

기업가치평가모형의 유용성 검증 및 투자방법 제안 : 잉여현금흐름할인모형을 중심으로 (사례연구)



2018년 8월



제 출 문

본 보고서를 “기업가치평가모형의 유용성 검증 및
투자방법 제안:잉여현금흐름할인모형을 중심으로”의 최종
결과보고서로 제출합니다.

2018년 8월

연 구 주 관 : 한양대학교 지식서비스연구소

연 구 기 간 : 2018. 04. ~ 2018. 08. (5개월)

연 구 자 : 송 원 철

지식서비스연구소장 귀하

* 본 보고서는 중소벤처기업부에서 시행한 컨설팅대학원 및 컨설팅 R&D 센터 사업지원으로 연구되었습니다.

차 례

1. 서론	1
1.1 연구의 배경	1
1.2 연구의 목적	2
2. 이론적 배경 및 선행연구	3
2.1 잉여현금흐름할인모형(FCF)	3
2.1.1 잉여현금흐름할인모형(FCF)	4
2.1.2 현금흐름(FCF)	4
2.1.3 NOPLAT(법인세 차감 후 영업이익)	5
2.1.4 WACC(가중평균자본비용)	6
2.1.5 자기자본비용(COE)	6
2.1.6 타인자본비용(COD)	7
2.2 선행연구	9
2.2.1 Bernard(1995)의 연구	9
2.2.2 Penman and Sougiannis(1998)과 이대선과송민섭(2000)의 연구.....	9
2.2.3 Penman(2010)의 연구	10
2.2.4 김철중(2001)의 연구	10
3. 연구설계	11
3.1 연구모형	11
3.2 변수선정	11
3.3 표본선정	12
4. 실증분석결과	13
4.1 분석방법	13
4.2 분석결과	14
5. 결론 및 한계점	21
5.1 결론	21
5.2 한계점	23
〈참고문헌〉	24

I. 서론

1. 연구의 배경 및 목적

1997년 외환위기 이후 국내 주식시장에 투자하는 외국자본이 증가했다. 우리나라 보다 앞서 발전한 선진국들의 막대한 자본은 국내 증권시장에 무시할 수 없을 만큼의 영향력을 끼쳤다. 각 기관에서는 연구센터를 운영하여 글로벌 금융세력에 대응하려 했지만 오히려 글로벌 금융이 아니라 국제적으로 이슈가 되는 사건들이 중심이 되어 이러한 노력이 헛수고가 되었다. 2000년대 초 9·11테러로 인해 주가가 급락했으나 한 달 만에 다시 회복세로 올라왔다. 세계증시 회복세로 인해 2007년 코스피지수도 2,000포인트를 돌파했다. 이러한 성장은 계속될 줄 알았으나 동년말에 서브프라임 모기지 사태로 세계 금융위기가 발생하는데 이는 미국의 TOP 10에 드는 대형 모기지론 대부업체가 파산하면서 시작했다. 서브프라임 모기지 사태는 미국만이 아니라 국제금융시장의 성장에 경색을 불러오면서 서브프라임 사태 이후 주가는 폭락하게 된다. 빈기범과 강원철(2007)의 주식시장에서 해외 부문 충격이 한국의 증권시장 수익률에 미치는 영향에 대한 연구에서 서브프라임 사태 이후 한국 주식시장의 변동성은 세계에서 최상위에 속하고 주식시장의 특성으로 변동성 군집 현상을 꼽았다.

