

사업가치 평가를 통한 사업구조 혁신 전략

金 洪 媛 *

事業構造革新(Restructuring)을 成功的으로 하기 위하여

우리나라의 많은 기업들은 과거의 고도 성장기에 무원칙하게 관련·비관련 사업으로 多角化하면서 기업을 성장시켜 왔으나, 이제는 우리의 경제가 본격적인 저성장시대에 돌입하면서 더이상 무모한 사업 다각화 전략을 추진할 수 없게 되었다. 제품 자체, 즉 하드한 것보다는 제품과 연결된 소프트한 것이 기업의 경쟁력을 좌우하는, 경제의 소프트화가 빠르게 진행되고 있다.

기업 내적인 측면에서도 경직화된 대규모 조직보다는 逆動性이 있으며 탄력적인 조직이 더 높은 경쟁력을 발휘하는 시대가 도래했다. 따라서 제한된 자원을 가지고 있는 기업들이 환경 변화의 소용돌이 속에서 살아남기 위한 방법은 자원을 어떻게 배분하고 어떻게 변화에 대응해 나가느냐가 아주 중요한 전략적 이슈로 부각되고

있다. 이에 많은 기업들이 收益性 改善과 경쟁력 강화를 위해 새로운 경영혁신 기법들을 도입하고 있다.

이중 리스트라, 事業構造革新 등으로 불리는 리스트럭처링(Restructuring) 기법은 기업의 미래 모습을 새로이 만들어가는 주요한 경영혁신 전략이 되고 있으며, 사업가치평가 시스템 구축은 이를 체계적으로 수행하기 위한 필수적인 과제로 부각되고 있다.

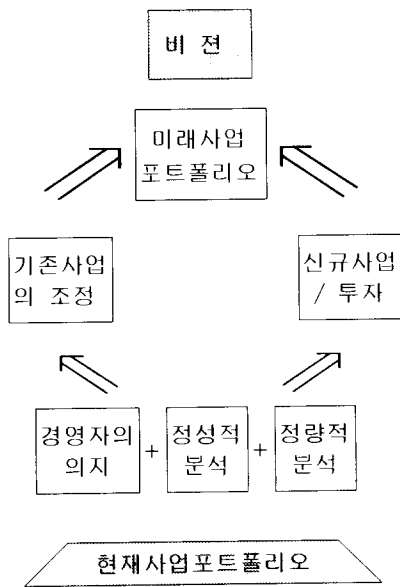
이 글에서는 기업이 사업구조를 혁신적으로 조정하려고 할 때, 과연 사업의 어떤 요인들을 어떠한 가치평가기준들을 통해 고려해야 하는지에 대해 심도있게 논의해 보면서 우리기업들의 사업구조혁신에 대한 방향성을 제시해 보고자 한다.

리스트럭처링이란 <그림 1>에서도 나타나듯이 기업의 비전을 달성하기 위해 바람직한 미래사업 포트폴리오를 구축해 나가는 전략이다. 이는 비전 달성을 위해 전사 차원에서 어떤 사업 단위를 育成,

* 현대경제사회연구원 책임연구원, 美보스톤대학 경영학 박사 과정.

統廢合, 縮小 혹은 撤收시킬 것인가, 어떤 新規 事業에 進出할 것인가, 어느 사업을 주력 사업으로 하고 어느 사업을 연관사업으로 할 것인가, 기업 전체의 경쟁력을 제고시키기 위해 사업단위들을 어떻게 연계시켜 통합해 나갈 것인가 등을 결정하는 중장기 경영 혁신 전략이라고 할 수 있다.

<그림 1> 리스트럭처링과 사업가치 평가의 개념도



이러한 리스트럭처링 전략이 성공하기 위해서는 기존 사업 및 신규 사업에 대한 사업가치를 평가할 때 定性的 요인과 定量的 요인이 均衡감있게 反影되어야 하는 것이 무엇보다 중요하다.

