Ⅱ. 회계 정보를 이용한 기업 가치 평가
: 초과 이익 평가 모형(AEM: Abnormal Earning Model)

EXECUTIVE SUMMARY

1. 초과 이익 평가 모형(AEM)의 도입 배경
- 기업 환경의 새로운 변화로 기업 가치 평가 방법의 중요성이 증대하고 있음
- 기업의 가치 평가를 위한 기초 분석 자료로 첫째, 내부 자료를 사용하는 방법은 자료 입수와 타 기업과의 비교가 어렵다는 한계가 있으며 둘째, 외부 공시 자료를 사용하는 방법은 기업의 내재 가치를 제대로 반영하지 못한다는 문제점을 가짐
- AEM은 기존의 평가 방법들이 가지고 있는 한계와 문제점을 해결함으로써 새롭게 부각받고 있는 기업 가치 평가 방법임

2. 초과 이익 평가 모형(AEM: Abnormal Earning Model)이란?
- (기본 모형) 기업 가치를 자산의 장부 가치(book value)와 미래에 창출할 초과 이익의 합이라고 가정하고 있음
- (개념적 타당성)
  - AEM의 기본 모형은 회계의 기본적 이익 합산 구조(즉, 당기의 기업 가치는 전기의 장부 가치에다가 1년 동안의 가치 증분을 합산해서 도출)와 일치하고 있음
  - 회계수치는 기업마다 이익 보고시점과 회계처리 방법이 다르므로 과대·과소 계상되기 쉬우나, AEM은 초과 이익을 추정하는 과정에서 이를 적절하게 상쇄시킬 수 있음

3. AEM과 기존의 평가 모형과의 비교
- AEM은 자료 수집과 타 기업과의 비교가 용이하며 기업의 내재 가치를 반영 할 수 있으므로 기존의 평가 모형보다 보다 이론적으로 정교하며 실무 적용 측면에서 유리함
  - 자산 가치 평가 방법은 장부 가치를 활용하므로 이해가 쉽고 객관적이나, 기업의 내재 가치를 제대로 반영하지 못함
  - 수익 가치 평가 방법은 미래의 수익 창출 능력에 대한 추정을 통해 기업의 내재 가치를 정확하게 반영할 수 있으나 자료 입수와 타 기업과의 비교가 어렵고 계산 과정이 복잡함
  - 상대 가치 평가 방법은 비교 대상이 될 수 있는 유사 기업의 주가나 실제 인수 가액을 참조하므로 계산이 간단하고 실무 적용이 용이하지만, 유사 기업을 찾기가 곤란하고 선정 기준도 모호함
- AEM은 현금 흐름 할인 모형(DCF)에 비해 불확실한 추정에 의존하는 정도가 적음
  - DCF는 미래 현금 흐름 추정시 자의적 가정이 개입될 수 있다는 한계점을 가지는데, AEM은 미래 추정치에 의존하는 불확실성을 현저하게 감소시킬 수 있음

4. AEM의 활용방안
- 첫째, 적정 가치 평가에 활용 가능함
- 둘째, 사업 부문별 성과 평가에 활용 가능함
- 셋째, 관리 회계상의 의사 결정 문제에 판단 기준을 제공해줌

1. 초과 이익 평가 모형(AEM)의 도입 배경

- **AEM의 도입**
  - 주식 시장 개방, 기업 인수 합병 증가, 기업 지배 구조 개선 등으로 기업 가치 평가에 대한 중요성이 커짐
  - 현대 재무 이론과 회계학계의 오랜 연구 결과가 축적된 결과, 1995년 올슨(Ohlson) 교수가 '초과 이익 평가 모형(AEM: Abnormal Earning Model)'이라는 가치 평가 기법을 개발하였음

- **기존의 기업 가치 평가 방법은 크게 자산 가치 방법, 수익 가치 방법, 상대 가치 방법으로 나누어 볼 수 있음**
  - 자산 가치 평가 방법은 기업이 보유하고 있는 순자산의 장부 가치를 평가하는 방법으로 이해가 쉽고 객관적임
  - 수익 가치 평가 방법은 미래 수익 창출 능력을 평가하는 방법인데, 미래의 현금 흐름과 할인율 추정을 통해 기업의 내재 가치를 가장 잘 반영함
  - 상대 가치 평가 방법은 대상 기업과 유사 기업의 주가를 배수화해서 사용하거나 동종 업계에서 발생한 실제 거래의 인수 가액을 참고해서 평가하는데, 계산 과정이 간단하므로 실무에서 자주 이용함

