

企業評價의 原理와 方法*

안 정 근**

I. 序論	V. 所得接近法
II. 企業評價의 몇 가지 基本原理	1. 所得還元法
III. 어림셈법에 의한 評價方法	2. 割引現金收支分析法
IV. 資産接近法	VI. 市場接近法
1. 資産累積法	1. 指針會社法
2. 超過利益還元法	2. 引受合併法
	VII. 結論

I. 序論

企業評價(business valuation)¹⁾란 간단히 말해 企業價值(business value, 또는 value of the business)를 추계하는 것이다. 기업평가사는 대상기업에 대해 여러 가지 경제적 권익의 가치를 추계한다. 추계대상이 되는 경제적 권익에는 持分價值(equity value), 투자자본(invested capital)의 가치, 業體價值(enterprise value, business enterprise value, 또는

* 이 논문은 1998학년도 대구대학교 학술연구비 지원에 의한 논문임.

** 본 학회 정회원, 대구대학교 부동산학과 교수

1) 기업평가의 영어식 표현으로는 'business valuation' 외에도 'business appraisal', 'corporate valuation' (Smith, 1988; Wurtzback and Miles, 1991, p.345)이 있다. 일반적으로 실무분야에서는 'valuation'과 'appraisal'을 구분하지 않는 경향이 있다. 최근 미국의 '통일전문평가실무기준'(USPAP: Uniform Standards of Professional Appraisal Practice)에서도 'appraisal'을 부동산의 가치를 추계하는 것이라 하여 이 둘을 동의어로 사용하고 있다. Appraisal Institute, The Dictionary of Real Estate Appraisal, 3rd ed., Chicago: Appraisal Institute, 1993, p.16.

business entity value) 등이 있다. 업체가치란 용어는 일반적으로 어떤 회사의 총합적 가치(aggregate value)를 지칭하는 의미로 사용되고 있다(Smith and Parr, 1994, p.121). 그러나 이것은 아직까지도 사용자들 간에 일치된 개념이 없는 매우 모호한 용어이다. 사람에 따라서는 이처럼 업체의 총합적 가치를 지칭하는 의미로 사용하는 것이 아니라, 기업의 유형요소 외의 기업가적 노력이나 관리능력에 의해 창출되는 無形의 價値增分을 지칭하는 의미로 사용하기도 한다(Rabianski, 1996; Kinnard, 1990; Fisher and Kinnard, 1989). 따라서 평가사들이 이 용어를 접할 경우이나 사용할 경우에는, 이것이 어떠한 의미로 사용되고 있는지, 어떠한 의미로 사용할 것인지를 사전에 명확히 규정할 필요가 있다.

IMF 시대 우리 나라 기업들은 현재 매우 어려운 상황에 처해 있다. 많은 기업들이 도산하고 있으며, M&A, P&A(purchase & assumption), 워크아웃 방식 등에 의해 다른 기업에 인수·매도되거나 정리되고 있다. 이 같은 인수 및 매도과정에서 企業價値의 평가는 필수적이다. 그럼에도 불구하고, 많은 기업들이 제대로 評價조차 받지 못하고 정상가치 이하의 헐값으로 넘어가고 있는 것이다. 이것은 한편으로는 기업 사정이 어렵다 보니 기업가치가 繼續企業價値(going-concern value)가 아니라 清算價値(liquidation value) 수준으로밖에 인정받지 못한다는 데에 기인하며,²⁾ 다른 한편으로는 평가실무 관행상 유형자산 외 각종 무형자산(intangible asset)의 가치가 제대로 인정받지 못하는 데에 기인한다.

이제 우리 나라의 감정평가사들도 기업평가에 관심을 가질 때가 되었다. 기업평가의 방법에도 여러 가지가 있다. 회계사나 재무전문가들은 주로 證券評價(security appraisal)의 방법으로 기업가치를 평가한다(구자균, 1996; 강효석외, 1997). 약간의 예외는 있었으나(한국감정원, 1992), 이때까지 우리 나라의 기업평가는 거의 이 범주를 벗어나지 못하였다. 그러나 감정평가사가 회계사나 재무전문가들보다 상대적으로 강점을 가지는 분야는, 증권평가가 아니라 자산평가 분야이다. 기업자산은 크게 운전자본, 유형자산, 무형자산의 3가지로 나누어진다. 우리 나라 감정평가사에 의한 기업평가는 주로 유형자산 위주로 행해졌다. 이것은 資產再評價의 경우에도 마찬가지이다. 그리고 자산재평가에 관한 관심도 실무분야에 국한되었는지, 이론분야에까지 확대된 것은 아니었다. 감정평가분야에서의 이론적 관심은 기껏해야 김삼식(1986) 정도에 불과했으며, 나머지는 대부분 금융학이

2) 기업의 수익력과 기업가치 간에는 正의 상관관계가 있다. 기업의 수익력이 클 경우에는, 영업권과 같은 무형자산의 가치도 상당히 인정받는다. 그러나 기업의 수익력이 떨어질 경우, 기업은 고정자산의 청산가치 정도, 심지어는 폐기가치(scrap value) 정도밖에 인정받지 못하기도 한다. Gordon V. Smith(1988), Corporate Valuation: A Business and Professional Guide, New York: John Wiley & Sons, p.93.

나 회계학 등 다른 분야에서 행해진 것이었다.³⁾

본 연구는 제목이 시사하는 바와 같이 기업평가의 원리와 방법을 고찰하는 것을 목적으로 하고 있다. 증권평가법에 의한 기업가치의 평가는 상장회사에만 적용된다는 약점이 있다. 하지만 본고에서 제시되는 3가지 접근법은 상장회사나 非上場會社에 모두 적용될 수 있다는 장점이 있다. 본고는 모두 7장으로 구성된다. 제1장은 서론으로서 연구의 배경과 목적이 기술되며, 제2장에서는 기업평가에 관한 몇 가지 기본원리가 설명된다. 제3장에서는 먼저 몇 가지 어렵셈법에 의한 기업평가방법을 간략하게 소개한다. 그리고 제4장에서는 자산접근법, 제5장에서는 시장접근법, 그리고 제6장에서는 소득접근법에 속하는 평가방법을 살펴본다. 마지막 제7장은 결론 부분으로서 이때까지의 연구결과를 요약하고 추후 연구방향에 대해 언급한다.

