

벤처투자자산 공정가치 평가 지침

2009년 11월



한국벤처캐피탈협회
KOREAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION

Preface

회계기준의 국제적 정합성을 높이고 국제사회에서 우리나라 회계투명성에 대한 신뢰도를 향상하기 위해 채택된 ‘한국채택국제회계기준(K-IFRS)’이 2011년부터 본격적으로 적용(2009년부터 적용 허용)됨에 따라, 벤처캐피탈의 경우도 개별적인 운용사 및 업계 차원에서 ‘한국채택국제회계기준’의 적용을 위한 준비 작업이 필요합니다.

특히 투자자산의 평가와 관련하여 ‘현행의 기업회계기준’과 ‘한국채택국제회계기준’을 비교하여 보면, ‘현행의 기업회계기준’은 정보의 신뢰성을 중시하여 객관적인 평가가 어려운 항목에 대하여는 역사적 원가로 평가하나 ‘한국채택국제회계기준’에서는 정보이용자에게 시의적절한 정보를 제공하기 위해 원칙적으로 자산과 부채를 공정가치(Fair Value)로 평가하도록 하고 있습니다.

이에 따라 ‘현행의 기업회계기준’ 적용 시, 대부분의 벤처투자자산에 대해 원가 Basis로 회계 처리하던 기존의 관행과는 달리 상당 부분의 투자자산에 대해 공정가치를 평가하여 회계에 반영하도록 요구될 것으로 판단되고 있습니다.

그러나 ‘현행의 기업회계기준’뿐 아니라 ‘한국채택국제회계기준’의 경우에도 공정가치 평가 원칙과 주요 고려할 사항만을 제시할 뿐, 아직 구체적인 지침을 제시하고 있지 않습니다.

이에 따라 업계 차원에서의 표준화된 공정가치 평가 원칙을 마련하여 혼선을 방지하는 등 시행착오를 최소화하고, 공정가치 평가 결과의 활용성 및 시장의 신뢰성 제고하며, 궁극적으로는 벤처캐피탈 업계의 Best Practice를 구축하기 위한 목적에서 본 ‘벤처투자자산 공정가치 평가 지침’을 제시합니다.

본 지침은 벤처투자시장의 주요 Player이자 벤처투자자산에 대한 정보를 가장 많이 가지고 있는 펀드 매니저의 책임 하에 공정가치 평가가 이루어지는 경우, 신뢰성과 객관성의 제고에 필요한 공정가치 평가의 기본원칙, 주요 유의사항 및 구체적인 방법론을 제시하고 있습니다. 본 지침에서 제공하고 있

는 구체적인 내용은 한국채택국제회계기준을 기초로 하고 있으며, GIPS(Global Investment Performance Standards) 및 International PE and VC Valuation Guidelines 등 벤처캐피탈 시장에서 국제적으로 활용되고 있는 Valuation Guidelines를 Benchmarking 하였습니다. 따라서 본 지침을 준수하는 것은 펀드매니저에 의한 벤처투자자산의 공정가치 평가에 대한 신뢰성과 객관성을 제고하고 회계반영 가능성을 제고하는 것입니다.

그러나 본 지침을 준수하는 것만으로 그 결과가 공정가치임을 보장하는 것은 아닙니다. 벤처투자자산의 평가 결과가 공정가치로서 인정되어 회계에 반영되기 위해서는 본 가이드라인을 준수 하는 것 이외에도 투입된 제 변수 및 제반 가정에 대한 객관성이 확보되어야 하고, 실무적으로는 회계법인의 감사 과정에서 이에 대한 입증의 수반되어야 합니다.

목 차

Introduction

- I. 공정가치 (Fair Value)..... 5
- II. Valuation의 기본 원칙..... 8
- III. 공정가치 평가 시 유의 사항..... 10
- IV. 지분증권의 Valuation Hierarchy (평가기법의 선택)..... 19
- V. 활성시장이 있는 지분증권의 공정가치..... 22
- VI. 활성시장이 없는 지분증권의 공정가치..... 27
 - 독립적 제3자의 최근거래가격..... 28
 - Market-based Multiples (유사상장회사이용법)..... 31
 - Discounted Cash Flow (of Underlying Business)..... 35
 - 유사거래이용법(유사인수합병사례의 활용)..... 42
 - Net Asset Value (순자산가치)..... 43
 - Industry Valuation Benchmark..... 44
- VII. 채무증권의 공정가치..... 46
 - 활성시장이 있는 채무증권의 공정가치..... 47
 - 독립적 제3자의 최근거래가격..... 48
 - Discounted Cash Flow (from the investment)..... 49
- VIII. 전환사채(CB)의 공정가치..... 52
- IX. 신주인수권부사채(BW)의 공정가치..... 55
- X. 프로젝트 투자의 공정가치..... 58

별첨1 : 공정가치 평가보고서 (예시)

별첨2 : 삼일회계법인의 ‘회계질의에 대한 답변’

삼일회계법인의 ‘본 지침에 대한 검토 의견’

Introduction - 본 지침의 구성 (활용 방법)

본 지침의 활용을 위해서 반드시 숙지하여야 할 기본 사항 및 공통 사항은 I. 공정가치, II. Valuation의 기본원칙, III. 공정가치 평가 시 주요 유의사항에 제시하였습니다.

또한 활성시장이 있는 경우와 활성시장이 없는 경우에 따라 별도로 숙지되고 준수되어야 할 유의 사항은 각 해당 부분의 초반 부에 제시하였습니다.

개별적인 평가기법을 활용함에 있어 유의 할 사항 등은 각 개별 평가기법을 설명하는 부분에 제시하였습니다.

지분증권의 평가방법론은 IV장-VI장에 설명하였고, 채무증권의 평가방법론은 VII장-IX장에 설명되어 있으나 전환사채와 신주인수권부사채의 평가에 대해서는 그 중요성을 고려하여 VIII장과 IX장에 별도로 언급하였습니다. X장은 프로젝트 투자의 평가에 대해 설명하였습니다.

별첨1 ‘공정가치 평가보고서(예시)’는 지분증권의 공정가치 평가에서 일반적인 사례를 염두에 두고 작성되었으며, 가치평가의 투명성을 확보하기 위하여 투자자에게 공개되어야 할 대표적인 내용들을 제시하였습니다. 그러나 평가대상 투자자산(채무증권 및 프로젝트 투자 포함)의 특성 차이에도 불구하고, ‘평가방법의 선정 및 적용’과 관련된 세부적인 내용을 제외한다면, 동 ‘공정가치 평가보고서(예시)’는 일반적으로 모든 투자자산의 평가보고서에 공개되어야 할 내용들을 제시하고 있다고 믿습니다. 개별적인 투자자산의 성격에 따라 공정가치 평가의 투명성과 신뢰성을 제고하는데 필요한 내용은 평가보고서에 추가적으로 반영되어야 합니다.

I. 공정가치 (Fair Value)

정의 :

‘합리적인 판단력과 거래의사가 있는 독립된 당사자 사이의 거래에서 자산이 교환되거나 부채가 결제될 수 있는 금액’ (기업회계기준 제1039호 금융상품: 인식과 측정 - ‘한국채택국제회계기준’)

참조: 공정가치에 대한 정의 비교

- (1) 현행기업회계기준: 한국채택국제회계기준의 정의와 동일
- (2) GIPS: '자발적인 당사자 간에 풍부한 지식과 깊은 사려에 근거하고, 또한 강제되는 것이 없는 상황 하에서 특정 자산을 통상의 거래에서 취득 또는 처분하려고 하는 가액'
 - 'The amount at which an asset could be acquired or sold in a current transaction between willing parties in which the parties acted knowledgeably, prudently, and without compulsion.'
- (3) International PE &VC Valuation Guideline: '보고(측정)일에 시장 참여자 간에 정상적인 거래가 발생할 수 있는 가격'
 - 'The price at which an orderly transaction would take place between market participants at the reporting date (measurement date).'
- (4) Statement of Financial Accounting Standards No 157: '측정일에 시장 참여자 간에 정상적인 거래를 통해 자산을 매각하기 위하여 수취하거나 부채를 이전하기 위하여 지급되어야 할 가격'
 - 'The price that would be received to sell an asset or paid to transfer a liability in an orderly transaction between market participants at the measurement date.'

금융자산의 공정가치 평가 원칙 :

최초인식 후 파생상품 자산을 포함한 금융자산은 공정가치로 측정 함.

공정가치 평가 예외 금융자산 :

가. ‘대여금 및 수취채권’ - 유효이자율법을 사용하여 상각후원가로 측정

나. '만기보유금융자산' - 유효이자율법을 사용하여 상각후원가로 측정

다. ‘활성시장에서 공시되는 시장가격이 없고 공정가치를 신뢰성 있게 측정할 수 없는 지분상품과 가격이 공시되지 않는 이러한 지분상품과 연계되어 있으며 그 지분상품의 인도로 결제되어야 하는 파생상품’ - 원가로 측정

참조: 금융자산의 네 가지 범주의 정의 (기업회계기준 제1039호 금융상품: 인식과 측정)

- (1) 당기손익인식금융자산
- (2) 만기보유금융자산
- (3) 대여금 및 수취채권
- (4) 매도가능금융자산

특정 투자자산의 공정가치 평가 가능성 검토 기준 :

가. 공정가치의 최선의 추정치는 활성시장에서 공시되는 가격임. 이러한 가격이 있으면 금융자산의 공정가치를 측정하는 데 그 가격을 사용함.

나. 금융상품 전체의 시장가격은 없지만 그 구성부분에 대한 활성시장이 있다면, 공정가치는 그 구성 부분의 시장가격에 근거하여 결정함.

다. 금융상품에 대한 활성시장이 없다면, 공정가치는 평가기법을 사용하여 결정함. 평가기법을 사용하는 목적은 측정일 현재 독립된 당사자 사이의 정상적인 거래에서 발생할 수 있는 거래가격을 결정하는 데 있음. (1) 평가기법이 금융상품의 가격을 결정하는 데 시장에서 사용할 것이라고 예상될 수 있는 방법을 합리적으로 반영하고 (2) 평가기법의 투입요소가 금융상품에 내재된 위험-수익 요인에 대한 시장의 기대와 측정치를 합리적으로 반영한다면,

그 평가기법은 공정가치에 가장 근접한 추정치를 제공할 것이라고 기대할 수 있음.

라. (1) 금융상품에 대한 합리적인 공정가치 추정치 범위의 편차가 유의적이지 않거나 (2) 그 범위 내의 다양한 추정치의 발생확률을 신뢰성 있게 평가할 수 있고 공정가치를 추정하는 데 사용할 수 있다면, 공시되는 시장가격이 없는 지분상품과 이러한 지분상품과 연계되어 있으며 그 지분상품의 인도로 결제되어야 하는 파생상품의 공정가치는 신뢰성 있게 측정할 수 있음.

마. 공시되는 시장가격이 없는 지분상품과 이러한 지분상품과 연계되어 있으며 그 지분상품의 인도로 결제되어야 하는 파생상품의 합리적인 공정가치 추정치 범위의 편차가 유의적이지 않을 것으로 예상되는 상황은 많이 존재함. 일반적으로 외부 당사자에게서 취득한 금융자산의 공정가치는 추정할 수 있음. 그러나 합리적인 공정가치 추정치의 범위가 유의적이고 다양한 추정치의 발생 확률을 신뢰성 있게 평가할 수 없다면, 그 금융상품은 공정가치로 측정할 수 없음.

바. 신뢰성 있게 측정할 수 있다면 공정가치로 측정하여야 하는 금융자산을 이전에는 신뢰성 있게 측정할 수 없었으나, 현재 신뢰성 있게 측정할 수 있게 된 경우, 당해 자산은 공정가치로 다시 측정함.

II. Valuation의 기본 원칙

Valuation의 투명성

- (1) 본 지침을 포함한 Valuation에 대한 지침 및 규정은 사내에 명문화 되어 있어야 함
- (2) Valuation의 방법론, 데이터 및 절차는 투자자가 요구하는 양식에 따라 투명하게 보고되어야 하며 회사 내부에 보관되어 있어야 함
- (3) 투자심사 시 고려되었던 주요 이슈 및 고려사항들은 Valuation 보고 시 투명하게 보고되어야 함
- (4) Valuation에 추정치가 반영된 경우 그에 대한 근거는 타당해야 하며 투자자에게 구체적으로 보고되어야 함

Valuation의 일관성

- (1) 가치평가 시 적절하다고 판단한 Valuation 방법론(평가기법 및 구체적인 투입변수)은 투자기간 동안 일관성 있게 적용 되어야 하고, Valuation 방법론 변경이 필요한 경우 그에 대한 타당한 근거 및 설명이 수반되어야 하며 투자자에게 투명하게 보고되어야 함
- (2) 단, 투자기간 중 공정가치의 추정치로 활용할 수 있는 독립적인 제3자의 신규 거래가 발생하거나 등록/상장 등 활성시장이 형성된 경우 그에 적합한 Valuation 방법론을 적용해야 함
- (3) Valuation에 추정치 및 가중치가 반영된 경우 그에 대한 근거 및 가정

은 투자기간 동안 일관성 있게 적용되어야 하며, 변경이 필요한 경우 그에 대한 타당한 근거 및 설명이 수반되어야 하며 투자자에게 투명하게 보고되어야 함

Valuation의 적시성

- (1) Valuation은 정기적으로(분기별 1회 권장) 이루어져야 함
- (2) Valuation은 자산가치의 중대한 감소 등 본질적인 자산가치의 변화가 즉시 반영될 수 있어야 함

Valuation의 객관성

- (1) “중소기업창업지원법 제10조제2항 제3호에 따르는 전문인력 및 이에 준하는 자”에 의해 벤처투자자산에 대한 Valuation을 수행하는 것을 원칙으로 함.
- (2) Valuation을 수행하는 평가자 및 Valuation 대상 투자자산과 이해관계가 없는 제3자 또는 Valuation Committee의 검토 및 확인이 필요함.

평가자의 신의/성실

- (1) 평가자는 본인이 가지고 있는 정보를 Valuation에 완전히 반영하여 신의원칙 하에 성실하게 이행해야 함. 또한 정기 보고 시 Valuation에 반영된 정보를 투자자에게 투명하게 공개해야 할 의무가 있음
- (2) Valuation의 방법론 선택에 있어 평가자는 정확성의 확보 및 불확실성 최소화를 위해 최선을 다해야 하며 데이터 및 계산 과정의 오류에 대한 책임이 있음

III. 공정가치 평가 시 주요 유의사항

공정가치 산출의 목적

Valuation 방법론 선택 시, 공정가치 산출의 궁극적인 목적에 따라, 측정일 현재 독립된 당사자 사이의 정상적인 거래에서 발생할 수 있는 거래가격을 결정할 수 있는 최선의 방법론이 선택되어야 함.

