



영업권 및 기업 가치

감정평가기준 마련 연구

글 김종일 교수(가톨릭대학교 경영학부), 김영돈 감정평가사(가람감정평가법인)



※ 이 글은 2021년 한국감정평가사협회 감정평가기준센터에서 의뢰한 연구보고서
‘영업권 및 기업가치 감정평가기준 마련 연구용역’ 중 일부 내용을 발췌, 수정·보완하여 작성한 것입니다.

I. 연구개요

「감정평가 실무기준」[650-3 영업권의 감정평가] 및 [660-3 기업가치의 감정평가]에서 영업권 및 기업가치의 감정평가방법에 관해 규정하고 있으나, 실무에서 활용 가능한 구체적 감정평가방법 및 해설내용이 부족한 상태이다. 구체적이고 명확한 감정평가 기준 마련 및 「감정평가 실무기준」 개정이 시급하고, 국토교통부 「감정평가산업의 경쟁력 강화를 위한 개선방안」(2020.09.11.)에서도 이의 필요성을 언급한 바 있다.

본 연구는 현행 감정평가업계 내 실무 관행의 적정성 및 한계점을 검토하고 영업권 및 기업가치 감정평가 관련 개선방안을 도출하여 감정평가 관련 기준 개정 시 반영하고자 한다. 본 연구의 방향 및 내용은 다음과 같다.

- ① 영업권 및 기업가치 감정평가 관련 실무 관행 및 문제점 검토
- ② 영업권 및 기업가치에 대한 감정평가 개선방안 도출
- ③ 「감정평가 실무기준」 및 「감정평가 실무기준 해설서」 개정안 제시

감정평가 기준상 영업권 및 기업가치 관련 규정

현행 기준	관련 규정
감정평가에 관한 규칙	제24조(유가증권 등의 감정평가)제1항제2호
감정평가 실무기준	[650-3] 영업권의 감정평가 [660-3] 기업가치의 감정평가
감정평가 실무기준 해설서	[640-3] 영업권의 감정평가 [650-3] 기업가치의 감정평가



II. 영업권 및 기업가치 감정평가 관련 실무관행 및 문제점 검토

2.1 실무관행 검토

- 2021년 상반기 중 평가된 영업권 감정평가서 112건(무작위)을 대상으로 하여 평가 요소별 적용 기준 및 범위 등을 분석함

1) 분석대상 감정평가서상의 업체 규모 및 유형(업태)

업체 규모		빈도수	비율
1	개인사업자	102	91.1%
2	법인	10	8.9%
합계		112	100%

- 개인사업자의 경우는 거의 모두 법인전환을 위한 현물출자용 평가이며, 법인의 경우는 분할, 합병 및 매각 등을 위한 평가임

2) 매출 및 매출 상승률 추정

매출추정방식		빈도수	비율
1	과거 추세 위주로 추정	105	93.8%
2	향후 사업계획 등 위주로 추정	7	6.3%
합계		112	100%

- 매출 상승률 추정방식 중 과거의 추세 위주로 추정하는 것이 대부분인 것은 평가대상이 주로 소규모 개인사업자의 법인전환용 평가인 것과 관계된 것으로 보임

3) 순운전자본 증감

순운전자본 증감		빈도수	비율
1	운전자본 소요율 방식 적용	83	74.1%
2	기타	29	25.9%
합계		112	100%

- 기타는 순운전자본을 매출액 대비 일정 비율로 추정 또는 순운전자본 변동이 미미해 고려하지 않은 경우임

4) 자본적 지출 추정

자본적 지출		빈도수	비율
1	감가상각비에 상응하는 부분만	104	92.9%
2	추가 예정된 자본적 지출 반영	8	7.1%
합계		112	100%

- 자본적 지출로 기존 설비의 감가에 따른 유지, 보수 성격의 자본적 지출만 반영하는 경우(감가상각비=자본적 지출)가 대부분임

5) 베타계수

베타계수 결정		빈도수	비율
1	유사 상장사 52주 베타계수 평균	11	9.8%
2	기타	101	90.2%
합계		112	100%

- 기타 건은 산업별 베타 지수 등 통계자료를 인용하는 경우 또는 개인사업자로 시장평균치인 1.00을 적용하는 경우 등임

6) S.R.P(추가적 할인율) 반영

(1) 반영 여부

베타계수 결정		빈도수	비율
1	SRP 반영	104	92.9%
2	미반영	8	7.1%
합계		112	100%

- S.R.P를 반영한 경우는 평가대상 기업체가 비상장 개인사업자인 경우가 대부분임



(2) 적용 SRP 범위

SRP 범위		빈도수	비율	평균값(%)
1	3% 미만	23	22.1%	1.63
2	3% ~ 6% 미만	32	30.8%	4.38
3	6% ~ 10% 미만	28	26.9%	7.54
4	10% 이상	21	20.2%	12.2
합계		104	100%	6.35

- 적용된 S.R.P의 범위는 3~6% 범위가 약 30%로 가장 많으나 10% 이상인 경우도 20% 이상 존재하며 이는 소규모 개인사업자 유형의 비율과 관계된 것으로 보임

7) KE(자기자본비용) 범위

자기자본 비용(KE)		빈도수	비율	평균값(%)
1	5% 미만	0	0.0%	-
2	5% ~ 10% 미만	3	2.7%	7.08
3	10% ~ 15% 미만	26	23.2%	12.63
4	15% ~ 20% 미만	50	44.6%	17.45
4	20% 이상	33	29.5%	23.45
합계		112	100%	17.82

