

세법연구 08-10

# 주요국의 비상장주식 평가제도

2008. 12

박명호 · 김태훈 · 기은선

세 법 연 구 센 터

 한국조세연구원

# 목 차

I. 서론	7
II. 우리나라 비상장주식 평가제도	9
1. 개요	9
2. 상속세및증여세법	9
가. 평가원칙	9
나. 보충적인 평가방법	10
다. 평가방법 변천내용	24
3. 법인세법	28
가. 개요	28
나. 시가	28
다. 정상가액	30
4. 소득세법	30
가. 개요	30
나. 시가	30
다. 기준시가	31
III. 주요국의 비상장주식 평가제도	33
1. 미국	33
가. 개요	33
나. 입법방식	33
다. 평가원칙	36
라. 주식평가에서 고려해야 할 사항	39
마. 평가방법	45

바. 할인 및 할증평가	54
사. 주식평가 관련 세무행정	58
아. 평가에 대한 패널티(penalty)	68
2. 일본	71
가. 개요	71
나. 입법방식	72
다. 평가원칙	74
라. 보충적인 평가방법	75
마. 할증 및 할인평가	94
바. 평가에 대한 패널티(penalty)	96
3. 영국	97
가. 개관	97
나. 시장가치	98
다. 평가방법	100
4. 독일	107
가. 개관	107
나. 공정가격	108
다. 보충적 평가방법	109
5. 국제비교	115
IV. 우리나라 비상장주식 평가제도 개편방안	121
1. 주식의 가치평가방법 제한문제	121
가. 주식의 가치평가방법 다양화	121
나. 입법방식	122
다. 다른 법률과의 관계	124
라. 업종 간의 차이에 대한 고려	125
마. 세무행정 비용	127
2. 수익가치 산정상의 문제	128

3. 자산가치 산정상의 문제.....	131
4. 유사업종비교평가방식 확대.....	133
5. 위원회에 의한 평가대상 확대.....	135
6. 세목 간의 평가방법 차이.....	136
7. 할증·할인평가 문제.....	136
8. 새로운 형태의 주식에 대한 평가.....	138
9. 영업권 산정문제.....	139
참고문헌.....	140

## 표 목 차

〈표 II-1〉 위원회의 구성	17
〈표 II-2〉 우리나라 비상장주식 평가제도	22
〈표 II-3〉 상속세및증여세법상의 비상장주식 평가방법 변경내용	25
〈표 III-1〉 일본의 평가방식 개요	76
〈표 III-2〉 회사규모 판정기준	78
〈표 III-3〉 광업 및 건설업의 유사업종비준가액 산정 기초자료(예시)	84
〈표 III-4〉 각 국의 비상장주식 평가제도 비교	115

## 그림 목차

[그림 III-1] 미국의 비상장주식 평가개요	37
[그림 III-2] 비교가능가격방식에서 기업가치 산출방법	47
[그림 III-3] 초과이익방식에서 기업가치 산출방법	48
[그림 III-4] 미래이익할인방식에서 기업가치 산출방법	50
[그림 III-5] 현금흐름할인방식에서 기업가치 산출방법	50
[그림 III-6] 일본의 비상장주식 평가개요	75

## I. 서론

- 기업 간에 구조조정 작업이 활발하게 진행됨에 따라 합병·분할·지주회사 설립·증자·감자 등과 같은 자본거래 역시 급속하게 증가하고 있음.
  - 합병(분할)비율, 기업의 인수가액, 신규 상장가액, 유상증자(감자)가액 등의 결정에 있어 가장 핵심이 되는 것이 바로 비상장주식의 평가 문제라고 할 수 있음.
  - 특히, 국제회계기준에서는 명백히 부적절한 경우가 아닌 한 주식을 공정가액으로 평가하는 것을 원칙으로 하고 있는바, 향후 비상장주식의 평가에 대한 기업의 관심이 더욱 커질 것으로 보임.
  
- 비상장주식의 평가와 관련하여서는 여러 가지 다양한 방법과 이론들이 제시되고 있음.
  - 대표적인 평가방법에는 자산가치평가기법, 수익가치평가기법, 상대가치평가기법 등이 있음.
    - 자산가치평가기법: 기준일 현재 회사가 가진 모든 자산과 부채의 시가를 구한 후, 자산에서 부채를 뺀 순자산가액으로 주식의 가치를 산정하는 방법
    - 수익가치평가기법: 미래에 예상되는 효익을 현재시점에서 가치로 전환시켜 주식의 가치를 측정하는 방법
    - 상대가치평가기법: 평가대상 회사와 동일한 또는 유사한 업종을 영위하는 상장기업과의 비교를 통해 주식의 가치를 유추하여 내는 방법
  - 한편 세법이나 <유가증권발행및공시등에관한규정시행세칙> 등에서는 순자산가치와 순손익가치를 동법에서 정한 비율로 가중평균하는 방식으로 주식의 가치를 산출하고 있음.
    - 특히, 세법에서는 자의적인 평가가액 결정으로 인한 조세회피방지 목적으로 일률적인 공식에 의한 평가를 원칙으로 하고 있음.

- 그 동안 상속세및증여세법 규정에 따른 보충적인 평가방식에 대해서는 지나치게 단순하고 비논리적이라는 지적이 끊임없이 제기되어 왔으나, 실무에서는 과세당국과의 조세마찰 회피 혹은 절세효과 획득 등을 위해 상속세및증여세법 규정에 따른 평가를 선호하고 있음.
  - 민·형사 사건과 관계되는 법원의 판결에선 상속세및증여세법 규정에 따른 보충적인 평가를 비상장주식에 대한 적절한 가치평가방법으로 인정하지 않고 있음.
  - 결국 상속세및증여세법 규정에 따른 보충적인 평가가액으로 주식을 거래하게 되면 자칫 민·형사상의 처벌에 직면하게 되는 모순적인 결과를 낳게 됨.
  - 따라서 기업의 실질적인 가치를 반영하고, 다른 법률 규정과의 충돌을 피하기 위해서는 상속세및증여세법 규정에 따른 보충적인 평가를 보다 합리적인 방법으로 전환해야 할 필요가 있음.
  
- 비상장주식의 경우 평가의 객관적인 기준이 분명하지 않다보니 그 동안 여러 번에 걸쳐 세법 개정이 있어 왔음.
  - 그러나 현행 방식이 비상장주식의 실질적인 가치를 가장 잘 나타내는 가액인지 여부에 대해서는 아직까지 논란이 계속되고 있음.
  
- 본 연구의 목적은 향후 우리나라 비상장주식의 평가제도 개선에 유용한 시사점을 제공하는 데에 있음.
  - 이를 위해 미국, 일본, 독일, 영국 등 4개국의 사례를 분석하였으며, 이들 국가와의 비교를 통해 우리나라 제도가 가진 문제점과 개선방안 등에 대해 살펴보았음.
  
- 본 연구의 구성을 살펴보면 다음과 같음.
  - 먼저 제Ⅱ장에서는 비상장주식의 평가와 관계되는 현행의 세법규정에 대해 살펴보았으며, 제Ⅲ장에서는 미국, 일본, 독일, 영국 등 4개국의 사례를 살펴보았음.
  - 마지막으로 제Ⅳ장에서는 국제비교 등을 통해 우리나라 제도의 문제점을 적시하고, 이에 대한 구체적인 개선방안 등을 제시했음.

## II. 우리나라 비상장주식 평가제도

### 1. 개요

- 우리나라 경우에는 주식의 평가에 관한 구체적인 내용을 법률에서 규정하고 있음.
  - 또한 각 세목별로 평가의 목적에 따라 시가의 범위를 조금씩 달리 규정하고 있음.
    - 상속세및증여세법, 법인세법, 소득세법 등 각 세목에서 규정하고 있는 시가의 범위가 조금씩 다름.
    - 동일 세목 내에서도 평가의 목적에 따라 평가방법 자체가 달라지는 경우가 있음.
- 시가가 불분명한 경우에는 세법에서 정한 공식에 의한 일률적인 평가를 원칙으로 함.
  - 개별 기업의 특성을 고려하기 위해 일부 예외 규정을 두고 있긴 하나, 예외 규정을 적용받을 수 있는 사유 역시 법률에서 명시하고 있음.

### 2. 상속세및증여세법

#### 가. 평가원칙

- 상속세 또는 증여세가 부과되는 자산의 경우 상속 또는 증여 당시 시가에 의해 평가하는 것을 원칙으로 함<sup>1)</sup>.
  - 이 때 “시가”라고 함은 불특정 다수인 사이에 자유로이 거래가 이루어지는 경우 통상 성립되는 가액을 말함<sup>2)</sup>.

---

1) 상속세및증여세법 제60조 제1항

2) 상속세및증여세법 제60조 제2항

- 아래에 해당하는 가액 역시 “시가”의 범위에 속함.
- 기준일 전후 6월(증여의 경우에는 3월) 이내의 기간 중에 매매·수용·경매 또는 공매가 있는 경우에는 다음에 해당하는 가액을 시가로 봄.
    - 당해 재산에 대해 매매 사실이 있는 경우: 매매사례가액(다만, 특수 관계가 있는 자와의 거래 등 그 가액이 부당하면 제외)
    - 당해 재산에 대해 수용·경매 또는 공매 사실이 있는 경우: 그 보상가액·경매가액 또는 공매가액
  - 기타 자산의 경우에는 감정평가법인으로부터 감정 받은 감정평가가액 역시 시가의 범위에 포함되나, 주식의 경우에는 이를 시가로 인정하지 않음<sup>3)</sup>.
- 한편 시가를 산정하기 어려운 경우에는 당해 자산의 종류·규모·거래상황 등을 감안하여 상속세및증여세법 제63조에서 정한 보충적인 방법으로 평가해야 함<sup>4)</sup>.

## 나. 보충적인 평가방법

### 1) 최대주주 등의 지분이 아닌 경우 평가방법

#### ① 주식가치 산정방식

- 일반적인 경우에는 1주당 순손익가치와 1주당 순자산가치를 각각 3과 2의 비율로 가중 평균하여 평가하는 것을 원칙으로 함<sup>5)</sup>.
- 다만, “부동산 과다보유법인”이면 1주당 순손익가치와 1주당 순자산가치의 비율을 각각 2와 3으로 함.
    - 이 때 “부동산 과다보유법인”이란 당해 법인의 자산총액 중 토지 및 부동산에 관한 권리가액 합계가 50% 이상을 차지하는 법인을 말함.
  - 순손익가치 또는 순자산가치가 0보다 작은 경우에는 이를 0으로 보아 가중평균하

3) 상속세및증여세법시행령 제49조 제1항 제2호

4) 상속세및증여세법 제60조 제3항

5) 상속세및증여세법시행령 제54조 제1항

는바, 1주당 순손익가치와 1주당 순자산가치가 모두 0보다 작은 경우에는 평가가액 역시 0이 됨.

- 그러나 다음에 해당하는 경우에는 순손익가치와 순자산가치를 가중평균하지 않고, 1주당 순자산가치에 의해 평가해야 함<sup>6)</sup>.
  - 상속세 및 증여세 과세표준신고기한 내에 평가대상 법인의 청산 절차가 진행중이거나 사업자의 사망 등으로 인하여 사업을 계속하는 것이 힘들다고 인정되는 경우
  - 사업개시 전의 법인, 사업개시 후 3년 미만의 법인과 휴·폐업중에 있는 법인의 주식 또는 출자 지분
  - 3년 내의 사업연도부터 계속하여 법인세법상의 결손금이 있는 법인의 주식

## ② 순손익가치의 계산

- 계산원칙<sup>7)</sup>
  - 과거 3년간의 손익자료 이용이 원칙이나, 과거의 손익자료 이용이 불합리한 경우로서 기획재정부령에서 정한 경우에는 향후 2년간의 추정손익 자료 이용 가능
- 추정손익 자료 이용이 허용되는 경우<sup>8)</sup>
  - 추정손익 자료 이용을 위해서는 다음 중 하나에 해당해야 함.
    - 기업회계기준상의 특별손익 항목의 최근 3년간의 가중평균 값이 정상손익 항목의 최근 3년간의 가중평균 값의 50%를 초과하는 경우
    - 기준일 직전 3년이 되는 날이 속한 사업연도 개시일부터 기준일까지 기간중에 합병·분할·증자 또는 감자를 하였거나 주요 업종이 바뀐 경우
    - 합병에 따른 증여이익 산정을 위해 합병당사법인 주식의 가치를 산정하는 경우
    - 최근 3개 사업연도 중 1년 이상 휴업했던 사실이 있는 경우
    - 기업회계기준상의 유가증권·유형자산 처분손익 및 특별손익 합계에 대한 최근 3

6) 상속세및증여세법시행령 제54조 제4항

7) 상속세및증여세법시행령 제54조 제1항

8) 상속세및증여세법시행규칙 제17조의 3 제1항

년간의 가중평균 값이 법인세 차감 전 손익에 대한 최근 3년간의 가중평균 값의 50%를 초과하는 경우

- 주요 업종(당해 법인이 영위하는 사업 중 직접 사용하는 유형고정자산 가액이 가장 큰 업종을 말함)에 있어 정상적인 매출발생 기간이 3년 미만이 되는 경우

□ 실제손익 자료를 이용하는 경우(1주당 순손익가치 계산산식)<sup>9)</sup>

- 실제손익 자료를 이용하는 경우에는 아래의 산식에 의거 1주당 순손익가치를 산정해야 함.

