

한국의 시장위험 프리미엄 가이드스

(2022.06.28.)

이 자료는 한국공인회계사회 회원이 가치평가 관련 업무를 수행하거나, 제3자 평가 전문가가 수행한 평가 결과를 검토할 때 도움을 주기 위하여 한국공인회계사회가 가치평가위원회의 심의를 거쳐 작성하였다.

이 자료는 한국의 시장위험 프리미엄에 대한 한국공인회계사회의 입장을 기술한 것이므로 이 자료에 있는 내용을 그대로 사용해야 할 의무가 있는 것은 아니다. 이 자료에 있는 내용과 다른 접근방법 또는 결과가 더 적절한 상황이 있을 수 있으며, 그러한 경우 특정 사실과 상황에 따라 다른 접근방법 또는 결과를 사용할 수 있다.

이 자료 내용의 사용 또는 인용 여부는 이용자가 판단하여야 하며 이 자료의 내용을 사용 또는 인용하여 발생하는 결과의 책임은 이용자에게 있다.

이 자료는 발표일 이후에 적용되며, 향후 중요한 내용이 변동되면 이를 반영하여 변경될 수 있다.

1. 배 경

한국공인회계사회 가치평가위원회(이하 '위원회')는 가치평가 전문가로 활동하는 학계와 실무 전문가로 구성되어 있으며 가치평가와 관련된 이슈에 대하여 연구 및 심의를 한다.

위원회는 가치평가와 관련된 여러 이슈 중 실무적으로 가장 큰 영향을 미치는 요소 중 하나인 할인율에 대한 연구가 필요하며, 할인율에 영향을 미치는 여러 요소 중 위험 프리미엄(Risk Premium)에 대한 연구가 필요하다고 결정하였다. 이에 따라 위원회는 여러 위험 프리미엄 중 시장위험 프리미엄에 대한 연구를 우선적으로 수행하였다.

한편 유럽 국가의 공인회계사단체에서 시장위험 프리미엄에 대한 권고안을 발표한 사례를 참고하여 한국의 시장위험 프리미엄에 대한 한국공인회계사회의 입장을 나타낼 필요가 있다고 보았다.

위원회는 한국의 경제상황과 자본시장을 고려하여 시장위험 프리미엄 연구를 수행하였으며, 시장 및 경제상황의 변화에 따라 시장참여자의 견해가 시장위험 프리미엄에 반영되도록 지속적인 모니터링을 하고 있다. 또한 위원회는 외부에 의뢰한 연구결과, 가치평가 실무 현황, 한국과 해외 자본시장의 추세, 글로벌 경제상황 및 실무 전문가와 학계의 의견 등을 종합적으로 고려하는 총체적 접근 방식(look-at-everything approach)을 채택하고 있다.

2. 한국의 시장위험 프리미엄

시장위험 프리미엄(Market Risk Premium, 이하 'MRP')은 위험투자에 대한 대가로 무위험수익률을 초과하는 주식시장의 기대수익률을 의미한다. MRP는 자본자산가격결정모형(Capital Asset Pricing Model, 이하 'CAPM')과 같은 자본비용을 추정하는 모형의 필수적인 구성요소이며 forward-looking 개념에 기반하므로 위험 프리미엄에 대한 시장참여자의 기대를 반영한다.

(1) MRP의 정의

현금흐름할인모형을 이용하여 기업가치를 평가하기 위해서는 (잉여)현금흐름을 가중평균자본비용으로 할인한다. 가중평균자본비용을 결정하기 위해서는 자기자본비용, 세후 타인자본비용, 회사의 목표자본구조 등의 구성요소를 먼저 산출해야 한다. 이러한 변수는 모두 직접적으로 관측할 수 없으므로 각 구성요소들을 산출하기 위하여 다양한 모형, 가정 및 추정이 사용된다. 가중평균자본비용을 계산하는 가장 단순한 방법은 세후 타인자본비용과 자기자본비용을 시장가치로 가중평균하는 것이다.

이 중 자기자본비용은 주식의 기대수익률로 결정된다. 기대수익률은 관찰이 어려운 항목이기 때문에 위험을 기대수익률로 전환하는 CAPM을 많이 사용한다. CAPM은 자기자본비용을 산출하기 위하여 무위험이자율, 시장위험프리미엄, 주식베타 등 세 가지 투입변수를 사용한다.

$$E(R_i) = r_f + \beta_i [E(R_m) - r_f]$$

$E(R_i)$ = 주식의 기대수익률
 r_f = 무위험이자율
 β_i = 시장에 대한 주식의 민감도
 $E(R_m)$ = 시장의 기대수익률

MRP는 시장에 존재하는 모든 위험자산을 포함하고 있으며, 완전히 분산 투자되어 비체계적 위험이 제거된 시장 포트폴리오의 기대수익률과 무위험이자율의 차이로 계산된다.

(2) MRP의 측정방법

MRP는 직접 관찰이 불가능하기 때문에 다양한 방법과 표본을 이용하여 산출된다. MRP 추정에 사용되는 대표적인 접근방법은 다음과 같다.

