세무와회계저널 : 제1권 2호(2000년 11월).
Journal of Taxation and Accounting, Vol.1, No.2(November 2000).
pp.187~211.

稅法上 非上場株式의 評價方法에 관한 硏究

송 동 섭 · 여주대학 세무회계정보과 부교수
김 성 범 · 여주대학 세무회계정보과 전임강사대우

본 연구는 개정된 세법상 비상장주식 평가방법이 실제주가와 얼마나 부합되는지를 실증적 연구를 통하여 살펴보고 그 개선방안을 모색하는데 목적이 있다. 세법상 평가액을 구하여 실제주가와 괴리율을 분석하고, 개정된 세법상 평가규정과도 비교분석한 바 다음과 같은 결과를 얻었다.

첫째, 상속세 및 증여세법에 의한 비상장주식 평가액은 주식시가와 괴리정도를 분석하면 평가액이 실제주가보다 9% 과대평가되고 있다.

둘째, 소득세법상 비상장주식 평가액은 주식시가와 괴리정도를 분석하면 평가액이 실제주가보다 20% 과대평가되고 있다.

셋째, 주식평가액 산정에서 순손익가치와 순자산가치중 어느 금액이 채택되는지를 분석한 바, 27개 대상법인중 1-2개 법인만 순손익가치가 채택되고 대다수 법인은 자산가치가 주식평가액으로 채택되고 있다.

넷째, 소득세법상 비상장주식 평가방법에서도 순손익가치의 산정에서 3년 가중평균 순손익액을 사용하여야 한다.

〈주제어〉 비상장주식, 실제주가, 순자산

Ⅰ. 서론(序論)

상법상 주식(stock)은 두 가지 의미를 가지는데 첫째는 자본의 구성단위로서의 주식이고, 둘째는 사원의 지위인 사원권으로서 주식이 그것이다. 전자와 관련하여 주주는 주권을 교부함으로서 주식을 양도할 수 있는데 이것은 주식양도 자유의 원칙에 따른다. 상법 제335조 제1항에 의하면 주식의 양도는 정관의 규정에 의하여도 이를 제한하거나 금지하지 못하도록 규정되어 있는데 그 이유는 주주가 투하자본을 회수할 수 있는 유일한 방법이 주식의 양도이기 때문이다(김광윤, 1996.1, p.98).

우리 나라의 증권거래소 및 코스닥시장의 현주소를 살펴보면 상장주식의 시가총액과 일일 평균거래액이 1998년말 137조 8천억원과 6천 6백억원이던 것이 1999년말 349조 5천억원과 3조 4천 8백억원으로 증가하였으며, 협회등록주식도 시가총액과 일일 평균거래액이 1998년말 7조 9천억원과 55억원이던 것이 1999년말 106조 8천억원과 4천 3백억원으로 대폭 증가하였다(한국증권거래소, 2000.2, p.78).

주식 비중의 중대성과 관련하여 우리 나라의 주식양도차익의 과세 연혁을 살펴보면 부동산 등의 보유와 유사한 특정주식은 1979.1.1 이후부터 과세되고 있으며, 부동산과다보유법인의 주식은 1990.1.1 이후부터, 비상장주식은 1991.1.1 이후부터 양도차익에 대하여 양도소득세가 과세되고 있다. 과세대상에서 제외되던 상장주식 및 협회등록주식은 1999.1.1 이후부터 대주주(주식지분율 5%이상 보유)가 3년간 1%이상을 양도하는 경우에만 한정적으로 과세하다가 2000.1.1부터는 지분율 3%이상 소유주주나 시가총액기준 100억원 이상 소유주주는 1주만 양도하여도 양도소득세를 과세하도록 범위가 확대되었다.

주주의 사망으로 인하여 주식이 상속되거나 생전에 증여되는 경우에는 상속세 및 증여세의 과세대상이 됨은 물론이고 변칙적인 부의 무상이전을 방지하기 위하여 법적인 증여는 아니라도 불균등증자 등은 의제증여에 해당되어 증여세가 과세되고 있다. 또한 전환사채 및 신종사채를 통한 이익분여에 대해서도 증여세가 과세되고 있으며 2000.1.1부터는 주권상장(협회등록포함) 전에 주식 및 사채를 특수관계자에게 증여·양도하고 3년이내에 주식을 상장(협회등록포함) 함으로서 상장일부터 3월이 되는 날의 가격이 30%이상 또는 5억원 이상의 차액이 발생되면 이에 해당되는 대주주(최대주주 및 25%이상 보유주주)에게 당초 증여가액에 가산하여 증여세를 경정하게 된다.

주식의 과세와 관련하여 주식가액을 산정하는 경우에 양도소득세는 실지거래가액으로 과세함을 원칙으로 하고, 상속세 및 증여세는 주식의 시가로 과세함을 원칙으로 하고 있다. 상장주식이나 협회등록주식은 실지거래가액 및 시가를 알 수 있어서 문제가 없으나 비상장·비등록법인의 주식은 공개거래가 형성되지 않음에 따라 실지거래가액 및 시가 등을 알 수 없으므로 부득이 비상장주식의 세법상 평가규정으로 과세하는 경우가 많이 발생된다. 주식의 평가에 있어서 지금까지 세법상 비상장주식의 평가방법이 낮게 평가되고 있다고 지적되던 차에 2000.1.1 이후부터 비상장주식의 세법상 평가방법이 대폭 개정되었다.

본 연구는 새로이 개정된 국내세법의 비상장주식 평가규정이 얼마나 실제주가와 부합되는지를 개정전 세법규정과 비교 분석하는 등 실증적 연구를 통하여 문제점을 살펴보고 개선방안을 제시함으로서 보다 공정한 과세가 이루어 질 수 있도록 하는데 그 목적이 있다.

연구논제인 비상장주식의 세법상 평가방법이 적정한지를 검증하는데 다음과 같은 방법을 사용하였다. 시가와 세법상 평가액의 괴리율을 산출해 보기 위하여 표본모델 선정시 시가를 확인할 수 없는 비상장주식 대신에 27개 업종별로 상장주식 중에서 거래량이 가장 많은 법인 1개씩을 선정하였다. 괴리율은 세법상 주당평가액에서 주당시가를 차감하여 주당시가로 나누어서 산출하였다. 세법상 주당평가액은 상속세 및 증여세법상 비상장주식 평가방법과 소득세법상 비상장주식 평가방법으로 구분하여 분석하였으며 개정후와 개정전 세법규정을 비교하였다. 평가기준일인 상속 증여일 또는 양도일은 1999년으로 설정하였다. 세법상 주식평가를 함에 있어 순자산가치 산정은 1998년 재무제표의 순자산가액에서 토지의 개별공시지가와 영업권을 반영하여 평가하였으며, 순손익가치 산정은 1996년과 1997년 그리고 1998년의 장부상 순손익액을 사용하였다. 시가는 1999년 3월말 종가와 1999년 연평균주가를 각각 사용하여 괴리율을 산출하였다. 본 연구에 필요한 실제주가자료는 한국증권거래소의 「주식」 제368호(1999년 4월)와 「주식」 제377호(2000년 1월)를 이용하였으며, 재무제표의 자료와 토지개별공시지가 등은 SK증권에서 발간한 「상장회사 핸드북」 1999년 가을호(1999년 9월)의 자료를 가공·수정하여 사용하였다.