- 적용된 자기자본비용의 범위는 15% 이상인 경우가 약 75%에 해당하며 이는 소규모 개인사업자 유형의 비율과 관계된 것으로 보임

8) 자본구조 결정

(1) 회계학적 부채비율(부채/자산) 사용 VS 자본 및 차입금 비율(차입금/차입금+자본) 사용

회계적 부채비율 / 차입금 비율		빈도수	비율
1	회계적 부채비율 적용	18	15.3%
2	차입금과 자본의 비율 적용	100	84.7%
합계		118	100%

- 회계적 부채비율을 적용한 것은 자본구조에 대한 오해에서 비롯한 것으로 오류 사항임

(2) 대상기업 실제 자본구조(실제 예정 자본구조 반영) VS 동종업계 평균적 자본구조 반영

당해 기업 실제 자본구조 / 동종업계 평균		빈도수	비율
1	당해 기업 실제 자본구조	16	14.3%
2	동종업계 평균	96	85.7%
합계		112	100%

2.2 최근 3개년 영업권 감정평가서 주요 오류 및 수정 사항

1) 연도별 영업권 감정평가 현황 및 수정 건 현황

- 연도별 영업권 감정평가 건수는 세무상 영업권 상각 허용 규모의 축소에 따라 감소 추세이며 감정평가 건수 대비 오류 발생 감정평가건의 비율도 다소 감소하는 추세임
- 상기 '오류 발생 감정평가 건수' 및 '오류(수정) 항목 수'는 감정평가서 발급 전 검토단계에서 발견된 사항으로 각 오류 항목은 수정·보완하여 발송함

2) 오류 유형별 비율

- 오류의 유형별 비율은 연도별로 유사하며 투자자본의 산정, 판매관리비 추정, 할인율 관련이 큰 부분을 차지하고 있음



2.3 대표적 오류 유형

1) 영업권 이전성 관련

이전성이 현저히 낮거나 실질적으로 이전이 불가능한 경우임에도 이에 대한 분석 및 판단 없이 과거 영업이익 등을 그대로 인용하여 영업권 가치를 산정하는 경우

2) 영업가치 산정 관련 부분

(1) 매출추정 관련

상승률 추정의 합리성 문제 / 자의적 판단 등

매출추정 시 해당 업체의 과거 추세 등을 고려하지 않고 동종업계의 통계치를 근거로 매출상승률을 추정하는 경우나 영업 개시가 오래되지 않은 사업장의 경우 구체적인 시장분석이나 사업분석 없이 최근 1, 2년간의 급격한 매출상승률 등을 근거로 향후에도 이러한 상승률이 지속된다고 추정하는 경우 등 매출추정의 합리성이 부족한 경우

(2) 원가율추정 관련

추정의 합리성 문제/자의적 판단 등

매출추정의 경우처럼 해당 업체의 과거 추세 등을 고려하지 않고 동종업계의 통계치를 근거로 원가율을 추정하거나 최근 급격한 원가율의 변동이 있음에도 최근의 추세 원인 등에 대한 분석 없이 일정기간(3~5년)의 평균 원가율을 적용하는 경우

(3) 판매관리비 관련

① 변동비와 고정비 분석

판매관리비는 고정비 성격의 비용과 매출에 연동하는 변동비 성격의 비용이 혼재하여 결과적으로 매출 상승/하락에 따라 매출액에서 차지하는 판매관리비의 비율을 변동하여야 하나, 추정의 편의를 위하여 매출액의 일정 비율로 판매관리비를 추정하는 경우

② 자의적 판단, 최근 추세 분석 오류 등

원가율과 마찬가지로 해당 업체의 과거 추세 등을 고려하지 않고 동종업계의 통계치를 근거로 판매관리비율을 추정하거나 최근 급격한 판매관리비율의 변동이 있음에도 최근의 추세 변동 원인 등에 대한 분석 없이 일정기간(3~5년)의 평균비율을 적용하는 경우

③ 대표자 급여

개인사업자 법인전환용 평가의 경우로서 제시받은 손익계산서에 대표자의 급여성 비용이 반영되지 않은 경우

이에 대하여 기업가치 측정 측면에서 적절한 비용을 계상하여야 하나 이러한 경우에 해당함에도 불구하고 대표자의 급여성 비용을 반영하지 않거나 과소하게 반영하여 영업권 가액을 과대평가하는 경우

(4) tax 관련

① 적용세율 관련

개인사업자의 경우 현금흐름이 소득세를 반영하고 있음에도 향후 법인전환이 예정되었다고 보아 법인세율을 적용하는 경우

② 주민세 포함, 최근세율 적용 등

주민세를 포함하지 않고 세액을 계산하거나 최근 세율이 아닌 과거 세율 등을 적용하여 가액산정에 오류가 발생하는 경우 등

(5) 운전자본 증감

운전자본소요율 오류 등으로 운전자본 소요액 산정에 오류가 있거나 수식 등의 오류로 계속 성장기업으로 일반적일 경우임에도 기중 운전자본 소요액이 음수로 산정되는 경우 등

(6) 자본적 지출

계속성장기업을 가정한 경우로 특별한 사정이 없으나 기중 발생한 감가상각비를 총당할 정도의 자본적 지출이 발생하지 않는 경우

(7) 할인율 관련

① 자본/차입금 비율 오류

가중평균자본비용(WACC) 산정 시 자기자본 타인자본 비율을 회계상 부채비율을 기준으로 산정하는 경우

② 베타계수 관련

베타계수 산정 등에 사용된 기업과 평가대상 간 유사성이 부족한 경우 등

③ 달관식 할인율 결정(CAPM 미사용)

