

# 現行 稅法上 株式評價의 問題點과 改善方案

1998. 12

李恩尙 · 李俊奎

**kipf** 한국조세연구원

## 序 言

현행 세법상 주식을 평가하여야 하는 경우는 각 개별 세법에 다양하게 존재한다. 주식이 상속 또는 증여되는 때 상속세와 증여세를 과세하기 위하여 주식을 평가하여야 하고 주식을 유상으로 양도하는 경우에는 양도소득세 또는 법인세 특별부가세를 과세하기 위하여 주식을 평가하여야 한다. 또한 각 사업연도 소득에 대한 법인세 및 사업소득에 대한 소득세를 과세함에 있어서 보유주식을 평가하는 것이 필요하며 합병 또는 증자로 인하여 주식이 교부되는 경우 합병차익 또는 의제배당 가액을 정하기 위하여 당해 주식을 평가하여야 한다. 주식의 거래에 있어서 부당행위계산 또는 기부금의 제를 적용할 것인지를 결정하기 위하여 주식평가가 필요하기도 하다. 이렇게 주식평가방법은 납세의무자의 조세부담 및 과세형평에 중대한 영향을 미치기 때문에 시가가 분명하지 아니한 경우 주식의 실질가치를 합리적으로 추정하는 것이 매우 중요한 과제라고 할 수 있다.

주식평가에 있어서 상장주식은 시가를 알 수 있지만 비상장주식은 시가가 분명하지 아니한 경우가 대부분이어서 그 가치를 간접적으로 추정하여야 한다. 현행 세법상 비상장주식의 평가는 여러 가지 주식평가방법 중 자산가치에 의한 평가방법과 수익가치에 의한 평가방법을 사용하도록 하고 있으며 양 평가방법에 의한 평가액을 단순평균하도록 하고 있다. 그러나 이러한 평가방법이 주식의 실질가치에 얼마나 근접하는지 살펴볼 필요가 있다. 비상장주식에 대한 세법상 규정에 의한 평가액이 당해 비상장주식의 실질가치보다 현저하게 적다면 다른 금융자산 및 상장주식 보유자와의 과세형평을

해치게 될 것이며 비상장주식 보유자가 적정한 수준에 못 미치게 조세를 부담하게 됨에 따라 근로소득자 등 다른 유형의 소득자와의 과세형평에 어긋나게 된다. 또한 세법상 주식을 시가로 평가하지 아니하고 취득원가 또는 액면가액으로 평가하도록 하는 경우 이에 대한 타당성을 검토할 필요가 있다.

이상과 같은 필요에 의하여 본 연구원에서는 현행 세법상 주식평가의 문제점을 전반적으로 검토하고 그 개선방안을 제시하고자 본 연구에 착수하게 되었다.

본 보고서는 경희대학교의 李恩尙 教授와 李俊奎 教授가 작성하였으며, 본 보고서가 발간되기까지 원내외 여러 관계자의 자료협조 및 논평이 큰 도움을 주었다. 특히 저자들은 익명의 두 심사자에게 진심으로 감사하고 있다.

본 보고서의 분석내용이나 결론은 저자의 개인적 견해이며 한국 조세연구원의 공식견해가 아님을 밝혀 둔다.

1998年 12月

韓國租稅研究院

院長 柳 一 鎬

# 目 次

I. 序 論 .....	7
1. 問題의 提起 .....	7
2. 研究目的 및 方法 .....	8
II. 企業價值評價理論 및 關聯 研究 .....	10
1. 資產價值法 .....	10
2. 收益價值法 .....	10
3. 配當割引法 .....	12
4. 株價收益比率法 .....	14
5. 現金흐름割引法 .....	14
6. 會計數值에 의한 價格決定模型 .....	16
7. 經濟的 附加價值模型 .....	19
III. 現行 稅法上 株式評價制度 .....	23
1. 現行 稅法上 株式評價制度 .....	23
2. 現行 稅法上 株式評價制度의 問題點 .....	36
IV. 稅法上 非上場株式 評價方法에 대한 實證分析 .....	43
1. 實證分析模型 .....	43
2. 標本의 設計 및 資料蒐集 .....	44
3. 分析結果 .....	47
V. EBO模型에 의한 株式評價 .....	52
1. 株式評價模型 .....	52

2. 標本設計 및 變數의 定義 .....	53
3. 分析結果 .....	54
<b>VI. 結 論</b> .....	61
1. 研究의 要約 .....	61
2. 政策示唆點 및 提案 .....	62
3. 研究의 限界 및 앞으로의 研究方向 .....	65
<b>參考文獻</b> .....	66

## 表目次

〈表 2-1〉	經濟的 附加價値의 計算構造 .....	21
〈表 2-2〉	事業資本과 稅後 營業利益을 算出하기 위한 調整 項目 .....	22
〈表 3-1〉	稅法上 株式評價方法의 比較 .....	39
〈表 4-1〉	標本企業의 選定 過程 .....	45
〈表 4-2〉	業種別 標本企業의 數 .....	46
〈表 4-3〉	相續稅 및 贈與稅法上 評價額과 實際株價와의 差異 (全體 年度) .....	47
〈表 4-4〉	相續稅 및 贈與稅法上 評價額과 實際株價와의 差異 (年度別).....	47
〈表 4-5〉	相續稅 및 贈與稅法上 評價額과 實際株價와의 差異 (業種別).....	48
〈表 4-6〉	實際株價, 資産價値 및 收益價値에 대한 統計値.....	49
〈表 4-7〉	株價, 資産價値 및 收益價値의 相關係數 .....	50
〈表 4-8〉	資産價値와 收益價値가 株價 水準에 미치는 影響 ...	51
〈表 5-1〉	變數의 技術統計 .....	55
〈表 5-2〉	EBO模型의 豫測誤差(陰의 營業權을 許容한 경우) ...	55
〈表 5-3〉	EBO模型의 年度別 豫測誤差(陰의 營業權을 許容한 경우) .....	56
〈表 5-4〉	EBO模型의 豫測誤差(陰의 營業權을 許容하지 않는 경우).....	56
〈表 5-5〉	EBO模型의 年度別 豫測誤差(陰의 營業權을 許容 하지 않는 경우) .....	57
〈表 5-6〉	EBO模型의 業種別 豫測誤差(陰의 營業權을 許容 하지 않는 경우) .....	58
〈表 5-7〉	EBO模型의 構成要素가 株價 水準에 미치는 影響 ...	59

# I. 序 論

## 1. 問題의 提起

세법상 주식의 평가방법에 관한 규정은 납세의무자에게 중대한 영향을 미친다. 현행 세법상 주식의 평가를 필요로 하는 경우는 다음과 같은 몇 가지로 요약될 수 있다. 첫째, 주식이 상속 또는 증여될 때 상속세 또는 증여세의 과세가액을 정하기 위하여 주식을 평가하는 것이 필요하다. 둘째, 주식을 타인에게 유상양도할 때 양도차익을 계산함에 있어서 양도가액, 취득가액을 정하여 양도소득세 또는 법인세 특별부가세를 과세하기 위하여 주식평가가 필요하다. 셋째, 합병대가를 합병법인의 주식으로 교부하는 경우에 합병차익, 청산소득 의제배당의 가액을 결정하기 위하여 당해 주식의 평가가 필요하다. 넷째, 교부받은 무상주식에 대하여 법인세 또는 소득세를 과세하기 위하여 무상주식의 가액을 정하는 것이 필요하다. 다섯째, 교환 등 금전의 수수가 없는 거래를 통하여 주식을 취득한 경우 소득금액을 계산함에 있어서 당해 주식의 취득가액을 정하는 데 주식평가가 필요하다. 여섯째, 특수관계자와의 주식거래에서 부당행위계산에 해당하는지를 검토하기 위하여 주식평가가 필요하다.

위에서 살펴본 바와 같이 세법상 주식평가방법은 납세의무자에게 중대한 영향을 미치지만 세법상 규정이 개별 세법마다 다르고, 같은 세법 내에서도 다르게 규정되어 있어서 일관성이 없을 뿐 아니라 혼란의 여지가 있으며 세법규정에 의한 주식평가액이 실질가치를 반영하고 있는지도 의문이다. 또한 주식을 시가 또는 기준시가에 의하여 평가하지 아니하고 액면가액으로 평가하거나, 원가법을

적용하도록 하는 경우 그 타당성에 대한 검토가 필요하다.

## 2. 研究의 目的 및 方法

본 연구의 목적은 현행 세법상 주식평가에 관한 규정의 현황을 파악하여 이에 대한 문제점을 도출하고 주식평가 규정에 대한 개선 방안을 제시하는 데 있다.

주식평가에 관한 세법상 규정의 문제점은 다음과 같은 네 가지 측면에 초점을 맞출 것이다. 첫째, 각 개별 세법에서 주식평가방법을 일관성 있게 규정하고 있는지를 검토할 것이다. 개별 세법별로 서로 다르게 규정하고 있다면 그 타당성을 검토하기로 한다. 둘째, 주식의 평가와 관련하여 세법에서 사용하는 용어가 명확한지를 검토할 것이다. 예를 들어 세법에서 정상가액이라고 할 때 한 가지 의미로 사용되는지를 살펴볼 필요가 있다. 셋째, 시가가 불분명하기 때문에 세법에서 보충적으로 규정한 평가방법이 주식의 실제가치를 반영하는지를 검토할 것이다. 세법상 주식평가액이 주식의 실제가치를 반영하지 아니한다면 다른 유형의 자산과의 형평을 해치고 과소 또는 과도한 조세부담을 초래하게 된다. 넷째, 주식평가를 시가와 관계없이 액면가액 또는 취득가액으로 평가하도록 하는 세법규정에 대하여는 주식의 적정평가를 통한 과세의 합리화라는 목표를 희생하면서까지 추구하여야 할 다른 논리적 근거가 존재하는지를 검토하는 것이 필요하다.

본 연구에서는 주식평가에 관한 세법규정의 문제점을 검토하기 위하여 세법규정의 분석·비교는 물론 세법상 주식평가액이 주식의 실제가치를 얼마나 반영하는지에 대하여 우리나라 기업의 실제 자료를 기초로 실증분석하기로 한다. 이를 위하여 본 연구에서는 주식의 실제가치를 추정하는 평가모형을 살펴보고 우리나라의 경우 어떠한 평가모형이 적합한지를 검토하기로 한다. 전통적으로 주식

평가시 사용되어 온 평가요소 중 제일 중요시 되는 것은 당해 주식을 발행한 기업의 자산가치와 수익가치이다. 현행 세법에서는 주식평가를 자산가치와 수익가치의 평균액으로 하고 있는데 자산가치와 수익가치가 똑 같은 비중으로 주식의 가치를 대변한다고 볼 수 없기 때문에 세법상 주식평가액이 불합리하게 산정될 가능성이 있다. 따라서 본 연구에서는 상속세·증여세법상 자산가치와 수익가치의 단순평균액으로 비상장주식을 평가하는 방법이 주식의 실제가치를 측정하는 데 적합하지 않다는 것을 실증분석을 통하여 보일 것이며 현행 세법상 평가방법에 대한 대안으로 회계수치에 의한 가격결정모형의 도입 가능성을 검토할 것이다.

본 연구의 서론에 이어 제 II 장에서는 기업가치평가이론 관련 연구를 살펴보고, 제 III 장에서는 현행 세법상 주식평가제도의 현황과 문제점을 살펴본다. 또한 제 IV 장에서는 현행 상속세·증여세법상 비상장주식 평가방법에 의한 평가액이 실제가치와 얼마나 차이가 있는지 실증분석을 실시하고, 제 V 장에서는 현행 평가방법의 대안으로 회계수치에 의한 가격결정모형의 적정성을 검토한다. 마지막으로 제 VI 장에서는 본 연구의 결과를 요약하고 본 연구의 한계와 앞으로의 연구방향을 제시하고 정책시사점 및 개선안을 제안하기로 한다.

## II. 企業價值評價理論 關聯 研究

### 1. 資產價值法

자산가치법은 기업가치를 기업이 보유하는 자산의 합계액에서 부채의 합계액을 차감한 가액으로 파악하는 방법이다. 이 경우 개별 자산의 가액은 당해 기업의 장부가액, 공정한 시장가치 또는 장부가액과 공정한 시장가치 중 저가로 하는 방법 등이 있을 수 있다. 이 방법은 기업의 실체를 무시하고 기업이 단순히 자산의 집합체라고 생각하기 때문에 기업의 실제가치를 잘 반영하지 못하는 단점이 있으나 기업의 가치를 손쉽게 계산할 수 있다는 점에서 전통적으로 많이 사용되어져 왔다. 그러나 자산가치법은 단독으로 사용되기보다는 수익가치법과 같이 사용되는 경우가 많다. 현행 상속세·증여세법에서도 시가가 불분명한 경우 비상장주식의 평가를 자산가치와 수익가치의 평균액으로 하도록 규정하고 있다.

신승묘(1996)는 주가에 대한 설명변수로서 자기자본의 장부가치, 당기의 이익, 투자수익률의 증가율, 시장베타 등을 선정하여 분석한 결과 이익보다 자기자본의 장부가치가 가장 유의적인 설명변수라는 사실을 확인하였다.

### 2. 收益價值法

수익가치법 또는 수익자본화법은 기업의 미래수익력의 현재가치를 기업의 정당한 평가액으로 인식하는 방법이다. 즉 미래에 발생할 이익을 할인율로 나눈 가액을 기업의 평가액으로 하는 방법이다. 이 경우

미래의 수익력을 계산하기 위하여는 미래에 발생할 이익을 기간별로 예측할 수 있어야 하며 현재가치를 계산하기 위하여는 합리적인 할인율을 사용하여야 한다. 그러나 미래의 상황을 정확히 예측하고 실질 할인율을 파악하는 것이 어렵기 때문에 평가액의 산정에 있어서 가정 에 따라 오차가 크게 발생할 여지가 있다. 실무적으로는 미래의 이익을 예측하는 대신 현재의 이익 또는 최근 일정기간 동안의 이익의 가중평균액 등을 사용하는 경우가 많으며 현행 상속세·증여세법에서도 최근 3년간의 가중평균 순손익액을 기초로 계산하도록 규정하고 있다.

Leclair(1990)는 미국 국세청이 인정하는 비상장주식 평가방법 중 收益資本化法(the capitalization of earnings method), 修正帳簿價值法(the adjusted book value approach)의 타당성을 1,165개의 상장법인을 대상으로 검증하였다. 즉 두 방법에 의한 평가액과 당해 법인의 주가를 비교하여 그 차이를 분석하였다. 수익자본화법은 최근 2년간의 평균 순이익을 업종별 주가수익비율(price-earnings ratios)을 기초로 계산한 할인율로 나누어 기업의 가치를 계산한 것이며, 수정장부가치법은 유형자산의 가치와 무형자산의 가치의 합계로 계산되 유형자산의 가치는 유형자산의 장부가액으로 하고 무형자산의 가치는 무형자산으로 인하여 발생하는 이익을 무형자산에 대한 자본환원율(capitalization rate)로 나눈 가액으로 한다. 따라서 수익자본화법은 기본적으로 수익가치에 의하여 기업을 평가하는 방식이고 수정장부가치법은 자산가치를 중심으로 하여 기업을 평가하는 방식이라고 할 수 있다. Leclair의 연구 결과 수익자본화법이 수정장부가치법에 비하여 실제가치를 더 잘 반영하고 있다는 점을 확인하였다. 이는 미국에서 수익가치에 의한 평가가 자산가치에 의한 평가보다 우월하다는 것을 시사하고 있다.