Ⅱ. 現行稅法上 株式의 評價規程

1. 相續稅 및 贈與稅法上 株式評價規程

상속세 및 증여세법상 재산의 평가와 관련하여 주식을 다음과 같이 세 가지 유형으로 구분하고 있다.

① 상장주식 : 증권거래법 제88조 제1항의 규정에 의하여 주식을 한국증권거래소에 상장한 법인이 발행한 주식을 말한다.

② 협회등록법인 주식 : 증권거래법 제3조의 규정에 의하여 금융감독위원회에 등록한 법인으로서 그 주식이 증권거래법 제194조의 규정에 따라 유가증권시장 외에서 거래되는 법인이 발행한 주식을 말한다.

③ 비상장주식 : 협회등록법인의 주식 외에 한국증권거래소에 상장되지 아니한 주식을 비상장주식이라고 한다.

상속세 또는 증여세가 과세되는 재산은 상속개시일 또는 증여일(이하 「평가기준일」이라 한다) 현재의 시가에 의하여 평가한다. 이 경우 시가란 불특정다수인 사이에 자유로이 거래가 이루어지는 경우에 통상 성립된다고 인정되는 가액을 말한다. 그러나 상속재산 및 증여재산에 대하여 시가를 산정하기 어려운 경우에는 상속세 및 증여세법에 의하여 보충적 방법으로 평가하게 되는데 비상장주식이 대체적으로 여기에 해당된다.

가. 非上場株式 評價規程

협회등록법인 주식 외의 한국증권거래소에 상장되지 아니한 주식 및 출자지분은 당해 법인의 자산과 수익 등을 감안하여 평가한 방법, 즉 순자산가치와 순손익가치 중 큰 금액을 평가액으로 한다. 1994.1.1 이후 최초로 상속이 개시되거나 증여되는 것부터는 유사상장법인과의 비교평가제도가 폐지되었으며 1999. 12. 31 세법 개정에서는 순자산가치와 순손익가치의 평균액으로의 평가방법은 폐지되었다 (상속세 및 증여세법 시행령 제54조 제1항, 제2항).

1주당가액 = MAX〔 1주당 순손익가치, 1주당 순자산가치 〕 ..... (식 1)

(1) 純損益價値의 計算

비상장주식의 보충적 평가방법의 한 요소인 순손익가치는 평가대상법인이 계속기업으로서의 가치를 전제로 평가하는 의미를 가지고 있는데, 순손익가치는 평가대상법인의 과거실적을 기초로 하거나 또는 장래의 1주당 추정이익을 기초로 할 수 있으며 어느 수치를 이용할 것인가는 전적으로 납세의무자의 선택에 달려 있다(상속세 및 증여세법 시행령 제54조 제 1항, 동법시행령 제 56조).

$$\text{1주당 순손익가치} = \frac{\text{1주당 최근 3년간의 순손익액의 가중평균액 (또는 1주당 추정수익)}}{\text{금융시장에서 형성되는 평균 이자율을 참작하여 재정경제부령이 정하는 율(10\%)}} \quad \text{.....(식 2)}$$

'재정경제부령이 정하는 율' 이란 금융기관이 보증한 3년만기 회사채의 유통수익률을 감안해 국세청장이 정하는 이자율로서 2000.4.3.현재 고시율은 10%이다. 위의 산식에서 1주당 최근 3년간의 순손익액의 가중평균액이 "0" 이하인 경우에는 "0"으로 한다 (상속세 및 증여세법 시행령 제54조 제14항, 동법 시행령 제56조).

$$\text{가) 1주당 순손익액} = (\text{각 사업년도 소득금액} + \text{가산할 금액} - \text{차감할 금액}) \div \text{사업년도말 총발행주식수} \quad \text{.....(식 3)}$$

$$\text{① 각 사업년도소득} = \text{법인세법상 익금총액} - \text{법인세법상 손금총액} = \text{기업회계상 당기순이익} \pm \text{세무조정액} \quad \text{.....(식 4)}$$

② 가산할 금액

㉮ 국세·지방세 과오납에 대한 환급금이자

㉯ 기관투자가 상장법인으로부터 배당받은 소득금액의 90%

㉰ 토지초과이득세환급액 및 비업무용토지에 대한 취득세환급액

③ 차감할 금액

㉮ 당해 사업연도의 법인세 및 주민세의 총결정세액 (특별부가세 및 농어촌특별세액이 포함된다).

㉯ 벌금·과료·과태료·가산금·체납처분비

㉰ 손금불산입대상 공과금
㉱ 업무무관 지출비용
㉲ 토지초과이득세와 비업무용 토지에 대한 취득세(중과세분)
㉳ 각 세법에서 규정하는 징수불이행으로 인하여 납부하였거나 납부할 세액
㉴ 기부금한도 초과액(지정기부금으로 손금부인액 포함)
㉵ 접대비한도 초과액
㉶ 비업무용부동산 등에 의한 지급이자 손금불산입 금액(주식취득 및 가지급금 관련 지급이자 포함)
㉷ 광고선전비의 손금불산입 금액

나) 가중평균액 = (ⓐ × 3 + ⓑ × 2 + ⓒ) ÷ 6 .....(식 5)
ⓐ : 평가기준일전 1년이 되는 사업년도의 주당 순손익액
ⓑ : 평가기준일전 2년이 되는 사업년도의 주당 순손익액
ⓒ : 평가기준일전 3년이 되는 사업년도의 주당 순손익액

다) 1주당 추정이익

비상장주식을 평가함에 있어 1주당 최근 3년간의 순손익액의 가중평균액은 재정경제부령이 정하는 신용평가전문기관 또는 회계법인중 2 이상의 신용평가전문기관 등이 재정경제부령이 정하는 기준에 따라 산출한 1주당 추정이익에 의할 수 있다.