공정가치의 정의는 청산하거나, 사업규모를 중요하게 축소하거나 또는 불리한 조건으로 거래할 의도나 필요가 없는 상태인 계속기업가정을 전제로 함. 따라서 공정가치는 강제된 거래, 비자발적인 청산 또는 재무적 어려움으로 인한 매도에서 수취하거나 지급하는 금액이 아님. 그러나 공정가치는 금융상품의 신용수준을 반영함.

공정가치는 매도 등에서 발생할 수 있는 거래원가를 차감하지 않은 금액 임.

Valuation Hierarchy의 준수

평가기법(Valuation의 방법론) 선택은 벤처투자가 수반하는 불확실성을 최소화하고 정확한 공정가치를 산출하기 위해 신의 성실을 다하여야 하며, 본 지침에서 제시하고 있는 Valuation Hierarchy를 철저히 준수해야 함

Valuation Hierarchy에서 제시된 평가기법 이외에도, 금융상품의 가격을 결정하는 데 시장참여자가 일반적으로 사용하는 평가기법으로서 그 평가기법이 실제 시장거래가격에 대해 신뢰할 만한 추정치를 제공한다는 사실을 제시할 수 있다면, 그 평가기법을 사용하여 투자자산의 공정가치를 산출할 수 있음. 단 Valuation Hierarchy에서 제시된 평가기법을 채택하지 않은 이유와 평가자가 사용한 평가기법이 Valuation Hierarchy에서 제시된 평가기법 보다

정확한 추정치를 제시할 수 있는 근거에 대한 타당한 설명이 반드시 필요함.

평가기법의 적용 및 투입변수

활성시장이 없는 경우 공정가치 평가를 위해 선택한 평가기법은 시장정보를 최대한 사용하고, 기업특유정보를 최소한으로 사용하여야 함. 이러한 평가기법은 시장참여자가 가격을 결정하는 데 고려하는 모든 요소를 포함하며, 금융상품의 가격을 결정하기 위하여 일반적으로 적용되는 경제학적 방법론에 부합하여야 함.

주기적으로 평가기법을 조정하며 동일한 금융상품(즉 수정하거나 재구성하지 아니함)의 관측 가능한 현행 시장거래가격을 사용하거나 관측 가능한 시장자료에 기초하여 그 타당성을 검토하여야 함.

활성시장에서 공시되는 것이 가격이 아니라 비율인 경우, 그러한 시장에서 공시되는 비율은 공정가치를 결정하기 위한 평가기법의 투입변수로 사용 함. 시장참여자가 금융상품을 평가할 때 사용하는 신용위험 또는 그 밖의 요소가 시장에서 공시되는 비율에 포함되어 있지 않다면, 이러한 요소를 반영하여 시장에서 공시되는 비율을 조정 함.

특정 금융상품의 공정가치를 추정하기 위한 평가기법은 시장상황에 대해 관측 가능한 시장자료와 금융상품의 공정가치에 영향을 미칠 가능성이 높은 그 밖의 요소를 반영 함. 금융상품의 공정가치는 다음 요소(경우에 따라 다른 요소) 중 하나 또는 그 이상에 기초하여 결정됨.

(1)화폐의 시간가치(즉, 기초이자율이나 무위험이자율)

기초이자율은 일반적으로 관측 가능한 정부채권가격에서 도출 가능. 이러한 이자율은 전형적으로 만기별 이자율의 수익률곡선을 근거로 하여 예상 현금흐름의 기대일자에 따라 다름. 일부 국가에서는 정부채권에 유의적인 신용위험이 존재할 수 있으며, 당해 정부채권은 그러한 통화로 표시되는 금융상품에 대하여 안정적인 기준이 되는 기초이자율이 되지 못할 수

있음. 이러한 국가에서는 기업이 정부보다 더 높은 신용수준을 가질 수 있고, 더 낮은 이자율로 차입할 수 있음. 이 경우 기초이자율은 그 국가의 통화로 발행된 가장 높은 등급의 회사채의 이자율을 참조하여 결정하는 것이 더 적절할 수 있음.

(2) 신용위험

신용위험이 공정가치에 미치는 영향(신용위험에 따라 기초이자율에 가산되는 이자율)은 다양한 신용수준의 금융상품에 대하여 관측 가능한 시장가격이나 다양한 신용등급의 대여금에 대하여 대여자가 부과하는 관측 가능한 이자율에서 도출 가능.

(3) 환율

(4) 일반상품가격(Commodity prices)

(5) 주식가격

(6) 변동성(Volatility, 즉, 금융상품이나 기타 항목의 미래 가격변동 크기)

활성시장이 있는 항목의 변동성은 일반적으로 역사적인 시장 자료에 기초하거나 현행 시장 가격에 내재된 변동성을 사용하여 합리적으로 추정 가능.

(7) 중도상환위험(Prepayment risk)

금융자산의 예상중도상환 형태는 역사적인 자료에 기초하여 추정할 수 있음.

최근 취득한 투자자산의 공정가치

최근에 투자자산을 취득한 경우, 측정일 현재까지 피 투자기업에 중대한 변화가 있지 않고 경제상황 및 금융시장의 변화가 없다면 동 투자자산의 취득가격은 '독립적 제3자의 최근 거래가격'이며, 따라서 평가대상 투자자산의 취득가격을 공정가치의 추정치로 사용 가능함.

그러나 동일한 (수정하거나 재구성하지 아니한) 투자자산의 관측 가능한 투자시점의 시장거래와의 비교에 의해 입증되거나 관측가능한 시장의 자료를 변수로 포함한 평가기법에 기초하는 그 금융상품의 공정가치가 있다면, 그 투자자산의 취득가격을 공정가치의 추정치로 사용하여서는 안 됨.

최근 취득한 투자자산의 취득가격을 활용한 공정가치 추정은 'IV. 활성시장이 없는 지분증권의 공정가치' 및 'VII. 채무증권의 공정가치'에 설명된 '독립적 제3자의 최근 거래가격' 평가기법을 준용함.

실질적으로 동일한 다른 금융상품의 현행 공정가치 활용 (Reference to the current fair value of another instrument that is substantially the same)

실질적으로 동일한 다른 금융상품의 현행 공정가치를 이용할 수 있다면 이를 참조하여 공정가치를 추정할 수 있음.

우선주(Preferred Stock) 등의 평가

우선주는 이론적으로 보통주와 그 특성을 달리 하므로 보통주와는 별도로 개별적인 평가가 이루어지는 것이 적절 함.

단, **우선주에 투자한 경우에 1) 보통주의 공정가치를 이용할 수 있고 2) 우선주의 조건 및 투자의 특성을 검토하여 일반적으로는 실질적으로 동일한 다른 금융상품으로 볼 수 있을 경우에는 보통주의 공정가치를 우선주의 공정가치로 사용하거나 이를 참조하여 공정가치를 추정할 수 있음.**

상환우선주의 경우는 주식과 채권의 두 가지 요소로 구성된 복합증권이라는 점에서 전환사채와 유사하나, 상환우선주의 경우에는 이익으로써만 소각할 수 있다는 점에서 전환사채와 상이 함. 따라서 상환우선주의 공정가치 추정 시 상환 가능성을 반영한 평가가 이루어져야 하며 상환가액, 상환기간, 상환 방법과 수 등에 대한 면밀한 분석이 이루어져야 함. 특히 상환우선주의 발행 회사가 상환 여부를 결정할 수 있는 권리를 가질 경우에는 상환우선주의 가치는 상환될 경우의 가치를 초과할 수 없다고 보는 것이 합리적이며, 이에 따른 위험을 반영한 공정가치 추정이 이루어져야 함.

* 일부 회계법인이 상환우선주를 대출채권으로 인식하여야 한다는 의견을 제시하고 있는 바, 만약 상환우선주가 대출채권으로 인식되어야 하는 경우에는 이는 공정가치 평가대상에서 제외된다고 보는 것이 합리적임.

Refixing 조항의 반영

전환사채의 전환가격, 신주인수권부사채의 신주인수권 행사가격, 전환우선주의 전환비율 등이 피 투자기업의 주가 또는 매출 및 수익과 같은 실적과 연동되어 조정(Refixing)되는 경우, 이러한 사항을 반영하여 공정가치를 추정할 수 있음.

투자자산의 공정가치가 저하되는 방향으로 Refixing이 발생할 수 있는 경우에는 반드시 이를 고려하여 공정가치 평가가 이루어져야 함.

지분의 희석(Dilution)

모든 지분증권의 Valuation은 피 투자기업 전체에 대한 Valuation을 우선적으로 하며, 측정일 현재 당해 기업이 발행한 CB, BW, Stock Option 등과 관련하여 지분의 희석 가능성이 있는 경우에는 그 희석 요인을 모두 반영하여야 함. 지분의 희석 요인을 반영해야 할 경우, 지분의 희석 과정에서 발생하는 차입금의 감소(예: CB 전환금액), 지분가치의 증가(예: CB 전환금액, BW 신주인수권 행사금액, Stock Option 행사금액), 지분(주식) 수의 증가 등 주요 변수의 변동이 반영되어야 함.

전환사채 및 신주인수권부사채에 대한 공정가치 추정 시에도, 지분의 희석(지분 수의 증가)과 함께 차입금의 감소 및 지분가치의 증가 요소가 반영된 평가가 요구 됨.

투자가치의 유의적인 감소 요인 반영

피 투자기업의 채무 불이행, 부도, 워크아웃 및 회사정리절차 신청, 중대한 법정 소송(지적재산권 관련 소송 포함), 경영진(CEO 및 CTO) 등의 변화 및

사임, 핵심 연구 인력의 퇴사, 회사의 내부부정행위, 투자 화폐가치의 중대한 하락, 활성시장 여건의 악화, 사업 관련 유의적인 Milestones의 실적이 투자 시점보다 저하되거나 계획보다 유의적으로 지연되어 수익성의 악화를 초래할 수 있는 사건의 발생 등 투자자산 가치의 유의적인 감소 사유가 발생한 경우 펀드 매니저는 최대한의 실사(due diligence)를 통해 정성적/정량적 분석을 하여 Valuation에 반영 하여야 함.

비영업용 순자산 가치의 반영

비영업용 자산이 있는 경우에는 비영업용 순자산의 공정가치를 평가에 반영하여 기업가치 및 지분증권의 공정가치를 추정하는 것을 원칙으로 함.

화폐단위가 다른 투자자산에 대한 Valuation

화폐단위가 다른 투자자산은 동일한 방법으로 평가하되 측정일의 현물환율로 환산 함. 기준환율과 전신환매도율 모두 적용 가능하나, 기간별 및 평가대상 별로 일관성 있게 적용하여야 함.

여러 가지 환율을 사용할 수 있는 경우에는 해당 거래나 잔액에 따른 미래 현금흐름이 측정일에 발생하였다면 결제하였을 환율을 사용함. 일시적으로 두 통화의 교환이 불가능한 경우에는 그 이후에 처음으로 교환이 이루어지는 때의 환율을 사용함.

유동성 할인(Marketability discount) 적용

활성시장이 없는 지분증권의 공정가치 평가에 평가기법(Market-based Multiples, Discounted Cash Flow, Net Asset Value, Industry Benchmark

등)을 활용 시 대부분의 경우 유동성에 대한 할인이 필요하며, 각 평가기법 별로 유동성 할인(Marketability discount)의 적용을 요하는 경우 여기에서 제시하는 지침에 따라 적용되어야 함.

유동성 할인은 기업가치(Enterprise Value)를 계산 후, 평가대상 투자자산이 배분에 참여하는 단계(예, 주식의 경우 총지분의 가치-Equity Value 계산 단계)에서 적용되어야 함.

공정가치의 관점에서 유동성 할인을 적용하기 위해서는 현재 투자자산 보유자의 시각으로 유동성 할인을 결정해서는 안 되며, 시장참여자 전체의 관점에서 결정되어야 함. 이러한 관점에서 **유동성 할인을 결정 시 고려할 사항**은 아래와 같음.

- 매각의 시점이 가까워지고 그 가능성이 확실 할수록 유동성할인은 낮아짐
- 매각 타이밍, 성격, 과정에 영향력이 클수록 유동성할인은 낮아짐
- 투자대상 기업이 가치평가 시점에서 매각이 가능하거나 그 주식의 거래가 가능하지 않을 경우에는 어떠한 조치들을 취해야 투자대상 기업이 매각가능하거나 그 주식이 거래될 수 있는지, 그러한 조치들을 취하는 데 있어서 얼마나 어려움과 위험이 따르는지, 그리고 기간은 얼마나 필요한지 등에 대한 판단이 필요함
- 주식시장 상황이나 M&A 활동 수준이 투자대상 기업의 매각이나 주식의 거래 가능성에 미치는 영향에 대한 판단이 필요함

매각 타이밍, 성격, 과정에 대한 영향력 평가 시 고려되어야 할 사항은 아래와 같음.

- 매각과 관련하여 유사한 생각을 하는 다른 주주들이 있는가? 있는 경우 이들 전체의 영향력은 어느 정도인가?
- 합의된 매각 전략 또는 계획이 존재하는가?
- 매각과 관련 유사한 생각을 주주 군이 투자기업의 다른 주주들에게 매각에 동의할 것을 요구하고 제시한 매각 조치를 진행되도록 할 수 있는 법적인 권리가 존재하는가?
- 투자기업의 경영진들이 투자자산의 성공적인 매각 가능성을 줄일 수 있는 사실상의 능력을 가지고 있는가? 이 경우 경영진의 태도는 어떤 입장인가?

개별적인 상황에 따라 10% - 30% 범위의 유동성 할인 적용이 일반적인 것으로 평가되고 있으며, 아래와 같은 기준에 따라 차등을 두어 적용할 것을

권장 함(5% 간격으로 조정할 수 있음.)