$1\text{주당 순손익가치} = 1\text{주당 최근 3년간의 순손익액 가중평균 값}^1) \div \text{순손익가치환원율}^2)$
--

- 주: 1) 1주당 최근 3년간의 순손익액 가중평균 값=  
 [(평가기준일 현재 1년이 되는 사업연도 1주당 순손익액×3)+(평가기준일 현재 2년이 되는 사업연도 1주당 순손익액×2)+(평가기준일 현재 3년이 되는 사업연도 1주당 순손익액×1)]:6  
 2) 순손익가치환원율: 현행 10%(금융기관에서 보증하는 3년 만기 회사채 수익률을 감안하여 지정·고시)

1. 순손익액 계산산식

법인세법 제14조의 규정에 의한 각 사업연도소득 (+) 가산항목 ① 국세 또는 지방세의 과오납금 환급금에 대한 이자 ② 수입배당금 익금불산입금액 ③ 이전연도 한도초과 기부금 중 이월공제되는 금액 (-) 차감항목 ① 당해 사업연도 법인세 및 그에 부가되는 농어촌특별세 및 소득할주민세 ② 벌금·과료·과태료·가산금 및 체납처분비용 ③ 법령에 의하여 의무적으로 납부하는 것이 아닌 공과금 ④ 각 세법에서 규정하는 징수불이행으로 인하여 납부하였거나 납부해야 할 세액 ⑤ 기부금 손금불산입금액 ⑥ 접대비 손금불산입금액 ⑦ 과다경비 등의 손금불산입금액 ⑧ 업무와 관련없는 비용의 손금불산입금액 (=) 순손익액
--

9) 상속세및증여세법시행령 제54조 제1항

□ 추정손익 자료를 이용하는 경우(1주당 순손익가치 계산산식)<sup>10)</sup>

○ 추정손익 자료를 이용하는 경우에는 아래의 산식에 의거 1주당 순손익가치를 산정해야 함.

$$1\text{주당 순손익가치} = \langle \text{유가증권 발행 및 공시 등에 관한 규정 시행세칙} \rangle \text{ 제7조에 따른 } 1\text{주당 추정이익}^1 \div \text{순손익가치환원율}^2$$

- 주: 1) <유가증권 발행 및 공시 등에 관한 규정 시행세칙> 제7조에 따른 1주당 추정이익  
 - 향후 2년간의 손익을 추정하여 다음의 산식에 따라 1주당 추정이익 산정  
   i) 제2차 사업연도 추정이익 < 제1차 사업연도 추정이익  
       1주당 추정이익 = (제1차 사업연도 추정이익 + 제2차 사업연도 추정이익) ÷ 2  
   ii) 제2차 사업연도 추정이익 ≥ 제1차 사업연도 추정이익  
       1주당 추정이익 = (제1차 사업연도 추정이익 × 3 + 제2차 사업연도 추정이익 × 2) ÷ 5  
 2) 순손익가치환원율: 현행 10% (금융기관에서 보증하는 3년 만기 회사채 수익률을 감안하여 지정·고시)

1. 추정이익 계산산식  
 추정이익 = (추정법인세비용차감전계속사업이익 + 유상증자추정이익 - 우선주배당조정금액 - 법인세 등) ÷ 사업연도 말 현재의 발행주식총수

③ 순자산가치의 계산

□ 계산원칙

○ 기준일 현재 “당해 법인의 순자산가액”을 “발행주식총수” 숫자로 나누어서 계산  
 - “당해 법인의 순자산가액”이란 상속세법 규정에 따른 자산의 평가가액에서 부채를 뺀 금액을 말함.

△ 이 경우 당해 법인의 자산을 보충적인 평가방법으로 평가했을 때의 가액이 장부가액(기업회계기준 등에 의해 작성되는 B/S상의 장부가액. 다만, 감가상각 대상자산이면 법인세법상의 감가상각비를 차감한 후의 가액을 말함)보다 적은 경우에는 장부가액으로 하되, 장부가액보다 적은 정당한 사유가 있는 경우에는 그러하지 않음.

□ 순손익가치와 순자산가치를 가중평균하여 주식의 가치를 산정하는 경우(1주당 순손

10) 유가증권 발행 및 공시 등에 관한 규정 시행세칙 제7조

익가치 계산산식)

○ 순손익가치와 순자산가치를 가중평균하여 주식의 가치를 산정하는 경우에는 다음의 산식에 의해 1주당 순자산가치를 산정해야 함<sup>11)</sup>.

$$1\text{주당 순자산가치} = (\text{영업권 포함 전 순자산가액} + \text{영업권}) \div \text{발행주식총수}$$

주: 1) 영업권 포함 전 순자산가액 = 상속세법 규정에 따른 자산의 평가가액<sup>①)</sup> - 상속세법 규정에 따른 부채의 평가가액<sup>②)</sup>

- ① 상속세법 규정에 따른 자산의 평가가액=B/S상의 장부가액+평가차액(상속세및증여세법상의 평가가액-B/S상의 장부가액)+자산에 가산하는 가액-자산에서 제외되는 가액
  - ② 상속세법 규정에 따른 부채의 평가가액=B/S상의 장부가액+평가차액(상속세및증여세법상의 평가가액-B/S상의 장부가액)+부채에 가산하는 가액-부채에서 제외되는 가액
- 2) 영업권 = MAX[영업권 환산가액, 유상취득 영업권의 평가가액]<sup>12)</sup>
- ① 영업권 환산가액=(최근 3년간의 순손익액 가중평균 값×50%-자기자본×10%)×영업권의 지속연수 등을 감안하여 도출되는 연금의 현재가액수(5년, 10% 할인율 적용)
  - ② 유상취득 영업권의 평가가액: 유상취득 영업권이 있는 경우에는 매입가액에서 법인세법상의 감가상각비를 뺀 금액으로 평가해야 함.

1. 자산 또는 부채에서 가산·제외하는 항목

	추가항목	제외항목
자산	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 세무상 유보잔액. 다만, 다음과 같은 항목들은 제외.</li> <li>- 제충당금 및 준비금에 대한 유보잔액</li> <li>- 이미 상속세및증여세법상의 보충적인 평가방법으로 평가가 이루어진 자산에 대한 유보 잔액</li> <li>- 보험업 법인의 책임준비금과 비상위험준비금에 대한 유보잔액</li> <li>• 기준일 현재 지급받을 권리가 확정되는 가액</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 선급비용(기준일 현재 비용으로 확정되는 것에 한함)</li> <li>• 개발비</li> <li>• 이연법인세자산</li> </ul>
부채	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 기준일까지 발생하는 소득에 대한 법인세, 농어촌특별세 및 소득할 주민세</li> <li>• 기준일 현재 이익의 처분으로 확정되는 배당금·상여금 및 기타 지급의무 확정금액</li> <li>• 기준일 현재 재직하는 임원 또는 사용인 전원이 퇴직하는 경우 지급되어야 할 퇴직급여 추계액</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 기준일 현재의 제충당금 및 조특법 및 기타 법률에 의한 제준비금. 다만, 다음에 해당하는 것 제외.</li> <li>- 충당금 중 기준일 현재 비용으로 확정되는 것</li> <li>- 보험업을 영위하는 법인의 책임준비금과 비상위험준비금으로 법인세법 시행령 제57조 제1항 내지 3항에서 정한 범위 내의 금액</li> <li>• 이연법인세부채</li> </ul>

11) 상속세및증여세법시행령 제55조 제1항

12) 상속세및증여세법시행령 제55조 제3항, 동법 제64조 제1항, 동법시행령 제59조 제2항, 동법시행규칙 제16조 제2항

- 순자산가치로만 주식의 가치를 산정하는 경우(1주당 순손익가치 계산산식)
  - 순손익가치와 순자산가치를 가중평균하지 않고, 순자산가치로만 주식의 가치를 산정하는 경우에는 다음의 산식에 의해 1주당 순자산가치를 산정해야 함.
  - 즉, 영업권 가액을 가산하지 않음.

$1\text{주당 순자산가치} = \text{영업권 포함 전 순자산가액} \div \text{발행주식총수}$
---

④ 기업공개 준비 중인 회사의 주식평가

- 기업공개 준비 중인 회사의 경우에는 둘 중 큰 가액으로 평가해야 함<sup>13)</sup>.
  - 당해 주식의 공모가격
    - “공모가격”이란 수요예측 결과를 반영하여 주관회사와 발행회사가 정한 가격을 말함.
  - 상속세및증여세법상의 보충적인 평가가액
- 이 때 “기업공개 준비 중인 회사”라고 함은 다음에 해당하는 회사를 말함.
  - 기업공개 목적으로 다음의 기간 내에 유가증권 신고 또는 상장신청 등을 한 법인의 주식
    - 유가증권 신고 또는 상장신청 직전 6월(증여세가 부과되는 주식 등의 경우에는 3월)부터 최초로 주식을 상장하기 전까지의 기간

⑤ “국세청 또는 지방청 평가심의위원회”에 의한 주식평가

㉠ 개요

- 중소기업 주식에 대해 당해 기업의 실질적인 가치를 반영하여 평가가 가능하게 함으로써 과세형평 및 납세자와의 마찰의 소지를 축소하기 위해 2003년 12월 30일 상속세및증여세법 시행령 개정 시 평가심의위원회에 의한 평가방법 신설
  - 시행준비기간 등을 감안하여 2005년 1월 1일 이후 상속이 개시되는 분 또는 증여하

13) 상속세및증여세법시행령 제57조

는 분부터 적용토록 함.

- 이전에도 이와 유사하게 유사상장법인 비교평가 방식이 도입됐던 적이 있음<sup>14)</sup>.
  - 토지가격 상승분이 주가에 반영되어 비상장주식이 유사상장법인 주가에 비해 높게 평가되는 점을 보완하기 위해 1990년 상속세및증여세법 시행령 개정 시 유사상장법인 비교평가 방식이 도입됐음.
    - 유사상장법인 비교평가 방식: 유사한 업종 및 규모의 상장법인 주가와 보충적인 평가가액 중 낮은 가액으로 평가
  - 그러나 세세분류 기준에 의해 업종을 선택하다 보니 유사상장법인 수가 극히 제한되었으며, 규모 측면에서 주당순자산가액, 주당순손익, 매출액경상이익률 중 2개 이상이 당해 법인과 상하 20% 내의 범위에 있는 유사상장법인 수가 거의 없어 제도의 집행 또는 유지가 어려워서 1993년에 폐지됐음.
- 그러나 1993년과 비교하여 볼 때 유사상장법인 수가 크게 증가했고, 비상장주식에 대한 현행의 보충적인 평가가 기업의 실질적인 가치에 비해 과대 또는 과소평가되는 사례가 빈번하여 이를 보완하기 위해 우선 중소기업 주식에 대해 평가심의위원회에 의한 주식평가 허용

#### ㉞ 신청요건

- 다음의 요건을 모두 충족하는 경우에는 “국세청 또는 지방청 평가심의위원회”가 심의하여 제시하는 평가가액 또는 평가방법으로 평가 가능<sup>15)</sup>
  - 중소기업 주식에 해당해야 함.
  - 자산·매출규모·사업의 영위기간 등을 감안하여 동종의 사업을 영위하는 다른 상장법인 주가와 비교했을 때 보충적인 평가방법으로 평가하는 것이 불합리한 것으로 인정되는 경우

14) 김광운 외(2007)

15) 상속세및증여세법시행령 제56조의 2 제1항  
비상장주식 평가심의위원회의 설치 및 운영에 관한 규정(2006.4.14. 국세청훈령 제1609호) 제13조

- 사업개시 후 2년 이상 경과했을 것
- 1주당 경상이익, 1주당 순자산가액 및 자본이익률이 양(+)의 값을 가질 것
- 유사상장법인 개수가 2개 이상 있을 것
- 해당 기업과 유사상장법인 간의 1주당 평가가액 차이율이 30% 이상 될 것
- 다음의 기한 내에 보충적인 방법에 의한 평가가액 및 그 평가부속서류 등을 첨부하여 신청해야 함.
  - 상속세: 과세표준신고기한 만료 4월 전
  - 증여세: 과세표준신고기한 만료 70일 전

□ 다만, 납세자가 평가부속서류 등을 제출하지 않았거나 상속세 또는 증여세를 부당하게 감소시킬 목적으로 평가를 신청하는 등 평가가액이나 평가방법 등을 제시하는 것이 불합리한 것으로 인정되는 경우에는 신청이 반려되는 수가 있음<sup>16)</sup>.

