

세무와회계저널
제10권 제3호 2009년 9월 pp.303~328
한국세무학회

비상장주식 평가시 비교평가법 적용의 한계점*

기승도** · 김영철*** · 고종권****

<요 약>

현행 「상속세 및 증여세법」상 비상장주식 평가법은 보충적 평가방법(이하 보충법)과 국세청 평가심의 위원회에 의한 유사상장법인 주가 비교평가방법(이하 비교평가법)으로 나누어 볼 수 있다. 비교평가법이란 보충법이 비합리적이며, 평가액이 실체가치보다 저평가 되었거나 고평가 되었다는 논란에 대한 개선책으로 제시된 평가법으로써 과세형평 및 납세자와의 마찰소지를 축소하고자 2005년 1월 1일 이후 상속이 개시되거나 증여하는 비상장 중소기업 주식에 대하여 납세자 신청과 평가심의위원회의 적용요건이 충족되는 여부에 따라 적용가능한 평가법이다. 그러나 비교평가법의 적용요건의 엄격함에 의해 비교평가법의 실효성 및 적용요건의 적정성에 대한 의문이 제기 되고 있다.

이에 본 연구에서는 2004년부터 2006년까지 총 3개연도의 비상장법인을 대상으로 비교평가법 적용 제한요건의 적정성을 중심으로 실증분석을 수행하였다.

연구 결과 현저한 차이(30%이상)와 자산요건(70%이상)에 의해 1,458개 기업(1,854개의 기업 중 약 80%)의 기업이 보충적 평가액을 사용해야 하며, 단지 396개 기업(1,854개 기업 중 약 20%)기업만이 적용가능하다. 이때 순자산 요건을 70%, 60%, 50%로 변동시키고, 현저한 차이요건은 30%에서 10%까지 5%단위로 변동시켰을 경우 적용기업의 표본수와 변동률을 측정해 본 결과 최소 27%에서 최대189%정도 증가되는 것을 볼 수 있었다. 추가적으로 동일 변동 하에 현저한 차이에 의한 추가적 증분비율이 순자산요건에 의한 증분비율보다 큰 것을 확인할 수 있었다. 본 결과로 순자산 요건에 비해 현저한 차이요건이 보다 엄격하게 설정되어 있음이 확인되었다.

<주제어> 비상장주식, 보충적 평가방법, 유사상장법인 주가 비교평가방법, 적용요건

* 본 논문은 제1저자의 한양대학교 행정대학원 석사학위논문에 기초하여 수정 보완한 것입니다.

** 세무사기승도사무소, ctaksd@hanmail.net, 02-464-1235, 제1저자

*** 한양대학교 박사과정, kyc7902@hanyang.ac.kr, 010-9177-6534, 공동저자

**** 한양대학교 경영학부 교수, jkko@hanyang.ac.kr, 02-2220-1042, 교신저자

I. 서 론

급속하게 변하는 경제 환경 속에서 국내외 기업의 인수와 합병, 그리고 주식의 양도와 양수 거래가 과거에 비해 빈번하게 발생하고 있다. 기업의 인수와 합병, 주식의 양수도 거래와 관련하여 공평과세 또는 공정과세를 목적으로 하는 조세법상 핵심적인 과제가 주식가치의 평가이다. 거래 관련 주식에 대한 적정한 평가는 인수와 합병, 주식의 유상양도, 주식의 상속 및 증여시 법인세, 소득세, 그리고 상속세와 증여세의 산정 과정에서 과세가액을 적절히 산정하는데 핵심적인 역할을 담당한다. 현재 유가증권 및 코스닥 상장기업들의 경우 자본시장에서 자유롭게 거래가 이루어지므로 주식평가와 관련한 문제점이 적은 게 사실이다. 그러나 상장되지 않은 주식 및 출자 지분(이하 “비상장주식”이라 한다)과 같이 시가가 존재하지 않은 경우 주식평가의 필요성이 보다 절실하며 주식평가와 관련된 여러 가지 문제점이 제기되고 있다.

현행 상속세법에서는 비상장주식 평가에 대하여 청산가치를 전제로 한 순자산가치와 계속기업을 전제로 한 순손익가치를 가중평균하여 평가하도록 규정하고 있다(이를 “보충적 평가방법”이라 한다. 이하 보충법). 그러나 이런 보충법은 비상장주식을 적정하게 평가하는데 있어서 비합리적이라는 주장과 함께 평가액이 실제 가치를 왜곡(저평가 또는 고평가) 시킨다는 논란이 계속되고 있다. 예를 들어 이우택(2003)은 주식 평가와 관련된 분쟁에 대해 국세청 법무심사국에서 심사 결정한 내용을 중심으로 55건의 불복사건을 수집하여 납세자와 과세자의 평가액이 어떻게 채택되고 있는지 여부를 조사한 결과, 납세자와 과세자가 주장하는 주식평가액의 차이가 50% 이상이 되는 사례가 40건(72.7%)에 이르고 있음을 보고하였다.

과세당국은 보충법에 대한 대안으로 과세형평 및 납세자와의 마찰소지를 축소하고자 2005년 1월 1일 이후 상속이 개시되거나 증여하는 비상장 중소기업 주식에 대하여는 납세자의 신청을 받아 국세청에 설치된 평가심의위원회¹⁾에서 개별기업의 특성에 맞는 다양한 방법에 의하여 평가를 할 수 있는 근거를 신설하여 평가대상기업과 업종·자본금·매출액 등을 감안한 유사상장·등록법인의 주가와 비교평가 할 수 있도록 하였다(이하 비교평가법). 그러나 비교평가법은 비상장 중소기업 주식으로서 보충법에 의한 주식평가가 불합리하다고 인정될 때 적용이 가능하다. 즉, 보충법에 의한 평가가액과 비교평가법에 의한 평가가액이 30%이상 현저한 차이가 존재해야 하며(이하 현저한 차이요건), 비교평가법에 의한 평가가액이 평가대상기업 1주당 순자산의 70%이상이어야 하는 조건(이하 순자산 요건)이 충족되는 경우 비교평가법에 의한 주식 평가가액을 적용하는 것이 가능하다.

지금까지 비교평가법에 대한 연구는 주로 평가방법의 적정성 검증에 대해 이루어졌다. 김광윤·

1) 국세청장은 비상장 중소기업이 발행한 주식 및 기타 재산을 공정하고 객관적으로 평가하기 위하여 국세청에 평가심의위원회를 설치한다. 평가심의위원회는 위원장과 10인 이내의 민간인위원으로 구성한다. 위원장은 국세청장이 소속 3급 또는 4급 공무원 중에서 임명하는 자로 하고, 민간인위원은 변호사·회계사·세무사·감정평가사 및 그밖에 기업의 인수·합병과 관련하여 학식과 경험이 풍부한 자 중에서 국세청장이 위촉한다. 민간인 위원의 임기는 1년으로 하되, 1년에 한하여 연임할 수 있다.

정우승(2007)은 비교평가법에 의한 평가액이 보충법 평가액에 비해 실제주가와 관련하여 추정오차가 작다는 실증결과를 제시하였고, 이를 바탕으로 비교평가법이 보충법이 갖는 과소 또는 과대평가의 오류를 상당부분 해소하는 것으로 보고하였다. 그러나 이병철·김완일(2007)은 2005년의 비상장법인을 대상으로 비교평가법의 제한요건의 타당성을 검증해본 결과 단지 98개 기업만이 비교평가법에 의한 평가액을 적용할 수 있다는 점을 들어 제한요건과 관련된 문제점을 지적하였다.

본 연구는 2005년 1월 1일 이후 적용되는 비교평가법의 제한요건(현저한 차이요건, 순자산 요건)이 적정한지에 대해 분석하였다. 2004년부터 2006년까지 3년간 비상장법인 자료를 이용하여 보충법 평가가 불합리하다고 판단될 경우 비교평가법을 적용할 수 있는 기업의 분포와, 비교평가법의 제한요건을 완화하는 경우 기업의 분포에 대해 비교분석하였다. 분석 결과 두 가지 제한요건 가운데 보충법에 의한 평가액과 비교평가법에 의한 평가액간의 현저한 차이요건이 비교평가법 적용대상 법인의 여부를 결정하는데 주요한 요인으로 나타났으며, 현저한 차이요건을 10% 수준까지 완화하는 경우 순자산요건에 관계없이 비교평가법 적용이 가능한 기업수가 최대 2배 이상 증가하는 것으로 나타났다. 본 연구의 결과는 비교평가법의 취지를 적절히 실현하고 조세평등주의에 입각한 조세법 확립을 위한 실증 정보를 제공할 수 있을 것으로 기대된다.

본 연구는 다음과 같이 구성되어 있다. 2장에서는 보충법과 비교평가법의 일반적 개념 및 선행연구를 검토한다. 3장에서는 연구 설계 및 표본을 정의한다. 4장에서는 실증분석을 수행하고 마지막으로 5장에서는 실증분석을 바탕으로 결론 및 한계점을 도출한다.

II. 비상장주식 평가제도에 관한 일반적 고찰 및 선행연구 검토

1. 평가제도의 의의

상속세법상 재산의 평가원칙은 평가기준일(상속개시일 또는 증여일) 현재의 시가에 의하도록 하고 있다(상증세법 제60조 제1항). 여기서 시가란 불특정다수인 사이에 자유로이 거래가 이루어지는 경우에 통상 성립된다고 인정되는 가액으로 하며, 평가기준일 전후 6월 이내(증여재산의 경우에는 3월 이내)의 기간 중 매매·감정·수용·경매 또는 공매가 있는 경우에 매매사례가액·감정가액·보상가액·경매가액 또는 공매가액 등도 시가로 보도록 하고 있다.

그러나 감정가액을 적용함에 있어서 비상장주식의 경우에는 비상장법인이 보유하고 있는 개별자산에 대한 감정가액은 인정되나 비상장주식 자체에 대한 감정가액은 시가로 인정되지 않는다(상증세법 제60조 제2항, 시행령 제49조). 또한 시가를 산정하기 어려운 경우에는 당해 재산의 종류·규모·거래상황 등을 감안하여 보충적 평가방법에 의하여 평가한 가액에 의하도록 하고 있다(상증세법 제60조 제3항, 제63조 제1항). 이에 따라 주식가액의 시가 산정이 어려운 비상장법인의 주식은 보충법에 의하여 평가하는 것이 대부분이다.