***유동성 할인을 판단 기준 예시**

판 단 기 준 (여 건)	유동성 할인
1) 매각 절차를 추진함과 동시에 다른 주주들의 협조를 요구할 수 있는 법적 권한과 실질적인 능력이 있는 경우 또는 2) 합의된 매각전략이 명확히 존재하는 경우	10%
소수 지분(minority of the equity)을 보유하는 등의 이유로, 매각에 대한 영향력이 크지 않으나 다른 주주들이 매각에 대해 강하게 반대하지 않는 경우	30%
매각과 관련하여 다른 주주들의 협조를 요구할 능력은 없으나, 매각 전망과 시기에 대해 경영진 및(또는) 주주들에 의한 정기적인 논의가 있을 경우	20%
소수 지분(minority of the equity)을 보유하거나 다른 지배 주주(majority shareholders)가 매각에 강하게 반대하는 등의 이유로, 매각 가능성이 전혀 보이지 않는 경우	기업 전체의 가치를 평가함으로써 투자자산의 가치를 평가하는 평가기법의 적용이 적절하지 않음. 즉, 본 판단기준에 의한 할인을 적용이 적절하지 않음.

(International Private Equity and Venture Capital Valuation Guideline[‘07]의 권고 사항)

소수지분 할인(Minority discount) 적용

소수주주가 보유하고 있는 지분의 경우 기업에 대한 경영권을 행사할 수 없어 지배주주 또는 경영권을 보유하고 있는 지분에 비해 상대적으로 가치가 낮으므로, 지분의 가치가 지배주주의 입장을 반영하여 산정된 경우 소수주주의 지분 가치를 산정하기 위해서는 적절한 소수지분 할인을 적용 하여야 함.

활성시장이 없는 지분증권의 공정가치 평가 시 사용되는 유사거래이용법,

Net Asset Value, Industry Valuation Benchmark 등의 경우는 일반적으로 지배주주의 입장에서 가치평가가 이루어지므로 소수지분 할인을 적용하여야 하며, 그 외의 평가기법을 이용하여 가치평가가 이루어지는 경우에도 그 가치가 지배주주의 입장을 반영하여 산정된 경우에는 소수지분 할인을 적용하여야 함.

어느 정도의 소수지분 할인이 적정한지는 원칙적으로 평가자의 전문적인 판단에 따름. 소수지분할인율(Minority discount)은 경영권 Premium (Control Premium)과 역의 상관관계를 가지고 있으므로, Control Premium의 적정수준이 결정되는 경우라면 이를 역으로 환산하여 적용할 수도 있음.

$$\text{Minority discount} = 1 - [1/(1+\text{Control Premium})]$$

$$\text{Control Premium} = [1/(1-\text{Minority discount})] - 1$$

복수의 할인을 적용

2가지 이상의 할인을 적용 할 경우에는 **순차적인 적용**을 원칙으로 함. 예로서 유동성할인(Marketability Discount)과 소수지분할인(Minority discount)을 동시에 적용하여야 할 경우, 두 가지 할인을 합산하여 적용하는 것이 아니고 평가기법을 이용하여 계산한 지분가치에 유동성할인을 적용된 결과치에 다시 소수지분할인율을 적용하여 순차적으로 지분의 최종 공정가치를 추정 함.

IV. 지분증권의 Valuation Hierarchy (평가기법의 선택)

Valuation Hierarchy

구분	평가 방법	설명
활성 시장	시장가격	<ul style="list-style-type: none"> 활성시장의 공시 가격 - Discount
	독립적 제3자의 최근 거래가격	<ul style="list-style-type: none"> 합리적인 판단력과 거래의사가 있는 독립된 당사자 사이의 최근 거래가 있는 경우 그 거래가격을 사용하여 평가
활성 시장이 없는 경우	Market-Based Multiples Analysis	<ul style="list-style-type: none"> 수익 또는 양의 Cash Flow가 발생하는 회사의 경우 유사 상장기업의 시장 Multiples에 기반하여 공정가치를 평가
	기타 합리적인 방법	<ul style="list-style-type: none"> Discounted Cash Flow (of Underlying Business) 유사거래이용법: 유사한 회사의 인수합병 사례를 이용 Net Asset Value ((NAV) Industry Valuation Benchmarks 기타 시장참여자가 일반적으로 사용하는 평가기법 (실제 시장거래가격에 대해 신뢰할 만한 추정치를 제공 한다는 사실을 제시할 수 있는 경우)

신뢰도 및 정확성
분화선성

Valuation Hierarchy를 이용한 평가기법의 선택

(1) Valuation Hierarchy는 여러 가지 Valuation 기법을 신뢰도와 정확성에 따라 수직으로 배열함으로써 Valuation기법 선택에 있어 객관성 및 타당성을 확보할 수 있게 함.

(2) Valuation Hierarchy 내 **상위에 있는 평가기법을 우선 적용**하는 것을 원칙으로 함. 1) 시장가격 2) 독립적 제3자의 최근 거래가격 3) Market-based Multiple Analysis 4) 기타 합리적인 방법의 순으로 적용 되어야 함.

(3) 투자자산의 활성시장이 있는 경우 공정가치의 최선의 추정치는 활성시장에서 공시되는 가격이며, 이러한 가격이 있으면 투자자산의 공정가치를 측정

하는 데 그 가격을 사용 함.

(4) 투자자산 전체의 시장가격은 없지만 그 구성부분에 대한 활성시장이 있다면, 공정가치는 그 구성 부분의 시장가격에 근거하여 결정 함.

(5) 금융상품에 대한 활성시장이 없다면, 공정가치는 평가기법을 사용하여 결정함. 공시되는 시장가격이 없는 지분상품과 이러한 지분상품과 연계되어 있으며 그 지분상품의 인도로 결제되어야 하는 파생상품의 합리적인 공정가치 추정치 범위의 편차가 유의적이지 않을 것으로 예상되는 상황은 많이 존재함. 일반적으로 외부 당사자에게서 취득한 금융자산의 공정가치는 추정할 수 있음.

(6) Valuation Hierarchy 내 하위 평가기법을 통해 투자자산의 공정가치를 보다 정확히 추정 할 수 있는 경우에는 하위 방법론을 선택하여 적용하는 것도 가능하나, 상위의 평가기법을 채택하지 않은 이유와 하위의 평가기법이 보다 정확한 추정치를 제시할 수 있는 근거에 대한 타당한 설명이 반드시 필요 함.

(7) 활성시장이 없는 투자자산의 공정가치 산정을 위해 둘 이상의 평가기법을 사용할 경우 가중치를 적용할 수 있으며, 가중치 결정 시 Valuation Hierarchy의 상위 기법에 높은 가중치를 둘 것을 권장 함. 또한 가중치 결정 시 평가대상 회사의 특성과의 적합성, 평가기법의 부합도, 평가 근거자료의 객관성 및 신뢰성, 평가기법 간의 중복성과 관련성 등을 고려하여 판단하여야 함.

(8) Valuation Hierarchy에서 제시된 평가기법 이외에도, 금융상품의 가격을 결정하는 데 시장참여자가 일반적으로 사용하는 평가기법으로서 그 평가기법이 실제 시장거래가격에 대해 신뢰할 만한 추정치를 제공한다는 사실을 제시할 수 있다면, 그 평가기법을 사용하여 투자자산의 공정가치를 산출할 수 있음. 단 Valuation Hierarchy에서 제시된 평가기법을 채택하지 않은 이

유와 평가자가 사용한 평가기법이 Valuation Hierarchy에서 제시된 평가기법보다 정확한 추정치를 제시할 수 있는 근거에 대한 타당한 설명이 반드시 필요 함.

(9) Valuation Hierarchy에서 제시된 평가기법 및 시장참여자가 일반적으로 사용하는 평가기법을 사용함에도 불구하고, 합리적인 공정가치 추정치의 범위가 유의적이고 다양한 추정치의 발생확률을 신뢰성 있게 평가할 수 없다면 그 투자자산은 공정가치로 측정할 수 없음.

V. 활성시장이 있는 지분증권의 공정가치

기본 원칙

거래소, 판매자, 중개인, 산업집단, 평가기관 또는 감독기구를 통해 공시가격이 용이하게 그리고 정기적으로 이용가능하고, 그러한 가격이 독립된 당사자 사이에서 정기적으로 발생한 실제 시장거래를 나타낸다면, 그 금융상품은 활성시장에서 가격이 공시되고 있는 것으로 봄.

활성시장에서 공표되는 가격은 공정가치의 최선의 추정치이며, 이러한 가격이 있으면 금융자산이나 금융부채를 측정하는 데 그 가격을 사용함.

금융상품 포트폴리오의 공정가치는 금융상품의 단위수량과 그 시장가격을 곱한 금액임. 즉, 대량 보유하고 있는 금융상품의 매도에 대한 비유동성 조정 (Blockage discount)은 하지 않음. 시장참여 매도자는 상품에 대한 가장 유리한 가격으로 거래를 체결하며, 대량 보유자산을 덜 유리한 가격으로 매도하고자 하는 기업의 결정은 개별 기업의 특성임.

금융상품 전체의 시장가격은 없지만 그 구성부분에 대한 활성시장이 있다면, 공정가치는 그 구성부분의 시장가격에 근거하여 결정함.

참고 사항 (기업회계기준 제1039호 금융상품: 인식과 측정) - 아래 제시된 원칙들은 특정한 금융상품 또는 예외적인 사례에 적용될 원칙이나, 평가자가 투자자산의 공정가치를 평가하기 이전에 이해하고 있어야 할 사항 임.

가격이 아니라 비율이 활성시장에서 공시된다면, 그러한 시장에서 공시되는 비율은 공정가치를 결정하기 위한 평가기법의 투입변수로 사용한다. 시장참여자가 금융상품을 평가할 때 사용하는 신용위험 또는 그 밖의 요소가 시장에서 공시되는 비율에 포함되어 있지 않다면, 이러한 요소를 반영하여 시장에서 공시되는 비율을 조정한다.

보유자산이나 발행할 부채의 공시되는 적절한 시장가격은 일반적으로 현행 매입호가이고, 취득할 자산이나 보유부채의 공시되는 적절한 시장가격은 매도호가이다.

현행 매입호가와 매도호가를 사용할 수 없는 경우 가장 최근의 거래 이후 경제적 상황에 유의적인 변화가 없다면, 가장 최근의 거래가격이 현행 공정가치의 증거가 된다. 거래 이후 조건이 변경되었다면(예: 회사채에 대한 가장 최근의 가격공시이후 무위험이자율의 변경), 유사한 금융상품의 현행 가격이나 이자율을 참고하여 변경된 조건을 공정가치에 반영한다.

가장 최근의 거래가격이 강제된 거래, 비자발적인 청산 또는 재무적 어려움으로 인한 매도 등에서 수취하거나 지급할 금액을 반영하기 때문에 이를 공정가치가 아니라는 사실을 제시할 수 있다면, 그러한 가격은 조정이 필요하다.

적용 범위

증권의 매매를 위하여 거래소가 개설하는 시장 "증권시장"- "유가증권시장" 및 "코스닥시장"-과 장내파생상품의 매매를 위하여 거래소가 개설하는 "파생상품시장"(자본시장과금융투자업에관한법률 제9조 ⑬항 및 ⑭항 규정) 또는 공신력 있는 외국의 증권시장(뉴욕증권거래소, 런던증권거래소 등)에서 거래되는 금융자산.

국내 증권시장과 외국의 증권시장에서 동시에 거래되는 금융자산은 원칙적으로 국내 시장에서 형성된 시장가격을 공정가치로 봄. 국내에서 발행된 금

용자산의 시장가격이 외국의 증권시장에서만 형성되는 경우에는 그 시장가격을 합리적으로 조정한 가액을 공정가액으로 봄.

공정가치 산정

공정가치 측정일 현재의 종가에 보유 투자자산의 특성에 따른 할인율을 적용하여 공정가치를 산정 함.

다만, 공정가치 측정일 현재의 종가가 없으며 공정가치 측정일과 해당 금융자산의 직전 거래일 사이에 중요한 경제적 상황의 변화가 없는 경우에는 직전 거래일의 종가로 할 수 있음. 중요한 경제적 상황의 변화가 있는 경우에는 그 변화의 영향을 직전 거래일의 종가에 적절히 반영하여 공정가액을 추정함. 일시적으로 거래가 정지된 금융자산의 경우에도 동일하게 적용할 수 있음.

할인 적용

거래제한 할인은 적용하나, 대량보유 할인은 적용하지 아니함.

(1) 거래제한 할인 (Lock-Up discount)

주식의 거래제한(Lock-Up)이 있는 경우 증권 시장에 대한 접근 불가능성과 관련한 위험에 대해 가치 조정이 필요 함.

보유 투자자산의 특성 및 제약 정도와 범위를 고려하여 적절하게 공정가치를 조정하는 것이 원칙이며, 6개월 이상의 lock-up이 있을 경우 20% 이상의 할인율 적용을 권장 함.

(2) 대량보유 할인 (Blockage discount)의 적용 제한

대량 보유하고 있는 금융상품의 매도에 대한 비유동성 조정(Blockage discount)은 하지 않음. 시장참여 매도자는 상품에 대한 가장 유리한 가격으로 거래를 체결하는 것이며, 대량 보유자산을 덜 유리한 가격으로 매도하고자 하는 기업의 결정은 개별 기업의 특성임.

상장주식의 경영권 Premium (Control Premium)

경영권 Premium의 가치는 실제 거래에서 고려될 수 있는 사항이나, 한국채택회계기준 하에서는 회계 상 인정되는 공정가치 개념으로 보지 아니함에 따라, **상장주식의 공정가치 평가 시 경영권 Premium을 반영하지 않음.** (단, 향후 경영권 Premium의 공정가치 반영에 대한 논의가 진행될 것으로 예상되며 그러한 논의 결과에 따라 이 원칙은 변경될 필요성이 예상됨.)

* 지배주주 또는 경영권을 보유하고 있는 지분은 소수주주의 지분에 비해 기업의 경영권에 대한 영향력만큼 상대적으로 더 가치가 높다고 볼 수 있음. 반면 증권시장에서 공시되는 주식의 가격은 소수주주가 보유하고 있는 주식의 거래 가격이므로 지배지분에 대하여 일정 수준의 Control Premium을 반영할 수 있다고 보는 견해가 다수 있으며 실제 거래에서 고려되고 있음.

기타 유의사항

(1) 프리보드의 공시가격

프리보드에서의 공시가격이 최선의 공정가치 추정치로 인정되기 위해서는, 그 공시가격이 용이하게 그리고 정기적으로 이용 가능하고 그러한 가격이 독립된 당사자 사이에서 정기적으로 발생한 실제 시장거래를 나타내어야 함. 일반적으로, 아직은 프리보드에서의 공시가격이 있다하여도 그 금융상품이

활성시장에서 가격이 공시되고 있는 것으로 보기에는 어려움이 있음.

따라서 프리보드에서의 공시가격이 있는 경우, 그 가격은 다른 평가기법을 사용하여 공정가치를 추정하는데 있어 이를 명시하고 공정가치 평가 결과에 대한 보조 자료 및 검증자료로서 활용할 것을 권장 함.

