이다. 기업가치평가에서도 이를 적절히 반영하는 평가방법이 균형평가이다. 위 그림은 전통적으로는 재무중심의 경영이 이루어졌으나 현대경영에서는 균형경영, 즉 재무와 함께 내부관리기준과 고객관계 및 학습으로 꾸준한 조직능력의 향상이 필요함을 나타내주고 있다.

나. 균형평가방법론

본질적으로 본 균형평가론의 적용방법에 있어서는 DCF법의 현가계산모델을 이용한다. 다만, 그 적용에 있어 균형론에서는 다음과 같은 몇가지의 변수를 동시 고려한다.

가치 = f (재무가치, 고객가치, IBP, 학습력, 경기)

▷재무가치:미래의 현금창출능력(FCF) 추정가치

▷고객가치:시장,고객의 충성도(royalty)등의가치

▷IBP:내부 안정경영의 가치 (Internal Business Process)

▷학습및성장력 : 기업의 능력을 지속 또는 향상시키려는 노력의 정도

(1) 재무가치평가

본 산식 적용시 재무가치에 있어서의 가치평가는 보통의 기업가치평가방법과 동일하게 평가한다.

<재무가치평가 절차>

① 잉여현금흐름 추정기간 : 3-10년(상황에 따라 합리적으로 설정하여야 함)

② 할인율 : WACC 사용

WACC=(자기자본비용*자기자본비중)
+ (타인자본비용*타인자본비중)
= kd*D/(D+E) + ke*E/(D+E)

③ 자기자본비용 = 무위험자산수익율 + 베타*증권시장리스크프리미엄

④ 무위험자산수익율 = 정부발행채권 및 적절한 채권수익율로 추정한 값

⑤ 베타 : 증권시장에서의 β

⑥ 증권시장프리미엄 : 미국시장리스크프리미엄+한국투자리스크프리미엄

(2) 고객가치

고객의 가치평가는 그 충성도에 따라 상당히 달라지므로 이를 감안하여 일정 비율을 가감한다.

(3) IBP

업무처리를 위한 내부 규정이 있는가와 이들 규정이 얼마나 합리적으로 되어있는가에 대하여 평가한 뒤 적절한 방법으로 이를 평가에 반영한다.

(4) 학습력

내부 직원들의 교육, 사기앙양 및 변화에 대한 대응, 조직구성원간의 인화단결, 개인의 기초 능력 향상을 위한 내, 외부 교육의 수행 및 성장도 등을 점검하고 이를 적절히 반영한다.

(5) 경기

본래의 균형론에는 없는 것으로 평가의 시점에서 경기의 영향이 대단히 클 수 있으므로 경기의 영향을 감안한다. 이는 부수적 영향을 미친다. 다만, 이는 향후 경기의 변동에 따라 다소 조정하여 적용될 수 있다. 이에 대하여는 가치평가보고서 본문에서 적절히 보고한다.

다. 평가에의 반영방법

위에 언급한 각각의 관점은 5-10 단계로 평가되어 재무적 평가결과에 배수로 반영한다. 아직 이를 측정할 수 있는 메트릭이 개발되지 아니하였으나 델파이방식 등에 따르는 다소간의주관적 반영은 가능할 것이다.

3. 경영권방어론

1. 주식회사 경영권의 문제

기업이란 자유롭게 행동할 수 있는 개인이 강요가 아닌 자발적 의사에 따라 영리를 추구할 목적으로 만든 결사체라고 할 수 있다. 우리 헌법 제21조는 다른 많은 나라의 헌법과 마찬가지로 결사의 자유를 인정하고 있다.