이재경 외(1995)는 공모주식의 인수가액 결정기준이 규정하고 있는 자산가치와 수익가치, 상대가치를 사용하여 발행가액이 산정하는 방식이 갖는 가능한 문제점을 지적하고 상장 초기의 균형시장

가를 근거로 이러한 문제점들이 실제적으로 나타나는지를 조사하였다. 또한 주식시장에서 형성된 주가와 인수가액 결정기준이 규정한 자산가치·수익가치·상대가치와의 관계를 검토함으로써 발행회사와 주간사회사 투자자들간에 富의 효율적 배분을 유도할 수 있는 인수가액 결정기준의 개선방향을 제시하였다. 실증분석은 1986년부터 1993년까지 공개한 305개 회사를 대상으로 하였다. 자산가치는 장부상 순자산을 발행주식 총수로 나누어 계산하였으며, 수익가치는 주당 추정경상이익을 1년 만기 정기예금 이자율의 일정비율로 나누어 계산하였다. 실증분석 결과는 다음과 같이 요약할 수 있다.

- ① 기업특성을 고려하지 않는다면 수익가치가 균형시장가에 미치는 영향은 자산가치의 영향보다 크다. 정부의 발행가액 산정 기준의 변동에 관계없이 균형시장가에 반영된 수익가치의 비중은 최소한 자산가치가 갖는 비중의 2.5배 이상이다.
- ② 기업의 규모에 따라서 자산가치와 수익가치가 균형시장가에 미치는 영향이 다르다. 자기자본 규모가 150억원 이상인 대규모 기업의 경우에 자산가치가 균형시장가에 미치는 영향은 거의 없고, 수익가치만이 가격효과를 갖는 것으로 나타났다. 반대로 중소기업들에 있어서는 자산가치가 주가에 미치는 영향이 수익가치의 영향보다 크게 나타난다.
- ③ 설립 후 25년 이상 경과한 기업들에 있어서는 그 외의 기업들에 비하여 자산가치의 가격에 미치는 영향이 수익가치의 영향보다 더 높다.

### 3. 配當割引法

배당할인법(dividend discount model)은 주식의 현재가치를 미래에 지급될 배당금의 현재가치로 파악하는 방법이다. 주식의 가치는 그 주식을 소유함으로써 주주에게 실현될 것으로 기대되는 미래의 현금흐

름의 현재가치로 평가될 수 있다. 주식을 소유함으로써 기대할 수 있는 현금의 흐름 중 하나는 정기적으로 지급되는 배당금이며, 다른 하나는 해당주식을 매각하였을 경우 얻는 해당주식의 판매가치이다.

오늘날 기업의 특성이 주주의 유한적 생명과는 무관하게 계속기업(going concern)에 있음을 인식할 때 주식에 대한 투자로 무한한 기간 동안 배당금을 기대할 수 있으므로 주식의 가치는 기대되는 매년의 배당금을 그 자본비용으로 할인한 것으로 평가될 수 있다. 이를 산식으로 표시하면 다음과 같다.

$$P_t = \sum_{\tau=1}^{\infty} (1+r)^{-\tau} \cdot E_t[d_{t+\tau}] \dots\dots\dots \text{(식 2-1)}$$

여기에서,  $P_t$  :  $t$ 시점의 주식가치

$d_t$  :  $t$ 시점의 현금배당금

$r$  : 자기자본비용

그러나 미래의 모든 배당 또는 청산배당(liquidating dividend)을 예측하는 것은 매우 어려운 작업이며, 따라서 배당할인모형을 실제의 가치평가에 사용하는 것은 상당한 한계가 있다<sup>1)</sup>. 이러한 무한시계열자료 문제(infinite horizon)를 회피하기 위해 매우 제약적인 가정을 도입하여 제로성장모형(zero growth model) 혹은 영구성장모형(constant growth model)<sup>2)</sup>으로 단순화하는 시도가 있어 왔으나, 엄청난 평가오차 문제로 인해 가격산정 실무에서는 사용되기 힘든 상황이다.

1) 미래의 배당은 관측되지 않기 때문에 회계정보는 이를 예측하는 데 유용한 정보를 제공할 수 있다. Beaver(1989)에 의하면, 현재의 회계 이익은 미래의 회계이익 수준과 상관관계가 있을 것이고, 미래의 이익 수준은 미래의 배당을 결정하는 기초가 되어 회계정보는 미래배당을 파악할 수 있는 역할을 수행하게 된다.

2) 한 회사의 배당이 안정적인 성장추세(steady state)를 보인다고 가정하여 주당 배당액의 매년 성장률을  $g$ 라고 하면, 주식의 현재가치는 매년의 현금지급액( $d$ )을 할인율( $r$ )과 성장률( $g$ )의 차로 나눈 것과 같게 된다.

즉,  $P_0 = d_0 \frac{(1+g)}{r-g}$ 로 표시된다(단,  $g < r$ ).

#### 4. 株價收益比率法

주가수익비율법은 동종의 비교대상기업 또는 평가대상기업이 속한 산업의 평균 주가수익비율(주가/주당 순이익)을 구하고 여기에 평가대상기업의 주당 순이익을 곱하여 주식을 평가하는 방법이다.

$$V = PER_t \times EPS_t \dots\dots\dots (\text{식 } 2-2)$$

여기에서,  $V$  : 기업가치

$PER_t$  : 산업의 주가수익비율

$EPS_t$  :  $t$ 시점의 주당 순이익

주가수익비율법은 동종의 업종을 영위하는 기업이 다수 존재하거나 비교대상기업이 존재하는 경우에 널리 이용될 수 있으며, 미국의 경우 투자은행에 의해 최초 공모(initial public offering)되는 주식의 발행가격 결정, 인수대상 기업의 평가, 기업분할(spin-off), 기업구조 재편시의 평가 등에 널리 이용되고 있다.

그러나 주가수익비율법은 다음과 같은 몇 가지 문제점을 가지고 있다. 첫째, 기업간에 상이한 회계처리 방법이 주당 순이익에 영향을 미칠 수 있으며 둘째, 주당 순이익이 아주 작거나 陰數(-)인 경우에는 주가수익비율이 의미가 없게 되고 셋째, 이익의 발생이 안정적이지 않아서 주가수익비율이 기간별로 크게 변동하는 경우가 많아, 경기변동에 민감한 기업은 경기의 저점에서 주가수익비율이 가장 높고 정점에서 주가수익비율이 가장 낮게 나타날 수도 있다.

#### 5. 現金흐름割引法

배당할인모형의 대안으로서 현금흐름할인모형(discounted cash flow model)이 종래 학계에서 흔히 제시된 바 있다. 현금할인모형

은 다음의 산식과 같이 현금흐름방정식(cash conversion equation)을 이용하여 배당할인모형을 재구성한 것이다. 여기에서 현금흐름은 처분가능 현금흐름(free cash flow)으로 정의된다.

$$C_t + B_t = I_t + D_t \dots\dots\dots (식 2-3)$$

여기에서,  $C_t$  :  $t$ 기의 현금흐름

$B_t$  :  $t$ 기의 부채

$I_t$  :  $t$ 기의 투자액

$D_t$  :  $t$ 기의 배당금

(식 2-3)에서 미래 부채조달액의 순현재가치(net present value)가 쉼이라는 가정을 도입하여 배당할인모형을 재구성하면 다음과 같다.

$$P_t = \sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{E(C_{t+\tau} - I_{t+\tau})}{(1+k)^{t+\tau}} \dots\dots\dots (식 2-4)$$

여기에서,  $k$  : 가중평균 자본비용(weighted average cost of capital)

그러나 현금흐름할인법 또한 배당할인법과 마찬가지로 미래의 모든 기간에 대한 현금흐름 또는 청산가치(terminal value)를 예측해야 하는 무한시계열자료(infinite horizon) 문제가 있어 엄청난 평가오차의 문제를 피할 수 없다. 다만, 현금흐름할인법이 불확실한 현금흐름 예측에 의지하기는 하지만, 실제적으로 어떤 상황에서건 적용 가능하다는 장점을 가지고 있다. 평가대상기업은 상장거래되지 않아도 되며, 쉽게 판단할 수 있는 비교대상기업이 없어도 된다. 단지 미래 현금흐름의 추정치를 이용할 수 있으며, 할인율에 대한 합리적인 추정치를 도출할 수 있으면 된다. 이는 현금흐름 할인법의 장점이자 동시에 문제점이기도 하다.

## 6. 會計數値에 의한 價格決定模型(EBO模型)

Edwards and Bell(1961), Peasnell(1981) 등은 배당할인모형을 회계수치에 의한 가치평가모형으로 발전시킨 바 있으며, Ohlson(1995), Feltham and Ohlson(1995) 등은 이러한 가치평가모형의 이론적 성격을 규명한 바 있다.

Ohlson은 신고전주의 주가결정모형(neo-classical models of securities model)에다 순잉여금원리(clean surplus relation)를 도입함으로써 기업의 시장가치는 기업의 장부가치와 미래기대 초과이익(abnormal earning)의 현재가치에 의해 결정된다고 보고 있다. 논의의 기본적인 사고는 기업의 장부가치와 시장가치가 다른 것은 기업마다 초과이익이 존재하기 때문이라는 데 있다고 해석된다. 이때의 초과이익의 평균은 장기에 걸쳐 뿔에 수렴함으로써 기업의 장부가치가 시장가치의 불편추정치라는 개념이다. 이와 같은 Ohlson의 분석에서 기본이 되는 가정은 다음과 같다(Ohlson 1995, pp. 663~665).

- ① 기업의 시장가치는 기대배당현금흐름의 현재가치와 같다. 이는 곧 신고전주의의 주가결정모형을 의미한다.
- ② 배당과 회계수치는 순잉여금원리를 갖는다. 즉, 장부가치의 변동분은 이익에서 배당을 차감한 부분과 같다.
- ③ ②에서 당기의 배당은 당기의 이익에 영향을 주지 않는 반면, 당기의 장부가치를 감소시킨다.
- ④ 초과이익은 전기의 초과이익과 비회계정보(scalar variable)의 선형관계로 설명되는 시계열 확률변수의 특성(stochastic time-series behavior)을 갖는다.

이상의 논의를 정리하면 다음의 산식으로 표시할 수 있다.

$$X_t^a \equiv X_t - r \cdot BV_{t-1} \dots\dots\dots (\text{식 2-5})$$

- 여기에서,  $X_t^a$  : 초과이익(abnormal earnings)  
 $BV_t$  :  $t$ 시점의 자기자본의 장부가치  
 $X_t$  : 기간( $t-1, t$ )에 대한 회계이익  
 $r$  : 자기자본비용

두 시점간 자기자본의 장부가치의 변동은 손익계산서상 보고이익과 배당에 의해 영향을 받게 되는 것으로 가정<sup>3)</sup>하면 순잉여금원리(CSR)는 다음과 같이 표시할 수 있다.

$$BV_t = BV_{t-1} + X_t - d_t \quad \dots\dots\dots (식 2-6)$$

이러한 순잉여금원리를 적용하면 (식 2-1)의 배당할인모형을 회계수치에 의한 가치평가모형으로 유도할 수 있다. 즉 초과이익의 정의를 순잉여금원리와 결합하면 배당은 다음과 같이 된다.

$$d_t = X_t^a - BV_t + (1+r) \cdot BV_{t-1} \quad \dots\dots\dots (식 2-7)$$

(식 2-7)를 (식 2-1)의 배당할인모형과 결합한 후 정리하면,  $t$ 시점의 주식가치(자기자본의 시장가치)는 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$P_t = BV_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} (1+r)^{-\tau} \cdot E_t[X_{t+\tau}^a]$$

$$= BV_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{E_t[X_{t+\tau} - rBV_{t+\tau-1}]}{(1+r)^\tau} \quad \dots\dots\dots (식 2-8)$$

(식 2-8)의 평가모형은 회계변수에 의해 표현되어 있으며, 배당할인모형에서 이를 유도하는 데는 순잉여금원리의 가정 이외에는 어떠한 가정도 사용되지 않고 있다. (식 2-8)의 평가모형에 의하면  $t$ 시점의

---

3) 현행 기업회계기준에서 순잉여금원리가 충족되지 않는 경우는 투자유가증권 평가손익과 외화환산차(대) 등이 있다.

시장가치는  $t$ 시점의 장부가치와 미래 초과이익의 현재가치의 합으로 결정된다. 미래 초과이익의 현재가치는 흔히 영업권(goodwill)으로 불리고 있는바, 이는 대차대조표에 계상되지 않는 영업권이다.

위에서 살펴본 바와 같이 회계수치에 의한 가격결정모형(이하에서 EBO모형이라고 한다)에서 기업가치는 장부가치와 미래 초과이익의 현가의 합으로 표현된다.

$$\begin{aligned} \text{기업가치} &= \text{투하자본} + \text{프리미엄(기대현가)} \\ &= \text{투하자본} + \text{기대 초과이익의 현가} \\ &= \text{장부가치} + \text{기록되지 않은 영업권} \end{aligned}$$

EBO모형에서, 장부가치(순자산)는 실제가치(주식가치)의 평가에 있어서 매우 중요한 역할을 하는 것을 알 수 있다. 장부가치는 관측가능한 회계변수이므로 측정에 어려움이 없으며, 또한 실제가치의 추정에 큰 비중을 갖고 있다. 이러한 점에서 EBO모형은 특히 실제의 가치평가과정에서 가격결정 관련변수가 기대치로만 구성된 배당할인모형에 비해 큰 장점을 가지고 있다.

Bernard(1995)는 4년 동안의 예측자료를 이용하여 회계수치에 의한 가격결정모형과 배당할인모형을 비교하였는데, 회계수치에 의한 가격결정모형의  $R^2$ 가 0.68로 배당할인모형의  $R^2$  0.29보다 훨씬 높은 수준을 보여 EBO모형이 단기간의 유한시계열자료(미래 3년~5년)로도 기업가치에 대한 설명력이 배당할인모형에 비해 상대적으로 우월함을 입증하였다.

정혜영(1995)은 EBO모형을 발전시켜 기업가치를 대차대조표상의 장부가치, 미래현금흐름, 미래성장률, 할인율 등 주로 회계수치의 함수로 표시되는 모형을 제시하고, 이를 한국증권시장의 자료를 사용하여 실증분석하였다. EBO모형을 기초로 주가를 설명할 수 있는 가능한 회계정보를 찾아본 결과 그간의 가격결정모형에서 이익에 비하여 상대적으로 간과되어 왔던 장부가치가 주가평가에 있어

서 매우 중요한 역할을 한다는 것을 보였다. 즉, 독립변수의 집합에서 종합주가지수와 미래베타를 제외한 순수 회계변수들만을 독립변수에 포함시켜 추정한 회귀분석 결과의 설명력은 27.0%(조정된  $R^2 = 0.2702$ )였다. 이는 주당 장부가치만을 독립변수에 포함시켰을 경우의 설명력 18.7%에 비하여 불과 8.3% 포인트 높은 수준이다.

최원곤(1997)은 EBO모형을 이용하여 비상장기업의 신규 공모시 적정한 발행가격을 산출하고자 하였다. 실증분석의 결과에 의하면, 우리나라 증권시장에서의 신규 공모주식의 실제 발행가격은 주식가격(상장 후 7거래일 증가)에 비하여 40% 저평가되어 발행되는 것으로 나타났다. 또한 발행가격 산정의 기준이 되는 자산가치, 수익가치를 각각 독립적으로 적용한 경우에도 주식가격에 비해 상당히 저평가되는 것으로 나타났다. 그러나 EBO모형을 이용하여 신규 공모주식의 가치를 추정하면, 주식가격에 대한 오차가 상당히 낮은 것으로 나타나 기존의 공개주식 평가 기준의 재검토가 필요하다는 것을 제안하였다.

EBO모형은 회계수치의 측정과 예측이 중요한 문제로 남아 있기는 하지만, 회계수치(현재 장부가치와 미래이익)를 배당과 이익의 상관관계에 대한 가정 없이 직접적으로 기업가치와 연계시킬 수 있다는 점에서 그 활용 가능성이 크다고 하겠다.