한국 주식시장의 변동성은 주식거래금액의 산포로 나타낼 수 있다. 평균적으로 유지되는 거래금액의 변동이 평균을 중심으로 크게 일어나는 것이 아니라 평균을 벗어난 거래금액이 커지므로 이는 단기투자와 장기투자의 개념으로 말할 수 있다. 기간의 차이가 있을 수 있으나 단기투자는 보통 1개월 이내에 매매가 이루어지는 것을 말하고 장기투자는 1개월 이상 보유하는 것을 말한다. 변동성이 크다는 것은 국내 증권시장에서 단기투자가 주를 차지하는 것으로 볼 수 있다. 2015년 한국경제연구원에서 보도한 ‘장기주식보유 인센티브 도입에 대한 회사법적 검토’에 의하면 한국인의 평균주식보유기간이 144개국 중 네 번째로 짧다는 연구결과가 나왔다. 구체적인 내용으로 2012년 기준 한국의 주식시장 평균 주식보유기간은 8.6개월로 이탈리아 7.2개월, 중국 7.3개월, 사우디아라비아 8.3개월에 이어 네 번째로 짧았는데 반면 싱가포르의 평균주식보유기간은 27.9개월로 우리나라보다 3배 가까이 길었다.

이는 우리나라 주식시장은 단기이익을 얻기 위한 투자에 집중되어 있기 때문이다. 한국경제 연구원은 이러한 현상이 지속될 경우 R&D등 단기적인 성과를 창출하기 어려운 사업에 대한 투자가 제한될 뿐 아니라 기업의 성장 가능성도 해칠 수 있으며 안정적인 자금 조달을 통해 기업의 성장을 도모하려면 장기주식보유 인센티브 제도를 도입해야 한다고 주장했다.

금융정보업체 FnGuide와 ChosunBIZ가 2007년에 개인투자자, 외국인 투자자, 기관투자자들이 선호하는 30개 종목을 골라 10년간 투자 시뮬레이션 한 결과 개인 투자자들이 투자한 30개 종목의 수익률이 -74%, 외국인 투자자 +78%, 기관투자자 +9%로 나타났다. 개인 투자자들은 기업의 미래의 성장 가능성보다 눈앞의 이익을 중시하고 작은 품문에 휘둘러 고수익을 꿈꾸고 단기투자를 한다.

우리나라의 증권시장은 단기투자의 성향으로 장기 투자자들처럼 몇 달에 걸쳐 기업의 기술정보, 시장 트렌드 등의 요소를 분석하는 것이 아니라 당장 실현될 수익을 기대하며 막연한 정보만 가지고 투자를 한다. 이러한 단기투자는 다른 투자자들에게 이익을 안겨주는 행동이므로 지양해야 한다. 그렇다면 높은 수익을 얻을 수 있는 장기투자는 어떤 방법으로 해야 할까?

장기투자는 기업의 공시자료를 이용하여 기업의 성장성, 수익성, 위험성을 파악하고 미래에 예상되는 현금흐름을 현재의 가치로 할인하여 가치를 현금할인모형(DCF; Discounted Cash Flow)과 PER, PBR, PSR과 같은 주가배수를 산업별로 적용해 비교 평가하는 상대가치평가모형이 있다. 잉여현금흐름할인모형(FCF; Discounted Free Cash Flow)은 기업의 내재가치를 측정하는 방법으로 할인율과 성장률의 추정에 따라 기업의 가치가 달라질 수 있다. 상대가치평가모형은 실무적으로 가장 많이 사용되는 평가방법으로 Breen(1968)과 Basu(1977)의 연구에 따르면 단기적으로 예측 가능한 회계자료들만 가지고 기업의 가치를 적절히 평가할 수 있다. 하지만 본 연구는 짧은 주기로 변동하는 우리나라의 주가에 대응하기 위한 단기투자의 방법을 탐구하는 게 아니라 장기적이고 안정적으로 수익을 얻을 수 있는 장기투자 방법에 초점을 맞췄다.

따라서 본 연구는 기업의 장기적으로 축적된 자료를 바탕으로 기업의 내재가치를 산출하여 기업 가치로 투자하는 방법으로 잉여현금할인모형을 선정하고 모형의 유용성을 검증하여 장기투자로 수익을 얻는 도구로 적합한지 검토하려 할 뿐만 아니라 가치평가모형을 이용한 투자의 장점을 부각시켜 기업의 안정적인 자금조달을 통한 성장 가능성을 확장시키는 방향으로 제시 하고자 한다.