◎ 인적구성

□ 평가심의위원회의 인적구성, 지정권자, 임기 등을 살펴보면 아래 표와 같음<sup>17)</sup>.

〈표 II-1〉 위원회의 구성

구 분		내 용
국세청 평가심의 위원회	인적구성	① 국세청의 3급 공무원, 4급 공무원 또는 고위공무원단 소속 일반직공무원 중 3인 ② 9인 이내의 평가 전문가(변호사, 회계사, 세무사, 감정사 및 그 밖에 기업의 인수, 합병과 관련하여 학식과 경험이 풍부한 자)
	지정권자	①과 ② 모두 국세청장
	임기	민간인 위원의 경우 1년을 원칙으로 하되, 1회에 한해 연임 가능
지방청 평가심의 위원회	인적구성	① 국세청평가심위원회 위원 ② 지방청의 3급 공무원, 4급 공무원 또는 고위공무원단 소속 일반직공무원 중 1인 ③ 평가 전문가 2인
	지정권자	①의 경우에는 국세청장, ②와 ③의 경우에는 지방국세청장
	임기	민간인 위원의 경우 1년을 원칙으로 하되, 1회에 한해 연임 가능

16) 상속세및증여세법시행령 제56조의 2 제2항

17) 상속세및증여세법시행령 제56조의 2 제3항, 제8항 내지 제10항

㉔ 심의 시에 고려해야 할 사항

□ 평가가액 또는 평가방법 등을 제시하는 때는 다음과 같은 사항을 감안하여 심의해야 함<sup>18)</sup>.

- 보충적인 평가방법으로 당해 주식을 평가하는 경우 적합성 여부
- 보충적인 평가방법으로 평가하는 경우 예상되는 적정 평가가액
- 그 밖에 당해 법인의 업종·사업규모·자산상태 및 사회적인 인식 등을 고려했을 때 인정되는 적정 평가가액

□ 심의 시에 고려해야 할 기타 사항<sup>19)</sup>

- 당해 기업의 단순 회계상의 오류 또는 사실과 다른 회계처리 등으로 인한 차이에 대해서는 그 차이를 반영하여 평가
- 당해 기업의 자기자본 또는 타인자본 조달 이자율 등을 감안하여 순손익가치환원을 산정
- 당해 법인과 자산·매출액 규모, 사업의 영위기간 등을 감안하여 동종의 사업을 영위하고 있는 상장기업 주가와 비교평가
- 공정하고 객관적인 심의를 위해 필요한 경우에는 신용평가전문기관 등에 평가를 의뢰한다거나 심의에 앞서 관계자의 증언을 청취하는 것 역시 가능
  - 이 과정에서 수수료가 발생하는 경우에는 납세자가 부담하되, 이를 과세표준에서 공제 가능

㉕ 유사상장법인 선정기준

□ 유사상장법인으로 선정되기 위해서는 다음과 같은 요건을 모두 충족하는 상장법인 또는 협회등록법인이어야 함<sup>20)</sup>.

- 일반기준

18) 상속세및증여세법 제56조의 2 제2항

19) 상속세및증여세법 제56조의 2 제5항

20) 비상장주식 평가심의위원회의 설치 및 운영에 관한 규정(2006.4.14. 국세청훈령 제1609호) 제15조

- 사업개시 후 2년 이상 경과했을 것
- 상장일 또는 등록일로부터 3월이 경과했을 것
- 최근 2년 동안 적정 감사의견
- 최근 2년 동안 경영에 중대한 영향을 미칠 수 있는 합병, 영업의 양수도, 분할 등이 없을 것
- 최근 2년 동안 기업회계기준 위배로 인한 조치를 받은 사실이 없을 것
- 최근 6월 이내에 투자유의종목 또는 관리종목으로 지정받은 사실이 없을 것
- 평가대상 회사와 동일한 사업연도
- 1주당 경상이익, 1주당 순자산가액 및 자본이익률이 양의 값을 가질 것

○ 업종기준

- 소득세법시행령 제145조 제1항의 규정의 “기준경비율 및 단순경비율” 업종 분류를 기준으로 하여 평가대상 회사와 같은 중분류 이내에 해당하는 업종을 영위하되, 도소매 및 소비자 용품 수리업의 경우에는 소분류 이내에 해당하는 업종을 영위해야 함.

○ 규모기준

- 유사상장법인 순자산가액이 평가대상 비상장 중소기업 순자산가액의 5배를 초과하지 않을 것
- 유사상장법인 매출액이 평가대상 비상장 중소기업 매출액의 5배를 초과하지 않을 것

□ 유사상장법인 선정방법

- 상기의 기준에 해당하는 법인으로 업종 분류를 기준으로 하여 세세분류가 동일한 2 이상의 유사상장법인 선정(단, 세세분류가 동일한 법인이 2개에 미달하는 경우에는 세분류, 소분류, 중분류까지 순차로 적용하여 2개 이상의 유사상장법인 선정)
- 상기 규정에 의하여 선정되는 유사상장법인 중 자본이익률이 평가대상 기업의 자본이익률과 가장 근접한 상위 2개 법인과 하위 2개 법인을 유사상장법인으로 선정(단, 유사상장법인 수가 각각 2개에 미달하는 경우에는 그 미달하는 법인을 유사상장법인으로 선정)

㉞ 유사상장법인 주가와 비교평가가액 산정

□ 아래의 방법으로 비상장 중소기업 주식의 유사상장법인 주가 비교평가가액 산출이 이루어짐<sup>21)</sup>.

- 이는 당해 비상장 중소기업 주식이 위원회의 평가대상인지 여부를 검토하기 위한 자료에 불과하며, 동 가액을 당해 비상장 중소기업 주식의 1주당 평가가액으로 보는 것은 아님.

평가대상 비상장 주식의 유사상장법인 주가 비교평가가액=MAX(①, ②)

① 유사상장법인별로 구한 주가 비교평가가액 평균 값  

$$= \text{유사상장법인 1주당 가액} \times \left[ \frac{\text{비상장 중소기업 1주당 경상이익}}{\text{유사상장법인 1주당 경상이익}} \times 3 + \frac{\text{비상장 중소기업 1주당 순자산가액}}{\text{유사상장법인 1주당 순자산가액}} \times 2 \right] \div 5$$

② 당해 비상장 주식의 1주당 순자산가치의 70%

\* 1주당 경상이익: 직전 사업연도 및 직전전 사업연도 경상이익의 평균

㉟ 평가결과 통지

□ 신청을 받은 경우에는 당해 상속세과세표준신고기한 만료 1월 전(증여의 경우에는 증여세과세표준신고기한 만료 20일 전)까지 그 결과를 납세자에게 서면으로 통지해야 함<sup>22)</sup>.

2) 최대주주 등의 지분에 해당하는 경우 평가방법

□ 원칙

- 당해 주식이 최대주주 또는 그와 특수 관계에 있는 주주의 주식에 해당하면 10~30% 할증평가해야 함<sup>23)</sup>.

21) 비상장주식 평가심의위원회의 설치 및 운영에 관한 규정(2006.4.14. 국세청훈령 제1609호) 제17조

22) 상속세및증여세법 제56조의 2 제4항

23) 상속세및증여세법 제63조 제3항

최대주주 등의 지분 평가가액=원칙적인 주식의 평가가액×할증비율

- 할증비율

구분		주식발행기업 규모	
		중소기업	대기업
소유 지분율	50% 이하	10%	20%
	50% 미만	15%	30%

- 최대주주 등이 보유하는 주식 등의 지분을 계산하는 경우에는 기준일부터 소급하여 1년 내에 양도하였거나 증여한 주식 등을 최대주주 등이 보유하는 주식 등에 합산하여 계산해야 함(상속세및증여세법시행령 제53조 제4항)

□ 예외 I: 할증평가 배제사유<sup>24)</sup>

- 다만, 다음에 해당하는 경우에는 할증평가 규정을 적용하지 않음.
  - 기준일이 속한 사업연도 전 3년 내의 사업연도부터 계속하여 법인세법상의 결손금이 있는 법인의 주식
  - 기준일 전후 6월(증여의 경우에는 3월) 이내의 기간 중 최대주주 등이 보유하는 주식이 전부 매각되는 경우로서 매매사례가액으로 평가하는 경우
  - 상속세및증여세법 제28조 내지 제30조의 규정에 의한 이익을 계산하는 경우
    - △ 제28조 【합병에 따른 이익의 계산방법 등】
    - △ 제29조 【증자에 따른 이익의 계산방법 등】
    - △ 제29조의 2 【감자에 따른 이익의 계산방법 등】
    - △ 제29조의 3 【현물출자 등에 따른 이익의 계산방법 등】
    - △ 제30조 【전환사채 등의 주식전환 등에 따른 이익의 계산방법 등】
  - 평가대상주식 등을 발행한 법인이 다른 법인(이하 “1차 출자법인”)이 발행한 주식을 보유하고 있고, 1차 출자법인이 또 다른 법인(또 다른 법인이 1차 출자법인 외의 법인에 출자한 경우의 법인을 포함하며, 이하 “2차 출자법인”이라 함)이 발행한 주식을 보유함으로써 1차 출자법인과 2차 출자법인이 최대주주 등에 해당하는 경우로서 1차 출자법인 및 2차 출자법인 주식을 평가하는 경우
  - 기준일부터 소급하여 3년 내에 사업을 개시한 법인으로 사업개시일이 속한 사업연도부터 직전사업연도까지 계속하여 기업회계기준상의 영업이익 값이 모두 0

24) 상속세및증여세법 제63조 제3항 및 동법시행령 제53조 제5항

이하가 되는 경우

- 상속세과세표준신고기한 또는 증여세과세표준신고기한 내에 평가대상주식 등을 발행한 법인의 청산이 확정되는 경우
- 최대주주 등이 보유하고 있는 주식을 최대주주 등 외의 자가 10년 내에 상속 또는 증여받은 경우로서 상속 또는 증여로 인하여 최대주주 등에 해당되지 않는 경우

□ 예외 II: 중소기업 최대주주 등의 주식 할증평가 적용특례<sup>25)</sup>

- 중소기업 최대주주 및 그와 특수 관계에 있는 주주의 주식을 2009년 12월 31일 이전에 상속 또는 증여받는 경우에는 상기의 할증평가 규정을 적용하지 않음.
- 중소기업 가업승계 지원을 목적으로 2004년 12월 31일 조특법 개정 시 신설되었으며, 2005년 1월 1일 이후 최초로 상속이 개시되는 분 또는 증여하는 분부터 적용

〈표 II-2〉 우리나라 비상장주식 평가제도

구 분		내 용
최대주주 지분에 해당하지 않는 경우	원칙적인 평가방법	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 원칙: 1주당 순손익가치와 1주당 순자산가치를 각각 3과 2(부동산 과다보유법인이면 2와 3)의 비율로 가중평균하여 평가</li> <li>• 예외: 다음에 해당하는 경우에는 순자산가치로만 평가해야 함.               <ul style="list-style-type: none"> <li>- 상속세및증여세 과세표준신고기한 내에 청산절차 진행 중이거나 사업자의 사망 등으로 인하여 사업을 계속하는 것이 힘든 경우</li> <li>- 사업개시 전의 법인, 사업개시 후 3년 미만의 법인과 휴·폐업 중에 있는 법인 주식</li> <li>- 3년 내의 사업연도부터 계속하여 법인세법상의 결손금이 있는 법인의 주식</li> </ul> </li> </ul>
	순손익가 치의 계산	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 원칙               <ul style="list-style-type: none"> <li>- 과거 3년간의 실제 손익자료 이용이 원칙이나, 과거의 손익자료 이용이 불합리한 경우로서 다음에 해당하면 향후 3년간의 추정손익 자료 이용 가능</li> <li>· 기업회계기준상의 특별손익 항목의 최근 3년간의 가중평균 값이 정상손익 항목의 최근 3년간의 가중평균 값의 50%를 초과하는 경우</li> <li>· 기준일 직전 3년이 되는 날이 속한 사업연도 개시일부터 기</li> </ul> </li> </ul>

