



## 무형자산 가치평가의 원리와 방법

김 흥 수 | 한국부동산연구원 책임연구원

### I. 서론

무형자산 가치평가는 직접적으로 경제학의 학문 체계로부터 발전되어 왔다. 무형자산평가를 포함한 평가이론과 실무의 전체는 궁극적으로 고전학파 경제학자인 Adam Smith의 대표적인 저서인 *국부론* (The Wealth of Nations, 1776)으로 거슬러 올라가게 된다. 물론, 시간이 흐르면서 경제학 관련 연구들은 크게 발전되었고, 또한 더욱 정교해졌다. 그러나 평가체계의 이론적 토대들은 아담스미스로부터 고전학파 경제학자들인 David Ricardo, John

Stuart Mill, Le'on Walras, Alfred Marshall, Irving Fisher에서 뿐만 아니라 있다. 이중 인상적인 경제학자인 Alfred Marshall은 그의 대표 저서인 *정치경제학* (Principles of Economics, 1890)에서 '가치론'의 가장 포괄적이고 설득력 있는 논제를 보여주었다.

20세기 초 현대경제이론으로 바뀌면서 경제이론을 내재한 평가이론들의 기초는 John Meynard Keynes의 획기적인 저술인 *일반이론* (The General Theory of Employment, Interest and Money, 1936)에서 뚜렷한 분야로 부각되었다. Keynes가 일반이

론을 출간할 즈음, '가치론'은 기존의 자산(assets), 재산권(properties), 그리고 경기논점(business interest)과는 다른 분리된 형태로 분석되기 시작한다. 이러한 경제학자들의 노력은 끊임없이 발전하였으며 최근에는 무형자산 가치평가라는 분야에 까지 세분화되기에 이른다.

그렇다면 무형자산 분야는 과연 과학인가, 예술인가? 무형자산 가치평가에 가장 심오한 방법이나 어려운 공식을 사용하더라도, 이 질문은 학구적이고, 혼학적이며, 그리고 의미 있는 답이 있지는 않다. 그럼에도 불구하고, 이 질문은 그 자체를 강조하기 위해 종종 던져지곤 한다.

화학이나 물리학이 과학이라는 관점에서 생각하면, 무형자산 가치평가는 분명 과학은 아니다. 이러한 분야들은 확실하고 정확하게 측정되는 자연법칙이 존재하고 있다. 그러나 경제학과 수학이 과학이라는 관점으로 보면 무형자산 가치평가는 과학이다. 이러한 연성학문들은 논리체계, 일관성, 질서법칙, 그리고 공통적으로 사용되는 분석도구들에 기초하고 있다. 분석도구들은 다양한 수학과목들, 즉 대수학, 삼각법, 미적분학, 함수론 등을 기초로 두고 있다. 일부 분석가들은 가치평가론 과목이 말 그대로 예술이라고 주장한다. 왜냐하면 가치평가의 적용을 위해서는 기술, 경험, 판단, 지식, 연구, 그리고 관찰 등이 요구되기 때문이다. 만일 예술과 과학 논쟁이 인정할 가치가 있는 것이라면, 가치평가 분야는 예술과 과학 두 분야 모두에 최선의 구성요소로 인식되어야 할 것이다.

이렇게 무형자산 가치평가가 중요한 이유는 경제구조가 자본, 노동, 토지 등의 유형자산 중심에서 정보, 지식, 기술 등의 무형자산 중심의 지식기반경제<sup>2)</sup>로 급격하게 전환되기 때문이다.

지식기반경제에서는 보유 무형자산의 가치를 정확히 평가해야만 효율적 관리 및 축적이 가능하고, 무형자산의 가치가 포함된 재무, 회계정보는 지식 경영<sup>3)</sup>의 궁극적인 지표가 될 수 있다. 따라서 지식 자산을 포함한 무형자산에 대한 적정한 평가는 경제전체의 효율적 자원배분을 위해 중요하고 기업에 관련된 각종 금융제도가 자산과 토지 등과 같은 유형자산 뿐만 아니라 무형자산의 평가에 근거하여 결정될 때 금융시장에서 자금의 효율적 배분이 이루어질 수 있다.

무형자산에 대한 국내외적인 시장화에 따라 전문가 모임을 통한 평가방법이나 평가표를 통한 점수평가 등의 방법 등이 나타나고 있으나, 객관적인 개념은 이루어지지 않고 있으며 보다 일반적인 방법론은 계속 논의되고 있는 실정이다.

본 연구는 무형자산 가치평가의 원리와 방법을 고찰하는 것을 목적으로 하고 있다. 본고에서 제시되는 방법론은 무형자산에 대한 보다 구체적인 가치평가라는 장점을 있다. 본고는 모두 5장으로 구성된다.

2장에서는 가치의정의, 무형자산의 개념, 무형자산의 특성을 중심으로 가치평가의 개념을 살펴보고, 3장에서는 무형자산을 시장자산, 인적자산, 지적자산으로 구분하여 살펴본다. 4장에서는 무형자산의 가치평가 모형을 수익 접근법, 비용 접근법, 시장 접근법을 중심으로 살펴보고, 가장 이상적인 형태를 제시한다. 마지막으로 결론은 5장에서 다룬다.

### II. 무형자산 가치평가의 개념

#### 1. 가치의정의

- 1) 무형자산(intangible assets)은 기술(technology), 지적자본(intellectual property), 지식자산(knowledge assets) 등과 동일하게 사용되고 있다. 경제학자들은 지식자산을, 경영학과 법학문학에서는 지적자본을 널리 사용하지만, 미래학에 대한 청구권이라는 근본적으로 같은 대상을 가리키고 있다. 이 청구권이 특허권, 상표권, 저작권 등 경우처럼 법적으로 보호를 받을 때는 지적재산(intellectual property)이라고 일반적으로 부른다.
- 2) 지식기반경제(Knowledge Based Economy)란 지식·정보가 유형자산을 대체하여 개인, 기업, 국가의 부가가치, 경쟁력, 부를 창출하는 경제체계를 말한다.
- 3) Brain(1994)은 무형자산이 기업의 생산비용을 감소시켜 수익률을 나타내는 생산곡선을 보여준다고 하였다.
- 4) 보다 자세한 내용은 김홍수(2003, 6)를 참조하길 바란다.



무형자산가치평가에서중요한개념이바로가치(value) 정의이다. 가치의 정의는 우선, 어떠한 관점과 목적에 따라 평가되느냐에 따라 달라질 수 있는데, 무형자산 가치평가에서는 경제적 수익성이 중시된다. 본래 경제학적 의미에서 가치는 재화나 서비스를 사용함으로써 느끼는 만족감에 대한 기회비용의 크기에 따라 결정되는 것으로 거래의 기준이 된다. 완전경쟁시장에서는 시장가격이 교환가치가 된다. 하지만 무형자산시장 형성이 어려울 경우 시장기구에 의한 균형상태를 도달할 수 없기 때문에, 경쟁시장을 전제로 한 공정시장가치(fair market value)<sup>5)</sup>를 구하는 작업이 요청된다.

통상 공정시장가치는 “강제성이 없고, 관련 사실에 대한 합리적인 정보를 가진, 자발적인 매매당사자가 자산을 거래한 금액”으로 정의할 수 있다. 그러나 이러한 정도의 완전한 거래는 현실 속에서는 거의 이루어지지 않는다. 따라서 이 가치는 가상적인 매매당사자간의 거래를 가정하고 있고, 당연히 특정평가시점에서의 경제적 혹은 시장조건을 전제로 하고 있다. 이러한 공정시장가치는 간혹 시장가치로 불리기도 한다. 이 경우 시장은 자본시장이 충분히 발달하고, 거의 완전경쟁에 가까운 형태로 유지되는 시장을 전제로 한다. 이러한 시장가치를 추정하려는 것이 바로 무형자산가치평가 활동이다.

가치와 구별되는 것이 가격이다. 가격은 구매자와 판매자 사이에서 결정되는 상품이나 서비스의 대가이다. 가격결정은 수요가 공급보다 많으면 가격이 상승하고 반대의 경우는 가격이 하락한다는 수요공급의 원리에 가장 영향을 많이 받는다. 반면 가치는 가격과 같이 객관적인 사실이 아니라 특별한 정의에 의해 특정 시기에 재화나 서비스에 대해 지급되리라 예상되는 추정가격이다.

5) 공정 시장가치(fair market value)란 거래당사자가 재화 또는 용역에 대해 충분한 정보 또는 지식을 갖고 어떤 당사자도 거래가 성립되도록 강요받지 아니한, 평등하고 자발적인 입장에서 관련재산권이 당사자 간에 교환될 수 있는 금액을 의미한다. Smith(1994)에 의하면 공정시장가치는 완전자본시장(perfect capital market)에서 어떤 재화 또는 용역을 소유함으로써 미래에 얻게 되는 경제적 효익(economic benefit : 미래현금흐름)의 현재가치와 같다 고 한다. 여기에서 완전자본시장이란 이론적인 시장으로서 다음의 조건을 갖추어야 한다.

첫째, 무제한으로 자금의 대출과 차입이 가능하다

둘째, 각종 세금이 없다.

셋째, 정보의 대칭성이 존재한다. 즉, 수요자와 공급자간에 완전히 정보공유가 이루어진다.

## 2. 무형자산의 분류

무형자산(Intangible assets)의 구분에 관하여는 크게 두 가지로 나누어 볼 수 있다. 하나는 회계원칙에 기반을 둔 협의의 개념으로 이는 장기적으로 경제적 이득을 획득할 수 있도록 기업 내에서 개발되거나 구입된 권리로서 그 원가에 기초하여 포착되며 영업권, 산업재산권, 광업권 등을 예로 들 수 있다. 다른 하나는 광의의 개념으로 미래에 기업에게 경제적이득을 제공할 수 있는 비물리적 자산을 의미하며, 이는 회계원칙에 기반을 둔 협의의 개념뿐 아니라 회계원칙에서 비용처리된 것들의 자본화된 값을 포함한다. 따라서 무형자산 가치는 실물이나 금융상의 형태를 가지고 있지 않는 미래효익에 대한 청구권의 합인 것이다. 이러한 후자의 개념을 무형자산이라고 이해할 때 이에 관하여 다음과 같은 다양한 설명이 제시되어 왔다.

