

추정이익에 의한 상증법상 비상장주식 평가의 개선방안^{*, **}

김종일^{***} · 기은선^{****} · 박재환^{*****}

〈요 약〉

본 연구는 추정이익을 이용한 비상장주식 평가 실태를 파악하고, 현행 규정의 문제점과 개선방안을 모색하였다. 심판결정례 및 법원 판결에 대한 검토, 비상장주식 평가자 및 납세자에 대한 심층 인터뷰를 통해 파악한 추정이익을 이용한 비상장주식 평가제도의 문제점은 다음과 같다. 첫째, 법원 판례는 평가기준일이 속하는 사업연도 이후의 순손익액이 최근 3년간의 순손익액에 비하여 급격하게 변동할 것으로 예상되면 법으로 정한 사유에 열거되지 않더라도 추정이익 사용이 가능한 것으로 해석하고 있지만, 과세관청은 상증법 시행규칙 제17조의3에서 정한 사유에 해당하는 경우에만 추정이익에 의한 비상장주식 평가를 허용하고 있다. 둘째, 설립 후 3년 미만 벤처기업 주식은 순자산가치로만 평가하고, 추정이익에 의한 비상장주식 평가가 불가능해 세금문제 때문에 스타트업에 대한 투자가 위축되는 문제점이 있다. 셋째, 다단계의 불명확한 세법규정으로 인하여 1주당 추정이익의 평균가액을 계산함에 있어 현금흐름할인법에 의한 주당 가치에서 비영업용 자산가치를 차감해야 하는지, 현금흐름할인법에 의한 결과값과 FCFF(기업잉여현금흐름), FCFE(주주잉여현금흐름), 당기순이익 추정치, 영업이익 추정치 중 어느 것을 1주당 추정이익으로 사용해야 하는지 등에 관해 실무상 논란이 존재한다. 이러한 문제점에 대한 개선방안은 다음과 같다. 첫째, 추정이익 사용사유를 확대하여 평가기준일 이후 주요 거래처와 판매계약 중단이 확정된 경우, 일시적·우발적 이익비중이 30%를 초과하는 경우, 설립 후 3년 내 신생기업에 추정이익 사용을 허용한다. 둘째, 추정이익 적용사유에 해당하면 자본시장법에 따라 금융위원회가 정한 수익가치와 순자산가치를 3:2로 가중 평균한 가액으로 비상장주식을 평가함을 명시함으로써 세법해석상 논란을 줄인다. 셋

* 본 연구는 “세법상 비상장주식평가방법의 유연화 연구(한국공인회계사회)”의 연구보고서를 수정·보완한 것입니다.

** 본 연구는 본 연구는 2019년도 가톨릭대학교 교비연구비의 지원으로 이루어졌습니다.

*** 가톨릭대학교 경영학부 회계학전공 교수, jayk@catholic.ac.kr, 주저자

**** 강원대학교 경영대학 경영회계학부 조교수, eski@kangwon.ac.kr, 교신저자

***** 중앙대학교 경영경제대학 경영학부 교수, jaypark123@empal.com, 공동저자

째, 대법원 판례의 내용을 반영하여 추정이익 적용사유에 해당하면 신고기한 내 신고 등 요건을 충족하지 않더라도 추정이익에 의한 1주당 순손익가치 산정이 가능하게 법조문을 정비한다.

〈주제어〉 상증법상 보충적 평가액, 현금흐름할인법, 추정이익, 비상장주식 평가

I. 서 론

본 연구는 세법상 추정이익에 의한 비상장주식 평가와 관련하여 쟁점사항을 살펴보고, 그에 대한 해결방안을 모색하는 것을 목적으로 한다. 세법상 비상장주식의 시가를 정확히 알기 어려운 경우에는 순손익가치와 순자산가치의 3 : 2 가중평균 값을 시가로 한다.¹⁾ 이 때 1주당 순손익가치는 최근 3년간 순손익액을 가중평균한 값을 순손익가치환원율로 나누어 계산되는 바, 법인의 수익력을 자본으로 환원하는 의미가 있다.²⁾ 최근 3년간 순손익액의 가중평균 값을 이용하여 법인의 수익력을 판단하는 이러한 주가추정방식은 과거의 손익패턴이 이후 연도에도 그대로 유지될 것이라는 것을 전제하고 있다. 하지만 일시적이고 우발적인 사건으로 해당 법인의 최근 3년간 순손익액이 과거와 다른 패턴을 보이는 경우에는 최근 3년간 순손익액을 이용하여 해당 법인의 수익력을 평가하는 것이 불합리할 수 있다. 이 때문에 세법은 2001년부터 일시적이고 우발적인 사건으로 해당 법인의 최근 3년간 순손익액이 증가하는 등의 경우에는 둘 이상의 신용평가 전문기관 등이 산출한 1주당 추정이익의 평균으로 1주당 순손익액을 계산할 수 있게 허용하고 있다.³⁾

추정이익을 이용하여 세법상 비상장주식을 평가하는 경우, 실무상 추정이익 산정에 가장 널리 활용되는 방법은 현금흐름할인법이다. 본 연구는 세금신고 목적상 현금흐름할인법을 이용하여 추정이익을 산정하고, 이를 기초로 비상장주식가치를 산출하는 과정에서 발생하고 있는 실무상 쟁점사항을 파악하고, 그에 대한 해결방안을 모색하는 것을 목적으로 한다.

상증법상 보충적 평가방법은 과거의 재무성과에 기반한 주식평가방법으로 추정이나 가정이 개입될 여지가 적고 검증가능성이 높다는 장점을 가지고 있지만, 기업의 미래수익가치를 적절히 반영하지 못해 해당 주식의 경제적 가치를 제대로 측정하기 어렵다는 한계점이 있다. 특히, 시가에 대한 최종 판단권한을 가지고 있는 법원이 상증법상 보충적 평가방법이 경제적 합리성이 결여되어 있다는 이유로 상증법상 보충적 평가액으로 과세한 처분을 부인하는 사례⁴⁾가 늘어남에

1) 상증법 시행령 제54조 제1항

2) 상증법 시행령 제54조 제4항

3) 상증법 시행령 제56조 제2항, 상증법 시행규칙 제17조의3 제1항

4) 대법원 2008.5.29.선고 2005도4640판결, 대법원 2005.10.28.선고 2003다69638판결, 대법원2016두52620, 2017.01.12., 부산지방법원2014구합21098, 2016.08.11., 대법원2012두20687, 2013.01.15., 대법원2011두

따라 세법상 비상장주식 평가의 합리성을 높일 수 있는 방안을 모색해야 한다는 목소리가 높다. 추정이익에 의한 비상장주식 평가는 과거의 재무성과만으로는 해당 법인의 미래수익가치를 적절히 평가하기 어려운 경우에 현행 세법 체계 안에서 상증법상 보충적 평가방법이 지닌 한계점을 보완하는 최선의 대안일 수 있다는 점에서 실무상 추정이익에 의한 비상장주식 평가 과정에서 발생하고 있는 문제들을 살펴보고, 그 대안을 모색하는 것은 세법상 비상장주식 평가의 합리성을 높이는데 중요한 의미가 있다.

본 연구는 먼저 심판결정례와 법원 판결을 분석하여 추정이익에 의한 비상장주식 평가와 관련하여 납세자와 과세관청 간 지속적 갈등요인으로 작용하고 있는 쟁점사항이 무엇인지 파악하였다. 다음으로 비상장주식 평가자 및 납세자를 대상으로 심층인터뷰를 실시하고, 추정이익에 의한 비상장주식 평가 실무상 문제점과 개선방안을 모색하였다. 마지막으로 본 연구는 이상의 연구결과를 바탕으로 추정이익에 의한 비상장주식의 합리성을 높이기 위한 구체적인 세법의 개정방안을 제시하였다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장은 추정이익에 의한 비상장주식 평가규정을 살펴보고, 관련 선행연구를 검토한다. 제Ⅲ장은 추정이익에 의한 비상장주식 평가와 관련한 심판결정례 및 법원 판결을 분석하고, 쟁점사항을 파악한다. 제Ⅳ장은 비상장주식 평가자 및 납세자를 대상으로 심층인터뷰를 실시하고, 이를 바탕으로 실무상 추정이익에 의한 비상장주식 평가의 문제점을 살펴본다. 제Ⅴ장은 심판결정례 및 법원 판결 분석결과와 심층인터뷰 결과를 토대로 현행 추정이익에 의한 비상장주식 평가 규정의 문제점을 도출하고, 제Ⅵ장은 그에 대한 구체적인 개선방안을 제시한다. 제Ⅶ장은 결론으로 연구결과를 요약하고 정책적 시사점을 제시한다.

Ⅱ. 추정이익에 의한 비상장주식 평가 개요

1. 추정이익에 의한 비상장주식 평가규정

가. 보충적 평가방법

(1) 보충적 평가방법의 개요

비상장주식의 시가를 산정하기 어려운 경우에는 순손익가치와 순자산가치를 3 : 2(부동산과 다보유법인⁵⁾은 2 : 3)로 가중평균한 가액으로 평가한다.⁶⁾ 다만, 가중평균액이 1주당 순자산가치

11075, 2011.09.08. 등

5) 부동산과다보유법인이란 「소득세법」 제94조 제1항 제4호 다목에 해당하는 법인을 말한다. 법인의 자산 총액 중 부동산과 부동산을 취득할 수 있는 권리, 지상권, 전세권과 등기된 부동산임차권, 해당 법인이 보유한 다른 법인의 주식가액에 그 다른 법인의 부동산등 보유비율을 곱하여 산출한 가액의 합계가

의 80%보다 낮은 경우에는 1주당 순자산가치의 80%로 평가한다.⁷⁾ 또한, 다음 중 어느 하나에 해당하는 경우에는 (순자산가치와 순손익가치를 가중평균한 금액이 아닌) 순자산가치로만 평가한다.⁸⁾

- ① 사업자의 사망 또는 청산절차 진행 등 사유로 사업의 계속이 곤란한 법인의 주식
- ② 사업개시 전 법인, 사업개시 후 3년 미만⁹⁾ 초기법인 또는 휴업·폐업 중인 법인의 주식
- ③ 법인의 자산총액 중 부동산 등 비율이 80% 이상인 법인의 주식
- ④ 법인의 자산총액 중 주식 비율이 80% 이상인 법인의 주식
- ⑤ 법인의 설립 시 정관에 존속기한이 확정된 법인으로서 평가기준일 현재 잔여 존속기한이 3년 이내인 법인의 주식

〈표 1〉 상증법상 보충적 평가액

구 분	계산방법
일반법인	$\text{MAX}[\{1\text{주당 순손익가치} \times 3 + 1\text{주당 순자산가치} \times 2\} \div 5, 1\text{주당 순자산가치} \times 80\%]$
부동산과다 보유법인	$\text{MAX}[\{1\text{주당 순손익가치} \times 2 + 1\text{주당 순자산가치} \times 3\} \div 5, 1\text{주당 순자산가치} \times 80\%]$
청산진행법인 등	1주당 순자산가치

(2) 1주당 순손익가치 계산

1주당 순손익가치는 원칙적으로 1주당 최근 3년간의 순손익액의 가중평균액을 순손익가치환 원율로 나누어 계산하며, 그 금액이 음수(陰數)인 경우에는 영으로 한다.¹⁰⁾ 다만, 일시적·우발적 사건으로 인하여 해당 법인의 최근 3년간 순손익액이 증가하는 등 사유가 발생한 경우에는 둘 이상의 신용평가전문기관 등이 산출한 추정이익의 평균값으로 1주당 순손익액을 계산할 수 있다.¹¹⁾

50% 이상이면 부동산과다보유법인에 해당한다.