(2) 장외시장에서의 거래 가격

장외시장의 거래가격이 활성시장의 공시가격으로서 최선의 공정가치 추정치로 인정되기 위해서는, 그 공시가격이 용이하게 그리고 정기적으로 이용 가능하고 그러한 가격이 독립된 당사자 사이에서 정기적으로 발생한 실제 시장거래를 나타내어야 함. 일반적으로, 아직은 장외시장의 거래가격이 있다하여도 그 금융상품이 활성시장에서 가격이 공시되고 있는 것으로 보기에는 어려움이 많음.

따라서 장외시장의 거래가격이 있고 그 거래의 규모/빈도/당사자들의 특성 및 가격을 제공하는 중개인의 신뢰성을 고려하여 공정가치 평가에 충분히 참고할 만한 거래로 볼 수 있을 경우에는, 그 가격은 다른 평가기법을 사용하여 공정가치를 추정하는데 있어 이를 명시하고 공정가치 평가 결과에 대한 보조 자료 및 검증 자료로서 활용할 것을 권장 함.

VI. 활성시장이 없는 지분증권의 공정가치

기본 원칙

선택한 평가기법은 시장정보를 최대한 사용하고, 기업특유정보를 최소한으로 사용하여야 함. 이러한 평가기법은 시장참여자가 가격을 결정하는 데 고려하는 모든 요소를 포함하며, 금융상품의 가격을 결정하기 위하여 일반적으로 적용되는 경제학적 방법론에 부합하여야 함.

Discounted Cash Flow(DCF) 방식의 활용은 Cash flow의 예측, Terminal value의 추정, 적정 할인율 등 주요 투입 변수들의 결정에 상당한 수준의 주관적 판단이 개입되기 때문에, Valuation Hierarchy 상 상위의 평가기법이나 다른 기법에 의한 평가가 불가능할 경우에 한해서만 매우 조심스럽게 단독의 평가기법으로 사용하여야 함.

평가대상 회사의 성격을 검토하여 적정할 경우 2 이상의 평가기법을 사용(2 이상의 Multiples을 사용하는 경우를 포함)하여 가중치를 적용할 수 있음. 가중치 적용에는 평가대상 회사의 특성, 평가기법의 부합도, 근거 자료의 객관성과 신빙성, 상황 관련성 등을 고려하여 전문적으로 판단하되, Valuation Hierarchy 상 상위의 평가기법에 보다 많은 가중치를 둘 것을 권장 함.

평가는 주기적으로 조정하며 동일한 금융상품(즉 수정하거나 재구성하지 아니함)의 관측 가능한 현행 시장거래가격을 사용하거나 관측 가능한 시장자료에 기초하여 그 타당성을 검토하여야 함. 시장자료는 금융상품을 발행하거나 매입한 동일한 시장에서 일관되게 획득하여야 함.

신뢰성 있게 측정할 수 있다면 공정가치로 측정하여야 하는 금융자산과 금융부채를 이전에는 신뢰성 있게 측정할 수 없었으나, 현재 신뢰성 있게 측정할 수 있게 된 경우, 당해 자산과 부채는 공정가치로 다시 측정하여야 함.

Valuation Hierarchy 및 본 지침에서 제시하고 있는 평가기법 이외에도, 금융상품의 가격을 결정하는 데 시장참여자가 일반적으로 사용하는 평가기법이 있으며, 그 평가기법이 실제 시장거래가격에 대한 신뢰성 있는 추정치를 제공한다는 사실을 제시할 수 있다면 그 평가기법을 사용할 수 있음.

최초인식 시 금융상품의 공정가치의 최선의 추정치는 거래가격(제공하거나 수취한 대가의 공정가치)이지만, 동일한 (수정하거나 재구성하지 아니한) 금융상품의 관측 가능한 현행 시장거래와의 비교에 의해 입증되거나 관측 가능한 시장의 자료만을 변수로 포함한 평가기법에 기초하는 그 금융상품의 공정가치가 있다면, 최초 인식 시 그 금융상품의 공정가치의 최선의 추정치는 거래가격이 아님.

프리보드에서의 거래 가격, 장외시장에서의 거래 가격, 평가대상 회사 지분의 과거 거래, 최근 Bid Offers 가격, 평가회사의 주식교환 거래 등과 같은 거래 내역이 있는 경우, 이를 명시하고 공정가치 평가에 대한 보조 자료 및 비교 검증자료로서 활용하는 것을 원칙으로 함(프리보드 및 장외시장에서의 거래 가격의 활용에 대해서는 개별 평가기법 설명 부분에서 추가적으로 설명 함.)

독립적 제3자의 최근 거래가격 (Using recent arm's length market transactions between knowledgeable, willing parties)

(1) 적용 범위

동일한 투자자산에 대하여 합리적인 판단력과 거래의사가 있는 독립된 당사자 사이의 최근 거래가 있는 경우 그 거래가격은 공정가치 추정치로 사용할 수 있음. (주의: 동일한 회사가 발행한 경우일 지라도 CB, BW, 주식은 상호 간에 동일한 투자자산으로 볼 수 없음.)

최근거래가 공정가치의 추정치로서 적합할 수 있는 기간은 개별적인 투자의

구체적인 상황에 따른 판단이 필요 함. 피 투자회사 및 외부환경에 변화가 없는 안정적인 시장 여건 하에서는 급변하는 시장 여건 하에서 보다 독립적 제3자의 최근 거래가격을 이용한 공정가치 추정이 적합할 수 있는 기간이 더 길어질 것임.

최근에 평가대상 투자자산을 취득한 경우, 측정일 현재까지 피 투자기업에 중대한 변화가 있지 않고 경제상황 및 금융시장의 변화가 없다면 **동 투자자산의 취득가격**은 독립적 제3자의 최근 거래가격이며 따라서 평가대상 투자자산의 취득가격을 공정가치의 추정치로 사용 가능. 그러나 동일한 (수정하거나 재구성하지 아니한) 투자자산의 관측 가능한 투자시점의 시장거래와의 비교에 의해 입증되거나 관측가능한 시장의 자료만을 변수로 포함한 평가기법에 기초하는 그 금융상품의 공정가치가 있다면, 그 투자자산의 취득가격을 공정가치의 추정치로 사용하여서는 안 됨.

(2) 적용 배제

독립적 제3자의 최근 거래가격이 있는 경우에도 **최근 거래 이후 투자자산의 공정가치가 감소한 경우에는** 최근 거래가격을 공정가치의 추정치로 사용할 수 없으며, 이러한 경우는 아래의 예시된 경우를 포함함.

- 사업 실적이나 전망이 투자시점의 기대보다 유의적으로 뒤진 경우. 이러한 경우에 대한 예시에는 유의적인 Milestones를 충족하지 못한 경우, 금융상품에 대한 불이행, 주요 계약 조건(covenants) 위반, 사업계획 또는 추정 상의 실적 저하 등이 포함됨.
- 피 투자기업의 사업에 있어 또는 기술적인 환경, 시장 환경, 경제 환경, 제도적 환경 및 규제 환경에 있어서의 유의적인 불리한 변화.
- 피 투자기업과 동일 또는 관련 sector 내 상장기업 주가의 급락 및 신용경색과 같은 금융시장 여건의 악화.
- 피 투자기업이 자금 조달 중에 있으나, 최근 투자와는 유의적으로 다른 조건으로 자금 조달이 이루어 질 것이라는 입증이 있을 경우.

최근 거래가격을 공정가치로 볼 수 없는 경우에도 본 평가기법의 적용을 배제하며 아래에 예시된 경우를 포함함.

- 최근 신규 투자와 기존 투자에 상이한 권리가 부속되는 거래 등 거래가격의 회계단위 (unit of account)가 평가대상 투자자산과 다른 경우
- 신규 투자자에 의해 과도한 지분희석(dilution)효과가 발생하는 신규거래
- 투자(거래)금액의 규모가 작아 상대적으로 유의적이지 못한 경우
- 피 투자기업의 저조한 성과에 대한 대책으로서 Rescue Package 형식으로 투자된 경우
- 강요된 거래 (forced sale)
- 특수 관계인 또는 피 투자기업의 이해관계인이 개입된 거래
- 전략적인 고려에서 투자가 이루어진 경우
- 평가대상 투자자산을 매각하려는 시장과 최근 거래가 이루어진 시장이 다른 경우

(3) 프리보드의 공시가격 적용 여부

프리보드에서의 공시가격이 있는 경우, 그 사실과 가격을 명시하고 다른 평가방법을 사용하여 공정가치를 추정하는데 있어 공정가치 평가 결과에 대한 보조 자료 및 비교 검증 자료로서 활용할 것을 권장 함.

프리보드에서의 공시가격을 독립적 제3자의 최근 거래가격으로 인정하여 공정가치 추정치로 사용하기 위해서는, 그 공시가격이 용이하게 그리고 정기적으로 이용 가능하고 그러한 가격이 독립된 당사자 사이에서 정기적으로 발생한 실제 시장거래를 나타내거나 합리적인 판단력과 거래의사가 있는 독립된 당사자 사이의 최근 거래로서 인정할 수 있을 정도의 규모 등 제반 요건을 충족함을 입증하여야 함.

(4) 장외시장에서의 거래 가격 적용 여부

장외시장의 거래가격이 있고 그 거래의 규모, 빈도, 당사자들의 특성 및 가격을 제공하는 중개인의 신뢰성 등을 고려하여 공정가치 평가에 충분히 참고할 만한 거래로 볼 수 있을 경우에는 그 사실과 가격을 명시하고 다른 평가방법을 사용하여 공정가치를 추정하는데 있어 공정가치 평가 결과에 대한 보조 자료 및 비교 검증 자료로서 활용할 것을 권장 함.

(5) 공정가치 산정

독립적 제3자의 최근 거래가격을 공정가치 추정치로 사용할 수 있음.

독립적 제 3자의 최근거래가 경영권 확보(또는 M&A)의 전략적인 고려에서 이루어진 투자일 경우, 원칙적으로 적용을 배제 함. 그러나 이러한 경우라도 그 거래가 공정가치를 반영하고 있다고 보는 것이 합리적일 경우에는 선택적으로 그 거래가격에 할인율을 적용하여 공정가치 추정에 사용할 수 있음. 경영권 확보 또는 M&A의 목적의 거래는 지배지분의 변동을 수반하므로 지배주주의 가치 평가 시에는 이와 같은 제3자 거래를 직접적으로 적용 가능하나, 소수 주주의 가치 평가 시에는 소수지분할인(Minority discount)의 적용이 필요함.

Market-based Multiples (유사상장회사이용법)

(1) 적용범위

피 투자회사의 사업이 안정되어 확인이 가능하고 지속가능한 수익(Earnings) 또는 양의 Cash Flow가 발생하는 경우에는 유사 상장기업의 주가에 기초하여 공정가치를 평가 할 수 있음.

손실이 발생하는 경우라도, 그 손실이 단기적이라고 판단되고 정상적으로 지속가능한 수익 규모를 확인할 수 있을 경우에도 사용 가능 함.

(2) 공정가치 산정

주식시장에서 거래되는 유사 상장회사들 중에서 비교대상 기업(Comparable companies)을 선정하고, 각종 Multiples을 검토하여 실제 적용할 Multiples를 선택.

실제 적용할 Multiples를 조정하여 평가대상 회사에 해당 Multiples를 적용함

으로써 기업의 가치 또는 총지분의 공정가치를 계산하고, 유동성 할인 (Marketability discount)을 적용한 후 최종적으로 투자자산의 공정가치를 추정함.

Multiples를 적용할 평가대상 기업의 수익은 지속가능한 수익이어야 하며 신뢰 가능한 수치이어야 함. 또한 비교대상 회사와 평가대상 회사의 수익과 재무제표를 비교함에 있어 가치평가에 유의적인 영향을 미칠 수 있는 항목이 있을 경우는 **비교 Data 간의 차이를 조정**하여야 하며 주요 조정 항목은 다음과 같이 예시 함.

- 비영업용 자산 및 부채의 조정
- 비경상적 항목(non-recurring items)에 대한 조정
- 회계 처리 방식의 차이에 따른 재고자산 및 감가상각비의 차이 조정
- 운용리스와 금융리스 (리스 방식에 따른 리스자산과 리스부채의 차이) 조정

적용되는 Multiples는 평가대상 회사의 **수익과 기간이 일치**하여야 함. 평가대상 기업의 신뢰성 있게 추정된 미래 수익에 적용할 경우는 비교대상 기업의 Multiples 역시 미래 추정치(forecast) 이어야 함. 평가대상 기업의 지속 가능한 미래 수익 추정치에 신뢰성을 확보할 수 없을 경우에는, 신뢰성이 있는 현재의(current) 추정치를 기반으로 평가할 것을 권장 함. 평가대상 기업의 최근 과거((historical) 수익에 적용할 경우는 비교대상 기업의 Multiples 역시 과거 실적에서 도출된 것 이어야 함.

(3) Comparable companies (비교대상 기업) 선택 기준

비교대상 기업을 선택하는 데 있어 가장 중요한 기준은 위험 특성과 성장 전망에서 가장 유사한 상장기업을 찾는 것임. 이를 판단하기 위한 고려할 사항은 일반적으로 다음과 같음. 이 중 **최우선적인 판단 기준은 사업 및 시장(고객)의 동질성, 기업의 규모, 수익 성장률** 등이 되어야 함.

- 사업의 동질성
- 시장(고객)의 동질성
- 기업의 규모
- 수익 성장률

- 사업대상 지역
- 시장점유율 및 경쟁력
- 재무구조 등 재무상황
- 기업의 업력
- 적용 세율
- 기타 기업의 가치에 중요한 영향을 미칠 수 있는 사항

주가가 비정상적인 이유로 급등한 기업, 주식의 거래가 정상적으로 이루어지지 않는 기업, 관리대상 기업, 최근 사업연도 사업보고서를 제출하지 않은 기업, 재무제표에 대한 감사의견에 문제가 있는 기업 등 비교대상으로서 적절하지 않은 기업은 비교대상 기업의 선정에서 배제하여야 함.

비교대상 기업의 수가 불충분할 경우에는 규모와 성장률 차이에 대해서 Multiple을 조정 적용하여 비교대상 기업을 선정할 수 있음.

Comparable companies(비교대상 기업)를 찾기 어려운 경우, 시장 내 가장 적합한 Sector 또는 Sub-sector의 평균 multiples를 사용할 수 있음.