## 7. 經濟的 附加價值模型

앞에서 설명한 회계수치에 의한 가격결정모형을 바탕으로 요즈음 실무에서 각광을 받고 있는 경제적 부가가치모형(Economic Value Added : EVA)은 1980년대 후반 미국의 Stern Stewart사에 의해 개발되었다. 우선 재무관리 분야에서 사용되는 세후 영업이익(net operating profit less adjusted taxes: NOPLAT)은 세후 경상이익에다 세후 이자비용 [지금이자 $\times(1-\text{법인세율})$ ]을 더한 것이 된다.

NOPLAT = 세후 경상이익 + 세후 이자비용

이 세후 영업이익(NOPLAT)에서 자본비용(기회비용)을 공제한 금액이 잔여이익(residual income) 또는 초과이익(excess earnings : EE)이다.

$$EE = NOPLAT - (WACC \times Capital) \dots\dots\dots (\text{식 } 2-9)$$

여기에서, WACC : 가중평균 자본비용

Capital : 영업활동에 소요된 총자산

가중평균 자본비용(WACC)은 자기자본비용과 타인자본비용의 가중평균값이며, 타인자본비용은 기업의 금융비용으로 용이하게 산출할 수 있는 반면, 자기자본비용은 기회비용의 개념에서 투자자의 기대수익률을 이용하여 구하는 것으로 실제로 소요되는 비용이 아니어서 재무제표상에 나타나지 않아 계산하기 어렵다.

이는 타인자본의 경우 자본 제공자들이 확정이자부채권을 보유함으로써 만기에 실현되는 수익률과 자본 제공시의 기대수익률이 일치하나, 자기자본 제공자들의 실제수익률은 기업의 순이익과 주가의 변동에 따라 당초의 기대수익률과 큰 차이를 나타낼 가능성이 높으므로 이와 같은 기대수익률과 실제수익률간의 격차 가능성에 대한 리스크 프리미엄이 추가되기 때문이다.

경제적 부가가치모형은 효율적인 시장하에서 이용되는 방법이다. 그러나 우리나라의 경우 베타계수의 안정성 여부에 대한 검증이 이루어지지 않았고 시장리스크 프리미엄의 측정결과도 유의적이지 못하여 CAPM의 적용 자체에 대한 의문이 제기되고 있다. 또한 금리의 시장기능이 약하여 무위험 이자율 선정 등에도 어려움이 있다. 따라서 우리나라 현실에 맞는 자기자본 지표의 개발이 필요하다(증권거래소 1997, p. 22).

(식 2-9)에서 Capital이 자본이 아니라 총자산인 이유는, 앞에서 언급한 NOPLAT에 이자비용이 더해졌기 때문이다. 양(+ )의 EE는 주주에게 富가 증가되는 경우이고, 음(-)의 EE는 주주의 富가 감소되는 경우이다. EVA는 EE와 같은 개념인데 경영컨설팅회사인 Stern Stewart사가 營業成果의 측정을 위한 기법으로서 일부 회계방법이 적절치 않다고 보고 NOPLAT와 Capital을 조정하여 구한 변형된 EE로서 다음과 같이 표시할 수 있다.

$$EVA = NOPLAT + \Delta NOP - WACC \times (Capital + \Delta CAP)$$

..... (식 2-10)

여기에서,  $\Delta NOP$  : NOPLAT 조정항목  
 $\Delta CAP$  : Capital 조정항목

이러한 관계를 정리해 보면 <表 2-1>과 같다.

<表 2-1> 經濟的 附加價値의 計算構造

營業活動에서 발생한 현금흐름 + 발생주의 조정항목 <hr style="border: 0.5px solid black;"/> = 세후 영업이익 - 자본비용 <hr style="border: 0.5px solid black;"/> = 초과이익 + 세후 영업이익 조정항목 <hr style="border: 0.5px solid black;"/> = 경제적 부가가치(EVA) <hr style="border: 1px solid black;"/>
---

營業活動에서 얻어진 현금흐름(operating cash flow)에 발생주의 조정항목(accrual)을 더하면 영업이익이 되는데, 여기에 이자비용을 가산하고 법인세를 차감하면 이자지급에 따른 법인세 절감효과가 조정된 후 세후 영업이익(NOPLAT)이 된다. Stern Stewart사에서는 EVA를 계산하기 위해 조정된 세후 영업이익에 자본비용을

차감하여 계산된 잔존이익에 몇 가지 항목을 조정하는데, 그 이유는 기존 회계기준이 정상적인 영업활동의 이익력을 제대로 평가하지 못하고 있다는 이유에서이다.

이 경우 사업자본(투하자본)과 세후 영업이익을 산출하기 위한 조정항목은 <表 2-2>에서와 같이 정리된다(강효석 등 1997, p. 199).

<表 2-2> 事業資本과 稅後 營業利益을 算出하기 위한 調整項目

사업자산	세후 영업이익
= 투하자본 - 금융자산	= 세후 당기순이익 + 감가상각비
= 주주자본 + 이자부담부채	+ 이연상각비 - 세후 금융수익
+ 자산으로 인식되지 않는	+ 세후 금융비용 + 주주자본
리스채무	등가물 증가분
+ 주주자본 등가물 + 우선주	+ 우선주 배당금
+ 소수주주 지분 - 금융자산	+ 소수주주 지분손익

그러면 이러한 세후 영업이익이 추후에 동일하게 지속된다는 가정하에 기업가치(V)는 다음과 같이 구해진다.

$$V = IC + \frac{NOPLAT - k \times IC}{k} = IC + \frac{EVA}{k} \dots (\text{식 2-11})$$

여기에서, IC : 투하자본(invested capital)

k : 가중평균 자본비용

경제적 부가가치모형을 통한 기업가치 평가는 여러 가지 경우에 적용할 수 있지만, 무엇보다도 다각화기업의 가치평가에 적용시켜서 각 사업단위별로 가치를 평가하고, 이를 종합하여 해당기업의 핵심사업과 한계사업을 구분짓는 데 유용하게 활용되고 있다(강효석 등 1997, pp. 177~208).

### III. 現行 稅法上 株式評價制度

#### 1. 現行 稅法上 株式評價制度

현행 세법상 주식의 평가에 관한 규정은 개별 세법별 또는 평가 목적별로 동일하게 규정하고 있지 아니하다. 우선 법인세법, 소득세법과 상속세 및 증여세법에서 주식평가에 관하여 서로 다르게 규정하고 있으며 상속 및 증여재산의 평가, 합병시의 평가, 양도차익계산시의 주식평가에 적용되는 평가방법이 각각 다르게 규정되어 있다.

##### 가. 相續稅 및 贈與稅法上 株式評價

상속세 및 증여세법상 재산평가의 일반기준은 時價이다. 시가라 함은 불특정 다수인 간에 자유로이 거래가 되는 경우에 통상 성립된다고 인정되는 가액을 말한다(相續稅 및 贈與稅法 제60조 제2항). 따라서 상장법인 또는 장외등록법인의 주식은 증권시장에서 거래가 이루어지므로 이를 기초로 時價를 산정할 수 있으나 장외등록법인이 아닌 비상장법인의 주식은 시가로 인정할 정도의 매매실례가 없어서 시가를 산정하기가 어려운 경우, 상속세 및 증여세법상 규정한 방법에 따라 계산하도록 하고 있다(相贈稅 및 贈與稅法 제60조 제3항).

##### 1) 上場法人의 株式

한국증권거래소에서 거래되는 주식의 時價는 평가기준일 전 3월간에

공표된 매일의 한국증권거래소 최종 시세가액(거래실적의 유무를 불문한다)의 평균액으로 한다. 다만, 평균액 계산에 있어서 3월의 기간중에 증자·합병 등의 사유가 발생하여 당해 평균액에 의하는 것이 부적당한 경우에는 증자·합병 등이 있는 날의 다음 날부터 평가기준일까지의 기간의 평균액에 의한다(相續稅 및 贈與稅法 제63조 제1항 1의 가).

### 2) 代用證券 指定實績 있는 場外登錄法人의 株式

평가기준일이 속하는 월과 그 직전월 중 증권거래법에 의한 대용증권으로 1회 이상 지정된 사실이 있는 장외등록법인의 주식의 시가는 평가기준일 전 3월간에 공표된 매일의 증권업협회 기준가격(거래실적의 유무를 불문한다)의 평균액으로 한다(相續稅 및 贈與稅法 제63조 제1항 1의 나).

### 3) 非上場法人의 株式

비상장법인(대용증권 지정실적 있는 장외등록법인 제외)의 주식은 평가기준일 전후에 時價로 볼 수 있는 매매실례가 있는 경우에는 그 거래가격을 시가로 보아 평가할 수 있지만 그렇지 아니한 경우에는 상속세 및 증여세법에서 정한 보충적 평가방법에 의하여 평가하도록 규정하고 있으며 그 구체적인 내용은 다음과 같이 요약할 수 있다(相續稅 및 贈與稅法 제63조 제1항 1의 다, 同法 施行令 제54조, 同法 施行規則 제17조).

$$\begin{aligned} \text{1주당 가액} &= (\text{순자산가치} + \text{수익가치}) \div 2 \\ &= \left( \frac{\text{순자산가액}}{\text{발행주식 총수}} + \frac{\text{가중평균 주당 순손익}}{15\%} \right) \div 2 \end{aligned}$$

위의 산식에서 보는 바와 같이 시가가 불분명한 경우 비상장주식의 평가는 순자산가치와 수익가치의 평균액으로 한다. 이들 계산요소를 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

가) 純資產價額

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

- ① 부동산의 경우 토지는 개별공시지가, 건물은 지방세법상의 시가표준액, 상업용·특수용도건물 및 부수토지는 국세청장이 산정·고시한 가액이 있는 경우 그 가액으로 평가한다.
- ② 선박·항공기·차량·건설기계 및 임목은 지방세법상의 시가표준액으로 평가한다.
- ③ 상품·제품 등의 재고자산 및 동산 기타 유형재산은 그것을 처분할 때에 취득할 수 있다고 예상되는 가액으로 평가한다.
- ④ 서화·골동품은 2인 이상의 전문가가 감정한 가액의 평균액
- ⑤ 유가증권 중 비상장주식은 순자산가치와 수익가치의 평균으로 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.
- ⑥ 매입한 무체재산권은 매입가액에서 매입한 날부터 평가기준일까지의 법인세법상의 감가상각비를 차감한 금액으로 평가한다.
- ⑦ 영업권은 별도로 평가하여 순자산가액에 포함하여야 하며 다음의 산식에 의하여 평가한다.

$$\text{영업권} = (\text{가중평균 주당 순이익} \times 50\% - \text{자기자본} \times 1\text{년 만기 정기예금 이자율을 감안하여 총리령이 정하는 율}) \times \text{영업권 지속연수}(5\text{년 원칙})$$

## 나) 加重平均 株當 純損益

수익가치 및 영업권 평가에 있어서 가중평균 주당 순손익은 다음 중 하나에 해당하는 가액으로 하되 그 가액이 '0' 이하인 경우에는 '0'으로 한다.

## ① 다음의 산식에 의하여 계산한 금액

가중평균 주당 순손익 = (상속개시 전 1년이 되는 사업연도의 1주당 순손익액 × 3 + 상속개시 전 2년이 되는 사업연도의 1주당 순손익액 × 2 + 상속개시 전 3년이 되는 사업연도의 1주당 순손익액 × 1) × 1/6

위의 산식에서 순손익액은 법인세법상의 각 사업연도 소득에 익금불산입되는 조세과오납금의 환급금 이자, 기관투자자의 배당소득, 토지초과이득세 및 취득세 중과분의 환급액을 가산하고 법인세, 농어촌특별세, 소득할 주민세 등 납부세액과 손금에 산입되지 아니한 벌금 등, 비지정 공과금, 업무무관 경비, 토지초과이득세 및 취득세 중과분, 기부접대비·지급이자·광고선전비를 차감한 금액으로 한다.

## ② 총리령이 정하는 신용평가 전문기관이 증권거래법에 의하여 증권관리위원회가 정하는 기준에 따라 산출한 1주당 추정 이익

## 다) 發行株式 總數

순자산가치를 산정함에 있어서 분모가 되는 발행주식 총수는 평가기준일 현재의 상황에 의한다. 그러나 가중평균 주당 순손익을 계산함에 있어서 발행주식 총수는 각 사업연도 종료일 현재의 발행주식 총수에 의한다.

## 라) 純資産價値로만 評價하는 株式

다음에 해당하는 주식의 경우에는 수익가치를 고려하지 아니하고 순자산가치에 의하여 평가한다.

- ① 사업개시 전의 법인, 사업개시 후 3년 미만의 법인과 1년 이상 계속하여 휴업중인 법인, 폐업 또는 청산중에 있는 법인의 주식
- ② 평가기준일이 속하는 사업연도 전 3년 내의 사업연도부터 계속하여 결손금이 있는 법인의 주식
- ③ 당해 법인의 자산총액 중 부동산 및 부동산에 관한 권리의 가액의 합계액이 차지하는 비율이 100분의 50 이상인 법인의 주식

#### 4) 企業公開·場外去來·上場 準備中인 株式

기업공개, 장외거래 또는 상장을 준비하기 위한 주식에 대한 평가는 다음과 같이 한다(相續稅 및 贈與稅法 제63조 제2항, 同法 施行令 제57조, 同法 施行規則 제18조).

- ① 기업공개를 목적으로 증권관리위원회에 유가증권신고서를 한 비상장법인의 주식은 앞서 언급한 비상장법인의 주식평가방법 '2' 및 '3'에 의한 평가액과 증권관리위원회가 정하는 유가증권 분석가액의 결정방법을 준용하여 평가한 가액 중 큰 금액으로 평가한다.
- ② 장외거래를 목적으로 증권관리위원회 또는 증권업협회에 유가증권신고 등을 한 비상장법인의 주식은 앞서 언급한 비상장법인의 주식평가방법 '3'에 의한 평가액과 증권관리위원회가 정하는 유가증권 분석가액의 결정방법을 준용하여 평가한 가액 또는 입찰가격을 가중평균한 매매기준가격 중 큰 금액으로 평가한다.
- ③ 상장법인의 주식 중 당해 법인의 증자로 인하여 취득한 새로운 주식으로서 평가기준일 현재 상장되지 아니한 주식은 상장되어 있는 구주식의 평가액에서 배당차액을 차감한 가액으로 평가한다.

## 5) 最大株主가 保有하는 株式

최대주주 및 그와 특수관계에 있는 주주의 주식에 대하여는 앞서 언급한 주식평가방법 '1'~'4'에 의하여 평가한 가액에 그 가액의 100분의 10을 가산하여 평가한다(相續稅 및 贈與稅法 제63조 제3항).

## 나. 所得稅法上 株式評價

사업소득·부동산소득·산림소득을 계산함에 있어서 자산의 평가차손은 재고자산 등 시행령에서 정하는 자산을 제외하고는 필요경비로 인정하지 아니한다(所得稅法 施行令 제33조 제1항의 (7)). 따라서 보유주식의 평가차손은 필요경비에 산입하지 아니하며, 특히 매매 또는 단기투자 목적으로 매입한 주식의 평가는 총평균법 또는 이동평균법을 적용한 원가법으로 한다(所得稅法 施行令 제93조). 그러나 다음과 같은 경우에는 별도의 평가가 필요하며 정상가액, 시가, 액면가액, 기준시가 등의 평가기준을 사용한다.

## 1) 時 價

소득세법상 다음과 같은 경우에는 주식에 대하여 원가법을 적용하지 아니하고 시가로 평가하도록 하고 있다.

- ① 법인이 기부금 또는 접대비를 주식으로 제공한 경우 당해 주식의 가액과 기부금액은 이를 제공한 때의 시가에 의한다(所得稅法 施行令 제81조 제3항). 다만, 법정기부금<sup>4)</sup>에 해당하는 경우에는 당해 주식의 장부가액을 기부금액으로 한다(所得稅法 施行令 제81조 제3항의 但).
- ② 특수관계 있는 자와의 거래에 있어서 주식을 시가를 초과하

4) 사업연도 소득금액에서 이월결손금을 차감한 잔액의 한도 내에서 손금에 산입되는 기부금으로 국가 또는 지방자치단체에 대한 기부금, 국방헌금과 홀병금, 이재민 구호금품 등이 이에 속한다.