(2) 純資産價値의 計算

비상장주식의 보충적 평가방법의 요소중 순자산가치평가법은 법인이 청산될 것을 가정하는 이른바 청산가치에 의한 평가를 전제로 하고 있으며, 이를 위하여 순자산가액은 평가기준일 현재 당해 법인의 자산을 상속세 및 증여세법의 규정에 의하여 평가한 가액에서 부채를 차감한 가액으로 한다고 규정하고 있다(상속세 및 증여세법 시행령 제55조 제1항)

1주당 순자산가치 = 평가기준일 현재의 당해 법인의 순자산가액
÷ 평가기준일 현재의 발행주식총수 .....(식 6)

가) 순자산가액 = 자산총액 - 부채총액 + 영업권평가액 .....(식 7)

① 자산총액 = 대차대조표상 자산가액
+ 평가차액(상속세법상 평가금액과 B/S상 금액과의 차액)
+ 법인세법상 유보금액(단, 상속세법상 평가한 자산가액에 포함된 유보금액과 부채로 보지 아니하는 제 준비금 및 충당금에 대한 유보금액은 제외한다)
+ 유상증자 등(①직전 사업년도말 현재의 B/S를 기준으로 평가시→직전사업년도 종료일부터 평가기준일까지 유상증자액 ② 신주인수권 포기에 따른 주식평가시→ 증자에 의하여 불입된 자본금액의 가액)
+ 기 타 (평가기준일 현재 지급받을 권리가 확정된 가액)
- 선급비용(평가기준일 현재 비용으로 확정분), 이연자산, 외화환산차
- 증자일 전의 잉여금 유보액 .....(식 8)

② 부채총액 = 대차대조표상 부채가액
+ 법인세 (평가기준일까지 미상계된 법인세 등)
+ 배당금 등 (주주총회에서 처분 의결된 배당금·상여금)
+ 퇴직금추계액 (재직중인 임직원의 퇴직금 추계액 전액)
+ 기 타 (지급확정된 비용으로 부채 미계상분)
- 제준비금 (조세특례제한법상 제준비금 합계액)
- 제충당금 (퇴직급여충당금, 대손충당금, 단체퇴직금급여충당금)
- 외화환산대
- 보증채무(주 채무자에게 구상권을 행사할 수 없는 보증채무는 부채에 포함) .....(식 9)

③ 영업권 평가액 = 〔(평가기준일전 3년간 가중평균순손익 × 50%)
- (평가기준일 현재 자기자본×10%)〕
× 평가기준일 이후 영업권 지속년수 (5년) .....(식 10)

㉮ 자기자본 = 총자산 - 부채
= 순자산평가액 계산서상 영업권 포함전 순자산가액

㉯ 총리령이 정하는 이자율 : 10%

나) 순자산가액의 의미

순자산가액은 평가기준일 현재 당해 법인의 자산에서 부채를 차감한 가액으로 하되 자산은 상속세 및 증여세법의 규정에 의하여 평가한 가액으로 한다. 따라서 당해 법인이 보유한 자산의 시가로 평가하되 시가가 불분명한 경우에는 다음과 같이 평가한다. 다만, 그 평가는 총리령이 정하는 공신력있는 감정기관의 시가감정서에 의할 수 있다.

① 토지는 개별공시지가, 건물은 국세청장이 매년 1회 이상 산정·고시하는 가격
② 시설물·구축물은 재건축가액에서 평가기준일까지 감가상각비를 차감한 가격
③ 선박·항공기·차량·건설기계 등은 지방세법상 시가표준액
④ 재고자산 등은 그것을 처분할 때에 취득할 수 있다고 예상되는 가액
⑤ 매입한 무채재산권은 매입가액에서 평가기준일까지의 상각비를 공제한 가액
⑥ 서화·골동품은 2인 이상의 전문가가 감정한 가액의 평균액
⑦ 유가증권 중 비상장주식은 순자산가치와 수익가치 중 큰 금액으로 평가하되 다른 비상장법인의 총발행주식 중 100분의 10 이하의 주식을 보유하고 있는 경우에는 그 다른 비상장법인의 주식을 장부가액으로 평가한다. 또한 비상장채권은 매입가액에 평가기준일까지의 미수이자 상당액을 가산한 금액에 의한다.

나. 最大株主의 保有株式에 대한 割增 評價

최대주주(10%이상을 보유한 주주로서 주식보유수가 가장 많은 주주 등)가 보유하는 비상장주식 및 상장주식 등은 평가액의 20% (최대주주의 지분이 50%를 초과하는 경우 30%)를 할증한다. 다만, 평가기준일전 3년 이내 사업년도부터 계속 세법상 결손금이 발생한 법인의 주식은 할증에서 제외한다. 그리고 최대주주의 개념은 상장주식 평가규정에서의 내용과 동일하다 (상속세 및 증여세법 제63조 제3항).

2. 所得稅法上 株式評價規程

양도소득세가 과세되는 대주주상장주식[1] 및 대주주협회등록주식·비상장주식·기타자산에 속하는 주식[2]은 실지 거래한 양도가액 및 취득가액으로 양도차익을 계산하는 것이

---

1) 상장주식으로서 주주 1인과 특수관계자의 지분율이 3%이상이거나 시가총액기준(직전사업년도 종료일 현재의 최종시세가액)이 100억원 이상인 주주를 의미한다.

2) 기타 자산에 속하는 주식은 특정주식, 특정시설물이용권주식, 부동산과다보유법인주식 등이 있

원칙이다. 그러나 실지거래가액이 불분명한 경우에는 소득세법상 주식평가방법에 의한 기준시가에 의하여 양도차익을 계산하게 된다. 따라서 과세대상 주식의 평가액은 곧바로 양도차익에 영향을 미치고 양도소득세의 산출 근간이 되므로 대단히 중요한 의미를 갖는다. 이하에서 비상장주식의 평가규정을 살펴보기로 한다.

가. 非上場株式의 評價

비상장법인(대용증권 지정 실적이 있는 협회등록법인 제외)의 주식에 대한 기준시가는 다음과 같이 산정한다. 다만, 장부분실 등의 사유로 취득당시의 기준시가를 확인할 수 없는 경우에는 액면가액을 취득당시의 기준시가로 적용한다.

$$\text{1주당 가액} = \text{MAX}\,[\,\text{1주당 순손익가치},\ \text{1주당 순자산가치}\,]$$

$$= \text{MAX}\,[\,\frac{\text{1주당 순손익액}}{10\%},\ \frac{\text{순자산가액}}{\text{발행주식총수}}\,] \qquad \text{.....(식 11)}$$

위의 산식에서 보는 바와 같이 상속세 및 증여세법상 시가가 불분명한 경우의 평가기준을 준용하여 비상장주식을 순손익가치와 순자산가치 중 큰 금액으로 평가한다. 그러나 다음과 같은 점에서 상속세 및 증여세법상의 평가규정과 다르다.

① 주당 순손익은 평가기준일이 속하는 사업년도의 직전 사업년도의 순손익액에 의하여 평가한 가액에 의한다. 이는 상속세 및 증여세법에서 3년간의 가중평균 순손익액을 기초로 평가하는 것과 다르다.