여러 Sector에서 사업을 영위함으로 인해 적정 Comparable companies를 찾기 어려운 경우에는 1) 개별적인 사업으로 부터의 이익(earnings)을 기반으로 개별적으로 평가하거나 2) Sector average multiples를 사용할 수 있음.

(4) 적용할 Multiples의 선택

일반적으로 사용 가능한 Multiples 예시.

- **EV/EBIT** (Enterprise Value / Earnings before Interest and Tax)
- **EV/EBITDA** (Enterprise Value / Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortization)
- **P/E** (Price to Earnings) : 주가/주당 순이익(EPS)

어떤 Multiple을 선택하여 적용할 것인가는 원칙적으로 평가자의 전문적인 판단에 따르나, 다음과 같은 사항이 고려되어야 함.

- P/E multiple은 Capital structure(Financial gearing)과 적용 법인세율에 의해 영향을 많이 받음. 즉, Leverage에 따른 효과가 무시되는 단점이 있으므로 상대적으로 영업이익과 유사한 개념인 EV/EBIT multiple 또는 EV/EBITDA multiple의 사용이 선호 됨.
- P/E multiple를 사용할 경우에는 일반적으로 실질적인 당기순이익(actual after-tax profits)가 아닌 ‘금융비용을 제한 후의 세후 EBIT (taxed EBIT figure, after deducting financial costs)’를 이용할 것이 권장 됨.
- EBITDA는 기업존속에 필요한 재투자를 고려하지 않음으로 인해, 고정자산에의 재투자 또는 인수를 통한 성장이 계속 되어야 하는 경우 현금흐름을 과대 추정하게 됨. 따라서 고정자산에의 재투자 또는 인수를 통한 성장이 계속 되어야 하는 기업의 경우 그 이용에 신중을 기하여야 함. 예로서, 초기투자 규모가 큰 기업의 경우 EBITDA의 활용이 가치평가의 왜곡을 초래할 수 있음.
- 평가대상 회사의 성격을 검토하여 적용할 경우 2개 이상의 Multiple을 사용하여 가중치를 적용할 것을 권장 함. 가중치 적용에는 평가기법과 평가대상 회사와의 적합성, 근거 자료의 객관성과 신빙성, 상황 관련성 등을 고려하여 전문적으로 판단함.
- PSR(Price to Sales Ratio / multiples of revenues)은 해당 산업 내에서 기업가치 평가를 위한 Valuation Benchmarks가 정착되었을 경우 가치평가 결과의 보조 또는 검증 자료로만 활용할 것을 권장 함.
- PBR(Net Asset Value)은 평가대상 회사의 성격 상 Net Asset Value에 의한 평가가 합리적인 경우에만 본 지침에 따라 활용 함.

(5) Multiples의 조정

비교대상 회사와 평가대상 회사 간에는 회사 운영의 성격, 시장, 경쟁적 위치, 경영진 및 직원의 구성, 자본 구성(Capital structure) 등에 많은 차이가 있을 수 있으며 이로 인해 기업의 가치에 차이가 발생 함. 이러한 차이를 기업가치 평가 시 반영하기 위해서는 위험 특성과 수익 성장률이라는 측면에서 검토되어야 함. 예시로서 다음과 같은 위험 특성이 있는 경우에는 기업의 가치는 하향 조정 되어야 함.

- 회사의 규모가 작고 및 사업 다각화가 덜 된 등의 사유로 경제 상황의 악화에 상대적으로 취약할 경우
- 적은 수의 핵심 임직원에 의존할 경우
- 한 가지 상품 또는 한 고객에의 의존도가 클 경우
- 부채비율이 높을 경우
- 기타 수익에 악영향을 미칠 수 있는 이유가 있는 경우

(6) 유동성 할인 (Marketability discount)

상기 'III. 공정가치 평가 시 유의 사항'의 '유동성 할인 적용'에 제시된 지침에 따라 유동성 할인을 적용 함.

Discounted Cash Flow (of Underlying Business)

(1) 적용범위

DCF는 Cash flow의 예측, Terminal value의 추정, 적정 할인율 등 주요 투입 변수들의 결정에 상당한 수준의 주관적 판단이 개입되기 때문에 지분증권의 경우 그 적용을 지양 하되, 불가피 한 경우 사용 근거 및 가정치를 명확히 보고 할 의무가 있음.

Market-based Multiples에 의한 평가 결과를 점검(cross-check)하기 위하여 DCF 방식을 사용하는 것은 유용 함. 그러나 DCF 방식만을 단독으로 사용하여 지분증권의 공정가치를 평가하는 것은, Valuation Hierarchy 상 상위의 평가기법이나 다른 기법에 의한 평가가 불가능할 경우에 한해서 매우 조심스럽게 사용할 것을 권장 함.

(2) 공정가치 산정

지분가치(Equity Value) = 기업가치(Enterprise Value)
 + 비영업용 순자산 가치
 - 차입 부채

$$\begin{aligned} \text{기업가치(Enterprise Value)} &= \sum_{t=0}^n \frac{\text{Free Cash Flow}_t}{(1+r)^t} + \frac{\text{Terminal Value}_t}{(1+r)^n} \\ &= \text{현금흐름예측기간의 FCF의 현가} + \text{영구가치 현가} \end{aligned}$$

DCF를 통한 기업가치의 산정은 예측기간 중 발생하는 현금흐름(FCF)의 현

재가치와 예측기간 이후에 발생하는 현금흐름의 현재가치(Terminal Value)를 합산하여 계산됨.

(3) 투입 변수의 추정

Free Cash Flow의 추정

기업이 영업활동을 통해 창출한 순현금흐름으로, 매출 등을 통해 유입된 현금 중에서 원재료, 노무비, 제조경비 및 판관비와 순운전자본 및 고정자산 투자 등에 지출되고 남은 잉여현금을 의미함.

<p>Free Cash Flow</p> <p>= 조정영업이익 (영업이익 -영업이익에 대한 법인세)</p> <p>+ 비 현금 비용 항목 (퇴직급여충당금+감가상각비+대손상각비 등)</p> <p>- 영업용 순 운전자본 (매출채권+재고자산-매입채무 등)의 증가</p> <p>- 자본적 지출 (영업용 유/무형 고정자산 순 투자액)</p>

기업가치 평가를 위한 현금흐름은 최소 5개년에 대한 추정치를 이용할 것을 권장 함.

할인율 (r=WACC)의 추정

할인율은 통상적으로 기업의 자본비용 추정에 활용되고 있는 가중평균자본비용(WACC: Weighted Average Cost of Capita)을 사용할 것을 권장 함. WACC의 추정이 불가할 경우, 가장 적절하다고 판단되는 모델을 사용하여 할인율을 결정할 수 있으나 근거 및 할인율 산정 과정을 투명하게 보고함.

$r(WACC) = C_d (1-t_c) \times \frac{D}{D+E} + C_e \times \frac{E}{D+E}$

$E =$ 자기자본가치 / $D =$ 타인자본가치

$C_d =$ 부채비용 / $C_e =$ 자본비용

1) 자본비용(Cost of Equity : C_e) 추정

자기자본 비용은 Capital Asset Pricing Model(CAPM)에 의하여 산정할 것을 권장 함.

$$C_e = R_f + [E(R_m) - R_f] \times \beta_i$$

R_f (무위험이자율) : 장기(5년 이상) 국고채 수익률을 이용을 권장.

베타(β_i) : 분산 불가능한 해당 기업의 체계적 위험도를 말하며 Hamada model을 이용하여 다음과 같은 과정에 의해 산출됨.

$$\beta_i \text{ (Levered } \beta) = \text{Unlevered } \beta \times [1 + (1 - t_c) \times D/E]$$

$$\text{Unlevered } \beta = \beta_i / [1 + (1 - t_c) \times D/E]$$

$E =$ 자기자본의 시장가치 / $D =$ 타인자본의 시장가치 / $t_c =$ 법인세율

주식시장에 상장된 유사기업을 비교대상으로 하여 시장에서 관찰된 유사 기업의 베타(동종/유사기업의 베타 없을 경우 증시 Sector 또는 Sub-sector의 베타 사용)를 이용하여 순수한 영업위험만이 반영된 Unlevered β 를 먼저 산출한 후, 평가 대상기업의 목표 Capital structure가 재 반영된 relevered β 를 산출하여 베타(β_i)로 사용함.

Equity risk premium($R_m - R_f$) : 주식투자에 따른 추가적인 위험을 보상받기 위해 투자자가 요구하는 추가 수익률을 의미하며, 일반적으로 국내 장기시계열 분석 자료에서 구할 수 있는 시장수익률과 무위험수익률간의 차이로부터 산출함.

국내 주식시장자료 외에 미국의 ERP(=Rm-Rf)에 장기 외평채 가산금리를 적용하는 방식('Country Spread Model')을 이용하여 간접적으로 도출하는 것도 가능함.

2) 부채비용(Cost of Debt : C_d) 추정

회사가 조달 가능한 타인자본의 원천별 미래이자비용을 추정한 후 이를 원천별로 가중평균하여 산출함.

타인자본에 대한 미래 이자비용의 추정이 불가할 경우는 장기회사채 수익률 또는 평가시점의 가중평균 차입유효이자율을 대용치로 사용 가능 함.

평가대상 회사의 장기 회사채 수익률이 있는 경우 동 회사채 수익률을 사용하고, 평가개상 회사의 회사채 수익률은 없으나 신용등급이 있는 경우 동일 등급의 회사채 수익률을 사용가능 함. 신용등급도 없는 경우는 유사기업의 회사채 수익률을 적용함.

평가시점의 가중평균 차입 유효이자율은 향후 이자율 및 차입부채의 구성비율 변동이 크지 않다는 전제하에서는 사용이 가능함.

3) 자본구조(Capital Structure: D, E) 추정

목표자본구조란 회사가 **장기적으로 지향하는 미래의 타인자본과 자기자본간의 비율**을 의미하며, 실무적으로 추정기간에 걸쳐 평균적으로 나타날 수 있는 회사의 자본구조라고 할 수 있음.

추정기간 동안의 자본구조의 변동이 심할 경우 기간 내 평균치를 하나의 자본구조로 볼 것인가, 또는 매년 가중치를 달리하여 적용할 것인가에 대한 검토 필요.

현재의 자본구조를 기초로 목표 자본구조 설정 시 타인자본과 자기자본 모두 시장가치 기준으로 적용되는 것이 원칙 임. 따라서 타인자본의 시장가치 경우 현재 시장이자율을 적용한 타인자본의 공정가치를 적용할 것을 권장하나, 이것이 불가능 할 경우 유효이자율 적용한 타인자본의 가치를 사용 함.

자기자본의 시장가치는 장부가액과 차이가 크므로 반드시 시가총액을 구하여 적용해야 하며, 이 과정에서 자본비용과 자기자본 가치 사이에 순환구조 발생 하게 됨. 최종적으로 산출되는 주식의 가치가 가중평균자본비용을 구하는 과정에서 가정했던 목표 자본구조의 비율을 만족시키는 지는 순환반복 과정을 통해 해결해야 함.

Terminal Value의 추정

영구가치 추정은 현금흐름 예측기간 이후의 현금흐름의 가치를 추정하는 것으로서 일반적으로 영구성장모델 또는 시가배수방식이 활용 됨.

Terminal Value = $NCF_t \times (1+g) / (r-g)$	영구성장모델
또는	
Terminal Value = Earnings × multiple(시가배수)	시가배수방식

- *t : 현금흐름 예측기간 최종년도
- * NCF_t : 현금흐름 예측기간 최종년도(t)의 Net Cash Flow
- *r : 가중평균자본비용(할인율)
- *g : 영구성장률
- *Earnings, multiple: EBITDA를 적용할 경우 multiple(시가배수)은 EV/EBITDA를 적용.

영구성장모델은 추정기간 이후의 기간에 대해 일정한 성장률을 가정하여 단 일기간 추정방식과 동일하게 일괄 처리하는 방법을 말하며, 영구 성장률(g)은 장기물가상승률의 예상치를 기준으로 객관적인 자료를 활용하여 회사의 특성을 반영한 실질영구성장률을 가감하여 산정함.

시가배수방식은 현재 시장에서 관찰되는 유사기업의 시가배수를 구한 후 이를 소득흐름 추정기간 말의 평가대상기업의 해당 수익에 적용시켜 영구가치

를 구하는 방법임.

Terminal Value는 개별 추정기간 말 시점에서의 가치이기 때문에 기업가치 평가 과정에서 반드시 이를 현재시점으로 할인하여야 함.

(4) 유동성 할인 (Marketability discount)

상기 'III. 공정가치 평가 시 유의 사항'의 '유동성 할인 적용'에 제시된 지침에 따라 유동성 할인을 적용 함.

(5) 민감도 분석

DCF를 이용한 기업가치 평가 시에는 현금흐름(Cash flow), 영구가치(Terminal value), 할인율 등 주요 투입 변수들에 따라 그 결과가 상당한 영향을 받음. 따라서 가장 중요한 변수인 할인율(WACC)과 영구성장율(g , 시가배수방식으로 Terminal Value를 추정할 경우는 EV/EBITDA multiple 등)의 변화에 대해 지분가치가 어떻게 변화하는지에 대한 민감도 분석이 필요 함.

특히, DCF 방식만을 단독으로 사용하여 지분증권의 공정가치를 평가하는 경우에는 반드시 민감도 분석을 통해 DCF 평가기법의 주관성을 경감시키고 보수적 관점에서 공정가치 추정치를 선택할 것을 권장 함. 이를 위해서는 민감도 분석 시 최초 추정된 할인율(WACC)과 영구성장율(g)을 기준으로 하여 예상되는 WACC과 영구성장율의 범위 내에서 각 WACC과 영구성장율의 조합(기준치 대비 각 0.5%~1% 차이로 단계별 적용 권장)차를 통해 다양한 시나리오를 구성하여 지분가치를 분석하고, **보수적 관점에서** 공정가치 추정치를 결정 함.

* 민감도 분석 예시 (보수적인 9개의 분석 결과를 기초로 공정가치 추정 권장)

할인율 (WACC)	영구성장률(g)				
	1%	2%	3%(기준치)	4%	5%
13%	지분가치11	지분가치12	지분가치13	지분가치14	지분가치15
14%	지분가치21	지분가치22	지분가치23	지분가치24	지분가치25
15%(기준치)	지분가치31	지분가치32	지분가치33	지분가치34	지분가치35
16%	지분가치41	지분가치42	지분가치43	지분가치44	지분가치45
17%	지분가치51	지분가치52	지분가치53	지분가치54	지분가치55

(6) 시나리오 분석을 통한 공정가치 추정

이상 설명된 Discounted Cash Flow 방식은 하나의 Cash Flows(most likely cash flows)를 이용하여 기업가치를 추정하는 방식임. 그러나 오히려 **Most Likely Cash Flows**의 추정과 민감도 분석을 수행하는 것 보다 미래의 현금흐름의 다양한 가능성을 추정하는 것이 용이하거나 바람직한 경우가 있을 수 있음. 이 경우에는 각각의 시나리오로부터 추정한 기업 가치를 각 시나리오에 대해 합리적으로 추정한 확률로 가중하여 평균함으로써 기업 가치를 추정하는 것이 합리적이라 할 수 있음.