- 6) 상증법 시행령 제54조 제1항
- 7) 상증법 시행령 제54조 제1항
- 8) 상증법 시행령 제54조 제4항
- 9) 이 경우 「법인세법」 제46조의3, 제46조의5 및 제47조의 요건을 갖춘 적격분할 또는 적격물적분할로 신설된 법인의 사업기간은 분할 전 동일 사업부분의 사업개시일부터 기산한다.
- 10) 상증법 시행령 제54조 제1항, 제56조 제1항
- 11) 상증법 시행령 제56조 제1항 제2호, 상증법 시행규칙 제17조의3 제1항

〈표 2〉 상증법상 1주당 순손익가치

$$\begin{aligned}
 & \text{1주당 순손익가치} \\
 & = \text{1주당 최근 3년간의 순손익액의 가중평균액} \div 3 \text{년 만기 회사채의 유통수익률을 감안하여 기} \\
 & \quad \text{획재정부령으로 정하는 이자율} \\
 & = \{[(\text{평가기준일 1년 전 1주당 순손익액} \times 3) + (\text{평가기준일 2년 전 1주당 순손익액} \times 2) \\
 & \quad + (\text{평가기준일 3년 전 1주당 순손익액} \times 1)] \div 6\} \\
 & \quad \div 3 \text{년 만기 회사채의 유통수익률을 감안하여 기획재정부령으로 정하는 이자율}
 \end{aligned}$$

(3) 1주당 순자산가치 계산

1주당 순자산가치는 당해 법인의 순자산가액을 평가기준일 현재의 발행주식총수로 나누어 계산한다.¹²⁾ 순자산가액(=자산-부채)은 평가기준일 현재 시가를 이용하여 계산하는 것을 원칙으로 하되, 시가를 산정하기 어려운 경우에는 상증법상 보충적 평가액을 이용하여 계산한다. 다만, 상증법상 보충적 평가액이 장부가액(취득가액-감가상각누계액)보다 적은 경우에는 장부가액으로 평가한다. 또한 순자산가액이 0원 이하인 경우에는 0원으로 한다.¹³⁾

〈표 3〉 상증법상 1주당 순자산가치

$$\begin{aligned}
 & \text{1주당 순자산가치} \\
 & = \text{평가기준일 현재 당해 법인의 순자산가액[시가, 시가를 산정하기 어려운 경우에는} \\
 & \quad \text{MAX(보충적 평가액, 장부가액)]} \div \text{발행주식총수} \\
 & = (\text{영업권 포함 전 순자산가액} + \text{상증법 시행령 제59조 제2항에 따른 영업권평가액}^{1)}) \\
 & \quad \div \text{발행주식총수}
 \end{aligned}$$

- 1) 사업자의 사망 또는 청산절차 진행 등의 사유로 사업의 계속이 곤란한 법인의 주식, 법인의 자산총액 중 부동산 등의 비율이 80% 이상인 법인, 사업개시 전 법인, 사업개시 후 3년 미만 초기법인 또는 휴업·폐업 중인 법인, 최근 3년 내 계속하여 결손금이 있는 법인은 영업권평가액을 합산하지 않음(상증법 시행령 제55조 제3항)

나. 추정이익에 의한 1주당 순손익가치 계산

(1) 적용요건 및 적용방법

일시적이고 우발적인 사건으로 해당 법인의 최근 3년간 순손익액이 증가하는 등의 경우에는 둘 이상의 신용평가전문기관 등이 산출한 추정이익의 평균값으로 1주당 순손익액을 대체할 수

12) 상증법 시행령 제54조 제2항, 제5항

13) 상증법 시행령 제55조 제1항

있다.¹⁴⁾ 추정이익에 의해 비상장주식을 평가하기 위해서는 다음의 요건을 모두 갖추어야 한다.¹⁵⁾

- ① 일시적이고 우발적인 사건으로 해당 법인의 최근 3년간 순손익액이 증가하는 등 다음의 어느 하나에 해당할 것
 - 자산수증이익, 보험차익, 재해손실, 채무면제이익의 합계의 최근 3년간 가중평균값이 법인세 차감전 손익에서 자산수증이익 등을 차감한 금액의 최근 3년간 가중평균값의 50%를 초과하는 경우
 - 평가기준일 전 3년이 되는 날이 속하는 사업연도 개시일부터 평가기준일까지 기간 중 합병·분할하였거나 주요 업종이 바뀐 경우
 - 합병에 따른 증여이익 산정을 위하여 합병당사법인의 주식가액을 계산하는 경우
 - 최근 3개 사업연도 중 1년 이상 휴업한 경우
 - 유가증권처분손익, 유형자산처분손익, 자산수증이익의 합계의 최근 3년간 가중평균값이 법인세 차감전 손익에 대한 최근 3년간 가중평균값의 50%를 초과하는 경우
 - 주요 업종에서 정상적 매출발생기간이 3년 미만인 경우
- ② 상속세 및 증여세 과세표준 신고기한까지 추정이익의 평균값을 신고할 것
- ③ 추정이익의 산정기준일과 평가서를 작성한 날이 해당 과세표준 신고기한 이내일 것
- ④ 추정이익의 산정기준일과 상속개시일·증여일이 같은 연도일 것

추정이익은 자본시장법 제176조의5 제2항에 따라 금융위원회가 정한 수익가치에 영 제54조 제1항 따른 순손익가치환원율을 곱하여 계산한다.¹⁶⁾ 자본시장법에 따르면 수익가치는 배당할인 모형, 현금흐름할인모형 등 미래 수익가치 산정에 대하여 일반적으로 공정하고 타당한 것으로 인정되는 모형을 적용하여 합리적으로 산정한다.¹⁷⁾

(2) 개정연혁

추정이익에 의한 비상장주식 평가 규정은 2001년 4월 3일 신설되었다. 2003년 12월 31일 시행규칙 개정 시 “유가증권처분손익과 유형자산 처분손익, 특별손익의 합계의 최근 3년간 가중평균값이 법인세 차감전 손익의 최근 3년간 가중평균값의 50%를 초과하는 경우 및 주요 업종의 정상적 매출발생기간이 3년 미만인 경우”가 추정이익 적용사유에 추가되었으며, 동 개정규정은 2004년 1월 1일 이후 상속세 또는 증여세를 결정·경정하는 분부터 적용한다.

2004년 12월 상증법 시행령 개정 시 추정이익 적용사유 중 “사업개시 후 3년 미만 초기법인”

14) 상증법 시행령 제56조 제2항, 상증법 시행규칙 제17조의3 제1항

15) 상증법 시행령 제56조 제2항, 상증법 시행규칙 제17조의3 제1항

16) 상증법 시행규칙 제17조의3 제4항

17) 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 시행세칙 제6조

을 삭제하고, 사업개시 후 3년 미만 초기법인은 순자산가치로 평가하는 대상에 포함시켰다. 동 개정규정은 2005년 1월 1일 이후 최초로 상속·증여하는 분부터 적용한다.

2010년 2월 18일 시행령 개정 시 납세편의를 위하여 비상장주식 평가시 추정이익 산정기관에 세무법인을 추가하였으며, 동 개정규정은 2011년 1월 1일 이후에 상속 또는 증여분부터 적용한다.

2014년 2월 21일 시행령 개정 시 1주당 순손익액을 추정이익으로 계산할 수 있는 요건 중 “최근 3년간 순손익액의 비정상적 증가 등 최근 3년간 순손익액을 이용하는 것이 불합리한 경우”에서 “불합리”를 삭제하는 등 추정이익 적용요건을 완화하였다. 동 개정규정은 2014년 2월 21일 이후에 비상장주식을 평가분부터 적용한다.

2015년 3월 13일 시행규칙 개정 시 추정이익 적용사유 중 “증자와 감자”를 삭제하였으며, 동 개정규정은 2015년 3월 13일 이후에 상속 또는 증여분부터 적용한다.

〈표 4〉 추정이익에 의한 비상장주식 평가규정 개정연혁

개정일자	개정내용
2001.04.	규정 신설
2003.12.	추정이익 적용사유 추가 • 유가증권처분손익과 유형자산 처분손익, 특별손익의 합계의 최근 3년간 가중평균값이 법인세 차감전 손익의 최근 3년간 가중평균값의 50%를 초과하는 경우 • 주요 업종의 정상적 매출발생기간이 3년 미만인 경우
2004.12.	추정이익 적용사유 중 “사업개시 후 3년 미만 초기 법인” 삭제
2010.02.	추정이익 산정기관에 세무법인 추가
2014.02.	“최근 3년간 순손익액의 비정상적 증가 등 최근 3년간 순손익액을 이용하는 것이 불합리한 경우”에서 “불합리” 삭제
2015.03.	추정이익 적용사유 중 “증자와 감자” 삭제

2. 선행연구

김범준(2016)은 심판결정례 및 법원 판결에 대한 분석을 통해 추정이익에 의한 비상장주식 평가의 문제점과 해결방안에 관하여 살펴보았다. 그가 검토한 내용을 요약하면 다음과 같다. 첫째, 과세관청은 추정이익의 적용사유와 적용요건을 모두 충족하는 경우에만 추정이익에 의한 비상장주식 평가를 허용하고 있지만, 이러한 과세관청의 입장은 추정이익의 입법취지 및 상증법의 명문 규정에 반한다. 따라서 추정이익 적용사유에 해당하나 적용요건을 갖추지 못하였다고 해서 최근 3년간 손익의 가중평균액으로 수익가치를 평가하면 안 된다. 둘째, 추정이익 적용요건 중

‘신고기한 내 신고’ 요건은 상증법이 부과과세제도라는 속성을 감안했을 때 단순한 협력의무에 불과한바, 이를 충족하지 못한 경우에도 추정이익 사용을 허용해야 한다. 셋째, 추정이익 적용사유 중 분할·합병·주요 업종 전환 등에 대해 아직 명확한 선례가 없어 객관적이고 합리적인 방법이 무엇인지 불명확한 점에 대해 개선이 요구된다. 넷째, 납세자가 과거 손익의 가중평균액을 사용하는 것이 불합리하다는 점을 입증할 경우, 추정이익을 사용해 1주당 순손익가치를 계산하는 것을 허용할 필요가 있다.

박재환 등(2011)은 주요국이 세법상 추정손익에 의한 비상장주식 평가를 원칙으로 하고 있는바, 우리나라도 추정손익의 적용요건을 완화할 필요가 있다고 주장하였다. 구체적으로 그들은 납세자가 추정손익이 보추적 평가방법을 사용하는 것보다 합리적이라는 것을 입증할 수 있으면 추정손익 사용을 허용하는 고려할 필요가 있다고 제안하였다.

전병욱(2011)은 우회상장 시 비상장주식 평가와 관련한 세무상 문제점과 개선방안에 대해 연구하였다. 우회상장 시 과세문제는 비상장주식의 시가를 ① 상증법상 보충적 평가액과 ② 자본시장법에 따라 미래 추정이익을 이용한 평가액 중 어느 것을 적용할 것인지에 따라 달라진다. 현행 세법은 대부분의 우회상장 사례에서 자본시장법에 따라 미래 추정이익을 이용한 평가액을 세법상 시가로 인정할 수밖에 없어 변칙우회상장을 증여세 과세를 통해 억제할 수 없다는 문제점이 있다. 동 연구는 이에 대한 해결방안으로 자본시장법에서 우회상장 거래가액 결정 시 추정이익이 과도하게 반영하지 못하게 하고, 추정이익과 실제 이익 간 차이가 상당한 경우에는 비상장주식 평가기관에 불이익을 주는 방안을 제안하였다. 또한 장래의 불확실한 추정이익이 과도하게 개입되는 것을 방지하기 위하여 추정이익을 이용하여 1주당 순손익가치를 산정하는 경우를 최대한 축소하고, 그 대신 유사상장기업 주가와 비교평가방식을 확대할 것을 제안하였다.