II. 企業評價의 몇 가지 基本原理

價値(value)란 장래 기대되는 편익을 현재가치로 환원한 값이라고 정의된다. 다소 논란이 있기는 하지만, 장래 기대되는 편익이 가치를 결정한다는 것은 일반적으로 인정되고 있는 이론이다(Pratt et. al., 1996, p.36). 가치에 대한 이 같은 정의는 부동산평가에서 뿐만 아니라 기업평가에서도 그대로 적용되고 있다. 즉, 企業權益(business interest)의 가치란 그것의 소유자에게 발생하는 장래의 편익을 현재가치로 환원한 값이라는 것이다. 따라서 평가대상이 되는 기업권익은 무엇이며, 기업권익의 어떤 가치를 추계할 것인가는 사전에 결정해야 한다. 그리고 장래의 편익은 어떻게 추계하며, 어떠한 할인율로 할인할 것인가 하는 문제도 해결해야 한다. 企業評價原理란 결국 이 같은 문제에 관련된 이론이나 원리를 의미한다.

평가대상이 되는 기업권익은 소유권이 일반적이기는 하나, 경우에 따라서는 소유권 이외의 권익일 수도 있다. 평가대상 企業權益은 그것이 증권에 관한 것인지 또는 자산(asset)에 관한 것인지가 먼저 확인되어야만 한다. 왜냐하면, 證券評價에 적합한 방법은 有·無形資産의 평가에 적합하지 않고, 유·무형자산의 평가에 적합한 방법은 증권평가에는 적합하지 않기 때문이다.

기업평가에도 公正市場價値(fair market value), 투자가치, 內在價値, 계속기업가치, 청

3) 예를 들어, 금융학 분야에서의 연구로는 전정수(1997), 이준수(1993), 김병수(1988) 등이 있으며, 회계학 분야에서의 연구로는 이동희(1992), 김남인(1985), 최동규(1987) 등이 있다.

산가치 등 여러 형태의 '價値의 多元的 概念'⁴⁾이 존재한다. 이것들의 개념은 서로 다르며, 개념이 다른 만큼 그 값도 서로 다르다. 물론 계 중에는 같은 것이 다른 이름으로 불리는 것도 있다. 이 같은 여러 가지 가치의 개념 중에서 공정시장가치가 기업평가의 價値基準(standard of value)으로 일반적으로 인정되고 있다. 公正市場價値란 "거래당사자 중 어느 누구도 강박상태에서 행동하지 않으며, 쌍방 모두 관련사실에 대해 합리적 지식을 가지고 있을 때, 대상재산을 기꺼이 팔려고 하는 매도자와 기꺼이 사려고 하는 매수자 사이에서 교환되는 금액"이다.⁵⁾ 이것은 ASA(American Society of Appraisers)⁶⁾의 정의인데, 부동산평가의 시장가치에 대한 Appraisal Institute의 정의와는 미묘하지만 중요한 차이를 지니고 있다.

전술한 바와 같이, 기업권익의 가치는 소유자에게 제공되는 미래의 경제적 편익을 현재가치로 환원한 값이다. 미래의 편익을 현재가치로 환원하는 데 사용되는 할인율은, 대상투자물에 자본을 끌어들이는데 필요한 수익률로서, 비슷한 위험을 가진 투자물에 대한 기회비용을 나타낸다. 하지만 미래의 경제적 편익을 추계하고 적절한 할인율을 결정한다는 것은 결코 쉬운 일은 아니다. 따라서 평가사들은 통상적으로 현재와 과거의 역사적 자료를 사용하여 이를 추계하고 있다. 이 같은 방법은 일종의 평가원리로 용인되고 있기는 하지만, 그 추계치는 미래의 기대치를 반영하여 조정될 필요가 있다.

주주들은 기업자산에 대해 직접적인 권리를 주장하지는 못한다. 기업자산은 법인 소유이지 주주 개인의 소유는 아니기 때문이다. 주주들의 持分價値는 기업의 純資産價値(net asset value)보다 클 수도, 작을 수도 있으며, 경우에 따라서는 아무런 상관도 없을 수도 있다는 점을 기업평가사는 명심해야 한다. 전체주식가치는 대주주인 경영권의 가치와 소액주주들의 지분가치의 합으로 생각할 수 있다. 그러나 소액주주들은 기업결정에 미치는 영향력이 작기 때문에, 그들의 주식가치는 실제 지분비율보다 낮게 평가될 수 있다. 기업평가에 있어, 部分權益의 가치를 합산한다고 해서 그것의 전체가치가 되는 것이 아니다. 그리고 기업가치는 그것의 시장성(marketability)과 밀접한 관계가 있기 때문에, 평가시점 현재 내·외적 요인에 의해 지대한 영향을 받는다는 사실도 유의해야 한다.

4) 가치의 다원적 개념(multiplicative-of-value concept)에 대해서는 安正根(1998), 不動產評價理論, 제2판, 서울: 法文社, pp.36-39 참조.

5) Pratt, Shannon P., Robert F. Reilly, and Robert P. Schweih(1996), Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies, Chicago: Irwin, p. 23.

6) ASA는 1936년에 조직된 'The American Society of Technical Appraisers'와 1939년에 조직된 'Technical Valuation Society'가 1952년에 합쳐진 것이다. 이것은 1994년 현재 약 6,300명의 회원을 거느리고 있는데, 부동산뿐만 아니라, 기계장비, 골동품, 투자증권, 무형재산권의 평가에 관한 자격증도 수여하고 있다(安正根, 1998, pp.26-27).

Ⅲ. 어림셈법에 의한 評價方法

기업가치를 결정하는 데 자주 쓰이는 어림셈법으로는 ① 매상배수법 또는 이익배수법, ② 투자회수기간법, ③ 회계수익률법, ④ 자산평가법 등이 있다(Weber, 1982, pp. 105-106). 어림셈법(rule of thumb)이란 해당사업의 종사자나 관계자들의 평가에 기반을 둔 것으로서, 기업을 얼마에 팔아야 하고 얼마에 살 수 있을 것인가를 시사하는 시장감각적(market-inspired) 가격결정 도구로 정의되고 있다(West, 1992, p.116).

賣上倍數法 또는 利益倍數法(multiple of sales or of earnings)은 현재의 매상고나 또는 수 년간의 매상고의 평균에 일정한 배수를 곱하여 대상기업의 가치를 구하는 방법이다. 投資回收期間法(payback on investment method)이란 특히 위험한 기업의 평가에 자주 쓰이는 어림셈법으로서, 사전에 결정된 투자회수기간 동안의 현금수지를 대상기업의 매수가격의 상한선으로 하는 방법이다.

會計收益率法(accounting rate of return method)이란 사전에 설정된 회계수익률을 기준으로 매수가격의 상한선을 정하는 방법이다. 회계수익률이란 일정기간 동안의 평균 순소득을 투자금액으로 나눈 값이다. 투자자는 이 방법을 사용하여 최소한의 회계수익률을 설정하고, 이것보다 낮은 수익률을 산출하는 요구가격(asking price)은 채택하지 않는다.