WACC를 결정함에 있어서 CAPM 방식 등을 전혀 사용하지 않고 달관식으로 결정하는 경우 등

④ 할인율 결정의 자의성

무위험률, 시장수익률, 추가적 위험프리미엄, 차입이자율, 영구성장률 및 장래위험프리미엄 결정에 있어서 구체적 결정 근거가 부족한 경우 등

3) 투하자본 산정 관련

(1) 영업부채 관련

「감정평가 실무기준」상 영업부채에 대한 정의가 없는 관계로 영업부채를 유동부채 또는 전체 부채로 오해하여 영업자산에서 차감하는 경우 또는 비이자부 부채 중 일부를 영업부채에 포함시키지 않는 경우 등 가장 많은 빈도의 오류 유형임

(2) 인출금 관련

개인사업자의 경우 사업주가 인출하는 인출금이 일시적으로 과대하여 영업부채의 상환에 사용될 유동성 영업자산(현금등가물, 외상매출금, 재고 등)이 영업부채보다 적은 상태로 재무상태표를 제시받은 경우 인출금 등을 감안하지 않고 투자자본을 산정하여 과소하게 투자자본이 산정되는 경우가 잦은 빈도로 나타남

(3) 부채성충당금 관련

부채성충당금(예: 퇴직급여충당금)이 존재하는 경우 부채성충당금에 충당할 유동성 자산(예: 현금등가물 등)이 없거나 부채성충당금보다 부족한 경우임에도 부채성충당금을 영업부채에 포함시켜 투자자본을 산정하여 투자자본이 과소하게 계상되는 경우

(4) 사업장 관련

영업에 사용되는 유형자산 또는 영업장 관련 임차보증금이 실제로 존재함에도 제시받은 재무상태표 등의 자료에 이러한 영업용 자산이 누락된 경우 이를 수정 재무상태표 등에 반영하여 적정 투자자본을 산정하여야 함에도 이를 반영하지 않아 투자자본이 과소계상되는 경우

(5) 과대/과소 운전자본 관련

자금의 시재관리가 가능한 주식회사 등 법인의 경우와 달리 개인사업자의 경우에는 일시적으로 초과보유현금 등을 보유하거나 반대로 영업부채의 상환에 사용될 현금성 자산을 일시적으로 인출하는 경우가 있으며 제시받은 재무상태표가 이러한 상태 하에서 작성된 경우에는 적정 운전자본 상태인지에 대한 판단이 필요하나 이에 대한 판단 없이 투자자본을 산정하는 경우

(6) 무형자산 관련

해당 업체의 자산 계정으로 기 계상된 무형자산(기 반영된 영업권 미상각잔액 포함)이 있는 경우 이 무형자산이 영업행위에 필요한 경우에는 다른 영업용 자산과 마찬가지로 투자자본에 포함되어야 하나 이를 제외하고 투자자본을 산정하는 경우

(7) 비사업용자산 관련

비사업용자산은 계정과목에 관계없이 실제 내용을 보고 판단하여야 함에도 투자자산으로 분류된 자산을 내용 파악 없이 비사업용자산으로 판단하는 경우

2.4 영업권 관련 실무기준 및 해설서의 문제점 검토

영업권 감정평가와 관련하여 실무상 상당수의 오류 유형은 「감정평가 실무기준」 및 「감정평가 실무기준 해설서」상의 문제점과 관련이 있다.

1) 「감정평가 실무기준」 관련

- 「감정평가 실무기준」 [650-3.3.2 수익환원법의 적용] 제1호(대상기업의 영업 관련 기업가치에서 영업투자자본을 차감하는 방법) 제나목에서 영업투자자본에 대하여 영업자산에서 영업부채를 차감하여 산정하는 것으로 규정하고 있으나 영업부채에 대한 개념 정의 등이 없음

2) 「감정평가 실무기준 해설서」 관련

- 「감정평가 실무기준 해설서」 관련 파트에서는 수익환원법 적용 시 “제1호에 의한 방법(기업전체가치 산정에 서 영업권을 제외한 자산을 공제하는 잔여방식)”을 해설하면서 실무상 거의 사용하지 않는 순수익/정상수익률로 직접 환원하는 방식으로 기업가치 산정을 서술하고 있음
- 또한, 영업권 산정에 대하여 기업가치에서 유동자산, 투자자산, 유형자산, 식별 가능한 무형자산을 차감하는 형식으로 기재되어 [영업권 = 기업가치 - (유동자산 + 투자자산 + 유형자산 + 식별 가능한 무형자산)] 있어 투자자본에 해당하는 부분이 전체 자산으로 오해하기 쉽게 서술되어 있음
- 그 밖에 영업가치와 비사업용 자산에 대한 설명도 없어 「감정평가 실무기준」과도 괴리가 있음

2.5 해외 기준 및 교육 프로그램 검토

1) 비교·분석

영업권 관련하여 IVS(국제감정평가기준), RICS(영국왕립평가사협회 감정평가기준) 및 ASA(미국감정평가사협회 기업가치 평가기준)를 비교·분석한 결과는 아래와 같다.

