

IV. 企業 옵션價値의 評價: 未來 經營能力의 計量化

1. 論議 背景

- (여신관리 방법의 변화) 은행연합회는 '99년 4월 12일 공청회를 열고 '자산건전성 분류 기준과 대손충당금제도 개편 방안'을 발표하였음
 - 이번에 발표된 시안은 담보나 보증 위주의 대출 관행에서 탈피하여 기업의 미래 경영 능력을 평가하는 방식으로 여신관리 방법을 변경하는 것임
 - 이에 따라 명확한 성장 시나리오, 전략적 경영 자원의 활용, 경영자의 경영 수완 등과 같은 미래 경영 능력을 평가하는 기준의 확립이 필요함

2. 企業 未來 經營 能力의 計量化

- (기업의 시장가치) 사업가치, 비사업가치, 옵션가치의 합으로 구성됨
 - 사업가치는 기존 사업 구조, 투자설비를 바탕으로 창출할 수 있으며, 비사업가치는 부동산, 금융자산의 보유로 구성됨. 이 둘을 합하여 자산가치라 일컬음
 - 옵션가치는 자산가치를 통하여 장래의 미래 가치를 창출할 수 있는 능력(미래 경영 능력)을 말하며, 시장가치에서 자산가치를 제하면 산출될 수 있음

3. 先進 企業들의 未來 經營 能力 評價

- (미국 기업) 기업의 시장가치에 비해 옵션가치 비중이 높은 경우가 많음
 - 피자헛의 경우 기업의 옵션가치는 시장가치의 64%인 941억 달러이며, 시스코社의 옵션가치는 시장가치의 69%인 401억 달러임
- (일본 기업) 일부 우수 기업들의 옵션가치는 타경쟁사보다 높게 나타나고 있음
 - (소니와 마쯔시다) 소니의 옵션가치는 1조 3천억 엔(시장가치 대비 28%)으로 마쯔시다의 9백억 엔(0.02%)과 15배 차이가 남. 소니의 새로운 환경 변화에 따른 성장 전략 및 시나리오의 유무가 양사의 옵션가치의 차이를 설명함
 - (도요타와 혼다) 양사의 옵션가치는 각각 2조 6,600억 엔(21%)과 2천 8백억 엔(0.06%)으로 약 10배의 차이가 나타나고 있으며, 새로운 기술에의 투자(경영 자원의 효과적 배분)에 따라 옵션가치의 차이가 나타남
 - (쓰미토모 은행과 후지 은행) 옵션가치는 각각 1조 6,700억 엔(34%)과 -3천 8백억 엔(-20%)이며, 환경 변화에 따른 경영 전략의 유무가 옵션 가치의 차이의 원인임

4. 示唆點

- (기업의 생존 전략) 기업의 미래 경영 능력이 은행 및 투자자에게 중요한 기준이 된 만큼 기업 옵션가치의 향상이 필요함
 - 옵션가치가 높은 기업들은 환경 변화에 맞추어 새로운 성장 전략을 수립·수정하여 미래 수익원 창출에 힘쓰고 있으며, 경영 자원의 효과적 배분을 꾀하고 있음
- (국내 기업 옵션가치의 향상) BCG 모델, EVA 분석을 통해 기업 또는 사업부문 별 전략적 포지션을 파악하고 이와 더불어 미래 수익원을 창출하도록 노력함
 - 투자자본수익률(ROIC), 사업부문별 현금흐름 등을 전략적 피드백으로 활용하여 경영 자원의 선택과 집중이 효과적으로 실행되도록 함
 - 또한 전략적 위치와 환경에 따른 시나리오 분석을 바탕으로 기업의 미래 경영 능력을 제고시키도록 해야 함