② 순자산가액은 평가기준일이 속하는 사업년도의 직전 사업년도 종료일 현재 당해 법인의 장부가액(토지는 기준시가)에 의한다. 따라서 상속세 및 증여세법에서 평가기준일 현재 상황으로 시가 평가하여 순자산가액을 계산하는 것과는 다르다. 그리고 영업권도 매입한 것이 아니라면 소득세법에서는 장부가액이 '0'이므로 평가액도 '0'

다. 특정주식이란 법인의 자산총액 중 부동산 등의 가액이 50%이상으로서 주주 등이 50% 이상의 주식을 소유하고 있고 3년내에 50%이상을 양도하는 주식을 말한다. 그리고 특정시설물이용권주식은 특정법인의 주식 등을 소유만으로 골프장, 헬스크럽, 콘도미니엄, 사우나장, 스키장, 사교장 등을 유리한 조건으로 이용할 수 있는 주식을 뜻하며 부동산과다보유법인주식은 법인의 자산총액 중 부동산 등의 가액이 80%이상인 법인으로 골프장, 스키장, 휴양콘도미니엄, 전문휴양시설 등을 직영하거나 분양 임대하는 사업을 의미한다.

이지만 상속세 및 증여세법에서는 별도로 평가하여 자산에 포함하여야 한다 (소득세법 시행규칙 제81조 제2항 2호).

나. 其他 資産에 해당하는 株式의 評價

소득세법상 기타자산에 해당하는 주식 중에서 특정 주식과 부동산과다보유법인의 주식은 비상장주식 및 상장주식 등의 평가방법을 준용하여 평가한다. 다시 말하면 당해 주식이 상장주식 및 협회등록주식에 해당하면 양도일 등 이전 1월간에 공표된 매일의 최종시세가액의 평균액으로 평가하고, 비상장주식에 해당하면 소득세법상 비상장주식의 평가방법인 순손익가치와 순자산가치 중 큰 금액을 주식가액의 기준시가로 본다 (소득세법 시행령 제165조 제1항 3호).

3. 法人稅法上 株式評價規程

법인세 특별부가세의 과세대상 주식인 특정주식·부동산과다보유법인의 주식·특별시설물이용권주식 등은 주식양도차익 계산시 실지거래가액으로 계산함이 원칙이나 실지거래가액이 불분명한 때에는 주식양도가액 및 취득가액은 기준시가에 의한다. 이 경우 주식의 기준시가는 소득세법 시행령 제165조 1항인 "토지 등 이외 자산의 기준시가 산정"을 준용한다 (법인세법 시행령 제141조 제12항 3호).

4. 各 稅法上 株式評價의 差異比較

상속세 및 증여세법과 소득세 및 법인세법상 주식평가방법은 전반적으로 유사하지만 세부적으로 여러 가지 차이가 있다(표 1참조). 소득세법상의 주식평가액은 상속세 및 증여세법에 비하여 간편하게 산정되도록 하고 있는데 이는 주식 양도시에 납세자의 납세협력비용을 경감시키려는 것으로 보인다. 또한 상속 또는 증여의 경우에는 평가액 전액에 대하여 과세되지만 주식의 양도에 있어서는 양도차익만이 과세대상이며 양도가액과 취득가액을 동일한 기준에 따라 평가할 경우 양도차익에 큰 차이가 없게 된다는 점을 고려한 것으로 보인다. 그러나 주식에 대하여 상속 또는 증여시의 평가방법과 양도시의 평가방법이 다른 것은 과세형평성 측면에서 개선되어야 한다.

〈표 1〉 상속세 및 증여세법과 소득세 및 법인세법상 주식평가의 비교

주식 종류별		상속세 및 증여세법상 평가규정	소득세 및 법인세법상 평가규정
평가 목적		상속세·증여세 과세	양도소득세 및 특별부가세 과세
상장법인 주식		평가기준일 이전·이후 2월간 종가 평균	양도일 등 이전 1월간 종가 평균
협회등록법인주식		평가기준일 이전·이후 2월간 기준가격 평균	양도일 등 이전 1월간 기준가격 평균
비상장법인 주식	평가원칙	순손익가치와 순자산가치 중 큰 금액	순손익가치와 순자산가치 중 큰 금액
	순손익가치	3년간 가중평균 순손익액 기준	직전년도 순손익액 기준
	자산가치	①평가기준일 현재 상황 ②자산의 시가 평가 적용 ③영업권 평가 포함	①직전년도 종료일 현재 ②자산의 장부가액 적용(단, 토지는 기준시가) ③영업권 평가 제외
공개준비중 주식		다음 중 큰 금액 ①순손익가치와 순자산가치중 큰 금액 ②증권관리위원회의 결정방법 준용	순손익가치와 순자산가치 중 큰 금액
최대보유주식의 할증평가		상기 평가금액의 20% (30%) 가산	할증평가 불 적용

5. 關聯 先行硏究의 檢討

세법상 비상장주식 평가의 제 문제들에 대한 기존연구를 살펴보면 김종식(1994), 정동철(1994), 김동훈(1998) 등은 순자산가치 평가에서는 합산되는 자산평가증 금액에서 이에 따른 조세부담액은 공제되어야 하며 수익가치 산정에서는 경상이익을 기준으로 순손익액을 산출되어야 합리적이라고 주장하였으며, 자산가치와 수익가치가 낮게 평가됨에도 불구하고 두 개의 단순평균액을 평가액으로 삼는 것은 더욱 시가에 비해 낮게 평가되고 있다고 주장하고 있다. 다음은 세법상 비상장주식 평가의 적정성 검증의 대표적인 선행연구를 살펴본다.

(1) 김원길(1996)의 연구

김원길은 1993년 1월 1일부터 1996년 8월말까지 공개상장된 89개 상장회사를 대상으로 비상장가격(공모가격으로 산정)과 상장후 6개월 평균주가를 비교한 결과 대주주 본인의 특수관계인 (자, 손, 제)의 상장차익이 68개사 4,706억원으로 나타났다. 첫째, 상장을 위한 준비기간 중에 대주주와 특수관계인의 비상장주식 취득행위에 대하여는 증권거래법상 내부자거래로 규정하여 제재하여야 하며 둘째, 이에 대한 증여세를 과세하기 위해 관련세법의 개정이 필요하다고 하였다. 또한 상속세법상의 비상장주식 평가방법이 시가에 근접할 수 있도록 개정할 것을 주장하고 있으나, 구체적인 방법은 제시하지 못하였다.

(2) 박태승(1998)의 연구

박태승은 1995년말 현재 상장기업 중 12월말 이외 결산기 기업 등을 제외한 1,665개의 상장기업을 표본으로 하여 실제주가(12월말 종가)와 비상장주식의 상속세법상 평가액과의 주가괴리율을 통하여 실증분석한 바 상속세법상 비상장주식의 평가가치는 실제주가보다 23%저평가 되고, 업종과 규모에 관계없이 자산가치와 수익가치에 일률적인 가중치를 두어 1:1의 주식가치결정방법은 개선되어야 한다고 주장하였다.