- 영업권의 정의와 관련하여 해외 기준 모두 유의적인 차이는 보이지 않음
 - 영업권의 측정방법과 관련하여 IVS에서 잔존금액(the residual amount)과 초과가격(the excess of the price) 등 2가지 방법을 제시하고 있으며 RICS와 ASA에서는 별도의 측정방법을 언급하고 있지 않음
- ① 잔존금액 = 기업가치(business value) - 식별 가능 유형자산, 무형자산, 화폐성 자산



② 초과가격 = 지불가격 - 식별 가능 순자산

- 영업권의 발생 원천인 구성요소와 관련하여 IVS와 RICS는 차이가 없으나 IVS가 더 상세하게 항목들을 설명하고 있음
- IVS의 경우 IFRS나 US GAAP의 기업결합회계에서 무형자산의 인식요건을 설명하고 있음

영업권	IVS	RICS	ASA
정의	· 초과가격 · (미분리) 미래 경제적 효익	· (미분리) 미래 경제적 효익	· 별도로 식별 및 정량화되지 않은 무형자산
측정방법	· 잔존금액 = 기업가치 - 순유형자산 · 무형자산 · 초과가격 = 지불가격 - 순자산	n/a	n/a
구성요소	· 기업 특유 시너지 · 규모의 경제 · 시장 확대 기회 · 집합적 노동력 · 미래자산(신규 고객, 미래기술) · 집합(assembly) · 계속기업가치	· 규모의 경제 · 시장 확대 기회 · 집합(된 네트워크)	n/a
기타	· IFRS, US GAAP 기업결합회계 언급	n/a	n/a

ASA 기업가치 교육과정은 기본과정(POV Courses) 시리즈와 심화과정(Advanced Courses) 시리즈로 구분할 수 있으며 기본과정은 시장접근법, 수익접근법, 자산접근법 및 고급주제 등 4개의 과정, 심화과정은 윤리, 무형자산 가치평가, 특별주제, USPAP 및 재무보고를 위한 가치평가 등 5개의 과정으로 구성되어 있다.

- 기본과정 시리즈의 경우 고급주제과정(BV204 - Advanced Topics in Business Valuation)에서 무형자산을 다루고 있음
- 심화과정 시리즈의 경우 무형자산 가치평가과정(BV301 - Valuation of Intangible Assets), 무형자산 가치평가의 특별주제과정(BV302 - Special Topics in the Valuation of Intangible Assets) 등 무형자산 과정이 별도로 마련되어 있음

2) 시사점

- 영업권의 정의와 관련하여 모두 유의적인 차이를 보이지 않았으며, 잔존금액 및 초과가격으로 영업권 측정 방법을 설명하고 있음
- IVS의 경우 영업권의 발생 원천인 구성요소에 대해 구체적인 항목들을 제시하고 있음
- ASA 기업가치(Business Valuation) 교육과정은 심화과정 시리즈에서 무형자산 관련 과정을 비중 있게 편성하고 있음

Ⅲ. 영업권 및 기업가치에 대한 감정평가 개선방안 도출

3.1 영업권의 개념 검토

1) 영업권의 정의

영업권의 정의와 관련하여 「감정평가 실무기준」 및 「감정평가 실무기준 해설서」, 회계기준서, 해외 기준을 비교하면 아래와 같다.

- ① 「감정평가 실무기준」은 같은 업종의 다른 기업대비 초과수익 개념으로 설명하고 있으며, 회계기준은 사업결합과정에서 획득하였으나 개별적으로 식별이 불가능한 자산으로 설명하고 있다. 한편, 「감정평가 실무기준 해설서」에서 초과수익 개념 이외에 매입영업권(acquired goodwill) 개념을 제시하고 있다.
- ② 「감정평가 실무기준」은 “경제적 가치”라는 용어를 사용하고 있으나, 회계기준은 “미래 경제적 효익”이라는 용어를 사용하고 있다.
- ③ 「감정평가 실무기준 해설서」에서 매입영업권과 자가창설영업권으로 기업회계를 설명하고 있으며, 회계기준은 사업결합 과정에서 매입영업권과 내부창출 영업권으로 구분하여 정의하고 있다.
- ④ 영업권의 정의와 관련하여 한국채택국제회계기준(이하 K-IFRS)과 일반기업회계기준(이하 K-GAAP)의 회계기준서의 내용은 매우 유사하게 구성되어 있다.
- ⑤ 국내 기준과 해외 기준의 경우 영업권의 정의와 관련하여 유의적인 차이는 없다고 판단된다.

2) 개선방안

영업권의 정의와 관련하여 「감정평가 실무기준」에서는 동종 기업 대비 초과수익의 개념으로 설명하고 있으며, 회계기준은 사업결합 과정에서 개별적으로 식별 불가능한 미래 경제적 효익의 개념으로 설명하고 있다. 「감정평가 실무기준 해설서」에서 사업결합 과정에서의 영업권을 설명하고 있으므로 감정평가 기준을 특별히 개정할 필요는 없다고 판단된다.



3.2 기업가치의 개념 검토

1) 기업가치의 정의

기업가치의 정의와 관련하여 「감정평가 실무기준」 및 「감정평가 실무기준 해설서」와 관련 문헌을 비교하면 아래와 같다.

- ① 「감정평가 실무기준」은 전체 보유자산인 유·무형자산의 가치로 설명을 하고 있다. 이에 비해 관련 문헌은 영업가치(Operating Value)와 비영업용 자산의 가치(non-Operating Asset Value)로 구분하여 설명하고 있다.
- ② 「감정평가 실무기준 해설서」는 「감정평가 실무기준」과 동일한 취지로 정의를 설명하고 있다.
- ③ 감정평가 기준은 [감정평가에 관한 규칙]을 따라 기업가치의 정의를 내린 것으로 보인다.

2) 개선방안

기업가치의 정의와 관련하여 감정평가 기준에서는 유·무형자산의 가치로 설명하고 있는바 유·무형자산의 가치는 영업 관련 기업가치(Operating Value)와 비영업용 자산의 가치(non-Operating Asset Value)로 구분할 수 있다는 내용이 추가할 필요가 있다고 판단된다.