既存 事業 價値評價

기존 사업의 구조 평가를 위해 많이 활용되는 기법으로는 사업 포트폴리오 매트릭스(BPM: Business Portfolio Matrix) 분석법이 있다. 이 기법은 사업의 시장 매력도와 자사의 内部力量을 分析하여 사업 포트폴리오 매트릭스 상에 나타난 위치에 따라 사업 전략 방향의 의미를 도출하는 방법이다.

BPM분석은 <그림 2>에서 보듯이 대개 3단계에 걸쳐 이루어 진다. 1단계는 現行 事業의 現狀을 評價하는 단계인데, 여기서는 각 사업 단위가 속해있는 시장 매력도를 나타내는 외부 환경이 어느 정도 유리하게 또는 불리하게 작용하고 있으며 이에 대비할 수 있는 자사의 내부 역량은 어느 정도 축적되어 있는가를 평가하게 된다.

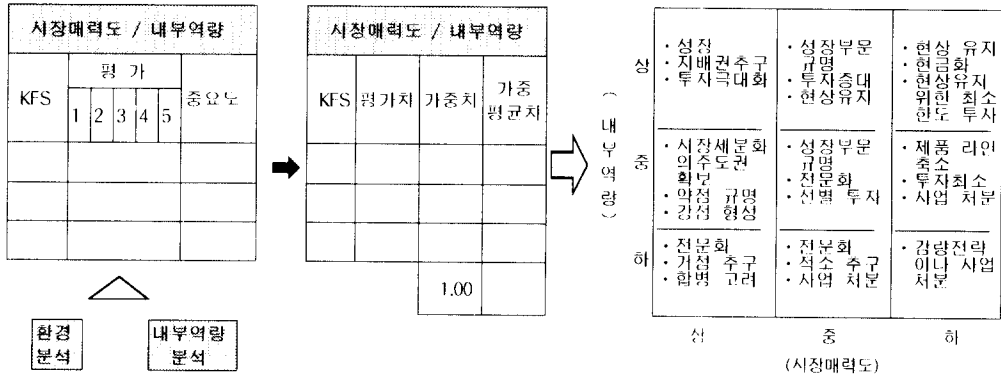
시장매력도와 내부역량의 형성에 결정적으로 영향을 미치는 主要成功要因(KFS: Key Factor for Success)을 환경요인분석과 내부역량요인분석을 통해 도출하게 된다. 이렇게 도출된 각 요인 항목들에 관해서는 전문가 의견 수렴 방법이 동원된다. 해당 사업의 전문가들에 의해 영향 정도와 강·약점으로 작용하는 정도가 평가되게 된다. 이런 여러 전문가들로부터 평가된 평가치와 중요도 점수에

의해 각 사업 단위의 시장매력도와 내부역량이 점수화되게 된다.

2단계는 現行 事業 構造를 評價하는 단계이다. 여기서는 전단계에서 파악된 각 사업 단위의 시장매력도와 내부역량 평가 자료를 바탕으로, 기존 사업구조의 성장성 및 收益 潛在力 등 매력도를 평가하여 향후 사업 전개 방향에 대한 의미를 도출하게 된다.

가들의 평가에 의해 결정되지만 經營者의 事業推進方向, 投資意志, 企業의 資金力, 技術力量 등에 따라 달라질 수 있는 가변적인 요소라고 할 수 있다. 따라서 예상 내부역량은 주관적으로 결정될 수 있는 가능성이 큰 것이 약점으로 지적되고 있다. 사업 포트폴리오 분석법은 정성적 요인의 정량화를 통해 사업 가치를 평가하고 있다는데 의의가 있다고 하겠다. 그러나 사업 가치 평가방법론 자체가 주관적일 수 있고 정성적이라는 한계점은 여전히 남아 있다.