25) 조특법 제101조

구 분	내 용	
		<p>준일까지 기간 중에 합병·분할·증자 또는 감자를 하였거나 주요 업종이 바뀐 경우</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· 합병에 따른 증여이익 산정을 위해 합병당사법인 주식의 가치를 산정하는 경우</li> <li>· 최근 3개 사업연도 중 1년 이상 휴업했던 사실이 있는 경우</li> <li>· 기업회계기준상의 유가증권·유형자산 처분손익 및 특별손익 합계에 대한 최근 3년간의 가중평균 값이 법인세 차감전 손익에 대한 최근 3년간의 가중평균 값의 50%를 초과하는 경우</li> <li>· 주요 업종(당해 법인이 영위하는 사업 중 직접 사용하는 유형고정자산 가액이 가장 큰 업종을 말함)에 있어 정상적인 매출발생 기간이 3년 미만이 되는 경우</li> <li>· 실제손익 자료를 이용하는 경우  <math>1\text{주당 순손익가치} = 1\text{주당 최근 3년간의 순손익액 가중평균 값} \div 10\%</math></li> <li>· 추정손익 자료를 이용하는 경우  <math>1\text{주당 순손익가치} = \langle \text{유가증권 발행 및 공시 등에 관한 규정 시행세칙} \rangle \text{ 제 7조에 따른 1주당 추정이익} \div 10\%</math></li> </ul>
	순자산 가치의 계산	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 순손익가치와 순자산가치를 가중평균하여 주식의 가치를 산정하는 경우  <math>1\text{주당 순자산가치} = [(\text{영업권 포함 전 상속세법 규정에 따른 자산의 평가가액} - \text{부채}) + \text{영업권 평가가액}] \div \text{발행주식총수}</math></li> <li>· 순손익가치와 순자산가치를 가중평균하지 않고, 순자산가치에 의해 주식의 가치를 산정하는 경우  <math>1\text{주당 순자산가치} = [(\text{상속세법 규정에 따른 자산의 평가가액} - \text{부채})] \div \text{발행주식총수}</math></li> </ul>
예외	기업공개 준비중인 회사의 주식	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 둘 중 큰 가액으로 평가 <ul style="list-style-type: none"> <li>- 당해 주식의 공모가격</li> <li>- 상속세및증여세법상의 보충적인 평가가액</li> </ul> </li> </ul>
	평가심의 위원회에 의한 평가	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 다음의 요건을 모두 충족하는 경우에는 국세청 또는 지방청 평가심의위원회가 심의하여 제시하는 평가가액 또는 평가방법으로 평가 가능 <ul style="list-style-type: none"> <li>- 중소기업 주식</li> <li>- 자산·매출규모·사업의 영위기간 등을 감안하여 동종의 사업을 영위하는 다른 상장법인 주가와 비교했을 때 보충적인 평가방법으로 평가하는 것이 불합리한 것으로 인정되는 경우</li> </ul> </li> </ul>

구 분		내 용
최대주주 지분에 해당하는 경우	원칙	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 당해 주식이 최대주주 또는 그와 특수 관계가 있는 주주의 주식에 해당하면 10~30% 할증평가해야 함.</li> </ul>
	예외	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 다음에 해당하는 경우에는 할증평가 적용배제                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 기준일이 속한 사업연도 전 3년 내의 사업연도부터 계속하여 법인세법상의 결손금이 있는 법인의 주식</li> <li>- 기준일 전후 6월(증여의 경우에는 3월) 이내의 기간 중 최대주주 등이 보유하는 주식이 전부 매각되는 경우로서 매매사례가액으로 평가하는 경우</li> <li>- 상속세및증여세법 제28조 내지 제30조의 규정에 의한 이익을 계산하는 경우</li> <li>- 평가대상주식 등을 발행한 법인이 1차 출자법인이 발행한 주식을 보유하고 있고, 1차 출자법인이 2차 출자법인이 발행한 주식을 보유함으로써 1차 출자법인과 2차 출자법인이 모두 최대주주 등에 해당하는 경우로서 1차 출자법인 및 2차 출자법인 주식을 평가하는 경우</li> <li>- 기준일부터 소급하여 3년 내에 사업을 개시한 법인으로 사업개시일이 속한 사업연도부터 직전 사업연도까지 계속하여 기업회계기준상의 영업이익 값이 모두 0 이하가 되는 경우</li> <li>- 상속세과세표준신고기한 또는 증여세과세표준신고기한 내에 평가대상 주식을 발행한 법인의 청산이 확정되는 경우</li> <li>- 최대주주 등이 보유하고 있는 주식을 최대주주 등 외의 자가 10년 내에 상속 또는 증여받은 경우로서 상속 또는 증여로 인하여 최대주주 등에 해당하지 않는 경우</li> </ul> </li> </ul>
	중소기업 가업승계 지원	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 중소기업 최대주주 및 그와 특수 관계에 있는 주주의 주식을 2009년 12월 31일 이전에 상속 또는 증여받은 경우에는 할증평가 규정 배제</li> </ul>

다. 평가방법 변천내용

□ 비상장주식의 경우 평가의 객관적인 기준이 분명하지 않다보니 그 동안 여러 번에 걸쳐 개정이 있어 왔음.

○ 그 구체적인 내용을 살펴보면 아래 표와 같음.

〈표 II-3〉 상속세및증여세법상의 비상장주식 평가방법 변경내용

개정일자	구분	종전 규정	개정 규정
1986. 12.31. 시행령 개정	평균순손익액 계산방법 변경	순 1주당 주식평가 공식 {(1주당 순자산가액)+(1주당 최근 3 년간의 순손익의 단순평균 값을 자본환원시킨 가액)}/2	{(1주당 순자산가액)+(1주당 최근 3 년간의 순손익의 가중평균 값을 자본환원시킨 가액)}/2
	평균순손익이 0 이하가 되는 경우 평가방법 개선	순 1주당 주식평가 공식 {(1주당 순자산가액)-(1주당 최근 3 년간의 평균 순손실을 자본환원 시킨 가액)}/2	- 평균순손익이 0 이하가 되는 경 우 {(1주당 순자산가액)+0}/2 ※ 즉, 1주당 최근 3년간의 순손익 의 가중평균 값이 0보다 작은 경우에는 이를 0으로 함.
	지배주주그룹 소유주식 이외 의 주식에 대한 경감제도 산입		지배주주 및 그와 특수 관계에 있 는 자가 소유하는 주식 이외의 주 식에 대해서는 시장성이 없는 점을 감안하여 당해 주식의 평가가액에 서 그 가액의 10%를 공제토록 함.
	순자산가액 및 순손익액 평가항목 중 일부 조정	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 이연자산 가액을 자산에 포함하 고, 손익에서 공제</li> <li>• 장기외화채권·채무평가손익 항목 을 자산에 포함시킴.</li> <li>• 장기외화부채·채무평가손익 항목 을 부채에 포함시킴.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 자산에서 공제하고, 손익에서 공 제하지 않음.</li> <li>• 자산에서 공제</li> <li>• 부채에서 공제</li> </ul>
1990. 12.31. 시행령 개정	수익가치 계산 시 환산을 조정	정기예금이자율(10%)	금융시장에서 형성되는 평균 이자 율을 감안하여 결정(15%)
	유사상장법인 비교방법 도입	주당 순자산가치와 순손익가치를 단순평균하여 평가	유사한 업종 및 규모의 상장법인 주가와 비교하여 낮은 가액으로 평가 <ul style="list-style-type: none"> <li>• 업종: 상장 준비 중인 기업의 주 식 공모가액 산정(상대가치 평 가)을 위해 만들어진 “한국표준 산업분류표에 의한 유사회사 범 위”를 기준으로 유사한 업종 선 정</li> <li>• 규모: 주당순자산가액, 주당순손 익, 매출액경상이익률 중 2개 이 상이 비상장법인과 상하 20% 내 의 범위에 있는 상장법인</li> </ul>

〈표 II-3〉의 계속

개정일자	구분	종전 규정	개정 규정
1992. 12.31. 시행령 개정	과세기준가액 상향조정 (최대주주 지분 할증평가 도입)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 지배주주 주식의 과세기준가액: 평가가액</li> <li>• 기타 주주 주식의 과세기준가액: 평가가액×90%(할인평가)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 지배주주 주식의 과세기준가액: 평가가액×110%(할증평가)</li> <li>• 기타 주주 주식의 과세기준가액: 평가가액</li> </ul>
1996. 12.31. 시행령 개정	순자산가치로만 평가 가능한 비상장법인의 범위 확대	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 순자산가치로만 평가 가능</li> <li>• 원칙: 순자산가치와 순손익가치에 의해 평가</li> <li>• 예외 <ul style="list-style-type: none"> <li>- 3년 미만 영업법인, 휴·폐업 법인 등의 주식 등은 순자산가치에 의해서만 평가</li> </ul> </li> </ul>	- 총자산가액 중 부동산이 50% 이상을 차지하는 법인 또는 3년 이상 계속하여 결손이 난 법인의 주식 역시 순자산가치로만 평가
	할증평가대상 최대주주 범위 축소	소유 지분율이 1% 이상이면 10% 할증평가	소유 지분율이 10% 이상이면 10% 할증평가
1999. 12.28. 시행령 개정	비상장주식의 평가방법 변경	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 순자산가치로만 평가 가능</li> <li>• 1주당 순자산가치와 순손익가치의 산술평균가액 <ul style="list-style-type: none"> <li>- 자산가치=순자산가액/발행주식총수</li> <li>- 수익가치=최근 3년간의 순손익액 가중평균 값 또는 신용평가전문기관에서 산출한 1주당 추정이익</li> </ul> </li> <li>• 다만, 다음의 경우에는 순자산가치로만 평가 <ul style="list-style-type: none"> <li>- 사업개시 3년 미만 법인 또는 휴·폐업중인 법인</li> <li>- 3년 이상 계속 결손이 난 법인</li> <li>- 부동산 등의 가액이 50% 이상을 차지하는 법인</li> <li>- 순손익가치가 순자산가치의 50%에 미달하는 법인</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 순손익가치를 원칙으로 하되, 순손익가치가 순자산가치에 미달하는 경우에는 순자산가치에 의해 평가</li> <li>• 추정이익 평가기관으로 회계법인 추가</li> <li>• 2 이상의 평가기관에서 받은 추정이익 평균가액으로 함</li> </ul>
2000. 12.29. 시행령 개정	추정이익 이용사유 한정	납세자가 순손익가치를 추정이익으로 산정 가능한 경우를 한정하지 않음.	납세자가 추정이익으로 신고 가능한 경우를 시행규칙으로 위임