3.3 규모별 평가기준

1) 규모별 가치평가 척도

규모에 따른 단계별 평가기준을 살펴보면 다음과 같다.

- ① 신생기업 및 영세업체의 경우 재무자료 등이 충분하지 않거나 신뢰성이 낮으므로 비재무정보인 시장의 잠재가치 또는 보유역량을 기준으로 거래사례비교법에 따라 평가할 수 있다.
 - 시장의 잠재가치 또는 보유역량이란 위의 '업종별 평가기준'에서 설명한 특정산업배수법의 가입자수, 생산능력 등을 의미한다.
- ② 매출이 실현되고 해당 금액이 신뢰성이 있는 소규모 업체의 경우 매출액을 이용한 주가매출액비율(PSR) 또는 사업가치매출액비율(EV/Sales) 등의 거래사례비교법을 이용하여 평가할 수 있다.
- ③ 매출이 늘어나고 영업이익을 창출하기 시작하는 중규모 업체의 경우 영업이익(EBIT), 이자비용·법인세·감가상각비·무형자산상각비 차감전이익(EBITDA), 이자비용·법인세·무형자산상각비 차감전이익(EBITA)을 이용한 EV/EBIT, EV/EBITDA, EV/EBITA 등의 거래사례비교법을 이용하여 평가할 수 있다.

④ 과거 재무정보가 누적된 중소기업의 경우 미래 잉여현금흐름(FCF, Free Cash Flow)을 이용한 할인현금흐름 분석법(DCF Model) 등 수익환원법을 이용하여 평가할 수 있다.

영세업체 및 중소기업 업체의 경우 재무정보 등 가치평가의 불확실성으로 인해 가능하다면 거래사례비교법, 수익환원법과 더불어 비재무적 정보를 병행하여 평가하는 것이 필요하다고 판단된다.

규모별 가치평가 척도



2) 매출추정 관련 유의사항

영세업체 및 중소기업 업체는 미래수익을 합리적 기준에 의해 추정할 수 있는 과거 재무자료가 부족하며 재무 자료가 있는 경우에도 매출 및 이익 수준이 미미하거나 변동성이 큰 경우가 많다. 이러한 업체를 대상으로 수익 환원법을 사용하는 경우 Bottom-up 방식이 아닌 Top-down 방식을 추천한다.

Bottom-up 방식이란 거래처별, 지역별로 매출추정을 build-up하는 방식이며, Top-down 방식이란 전체 시장 규모를 예측하고 전체 시장에서 해당 기업이 차지하는 시장점유율을 예측하는 방식이다. 전체 시장규모의 경우 대개 관련 전문 리서치기관의 자료를 활용하게 된다.

매출 추정에서 확신이 부족하면 불확실성을 모델화하기 위해 복수의 시나리오 접근법을 이용할 수 있다. 또한, 매출이나 이익에 대한 다양한 예측이 가능할 경우 각각의 시나리오에 따른 가치평가를 수행한 후 해당 시나리오가 실현될 것으로 예상되는 확률을 고려하여 평가하는 복수의 시나리오 접근법을 활용할 수 있다. 이러한 시나리오를 분석할 때 물가상승률 등 거시 경제변수, 산업의 경쟁구조, 회사의 내부 역량, 회사의 자금조달 능력 등을 검토할 필요가 있다. 시나리오 분석을 진행하는 과정에서 기업의 가치를 창출하는 핵심적인 요인들을 파악할 수 있을 것이다.

3) 할인율 관련 유의사항

영세업체 및 중소기업의 경우 할인율의 산정과정에서 규모 위험프리미엄(Size Risk Premium) 등 SRP(Specific Risk Premium)을 고려할 수 있다. 규모 위험프리미엄은 기업의 규모에 따라 발생하는 수익률의 평균적인 차이를 반영하는 것이다.

동일한 경영환경에 있는 경우라 하더라도 소형기업은 대형기업에 비해 보다 많은 위험에 노출되어 있어 소형주의 주주는 대형주의 주주보다 높은 수익률을 요구할 것이므로 위험에 상응하는 추가적인 보상수익, 즉 규모 위험프리미엄을 지불해야 한다는 주장이 있다. 보다 긴 기간을 놓고 보면 소형주가 대형주에 비해 보다 높은 성과를 나타내고 있는 것이 실증적으로 나타나고 있지만, 규모 위험프리미엄의 존재에 대한 학계와 가치평가 실무자 간의 논란은 지금도 계속되고 있다.

기업가치평가 업계에서 많이 이용하고 있는 Duff and Phelps의 경우 기업을 시가총액에 따라 1단계~10단계 그룹, Mid/Low/Micro-cap 등 3단계 그룹으로 나누어 매년 그룹별로 규모 위험프리미엄을 제공하고 있다.

한편, 산업통상자원부에서 발간하는 '기술평가 실무가이드'에 따르면 비상장기업을 비상장 대기업, 비상장 중기업, 비상장 소기업, 비상장 창업기업으로 구분하여 상장기업 자기자본비용에 규모 위험프리미엄을 반영하고 있다.

IV. 「감정평가 실무기준」 및 「감정평가 실무기준 해설서」 개정안 제시

4.1 영업권의 개념

영업권의 정의와 관련하여 「감정평가 실무기준」 및 「감정평가 실무기준 해설서」와 회계기준서를 비교하면 아래와 같다.