<그림 2> BPM을 통한 사업구조평가¹⁾



3단계는 미래의 시장매력도와 豫想 内部力量을 綜合 評價하여 미래의 사업 포트폴리오를 확정하는 단계이다. 미래의 시장매력도는 현재의 시장매력도 결정 방법과 같이 전문가들의 평가에 의해 결정된다. 예상 내부역량도 기본적으로 전문

따라서 정량적으로 사업 가치를 평가하기 위해서는 이러한 문제점들을 인식하면서 각 사업단위의 會計·財務情報를 이용하여 사업 가치를 평가할 수 있는 분석법을 균형감있는 리스트럭처링기법으로 활용해 볼 수 있다.

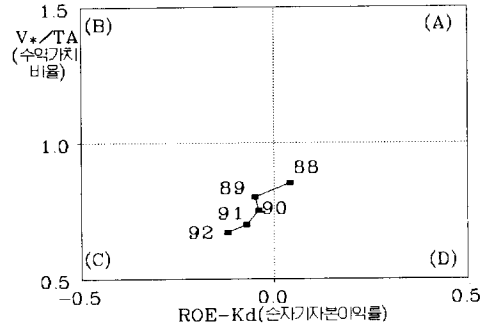
1) 이광현, 「비즈니스 리스트럭처링」, 1994.

<그림 3>은 정량적 요인을 고려한 사업가치 평가를 위한 매트릭스로 X축은 자기資本經常利益率(ROE)에서 負債費用(Kd)을 뺀 것으로 사업 단위의 資本費用構造를 측정한다. 0보다 큰 경우 사업단위의 자기자본에 대한 수익성이 부채비용을 증가하는 것으로 평가할 수 있다. 또 Y축은 총자산(TA)대비 사업 단위의 수익가치(V*)비율로 측정된 장부가치 대 수익가치비율(V*/TA)을 나타낸다. 이 비율이 1보다 큰 경우 장부가에 상회하는 수익가치를 갖는 사업분야라고 평가할 수 있다.

사업 포트폴리오 매트릭스의 해석은 용이하다. <그림 3>에서 셀(A)는 순자기자본이익률(ROE-Kd)이 0보다 크고 수익가치(V*/TA)가 1보다 큰 셀에 속하는 사업단위를 뜻한다. 수익성도 높고 수익가치가 장부가치 이상인 것으로 평가할 수 있으므로 미래사업으로서 전략적 육성 대상이 된다. 그러나 순자기자본비용이 0보다 작고 수익가치도 1보다 작은 셀(C)에 속한 사업 단위는 철수 대상 사업이 된다.

자본비용에는 문제가 없으나 수익가치가 낮은 사업 셀(D)의 경우 수익 가치 향상을 위한 사업 전략 수립이 필요하다. 수익가치는 높으나 자본비용에 문제가 있는 사업 셀(B)의 경우 財務構造 改善 노력이 기울어져야 함을 의미한다.

<그림 3> 우리나라 제조업체의 定量的매트릭스 분석 결과



우리나라 제조업체들의 자료²⁾를 이용하여 1988년부터 1992년까지 정량적 매트릭스 분석을 실시해 본 결과에 의하면, 우리나라 기업들은 수익가치도 낮아지고 (0.75 → 0.67) 순자기자본이익률도 악화 (0.04 → -0.09)되고 있는 것으로 나타났다.

이러한 결과는 1988년 이후 기업 경쟁력약화와 고금리에 의한 과도한 자본비용을 부담해 왔기 때문이라고 할 수 있다. 최근들어 우리기업들이 경영혁신활동이나 사업구조조정 등을 통해 자구책을 마련하려고 하는 것은 이러한 문제들을 해결하려는 노력의 일환으로 해석할 수 있다.

사업구조조정을 할 경우는 위에서 설명한 대로 포트폴리오 매트릭스 분석법을 활용하여 사업 가치를 정성적 및 정량적으로 평가해 볼 필요가 있다. 이를 위해

2) 한국은행, 「기업경영 분석」, 각년호.

