

## < 27회 감정평가이론 예시 답안 >

<총평 >

안녕하세요. 서울법학원 이론팀장 이충길 평가사입니다.

시험치르느라 정말 고생 많으셨습니다.

‘합격한다’는 믿음으로 당분간 일상의 즐거움을 느끼는 시간이 되시길 바랍니다.

금년 27회는 중요하다고 예상했던 문제들이 모두 출제되었습니다.

감정평가업계에서나 이론적으로 중요한 논점들이 출제되었으며, 모두 스터디시간에 강조했던 논점들입니다.

이론은 범위를 너무 넓히는 것보다 기본에 강해야 한다는 점이 다시 한번 강조됩니다. 출제경향이 이러하다면 결국 S+ 등 기본서 하나만 제대로 정리하고, 답안쓰는 요령만 익히면 대처할 수 있으리라 생각됩니다. 다만, 모든 논점이 서브와 똑같이 나오는 것은 아닙니다. 출제자의 질문이 생소한 경우 각자 나름대로 논리있게 기술한다면 합격할 수 있습니다.

올해는 수험생들의 답안이 대체로 유사할 것으로 생각됩니다. 무엇을 보다는 어떻게 기술하였는지가 중요하리라 생각됩니다.

이론 과목의 특성상 정답은 없습니다. 제한된 시간안에 제한된 배점으로 완벽한 답안을 쓰는 것은 어렵습니다. 출제자의 의도와 키워드만 놓치지 않는다면, 예시답안과 달리 기술하였다고 하더라도 충분히 합격할 수 있습니다. (사실 출제자의 숨겨진 의도가 있다면 이것을 찾는 것은 쉽지 않습니다. ^^)

예시답안은 참조만 하시고, 이보다 더 좋은 답안이 있을 수 있으며, 다른 답안도 충분히 합격 가능합니다.

※ 올해 기출문제와 관련한 질문 있으시면 [zestgil@naver.com](mailto:zestgil@naver.com)으로 메일주세요.

여러분의 합격을 기원합니다. 0^,^0

[문제 1] 지식정보사회로의 이행 등에 따라 기업가치 등 무형자산의 비중(Portion)이 상대적으로 증가하고 있다. 「감정평가 실무기준」에 규정하고 있는 계속기업가치(going concern value)의 감정평가와 관련하여 다음 물음에 답하십시오. (40점)

- 1) 기업가치의 구성요소를 설명하고, 기업가치의 감정평가 시 유의사항을 설명하십시오. (10점)
- 2) 기업가치의 감정평가에 관한 이론적 배경과 감정평가방법을 설명하고, 각 감정평가방법 적용 시 유의사항 및 장단점을 설명하십시오. (20점)
- 3) 기업가치의 감정평가에 있어서 시산가액의 조정에 대하여 설명하고, 조정된 기업가치에 대한 구성요소별 배분방법에 관해 설명하십시오. (10점)

What? Why? How?

1) 기업가치는 올해 제가 예상했던 문제입니다. ^^  
 <3-7주차 제공해드린 2016년 예상문제 : 15. 기업가치 평가(비상장주식)(★★)>

2) 구성요소, 이론적 배경, 구성요소별 배분방법이 수험생에게 다소 어려움을 줄 수 있는 논점이며, 이외에는 서브와 동일한 내용입니다.

3) 물음 1) 구성요소에 대해서는 다소 판단이 어렵습니다.  
 감정평가실무기준 3.3.1 정의에서는  
 "기업가치란 해당 기업체가 보유하고 있는 유·무형의 자산의 가치를 말하며, 자기자본가치(주식가치)와 타인자본가치(부채가치)로 구성된다" 라고 규정합니다.  
 여기에서 ① 유형자산 + 무형자산, ② 자기자본가치 + 타인자본가치를 생각할 수 있습니다.  
 안정근 교수님 기본서에서는 기업자산 = 재무자산(매출채권, 선급비용, 재고자산, 투자자산) + 유형자산 + 무형자산으로 설명하고 있습니다만, 재무자산은 생략되어도 가능할 듯 합니다.  
 물음 1)에서 구성요소는 물음 3)의 구성요소별 배분방법과 연결됩니다.

3-1) 기업가치의 감정평가시 유의사항은 감정평가 실무기준 p519에 나와있습니다.

4) 물음 2)에서는 이론적 배경이라는 질문이 명확하지 않습니다. 물음 2)가 전반적으로 기업가치 평가방법에 대한 질문으로 해석되는데, 감정평가방법에 대한 이론적 배경으로 해석됩니다.

5) 물음 3)은 시산가액이 조정은 감칙 24조 기업가치를 평가할때는 수익환원법을 기준으로 합니다. 그리고 다른 방법으로 합리성을 검토할 수 있습니다. 조정된 가치에서 구성요소별로 배분방법을 기술합니다. 배분방법은 이론적 측면에서 비율법과 공제법이 가능합니다.

I. 서

지식정보사회로의 이행 등에 따라 기업가치 등 무형자산의 비중(Portion)이 상대적으로 증가하고 있다. 감정평가업계의 감정평가 수요의 변화와 새로운 업무영역의 확대를 위해서 기업가치, 무형자산, 지식재산권 등의 평가가 중요하다. 최근 제정된 감정평가 실무기준에서는 기업가치 등 무형자산에 대해 구체적인 평가방법을 규정하고 있다.