資產評價法(asset appraisal method)에서는 먼저 적절한 방법을 사용하여 대상기업의 모든 유형자산의 공정시장가치를 계산하고 이 같은 자산이 획득할 수 있는 정상적인 수익률을 추계한다. 자산가치에 정상수익률을 곱하면 유형자산에 의한 가능소득(potential income)이 된다. 평가사는 이것을 대상기업의 실제기대소득(actual expected income)과 비교한다. 이 두 소득의 차이는 超過利益(excess earning)이 되는데, 이것을 적절한 환원율로 할인하면 營業權(goodwill)의 가치가 된다. 그러므로 全體資產價值(total asset value)는 유형자산의 가치에 영업권의 가치를 합한 것이 된다. 따라서 대상기업의 지분가치는 전체자산가치에서 부채 부분을 제한 값이 된다.

이 같은 어림셈법으로 기업가치를 평가할 경우에는, 몇 가지 문제점이 있다. 먼저 매상배수법이나 회계수익률법의 문제점으로는, ① 업계에서 일반적으로 채택되고 있는 배수는 기업분석을 토대로 결정된 것이 아니라는 점, ② 매상고나 이익에 관한 수치는 과거나 현재의 것이지 미래의 것이 아니라는 점, ③ 투자에 대한 진정한 수익지표는 매상고나 이익이 아니라 '現金收支'(cash flow)라는 점, ④ 그리고 자금에 대한 시간가치를 무시하고 있다는 점, 즉 미래의 현금수지를 할인하지 않는다는 점 등이 지적되고 있다.

투자회수기간법에 사용되는 回收期間도 기업분석에 근거하지 않는다는 약점을 가지고 있다. 이 방법은 현금수지가 純所得(net income)보다 가치측정수단으로 우월하다는 것

을 인정하고 있지만,⁷⁾ 매기간의 현금수지를 현재가치로 할인하지 않고, 회수기간 후의 현금수지는 무시하는 오류를 범하고 있다. 資產評價法은 유형자산의 적정수익률과 영업권의 환원율이라는 두 가지 요소로 기업가치를 측정하고 있다. 마찬가지로 이 방법도 현금수지 대신에 순소득을 사용하고 있다는 한계점을 지닌다.

IV. 資產接近法

기업평가에도 부동산평가와 유사하게 자산근거접근법, 시장접근법, 소득접근법의 3방식이 사용된다. 資產根據接近法(asset-based approach)이란 기업평가 목적으로 수정된 대차대조표를 근거로 하여 기업가치를 추계하는 방법이다. 자산근거접근법을 다른 말로 자산접근법(asset approach)이라고도 한다(Clausen, 1983, p.53). 이하에서는 자산근거접근법을 자산접근법으로 약칭한다.⁸⁾

貸借對照表의 대변에는 流動資產(current assets), 공장, 부동산, 설비, 기타자산 등과 같은 자산항목이 나타나며, 차변에는 유동부채, 장기차입금, 자본금과 같은 부채와 자본항목이 나타난다. 자산접근법에서는 평가시점을 기준으로 대차대조표의 대변항목을 평가한 뒤, 여기에 무형자산의 가치를 합산하여 기업가치를 산출하고 있다.⁹⁾

자산접근법은 적용방법에 따라 자산누적법과 초과이익환원법으로 나뉘어진다. 資產累積法(asset accumulation method)에서는, 유·무형의 모든 자산과 부채를 개별적으로 재평가하고 이를 합산하는 방식을 취하고 있다. 그러므로 자산누적법을 資產合算法(sum of assets method)이라고도 한다(Smith, 1988, p.90). 이와는 대조적으로 超過利益還元法(capitalized excess earnings method)에서는, 회사의 모든 자산과 부채를 집단적으로 재평가하고, 이를 합산하고 있다. 자산누적법을 個別再評價法(discrete revaluation method), 초

7) 現金收支(cash flow)란 여러 기간 동안의 현금유입과 현금유출의 차이를, 所得(income)이란 한 해 동안의 현금수입과 지출의 차이를 의미한다. 安正根(1998, p.420) 참조.

8) 대차대조표를 근거로 기업가치를 평가하는 방법으로는, 純資產價值法(net asset value method), 修正純價值法(adjusted net worth method), 修正帳簿價值法(net book value method), 資產造成法(asset buildup method), 資產累積法(asset accumulation method) 등 여러 가지가 있다. 資產接近法이란 이 모두를 통칭하는 용어로 사용되고 있다.

9) 대차대조표의 借邊과 貸邊은 서로 일치하도록 되어 있다. 그러므로 기업가치는 차변인 부채와 자본 항목을 전부 합산하여도 산출된다. 이 같은 방법을 株式債券法(stock and bond technique) 또는 株式負債法(stock and debt technique)이라고 한다. 장기부채, 우선주, 보통주 등 기업의 각종 증권은 특정목적용 위하여 각각 개별적으로 평가되는 것이 일반적이다. Smith, Gordon V.(1988), Corporate Valuation, New York: John Wiley & Sons, p. 102.

과이익환원법을 集團再評價法(collective revaluation method)이라고도 한다(Pratt et. al, 1996, p. 258).

1. 資產累積法

기업평가를 함에 있어서, 평가사는 기업을 자산의 집합체로 간주한다. 기업의 자산은 金錢資産(monetary asset)과 非金錢資産으로 나누어진다. 비금전자산에는 유형자산과 무형자산이 있다. 즉, 기업의 자산은 금전자산인 純運轉資本(net working capital), 유형자산, 그리고 무형자산으로 나누어진다. 순운전자본은 유동자산에서 유동부채를 뺀 것이다.¹⁰⁾ 유동자산에는 현금, 단기투자, 미수금, 재고(원료, 반제품, 제품), 선급금이 포함된다. 그리고 유동부채에는 미지급금, 장기부채의 유동부분(current portion), 미지급세금, 그리고 기타 移延項目(accrued items)이 포함된다.

유형자산에는 토지, 건물, 기계설비, 사무실 비품, 차량, 건축 중인 改良物 등이 포함된다. 무형자산은 대차대조표 상에는 일반적으로 나타나지 않으나,¹¹⁾ 어느 경우에도 實在하는 자산으로 취급된다. 여기에는 집단노동력, 상표권과 상표명, 계약권, 특허권, 의장권, 고객명부, 회계운영체제와 기록, 공급자와 분배자와의 관계(supplier/distributor relationship), 영업권 등이 포함된다.

그러나 여기에서 유의해야 할 것은, 대차대조표 상에 나타나는 것은 어디까지나 費用이지 그것 자체가 價値는 아니라는 것이다. 기업가치가 歷史的 費用(historical cost)에 근거를 두고 있는 장부가치와 같아야 할 이유는 전혀 없다. 대차대조표에는 기업의 무형자산이 거의 나타나고 있지 않기 때문에, 기업의 자산가치는 대차대조표 상의 비용보다 클 수도 작을 수도 있다. 그러므로 평가사는 '회계에 기반을 두는 대차대조표'(accounting-based balanced sheet)를 '평가에 기반을 두는 대차대조표'(valuation-based balanced sheet)로 바꾸어야 한다.