서는 먼저 사업단위 수준에서 산출되어야 할 재무·회계적 정보들이 있다. 예를 들어 사업 단위의 경상이익, 감가상각비, 지급이자, 자기자본, 총자산 등의 정보가 해당된다. 이러한 정보가 산출될 수 있어야만 사업 포트폴리오 분석이 가능하다.

그러나 우리기업들의 현실을 보면 管理會計시스템의 構築이 微弱한 상황이기 때문에 사업단위에서 이러한 정보를 정확히 산출해 내기가 쉽지 않은 실정이다. 앞으로는 개정된 企業會計基準에 따라 ‘현금흐름표’를 작성해야 한다. 그러면 사업포트폴리오 매트릭스 분석의 기본적인 현금흐름에 대한 정보는 얻을 수 있을 것이다.

新規 事業의 評價

신사업 진출 방법으로는 크게 引受·合併(M&A)에 의한 방법과 新規投資에 의한 방법 등이 있다. M&A 방식을 택할 것인가 신규투자방식을 택할 것인가 하는 것은 사업의 성격이나 경영자의 스타일 등에 따라 달라질 수 있다.

그러나 어떠한 방법을 택하더라도 가장 중요한 것은 투자의 타당성 평가가 이루어져야 한다는 것이다. M&A에서는 인수·합병 대상 企業의 價値評價와 引受價格 결정이 중요하며 신규투자에서는 투자안의 經濟性 評價가 중요하다. 기업가치평

가나 인수가격결정, 투자안의 경제성 평가는 기본적으로 현금 흐름 할인법(Discounted Cash Flow)에 의한 분석이 가능하고 분석플로우 자체도 큰 차이가 없다.

事業性 分析 플로우

신규 사업에 대한 타당성 검토는 일반적으로 환경 분석, 사업 실행 계획 수립, 현금흐름 분석 단계를 거쳐 최종 대안을 선정하는 절차를 거치게 된다(<그림 4> 참조).

환경 분석은 향후 사업 실행 계획 수립 및 경제성 분석의 기초 자료를 준비하는 단계로서 市場·規制·金融 環境 등의 분석이 이루어진다. 특히 이 단계에서는 경제성 평가에 활용할 수 있는 정성적, 계량적 정보가 모두 확보되어야 한다.

일반적으로 기업에서 환경 분석을 실시할 때 환경 분석 자체를 정성적 분석인 것으로 인식하고 있지만 실제로는 정량적 분석을 가능토록 한다는 전제하에서 분석도 그 방향으로 이루어져야 한다. 시장 분석과 경쟁 분석을 통해 판매 계획, 즉 시장 규모, 수요 예측 등이 이루어질 수 있도록 計量化되어야 하며, 경쟁 분석과 기술 분석을 통해 투자 계획이 수립되고 생산·투자·판매 계획·금융 환경 등을

고려하여 자금 계획이 수립될 수 있도록 환경 분석이 이루어져야 한다

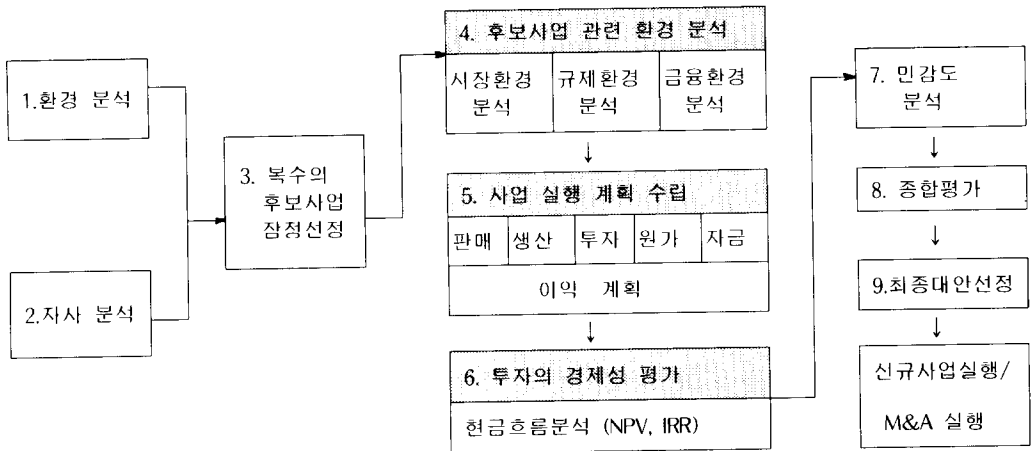
리, 시기 및 조달 기간 등에 관한 구체적인 검토가 이루어져야 한다.