(3) 이은상 · 이준규(1998)의 연구

이은상 · 이준규(1998, pp.43~51.)는 상속세 · 증여세법상 비상장주식의 평가방법이 실제주가와 얼마나 접근되는지를 실증분석을 통하여 검증하였다. 법인의 표본 선정은 실제주가를 확인할 수 없는 비상장주식 대신에 1997년 3월말 현재 상장법인 762개 중에서 금융업 · 관리종목 등 341개를 제외하고 421개를 선정하였다. 그리고 상장법인의 재무제표를 상속세법상 비상장주식의 평가방법으로 산출한 주식평가액과 당해 상장주식의 실제주가로 채택한 익년 3월말 종가를 비교 분석하였다. 그 결과 상속세법상 평가액은 실제주가에 비하여 47% 정도 저평가 되는 것으로 나타났다. 또한 실제주가가 순자산가치와의 격차 및 수익가치와의 격차를 각각 비교해본 바 자산가치는 11% 정도 저평가되고 수익가치는 62% 정도가 저평가되어 자산가치가 수익가치보다 그래도 실제주가에 근접한다고 밝혔고 더욱 문제가 되는 것은 상속세법상 비상장주식평가는 자산가치와 수익가치와의 평균을 주식평가액으로 하기 때문에 더욱 저평가된다고 주장하였다.

그러나 다음과 같은 사유로 비상장주식평가의 적정성 검증을 시도할 필요성이 제기된다.

(1) 상속세법상 평가액과 실제주가와 비교시 실제주가를 익년 3월말 종가로 비교하였으나 주가등락 폭이 큰 요즘 한 시점인 익년 3월말 종가를 전년도 실제주가의 대표치로 삼는 것은 이론의 여지가 있다.

(2) 연구사례는 주식의 자산가치 평가에서 장부상 순자산가치만을 분석대상으로 삼았으나 순자산가치는 시가평가가 원칙이므로 평가차액이 많은 토지만이라도 공시지가를 반영하여 분석하였으면 하는 아쉬움이 남는다.

(3) 상속세법상 비상장주식의 평가규정은 순자산가치와 순손익가치의 평균가액을 주식가액으로 평가하던 것이 1999. 12. 31. 개정되어 순자산가치와 순손익가치 중 큰 금액이 주식평가액으로 바뀌었다. 이에 따른 실제주가와 괴리율이 어느 정도인지 분석의 필요성이 제기된다.

(4) 비상장주식의 양도시에는 상속세법상 비상장주식의 평가액을 양도가액 등의 기준으로 사용치 아니하고 소득세법상 비상장주식의 평가액을 기준시가로 사용하여 양도소득세를 산출하는 바, 별도로 소득세법상 주식평가액과 실제주가와 괴리율을 분석할 필요가 있다.

Ⅲ. 硏究의 模型과 標本事例의 資料蒐集

1. 硏究의 模型

시가가 분명하지 아니한 경우 상속세 및 증여세법상 규정에 의한 비상장주식의 평가액이 당해 주식 발행기업의 실질가치를 충분히 반영하고 있는지를 실증연구를 통하여 검토하기로 한다. 그러나 비상장법인의 실제가치를 측정한다는 것은 현실적으로 불가능한 일이기 때문에 시가를 알 수 있는 상장주식을 대상으로 상속세 및 증여세법상 비상장주식 평가방법에 의한 평가액과 실제주가와의 차이를 살펴보기로 한다. 또한 비상장주식 양도차익에서 적용되는 소득세법상 평가방법에 의한 평가액에 대해서도 실제주가와 비교 검토하기로 한다.

가. 相續稅 및 贈與稅法上 非上場株式의 評價

상속세법 및 증여세법상 비상장주식의 평가액은 다음 산식에 의하여 계산한다. 평가기준일인 상속 또는 증여일은 1999년으로 설정한다.

비상장주식의 1주당 평가액

= MAX〔1주당 순손익가치, 1주당 순자산가치〕

= MAX〔{{(1996년도 1주당순손익+1997년도 1주당순손익×2+1998년도 1주당순손익×3)÷6}÷0.10〕, {(1998년도장부상순자산가액+토지평가차액+영업권평가액)÷1998년도발행주식총수)}〕 .....(식 12)

(식 12)에서 주당순손익 계산은 각 사업년도 소득에서 세무상 익금불산입액을 더하고 손금불산입액 등을 차감한 후 발행주식수로 나누어 산출하여야 하지만 세무조정자료를 입수하는 것이 어려워 부득이 기업회계상 주당순손익을 이용하였으며 주당순손익의 가중평균액이 음수인 경우에는 0(영)으로 계산하였다.

1주당 순자산가치는 장부상 순자산가액에서 세법상 평가차액(토지는 개별공시지가로, 건물은 국세청장의 고시기준에 의한 평가액 등)과 영업권을 더한 수정후 순자산가액을 발행주식수로 나누어 산출하여야 하나, 본 연구에서는 자산의 시가 등의 관련자료의 수집이 어려워 장부상 순자산가액에 평가차액이 가장 큰 토지의 개별공시지가만을 반영하였으며 영업권도 반영하였다.

영업권의 평가는 세법규정에 따라 다음 산식에 의거 계산한다.

영업권 = (가중평균순손익액×50% - 자기자본×10%)×5년 .....(식 13)

나. 所得稅法上 非上場株式의 評價

비상장주식의 1주당 평가액

= MAX〔1주당 순손익가치, 1주당 순자산가치〕

= MAX〔{1998년도 1주당 순손익÷10%}, {(1998년도 장부상 순자산가액 + 토지평가차액)÷발행주식수}〕 .....(식 14)

(식 14)에서 1주당 순손익가치와 1주당 순자산가치는 소득세법 규정에 따라 평가일의 직전년도인 1998년도를 기준으로 평가하였으며 시가평가반영은 소득세법규정에 따라 토지개별공시지가 평가차액만 반영하였으며 영업권 평가액도 소득세법 규정상 제외하였다.

다. 評價額과 株價와의 乖離程度

(식 12)에 의하여 계산한 세법상 평가액은 실제주가와의 괴리 정도를 아래과 같은 산식으로 측정한다. (식 15)에서 비교대상이 되는 실제주가는 보편성 측면에서 평가기준일인 1999년도의 년간평균주가를 실제주가로 사용하였으며 계산한 주가괴리율을 A율로 하였다. (식 16)에서 비교대상이 되는 실제주가는 투자자들의 합리적인 기대가 충분히 반영되고 안정적인 주가가 형성되는 시점이며 주주총회와 결산정보의 공시로 초과수익률이 없어질 것으로 판단되는 1998년도의 익년인 1999년 3월말의 종가를 실제주가로 사용하였으며 주가괴리율을 B율로 하였다.

세법상 주가평가액의 주가괴리율(A율)

= (세법상 1주당 평가액 - 1999년 연간 평균주가)÷1999년 연간 평균주가

.....(식 15)

세법상 주가평가액의 주가괴리율(B율)

= (세법상 1주당 평가액 - 1999년 3월말 종가)÷1999년 3월말 종가

.....(식 16)

2. 標本事例의 資料蒐集

세법상 비상장주식 평가방법의 적정성 연구는 실제주가의 확인이 가능한 상장법인을 표본으로 선정하였으며, 1999년도를 평가기준일(상속 증여일 또는 양도일)로 하여 1996년, 1997년, 1998년도의 주당순손익 및 1998년도의 순자산가액·주식발행수 등을 수집하였다. 다만 분석의 편의상 다음에 해당하는 법인은 표본추출의 대상에서 일단 제외하였다.