첫째, 무형자산은 물리적 또는 재무적인 측면에서 구체적인 형태를 가지지 않는 것으로 미래의 이득에 대한 청구권이며 특허권, 브랜드, 비용절감을 가져오는 특유의 조직구조 등을 의미하는 것으로 본다. 이러한 관점에서 볼 때 회계학에서의 무형자산, 경제학에서의 지식자본은 모두 같은 개념이며 특히, 특허권, 상표권, 저작권 등 그 청구권이 법적으로 보호되는 경우 지적재산이 된다고 본다. 무형자산은 보통 물리적 자산이나 노동에 대체되어 존재하는 경우가 많아 이의 가치평가를 어렵게 만든다.

둘째, 무형자산이 가치평가나 경제적 관점에서 인정되기 위해서는 사실 확인이 가능하고 명확하게 설명할 수 있어야 하며, 법적인 보호가 가능해야 한다. 또한 사적인 소유가 가능하고 이전성이 있어야

하며, 일정한 수준의 물적 증가가 존재하거나 임증이 가능해야 한다. 무형자산을 이렇게 분류하는 경우 그 분류는 크게 시장자산, 인적자산, 지적자산 등으로 구분되며, 그 구체적인 내용은 <표 1>과 같다<sup>6)</sup>. 그러나 이러한 분류는 목적에 따라 얼마든지 다른 구분이 가능하고 하나의 항목에 속하는 무형자산이 다른 항목으로 분류될 수 있는 경우도 있다.

셋째, 무형자산은 금융자산과 유형자산을 제외한 기업의 자산으로 물리적 실체는 없으나 기업의 수익력에 기여하는 자산에 속하는 권리, 관계, 그룹화된 무형자산, 지적재산으로 구분된다. 여기서 권리란 기업이 일반적으로 다른 기업보다 개인이나 정부기관과 계약을 체결하여 얻는 것으로서 다른 기업보다 나은 경제적 이득을 줄 수 있는 경우에만 가치가 있다. 대표적으로 프랜차이즈 계약을 들 수 있다. 관계란 외부와 맺은 비계약적인 것으로서 전문화된 노동력의 체계적 결집, 정보에 기초하여 형성된 장기적인 고객관계, 유통업자와의 긴밀한 관계 등 기업가치에 중요한 것을 말한다. 그룹화된 무형자산은 찬여적인 성격을 가지는 영업권을 의미한다. 지적재산이란 인간의 지적, 영감적인 활동에 의해 생성된 무형자산을 의미하며 가치실현이 가능하도록 법에 의해 등록되고 보호를 받는다. 예를 들면 창조적인 특징을 가지는 상표권, 컴퓨터 소프

트웨어와 혁신적인 특징을 가지는 특허권, 산업디자인 등이다. 이러한 지적재산은 기업 내에서의 이용과 외부자에게로 이전에 있어 효과적인 활용이 가능하다.

넷째, 무형자산은 기업의 미래현금흐름에 기여하는 비 물리적인 자산이라는 회계적 개념이며 지적자본은 기업가치에 기여할 수 있는 지식이다. 지적자본은 기업이 소유권을 주장할 수 있으며 코드화되고 기술될 수 있는 특정한 지식을 의미하며 지적자본의 주요 요소가 된다. 지적재산은 법적인 보호가 가능한 지적자산을 나타내는 법적인 용어이다. 여기서는 기본적으로 지적자본의 활용결과 기업의 시장가치가 형성되며 거기서 유형자산 가치를 차감한 것이 무형자산의 가치라고 보는 것이다. 따라서 이러한 무형자산의 개념에서는 지적자본의 개념이 중요하게 된다.

위와 같은 견해들을 종합해 보면 오늘날 무형자산의 가치평가는 시장가치 개념에 근거하며 이는 단순한 회계적 접근보다는 경제적 접근에 의해 더 잘 이해 될 수 있으므로 지적자본을 무형자산으로 보거나, 지적자본을 가치형성의 핵심으로 보는 논리에 입각하여 무형자산을 설명하는 것이 합리적일 것이다.

<표 1> 무형자산의 분류

무형자산의 유형		구체적인 내용
시장자산	마케팅관련	상표권, 상표명, 브랜드명, 로고등
	고객관련	고객리스트, 고객관계등
	계약관련	공급자계약, 라이센스협약, 프랜차이즈등
	영업권관련	영업권, 단골, 일반적사업가치
인적자산	인적자본관련	숙련되고 조직화된 근로자집단, 고용계약, 노사협정등
지적자산	기술관련	프로세스특허권, 특허출원, 기술문건등
	데이터처리관련	컴퓨터소프트웨어, 소프트웨어복사권, 자동화된 데이터베이스등
	공학관련	산업디자인, 제품특허권, 기술도면등
	예술관련	문학작품, 저작권, 음악작곡, 판권등
	입지관련	차지권, 광업권, 공중권, 용수권, 지역권등

6) Reilly와 Schweihs(1999)에서 제작된 것이다.



### 3. 무형자산의 경제적 특성<sup>7)</sup>

앞서 살펴 본 무형자산의 경제적 특성은 가치창출과 가치손상의 측면에서 파악될 수 있다. 가치창출 요인은 비경합성(nonrivalry)과 규모신축성(scalability), 즉 비희소성(nonscarcity) 네트워크 외부성(network externality), 그리고 가치손상 요인은 부분적 배타성(partial excludability), 내재적 위험(intrinsic risk), 비시장성(unmarketability)의 개념으로 요약될 수 있다.

가치창출 요인에서 비경합성(nonrivalry) 또는 비희소성(nonscarcity) 동시에 여러 용도에서 사용할 수 있고, 한 군데에서 사용한다고 해서 다른 곳에서 그 자산의 유용성이 손상되지 않는다. 따라서 많은 무형의 투입물의 경우 원래의 투자액을 넘어서서 그 기회비용이 0이거나 무시할 정도이다. 무형자산의 비경합성을 발생시키는 주된 요인은 이를 자산이 대규모 매몰비용(sunk cost)<sup>8)</sup>과 무시할 정도의 한계비용(marginal cost)의 특징을 가지고 있다는 사실이다. 무형자산의 비희소성은 그러한 자산을 동시에 사용할 수 있는 능력이며 사용을 줄이지 않고도 반복적으로 이용할 수 있는 능력으로서, 기업차원뿐만 아니라 국가차원에서도 중요한 가치창출요인이다. 네트워크 외부성(network externality)은 네트워크의 일부가 됨으로써 얻는 이득이 그 네트워크에의 참여자 수에 따라 증가한다는 것이다. 이는 네트워크의 규모가 커짐에 따라 학습률 및 새로운 기술의 채택, 영업기회 및 이용가능성이 확장되어 긍정적인 피드백 효과를 가져오기 때문이다. 따라서 시장점유율 확대경쟁, 승자의 시장지배, 큰 교체 비용에 의한 정의 피드백효과, 경로의존성 등은 네트워크 효과와 상관적인 개념이된다. 중요한 것은 네트워크의 형성토대는 지적재산권 등 무형자산이라는 것이며 최근 이러한 무형자산은 경쟁우위를 추구하는 기업 간의 제휴와

협력에 의해 형성되는 경향이 있다.

가치손상 요인에서 부분적 배타성(partial excludability) 누출효과(spillover effect) 무형자산의 재산권에서 발생한다. 유형자산이나 금융자산의 소유자는 재산권이 명백히 정의 되므로 이를 보다 효과적으로 행사하고 그 이득을 취하기가 용이하다. 그러나 무형자산의 경우에는 그를 소유하지 않는자가 그 투자 효과에 참여하는 것을 완전히 배제시키기가 어렵다. 예를 들어, 교육훈련을 받는 수련 노동자의 이직은 그 인적자본에 투자한 기업의 경우 손실을 초래하며, 지적재산권의 경우에도 비 소유자의 이용을 완전히 배제시키기는 쉽지 않을 뿐 아니라 많은 비용이 든다. 이는 결국 무형자산의 재산권을 완전히 정의하고 시행하는 것이 불가능하고 기업내의 암묵적 지식을 완전히 코드화시키거나 공유하여 활용하기가 어렵기 때문이다. 또한 기업은 인적자본의 확충, 특허권에 의해 보호되지 못하는 노하우, 그리고 고객획득 등에 드는 비용 등의 무형자산에 대하여 법적인 통제를 엄격히 행사하기 어렵다. 내재적 위험(intrinsic risk)은 무형자산에 대한 투자가 물리적 자산이나 금융자산에 비해 기본적으로 위험도가 높은 것에 기인한다. 무형자산의 투자는 일반적으로 혁신과정의 초기에 발생하기 때문에 위험이 높다. 따라서 이를 감축시키거나 분담 및 분산시키는 것이 혁신과정의 관리에서 중요하며 무형자산의 위험도 평가가 투자분석의 핵심이 된다.

비시장성(unmarketability) 무형자산에 관한 조직적이고 경쟁적인 시장이 존재하지 않기 때문에 발생한다. R&D, 인적자본, 기타 지적자본에 대한 투자 등 무형자산의 경우 유사한 거래자산을 파악하기 어렵고 이를 거래하는데 필요한 조직화된 경쟁시장이 존재하지 않기 때문에 그의 가치평가, 재무제표상의 기재가 용이하지 않다. 이 같은 무형자산에 대한 효율적 시장의 부재는 자산의 유동성

을 낮추고 위험분담의 기회를 제거함으로써 그의 위험을 증가시키며 적극적인 투자를 어렵게 만든다. 무형자산의 거래가 이루어지는 경우에도 그 내용이 불투명하고 잘 공시되지 않으며 여러 자산과 묶음으로 하여 거래가 이루어지는 경우가 많아 객관적인 가치평가를 어렵게 한다.

### III. 무형자산의 구성

이러한 경제적 특성을 가지고 있는 무형자산은 업종이나 개별기업의 특성에 따라 그 원천을 파악하는데 있어서 여러 가지 시각이 있을 수 있으나 앞서 살펴본 것처럼 시장자산, 인적자산, 지적자산으로 분류한다. 그리고 무형자산의 가치평가는 전통적으로 수익접근법, 비용접근법, 시장접근법이 적용되고 있다.

#### 1. 시장자산

시장자산이란 고객명단, 고객관계 등 고객자본, 기업의 명성, 이미지 등 기업의 평판도, 인지도 있는 상표, 상호 등 기업브랜드, 효과적인 유통망 등으로서 수요자, 공급자 등 거래처와의 관계에서 형성되는 긍정적인 가치를 말한다.