이현우 등(2013)은 합병 또는 포괄적 주식교환을 통한 우회상장 시 비상장주식 평가와 관련된 과세문제 및 개선방안에 관하여 연구하였다. 그들은 합병 및 주식의 포괄적 교환을 통한 우회상장 시 기업들은 추정이익을 과다하게 계상하여 비상장주식 가치를 과대평가하는 경향이 있으며, 이는 거래당사자간 부의 무상이전 및 조세회피 수단으로 악용되어 국가 재정건전성에 부정적 영향을 미칠 수 있다고 주장하였다. 이 문제를 해결하기 위해 그들이 제시한 개선방안은 다음과 같다. 첫째, 자본시장법에 따라 실시한 합병에 대하여는 상속세 및 증여세 과세를 원천적으로 제외하고 있는 현행 상증법 시행령 제28조 제1항 및 법인세법 시행령 제88조 제1항 단서규정을 개정하여 상증법 등 목적과 취지에 맞지 않게 자본시장법을 과도하게 수용하고 있는 부분을 개선해야 한다. 둘째, 비상장주식 사전승인제도의 도입 또는 평가심의위원회제도의 보완을 통해 세법상 비상장주식가액에 대해 사전적으로 합의하고 승인하는 제도를 마련할 필요가 있다. 셋째, 비상장주식 평가기관의 부실평가에 대한 제재를 강화할 필요가 있다.

본 연구가 기존 선행연구와 가지는 차별점은 다음과 같다. 첫째, 세법상 비상장주식 평가제도 중에서도 추정이익을 이용한 비상장주식 평가에 한정하여 세부적으로 문제점과 개선방안을 모

색한 연구가 드물다는 점에서 본 연구는 기존 선행연구를 확장하고 있다. 둘째, 추정이익을 이용한 비상장주식 평가제도의 개선방안을 다룬 김범준(2016)의 연구가 심판결정례 및 법원 판결에 기초하여 문제점과 개선방안을 도출하였다면 본 연구는 추정이익을 이용한 비상장주식 평가 경험에 있는 실무전문가들과 법인납세자를 대상으로 심층인터뷰를 실시하고, 그 결과를 토대로 실무상 쟁점사항을 파악한 후 그에 대한 구체적인 세법상 개선방안을 제시하였다는 점에서 차별점이 있다.

III. 심판결정례 및 법원 판결 분석

상증법은 일시적이고 우발적인 사건으로 해당 법인의 최근 3년간 순손익액이 증가하는 등의 경우에는 현금흐름할인법 등을 사용하여 추정한 추정이익을 1주당 순손익계산에 사용할 수 있게 허용하고 있다.¹⁸⁾ 추정이익에 의한 순손익가치 산정과 관련한 최근의 심판결정례 및 법원 판결에서 드러난 쟁점사항은 다음과 같다.

첫 번째 쟁점은 평가기준일이 속하는 사업연도 이후의 순손익액이 최근 3년간의 순손익액에 비하여 급격하게 변동할 것으로 예상되는 경우(예. 독점 대리점 계약 종료 등 사업구조 변경) 추정이익에 의한 순손익가치를 산정하는 것이 가능한지에 관한 납세자의 문제제기이다. 상증법은 원칙적으로 과거의 실적인 최근 3년간 순손익액의 가중평균값을 3년 만기 회사채의 유통수익률을 반영한 이자율에 의하여 할인하는 방법으로 1주당 순손익가치를 산정하도록 규정하고 있는 바, 이와 같이 과거의 실적으로 미래의 기대수익을 대신하는 것은 그 과거의 실적이 미래에도 지속되리라는 것을 전제로 한다. 그러나 계속적 거래관계의 단절 등으로 정상적 매출발생기간이 3년도 채 되지 않는다면 그에 기초한 최근 3년간의 순손익액의 가중평균액은 일시 우발적이거나 비정상적일 가능성이 많아 미래의 기대수익을 기대하기에 적합하지 않으므로 이러한 경우에는 그 주식가치를 평가할 때 순손익가치를 제외한 순자산가치로만 평가하거나 추정이익으로 평가해야 한다는 것이 납세자 측 주장이다. 이 문제와 관련해 판례 및 심판결정례의 입장은 엇갈리고 있다. 상증법 시행규칙 제17조의3 제1항에서 정한 요건에 부합하지 않는 한 미래 불확실성만을 이유로 추정이익에 의해 순손익가치를 산정하는 것은 허용되지 않는다고 결정한 사례도 있지만¹⁹⁾, 유사한 사안에 대해 추정이익에 의한 순손익가치 산정을 허용한 사례도 다수 존재한다. 상증법 시행규칙 제17조의3 제1항에서 정한 요건에 해당하지 않지만, 평가기준일로부터 3년 내 순손익액의 급격한 변동이 예상될 때 추정이익에 의한 순손익가치 산정을 허용한 판례 및 심판결정례의 사례를 살펴보면 다음과 같다.

18) 상증법 시행령 제56조 제2항, 상증법 시행규칙 제17조의3 제1항

19) 조심2018서1864, 2018.10.17., 대법원2017두66107, 2017.12.22., 조심2011중0496, 2011.06.30.

〈표 5〉 추정이익에 의한 비상장주식 평가 허용 사례

번 호	결정내용
조심2018서1885, 2018.08.21.	평가기준일 직전에 독점판매 대리점 계약이 해지되어 그 후 2년여 동안 사실상 휴업상태였던 경우로 주식 평가 시 순손익가치를 추정이익에 의해 산정하는 것을 인정함
서울행정법원2017구합 55565, 2017.09.29.	평가기준일 이전에 발생한 사업구조의 변경에 의하여 평가기준일이 속하는 사업연도 이후의 순손익액이 최근 3년간의 순손익액에 비하여 급격하게 변동할 것으로 예상되는바, 최근 3년간의 순손익액의 가중평균액으로 비상장주식을 평가하여 과세한 처분은 위법함
춘천지방법원2016구합 51540, 2017.07.07.	청구법인의 유형자산처분손익의 최근 3년간 가중평균액은 법인세 차감전 손익의 최근 3년간 가중평균액의 약 41%로 상증세법시행규칙에서 정한 사유에는 해당하지 않지만, 평가기준일 이전에 발생한 일시우발적 사정으로 최근 3년간의 순손익액에 비하여 평가기준일이 속하는 사업연도 이후의 순손익액이 크게 변동할 것으로 예상되고, 과거의 실적이 그 이후에도 지속될 것으로 보기 어려우며, 실제 이 사건 평가기준일 이후의 사정도 위 예상에 부합하였는바, 추정이익으로 1주당 순손익액을 산정하는 것이 타당함
대법원2013두12973, 2013.10.25.	평가기준일이 속하는 사업연도 이후의 순손익액이 최근 3년간의 순손익액에 비하여 급격하게 변동할 것으로 예상되어 순손익액의 가액이 회사의 미래수익력을 적절하게 반영하고 있지 않다고 보이므로 최근 3년간의 순손익액의 가중평균액으로 증여재산가액을 산정하여 과세한 처분은 위법함

두 번째 쟁점은 상속세 및 증여세 과세표준 신고기한 내에 추정이익을 신고한 경우에만 추정이익에 의한 주식가치가 가능한 것인지에 대한 납세자의 문제제기이다. 현행 상증법 시행령 제56조 제2항에 따르면 추정이익에 의한 순손익가치 평가를 적용받기 위해서는 상증법 시행규칙 제17조의3 제1항에서 정한 요건을 충족해야 할뿐 아니라 상속세 및 증여세 과세표준 신고기한까지 1주당 추정이익의 평균액을 신고해야 한다.²⁰⁾ 이 문제와 관련하여 심판결정례는 기본적으로 상속세 및 증여세 과세표준 신고기한 내에 추정이익을 신고하지 않았다면 추정이익을 이용한 비상장주식 평가가 불가능하다는 입장을 취하고 있다.²¹⁾ 반면 법원 판결은 상증법 시행규칙 제17조의3 제1항에서 정한 요건을 충족하였다면(즉, 최근 3년간 순손익액의 가중평균액에 의하는 것이 불합리하다고 인정되면) 상속세 및 증여세 과세표준 신고기한 내에 추정이익의 평균액을 신고하지 않았다고 하더라도 추정이익을 이용한 비상장주식 평가가 가능하다는 상반된 입장을 나타내고 있다.²²⁾

20) 상증법 시행령 제56조 제2항

21) 조심2010중2418, 2010.12.23., 조심2010서2416, 2010.12.23., 조심2010광0997, 2010.12.09. 등

22) 대법원2012두5145, 2012.06.14., 대법원2011두23306, 2012.06.14., 대법원2011두9140, 2012.05.24., 대법

IV. 추정이익에 의한 비상장주식 평가실태

1. 연구설계

가. 인터뷰 대상

본 연구는 비상장주식 평가자 및 납세자를 대상으로 추정이익을 이용한 비상장주식 평가가 얼마나 활용되고 있으며, 실제 적용과정에서 문제점은 없는지 질문하였다. 심층인터뷰는 비상장주식 평가를 전문으로 하는 BIG4 회계법인 4곳과 non-BIG4 회계법인 1곳, 그리고 대규모기업 집단 소속법인 1곳과 벤처기업 1곳 모두 7곳을 대상으로 진행하였다.

나. 인터뷰 항목

심층인터뷰는 인터뷰대상자에게 공통된 질문지를 제공한 후 직접 방문해 질문에 대한 대답을 청취하였다. 심층인터뷰 질문문항은 다음과 같다. 질문은 크게 두 파트로 첫 번째 파트는 추정이익에 의한 비상장주식 평가가 실무에서 얼마나 자주 활용되고 있는지, 추정이익 산정에 주로 사용되는 방법은 무엇인지, 상증법 시행규칙 제17조의3에서 정한 사유 중 어떤 사유로 추정이익을 사용하는 경우가 가장 빈번한지 등을 질문하였다. 두 번째 파트는 실무상 추정이익에 의한 비상장주식 평가 운용상 쟁점사항에 대해 질문하였다.

〈표 6〉 심층인터뷰 질문지

항 목	질문사항
1. 추정이익에 의한 비상장주식 평가 활용도	• 추정이익에 의한 비상장주식 평가의 활용도는? • 실무에서 추정이익에 의한 비상장주식 평가가 활용되는 구체적인 사유는? • 추정이익에 의한 비상장주식 평가에서 추정이익 산출을 위해 주로 사용되는 방법은 무엇인가?
2. 추정이익에 의한 비상장주식 평가 운용상 쟁점사항	• 실무상 추정이익에 의한 비상장주식 평가과정에서 쟁점사항은?

2. 심층인터뷰 결과

가. 추정이익에 의한 비상장주식 평가 활용도

2015년 3월 13일 상증법 시행규칙 개정으로 추정이익 이용가능사유 중 증자 및 감자가 삭제된 후 실무상 추정이익을 이용해 1주당 순손익가치를 계산한 사례는 극히 드물다. 현재 추정이익이 사용되는 가장 대표적인 사유는 합병 및 분할이다. 추정이익을 사용해 1주당 순손익가치를 계산할 때 주로 사용되는 방법은 현금흐름할인법이다.

나. 추정이익에 의한 비상장주식 평가 운용상 쟁점사항

(1) 종전 「증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」(이하 “증발공 규정”에 의한 추정이익 산정 가능 여부에 관한 논란

종전 증발공 규정(당기와 차기의 추정이익의 3 : 2 가중평균)을 1주당 추정이익 산정에 이용 가능한지에 관한 실무상 논란이 존재한다. 상증법 시행규칙 제17조의3 제4항에 따르면 1주당 추정이익은 증발공 규정 시행세칙 제6조에 따라 산정한다.