비상장주식에 대한 보충법은 법인의 분식 등 회계 관행 등을 감안할 때 기업의 실질가치에 비해 과대 또는 과소평가되고 있는 문제점이 그간 지적되어 왔다. 보충법의 과소·과대평가의 문제점에 대한 개선책으로 과세형평 및 납세자와의 마찰소지를 축소하고자 2005년 1월 1일 이후 상속이 개시되거나 증여하는 비상장 중소기업 주식에 대하여는 납세자의 신청을 받아 국세청에 설치된 평가심의위원회에서 개별기업의 특성에 맞는 다양한 방법에 의하여 평가 또는 평가방법을 제시할 수 있는 근거를 신설하여 보충법에 의한 납세자의 피해를 최소화 할 수 있도록 하였다.

2. 선행연구의 검토

비상장주식 가치평가에 관한 선행연구는 상속세 및 증여세법상 평가방법인 보충법과 비교평가법을 기준으로 2가지 연구흐름으로 나누어 볼 수 있다.

첫 번째 연구흐름은 보충법하의 비상장주식 가치평가에 관한 것으로 주로 보충법에 의해 산출되는 비상장주식가액의 적정성 및 타당성에 관한 연구들이다. 김원길(1996)은 1993년 1월 1일부터 1996년 8월말까지 상장된 89개 상장기업을 대상으로 비상장가격(공모가격으로 산정)과 상장 후 6개월 평균주가를 비교하였다. 분석 결과 대주주 본인과 특수 관계인의 상장차익이 68개사 4,706억 원에 이르는 것으로 나타났으며, 이는 보충법으로 산정된 비상장가액이 저평가 될 수 있음을 나타낸다. 박태승(1998)은 1991년부터 1995년까지 5년간 표본기업 1,655개사를 선정하여 보충법 평가액과 실제주가와와의 차이분석을 하였다. 그 결과 보충법 평가액이 실제 상장주식가격보다 23% 낮게 산정되는 것으로 나타났다. 저평가 원인은 자산 가치와 수익가치를 단순 평균하는데 있다고 보고 대안적 평가법으로 회계변수평가모형(accounting based model : ABM)²⁾을 제시하고 있다. 이은상·이준규(1998)는 1997년 3월말 현재의 상장기업 421개사를 대상으로 1992년부터 1996년까지의 상속세법상 보충적 평가방법에 의한 평가액을 계산하여 그 다음해 3월말의 주가와 비교하였다. 이 연구에서 순자산가치의 측정은 주식발행법인의 장부가액에 의하여 산정하였다. 그 결과 상속세법상 보충적 평가액은 평균적으로 47.48% 과소평가되는 것을 확인되었다. 김권중 등(1998)은 한국 증권거래소에 상장된 기업을 표본으로 하여 1992년부터 1996년의 연초 주가를 이용한 매년말의 상속세법상의 보충적 평가액과 같은 시기의 실제배당락주가를 비교분석하였다. 그 결과 상속세법상 비상장주식의 보충적 평가액은 평균적으로 주식시가의 28.53%가 과소평가되었다는 사실을 확인하였다. 이준규 등(2000a)은 1993년부터 1998년까지의 기간 중 한국증권거래소에 상장된 기업으로서 한신평의 재무자료에 수록된 290개 표본기업을 비상장기업으로 가정하였다. 그 결과 현행 상속세법에 의한 평가액이 시가보다 과대평가되는 것으로 분석하였다. 그 원인은 순 자산 가치와 순 손익가치 중 큰 금액으로 평가하도록 하는데 있는 것으로 보고하였다. 배원기(2000)는 1991년부터 1999년까지 매매거래가 있었

2) 이준규 등(2000b)은 1997년 직전·후를 대상으로 상속세 및 증여세법상 비상장주식의 평가에 있어서 회계변수평가모형(ABM)의 도입가능성을 연구하였으며, ABM평가법을 지지하는 결과를 보고하고 있다. 그러나 배원기(2000)는 ABM평가법에 대해 부정적인 결과를 보고하고 있다.

던 외국인투자기업과 외국인에 의하여 매수된 상장·비상장기업 115개를 표본으로 하여 보충법 평가액과 실제주가의 차이를 비교하여 보충법의 적정성을 알아보았다. 그 결과 2000년부터 적용되는 보충법에 의한 평가액이 실제 매매가격보다 높게 평가된 결과를 초래할 수 있다고 보고하였다. 이정란(2006)은 2000년부터 2004년까지 상장기업의 회계자료와 주가를 이용하여 보충적 평가법의 타당성 및 유사상장법인 비교평가법에 대한 타당성을 검증하였다. 그들은 유사상장법인 비교평가방법을 적용함에 있어서 상증세법상 유사상장법인 비교평가법과는 달리 업종별 평균 주가이익비율(PER)과 주가순자산비율(PBR)을 비교대상 유사상장법인의 PER와 PBR의 대용치로 하였다. 그 결과 유사상장법인 비교평가액은 보충적 평가액에 비하여 실제주가에 대한 과대평가 정도가 현저히 낮은 것으로 보고하였다. 이의경(2007)은 보충법에 의한 비상장주식 평가액의 주가설명력에 대한 실증적 연구를 제시하고 있는데, 연구 결과 과소 또는 과대평가의 문제가 있는 것으로 보고하였고, 김석범(2008) 역시 유사한 결과를 보고하였다.

비상장주식 가치평가의 두 번째 연구흐름은 2005년부터 시행되는 비교평가법의 적정성과 타당성에 관한 연구이다. 이우택·김대식(2005)은 비상장회사의 주식가치를 유사상장회사의 주식가치와 비교 평가하는 방법을 사례분석을 통하여 수행하였다. 그들은 소수의 유사상장회사보다는 가급적 유사한 업종을 많이 포괄하여 최상위 및 최하위 가액을 제외한 평균 가치를 기준으로 비교 평가하는 것이 바람직할 것이라고 주장하였다. 정우승(2005)은 보충법이 갖는 문제점을 해결하기 위하여, 2001년부터 2003년까지 3년간 코스닥등록 중소기업을 대상으로 실제주가와 비교평가법에 기초한 평가가액간의 차이분석을 통하여 비교평가법의 적정성을 분석하였다. 분석 결과 비교평가법에 근거한 평가액이 보충법보다 실제주가에 근접하는 결과를 보고하였으며, 보충법 평가액과 비교평가법에 근거한 평가 간에 통계적으로 유의한 차이가 존재함을 보고하였다. 이병철·김완일(2007)은 2005년도의 비상장기업 5,753개 표본을 대상으로 비교평가법의 적용 요건을 검토한 결과 단지 98개(1.7%)의 기업만이 유사상장법인 비교평가법을 적용할 수 있다고 보고하였으며, 보충법 평가액과 비교평가법에 의한 평가액 간에 통계적으로 유의한 차이를 보고하고 있다.

III. 연구 설계

1. 연구모형

본 연구의 목적은 비교평가법 적용제한 요건의 적정성을 분석하는 것이다. 이에 따라 비교평가법의 적용제한 요건 가운데 하나인 현저한 차이요건의 분석을 위하여 추가적으로 보충법에 따른 비상장주식 평가액(상증세법 시행령 제54조)과 비교평가법에 따른 비상장주식 평가액을 산정해야 한다.

가. 상속세 및 증여세법상 보충적 평가모형

보충법에 의한 비상장주식 평가액은 다음 식 (1)과 같이 1주당 순순익가치와 1주당 순자산가치를 각각 3과 2의 비율로 가중 평균한 가액에 의한다.³⁾

$$SV_t = \frac{EV_t \times 3 + AV_t \times 2}{5} \quad (1)$$

SV = 보충법에 의한 1주당 비상장주식 평가액

EV = t년말의 1주당 순순익가치

AV = t년말의 1주당 순자산가치

종전 비상장주식을 평가함에 있어서 3년간의 순순익에 근거한 순순익가치에 의한 평가를 원칙으로 하되, 그 가액이 당해 법인의 순자산에 근거한 순자산가치에 미달하는 경우에만 순자산가치로 평가하도록 규정하였으나, 2003년 12월 30일 「상속세 및 증여세법 시행령」 개정시 증권거래법상의 평가방법을 준용하여 순순익가치와 순자산가치의 가중평균제도를 도입함으로써 기업의 가치는 이들에 의하여 상호 보완적으로 결정된다는 회계이론에 부합하도록 개정되었다.⁴⁾

(1) 1주당 순순익가치

순익가치는 계속기업을 전제로 하는 것으로서 당해 법인이 계속 사업을 영위하는 것으로 가정하여 평가한다. 다음 식(2)과 같이 1주당 순순익가치는 최근 3년간의 순순익액을 가중 평균한 금액에 대하여 순순익가치환원율로 환원하여 평가한다(상증세법 시행령 제54조 제1항).

$$EV_t = \frac{EPS_{t-2} + 2EPS_{t-1} + 3EPS_t}{6} \times \frac{1}{R} \quad (2)$$

EPS_t : t년말의 주당당기순이익

R : 자본환원율⁵⁾

단, EV < 0 경우 0으로 한다.⁶⁾

3) [상증세법상] 보충법에 의한 비상장주식의 평가액을 측정하는 경우 대상기업의 순순익가치와 순자산가치에 대한 3 : 2의 가중치를 적용하며, 부동산 과다법인의 경우 순순익가치와 순자산가치에 대한 가중치를 2 : 3으로 변경하여야 한다. 그러나 본 연구의 표본을 비금융업 중소기업으로 설정함에 따라 부동산 과다법인이 극소수 존재함을 확인하였으며(약 3%), 본 연구의 연구자들은 부동산 과다법인에 대한 고려를 하지 않더라도 연구결과에 영향을 미치지 않을 것으로 판단하였다.

4) 국세청, 「상속 및 증여재산의 평가」, 2004, p.96.

5) 금융기관이 보증한 3년 만기 회사채의 유통수익률을 감안하여 국세청장이 정하여 고시하는 이자율을 말하며, 10%이다.