#### 1) 고객자본

고객의 종류는 업종에 따라 다양하나 일반적으로 제품, 서비스 및 금융서비스에 대한 고객으로 구분된다. 기업은 제품의 고객에 대하여 양질의 제품 유지 등의 서비스를 제공함으로써 고객과의 신뢰관계를 구축하고, 그들을 기업의 의사결정에 직·간접적으로 참여시킴으로써 충성도를 제고시킬 수도 있다. 이와 같은 고객관련 무형자산은 흔히 시장에서 다른 자산과 함께 또는 별도로 존재하여야 하고, 고객자본이라는 무형자산의 이용자에게 유용한 고객관련 자료가 있어야 한다. 즉, 고객으로부터 판매자

에게로 생성되는 지속 가능한 이익흐름을 파악할 수 있어야 하며 고객 및 거래관계내역에 관한 정보가 축적되어 있어야 한다.

고객자본의 평가와 관련된 비용접근법은 고객관계를 유지하고 개발하는데 소요된 모든 비용을 수집할 수 있을 경우에만 이용 가능하므로 현실상 이용하기 어렵다. 주로 비용으로서는 고객획득비용, 고객유지비용, 고객관련자료 유지비용, 고객자본을 구입하는 대신 고객관계를 창출함에 따른 기회비용 등이 있다.

시장접근법은 고객자본에 대한 별도의 거래가 행해지는 경우 이를 이용할 수 있다. 그러나 고객자본 관련 가격배수를 계산하는데 필요한 판매가격, 영업 및 재무와 관련된 신뢰 가능한 자료를 확보하기는 쉽지 않다. 가격배수로서는 고객자본판매가격/수익, 고객자본판매가격/고객수 등이 있다.

가장 많이 활용되는 수익접근법을 활용하기 위해서는 고객관계의 예상 내용연수 동안 고객관계에 따라 생성 가능한 미래이익의 현가를 추정하는 것이 필요하다. 개별 고객관계별로 추정할 것인지 고객관계의 포트폴리오를 기준으로 추정할 것인지 또는 매년 다르게 변하는 것으로 볼 것인지에 관한 결정이 필요하다. 할인율의 결정에 대해서는 가치평가주체에 따라 특정 구매자나 판매자의 입장과 시장평균치 중 어느 것을 택할 것인지를 선택하여야 한다. 또한 고객자본이 기업과 함께 매각되는가 별로도 매각되는가에 따라 할인율이 기업별로 특유한 것인가, 고객자본별로 특유한 것인가에 관한 결정이 필요하다.

#### 2) 기업의 평판도

평판이랑 시간의 경과에 따라 일반 대중이 기업에게 가지는 누적적인 판단으로서 기업의 경쟁우위와 차별화에 영향을 미친다. 정보가 불완전하고 모호한 상태에서 일반 대중들은 매우 이질적 집단이므로 평판은 기업의 평가에 매우 중요하다. 예를 들

7) 보다 자세한 내용은 김홍수(2004.12)를 참조하기 바란다.

8) 한번 지불되고 난 뒤 회수할 수 없는 비용을 말한다.



어, 기업의 유리한 평판은 기업으로 하여금 제품의 가격을 높게 책정할 수 있게 하며 경쟁기업의 대응 능력을 약화시키고자본시장에 대한 기업의 접근을 용이하게 하므로 가치를 지닌다. 따라서 기업의 평판은 지적재산권같이 분명히 파악될 수 있는 것은 아니지만 무형자산으로서의 성격을 지닌다. 그러나 기업의 평판이 어느 시기에 기업에 얼마나 기여할지는 예측하기 어려우므로 이의 가치평가에는 한계가 있다. 더구나 기업의 평판은 타기업에게 이전되기 어려운 것이므로 가치평가를 더욱 어렵게 한다. 대체로 평판은 회계적인 수익성, 광고수준 및 기업 규모와 정의 관계를 가지며 위험도와는 부(-)의 관계를 지닌다고 주장되어 왔다.

기업의 평판은 평가기관의 평판척도에서 과거의 재무적 성과의 효과를 제거하여 산출할 수 있다. 이는 평판도를 종속변수로 보고 ROA, 지분의 실질적 시장가치, 규모, 위험, 성장률을 독립변수로 보는 경우 회귀잔차를 평판효과가 반영된 무형자산으로 파악하는 방식이다. 이 값을 지분 시장가치를 평가하는 독립변수(장부가치, 순이익 등)의 하나로 보고 회귀분석을 하여 그의 통계적 유의성을 분석한 결과 의미 있는 설명력이 나타난다면 기업내적으로 생성된 무형자산이 비록 재무제표 상에 자산화되어 있지는 않더라도 기업가치에 기여하고 투자가에 의해 인지된다고 볼 수 있다. 만일 평판의 효과가 존재한다면 이는 실제로 그 기업의 영업권을 구성하는 한 요소가 될 수 의미하며 재무제표의 한계를 드러내는 것이다. 그러나 이 방식은 평판의 가치효과만을 확인하는 것일 뿐, 구체적인 가치규모를 측정하는 것은 아니다.

### 3) 기업의 브랜드

브랜드는 추가적인 기업가치의 원천으로 경쟁보다 더 많은 매출과 수익률을 실현할 수 있게 하고 강하고 지속적인 차별적 우위를 주는 상업적, 제도적 지적자본의 하나로 인식되어 왔다. 따라서 브랜

드의 창조 및 지속, 가치 드라이버 그리고 이의 평가방법에 대한 관심이 고조되고 있다. 구체적인 척도로서 시장가치와 장부가치의 차이, 브랜드의 대체가치, 다른조건은 같으나 브랜드 있는 기업과 없는 기업의 가치차이, 고객이 브랜드에 대해 지불하는 가격 프리미엄 또는 초과판매량의 현가 등이 제시되어 왔다. 이러한 브랜드의 개념과 척도에 비추어 볼 때 브랜드는 무형자산을 구성하는 중요한 요소가 됨을 알 수 있다. 브랜드의 인식(brand awareness), 브랜드의 충성도(brand loyalty), 브랜드의 품질(brand quality)을 브랜드 가치의 3요소라고 부르며 다음과 같이 요약할 수 있다.

#### (1) 브랜드인식

익숙한 제품은 경쟁적 시장에서 유리한 고지를 점하게 된다는 것은 여러 연구결과가 뒷받침하고 있다. 두 가지 중에서 하나를 선택하라고 하면 소비자는 자신이 알고 있는 것을 선택한다. 그 제품의 이름을 짓는데 공을 들이면 고객의 인식을 가하게 하고 그 제품을 살 확률을 높이게 된다.

이와 같은 브랜드 인식은 우세(dominant) 브랜드, 우선떠오르는(top of mind) 브랜드, 회상(recall) 브랜드, 겨우인식되는(merely recognized) 브랜드와 같이 4 가지 수준으로 나누어 볼 수 있다. 우세 브랜드는 제품부류를 생각하면 제일 먼저 기억나는 것이고 그 다음으로 몇 개의 브랜드는 제품부류를 생각하면 제일 먼저 기억나는 것이고 그 다음으로 몇 개의 브랜드를 더 기억해낼 수 있는 것이다. 회상 브랜드는 우선 떠오르는 브랜드 다음으로 기억나는 브랜드를 전부를 말한다. 그리고 겨우 인식되는 브랜드는 인식의 가장 낮은 단계에 있는 브랜드로 스스로는 기억하지 못하는 수준이다.

#### (2) 브랜드충성도

어떤 브랜드를 지속적으로 구입하는 성향을 그 브랜드에 대한 충성심이라고 정의한다. 고객의 브랜드 충성도는 브랜드 평가에 있어 기여도가 가장

높은 요소이다. 고객 충성도가 높으면 수익흐름이 고르고 예측이 가능해진다.

브랜드 충성도에 따라 고객을 여러 형태로 분류 할 수 있는 테이블 중 몇 가지를 소개하면 다음과 같다. 비고객(non-customers) 브랜드의 제품을 사용하지 않거나 다른 브랜드를 사용하고 있는 목표 대상이 아닌 비사용자 그룹을 일컫는다. 가격추종자(price switchers)는 브랜드를 불문하고 가격이 가장 저렴한 제품을 구입하는 고객이다. 일반적으로 브랜드 제품은 비싸기 때문에 그들은 브랜드 있는 제품을 선택하지 않는다. 기회주의자(fence sitters)는 두 가지 브랜드 중 편리하고 저렴한 브랜드를 구입하는 고객이다. 유력한 경쟁자가 있거나 자사 고객 중 상당부분이 기회주의자라는 것을 안다면 그 회사는 시장에서 경쟁력 있는 제품을 만들기 위하여 노력할 것이다. 헌신적인 고객(committed clients)은 특정 브랜드 제품을 찾아서 구입하는 고객이다. 어떤 회사는 다수의 헌신적인 고객군을 확보하는 것은 더할 나위 없이 다행스러운 일이라 할 것이다.

#### (3) 브랜드품질

고객에 의해 인식된 품질수준은 재무적 성과와 밀접하게 연관된다. 이러한 현상은 질이 높은 제품은 다른 제품보다 높은 가격을 받을 수 있다는 점으로 일부 설명된다. 소비자들은 품질이 높은 제품과 서비스에 대해서는 높은 값을 지불할 준비가 되어 있기 때문이다. 그런데 그 품질이라는 것은 객관적인 것이 아니라 소비자의 마음 속에 있는 품질을 말한다. 즉, 각 제품은 어떤 품질 표준을 만족시켜야 하는데 그 표준이라는 것이 실제 품질에 대한 테스트 기준과 같은 것일 수도 있으나 다를 수도 있다는 것이다.

브랜드 가치는 유명 브랜드의 제품에 부과할 수 있는 가격 프리미엄 범위 내에 존재한다. 개략적으로 브랜드 가치는 가격 프리미엄에 제품 개수를 곱한 것이다. 브랜드의 가치도 전통적인 3방식을 통하여

평가될 수 있으나 시장에서 비견할 만한 브랜드를 찾을 수 없는 경우 시장 접근법이나 비용 접근법은 합리적이지 못하며 주로 수익 접근법이 활용된다.

### 4) 영업권

영업권(good will)이란 우수한 경영진, 뛰어난 판매 조직, 양호한 신용, 원만한 노사관계, 기업의 좋은 이미지 등 동종 산업에 종사하는 타기업에 비하여 특별히 유리한 사항을 집합한 무형의 자원을 말한다.