1. 論議 背景

- (여신관리 방법의 변화) 앞으로는 기업의 채무상환 능력이 과거의 부채상환 실적보다 대출 여부를 결정하는데 가장 중요한 기준이 될 것임
 - 은행연합회는 '99년 4월 12일 공청회를 열고 '자산건전성 분류 기준과 대손충당금제도 개편 방안'을 발표하였음
 - 이번에 발표된 시안은 담보나 보증 위주의 대출 관행에서 탈피하여 영업 현금흐름, 채무상환 능력 등 기업의 미래 경영 능력을 평가하는 방식으로 은행의 여신관리 방법을 변경하는 것임
 - 이에 따라 기업의 미래 경영 능력을 평가하는 객관적이고 계량화된 기준이 확립될 필요가 있음
- (기업의 미래 경영 능력) 명확한 성장 시나리오, 전략적 경영 자원의 활용, 인적자원, 경영자의 경영 수완 등을 가지고 평가할 수 있음
 - 기업의 미래 경영 능력의 계량화는 옵션가치로 수치화할 수 있음
 - 이때 주가가 기업의 가치를 나타내며 또한 경영 능력을 반영하고 있다는 전제가 있어야 함

2. 企業 未來 經營 能力의 計量化¹⁾

- (기업의 시장가치) 주식의 시가총액으로 나타낼 수 있으며 사업가치, 비사업가치, 옵션가치로 구성됨
 - 사업가치와 비사업가치를 통틀어 자산가치라 할 수 있으며,
 - 옵션가치는 시장가치에서 자산가치를 제하면 산출될 수 있음

<식> McKinsey의 시장가치 산출식

$$\begin{aligned} \text{시장가치} &= \text{사업가치} + \text{비사업가치} + \text{옵션가치} \\ &= \text{자산가치} + \text{옵션가치} \end{aligned}$$

* McKinsey는 옵션가치 산출식을 바탕으로 기업의 경영 능력을 평가하고 있음

1) 본문의 내용은 日經비즈니스 '99년 4월 5일지 기사를 참조한 것임

- (자산가치) 기존의 사업 구조, 투자설비를 바탕으로 창출할 수 있는 사업가치와 고정자산, 금융자산의 보유로 구성된 비사업가치로 구성됨
 - 사업가치는 미래의 영업 현금흐름을 현재가치로 할인하여 표현할 수 있음
 - 비사업가치는 현금 및 예금, 유가증권, 부동산의 시가에서 금융부채를 차감하여 산출할 수 있음
- (기업의 옵션가치) 자산가치를 통하여 장래의 미래가치를 창출할 수 있는 능력을 일컬음
 - 만약 기업의 시장가치가 자산가치를 상회하면 기업의 미래 경영에 대한 기대가치가 크다는 것을 의미함