현금흐름의 추정 시 모든 가능성에 대한 추정을 요하지는 않으며, 가능한 Cash Flows의 범위를 포괄할 수 있는 정도의 Scenario와 그 확률을 추정할 수 있는 수준의 분석이 필요 함.

지분증권의 공정가치 평가를 위한 기타 구체적인 적용 방법은 민감도 분석의 적용을 배제하는 것을 제외하고는 동일 함.

유사거래이용법(유사인수합병사례의 활용)

적용 범위

최근에 발생한 유사기업의 인수합병사례의 거래대금을 기초로 하여 평가대상 기업의 가치를 도출해 내는 방법으로 유사 인수합병사례와 관련된 자료가 존재한다는 전제하에서 활용 가능함.

유사인수합병방식의 적용을 위해서는 해당 인수합병사례에 대한 정확한 이해가 필수적이며, 이를 위해서는 해당 사례의 Deal structure에 대한 구체적인 검토가 반드시 전제 되어야 함.

공정가치 계산

평가방식은 대체로 Market-based Multiples 방식(유사상장회사 방식)과 비슷하나, Multiple 적용 시 총 거래대금(Deal Price) 및 주식거래대금(Equity Price)이 갖는 구체적 의미와 M&A로 인한 시너지 효과가 가격에 반영된 정도 등 대한 검토가 필요함.

유동성 할인 (Marketability discount) 및 소수지분 할인 (Minority discount)

비교 대상 유사인수합병사례가 상장회사의 경우에는, 상기 'Ⅲ. 공정가치 평가 시 유의 사항'의 '유동성 할인 적용'에 제시된 지침에 따라 유동성 할인 적용이 필요 함(일반적으로 유사기업이 상장회사인 경우에는 Market-based Multiples를 이용한 평가가 이루어 질 수 있어 이러한 경우는 예외적으로만 있을 것으로 평가 됨.)

또한 유사인수합병방식은 거래자체가 지배지분의 변동에 수반하므로 지배주주의 가치 평가 시에는 직접적인 적용이 가능하나, 소수주주의 가치 평가 시에는 상기 'Ⅲ. 공정가치 평가 시 유의 사항'의 '소수지분할인(Minority

discount)의 적용'에 제시된 지침에 따라 소수지분 할인 적용이 필요함.

Net Asset Value (순자산가치)

적용 범위

회사의 이익(earnings)보다는 기초자산(Underlying assets)에서 대부분의 가치가 발생하는 회사의 경우 (예: Fund, 부동산 회사, 지주회사, 수익증권 등)

본 평가기법을 적용하여 투자자산의 공정가치를 추정하는 경우에는 본 평가기법이 가장 적절하고 정확한 평가기법임을 입증하여야 함. 그 이외에는 공정가치를 평가하는데 있어 참고하기 위한 보조적인 평가기법으로만 활용되어야 함.

공정가치 산정

회사의 순자산가치를 계산하기 위해서는 1) 자산과 부채의 가액을 공정가치로 조정하고 2) 대차대조표에 누락되어 있는 부외자산 및 부외부채의 공정가치를 측정 후 3) 공정가치로 측정된 개별 자산과 부채를 기초로 공정가치기준 대차대조표를 작성하고 이를 이용하여 가치평가를 수행함.

펀드에 투자된 지분증권의 공정가치 평가를 위해서는 성과배분 및 잔여재산 배분과 관련한 펀드 규약, 출자 내역 및 기 배분 내역, 관리보수 등 경비 발생 요인을 반영하여야 함.

유동성 할인 (Marketability discount) 및 소수지분 할인 (Minority discount)

평가대상 회사가 펀드가 아닌 경우, 일반적으로 투자자산의 공정가치 계산을 위해서는 회사의 순자산가치에 상기 'III. 공정가치 평가 시 유의 사항'의 '유

동성 할인 적용'에 제시된 지침에 따라 유동성 할인 적용이 필요하며 소수주주의 가치 평가 시에는 추가적으로 상기 'III. 공정가치 평가 시 유의 사항'의 '소수지분할인(Minority discount)의 적용'에 제시된 지침에 따라 소수지분 할인 적용이 필요함.

Industry Valuation Benchmark

적용 범위

특정 회사의 가치가 특정 산업지표와 상관성이 깊고, 시장에서 회사의 가치를 평가하는데 있어 일반적으로 그 특정 산업지표를 활용하는 경우에 활용 가능함.

이러한 평가기법이 적용 될 수 있는 업종의 예시

- 가. 인터넷 포털 사이트 업체 : 'Price per subscriber'
- 나. Cable TV 업체(MSO) : 'Price per subscriber'
- 다. 요양기관: 'Price per bed'
- 라. 도시가스업체 : 배관 거리(량) 대비 가치평가
- 마. 장기계약이 핵심 특성인 서비스 업종: multiples of revenue (PSR)

본 평가기법을 적용하여 투자자산의 공정가치를 추정하는 경우에는 본 평가기법이 가장 적절하고 정확한 평가기법임을 입증하여야 함. 그 이외에는 공정가치를 평가하는데 있어 참고하기 위한 보조적인 평가기법으로만 활용되어야 함.

이러한 평가기법에 활용되는 특정 지표들은 특정 산업에만 특화되어 있는 것으로서, 사업이 다각화된 회사의 가치 평가 시에는 사용하지 않을 것을 권장함.

유동성 할인 (Marketability discount) 및 소수지분 할인 (Minority discount)

상기 'III. 공정가치 평가 시 유의 사항'의 '유동성 할인 적용'에 제시된 지침에 따라 유동성 할인을 적용 함.

또한 평가에 사용한 산업지표가 상장기업의 공시된 주식가치로부터 도출되지 아니한 경우에는, 동 산업지표는 지배지분의 변동을 전제로 한 것이므로 지배주주의 지분가치 평가 시에는 직접적인 적용이 가능하나 소수주주의 가치 평가 시에는 상기 'III. 공정가치 평가 시 유의 사항'의 '소수지분할인 (Minority discount)의 적용'에 제시된 지침에 따라 소수지분 할인 적용이 필요함.

VII. 채무증권의 공정가치

기본 원칙

거래소, 판매자, 중개인, 산업집단, 평가기관 또는 감독기구를 통해 공시가격이 용이하게 그리고 정기적으로 이용가능하고, 그러한 가격이 독립된 당사자 사이에서 정기적으로 발생한 실제 시장거래를 나타낸다면, 그 금융상품은 활성시장에서 가격이 공시되고 있는 것으로 봄.

금융상품의 활성시장이 있는 경우 공정가치의 최선의 추정치는 활성시장에서 공시되는 가격이며, 이러한 가격이 있으면 투자자산의 공정가치를 측정하는 데 그 가격을 사용 함. 투자자산 전체의 시장가격은 없지만 그 구성부분에 대한 활성시장이 있다면, 공정가치는 그 구성 부분의 시장가격에 근거하여 결정 함.

투자자산 전체의 시장가격은 없지만 그 구성부분에 대한 활성시장이 있다면, 공정가치는 그 구성 부분의 시장가격에 근거하여 결정 함.

금융상품에 대한 활성시장이 없다면, 공정가치는 평가기법을 사용하여 결정 함. 일반적으로 외부 당사자에게서 취득한 금융자산의 공정가치는 추정할 수 있음.

가격이 아니라 비율이 활성시장에서 공시된다면, 그러한 시장에서 공시되는 비율은 공정가치를 결정하기 위한 평가기법의 투입변수로 사용함. 시장참여자가 금융상품을 평가할 때 사용하는 신용위험 또는 그 밖의 요소가 시장에서 공시되는 비율에 포함되어 있지 않다면, 이러한 요소를 반영하여 시장에서 공시되는 비율을 조정함.

활성시장이 있는 채무증권의 공정가치

활성시장에서 공시되는 가격은 공정가치의 최선의 추정치이며, 이러한 가격이 있으면 채무증권의 공정가치를 측정하는 데 그 가격을 사용함.

금융상품 포트폴리오의 공정가치는 금융상품의 단위수량과 그 시장가격을 곱한 금액임.

투자(보유)자산의 공시되는 적절한 시장가격은 일반적으로 측정일 기준 현행 **매입호가**임.

현행 매입호가와 매도호가를 사용할 수 없는 경우 가장 최근의 거래 이후 경제적 상황에 유의적인 변화가 없다면, 가장 최근의 거래가격이 현행 공정가치의 증거가 됨. 거래 이후 조건이 변경되었다면(예: 회사채에 대한 가장 최근의 가격공시 이후 무위험이자율의 변경), 유사한 금융상품의 현행 가격이나 이자율을 참고하여 변경된 조건을 공정가치에 반영하여야 함.

마찬가지로 가장 최근의 거래가격이 강제된 거래, 비자발적인 청산 또는 재무적 어려움으로 인한 매도 등에서 수취하거나 지급할 금액을 반영하기 때문에 이를 공정가치가 아니라는 사실을 제시할 수 있다면, 그러한 가격은 조정이 필요함.

전환사채 또는 **신주인수권부사채**와 같은 **주식 연계 채무증권**의 경우도 활성시장에서 가격이 공시되는 경우에는, 공정가치를 측정하는 데 그 공시되는 가격을 사용함.

독립적 제3자의 최근 거래가격 (Using recent arm's length market transactions between knowledgeable, willing parties)

동일한 투자자산에 대하여 합리적인 판단력과 거래의사가 있는 독립된 당사자 사이의 최근 거래가 있는 경우 그 거래가격은 공정가치 추정치로 사용할 수 있음. (주의: 동일한 회사가 발행한 경우일 지라도 CB, BW, 주식은 상호 간에 동일한 투자자산으로 볼 수 없으며, 서로 조건이 다른 CB 또는 BW도 동일한 투자자산으로 볼 수 없음.)

최근거래가 공정가치의 추정치로서 적합할 수 있는 기간은 개별적인 투자의 구체적인 상황에 따른 판단이 필요 함. 피 투자회사 및 외부환경에 변화가 없는 안정적인 시장 여건 하에서는 급변하는 시장 여건 하에서 보다 독립적 제3자의 최근 거래가격을 이용한 공정가치 추정이 적합할 수 있는 기간이 더 길어질 것임.

최근에 평가대상 투자자산을 취득한 경우, 측정일 현재까지 피 투자기업에 중대한 변화가 있지 않고 경제상황 및 금융시장의 변화가 없다면 동 투자자산의 취득가격은 독립적 제3자의 최근 거래가격이며 따라서 평가대상 투자자산의 취득가격을 공정가치의 추정치로 사용 가능. 그러나 동일한 (수정하거나 재구성하지 아니한) 투자자산의 관측 가능한 투자시점의 시장거래와의 비교에 의해 입증되거나 관측가능한 시장의 자료만을 변수로 포함한 평가방법에 기초하는 그 금융상품의 공정가치가 있다면, 그 투자자산의 취득가격을 공정가치의 추정치로 사용하여서는 안 됨.

독립적 제3자의 최근 거래가격이 있는 경우에도 그 거래 이후 투자자산의 공정가치가 감소한 경우에는 최근 거래가격을 공정가치의 추정치로 사용할 수 없으며, 이러한 경우는 아래의 예시된 경우를 포함함.

- 사업 실적이나 전망이 투자시점의 기대보다 유의적으로 뒤진 경우. 이러한 경우에 대한 예시에는 유의적인 Milestones를 충족하지 못한 경우, 금융상품에 대한 불이행, 주요 계약 조건(covenants) 위반, 사업계획 또는 추정 상의 실적 저하 등이 포함됨.
- 피 투자기업의 사업에 있어 또는 기술적인 환경, 시장 환경, 경제 환경, 제도적 환경 및

규제 환경에 있어서의 유의적인 불리한 변화.

- 피 투자기업과 동일 또는 관련 sector 내 상장기업 주가의 급락 및 신용경색과 같은 금융시장 여건의 악화.
- 피 투자기업이 자금 조달 중에 있으나, 최근 투자와는 유의적으로 다른 조건으로 자금 조달이 이루어 질 것이라는 입증이 있을 경우.

최근 거래가격을 공정가치로 볼 수 없는 경우에도 본 평가기법의 적용을 배제하며 아래에 예시된 경우를 포함함.

- 최근 신규 투자와 기존 투자에 상이한 권리가 부속되는 거래 등 거래가격의 회계단위 (unit of account)가 평가대상 투자자산과 다른 경우
- 신규 투자자에 의해 과도한 지분희석(dilution)효과가 발생하는 신규거래
- 투자(거래)금액의 규모가 작아 상대적으로 유의적이지 못한 경우
- 피 투자기업의 저조한 성과에 대한 대책으로서 Rescue Package 형식으로 투자된 경우
- 강요된 거래 (forced sale)
- 특수 관계인 또는 피 투자기업의 이해관계인이 개입된 거래
- 전략적인 고려에서 투자가 이루어진 경우
- 평가대상 투자자산을 매각하려는 시장과 최근 거래가 이루어진 시장이 다른 경우

Discounted Cash Flow (from the Investment)

- '활성시장' 및 '독립적 제3자의 최근 거래가격'이 없는 채무증권의 공정가치 평가

(1) 기본 원칙

채무증권과 유사한 채무증권의 시장가격(수익률)을 기초로 하여 시장 참여자들이 평가 대상 채무증권의 평가에 사용할 것으로 기대되는 수익률을 적용하여 평가 함.

유사한 채무증권이라 함은 채무증권의 신용수준, 계약상 이자율이 고정(fixed)된 잔존기간 등을 포함한 현금흐름 유형, 원금의 상환까지의 잔존기간, 지급통화, 담보 및 기준이자율 등 계약조건과 특성이 실질적으로 동일한 금융상품을 의미 함,

(2) 공정가치 계산

$$\text{공정가치} : \sum_{t=0}^n \frac{\text{Face Value} \times \text{Coupon Rate}}{(1+r)^t} + \frac{\text{Face Value}}{(1+r)^t}$$

(3) 할인율(r)의 결정

신용등급이 있을 경우

증권업협회 및 채권평가회사가 공시하는 동일등급의 장기 무보증 회사채 기준 수익률을 이용하는 것이 일반적임. 투기 등급 이하의 채권인 경우 채권평가회사에서 고시하는 일부 투기등급 채권의 수익률을 이용하거나 부도위험(default risk)을 감안한 예상수익률을 이용함.