영업권의 주요 구성요소는 첫째, 이용 가능한 기존자산의 존재로서 영업권의 계속기업 가치요소라고 한다. 이는 자본, 노동, 경영 등으로 구성되며 결합적으로 이용됨으로써 개별 가치요소의 가치보다 더 커서 일부는 영업권을 형성하게 된다. 둘째, 정상 이익을 넘어서는 초과 경제이익 중 유형자산과 기타 무형자산에 귀속되는 것을 제외한 것이 영업권의 구성요소가 된다. 셋째, 현재 영업과 직접적인 관련이 없는 미래에 대한 기대 즉, 미래에 예상되는 투자, 재편성 및 신규제품이나 서비스, 고객 등과 관련된 전망이 영업권의 일부를 구성한다. 이러한 영업권은 자산의 결합적, 집합적 이용이나 특출한 역량과 평판을 지닌 개인의 존재들에 의하여 형성된다.

영업권의 발생유형에는 매입영업권과 자가창설 영업권이 있는데, 매입영업권은 기업이 다른 기업을 매수, 합병하는 경우에 발생한 영업권을 말하며, 자가창설 영업권은 기업이 스스로 영업권을 계상하는 경우에 발생한 영업권을 말한다. 영업권은 회계적인 측면에서 보면 기업이 매수나 영업양수 등의 경우에 유상으로 취득한 것만 인정하고 있기 때문에 기업이 스스로 계상하는 자가창설 영업권은 인정하지 않는다. 경제적 측면에서는 영업권은 기업의 어느 개별자산과도 관련이 없는 경제적 이익을 그 이익에 대응하는 자본화율로 할인한 것이다. 위의 두 측면의 경우 영업권의 범위에 차이가 있으나 잔여적인 방법에 의해 추정된 것이라는 공통점을 가진다.



비용접근법에서는 기존의 이용가능한 자산의 가치를 전제로 하여 영업권의 개별 구성요소를 파악하고 이의 재창조에 드는 비용을 추정하는 것이다. 시장접근법에서는 기업의 실제 다른 자산에 할당하고 남은 잔여로 추정한다. 기업의 성격에 따라서는 비교 가능한 기업의 실제 매각가격 또는 총 연간 매출액 중 영업권가치가 점하는 비중을 이용하여 평가할 수도 있다. 한편, 수익접근법에서는 세 가지 방법이 평가에 이용될 수 있다. 첫째, 총 계속기업 가치에 금융자산, 유형자산, 확인 가능한 기타 무형자산의 가치를 차감한 잔여로 추정한다. 계속기업의 가치는 자산의 총계, 할인현금흐름 또는 시장에서 공개거래 되는 유사기업의 시장가치 배수를 이용하여 평가할 수 있으나 할인현금흐름법이 적정할 것이다. 둘째, 기업의 초과경제적 이익을 자본화시키는 것으로서 유사 위험을 가진 기업의 정상적인 경제적 이익률을 산업평균 등을 이용하여 계산한 후 이를 평가기업에 적용하여 초과 경제적 이익을 추정한다. 이 초과 경제적 이익을 이익개념에 대응하는 할인율로 할인하여 총초과이익의 현재가치를 추정함으로써 영업권의 가치가 평가될 수 있다. 셋째, 미래에 추가로 예상되는 경제적 사상들을 추출하여 그에 따라 발생될 미래의 고객에 대한 매출로부터 얻는 경제적 이익의 현가를 계산하여 평가하는 것이다. 이를 위해서는 미래의 추가적인 경제적 이익 생성능력을 예측하여 현존하는 유·무형자산과는 무관한 미래의 경제적이익이 추정되어야 하므로 현실적인 활용에 있어서는 보다 세밀한 분석을 필요로 한다.

## 2. 인적자산

인적자산이란 기업의 부가가치를 창출하는데 직접 기여한 사람의 가치를 말하며, 보통 기업의 조직화된 노동력, 고용계약, 비경쟁계약 등이 속한다.

숙련되고 조직화된 근로자 집단의 가치를 추정할 때는 주로 비용접근법이 주로 사용된다. 조직화된

근로자 집단의 대체비용은 대체 근로자 집단을 모집하고 채용하여 훈련시키는 비용 등을 말한다. 모집, 고용비용에는 대체근로자를 모집하고 인터뷰하는 담당인력의 인건비와 간접비용, 소개 수수료, 광고료 등 기타 소요경비가 포함된다. 훈련비용에는 대체 근로자 훈련을 담당하는 직원들의 인건비와 간접비용, 훈련 중 지불되는 훈련생의 인건비와 수업료 등의 직접훈련경비가 포함된다.

고용계약 그리고 비경쟁계약에 있어서 계약이란 특정행동을 하거나 또는 하지 않을 의무를 갖는 두 사람 이상 간의 합의로서, 이의 핵심은 계약 당사자, 계약 대상물, 법적고려, 합의의 상호성, 의무의 상호성 등이다. 다양한 구속력을 지니는 계약이득의 원천은 유리한 조건으로 재화와 서비스를 수취 또는 제공하는 것, 배타적 재산권을 제공하는 것, 또는 미래의 경제적 이익 흐름을 획득하는 것과 관련된 것들이다. 이의 가치를 평가하기 위해서는 계약관계의 조건, 기존 산업 및 시장조건을 검토하고 분석하여야 한다. 무형자산의 성격에 따라 적정한 가치 평가방법이 따로 있으나 이 경우에는 주로 수익접근법이 많이 이용된다. 우선 계약기간 동안 그 계약을 전제한 사업의 현금흐름과 계약이 없을 경우의 현금 흐름을 각각 추정하고 할인하여 각각의 순 현재가치를 산정한다. 그런 다음 그 차액을 계산하면 이것이 계약의 공정가치가 된다.

## 3. 지적자산

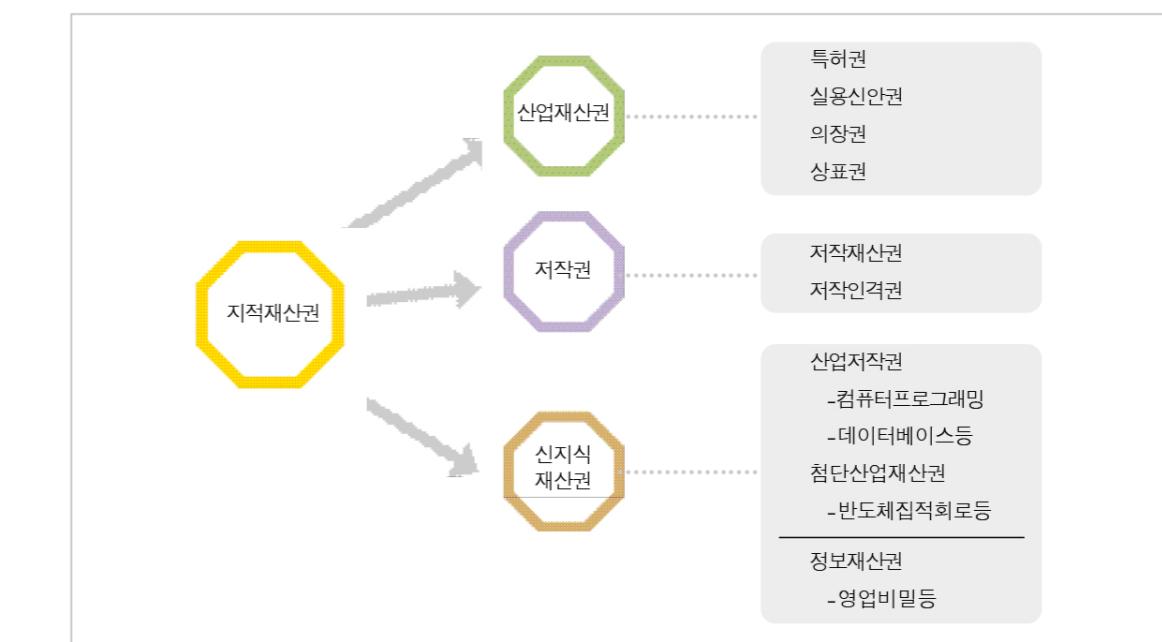
가치로 평가할 수 있는 지적자산의 범주는 기술의 도약적 발전, 새로운 기술의 출현, 법적 제도의 정교화에 따라 확대되는 추세를 보이고 있다. 과거에는 지적재산으로서의 위치를 차지하지 못하였던 것도 최근 이에 대한 중요성이 부각되고 다수의 사람들이 인식하게 되면서 신지식재산권이란 개념의 특정된 권리로 등장하고 있다. 따라서 평가할 수 있는 지적자산도 이미 제도화가 완성된 것과 새로이 제도화가 진행 중인 부류로 양분할 수 있다.

세계지적재산기구(WIPO : World Intellectual Property Organization)는 지적재산권을 '문예, 미술 및 학술저작물, 예술가의 공연, 레코드 및 방송, 인간활동의 제 분야에서의 발명, 과학적 발명, 의장, 상표, 서비스, 휘장 및 상호, 기타상업상의 표시, 불공정 경쟁에 대한 보호권리 등 산업, 학술, 문예, 미술분야의 지적활동에서 형성된 모든 권리'라고 정의 한다. 앞의 <그림 1>은 지적재산권의 분류를 나타낸 것이다. 산업체산권, 저작권등법의보호를 받는 지적재산권은 경제적 측면에서의 본질적인 성격이 매우 유사하므로 평가의 논리도 같다. 창의적인 작업에 대한 저작권은 저자에게 주어지는 재생산, 새로운 버전의 생산, 복사물의 유통, 전시 등과 관련된 배타적인 권리묶음을 의미한다. 저작권의 소유자는 공익을 해치지 않는 한 독점적인 이들을 얻음으로서 지식의 진보를 증진시킬 유인을 가진다.