이처럼 자산누적법에서는 대차대조표를 재작성하여 기업의 가치를 평가하고 있다. 이 방법으로는 신규기업뿐만 아니라, 기존기업의 가치도 추계할 수 있다. 전술한 바와 같이, 이 방법은 기업가치의 구성요소인 유형자산, 무형자산, 그리고 운전자본을 개별적으로 평

10) 대부분의 경우, 유동자산은 유동부채를 초과하여, 순운전자본이 (+)로 나타난다. 그러나 유동부채가 유동자산을 초과하여 순운전자본이 (-)인 데도, 거뜰히 운영되는 기업이 있다. 현금영업을 위주로 하는 운수회사나 레스토랑, 또는 사전에 현금을 선급금으로 지급받는 기업이나 서비스업체 등이 이에 해당된다.

11) 우리 나라 企業會計基準에 의하면, 영업권, 공업소유권, 광업권, 어업권, 借地權 등 일부 무형자산은, 당해 자산의 취득을 위하여 소요된 가액을 취득원가로 하고, 그 상각액을 당해 자산에서 직접 차감한 잔액을 대차대조표에 기재하도록 되어 있다. 그리고 상각액은 정액법 또는 생산량비례법에 의하도록 규정되어 있다(제69조).

가한 뒤, 이들을 합산하게 되면 대상기업의 가치가 산출될 것이라는 가정에 근거를 두고 있다. 개별자산들에 대한 평가는 비용접근법, 시장접근법, 소득접근법 등 부동산평가에서 흔히 사용되는 방법들이 적용된다.¹²⁾ 대상기업의 가치는 이렇게 해서 계산된 자산가치에서 부채가치를 뺀 것이 된다.

그런데 개별자산의 가치를 전부 합산한 것이, 과연 전체기업의 가치가 되느냐에 대해서는 의문의 여지가 있다. 즉, 부분을 합산한 것이 전체와 일치한다는 보장이 없다는 것이다. 예를 들어, Smith(1988, p.90)는 다음과 같은 조건 하에서 기업가치는 개별 자산가치의 합보다 커질 수가 있다고 주장한다. 즉, ① 해당기업의 위치가 뛰어나고, ② 기업 간 경쟁이 약할 때, ③ 시장점유율의 상당부분이 특허권을 획득한 신제품에 의한 것일 때, ④ 서비스가 우수하여 단골고객을 많이 확보하고 있을 때, ⑤ 독특한 기술개발로 인해 비용이 감소하고 이윤이 증대할 때가 그것이다.

이것들은 기업의 성공요인일 뿐만 아니라, 무형자산의 가치를 증대시키는 요인도 된다. 그러나 이 같은 요소들이 반대로 작용하고 있을 때에는, 무형자산의 가치가 감소하고 그에 따라 이윤도 감소된다. 이럴 경우, 기업가치는 개별 자산가치의 합보다 오히려 작아질 수 있다. 그러므로 자산누적법은 아무리 사려깊게 적용되고, 개별자산의 가치가 정확하게 추계된다고 하더라도, 그 결과가 바로 대상기업의 시가치가 된다고 하기는 곤란하다. 그러므로 평가사는 기업의 收益力이 자산누적법에 의한 시가치를 충분히 지지하고 있는지를 확인할 필요가 있다.

2. 超過利益還元法

자산누적법에서는 유·무형자산의 가치를 개별적으로 추계하고, 이를 합산하여 기업가치를 구하고 있다. 즉, 자산누적법에서는 무형자산의 가치도 개별적으로 추계하고 있다. 그러나 집단재평가법, 즉 초과이익환원법에서는 무형자산의 가치를 개별적으로 추계하는 것이 아니라, 이것을 집단적으로 추계하고 있다. 그러므로 초과이익환원법에서의 기업가치는 純有形資産에다 집단무형자산의 가치를 합산한 것이 된다.

초과이익환원법은 1920년 美 財務省의 출판물 ARM 34(Appeals and Review Memorandum)에서 처음으로 선보였던 방법으로 알려져 있다. 따라서 이 방법은 종종 財務省法(Treasury Method)으로 불리기도 한다. 초과이익환원법은 禁酒法에 의한 酒造業者의 영업권 손실을 추계하기 위해 고안된 것으로 알려져 있다(Pratt et al., 1996, p.

12) 기업의 부동산을 개별적으로 평가하는 방법은 잘 알려져 있다. 그러나 개별부동산의 가치를 전부 합산한 것이, 기업부동산의 전체가치와 반드시 일치하는 것은 아니다. 기업부동산의 가치를 전체적으로 평가하기 위해서는, 기업의 부동산보유와 재무구조 간의 상호작용을 밝혀주는 종합적인 기업평가모형이 필요하다(Wurtzback and Miles, 1991, p.345).

286). 따라서 이 방법은 전체기업가치(total business value) 보다는 영업권이나 기타 무형자산의 가치를 추계하는 방법으로 흔히 사용된다. 이 방법으로 전체기업가치를 추계하기 위해서는, 추계된 무형자산의 가치에다 유형자산의 가치를 합해야 한다. 초과이익환원법에 의한 기업가치의 추계절차와 방법은 다음과 같다.

- ① 대상기업의 純有形資産(net intangible asset)의 가치를 추계한다.
- ② 대상기업의 經濟所得을 추계한다.
- ③ 순유형자산가치에 대한 자본환원율을 추계한다. 순유형자산가치에 환원율을 곱하면, 유형자산 귀속소득이 된다. 앞 단계에서 추계된 대상기업의 경제소득에서 유형자산의 귀속소득을 제하게 되면, 그 나머지는 바로 무형자산에 의한 초과이익이 된다. 이것은 순유형자산의 정상수익을 초과하는 所得增分이다.
- ④ 초과이익에 적용할 환원율을 구한다. 이것은 영업권이나 기타 무형자산에 대한 수익률이 된다. 초과이익을 환원율로 할인하게 되면, 영업권 및 무형자산의 가치가 된다.
- ⑤ 전체기업가치는 4단계에서 구해진 무형자산의 가치에다, 1단계에서 구해진 순유형자산의 가치와 합산하면 된다.

V. 所得接近法

소득접근법은 기업의 所得創出能力(income-producing capability)의 추계로부터 시작된다. 소득접근법에서 기업가치는 기업자산의 소득창출능력에 달려 있다고 가정된다. 소득접근법에서는 기업가치를 실제의 이익이 아니라 미래의 수익력에 의해 추계한다는 점에 유의해야 한다. 만약 실제의 이익이 기업가치를 결정한다고 하면, 이제 막 사업을 시작하여 수입이 없는 신규기업은 아무런 가치를 지니지 못할 것이다.