기업가치의 평가는 대개 계속기업가치로서 측정되지만 경우에 따라서는 청산가치로 측정될 수 있다. 계속기업가치란 유·무형의 기업자산을 개별적으로가 아니라 총체적으로 매도한다고 했을 때의 계속기업이 가질 수 있는 가치이다. 기업가치 평가는 비상장주식 평가(감칙 25조)시에도 산정이 요구된다. 이하에서는 계속기업가치의 감정평가와 관련하여 물음에 답하고자 한다.

II. 기업가치의 구성요소 및 감정평가시 유의사항

1. 개설

기업가치란 해당 기업체가 보유하고 있는 유·무형의 자산 가치를 말하며, 자기자본가치(주식가치)

와 타인자본가치(부채가치)로 구성된다. 기업가치의 구성요소는 기업의 각종 실물자산의 가치 구성으로 보는 경우(유형자산 + 무형자산)와 자금의 조달방법으로 보는 경우(자기자본 + 타인자본)로 구분된다.

## 2. 구성요소

### (1) 유형자산과 무형자산

기업가치는 유형자산과 무형자산으로 구성된다. 그러나, 기업가치평가는 개별자산 평가액의 단순한 합계가 해당 기업의 가치가 아니므로 대상업체가 가지고 있는 유·무형의 가치를 포함하는 기업 전체의 일괄가치를 구하는 일련의 감정평가 과정이다. 단순한 개별자산로서 합계가 아닌 이유는 재무제표상에 열거되어 있는 자산 등의 가치는 할인과 프리미엄 등에 의하여 다르게 영향을 받기 때문이다.

### (2) 자기자본과 타인자본

기업가치는 자기자본가치와 타인자본가치로 구성된다. 그러므로 수익환원법 적용시 할인율은 WACC를 적용하게 된다. 비상장주식의 가치를 구할 경우 기업가치에서 부채의 가치를 빼고 산정한 자기자본의 가치를 발행주식수로 나누어 감정평가한다.

## 3. 기업가치의 감정평가 시 유의사항<sup>1)</sup>

### (1) 전문가로서의 자질

기업가치를 감정평가할 때에는 전문가로서 가치평가원칙과 이론에 대한 일정 수준의 지식, 관련 자료를 파악·수집·분석할 수 있는 능력, 적절한 가치평가접근법 및 평가방법을 적용할 수 있는 기술, 가치의 추정치를 결정할 때 전문가적 판단을 할 수 있는 자질을 갖추어야 한다.

### (2) 객관성 유지

가치평가업무를 수행할 때 공정·불편의 자세를 유지하여야 하고, 가치평가업무를 수행하는 과정에서 객관성을 유지해야 한다. 객관성의 원칙이라 함은 편파적이지 않고, 이해관계에 있어 중립적이고, 이해상충이 없어야 함을 의미하며, 정당한 주의의무를 가지고, 성실하게 업무를 수행해야 한다는 것을 말한다.

### (3) 비밀준수 등

가치평가자가 재무제표 작성회사 외의 제3의 기관일 경우 가치평가업무 수행과정에서 획득한 정보와 가치평가 결과를 정당한 사유없이 누설하거나 의뢰받은 목적 이외에 사용하여서는 아니 되며, 성공보수 조건의 감정평가업무 수임은 금지되어야 한다.

※ 저는 감정평가 실무기준 해설서에 충실하였으나, “계속기업전제 여부, 영업권 등 무형자산의 비중, 기업개요 및 시장상황의 분석 필요성, 재무제표의 객관성 확인” 도 좋은 키워드입니다.

## Ⅲ. 기업가치평가의 이론적 배경과 평가방법

### 1. 기업가치 감정평가의 이론적 배경

#### (1) 이론적 배경

계속기업가치는 투하자본의 합(자산)이나 장기부채와 자본금의 합으로 설명될 수도 있으나, 순운전자본(유동자산 - 유동부채) + 유형자산 + 무형자산 + 지적재산권 등의 합으로도 계산될 수 있다. 이 경우 기업가치평가를 인적자산, 상표 등의 시장자산과 조직자산, 기술자산 등의 정확한 계량이 없이 전통적인 회계적 시각에서 접근하는 것은 한계가 있다. 기업의 수익은 이러한 각종 자

1) 감정평가 실무기준 해설서(1) p519 2) 기업가치의 감정평가 시 유의사항

산이 결합한 결과로 나타나는 수치이므로, 이를 기준으로 접근하는 것이 부동산평가에서와 같이 가장 논리적인 기법이 될 것이다.

**(2) 감정평가방법**

기업가치를 감정평가하는 방법으로는 수익환원법, 거래사례비교법, 원가법 등이 있다. 감정평가실 무기준에서는 수익환원법의 하나로 옵션평가모형을 이용하여 미래의 상황변화에 따른 의사결정의 변경가능성을 반영한 기업가치를 산출하는 방안도 제시하고 있다.

**2. 감정평가방법 적용시 유의사항 및 장단점**

**(1) 수익환원법**

**1) 의의 및 유형**

수익환원법으로 평가하는 경우에는 할인현금흐름분석법, 직접환원법, 옵션평가모형 등으로 감정평가 한다. ① 할인현금흐름분석법은 대상 기업의 현금흐름을 기준으로 한 단계별 예측기간의 영업 가치와 예측기간 후의 영구영업가치를 합산하여 전체 영업가치를 산정한 후, 비영업용 자산가치를 더하여 기업가치를 산정한다. ② 직접환원법은 대상기업의 단일 연도의 예상이익 추정액이나 몇 년간의 예상이익의 연평균액을 환원율로 환원하여 기업가치를 감정평가하는 방법이다. ③ 옵션평가모형을 적용할 때에는 환경변화에 의한 경영자의 의사결정에 따라 변동하는 미래현금흐름과 투자비용을 감안하여 대상기업의 가치를 감정평가한다.