이 결사체는 주주가 주인이라 할 수 있다. 주주가 기업경영의 위험risk을 지고 자본을 투자하여설립하였기 때문이다. 따라서 경영권의 논의는 주주권의 범주에서 이루어지게 된다. 한편 근래 유행하기 시작한 대중경제지식들, 예를 들면 노동조합의 경영참가, 이해당사자 자본주의(Stakeholder Capitalism), 경영투명성 강화 등에 따라 경영권 공유의 문제가 논의되고 따라서 일반 대중의 경영참여가 당연한가에 대한 논의가 있는데, 여기서는 이를 고려치 않는다.요컨대 누가 '주식회사는 누구의 것인가'라고 묻는다면, 올바른 답은 주식회사는주주의 것이라고 대답한다는 것이다. 특히 주주 가운데서도 지배주주의 것에 가깝다고 할 수 있다. 주식회사에 이해관계를 가진 근로자, 소액주주, 채권자, 그밖에 소비자 등의 이해당사자들 모두는 지배주주 혹은 지배주주의의중을 강하게 반영하는 경영자와 계약관계를 통해서 주식회사에 참여하게 된 사람들이다. 따라서 기업의 다양한 이해당사자들은 지배주주나 그가 임명한 경영자와 맺은 계약의 범위 내에서 권리를 주장할 수 있다. 그러므로 주주외 회사의 다양한 이해당사자들이 요구할 수 있는 권리 가운데 경영권 행사는 포함되지 않는다고 본다.

2. 경영권 방어의 논리 - 경영권인가 이익인가

경영권 방어 문제는 적대적 M&A나 기업 내부에서의 경영권 분쟁에 의거 나타나게 된다. 이중 새로운 경영 전략을 제시하는 데서 촉발되는 선의의 경영권 분쟁은 한편에서는 기업의 경쟁력을 높여 궁극적으로는 기업 가치를 상승시키는 계기가 되게 된다.

경영권은 기업 투자자의 이익의 크기와 관계된다. 결국은 개인의 경제활동은 이익의 극대화에 있으며 투자활동도 하나의 경제활동임에 비추어 투자에 의한 반대급부, 즉 이익도 극대화 되어져야 할 것이다. 경영권의 지배는 그 기업의 사장을 하느냐만의 문제는 아니다. 최근의 벤처기업에서는 경영권을 타인(자본주)이 가지고 자신은 자신의 기술로 회사를 경영하면서 적은 지분으로 존재하는 경우도 다수 있다. 기업의 정상적인 활동을 위하여 더 많은 자금이 필요한데 경영권을 문제로 외부의 투자를 받지 아니한다면 그는 어리석은 행위가 될 것이고, 이 때에는 자신의 지분을 줄이면서라도 꼭 필요한 자금을 유치하여 전체로서의 이익을 극대화하고 자신의 이익도 극대화하는 방향의 전환이 필요할 것이다.

3. 경영권 방어의 논리

경영권이란 기업을 경영할 수 있는 권리, 즉 자신이 자신의 계산과 책임하에기업을 지배 운영하여 그 결과를 소유할 수 있는 권리를 일컫는다고 할 수 있다. 여기서 그 권리를 가진 자는 기업의 대표로 대부분 대표이사 사장 또는 대표이사 회장이라는 칭호를 가지게 되며, 이들은 대부분 주주총회에서 선출하게 되므로 결국 주주총회의 주인이 그 기업의 경영권을 가진다 할 수 있다. 우호지분을 포함한 주주총회의 최대주주가 다른 사람을 경영자로 지명하는 경우에는 특별한 이유가 있는 것으로 여기서는 별론으로 한다.

경영권은 다른 말로 일종의 주주권이므로 최대주주 및 그를 포함한 우호지분들이 주주총회에서 그들이 원하는 인사로 대표이사를 낙점할 수 있는가의 문제이므로 이를 주주지분으로 표시할 수 있을 것이며, 이 부분이 주총의 의사결정과정에서 다른 주주들보다 비율이 더 많아야 안정적인 지배권을 행사할 수 있을 것으로, 여기서의 논의는 주주지분의 안정적 비율 확보라는 면에 국한하여 논의를 전개한다.

기업의 지배는 절대주식비율이 51%이다. 이는 주식수가 투표권의 수로 나타나는 기업 주주총회의 의사결정과정으로 볼 때 어떠한 경우라도 주주총회에서 자신이 원하는 의사결정을 할 수 있기 때문이다.

그러나 현대 기업들이 모두 51%를 소유하면서 경영권을 소유하는 것만이 아니다. 따라서 얼마만큼의 주식비율로 경영권을 확보할 수 있는가에 대

하여 논의할 필요가 있을 것이다.