① 은행 등 금융업종을 영위하는 법인
- 일반기업과 영업성격이나 환경 등이 현저하게 다르므로

② 관리대상종목
- 거래정지를 받는 등 자료의 연속성이 없거나 주가의 시가반영이 왜곡될 소지가 있으므로

③ 12월말 결산법인 이외의 법인
- 결산일이 상이하면 재무제표자료와 대응시킬 주가와의 비교분석이 어려우므로

④ 자기자본의 장부가치가 음수인 법인
- 기업주주지분의 장부가치가 음수인 경우에는 실제상황과 반대로 해석될 여지가 있으므로

⑤ 주당 액면가액이 5천원 이외의 법인
- 비교분석상 동일한 조건을 맞추기 위하여

⑥ 주당 시가가 5천원 미만인 법인
- 액면가 이하의 주가는 재무제표이외의 다른 요소가 주가에 반영될 여지가 많으므로 제외하였다.

상기 법인들을 제외한 상장법인 중에서 업종별로 1개 법인씩을 선정하되 보편성을 확보하기 위하여 27개 업종별로 년간 거래량이 가장 많은 법인을 선정하여 분석 대상기업으로 삼았다.

본 논문의 비상장주식 평가방법의 적정성 연구에서 기존 연구와의 차이점은 ①순자산평가시에 토지의 개별공시지가를 반영한 점과 ②영업권을 산출한 점 ③상속세 및 증여세법상 비상장주식 평가분석 뿐만 아니라 소득세법상 비상장주식 평가분석을 별도로 시행하였던 점 ④세법상 비상장주식 평가규정이 대폭 개정되어 개정후 세법상 평가방법과 개정전 세법상 평가방법을 비교분석한 점이 다르다고 할 수 있다.

Ⅳ. 非上場株式 評價額의 適正性과 改善方案

1. 相續稅 및 贈與稅法上 非上場株式評價額과 實際株價와의 差異

표본 대상법인의 상속세 및 증여세법상 비상장주식 평가방법에 의한 가액과 실제주가와의 괴리율을 분석하여 보면 주가 괴리정도는 아래의 〈표 2〉와 같다.

〈표 2〉 상속세 및 증여세법상 주당평가액과 실제주가와 차이 (단위:원)

구 분	주당평가액 (1998년귀속) =①	실제 주가		주가 괴리율	
		1999년 연평균주가=②	1999.3월말 주가=③	(A) ④=(①-②)÷②	(B) ⑤=(①-③)÷③
개정 세법	19,079	21,158	14,751	-0.0982	0.2934
개정전 세법	10,915	21,158	14,751	-0.4840	-0.2599

〈표 2〉에서 보는 바와 같이 개정세법의 상속세 및 증여세법상 평가액은 익년도 연간평균 주가에 비해서는 9% 정도 낮게 평가되는 것으로 나타났으나, 익년 3월말 종가에 비해서는 오히려 29% 정도 과대 평가되고 있다. 보편성 측면에서 상기의 주가괴리율을 평균하여 보면

평균주가괴리율 = (-9.82%+29.34%)÷2 = 9.76%

상속세 및 증여세법상 비상장주식 평가방법은 평균치로 보더라도 실제주가보다 9.76%나 과대 평가되는 것으로 나타나고 있다.

개정전 세법상 평가방법의 분석결과인 〈표 2〉하단을 보면 상속세 및 증여세법상 평가액은 연간 평균주가보다 48% 낮게 평가되고 3월말 종가보다 26% 낮게 평가되고 있다. 보편성 측면에서 2개의 주가괴리율을 평균하여 보면

평균주가괴리율 = (-48.40%-25.99%)÷2 = - 37.19%

개정전 평가방법으로 상속세 및 증여세법상 평가액은 평균치로 보더라도 실제주가보다 37.19%나 낮게 평가되고 있다.

다시 말하면 실제주가보다 37% 과소 평가되던 주식평가방법을 일시에 실제주가보다 9%나 과대 평가되는 주식평가방법으로 개정시킨 현행세법은 급격한 조세증가액을 유발하여 조세마찰소지가 있으므로 재고되어야 한다.

2. 所得稅法上 非上場株式 評價額과 實際株價의 差異

표본 대상법인의 소득세법상 비상장주식 평가액과 실제주가와의 괴리율을 분석하여 보면 소득세법상 주당 평가액과 실제주가와의 주가 괴리정도는 아래의 〈표 3〉과 같다.

〈표 3〉 소득세법상 주당평가액과 실제주가의 차이 (단위:원)

구 분	소득세법상 주당평가액=①	실제 주가		주가 괴리율	
		1999년연평균 주가=②	1999년3월말 종가=③	(A) ④=(①-②)÷②	(B) ⑤=(①-③)÷③
개정 세법	20,863	21,158	14,751	-0.0139	0.4143
개정전 세법	12,260	21,158	14,751	-0.4205	-0.1688

소득세법상 평가액은 〈표 3〉에서 보는 바와 같이 익년도 연간평균 주가에 비해서는 1% 정도 낮게 평가되는 것으로 나타나고 있으나, 익년 3월말 종가에 비해서는 오히려 41% 정도 과대 평가되고 있다. 보편성 확보를 위하여 2개의 주가괴리율을 평균하여 보면

$$\text{평균주가괴리율} = (-1.39\% + 41.43\%) \div 2 = 20.02\%$$

소득세법상 비상장주식 평가방법은 평균치로 보더라도 20.02%나 실제주가보다 높게 평가되고 있다.

개정전 세법상 평가방법의 분석결과인 〈표 3〉하단을 보면 소득세법상 평가액은 연간평균 주가보다 42% 낮게 평가되고 3월말 종가보다 16% 낮게 평가되고 있다. 2개의 주가괴리율을 평균하면

평균 주가괴리율 = (-42.05%-16.88%)÷2 = - 29.46%

개정전 평가방법으로 소득세상 평가액은 평균치로 보더라도 실제 주가보다 29.19%나 낮게 평가되고 있다. 즉, 29% 과소 평가되던 주식평가방법을 20%나 과대 평가되는 주식평가방법으로 세법을 개정하였다.