**2) 유의사항 및 장단점**

현금흐름을 추정할 때 예측기간은 5년 이상 충분히 길게 하여야 하며, 환원율이나 할인율은 감정평가 대상으로부터 기대되는 현금흐름이 발생하는 시점, 위험요소, 성장성 및 화폐의 시간가치 등을 종합적으로 고려하여 결정하여야 한다.

이론적으로 가장 타당하고, 무형의 자산을 평가내용에 포괄할 수 있는 점, 실물옵션에 대한 가치변화를 고려할 수 있는 점에서 유용성이 있으나, 미래수익과 현금 흐름 및 배당흐름의 추정, 실물옵션의 가치 등은 주관적 예측에 기초하므로 평가사의 주관이 개입될 수 있어 객관성 확보가 어렵다.

**(2) 거래사례비교법**

**1) 의의 및 유형**

거래사례비교법은 유사기업이용법, 유사거래이용법, 과거거래이용법 등으로 감정평가한다. ① 유사기업이용법은 대상 기업과 비슷한 상장기업들의 주가를 기초로 산정된 시장배수를 이용하여 대상기업의 가치를 감정평가하는 방법을 말한다. ② 유사거래이용법은 대상기업과 비슷한 기업들의 지분이 기업인수 및 합병거래시장에서 거래된 가격을 기초로 시장배수를 산정하여 대상기업의 가치를 감정평가하는 방법을 말한다. ③ 과거거래이용법은 대상기업 지분의 과거 거래가격을 기초로 시장배수를 산정하여 대상기업의 가치를 감정평가하는 방법을 말한다.

**2) 유의사항 및 장단점**

거래사례비교법을 적용할 경우 감정평가 과정에서 비교기준의 역할을 충실히 할 수 있는 비교대상의 선정이 가장 핵심이다. 거래사례비교법을 적용할 때 사용되는 유사기업은 대상기업과 동일한 산업에 속하거나, 동일한 경제 요인에 의해 영향을 받는 산업에 속해야 한다.

경쟁관계에 있는 유사기업의 가치를 반영하는 점에서 설득력이 있는 반면, 유사기업의 사례가 많지 않고, 비교대상이 될 유사기업 선정 및 비교작업에 주관이 개입될 가능성이 크며, 비교성기준이 엄격해야 신뢰성을 확보할 수 있다.

**(3) 원가법**

**1) 의의**

원가법을 적용할 때에는 대상 기업의 유·무형의 개별자산의 가치를 합산하여 감정평가한다. 이때 모든 자산은 기준시점에서의 공정가치로 측정되어야 한다. 만약 매각을 전제로 한 감정평가인 경우에는 매각과 관련된 비용이 고려되어야 한다.

**2) 유의사항 및 장단점**

원가법은 대상기업이 영업활동을 수행하지 않고 부동산이나 타 회사의 지분을 보유함으로써 이익을 얻는 지주회사이거나 청산을 전제로 한 기업인 경우에 적절한 감정평가방법이다. 계속기업을 전제로 한 가치평가에서 원가법만을 유일한 방법으로 적용해서는 안 되며, 만일 원가법을 적용하여 감정평가한 경우에는 그에 대한 정당한 근거를 제시하여야 한다.

채무제표에 익숙한 사람에게는 누구나 이해하기 쉽고, 소송과 분쟁에서 설득력이 있는 반면, 비용과 시간이 매우 많이 소요되고 평가사는 동산, 부동산, 무형자산평가 등 각 영역에서 전문적인 지식과 경험을 가져야 한다.

**IV. 시산가액의 조정 및 구성요소별 배분방법**

**1. 개설**

시산가액이란 대상물건의 감정평가액을 결정하기 위하여 각각의 감정평가방법을 적용하여 산정한 가액을 말하며, 시산가액의 조정이란 각 시산가액을 비교 대조하여 그들 사이에 차이가 있을 경우 통일적·일관적인 가격을 구성하도록 조화시키는 작업을 말한다. 감칙 12조에 근거하며 3면등가의 한계, 평가방식의 특징과 유용성에 따른 한계, 상관·조정 원리로 필요하다.

**2. 기업가치의 시산가액의 조정**

**(1) 원칙**

감칙 제24조 3항 및 실무기준에서는 기업가치의 주된 감정평가방법으로 수익환원법을 규정하고 있다. 이는 기업의 본질적인 가치는 기업의 향후 창출할 수 있는 미래현금흐름의 현재가치라는 측면에서 기업가치를 감정평가하는 방법이다.

**(2) 예외**

기업가치를 감정평가할 경우에도 어느 한가지의 감정평가방법에 의존하는 것은 바람직하지 않다. 기업가치를 감정평가할 때 특별한 이유가 없는 한 수익환원법, 원가법, 거래사례비교법의 3가지 방법을 모두 고려하여야 적정한 기업가치를 산출할 수 있다. 수익환원법을 배제하는 방법으로서 다른 방법의 적용을 의미하는 것보다는 여러 방법을 병용하고, 합리성의 검토 과정을 통하여 전문가적인 판단을 사용하여 대상기업의 특성 등을 고려하여 가장 적합하다고 판단되는 하나 또는 둘 이상의 평가방법을 사용하여 적정한 기업가치를 산출하여야 할 것이다.

**3. 구성요소별 배분방법**

**(1) 이론적 배분방법**

이론적으로 가치를 구성요소별로 배분하는 방법에는 비율법과 공제법이 있다. 비율법은 구성요소별로 가치비율을 알 수 있는 경우 적용하는 방법이며, 공제법은 다른 구성요소의 가치를 알 수 있는 경우 전체가치에서 공제하여 필요한 구성요소의 가치를 구하는 방법이다. 기업가치의 평가의 경우 개별적 구성요소의 가치비율을 판단하기 어려운바, 공제법이 적정한 것으로 판단된다.