6) 상속세 및 증여세법 시행령 제56조 제2항, 제3항

각 사업연도의 1주당 순손익액을 각사업연도소득을 기준으로 하여 세법 목적상 세무조정 및 세액 등을 고려하여 산정한다(상증세법 시행령 제56조 제2항, 제3항). 그러나 이준규(2000)등 선행연구와 같이 세액 등 자료 추출의 어려움으로 인해 본 연구는 기업회계기준에 의거하여 공시된 주당순이익을 1주당 순손익가치의 대용치로 하였다.

(2) 1주당 순자산가치

자산 가치는 당해 법인을 청산한다고 가정하였을 때 잔여재산 분배가액을 나타내는 것으로 1주당 순자산가치는 다음의 식(3)에 의하여 평가한 가액으로 한다.⁷⁾

$$AV_t = \frac{TA_t - TL_t + GW_t}{N_t} \quad (3)$$

TA : t년말 자산총계

TL : t년말 부채총계

GW : t년말 영업권 평가액

N : 평가기준일 현재 발행주식총수

1주당 순자산가치는 상속세 및 증여세법상 자산평가액(토지는 개별공시지가, 건물은 국세청장이 산정하여 고시하는 가액 등)과 대차대조표상 자산 가액 중 큰 금액으로 규정하고 있지만 본 연구에서는 자산과 부채의 시가자료를 입수하는데 한계가 있기 때문에 김권중 등(1998), 김광운·정우승(2007) 등 선행연구와 같이 자산 및 부채의 장부가액으로 대용하였다. 영업권은 최근 3년간의 순손익액의 가중평균액의 100분의 50에 상당하는 가액에서 평가기준일 현재의 자기자본에 1년 만기 정기예금이자율을 감안하여 세법에서 정한 율을 곱한 금액을 차감한 금액을 향후 5년 동안 현재가치로 평가하여 계산한다.⁸⁾

나. 평가심의위원회의 비상장 중소기업의 주식에 대한 평가모형⁹⁾

비상장 중소기업을 대상으로 보충적 평가방법으로 평가하는 것이 유사유가증권상장·코스닥상장법인(이하 유사상장법인)주식의 주가와 비교할 때에 불합리하다고 인정되는 경우 납세자의 신청에 의해 평가심의위원회에서 직접 평가 또는 적합한 평가방법을 제시해야 하는 새로운 비상장주식 평가제도가 2003년 12월 도입되어 2005년 1월 1일부터 시행하도록 함에 따라 비상장주식의 평가문제는 새로운 단계에 들어서게 되었다.¹⁰⁾ 즉, 비상장 중소기업의 주식을 평가함에 있어서 당해 법인의 자산·매출규모 및 사업의 영위기간 등을 감안하여 동종의 업종을 영위하고 있는 유사상장법인의

7) 상속세 및 증여세법 시행령 제54조 제2항

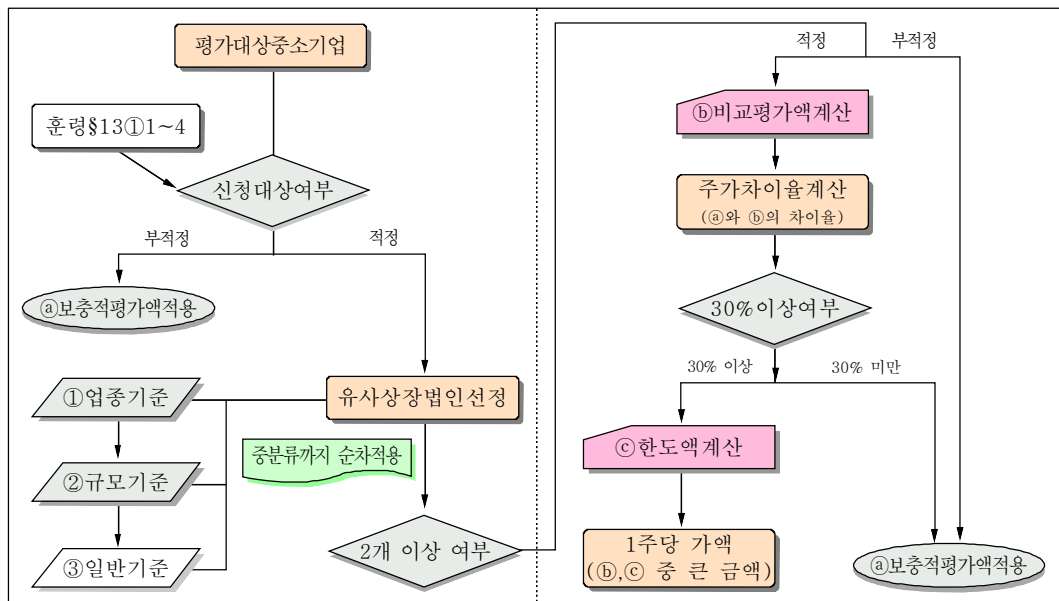
8) 상속세 및 증여세법 시행령 제59조 제2항

9) 국세청훈령 제1578호 제11조 ~ 제21조

10) 국세청, 「비상장 중소기업 유사법인 주가비교평가제 도입방안」, 2004, p.1

의 주가가액과 비교할 때 보충적 평가방법에 의하여 평가하는 것이 불합리할 수 있다. 이 경우 당해 비상장 중소기업의 업종, 순자산가액 및 매출액 규모 등이 유사한 유사상장법인의 1주당 가액을 감안하여 평가심의위원회의 심의를 거쳐서 평가할 수 있도록 하고 있다. 유사상장법인 1주당가액 계산 흐름은 <그림 1>과 같다.

〈그림 1〉 유사상장법인 1주당가액 계산 흐름도¹¹⁾



적용대상법인은 평가심의위원회에 비상장주식 평가를 신청한 「중소기업기본법 시행령」 제3조의 규정에 의거한 비상장 중소기업에 해당해야 하며, 「상속세 및 증여세법」 제60조 제3항 및 「상속세 및 증여세법 시행령」 제49조의 규정에 의한 시가를 산정하기 어려운 경우에 해당하는 법인이어야 한다. 또한 사업개시 후 2년 이상 경과해야 하며, 1주당 경상이익, 1주당 순자산가액 및 자본이익률이 양수인 법인을 그 대상으로 한다. 비교평가법 산정과정에서 유사상장법인이 2개미만이거나, 비상장 중소기업과 유사상장법인의 1주당 평가가액의 차이율¹²⁾이 100분의 30미만이 되는 법인은 제외된다. 적용대상법인은 비상장 중소기업의 1주당 가액을 유사상장법인의 주가 비교평가액으로 계산하여 납세지 관할지방국세청장에게 신청하고 평가심의위원회가 동 가액이 적정하다고 인정하여 납세자에게 통지하는 경우에는 「상속세 및 증여세법 시행령」 제54조 내지 제56조 규정의 보충적 평가액에도 불구하고 그 가액을 당해 비상장 중소기업의 1주당 가액으로 할 수 있다.

11) 국세청, 「유사상장법인 비교요소일람표」를 김광윤·정우승(2007)이 수정한 표를 인용한 것이다.

12) 비상장 중소기업과 유사상장법인의 1주당 평가가액의 차이율=(비상장 중소기업의 1주당 보충적 평가액 - 유사상장법인의 주가비교평가액) ÷ 비상장 중소기업의 1주당 보충적 평가액

(1) 유사상장법인의 선정기준

유사상장법인은 평가기준일 현재 다음의 요건에 모두 해당하는 유가증권상장법인 또는 코스닥상장법인이어야 한다.

(가) 일반기준

- 사업개시 후 2년 이상 경과할 것
- 상장일로부터 3월이 경과할 것
- 최근 2년간의 감사의견이 적정의견에 해당할 것
- 최근 2년간 경영에 중대한 영향을 미칠 수 있는 합병, 영업의 양수도, 분할 등이 없을 것
- 최근 2년간 기업회계기준 위배로 인한 조치를 받은 사실이 없을 것
- 최근 6월 이내에 투자유의종목 또는 관리종목으로 지정된 사실이 없을 것
- 평가대상 비상장 중소기업의 사업연도와 동일한 사업연도를 가질 것
- 1주당 경상이익, 1주당 순자산가액 및 자본이익률이 양수일 것

(나) 업종기준

「소득세법 시행령」 제145조 제1항의 규정에 의하여 국세청장이 결정하는 기준경비율·단순경비율의 업종분류를 기준으로 하여 평가대상 비상장 중소기업과 같은 중분류 이내에 해당하는 업종을 영위할 것. 이 경우 당해 비상장 중소기업 및 유사상장법인이 2이상의 업종을 영위하는 경우에는 매출의 비중이 가장 높은 업종을 주업종으로 한다.

(다) 규모기준

- 유사상장법인의 순자산가액이 평가대상 비상장 중소기업의 순자산가액의 5배를 초과하지 않을 것. 여기에서 순자산가액은 당해 법인이 「법인세법」 제60조의 규정에 의하여 제출한 평가기준일이 속하는 사업연도의 직전 사업연도의 대차대조표의 자산총계에서 부채총계를 차감한 가액에 의한다.
- 유사상장법인의 매출액이 평가대상 비상장 중소기업의 매출액의 5배를 초과하지 않을 것. 여기에서 매출액은 당해 법인이 「법인세법」 제60조의 규정에 의하여 제출한 평가기준일이 속하는 사업연도의 직전 사업연도의 손익계산서에 기재된 매출액에 의한다.

(2) 유사상장법인의 선정방법

비상장 중소기업과 비교할 유사상장법인은 유사상장법인의 선정기준에 해당하는 법인으로서 업종분류를 기준으로 하여 세세분류가 동일한 2이상의 법인으로 하며, 세세분류가 동일한 법인이 2개에 미달하는 경우에는 세분류, 소분류, 중분류까지 순차로 적용하여 2개 이상의 유사상장법인을 선정한다.