<표 7>에서 보는 바와 같이 2012년 12월 5일 개정 전 증발공 규정 시행규칙 제6조에 따르면 1주당 추정이익은 당기와 차기의 추정이익의 3 : 2 가중평균에 의한다. 이 때 주당 추정이익은 추정법인세비용차감전계속사업이익에서 우선주배당조정액과 법인세등을 차감한 후 사업연도말 현재의 발행주식수로 나누어 계산한다. 그러나 개정 후(현행)에는 개정 전 1주당 1주당 추정이익 계산산식(당기와 차기의 추정이익의 3 : 2 가중평균)이 삭제되었으며, 현금흐름할인모형, 배당할인모형 등 미래의 수익가치 산정에 관하여 ‘일반적으로 공정하고 타당한 것으로 인정되는 모형’을 적용하여 합리적으로 산정하는 것으로 변경됐다. 구체적인 계산산식이 존재하지 않기 때문에 기업이 타당성을 입증할 수 있다면 어떤 방법이든 사용 가능하며, 이익추정기간이나 가중치 적용 등에 제약을 두고 있지 않다.

증발공 규정 시행세칙은 2012년 12월 5일 개정되었으나, 상증법 시행규칙 제17조의3 제4항은 2014년 3월 14일 개정됐으므로 2012년 12월 6일부터 2014년 3월 14일까지 기간 중 추정이익을 종전 증발공 규정(당기와 차기의 추정이익의 3 : 2 가중평균)에 따라 산정해야 하는지 명확하지 않은 상태였다. 이 문제와 관련해 국세청은 2건의 예규(법규재산 2014-214, 2014.7.18. ; 서면법규과-1022, 2013.9.16.)를 통해 상증법 시행규칙 개정 전 기간에는 종전 증발공 규정에 따라 1주당 추정이익 산정해야 한다고 해석했다. 이 2건의 유권해석을 근거로 종전 증발공 규정(당기와 차기의 추정이익의 3 : 2 가중평균)을 ‘일반적으로 공정하고 타당한 것으로 인정되는 모형’으로 보아 계속하여 1주당 추정이익 산정에 사용해야 한다는 의견과 2014년 3월 14일 이후에는 종전 증발공 규정을 1주당 추정이익 산정에 사용하여서는 안 된다는 의견이 대립되고 있다. 종전 증발공 규정을 1주당 추정이익 산정에 사용하여서는 안 된다고 주장하는 측에서는 2개년 추

정이익을 3 : 2 가중평균하는 종전 증발공 방식이 손익변동이 큰 기업의 이익추정에 부적합하고, 개정 이후에는 실무에서 대부분 현금흐름할인법을 사용하고 있기 때문에 공정하고 타당한 평가 방법으로 보기 어렵다는 의견을 제시하였다.

〈표 7〉 증발공 규정에 따른 추정이익 산정방법의 변천

기간	추정이익 산정방법
2012년 12월 5일 개정 전	$1\text{주당 추정이익} = (\text{평가기준연도의 주당 추정이익} \times 3 \\ + \text{평가기준연도의 다음연도의 주당 추정이익} \times 2) \div 5$ $* \text{주당추정이익} = (\text{추정법인세비용차감전계속사업이익} - \text{우선주배당조정액} \\ - \text{법인세등}) \div \text{사업연도말 현재의 발행주식수}$
2012년 12월 6일 개정 후 (현행)	배당할인모형, 현금흐름할인모형 등 미래 수익가치 산정에 대하여 일반적으로 공정하고 타당한 것으로 인정되는 모형을 적용하여 합리적으로 산정(계산산식 삭제)

(2) 현금흐름할인법에 의한 산출 값 선택에 관한 논란

현금흐름할인법에 의한 1주당 주식가치의 산출과정은 <표 8>과 같다. 현금흐름법에서 기업전체가치는 영업자산의 현재가치와 비영업자산의 현재가치의 합계로 계산되는 바, 이 때 영업자산의 현재가치는 미래 기간의 잉여현금흐름의 현재가치의 합계이다. <1단계>는 미래 기간의 잉여현금흐름을 추정하는 과정으로 잉여현금흐름(FCF)이란 기업 운영에 필요한 영업비용을 지급하고, 운전자본 및 고정자산에 대한 투자를 집행한 후의 현금흐름을 말한다. 잉여현금흐름은 영업활동현금흐름에서 자본적지출을 차감하여 계산된다. <2단계>는 기업전체가치를 산출하는 과정으로 영업자산의 현재가치, 즉 미래 기간의 잉여현금흐름을 가중평균자본비용으로 할인한 값에 비영업자산의 순자산가치를 가산하여 계산한다. 일반적으로 향후 5년 이내 기간은 각 연도의 잉여현금흐름을 추정한 후 이를 가중평균자본비용으로 할인하고, 그 이후 기간은 영구가치 개념을 이용하여 기업가치를 계산한다. 영구가치인 CV는 영구연금계산산식을 활용하여 마지막 해의 잉여현금흐름을 (가중평균자본비용-성장률)로 나누어 계산한다. <3단계>는 1주당 주식가치를 산출하는 과정으로 <2단계>에서 산출한 기업전체가치는 주주의 몫과 채권자의 몫이 합쳐진 것이므로 1주당 주식가치 산출을 위해서는 <2단계>의 기업전체가치에서 채권자 몫인 부채가치를 차감한 후, 발행주식 총수로 나눈다.

현금흐름할인법을 이용해 추정이익을 계산하는 경우, 현금흐름할인법의 최종 결과값(P_0)과 현금흐름할인법 적용과정에서 기업가치 산출에 사용한 FCF(기업잉여현금흐름), 당기순이익 추정치, 영업이익 추정치(NOPLAT) 중 어느 것을 사용하여 1주당 순손익가치를 계산해야 하는지에 대해 실무상 논란이 존재한다.

〈표 8〉 현금흐름할인법에 의한 1주당 주식가치 산출과정

단계	산 식
[1] 잉여현금흐름(FCF)의 계산	$FCF_0 = \text{총영업현금흐름} - \text{총투자액}$ $= (\text{세후영업이익(NOPLAT)} + \text{감가상각비}) - (\text{투자자본의 증가액}(\Delta IC) + \text{감가상각비})$ $= \text{세후영업이익(NOPLAT)} - \text{투자자본의 증가액}(\Delta IC)$
[2] 기업전체가치(V)의 산출	$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{CV_n}{(1+WACC)^t} + NOA_0$ FCF = 잉여현금흐름 ; CV = 잔여가치 ; NOA = 비영업용 순자산가치 ; WACC = 가중평균자본비용.
[3] 1주당 주식가치(P)의 산출	$P_0 = \frac{V_0 - B_0}{\text{발행주식총수}}$ P = 1주당 주식가치 ; V = 기업전체가치 ; B = 부채가치.

(3) 비영업용 순자산가치 차감논란

1주당 추정이익을 계산할 때 현금흐름할인법에 의한 1주당 가치에서 비영업용 자산가치를 차감해야 하는지에 관해 실무상 논란이 있다. BIG4 회계법인 중 1곳에서 비영업용 순자산가치가 가산된 현금흐름할인법에 의한 평가액을 1주당 추정이익으로 사용하는 경우, 비영업용 순자산가치가 주식가치에 이중 반영되는 문제점이 있으므로 비영업용 순자산가치를 차감한 금액을 1주당 추정이익으로 사용해야 한다는 의견을 제시하였다.

<그림 1>에서 제시한 것과 같이 추정이익에 의한 비상장주식 평가액은 현금흐름할인법에 의한 주식평가액과 순자산가치를 3 : 2로 가중평균한 금액이다. 먼저 현금흐름할인법에 의한 주식평가액을 세부적으로 분해하면 다음과 같다(<표 8> 참조). 현금흐름할인법에서 기업전체가치는 영업자산의 현재가치에 비영업자산의 현재가치를 합산하여 계산되며(**현금흐름할인법에 의한 기업전체가치(V₀)=영업자산의 현재가치+비영업자산의 현재가치**), 영업자산의 현재가치는 미래 기간의 잉여현금흐름(FCF)의 현재가치로 계산된다(**영업자산의 현재가치=미래 기간의 잉여현금흐름의 현재가치**). 주식평가액은 기업전체가치 중 주주에게 귀속되는 몫이므로 기업전체가치에서 채권자 몫인 부채가치를 차감하여 계산된다(**주식평가액(P₀)=자기자본가치=현금흐름할인법에 의한 기업전체가치(V₀)-부채가치(B₀)**). 이를 요약하면 현금흐름할인법에 의한 주식평가액은 (기업전체가치-부채가치) → (영업자산가치+비영업자산가치-부채가치) →

(잉여현금흐름의 현재가치+비영업자산가치-부채가치)로 정리할 수 있다.

다음으로 순자산가치를 세부적으로 분해하면 다음과 같다. 순자산가치는 평가기준일 현재 평가대상기업의 자산의 시가에서 부채의 시가를 차감하여 계산된다. 평가대상기업의 자산은 영업용 자산과 비영업용 자산으로 구분할 수 있으므로 이를 정리하면 기업의 순자산가치는 영업용 자산의 시가와 비영업용 자산의 시가에서 부채의 시가를 차감하여 계산된다(순자산가치=자산의 시가-부채의 시가=영업용자산의 시가+비영업용자산의 시가-부채가치).

따라서 현금흐름할인법에 의한 주식평가액은 “잉여현금흐름의 현재가치+비영업용 자산가치-부채가치”로 계산되며, 순자산가치는 “영업용 자산가치+비영업용 자산가치-부채가치”로 계산된다. 이 경우 ‘현금흐름할인법에 의한 주식평가액’과 ‘순자산가치’에 모두 ‘비영업용 순자산가치’ 요소가 포함되기 때문에 결과적으로 ‘비영업용 순자산가치’가 이중으로 주식가치 평가에 반영된다. 이 때문에 현금흐름할인법에 의한 주식평가액에서 비영업용 순자산가치를 차감한 금액이 추정이익이 돼야 한다는 주장이 존재한다. 그러나 이에 대한 반론도 존재하였는데, 그 논리는 다음과 같다. 현행 상증법상 보충적 평가방법은 순손익가치법과 순자산가치법, 두 가지 가치평가방법을 혼합한 것이다. 추정이익에 의한 주식평가 규정은 순손익가치법을 단순히 현금흐름할인법으로 대체한 것이므로 현금흐름할인법에 의한 1주당 평가액과 순자산가치법에 의한 1주당 평가액을 3:2의 비율로 혼합하여 사용하는 것이 타당하다.

〈그림 1〉 추정이익에 의한 비상장주식 평가액

추정이익에 의한 상증법상 비상장주식 평가액

$$= \frac{\text{순손익가치} \times 3 + \text{순자산가치} \times 2}{5}$$

$$= \frac{\text{현금흐름할인법에 의한 주식평가액}^{1)} \times 3 + \text{순자산가치}^{2)} \times 2}{5}$$

$$= \frac{\left(\begin{array}{c} \text{잉여현금흐름의} \\ \text{현재가치} \end{array} + \begin{array}{c} \text{비영업용} \\ \text{자산 가치} \end{array} - \text{부채가치} \right) \times 3 + \left(\begin{array}{c} \text{영업용} \\ \text{자산가치} \end{array} + \begin{array}{c} \text{비영업용} \\ \text{자산 가치} \end{array} - \text{부채가치} \right) \times 2}{5}$$

1) 현금흐름할인법에 의한 주식평가액=자기자본가치

= 현금흐름할인법에 의한 기업전체가치-부채가치

= (영업자산의 현재가치+비영업자산의 현재가치)-부채가치

= (잉여현금흐름의 현재가치+비영업자산의 현재가치)-부채가치

(∵ 영업자산의 현재가치=잉여현금흐름의 현재가치 <표 8> 참조)

2) 순자산가치=평가대상기업의 자산의 시가-부채의 시가(부채의 시가=부채의 장부가액으로 가정)

= 평가대상기업의 영업자산의 시가+비영업용 자산의 시가-부채가치

예를 들어 영업용 자산의 시장가치가 40억원, 비영업용 자산의 시장가치가 10억원, 잉여현금흐름의 현재가치가 70억원, 부채가 20억원인 기업을 가정하자. 이 경우 현금흐름할인법에 의한 주식평가액은 잉여현금흐름의 현재가치 70억원에 비영업용 자산의 시장가치 10억원을 더한 후 부채가치 20억원을 차감한 60억원이다. 순자산가치는 영업용 자산의 시장가치 40억원에 비영업용 자산의 시장가치 10억원을 더한 후 부채가치 20억원을 차감한 30억원이다. 추정이익에 의한 비상장주식 평가액은 추정이익에 의한 순순익가치와 순자산가치를 3 : 2로 가중평균한 값이다. 현금흐름할인법에 의한 주식평가액을 추정이익으로 보는 경우 주식평가액은 60억원과 30억원을 3과 2의 비율로 가중평균한 48억원이다. 그러나 현금흐름할인법에 의한 주식평가액에서 비영업용 순자산가치를 차감한 금액을 추정이익으로 보는 경우 주식평가액은 50억원(=60억원 - 비영업용 자산의 시장가치 10억원)과 30억원을 3과 2의 비율로 가중평균한 42억원이다.