저작권등의 평가는 수익접근법 및 시장접근법이 주로 이용된다. 시장접근법에서는 복사물의 판매에 관한 공정한 시장의 존재를 전제로 하여 가치

평가가 이루어진다. 그러나 저작권과 관련된 매출 가격 등 거래내역이 공시되지 않는 경우 시장가격 배수를 추출하여 비교, 평가하기는 어렵다. 복사물의 라이선스에 관한 시장은 존재하므로 로열티율 등 라이선스 분석을 통한 평가가 흔히 이용된다. 이 방법은 저작권을 이용하는 경우 생성되는 이익에서 복사권이 없이 영업하여 생성되는 이익을 차감한 증분을 이용하거나, 복사권을 이용하여 생성된 총 이익을 이에 기여한 복사권과 기타 유형 및 무형자산에 할당하여 계산하거나, 복사물의 라이선싱을 통하여 생성된 총 로열티이익을 계산하고 내용연수 기간을 고려하여 이익을 계산한 후 이를 할인하여 가치를 추정한다.

기업의 가치를 평가하기 위해서는 그 기업이 보유한 생산 기술의 수준이나 연구개발능력, 경영자의 기술관련 경력 등과 같은 기술력을 평가하는 것이 매우 중요하다. 그러나 기업에 체화되어 있는 노하우 기술수준인 '기술력'과 '기술가치'는 엄격히 구별된다. 특정하여 이전될 수 없는 것은 기술가치의 평가대상이 될 수 없다. 그리고 일반적으로 기술





의 이전과 독립된 실체로서 평가는 산업재산권의 형태를 갖춘 것을 대상으로 한다. 산업재산권의 형태를 갖추지 못한 경우의 기술을 이전하려면 관련 설비와 이를 운영할 수 있는 인력의 동시이동이 병행되어야 한다. 결국 이는 신규기업의 설립, 기업거래(M&A), 또는 기업분리(spin-off) 구별 할 수 없게 된다. 다시 한번 강조하면, 기술은 산업재산권이나 산업재산권화 할 수 있는 조건을 갖춘 것이어야 평가 대상이 될 수 있다. 산업재산권, 즉 재산권으로 특정할 수 없는 지적자산의 경우는 누구나 모방할 수 있고 따라서 재산으로서의 가치를 갖지 못하게 되기 때문이다.

## IV. 무형자산의 가치평가 모형

시장자산, 인적자산, 지적자산 등 무형자산의 구성은 살펴보았다. 이제 가치평가 모형을 살펴보는데 우선 무형자산 가치를 왜 평가하는지 그 목적에 대해 살펴볼 필요가 있다. 또한 무형자산 가치평가를 하기 위해서는 정형화된 모형이 필요한데, 이는 평가대상<sup>9)</sup>의 가치(종속변수)와 그 가치에 영향을 미치는 요인(독립변수)들의 관계에 기초하여 가치를 추정하게 된다.

### 1. 무형자산 가치평가의 목적

무형자산의 가치를 평가한다는 것은 무형자산의 경제적 가치를 화폐금액으로 측정하는 것이다. 무형자산의 평가가 필요한 이유는 기업에서 자신이 보유하고 있는 무형자산의 가치를 표시하기 위한 보고목적과 모형자산의 거래에 도움을 주기 위한 거래목적으로 나눌 수 있다.

보고목적이란 기업에서 재무제표 또는 관련보고서에 무형자산의 가치를 평가하여 보고하는 것을

말한다. 이는 순수하게 회계상, 기록상 또는 정보적인 이유들로 수행된다. 기업에서 무형자산을 평가하는 이유는 자신들이 보유하고 있는 무형자산의 상태를 파악하고 이를 증진시킬 수 있는 방안을 모색하기 위함이다.

거래목적이란 무형자산에 대한 실제 상업적인 거래들을 협상하고, 구성하고, 체결하기 위하여 무형자산의 가치를 평가하는 것을 말한다. 우리나라에서도 무형자산을 거래하는 기관이 설립되어 사고파는 일이 매우 빈번해졌다. 거래에서 가장 중요한 요소가 그 무형자산이 얼마인지, 즉 무형자산에 대한 가치평가인 것이다.

#### 1) 보고목적의 무형자산 가치평가

기업 내부에서 보고 및 관리목적의 무형자산의 평가는 다음과 같은 용도가 있다.

첫 번째, 재무회계 목적의 무형자산 평가이다. 기업에서는 재무회계 목적으로 특허권, 개발비 등 무형자산의 가치를 평가하여 이를 통해 자산이 효익을 제공하리라 추정되는 기간에 체계적으로 상각하여야 하는데, 20년을 초과해서는 안 된다. 이러한 방식은 세무회계에서도 동일한데, 무형자산의 상각은 비용으로 인정되어 납세금액이 줄어들게 된다.

두 번째, 기업의 전략수립과 관리이다. 기업에서 사업부 관리자들은 사업부 단위의 재무성과 개선에 책임을지고 있다. 그런데, 사업부 이익의 주요한 원천이 무형자산이다. 따라서, 기업 가치에 영향을 미치는 무형자산을 식별하여 그 가치를 측정하고, 그 무형자산의 개발에 기여하는 요인을 파악하는 것이 중요하다. 즉, 무형자산의 분석은 계획된 이익 능력, 현금흐름 창출능력, 무형자산과 관련된 기능적·기술적·경제적 잔존연수를 이해하는 도구로 사용될 수 있다.

세 번째, 공정한 대체가격 결정이다. 여러 개의

9) 가치를 창출하는 것은 무엇이든 평가 대상이 될 수 있다. 즉 기업, 기술을 포함한 무형자산, 각종 유가증권, 부동산, 회원권 등 어느 것인든 간에 가치만 창출할 수 있다면 평가의 대상이 될 수 있다는 것을 의미한다.

사업부로 구성되어 있는 대기업들은 사업부간 거래가 발생할 때, 내부 대체가격을 적용하여 회계처리 한다. 사업부간 유형자산에 대한 거래뿐만 아니라, 무형자산의 매매 및 대여에 대하여 동일한 원칙을 적용할 수 있다. 따라서 사업부간 무형자산 거래에 대한 공정한 대체가격 및 로열티율을 결정하는 것은 사업부의 업적 평가에 필수적이다. 특히 다국적 기업들은 과세 소득을 소득세율이 낮은 국가로 이동시키기 위하여 무형자산 로열티율을 이용할 수도 있다. 따라서 공정한 과세를 위하여 모기업의 자회사들 사이에서 무형자산이나 지적재산의 대여나 대체에 대한 공정한 내부 대체가격을 설정하는 것이 필요하다.

네 번째, 재조직과 파산 결정이다. 기업의 재조직에서나 파산심판에서 무형자산에 대한 평가는 매우 중요한 역할을 한다. 즉, 정리할 사업부를 식별하기 위하여 이익의 중요한 원천인 각 사업부의 무형자산에 대한 평가가 중요한 판단 요소가 된다. 또한 법원에서 파산 결정을 함에 있어서도 채무자 소유의 무형자산 평가는 제안된 재편성 계획에 대한 심사에서 매우 중요한 요소이다. 또한 기업이 해산될 때 청산 가치는 기업 실체로부터 지분 소유자에게로 이전되는 유형자산이나 무형자산의 가치와 관련된다.

#### 2) 거래목적의 무형자산 가치평가

기업의 외부와의 거래에서 사용되는 거래목적의 무형자산 평가는 다음과 같은 용도가 있다.

첫 번째, 무형자산의 매매이다. 오늘날 특허권, 상표, 인터넷도메인 등 여러 가지 무형자산들이 거래되고 있다. 비록 무형자산의 가치를 결정하는 것이 용이한 일은 아니지만, 무형자산 거래에서 필수적인 것이 무형자산에 대한 가치 평가이다. 이 경우 무형자산의 가치 평가는 무형자산 구미에 포함된 기대 시너지나 다른 경제적 효익들을 수치화하기 위한 경제적인 도구로서 유용하다.

두 번째, 무형자산 임대에 대한 적절한 로열티율

결정이다. 특허권, 기술, 등록상표 또는 상표명, 음악이나 문학 창작물의 임대와 관련된 로열티 비율을 협상할 때 무형자산 분석은 프로젝트의 이익 능력, 현금흐름 창출 능력, 그리고 대상 무형자산과 관련된 기능적, 기술적, 경제적 잔존 내용 연수를 이해하는데 도움이 된다.

세 번째, 기업의 인수 및 합병이다. 기업을 인수하고 합병할 경우, “이 기업을 인수해야 하는가?”에 대한 결정이 이루어 진 후, “얼마를 지불해야 하는가?” “이 거래를 어떻게 구성해야 하는가?”라는 질문들이 인수 및 합병 계획과 실행에서 주요한 문제 가된다.

기업의 가치는 그 기업의 유형자산 가치와 무형자산 가치로 구성된다. 유형자산에 대한 가치는 일반적으로 결정하기가 용이하기 때문에, 기업에 대한 가치는 궁극적으로 무형자산에 대한 가치 평가 결과에 의하여 좌우된다. 기업이 합병될 때 소유자들에 대한 지분 할당은 새롭게 형성된 사업체에 대한 무형자산과 유형자산에 대한 기여 정도가 중요 한 요소로 작용한다.

기업의 무형자산에 대한 가치 평가 결과는 기업 매매 거래에 대한 승인을 얻기 위해 구매자나 판매자에 의해 사용될 수 있다. 또한 기업을 매수할 때 여러 금융 지원을 획득하고 거래 가격과 다른 거래 구성을 조항들을 협상하기 위해 사용될 수 있다.

#### 3) 기타 목적의 무형자산 가치평가

첫 번째, 무형자산 담보대출이다. 전 세계적으로 무형자산, 특히 기술을 담보로 한 대출이 이루어지고 있다. 이 무형자산 담보제도에서는 무형자산이 창출하는 현금흐름을 평가한다.

이 경우 금융 기관들은 무형자산으로부터 예상 현금흐름을 할인한 무형자산의 가치를 근거로 하여 담보를 설정한다. 일반적인 대출에서도 금융 기관에서는 대부 신청 기업들이 소유하고 있는 무형자산의 가치에 대하여 특별한 주의를 기울이는 것이 보통



이다. 즉, 대출신청자의 총자산이 부채금액을 초과하는지 여부를 분석함에 있어서 무형자산의 산입 여부가 중요한 차이로 작용하는 것이다.

두 번째, 소송 및 논쟁의 해결이다. 기업간에 무형자산의 침해에 대한 소송이 이루어지는 경우가 많다. 이때 변호사나 소송당사자들은 계약위반 등과 관련된 경제적 손실들을 인식하고, 그 가치를 평가하여야 한다. 이와 관련된 경제적 분석은 무형자산의 가치추정, 무형자산의 가치감소 추정, 무형자산 소유자의 이익 손실액 또는 다른 형태의 손실 추정을 포함한다.