업종분류를 기준으로 선정된 유사상장법인 중에서 자본이익률이 평가대상 비상장 중소기업의 자본이익률과 가장 근접한 상위 2개 법인과 하위 2개 법인을 유사상장법인으로 선정한다. 다만, 유사

상장법인의 수가 각각 2개에 미달하는 경우에는 그 미달하는 법인을 유사상장법인으로 선정한다. 여기에서 자본이익률은 평가기준일이 속하는 사업연도의 직전 사업연도의 대차대조표 및 손익계산서를 기준으로 식(4)에 의하여 계산한다.

$$\text{자본이익률} = \text{당기순이익} \div (\text{자산총계} - \text{부채총계}) \quad (4)$$

(3) 비교평가법에 따른 평가액 산정

비교평가법에 따른 평가액은 다음 식(5)에 의하여 계산한다.

$$CV_i = \frac{\sum A \times \left(\frac{b}{B} \times 3 + \frac{c}{C} \times 2 \right) \div 5}{N} \quad (5)$$

CV : 비교평가법에 의한 1주당 비상장주식평가액

A : 유사상장법인의 1주당 가액

B : 유사상장법인의 1주당 경상이익

b : 비상장 중소기업의 1주당 경상이익

C : 유사상장법인의 1주당 순자산가액

c : 비상장 중소기업의 1주당 순자산가액

N : 유사상장법인 수

(가) 유사상장법인의 1주당 가액의 계산

유사상장법인의 평가기준일 이전 60일 보통주의 종가평균액을 말한다. 다만, 2월간의 기간 중에 증자·감자·주식의 액면분할 또는 액면병합 등의 사유가 발생하여 당해 평균액에 의하는 것이 부적당한 경우에는 그 사유가 발생한 날의 다음날부터 평가기준일까지의 종가평균액에 의한다.

(나) 1주당 경상이익의 계산

1주당 경상이익은 다음 식(6)에 의하여 계산한 가액에 의한다.

$$1\text{주당 경상이익} = \quad (6)$$

$$\left[\frac{\text{평가기준일이 속하는사업연도의 직전사업연도의 경상이익}}{\text{평가기준일이 속하는사업연도의 직전사업연도말 현재 발행주식총수}} + \frac{\text{평가기준일이 속하는사업연도의 직전전사업연도의 경상이익}}{\text{평가기준일이 속하는사업연도의 직전전사업연도말 현재 발행주식총수}} \right] \div 2$$

(다) 1주당 순자산가액의 계산

1주당 순자산가액은 평가기준일이 속하는 사업연도의 직전 사업연도말의 대차대조표를 기준으로 식(7)에 의해 계산한다.

$$1\text{주당 순자산가액} = (\text{자산총계} - \text{부채총계}) \div \text{발행주식 총수} \quad (7)$$

(4) 비교평가법 적용의 제한요건

적용대상법인이 신청에 의해 비교평가법에 의한 주식가액을 적용받기 위해서는 국세청 훈령 제 18조 1항, 제 13조 1항 6호에 의거하여 비교평가법에 의해 산출된 1주당 주식가액이 보충법에 의해 산출된 1주당 가액과 현저한 차이가 존재해야 한다. 여기서 현저한 차이란 비교평가법에 의한 평가액이 보충법에 의한 평가액과 30%이상 차이를 말한다. 또한 국세청 훈령 제17조 1항 2호에서는 비교평가법에 의해 산출된 주식가액은 적용대상법인의 1주당 순자산가치의 70% 이상이 되어야 한다고 규정하고 있다.

2. 표본의 선정

본 연구의 분석을 위해 국세청 훈령 제13조에 따라 비교평가법의 적용대상이 되는 비상장법인의 표본은 중소기업법시행령 제3조의 규정에 의한 12월 결산 중소기업을 그 대상으로 한정하였으며, 사업개시 후 2년 이상 경과한 기업을 그 대상으로 하였다. 또한 1주당 경상이익과 1주당 순자산가액 및 자본이익률이 양수인 기업을 대상으로 하였다. 관리대상 기업들은 그 재무정보가 주가에 미치는 영향이 정상적인 기업의 경우와 상당한 차이를 보일 수 있기 때문에 표본에서 제외되었으며, 금융업 역시 표본에서 제외하였다. 이상의 표본은 본 연구의 분석기간인 2004년부터 2006년까지 3개 연도를 대상으로 추출되었다. 비상장기업의 재무자료는 한신평의 KIS-VALUE에서 추출하였으며, 재무자료가 없는 비상장표본은 분석대상에서 제외하였다. 이 결과 최종적으로 분석대상이 되는 표본 수는 총 5,869개 기업·연 자료이다.

〈표 1〉 표본 기업의 선정

구 분			총 계
비상장 법 인	총 표본수		48,357개
	2년 전 사업개시 기업 및 결측치 제거	(31,732)	16,625개
	음의 경상이익등 제거	(5,996)	10,629개
	중소기업 이외 기업제거	(4,431)	6,198개
	12월 외 결산법인제거	(329)	5,869개 기업

IV. 실증 분석

1. 유사상장법인의 선정

비교평가법을 적용하기 위해서는 대상이 되는 비상장기업과 유사한 상장기업 표본을 추출해야

하는데, 유사상장기업의 선정기준은 훈령15조에 규정하고 있다. 유사상장기업으로 선정되기 위해서는 앞 장에서 기술한 바와 같이 업종기준과 규모기준 뿐만 아니라 다음과 같은 일반기준을 충족하여야 한다.

- ① 사업개시 후 2년 이상 경과할 것
- ② 상장일로부터 3월이 경과할 것
- ③ 최근 2년간의 감사의견이 적정의견에 해당할 것
- ④ 최근 2년간 경영에 중대한 영향을 미칠 수 있는 합병, 영업의 양수도, 분할 등이 없을 것
- ⑤ 최근 2년간 기업회계기준 위배로 인한 조치를 받은 사실이 없을 것
- ⑥ 최근 6월 이내에 투자유의종목 또는 관리종목으로 지정된 사실이 없을 것
- ⑦ 평가대상 비상장 중소기업의 사업연도와 동일한 사업연도를 가질 것
- ⑧ 1주당 경상이익, 1주당 순자산가액 및 자본이익률이 양수일 것

이상의 일반조건 중 ④~⑥의 조건은 자료획득이 어려워 본 연구에서는 고려하지 못하였다. 2004년에서 2006년까지 3년간 상장법인 총표본을 대상으로 <표 2>과 같이 선정기준을 적용하여 유사상장법인으로 선정될 수 있는 표본을 추출한 결과 유가증권상장법인 및 코스닥상장법인 2,409개 표본(3년간 자료를 통합한 수치임)이 유사상장법인 대상표본으로 선정되었다.

<표 2> 유사상장법인 선정 요건에 따른 상장기업 표본

구 분			총 계
상장법인	총 표본수 (2004년 - 2006년)		4,956개
	2년 이하 상장기업 및 결측치 제거	(726)	4,230개
	음의 경상이익등 제거	(1,717)	2,513개
	감사의견 미적정기업 제거	(6)	2,507개
	12월 외 결산법인제거	(98)	2,409개 기업

추가적으로 유사상장법인으로 선정되기 위해서는 평가대상 비상장 중소기업과 업종 및 규모가 유사한 상장법인 중에서 평가대상 비상장 중소기업의 자본이익률과 가장 유사한 4개의 법인(최소 2개)에 해당되어야 한다. 업종이란 산업별 분류를 말하며, 대분류(1자리), 중분류(2자리), 소분류(3자리), 세분류(4자리), 세세분류(6자리)에 의해 분류가 가능하다. 업종별 분류에서 세세분류부터 중분류까지 순차적으로 적용하여 가장 근접한 상위 2개법인과 하위 2개 법인을 선정해야 하며, 각각 2개에 미달하는 경우 그 미달하는 법인을 유사상장법인으로 선정하며 최소 2개 이상의 법인을 선정한다. 중분류 50, 51, 52(도소매 및 소비자 용품 수리업)에 해당하는 업종은 소분류까지 적용한다(훈령 16조).

2. 비교평가법 적용가능 비상장법인 선정

재무자료가 존재하는 비상장법인 표본 5,869개 중 유사상장법인과 비교평가법이 적용 가능하기 위해서는 국세청 훈령 13조에 따라 개별 비상장법인 표본에 대응하는 유사상장법인이 적어도 2개 이상 존재하여야 한다. 비상장법인 표본 5,869개에 대해 규모기준과 업종기준을 적용하여 비교평가법이 적용 가능한 표본을 추출한 결과 유사상장법인이 2개 미만인 1,692개의 표본이 제외되어 <표 3>과 같이 4,177개의 표본이 유사상장법인을 이용한 비교평가 가능 표본으로 추출되었다. 업종기준은 세세분류부터 중분류까지 순차적으로 적용되는데 4,177개 표본 중 세세분류에 의해 추출된 표본은 1,543개로 전체의 37%, 세분류에 의한 표본은 823개로 전체의 19.7%, 소분류에 의한 표본은 930개로 전체의 22%, 그리고 중분류에 의한 표본은 883개로 전체의 21.3%에 해당하는 것으로 나타났다. 이 결과는 4,177개 표본 가운데 세세분류에 의해 구분되어 추출된 평가대상 비상장 중소기업의 표본이 가장 높은 비율을 차지하는 것으로 나타났으며, 세세분류나 세분류, 소분류를 이용하는 경우에도 유사상장법인이 존재하지 않아 중분류를 이용하는 경우도 적지 않음을 나타낸다.

〈표 3〉 유사상장법인 비교평가 가능 표본 선정

연 도	유사상장법인이 2개 이상에 해당하는 산업분류				표본수
	세세분류	세분류	소분류	중분류	
2004	477	270	295	297	1,339개
2005	516	256	315	289	1,376개
2006	550	297	318	297	1,462개
계	1,543	823	928	883	4,177개

〈표 4〉 비교평가법 적용가능 비상장 중소기업의 선정

연 도	비교평가법 평가액이 보충법 평가액보다 작은 표본				표본수
	세세분류	세분류	소분류	중분류	
2004	362	184	185	198	929
2005	126	90	59	121	396
2006	180	147	104	98	529
계	668	421	348	417	1,854

비교평가법의 적용은 기본적으로 법인의 신청을 전제로 한다. 비교평가법을 적용받고자 하는 법인은 비교평가법에 의한 평가액이 보충법에 의한 평가액보다 작은 경우만이 비교평가법에 의한 주식가격 평가를 신청할 것이라는 기본 가정 하에 보충법 평가액보다 비교평가법 평가액이 작은 표본을 추출한 결과 <표 4>와 같이 총 1,854개의 표본이 추출되었다. 이는 4,177개 표본의 44%에 해당

하는 것으로 비상장주식이 보충법에 의해 평가되는 경우 발생하는 과대평가의 문제점이 비교평가법을 적용하는 경우 상당부분 완화될 수 있음을 시사한다.