소득접근법에서는 소유권의 경제적 편익을 현재가치로 환원하는 방식을 취하고 있다. 기업에 있어 소유권의 경제적 편익이란 장래 기대되는 수익을 의미하므로, 기업가치란 바로 이 같은 장래 기대되는 수익의 現價가 된다. 이 같은 관점에서 소득접근법은 소득환원법과 할인현금수지분석법의 두 가지로 나누어진다. 所得還元法(income capitalization method)은 한 해의 대표적인 소득을 할인하여 대상기업의 가치를 구하는 방법이며, 割引現金收支分析法(discounted cash flow analysis method)은 여러 해의 현금수지를 할인하여 그것을 구하는 방법이다. 소득접근법을 기업평가에서는 利益接近法(earnings approach)이라 부르기도 한다(Clausen, 1983, p.53).

1. 所得還元法

소득환원법으로 기업가치를 측정하기 위해서는, ① 소득흐름, ② 환원율이 추계되어 있어야 한다. 환원율에는 소득흐름의 성취에 수반되는 위험의 정도가 반영되어 있다. 만약 장래 기대되는 수익이 매우 안정적이고 장기간 지속될 것이라고 한다면, 기업가치추계식은 다음과 같이 표현될 수 있다. 여기서 I 는 企業所得(business income)이며, R 은 환원율이다. 이 수식은 장래 기대되는 수익이 영원하며, 환원율도 일정하다고 가정하고 있다. 이것을 영구적 경제소득흐름모형(perpetual economic income stream model)이라고 한다(Pratt, 1996, p. 159).

$$V = \frac{I}{R}$$

만약 기업소득이 장기간 동안 안정적인 비율로 증가할 것으로 예상된다면, 가치추계식의 분모는 $(R-g)$ 로 변형된다. 여기서 g 는 기업소득의 성장률이다. 기업소득이 불규칙적으로 성장하거나 단기적으로 변동이 심할 것으로 예상될 때에는, 평가사는 기업소득을 평준화 내지 안정화시킬(stabilization) 필요가 있다.

가. 환원대상소득

평가사는 기업의 전체가치와 지분가치를 구별해야 한다. 기업의 全體價値는 투자수익(ROI: return on investment)을 현재가치로 환원한 값이며, 持分價値는 지분수익(ROE: return on equity)을 현재가치로 환원한 값이다. 투자수익이란 부채와 지분 등 모든 형태의 자본에 귀속되는 소득이며, 지분수익이란 부채자본에 대한 이자 등을 제한 나머지로 지분자본에 귀속되는 소득이다.

환원대상소득은 평가사가 대상기업의 어떠한 가치를 추계하느냐에 따라 달라진다. 환원대상소득으로 흔히 쓰이는 것으로는, ① 배당금, ② 지분투자액에 대한 純現金收支(net cash flow), ③ 종합투자자본(overall invested capital)에 대한 순현금수지, ④ 세후순소득(net income after taxes) 등이 있다. 물론 환원대상소득이 달라짐에 따라, 그에 대한 환원율도 달라진다. 환원대상소득에 지분소득뿐만이 아니라 부채소득까지 포함될 경우, 그것의 자본환원가치는 종종 업체가치, 전체자본가치(total capital value), 또는 '投資資本의 市場價値'(MVIC: market value of invested capital)의 형태를 띤다. 통상적으로 기업가치라는 표현은 기업의 전체가치를 지칭하기보다는, 자산가치에서 부채가치를 제한 지분가치를 지칭한다.

나. 持分資本費用

환원대상소득이 持分所得일 경우, 그것의 환원율은 바로 지분수익률이 된다. 그러나 환원대상소득에 부채자본에 의한 것도 포함되었을 경우, 그것의 환원율은 加重平均資本費用(WACC: weighted average cost of capital)이 된다. 가중평균자본비용이란 負債費用과 持分費用을 구성비율에 따라 가중평균한 값이다.

이런 식으로 환원율을 결정하기 위해서는, ① 자본구조, ② 부채자본비용, ③ 지분자본비용, ④ 그리고 소득세율이 정해져야 한다. 이 중에서 가장 결정하기 힘든 것은 ①번과 ③번이다. 資本構造(capital structure)란 기업자산에서 부채와 지분이 차지하는 상대적 비율을 의미한다. 자본구조에 대한 전형적인 비율은 동종회사의 자료분석으로부터 획득될 수 있다. 기업의 부채가 증가함에 따라 위험도 증가하므로, 자본구조는 기업의 財務的 危險을 결정하는 지표가 된다.

기업의 지분자본비용을 추계하는 기법에는 여러 가지가 있다. 이것들은 주로 증권분석에서 사용되는 것인데, 이에 대한 상세한 언급은 본 논문의 범위를 벗어나므로 생략한다.¹³⁾ 造成法(built-up method)에 의한 지분자본비용은 다음과 같다.

$$R_e = R_f + k$$

여기서 R_e 는 지분자본비용, R_f 는 무위험률, 그리고 k 는 위험할증률이다. 위험할증률은 추계소득의 성취 여부에 대한 상대적 위험을 가리킨다. 조성법에 의한 지분자본비용을 특히 조성률(built-up rate)이라고 한다. 평가사들은 부가되는 위험에 따라 기업을 몇 가지 범주로 나누고, 각 범주별로 할증률의 범위를 계산하는 방식을 취하기도 한다.

지분자본비용을 추계하는 보다 정치한 방법은 資本資產價格模型(CAPM: capital asset pricing model)이나 裁定價格模型(arbitrage pricing model)을 이용하는 것이다.¹⁴⁾ 자본자산가격모형은 주식시장의 수익률과 위험을 나타내는 베타계수(beta factor)를 이용하여 지분자본비용을 계산한다. 아래에서 R_m 은 주식시장 전체의 수익률이며, β 는 전체시장에 대한 대상주식의 변동성을 측정하는 계수이다.¹⁵⁾ 지분수익을 지분자본비용으로 할인하면, 대상기업의 지분가치, 즉 기업가치가 된다.

$$R_e = R_f + (R_m - R_f)\beta$$

13) 증권분석 또는 주식가격 평가에 사용되는 자본비용의 추계방법에 대해서는 呂東吉(1988), 企業評價 및 資本費用에 관한 연구, 홍익대학교 대학원 박사학위논문, pp. 23-38 참조할 것.

14) 이들 모형에서 결정되는 지분비용을 다른 말로 持分還元率(equity capitalization rate)이라고도 한다(Wurtzebach and Miles, 1991, p.345).

15) 최근에는 이 같은 기본수식에 규모효과(size effect)를 나타내는 項을 더하여 지분자본비용을 계산하기도 한다(Palebu, et. al., 1996, pp.6-16: Ibboston and Associated, 1994).