**(2) 유형자산과 무형자산의 배분**

유형자산의 경우 개별자산의 가치를 구하는 것이 상대적으로 용이한 점을 고려할 때 전체 기업가치에서 유형자산의 가치를 공제하여 무형자산의 가치를 구할 수 있다.

### (3) 자기자본가치와 타인자본가치의 배분

자기자본가치는 기업가치에서 타인자본가치를 공제하여 산정한다. 비상장주식을 감정평가하기 위해서는 우선적으로 기업가치를 감정평가한 후 타인자본의 가치인 부채의 가치를 차감하여 산정된 자기자본의 가치를 발행주식수로 나누어 산정한다. 비상장주식가치를 구하기 위해서는 자기자본가치와 타인자본 가치를 배분할 필요가 있다.

## V. 결

오늘날 감정평가수요가 다양해짐에 따라 감정평가업계는 이에 대한 대비가 필요하다. 특히, 지식정보사회로의 이행 등에 따라 기업가치, 무형자산, 지식재산권 등의 평가수요가 증가하고 있다. 감정평가업계는 실무기준에서 기업가치 등에 대한 방법을 규정하고 있으며, 기업가치평가는 비상장주식 평가에서도 주요한 평가요소이다. 정확한 기업가치 평가를 위해서는 3방식을 통한 가치산정후 시산가액 조정이 요구된다. 감정평가사는 이에대한 평가방법과 이론적 배경에 대한 지식이 필요하다.

우리나라의 감정평가사 집단은 기업가치평가 시장에서 매우 경쟁력 있는 전문가 집단이라 할 수 있다. 왜냐하면 과거 수십 년간 자산재평가업무 등 각종 자산평가 실무경험을 통한 기업가치평가의 전문성이 이미 확보되어 있기 때문이다. 다만 이러한 바탕위에 미래 예상수익의 정교한 분석기법이나 내재가치 탐구에 대한 부단한 연구개발과 데이터베이스 구축이 있어야 할 것이다.

[문제 2] 감정평가사 甲은 乙주식회사가 소유한 △△동 1번지 소재 업무용빌딩과 △△동 1-1번지 나지상태의 토지에 대하여 재무보고목적의 감정평가를 진행하려 한다. 다음 물음에 답하시오. (30점)

- 1) 본건 감정평가의 기준가치는 무엇인지 그 개념에 관해 설명하고, 시장가치 기준원칙과의 관계에 관해 설명하시오. (10점)
- 2) 甲은 △△동 1번지 소재 업무용빌딩에 대하여 할인현금흐름분석법(discounted cash method)을 적용하려 한다. 이 때 적용할 할인율(discount rate)과 최종환원율(terminal capitalization rate)을 설명하고, 업무용 부동산시장의 경기변동과 관련하여 양자의 관계를 설명하시오. (15점)
- 3) △△동 1-1번지 토지에 대하여 공시지가기준법을 적용하여 시점수정, 지역요인 및 개별요인의 비교 과정을 거쳐 산정된 가액이 기준가치에 도달하지 못하였다고 가정할 경우 공시지가기준법에 따라 甲이 실무적으로 보정할 수 있는 방법에 관해 설명하시오. (5점)

**What? Why? How?**

- 1) 물음 1) 공정가치와 시장가치, 물음 2) 할인율과 최종환원율 비교, 물음 3) 그밖의 요인보정이 포인트입니다.
- 2) 2016 주요논점 (21, 재무보고평가(공정가치 주체, 시장가치와의 차이)(★★), 11, 환원율(할인율과의 비교, 산정방법)(★★), 10, 공시지가기준법 (문제점 및 개선방안)(★★)) 모두 강조했던 논점들입니다.
- 3) 물음 1) 기준가치와 시장가치의 차이점이 기술되면 됩니다.
- 4) 물음 2) 기출 13회 관련논점입니다. 부동산시장의 경기변동과 연관해서 기술하는 것이 포인트입니다. 경기와 환원율이 역의 관계임을 포인트로 기술하면 될 듯 합니다.
- 5) 물음 3) 기출 24회 관련논점입니다.

**I. 서**

기준가치란, 감정평가의 기준이 되는 가치로서 감칙 5조에서는 시장가치를 원칙으로 하되, 예외적으로 시장가치외의 가치를 규정하고 있다. 시장가치외의 가치의 예로서는 특수가치, 투자가치 등이 있다. 재무보고평가는 공정가치를 기준가치로 규정하고 있는바, 공정가치와 시장가치의 동일성 여부가 문제시 된다. 수익성 부동산에 대한 수요가 증대하고 있어 적정한 시장가치를 구하기 위해서는 할인현금흐름분석법의 적용이 중요하다. 이 경우 할인율과 최종환원율의 결정이 중요한 바, 양자의 관계를 검토할 필요가 있다. 감칙 14조에서는 토지평가시 공시지가기준법을 규정하고 있으나, 이는 시장가치를 반영하지 못하는 문제가 있다. 이를 해결하기 위하여 개정 감칙에서는 명시적으로 그밖의 요인 보정 절차를 규정하고 있는바, 이를 검토하고자 한다.