〈표 9〉 현금흐름할인법에 의한 추정이익 산정에 있어 쟁점사항

재무상태표(시가평가)		[1] 순자산가치 = 40억 + 10억 - 20억 = 30억 [2] 현금흐름할인법에 의한 주식평가액 = 잉여현금흐름의 현재가치 + 비영업용 자산 - 부채 = 70억 + 10억 - 20억 = 60억 [3] 추정이익에 의한 비상장주식 평가액 1) 현금흐름할인법에 의한 주식평가액을 추정이익으로 보는 경우 = (70억 + <u>10억</u> - 20억) × 60% + (40억 + <u>10억</u> - 20억) × 40% = 48억 2) 현금흐름할인법에 의한 주식평가액에서 비영업용 순자산가치를 차감한 금액을 추정이익으로 보는 경우 = (70억 - 20억) × 60% + (40억 + <u>10억</u> - 20억) × 40% = 42억
영업용 자산 40억	부채 20억	
비영업용 자산 10억		

잉여현금흐름의 현재가치 = 70억

(4) 적용할인율에 관한 논란

현금흐름할인법을 사용할 때 ‘3년 만기 회사채의 유통수익률을 고려해 기획재정부령으로 정한 이자율’인 10%로 잉여현금흐름을 할인해야 한다는 의견과 WACC(가중평균자본비용)를 사용해도 된다는 의견이 대립되고 있다.

(5) 제한적인 추정이익 허용 사유

과거와 유사한 이익패턴이 향후 유지되지 않을 것으로 예상되는 기업이나 3년 미만 신생기업 등은 추정이익에 의한 순손익가치 평가를 허용할 필요가 있다. 특히, 현행 규정은 3년 미만 신생기업은 순자산가치로만 평가하게 강제하고 있는데, 자산가치가 크지 않지만 미래 성장가능성이 높은 신생기업은 추정이익에 의한 비상장주식 평가를 허용할 필요가 있다.

V. 추정이익에 의한 비상장주식 평가제도의 문제점

1. 미래 불확실성이 큰 기업에 대한 추정이익 사용 제한

상증법 시행규칙 제17조의3에서 규정하고 있는 추정이익 허용사유는 평가기준일 이전 3년간 순손익액의 비정상적 변동이 발생한 경우로 한정되며, 평가기준일 이후 순손익액의 급격한 변동이 예상되는 경우는 규정하고 있지 않다. 그러나 예를 들어 계속적 거래관계의 단절 등으로 평가기준일 이후 정상적 매출발생기간이 3년도 채 되지 않는다면 최근 3년간 순손익액은 미래의 기대이익 추정에 적합하지 않으므로 (법률로 정한 사유에 해당하지 않더라도) 추정이익을 이용하여 순손익가치를 산정하는 것이 합리적일 수 있지만, 이는 상증법 시행규칙 제17조의3에 규정한 사유에는 해당하지 않는다. 이에 대한 판례 및 심판결정례의 입장은 엇갈리고 있다. 상증법 시행규칙 제17조의3에서 정한 요건에 해당되지 않는 한 미래의 불확실성을 이유로 추정이익 사용을 허용하는 것은 조세법률주의 위반이라는 입장(조심2018서1864, 2018.10.17., 대법원2017두66107, 2017.12.22., 조심2011중0496, 2011.06.30.)과 과거의 실적이 평가기준일 이후에도 지속될 것으로 보기 어려운 경우라면 상증법 시행규칙 제17조의3에서 정한 요건에 부합되지 않더라도 추정이익 사용을 허용해야 한다는 입장(조심2018서1885, 2018.08.21. ; 서울행정법원2017구합55565, 2017.09.29. ; 춘천지방법원2016구합51540, 2017.07.08. ; 대법원2013두12973, 2013.10.25.)이 대립되고 있다. 대체로 법원은 비상장주식 평가에 있어 경제적 합리성을 중시하기 때문에 평가기준일이 속하는 사업연도 이후의 순손익액이 최근 3년간의 순손익액에 비하여 급격하게 변동할 것으로 예상되면 상증법 시행규칙 제17조의3에서 열거한 사유에 해당되지 않더라도 추정이익 사용이 가능한 것으로 해석하고 있다. 상증법 시행규칙 제17조의3에서 정한 사유가 해당하지 않음에도 불구하고, 경제적 합리성을 이유로 추정이익 사용을 허용한 법원 판례가 지속적으로 늘어나고 있다는 것은 순손익액의 일시적·우발적 변동이 “평가기준일 이전”에 발생한 경우뿐 아니라 “평가기준일 이후”에 발생할 것으로 예상되는 경우에도 세법에서 추정이익 사용을 허용할 필요성을 제기한다.

이와 더불어 비상장주식 평가자 및 납세자에 대한 심층인터뷰 결과, 설립 후 3년 미만 벤처기

업 주식은 순자산가치로만 평가할 경우 기업가치가 실제보다 과소평가될 가능성이 높으므로 추정이익에 의한 비상장주식 평가를 허용함으로써 세금문제 때문에 스타트업에 대한 투자가 위축되지 않도록 제도를 개선해야 한다는 목소리가 높았다.²³⁾

2. 추정이익에 의한 순순익가치 산정방법상 논란

가. 현행 규정의 개요

현행 세법상 추정이익을 활용하여 순순익가치를 산정하는 경우, 비상장주식 평가 프로세스는 <그림 2>와 같다.

<그림 2> 추정이익을 이용한 비상장주식 평가 프로세스(현행)

1단계	1주당 추정이익의 평균가액 계산(상증법 시행규칙 §17조의3 ④) =자본시장법 시행령 제176조의5 제2항에 따라 금융위원회가 정한 수익가치 × 순순익가치환원율
↓	
2단계	1주당 순순익가치 계산(상증법 시행령 §54 ①) =1주당 추정이익의 평균가액 ÷ 순순익가치환원율
↓	
3단계	1주당 순자산가치 계산(상증법 시행령 §54 ②) =당해 법인의 순자산가액 ÷ 발행주식총수
↓	
4단계	1주당 가액 계산(상증법 시행령 §54 ①)=Max[①, ②] ① (1주당 순순익가치 × 3 + 1주당 순자산가치 × 2) ÷ 5 ② 1주당 순자산가치 × 80%

23) 전문가들은 순자산가치에 의한 세법상 벤처기업 주식평가가 투자위축으로 이어질 수 있는 사례로 다음의 두 가지를 예시로 제시하였다. 첫째, 벤처기업 최초 투자 시에는 세법상 특수관계자가 아니므로 현금흐름할인법에 의한 평가액을 기초로 출자하더라도 세무상 과세문제가 발생하지 않지만, 추가 출자 시에는 세법상 특수관계자에 해당하기 때문에 상증법상 보충적 평가액으로 출자하지 않으면 추가적인 과세문제가 발생할 수 있다. 둘째, 벤처기업은 미래이익 예측의 불확실성이 높기 때문에 사후정산 조건으로 비상장주식을 거래하는 경우가 빈번한데, 이 경우 최초 주식양수도 또는 사업양수도 거래 당시에는 양수인과 양도인이 세법상 특수관계자가 아니므로 현금흐름할인법에 의한 평가액으로 대가를 지급하더라도 과세문제가 발생하지 않지만, 1년 후 사후정산 시점에는 세법상 특수관계자에 해당하기 때문에 상증법상 보충적 평가액으로 정산하지 않으면 추가적인 과세문제가 발생할 수 있다. 이러한 경우 거래는 현금흐름할인법에 의한 평가액으로 수행하고, 세금신고는 상증법상 보충적 평가액으로 이원화해 수행하는 방안을 생각하여 볼 수 있지만, 주식평가비용을 이중부담해야 하는 문제가 있다.

1단계는 ‘1주당 추정이익의 평균가액’을 계산하는 것으로 ‘자본시장법에 따라 금융위원회가 정한 수익가치’에 ‘순손익가치환원율(현행 10%)’을 곱하여 계산한다. 2단계는 ‘1주당 순손익가치’를 계산하는 것으로 1단계에서 계산된 ‘1주당 추정이익의 평균가액’을 ‘순손익가치환원율’로 나누어 계산한다. 3단계는 ‘1주당 순자산가치’를 계산하는 것으로 당해 법인의 순자산가액을 총 발행주식수로 나누어 계산한다. 4단계는 2단계에서 계산된 ‘1주당 순손익가치’와 3단계에서 계산된 ‘1주당 순자산가치’를 3과 2의 비율로 가중평균하여 1주당 가액을 계산한다. 다만, 그 가중평균값이 1주당 순자산가치의 80%보다 낮은 경우에는 1주당 순자산가치의 80%를 비상장주식등의 가액으로 한다.

나. 문제점

<그림 2>에서 추정이익에 의한 1주당 순손익가치는 자본시장법 시행령 제176조의5 제2항에 따라 금융위가 정한 수익가치에 순손익가치환원율을 곱한 후 다시 순손익가치환원율로 나누므로 이를 정리하면 ‘1주당 순손익가치=자본시장법 시행령 제176조의5 제2항에 따라 금융위가 정한 수익가치’가 성립한다. 자본시장법에 따르면 수익가치는 배당할인모형, 현금흐름할인모형 등 미래 수익가치 산정에 대하여 일반적으로 공정하고 타당한 것으로 인정되는 모형을 적용하여 합리적으로 산정한다. 결과적으로 추정이익에 의해 1주당 순손익가치를 산정하는 경우 비상장주식등의 가액은 자본시장법에 따라 현금흐름할인모형, 배당할인모형 등을 적용하여 계산한 1주당 가치와 상증법상 1주당 순자산가치를 3과 2로 가중평균한 가액으로 결정되는 것으로 볼 수 있다.

〈표 10〉 추정손익에 의한 1주당 순손익가치 계산산식

추정손익에 의한 1주당 순손익가치 계산 $= 1\text{주당 추정이익의 평균가액} \div \text{순손익가치환원율}$ $= (\text{자본시장법 시행령 제176조의5 제2항에 따라 금융위원회가 정한 수익가치} \times \text{순손익가치환원율}) \div \text{순손익가치환원율}$ $= \text{자본시장법 시행령 제176조의5 제2항에 따라 금융위원회가 정한 수익가치}$

상증법상 1주당 순손익가치 계산산식을 정리하면 “추정손익에 의한 1주당 순손익가치=자본시장법에 따라 금융위원회가 정한 수익가치”라는 것을 쉽게 알 수 있지만, 2단계의 복잡한 규정 방식으로 인하여 추정손익에 의한 1주당 순손익가치 산정과 관련한 실무상 다양한 논란이 존재한다. 평가기관에 대한 심층인터뷰 결과를 통해 드러난 쟁점사항을 요약하면 다음과 같다.