여 매입하거나 시가에 미달하게 양도한 때에는 당해 주식의 거래가액을 시가로 하여 소득금액을 계산한다(所得稅法 제 41조, 제101조 제1항, 同法 施行令 제98조 제2항, 제167조 제4항).

時價의 일반개념을 상속세 및 증여세법에서와 같이 불특정 다수인 간에 자유로이 거래가 되는 경우에 통상 성립된다고 인정되는 가액으로 볼 때 주식평가에 있어서 시가라 함은 증권거래소에 상장된 주식의 경우에는 당해 증권거래소에서 거래되는 가액을 시가로 볼 수 있을 것이다. 그러나 비상장주식의 경우 매매실례가 없어서 시가가 불분명한 경우에는 기준시가에 의하도록 규정하고 있다(所得稅法 施行令 제167조 제5항).

## 2) 正常價額

소득세법상 주식평가에 있어서 정상가액의 개념은 다음과 같은 두 가지 경우에 사용되고 있는데 두 가지의 의미가 서로 일치되지 아니하는 것으로 해석된다.

첫째, 특수관계가 없는 자에게 정당한 사유 없이 주식을 정상가격보다 낮은 가격으로 양도하거나 정상가격보다 높은 가액으로 매입함으로써 그 차액 중 실질적으로 증여한 것으로 인정되는 금액은 기부금으로 의제하고 당해 주식의 취득가액은 정상가액으로 계산한다(所得稅法 施行令 제79조 제1항의 (2)). 이 경우 정상가액이라 함은 時價에 시가의 100분의 30을 가산하거나 100분의 30을 감한 범위 내의 가액으로 하기 때문에 양도하는 경우에는 시가의 100분의 70 이상을 말하며 매입하는 경우에는 시가의 100분의 130 이하를 말한다.

둘째, 사업소득·부동산소득·산림소득의 총수입금액을 계산함에 있어서 수입대가를 주식으로 받는 경우 그 수입금액은 당해 주식을 인도받은 때의 정상가액에 의한다(所得稅法 施行令 제51조 제5항

의 (2)). 또한 주식을 매입한 경우 취득가액은 실제매입가액에 취득 부대비용을 가산한 가액으로 하지만 주식을 타인으로부터 매입하지 아니하고 교환·수증·현물출자·대물변제 등으로 인하여 취득하는 경우에는 평가가 필요하다. 이 경우 취득가액은 당해 주식을 취득할 당시의 정상가액으로 하도록 규정하고 있다(所得稅法 施行令 제89조 제1항의 (3)). 여기서 정상가액이라 함은 세법상 별도로 정의하고 있지는 아니하지만 시가를 지칭하는 것으로 해석된다(大法81누 11, 1982.6.22).

### 3) 額面價額

소득세법상 주식평가를 당해 주식의 액면가액으로 하도록 규정하고 있는 경우는 다음과 같다.

- ① 보유주식의 발행법인이 합병됨에 따라 합병대가로 받는 자산가액이 당해 주식의 취득가액을 초과하는 금액은 의제배당으로 익금에 산입하는데, 이 경우 합병대가로 합병법인의 주식을 교부받는 때 그 교부받는 주식의 가액은 액면가액으로 한다(所得稅法 제17조 제2항의 (4)).
- ② 보유주식의 발행법인이 잉여금을 자본에 전입함에 따라 취득하는 무상주식은 의제배당으로 익금에 산입하는데, 이 경우 당해 무상주식의 가액은 액면가액으로 한다(所得稅法 제17조 제2항의 (2)).
- ③ 법인으로부터 이익배당으로 받은 주식은 그 액면가액을 배당소득의 총수입금액으로 한다(所得稅法 施行令 제51조 제5항의 (3)).

### 4) 基準時價

주식에 대한 양도소득세의 계산에 있어서 양도가액 및 취득가액은 실질거래가액으로 하는 것이 원칙이나 실질거래가액을 확인할 수 없는 경우에는 기준시가에 의한다(所得稅法 제96조, 제97조 제1

항). 주식의 기준시가는 상속세 및 증여세법상 주식평가방법에 의한 평가액과 유사하나 꼭 일치하지 아니한다. 소득세법상 주식의 기준시가는 다음과 같다(同法 施行令 제165조, 同法 施行規則 제81조)

가) 代用證券으로 指定된 實績이 있는 場外登錄法人의 株式

평가기준일이 속하는 월과 그 직전월 중 증권거래법에 의한 대용증권으로 1회 이상 지정된 사실이 있는 장외등록법인의 주식의 기준시가는 평가기준일 전 1월간에 공표된 매일의 증권업협회 기준가격(거래실적의 유무를 불문한다)의 평균액으로 한다. 여기서 평가기준일 전 1월간의 평균액을 기준시가로 하는 것은 상속세 및 증여세법상 평가기준일 전 3월간의 평균액으로 하는 것과 다르다.

나) 非上場法人의 株式

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

1주당 가액

$$= (\text{순자산가치} + \text{수익가치}) \div 2 = \left( \frac{\text{순자산가액}}{\text{발행주식 총수}} + \frac{\text{주당 순손익}}{15\%} \right) \div 2$$

위의 산식에서 보는 바와 같이 상속세 및 증여세법상 시가가 불분명한 경우의 평가규정을 준용하여 비상장주식을 순자산가치와 수익가치의 평균액으로 평가한다. 그러나 다음과 같은 점에서 상속세 및 증여세법상의 평가규정과 다르다.

- ① 순자산가액은 평가기준일이 속하는 사업연도의 직전 사업연도 종료일 현재 당해 법인의 장부가액(토지는 기준시가)에 의한 다. 따라서 상속세 및 증여세법에서 순자산가액을 평가기준일

현재의 상황에 의하여 산정하고, 자산과 부채를 상속세 및 증여세법의 평가방법에 따라 평가하여 순자산가액을 계산하는 것과 다르다. 예를 들어 재고자산 등은 상속세 및 증여세법에서 처분가능한 시가로 평가하여야 하나 소득세법에서는 장부가액으로 하며, 영업권도 매입한 것이 아니라면 소득세법에서는 장부가액이 '0'이므로 평가액도 '0'이지만 상속세 및 증여세법에서는 별도로 평가하여 자산에 포함하여야 한다.

- ② 주당 순손익은 평가기준일이 속하는 사업연도의 직전 사업연도의 순손익액에 의하여 평가한 가액에 의한다. 이는 상속세 및 증여세법에서 3년간의 가중평균 순손익액을 기초로 평가하는 것과 다르다.

#### 다) 其他資産에 해당하는 株式

소득세법상 기타자산(所得稅法 施行令 제158조 제1항)에 해당하는 주식은 앞서 언급한 방법을 준용하여 평가하되, 당해 주식이 상장법인의 주식이라면 평가기준일 전 1월간에 공표된 매일의 한국증권거래소 최종시세가액(거래실적의 유무를 불문한다)의 평균액으로 한다. 또한 특정시설물 이용권부주식(所得稅法 施行令 제158조 제1항의 (4))은 국세청장이 평가하여 고시한 가액으로 한다.

#### 다. 法人稅法上 株式評價

사업연도 소득에 대한 법인세액을 계산함에 있어서 주식평가는 보유기간중의 가격변동으로 인한 손익의 귀속시기를 정한다는 데 그 의미가 있다. 주식평가에 있어서 시가법을 적용하는 경우에는 보유손익을 가격변동이 발생할 때 익금 또는 손금에 산입하는 것이며, 원가법을 적용하는 경우에는 당해 주식을 처분할 때 보유손익을 익금 또는 손금에 산입한다.

법인세법상 보유주식에 대하여는 소득세법에서와 마찬가지로 평

가하지 아니하는 것을 원칙으로 하고 있다. 즉 원가법<sup>5)</sup>을 적용하여 당해 주식을 취득원가로 계상하고 평가손익을 손금 또는 익금에 산입하지 아니한다(法人稅法 施行令 제37-3조 제6항). 따라서 당해 주식의 보유기간중에 발생한 차손익은 당해 주식이 실제로 타인에게 양도되는 때 계상되어 익금 또는 손금에 산입된다.

법인세법에서는 주식에 대하여 평가하지 아니하는 것이 원칙이지만 예외적으로 시가, 정상이액, 액면가액 또는 기준시가 등으로 평가하도록 하는 경우가 있다.

### 1) 時 價

법인세법상 다음과 같은 경우에는 주식에 대하여 원가법을 적용하지 아니하고 시가로 평가하도록 하고 있다.

- ① 특수관계 있는 개인으로부터 주식을 시가에 미달하는 가액으로 매입하는 경우 당해 매입가액과 시가와의 차액을 익금에 산입하고 당해 주식을 시가로 평가한다(法人稅法 施行令 제12조 제1항의 (10)).
- ② 중소기업창업지원법에 의한 중소기업창업투자회사 또는 신기술사업금융지원에 관한 법률에 의한 신기술사업금융회사가 보유하는 중소기업창업지원법에 의한 창업자 또는 금융지원에 관한 법률에 의한 신기술사업자가 발행한 주식에 대한 평가에 있어서는 당해 창업자 등에게 부도가 발생한 경우에 한하여 그 보유주식 총액을 시가로 평가하여 장부가액을 감액할 수 있다(法人稅法 施行令 제37-3조 제9항).
- ③ 법인이 기부금 또는 접대비를 주식으로 제공한 경우 당해 주식의 가액과 기부금액은 소득세법에서와 마찬가지로 이를 제공한 때의 시가에 의한다(法人稅法 施行令 제41조 제1항). 따라서 기부 또는 접대로 인하여 장부가액과 시가와의 차이가

---

5) 총평균법 또는 이동평균법에 의하여 계산한다.

손금 또는 익금에 산입된다.

- ④ 법인이 특수관계 있는 자와의 거래에 있어서 주식을 시가를 초과하여 매입하거나 시가에 미달하게 양도한 때에는 소득세법에서와 마찬가지로 당해 주식의 거래가액을 시가로 하여 손금 또는 익금을 계산한다(法人稅法 제20조, 同法 施行令 제46조).
- ⑤ 해산에 의한 청산소득금액은 잔여재산가액에서 해산일 현재의 자기자본총액을 공제하여 계산하고 잔여재산가액은 자산총액에서 부채총액을 공제하여 계산하는데, 자산가액의 계산에 있어서 보유주식을 환가처분 전에 분배한 경우에는 그 분배한 날 현재의 시가에 의하여 평가한 가액으로 한다(法人稅法 제43조, 同法 施行令 제116조 제2항).

시가의 일반적 개념은 상속세 및 증여세법 또는 소득세법에서와 같다고 할 수 있다. 그러나 법인세법에서는 비상장주식의 경우 소득세법에서 기준시가에 의하도록 하는 것과는 달리 상속세 및 증여세법 제63조의 규정을 준용하여 평가한 가액으로 하도록 하고 있다(法人稅法 施行規則 제16-2조).

## 2) 正常價額

법인세법상 주식평가에 있어서 정상가액의 개념은 소득세법에서와 같이 두 가지 경우에 사용되고 있는데 두 가지의 의미가 서로 일치되지 아니하는 것으로 해석된다.

첫째, 법인이 특수관계가 없는 자에게 정당한 사유없이 주식을 정상가격보다 낮은 가격으로 양도하거나 정상가격보다 높은 가액으로 매입함으로써 그 차액 중 실질적으로 증여한 것으로 인정되는 금액은 소득세법에서와 마찬가지로 기부금으로 의제하고 당해 주식의 취득가액은 정상가액으로 계상한다(法人稅法 施行令 제40조 제1항). 이 경우 정상가액이라 함은 소득세법에서와 마찬가지로 시가

에 시가의 100분의 30을 가감한 가액으로 한다.

둘째, 주식을 타인으로부터 매입하지 아니하고 교환·수증·현물출자·대물변제 등으로 인하여 취득하는 경우 취득가액은 소득세법에서와 마찬가지로 당해 주식을 취득할 당시의 정상가액으로 하도록 규정하고 있다(法人稅法 施行令 제37조 제1항의 (3)). 여기서도 정상가액이라 함은 세법상 별도로 정의하고 있지는 않지만 시가를 지칭하는 것으로 해석되고 있다(大法院 판결 81누11, 1982.6.22).

### 3) 額面價額

법인세법상 주식평가를 당해 주식의 액면가액으로 하도록 규정하고 있는 경우는 다음과 같다.

- ① 합병에 의한 청산소득금액은 피합병법인의 주주가 합병법인으로부터 교부받는 자산가액의 총합계액에서 피합병법인의 합병일 현재의 자기자본 총액을 공제하여 계산한다(法人稅法 제43조 제3항). 여기서 합병법인으로부터 합병대가로 합병법인의 주식을 교부받는 경우 당해 주식의 가액은 세법상 명문규정이 없으나 행정해석상 액면가액으로 하고 있다(法人1234. 21-132, 1969.1.24).
- ② 합병차익을 계산함에 있어서 합병대가로서 합병법인의 주식을 발행하여 교부하는 경우 당해 주식의 가액은 액면가액으로 한다(法人稅法 施行令 제10조 제3항).
- ③ 보유주식의 발행법인이 합병됨에 따라 의제배당을 계산함에 있어서 합병대가로 합병법인의 주식을 교부받는 때 그 교부받는 주식의 가액은 소득세법에서와 마찬가지로 액면가액으로 한다(法人稅法 제19조 (5), 同法 施行令 제45-3조 제2항의 (1)).
- ④ 보유주식의 발행법인이 잉여금을 자본에 전입함에 따라 취득하는 무상주식의 가액은 소득세법에서와 마찬가지로 액면가액

으로 한다(法人稅法 제19조 (2), 同法 施行令 제45-3조 제2항의 (1)).

#### 4) 基準時價

법인세 특별부가세를 계산함에 있어서 실제거래가액이 분명하지 아니한 경우의 주식양도가액 및 취득가액은 기준시가에 의한다(法人稅法 제59-2조 제3항). 이 경우 주식의 기준시가는 소득세법 시행령 제165조 제1항 '토지·건물 외의 자산의 기준시가 산정'을 준용하여 산정한다(法人稅法 施行令 제124-5조 제1항의 (3)).

## 2. 現行 稅法上 株式評價制度의 問題點

### 가. 評價基準의 相異

현행 세법상 주식평가에 관한 규정들은 개별 세법간에도 일치하지 아니할 뿐 아니라 동일한 세법 내에서도 일치하지 아니한다. 물론 평가의 목적에 따라 평가방법이 달라질 수는 있겠으나 다르게 평가되어야 할 논리적인 타당성이 재검토되어야 할 것이다. 우선 세법상 주식평가기준은 시가 또는 기준시가, 정상가액, 액면가액 등으로 다르게 규정하고 있으며 취득가액을 평가하지 아니하는 경우도 있다. 여기서는 평가기준일 현재의 가격에 대한 세법상 규정으로서 다른 점을 비교하여 살펴보기로 한다. 세법상 평가기준일 현재의 가격에 해당하는 개념은 시가, 기준시가, 정상가액 등이 있으며 세법규정상의 차이를 열거하면 다음과 같다.

#### 1) 相續稅 및 贈與稅法과 所得稅法상의 評價方法 差異

상속세 및 증여세법과 소득세법상 주식평가방법은 전반적으로 유사하지만 세부적으로 다음과 같은 여러 가지 차이가 있다. 다음에서 보는 바와 같이 소득세법상의 주식평가액은 상속세 및 증여세법에 비하여 간편하게 산정되도록 하고 있다. 이는 주식양도시 납세

자의 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 바람직하지 아니하다.