- **기업 가치 평가 방법은 분석을 위한 기초 자료로 기업의 내부 자료와 외부 공시 자료를 사용하는데, 각각 한계와 문제점을 가지고 있음**
  - 기업의 내부 자료를 사용하는 수익 가치 평가 방법의 경우, 정확성과 신뢰성을 확보할 수 있는 반면에 자료 입수가 어렵고 타 기업과의 비교가 용이치 않다는 한계에 부딪힘
  - 외부 공시 자료(재무제표상의 회계 정보, 주가 등)를 이용하는 자산 가치 평가 방법이나 상대 가치 평가 방법의 경우, 자료 입수가 쉽고 타 기업과의 비교는 용이하지만 정확성과 신뢰성을 확보할 수 없다는 문제점을 가짐

- **초과 이익 평가 방법(AEM)은 이러한 기존의 가치 평가 방법들의 한계와 문제점을 동시에 해결할 수 있으므로 새로운 대안으로 부각되고 있음**
  - AEM은 초과 이익 추정 과정을 거치므로 수익 가치 평가 방법으로 분류됨
  - 외부에 공시된 회계 정보를 이용하는 AEM은 자료 입수와 타 기업과의 비교가 용이하며, 기업의 내재 가치 산정에 있어서도 정확성과 신뢰성을 확보함

< 표 1: 기업가치 평가 방법의 분류 >

자료의 형태 / 평가 방법	기업 내부 자료	외부 공시 자료
자산 가치 평가 방식	-	• 장부 가치 평가 방법 • 청산 가치 평가 방법
수익 가치 평가 방식	• 현금 흐름 할인 모형(DCF) • 잉여 현금 모형(FCF) • 경제적 부가가치 모형(EVA)	-
상대 가치 평가 방식	• 동종 업종에 속한 기업의 최근 인수 가액을 기준으로 함	• 유사 기업 주가 단순 배수법 (PBR, PER, EV/ EBITDA)

2. 초과 이익 평가 모형(AEM: Abnormal Earning Model)이란?

- 기본 모형

· AEM이란 기업의 가치를 투하된 자산과 미래에 창출할 초과 이익의 합계로 파악하는 방법으로 장부 가치(book value)라는 회계 정보를 기초 자료로 활용함

< 표 2: 초과 이익 평가 모형(AEM)의 기본 모형[1] >

$$\text{기업가치} = \text{자산장부가치} + \left[\frac{\text{미래초과이익기대값}}{\text{할인률}}\right]$$

- 초과 이익 평가 모형의 이론적 · 개념적 타당성

· AEM은 평가 기간을 단기간으로 한정시킬 수 있으므로 무한정의 기간에 대한 회계 정보를 필요로 하는 현금 흐름 할인 모형과는 다르며, MM의 배당 무관련성 정리를 만족함

· 기업마다 회계 처리 방법이 다양하고 이익 보고 시점이 다르므로, 회계 정보는 이익의 과대 · 과소 계상, 비교 가능성 · 일관성의 결여라는 한계점을 가짐

· 그럼에도 불구하고, AEM은 회계정보를 이용하여 기업의 내재가치를 평가할 수 있는데, 이는 AEM하에서는 현재의 순장부가치의 변동이 미래의 초과이익의 현가에 동일한 수준만큼 반대방향의 영향을 미쳐 서로 상쇄되기 때문임

---

1) $P_t = BV_t + \sum_{\tau=1}^{n}[R_F^{-\tau}] \cdot E_t[X_{t+\tau}^{a}]$ (단, P : 기업가치, BV : 순장부가치, R_F : 할인율, X^a : 초과이익, t: 기간)

3. AEM과 기존의 가치 평가 모형과의 비교

- **AEM은 기존의 가치 평가 모형들이 가졌던 한계와 문제점을 해결함**
  - · 자산 가치 평가 방법은 외부 공시 자료를 기초로 하므로 자료 입수가 쉽고 타 기업과의 비교가 용이하지만 기업의 내재 가치를 제대로 반영하지 못함
  - · 수익 가치 평가 방법은 기업의 내부 자료를 이용하므로 내재 가치 산정의 정확성과 신뢰성을 확보할 수 있지만, 자료 입수와 타 기업과의 비교가 어려우며 계산 과정 역시 복잡함
  - · 상대 가치 평가 방법은 비교의 대상이 되는 유사 기업을 선정하기가 어렵지만 계산 과정이 매우 간단하므로 실무 적용이 유리함