## 2. 평가대상과 평가요인의 관계

평가대상을 기업이라고 가정하고 이에 미치는 요인을 살펴보자. 기업에게 영향을 미치는 외부환경의 변화는 일정하다고 가정한다면 기업 가치는 그 기업만이 가지고 있는 유형자산 가치와 무형자산 가치의 합계라고 할 수 있고 무형자산의 가치는 지적자산, 인적자산, 시장자산의 가치의 합이라고 할 수 있다. 결국 기업 가치를 종속변수로 볼 때 유형자산과 무형자산을 독립변수로 볼 수 있다는 것이다.

이는 현실을 극히 단순화하여 유형자산, 지적자산, 인적자산, 시장자산 간의 관계가 상호 독립적이라고 가정하는 것이다.<sup>10)</sup> 즉 각 개별 자산이 서로 영향을 주고 받지 않는다는 것, 다시 말해 각 개별자산의 상호작용으로 인한 시너지 효과로 인한 기업 가치의 증분은 없다고 가정한 상태에서 기업 가치를 구성하는 요인들을 도시한 것이다. 하지만 현실적으로는 인적자산과 시장자산, 인적자산과 지적자산 간의 상관관계는 상당히 높을 것으로 보여 진다. 즉 인적자산의 가치가 높으면 그에 따라 지적자산이나 시장자산의 가치도 높은 것이 일반적이라 할 수 있다. 그래서 실무적으로 기업 또는 각 개별자산들의

가치를 평가하는 것이 어렵게 되는 것이다. 하지만 논리적으로는 각 개별자산들의 상관관계, 그리고 각 자산들의 기여도를 적정하게 산출해 낼 수 있다면 각 개별자산들의 가치 및 기업의 가치를 계산해 낼 수 있다.

일반적으로 가치평가모형에는 크게 수익접근법, 시장접근법, 비용접근법 등 3가지 모형이 있다. 무형자산 가치평가에서도 기존의 기업평가, 유형자산의 평가에서 적용되는 이러한 3가지 방식이 동일하게 활용된다. 다만, 무형자산으로서의 특성 즉, 실체 확인, 가치산정 자료획득이 어려워 평가과정이 좀 더 복잡해진다는 점과 무형자산의 특성상 선호되는 방법에 제한이 있다는 점이 다를 뿐이다. 각각의 모형을 다음에서 자세히 살펴보기로 한다.

### 3. 수익접근법<sup>11)</sup>

수익접근법(income approach)이란 평가대상으로부터 발생되는 미래현금흐름(future cash flow)의 현재가치(present value)의 합계로서 평가대상을 평가하는 방식이다. 즉, 평가대상을 소유 또는 운영함으로써 발생하는 추가적인 현금흐름을 추정하여 평가대상의 가치를 평가하는 방법이다. 이 방법은 평가대상의 수익창출능력을 자본화함으로써 무형자산의 공정시장가치에 대한 지표를 제공함으로써 미래지향적이며 이론적으로 가장 근본적인 가치산정 방식이다. 위 <표 2>는 수익접근법이 적용 가능한 분야 및 필요조건을 나타낸 것이다.

예를 들어, 기술을 타인에게 대여하고 그 사용료를 받고 있으면 향후 예상되는 총 사용료수입(미래현금흐름)의 가치를 산정하여 그 기술의 가치를 평가할 수 있다. 반면, 신생분야 신규기업이 새로운 제품을 생산하는 경우는 매출액을 산정하는 것이 어려우므로 결과적으로 그 수익을 예측하기가 매우

10) 통계학적으로는 각 개별자산 간의 상관계수(correlation coefficient)가 0에 가까울 정도로 상당히 낮다고 가정하는 것이다.

11) 소득접근법, 수익환원법 또는 현재가치법이라고도 부른다.

12) 원형(prototype)란 이론에 근거한 모형으로 실무에서 사용하기 위한 모형 구축에 기본이 되는 모형을 의미한다. 이 모형은 미래현금흐름이 확실한 경우에 사용할 수 있고 여기에서는 평가대상자산의 수명이 무한하다고 가정한 경우이다. 하지만 실제에 있어서는 미래현금흐름을 예측하지만 이 금액이 확실하다고는 할 수 없으므로 이 원형을 그대로 사용할 수는 없다.

<표 2> 수익접근법이 적용 가능한 분야

적용가능분야	필요조건
- 모든 계약	- 기대되는 미래현금흐름의 크기
- 라이선스 및 로열티 계약	- 미래현금흐름의 지속기간
- 특허, 상표권, 저작권	- 미래현금흐름의 증가 및 감소에 대한 전망
- 증권	- 미래현금흐름과 관련된 위험
- 각종 사업 또는 투자	

곤란하다.

수익접근법에 의한 평가모형의 원형<sup>12)</sup>은 다음과 같다.

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{inflow}_t - \text{outflow}_t}{(1+r)^t} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

$$= \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \dots$$

V : 평가대상자산의 가치

CF<sub>t</sub> : t기의 미래현금흐름

t : 기간

r : 위험의 척도

(무위험수익률, 할인율 또는 시장이자율)

Inflow<sub>t</sub> : t기의 유입현금흐름

Outflow<sub>t</sub> : t기의 유출현금흐름

수익접근법에서 가치를 결정하는 요인은 크게 세 가지이다. 첫째 요인은 모형에서 분자에 해당하는 미래현금흐름(초과수익)의 크기, 둘째 요인은 미래현금흐름의 유입기간, 세 번째 요인은 기업의 위험 즉, 미래현금흐름의 위험이라고 할 수 있다. 세 가지 요인은 평가대상의 속성에 의해 결정되고 추정되어 진다.

기업을 평가대상으로 했을 시의 예를 들어 설명하기로 한다. 첫째, 기업의 미래현금흐름의 크기는 영업수익, 영업비용, 자본지출, 수익증분을 일으키는 새로운 영업수익과 영업비용의 발생(새로운 사업의 확장) 등에 의해 영향을 받는다. 둘째, 기업은 통상적으로 계속기업<sup>13)</sup>(going concern)으로 가정하므로 미래현금흐름의 유입기간은 무한대가 되지만

일정기간(추정기간 : 1년~5년) 만을 유입기간으로 보고 추후의 기간(잔존기간)은 좀 복잡하지만 무성장모형 또는 항상성장모형을 이용하여 추정하는 것이 일반적이다. 세째, 위험이란 예상된 미래현금흐름을 얻기 위해서 기업이 부담하게 되는 위험인데 이는 그 기업이 소속되어 있는 업종의 위험, 기업 자체의 위험에 의해 그 크기가 결정된다. 기업의 자체 위험은 크게 경영위험과 재무위험으로 구성된다. 경영위험이란 기업마다 가지고 있는 경영 특성 및 자산의 성격에 따라 발생하는 위험을 말한다. 여기서 결정되는 경영위험은 타인자본의 사용여부와 무관하게 결정되는 기업의 위험이다. 재무위험이란 타인자본을 사용하는데 따른 위험을 말한다. 기업의 이익은 우선적으로 타인자본에 대한 이자지급에 사용되므로, 주식의 소유자인 주주의 입장에서 본다면 타인자본을 사용한다는 것은 그 만큼 위험을 부담하게 된다.

수익접근법의 가장 큰 유용성은 공정시장가치의 정의를 구체화한다는 점이다. 왜냐하면 공정시장가치는 어떤 투자대상을 소유함으로써 얻을 수 있는 미래현금흐름의 현재시장가치와 같기 때문이다.

평가모형의 원형은 이론적 모형이므로 실무에서 수정 없이 사용하기에는 무리가 있다. 따라서 실무에서는 원형을 수정한 수정형을 사용하게 된다. 이 수정형은 크게 2 가지가 있는데 첫째는 확실성등가모형, 위험조정할인율모형이다.

먼저 확실성등가모형에서는 할인율 r은 원형모형에서처럼 무위험이자율 그대로 사용하지만, 분자인 CF<sub>t</sub>를 위험에 따라 확실성등가계수(at)를 곱한 확실

13) 계속기업이란 기업의 수명은 무한하다고 가정하는 것이다.



성등가액(CEQt = CFt × αt)을 사용하는 모형이다. 수익접근법에의한 확실성등가모형은 다음과 같다.

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CEQ_t}{(1+r)^t} = \frac{CEQ_1}{(1+r)^1} + \frac{CEQ_2}{(1+r)^2} + \frac{CEQ_3}{(1+r)^3} + \dots$$

여기서 확실성등가계수  $\alpha t$ 는 0과 1 사이의 값을 가지며, 일반적으로 기업의 위험이 클수록 0에 가깝고 위험이 적을수록 1에 가까운 값을 지닌다.

상기 식에서 만약 추정기간 t를 3년으로 하고 성장률이 g인 항상성장모형을 사용할 경우 확실성등가모형은 다음과 같이 정리된다.

$$V = \frac{CEQ_1}{(1+r)^1} + \frac{CEQ_2}{(1+r)^2} + \frac{CEQ_3}{(1+r)^3} + \frac{CEQ_1}{(1+r)^3(r-g)}$$

V : 평가대상의 가치

CEQt : t기의 확실성등가액 (CFt × αt)

t : 기간

r : 위험의 척도(무위험수익률)

g : 성장률

(단, 이 모형은  $r > g$ 인 경우에만 사용이 가능하다.)

한편, 추정기간은 동일하나 무성장모형을 적용할 경우 위험조정 할인율 모형은 다음과 같다.

$$V = \frac{CEQ_1}{(1+r)^1} + \frac{CEQ_2}{(1+r)^2} + \frac{CEQ_3}{(1+r)^3} + \frac{CEQ_1}{(1+r)^3 r}$$

위험조정 할인율 모형은 원형모형에서 분자인 미래현금흐름 CFt는 그대로 사용하지만, 분모에 있는 위험척도 r은 무위험수익률 대신 기업의 위험을 고려한 기업의 기대수익률  $r_e$ 를 사용하는 모형이다. 즉, 기업의 위험이 높은 경우에는  $r_e$ 가 크며, 비교적 위험이 작은 경우에는  $r_e$ 가 작게 된다.<sup>14)</sup> 위험조정 할인율 모형은 다음과 같이 표현된다.