- ① 상장법인 또는 장외등록법인의 주식에 대한 시가를 상속세 및 증여세법에서는 최근 3월간의 평균가격으로 하는 데 비하여 소득세법에서는 최근 1월간의 평균가격으로 한다.
- ② 비상장법인(장외등록법인 제외)의 주식에 대하여 시가 또는 실지거래가격이 불분명한 경우에 적용되는 평가방법에 있어서는 네 가지의 차이가 있다. 첫째, 순자산가치의 산정에 있어서 자산가액을 상속세 및 증여세법에서는 시가 또는 동법에서 규정하는 재산평가방법에 따라 평가하는 데 비하여 소득세법에서는 장부가액(토지만 기준시가로 함)으로 평가한다. 시가와 장부가액의 차이에 따라서는 평가액에 영향을 미칠 수 있을 것이다. 둘째, 자산가치의 산정에 있어서 상속세 및 증여세법에서는 영업권을 평가하여 포함시키지만, 소득세법에서는 장부가액으로 평가하기 때문에 영업권은 외부로부터 매입하여 장부에 계상된 것이 아니라면 자산가치에 포함되지 아니한다. 셋째, 순자산가치의 산정에 있어서 상속세 및 증여세법에서는 평가기준일 현재의 상황에 의하여 평가하지만, 소득세법에서는 직전 사업연도 종료일 현재의 상황에 따라 평가한다. 이는 소득세법이 자산을 장부가액으로 평가하도록 함에 따라 평가기준일 현재 순자산가치를 정확하게 측정하려면 결산을 필요로 한다는 점을 고려하여 이미 알려져 있는 직전 사업연도 종료일 현재의 자산 및 부채를 기초로 계산하도록 한 것으로 보인다. 그러나 이로 인하여 평가액에

영향을 미칠 수 있을 것이다. 넷째, 수익가치를 산정함에 있어서 순손익액을 상속세 및 증여세법에서는 최근 3년간의 가중평균 순손익액으로 하는 데 비하여 소득세법에서는 직전 사업연도의 순손익액으로 함에 따라 최근 3년간 순손익액의 변동이 큰 경우에는 두 평가액간에 차이를 보일 것이다.

- ③ 기업공개 또는 장외거래를 목적으로 유가증권신고를 한 법인의 주식에 대한 평가에 있어서 상속세 및 증여세법에서는 순자산가치와 수익가치의 평균액과 증권관리위원회가 정하는 유가증권 분석가액의 결정방법을 준용하여 평가한 가액 중 큰 금액으로 평가하도록 하는 데 비하여 소득세법에서는 다른 비상장법인과 마찬가지로 순자산가치와 수익가치의 평균액으로 평가한다.
- ④ 최대주주가 보유하는 주식에 대하여 상속세 및 증여세법에서는 평가액에 당해 평가액의 10%를 가산하도록 하고 있으나 소득세법에서는 가산을 적용하지 아니한다.

## 2) 法人稅法上 時價 概念의 二元化

법인세법상 주식의 시가가 분명하지 아니한 경우에는 상속세 및 증여세법의 규정을 준용하여 평가하는 것이 원칙이다. 그러나 법인세 특별부가세의 계산에 있어서 실지거래가액이 불분명한 경우에는 소득세법상의 기준시가 산정기준을 준용하여 평가하도록 함에 따라 동일한 세법 내에서 평가방법을 달리하고 있다.

## 3) 正常價額 概念의 二元化

소득세법과 법인세법에서 정상가액의 개념은 두 가지 의미로 사용된다. 첫째, 의제기부금을 산정함에 있어서 사용되는 정상가액 개념으로 시가에 시가의 30%를 가감한 금액이며, 둘째는 매출 또는 교환의 대가로 취득한 자산의 가액을 정하는 기준인 정상가액 개념으로 이는 시가와 동일한 것으로 해석된다. 이렇게 ‘정상가액’이라는

동일한 용어를 다른 의미로 사용함에 따라 혼란의 여지가 존재한다.

위에서 살펴본 세법상 주식평가방법의 차이를 요약해 보면 <표 3-1>에서 보는 바와 같다.

<表 3-1> 稅法上 株式評價方法의 比較

평가 기준		상속세 및 증여세법	소득세법	법인세법
시 가 · 기 준 시 가	상장법인주	3월간 종가평균	1월간 종가평균	시가 : 상속세 및 증여세법의 평가 방법을 준용한다.  기준시가 : 소득세법의 기준시가 산정방법을 준용한다. (법인세 특별 부가세의 계산시 적용됨)
	장외등록법인주	3월간 기준가격 평균	1월간 기준가격 평균	
	비상장법인주 (시가불명시)	자산가치와 수익가치의 평균 · 자산 : 시가 또는 기준시가 평가 (영업권 평가 포함) · 수익 : 가중평균순손익 기준 · 순자산 : 평가기준일 현재의 상황	자산가치와 수익가치의 평균 · 자산 : 장부가액 (토지는 기준시가) (영업권 평가 제외) · 수익 : 직전연도 순손익 기준 · 순자산 : 직전연도 종료일 현재의 상황	
	공개준비중주	다음 중 큰 금액 ① 자산가치와 수익가치의 평균 ② 증권관리위원회의 결정방법 준용	자산가치와 수익가치의 평균	
	최대주주 보유주	상기 평가액에 10% 가산	상기 평가액과 동일	
정상 가액	의제기부금	시가 ± (시가 × 30%)	시가 ± (시가 × 30%)	
	교환대가		시 가	시 가
액 면 가 액			① 합병대가로 받는 주식 ② 무상주식 (이익 배당으로 받는 주식 포함)	① 합병대가로 받는 주식 ② 무상주식

#### 나. 實際價値와의 乖離

상장법인 및 장외등록법인의 주식에 대한 평가는 실제거래가격을 기초로 시가를 산정하므로 세법상의 시가 또는 기준시가가 실제가치와 큰 차이가 없을 것이지만 기타 비상장법인의 주식은 매매실례가 없는 상황에서 일정한 방법에 따라 추정된 것이기 때문에 실제가치와 격차가 있는지 또는 격차가 있다면 어느 정도인지를 검토할 필요가 있다. 현행 상속세 및 증여세법과 소득세법상 시가가 불분명한 경우 비상장법인의 주식에 대하여는 자산가치와 수익가치의 단순평균액으로 평가하는 것을 원칙으로 하고 있다. 이러한 평가방법은 실제가치를 반영하지 못할 여러 가지 요인을 포함하고 있다.

첫째, 자산가치의 산정에 있어서 우선 소득세법에서는 장부가액(토지만 기준시가)으로 계산하도록 규정하고 있을 뿐 아니라 평가기준일 현재가 아닌 직전 사업연도 말 현재의 가액이기 때문에 평가기준일 현재 당해 주식 발행법인이 보유하는 자산의 실질가치와 격차가 있을 수 있다. 또한 상속세 및 증여세법에서는 평가기준일 현재의 자산에 대하여 시가로 평가하는 것을 원칙으로 하고 있으나 시가가 불분명한 경우가 많으며 그럴 경우 부동산에 대하여는 개별공시지가 또는 지방세법상의 시가표준액으로 평가하는 등 동법에서 정하는 기준으로 평가하도록 하고 있다. 그러나 개별공시지가 또는 시가표준액 등도 시가를 정확히 나타낸다고 할 수 없기 때문에 세법상의 방법으로 평가된 자산가치가 주식의 실질가치를 충분히 반영하지 못하게 된다.

둘째, 수익가치는 미래 현금흐름의 현재가치로 산정하여야 하는 것이나 세법상 수익가치의 산정은 주당 순손익을 15%의 자본환원율로 나누어 계산하기 때문에 실질수익가치와 격차가 발생할 여지가 있다. 주당 순손익은 법인세법상의 사업연도 소득을 기초로 계산하기 때문에 미래의 현금흐름을 적정하게 나타내지 못할 가능성

이 있으며 15%의 자본환원율은 기업의 위험수준을 고려한 실제 할인율과 격차가 있을 수 있다.

셋째, 자산가치와 수익가치의 단순평균액으로 평가하기 때문에 자산가치와 수익가치의 가중치가 동일한데, 기업의 실제가치에 미치는 영향이 자산가치와 수익가치가 동일하다고 가정하는 것은 비현실적이다. 자산가치와 수익가치의 가중치가 실제와 다를 경우 이로 인하여 평가액의 왜곡을 초래할 것이다.

본 연구의 제Ⅳ장에서는 상속세 및 증여세법에 의한 주식평가액이 당해 주식 발행기업의 실질가치를 충분히 반영하고 있는지를 실증적으로 검토하기로 한다.

#### 다. 原價法 및 額面價額 評價上의 問題

법인세법 및 소득세법에서 주식에 대하여 원가법을 적용하여 평가손익의 계상을 인정하지 아니하거나 액면가액으로 평가하도록 규정하고 있는 경우가 있는데 이는 주식의 실제가치와는 전혀 관계가 없는 평가방법이라고 할 수 있다. 이를 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

##### 1) 保有株式에 대한 原價法의 適用

법인세법상 각 사업연도 소득금액 및 소득세법상 사업소득금액·부동산소득금액·산림소득금액을 계산함에 있어서 보유주식은 취득원가로 계상하고 평가손익을 계상하지 아니한다. 1996년 말 이전의 종전 법인세법에서는 평가손실의 손금산입을 허용하였으나 개정 세법에서는 이를 허용하지 않고 있다. 기업회계기준에서는 시장성 있는 주식의 평가를 시가법에 의하도록 규정하고 있기 때문에 평가손익이 발생하면 당기 손익으로 처리하도록 하고 있는데 이는 경제적 실질을 재무제표에 반영한다는 의미이다. 그러나 세법에서는 원가법을 적용함에 따라 시장성 있는 주식에 대하여 이미 투자손실이 발생하였음에도 불구하고 이를 손금으로 처리할 수 없는 불합리한 측면이 있다고 하겠다. 또한

평가차익이 발생하는 경우 이미 투자이익이 발생하였음에도 불구하고 익금으로 계상되지 아니하여 과세가 이연된다.

## 2) 合併代價로 받은 株式의 額面價額 評價

합병대가로 합병법인의 주식을 교부받는 경우 당해 주식의 가액을 액면가액으로 평가함에 따라 실제가치가 액면가액보다 크다면 청산소득, 합병차익 및 의제배당이 과소산정된다. 이는 합병으로 인하여 발생하는 조세부담을 감소시켜 기업의 매수합병(M&A, merger and acquisition)을 통한 구조조정을 용이하게 하는 효과는 있을 수 있으나 액면가액과 실제가치의 격차가 기업에 따라 다르기 때문에 과세형평상 불균형이 발생하게 된다.

## 3) 無償株式의 額面價額 評價

보유주식의 발행법인이 잉여금을 자본에 전입함에 따라 무상주식을 교부받는 경우 법인세법과 소득세법에서는 액면가액으로 소득이 발생한 것으로 보아 과세한다. 그러나 잉여금의 자본전입은 주식발행법인의 자본계정간 대체에 불과하며 기업의 가치에 직접적인 영향을 미치지 않으므로 소득으로 볼 수 없다. 다만, 경험적으로 증권 시장에서 무상증자가 발표될 때 주가가 대체로 상승하는 것을 기초로 주식의 평가차익이 발생한 것으로 보아 과세하는 것이라고 본다면 일부 타당한 측면이 있다고 할 수 있을 것이다. 그러나 무상주식의 액면가액을 평가차익의 성격으로 보아 과세하는 데는 두 가지 측면에서 문제가 있다. 첫째, 무상증자의 발표로 인하여 보유주식의 시가가 무상주식의 액면가액만큼 증가하는 것이 아니며 그 이상 또는 그 이하, 혹은 오히려 주가가 하락하는 경우도 있으므로 액면가액이 평가차익을 대표할 수는 없다. 둘째, 보유주식은 원가법을 적용하도록 되어 있기 때문에 미실현 평가손익을 계상할 수 없는데 무상주식을 평가차익으로 보아 과세한다면 미실현이익에 과세하는 것이 되어 형평에 어긋나게 된다.

## Ⅳ. 稅法上 非上場株式 評價方法에 대한 實證分析

### 1. 實證分析模型

시가가 분명하지 아니한 경우 상속세 및 증여세법상 규정에 의한 비상장주식의 평가액이 당해 주식 발행기업의 실질가치를 충분히 반영하고 있는지를 실증적으로 검토하기로 한다. 그러나 비상장법인의 실제가치를 측정한다는 것은 현실적으로 불가능한 일이기 때문에 시가를 알 수 있는 상장법인을 대상으로 비상장법인의 주식에 대한 세법상의 평가액과 실제가치의 차이를 살펴보기로 한다. 즉 상장법인의 주식을 순자산가치와 수익가치의 평균으로 평가한 금액과 실제 주가를 비교하여 세법상 비상장법인의 주식에 대한 평가규정의 타당성을 검토하는 것이다.

우선 상속세 및 증여세법의 규정에 의하여 자산가치와 수익가치의 평균액으로 계산하는 비상장주식 평가액을 다음의 산식에 의하여 계산한다.

$$\begin{aligned}
 P_e &= \frac{BV_t + IV_t}{2} \\
 &= \frac{BV_t \frac{(EPS_{t-2} + EPS_{t-1} \times 2 + EPS_t \times 3) / 6}{0.15}}{2} \dots(\text{식 4-1})
 \end{aligned}$$

여기에서,  $P_e$  : 상속세법 및 증여세법상 평가액

$BV_t$  :  $\frac{\text{평가대상 사업연도 말 재무제표상 자기자본 합계}}{\text{평가대상 사업연도 말 총발행주식 수}}$

$IV_t$  : 수익가치

EPS : 평가대상 사업연도의 주당 순이익(earning per share)

(식 4-1)에서 자기자본의 계산에 있어서 자산은 상속세 및 증여세법에서 정하는 방법에 따라 평가한 금액(개별공시지가 또는 과세시가표준 등)으로 하여야 하지만 자산의 시가 등 관련자료를 입수하는 것이 어렵기 때문에 장부가액으로 계산하기로 한다. 또한 주당순손익 EPS도 세법상 각 사업연도 소득에서 납부세액 등을 조정하여 계산하여야 하지만 세무조정자료를 입수하는 것이 어렵기 때문에 장부상 순손익을 기초로 계산하는 기업회계상 주당 순손익을 이용하기로 한다. 주당 장부가치 및 주당 순손익의 가중평균액이 陰數인 경우 零으로 계산한다.

다음으로 (식 4-1)에 의하여 계산한 평가액은 주가와의 괴리 정도를 다음과 같은 산식으로 측정한다. (식 4-2)에서 비교대상이 되는 실제주가는 투자자들의 합리적인 기대가 충분히 반영되어 안정적인 주가가 형성되는 시점, 즉 주주총회와 결산정보의 공시로 초과수익률이 없어질 것으로 판단되는 익년도 3월 말의 종가로 한다.

$$ER_t = (P_e - P_m) / P_m \dots\dots\dots (식 4-2)$$

여기에서,  $ER_t$  : 세법상 평가액의 주가 괴리율

$P_m$  : 익년도 3월 말의 실제주가

## 2. 標本의 設計 및 資料蒐集

본 연구의 실증분석을 위하여 1992년부터 1997년 3월 말 현재까지 계속 상장되었던 법인을 표본을 선정하였다. 다만, 분석의 편의상 다음에 해당하는 법인은 표본에서 제외하였다.

- ① 은행, 투자금융, 증권, 보험 등 금융업종을 영위하는 법인. 금융업종의 경우에는 일반기업에 비하여 그 영업성격이나 환경,

규제 등의 측면에서 현저히 다른 양상을 보일 것이기 때문에 제외하기로 한다.