경영권은 자기지분만이 아니라 자신이 가진 기업에 대한 영향력의 크기에 따라 달라진다. 창업자와 비창업자의 경우, 핵심적 기술의 소유자냐 아니냐의 여부, 다른 영향력 있는 정관 등 여타 기관 단체와의 연계가 되어있느냐의 여부 등에 따라 당해 기업의 지배가능성은 달라지게 마련이다. 그러나 기업의 가치 외에는 그 평가가 어렵고 어느 측면에서는 정치적 역량이 좌우하므로 측정 또는 평가 가능한 주식지분과 기업가치에 대하여만 그 영향력을 평가해보면 다음의 산식에 의해 경영권의 안정확보수준을 산정할 수 있다.

경영권안정확보 비율 = [(본인소유주식+평가차이 중 자기종속부분) / (자기자본 + 평가차이 총액)]의 비율이 51%를 넘을 경우

* 평가차이는 총자본과 기업가치의 차이를 말함

아래 표는 경영권을 기업의 규모에 비추어 보아 각 규모별 주주중 경영권에 관심을 가지는 자와 그렇지 않은 자를 구분, 경영권에 관심을 가지는 자에 대하여 일정 비율(51%) 이상의 주주권을 확보하여야 한다고 보고 경영권에 관심을 가지는 자와 그렇지 않은 자를 아래와 같이 구분하여 총 발행주식수 대비 얼마만큼의 비율을 확보하여야 경영권을 확보할 수 있는 가에 대하여 산정해 본 것이다.

기업규모별 경영권 방어 주식비율(단순추정)

기업규모	경영권 비관심자	경영권 관심자	경영권확보율
100억이하단계	20%	80%	40.8%
500억이하단계	30%	70%	35.7%
1000억이하단계	40%	60%	30.6%
5000억이하단계	50%	50%	25.5%
1조이하단계	60%	40%	20.4%
그 이상	70%	30%	15.3%

이 표에서는 기업규모를 100억부터 무한까지의 기업을 6단계로 하여 경영권 비관심자를 각각 20% - 70%까지 산정한 단순한 표이다. 이에 의하면 100억이하단계에서도 51%의 주식을 소유하여야 안정적인 경영권을 확보할 수 있는 것만은 아니라는 것이며, 기업의 규모가 성장할수록 그 비율은 낮아짐을 보여주고 있다.

그러나, 주주권의 행사는 그 주주가 관심을 가지고 주주총회에 참여하느냐의 문제와 적대적 M&A등 필요시 이러한 사람들을 동원하던가 또는 경영권에 비관심인 주주들을 관심있게 만들어 주주총회에 참석하게하고 이들로 하여금 의결권을 행사하게 하는 등의 경영참여에는 다양한 모습이 있기 때문에 이러한 점들을 고려한다면 기업의 규모가 클수록 경영권확보를 위한 필요 지분비율은 더 낮아진다고 할 수 있을 것이다. 그러나 이는 반드시 옳은 것은 아니며, 주식의 분산이 얼마나 크냐하는 것과 동 산업의 중요성에 비추어 타 재벌 등 자본가의 본 사업에 대한 경영권 관심이 어떠냐 하는 데에 의하여도 상당부분 달라진다 할 수 있을 것이다.

4. 경영권지배구조 예시

국내 S 그룹 회장의 아들 L씨의 그룹 지배관계를 보면 다음과 같다. L씨는 SE 지분을 31% 정도 소유하고 있으며, 이 지분은 사실상 S그룹을 지배할 수 있는 양이다. SE는 SLI의 주식 20.67%를 보유하고 있다. SLI는 S 그룹계열사 21개의 지분을 대량으로 보유해그룹의 지주회사 역할을 하고 있다. SLI의 지분을 갖는 L 씨는 결국 SLI의 지분을 확보함으로써 자연히 그룹의 경영권을 가지게 된 것이다. 지난해 이 그룹 회장이 자신의 SLI 지분 26%중 20%를 SM 관련, 사재 출연해 소유구조 면에서 이 그룹의 경영권은 L씨에게 넘어갔다.