사업실행계획 수립단계에서는 6대 구성 계획(販賣, 生産, 原價, 投資, 資金, 利益計劃)을 체계적으로 수립하여야 하며 이들 사업실행 계획간에는 상호연관성이 높으므로 일관성이 유지되어야 한다.

다음 단계는 6대 사업 실행계획에서 산출된 결과를 바탕으로 事業의 經濟性을 分析하는 단계이다.

現金 흐름의 流入·流出을 추정하여 純

<그림 4> 사업가치 평가 흐름도



販賣 계획에서는 매출량 및 매출 가격 추정에 따른 매출액 목표설정과 판매비 추정이 중요 항목이고, 生産·投資 계획에서는 시설 투자 규모, 시설 투자액 추정과 생산 요소별 원가추정이 중요한 분석 항목이다. 資金所要計劃은 소요 자금을 크게 설비 자금과 운전 자금으로 구분하여 입안할 필요가 있으며, 資金調達計劃에서는 자금조달 방법, 시장, 규모, 금

現金흐름표를 작성한다³⁾. 현금유입액에는 영업 활동의 결과로 얻어지는 현금유입액(稅後當期純利益)과 非現金費用(감가상각비, 이연상각비 등)의 환원액, 자금 조달

3) 會計上의 이익과는 달리 純現金흐름은 순이익에서 固定資産投資 및 連轉資本增減 등 現金流出分만큼 제하고 산출하는 것이며, 이러한 현금유출분은 매출액이 변동이 없는 한 고정된 성격의 것이므로 결국 순이익률의 변동은 순현금흐름에 있어서 더 큰 변동을 가져오게 됨.

활동에 기인하여 발생하는 비용(지급이자의 환원액 등이 있고, 현금 유출액에는 설비 계획에 따른 시설투자액, 개업비, 창업비 등의 이연자산투자액, 운전 자금의 순증액 등이 포함된다.

현금흐름표가 작성되면 경제성 분석 기법을 활용하여 사업의 경제성을 평가하게

된다. 경제성 분석 기법으로는 크게 純現在價值法(NPV)과 內部收益率法(IRR), 回收期間法, 會計的 利益率法 등이 있다.

일반적으로 사업의 경제성을 분석할 때는 현금흐름할인법에 기초를 둔 NPV, IRR법을 기본 분석 기법으로 활용하고 투자회수기간법이나 회계적 이익률법을 보완적으로 채택하는 것이 바람직하다⁴⁾. NPV가 0보다 큰 사업, IRR이 목표이익률 보다 큰 사업, 투자자금의 회수소요기간이 목표회수기간보다 짧은 사업, 회계적 이익률이 목표이익률 보다 큰 사업 등을 경제성 있는 사업으로 평가할 수 있다.

그러나 신규 사업이나 인수·합병대상 사업에 대한 사업성의 종합 평가시에는

4) 순현금흐름에 의한 가치평가는 會計的 方法의 단점을 克服할 뿐만 아니라, 기업의 가치를 제고하기 위한 여러가지 戰略的·財務的 機會를 捕捉함에 있어서 매우 유용한 수단을 제공하는 장점을 지니고 있음.

경제성 분석으로 나타난 정량적 결과 뿐만 아니라 정성적 요인도 고려하여 균형 잡히게 실시되어야 한다. 즉, 기존사업과의 시너지효과, 기술개발 측면에서의 위험도, 정부규제의 극복 가능성, 기업의 대외 이미지 제고, 組織 活性化에 대한 기여도, 人才 育成에의 기여도 등의 정성적 평가가 이루어져야 한다.