- ② 관리대상종목. 관리대상종목으로 분류된 주식들은 거래가 부진하거나 심지어 일정기간 거래정지를 받는 경우가 많기 때문에 자료의 연속성에 문제가 있어 표본에서 제외하기로 한다.
- ③ 12월 말 결산법인 이외의 법인. 기업마다 결산일이 상이하면 재무제표 자료로부터 측정된 재무변수와 대응시킬 주가는 기업별 결산일에 따라 상이한 시점의 것을 사용하여야 하는데, 주가는 회계정보 이외에 각 시점별 외부경제 여건에 의해서도 영향을 받으므로 이를 통제하기 위하여 제외하기로 한다.
- ④ 자기자본의 장부가치가 陰數인 기업. 기업주주지분의 장부가치가 음수인 경우에는 실제 상황과는 반대로 해석될 여지가 있기 때문에 분석과정에서 제외되었다. 만약 당기 순손실이 발생한 기업에 있어서 자기자본의 장부가치가 음수라면 기대 초과이익이 양수로 측정된다.

위와 같은 과정을 거쳐 추출된 표본법인의 수는 〈表 4-1〉에서 보는 바와 같이 총 421개이다.

〈表 4-1〉 標本企業의 選定 過程

(단위 : 個社)

1997년 3월말 현재 증권거래소에 상장된 기업	762
(제외) 금융보험업종	107
결산월이 12월이 아닌 기업	76
관리대상기업	49
1992년 이후에 상장된 기업	93
장부가치가 陰이거나	
KIS-FAS 자료가 불충분한 경우	18
최종적으로 표본에 선정된 기업	421

표본으로 선정된 421개 법인의 업종별 분포는 <表 4-2>에서 보는 바와 같다.

<表 4-2> 業種別 標本企業의 數

업	종	업종코드	표본기업수(개)
어	업	7	2
광	업	8	3
음 식 료	업	9	30
섬유, 의복, 가죽	업	12	42
종이 및 종이제품	업	16	15
화학, 석유, 석탄, 고무	업	17	76
비금속광물	업	21	21
1차 금속	업	22	26
조립, 금속, 기계장비	업	25	113
기타제조	업	30	5
종합건설	업	31	35
도매	업	32	25
운수창고	업	33	3
금융	업	36	-
기타	업	50	18
총	계		421

본 연구에 필요한 자료 중 주가자료는 한국증권전산주식회사의 데이터베이스를 이용하였으며, 재무변수의 측정에 필요한 자료는 한국신용평가주식회사의 KIS-FAS에서 추출되었다.

### 3. 分析結果

〈表 4-3〉은 분석대상기간인 1992년부터 1996년까지 5년간에 있어서 실제 주가와 상속세 및 증여세법에 의한 평가액의 괴리 정도인  $ER_t$ 의 값을 나타낸 것이다.

〈表 4-3〉 相續稅 및 贈與稅法上 評價額과 實際株價와의 差異(전체 연도)

	mean	std div	max	75%	med	25%	min
$ER_t$ (t-값)	-0.4748 (-72.22)	0.0066	3.4581	-0.3572	-0.5361	-0.6543	-1.4111

〈表 4-3〉에서 보는 바와 같이 상속세 및 증여세법상의 평가액은 실제주가에 비하여 47% 정도 저평가되는 것으로 나타났다. 즉 상속세법을 이용하여 비상장주식을 증여한 후 상장시키거나, 특수관계인의 양수도를 통해 평균 47% 정도의 비정상이익을 얻을 수 있다는 것을 의미한다. 이를 연도별로 살펴보면 〈表 4-4〉에서 보는 바와 같다.

〈表 4-4〉 相續稅 및 贈與稅法上 評價額과 實際株價와의 差異(연도별)

	mean	std div	max	75%	med	25%	min
1992년 (t-값)	-0.4555 (-28.62)	0.0159	3.4581	-0.3582	-0.5317	-0.6226	-0.9855
1993년 (t-값)	-0.5327 (-48.04)	0.0111	0.9573	-0.4540	-0.5843	-0.6671	-0.9819
1994년 (t-값)	-0.5671 (-57.19)	0.0099	0.7805	-0.4600	-0.5927	-0.7000	-1.0941
1995년 (t-값)	-0.4148 (-30.39)	0.0136	1.0200	-0.2752	-0.4496	-0.5993	-1.1214
1996년 (t-값)	-0.4039 (-20.94)	0.01939	1.3355	-0.1830	-0.4644	-0.6688	-1.4111

(表 4-4)에서 보는 바와 같이 연도별 상속세 및 증여세법에 의한 평가액은 실제 주가에 비하여 모든 연도에 있어서 낮게 계산되고 있으며 그 값도 최저 40.39%(1996년)에서 최고 56.71%(1994년)까지 나타나고 있어 연도별로 큰 차이가 없었다.  $ER_t$ 의 표준편차도 최저 0.99%(1994년)에서 최고 1.94%(1996년)로 연도별로 큰 격차를 보이고 있지 않다.

〈表 4-5〉 相續稅 및 贈與稅法上 評價額과 實際株價와의 差異(업종별)

업종Code	mean	std div	max	75%	med	25%	min
7 (t-값)	-0.2504 (-4.22)	0.0593	0.0632	-0.1769	-0.2623	-0.3987	-0.4990
8 (t-값)	-0.3038 (-3.13)	0.0971	0.4374	0.0016	-0.4060	-0.6650	-0.7991
9 (t-값)	-0.4666 (-16.52)	0.2824	1.2275	-0.3391	-0.5165	-0.6942	-1.4111
12 (t-값)	-0.3458 (-13.84)	0.2498	1.2724	-0.1589	-0.3921	-0.5790	-1.1563
16 (t-값)	-0.4524 (-11.85)	0.0382	0.6984	-0.2928	-0.5014	-0.6787	-1.0440
17 (t-값)	-0.5062 (-43.50)	0.0116	0.4569	-0.3846	-0.5530	-0.6513	-1.0243
21 (t-값)	-0.2783 (-5.84)	0.04766	3.4581	-0.1625	-0.3741	-0.5090	-0.8423
22 (t-값)	-0.3884 (-12.15)	0.0320	1.3355	-0.2649	-0.4474	-0.5959	-1.1659
25 (t-값)	-0.5838 (72.92)	0.0080	0.2642	-0.5000	-0.6086	-0.6991	-1.2671
30 (t-값)	-0.4892 (-7.54)	0.0649	0.0179	-0.2712	-0.4505	-0.6500	-1.3544
31 (t-값)	-0.3717 (-15.61)	0.0238	1.1408	-0.2353	-0.4535	-0.5705	-0.9009
32 (t-값)	-0.4581 (-20.79)	0.0220	0.6387	-0.3529	-0.5180	-0.6003	-0.9384
33 (t-값)	-0.4861 (-12.80)	0.0380	0.5286	-0.3711	-0.5512	-0.6729	-0.8857
50 (t-값)	-0.6310 (-32.28)	0.0190	-0.1041	-0.5208	-0.6208	-0.7317	-0.9475

실제 주가와 상속세 및 증여세법에 의한 평가액의 괴리 정도인  $ER_t$ 의 값을 업종별로 살펴보면 <表 4-5>에서 보는 바와 같다. 즉 업종별로 보더라도 상속세 및 증여세법에 의한 평가액은 실제 주가에 비하여 모든 업종에 걸쳐 낮게 계산되고 있으며 그 값도 최저 25.04%(어업)에서 최고 63.10%(기타 업종)까지로 저평가 정도가 상당히 큰 것을 알 수 있다.

위에서  $ER_t$ 의 분석을 통하여 상속세 및 증여세법에 의한 평가액이 실제 주가에 비하여 상당히 낮게 계산된다는 것을 확인하였다. 이를 기초로 상속세 및 증여세법에 의한 평가액을 결정하는 두 가지 요소인 주당 장부가치(자산가치)와 가중평균 순손익액을 15%로 환원한 금액(수익가치)의 주가와와의 상관관계 및 회귀분석을 통하여 상속세 및 증여세법에 의한 평가액이 낮게 계산되는 이유를 분석해 보기로 한다.

우선 실제주가와 자산가치 및 수익가치에 대한 통계치를 비교해 보면 <表 4-6>에서 보는 바와 같다.

<表 4-6> 實際株價, 資產價值 및 收益價值에 대한 統計值

(단위 : 원)

변 수 명	평 균	표준편차
실제주가( $P_m$ )	24,532	35,168
자산가치( $BV_t$ )	21,918	28,533
수익가치( $IV_t$ )	9,419	20,223

<表 4-6>에서 보는 바와 같이 자산가치와 수익가치 모두 실제가치보다 낮지만 실제주가와와의 격차는 수익가치가 훨씬 크다는 것을 알 수 있다. 따라서 자산가치와 수익가치의 평균을 주식평가액으로 하도록 하는 현행 상속세 및 증여세법상의 규정은 자산가치로만 평가하는 것보다 부정확한 결과를 초래한다고 할 수 있다. 더구나 수

익가치는 평균에 비하여 표준편차가 크기 때문에 상당히 불안정한 평가요소라고 할 수 있다. 따라서 자산가치와 수익가치에 가중치를 동일하게 부여할 경우 자산가치가 수익가치에 비하여 훨씬 가격결정에 중요한 영향을 미친다고 볼 수 있다.

주가와 자산가치 및 수익가치와의 상관관계를 구한 결과는 <表 4-7>에서 보는 바와 같다. 이에 의하면 주가와 수익가치의 상관관계가 0.79로서 주가와 자산가치의 상관관계 0.74보다 크게 나타났다. 즉 주가는 수익가치가 자산가치보다 약간 더 밀접한 관계를 갖는 것으로 볼 수 있으나 그 차이는 크지 않다고 판단된다.

<表 4-7> 株價, 資產價値 및 收益價値의 相關係數

	실제주가	자산가치	수익가치
실제주가	1.00*	0.74*	0.79*
자산가치		1.00*	0.83*
수익가치			1.00*

註: \*는 1%수준에서 유의함.

상속세법 및 증여세법상 평가방법을 적용할 경우 동법에 의한 평가액이 실제가치를 잘 반영하는지를 살펴보기 위하여 다음과 같은 회귀식을 산정하였다.

$$P_m = a + b_1 BV + e \quad \dots\dots\dots (식 4-3)$$

$$P_m = a + b_2 IV + e \quad \dots\dots\dots (식 4-4)$$

$$P_m = a + b_1 BV + b_2 IV + e \quad \dots\dots\dots (식 4-5)$$

(식 4-3)은 실제주가와 장부가치의 관계를 나타내는 회귀식이고, (식 4-4)는 실제주가와 수익가치의 관계를 나타내는 회귀식이며, (식 4-5)는 실제주가와 장부가치 및 수익가치 양자의 관계를 나타

내는 회귀식이다. 이들 회귀식에 대한 절편과 회귀계수를 추정한 결과는 <表 4-8>과 같다.

<表 4-8> 資産價値와 收益價値가 株價 水準에 미치는 影響

회귀식	절편(a)	자산가치( $b_1$ )	수익가치( $b_2$ )	Adjusted $R^2$
(식 4-3)	4,575( 7.02)*	0.9106(50.27)*		0.55
(식 4-4)	11,582(22.37)*		1.3750(55.23)*	0.63
(식 4-5)	7,903(13.41)*	0.3352(11.93)*	0.9854(24.86)*	0.65

註: ( ) 안의 수치는 t-value, \*는 1%수준에서 유의함을 나타냄.

<表 4-8>에서 보는 바와 같이 (식 4-3)에서의 수정  $R^2$ 가 55%로 (식 4-4)에서의 수정  $R^2$ 인 63%보다 작아서 절대액 1원의 수익가치는 절대액 1원의 자산가치보다 실제주가에 미치는 영향이 크다는 것을 알 수 있다. 이는 (식 4-5)에서의 회귀계수를 보더라도 마찬가지이다. 그러나 현행 상속세 및 증여세법상 수익가치와 자산가치의 가중치가 동일하고 <表 4-6>에서 살펴본 바와 같이 자산가치의 절대액(평균 21,918원)이 수익가치의 절대액(평균 9,419원) 보다 훨씬 크기 때문에 상속세 및 증여세법에 의한 평가액이 실제 주가를 잘 반영하지 못하고 저평가되는 것이라고 생각된다.

## V. EBO模型에 의한 株式評價

### 1. 株式評價模型

본 장에서는 앞서 주식가치평가이론에서 살펴본 주가결정모형 중 EBO모형이 현행 상속세 및 증여세법상 주식평가방법에 대한 대안이 될 수 있을지를 검토하기로 한다. 이를 위하여 (식 2-8)의 모형을 다음과 같이 변형하여 적용하기로 한다. 우선 미래의 초과이익은 기업간 경쟁으로 일정기간 후에는 소멸될 것이기 때문에 미래 초과이익의 예측이 장기간에 대해 이루어질 필요가 없을 것으로 판단된다. 따라서 본 연구에서는 미래 초과이익의 발생기간을 5년으로 예측하여 (식 5-1)과 같이 주식의 가치를 측정하고자 한다.

$$\begin{aligned} P_t &= BV_t + AR_t \\ &= BV_t + \frac{E(X_{t+1} - r \cdot BV_t)}{(1+r)} + \dots + \frac{E(X_{t+n} - r \cdot BV_{t+n-1})}{(1+r)^n} \\ &= BV_t + (X_t - r \cdot BV_{t-1}) \cdot PVR(r\%, 5\text{년}) \dots (\text{식 5-1}) \end{aligned}$$

(식 5-1)에서  $AR_t$ 는 미래에 발생할 초과이익의 현재가치를 나타내며,  $PVR(r\%, 5\text{년})$ 은 할인율이  $r\%$ 이고 연금기간이 5년인 1원에 대한 정상연금의 현재가치 계수를 나타낸다.

## 2. 標本設計 및 變數의 定義

### 가. 標本의 設計

EBO모형에 의한 주식평가모형을 위한 표본기업 및 분석대상기간은 제Ⅳ장에서 사용하였던 것과 동일하다.

### 나. 比較對象 實際株價

제Ⅳ장에서와 마찬가지로 평가대상 사업연도의 다음 연도 3월 말의 종가를 사용한다.

### 다. 未來 超過利益의 現在價値

미래의 현금흐름 또는 이익을 추정하는 방법으로는 랜덤워크모형(random walk model: RW), 표적항을 가진 랜덤워크모형(random walk with drift model: RWD), 시간추세선형모형(time trend model) 등이 있으나 본 연구에서는 미래 초과이익을 측정하기 위한 이익의 예측모형으로 랜덤워크모형을 사용하기로 한다. 랜덤워크모형은 다른 모형에 비하여 적용하기가 단순할 뿐 아니라 예측력에 있어서 크게 뒤떨어지지 않는 모형으로 알려져 있다. 회계이익의 시계열이 랜덤워크를 따를 경우 당년도의 회계이익은 전년도의 회계이익을 기준으로 다음과 같이 예측된다.

$$RW: X_t = X_{t-1} + e_t \dots\dots\dots(\text{식 } 5-2)$$

미래 초과이익이 장기간 혹은 단기간 예측되느냐에 따라 주가가 치가 달라지게 되고, 주식이평가의 오차가 달라지게 된다. 앞서 언급한 바와 같이 본 연구에서는 미래 초과이익이 기업간 경쟁으로 인해 일정기간 후 소멸될 것으로 보고 5년간 지속되는 것으로 가정

하여 측정하기로 한다<sup>6)</sup>. 미래 초과이익을 추정하는 데 사용되는 과거 회계이익의 시계열 중 주식배당이나 무상증(감)자 등이 있는 경우, 이를 고려하여 산출한 금액을 이용하였다. 우리나라의 경우 유상증자시 이론권리락 주가에서 일정비율(일반적으로 30%)을 할인한 금액을 발행가액으로 하고 있다. 이로 인한 주주지분의 희석화가 일어날 수 있으나, 각 기업별, 각 건별 할인율에 대한 정보를 획득하는 것이 어렵기 때문에 이를 고려하지 않았다.