**II. 본평가시 기준가치와 시장가치와의 관계<sup>2)</sup>**

**1. 개설**

본건은 재무보고평가로서, 실무기준에서는 재무보고평가는 공정가치를 기준가치로 규정하고 있다. 재무보고평가는 기업 등의 자산이나 시설 등에 대하여 「외감법」의 회계처리기준에 따라 공정가치의 추정을 위한 것으로서, 일반적인 감정평가가 시장가치를 기준으로 감정평가(감칙 5조)하는 것과는 달리 공정가치를 기준으로 감정평가하는 것을 원칙으로 한다.

**2. 시장가치 및 공정가치의 개념**

2) 감정평가실무기준 해설서 (I), p596

**(1) 시장가치**

시장가치란 토지등이 통상적인 시장에서 충분한 기간 거래를 위하여 공개된 후 그 대상물건의 내용에 정당한 당사자 사이에 신중하고 자발적인 거래가 있을 경우 성립될 가능성이 가장 높다고 인정되는 대상물건의 가액을 말한다.

**(2) 공정가치**

공정가치는 한국채택국제회계기준에 따라 자산 및 부채의 가치를 추정하기 위한 기본적 가치기준으로서 합리적인 판단력과 거래의사가 있는 독립된 당사자 사이의 거래에서 자산이 교환되거나 부채가 결제될 수 있는 금액을 말한다.

**3. 차이점<sup>3)</sup>**

**(1) 특정이익의 반영**

공정가치는 자산을 교환하고자 하는 특정한 양 당사자 간에 합리적으로 합의하여 결정된 가격을 말한다. 당사자 사이에 서로 특별한 관계가 없이 정상적인 거래를 하면 되므로, 자산은 광범위한 시장에 판매될 필요가 없다. 따라서 합의된 가격은 일반적인 시장에서 보다는 관련 당사자가 보유한 권리에 대한 특정 이익(혹은 손실)을 반영한 결과가 된다.

**(2) 광범위한 개념**

회계기준에서 사용하는 공정가치 개념은 일반적으로 감정평가분야에서 사용하는 시장가치와 유사한 개념이지만, 공정가치는 시장가치보다 광범위한 개념이다. 공정가치는 기업체의 지분 취득을 위한 가격산정에 흔히 적용된다. 특정 당사자 사이에서만 발생하는 특수한 증분가치는 해당 당사자 간에는 공정한 가격일 수 있으나, 일반시장에서 형성되는 가격과는 다를 수 있다. 시장가치는 이와 같은 특수가치(결합가치)의 요소를 배제한다.

**(3) 검토**

공정가치는 시장에 근거한 자료를 바탕으로 여러 가지 가정을 하여 평가하는 가치로 시장가치와 유사하나 시장가치 외의 가치 등이 포함되는 시장가치보다 광범위한 개념이다.

**Ⅲ. 할인율과 최종환원율의 관계**

**1. 개설**

할인현금흐름분석법은 대상물건의 보유기간에 발생하는 복수기간의 현금흐름과 보유기간 말의 복귀가액에 적절한 할인율을 적용하여 현재가치로 할인한 후 더하여 대상물건의 가액을 산정하는 방법을 말한다. 복수기간의 현금흐름에 적용하는 할인율과 복귀가액을 산정하기 위해 적용하는 최종환원율은 차이가 있다.

**2. 할인율과 최종환원율의 관계**

**(1) 개념**

할인율이란 미래의 현금흐름을 현재가치로 환산하기 위하여 적용하는 수익률로 투자자가 어떤 투자안에 투자를 하기 위한 최소한의 요구수익률이다. 환원율은 순수익을 기준시점의 경제적 가치로 환산하기 위하여 적용하는 적정한 율이며, 최종환원율은 기간 말 재매도가액을 추계하기 위해서 기간 말의 순수익에 적용되는 환원율을 의미한다.

3) 경영수 평가사님 감정평가론 4판 (P817) : 공정가치는 보고기간 말 현재의 시장상황을 반영하여야 하며, 매각이나 다른 형태의 처분으로 발생할 수 있는 거래원가를 차감하지 않고 산정한다라고 규정하고 있다. 시장가치와 매우 유사한 개념이나 일정한 차이가 있다.

**(2) 차이점**

**1) 대상소득 및 성격**

할인율은 복수기간의 현금흐름을 대상으로 하고 수익률(yield rate)의 성격을 가지며, 최종환원율은 보유기간말 순수익을 대상으로 하고 소득률(Income rate)의 성격을 가진다.

**2) 고려 요인**

최종환원율은 장래 수익에 영향을 미치는 요인의 변동예측과 예측에 수반한 불확실성을 포함하며, 할인율은 환원율에 포함되는 변동예측과 예측에 따른 불확실성 중 수익예상에서 고려된 연속하는 복수기간에 발생하는 순수익과 복귀가액의 변동예측에 관계된 것을 제외한 것이다.

**3) 산정방법**

환원율은 시장추출법·요소구성법·투자결합법·엘우드법·부채감당법 등을 사용하여 산정하고, 할인율은 시장추출법, 투자자조사법, 요소구성법 등을 사용하여 산정한다. 최종환원율은 환원율에 장기위험프리미엄·성장률·소비자물가상승률을 고려하여 결정되며 일반적인 환원율보다 불확실성이 높아 높게 산정된다.

**(3) 업무용 빌딩의 경기변동시**

**1) 할인율과 최종환원율의 관계**

사안의 경우 업무용 빌딩을 DCF법으로 구하고자 한다. 매기 복수기간의 현금흐름에는 할인율이 적용되고, 기간말 복귀가액 산정시 최종환원율이 적용된다. 환원율은 할인율에 회수율을 고려한 개념이며, 최종환원율은 불확실성이 높으므로 일반적인 환원율보다 높게 산정된다.