〈표 II-3〉의 계속

개정일자	구분	종전 규정	개정 규정
2003. 12.30. 시행령 개정	비상장주식의 평가방법 변경	<p>☞ 비상장주식의 평가방법</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 원칙: 순손익가치</li> <li>• 다만, 순손익가치가 순자산가치보다 작은 경우에는 순자산가치</li> </ul>	<p>☞ 비상장주식의 평가방법</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 순손익가치와 순자산가치를 각각 3대 2의 비율로 가중산술 평균하여 평가(부동산과다보유법인이면 2대 3의 비율)</li> <li>• 예외: 상속세 및 증여세 과세표준신고기한 내에 당해 법인의 청산 절차가 진행 중이거나 사업자의 사망 등으로 인하여 사업의 계속이 곤란하다 인정되는 경우에는 순자산가치에 의해 평가 가능(단, 영업권을 자산가액에서 제외)</li> </ul>
	주당 순자산가치 평가방법 변경	시가 또는 보충적인 평가가액으로 평가	시가로 평가하고, 시가가 불분명한 경우에는 보충적인 평가가액으로 하되, 그 가액이 장부가액보다 적은 경우에는 장부가액으로 평가
	평가심의위원회 에 의한 평가 추가		중소기업 주식 평가 시에 평가심의 위원회가 제시하는 가액으로 평가 가능
2004. 12.31. 시행령 개정	순자산가치로만 평가하는 대상 추가	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 평가대상 법인의 청산 절차가 진행 중이거나 사업자의 사망 등으로 인하여 사업의 계속이 곤란하다 인정되는 경우에는 순자산가치에 의해 평가 가능</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 다음에 해당하는 경우에는 순자산가치에 의해 평가해야 함. <ul style="list-style-type: none"> <li>- 청산 절차가 진행 중이거나 사업자의 사망 등으로 인하여 사업의 계속이 곤란하다고 인정되는 경우</li> <li>- 사업개시 전의 법인, 사업개시 후 3년 미만 법인과 휴·폐업 중에 있는 경우</li> <li>- 기준일이 속한 사업연도 전 3년 내의 사업연도부터 계속하여 법인세법상의 결손금이 있는 법인</li> </ul> </li> </ul>
	순손익가치 계 산에서 가산해 야할 항목 추가	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 국세 및 지방세 환급금이자</li> <li>• 기관 투자가의 수입배당금의 90%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 지주회사 수입배당금 및 일반법인 간에 수입배당금 추가</li> </ul>
	추정이익 이용 사유 변경		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 추정이익으로 순손익액 계산이 가능한 사유 중 “사업개시 후 3년 미만 법인” 삭제</li> <li>- 순자산가치 평가대상으로 편입</li> </ul>

자료: www.samili.com

### 3. 법인세법

#### 가. 개요

- 법인세법에서는 주식의 평가와 관련하여 시가와 정상가액, 두 가지 개념을 사용하고 있음.
  - 일반적인 경우 시가라고 함은 법인세법 시행령 제89조에서 정한 바에 따름.
  - 의제기부금 규정에서는 “시가” 대신 “정상가액”이란 용어를 사용하는바, 특수 관계가 있는 자 외의 자에게 정당한 사유 없이 주식을 정상가액보다 저가양도하였거나 정상가액보다 고가매입함으로써 그 차액 중 사실상 증여한 것으로 인정되는 부분에 대해서는 이를 기부금으로 보아 손금에 산입하지 않음.

#### 나. 시가

- 시가의 범위에 대해서는 <법인세법 시행령> 제89조 제1항에서 규정하고 있음.
  - “시가”라고 함은 당해 거래와 유사한 상황에서 당해 법인이 특수 관계가 있는 자 외의 불특정 다수인과 계속하여 거래하는 가격 또는 특수 관계가 없는 제3자 간에 일반적으로 거래되는 가격이 있는 경우에는 그 가격에 의함.
    - 단, 상장법인 주식의 경우에는 그 거래일의 종가를 해당 주식의 시가로 봄.
- 그러나 시가가 불분명한 경우에는 상속세및증여세법 제63조의 규정을 준용하여 평가한 보충적인 평가가액으로 함<sup>26)</sup>.
  - 기타 자산의 경우에는 시가가 불분명한 경우 “감정평가법인 감정가액→상속세및증여세법 규정에 따른 보충적인 평가가액” 순서로 시가를 판단하나, 주식의 경우에는 “감정평가법인 감정가액” 단계 없이 곧바로 상속세및증여세법 규정에 따른 보충적인 평가가액으로 평가하는 것이 특징

---

26) 법인세법시행령 제89조 제2항

○ 평가대상 비상장주식이 최대주주 지분에 해당하는 경우에는 상속세및증여세법 제 63조 제3항의 규정에 의거, 할증평가해야 함.

□ 주식의 시가가 분명하지 않은 경우에는 상속세및증여세법 규정을 준용하여 평가하는 것이 원칙이기 때문에 일반적인 경우에는 상속세및증여세법상의 주식의 시가와 일치하게 됨.

○ 그러나 다음과 같은 이유 때문에 법인세법상의 주식의 시가와 상속세및증여세법상의 주식의 시가가 일치하지 않을 수 있음.

- 당해 비상장법인이 보유하는 상장법인 주식의 시가를 종가로 평가하는 경우 법인세법에서는 최대주주 할증평가 규정을 적용하지 않는 반면<sup>27)</sup> 상속세및증여세법에서는 최대주주 할증평가 규정을 적용해야 함.

- 상속세및증여세법에서는 기준일 전후 6월 이내의 공매·경매·매매사례가액 등을 시가로 의제하는 규정(상속세및증여세법 제60조 제2항, 동법 시행령 제49조 제1항)이 존재하나, 법인세법에서는 이를 준용하지 않음.

△ 따라서 상속세및증여세법에서는 일반적인 경우 기준일 전후 6월(증여의 경우에는 3월) 이내의 기간 중에 이루어진 주식매매만을 매매사례가액으로 보지만, 법인세법에서는 이와 같은 기간의 제한이 없음.

· 법인세법에서는 6월 이내 해당 여부와는 관계없이 구체적인 거래현황 및 기업가치 변동 등 실질 내용에 따라 사실판단을 해야 함<sup>28)</sup>.

· 그러나 상속세및증여세법에서는 기준일 전후 6월을 원칙으로 하되, 이 기간에 해당하지 않는 기간 중의 매매를 시가로 보기 위해서는 별도의 절차(평가심의 위원회 자문)가 필요

- 상속세및증여세법에선 증여세가 부과되는 주식의 경우 유가증권신고 또는 상장신청 직전 3월부터 상장 또는 등록 이전까지 기간 내에 유가증권신고 또는 상장신청 등을 한 법인의 주식을 기업공개 준비 중인 회사의 주식으로 보는 반면<sup>29)</sup> 법인

27) 서면2팀-2732,2004.12.24, 서면2팀-174, 2005. 1. 25.

28) 서면2팀-1262, 2005.08.03

29) 상속세및증여세법 제63조 제2항, 동법 시행령 제57조 제1항 및 제2항

세법에서는 직전 3월이 아닌 직전 6월로 봄<sup>30)</sup>.

#### 다. 정상가액

- 의제기부금 규정을 적용함에 있어 “정상가액”이란 시가에 시가의 30%를 가산한 또는 차감한 범위 내의 가액으로 함<sup>31)</sup>.

### 4. 소득세법

#### 가. 개요

- 소득세법에서는 주식의 평가와 관련하여 시가와 정상가액·기준시가, 모두 세 가지 개념을 사용하고 있음.
  - 일반적인 경우 시가라고 함은 소득세법 시행령 제98조 제3항에서 정한 바에 따름.
  - 의제기부금 규정에서는 “시가” 대신 “정상가액”이란 용어를 사용하고 있음.
  - 한편 주식의 양도차익 계산에 있어 실지거래가액 확인이 불가능한 경우에는 소득세법 제99조 제1항 제5호에 따른 기준시가 기준으로 양도차익 계산이 이뤄져야 함.

#### 나. 시가

- 시가의 범위에 대해서는 <소득세법 시행령> 제98조 제3항에서 규정하고 있음.
  - <소득세법 시행령> 제98조 제3항에 따르면 <법인세법 시행령> 제89조 제1항 및 제2항의 규정을 준용하여 시가를 산정해야 함.

---

30) 법인세법시행령 제89조 제2항 제2호

31) 법인세법시행령 제35조 제2호

### 다. 기준시가

- 일반적인 경우에는 실제거래가액 기준으로 양도차익 계산이 이뤄져야 하나, 실지거래가액 확인이 불가능한 경우에는 기준시가 기준으로 양도차익 계산이 이뤄져야 함.
  
- 기준시가 산정방법
  - “상속세및증여세법 제63조 제1항 제1호 다목”의 규정을 준용하여 평가하되, 평가기준시기·평가가액 등은 <소득세법 시행령> 제165조 제4항의 규정에 의함<sup>32)</sup>.
  - 다만, 장부분실 등의 사유로 취득 당시 기준시가 확인이 불가능한 경우에는 액면가액으로 평가해야 함.
  
- 소득세법상의 기준시가 산정과 상속세및증여세법상의 보충적인 평가방법, 양자 사이에는 다음과 같은 차이가 있음<sup>33)</sup>.
  - 손손익가치의 산정에 있어 상속세및증여세법에서는 최근 3년간의 순손익액 자료를 이용하나, 소득세법에서는 직전 사업연도 순손익액만을 이용
  - 순자산가치의 산정에 있어 상속세및증여세법에서는 기준일 현재의 상황에 의하지만, 소득세법에서는 직전 사업연도 종료일 현재의 상황에 따라 평가
  - 순자산가치의 산정에 있어 상속세및증여세법에서는 시가 또는 동법에서 규정하는 보충적인 평가가액으로 평가하나, 소득세법에서는 장부가액(토지의 경우에만 기준시가 평가)으로 평가
  - 순자산가치의 산정에 있어 상속세및증여세법에서는 영업권을 평가하여 포함시키지만, 소득세법에서는 외부매입 영업권이 아니라면 반영하지 않음.
  - 최대주주 지분에 대해 상속세및증여세법에서는 할증평가하나, 소득세법에서는 할증평가 규정을 적용하지 않음.
  
- 즉, 소득세법에서는 주식의 양도가 상속·증여에 비해 상대적으로 빈번하게 발생하는

32) 소득세법 제99조 제1항 제5호

33) 소득세법시행령 제165조 제4항 제1호 가목 및 나목

점을 감안하여 순손익가치와 순자산가치의 산정, 평가기준시기 등에 대해 상속세및증여세법보다 간단한 규정을 두고 있음.

## Ⅲ. 주요국의 비상장주식 평가제도

### 1. 미 국

#### 가. 개요

- 미국의 경우 법률에서 원칙적인 사항만을 규정하고, 구체적인 기준들은 법원의 판례 또는 국세청의 유권해석 등을 통해 해결하고 있음.
- 모든 경우에 적용되는 일률적인 계산공식 같은 것이 존재하지 않음.
  - 세법에서 정한 평가원칙하에 기업의 특성이나 경제상황 등을 고려하여 유연하게 평가
    - 다만, 사업용 무형자산 평가에 있어 더 나은 대안이 존재하지 않는 경우에는 공식에 의한 평가를 허용하고 있음.
- 상황에 따라 할증 또는 할인평가 여부가 결정되며, 모든 경우에 자동 적용되는 할증 또는 할인평가 사유, 기준이 되는 지분율, 할증률 또는 할인율 등이 정하여져 있지 않음.
  - 지배주주 지분의 경우에는 가치가산 요인으로 보아 할증을 허용하고 있음.
  - 시장성 부족, 소액주주 지분, 핵심인물 소실 등에 대해서는 할인을 허용하고 있음.

#### 나. 입법방식

##### 1) 개요

- 법률(내국세법 및 상속세및증여세법 시행규칙)에서 원칙적인 사항만을 규정하고, 구

체적인 기준들은 국세청의 유권해석(revenue ruling) 또는 판례 등을 통해 제시하고 있음.

- 『내국세법 1954』의 Section 2031(a), 2032, 2512(a) 그리고 『유산세및증여세법 시행규칙』 Section 20.2031-1(b) 및 Section 25.2512-1에서 기본적인 평가원칙(즉, 공정가액 평가) 및 공정가액 등에 관해 규정하고 있음.
- 세부적인 사항들은 「Revenue Ruling 59-60」 및 국세청 발간 책자(예를 들면 『The IRS Valuation Training for Appeals Officers(1998)』) 등을 통해 제시하고 있음.

## 2) 관련 규정

### 가) 내국세법 1954(Internal Revenue Code of 1954)

- 내국세법 1954에는 시가에 의한 자산평가 원칙만이 규정되어 있음.
  - 내국세법 1954의 Section 2031(a), 2032 및 2512(a)에 따르면 유산세 또는 증여세 과세대상 자산을 평가하는 경우에는 “사망시점 또는 증여일 현재의 시가(즉, 공정가액)”<sup>34)</sup>에 의함.

### 나) 유산세및증여세법 시행규칙(Federal Estate Tax and Gift Tax Regulation)

- 시가(공정가액; Fair Market Value)의 정의에 대해서는 유산세법 시행규칙 Section 20.2031-1(b) 및 증여세법 시행규칙 Section 25.2512-1에서 규정하고 있음.
  - “공정가액”이란 매수 또는 매도를 강요받지 않고, 관련 사실에 대해 합리적인 지식을 가진 당사자 간에 소유권이 이전되는 가액<sup>35)</sup>을 말함.