신용등급이 없을 경우

1) 유사기업 및 유사 채무증권의 수익률을 적용하여 결정하는 방안

합리적인 신용등급 예측모형을 적용하여 추정된 신용등급과 유사한 신용등급 채권의 수익률을 이용하거나, 평가 대상회사와 재무구조, 매출/이익/현금흐름의 추세, 업종 등이 유사한 기업의 회사채의 수익률 및 유사채무증권의 수익률을 적용함.

2) 발행/취득 시 유효수익율(YTM)을 기반으로 추정 방안

금융자산의 최초 취득이나 발행 금융상품의 공정가치를 추정하는 데 근거가 되는 시장거래 임. 특히, 금융상품이 채무상품(예: 대여금)이라면, 공정가치는 취득일이나 발행일의 시장상황과 현행 시장상황이나 또는 유사한 채무상품(잔존만기, 현금흐름 유형, 통화, 신용위험, 담보 및 기준이자율 등이 유사함)에 대하여 기업이나 제3자가 현재 지급하는 이자율을 고려하여 결정할

수 있음.

발행/취득 시 유효수익율(YTM)을 기반으로 한 공정가치 추정은 채무증권을 발행한 후 채무자의 신용위험에 변화가 없는 경우에 적용 가능하며, 시장 상황 및 Risk premium(spread)의 변동 상황을 반영하여야 함.

ex.) r = 평가 시점의 기초수익률
 + 발행/취득 시점의 가산금리
 + 발행/취득 시점 이후 가산금리 변동 분
 = 평가시점의 공시된 최저신용등급(BBB-) 회사채 수익률
 + (발행/취득 시 유효수익률 - 발행/취득 당시 BBB-채권 수익률)
 + 발행/취득 시점 이후 가산금리 변동을 반영한 추가 spread (*)

* 현재가치를 계산하기 위한 할인율을 결정하는 데 사용하는 기초이자율에 가산하는 적절한 신용 가산금리를 결정하기 위한 정보를 최근의 거래에서 얻지 못할 수 있음. 명백한 반증이 없는 한 대여 시점의 가산금리가 변경되지 않았다고 가정하는 것이 합리적일 것이나, 그러한 요소에 변화가 있었다는 증거가 있는지 여부를 결정하기 위하여 합리적인 노력을 하여야 함. 변화의 증거가 있는 경우 금융상품의 공정가치를 결정할 때 그 변화의 효과를 고려하여야 함.

VIII. 전환사채의 공정가치 (활성시장이 없는 경우)

전환사채 자체의 **활성시장이 없는** 경우에는 평가기법을 사용하여 공정가치를 추정하여야 함.

독립적 제3자의 최근 거래가격

평가대상 투자자산과 동일한 전환사채에 대하여 합리적인 판단력과 거래의사가 있는 독립된 당사자 사이의 최근 거래가 있는 경우 그 거래가격은 공정가치 추정치로 사용할 수 있음. 채무증권의 ‘독립적 제3자의 최근 거래가격을 이용한 공정가치 추정’ 기법을 준용 함.(주의: 동일한 회사가 발행한 경우일지라도 BW, 주식 및 조건이 다른 CB는 동일한 투자자산으로 볼 수 없음.)

독립적 제3자의 최근 거래가격을 이용할 수 없는 경우에는 아래의 기법들을 사용하여 공정가치를 추정함.

주권비상장기업의 전환사채

(1) Option Pricing Model 적용 방안

전환사채의 가치 = 회사채(Straight Bond) 가치 + 전환권(Option)의 가치

회사채 가치와 전환권 가치를 구하여 합산하며, 전환권의 가치는 주식시장을 기반으로 전환가액, 주가, 주가변동성, 순채권의 가치 등을 고려하여 Option Pricing model을 적용하여 계산함.

(2) 전환가능성 Scenario 분석을 통한 평가방안

전환사채의 가치 = 회사채(Straight Bond) 가치 + 전환권(Option)의 가치

회사채 가치와 전환권 가치를 구하여 합산하며, 전환권의 가치는 시나리오 분석을 통해 계산 함.

전환권의 가치는 전환 권리 만기 시점까지의 주식가치, Intrinsic value 및 전환가능성에 대한 다양한 Scenario를 분석한 후, 개별 시나리오 별로 전환권 가치의 현재가치를 계산하고 Probability 적용하여 가중 평균치로 산출 함.

Intrinsic value가 있는 경우에도 기업공개(IPO)가 어려울 경우에는 전환의 가능성은 상당히 감소한다고 보는 것이 합리적이므로, 전환 가능성 판단 시 IPO 가능성 및 추진 여부도 중요한 고려 요소가 되어야 함.

Scenario 분석 결과 전환 가능성이 희박한 경우에는, 일반 회사채(Straight Bond)로서 평가함.

(3) 주식으로서의 가치평가 방안

전환사채의 가치 = 평가시점에 전환사채가 주식으로 전환되었음을 가정하여 평가한 주식으로서의 가치

전환사채 등 주식연계채권(Quasi-Equity Investment)에 투자한 경우 주식 이외의 자산으로 명확히 평가되지 않는 한 주식으로 평가 할 것을 권장 함.

(4) 유사 전환사채의 시장수익률 활용 방안

시장에 유사한 전환사채의 시장수익률 확인이 가능할 경우에는 유사 전환사채의 시장수익률(YTM)을 적용하여 가치를 계산할 수 있음. 그러나 전환사채의 경우 시장에서 유사 증권을 확인하는 것은 사실 상 매우 어려우며 따라서 매우 이례적인 경우에만 신중하게 사용되어야 함.

유사 전환사채는 채무증권의 신용수준(기업의 재무구조/CF/매출/이익의 추세 등을 반영), 계약상 이자율이 고정(fixed)된 잔존기간 등을 포함한 현금흐름 유

형, 원금의 상환까지의 잔존기간, 지급통화, 담보 및 기준이자율 등 계약조건과 특성이 실질적으로 동일한 유사 채권 중에서 현재 추정주가와 전환가격의 괴리, 전환사채의 기타 조건, 업종의 유사성 등을 고려하여 선정함.

주권상장기업의 전환사채

주권상장기업의 전환사채의 경우도 비상장기업의 전환사채와 마찬가지로 (1) Option Pricing Model 적용 방안 (2) 전환가능성 Scenario 분석을 통한 평가방안 (3) 주식으로서의 가치평가 방안을 이용하여 공정가치를 추정할 수 있음.

단, 일반적으로 주식 상장기업의 경우 Option pricing model 적용을 통한 '전환권의 가치' 산출이 용이하다고 보는 것이 합리적이므로 (1) Option Pricing Model 적용 방안을 통한 공정가치 추정을 최우선으로 선택할 것을 권장 함.

주식 상장기업 전환사채의 공정가치 추정 시 Option pricing model 적용 방안을 이용할 경우 일반적으로 Black-Scholes model의 적용도 가능 함.

IX. 신주인수권부사채의 공정가치 (활성시장이 없는 경우)

신주인수권부사채 자체의 **활성시장이 없는** 경우에는 평가기법을 사용하여 공정가치를 추정하여야 함.

독립적 제3자의 최근 거래가격

평가대상 투자자산과 동일한 신주인수권부사채에 대하여 합리적인 판단력과 거래의사가 있는 독립된 당사자 사이의 최근 거래가 있는 경우 그 거래가격은 공정가치 추정치로 사용할 수 있음. 채무증권의 ‘독립적 제3자의 최근 거래가격을 이용한 공정가치 추정’ 기법을 준용 함.(주의: 동일한 회사가 발행한 경우일 지라도 CB, 주식 및 조건이 다른 BW는 동일한 투자자산으로 볼 수 없음.)

독립적 제3자의 최근 거래가격을 이용할 수 없는 경우에는 아래의 기법들을 사용하여 공정가치를 추정함. 신주인수권부사채의 신주인수권의 가치와 전환사채의 전환가치는 Option 가치라는 점에서는 유사하나 실질적인 가치를 계산하는데 투입되는 변수와 계산방식에 차이가 있으므로 주의를 요함.

주권비상장기업의 신주인수권부사채

(1) Option Pricing Model 적용 방안

신주인수권부사채의 가치 = 회사채(Straight Bond) 가치 + 신주인수권(Warrant)의 가치

회사채 가치와 신주인수권 가치를 구하여 합산하며, 신주인수권의 가치는 주식시장을 기반으로 행사가액, 주가, 주가변동성 등을 고려하여 Option Pricing model을 적용하여 계산함.

(2) 신주인수권 행사 가능성에 대한 Scenario 분석을 통한 평가방안

신주인수권부사채의 가치 = 회사채(Straight Bond) 가치 + 신주인수권(Warrant)의 가치

회사채 가치와 신주인수권 가치를 구하여 합산하며, 신주인수권의 가치는 시나리오 분석을 통해 계산 함.

신주인수권의 가치는 신주인수권 만기 시점까지의 주식가치, Intrinsic value 및 신주인수권 행사 가능성에 대한 다양한 Scenario를 분석한 후, 개별 시나리오 별로 신주인수권 가치의 현재가치를 계산하고 Probability 적용하여 가중 평균치로 산출 함.

Intrinsic value가 있는 경우에도 기업공개(IPO)가 어려울 경우에는 신주인수권 행사 가능성은 상당히 감소한다고 보므로, 신주인수권 행사 가능성 판단 시 IPO 가능성 및 추진 여부도 중요한 고려 요소가 되어야 함.

Scenario 분석 결과 신주인수권 행사 가능성이 희박한 경우에는, 일반 회사채(Straight Bond)로서 평가함.

(3) 주식으로서의 가치평가 방안 (신주인수권 행사를 전제로 한 가치평가)

신주인수권부사채의 가치 = 회사채(Straight Bond) 가치 + 평가시점에 신주인수권이 행사되었음을 가정하여 평가한 신주인수권의 가치

or

신주인수권부사채의 가치 = 평가시점에 신주인수권이 행사되었음을 가정하여 평가한 주식으로서의 가치 (평가시점에 신주인수권 행사 대금을 BW의 상환을 통해 지급하는 것이 허용되어 있는 경우에만 적용 가능)

신주인수권부사채 등 주식연계채권(Quasi-Equity Investment)에 투자한 경우 주식 이외의 자산으로 명확히 평가되지 않는 한 주식으로 평가할 것을 권장 함.

(4) 유사 신주인수권부사채의 시장수익률 활용 방안

시장에 유사한 신주인수권부사채의 시장수익률 확인이 가능할 경우에는 유사 신주인수권부사채의 시장수익률(YTM)을 적용하여 가치를 계산할 수 있음. 그러나 신주인수권부사채의 경우 시장에서 유사 증권을 확인하는 것은 사실상 매우 어려우며 따라서 매우 이례적인 경우에만 신중하게 사용되어야 함.

유사 신주인수권부사채는 신용수준(기업의 재무구조/CF/매출/이익의 추세를 반영), 계약상 이자율이 고정(fixed)된 잔존기간 등을 포함한 현금흐름 유형, 원금의 상환까지의 잔존기간, 지급통화, 담보 및 기준이자율 등 계약조건과 특성이 실질적으로 동일한 유사 채권 중에서 현재 추정 주가와 행사가격의 괴리, 신주인수권부사채의 기타 조건, 업종의 유사성 등을 고려하여 선정함.

주권상장기업의 신주인수권부사채

주권상장기업의 신주인수권부사채의 경우도 비상장기업의 신주인수권부사채와 마찬가지로 (1) Option Pricing Model 적용 방안 (2) 신주인수권 행사 가능성에 대한 Scenario 분석을 통한 평가방안 (3) 주식으로서의 가치평가 방안을 이용하여 공정가치를 추정할 수 있음.

단, 일반적으로 주식 상장기업의 경우 Option pricing model 적용을 통한 '신주인수권의 가치' 산출이 용이하다고 보는 것이 합리적이므로 (1) Option Pricing Model 적용 방안을 통한 공정가치 추정을 최우선으로 선택할 것을 권장 함.

주식 상장기업 신주인수권부사채의 공정가치 추정 시 Option pricing model 적용 방안을 이용할 경우 일반적으로 Black-Scholes model의 적용도 가능 함.

X. 프로젝트 투자의 공정가치

회사의 주식 또는 지분에 대한 단순한 투자가 아니고, 특정한 Project만을 위해 자금을 투자하고 약정된 조건에 따라 투자금과 이익 등을 회수하는 투자에 적용 함.

따라서 특정 Project를 위하여 SPC를 설립하여 SPC에 대한 지분투자를 하는 경우는 ‘지분증권’으로 보며, 따라서 지분증권의 공정가치 평가기법을 따라야 함.

또한 단순히 **대여금의 성격**을 가지는 경우에는 해당 투자자산은 공정가치 평가 대상이 아님.

독립적 제3자의 최근 거래가격

평가대상 투자자산과 동일한 투자자산에 대하여 합리적인 판단력과 거래의사가 있는 독립된 당사자 사이의 최근 거래가 있는 경우 그 거래가격은 공정가치 추정치로 사용할 수 있음. 지분증권 및 채무증권의 ‘독립적 제3자의 최근 거래가격을 이용한 공정가치 추정’기법을 준용 함.

독립적 제3자의 최근 거래가격을 이용할 수 없는 경우에는 아래의 평가기법들을 사용하여 공정가치를 추정함.

지분증권의 평가기법 준용

투자 약정 상 차입금에 대한 원리금 상환 후 잔여재산 및 이익 전부가 특정 기준들(투자금 등)에 기하여 일정한 비율로 배분됨으로써 **사실 상 지분증권과 동일한 성격**을 가지는 경우에는 ‘지분증권’의 공정가치 평가기법을 준용

하여 평가 하는 것을 원칙으로 함.

프로젝트 투자의 경우 일반적으로 Discounted Cash Flow (of Underlying Business) 방식의 적용하는 것이 합리적이라 할 것이나, 그 이용이 합리적일 경우에는 다른 평가기법을 적용하는 것도 가능 함.