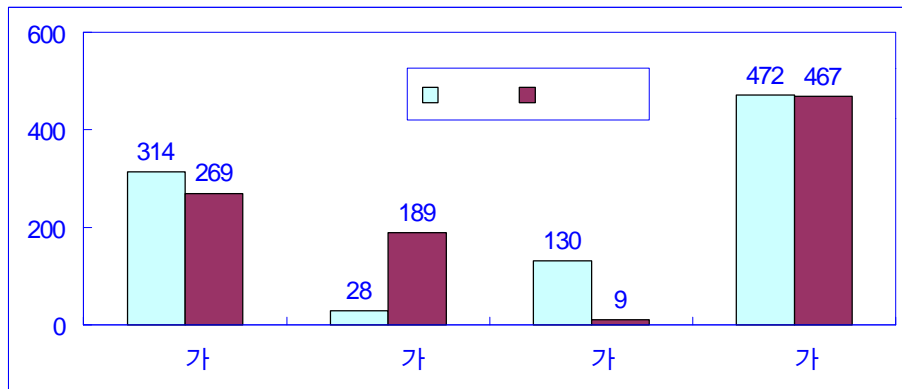
3. 先進 企業들의 未來 經營 能力 評價

- (미국의 우수 기업) 자산가치의 비중에 비해 옵션가치 비중이 높은 경우가 많음
 - (파이자) 비아그라로 유명한 파이자社의 경우 기업의 옵션가치는 시장가치(약 1,470억 달러)의 64%인 941억 달러이며,
 - (시스코) 네트워크 장비를 제조하는 同社의 옵션가치는 시장가치(약 582억 달러)의 69%인 401억 달러임('98.7月末 기준)
 - (GE) 同社의 옵션가치는 시장가치(약 2,855억 달러)의 22%인 628억 달러임. 위에서 예시한 기업에 비해 GE의 옵션가치가 떨어지는 이유는 금융자산(GE 캐피털)과 설비자산의 보유때문인 것으로 추정됨
- (일본 기업) 그 동안 설비자산 및 금융자산의 확충에 힘써온 까닭으로 옵션가치의 비중이 미국 기업보다 적게 나타나고 있음
 - 그러나 소니, 도요타, 쓰미토모 은행과 같은 기업들은 미국 기업 못지 않게 기업의 옵션가치가 높게 나타나고 있음
 - 특히 소니와 도요타의 최고 경영자인 이데이 사장과 오쿠다 사장은 일본 분석가들이 선호하는 우수한 경영자에 선정되어 경영자의 능력과 옵션가치가 밀접한 관계가 있음을 말해주고 있음
- (소니와 마쯔시다) 양사의 옵션가치('99.3.16 기준)는 각각 1조 3천억 엔(시장가치 대비 28%)과 9백억 엔(0.02%)이며, 새로운 환경 변화에 따른 성장 전략 및 시나리오의 유무가 양사의 옵션가치의 차이를 설명함

- 소니는 수익 기반인 가전 사업이 가격 인하 경쟁으로 인해 고부가가치 창출이 어렵다는 판단으로 수익 기반 전략을 게임, 음악, 영상, 방송, 디지털 콘텐츠 등에 집중하고 있음(게임 부문의 EVA는 소니 전체의 EVA보다 10배 이상으로 계산됨: '98.3末 기준)
- 마쯔시다는 경영 성과는 투자자본 이익률(ROIC)이 자본코스트를 밑도는 저수익성을 보이고 있음. 또한, 신제품의 신속한 출시보다는 고품질 생산에 중점을 두는 과거의 전략은 가전 제품 주기의 단축 현상으로 실효성이 떨어지고 있음

<그림 1> 소니와 마쯔시다의 시장가치 비교

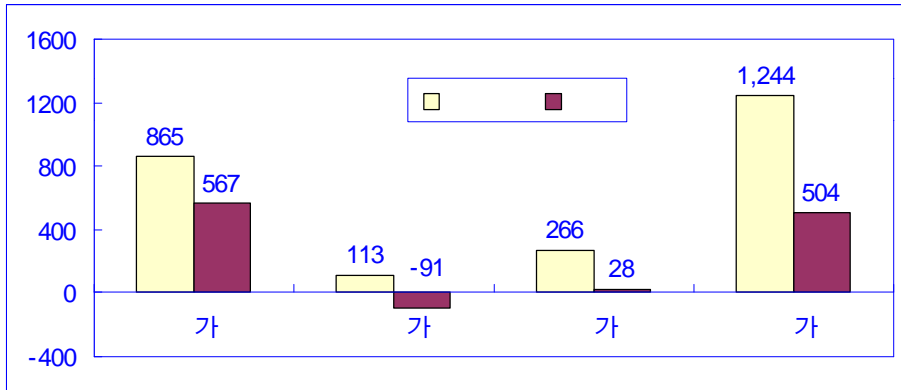
(단위: 백억 엔)



- (도요타와 혼다) 옵션가치는 각각 2조 6,600억 엔(시장가치 대비 21%)과 2천 8백억 엔(0.06%)으로 약 10배의 차이가 나타나고 있으며, 새로운 기술에의 투자(경영 자원의 효과적 배분)에 따라 옵션가치의 차이가 나타남
 - 도요타는 풍부한 금융자산을 바탕으로 자동차 사업과 관련된 환경 사업과 교통 시스템에 투자하고 있음. 특히 전기와 가솔린으로 구동되는 자동차를 세계 최초로 개발한 기술력을 보유하고 있음
 - 혼다는 주력 제품인 오토바이의 동남아 시장 점유율이 계속 감소하고 있으며, 지나친 미국 시장 의존 전략의 위험도가 높다는 평가임