다. 환원율의 결정

이렇게 해서 지분자본비용이 계산되면, 이것과 부채자본비용을 구성비율로 가중평균하여 종합환원율을 구한다. 부채자본비용은 통상적으로 시중에서 결정되는 이자율을 사용한다. 가중평균자본비용법에 의한 환원율의 결정수식은 다음과 같다. 이것은 부동산평가에서의 투자결합법과 매우 흡사한 형태를 띠고 있다.¹⁶⁾

$$R = (W_e \times R_e) + (R_d[1-t] \times W_d)$$

여기서 R은 가중평균자본비용, W_e 는 지분자본비율, W_d 는 부채자본비율, R_e 는 지분자본비용, R_d 는 부채자본비용, 그리고 t는 소득세율이다.¹⁷⁾ 이렇게 해서 계산된 종합환원율을 투자수익에 적용시키면 전체기업의 가치, 즉 업체가치가 된다.

2. 割引現金收支分析法

기업가치는 일정한 기간을 상정한 후, 매기간의 기업소득과 기간 말 終末價値(terminal value)를 현재가치로 환원하는 割引現金收支分析法으로도 구할 수 있다. 종말가치를 復歸額(reversion) 또는 殘餘價値(residual value)라고도 한다. 종말가치는 통상적으로 기간 말 대상기업이 가지는 '繼續企業價値'로 추계된다. 하지만 때때로는 그것의 청산가치로 추계되기도 한다. 清算價値(liquidation value)는 어떤 불확실한 상황에서 미래의 평가시점을 기준으로 기업이 청산될 것이라는 가정 하에 추계된다.

기간 말 계속기업가치는 다음 두 가지 방법으로 추계될 수 있다. 하나는 기업이 일정한 비율로 계속 성장한다는 가정 하에 恒常成長模型(constant growth model)을 적용하는 것이며, 다른 하나는 기간 말의 기업소득을 자본환원율로 할인하는 것, 즉 가격이익비를

16) 가중평균자본비용법과 부동산평가에서의 투자결합법은 다음과 같은 점에서 차이가 난다: ① 부채비용으로 전자는 이자율을 쓰고 있는데 반하여, 후자는 저당상수를 쓰고 있다는 점, ② 전자는 부채비용에 (1-t)가 붙는데 반하여, 후자는 그렇지 않다는 점이다. 부채비용에 (1-t)를 곱한다는 것은 그 만큼 세금공제가 있다는 것을 의미한다. 투자결합법은 저당기간이 부동산의 수명과 거의 유사한 주거용 부동산에 흔히 사용된다. 미국의 경우, 개인이 주거용부동산에 불입하는 저당이자에 대해서는 세금공제가 없지만, 기업이 차입금에 지불하는 이자에 대해서는 그만큼 세금공제가 주어진다. 따라서 기업이 부담하는 실질적 부채비용은 $R_d(1-t)$ 가 된다.

17) 가중평균자본비용법은 대차대조표의 대변 항목인 자본과 부채비용을 가중평균하여 종합환원율을 구하고 있다. 그러나 종합환원율은 차변 항목인 운전자본, 유형자산, 무형자산의 수익률을 가중평균하는 방식으로도 구할 수 있다(Smith and Parr, 1994, p.464).

적용하는 것이다.¹⁸⁾ 價格利益比(P/E ratio)란 어떤 자산의 매수가격을 그것이 창출하는 소득이나 이익으로 나눈 것으로서, 자본환원율의 역수가 된다(Clausen, 1982, p.60).

할인현금수지분석법에서도 구하고자 하는 기업가치의 유형에 따라 여러 형태의 소득흐름(income stream)이 사용된다. 통상적인 의미의 기업가치, 즉 지분가치는 매기간의 純現金收支(net cash flow)와 기간 말 지분복귀액에 대한 현가합이 된다. 지분복귀액이란 기간 말의 순현금수지를 현재가치로 환원한 값이다. 순현금수지는 粗現金收支(gross cash flow)에서 자본적 지출비, 운전자금 변동액을 뺀 금액이 된다. 조현금수지는 전체수입에서 전체경비를 뺀 영업소득(operating income)에서 이자액과 소득세를 뺀 것이다. 즉 아래 표의 순소득에서 감가상각액을 더한 것이다. 이것들을 부동산평가와 비교하면 다음과 같다.¹⁹⁾

〈표〉 부동산평가와 기업평가의 소득흐름

부동산평가의 소득흐름		기업평가의 소득흐름	
가능조소득 - 공실 및 불량부채	= 유효조소득	매출액 - 매출원가	= gross margin
- 영업경비	= 순영업소득	- 판매관리비	= EBDIT
- 저당지불액	= 세전현금수지	- 감가상각	= EBIT
		- 이자	= EBT
- 소득세	= 세후현금수지	- 소득세	= 순소득
		+ 감가상각	= 조현금수지
		- 순운전자본 증가액 - 자본적 지출	= 순현금수지

주) EBDIT: 감가상각비, 이자, 및 세금 지불전의 이익(earning before depreciation, interest, and taxes)

18) 종말가치의 계산방법에 대해 자세한 것은, Palepu, Krishna G., Victor L. Bernard, and Paul M. Healy(1996), Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements, Cincinnati: South-Western, 1996, pp. 6-7~9.

19) 여기서 유의해야 할 것은, 부동산평가에서의 순영업소득(net operating income)과 기업평가에서의 순소득(net income)을 혼동해서는 안 된다는 것이다. 부동산평가에서는 순영업소득을 흔히 순소득(순수익, 또는 순이익)으로 부르는 경향이 있다. 부동산평가에서의 순영업소득은 기업평가의 EBDIT에 해당된다(Wurtzebach and Miles, p.349).

VI. 市場接近法

소득접근법과 시장접근법이 서로 완전히 구별되는 것은 아니다. 전술한 소득접근법도 수익률과 자본구조를 결정하기 위해 시장자료를 사용하고 있다. 시장접근법도 투자자의 의사결정과정에 관한 분석에 근거를 두고 있는데, 투자자의 의사결정이라는 것은 대부분 소득접근법과 밀접한 관련을 맺고 있다.

시장접근법을 사용하여 기업가치를 평가하기 위해서는, 평가사는 다른 업체의 판매량이나 기타 재무제표상의 변수를 조사하고 분석해야 한다. 평가에 사용되는 類似會社의 자료는 대상기업과 충분한 비교가능성이 있어야 하며, 차이가 있다고 하더라도 조정이 가능할 정도여야 한다. 比較會社는 유형자산뿐만 아니라, 영업경비 등 각종 비율에서도 충분한 유사성이 있어야 한다. 그러나 시장에서 비교가능성이 있는 유사사례를 찾는다는 것은 현실적으로 쉽지 않다. 따라서 부동산평가의 경우와는 달리, 시장접근법은 기업평가에서는 그렇게 자주 사용되지는 않는다. 시장접근법에는 指針會社法(guideline company method)과 引受合併法(merge & acquisition method)의 두 가지가 있다. 前者는 주가가격을 비교하여 대상기업의 가치를 구하는 방법이며, 후자는 매도가격을 비교하여 그것을 구하는 방법이다.