1) 역사적 MRP

MRP는 미래현금흐름에 대응되는 할인율을 계산하기 위한 것이므로 기대치라는 특징을 가진다. MRP는 미래의 기대치를 추정하는 것이지만, 이러한 추정에 사용되는 데이터는 대부분 과거자료이다. 역사적 MRP는 과거 자료를 이용하여 장기간의 주식시장의 초과수익률을 계산한 후, 무위험이자율을 차감하여 MRP를 추정하는 방식이다.

역사적 MRP 추정을 위하여 과거 자료를 언제까지 거슬러 올라가야 하는지에 대해서는 여러 의견이 있을 수 있다. 주가 자료가 존재하는 최초 일자까지 거슬러 올라가지 않고 이보다 짧은 추정기간을 사용하기도 하는데 그 이유는 평균적 투자자의 위험회피성향이 시간이 흐르면서 변화할 가능성이 있고, 더 최근 데이터를 사용하면 더 최근 값을 제공할 수 있기 때문이다. 그러나 추정기간이 짧아지면 표본 수의 감소로 표본오차가 증가하여 추정의 정확도가 떨어질 우려가 있다.

2) 내재적 MRP

역사적 MRP는 과거 데이터에 기반하여 소급적으로 MRP를 추정하는 것이므로, 미래 지향적 MRP 추정이 목표라면 평균회귀와 과거 데이터에 의존한 역사적 MRP는 한계가 있다. 이러한 한계를 극복하기 위하여 내재적 MRP를 적용하는데 이는 현금흐름할인(DCF) 모형에 기반한 MRP, 디폴트 스프레드에 기반한 MRP 등이 있다.

3) 성숙시장의 MRP에 스프레드를 가산하는 방식

역사적 MRP를 계산하기 위해서는 장기간의 데이터가 필요한데 주식시장의 이력이 짧거나 데이터를 신뢰하기 어려운 신흥시장의 경우 MRP 추정이 쉽지 않을 수 있다. 선행연구 등에 따르면 일반적으로 신흥시장이 성숙시장에 비하여 평균수익률과 변동성이 더 높은 것으로 나타나고 있다. 그러므로 주식시장의 역

사가 상대적으로 짧을 때 성숙시장의 MRP에 국가위험 프리미엄(Country Risk Premium) 등을 가산하는 방식을 적용할 수 있다.

(3) 한국의 MRP 추정 결과

위원회는 외부에 의뢰한 연구 결과, 가치평가 실무 현황, 한국과 해외 자본시장의 추세, 글로벌 경제상황 및 기타 관련 요소 등을 종합적으로 면밀히 분석한 결과 이 자료 발표일 현재의 한국의 시장위험 프리미엄을 7%~9%로 제시한다.

한국의 시장위험 프리미엄 가이드스 FAQ

이 FAQ는 한국의 시장위험 프리미엄 가이드스를 이해하고 실무에 적용하는데 도움을 주기 위하여 작성하였다. 이 FAQ에 포함된 내용은 가이드스의 일부가 아니므로 가이드스를 인용하거나 사용함에 있어서 이 FAQ를 참고 목적으로 사용하는 것이 바람직하다.

1. 이 가이드스의 시장위험 프리미엄을 반드시 준수하여야 하는가?

이 가이드스는 한국공인회계사회의 입장을 기술하고 있으므로 가이드스의 시장위험 프리미엄 추정결과를 반드시 그대로 사용해야 할 의무가 있는 것은 아니다.

2. 위원회가 채택한 총체적 접근방식이란 무엇인가?

위원회가 채택한 총체적 접근방식이란 특정 접근방법에 국한한 분석이 아니라, 외부에 의뢰하여 다양한 방법론을 적용한 연구결과, 통계자료 및 이를 가공한 지표, 가치평가 실무 현황, 한국과 해외 자본시장의 추세, 글로벌 경제상황 및 기타 관련 요소 등을 학계와 실무 전문가들이 종합적으로 면밀히 분석하는 방식을 말한다. 한국은행 금융통화위원회가 총체적 접근방식을 채택하고 있으며, 유럽국가의 공인회계사 단체도 유사한 접근방식을 채택하고 있다.

3. 재무정보제공업체에서 제공하는 시장위험 프리미엄과 이 가이드언스의 시장위험 프리미엄이 차이가 나는 경우 이를 어떻게 반영하여야 하는가?

이용자가 재무정보제공업체의 자료를 사용하는 것이 더 적절한 상황이 있을 수 있으며 그러한 경우 특정 사실과 상황에 따라 해당 재무정보제공업체의 자료를 사용할 수 있다.

4. 시장위험 프리미엄은 매년 변경되어 발표되는가?

위원회는 매년 시장위험 프리미엄에 대해서 검토를 수행하여 시장위험 프리미엄의 중요한 변동이 있는 경우 이를 반영하여 가이드언스를 변경할 수 있다. 다만 시장위험 프리미엄의 중요한 변동이 없는 경우에는 그러하지 아니하다.