- ① 「감정평가 실무기준」은 같은 업종의 다른 기업 대비 초과수익 개념으로 설명하고 있으며, 회계기준은 사업결합 과정에서 획득하였으나 개별적으로 식별이 불가능한 자산으로 설명하고 있다. 한편, 「감정평가 실무기준 해설서」에서 초과수익 개념 이외에 매입영업권(acquired goodwill) 개념을 제시하고 있다.
- ② 「감정평가 실무기준」은 “경제적 가치”라는 용어를 사용하고 있으나, 회계기준은 “미래 경제적 효익”이라는 용어를 사용하고 있다.
- ③ 「감정평가 실무기준 해설서」에서 매입영업권과 자가창설영업권으로 기업회계를 설명하고 있으며, 회계기준은 사업결합 과정에서 매입영업권과 내부창출 영업권으로 구분하여 정의하고 있다.

④ 영업권의 정의와 관련하여 한국채택국제회계기준(이하 K-IFRS)과 일반기업회계기준(이하 K-GAAP)의 회계 기준서의 내용은 매우 유사하게 구성되어 있다.

영업권의 정의와 관련하여 「감정평가 실무기준」에서는 동종 기업 대비 초과수익의 개념으로 설명하고 있으며, 회계기준은 사업결합 과정에서 개별적으로 식별 불가능한 미래 경제적 효익의 개념으로 설명하고 있다. 「감정평가 실무기준 해설서」에서 사업결합 과정에서의 영업권을 설명하고 있으므로 감정평가 기준을 특별히 개정할 필요는 없다고 판단된다.

한편, 「감정평가에 관한 규칙」의 경우 영업권을 여타 지식재산권과 함께 무형자산의 일부로 언급하고 있어 광업권, 어업권과 동등한 수준으로 별도의 독립된 항목으로 규정할 필요가 있다고 판단된다. 이 경우 「감정평가 실무기준」 [650-3.3 영업권의 감정평가방법]을 참고할 수 있을 것이다.

4.2 기업가치의 개념

기업가치의 정의와 관련하여 「감정평가 실무기준」 및 「감정평가 실무기준 해설서」와 관련 문헌을 비교하면 아래와 같다.

- ① 「감정평가 실무기준」은 전체 보유자산인 유·무형자산의 가치로 설명을 하고 있다. 이에 비해 관련 문헌은 영업가치(Operating Value)와 비영업용 자산의 가치(non-Operating Asset Value)로 구분하여 설명하고 있다.
- ② 「감정평가 실무기준 해설서」는 「감정평가 실무기준」과 동일한 취지로 정의를 설명하고 있다.
- ③ 감정평가 기준은 [감정평가에 관한 규칙]을 따라 기업가치의 정의를 내린 것으로 보인다.

기업가치의 정의와 관련하여 감정평가 기준에서는 유·무형자산의 가치로 설명하고 있는바 유·무형자산의 가치는 영업 관련 기업가치(Operating Value)와 비영업용 자산의 가치(non-Operating Asset Value)로 구분할 수 있다는 내용이 추가할 필요가 있다고 판단된다.

4.3 할인율 결정

「감정평가 실무기준 해설서」의 주요 내용에는 일반적인 기준 또는 지침만 제시되어 있다.

- ① 목표자본구조에 대한 언급이 없다.
- ② 타인자본비용의 산정에 대한 내용이 없다.

③ 자기자본비용의 산정에서 시장위험프리미엄(MRP; Market Risk Premium)에 대한 내용이 없다.

「감정평가 실무기준 해설서」의 유의사항에는 기업의 특성을 고려한 추가 위험프리미엄(Additional Risk Premium)에 대한 구체적 내용이 없다.

다음과 같이 현행 「감정평가 실무기준 해설서」의 주요 내용에 할인율에 대한 구체적 기준을 제시한다.

- ① 목표자본구조에 대한 개념 소개와 구체적 산정방법을 제시한다.
- ② 타인자본비용에 대한 구체적 산정방법과 유의사항을 제시한다.
- ③ 자기자본비용의 산정에서 시장위험프리미엄(MRP; Market Risk Premium)에 대한 의미와 실무적인 이슈들에 대해 제시한다.
- ④ KOSDAQ 시장에 상장된 유사기업의 β 측정에 있어서도 시장지수는 KOSDAQ 지수가 아닌 KOSPI 지수를 이용한다(아래 관련문헌 참조).

다음과 같이 현행 「감정평가 실무기준 해설서」의 유의사항에 할인율에 대한 유의사항을 추가한다.

- ① 비상장기업에 대한 유동성 프리미엄(Liquidity Premium), 중소기업 프리미엄(Size Premium) 등 추가 위험프리미엄(Additional Risk Premium)에 대한 유의사항을 제시한다.
- ② 할인율과 관련하여 최근 가치평가 관련업계의 관행을 기술한다.

4.4 초과이익환원법 적용

「감정평가 실무기준」에는 초과수익에 대한 언급은 있지만 구체적인 내용이 제시되어 있지 않으며, 「감정평가 실무기준 해설서」에는 일반적인 내용만 제시되어 있다. 초과수익과 초과이익 두 가지 용어가 혼재되어 있으며, 다음과 같이 초과수익 또는 초과이익을 정의하고 있다.

- ① 초과수익 = 정상적인 수익을 초과하는 수익
- ② 초과이익 = 동종 기업의 정상적 이익을 초과하는 이익
- ③ 초과이익 = 유사한 자산 규모를 가진 통상의 기업의 정상이익을 상회하는 이익

초과수익(초과이익) 결정을 위한 정상수익률(정상이익률)은 다음과 같은 세 가지 방법을 이용하여 산정할 수 있다.