1. 指針會社法

지침회사법은 유사매매사례가 없을 때에 주로 사용되는 방법이다. 이 방법은 사전에 여러 개의 가치측정변수(value measures)를 개발하고, 이것과 유사기업의 주가가격을 비교·분석한다. 비교분석 결과 수정근거를 만들고, 이를 평가대상회사의 재무자료에 相關시켜, 당해회사의 주식 또는 특정권익의 가치를 추계한다. 가치측정변수란 평가시점 현재 지침회사의 株價를, 당해회사의 재무제표상 여러 가지 관련변수로 나눈 각종 倍數를 의미한다. 그러므로 이것의 역수는 해당변수 각각에 대한 환원율이 된다.

기업가치의 측정기준으로는 주로 손익계산서 상의 변수가 쓰이고 있으나, 종종 대차대조표 상의 변수들도 사용되기도 한다. 흔히 쓰이는 손익계산서 상의 변수로는, ① 순매상고, ② 순소득, ③ 조현금수지, ④ 純自由現金收支(net free cash flow),²⁰⁾ ⑤ 稅前 組現金

20) 순자유현금수지란 지분투자자에 대한 순현금수지(net cash flow to equity)를 의미한다. 이것은 조현금수지에서 자본적 지출비, 운전자금의 증가분을 뺀 것인데, 종종 여기에 다시 장기부채에 대한 변화분을 더한 것을 지칭하기도 한다. 자유현금수지를 잉여현금수지로 부르기도 한다(강효석 외, 1997, p.136).

收支,²¹⁾ ⑥ 배당금 또는 배당지불능력(dividend-paying capacity) 등이 있다. 그리고 대차대조표 상의 변수로는 ① 장부가치, ② 유형자산의 장부가치, ③ 수정된 장부가치, ④ 수정된 유형자산의 장부가치 등이 있다.

그러나 지침회사의 보통주의 가격만이 分子로 사용되는 것은 아니다. 때때로 '투자자본의 시장가치'(MVIC: market value of invested capital) 또는 업체가치가 분자로 사용되기도 한다. MVIC에 대한 기업가치의 측정기준으로는, ① 純賣上高, ② 이자와 세금공제 전의 이익(EBIT: earnings before interest and tax), ③ 유·무형자산의 감가상각, 이자, 세금 공제 전의 이익(EBDIT: earnings before depreciation, amortization, interest, and taxes), ④ 순자유현금수지 등이 있다.

지침회사법으로 기업가치를 평가하고자 할 경우, 무엇보다 중요한 것은 적절한 비교회사를 선정하는 일이다. 비교회사의 선정기준으로는, ① 자본구조, ② 신용상태, ③ 관리정도, ④ 社內人力의 경험, ⑤ 경쟁의 본질, ⑥ 기업의 성숙도 등이 있다. 이 외에도 비교회사는 ① 제품, ② 시장, ③ 관리, ④ 이익, ⑤ 배당지불능력, ⑥ 장부가치, ⑦ 동일업종 내의 회사위상 등에서 대상회사와 상당한 정도의 유사성이 있어야 한다(Pratt et. al, 1996, pp. 211-212).

비교대상이 되는 지침회사의 수가 얼마 이상이어야 한다는 일률적인 기준은 없다. 이것은 비교회사와 대상회사와의 ① 유사성, ② 거래의 활발성, ③ 가치측정변수값의 분산 범위와 관계가 있다. 즉, 비교회사와 대상회사가 유사할수록, 기업거래가 활발할수록, 가치측정변수값들이 유사기업 간에 차이가 적을수록 사례수는 적어도 되며, 그렇지 않을 경우에는 많아야 한다. 그러나 지침회사법으로 기업가치를 평가하기 위해서는, 최소한 2-3개는 있어야 된다. 아무리 비교가능성이 뛰어나다고 하더라도, 단 하나의 사례가 대상기업의 公正市場價値를 만든다고 하기는 곤란하기 때문이다. 비교회사의 수가 충분하지 않을 경우, 평가사는 지침회사법 외에 적절한 다른 평가방법을 병행할 필요가 있다.

가치측정변수에 관한 자료는 적절한 기간 동안 수집되고 분석된 것이어야 한다. 물론 여기에도 어떤 절대적인 기준이 있는 것은 아니지만, 보통 5년 정도가 분석대상이 된다. 또한 어떤 산업이 循環性을 띠는 것일 때, 순환 일주기 동안의 자료를 분석한다는 매우 적절한 것으로 인정되고 있다.

2. 引受合併法

전술한 지침회사법에서는 지침회사의 주시가격을 기준으로 하여 대상기업의 가치를 추

21) 稅前 組現金收支는 종종 감가상각 및 세금 공제전 이익(EBDT: earnings before depreciation and tax)으로 불리는 것으로, 감가상각 및 세금, 그리고 기타 비현금부과금 공제 전의 이익을 가리킨다.

계하고 있다. 즉, 지침회사들의 가치측정변수로 주당 가치를 계산하고, 이를 수정하여 대상회사에 적용할 기준을 만들어낸다. 그리고 여기에 대상기업의 주식수를 곱하여 기업가치를 계산하는 것이다.

그러나 그리 혼한 일은 아니지만, 종종 기업전체의 소유권이나 統制權(controlling interest) 등 기업의 중요 권익이 이전되는 수도 있다. 引受合併法(merge & acquisition method)에서는 이 같은 중요 권익의 매도가격에 관한 사례를 비교·분석하여 대상기업의 試算價値를 추계한다. 인수합병법으로 기업가치를 구하는 과정이나 절차는, 그 기준만을 지침회사법의 경우와 동일하다. 즉, 지침회사법에서는 가치측정변수로 주식이가격을 비교·분석하지만, 인수합병법에서는 매매가격을 비교·분석한다는 것이다.

VII. 結 論

기업평가란 企業價値를 추계하는 것이다. 기업가치는 통상적으로 기업의 자산가치에서 부채를 뺀 지분가치를 의미하는 것으로 되어 있다. 그러나 기업평가는 종종 기업의 총합적 가치를 지칭하는 業體價値를 위시하여, 여러 종류의 가치를 평가하고 있다. 부동산평가와 유사하게 기업평가에서도 자산접근법, 시장접근법, 소득접근법의 3방식이 사용된다. 그리고 실무분야에서는 매상배수법, 투자기간회수법, 회계수익률법, 자산평가법 등 각종 어렵셈법도 빈번히 사용되고 있다.