개정전 세법의 비상장주식 평가방법인 순손익가치와 순자산가치의 산술평균치의 평가액은 실제주가에 비해 37%~29%정도 낮게 평가되었으며 개정 후에는 순자산가치 또는 순손익가치 중 많은 것을 평가액으로 함에 따라 오히려 세법상 비상장주식의 평가액이 실제 주가보다 9%~20%정도 높게 나타나는 현상을 볼 수 있다. 즉, 상속세 및 증여세법상 비상장주식 평가액은 개정전 세법규정은 37% 과소 평가되던 것이 개정 후는 9%나 과대 평가되고 있다. 소득세법상 평가액은 개정 전 규정은 29% 과소 평가되던 것이 개정 후 규정은 20%나 과대 평가되고 있다. 이것은 세법개정으로 46%~49%정도 평가액이 상승됨을 보여주는데 급격한 조세부담상승은 조세마찰소지가 있으므로 재고되어야 한다. 또한 소득세법상 평가액이 상속세 및 증여세법상 평가액보다 11%정도 높게 평가됨은 형평성 측면에서 평가액을 일치시켜야 한다.

3. 純損益價値와 純資産價値 중 株式評價額으로 採擇事例

상속세 및 증여세법상 평가에서는 27개 법인 중 1개 법인인 '제일기획'만 순손익가치가 채택되었으며 26개 법인은 순자산가치가 주식평가액으로 채택되는 결과가 나타났다. 소득세법상 평가에서도 27개 법인 중 '사조산업'과 '제일기획'인 2개 법인만 순손익가치가 주식평가액으로 채택되었으며 나머지 25개 법인은 순자산가치를 주식평가액으로 채택되는 결과가 나타났다.

상기의 결과치는 대다수 법인의 자산가치가 주식평가액으로 채택되는 현실성을 보여주고 있음을 알 수 있다. 따라서 2000.4.3 국세청장이 정하는 이자율인 자본환원율을 15%에서 10%로 150%를 상승시켰으나 본 분석사례에서는 주식평가에 미치는 영향은 미미하다고 말할 수 있으나 오히려 자본이 상대적으로 적은 중소기업은 비상장주식의 평가에 미치는 영향이 크게 증대되리라 예측된다. 여기에서 간과해서는 안될 사항은 선행연구에서도 표본기업을 실제주가가 존재한다는 이유로 항상 상장법인을 선정함에 따라 자본

이 크고 수익력이 낮은 기업이 선정됨으로서 분석결과가 왜곡된다는 사실이다.

한편 영업권의 평가와 관련하여 27개 법인의 영업권을 상속세 및 증여세법에 의하여 평가하여 보았으나 단 1개 법인도 영업권이 발생되지 아니하고 있다. 이것은 표본대상인 대법인들의 순이익이 자본에 비하여 상대적으로 적게 발생된다는 사실을 보여주고 있다.

4. 非上場株式의 相續稅 및 贈與稅法上 評價額과 所得稅法上 評價額의 比較分析

표본대상법인의 주가괴리율의 분석내용인 〈표 2〉를 보면 상속세 및 증여세법상 주당평가액이 실제주가보다 9.76% 과대 평가되고 있으나 〈표 3〉의 소득세법상 주당평가액은 실제주가보다 20.02% 과대 평가되고 있다. 이하에서 27개 표본법인중 순손익가치와 순자산가치 중에서 순손익가치가 세법상의 평가액으로 채택된 2개 법인인 사조산업과 제일기획에 대한 주당평가액의 비교표를 살펴보자.

〈표 3〉 각 세법상 주당평가액 비교표 (단위 : 원)

법 인 명	상속세 및 증여세법상 평가액			소득세법상 평가액		
	순손익가치	순자산가치	세법상평가액	순손익가치	순자산가치	세법상평가액
사조산업	0	11,550	11,550	37,450	11,550	37,450
제일기획	41,830	24,597	41,830	64,080	24,597	64,080

세법상 주당평가액의 산정에서 순손익가치가 채택되는 경우에는 소득세법상 평가액이 상속세 및 증여세법상 평가액보다 과대 평가되는 것을 〈표 3〉에서 볼 수 있다. 이 점은 소득세법상 평가규정에서 평가방법의 번잡성을 이유로 순손익가치를 산정 함에 있어서 과거 3년간 가중평균 순손익액를 사용치 아니하고 직전년도 순손익액을 사용함에 따라 과거의 순손실 등이 전혀 반영되지 아니한다는 모순점이 발생되기 때문이다.

따라서 소득세법상 순손익가치 산정 시에도 상속세 및 증여세법상 평가규정인 3년 가중평균 순손익액을 사용하여 순손익가치를 산정하도록 세법을 개정하여야 할 것이다.

Ⅴ. 要約 및 結論

본 연구는 개정된 세법상 비상장주식 평가방법이 실제주가와 얼마나 부합되는지를 실증적 연구를 통하여 살펴보고 그 개선방안을 모색하는데 목적이 있다. 주식평가는 기업가치를 얼마나 합리적으로 산출하느냐 하는 문제로서 세법상 주식평가액이 곧바로 국민의 조세부담액을 과다하게 지울 수도 있고 불공평한 과세로 이어질 수도 있다. 현행세법상 주식의 평가규정을 보면 상속세 및 증여세 과세시의 주식평가와 양도소득세의 과세시의 주식평가방법이 다르다. 그러나 세법들의 주식평가규정은 공히 평가기준일 현재의 시가로 규정하는 시가주의 원칙을 준수하고 있는데, 상장주식 등은 증권거래소에서 가격이 형성되므로 시가산정이 어렵지 않으나, 비상장주식은 실제거래가액 또는 시가산정이 어려우므로 부득이 세법상 평가규정인 보충적 평가방법을 통하여 양도소득세 및 상속·증여세를 과세하게 된다.

비상장주식은 예전부터 세법상 평가방법이 낮게 규정되어 있다고 비판되던 차에 2000.1.1부터는 순손익가치와 순자산가치의 평균치로 평가하던 규정이 순손익가치와 순자산가치중 큰 금액으로 평가하도록 세법이 개정되었다. 개정취지를 보면 1주당 가액(순자산가치와 순손익가치의 산술평균치)을 떨어뜨려 주식이 저평가되도록 하는 악용사례를 방지하고, 기업의 진정한 가치는 미래의 수익력이 반영된 내재가치인 순손익가치이나 이것이 순자산가치에 미치지 못할 경우에는 최소한의 기업처분가액인 순자산가치를 평가액으로 한다는 입법취지이다(한국세무사회, 2000.1a, p.291). 그러나 세법상 주식평가는 곧바로 국민의 재산권과 직결되는 중요한 문제이다. 개정된 비상장주식의 평가규정이 얼마나 적정한지를 검토할 필요성이 제기되어 상장법인의 재무제표를 기초로 하여 세법상 비상장주식 평가방법의 평가액이 당해 법인의 실제주가와 얼마나 괴리되는지 분석하였으며 개정전 평가규정과도 비교하였던 바 다음의 결과로 요약된다.

첫째, 상속세 및 증여세법상 비상장주식 평가액의 주식시가와 괴리정도는 평가액이 실제주가보다 9% 과대 평가되고 있다. 개정전 평가규정의 평가액은 실제주가에 비해 37% 과소 평가되던 것이 세법개정으로 무려 46%나 평가액이 상승하였다.