---

34) the value of the property at the time of death of the decedent, the alternate date if so elected, or the date of gift

35) the price at which the property would change hands between a willing buyer and a willing seller when the former is not under any compulsion to buy and the latter is not under any compulsion to sell, both parties having reasonable knowledge of relevant facts

다) 국세청의 유권해석(Revenue Ruling)

□ 자산의 평가와 관계되는 구체적인 내용들은 주로 국세청의 유권해석(Revenue Ruling)에서 다루어짐.<sup>36)</sup>

○ 주요 Revenue Ruling에는 Rev. Rul. 59-60, 68-609, 77-287, 83-120, 93-120 등이 있음.

□ Revenue Ruling<sup>37)</sup>

○ Revenue Ruling이란 세법에 관한 국세청의 해석을 보여주는 것으로서 국세청 고시의 형태로 공포되고 있음.

○ Revenue Ruling에서 다룬 내용 중 많은 부분이 법원에서 채택되고 있긴 하나, 법적 효력이나 구속력을 갖지 못함.

- 국세청의 경우 해당 사안이 예규의 내용에 해당하면 이에 따라 처분을 행하여야 함.

- 그러나 납세자의 경우에는 예규가 자신에게 유리하게 작용하면 이를 주장의 근거로 삼을 수 있는 반면 자신에게 불리하게 작용하면 불복 가능

라) 국세청 발간책자(IRS instructional publication)<sup>38)</sup>

□ 내국세입편람(Internal Revenue Manual: IRM)

○ 내국세입편람이란 세무행정에서 국세청 직원들이 준수해야 할 지침을 모아놓은 편집책자로서 법적효력이나 구속력을 갖지 못함.

- 훈령(directory)의 일종으로 강제(mandatory)가 아니기 때문에 법적 효력 없음.

○ 특히, 『IRM 4.48.4 Business Valuation Guidelines』<sup>39)</sup>에는 사업평가 문제를 전개·해결·보고하는 때 국세청 직원들이 준수해야 할 구체적인 지침이 소개되어 있음.

36) <http://www.nysscpa.org/cpajournal/2002/0202/dept/Dept.202pg.56.htm>

37) 이기욱(2008)

38) <http://www.aicpa.org/pubs/tpcpa/dec2002/gleaning.htm>

39) <http://www.irs.gov/irm/part4/ch41s04.html>

- IRS 훈련교재 『The IRS Valuation Training for Appeals Officers(1998)』
  - 주식평가 관련 소송업무 등을 담당하는 IRS 직원들을 위한 훈련교재로서 구체적인 평가방법 등이 제시되어 있음.

### 3) 적용범위

- 가치평가 문제가 발생하는 세법영역에는 다음과 같은 분야가 있음.
  - 증여세 및 상속세 목적상 증여일 또는 상속일 현재 자산의 가치 평가
  - 자선단체 등에 기부하는 자산의 평가
  - 사고에 의한 자산의 손실금액 평가
  - 기업 청산 시에 잔여재산 분배가액 평가
  - 자산의 일괄구매 시에 원가 배분
- 적용세목이나 평가목적과는 관계없이 동일한 방법으로 자산의 시가를 평가하고 있음<sup>40)</sup>.
  - 즉, 세목별로 또는 평가의 목적에 따라 자산의 시가가 달라지지 않음.

## 다. 평가원칙

### 1) 기본원칙

- 세법상 비상장주식을 평가하는 경우에는 공정가액(Fair Market Value)으로 평가하는 것을 원칙으로 함.<sup>41)</sup>
  - 이 때 공정가액이란 매수 또는 매도를 강요받지 않고, 관련 사실에 대해 합리적인 지식을 가진 당사자 간에 소유권이 이전되는 가액<sup>42)</sup>을 말함.

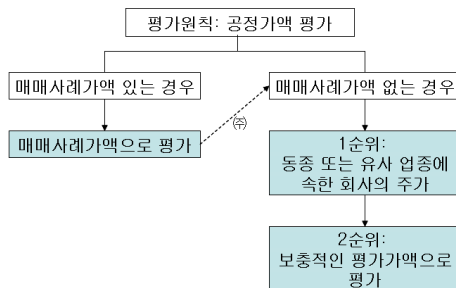
40) Rev. Rul. 65-192

41) IRC 1954 Section 2031(a), 2032 및 2512(a), 유산세 시행규칙 Section 20.2031-1(b), 증여세 시행규칙 Section 25.2512-1

42) The price at which the property would change hands between a willing buyer and a willing seller

- 공정가액이란 사실 판단에 관한 문제이기 때문에 각 사건이 처한 상황에 따라 그 값이 다를 수 있음<sup>43)</sup>.
  - 서로 다른 수많은 가치평가 문제에 공통으로 적용되는 일률적인 수학기공 같은 것을 도출하여 내는 것은 불가능함.
  - 특정 주식의 시가에 대해서는 사람마다 의견이 다를 수 있는 바, 가치평가라는 것이 과학(science)이 아니라는 사실의 인식하에 합리적인 태도를 유지하는 것이 중요
    - 따라서 평가 당시 알 수 있는 모든 사실에 기초하여 주식의 가치를 평가해야 함.
    - 가중평균 과정에서 상식과 지식에 근거하여 판단이 이뤄져야 하며, 논리적인 자세를 유지해야 함.
  
- 일반적인 경우에는 정보를 잘 알고 있는 자가 실제시장(active market)에서 대량으로 자유롭게 거래하는 주식의 가격(즉, 매매사례가액)이 가장 좋은 시가의 지표라고 할 수 있음<sup>44)</sup>.
  - 그러나 소수의 주주가 주식을 소유하고 있고, 거래가 자주 일어나지 않거나 비정상 시장에서 거래되는 경우에는 동종 또는 유사 업종에 속한 회사의 주가가 그 다음으로 좋은 시가의 지표가 될 수 있음.

[그림 Ⅲ-1] 미국의 비상장주식 평가개요



주: 매수 또는 매도를 강요받았거나 수량이 작은 경우에는 정상가격으로 보지 않으나, 이 경우에는 매매사례가액 대신 보충적인 평가가액으로 평가해야 함.

when the former is not under any compulsion to buy and the latter is not under any compulsion to sell, both parties having reasonable knowledge of relevant facts

43) Rev. Rul. 59-60, SEC. 3. 01. ~ 02.

44) Rev. Rul. 59-60, SEC. 3. 03.

## 2) 매매사례가액 있는 경우

- 매매가 이루어진 사실이 있는 경우에는 매매거래가액으로 평가하는 것을 원칙으로 함<sup>45)</sup>.
  - 자산을 사고파는 공개되어 있는 시장(open market)이 존재하고, 시가 이용이 불가능한 경우가 아니라면 시장가격(market price)으로 평가하는 것을 원칙으로 함.<sup>46)</sup>
  
- 그러나 매매가 이루어진 사실이 있다하여 무조건 매매거래가액으로 평가하는 것은 아님<sup>47)</sup>.
  - 예를 들어 매수 또는 매도를 강요받았거나 수량이 작은 경우에는 정상가격으로 보지 않으나, 이 경우에는 매매거래가액 대신 보충적인 평가가액으로 평가해야 함.
  
- 매매거래가액 또는 보충적인 평가가액 중 어느 것을 이용해야 할지 결정하는 때 고려해야 할 요인에는 다음과 같은 것이 있음.
  - ① 시장에서 거래되는 정도(Degree of market activity):
    - 이에 대해서는 서로 상반되는 결론의 판례들이 존재하는 바, 일반적인 경우에는 두 가지 극단적인 결론 사이에서 결정이 이뤄지며, 아주 작은 양의 거래라고 할지라도 법원의 판단에 영향을 미칠 수 있기 때문에 이를 무시하여서는 안 됨.
    - △ Hunt Estate v. Commissioner<sup>48)</sup>: 평가대상 주식보다 훨씬 더 작은 양의 거래에 결정적인 비중을 둬.
    - △ Vandenhoeck Estate v. Commissioner: 평가대상 주식보다 더 적은 양의 거래를 완전히 무시했음.
  - ② 양도일부터 평가일까지 기간(Proximity of sales to valuation date):
    - 양도일이 평가일에 인접하여 있을수록 더 많은 비중을 부여해야 함.

45) CCH(1998), 7-8-7-9 "Sales of the Stock of the Subject Company"

46) Commissioner v. McCann, 5 T.C.M. 92(on remand), (2nd Cir.), 45-1 U.S.T.C. 10, 160, 146 F.2d 385, 2 T.C. 702(1943)

47) Rev. Rul. 59-60, Sec. 4. 02.(g)

48) Hunt Estate v. Commissioner, 11 T.C. 984(1984), 1949-1 C.B. 2

③ 정상가격 여부(Arms-length sales):

- 보통 가족끼리 또는 회사 내부에서 주식이 이전되면 이를 정상가격으로 보지 않음.
- 그러나 비정상적 영향이 나타나지 않는다면 이것 역시 정상가격으로 볼 수 있기 때문에 주의 깊게 검토해야 함.

3) 매매사례가액 없는 경우

- 매수·매도호가(bid and asked price) 또는 양도가액(sales price)으로 평가하기 힘든 경우에는 모든 관련 요인들을 고려하여 보충적인 방법으로 평가해야 함.<sup>49)</sup>
  - 일반적인 경우에는 동종 또는 유사 업종에 속한 상장회사 주가가 가장 좋은 시가의 지표가 될 수 있음.
  - 그러나 이 이외에도 시가에 영향을 미칠 수 있는 모든 관련 요인들을 고려해야 함.<sup>50)</sup>
  - 수많은 서로 다른 가치평가 상황에 적용되는 일반적인 공식은 없음.<sup>51)</sup>

라. 주식평가에서 고려해야 할 사항

1) 개요

- 앞서 설명했던 바와 같이 매매사례가액으로 평가하기 힘든 경우에는 시가에 영향을 미칠 수 있는 모든 관련 요인들을 고려하여 보충적인 방법으로 평가해야 함.

---

49) IRC 1954 Section 2031(b)

In the case of stock and securities of a corporation the value of which, by reason of their not being listed on an exchange and by reason of the absence of sales thereof, cannot be determined with reference to bid and asked prices or with reference to sales prices, the value thereof shall be determined by taking into consideration, in addition to all other factors, the value of stock or securities of corporations engaged in the same or a similar line of business which are listed on an exchange.

50) Rev. Rul. 59-60, IRS Headnote

51) Rev. Rul. 59-60, IRS Headnote

○ 보충적인 방법으로 평가하는 때 고려해야 할 기본적인 요인들에 대해서는 「Rev. Rul. 59-60」에서 예시하고 있음.

□ 「Rev. Rul. 59-60」에서 예시하고 있는 기본적인 고려사항에는 다음과 같은 것이 있음<sup>52)</sup>.

- 사업의 성격 및 사업개시 이후 회사의 역사
- 일반적인 경제전망 및 산업의 현황과 전망
- 주식의 장부가치 및 회사의 재무상황
- 회사의 이익능력
- 배당지급능력
- 영업권 또는 기타 무형가치 보유여부
- 평가대상 주식의 양도 및 주식거래규모
- 동종 또는 유사 업종에 속한 상장기업 주가

## 2) 주식평가에서 고려해야 할 요인

□ 사업의 성격<sup>53)</sup>

- 사업의 성격이란 여러 가지 가치평가방법에서 나온 값을 가중평균 하는 때 영향을 미칠 뿐만 아니라 비교가능회사 파악에도 도움을 줌.  
- 예를 들어 부동산 지주회사 주식을 평가하는 경우에는 향후 이익 수준보다 장부가치 평가에 더 많은 가중치를 뒀야 함.

□ 회사의 역사<sup>54)</sup>

- 기업의 역사에는 안정성(stability), 성장성(growth), 다양성(diversity), 사업의 위험 등에 관한 정보가 담겨 있음.

52) Rev. Rul. 59-60, SEC. 4. 01.

53) CCH(1998), 7-4-7-5 "Type of Business"

54) Rev. Rul. 59-60, SEC. 4. 02. (a)

- 조직이 변경되었으나, 조직 변경 이후에도 동종 또는 유사 사업을 영위하는 경우에는 이전 회사의 역사까지 고려해야 함.
- 최근의 사건이 미래의 예측에 가장 큰 도움이 되는 바, 평가일과 인접하여 있을수록 고려해야 할 항목이 증가하게 됨.
- 연구대상 기업의 역사에는 사업의 성격, 제품 및 서비스, 영업 및 투자자산, 자본구조, 생산설비, 매출실적, 경영관리 등이 포함되며, 특히 최근에 있는 주요 변화에 주의를 기울여야 함.