여기서 짚고 넘어가야 할 문제는 기업의 기존사업구조에 단일 혹은 복수의 신규사업이 추가되는 경우 全社的 次元에서 어떤 재무·회계적 변화가 발생할 것인가, 신규사업이 추가되더라도 우리기업의 사업구조는 과연 바람직할 것인가, 이러한 문제를 정성적으로가 아니라 정량적으로 분석해 볼 수는 없을까 등과 같은 의문이 남아있다는 것이다.

事業價值 評價의 새로운 技法들

최근 맥킨지사의 Valuation 기법 및 보스턴 컨설팅 그룹의 全社的 價值 經營(TVM: Total Value Management)은 이러한 문제들을 해결해 줄 수 있는 경영전략기법이라고 할 수 있다. 이들 기법들은 한마디로 경영자가 전략적으로 내부경영성과를 측정하고 투자의사결정을 내리기 위한 합리적인 틀을 제공하는 정량적인 분석 시스템이라고 할 수 있다. 기업의 사업부별 업적을 평가하거나 새로운 사업으

로의 투자를 결정하는데 매출순이익률, 납입자본이익률 등 기존의 경영지표에 의존하면 평가가 불분명해 자칫 기업의 진단이나 투자계획 자체가 허술해 질 수 있기 때문에 이같이 새로운 관리척도가 필요하다는 바탕에서 고안되었다고 할 수 있다.

TVM의 경우 인플레이션같은 거시경제변수와 기업의 내부경영성과를 감안한 새로운 현금흐름이 모든 기업의 의사결정 변수가 되도록 해준다는 것인데, 이는 맥킨지사의 Valuation 기법에서도 같은 맥락으로 이해되고 있다.

21세기 초일류기업을 지향하는 우리기업은 아직도 효율적인 사업평가시스템을 구축하지 못한 상태이기 때문에 사업구조조정에 대한 의사결정을 할 때의 타당성을 검증할 수 없는 실정이다. 이제는 기업이 사업구조조정을 하려는 시점에서 정성적인 분석 뿐만 아니라 보다 정확한 정량적인 분석을 통해 사업을 수행해 나가는 전략적인 경영 시스템을 구축할 필요가 있다.

이제 우리나라 기업들도 所有와 經營이 점차 分離되어 가는 추세이고 97년부터는 자본 시장이 완전히 개방되는 상태가 되기 때문에, 기업의 직접금융비중이 높아질 것이고 주주들을 대상으로 효율적인 유상증자(투자자금조달)를 실시하기 위해

서는 정교한 투자계획과 성과예측치를 제시해 나가야 한다.

앞으로는 자연히 기업이 사업구조조정 등을 하려는 경우에 사전에 투자계획의 타당성을 가늠하는 精密한 經營戰略시스템이 필요할 것이다. 구체적으로 현재 기업의 성장성등을 감안할 때 주가가 저평가 되어 주주들이 추가적으로 돈을 투자할 가치가 있다는 근거를 제시하거나, 다른 기업을 인수할 때 인수대금의 기회비용과 인수후 그 기업의 성장성등을 비교해 인수가 타당한지의 여부등을 평가할 수 있는 경영전략시스템을 構築해야 할 것이다.♣

참고 문헌

- 이광현, 1994 비즈니스 리스트럭처링, 한국경제신문사.
- Ralhp L. Keeney, 1994 Creativity in Decision Making with Value-Focused Thinking. Sloan Management Review Summer p33~41.
- George S. Day and Lian Fahey, 1994 Putting Strategy into Shareholder Value Analysis. Harvard Business Review March-April p156~161.
- Tom Copeland/ Tim Koller/ Jack Murrin 1993 Valuation: Measuring and Managing the Value of companies. Mckinsey & Company, Inc.