- ① 해당 기업이 속한 산업의 유사기업의 평균이익률
- ② 해당 기업이 속한 산업의 평균이익률
- ③ 투자자 관점에서 (최소) 요구수익률인 해당기업의 자본비용

유사기업(peer)은 영업위험과 재무위험이 유사한 기업이며 업종관련성, 사업의 유사성 등을 종합적으로 고려하여 선정한다. 해당기업이 속한 산업은 한국표준산업분류의 중분류, 세분류, 세세분류 등을 이용할 수 있다. 산업 평균이익률은 한국은행에서 발간하는 '기업경영분석'을 활용할 수 있다.

투자자가 해당 기업으로부터 얻고자 요구하는 최소 요구수익률(required rate of return)은 자본비용(cost of capital)을 적용한다. 초과이익이 없는 정상이익(normal earnings)은 산업별, 기업 간 벌어지는 치열한 경쟁에 의하여 최소 요구 수익인 자본비용만큼 이익을 창출하는 것이다.

4.5 투하자본 산정

투하자본(IC; Invested Capital)을 개별적으로 설명하고 있지 않으며 영업권의 감정평가방법에서 한 부분으로 설명하고 있다. 「감정평가 실무기준」에는 '영업자산에서 영업부채를 차감하여 산정'하는 것으로 영업투하자본을 정의하고 있으며, 「감정평가 실무기준 해설서」의 주요 내용에는 직접적인 정의를 하고 있지 않다.

한편, 「감정평가 실무기준」과 「감정평가 실무기준 해설서」에서 영업권을 산정하는 방법이 상이하다.

① 「감정평가 실무기준」에서는 비영업용자산을 제외한 영업적 관점에서 기업가치와 투하자본을 설명하고 있으며 이 차이를 영업권으로 설명하고 있다.

② 「감정평가 실무기준 해설서」에서는 비영업용자산을 포함한 전체 기업 관점에서 기업가치와 영업권을 제외한 자산을 설명하고 있으며 이 차이를 영업권으로 설명하고 있다.



한편, 기업가치의 산정과 관련하여 '영업권의 감정평가방법'의 해설서에서 설명하고 있는 방식과 '기업가치의 감정평가방법'의 해설서에서 설명하고 있는 방식에 있어서 차이를 보이고 있다.

- ① '영업권의 감정평가방법'의 해설서: 대상 기업 전체의 순수익을 같은 업종 다른 기업의 정상수익률로 환원한 수익가치
- ② '기업가치의 감정평가방법'의 해설서: 전체 영업가치를 산정한 후, 비영업용 자산가치를 더하여 기업가치를 산정

「감정평가 실무기준」에는 '영업자산에서 영업부채를 차감하여 산정'하는 것으로 영업투자자본을 규정하고 있으나 영업자산과 영업부채에 대한 정의가 없어 이에 대한 구체적 정의를 내릴 필요가 있다.

투자자본(IC; Invested Capital)의 적정가치를 구할 수 있는 구체적인 방법을 도출하기 위해서는 영업권 산정방법에 대해 먼저 「감정평가 실무기준」과 「감정평가 실무기준 해설서」를 일치시킬 필요가 있다. 이후 「감정평가 실무기준 해설서」의 유의사항에서 투자자본의 적정가치에 대한 구체적인 방법을 제시한다. 또한 '영업권의 감정평가방법'의 해설서에서 설명하고 있는 기업가치의 산정방식을 해당 「감정평가 실무기준」 및 '기업가치의 감정평가방법'의 해설서와 일치시킬 필요가 있다.

V. 결론

「감정평가 실무기준」 및 「감정평가 실무기준 해설서」에는 영업권 및 기업가치의 감정평가방법에 관해 규정하고 있으나, 실무에서 활용 가능한 구체적 평가방법 및 해설내용이 부족한 상태이다.

첫째, 영업권 및 기업가치 평가 관련 실무관행 및 문제점 검토를 위해 2021년 상반기 중 평가된 영업권 감정평가서 112건(무작위)을 대상으로 하여 평가 요소별 적용 기준 및 범위 등을 분석하였으며, 최근 3개년 영업권에 대한 감정평가 중 발송 전 오류가 발생한 감정평가서에 대하여 주요 오류 및 수정사항을 검토하였다. 또한, 해외 기준 및 교육 프로그램을 검토하였다. 주요 결과를 정리하면 아래와 같다.

- 분석 대상 업체는 법인(8.9%)보다는 개인사업자(91.1%)가 대부분이었으며 모두 법인전환을 위한 현물출자용 평가임
- 매출 및 매출원가의 경우 90% 이상 향후 사업계획 위주가 아닌 과거 추세 위주의 추정이 이루어짐
- 베타의 경우 유사 상장사의 52주 베타계수 평균을 사용하거나 개인사업자는 시장평균치인 1.00을 적용하는 경우도 있음