< 표 3: 가치 평가 모형들의 상호 비교 >

	초과 이익 평가 모형	자산 가치 평가 방법	수익 가치 평가 방법	상대 가치 평가 방법
방식	• 미래 초과 이익 추정 • 외부에 공시된 회계 정보 사용	• 외부 공시 자료 사용	• 미래 현금 흐름의 크기, 지속성, 할인율 추정 • 기업 내부 자료 사용	• 외부 공시 자료 사용 - 유사 기업 주가 • 기업 내부 자료 사용 - 비교 기업 인수가액
장점	• 기업 내재 가치 반영 • 자료 수집 용이 • 타기업과의 비교 용이 • 추정에 의존하는 정도(불확실성) 감소	• 자료 수집 용이 • 타기업과의 비교 용이	• 기업 내재 가치 반영	• 계산 과정 간단 • 실무 적용 용이
단점	• 미래 초과이익 추정에 자의성 개입	• 기업내재가치 미반영	• 추정에 자의성 개입 • 자료 수집 곤란 • 타 기업과의 비교 가능성 낮음 • 계산 과정 복잡	• 유사 기업 선정 곤란 • 기업 내재가치 미반영

- **AEM은 현금 흐름 할인 모형(DCF)에 비해 불확실한 추정에 의존하는 정도가 훨씬 적음**
  - · DCF는 미래 현금 흐름과 할인율 추정시 자의적인 가정을 할 수밖에 없으며 AEM 역시 미래 초과 이익 부분에 대해서는 추정에 의존하고 있음
  - · 하지만, AEM은 기업의 전체 내재 가치를 평가하는데 있어서 DCF보다 미래 추정치에 의존하는 정도가 훨씬 작으므로 불확실성을 현저하게 감소시킴

<표 4: AEM과 DCF가 미래 추정치에 의존하는 정도의 비교>

DCF에서의 기업가치: V = PV	
미래 현금 흐름의 현재 가치: PV (추정치에 의존하는 부분)	
‖	
AEM에서의 기업가치: V = BV + PV	
현재 자산의 장부 가치: BV (추정치에 의존하지 않는 부분)	미래 초과 이익의 현재 가치: PV (추정치에 의존하는 부분)

4. 초과 이익 평가 모형의 활용 방안

- 첫째, 적정 가치평가에 활용 가능함
  - · 초과 이익 평가 모형을 이용하여 회사가 보유하고 있는 주식의 적정 주가를 산정
  - · 벤처, IT, 하이테크 기업과 같이, 무형 자산과 지식 자산의 비중이 높은 기업을 가치 평가할 경우에도 활용이 용이함
  - · 부실 기업의 판정, M&A 대상 기업의 가치 평가에 기준으로 활용 가능함

사례 1: 증권사 애널리스트의 주식 내재가치 산출 과정

- A회사의 현재 주당 순자산(BPS)가 3,963원이고, 2003년 예상 자기 자본 수익률(ROE)이 12.44%, 그리고 A회사의 자기 자본 비용(K_e)이 11%이라고 가정하면,
- 주가 산출 공식: P = $BPS \times \frac{ROE}{K_e}$ 이므로,
- 이때, A회사의 주가는 3,963×(12.44% ÷ 11%) = 4,470원으로 산정됨

- **둘째, 사업 부문별 성과 평가에 활용 가능함**
  - **사업 부문별 경영 실적 평가가 가능하므로 생산성 향상 및 재무 구조 개선 수단으로 사용할 수 있음**
  - **사업 부문별 성과를 보상 체계와 연계시켜 책임 경영을 확립할 수 있음**

- **셋째, 관리 회계상의 의사 결정 문제에 판단 기준을 제공해줌**
  - **AEM은 미래에 창출할 기대치가 높은 사업 부문을 식별·제시할 수 있으므로, 이를 통해 기업은 핵심 역량 위주로 구조 조정이 상시 가능함**
  - **또한, 기업의 한정된 자원을 효과적으로 사용하기 위한 투자안의 선택 과정에서 판단 기준으로 활용할 수 있음**

사례 3: 핵심 역량을 가진 사업 부문의 발굴

- **AEM으로 계산해본 결과, G사업부의 순자산(자산에서 부채를 공제한 금액)은 2억 9천만원, 기업 가치는 2억 9천 9백만원, M사업부의 장부 가치는 4천 7백만원, 기업 가치는 3억 1천만원으로 각각 산출되었다고 한다면,**
- **이때, 기업 가치가 장부 가치를 초과하고 있는 부분이야말로 그 사업부가 보유하고 있는 미래 초과 이익의 가치인 것이므로,**
- **G사업부는 2억 9천 9백만원 - 2억 9천만원 = 9백만원, M사업부는 3억 1천만원 - 4천 7백만원 = 2억 6천 3백만원이라는 초과 이익을 각각 달성하고 있음**
- **G사업부에 비해서, M사업부의 기업 가치(주가)가 자산 규모에 비해 월등히 높은 이유는 과거 이익이 높아서가 아니라 앞으로의 기대치인 미래 현금 흐름이 매우 좋을 것이라는 기대 때문임**
- **따라서, M사업부야말로 핵심 역량을 가진 부서로 판단되므로 기업의 한정된 자원을 이곳에 집중시켜야함**

(**배성민** : smbae@hri.co.kr ☎ 031)288-7349)