- ① 1주당 추정이익의 평균가액을 계산함에 있어 현금흐름할인법에 의한 주당 가치에서 비영업용 자산가치를 차감해야 하는지 실무상 논란이 존재한다. 현금흐름할인법에 의한 기업 가치는 잉여현금흐름(Free Cash Flow)과 잔여가치를 가중평균자본비용으로 할인한 현재

가치에 비영업용 순자산가치를 합산하여 계산된다. 비영업용 순자산가치를 차감하지 않고 현금흐름할인법에 의한 평가액(=잉여현금흐름과 잔여가치의 현재가치+비영업용 순자산가치)과 1주당 순자산가치를 3:2로 가중평균하면 비영업용 순자산가치가 주식가치 산정에 이중 반영되는 문제점이 있으므로 현금흐름할인법에 의한 평가액에서 비영업용 자산가치를 차감한 가액과 1주당 순자산가치를 3:2로 가중평균해야 한다는 주장이 있다.

- ② 현금흐름할인법의 할인율로 상증법상 ‘순손익가치환원율’을 사용해야 한다는 의견과 가중평균자본비용(WACC)을 사용해야 한다는 의견이 대립되고 있다.
- ③ 개정 전 증발공 시행규칙 제6조에 따른 1주당 추정이익 산정방식(=평가기준연도의 추정이익 $\times$ 3+평가기준연도의 다음 연도 추정이익 $\div$ 5)을 상증법상 추정이익 계산에 사용 가능한지 실무상 논란이 있다. 2012년 12월 5일 증발공 규정 개정으로 개정 전 계산방법은 삭제됐다. 그러나 국세청 예규(법규재산 2014-214, 2014.7.18. 서면법규과-1022, 2013.9.16.)를 근거로 동 추정이익 계산산식을 여전히 상증법상 추정이익 계산에 사용해야 한다는 주장이 있다.
- ④ ㉠ 현금흐름할인법에 의한 결과값과 ㉡ FCFF(기업잉여현금흐름), ㉢ FCFE(주주잉여현금흐름), ㉣ 당기순이익 추정치, ㉤ 영업이익 추정치 중 어느 것을 1주당 추정이익으로 사용해야 하는지에 관해 실무상 논란이 존재한다.

3. 추정이익 평가사유가 발생하였으나, 법정요건을 충족하지 못한 경우 비상장주식 평가방법에 관한 논란

상증법 시행령 제56조 제2항에 따르면 추정이익에 의한 순손익가치 산정이 가능하기 위해서는 상증법 시행규칙 제17조의3에서 열거한 사유에 해당해야 할 뿐 아니라 추가로 아래의 세 가지 요건을 모두 충족해야 한다.

- 상속세 및 증여세 과세표준 신고기한까지 1주당 추정이익의 평균값을 신고해야 함
- 1주당 추정이익의 산정기준일과 평가서를 작성한 날이 해당 과세표준 신고기한 이내여야 함
- 1주당 추정이익의 산정기준일과 상속개시일 또는 증여일이 같은 연도에 속할 것

그러나 추정이익 평가사유가 발생하였으나, 상기 세 가지 요건을 충족하지 못한 경우 추정이익에 의한 순손익가치 산정이 불허되는 것인지가 명확하지 않다. 이와 관련하여 심판결정례는 네 가지 요건 중 하나라도 충족하지 못한 경우에는 추정이익 사용이 불가능하며 최근 3년간 순손익액의 가중평균액을 이용해야 한다는 입장과 그렇지 않다는 입장이 엇갈리고 있다(조심2012서0551, 2012.11.21.; 조심2012서0552, 2012.11.21.; 조심2012중4819, 2013.04.08.). 반면 대법원

은 일관되게 상증법 시행규칙 제17조의3에서 열거한 사유에 해당하면 나머지 세 가지 요건이 충족되지 않더라도 추정이익 사용이 가능한 것으로 해석하고 있다(대법원2011두32300, 2012.04.26. ; 대법원2010두26988, 2012.04.26. ; 대법원2011두9140, 2012.05.24. ; 대법원2011두23306, 2012.06.14. ; 대법원2011두31253, 2013.11.14.). 추정이익 평가사유가 발생하였으나, 법정요건을 충족하지 못한 경우 법원에 이의제기를 하면 추정이익에 의해 순손익가치를 산정할 수 있는 것으로 이해되나, 불명확한 법 규정으로 인하여 납세자와 과세관청 간 다툼이 지속되고 있는 상황이기 때문에 대법원 판결의 내용을 반영하여 법조문을 재정비할 필요가 있다.

4. 우회상장 시 비상장주식평가와 조세회피문제

선행연구(전병욱, 2011 ; 이현우 등, 2013)는 합병이나 주식의 포괄적 교환 등 거래에 있어 과세당국이 자본시장법에 따른 비상장주식 평가를 수용하는 것이 거래당사자간 조세회피 및 부의무상이전으로 이어지고 있다고 주장하였다. 선행연구는 이 문제에 대한 개선방안으로 부실평가에 대한 제재 강화와 1주당 추정이익을 이용한 비상장주식 평가 축소, 유사상장기업 주가와 비교평가방식 확대 등을 제안하였다.

상증법 시행규칙 제17조의3의 사유에 해당하여 추정이익에 의해 비상장주식을 평가하는 경우, 추정이익에 의한 1주당 순손익가치와 1주당 순자산가치의 3 : 2 가중평균이 1주당 순자산가치의 80%에 미달하는 경우에는 1주당 순자산가치의 80%로 평가하기 때문에 과소평가로 인한 조세회피 가능성은 상대적으로 낮은 것으로 판단된다. 다만, 추정이익의 과대평가로 인한 조세회피 가능성이 존재하나, 자본시장법상 부실평가가 밝혀지면 그에 따른 추가과세가 이어질 것이므로 세법보다 자본시장법상 부실평가에 대한 감시와 제재 강화가 보다 바람직할 것으로 판단된다. 아울러 유사상장기업 주가와 비교평가방식은 현재에도 평가심의위원회 심의를 거쳐 사용이 가능하나, 비상장주식 평가기관에 대한 심층인터뷰 결과 비교대상기업 선정의 어려움 때문에 실무상 거의 활용되고 있지 못한 것으로 나타났다.

VI. 추정이익에 의한 비상장주식 평가제도의 개선방안

1. 개선방안의 도출

가. 추정이익에 의한 비상장주식 평가사유 확대²⁴⁾

추정이익을 이용하여 비상장주식을 평가하기 위해서는 상증법 시행규칙 제17조의3에서 열거

24) 세법상 비상장주식 평가에 있어 추정이익 사용을 확대할 경우 부실주식평가로 인한 사회적 피해가 발

한 사유에 해당해야 한다. 상증법 시행규칙 제17조의3은 평가기준일 전에 발생한 순손익액의 실적·우발적 변동으로 최근 3년간 순손익액이 미래 기대이익 추정에 적합하지 않은 경우는 열거하고 있지만, 평가기준일 직후에 순손익액의 급격한 변동이 예상되는 경우는 포함하고 있지 않다. 예를 들어 평가기준일 직후 계속적 거래관계의 단절 등으로 정상적 매출발생기간이 3년도 되지 않을 것으로 예상되는 경우 최근 3년간 순손익액을 사용한 비상장주식평가는 과대평가의 우려가 있지만, 열거한 사유에 해당하지 않기 때문에 추정이익 사용이 불가능하다. 그러나 법원은 상증법 시행규칙 제17조의3의 열거여부와 무관하게 과거 실적에 의해 주가가치를 평가하는 것이 불합리한 경우에는 추정이익 사용을 허용하고 있어 입장 차를 보이고 있다.

추정이익에 의한 비상장주식 평가와 관련하여 본 연구에서 제시하는 첫 번째 개선방안은 판례 및 심판결정례의 내용을 반영하여 상증법 시행규칙 제17조의3에서 열거한 추정이익 허용사유를 확대하는 것이다. 예를 들어 상증법 시행규칙 제17조의3 제1항 제6호는 “유형자산처분손익, 유가증권처분손익, 자산수증이익 등 합계의 최근 3년간 가중평균값이 법인세 차감전 손익의 최근 3년간 가중평균값의 50%를 초과하는 경우” 추정이익 사용이 가능한 것으로 규정하고 있지만, 판례(춘천지방법원2016구합51540, 2017.7.7.)는 50% 미만인 경우에도 추정이익 사용을 허용한 사례가 존재한다. 아울러 평가기준일 직전에 독점판매 대리점계약이 해지되어 평가기준일이 속하는 사업연도 이후의 순손익액이 최근 3년간 순손익액에 비하여 급격하게 변동할 것으로 예상되는 경우, 상증법 시행규칙에서 열거한 사유에 해당하는지가 불분명하나 법원 및 조세심판원이 추정이익 사용을 허용한 사례가 존재한다(조심2018서1885, 2018.8.21.; 서울행정법원2017구합55565, 2017.9.29.; 대법원2013두12973, 2013.10.25. 등).

한편 평가기관 및 납세자에 대한 심층인터뷰 결과 사업개시 후 3년 미만 초기법인(분할신설법인 포함) 중 순자산가치는 낮지만, 미래 성장가능성이 높은 비상장 벤처기업주식은 1주당 순자산가치로만 평가할 경우²⁵⁾ 실제보다 과소평가될 우려가 있으므로 추정이익에 의한 비상장주식평가를 허용할 필요가 있다는 의견개진이 있었다.²⁶⁾

생하지 않도록 적절한 제어장치가 필요하다. 추정이익의 과소평가는 상속세 및 증여세 회피로 이어질 수 있지만, 추정이익에 의한 주식평가액이 순자산가치의 80%에 미달하는 경우에는 순자산의 80%로 평가하기 때문에 동 규정이 조세회피 및 세수유실을 방지하는 제어장치로 작용할 가능성이 있다. 추정이익의 과대평가는 과세가액의 상승을 가져오나, 거래가액이 반드시 세법상 평가액을 기준으로 결정되는 것은 아니므로 이로 인한 투자자 피해 여부는 명확하지 않다. 일반적으로 과세당국은 비상장주식의 과대평가보다 과세가액의 하락을 초래하는 과소평가에 더 큰 관심을 가지는데, 추정이익의 과대평가로 인한 사회적 피해는 세법보다 자본시장법상 부실주식평가에 대한 감시와 제재 강화 및 해당 거래에 관여한 이사들의 민형사상 책임강화를 통해 예방하는 것이 보다 바람직할 것으로 판단된다.

- 25) 상증법 시행령 제54조 제4항 제2호에 따르면 사업개시 후 3년 미만 초기법인, 사업개시 전 법인은 순손익가치를 반영하지 않고 1주당 순자산가치에 의해 평가한다.
- 26) 상증법상 보충적 평가액은 수익가치와 자산가치의 가중평균으로 산정된다. 전문가 의견에 따르면 “이 두 가치는 기업의 성장가치를 제대로 반영하지 못하기 때문에 기업의 실제 가치를 제대로 반영하지

이러한 판례 및 심층인터뷰 결과에 기초하여 상증법 시행규칙 제17조의3에 추가할 내용을 정리하면 다음과 같다. 첫째, 법인세 차감전 손익에서 자산수증이익 등 또는 유가증권·유형자산 처분손익의 비중이 30%(종전 50%에서 20%p 인하)를 초과하면 추정이익 사용을 허용한다. 둘째, 최근 3년 내 주요 거래처(판매계약 중단 직전 사업연도의 매출 비중이 30%를 초과하는 거래처)와 판매계약 중단이 확정된 경우 추정이익 사용을 허용한다(판매계약 중단이 평가기준일 전에 확정되었으면 실제 매출감소가 평가기준일 이후에 발생했더라도 추정이익 사용을 허용한다). 셋째, 사업개시 후 3년 미만 초기법인 및 분할신설법인에 대해 납세자의 선택에 따라 추정이익에 의한 비상장주식 평가를 허용한다.