<그림 2> 도요타와 혼다의 시장가치 비교

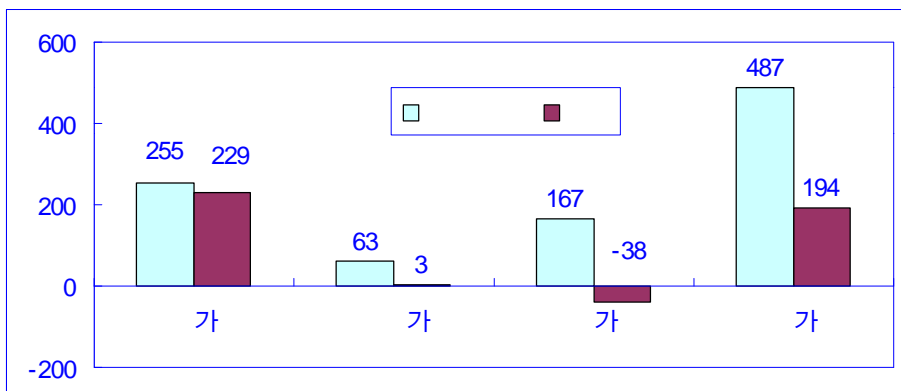
(단위: 백억 엔)



- (쓰미토모 은행과 후지 은행) 옵션가치는 각각 1조 6,700억 엔(시장가치 대비 34%)과 -3천 8백억 엔(-20%)이며, 환경 변화에 따른 경영 전략의 有無가 옵션가치의 차이의 원인이 됨
 - 쓰미토모 은행은 수익성 위주의 전략(예: 고수익성 창출의 개인 고객층 관리)을 펼치고 있으며, 채산성이 맞지 않은 해외 지점의 폐쇄 등과 같은 구조조정 전략으로 투자자들에게 호평을 받고 있음
 - 후지 은행은 시장가치는 쓰미토모 은행과 비슷하지만 쓰미토모 은행과 비교될 만한 명확한 전략 부재가 옵션가치 저하의 원인이 됨

<그림 3> 쓰미토모 은행과 후지 은행의 시장가치 비교

(단위: 백억 엔)



<표> 일본 기업들의 옵션가치 비교

(단위: 백억 엔)

구분	전기·전자		자동차		은행	
	소니	마쯔시다	도요타	혼다	쓰미토모 은행	후지 은행
자산가치	342	458	978	476	320	232
사업가치	314	269	865	567	255	229
비사업가치	28	189	113	-91	65	3
옵션가치 (시장가치 대비 비중)	130 (28%)	9 (0.02%)	266 (21%)	28 (0.06%)	167 (34%)	-38 (-20%)
시장가치	472	467	1,244	504	487	194
비교	성장 전략의 有無		신기술에의 투자		환경 변화에 따른 경영 전략의 有無	

* 주: 日經비즈니스 '99년 4월 5일호 참조

4. 示唆點

- (기업의 생존 전략) 기업의 미래 경영 능력이 은행 및 투자자에게 중요한 기준이 된만큼 기업 옵션가치의 향상이 필요함
 - 옵션가치가 높은 기업들은 환경 변화에 맞추어 새로운 성장 전략을 수립·수정함으로써, 미래 수익원 창출에 힘쓰고 있음
 - 또한 사업 구조조정과 같은 경영 자원의 선택과 집중을 통해 수익성 제고 및 기업 경쟁력 향상을 꾀하고 있음
 - 최고 경영자도 기업의 전략적 위치 파악과 이에 맞는 전략적 수행을 통해 기업의 자산가치를 활용하여 미래 경영 능력을 향상시키려 노력하고 있음
- (국내 기업 옵션가치의 향상) 국내 기업의 옵션 가치를 높이기 위해서는 다음과 같은 전략 및 경영 기법의 수행이 필요함
 - BCG 모델, EVA 분석을 통해 기업(또는 사업부문별)의 전략적 포지션을 파악하고 이와 더불어 미래 수익원을 창출하도록 노력하며,
 - 투자자본수익률(ROIC), 사업부문별 현금흐름 등을 전략적 피드백으로 활용하여 경영 자원의 선택과 집중이 효과적으로 실행되도록 함
 - 또한 전략적 포지션과 환경에 따른 시나리오 분석을 바탕으로 기업의 미래 경영 능력을 제고시키도록 해야 함

(김대홍 : dhkim@hri.co.kr ☎724-4098)