3. 비교평가법 평가대상 법인의 표본 특성

<표 4>에서 비교평가법 적용가능 표본으로 추출된 1,854개 표본을 대상으로 연도 및 산업분류에 따라 보충적 평가액과 비교 평가액 간에 유의적인 차이가 있는지를 분석하였다. 평가액간의 차이를 검증하기 위해 대응표본 t-test와 윌콕슨 부호 순위 검정(Wilcoxon signed-rank test)을 실행하였으며, 1,854개의 표본은 모두 보충적 평가액보다 유사상장법인 평가액이 작은 집단으로 구성되어 있어 단측검증을 실행하였다. 표본수가 1개로 그 차이 분석이 불가능한 산업군의 표본은 산업별 특성이 유사한 산업군에 포함시켜 분석을 실행하였다.

<표 5> 평가대상 비상장 중소기업의 연도별 표본특성

(단위 : 원)

분류	연도	표본수	SV 평균	CV 평균	평균 차이	차이 검증	SV 중위수	CV 중위수	중위수차이	차이 검증
세 세 분 류	2004	362	79,679	37,601	42,078	<.0001	28,100	15,219	12,881	<.0001
	2005	126	125,734	92,796	32,938	<.0001	51,727	30,016	21,710	<.0001
	2006	180	155,215	107,996	47,219	<.0001	49,872	31,066	18,806	<.0001
세 분 류	2004	184	221,752	108,397	113,355	<.0001	40,585	21,589	18,995	<.0001
	2005	90	174,644	106,501	68,143	<.0001	60,095	41,669	18,426	<.0001
	2006	147	129,942	88,961	40,981	<.0001	53,276	34,856	18,419	<.0001
소 분 류	2004	185	118,025	51,203	66,821	<.0001	38,083	22,762	15,322	<.0001
	2005	59	179,866	141,915	37,951	<.0001	49,234	34,952	14,281	<.0001
	2006	104	159,333	112,789	46,544	<.0001	47,938	31,899	16,039	<.0001
중 분 류	2004	198	149,489	68,453	81,037	<.0001	32,380	10,855	21,525	<.0001
	2005	121	225,689	119,569	106,120	<.0001	45,138	27,852	17,286	<.0001
	2006	98	299,272	211,800	87,472	0.0277	31,283	23,096	8,187	<.0001

- 주) 1. SV : 보충법에 의한 평가액, CV : 비교평가법에 의한 평가액
 2. 평균차이검증은 t-test, 중위수 차이검증은 윌콕슨 부호 순위 검정(Wilcoxon signed-rank test)에 따른다.
 3. 차이검증 값은 t-test와 윌콕슨 부호 순위 검정의 p값임.
 * 볼드체로 표시된 p값은 유의수준 5%에서 유의함(단측검정)

<표 5>에서 볼 수 있듯이 보충적 평가액과 유사상장법인 평가액간의 평균과 중위수는 2006년도 세세분류에 의한 표본 평균이 5% 수준에서 차이를 나타낸 것으로 제외하고는 모두 1% 유의수준에서 차이가 있는 것으로 나타났다. 2004년부터 2006년까지 3개 연도에 걸쳐 추출된 1,854개의 표본에서 모두 그 차이가 유의하게 나타나는 것은 보충적 평가법에 의해 비상장기업 주식이 평가되는 경

우 많은 표본에서 평가액이 실제보다 과대평가될 수 있음을 시사 하는 것이다. 아울러 별도로 보고되지 않았으나 비교평가법 평가액이 보충적 평가액에 비해 평가액 분포의 편차가 작은 것으로 나타났다.

<표 6>에서는 <표 5>의 분석내용을 산업별로 세분하여 나타냈다. <표 5>에서는 세세분류, 세분류, 소분류에 따라 산업을 구분하는 경우 지나치게 세분되므로 산업별 분석은 중분류를 기준으로 나타냈다. 산업을 중분류에 따라 구분하고 보충적 평가액과 유사상장법인 평가액간의 차이를 분석한 결과 세세분류, 세분류, 소분류, 중분류에서 표본수가 5개 이하인 산업군을 제외하면 중위수 차이가 1% 수준에서 유의한 것으로 나타났다. 이 결과는 보충적 평가액과 유사상장법인 비교평가액간의 차이가 특정 산업군에 편중 되어 나타나지 않고 산업군 전반에 걸쳐 나타나는 현상임을 알 수 있다. 이는 보충적 평가법에 근거하여 비상장 주가액을 평가하는 경우 실제보다 과대 측정 될 수 있고 측정 오류가 산업 전반에 걸쳐 나타나고 있음을 시사한다.

<표 6> 평가대상 비상장 중소기업의 산업별 표본특성

(단위 : 원)

	산업분류	표 본 수	SV 평균	CV 평균	평균 차이	차이 검증	SV 중위수	CV 중위수	중위수 차이	차이 검증
세 세 분 류	섬유제품 및 모피제조업	21	134,558	72,565	61,994	0.0121	59,419	36,152	23,268	<.0001
	식료품, 종이제조업 및 기타	39	147,302	87,492	59,811	<.0001	101,728	52,532	49,196	<.0001
	석유 및 화학제품제조	105	140,864	87,046	53,818	<.0001	55,688	30,613	25,076	<.0001
	고무 및 비금속광물 제조업	18	119,218	55,876	63,342	0.0103	65,554	30,901	34,653	<.0001
	제1차금속산업	54	114,694	44,609	70,086	0.0011	60,213	20,789	39,424	<.0001
	금속 및 기계 제조업	65	149,502	91,973	57,529	0.0007	46,903	20,621	26,282	<.0001
	컴퓨터 및 전기기계 제조업	31	167,190	112,064	55,126	0.0289	46,808	26,751	20,057	0.0002
	전자 및 광학기 제조업	113	65,540	51,826	13,714	<.0001	12,142	6,349	5,793	<.0001
	자동차 및 트레일러제조업	140	96,485	67,092	29,393	<.0001	39,684	24,794	14,890	<.0001
	건설업	16	209,422	92,819	116,603	0.0168	91,830	42,233	49,597	<.0001
	통신, 방송 및 기술서비스업	66	26,656	16,152	10,505	<.0001	9,420	5,557	3,863	<.0001
세 분 류	섬유제품 및 모피제조업	43	250,981	161,340	89,641	0.0036	81,275	44,703	36,571	<.0001
	식료품, 종이제조업 및 기타	18	156,050	100,894	55,156	0.0104	46,106	32,887	13,218	<.0001
	석유 및 화학제품제조	53	268,790	127,252	141,538	0.1036	45,605	30,023	15,582	<.0001
	고무 및 비금속광물 제조업	37	120,940	76,116	44,824	0.0010	34,151	28,856	5,295	<.0001
	제1차금속산업	39	77,626	43,898	33,728	<.0001	59,493	25,435	34,058	<.0001
	금속 및 기계 제조업	83	93,162	61,574	31,588	<.0001	54,322	32,309	22,013	<.0001
	컴퓨터 및 전기기계 제조업	28	137,628	94,241	43,387	0.0142	48,431	30,050	18,381	<.0001
	전자 및 광학기 제조업	42	40,359	24,924	15,435	0.0003	12,662	6,759	5,902	<.0001
	자동차 및 트레일러제조업	12	181,034	146,241	34,793	0.1080	52,644	41,091	11,553	0.0005
	건설업	54	234,226	131,302	102,924	0.0002	96,641	46,710	49,931	<.0001
	통신, 방송 및 기술서비스업	12	14,238	11,624	2,614	0.0141	5,945	4,601	1,344	0.0002

〈표 6〉 평가대상 비상장 중소기업의 산업별 표본특성 (계속)

(단위 : 원)

	산업분류	표 본 수	SV 평균	CV 평균	평균 차이	차이 검증	SV 중위수	CV 중위수	중위수 차이	차이 검증
소 분 류	섬유제품 및 모피제조업	21	227,093	172,969	54,123	0.0022	91,267	67,715	23,552	<.0001
	식료품, 종이제조업 및 기타	41	102,930	61,643	41,288	0.0010	43,636	25,059	18,577	<.0001
	석유 및 화학제품제조	49	169,860	117,772	52,089	0.0195	35,738	23,899	11,839	<.0001
	고무 및 비금속광물 제조업	44	167,775	111,513	56,262	0.0017	43,735	25,620	18,115	<.0001
	제1차금속산업	17	144,952	74,445	70,507	0.0038	89,357	57,989	31,368	<.0001
	금속 및 기계 제조업	99	78,130	51,063	27,067	<.0001	29,767	20,965	8,802	<.0001
	컴퓨터 및 전기기계 제조업	13	63,666	51,577	12,089	0.0196	38,128	34,952	3,176	<.0001
	전자 및 광학기 제조업	15	96,319	64,031	32,288	0.0070	43,979	29,007	14,971	<.0001
	건설업	35	249,175	94,335	154,840	0.0004	58,854	23,797	35,058	<.0001
	통신, 방송 및 기술서비스업	14	223,589	106,077	117,512	0.0738	56,075	46,793	9,282	<.0001
중 분 류	섬유제품및모피제조업	86	487,025	295,206	191,819	0.0017	46,101	21,753	24,348	<.0001
	식료품, 종이제조업 및 기타	48	450,853	220,501	230,352	0.0077	47,163	27,591	19,572	<.0001
	석유 및 화학제품제조	4	74,784	55,441	19,343	0.0920	61,183	30,737	30,445	0.0625
	고무 및 비금속광물 제조업	35	78,844	59,912	18,932	0.0199	27,362	16,789	10,573	<.0001
	제1차금속산업	11	39,959	30,446	9,513	0.0149	20,652	20,441	210	0.0005
	금속 및 기계 제조업	24	139,340	96,442	42,898	0.0724	26,691	14,091	12,601	<.0001
	컴퓨터 및 전기기계 제조업	32	106,458	77,118	29,339	0.0285	24,489	17,086	7,403	<.0001
	전자 및 광학기 제조업	18	22,678	17,616	5,062	0.0207	9,029	5,609	3,420	<.0001
	자동차 및 트레일러제조업	4	30,624	17,404	13,220	0.0186	31,616	17,620	13,995	<.0001
	건설업	128	84,942	32,533	52,408	<.0001	44,740	19,309	25,431	<.0001
	통신, 방송 및 기술서비스업	27	39,204	30,339	8,865	<.0001	23,239	18,911	4,328	<.0001

주) 1. SV : 보충법에 의한 평가액, CV : 비교평가법에 의한 평가액

2. 평균차이검증은 t -test,

중위수 차이검증은 윌콕슨 부호 순위 검정(Wilcoxon signed-rank test)에 따른다.