**2) 경기의 변동에 따른 양자의 관계**

할인율 및 환원율은 위험을 고려하여 산정하는바 경기변동과 역의 관계를 가진다.

경기하락이 예상되는 경우 기간초의 가치가 점점 하락하여 재매도시 애초의 총투자액을 회수하지 못한다면 소득흐름의 일부는 자본회수에 충당해야 한다. 이때 최종환원율은 할인율보다 크며, 둘의 차이가 자본회수율이다.

경기상승이 예상되는 경우 기간초의 가치보다 재매도액이 상승하여 보유기간말에 부동산가치가 상승할 것이라고 기대하는 경우에는 환원율이 할인율보다 작고, 이때 회수율은 (-)가 된다.

**IV. 그밖의 요인 보정**

**1. 공시지가기준법**

**(1) 개념**

공시지가기준법이란 감정평가의 대상이 된 토지와 가치형성요인이 같거나 비슷하여 유사한 이용가치를 지닌다고 인정되는 표준지의 공시지가를 기준으로 대상토지의 현황에 맞게 시점수정, 지역요인 및 개별요인 비교, 그 밖의 요인의 보정을 거쳐 대상토지의 가액을 산정하는 감정평가방법을 말한다.

**(2) 문제점**

표준지공시지가는 적정가격을 구하는 것을 원칙으로 하지만, 표준지공시지가는 과세의 기준이 되며 정책가격의 성격을 가지고 있어 시장가치를 반영하지 못하고 있다. 감정평가는 시장가치를 기준으로 산정해야 하므로 표준지공시지가와의 격차는 그 밖의 요인으로 보정해야 한다.

**2. 그밖의 요인 보정**

**(1) 개념**

그 밖의 요인이란 시점수정, 지역요인 및 개별요인의 비교 외에 대상토지의 가치에 영향을 미치는

요인이다. 공시지가기준법에 의한 감정평가액이 시점수정, 개별요인 및 지역요인 비교를 거쳤음에도 불구하고 기준가치에 도달하지 못하는 경우가 발생할 수 있다. 그 밖의 요인의 보정은 일반적으로 이러한 격차를 보완하기 위하여 실무적으로 행하는 절차이다.

## (2) 보정 타당성

감정평가 본질은 시장가치 판정에 있다고 할 것이므로 표준지 공시지가가 시장가치와 괴리가 있는 경우 그밖의 요인 보정을 통해 시장가치를 산정할 수 있다. 판례도 그밖의 요인 보정을 인정하고 있으며, 개정 감칙 및 감정평가 실무기준에서는 그동안 의견대립이 있었던 그밖의 요인 보정의 타당성 문제를 명시적으로 인정하고 있다.

## IV. 결

감정평가의 본질은 시장가치를 구하는 것이다. 사안에서는 재무보고평가를 목적으로 하고 있으며 이 경우 공정가치를 기준가치로 한다. 공정가치는 시장가치와 유사한 개념이나, 개념적 차이가 있음에 유의해야 한다.

수익성 부동산 평가시 할인현금흐름분석법을 적용할 경우 현금흐름, 할인율, 최종환원율 결정이 중요하다. 일반적으로 환원율은 할인율에 회수율을 고려한 개념이며, 최종환원율의 경우 불확실성이 높아 기초환원율보다는 높게 산정된다. 할인율 및 환원율을 경기변동과 역의 관계에 있음에 유의해야 하며, 재매도가치의 변동에 따라 최종환원율이 달라질 수 있다.

공시지가기준법의 한계를 보완하기 위하여 그밖의 요인 보정 절차를 명시적으로 규정하고 있으며, 개정법률에서는 적절한 실거래가를 기준으로 평가할 수 있도록 규정되는바, 이를 통해 공시지가기준법의 한계를 보완할 수 있을 것이다.

[문제 3] 사회가 발전하면서 부동산의 가치가 주위의 여러요인에 따라 변동하게 되었는데, 소음·환경오염 등으로 인한 토지 등의 가치하락분에 대한 감정평가와 관련하여 다음 물음에 답하십시오. (20점)

- 1) 가치하락분 산정의 일반적인 원리와 가치하락분의 제외요인 및 포함요인에 관해 설명하고, 부동산 가격 제원칙과의 연관성에 관해 논하십시오. (15점)
- 2) 스티그마(STIGMA) 효과의 개념 및 특징에 관해 설명하십시오. (5점)

**What? Why? How?**

1) 3기 조망권 평가 문제를 다룰 때 업계에서는 오염부동산 평가가 더 이슈라고 반드시 정리하시라고 말씀드린 논점입니다.  
3기 5주차 자료 (※ 추가학습 : 오염부동산, 스티그마)

2) 오염부동산은 업계에서 논문이 많이 나오고 있는 논점이며, 기출 (16회, 25회) 된 논점입니다.

3) 물음 1) 중 일반적인 원리와 제외요인, 포함요인은 S+, 실무기준 해설서에 그대로 나와 있는 논점입니다.

4) 부동산 가격제원칙은 논리에 맞게 기술할 수 있으면 모두 답이 될 수 있습니다.  
(3기 가격제원칙 연습문제 : 3기 5주차 3번문제)

5) 물음 2) 경우 S+, 실무기준 해설서에 그대로 나와 있는 서브형 논점입니다.

**I. 서**

환경문제에 대한 사회적 관심과 부동산을 둘러싼 사회적, 경제적, 행정적 여건의 변화는 부동산 가치에 영향을 미치는 외부효과성에 대하여 지속적인 관심을 증대시켜 왔다. 이러한 관심의 증대는 부동산 소유자, 임차인, 금융기관 등으로 하여금 부동산 가치평가의 전문가인 감정평가사에 대하여 외부환경이 부동산 가치에 미치는 영향을 보다 정치하게 분석할 것을 요구하고 있으며, 대체로 부정적 외부환경에 의한 부동산 가치하락이 주요 관심의 대상이다.