둘째, 소득세법상 비상장주식 평가액의 주식시가와 괴리정도는 평가액이 실제주가보다 20% 과대 평가되고 있다. 개정전 평가규정은 29% 과소 평가되던 것이 세법개정으로 49%나 평가액이 상승하였다. 이와 같이 급격한 조세 부담을 증가시키는 개정세법은 조

세마찰의 소지가 있으므로 再考되어야 한다.

셋째, 주식평가액 산정에서 순손익가치와 순자산가치 중 어느 금액이 채택되는지를 보면 분석대상 27개 법인 중 상속세 및 증여세법상 비상장주식의 평가에서는 26개 법인은 순자산가치가 주식가액으로 평가되고 1개 법인만 순손익가치가 주식가액으로 평가되었다. 소득세법상 비상장주식의 평가에서는 25개 법인은 순자산가치가 주식가액으로 평가되고 2개 법인만 순손익가치가 주식가액으로 평가되었다. 이것은 분석모델 선정시 시가를 확인할 수 없는 비상장주식 대신에 부득이 상장주식 자료를 활용하여 비상장주식 평가방법을 검증함에 따라, 표본법인의 자본이 상대적으로 크고 주당순이익이 적기 때문에 나타난 현상이라 볼 수 있다. 오히려 자본이 적은 중소기업은 그 반대현상이 나타날 수 있으므로 순손익가치 산정시 중소기업에 한하여 자본환원율의 차등율을 적용하여 급격한 세부담을 완화시켜야 한다.

넷째, 소득세법상 비상장주식 평가방법에서도 순손익가치의 산정에서 3년 가중평균 순손익액을 사용하여야 한다.

상속세 및 증여세법상 평가액은 실제주가보다 9% 과대 평가되고 있으나 소득세법상 평가액은 실제주가보다 20% 과대 평가되고 있다. 실증연구 결과 자산가치는 각 세법상 동일하나 순손익가치가 차이의 원인요소가 된다. 이것은 소득세법상 주식평가시 방법의 번잡성을 이유로 순손익가치 산정에서 3년 가중평균 순손익액을 사용치 아니하고 직전년도 순손익액을 사용하기 때문에 과거 순손실이 반영되지 아니하는 모순으로 기인된 것이다. 따라서 소득세법상 순손익가치 산정에도 3년가중평균 순손익액을 사용하도록 세법이 개정되어야 할 것이다.

본 논문의 비상장주식 평가방법의 적정성 연구 분석에서는 비상장주식의 실제주가 등의 자료가 존재하지 않으므로 부득이 상장법인자료를 분석대상으로 삼고 27개 업종별로 주식거래량이 가장 많은 1개 업체씩을 선정하여 비상장주식 평가방법을 검증하였으나 대용치의 사용으로 주가 추정치의 편의(bias)가 있을 가능성과 표본자료의 유의성 여부 등이 한계점으로 남게 된다.

참 고 문 헌(參考文獻)

1. 論 文

김광윤, "주식처분세제에 관한 실증연구," 「세무학연구」, 제7호, 1996.1.

김동훈, "상속세 및 증여세법상 비상장주식평가에 관한 연구," 석사학위논문, 경희대학교 경영대학원, 1998.8.

김원길, "주식이동을 통한 부의 부당이전 방지를 위한 정책연구보고서," 1996.10.4.

김종식, "상속세법상 주식평가방법의 타당성 검토," 석사학위논문, 성균관대학교 경영대학원, 1994.12.

박태승, "상속세법상 비상장주식 평가방법의 유용성에 관한 연구," 박사학위논문, 경희대학교 대학원, 1998.6.

이은상·이준규, "현행세법상 주식평가의 문제점과 개선방안, 「연구보고서98-03」 한국조세연구원, 1998.12.

정동철, "비상장주식 평가에 관한 연구," 석사학위논문, 단국대학교 경영대학원, 1995.2.

2. 書籍 및 其他

국세청, 「상속세 및 증여세 편람」, 1998.

권동용, 「1999 양도소득세 실무해설」, (주)광교아카데미, 1999.5.

김정환, 「주식변동조사」, (주)광교아카데미, 1999.5.

선경증권, 「상장회사 핸드북 1999 가을호」, 1999.9.

신찬수외, 「법인세 실무」, 삼일세무정보, 1999.9.

이광재, 「상속세 및 증여세의 이론과 실무」, 세경사, 1999.7.

이철재, 「세법강의」, 세경사, 2000.1.

한국세무사회, 「1999末 개정세법 주요내용」, 2000.1a.

----------, 「2000 법인세 신고안내」, 2000.1b.

한국증권거래소, 「주식 제368호」, 1999.4.

----------, 「주식 제377호」, 2000.1.

----------, 「주식 제378호」, 2000.2.

3. 外國文獻

Gerald A. Feltham and James A. Ohlson, Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities, *Contemporary*

Accounting Research Vol.11, No.2(spring, 1995), pp.689-731.

Karen K. Nelson, Fair Value Accounting for Commercial Banks: An Empirical Analysis of SFAS No.107, *The Accounting Review*, Vol.71, No.2(April, 1996), pp.161-182.

Mark S. Leclair, Valuing the closely-held Corporation: The Validity and Performance of Established Procedures, *Accounting Horizon* (September, 1990).

Victor L. Bernard, "Accounting-Based Valuation Methods, Determinants of Market-to-Book Ratios, and Implication for Financial Statements Analysis," Preliminary Paper, University of Michigan, 1994.

Victor L. Bernard, The Feltham-Ohlson Framework: Implications for Empirists, *Contemporary Accounting Research*, Vol.11, No.2 (Spring, 1995).

A Study on the Valuation Method of Unlisted Stocks under Tax Law

Dong-Seob Song

Associate Professor, Department of Tax Accounting Information, YeoJoo Institute of Technology

Sung-Bum Kim

Additional Job Professor, Department of Tax Accounting Information, YeoJoo Institute of Technology

The goal of this study is to examine through positive research how much the valuation method of unlisted stocks corresponds with the price of a true stock from the viewpoint of amended tax law and to search for a program and measures to improve it.

Appraised value is found according to tax laws, the price of a true stock and detachment rate are analyzed, regulations for evaluation are comparatively analyzed. As a result, the main finding is as follows :

First, the appraisal value of the unlisted stocks by the income tax law and the donation tax law were shown to be overvalued 9% according to the analysis of the difference between the current value of the stocks.

Second, the appraisal value of the unlisted stocks by the income tax law were overvalued by 20% form the actual value according to the analysis of the difference with the actual value of them.

Third, according to the analysis, earnings value was adopted in only one or two corporations while the properties value was adopted in the rest among the 27 corporations in all in assessing the tax.

Fourth, the income tax law should be revised so that the appraisal of the earnings for the unlisted stocks could be made by averaging the net profit and loss of the previous three years.

〈Key Word〉 Unlisted Stock, The Price of a True Stock, Net Asset