#### 라. 割引率

자기자본비용의 경우에는 CAPM을 이용하는 것이 합리적이거나 분석의 편의를 위하여 모든 기업에 대하여 15%의 할인율을 적용하였다. 이는 상속세 및 증여세법상 평가방법에서도 가중평균 순손익에 대하여 15%의 할인율을 적용하도록 하고 있으며 EBO모형의 적용 결과를 상속세 및 증여세법상의 평가결과와 비교하기 위하여는 동일한 할인율을 사용하는 것이 좋을 것으로 생각되기 때문이다.

### 3. 分析結果

〈表 5-1〉은 EBO모형의 변수에 대한 기술통계를 요약한 것이다. 〈表 5-1〉에서 보는 바와 같이 기업의 실제가치에 미치는 영향은 미래 초과이익의 현재가치( $AR_t$ ), 즉 영업권보다는 장부가치의 비중이 훨씬 높은 것으로 나타났다. 또한 장부가치와 주가와의 상관계수도 0.74로 영업권의 0.14보다 훨씬 높게 나타났다. 즉 EBO모형 중 실제 측정가능한 변수인 장부가치의 비중이 크므로 실제 평가에 있어서도 기존의 모형보다 유리한 점을 가질 것이라고 판단된다.

6) 우리나라 상속세법 시행령 제59조에서는 영업권의 지속연수를 5년으로 하고 있으며, 미국의 세무실무에서도 영업권의 지속연수를 5년 이내로 하고 있다(Pratt, p. 293).

〈表 5-1〉 變數의 技術統計

(단위 : 원)

변수명	평균	표준편차	상관계수		
			실제주가	$BV_t$	$ABRN_t$
실제주가	24,532	35,168	1.00*	0.74*	0.14*
장부가치	21,883	28,500		1.00*	0.83*
초과이익	403	3,330			1.00*

註 : 1) 초과이익은 陰의 영업권을 嚮으로 처리한 경우의 산출액임.

2) \*는 1% 수준에서 유의함을 의미함

EBO모형에서 주식가치는 자기자본의 장부가치와 미래 초과이익의 현재가치, 즉 대차대조표에 계상되지 않는 영업권으로 구성되어 있다. 미래 초과이익이 陰인 경우, 이를 인정한다면 陰의 영업권이 발생하게 되고 이로 인하여 주식가치는 장부가치보다 감소하게 된다.

〈表 5-2〉는 EBO모형에 陰의 영업권을 허용하고, 할인율 15%, 미래 초과이익을 5년으로 측정하는 경우의 주식가치 추정액과 실제 주가와와의 차이를 비교한 것이다.

〈表 5-2〉 EBO모형의 豫側誤差(陰의 영업권을 허용한 경우)

	mean	std div	max	75%	med	25%	min
ER (t-값)	-0.3715 (-32.34)	0.0115	4.0647	-0.1498	-0.3956	-0.5840	-4.7648

註 :  $ER = (P_o - P_m) / P_m$ P<sub>o</sub> : EBO모형에 의한 평가액P<sub>m</sub> : 익년도 3월 말의 실제주가

〈表 5-2〉에서 보는 바와 같이 예측오차(37% 저평가)는 제Ⅳ장에서 분석한 상속세 및 증여세법상의 평가액과 실제주가와와의 차이(47% 저평가)보다 상대적으로 작은 예측오차를 보이는 것으로 나타났다. 이는 상속세 및 증여세법상의 평가방법에서 陰의 주당 장

부가치와 가중평균 순손익을 零으로 처리하도록 규정한 반면 여기에서는 陰의 영업권을 허용하였기 때문으로 보여진다. 이 경우의 t-값도 상속세 및 증여세법의 경우에서의 -72.22보다 작은 -32.34로 나타났다.

〈表 5-3〉은 〈表 5-2〉를 연도별로 분석한 것으로 연도별로 예측오차에 큰 차이를 보이고 있지 않다.

〈表 5-3〉 EBO模型의 年度別 豫測誤差(陰의 영업권을 허용한 경우)

	mean	std div	max	75 %	med	25 %	min
1992년 (t-값)	-0.4555 (-28.62)	0.0159	3.4581	-0.3582	-0.5317	-0.6226	-0.9855
1993년 (t-값)	-0.5327 (-48.04)	0.0111	0.9573	-0.4540	-0.5843	-0.6671	-0.9819
1994년 (t-값)	-0.5671 (-57.19)	0.0099	0.7805	-0.4600	-0.5927	-0.7000	-1.0941
1995년 (t-값)	-0.4148 (-30.39)	0.0136	1.0200	-0.2752	-0.4496	-0.5993	-1.1214
1996년 (t-값)	-0.4039 (-20.94)	0.0193	1.3355	-0.1830	-0.4664	-0.6688	-1.4111

〈表 5-4〉는 陰의 영업권이 산출되는 경우 이를 零으로 처리한 EBO 모형의 예측오차를 정리한 것이다.

〈表 5-4〉 EBO模型의 豫測誤差(陰의 영업권을 허용하지 않는 경우)

	mean	std div	max	75 %	med	25 %	min
ER	0.0343 (2.6151)	0.0131	7.7749	0.2600	-0.1051	-0.3345	0.9872

〈表 5-4〉에서 보는 바와 같이 EBO모형에 의한 추정액의 예측 오차가 3%(t-값: 2.62) 정도로 상속세 및 증여세법상의 평가액의 예측오차 47%(t-값: 72.22)에 비해 상당히 작은 오차를 보이고 있다. 따라서 EBO모형에 의한 추정액이 상속세 및 증여세법상 평가액보다 주식의 실제가치를 훨씬 잘 반영하고 있다는 것을 의미한다. 다만, 특기할 것은 3% 정도의 작은 값이기는 하지만 예측오차가 陽의 값을 가져 EBO모형에 의한 평가가 실제가치보다 과대평가된다는 것을 의미한다는 점이다.

〈表 5-5〉 EBO 模型의 年度別 豫測誤差(陰의 영업권을 허용하지 않는 경우)

	mean	std div	max	75%	med	25%	min
1992년 (t-값) (1.94)	0.0612	0.0316	7.7749	0.2268	-0.1023	-0.2756	-0.7815
1993년 (t-값) (-3.75)	-0.0820	0.0218	2.9139	0.0663	-0.1952	-0.3461	-0.8437
1994년 (t-값) (-7.05)	-0.1490	0.0212	3.1015	0.0420	-0.2116	-0.4296	-0.9519
1995년 (t-값) (5.53)	0.1480	0.0268	3.1230	0.4129	0.0589	-0.2313	-0.9872
1996년 (t-값) (5.07)	0.1931	0.0381	4.0647	0.5863	0.0357	-0.3597	-0.9694

〈表 5-5〉는 陰의 영업권을 허용하지 않는 경우의 EBO모형에 의한 예측오차를 연도별로 분석한 것이다. 〈表 5-5〉에서 보는 바와 같이 연도별 예측오차는 최저 6.12%부터 최고 19.31%로 모든 연도에 있어서 상속세 및 증여세법에 의한 예측오차보다 낮은 것으로 나타났다. 그러나 연도별로 볼 때 과소평가된 연도가 2개년, 과대평가된 연도가 3개년으로 예측오차의 방향이 일치하지 아니한다. 이는 EBO모형에 의한 평가액이 실제가치에 근접함에 따라 발생하는 현상으로 보아야 할 것이다.

〈表 5-6〉 EBO모형의 業種別 豫測誤差(陰의 영업권을 허용하지 않는 경우)

업종 Code	mean	std div	max	75%	med	25%	min
7 (t-값)	0.5399 (4.35)	0.1240	1.1795	0.7847	0.4674	0.2889	0.0192
8 (t-값)	0.3893 (2.07)	0.1922	1.8680	1.0118	0.2607	-0.3024	-0.6130
9 (t-값)	0.0925 (1.58)	0.0585	3.4719	0.4066	-0.0690	-0.3835	-0.8644
12 (t-값)	0.3094 (6.27)	0.0494	3.6708	0.6686	0.1708	-0.1633	-0.9692
16 (t-값)	0.1048 (1.46)	0.0719	2.4587	0.3895	-0.0403	-0.3237	-0.9333
17 (t-값)	-0.0380 (-1.60)	0.0237	2.5416	0.1798	-0.1380	-0.3440	-0.8847
21 (t-값)	0.4164 (-4.39)	0.0949	7.7750	0.0623	0.2117	-0.0526	-0.6761
22 (t-값)	0.1899 (2.88)	0.0659	4.0647	0.3931	0.0367	-0.2422	-0.6969
25 (t-값)	-0.1819 (-11.87)	0.0153	1.5048	-0.0363	-0.2415	-0.4243	-0.9872
30 (t-값)	0.0829 (0.73)	0.1139	1.6057	0.3731	0.0997	-0.3081	-0.9086
31 (t-값)	0.2202 (4.59)	0.0480	3.1889	0.4891	0.0320	-0.2130	-0.8204
32 (t-값)	0.0485 (1.15)	0.0421	2.1804	0.2648	-0.0660	-0.2312	-0.8392
33 (t-값)	-0.0104 (-0.14)	0.0738	1.9136	0.2205	-0.1453	-0.3583	-0.8051
50 (t-값)	-0.2587 (-7.16)	0.0361	0.6662	-0.0685	-0.2667	-0.4694	-0.8836

〈表 5-6〉은 陰의 영업권을 零으로 처리한 경우 EBO모형의 예측오차를 업종별로 분석한 것이다. 업종별로는 예측오차의 크기에 상당한 차이를 보이고 있다. 음식료업, 화학·석유·석탄·고무업, 운수창고업, 도매업 및 기타 제조업종의 경우가 10% 이내의 예측오차로 타업종보다 비교적 작은 예측오차를 보이고 있으나 어업과 비금속광물업의 경우 예측오차가 40%를 넘고 있다. 그러나 〈表 4-5〉의 상속세 및 증여세법에 의한 평가액의 예측오차와 비교할 때 EBO모형에 의한 예측오차가 더 큰 업종은 분석대상인 총 14개 업종 중 어업, 광업, 비금속광물업의 3개 업종에 불과하였다.

EBO모형에 의한 평가액이 실제가치를 잘 반영하는지를 살펴보기 위하여 다음과 같은 회귀식을 산정하였다.

$$P_t = a + b_1 BV + b_2 AR + e \dots\dots\dots(\text{식 5-3})$$

(식 5-3)의 회귀식의 절편과 회귀계수를 추정한 결과는 〈表 5-7〉에서 보는 바와 같다.

〈表 5-7〉 EBO模型의 構成要素가 株價水準에 미치는 影響

	a	b 1	b 2	Adjusted R <sup>2</sup>
陰의 영업권을 허용하는 경우	6,154 (9.43)	1.0312 (48.91)	0.6220 (10.65)	0.57
陰의 영업권을 0으로 하는 경우	4,572 (7.02)	0.9007 (49.34)	0.6211 (3.98)	0.55

註 : ( ) 안은 t-값을 나타내며, 모두 1% 수준에서 유의하다.

〈表 5-7〉에서 볼 때 장부가치의 회귀계수가 초과이익의 현재가치에 대한 회귀계수보다 훨씬 크게 나타나 장부가치의 절대액이 초과이익의 절대액보다 월등하게 크다는 점을 함께 감안한다면 EBO 모형에서 장부가치가 미치는 영향은 절대적이라고 할 수 있으며 상대적으로 초과이익의 영향은 미미한 것을 알 수 있다. 회귀식의 설명력인 수정  $R^2$ 는 상속세 및 증여세법상 평가모형에서의  $R^2$ 보다 약간 낮은 수치를 보이고 있으나 55% 또는 57%로 낮지 않은 수준이다.

## VI. 結 論

### 1. 研究의 要約

#### 가. 株式評價方法의 問題點

본 연구에서는 세법상 주식평가방법의 문제점을 파악하고 그 개선방안을 제시하기 위하여 각종 개별 세법에 산재해 있는 주식평가에 관한 규정을 요약·정리하였으며 이를 기초로 다음과 같은 문제점을 도출하였다.

- ① 개별 세법간 또는 동일한 세법 내에서도 주식평가에 관한 기준이 서로 일치하지 아니하고 그 개념도 시가, 기준시가, 정상가액 등 혼란의 여지가 있다.
- ② 시가가 불분명한 경우 비상장주식을 자산가치와 수익가치의 단순평균액으로 평가하도록 하고 있는데 자산가치와 수익가치가 동일한 비중으로 기업가치에 영향을 미치지 아니하거나 자산가치 또는 수익가치의 산정에 있어서 불확실한 평가요인(개별자산의 시가, 할인율 등)들이 존재하여 기업의 실제가치를 반영하지 못할 수 있다.
- ③ 주식을 원가법 또는 액면가액법으로 평가하도록 규정하고 있는 경우 납세자의 경제적 실질을 반영하지 아니하여 과세형평을 해칠 수 있다. 조세정책적인 목적이 존재하는 경우라면 그 타당성이 검증되어야 할 것이다.

#### 나. 非上場株式 評價方法의 妥當性에 대한 實證分析

상속세 및 증여세법상 시가가 불분명한 경우 비상장주식의 평가

방법인 자산가치와 수익가치의 단순평균에 의한 평가액이 주식의 실제가치와 얼마나 격차가 있는지를 실증분석하였다. 그 결과 상속세 및 증여세법에 의한 주식평가액은 실제 주가보다 평균 47% 적었으며 연도별 및 업종별로도 큰 차이없이 저평가되는 것으로 나타났다. 따라서 현행 상속세 및 증여세법상의 비상장주식 평가방법은 실제가치보다 저평가되어 상장주식에 대한 조세부담과 비교할 때 상대적으로 과세형평을 해치고 있다고 생각된다.

#### 다. EBO模型에 의한 株式評價

초과이익(陰數일 때 0으로 함)의 발생기간을 5년으로 하고 할인율을 세법에서와 같이 15%로 하여 EBO 모형을 적용한 결과 그 예측치는 실제주가에 비하여 평균 3% 정도 과대평가되는 것으로 나타나 상당히 실제가치를 반영하는 평가모형이라고 판단된다.

## 2. 政策示唆點 및 提案

본 연구를 통하여 현행 세법상 주식평가에 관한 규정상 문제점을 확인하였는바, 이를 개선하기 위한 방안으로 다음과 같은 점을 제안할 수 있다.

첫째, 상속세 및 증여세법상 비상장주식의 평가방법에 있어서 자산가치와 수익가치를 현행과 같이 단순평균하는 것은 불합리하므로 실제가치에 근접하도록 개선하려면 자산가치만으로 평가하도록 하든지 아니면 자산가치에 대한 가중치를 늘려야 한다. 이는 종전의 세법 구조를 그대로 유지하면서 소폭의 개정으로 실현할 수 있는 방안으로 단기적으로는 고려할 만한 방안이라고 여겨진다. 그러나 자산가치만으로 평가하거나 자산가치에 대한 가중치를 늘리는 것만으로는 주식의 실제가치를 완전히 반영하는 데 부족할 것으로 생각된다.

둘째, 장기적으로는 비상장주식의 평가방법으로 장부가치와 초과이

익의 현재가치의 합계액으로 주식을 평가하는 EBO모형의 도입을 검토하여야 한다. 본 연구 및 다른 연구에서 밝혀진 바와 같이 EBO모형은 주식의 실제가치를 잘 반영하는 방법이다. EBO모형을 세법에 도입함에 있어서 장부가치는 문제가 되지 않지만 초과이익의 현재가치는 그 계산상 미래이익의 예측이 필요하다는 점에서 변형이 필요하다. 왜냐하면 세법에 불확실한 미래이익의 예측에 관한 규정을 들 수 없을 것이기 때문이다. 따라서 미래이익의 예측치 대신 현재의 이익 또는 최근 이익의 평균 등 객관적인 회계수치를 기초로 계산하도록 규정하여야 할 것이다. 한편 할인율을 규정함에 있어서도 현행 세법에서처럼 15%로 고정하는 것은 논리적으로 수공이 가지 않기 때문에 산업의 평균 자본비용을 국세청장이 조사하여 적용하도록 하든가 당좌차월 이자율을 기초로 하는 것을 고려하여야 할 것이다.