나. 추정이익에 의한 순손익가치 산정방법 명확화

추정이익에 의한 순손익가치 산정과 관련한 실무상 논란을 제거하기 위해서는 추정이익을 이용한 비상장주식 평가 프로세스를 현재의 4단계(<그림 2> 참조)에서 3단계로 단순화할 필요가 있다. 현재는 자본시장법에 따라 금융위원회가 정한 수익가치(일반적으로 현금흐름할인법에 따른 주당 가치)에 순손익가치환원율을 곱한 후 이를 다시 순손익가치환원율로 나누는 2단계 접근 방식을 채택하고 있는바, 이를 단순화하여 자본시장법에 따라 금융위원회가 정한 수익가치를 1주당 순손익가치로 보는 것이다.

〈그림 3〉 추정이익을 이용한 비상장주식 평가 프로세스(개선안)

1단계	1주당 순손익가치 계산(영 §54 ⑦) =자본시장법 시행령 제176조의 5 제2항에 따라 금융위원회가 정한 수익가치
↓	
2단계	1주당 순자산가치 계산(영 §54 ②) =당해 법인의 순자산가액 ÷ 발행주식총수
↓	
3단계	1주당 가액 계산(영 §54 ①)=Max[①, ②] ① (1주당 순손익가치×3+1주당 순자산가치×2)÷5 ② 1주당 순자산가치×80%

개선안은 추정이익 사용사유에 해당하면 현금흐름할인법과 순자산가치법, 두 가지 가치평가 방법을 3과 2의 비율로 가중평균한 가액이 세무상 비상장주식가액이 된다는 것을 명확히 보여

못할 가능성이 있다. 특히, IT나 바이오 등은 성장성이 기업가치 결정에 절대적 영향을 미치므로 네이버, 삼성바이오로직스·셀트리온 등 바이오 스타회사들, 4차 산업의 선두 테슬라, 공유경제 리프트 등은 상증법상 보충적 평가액이 기업의 실제 주가보다 현저히 과소평가되는 문제점이 있다.”

주기 때문에 비영업용자산가액 차감이나 할인율 논란에서 자유로울 수 있다는 이점이 있다.²⁷⁾

다. 추정이익에 의한 순손익가치 산정 적용요건 정비

대법원 판례의 입장을 종합하면 결과적으로 최근 3년간 순손익액에 의한 수익가치 산정이 불합리한 경우라고 한다면 ‘신고기한 내 신고 등’ 나머지 요건은 충족하지 않더라도 추정이익에 의한 1주당 순손익가치 산정이 가능한 것으로 해석된다. 추정이익 적용사유에 해당하나, 적용요건을 충족하지 못한 경우 추정이익과 최근 3년 순손익액의 가중평균 중 어떤 방법으로 순손익가치를 산정해야 하는지에 관한 납세자와 과세관청 간 지속적 다툼을 예방하기 위해서는 추정이익 적용사유에 해당하면 신고기한 내 신고 등 요건에 관계없이 추정이익 사용이 가능하게 법조문을 대법원 판결의 내용을 반영하여 수정할 필요가 있다.²⁸⁾ 다만, 상속세 및 증여세 과세표준 신고기한까지 평가서를 제출하지 않더라도 추정이익 사용을 허용할 경우 납세자들이 이를 조세회피의 수단으로 악용할 소지도 배제할 수 없으므로 이러한 가능성을 충분히 고려해 개정논의를 진행할 필요가 있다.

2. 구체적인 세법개정안 제시

가. 추정이익에 의한 비상장주식 평가사유 확대

상증법 시행령 제54조 제8항을 신설하고, 상증법 시행규칙 제17조의 3 제1항을 개정하여 추정이익에 의해 비상장주식 평가가 가능한 사유를 확대한다.

〈표 11〉 추정이익에 의한 비상장주식 평가사유 확대 (1)

현 행	개선(안)
상증법 시행령 제54조 【비상장주식등의 평가】 ①~③ <생략> ④ 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우에는 제1항에도 불구하고 제2항에 따른 순자산가치에 따른다.	상증법 시행령 제54조 【비상장주식등의 평가】 ①~⑥ <생략>

27) 본 연구에서 제시한 개선안에 따르면 ‘현금흐름할인법에 의한 결과값’을 1주당 순손익가치로 보기 때문에 1주당 추정이익을 계산할 때 현금흐름할인법에 의한 결과값과 FCFE(기업잉여현금흐름), FCFE(주주잉여현금흐름), 당기순이익 추정치, 영업이익 추정치 중 어느 것을 사용해야 하는지에 대한 실무상 논란에서 자유로울 수 있다.

28) 본 연구에서 제시한 개선안은 상증법 시행령 제56조 제2항의 1호~4호를 삭제하되, 5항을 신설해 상속세 및 증여세 과세표준 신고기한까지 평가서를 제출하게 의무화하는 방안(<표 14> 참조)으로 평가서 제출의무를 면제하는 것은 아니다. 납세자가 상속세 및 증여세 신고기한까지 평가서를 제출하지 않을 경우 추정이익 규정 자체가 적용 배제되는 것은 아니지만, 가산세가 적용될 수 있다.

〈표 11〉 추정이익에 의한 비상장주식 평가사유 확대 (1) (계속)

현 행	개선(안)
1. <생략> 2. 사업개시 전의 법인, 사업개시 후 3년 미만의 법인 또는 휴업·폐업 중인 법인의 주식등. 이 경우 「법인세법」 제46조의 3, 제46조의 5 및 제47조의 요건을 갖춘 적격분할 또는 적격물 적분할로 신설된 법인의 사업기간은 분할 전 동일 사업부분의 사업개시일부터 기산한다. 3. <생략> 5. <생략> 6. <생략> ⑤ <생략> ⑥ <생략> ⑧ <신설>	⑧ <u>사업개시 후 3년 미만의 법인(분할로 신설된 법인으로 사업기간이 3년 미만인 법인을 포함한다)은 제4항 제2호에도 불구하고 기획재정부령으로 정하는 신용평가전문기관, 「공인회계사법」에 따른 회계법인 또는 「세무사법」에 따른 세무법인 중 둘 이상의 신용평가전문기관, 「공인회계사법」에 따른 회계법인 또는 「세무사법」에 따른 세무법인이 기획재정부령으로 정하는 기준에 따라 산출한 1주당 추정이익의 평균가액과 제2항에 따른 1주당 순자산가치를 각각 3과 2의 비율(부동산과다보유법인(「소득세법」 제94조 제1항 제4호 다목에 해당하는 법인을 말한다)의 경우에는 1주당 순손익가치와 순자산가치의 비율을 각각 2와 3으로 한다)로 가중평균한 가액으로 할 수 있다. 다만, 그 가중평균한 가액이 1주당 순자산가치에 100분의 80을 곱한 금액 보다 낮은 경우에는 1주당 순자산가치에 100분의 80을 곱한 금액을 비상장주식등의 가액으로 한다.</u>

〈표 12〉 추정이익에 의한 비상장주식 평가사유 확대 (2)

현 행	개선(안)
상증법 시행규칙 제17조의 3 【1주당 최근 3년간의 순손익액의 계산방법】 ① 영 제56조 제2항 제1호에서 “일시적이고 우발적인 사건으로 해당 법인의 최근 3년간 순손익액이 증가하는 등 기획재정부령으로 정하는 경우”란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우를 말한다. 1. <삭제> 2. 기업회계기준의 자산수증이익, 채무면제이익, 보험차익 및 재해손실의 합계액에 대한 최근 3년간 가중평균액이 법인세 차감전 손익에서 자산수증이익등을 뺀 금액에 대한 최근 3년간 가중평균액의 50퍼센트를 초과하는 경우	상증법 시행규칙 제17조의 3 【1주당 최근 3년간의 순손익액의 계산방법】 ① 영 제56조 제2항 제1호에서 “일시적이고 우발적인 사건으로 해당 법인의 최근 3년간 순손익액이 증가하는 등 기획재정부령으로 정하는 경우”란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우를 말한다. 2. 기업회계기준의 자산수증이익, 채무면제이익, 보험차익 및 재해손실의 합계액에 대한 최근 3년간 가중평균액이 법인세 차감전 손익에서 자산수증이익등을 뺀 금액에 대한 최근 3년간 가중평균액의 30퍼센트를 초과하는 경우

〈표 12〉 추정이익에 의한 비상장주식 평가사유 확대 (2) (계속)

현 행	개선(안)
3. 평가기준일전 3년이 되는 날이 속하는 사업연도 개시일부터 평가기준일까지의 기간 중 합병 또는 분할을 하였거나 주요 업종이 바뀐 경우	<u>3의 2. 평가기준일전 3년이 되는 날이 속하는 사업연도 개시일부터 평가기준일까지의 기간 중 주요 거래처(판매계약 중단 직전 사업연도의 매출 비중이 30퍼센트를 초과하는 거래처를 말한다)와 판매계약 중단이 확정된 경우</u>
4. <생략>	4. <생략>
5. <생략>	5. <생략>
6. 기업회계기준상 유가증권·유형자산의 처분 손익과 자산수증이익등의 합계액에 대한 최근 3년간 가중평균액이 법인세 차감전 손익에 대한 최근 3년간 가중평균액의 <u>50퍼센트</u> 를 초과하는 경우	6. 기업회계기준상 유가증권·유형자산의 처분 손익과 자산수증이익등의 합계액에 대한 최근 3년간 가중평균액이 법인세 차감전 손익에 대한 최근 3년간 가중평균액의 <u>30퍼센트</u> 를 초과하는 경우

나. 추정이익에 의한 순손익가치 산정 적용요건의 명확화

상증법 시행규칙 제17조의3 제4항과 상증법 시행령 제56조 제2항을 삭제하고, 상증법 시행령 제54조 제7항을 신설하여 금융위원회가 정한 기준에 따라 산출한 수익가치를 1주당 순손익가치로 할 수 있다는 내용을 명확히 한다.

〈표 13〉 추정이익에 의한 순손익가치 산정방법 명확화

현 행	개선(안)
상증법 시행령 제54조 【비상장주식등의 평가】 ①~⑥ (생략) (신설)	상증법 시행령 제54조 【비상장주식등의 평가】 ⑦ <u>제1항에도 불구하고 일시적이고 우발적인 사건으로 해당 법인의 최근 3년간 순손익액이 증가하는 등 기획재정부령으로 정하는 경우에는</u> 기획재정부령으로 정하는 신용평가전문기관, 「공인회계사법」에 따른 회계법인 또는 「세무사법」에 따른 세무법인 중 둘 이상의 신용평가전문기관, 「공인회계사법」에 따른 회계법인 또는 「세무

〈표 13〉 추정이익에 의한 순손익가치 산정방법 명확화 (계속)

현 행	개선(안)
	사법」에 따른 세무법인이 <u>금융위원회가 정한 기준에 따라 산출한 수익가치를 1주당 순손익가치로 할 수 있다.</u>
상증법 시행령 제56조 【1주당 최근 3년간의 순손익액의 계산방법】 ② (생략)	상증법 시행령 제56조 【1주당 최근 3년간의 순손익액의 계산방법】 <u><삭제></u>
상증법 시행규칙 제17조의3 【1주당 최근 3년간의 순손익액의 계산방법】 ④ 영 제56조 제2항 각 호 외의 부분에서 “기획재정부령으로 정하는 기준에 따라 산출한 1주당 추정이익의 평균가액”이란 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령」 제176조의5 제2항에 따라 금융위원회가 정한 수익가치에 영 제54조 제1항 따른 순손익가치환원율을 곱한 금액을 말한다.	상증법 시행규칙 제17조의3 【1주당 최근 3년간의 순손익액의 계산방법】 <u><삭제></u>

다. 추정이익에 의한 순손익가치 산정 적용요건 정비

대법원 판례의 내용을 반영하여 추정이익 적용사유에 해당하면 신고기한 내 신고 등 요건을 충족하지 않더라도 추정이익에 의한 1주당 순손익가치 산정이 가능하게 법조문을 정비한다.