Discounted Cash Flow (from the Investment)

투자성격 상 지분증권의 평가기법을 활용할 수 없을 경우에는 투자자산으로부터 발생할 것으로 신뢰성 있게 예측되는 현금흐름의 현재가치를 계산하여 공정가치를 추정 함.

$$\text{공정가치} : \sum_{t=0}^n \frac{\text{예상 Cash flow}_t}{(1+r)^t}$$

현금흐름의 추정

투자자산으로부터 발생할 수 있는 현금흐름은 신뢰성 있게 추정되어야 하며 이를 위해서는 사업 현황 및 사업 계획에 대한 분석, 기초 시장 자료 분석, 투자 시 주요 Milestones 관련 실적 및 전망 분석 등을 기초로 하여 합리적인 매출 및 비용의 추정이 필요 함.

또한 Project 투자의 계약 당사자 또는 Project를 진행하는 당사자의 경영상태가 Project의 진행이나 투자원금 회수에 영향을 미칠 가능성이 있는 경우 상대방의 경영현황 등을 고려하여 반영하여야 함.

할인율(r)의 결정

동일한 위험을 수반하는 유사 Project 투자에 대한 시장의 현재 요구수익율을 적용하여야 함.

동일한 위험의 유사 Project에 대한 시장의 요구수익률을 사용할 수 없으나 투자자산을 취득한 후 Project의 위험이 증가하지 않고 Project 투자의 계약 당사자 또는 Project를 진행하는 당사자의 경영 상태에 변화가 없는 경우에는, 투자자산의 취득 시에 적용한 요구수익률을 기반으로 할인율을 결정할 수 있으나 시장 상황 및 Risk premium(spread)의 변동 상황을 반영하여야 함.

ex.) r = 평가 시점의 기초수익률
 + 취득 시점의 가산수익률
 + 투자시점 이후 가산수익률의 변동 분
 = 평가기준일의 공시된 최저신용등급(BBB-) 회사채 수익률
 + (투자자산 취득 시 요구수익률 - 투자자산 취득시점의 BBB- 회사채 수익률)
 + 투자시점 이후 가산수익률의 변동을 반영한 추가 spread (*)

* 현재가치를 계산하기 위한 할인율을 결정하는 데 사용하는 기초수익률에 가산하는 적절한 가산수익률을 결정하기 위한 정보를 최근의 거래에서 얻지 못할 수 있으나, 그러한 요소에 변화가 있었다는 증거가 있는지 여부를 결정하기 위하여 합리적인 노력을 하여야 함. 그러한 **가산수익률의 하향(minus) 변동**을 반영하기 위해서는 이를 입증할 수 있는 합리적인 근거가 제시되어야 하며, 그렇지 못한 경우에는 minus 변동을 적용하지 않는 것을 권장함.

시나리오 분석 적용

하나의 Cash Flows (Most Likely Cash Flows)를 추정하는 것 보다 미래의 현금흐름의 다양한 가능성을 추정하는 것이 용이하거나 바람직한 경우가 있을 수 있음. 이 경우에는 각각의 시나리오로부터 추정한 투자자산의 가치를 각 시나리오에 대해 합리적으로 추정한 확률로 가중하여 평균함으로써 투자자산의 가치를 추정하는 것이 합리적이라 할 수 있음.

현금흐름의 추정 시 모든 가능성에 대한 추정을 요하지는 않으며, 가능한 Cash Flows의 범위를 포괄할 수 있는 정도의 Scenario와 그 확률을 추정할 수 있는 수준의 분석이 필요 함.

공정가치 평가보고서 (예시)

- (주)000 발행 XX주식

20**년 **월 **일

000 벤처투자조합

업무집행조합원 *** **

본 '공정가치 평가보고서'는 지분증권의 공정가치 평가에서 일반적인 사례를 염두에 두고 작성되었으며, 가치평가의 투명성을 확보하기 위하여 투자자에게 공개되어야 할 대표적인 내용들을 제시하였습니다. 그러나 평가대상 투자자산(채무증권 및 프로젝트 투자 포함)의 특성 차이에도 불구하고, '평가방법의 선정 및 적용'과 관련된 세부적인 내용을 제외한다면, 본 '공정가치 평가보고서(예시)'는 일반적으로 모든 투자자산의 평가보고서에 공개되어야 할 내용들을 합리적으로 제시하고 있습니다. 개별적인 투자자산의 성격에 따라 공정가치 평가의 투명성과 신뢰성을 제고하는데 필요한 내용은 평가보고서에 추가적으로 반영되어야 합니다.

목차

1. 평가 개요

- 1) 평가 목적
- 2) 평가 기준일
- 3) 평가대상 투자자산
- 4) 평가대상 투자자산의 투자 및 회수 내역

2. 비재무적 정보 분석

- 1) 기업 개요
- 2) 산업 현황 및 분석
- 3) 기업 현황 및 분석
- 4) 투자결정 핵심 요인 및 주요 Milestones
- 5) 주주 및 지분율 현황
- 6) 자본 변동표
- 7) 지분 희석 요인
- 8) 과거 거래내역, 프리보드 또는 장외시장 거래 내역

3. 재무정보 분석

- 1) 과거 재무제표 분석
- 2) 추정 재무제표

4. 평가기법의 선정 및 적용

- 1) 공정가치 추정에 이용된 평가기법
- 2) 투입변수의 추정
- 3) 평가결과 도출

5. 평가 결론

1. 평가 개요

1) 평가 목적

본 평가는 한국채택국제회계기준(이하 'K-IFRS')의 적용을 위해 000벤처투자조합이 보유한 투자자산의 공정가치를 추정하는 것을 목적으로 함. 이를 위하여 K-IFRS의 공정가치 추정을 위한 기준과 사단법인 한국벤처캐피탈협회가 제정한 "벤처투자자산 공정가치 평가지침"의 규정을 준수하였음.

2) 평가 기준일

20XX년 XX월 XX일

3) 평가대상 투자자산

- (주)△△△의 00주식 ***,***주 (액면가 ***,***,***원)
- 평가대상 투자자산의 상세 내역 (상환전환우선주 예시)

총 발행금액		총 발행주식수	
주당 발행가		납입일	
전환주식		전환가액	
상환가액		상환보장수익률	
의결권 유무		배당 우선권	
기타 상환조건			
기타 전환조건			
전환 Refixing 조건			
기타	Put Option, 담보/보증 조건 등 평가대상 투자자산의 공정가치 추정에 영향을 미치는 기타 사항을 기술 함.		

4) 평가대상 투자자산의 투자 및 회수 내역

투자 및 회수	발생일	투자금액	회수원금	회수총액	거래형태	변동 주식수	최종 주식수
투자	2005-05-24	499,940,000	0	0	신주인수	7,142	7,142
회수	2006-07-07		106,400,000	152,000,000	장외매각	-1,520	5,622

2. 비재무적 정보 분석

1) 기업 개요

- 회사에 대한 기본 정보 및 특징을 기술 함.
- 주요연혁

19XX.XX.XX	(주)△△△ 설립
19XX.XX.XX	△△ 공장 인수
20XX.XX.XX	△△ (주) 흡수합병

2) 산업 현황 및 분석

- 경제 및 산업의 일반 현황과 전망
- 산업의 특성
- 시장 및 경쟁사 현황
- 산업의 성장성 및 수익성 분석
- 계절적 요인, 경제 순환적 요인 등에 대한 민감도 등 위험요인
- 기타 평가대상 기업의 이해를 위해 필요한 산업 정보 등
- 이용 정보의 출처

3) 기업 현황 및 분석

- 주요 제품과 서비스 및 사업 배경
- 기업의 핵심 전략과 비전
- 기업의 핵심 경쟁력 분석
- Market Share 및 고객현황
- 경영진 및 핵심 인력의 자질
- 계절적 요인, 경제 순환적 요인 등에 대한 민감도 등 위험요인
- 기타 평가대상 기업의 이해를 위해 필요한 정보 등
- 이용 정보의 출처

4) 투자결정 핵심 요인 및 주요 Milestones

- 투자를 결정하게 된 주요 핵심 요인
- 투자 시 주요 Milestones의 진행 현황 및 전망

5) 주주 및 지분을 현황

주주명	보통주	우선주	합계	지분율(%)
aaa				
bbb				
기타				
합계				100%

6) 자본 변동표

일자	종류	변동주식수	최종주식수	최종자본금	증자금액	투자 시 기업가치	비고

7) 지분 희석 요인

- 전환사채, 신주인수권부사채, 전환우선주, Stock Option 등 지분 희석 요인에 대해 상세히 분석하여 기술
- 전환 조건 및 Refixing 조항에 대한 분석을 포함하여야 하며, 최종 투자자산의 공정가치 산출 시 희석요인을 반영하기 위한 기초 자료로 활용 함

8) 과거 거래내역, 프리보드 또는 장외시장 거래 내역

주식 또는 평가대상 투자자산의 거래 내역에 대해 기술

3. 재무정보 분석

1) 과거 재무제표 분석

- 과거 재무제표 (3개년 이상의 B/S, P/L) 제시
- 재무제표의 조정 (회계처리 차이 조정, 공정가치 조정, 특별 수익/경비 조정)
- 자산항목 및 부채항목의 증감 요인 분석
- 매출, 매출원가 및 판매관리비에 대한 분석
- 매출액 성장률, 영업이익 성장률, 당기순익 성장률 등 기업 전반의 성장성 및 요인 분석
- 수익성 및 요인 분석
- 소속 산업전체 또는 비교대상 기업의 성장률 및 수익률과 비교
- 재무구조, 부채비율, 차입금 현황 및 상환 계획, 유동성 등 재무의 안정성에 대한 분석

2) 추정 재무제표

- 최소한 향후 2년 이상의 재무제표를 추정하여 제시 (DCF 평가기법을 이용하여 지분의 공정가치를 평가하고자 하는 경우에는 5년 이상의 장기적인 재무제표 추정을 권장 함)
- 중요한 재무적 Milestones에 대한 전망
- 매출액 및 이익률 등 재무제표 추정에 사용한 제반 가정
- 재무제표 추정치에 유의적인 변화를 줄 수 있는 가정 분석
- 미래 사업성에 악 영향을 줄 수 있는 사업상의 Risk 요인 분석

4. 평가기법의 선정 및 적용

1) 공정가치 추정에 이용된 평가기법

- 공정가치 추정에 이용된 평가기법 설명
- 선택한 평가기법이 평가대상 투자자산의 평가에 적합한 이유
- Valuation Hierarchy 상 상위의 기타 방법 적용이 어려운 이유
- 선택한 방법론에 따른 기본 가정 및 제한 사항 설명
- 두 가지 이상의 평가기법을 활용하였을 경우 그 이유 및 가중치 결정의 근거

2) 투입변수의 추정

- 평가기법 적용에 필요한 제반 투입변수의 추정 방법 및 근거
- 평가기법 별로 ‘공정가치 평가지침’에 제시된 기준에 따라 그 추정 방법 및 근거 제시
- 투자자산의 특성(예, 우선주/전환우선주/상환우선주 등)에 대한 분석

Ex.1) DCF 관련 투입변수

투입변수	일반적인 추정방법 및 근거
Free Cash Flow	영업이익 (-) 영업이익에 대한 법인세 (-) 비현금 (비용)지출항목 (-) 영업용 순운전자본 증가 (-) 자본적 지출
WACC	$WACC = C_d (1-t_c) \times \frac{D}{D+E} + C_e \times \frac{E}{D+E}$
자본비용(Ce)	$C_e = R_f + [E(R_m) - R_f] \times \beta_i$
무위험이자율(Rf)	장기(5년 이상) 국고채 수익률
베타(βi)	$\beta_i (\text{Levered } \beta) = \text{Unlevered } \beta \times (1 + (1-t) \times B/S)$
Equity risk premium	국내 장기시계열분석 자료에서 구할 수 있는 시장수익률과 무위험수익률간의 차이
부채비용(Cd)	타인자본에 대한 현재시점의 가중평균 차입유효이자율
자본구조	회사가 장기적으로 지향하는 미래의 타인자본과 자기자본간의 비율 추정치
Terminal Value	$\text{Terminal Value} = \text{Earnings} \times \text{multiple(시가배수)}$

Ex.2) Market-based Multiples 관련 투입변수

Parameter	일반적인 추정(선택)방법
Comparable companies	사업 및 시장의 동질성 기업의 규모 및 수익의 성장률 등
적용 Multiples	각 Multiple의 특성 평가대상 회사와의 적합성, 근거자료의 객관성과 신빙성, 상황 관련성 등
비교 Data 간의 차이 조정	비영업용 자산 및 부채의 조정 비경상적 항목(non-recurring items)에 대한 조정 회계 처리 방식의 차이에 따른 재고자산 및 감가상각비의 차이 조정 운용리스와 금융리스 (리스 방식에 따른 리스자산과 리스부채의 차이) 조정
Multiple의 조정 (비교대상 회사와 위험특성과 및 수익 성장률 차이에 따른 조정)	회사의 규모가 작고 및 사업 다각화가 덜 된 등의 사유로 경제 상황의 악화 상대적으로 취약할 경우 적은 수의 핵심 임직원에 의존할 경우 한 가지 상품 또는 한 고객에의 의존도가 클 경우 부채비율이 높을 경우 기타 수익에 악영향을 미칠 수 있는 이유가 있는 경우
가중치	평가대상 회사와의 적합성, 근거자료의 객관성과 신빙성, 상황 관련성 등

3) 평가결과 도출

보유한 투자자산의 공정가치 추정에 대한 결론에 도달하는 계산 과정을 제시하며, 아래의 내용들이 포함되어야 함

- 적용한 평가기법 별로 결정된 기업가치(Enterprise Value) 및 지분가치(Equity Value)
- 두 가지 이상의 평가기법이 이용되었을 경우 각 평가기법에 적용된 가중치 및 그 근거
- 평가에 반영된 비업무용 자산가치
- 유동성 할인 (Marketability discount) 및 소수지분 할인 (Minority discount) 등 할인 및 할증 요소 반영 여부, 그 근거 및 결과
- 우선주식이 있는 경우 우선주식의 가치와 보통주식의 가치
- 지분의 총 규모, 지분의 희석 요인, 희석 요인 반영 결과
- 지분 단위(주) 당 가치
- 보유한 투자자산(지분증권)의 규모 및 공정가치 최종 추정치
- 공정가치 평가에 사용된 주요 가정과 제한 조건

5. 평가 결론

평가 대상 자산	(주)000의 **주식
보유 규모(단위)	***,*** 주
액면 금액	***,***,***원
투자원금	***,***,***원
(평가 직전) 장부가격	***,***,***원
공정가치 추정액	***,***,***원
적용 평가기법	XXX / 000
평가자	***
평가결과 확인자	*** or Valuation Committee

* Valuation Committee 구성원 : ***, ***, ***