감칙 25조에서는 소음등으로 인한 가치하락분에 대한 평가를 규정하고 있다. 감정평가사는 이러한 가치하락분에 대한 원리와 포함요인, 제외요인을 명확히 인지하고 있어야 하며, 가격제원칙을 활용하여 평가할 경우 이를 반영해야 한다. 또한, 스티그마 효과를 이해하고, 이에 대한 평가방법을 연구할 필요가 있다.

**II. 가치하락분 평가와 가격제원칙**

**1. 가치하락분 산정의 일반적인 원리**

**(1) 일반적인 원리**

가치하락분은 결국 소음등이 발생하기 이전과 이후의 차이를 의미하므로, 소음등이 발생하기 전 대상물건의 가치에서 소음등이 발생한 후 대상물건의 가치를 차감하여 산정한다.

$$\text{소음등으로 인한 토지등의 가치하락분} = \text{소음등이 발생하기 전 대상물건의 가치} - \text{소음등이 발생한 후 대상물건의 가치}$$

**(2) 감정평가방법**

소음등의 발생 전과 발생 후의 대상물건의 가액은 거래사례비교법에 의한 비준가액이나 수익환원법에 의한 수익가액으로 산정한다. 즉, 소음등의 발생 전·후에 대한 가치 산정은 거래사례비교법과 수익환원법이 적용된다.

가치하락분을 원가법으로 감정평가할 경우에는 소음 등을 복구하거나 관리하는 비용의 산정과 함께 원상회복이 불가능한 가치하락분을 고려하여 감정평가한다.

## 2. 가치하락분의 포함요인과 제외요인

가치하락분은 객관적인 가치하락분을 대상으로 한다. 즉, 관련법령 등에 따른 허용사항 및 원상회복에 소요되는 비용과 스티그마 효과가 해당된다. 다만, 일시적이거나 정신적인 피해 등 주관적인 가치하락은 가치하락분에 포함되지 않는다. 그러나 소음등으로 인하여 가축이나 생명체에 발생한 피해는 가치하락분에 포함할 수 있다. 이 때에도 소음등 발생 전과 후의 차이에 대한 객관적인 근거는 필요하다 할 것이다.

## 3. 가격제원칙과의 연관성

### (1) 최우효이용의 원칙

최우효이용의 원칙이란, 부동산의 가격은 최우효이용을 전제로 파악되는 가격을 표준으로 하여 형성된다는 원칙이다. 소음·오염등으로 가치하락분이 발생한 경우 대상토지는 최우효이용상태에 있지 않아 낮게 산정된다.

### (2) 예측·변동의 원칙

소음·오염이 있을 경우 가치하락분이 제거되는 시간과 스티그마 효과의 지속 시간 등에 따라 가격이 달라진다. 감정평가시 소음등으로 인한 가치하락분의 지속여부를 고려하여 평가하여야 한다.

### (3) 균형·기여의 원칙

소음·오염 등으로 인하여 내부구성요소들간의 적절한 균형을 이루기 어려우며 오염된 상태의 요소가 기여하는 공헌도가 낮은 점을 고려하여 평가하여야 한다.

### (4) 수요·공급 및 대체의 원칙

소음·오염 등으로 가치하락분이 있는 부동산의 경우 시장에서의 수요가 낮을 것이며, 대체관계에 있는 부동산보다 효용이 낮을 것이다. 감정평가시 이를 고려하여야 한다.

### (5) 외부성의 원칙

소음·오염이 있는 경우 이는 대상부동산 뿐만 아니라, 인근 부동산에도 영향을 미친다. 이 경우 경제적 감가가 발생할 수 있는 바, 감정평가시 이를 고려하여야 한다.

※ 배점상 가격제원칙은 3개 정도 기술하면 무난합니다. 가격제원칙은 문제에 맞게 기술할 수 있다면 모두 답이 될수 있다고 생각합니다.

## III. 스티그마효과의 개념과 특징

### 1. 스티그마효과의 개념

- 1) 일반적으로 스티그마는 환경오염의 영향을 받는 부동산에 대해 일반인들이 갖는 ‘무형의 또는 양을 쟁 수 없는 불리한 인식’을 말한다. 즉, 스티그마는 환경오염으로 인해 증가되는 위험(risk)을 시장참여자들이 인식함으로 인하여 부동산의 가치가 하락되게 되는 부정적인 효과를 의미한다.
- 2) 스티그마는 무형적이고, 심리적 측면이 강하며, 언제 나타날지 모르는 건강상의 부가적인 위험 요소에 대한 대중의 염려·공포에서부터 현재로서는 기술적 한계 등으로 인하여 알려지지 않은 오염피해에 대한 우려까지 부동산의 가치에 영향을 주는 모든 무형의 요인들을 포함한다.

### 2. 스티그마 효과의 특징

- 1) 오염 정화 전의 스티그마 감가는 정화 후의 스티그마보다 크다.
- 2) 주거·상업·공업용지의 스티그마 감가는 주거용지에서 가장 크고, 공업용지에서 가장 작다.
- 3) 스티그마 감가는 오염원으로부터 멀어짐에 따라 감소한다.
- 4) 오염 정화 후 남게 되는 스티그마는 시간이 경과함에 따라 감소하고 소멸한다.