3. 차이검증 값은 t -test와 윌콕슨 부호 순위 검정의 p 값임.* 볼드체로 표시된 p 값은 유의수준 5%에서 유의함(단측검정)

4. 유사상장법인 비교평가법의 제한요건에 의한 표본

앞서 언급하였듯이 비상장주식을 평가함에 있어서 비교평가법이 적용되기 위해서는 비교평가법 평가액과 보충법 평가액 간에 30% 이상 현저한 차이가 존재하여야 하며, 비교평가법에 의한 평가액이 보충법상의 1주당 순자산가치의 70%이상이어야 한다.

<표 7>에서는 이와 같은 조건을 추가적으로 부여하여 이를 충족하는 표본을 추출한 결과 2004

년 192개, 2005년 90개, 2006년 114개 기업으로 총 396개의 표본이 추출되었다. 이는 2005년에 추출된 90개의 표본은 2005년만을 연구대상으로 98개의 표본을 추출한 김완일·이병철(2007)과 유사한 결과이다. 비교평가법 적용가능 표본인 1854개 기업 가운데 21.4%인 396개 기업만이 현저한 차이 요건과 순자산가치 차이 제한요건에 의해서 비교평가법을 적용할 수 있게 됨을 알 수 있으며, 제한요건을 충족하지 못하는 나머지 기업은 보충법에 평가액과 비교평가법에 의한 평가액간의 차이가 존재함에도 불구하고 비교평가법을 적용받을 수 없음을 알 수 있었다. 이는 현저한 차이 요건과 순자산가치 요건이 비교평가법을 적용하는 과정에서 매우 엄격한 조건이 되고 있음을 알 수 있다.

〈표 7〉 유사상장법인 비교평가법의 제한요건에 의한 표본

1주당 자산 70% 이상 및 현저한 차이 30% 이상 충족 표본					표본수
	세세분류	세분류	소분류	중분류	
2004	86	40	38	28	192
2005	31	22	11	26	90
2006	41	36	24	13	114
계	158	98	73	67	396

〈표 8〉에서는 1주당 순자산가액의 70%이상 요건과, 보충적 평가액과 비교평가액 간의 현저한 차이 30%이상 요건에 충족되는 396개 표본을 대상으로 분류에 따른(세세, 세, 소, 중분류) 보충적 평가액과 유사상장법인 비교 평가액 간 차이의 유의성을 알아보기 위해 연도와 산업에 따라 그 차이의 유효성 여부를 살펴보았다. 평가액간의 차이를 검증하기 위해 앞서 검증한 것과 같이 대응표본 t-test와 윌콕슨 부호 순위 검정(Wilcoxon signed-rank test)을 실행하였으며, 396개의 표본구성은 모두 보충적 평가액보다 유사상장법인 평가액이 작은 집단으로 구성되어 있어 단측검증을 실행하였다. 표본수가 1개로 그 차이 분석이 불가능한 산업군의 표본은 산업별 특성이 유사한 산업군에 포함시켜 분석을 실행하였다.

〈표 8〉에서 연도별 보충법 평가액과 비교평가법 평가액 간 비교 분석결과 세세분류, 세분류, 소분류, 중분류로 구성된 각 집단에서 중위수의 차이는 모두 유의수준 1%에서 차이가 있는 것으로 나타났다, 평균의 차이는 2005년 소분류에 의해 추출된 표본 집단을 제외하면 모두 유의수준 5%에서 유의한 것으로 나타났다. 이 결과는 비교평가법 적용가능 표본으로 추출된 1,854개 표본을 대상으로 분석한 〈표 5〉의 결과와 일치하는 것이다.

〈표 8〉 유사상장법인 비교평가법의 제한요건에 의한 표본의 연도별 특성

(단위 : 원)

분류	연도	표본수	SV 평균	CV 평균	평균 차이	차이검증	SV 중위수	CV 중위수	중위수 차이	차이 검증
세세 분류	2004	86	112,964	53,005	59,959	<.0001	46,006	25,251	20,755	<.0001
	2005	31	95,925	51,136	44,789	<.0001	28,230	15,058	13,172	<.0001
	2006	39	118,467	69,121	49,346	<.0001	49,858	26,751	23,107	<.0001
세분류	2004	40	183,090	93,553	89,537	<.0001	76,614	44,147	32,468	<.0001
	2005	22	301,523	134,460	167,063	0.0057	132,160	73,548	58,611	<.0001
	2006	36	168,702	93,636	75,066	0.0004	87,753	44,697	43,057	<.0001
소분류	2004	38	144,906	67,848	77,058	0.0023	59,307	33,414	25,893	<.0001
	2005	11	151,179	72,442	78,737	0.0849	49,234	30,056	19,177	<.0001
	2006	24	231,434	132,727	98,707	0.0032	54,290	28,818	25,472	<.0001
중분류	2004	28	482,880	253,770	229,111	0.0161	83,170	39,560	43,609	<.0001
	2005	26	396,509	237,755	158,753	0.0206	72,120	43,378	28,742	<.0001
	2006	13	104,677	47,466	57,211	0.0046	71,963	32,442	39,520	<.0001

주) 1. SV : 보충법에 의한 평가액, CV : 비교평가법에 의한 평가액

2. 평균차이검증은 t-test,

중위수 차이검증은 윌콕슨 부호 순위 검정(Wilcoxon signed-rank test)에 따른다.

3. 차이검증 값은 t-test와 윌콕슨 부호 순위 검정의 p값임.

* 볼드체로 표시된 p값은 유의수준 5%에서 유의함(단측검정)

자산요건과 차이요건을 모두 충족하는 396개 표본을 대상으로 중분류에 따른 산업별 보충법 평가액과 비교평가법 평가액간의 차이를 분석한 결과는 <표 9>에 제시되었다. 세세분류, 세분류, 소분류, 중분류에서 표본수가 5개 이하인 산업군을 제외하면 평균과 중위수 차이가 유의수준 5%에서 유의한 것으로 나타나 비교평가법 적용가능 표본으로 추출된 1,854개 표본을 대상으로 분석한 <표 6>의 결과와 일치하는 것으로 나타났다.

〈표 9〉 유사상장법인 비교평가법의 제한요건에 의한 산업별 표본특성

(단위 : 원)

분류	산업분류	표본수	SV 평균	CV 평균	평균 차이	차이 검증	SV 중위수	CV 중위수	중위수 차이	차이 검증
세 세 분 류	섬유제품 및 모피제조업	3	273,531	86,769	186,762	0.1746	85,861	54,728	31,134	0.1250
	식료품, 종이제조업 및 기타	16	234,310	129,219	105,090	0.0001	231,732	120,771	110,960	<.0001
	석유 및 화학제품제조	19	203,192	86,220	116,973	0.0165	80,384	43,562	36,822	<.0001
	고무 및 비금속광물 제조업	6	144,796	63,351	81,445	0.0673	95,829	47,965	47,864	0.0156
	제1차금속산업	9	76,072	46,939	29,133	0.0408	10,377	6,314	4,063	0.0019
	금속 및 기계 제조업	10	191,091	115,919	75,172	0.0015	22,311	14,014	8,297	0.0001
	컴퓨터 및 전기기계 제조업	4	36,601	21,144	15,457	0.0072	36,197	22,657	13,540	0.0625
	전자 및 광학기 제조업	23	35,497	18,815	16,682	0.0059	8,679	4,354	4,324	<.0001
	자동차 및 트레일러제조업	39	77,367	42,063	35,304	<.0001	54,160	31,581	22,579	<.0001
	건설업	5	146,310	77,377	68,934	0.0245	92,327	45,384	46,943	0.0312
세 분 류	통신, 방송 및 기술 서비스업	22	31,934	16,682	15,252	0.0005	22,270	10,042	12,228	<.0001
	섬유제품 및 모피제조업	15	216,529	114,682	101,847	0.0120	87,001	58,322	28,679	<.0001
	식료품, 종이제조업 및 기타	3	277,141	176,659	100,483	0.1127	236,129	151,534	84,595	0.1250
	석유 및 화학제품제조	10	105,647	53,044	52,603	0.0003	92,602	50,396	42,206	0.001
	고무 및 비금속광물 제조업	13	188,748	91,177	97,571	0.0048	105,473	55,259	50,214	0.0001
	제1차금속산업	6	79,746	36,335	43,411	0.0049	80,623	33,318	47,304	0.0156
	금속 및 기계 제조업	14	180,346	98,406	81,940	0.0199	74,613	46,626	27,988	0.0005
	컴퓨터 및 전기기계 제조업	8	120,514	43,685	76,829	0.0190	40,009	17,883	22,126	0.0039
	전자 및 광학기 제조업	7	104,265	59,520	44,744	0.0034	125,723	60,523	65,200	0.0078
	자동차 및 트레일러제조업	3	519,236	295,770	223,466	0.2018	53,604	36,178	17,427	0.1250
소 분 류	건설업	17	363,224	167,582	195,641	0.0091	157,100	73,844	83,256	<.0001
	통신, 방송 및 기술서비스업	2	5,524	3,594	1,930	0.1091	5,524	3,594	1,930	0.2500
	섬유제품 및 모피제조업	6	161,733	96,396	65,337	0.0038	173,556	97,451	76,105	0.0156
	식료품, 종이제조업 및 기타	13	165,550	82,665	82,885	0.0328	98,819	54,798	44,021	0.0005
	석유 및 화학제품제조	6	46,882	29,704	17,178	0.0002	41,769	26,084	15,685	0.0156
	고무 및 비금속광물 제조업	10	80,782	44,596	36,186	0.0027	54,890	29,403	25,486	0.0010
	금속 및 기계 제조업	29	93,824	49,782	44,042	0.0088	36,859	20,290	16,569	<.0001
	전자 및 광학기 제조업	3	187,017	106,306	80,711	0.0625	204,966	98,698	106,269	0.1250
	건설업	5	225,472	152,361	73,111	0.0321	87,358	64,855	22,503	0.0312
	통신, 방송 및 기술서비스업	2	5,524	3,594	1,930	0.1091	5,524	3,594	1,930	0.2500
중 분 류	섬유제품 및 모피제조업	11	272,916	155,143	117,773	0.0137	72,120	40,920	31,200	0.0005
	식료품, 종이제조업 및 기타	13	248,910	180,743	68,167	0.0124	88,055	58,696	29,359	0.0001
	고무 및 비금속광물 제조업	7	30,537	17,358	13,179	0.0005	29,367	16,674	12,693	0.0078
	제1차금속산업	2	93,120	63,032	30,088	0.0756	93,120	63,032	30,088	0.2500
	금속 및 기계 제조업	5	50,075	31,293	18,782	0.0324	33,014	20,412	12,601	0.0312
	컴퓨터 및 전기기계 제조업	2	83,170	31,293	51,877	0.1021	83,170	31,293	51,877	0.2500
	전자 및 광학기 제조업	2	8,983	4,689	4,294	0.1553	8,983	4,689	4,294	0.2500
	건설업	18	137,339	69,403	67,936	0.0007	90,934	51,243	39,691	<.0001
중 분 류	통신, 방송 및 기술서비스업	4	21,223	12,975	8,248	0.0255	24,700	14,155	10,545	0.0625