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r_e)^t} = \frac{CF_1}{(1+r_e)^1} + \frac{CF_2}{(1+r_e)^2} + \frac{CF_3}{(1+r_e)^3} + \dots$$

만약 추정기간 t를 3년으로 하고 성장률이 g인

항상성장모형을 사용할 경우의 위험조정 할인율 모형은 다음과 같이 정리된다.

$$V = \frac{CF_1}{(1+r_e)^1} + \frac{CF_2}{(1+r_e)^2} + \frac{CF_3}{(1+r_e)^3} + \frac{CF_1}{(1+r_e)^3(r_g - g)}$$

V : 평가대상의 가치

CFt : t기의 미래현금흐름

t : 기간

r : 위험의 척도(무위험수익률) g : 성장률

(단, 이 모형은  $r > g$ 인 경우에만 사용이 가능하다.)

한편, 추정기간은 동일하나 무성장모형을 적용할 경우 위험조정 할인율 모형은 다음과 같다.

$$V = \frac{CF_1}{(1+r_e)^1} + \frac{CF_2}{(1+r_e)^2} + \frac{CF_3}{(1+r_e)^3} + \frac{CF_1}{(1+r_e)^3 r_g}$$

#### 4. 비용접근법<sup>15)</sup>

비용접근법(cost approach)이란 평가대상의 형성에 사용되는 각종 제반 소요비용을 기초로 하여 평가대상을 평가하는 방법이다. 평가대상 자산을 현재 시점에서 재제조, 재획득하는데 소용되는 각종 제반 소요비용을 합하고 이에 감가수정을 하여 평가대상자산이 가지는 가치를 산정하여 평가하는 방법이다. 즉, 평가대상자산의 가치는 새로운 자산을 구입, 개발하는 비용과 그 자산의 내용연수기간 중에 얻어지는 경제적 수익의 경제적 가치가 일치 한다는 가정 하에서 평가대상이 실현하는 장래의 모든 경제적 수익의 재조달을 위하여 필요한 비용이다.

다시 말해 평가대상의 가치는 평가대상 개발에 투여된 총 비용에서 시간의 흐름에 따라 야기될 수 있는 발생감가를 차감함으로써 얻어진다. 구체적으로는 평가대상 개발에 투여된 총 비용에서 시간의 흐름에 따라 야기될 수 있는 가치하락의 정도를 가감하는 방식으로 즉, (개발에 투여된 총 비용) - (가치하락요소)가 평가대상의 공정시장가치가 되는 것이다.

만약 추정기간 t를 3년으로 하고 성장률이 g인

<표 3> 비용접근법이 적용 가능한 분야

적용가능분야	필요조건
- 저수지, 철공소, 원자로, 발전소, 인공위성지상기지등의 감정평가 - 컴퓨터소프트웨어, 기업전체의 노동력, 기업의 실무관행, 품질관리절차, 공학도면, 조립절차, 구입절차, 포장디자인, 유통망등의 평가	- 감가상각계산 - 취득원가산정

재생산 비용은 새 것을 만드는데 소요되는 금액이 므로 시간 경과에 따라 노후화 등으로 가치가 하락하면 그만큼 차감해야 그 대상이 상태를 반영한 가치적 감가로 나눌 수 있다. 여기에는 첫째, 물리적 감가(감소)로서 주로 건물, 설비, 차량, 기계 등 유형 자산의 경우 시간의 경과에 따라 노후화, 마모, 손상, 재해, 우발적인 손상 등에 따른 가치하락이 발생한다. 기술 등 무형자산의 경우는 물리적 감가의 가능성성이 적다고 할 수 있다. 둘째, 기능적 감가(부조화)로서 대상의 효용이 시대적 흐름과 겸 맞지 않게 됨으로써 원래의 기능을 충분히 발휘하지 못하게 되어 발생하는 가치의 하락을 의미한다. 즉, 시간이 흐르면서 본래의 물리적 기능을 유지하고 있더라도 구식이 되어 쓰지 않게 되거나 수요가 적어짐으로써 발생하는 감가를 말한다. 셋째, 경제적 감가로서 평가대상 자체와는 상관없이 주변 환경의 쇠퇴 등 외부적인 힘에 의하여 초래되는 가치하락분을 의미한다. 예를 들면, 건물의 경우 소음, 대기공해 등과 같은 외부비경제요소의 확대로 인하여 가치가 감소한다.

비용접근법은 주로 조직화된 인적자원, 경영정보, 유통망, 특별목적의 부동산, 기업의 관행과 매뉴얼의 평가에 적합하다. 예를 들어 기술이 평가대상이라면 기술이 미래에 제공 가능한 서비스를 대체하기 위해 필요한 비용을 계량화함으로써 소유자가 향유하게 될 미래 경제적 수익을 측정한다. 위 <표 3>는 비용접근법이 적용 가능한 분야 및 필요조건을 나타낸 것이다.

비용접근법은 대체의 원칙 즉, 현명한 사람이라

면 동등한 욕구 또는 효용을 갖는 어떤 자산을 얻기 위해 지불한 금액보다 더 많은 금액을 지불하려 하지 않는다는 데에 기초하고 있다. 하지만 비용접근법은 대부분의 기술에 있어서 공정시장가치를 충분히 제시하지 못하는데 그 이유는 통상적으로 기술개발 비용은 그 기술의 가치와 무관하기 때문이다. 즉, 비용접근법은 장래에 얻어질 이익, 투자에 따른 위험, 사업성장 전망에 대한 고려가 없다는 단점이 있다. 따라서 이 방법은 기술의 미래수익 창출능력이 고려되지 않기 때문에 주로 여타의 접근 방법에 대한 보완방법으로 사용된다.

#### 5. 시장접근법<sup>16)</sup>

가치평가에 있어 가장 먼저 시도될 수 있는 방법은 거래하려는 대상과 유사한 거래사례를 찾아 이를 비교함으로써 시장가치<sup>17)</sup>를 추정하는 것이다. 이와 같이 시장에서 발생한 거래의 결과를 바탕으로 가치를 산정하는 방법을 시장접근법(market approach)<sup>18)</sup>라 한다.

물론 유사한 사례가 존재하지 않으면 이 방식을 사용할 수 없다. 또한 경상적인 시장에서의 거래가 아닌 특수관계인 사이의 거래와 같이 특수한 사정이 개입된 자료는 비교사례로서 적합하지 않다. 반면 거래 자료가 풍부한 경우에는 가장 적은 비용으로 현실적으로 시장상황을 잘 반영한 가액을 산정할 수 있다는 장점이 있다.

시장접근법을 적용하는데 전제조건은 첫째, 비교 가능한 평가대상 자산의 활발한 거래가 있는 시장

14) 할인율을 구하기 위해서는 CAPM 모형 또는 배당평가모형을 이용하여야 하는데 상장기업이나 대기업의 경우에는 관련 재무회계자료가 많아서 정도 활용이 가능하지만 업력이 일천한 중소, 벤처기업의 경우는 관련자료가 부족하여 위험조정 할인율 모형을 적용하기가 용이하지 않다.

15) 비즈니스가 평가대상이라면 이를 자산기반 접근법 혹은 자산접근법, 자산기준법이라고도 부른다.

16) 시장가치의 산정방법은 매매거래사례가격에 변동요인을 곱하여 산출한다.



&lt;표 4&gt; 시장접근법이 적용 가능한 분야

적용이용이한분야	적용이어려운분야	필요조건
- 토지, 건물등부동산	- 특수기계류및특수설비	- 비교가능한자산을포함한활성화된시장이존재
- 일반기계류및설비	- 대부분의무형자산및산업재산권	- 비교가능한자산의과거거래
- 차량, 선박등운송기구	- 영업권	- 비교가능한자산의거래관련가격정보에대한 접근가능성
- 일반화된컴퓨터 S/W	- 구획제도, 환경규제,	- 독립적주체간의거래
- 컴퓨터하드웨어	그밖의권리의제약이있는자산	
- 주류허가권		
- 광업권, 어업권		
- 프랜차이즈		

이 존재해야 한다. 둘째, 과거에 비교 가능한 자산들의 거래사례가 있어야 한다. 셋째, 비교 가능한 자산의 거래가격에 관한 정보에 접근이 가능해야 한다. 넷째, 독립 당사자간의 거래이어야 한다. 따라서 이 방법은 주로 부동산, 일반적인 기계류 및 설비, 차량, 범용 컴퓨터 소프트웨어, 하드웨어, 주류 허가권, 프랜차이즈의 평가에 적합한 방법이다. <표 4>는 시장접근법 적용이 용이한 분야 및 적용이 어려운 분야를 나타낸 것이다.

시장접근법을 사용하려면 가능한 한 유사한 사례를 많이 파악하여 대상이 보유하고 있는 내용을 각각의 사례가 갖고 있는 특성과 비교하여 우열을 가려야 하며 결과적으로 상대적 위치를 설정해야 한다. 그리고 사례는 과거의 자료이므로 시간이 흐르면서 물가나 금리 등이 변하므로 이를 반영하여 시점의 변화에 따른 수정을 해주어야 한다. 이 경우 상대적인 위치를 비교사례대비비율로 산정하여 곱하거나 감하는 두 방식이 선택적으로 사용된다. 우선 각각의 유사한 사례로부터 사정보정, 시점수정 등을 통하여 대상의 가치를 산정한 후 이중 가장 그럴듯한 수치를 산정하는 방법이 있다. 다른 하나는 각각의 사례를 모아서 동시 비교를 통하여 특성 분류 항목별로 상대적 위치를 설정한 다음 상대적 위치를 정하여 가치를 산정하는 방법이다. 후자의 정확도가 높을 것으로 사례가 충분할 수록 후자가 선호될 것이다.

기업가치 또는 주식가치를 산정하는 경우를 예를

들면 기업규모, 수익성, 성장성, 유동성, 활동성, 부채비율 등에 관련된 주요 지표 항목에 대하여 각각 비교를 행하여 대상기업의 투자자본, 수익, 현금흐름 등에 대한 가치의 비율을 찾아낼 수 있다.

무형자산 가치평가의 경우에도 유사한 무형자산에 대한 다수의 제삼자간 거래사례가 있으면 이를 기준으로 가치 산정을 할 수 있다. 무형자산의 가치를 평가하는 경우 보통 시장접근법을 우선 적용하게 된다. 왜냐하면 상호 무관한 제삼자간의 불편부당한 거래가 이루어지는 시장증거가 무형자산 가치의 최선의 자료가 된다는 보편적인 믿음이 있기 때문이다.