현행 세법상 부동산은 개별공시지가 또는 기준시가에 의하여 평가하도록 되어 있으며 개별공시지가 및 기준시가가 시가보다 낮은 수준이라는 점을 감안할 때 비상장주식의 평가방법을 실제가치를 반영하는 방향으로 개정하는 것은 또 다른 과세 불평등을 초래하는 것일 수도 있다. 그러나 비상장주식의 평가를 실제가치를 반영하는 방향으로 개정하는 것은 상장주식과의 형평을 이루게 되는 것이라는 점을 고려하여야 하며, 현행 상속세 및 증여세법상 금융재산에 대하여는 당해 금융재산의 20%에 상당하는 금액을 상속 또는 증여 재산가액에서 공제하도록 하고 있으므로 부동산에 대한 상대적 고평가문제는 해소될 수 있다고 하겠다.

셋째, 서로 다른 시가의 개념은 통일되어야 하며 모호한 개념은 명확하게 규정하여야 한다. 이를 구체적으로 열거하면 다음과 같다.

- ① 비상장주식의 평가방법에 있어서 상속세 및 증여세법상 규정과 소득세법상 규정 및 법인세 특별부가세를 계산함에 있어서 적용되는 규정은 약간 차이가 있으나 달리 규정해야 할 논리가 존재하지 아니하므로 통일하여야 한다.

- ② 소득세법과 법인세법상 정상가액의 개념은 두 가지 의미로 사용되고 있으나 동일한 용어를 다른 의미로 사용하는 것은 혼란을 야기할 수 있으므로 별도의 용어를 사용하여야 한다.

넷째, 법인세법과 소득세법에서 보유주식 또는 합병관련주식을 원가법 또는 액면가액으로 평가하도록 하는 것은 경제적 실질을 도외시한 것으로 다음과 같이 재검토할 필요가 있다.

- ① 소득계산에 있어서 보유주식을 원가법으로 평가하도록 하는 것은 주식평가손실이 발생하여 회복할 가능성이 없는 경우에도 당해 평가손실을 소득에서 차감할 수 없도록 하여 기업(주요 주식보유법인인 금융기관 등 기관투자자자임)의 조세부담을 가중시킬 뿐 아니라 평가손실을 계상하도록 하고 있는 기업회계기준과도 차이가 발생하게 된다. 따라서 보유주식의 평가를 시가법으로 하도록 하는 것이 바람직하다고 생각한다. 다만, 거대한 주식평가손실을 일시에 소득에서 공제하도록 개정하는 경우 세수부족 문제를 초래할 수 있기 때문에 점진적이고 장기적인 시가법의 도입이 고려되어야 할 것이다.
- ② 보유주식에 대하여 교부받은 무상주식의 액면가액을 배당으로 의제하여 과세하는 것은 무상주식의 교부가 당해 주식 발행법인의 자본계정간 대체에 불과하다는 점에서 불합리한 것이며 기업회계에서도 수익으로 보고 있지 아니하므로 과세에서 제외하여야 한다.
- ③ 합병시 합병차익, 청산배당 및 의제배당을 계산함에 있어서 교부받은 합병법인의 주식을 액면가액으로 계산하도록 하는 것은 경제적 실질을 반영하지 아니하는 것으로 불합리하다고 하겠다. 다만, 이러한 평가방법이 구조조정을 용이하게 하는 효과가 있다면 논리적 타당성을 가질 수 있을 것이나 이 경우에도 모든 합병에 대하여 무차별하게 혜택이 적용되도록 하는 것에 대하여는 재검토가 필요할 것이다.

### 3. 研究의 限界 및 앞으로의 研究方向

본 연구를 수행함에 있어서는 다음과 같은 한계가 존재하였으며 앞으로 이를 개선하는 노력이 뒤따라야 할 것이다.

첫째, 상속세 및 증여세법에 의한 평가액의 계산에 있어서 당해 법인이 보유하는 자산은 시가(불분명한 경우 개별공시지가, 과세 시가표준 등)로 평가하는 것이 원칙이나 자료를 입수할 수 없어서 장부가치로 평가하였으며 이로 인하여 예측오차가 과대평가되었을 가능성이 있다. 보유부동산에 대한 시가를 공시하는 제도가 시행된 1997년 이후의 자료를 기초로 분석하면 이를 개선할 수 있을 것이다.

둘째, 비상장주식의 평가방법에 대한 적정성을 검증하기 위하여 실체가치가 존재하는 상장주식의 자료를 이용하였으나 비상장법인은 상장법인에 비하여 유통 가능성이 적기 때문에 이로 인한 평가액에의 영향이 고려되어야 하지만 그 영향을 합리적으로 측정할 수 없기 때문에 간과하였다. 이러한 비상장법인에 대한 유통 제약이 실체가격에 반영된다면 현행 세법상의 평가액에 대한 예측오차가 감소할 수 있을 것이다.

셋째, 본 연구에서는 미래 이익의 현재가치를 추정함에 있어서 적용하는 할인율을 세법상 비율인 15%로 하였으나 이에 대한 타당성을 검증하는 연구가 필요하다.

## 參 考 文 獻

- 강효석, 「기업공개시 공모주 가격결정에 관한 연구」, 『재무연구』, 제3호, 1990, pp. 157~176.
- 강효석·이원흠·조장연, 『기업가치평가론』, 홍문사, 1997.
- 구자균, 『기업가치분석』, 도서출판 세진기획, 1996.
- 김건우, 『기업가치』, 법문사, 1996.
- \_\_\_\_\_, 「발행가와 자산가치 및 수익가치의 비교」, 『재무관리연구』, 제9권, 1992, pp. 193~205.
- 김권중, 「자산재평가와 회계정보 유용성에 관한 실증적 분석」, 『회계학연구』, 제22권 제3호, 1997, pp. 1~22.
- 김문철, 「신주공모주식의 발행가격 결정에 있어서의 회계정보의 역할」, 『회계학연구』, 제19호, 1994, pp. 73~102.
- 김응한·이영기, 「기업공개·유상증자시 발행가 결정 및 제문제점」, 『경제학연구』, 제36집, 1988, pp. 171~190.
- 남주하·조장옥, 『한국 상장기업의 자본 비용측정과 국제 비교』, 한국경제연구원, 1996.
- 박철우, 「신주공모주식의 주가형성에 대한 수익가치와 자산가치의 영향에 관한 연구」, 『회계학연구』, 제16호, 1993, pp. 313~336.
- 선우석호, 「한국기업의 재무구조 결정요인과 자본비용」, 『재무연구』, 1990, pp. 61~80.
- 송영오, 「주식용모가격 결정 및 관련제도 운영에 관한 고찰」, 『증권조사월보』, 증권감독원, 1992. 10.
- 송인만·박철우, 「신규공모주 주가수준과 상대가치」, 『증권학회지』,

- 제18집, 1995.
- 신동령, 「기업가치평가와 가치중시 경영에 관한 연구」, 『회계와 감사연구』, 제32호, 1996, pp. 243~272.
- 신세철, 「우리나라 상장기업의 자본비용 변화에 관한 연구」, 『상장협』, 제35호, 1997.
- 신승묘, 「주식가치 평가에 있어서의 회계정보의 유용성에 관한 연구」, 『회계학 연구』, 제21권 제4호, 1996, pp. 21~36.
- 유홍기, 「기업가치결정모형의 설정과 적용에 관한 실증적 연구」, 숭실대학교 대학원 박사논문, 1995.
- 이재경·장범식·우영호·윤계섭, 「기업공개 가치와 공모주식 발행가액 결정에 관한 연구」, 『증권』, 1995, pp. 3~25.
- 임용기, 「우리나라 최초 공모주시장의 가격기능에 관한 연구 : 발행가격자율화 조치를 중심으로」, 『증권학회지』, 제13집, 1991, pp. 103~135.
- 임용기·이성규, 『한국의 최초공모주 시장』, 대우경제연구소, 1994.
- 정성창, 「기업공개와 주가형태 - 공개전 유무상증자를 중심으로」, 『재무연구』, 제5호, 1992a, pp. 181~216.
- \_\_\_\_\_, 「우리나라 최초공모주의 과도한 저가발행에 대한 원인분석과 개선방향」, 『재무관리연구』, 제9권 제2호, 1992b, pp. 149~168.
- 정혜영, 「회계수치에 의한 가격결정모형」, 『회계학연구』, 제20권 제1호, 1995, pp. 1~28.
- 증권거래소, 『EVA경영』, 1997.
- 최원곤, 「신규공모주식의 가치평가에 관한 연구」, 경희대학교 대학원 석사논문, 1997.
- 한국신용평가(주), 『주식가치평가 매뉴얼』, 1996.
- 한상국 외, 『상속·증여세제의 합리화 방안』, 연구보고서 96-06, 한국조세연구원, 1996.

- Beaver, W., *Financial Reporting: An Accounting Revolution*, 2nd ed., Prentice Hall, 1989.
- Beranrd, V., "The Feltham—Ohlson Framework: Implications for Empirists," *Contemporary Accounting Research* 11, 1995.
- \_\_\_\_\_, "Accounting—Based Valuation Methods, Determinants of Market—to—Book Ratios, and Implication for Financial Statement Analysis," *Working paper*, University of Michigan, 1994.
- Copeland, T., T. Koller and J. Murrin, *Valuation; Measuring and Managing the Value of Companies*, 2nd ed., John Wiley & Sons, 1994.
- Cornell, B., *Corporate Valuation*, Irwin, 1993.
- Damodaran, A., *Investment Valuation*, John Wiley & Sons, 1996.
- Edwards, E. and P. Bell, *The Theory of and Measurement of Business Income*, Berkeley, California; University of California Press, 1961.
- Feltham, G. A. and J. Ohlson, "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities," *Contemporary Accounting Research* 11, 1995, pp. 689~731.
- Foster, G., *Financial Statement Analysis*, Prentice—Hall, 1986.
- Gurney, R., *Share Valuation Manual*, Gower Publishing Company, 1987.
- Lawrence, H. Averill, Jr, *Estate Valuation Handbook*, John Wiley & Sons, 1983.
- Leclair, M. S., "Valuing the Closely—held Corporation: The Validity and Performance of Established Procedures," *Accounting Horizon*, 1990, pp. 31~42.

- Lee, Charles M. C., "Residual Income Valuation: A Primer," Working paper, University of Michigan and the New York Exchange, 1995.
- Ohlson, J., "Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation," *Contemporary Accounting Research* 11, 1995, pp. 661~687.
- Peasnell, K., "On Capital Budgeting and Income Measurement," *Abacus*, 1981, pp. 52~67.
- Penman, S., "Return to Fundamentals," *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 1992, pp. 465~484.
- Pratt, S. P., Robert F. Reilly and Robert P. Schweihs, *Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, 3rd ed., Irwin, 1996.
- Watts, R. L. and J. L. Zimmerman, *Positive Accounting Theory*, 1986.
- West, T. L. and J. D. Jones, *Handbook of Business Valuation*, John Wiley & Sons, 1992.

〈국문 요약〉

## 現行 稅法上 株式評價의 問題點과 改善方案

李恩尙·李俊奎

세법상 주식평가방법은 납세의무자의 조세부담에 직접적으로 영향을 미치는 중요한 규정이지만 현행 세법상 주식평가방법은 평가기준이 서로 일치하지 않아 혼란의 여지가 있고, 비상장주식의 시가가 불분명한 경우 자산가치와 수익가치의 단순평균액으로 평가하도록 함으로써 기업의 실제가치를 반영하지 못하며, 원가법 또는 액면가액법으로 평가하는 경우 경제적 실질을 반영하지 못하는 문제점이 있다.

상장법인주식을 대상으로 실증분석을 실시한 결과 자산가치와 수익가치를 단순평균하는 주식의 평가방법에 의한 평가액은 실제 주가보다 평균 47% 저평가되는 것으로 나타났다. 또한 자산가치는 주가의 평균 89%이고, 수익가치는 주가의 평균 38%에 불과하여 수익가치가 자산가치에 비하여 주가를 반영하는 데 문제가 있음을 보여주고 있다.

초과이익(陰數일 때 0으로 함)의 발생기간을 5년으로 하고 할인율을 세법에서와 같이 15%로 하여 회계수치에 의한 가격결정모형(EBO 모형)을 적용한 결과 그 예측치는 실제주가에 비하여 평균 3% 정도 과대평가되는 것으로 나타나 상당히 실제가치를 반영하는 평가모형이라고 판단된다.

본 연구를 통하여 제안하는 주식평가방법에 대한 개선방안은 다음과 같다.

첫째, 단기적으로는 비상장주식의 평가방법으로 자산가치와 수익가치를 단순평균하는 대신 자산가치만으로 평가하든지 아니면 자산가치에 대한 가중치를 높여야 한다. 둘째, 장기적으로는 비상장주식의 평가방법으로 장부가치와 초과이익의 현재가치의 합계액으로 주식을 평가하는 EBO모형으로 평가하는 방안을 고려할 필요가 있다. 셋째, 세법상 서로 다른 시가의 개념은 통일되어야 한다. 넷째, 보유주식 또는 합병관련주식을 원가법 또는 액면가액법으로 평가하도록 하는 규정에 대하여는 그 타당성을 재검토하여야 한다.

〈Abstract〉

## Problems with and Remedies for Valuation of Stock under Current Tax Law

Lee, Eunsang and June—Q Lee

Main problems with valuation of stock under current tax law are three—fold. First, definitions of current value of stock are inconsistent and varies because of situation—specific tax regulations. Second, current valuation method based on simple average of asset value and earning value seriously undervalues stocks which are not traded in Korean Stock Exchange. Statistical analysis in this study shows that simple average valuation method undervalues, by 47% on average, stocks traded in Korean Stock Exchange. Third, cost method or face—value method used for the valuation of stocks held for investment purposes or merger—related stocks does not reflect economic substance.

Remedies for these problems are as follows. First, in the short run, valuation of nontradable stocks should be based either on asset value alone or on weighted average value which gives more weight to asset value. According to statistical analysis in this study on historical stock market data, asset value amounts to 89% of real value, while earning value is only 38% of real value on average. Second, in the long run, valuation of nontradable stocks should be based on book value plus net present value of excess earnings sug-

gested by EBO model. Assuming nonnegative excess earning power of five years and 15% discount rate, empirical analysis in this study shows that estimated value by EBO model slightly overestimates real value by 3% on average. This means that book value plus net present value of excess earnings provides better proxy for real value. Third, situation-specific definitions of current value of stock should be unified to provide uniform definition. Lastly, cost method or face-valued method should be reexamined in light of substance over form.

## 〈著者 略歷〉

### 李 恩 尙

서울大學校 經濟學科 卒業  
美國 Chicago大 經營學 碩士  
美國 Stanford大 經營學 博士  
現 慶熙大學校 經營學部 教授

### 李 俊 奎

建國大學校 經營學科 卒業  
美國 Chicago大 經營學 碩士  
建國大學校 經營學 博士  
韓國公認會計士 及 美國公認會計士  
財政經濟部 國稅審判所 非常任審判官  
現 慶熙大學校 經營學部 教授

研究報告書 98-03

## 現行 稅法上 株式評價의 問題點과 改善方案

---

1998年 12月 21日 印刷  
1998年 12月 28日 發行

著 者 李恩尙·李俊奎

發行人 柳一鎬

發行處 韓國租稅研究院

1137-1310 서울特別市 瑞草區 良才洞 60番地  
電話：3460-2114(代), 팩시밀리：574-9183

登 錄 1993年 7月 15日 第21-466號

組版 및 一 志 社  
印 刷

© 韓國租稅研究院 1998

ISBN 89-8191-123-1

---

\* 잘못 만들어진 책은 바꾸어 드립니다.

값 4,000원