〈표 14〉 추정이익에 의한 순손익가치 산정 적용요건 정비

현 행	개선(안)
상증법 시행령 제56조 【1주당 최근 3년간의 순손익액의 계산방법】 ② 제1항에도 불구하고 다음 각 호의 요건을 모두 갖춘 경우에는 제54조 제1항에 따른 1주당 최근 3년간의 순손익액의 가중평균액을 기획재정부령으로 정하는 신용평가전문기관, 「공인회계사법」에 따른 회계법인 또는 「세무사법」에 따른 세무법인 중 둘 이상의 신용평가전문기관, 「공인회계사법」에 따른 회계법인 또는 「세무사법」에 따른 세무법인이 기획재정부령으로 정하는 기준에 따라 산출한 1주당 추정이익의 평균가액으로 할 수 있다.	상증법 시행령 제56조 【1주당 최근 3년간의 순손익액의 계산방법】 ② 제1항에도 불구하고 <u>일시적이고 우발적인 사건으로 해당 법인의 최근 3년간 순손익액이 증가하는 등 기획재정부령으로 정하는 경우</u> 에는 제54조 제1항에 따른 1주당 최근 3년간의 순손익액의 가중평균액을 기획재정부령으로 정하는 신용평가전문기관, 「공인회계사법」에 따른 회계법인 또는 「세무사법」에 따른 세무법인 중 둘 이상의 신용평가전문기관, 「공인회계사법」에 따른 회계법인 또는 「세무사법」에 따른 세무법인이 기획재정부령으로 정하는 기준에 따라 산출

〈표 14〉 추정이익에 의한 순손익가치 산정 적용요건 정비 (계속)

현 행	개선(안)
1. 일시적이고 우발적인 사건으로 해당 법인의 최근 3년간 순손익액이 증가하는 등 기획재정부령으로 정하는 경우에 해당할 것 2. 법 제67조 및 제68조에 따른 상속세 과세표준 신고기한 및 증여세 과세표준 신고기한까지 1주당 추정이익의 평균가액을 신고할 것 3. 1주당 추정이익의 산정기준일과 평가서작성일이 해당 과세표준 신고기한 이내일 것 4. 1주당 추정이익의 산정기준일과 상속개시일 또는 증여일이 같은 연도에 속할 것	한 1주당 추정이익의 평균가액으로 할 수 있다. (1호-4호 삭제) ⑤ 제2항에 따라 순손익액을 계산하는 경우에는 법 제67조 및 제68조에 따른 상속세 과세표준 신고기한 및 증여세 과세표준 신고기한까지 평가서를 제출해야 한다. (신설)

VII. 결 론

본 연구는 추정이익을 이용한 비상장주식 평가 실태를 파악하고, 현행 규정의 문제점과 개선 방안을 모색하였다. 상증법상 보충적 평가방법은 산식에 의한 간편한 계산으로 검증가능성과 신뢰성이 높다는 장점이 있지만, 미래 불확실성이 큰 기업의 주식평가에는 적합하지 않다는 한계점 또한 지니고 있다. 최근 상증법상 보충적 평가액의 경제적 합리성 부족을 이유로 상증법상 보충적 평가액으로 과세한 처분을 부인하고, 현금흐름할인법 등에 의한 평가액을 세법상 시가로 인정한 법원 판결이 늘어남에 따라 비상장주식 평가의 합리성을 높이고자 하는 노력들이 관심을 끌고 있다. 현행 세법에 2001년부터 도입되어 시행되고 있는 추정이익을 이용한 비상장주식 평가는 과거의 손익패턴이 미래의 수익가치를 대변하지 못하는 비상장기업의 주식평가에 있어 주식평가의 합리성을 높일 수 있는 대안으로 떠오르고 있다. 하지만 추정이익에 의한 비상장주식 평가의 많은 부분이 자본시장법의 규정을 준용하고 있다 보니 과세목적상 이를 실무에 적용하는 과정에서 쟁점사항이 존재한다.

본 연구에서 파악한 추정이익에 의한 비상장주식 평가제도의 문제점은 다음과 같다. 첫째, 법원 판례는 평가기준일이 속하는 사업연도 이후의 순손익액이 최근 3년간의 순손익액에 비하여 급격하게 변동할 것으로 예상되면 법으로 정한 사유에 열거되지 않더라도 추정이익 사용이 가

능한 것으로 해석하고 있지만, 과세관청은 상증법 시행규칙 제17조의3에서 정한 사유에 해당하는 경우에만 추정이익에 의한 비상장주식 평가를 허용하고 있다. 둘째, 설립 후 3년 미만 벤처기업 주식은 순자산가치로만 평가하고, 추정이익에 의한 비상장주식 평가가 불가능해 세금문제 때문에 스타트업에 대한 투자가 위축되는 문제점이 있다. 셋째, 다단계의 불명확한 세법규정으로 인하여 1주당 추정이익의 평균가액을 계산함에 있어 현금흐름할인법에 의한 주당 가치에서 비영업용 자산가치를 차감해야 하는지, 현금흐름할인법에 의한 결과값과 FCFF(기업잉여현금흐름), FCFE(주주잉여현금흐름), 당기순이익 추정치, 영업이익 추정치 중 어느 것을 1주당 추정이익으로 사용해야 하는지 등에 관해 실무상 논란이 존재한다.

이러한 문제점에 대한 개선방안은 다음과 같다. 첫째, 추정이익 사용사유를 확대하여 평가기준일 이후 주요 거래처와 판매계약 중단이 확정된 경우, 일시적·우발적 이익비중이 30%를 초과하는 경우, 설립 후 3년 내 신생기업에 추정이익 사용을 허용한다. 둘째, 추정이익 적용사유에 해당하면 자본시장법에 따라 금융위원회가 정한 수익가치와 1주당 순자산가치를 3과 2의 비율로 가중평균한 가액으로 비상장주식을 평가함을 명시함으로써 세법해석상 논란을 줄인다. 셋째, 대법원 판례의 내용을 반영하여 추정이익 적용사유에 해당하면 신고기한 내 신고 등 요건을 충족하지 않더라도 추정이익에 의한 1주당 순손익가치 산정이 가능하게 법조문을 정비한다.

본 연구는 기업의 과거 재무실적을 토대로 일률적인 공식에 의해 주식가치를 평가하는 상증법상 보충적 평가방법의 한계점을 극복하기 위한 대안으로 실무상 그 중요도와 활용도가 증대되고 있는 추정이익에 의한 비상장주식 평가제도의 문제점과 입법적 개선방안을 제시하였다는 점에서 그 의의가 있다. 그러나 이러한 공헌점에도 불구하고 본 연구는 다음과 같은 한계가 있다. 첫째, 심층인터뷰 대상 및 숫자가 제한적이어서 전체 비상장주식 평가전문가 및 납세자의 의견을 수렴하지 못했을 수 있다. 둘째, 추정이익의 산출방법 중 실무상 활용도가 가장 높은 현금흐름할인법을 위주로 연구가 진행되다보니 그 이외의 다른 추정이익산출방법에 대한 개선방안 제시가 제한적일 수 있다. 향후의 연구는 현금흐름할인법에 의한 비상장주식 평가실무경험이 있는 보다 많은 수의 전문가 및 납세자를 대상으로 한 설문지 조사 등 연구방법을 통하여 보다 다양한 의견을 수렴하며, 현금흐름할인법 이외에 초과이익할인모형²⁹⁾ 등을 이용한 추정이익 산출방법 등에 대해서도 보다 구체적으로 다룰 수 있기를 기대한다.

29) 초과이익할인모형은 비영업용자산에 의해 자산이 비효율적인 경우 초과이익의 하락으로 조정되기 때문에 이중계산의 문제가 발생하지 않으며, 잔여가치의 과대현상으로 인한 가치편향의 위험이 낮다는 장점이 있다. 추정이익의 산정에 있어 실무상 초과이익할인모형의 사용을 확대하는 것은 잔여가치의 비중이 크고 잔여가치 추정치가 잉여현금흐름의 성장률 가정에 민감한 현금흐름할인모형의 단점을 보완하는 대안일 수 있다.

참고문헌

- 김범준. 2016. “추정이익에 의한 비상장주식 평가의 몇 가지 문제점과 해결 방안”. 조세법연구. 제22권 제2호 : 313-361.
- 박재환 · 정규언 · 김기영. 2011. “상증법상 비상장주식 평가제도의 문제점과 개선방안”. 세무학연구. 제28권 제1호 : 119-160.
- 이현우 · 박성욱 · 이준규. 2013. “합병 및 주식의 포괄적 교환을 통한 우회상장시 비상장주식 평가와 관련된 과세문제 및 개선방안”. 세무학연구. 제30권 제1호 : 37-75.
- 전병욱. 2011. “우회상장시 비상장주식의 시가평가와 관련한 과세상 문제점과 개선방안”. 동아법학. 제52권 : 777-806.
- 한국공인회계사회. 비상장주식 평가 실무연구. 2019.

Measures to Improve Unlisted Stock Evaluation Using Estimated Earnings under the Inheritance and Gift Tax Law*

Jong Il Kim** · Eun Sun Ki*** · Park Jae Whan****

〈Abstract〉

This study examines how unlisted stocks are assessed using estimated earnings, and what are the problems of current regulations and how to improve them. The supplementary valuation method under the inheritance and gift tax law has the advantage of being verifiable and reliable by simple calculation by arithmetic formula, but it is not suitable for the unlisted stock valuation of companies with high uncertainty in the future. Unlisted stock valuation using estimated earnings was introduced in 2001 for companies where it is not appropriate to assess the value using net income over the past three years because of temporary and accidental changes in earnings.

The problems of valuation of unlisted stocks using the estimated earnings obtained through review of court cases and in-depth interviews with unlisted stock evaluators are as follows. First, the court allows the valuation of unlisted stocks based on estimated earnings if the earnings are expected to fluctuate rapidly after the valuation date, but the NTS does not. Second, venture capital stocks less than three years after establishment are only valued at net asset value, and cannot be assessed based on estimated earnings. This results in underestimation of venture stocks, which reduces investment in startups. Third, due to the unclear tax regulations in multiple stages, it is not clear whether the final result of the discounted cash flow method is to be used as an estimated earnings per share or whether further adjustments are necessary.

Improvement measures for this problem are as follows. First, the reasons for valuation of unlisted stocks using the estimated earnings should be expanded. Specifically, if the contract with the major customer ceases after the valuation date, if the proportion of temporary and accidental earnings exceeds 30%, or if the period after establishment is less than three years, the valuation using the estimated earnings should be permitted. Second, the tax law specifies that unlisted

* This work was supported by The Catholic University of Korea, Research Fund, 2019.

** Professor, School of Business, The Catholic University of Korea, jayk@catholic.ac.kr, First Author

*** Assistant Professor, Division of Business Administration and Accounting, Kangwon National University, eski@kangwon.ac.kr, Corresponding Author

**** Professor, School of Business, ChungAng University, jaypark123@empal.com, Co-author

stocks are valued at the weighted average value of revenue value under the Capital Market Act and net asset value in order to reduce the controversy over the interpretation of the tax law. Third, reflecting the contents of the Supreme Court case, the tax law should be revised to enable the evaluation of unlisted stocks based on the estimated earnings, regardless of whether the tax or valuation basis is reported within the reporting period.

〈Key words〉 supplementary valuation method under the inheritance and gift tax law, discounted cash flow method, estimated earnings, valuation of unlisted stocks