시장접근법을 적용하는 과정은 일반적으로 다음과 같다. 첫 번째, 시장자료 분석 단계이다. 적절한 거래시장을 조사하여 무형자산의 종류, 무형자산 사용, 활용 산업, 거래 일자 등에 있어 동일하거나 유사한 무형자산에 대한 매매거래, 목록, 매매 또는 실시권 허여, 청약에 대한 자료를 수집한다. 두 번째, 사실 확인, 사정보정 단계로서 자료가 사실과 일치하는지, 특별한 관계에서 이루어진 거래가 아닌지 확인하고, 특별한 관계에서 이루어진 거래인 경우 사정보정을 행한다. 세 번째, 비교 단위 설정 단계로서 소득승수(income multiplier)나 특허당 화폐가격 등 비교 단위를 설정한다. 네 번째, 대상과 사례의 비교 단계로서 비교요소별 비교자산 매매 또는 실시권 허여 거래를 평가 대상과 비교하고 미래의 변화를 감안하여 적절히 비교 사례의 매매 또는 실시권

&lt;표 5&gt; 무형자산 가치평가 모형의 요약

평가방법	수익접근법	비용접근법	시장접근법
정의	평가대상을 활용해서 장래 얻을 수 있는 가치를 산정	평가대상 개발 및 상용화에 소요된 비용을 가치로 산정	시장에 있어서 유사한 평가대상의 거래금액을 가치로 산정
장점	미래 예상되는 기대현금흐름의 예측 및 이의 현가화를 통한 가치 산정	평가대상의 개발 및 상업화를 위한 개발비용 출	시장 기능을 이용하면 수급원리에 의한 적정가격(비교가격) 도출 용이, 거래에 의해 실제 유통될 수 있는 가격 산출
단점	미래현금흐름의 예측, 기술기여도 분석 등에 자의성 및 오차 개입성	담보 시 주 관심사는 과거 투입 비용이 아닌 향후 기대 수익에 의한 변제 가능성	평가대상의 거래를 위한 시장의 부재 또는 미발달 시 시장접근 불가능

가격을 조정한다. 다섯 번째, 추정치 산정 단계로서 비교자산 거래들로부터 산출한 다양한 추정치들을 바탕으로 단일 수치나 수치의 범위를 산정한다. 시장이 가변성이 큰 경우는 단일 추정치보다 범위 추정이 더 선호될 수 있다. 비교자산을 선정하고 분석하는데 있어서 중요한 요소들로는 거래사례에서 거래되는 무형자산 법적 소유권, 매매자간의 특별한 금융 조건 협약의 존재 여부와 내용, 비교무형자산 매매 사례 또는 실시권 거래 시 적절한 2차 시장의 상황, 무형자산이 활용되는 산업, 거래사례 무형자산과 대상 무형자산의 지리적 영역적 비교, 거래사례 무형자산과 대상 무형자산의 사용기간과 수명 특성의 비교, 거래사례 무형자산과 대상 무형자산의 사용 특성의 비교, 개발지속, 상업화, 법적 보호 등 경제적 특성의 비교, 거래사례에 비무형자산의 포함 여부 등이다.

최종 산정 단계에서는 대상 무형자산의 내용과 특성에 따라 둘 이상의 비교 대상을 통한 가치 추정치를 계산하여 자료의 질이나 양에 따라 가중 평균하여 대상 무형자산의 가치를 산정하게 된다. <표 5>에는 무형자산 가치평가의 세 가지 모형을 요약한 것이다.

## VI. 결 론

공정 시장가치를 구하는 무형자산의 가치 평가는

경제학의 학문 체계로부터 발전하여 왔으며, 경제 구조 정보, 지식, 기술 등의 무형자산 중심의 지식 기반 경제로 급격하게 전환되면서 그 중요성이 증대되고 있다.

무형자산은 물리적 또는 재무적인 측면에서 구체적인 형태를 가지지 않는 것으로 미래의 이득에 대한 청구권이며 특허권, 브랜드, 비용 절감을 가져오는 특유의 조직 구조 등을 의미한다. 그리고 무형자산이 가치 평가나 경제적 관점에서 인정되기 위해서는 사실 확인이 가능하고 명확하게 설명할 수 있어야 하며, 법적인 보호가 가능해야 한다. 무형자산은 금융자산과 유형자산을 제외한 기업의 자산으로 물리적 실체는 없으나 기업의 수익력에 기여하는 자산에 속하는 권리, 관계, 그룹화된 무형자산, 지적재산으로 구분된다. 이러한 특성의 무형자산이 주는 가치 창출 요인은 비희소성, 비배제성, 규모 신축성, 수확체증, 외부 효과이며, 가치 손상 요인으로는 부분적 배타성, 내재적 위험, 비시장성 등이다.

무형자산은 일반적으로 시장자산, 인적자산, 지적자산으로 분류한다. 시장자산이란 고객 명단, 고객 관계 등 고객자본, 기업의 명성, 이미지 등 기업의 평판도, 인지도 있는 상표, 상호 등 기업 브랜드, 효과적인 유통망 등으로서 수요자, 공급자 등 거래처와의 관계에서 형성되는 긍정적인 가치를 말한다. 인적자산이란 기업의 부가 가치를 창출하는데 직접 기여한 사람의 가치를 말하며, 보통 기업의 조직화



된 노동력, 고용계약, 비경쟁계약 등이 속한다. 지적자산이란“ 문예, 미술 및 학술저작물, 예술가의 공연, 레코드 및 방송, 인간활동의 제 분야에서의 발명, 과학적 발명, 의장, 상표, 서비스, 휘장 및 상호, 기타 상업상의 표시, 불공정 경쟁에 대한 보호 권리 등 산업, 학술, 문예, 미술분야의 지적활동에 서 형성된 모든 권리”라고 정의한다.

가치평가모형으로는 일반적으로 수익접근법, 시장접근법, 비용접근법 등이 이용되고 있다. 수익접근법(income approach)은 평가대상으로부터 발생되는 미래현금흐름의 현재가치의 합계로서 평가대상을 평가하는 방식이다. 계약, 라이선스 및 로얄티 계약, 특허, 상표권, 저작권, 증권, 각종 사업 또는 투자 등을 평가할 때 주로 이용된다. 비용접근법(cost approach)은 평가대상의 형성을 사용되는 각종 제반 소요비용을 기초로 하여 평가대상을 평가하는 방법이다. 저수지, 철공소, 발전소 등의 감정평가와 컴퓨터 소프트웨어, 기업전체의 노동력, 포장디자인, 유통망 등의 평가 시에 주로 사용된다. 시장접근법(market approach)은 시장에서 발생한

거래를 바탕으로 가치를 산정하는 방법으로서, 부동산, 일반 기계류 및 설비, 운송기구, 컴퓨터 하드웨어, 주류허가권, 광업권, 프랜차이즈 등을 평가할 때 주로 사용한다. 가치평가 모형에는 상호간의 장단점을 지니고 있으며, 무형자산 형태에 따라 적절한 모형을 선택사용하여야 한다.

무형자산 가치평가 영역은 경제학, 경영학, 회계학 등 다양한 학문이 어우러져 있는 전형적인 학제간 연구영역의 범주에 속하며, 또한 관련자격도 감정평가사, 공인회계사, 변리사 등 여러 전문가들로 구성되어 있다. 특히 무형자산 가치평가는 감정평가업계의 새로운 업무영역으로 크게 부상할 것이며, 모형정밀화, 제도화 등 가치평가시장 발전을 위한 각고의 노력이 그 어느 때보다 중요하다. 본 연구에서는 가치평가에 관한 방법론을 중심으로 분석하였다. 각 모형의 사례연구는 향후 심도있게 다루어져야 할 것이다. ▲

\*본논문은 한국부동산연구원 김홍수책임연구원의 개인적인 논문으로써 한국감정평가협회의 공식적인 견해가 아님을 알려드립니다.



#### 참고문헌

- 김홍수, 2003.6, “기술가치평가 체제와 발전방향”, 기술혁신연구, 제11권 제1호  
 김홍수, 2004.12, “무형자산의 경제적 특성과 가치평가”, 감정평가연구, 제14권 제2호  
 금융감독위원회, 2001, “외부감사강화 등 영업외적 요인이 우리기업의 재무제표에 미친 영향분석”, 보도자료, 10.11.  
 한국기술거래소, 2002, “업종별 기술가치평가 기본모델 구축 사업”, 한국기술거래소, Bontis, N.N.C.Dragonetti,K. Jacobsen,G.Ross, 1999, "The Knowledge Toolbox : A Review of the Tools Available to Measure and Manage Intangible Resources," European Management Journal 17  
 Carl Shapiro and Hal R.Varian, 1999,"Information Rules",Harvard Business School Press  
 Carroll, Glen, and Michael Hannan, 2000,The Demography of Corporations and Industries. Princeton University Press  
 Chan, Louis, Josef Lakonishok, and Theodore Sougiannis,1998,"The Stock Market Valuation of Research and Development Expenditure."Working Paper, University of Illinois, School of Business  
 Darby Michael R., and Liu Qiao, Zucker Lynne G.,1999,"Stakes and Stars;The Effects of Intellectual Human Capital on the Level and Variability of High-Tech Firm' Market Values", NBER Working Paper No.7201  
 Gompers, Paul A., and Josh Lerner, 1998, Risk and Return in Private Equity Investments: The Challenge of Performance Assessment." Journal of Private Equity 1 (Winter):5-12  
 Greenwood, Jeremy, and Boyan Jovanovic, 1999, The IT Revolution and the Stock Market: Preliminary Evidence AEA Papers and Proceedings (May)  
 Grossman, Gene, and Elhanan Helpman, 1994, Endogenous Innovation in the theory of Growth." Journal of Economic Perspectives 8  
 Lev, Baruch, and Theodore Sougiannis, 1996, "The Capitalization, Amortization, and Value Relevance of R&D." Journal of Accounting and Economics 21  
 Lev, Baruch, and Radhakrishnan Suresh,2003,"The Measurement of Firm-Specific Organization Capital",NBER Working Paper No.9581  
 ReillyR. F. & R. P. Schweihs, 1999,Valuing Intangible Assets, McGraw-Hill, Romer, Paul. 1998, "Bank of America Roundtable on the Soft Revolution." Journal of Applied Corporate Finance