- 주) 1. SV : 보충법에 의한 평가액, CV : 비교평가법에 의한 평가액
 2. 평균차이검정은 t -test, 중위수 차이검정은 윌콕슨 부호 순위 검정(Wilcoxon signed-rank test)에 따른다.
 3. 차이검증 값은 t -test와 윌콕슨 부호 순위 검정의 p 값임.
 * 볼드체로 표시된 p 값은 유의수준 5%에서 유의함(단측검정)

5. 제한요건 완화에 따른 기업표본변화

비교평가법은 비상장 중소기업의 주가가격이 보충적 평가법에 의해 지나치게 과대평가 되는 경우 이를 완화시켜 주기 위한 목적으로 제시된 평가방법이다. 앞서 <표 4>에서 관찰되었듯이 국세청 훈령13조에 의거된 비교평가법 신청가능 기업 중 2개 이상의 유사상장법인표본이 추출가능하며, 유사상장법인 비교평가액이 보충적 평가액보다 작아 유사상장법인 비교평가법의 실효성이 존재하는 기업은 1,854개 기업이 존재한다. 그러나 상이한 두 가지 평가법에 의한 평가액 간 현저한 차이 30%이상 요건과 비교평가법 평가액이 순자산 대비 70%이상 요건에 의해 1,854개의 기업 중 78.6%인 1,458개의 기업이 비교평가법의 적용에서 배제되며 21.4%인 396개의 기업만이 비교평가법 적용이 가능한 것으로 나타났다. 이 결과를 통해 김광윤·정우승(2007)이 언급한 비교평가법 적용 제한요건의 적정성과 엄격성에 의문점이 존재한다는 사실을 확인할 수 있었다. 따라서 추가적으로 비교평가법 제한요건의 엄격성에 대한 분석하기 위해 제한요건의 변화에 따라 비교평가법 적용 법인이 얼마나 증가할 수 있는지에 대해 분석하였다.

순자산 요건은 70%에서 50%까지 10%씩 변화시켰으며, 현저한 차이요건은 30%에서 10%까지 5%씩 변화시켰다. <표 10>에서는 요건의 변화에 따라 비교평가법 적용대상 법인의 증가를 분석하였다.

순자산 요건과 현저한 차이 요건으로 구분하여 제한요건을 변화시킨 다음 비교평가법 적용기업의 표본수와 변화율을 분석한 결과 <표 10>과 같이 최소 27%(118개)에서 최대 189%(748개)까지 적용기업이 증가되는 것으로 나타났다.

<표 10> 제한요건 완화에 따른 적용표본 변화

1주당 자산요건	보충적 평가액과의 현저한 차이요건				
70%	30%	25%	20%	15%	10%
표본수	396	504	604	690	792
변화율	0%	27%	52%	74%	100%
60%	30%	25%	20%	15%	10%
표본수	514	643	756	853	986
변화율	30%	62%	91%	115%	144%
50%	30%	25%	20%	15%	10%
표본수	640	785	911	1,023	1,144
변화율	62%	98%	130%	158%	189%

현저한 차이요건과 순자산요건을 10% 변화하는 경우를 보면 현저한 차이요건이 10% 감소하는 경우(순자산 70%, 현저한 차이 20%) 비교평가법 대상 법인 증가율이 52%, 208개 기업이 추가적으로 비교평가법 적용대상이 됨을 알 수 있다. 순자산요건이 10% 감소하는 경우(순자산 60%, 현저한 차이 30%)에는 증가율 30%, 118개 기업이 추가적으로 비교평가법 적용대상이 됨을 알 수 있다. 그리고 현저한 차이요건과 순자산요건을 동일하게 20% 변화하는 경우 현저한 차이요건(순자산 70%, 현저한 차이 10%)에서는 100%까지 증가하는 것으로 나타났고 순자산요건 변화(순자산 50%, 현저한 차이 30%)에 의해 62%의 표본이 증가하는 것으로 나타났다. 따라서 순자산 요건과 현저한 차이요건을 각각 일정 비율로 변화시키면서 요건을 완화하는 경우 현저한 차이요건을 완화하는 것이 순자산 차이를 완화하는 경우에 비해 비교평가법 적용대상이 되는 법인이 증가하는 효과가 큰 것으로 나타났다. 이 결과는 순자산요건(70%)보다는 평가액간의 현저한 차이요건(30%)이 비교평가법 적용을 배제하게 만드는 조건이 되고 있음을 나타낸다.

<표 11>에서는 순자산요건과 현저한 차이요건의 변화에 대한 위의 결과를 각 연도와 산업별로 살펴보았다. 분석결과 현저한 차이요건만을 30%에서 10%로 감소시킬 경우 증가되는 표본수보다 순자산요건만을 70%에서 50%로 감소시키는 경우 증가되는 표본수가 상대적으로 작은 산업군은 2004년의 경우 금속 및 기계제조업 등 4개 산업, 2005년에는 섬유 및 모피제조업 등 10개 산업, 2006년에는 식료품, 종이제조업 및 기타 등 11개 산업으로 나타났다. 특히 2006년도의 자동차 및 트레일러제조업의 경우 순자산요건을 감소시킨 경우(70%에서 50%까지) 증가기업이 존재하지 않는 반면 현저한 차이요건을 감소시키는 경우(30%에서 10%까지) 20개 기업이 증가되는 것을 볼 수 있다.

〈표 11〉 제한요건에 따른 연도별 산업별 기업표본변화

1부 : 2004년									
산업분류	순자산요건 현저한 차이요건			70%			60%		
	30	20	10	30	20	10	30	20	10
식료품, 종이제조업 및 기타	22	28	29	33	41	43	36	47	50
섬유제품 및 모피제조업	22	25	29	25	29	33	34	39	43
석유 및 화학제품 제조업	20	31	37	37	51	59	49	63	73
고무 및 비금소광물 제조업	18	20	25	23	25	33	29	32	41
제1차금속산업	3	3	4	8	9	10	9	10	11
금속 및 기계제조업	25	35	48	34	46	59	46	61	74
컴퓨터 및 전기기계제조업	7	12	23	8	19	27	14	26	35
전자 및 광학기 제조업	15	26	38	22	33	46	27	40	54
자동차및트레일러제조업	32	42	47	40	50	56	51	62	68
건설업	5	6	7	9	10	11	13	14	15
통신, 방송 및 기술서비스업	23	36	47	25	38	52	34	51	65

〈표 11〉 제한요건에 따른 연도별 산업별 기업표본변화 (계속)

2부 : 2005년									
산업분류	순자산요건 현저한 차이요건			70			60%		
	30	20	10	30	20	10	30	20	10
식료품, 종이제조업 및 기타	14	16	19	17	23	26	19	25	30
섬유제품 및 모피제조업	9	14	19	9	15	20	9	15	20
석유 및 화학제조업	5	7	13	5	8	14	8	11	17
고무 및 비금속 제조업	9	13	15	9	14	16	9	14	16
제1차금속산업	6	12	17	10	17	22	10	17	22
금속 및 기계제조업	5	13	17	9	17	24	11	20	27
컴퓨터 및 전기기계 제조업	2	4	8	3	5	9	3	5	9
전자 및 광학기 제조업	9	13	20	10	15	22	12	17	24
자동차및트레일러제조업	3	5	12	4	6	13	4	6	15
건설업	24	42	45	31	50	53	34	55	60
통신, 방송 및 기술서비스업	4	5	7	5	7	9	5	7	9
3부 : 2006년									
산업분류	순자산요건 현저한 차이요건			70%			60%		
	30	20	10	30	20	10	30	20	10
음·식료품제조업	7	11	16	7	12	17	9	14	20
섬유제품 및 모피제조업	6	13	15	10	17	19	14	21	26
석유 및 화학제품제조업	13	20	28	20	30	38	25	37	46
고무 및 비금속광물제조업	9	14	23	10	15	24	11	17	29
제1차금속산업	9	13	22	11	17	26	17	23	32
금속 및 기계제조업	28	45	55	33	51	63	46	67	79
컴퓨터 및 전기기계 제조업	5	7	13	6	11	18	7	12	20
전자 및 광학기 제조업	11	22	28	12	24	31	14	26	34
자동차 및 트레일러제조업	7	15	27	7	15	27	7	15	27
건설업	16	26	33	19	31	40	22	36	46
통신, 방송 및 기술서비스업	3	5	6	3	5	6	3	6	7

이는 현저한 차이요건(보충법에 의한 평가액과의 30%차이요건)이 순자산요건(1주당 순자산의 70%충족요건)에 비해 엄격하게 적용되고 있다는 추가적 증거이다. 2004년보다는 2005년과 2006년에 현저한 차이요건(30%이상)으로부터 배제되는 산업군의 수가 증가하는 것으로 나타났는데 이는 현저한 차이요건을 엄격하게 적용함에 따라 비교평가법을 적용할 수 있는 기업이 배제되는 문제점이 2005년과 2006년에 상대적으로 심화되고 있음을 나타내는 것이다.