□ 일반적인 경제전망 및 산업의 현황과 전망<sup>55)</sup>

- 주식의 가치를 올바르게 평가하기 위해서는 국가경제 및 당해 회사가 속한 산업의 현재 및 미래의 경제여건 등을 모두 고려해야 함.
- 회사가 속한 산업을 분석하기 위해서는 다음과 같은 사항을 파악해야 함.
  - 당해 회사가 동종 산업 내의 다른 경쟁기업과의 경쟁에서 안정적인 경쟁우위 보유 여부
  - 회사가 속한 산업이 다른 산업과의 경쟁에서 경쟁우위 보유 여부
- 잠재적인 경쟁 역시 유의 깊게 살펴봐야 함.
  - 예를 들어 제품의 명성 때문에 높은 수익이 보장되는 데도 불구하고 경쟁이 적은 경우에는 향후 경쟁이 크게 늘어 기업의 미래 이익에 부정적인 영향을 미칠 수 있음.

□ 주식의 장부가치 및 회사의 재무상황<sup>56)</sup>

- 회사의 재무상태 파악을 위해서는 평가 직전 달의 대차대조표와 직전 2년간의 비교 대차대조표를 입수해야 함.
- 소액주주 지분을 평가하는 경우에는 장부가치 평가가 시가 결정에서 부차적인 요인이나<sup>57)</sup>, 청산이 진행 중이거나 임박했을 때<sup>58)</sup>, 자산의 가치가 수익가치보다 큰 파

55) Rev. Rul. 59-60, SEC. 4. 02. (b)  
CCH(1998), 7-5 "Economic Outlook"

56) Rev. Rul. 59-60, SEC. 4. 02. (c)  
CCH(1998), 7-5~7-6 "Net Asset Valuation-Book Value"

57) Tully Estate v. Commissioner, 78-1 U.S.T.C. 13, 228(Ct. Cl. 1978); Central Trust Company v.

산회사(failing company)<sup>59)</sup>, 지주회사<sup>60)</sup> 등의 경우에는 장부가치 평가가 시가의 지표로서 중요한 역할을 함.

- 또한 자동차 판매회사, 부동산개발회사 등의 경우에는 주로 장부가치 배수방법 (multiple of book value)으로 주식의 가치를 평가하고 있음.

○ 장부가액으로 주식을 평가하는 경우에는 통상 역사적인 원가에 대한 조정이 선행되어야 함.

- 즉, 고정자산·투자자산 등을 공정가액으로 재평가하고, LIFO 충당금·감가상각 초과금액 등을 가산해야 함.

#### □ 회사의 이익능력<sup>61)</sup>

○ 회사의 이익능력 파악을 위해서는 과거 5년간의 손익계산서를 입수해야 함.

○ 많은 주식평가에서 미래의 잠재적인 이익이 시가 평가의 주된 기준이 되는 바, 미래의 이익을 예측하는 때 가장 기초가 되는 것이 바로 과거의 손익실적이라 할 수 있음.

○ 과거의 손익 자료를 이용하여 미래의 손익을 추정하는 때 고려해야 할 요인에는 다음과 같은 것이 있음.

##### ① 고려대상 연도:

△ 통상 5년 이상을 권장하고 있긴 하나, 5년 이상 영업을 하지 않았거나 중간에 사업이 크게 변경되었다면 이보다 짧은 기간을 이용하는 것 역시 가능

##### ② 이익의 추세:

△ 이익이 증가 또는 감소하는 추세를 보일 경우에는 최근의 손익에 더 많은 가중치를 뒤야 함.

△ 그러나 명백한 추세가 없고, 경기의 영향을 크게 받는 사업이면 과거 5년간의 이익의 평균이 가장 좋은 지표가 될 수 있음.

United States, 305 F.2d 393, 62-2 U.S.T.C. 12, 092(Ct. Cl. 1962)

58) Forbes v. Hasset, 124 F.2d 925, 42-1 U.S.T.C. 10, 127 (1st Cir. 1942)

59) Hayes Estate v. Commissioner, 32 T.C.M. 1102(1973). T.C. Memo 1973-236

60) Rev. Rul. 59-60, SEC. 5. (a)

61) Rev. Rul. 59-60, SEC. 4. 02. (d)

CCH(1998), 7-6~7-7 "Earnings Value/Comparable Companies"

㉔ 주가-이익 비율(Price-Earning ratio):

△ 일단 회사의 향후 손익추정 값이 계산되면 그 다음 단계가 바로 최적의 주가-이익 비율(P/E ratio)을 찾는 것이라고 할 수 있음.

△ 동종 또는 유사 업종에 속한 상장회사들의 주가-이익 비율을 이용하여 산업의 주가-이익 비율(Industry P/E ratio)을 찾은 후, 여기에 회사의 향후 손익추정 값을 곱한 것이 당해 주식의 시가가 됨.

㉕ 비영업용 자산 및 비경상적 사건에 대한 조정:

△ 회사의 손익에서 비경상적 항목(예를 들면 이자, 배당 등과 같이 영업활동 이외에서 창출되는 손익항목)을 제거하여 지속하여 손실을 내고 있는 사업 또는 회사의 이익을 위해 포기해야 할 사업 등을 파악 가능

□ 배당지급능력<sup>62)</sup>

○ 과거에 실제로 지급했던 배당보다 회사의 배당지급능력 자체에 초점을 맞추어야 함.

- 특히, 가족으로 구성되어 있는 회사의 경우에는 주주의 필요소득이나 조세회피 목적을 위해 배당지급 여부·배당지급금액 등이 결정되는 경우가 많음.

- 조세회피 목적 등을 위해 배당을 거의 지급하지 않는 경우에는 회사의 가치가 실제보다 과소평가되는 결과를 가져올 수 있음.

○ 한편 경쟁에 대응하기 위해서는 회사의 이익 중 일부를 회사 내부에 유보해야 할 필요가 있음.

- 공장 확장이나 신규제품 개발 등을 위해 이익을 유보하는 경우에는 기업의 가치가 실제보다 과소평가되는 결과를 가져올 수 있음.

○ 또한 지배주주 지분을 평가하는 경우에는 배당이 주식의 가치를 결정하는 중요한 요인이 아님.

- 지배주주 등은 자신의 재량에 의해 배당지급 여부·배당지급금액 등을 결정 가능하며, 배당 대신 급여 또는 상여 등의 명목으로 투자수익 회수가 가능하기 때문에

62) Rev. Rul. 59-60, SEC. 4. 02. (e)  
CCH(1998), 7-7 "Dividend Paying Capacity"

배당이 중요한 요인이 아닐 수 있음.

- 따라서 배당지급능력 자체가 다른 요인들에 비해 다소 신뢰가 떨어지는 기준이라 할 수 있음.

□ 영업권 또는 기타의 무형가치 보유 여부<sup>63)</sup>

- 영업권이란 순유형자산에 대한 적정 수익 이상의 초과이익으로 회사의 이익 능력에 기초하고 있음.
- 영업권이 주로 회사의 이익 능력에 기초하고 있는 반면 회사의 명성, 상표 또는 브랜드명 등과 같은 요인 역시 무형의 가치를 가짐.

□ 평가대상 주식의 양도 및 주식거래규모<sup>64)</sup>

- 실제 매매가 있는 경우에는 이 가액이 시가에 대한 최고의 지표가 됨.
  - i) 주가에 영향을 미칠 수 있는 제한적인 약정(restrictive agreement)이 존재하지 않고, ii) 주식의 매매가 불충분한 경우에만 본질적인 요인(즉, 이익능력, 장부가치, 배당지급능력, 무형의 가치 등)에 관한 분석이 의미를 가짐.
- 그러나 매매가 있었다고 하여 무조건 이 가액이 시가가 되는 것이 아닌 바, 동 가액이 정상가격인지 판단 필요
  - 강요가 있었거나 소액의 별도 거래라면 사실상 가치의 측정도구로서 역할을 하지 못함.
- 주식의 거래규모 역시 중요하게 고려해야 할 요인 중 하나라고 할 수 있음<sup>65)</sup>.
  - 소액주주 지분의 경우에는 유사 규모의 상장주식보다 양도가 쉽지 않기 때문에 할인평가 가능(소액주주 지분에 대한 할인)
  - 반면 지배주주 지분의 경우에는 당해 기업에 대한 실제적인 또는 사실상의 지배가 가능하기 때문에 할증평가 가능(지배주주 지분에 대한 할증)

63) Rev. Rul. 59-60, SEC. 4. 02. (f)  
CCH(1998), 7-7 "Goodwill"

64) Rev. Rul. 59-60, SEC. 4. 02. (g)  
CCH(1998), 7-8~7-9 "Sales of the Stock of the Subject Company"

65) 주식의 할인 및 할증평가 규정에 대해서는 "바. 할인 및 할증평가" 참조

- 동종 또는 유사 업종에 속한 상장기업 주식의 가치<sup>66)</sup>
  - 매매사례가액 이용이 불가능한 경우에는 동종 또는 유사 업종에 속한 상장기업 주가가 그 다음으로 좋은 시가의 지표가 될 수 있음.
    - 이 경우에는 비교가능 회사의 주식이 대중에 의해 활발하게 거래되는 주식인지 확인해야 함.
    - 거래소(exchange)에 상장되어 있는 비교가능 회사의 수가 불충분한 경우에는 장외시장(over-the-counter market)에서 활발하게 거래되고 있는 회사의 주식을 비교대상으로 이용 가능
  - “동종 또는 유사 업종에 속한 회사의 주식”이어야 비교대상으로 선정이 가능하나, 최선의 비교를 위해서는 다른 요건들을 함께 고려해야 함.
    - 동종 또는 유사 업종에 속한 회사라고 하더라도 사업이 부진하고 시장이 감소하고 있는 회사와 현재 발전 중에 있고 시장을 확대하고 있는 회사를 비교하는 것은 불가능함.

## 마. 평가방법

### 1) 개요

- 회사의 특성 및 상황에 따라 각기 다른 방식으로 평가하는 것을 원칙으로 하고 있는 바, 일률적인 평가방법 같은 것이 존재하지 않음.
  - 다만, 이해를 돕기 위한 목적으로 「Rev. Rul. 59-60」에서 기본적인 고려사항 및 평가방법 등에 관해 개략적인 설명을 제시하고 있음.
- 「Rev. Rul. 59-60」에서 강조하고 있는 가장 일반적인 가치평가방법에는 다음과 같은 네 가지가 있음.<sup>67)</sup>
  - 조정 후 장부가치(Adjusted book value)

66) Rev. Rul. 59-60, SEC. 4. 02.(h)

67) CCH(1998), 7-12 “Valuation Approaches”

- 비교가능가격(Comparable price)
  - 초과이익(Excess Earnings)
  - 이익의 자본 환원(Capitalization of Earnings)
- 「Rev. Rul. 59-60」에서 규정하고 있지 않지만, 고려해야 할 기타 가치평가방법에는 다음과 같은 것이 있음<sup>68)</sup>.
- 미래이익할인(Discounted future earnings)
  - 현금흐름할인(Discounted cash flow)

## 2) 구체적인 평가방법

### 가) 조정 후 장부가치(Adjusted book value)<sup>69)</sup>

- “순유형자산(Net Tangible Asset: NTA)방식”이라 불리기도 하며, 다음과 같은 방식으로 조정 후 장부가치(또는 순유형자산 가치) 계산이 이루어짐.

조정 후 장부가치 방식(Adjusted Book Value Method)	
회사의 장부가치(자산-부채)	(역사적인 원가에 의한 자산·부채의 장부가액)
± 자산의 공정가액 조정금액	
- 감가상각 초과금액	
± 기타 조정금액(LIFO 등)	(LIFO 충당금과 같은 기타 추정항목)
<u>= 조정 후 장부가치</u>	<u>(또는 순유형자산가치)</u>

- 부동산지주회사(real estate holding company) 등과 같은 투자회사(investment company) 평가에 유용하며, 청산이 예정되어 있는 회사의 경우에도 이 방법을 이용하여 주식의 가치를 평가하는 경우가 많음.