3. 결론

본고에서는 균형평가와 경영권방어에 대한 내용을 다루었다. 이 두가지는 경영권 또는 지배권에 다음과 같은 영향을 미친다.

1) 균형평가

기업가치평가방법은 위에서 살펴본 바와 같이 다양하며 그 각각은 상당히 많은 문제점들을 내포하고 있다. 그래서 여기서는 일단 기업평가에

있어 균형된 기업을 전제로 한 정상적 평가를 기업평가의 기본원리로 보고 다른 평가방법들은 여기에서 일부 조정하여 평가하는 개념의 방식을 제시해 본다.

2) 경영권 방어

경영권방어는 주주가 경영권 확보 절대비율인 발행보통주식의 51% 이상의 주식을 보유함으로써 분명해진다. 그러나 기업의 규모가 커질수록 주식의 분산이 많아지고 주주의 주식보유 목적이 경영권과는 거리가 먼 이들이 많이 생기기 때문에 경영권은 [자신의 주식보유량 / 경영권을 목적으로 한 주주들의 주식보유량]이 51%를 넘으면 경영권을 확보할 수 있다고 본다. 그러나 특수한 경우의 그 추정은 대단히 어려운데 '경영권을 목적으로 하지 않는 주주'는 언제든지 '경영권을 목적으로 한 주주'로 그 모습을 바꿀 수 있으며, 아군이 적군으로 변모할 수도 있기 때문이다. 다만, 한국기업의 경우 상기 제시한 형태의 경영이 이루지고 있다는 가정하에 기업의 규모에 따라 경영권의 방어문제는 논의될 수 있을 것이다. 벤처기업의 경우 주주는 대부분 벤처캐피탈을 포함하여 우호지분으로 볼 수 있을 것이며, 기술의 소유자도 대주주이기 때문에 경영권의확보문제는 크게 대두되지 않을 수 있다.

3) 균형가치와 경영권

상기와 같이 균형된 가치를 평가하였을 경우, 그 가치와 경영권의 문제는 첫째, 창업자는 투자자들에게 균형평가된 가치만큼의 지분을 요구할 수 있으며 둘째, 평가된 주주가치와 현재의 자기지분의 차이가 크고 그 차이가 기술종속적이며 그 기술이 주로 창업자에게 속해있다면 그 창업자의 경영권은 [(자기소유주식수+평가차이중 자기종속부분) / (자기자본 + 평가차이 총액)]의 비율이 51%를 넘을 경우 안정적인 지배권을 행사할 수 있다고 볼 수 있을 것이다.

이에 더하여, 우리나라 기업집단의 상호주식소유관계와 지분의 변동과정에 대한추가적 연구는 본 가정에 대한 보다 실증적 근거를 제시하게 될 것이다.

[참고문헌]

[1] Cost of Capital, estimation and application, Shannon P. Pratt, JOHN WILLEY & SONS, INC, 1998

[2] Valuation, measuring and planning the value of companys, Third ed. Tom Copland, Tim Koller, Jack Murrin, McKinsey & Company, Inc, 2000

[3] Using Balanced Score-Card as a Strategic Management System : Robert S. Kaplan, & David P. Norton, Harvard Business Review, January-February, 1996

[4] Reinventing the Business Preparing Today's Enterprise for Tomorrow's Tschnology, Roy L. Harmon, The Free Press, London, 1996

[5] 기업가치기업가치평가, 한국원가원 교육교재, 한국원가원, 2002

[6] 균형가치평가와 경영권방어론, 임득수, 한국원가원교육교재, 2002

[7] 기업가치평가론, EVA와 기업창조경영, 강효석, 이원흠, 조장연, 홍문사, 2000

[8] 기업가치평가, Tom Copland, Tim Koller, Jack Murrin, 박순풍 역 Venture Gate 기술투자, 2000

[9] 벤처창업, 이장우, 법문사, 2000

[10] 기업가치극대화를 위한 활동기준원가관리 (ABCM), 김성진, 경영베스트, 2001

[11] 경영권이야기, 공병호, 인터넷 검색자료, 2001

[12] 주간내일신문 317호 2000년 1월 26일 기사, 수정 익명 게재