#### IV. 결

최근 오염부동산에 대한 평가수요가 증대하고 있으며, 오염부동산 평가시 가치하락분에 대한 평가는 물론 스티그마 효과에 대한 고려가 필요하다. 감정평가사는 소음 등으로 인한 가치하락분을 명확히 판단하여 3방식을 적용하여 가치를 산정해야 한다. 또한, 가격제원칙을 활용하여 가치하락분을 고려할 수 있어야 한다. 스티그마 효과를 고려하는 방법으로는 HPM법과 CVM법이 있으며, 이를 활용하여 객관적인 가치하락분을 반영할 수 있을 것이다.

최근 사회·경제·법제도·금융 등의 급속한 변화는 평가수요와 평가방법의 다양화를 요구하고, 이의 적용을 강요하고 있다. 이러한 점에서 다양한 방법으로 평가하고 시산가격을 조정해야 하며, 새로운 평가방법에 대한 끊임없는 개발과 습득이 요구된다.

**【문제 4】 한국은행 기준금리가 지속적으로 인하되었다. 금리인하가 부동산시장에 미치는 영향에 관해 설명하시오. (10점)**

**What? Why? How?**

- 1) 2016 주요논점 (8. 이자율 하락과 부동산시장, 자본시장(★))에서 예상한 논점입니다.
- 2) 부동산 시장에 미치는 영향은 작년과 같은 유형입니다.
- 3) 기출 10회(이자율 상승이 부동산시장에 미치는 영향) 유사문제입니다.
- 4) 부동산 시장에 미치는 영향은 일반적으로 단기, 장기 관점에서 접근하시면 됩니다.
- 5) 수요, 공급에 관한 논점은 그래프를 활용하셔도 좋습니다.
- 6) 이자율 하락은 4사분면모형을 통해 설명하셔도 무방합니다.

**I. 개설**

부동산 가치발생요인에 의해 발생한 부동산 가격은 가치형성요인의 영향을 받아 무단히 변동한다. 부동산 가치형성요인은 사회적, 경제적, 행정적 요인으로 구분된다. 금리변화는 경제적 요인의 변화로서 이로 인하여 부동산 시장의 수요와 공급의 변화, 부동산 가격의 변화를 야기시키게 되며, 감정평가사는 이러한 시장의 변화를 고려하여 적절한 가치판단을 하여야 할 것이다.

**II. 금리인하가 부동산 시장에 미치는 영향**

**1. 개요**

합리적인 투자자는 부동산시장과 자본시장간의 상호관련 속에서 대상 부동산의 경쟁적 위치를 확인하고 치열한 수익률 계산 끝에 최선의 결정을 내리게 된다. 이러한 시장 간의 상호관계 속에서 가장 중요한 **매개변수의 역할**을 수행하는 것이 금리이다.

**2. 금리인하가 부동산시장에 미치는 영향**

**(1) 단기분석(수요분석)**

금리는 자금의 이용을 위한 연간 **기회비용**을 의미한다. 금리가 인하한다면 자금을 이용하기 위한 기회비용이 종전보다 작아진다. 따라서 부동산에 투자수익율이 상대적으로 커지게 되며, 이로 인해 자금이 자본시장(주식, 채권시장)에서 부동산시장으로 몰리고 부동산 수요증가로 부동산 가치가 상승할 개연성이 커지게 된다.

**(2) 장기분석(공급분석)**

장기분석은 부동산의 공급측면을 고려해야 하므로 장기에 부동산 **공급탄력성** 감안한 분석이 요구된다. 단기에는 물리적 공급은 부증성이라는 부동산만이 갖는 특수한 특성에 의해 완전 비탄력적이고, 용도의 다양성에 의한 경제적 공급 또한 원활히 작동되지 않아 금리의 영향이 수요에 비해 적게 미치지만 공급자의 투자비용 하락으로 공급 증가를 가져오기도 한다. 장기에는 금리의 하락은 공급에 있어서 부동산 투자개발에 있어서 기회비용 등을 하락시켜 **공급 증가**를 가져온다.

**3. 4사분면 모형을 통한 검토**

**(1) 금리의 변화**

금리의 변화는 제2사분면에서의 환원이율의 변화를 초래하여 환원이율곡선을 회전하게 한다. 금리가 인하되면 부동산에 대한 최저요구수익률이 하락하게 되며, 환원이율곡선을 시계반대방향으로 회전시킨다.

**(2) 부동산시장에 미치는 영향**

환원율이 낮아짐에 따라 자산가격은 상승하고 신규건축은 증가하게 된다. 그러므로, 재고도 증가하고 임대료는 하락하게 된다. 결국 균형점에서의 임대료는 하락하고, 가격, 신규공급, 재고는 증가하게 된다.

p.s. 올해 느낀점

- 1) 기본 논점이 중요하다. (기본서 한권 충실 + 답안작성 요령)
- 2) 감칙, 실무기준 관련 규정은 반드시 숙지해야 한다. 특히 올해는 실무기준 해설서 내용이 많이 출제되었다. (S+에 다 있기는 합니다. ^^)
- 3) 기출문제가 중요하다. 반복해서 응용되어 나온다. (기출문제는 곧 예상문제임)

SPECIAL P.S.

이론의 특성상 정답은 없습니다.

저와 다른 답안을 쓰고 좋은 점수로 합격할 수도 있습니다.

이론 점수는 정말 나와봐야 압니다.

이렇게 접근할 수도 있구나 정도로 생각하세요.

그동안 고생 많이 하셨습니다.

합격하시고, 꼭 연락주세요. 그땐 진로상담 도와드리겠습니다. ^^

모두에게 합격의 영광이 함께하시길 간절히 기원합니다.