- 대부분(92.9%) Specific Risk Premium(추가적 위험프리미엄)을 반영하고 있으며, 적용된 S.R.P의 범위는 3~6% 범위가 약 30%로 가장 많으나 10% 이상의 경우도 20% 이상 존재하며 이는 소규모 개인사업자 유형의 비율과 관계된 것으로 보임
- 자본구조 결정을 위해 회계적 부채비율(부채/자산)을 사용하는 경우(16.1%)도 있으며 투자자본의 적정성 검토를 누락하는 경우(63.4%)도 있음
- 오류의 유형별 비율은 연도별로 유사하며 투자자본 산정(42.9%), 판매관리비 추정(16.5%), 할인율 결정(14.7%) 관련이 큰 부분을 차지하고 있음
- 이전성 문제 등 영업권 정의 관련, 매출 추정의 합리성 결여 등 영업가치 산정 관련, 영업부채의 산정 오류 등 투자자본 산정 관련 등 다양한 오류와 문제점이 있었음
- 영업가치 산정과 관련된 대부분의 오류는 할인율 등에 대한 이론적 오해 또는 자의적 판단이 문제가 되나 영업권의 개념 및 투자자본 산정과 관계된 오류는 「감정평가 실무기준」 및 「감정평가 실무기준 해설서」 등의 오류 또는 미비점 등과 관계가 있음
- IVS(국제감정평가기준), RICS(영국왕립평가사협회 감정평가기준) 및 ASA(미국감정평가사협회 기업가치 평가기준)를 비교분석한 결과에 따르면 영업권의 정의와 관련하여 모두 유의적인 차이를 보이지 않았으며, 잔존금액 및 초과가격으로 영업권 측정방법을 설명하고 있음

둘째, 영업권 및 기업가치에 대한 감정평가 개선방안 도출의 주요 결과를 정리하면 아래와 같다.

- 영업권의 정의와 관련하여 감정평가 기준에서는 동종 기업 대비 초과수익의 개념으로 설명하고 있으며, 회계기준은 사업결합 과정에서 개별적으로 식별 불가능한 미래 경제적 효익의 개념으로 설명하고 있음
- 국내 기준과 해외 기준의 경우 영업권의 정의와 관련하여 유의적 차이는 없음
- 기업가치의 정의와 관련하여 감정평가 기준에서는 유·무형자산의 가치로 설명하고 있는바 유·무형자산의 가치는 영업 관련 기업가치(Operating Value)와 비영업용 자산의 가치(non-Operating Asset Value)로 구분할 수 있다는 내용이 추가될 필요가 있음
- 업종별 평가기준을 살펴보면 산업의 고유특성에 따라 가입자 수 등 핵심가치 창출 요소를 이용하여 비교 대상 회사와 비교하여 평가대상 회사의 가치를 추정함
- 규모별 평가기준을 살펴보면 생산능력 등 시장의 잠재가치에서 매출액, EBIT, FCF를 이용할 수 있음
- 고속으로 성장하며 높은 불확실성을 가진 기업의 가치평가는 확률가중평균 시나리오에 의한 현금흐름할인 모형을 사용할 수 있음
- 금융업종의 경우 자기자본 DCF 접근법 또는 주가순자산비율(PBR)을 사용할 수 있음
- 무위험수익률로 단기보다는 장기 국고채를 사용하는 것이 바람직하며, 거래가 활발한 만기 10년물 국고채를 추천함
- 과거 KOSPI 지수와 블룸버그 수치 이외에 회사채 수익률을 사용하는 것은 가급적 지양할 필요가 있음

- 현실적으로 비교 대상 기업(Peer)을 찾기 어려운 경우 사업 다각화를 이룰 것으로 예상되는 기업은 시장포트폴리오의 베타인 1을 사용할 수 있음
- 비상장기업에 대한 유동성 프리미엄, 중소기업에 대한 규모 위험프리미엄 등 다양한 추가 위험프리미엄을 적용할 수 있음
- 개인사업자의 경우 평가기준일 현재의 실제 자본구조가 목표 자본구조와 큰 차이를 보인다면 목표 자본구조의 설정에 대한 합리적인 검토가 필요함
- 기업가치평가를 위하여 이자부 부채(Interests Bearing Debt)와 비이자부 부채(Non-interests Bearing Debt)로 분류함
- 비정상적인 운전자본을 보일 경우 추정 1차년도 잉여현금흐름(FCF, Free Cash Flow)의 산정 과정에서 조정이 필요함



셋째, 영업권 및 기업가치 평가 관련 실무 관행 및 문제점 검토와 개선방안 도출을 통해 「감정평가 실무기준」 및 「감정평가 실무기준 해설서」 개정안을 제시하였다.

- 영업권의 정의와 관련하여 감정평가 기준에서는 동종 기업대비 초과수익의 개념으로 설명하고 있으며, 감정평가 기준을 특별히 개정할 필요는 없다고 판단됨
- 기업가치의 정의와 관련하여 감정평가 기준에서는 유·무형자산의 가치로 설명하고 있는바 유·무형자산의 가치는 영업 관련 기업가치(Operating Value)와 비영업용 자산의 가치(non-Operating Asset Value)로 구분할 수 있다는 내용이 추가할 필요가 있음
- 할인율과 관련하여 현행 「감정평가 실무기준 해설서」의 주요 내용에 목표 자본구조에 대한 개념 소개와 구체적 산정방법, 타인자본비용에 대한 구체적 산정방법과 유의사항, 시장위험프리미엄(MRP; Market Risk Premium)에 대한 의미와 실무적인 이슈들에 대한 추가 개정안을 제시함
- 또한, 비상장기업에 대한 유동성 프리미엄(Liquidity Premium), 중소기업 프리미엄(Size Premium) 등 추가 위험프리미엄(Additional Risk Premium)에 대한 추가 개정안을 제시함
- 초과수익 결정을 위한 정상수익률과 관련하여 유사기업의 평균이익률, 산업의 평균이익률, 해당 기업의 자본비용에 대한 추가 개정안을 제시함
- 투하자본(IC: Invested Capital)의 적정가치를 구할 수 있는 구체적인 방법을 도출하기 위해 영업권 산정방법에 대해 먼저 「감정평가 실무기준」과 「감정평가 실무기준 해설서」를 일치시킬 개정안을 제시함