V. 결 론

유가증권상장기업이나 코스닥상장기업 주식과 같이 자본시장의 빈번한 거래를 통해 시가 형성이 가능한 주식에 비해 비상장주식 및 출자 지분과 같이 시가가 존재하지 않은 경우 주식 가치평가와 관련한 문제점이 꾸준히 제기되고 있으며 평가방법 자체에 대한 의문점이 제기되고 있다. 특히, 상속세 및 증여세법상 보충적 평가방법에 의해 평가되는 경우 과대평가 또는 과소평가된다는 주장이 제기되어 왔다. 국세청은 이를 보완하기 위해 2005년부터 새로이 도입된 평가심의위원회의 유사상장법인 비교평가법을 제정하였으나, 김완일·이병철(2007) 등의 선행연구에서 나타나듯이 비교평가법의 제한요건으로 인해 비교평가법의 대상이 되는 비상장법인의 수가 제한적이었다. 본 연구는 2005년 1월 1일 이후 적용되는 유사상장법인 주가 비교평가제를 기반으로 하는 평가심의위원회의 평가법의 제한요건인 현저한 차이요건(비교평가법에 의해 비상장주식을 평가하기 위해서는 보충법 평가액대비 30%이상 현저한 차이가 존재하여야 한다)과 순자산요건(비교평가법에 의해 비상장주식을 평가하기 위해서는 비교평가법에 의한 평가액이 평가대상법인 순자산의 70%이상이어야 한다)의 적정성에 대해 분석하였다. 이를 위해 비교평가법 적용대상 비상장법인을 대상으로 2004년부터 2006년까지 3년간 5,869개의 표본을 이용하여 분석을 진행하였다. 분석결과 5,869개 대상 표본 가운데 국세청 훈령 가운데 두 가지 제한요건을 제외한 나머지 요건을 충족하고 보충적 평가법에 의한 평가액이 비교평가법에 의한 평가액에 비해 작아 비교평가법의 실효성이 있는 표본은 1,854개로 나타났다. 1,854개 표본 가운데 현저한 차이요건과 순자산 요건의 두 가지 제한요건을 모두 충족하는 표본은 단지 396개 법인(1,854개 법인의 21.4%)임을 확인 할 수 있었다. 즉 비교평가법 적용요건으로 인해 비교평가법의 실효성이 존재하는 1,854개 가운데 78.6%인 1,458개 표본이 비교평가법의 혜택으로부터 배제되는 것을 관찰할 수 있었으며, 이를 통해 비교평가법 제한요건의 적정성에 문제점이 존재함을 알 수 있었다.

제한요건의 적정성에 대한 분석을 위해 순자산 요건을 70%, 60%, 50%로 변화시키고, 현저한 차이요건은 30%에서 10%까지 5%씩 변화시켰을 경우 적용기업의 표본수와 변화율을 측정한 결과 최소 27%에서 최대 189%정도 증가되는 것을 볼 수 있다. 또한 순자산요건이 70%에서 50%로 완화되는 경우 62%의 표본이 증가되는 반면, 현저한 차이요건이 30%에서 10%로 완화되는 경우에는 표본이 100%까지 증가하는 것으로 확인할 수 있었다. 본 연구의 결과 비교평가법을 적용하는데 있어서 제한요건이 지나치게 엄격하다는 문제가 있음을 알 수 있고, 순자산 요건에 비해 현저한 차이요건이 엄격한 것으로 나타났다. 추가적으로 연도-산업별 분석을 통해 본 결과를 분석해본 결과 연도가 증가될수록 현저한 차이요건의 엄격함으로 인해 적용가능하나 현저한 차이요건을 충족시키지 못하여 배제되는 산업의 수가 증가됨을 확인할 수 있었다. 이를 바탕으로 현저한 차이요건의 적정성에 따른 문제점이 보다 심화되고 있는 것을 알 수 있었다. 이상의 결과는 보충적 평가법의 과소 또는 과대평가되는 문제점을 보완하기 위해 신설된 평가심의위원회에 의한 유사상장법인 비교평가법은 그 제한 요건의 엄격함으로 인해 보충적 평가법의 문제점을 보완하기 위한 취지의 실효성이

감소됨을 알 수 있었으며, 오히려 보충적 평가방법에 의한 평가액에 더 근접할 수밖에 없음을 보여주는 것이다.

이상의 분석을 통하여 향후 평가심의위원회에 따른 유사상장법인 비교평가법의 기본 취지인 보충적 평가법의 문제점에 대한 보완의 목적을 적절히 구현시키기 위해서는 반드시 비교평가법의 제한요건에 대한 재검토가 이루어져야 할 것이며, 특히 두 가지 제한요건 가운데 현저한 차이요건 부분에 대한 검토가 시급함을 알 수 있었다. 향후 본 연구의 결과가 조세법률주의와 조세공평주의 아래 비상장주식 평가제도의 개정과 우리나라의 과세체계를 합리적으로 구축하는데 도움이 될 수 있기를 기대된다.

참고문헌

- 국세청, 2004. 「비상장 중소기업 유사법인주가비교평가제도 도입방안」
- 국세청, 2004. 「상속 및 증여재산의 평가」
- 국세청, 2005. 「유사상장법인 비교요소일람표」
- 김광윤 · 정우승, 2007. “상속세 및 증여세법상 비상장 중소기업의 주식 평가방법의 적정성 - 개정된 평가 심의 위원회 평가 방법을 고려하여”, 세무학연구, 제24권 제4호 : 365 - 389.
- 김권중 · 박태승 · 이은상, 1998. “상속세법의 비상장주식평가와 회계변수평가모형의 유용성에 관한 연구”, 회계학연구 제23권 제3호 : 57 - 59.
- 김석범, 2008. “세법의 비상장주식의 평가모형에 관한 타당성 연구”, 경영교육논총 제51권 : 45 - 64.
- 김원길, 1996. 「주식이동을 통한 부의 부당이전 방지를 위한 정책연구보고서」
- 박기정, 2007. “유사상장법인 비교평가법의 예측정확도와 과세비대칭성”, 세무학연구 제24권 제4호 : 77 - 112.
- 박태승, 1998. “상증세법상 비상장 주식평가 방법의 유용성에 관한 연구”, 경희대학교 박사학위논문.
- 배원기, 2000. “상속세 및 증여세법상 비상장주식 평가방법의 적정성”, 성균관대학교 박사학위논문.
- 이병철 · 김원일, 2007. “상속세 및 증여세법상 유사상장법인 주가비교평가방법의 적용과 한계”, 한국세무학회 학술대회 발표논문집 : 253 - 294.
- 이우택, 2003. 「기업가치의 평가와 세무처리에 관한 연구」, 국세청 연구용역보고서.
- 이우택 · 김대식, 2005. “비상장주식의 평가방법에 관한 연구 - 유사 상장회사 주식과의 비교평가”, 세무학연구 제22권 제3호 : 91 - 117.
- 이은상 · 이준규, 1998. “현행 세법상 주식평가의 문제점과 개선방안”, 한국조세연구원 연구보고서.
- 이의경, 2007. “세법의 주가설명력과 주가결정력”, 세무학연구 제24권 제1호 : 31 - 50.
- 이정란, 2006. “비상장주식 평가에 있어서 유사상장법인 비교평가방법의 유용성에 관한 연구”, 회계정보연구 제24권 제4호 : 187 - 219.
- 이준규 · 황인태 · 심충진, 2000a. “세법상 비상장주식에 대한 보충적 평가방법의 적정성”, 회계학연구 제25권 제1호 : 55 - 73.
- 이준규 · 황인태 · 심충진, 2000b. “비상장주식의 평가에 있어서 회계변수평가모형의 도입가능성”, 세무학연구 제16권 : 209 - 228.
- 정우승, 2005. “상속세 및 증여세법상 비상장주식 평가방법의 적정성에 관한 연구”, 서강대학교 석사학위논문.

Application and Limitation of the Valuation Method for Unlisted Stock

Seung Do Ki* · Young Chul Kim** · Jong Kwon Ko***

— <Abstract> —

Listed stocks are traded in the stock market and so there is no difficulty in security valuation. On the other hand, for the unlisted stocks which have no market price, there are a lot of difficulties in security valuation and there have been a lot of criticism for the present valuation system.

Under the Inheritance and Gift Tax, valuation methods are basically separated into 2 methods, the supplemental method(SM) and the comparative evaluation method(CM). Specially, the comparative evaluation method was introduced in 2005 to overcome the over or under valuation problem of supplemental method on the intrinsic value of unlisted stock. Several requisites are existed for the comparative evaluation method to be applied. The most important two requisites are the net asset requisite and the wide difference requisite. The net asset requisite is that the estimated value of CM is over 70% of the net asset value of the company and the wide difference requisite is that the difference between the estimated value from CM and the estimated value from SM is more than 30% of the estimated value from CM. Prior researches argue the reasonableness of these two requisites.

This study investigates the present valuation system for the unlisted stock focusing on the requisites for the comparative evaluation method. The research sample is comprised of Korean unlisted manufacturing companies and the research period is from the year 2004 to year 2006. The result shows that the two requisites for the comparative evaluation method limit the application of method too strictly. Of the two requisites, the wide difference requisite seem to be the more stringent requisite for the comparative evaluation method to be applied.

<Key words> unlisted stock, the supplemental method, the comparative evaluation method, requisites

* CTA

** Ph.D. candidate, Hanyang University, Seoul, Korea

*** Professor, School of Business, Hanyang University, Seoul, Korea