資産接近法이란 평가목적으로 수정된 대차대조표를 근거로 기업가치를 추계하는 방법이다. 자산접근법은 적용방법에 따라 자산누적법과 초과이익환원법으로 나뉘어진다. 자산누적법에서는 유·무형의 모든 자산과 부채를 개별적으로 再評價하고 이를 합산하는 방식으로 기업가치를 구하고 있다. 그러나 초과이익환원법에서는 무형자산의 가치를 집단적으로 재평가하여 유형자산의 가치에 합산하는 방식으로 이를 구하고 있다. 무형자산의 가치는 초과이익을 환원한 값으로 간주된다.

所得接近法에서는 장래 기대되는 편익을 현재가치로 환원하여 기업가치를 구한다. 소득접근법에서의 기업가치는 소득환원법이나 할인현금수지분석법으로 추계된다. 구하고자 하는 기업가치의 유형에 따라, 환원대상소득과 환원율이 달라진다. 지분가치에 대한 환원율은 시장추출법이나 조성법 외에도 資本資產價格模型이나 裁定價格模型으로 정해지기도 한다. 한편, 투자자본 전체에 대한 환원율은 지분자본비용과 부채자본비용을 자본구조에 따라 가중평균하는 투자결합법으로 정해진다.

市場接近法은 지침회사법과 인수합병법으로 나뉘어진다. 지침회사법이란 유사매매사례

가 없을 경우에 흔히 사용되는 방법이다. 이 방법에서는 사전에 개발된 가치측정변수와 지침기업의 주시가격을 분석하여 수정근거를 만든 후, 이를 대상회사의 재무자료와 상관시켜 대상회사의 주식 또는 특정권익의 가치를 추계한다. 인수합병법이란 기업전체의 소유권이나 주요 통제권에 대한 매도사례가 있을 때, 이를 비교·분석하여 대상기업의 試算價値를 추계하는 방법이다. 인수합병법으로 기업가치를 구하는 과정이나 절차는, 지침회사법의 경우와 거의 동일하다.

본 연구에서는 기업평가에 관한 각종 평가방법을 개괄적으로 소개하고 있다. 그러므로 개별적 평가방법에 대한 상세한 설명은 누락되어 있다. 개별방법의 자료분석과정과 추계절차는 별도의 논문에서 심도있게 다루어져야 할 것이다. 昨今の 추세로 볼 때, 기업평가 분야는 우리 나라 감정평가업계의 새로운 업무영역으로 크게 부상할 가능성이 있다. 따라서 감정평가 업계나 학계에서는 앞으로 이 분야에 더 많은 관심과 노력을 기울여야 할 것이다.

< 참고문헌 >

1. 강효석, 이원흠, 조장연(1997), 기업가치평가론, 서울: 弘文社.
2. 구자균(1996), 기업가치분석, 서울: 세진기획.
3. 鞠燦杓, 具本烈(1990), 現代財務論, 서울: 비봉출판사.
4. 金建佑역(1996), 企業價値: 資本費用의 測定, 서울: 法文社.
5. 金南仁(1988), 資産再評價에 따른 減價償却會計에 관한 研究, 경북대학교.
6. 金炳洙(1985), 資産再評價의 情報效果에 관한 實證的 研究, 청주대학교.
7. 金三植(1986), 企業會計의 資産評價와 鑑定評價에 關한 比較研究, 한양대학교.
8. 信用保證基金(1986), 企業評價와 經營豫測, 서울: 신용보증기금.
9. 安正根(1992), 不動産評價實務, 서울: 법문사.
10. 安正根(1998), 不動産評價理論, 제2판, 서울: 법문사.
11. 呂東吉(1988), 企業評價 및 資本費用에 관한 연구, 박사학위논문, 홍익대학교 대학원.
12. 李東熙(1992), 資産再評價가 企業의 租稅 및 會計에 미치는 影響에 관한 研究.
13. 李準洙(1993), 上場企業의 資産再評價 實施動機에 관한 實證的 研究, 동국대학교.
14. 李弼商(1984), 財務論, 서울: 박영사.
15. 전정수(1997), "자산재평가 착수공시의 정보효과," 세종대학교.
16. 崔東圭(1987), 資産再評價制度가 會計에 미치는 影響에 관한 研究, 조선대학교.
17. 韓國鑑定院(1992), 企業鑑定評價: 纖維業種.
18. Appraisal Institute(1996), The Appraisal of Real Estate, 11th ed., Chicago: Appraisal Institute.

19. Appraisal Institute(1993), *The Dictionary of Real Estate Appraisal*, 3rd ed., Chicago: Appraisal Institute.
20. Clausen, Paul T.(1983), "Earnings and Assets: The Complete Business Valuation," *Valuation*, December.
21. Emory, John D.(1992), "How Business Appraisals Differ from Real Estate Appraisals," in Thomas L. West and Jeffrey D. Jones, *Handbook of Business Valuation*, New York: John Wiley and Sons.
22. Fisher, Jeffery D. and William M. Kinnard Jr.(1989), "The Business Value Component of Operating Properties: The Example of Shopping Malls," 1989 National Conference of the International Association of Assessing Officers, Fort Worth, Texas.
23. Fitch, Thomas P.(1993), *Dictionary of Banking Terms*, 2nd ed., New York: Barrons.
24. Gifis, Steven H.(1993), *Dictionary of Legal Terms: A Simplified Guide to the Language of Law*, 2nd ed., New York: Barrons.
25. Ibboston and Associated(1994), *Stocks, Bonds, Bills and Inflation: 1993 Yearbook*, Chicago.
26. Kinnard, Jr., William N.(1990), "Valuing the Real Estate of Regional Shopping Centers Independently of Operating Business Value Components," *Appraisal Institute Annual Meeting*, Chicago, May 3.
27. Palepu, Krishna G., Victor L. Bernard, and Paul M. Healy(1996), *Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements*, Cincinnati: South-Western
28. Pratt, Shannon P., Robert F. Reilly, and Robert P. Schweih(1996), *Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, Chicago: Irwin.
29. Rabianski, Joseph S.(1996), "Going-concern Value, Market Value, and Intangible Value," *Appraisal Journal*, 54-2, pp. 183-194.
30. Smith, Gordon V.(1988), *Corporate Valuation*, New York: John Wiley & Sons.
31. Weber, Harry W.(1982), "An Evaluation of Business Valuation Techniques," *Valuation*, Nov.
32. West, Thomas L., "Rules of Thumb," in West, Thomas L. and Jeffrey D. Jones(1992), ed., *Handbook of Business Valuation*, New York: John Wiley and Sons.
33. Wurtzebach, Charles H. and Mike E. Miles(1991), "Corporate Valuation of Real Estate," in *Modern Real Estate*, 4th ed., New York: John Wiley & Sons.