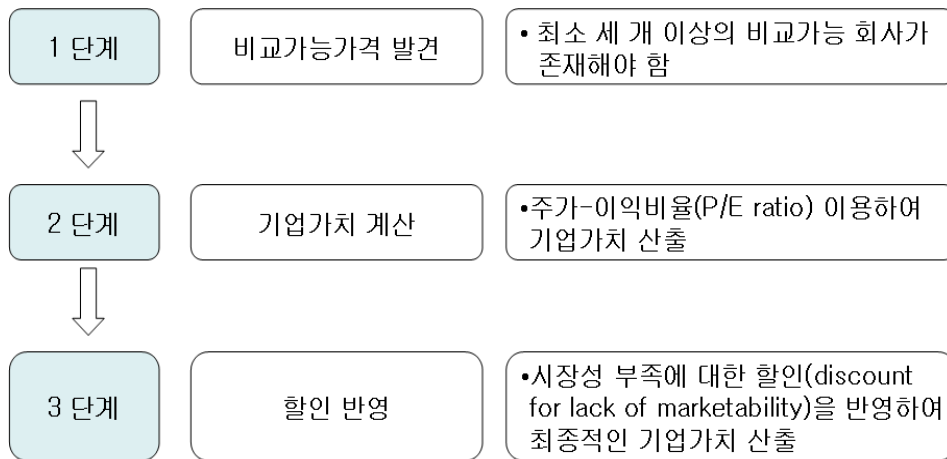
68) CCH(1998), 7-12 “Valuation Approaches”

69) CCH(1998), 7-12~7-13 “Adjusted Book Value”

나) 비교가능가격(Comparable price)<sup>70)</sup>

- 이 방법을 이용하기 위해서는 세 개 이상의 비교가능 회사가 존재해야 하며, 다음과 같은 3단계를 거쳐 기업가치 계산이 이루어짐.
  - 평가대상 회사의 순이익에 평가대상 회사와 동종 또는 유사 업종에 속한 기업의 주가-이익 비율을 곱한 것이 평가대상 회사의 가치가 됨.

[그림 Ⅲ-2] 비교가능가격방식에서 기업가치 산출방법



비교가능가격 방식(Comparable Price Method)
$\text{기업가치(Valuation)} = \text{순이익(Net Income)} \times \text{산업의 주가-이익 비율(Industry P/E ratio)}$

다) 초과이익(Excess Earnings)<sup>71)</sup>

- 순유형자산 가치에 영업권 가치를 합한 것을 기업의 총가치라고 보는 바, 아래와 같은 5단계를 거쳐 기업가치 계산이 이루어짐.

70) CCH(1998), 7-13 "Comparable Price"

71) CCH(1998), 7-14 "Excess Earnings"

- 초과이익 계산을 위해서는 회사의 경상이익에서 산업의 평균적인 이익을 차감해야 함.
- 초과이익 값을 자본환원시킨 것이 “영업권”이 되는바, 여기에 순유형자산가치를 가산하면 평가대상 회사의 총가치가 됨.
  - 순유형자산 가치 = 역사적인 원가에 의한 순자산가액±자산의 공정가액 조정금액
  - 감가상각 초과금액±기타 조정금액(LIFO 충당금과 같은 기타 추정항목)

[그림 III-4] 초과이익방식에서 기업가치 산출방법



주: 비경상적 항목이란 투자소득 즉, 이자·배당 등과 같이 영업활동 이외에서 창출되는 손익항목들을 말함.

초과이익 방식(Excess Earnings Method)	
	순유형자산가치(NTA)
이익	
차감:	
-	영업 활동에 기초하지 않은 이익
	조정 후 이익(Adjusted Earnings)
	산업의 평균적인 이익
-	(Normal Earnings from industry)
	+ 영업권(Goodwill)
	총 가치(Total Value)

라) 이익의 자본 환원(Capitalization of Earnings)<sup>72)</sup>

- 현금흐름 창출 능력이 회사의 가치를 평가하는 최고의 지표라는 이론에 기초하고 있는 가치평가방법
  - 통상 “5년간의 조정 후 이익(adjusted income)”을 가중평균하여 자본 환원(capitalize)시킨 후, 이를 조정 후 장부가치(adjusted book value) 값과 비교
    - 이익을 자본 환원시킨 값이 조정 후 장부가액보다 큰 경우에는 이 방법이 더 나은 가치평가 지표라고 할 수 있음.

마) 미래이익할인(Discounted future earnings)<sup>73)</sup> 또는 현금흐름할인(Discounted cash flow)<sup>74)</sup>

- 최근에 큰 인기를 얻고 있는 가치평가방법 중 하나가 바로 미래이익할인 및 현금흐름 할인방식이라 할 수 있음.
  - 두 가지 방식 모두 과거의 손익을 이용하는 대신 실제로 미래의 손익이나 현금흐름 등을 예측하기 위해 노력
  - 양자가 유사하나, 현금흐름할인방식하에서는 회계상의 이익보다 현금에 초점을 맞춘다는 점이 차이라고 할 수 있음.
    - 현금흐름할인방식하에서는 공식을 적용하기 전에 미래의 이익을 추정 현금흐름(estimated cash flow)으로 변환해야 함.
  - 두 가지 방식 모두 현금흐름이나 이익의 예측, 할인율의 선택 과정에서 잠재적인 불확실성으로 인해 왜곡이 있을 수 있음.
    - 따라서 이 방식들을 이용하는 경우에는 주의 깊은 접근이 필요하며, 전통적인 방식들과 병행하여 사용하는 것이 좋음.

- 미래이익할인방식하에서는 다음과 같은 3단계를 거쳐 기업가치 계산이 이루어짐.

72) CCH(1998), 7-14 “Capitalization of Earnings”

73) CCH(1998), 7-15~7-16 “Discounted Future Earnings”, “Discounted Cash Flow”

74) CCH(1998), 7-15 “Discounted Cash Flow”

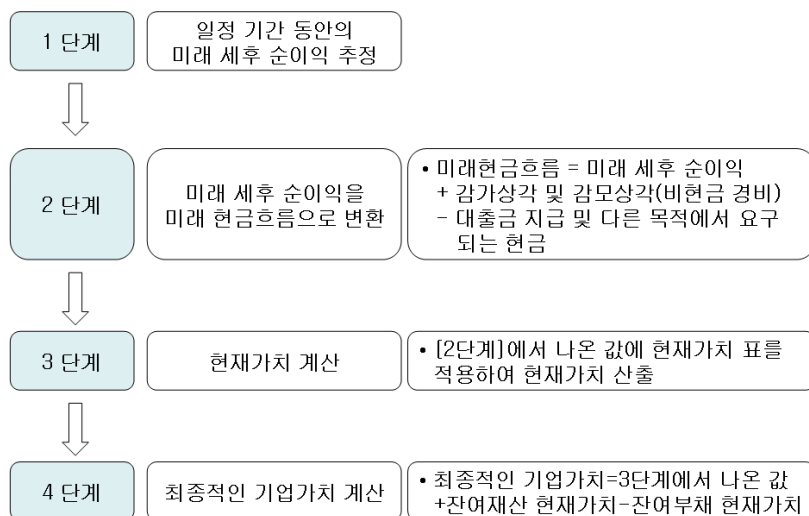
- 주로 향후 5년간의 이익을 추정하고, 이를 할인하여 평가대상 회사의 가치를 구함.

[그림 III-5] 미래이익할인방식에서 기업가치 산출방법



- 한편 현금흐름할인방식하에서는 다음과 같은 4단계를 거쳐 기업가치 계산이 이루어짐.
- 미래의 이익을 미래의 현금흐름으로 변환하는 단계(2단계)가 하나 더 추가되는 것이 특징이라 할 수 있음.

[그림 III-6] 현금흐름할인방식에서 기업가치 산출방법



3) 계산사례<sup>75)</sup>

□ 1995년 말 현재 Franklin 회사의 재무적인 상태를 나타내면 다음과 같음.

장부가치(Book Value)	\$950,000
순자산가치(Ne Asset Value)	\$1,750,000
청산가치(Liquidation Value)	\$1,225,000
세후이익(After-Tax Income)	\$195,000
세전 조정 후 이익(Pre-Tax Adjusted Earnings)	\$450,000

□ 추가적인 사실:

- 무형자산 없음
- 비교가능 회사의 P/E ratio: 16.5
- 장부가치 대비 산업의 평균 수익률: 세후 10.4%, 세전 15%
- 할인율: 20%
- 과거 5년간의 평균 성장: 연 12%

□ 1995년 12월 31일 현재 회사의 가치

① 순자산가치방식(Net asset value method)

사실관계에서 \$ 1,750,000

② 비교가능가격방식(Comparable price method)

순이익×산업의 P/E ratio

\$195,000×16.5=3,217,500

시장성 부족에 대한 할인-30%

\$3,217,000×70% \$ 2,252,250

---

75) CCH(1998), 7-19-7-20 "Class Exercise"

## ③ 초과이익방식(Excess earnings method)

순유형자산 가치		\$ 1,750,000
조정 후 이익	\$ 450,000	
산업이익		
순유형자산가치×15%	262,500	
초과이익	\$ 187,500	
영업권(초과이익÷20%)		937,500
초과이익가치		\$ 2,687,500

## ④ 이익의 자본환원방식(Capitalization of earnings method)

조정 후 이익	\$ 450,000
할인율	÷ 20%
이익의 자본 환원 가치	\$ 2,250,000

## ⑤ 미래이익할인방식(Discounted future earnings method)

연도	추정이익	현재가치 할인금액*
1996	\$ 504,000	\$ 420,000
1997	564,000	391,667
1998	620,000	358,796
1999	675,000	325,521
2000	722,000	290,156
소계		1,786,140

\* 현재가치 = 추정이익/(1+0.2)n

다섯 번째 연도(2000)의 추정이익 자본 환원

$$\frac{\$722,000}{0.2} = 3,610,000 \quad \rightarrow \quad \frac{\$3,610,000}{1.2^5} = 1,450,778$$

미래이익할인가치 \$ 3,236,918

#### 4) 각 요인 간의 가중평균

- 주식의 가치를 평가하는 경우에는 2)에서 설명했던 모든 방법들을 고려해야 함<sup>76)</sup>.
  - 즉, 한 가지 방법으로 평가하는 것이 아니라 여러 가지 방법들을 조합하여 이용해야 함.
    - 각각의 방법에서 나온 개별적인 값을 적절하게 가중평균하여 최종적인 값을 도출해야 함.
    - 다만, 여러 가지 요인(예를 들면 장부가치, 자본 환원시킨 이익 및 자본 환원시킨 배당)들을 단순평균하여서는 안 됨.
      - △ 단순평균하게 되면 우연에 의한 예외가 포함되어 자칫 사실관계와는 큰 관계가 없는 값이 나올 수 있음.
  
- 그러나 사업의 성격 때문에 특정 요인에 더 많은 비중을 뒤편어야 하는 경우가 있는 바, 이를 구체적인 사례를 통해 살펴보면 다음과 같음<sup>77)</sup>.
  - 어떤 경우에는 자산의 가치가 주된 고려요인이나, 어떤 경우에는 이익이 주된 기준이 될 수 있음.
    - 예를 들어 재화 또는 용역을 판매하는 회사의 경우에는 이익을 주로 고려해야 함.
    - 반면 투자회사 또는 부동산 지주회사 주식을 평가하는 경우에는 이익, 배당지급능력 등과 같은 평가기준보다 “조정후장부가액(adjusted net worth)”에 더 큰 비중을 두어야 함.

#### 5) 할인율(capitalization rate)<sup>78)</sup>

- 초과이익, 이익의 자본 환원, 미래이익할인 또는 현금흐름방식으로 평가하는 경우에는 할인율에 따라 기업의 가치가 크게 변할 수 있음.

---

76) Rev. Rul. 59-60, SEC. 7.

77) Rev. Rul. 59-60, SEC. 5.

78) Rev. Rul. 59-60, SEC. 6.

- 미국의 경우 할인율에 관해 표준적인 공식이나 표를 제시하고 있지 않음.
  - 동종 산업에 속한 기업이라 할지라도 기업마다 수익률, 배당률 등이 다를 뿐만 아니라 경제적인 여건의 변화에 따라 매년 변동 폭이 크기 때문에 일률적인 공식을 둘 수 없음.
  
- 할인율을 결정하는 때 고려해야 할 주요 요인에는 다음과 같은 것이 있음.
  - 사업의 성격
  - 관련 위험
  - 안정적인 이익의 창출 여부 또는 불규칙성

## 바. 할인 및 할증평가

### 1) 개요

- 미국의 경우 할증과 할인을 모두 허용하고, 그 폭 역시 제한하고 있지 않은 것이 특징이라 할 수 있음.<sup>79)</sup>
  - 지배주주 지분의 경우 실질적인 또는 사실상의 지배가 가능하기 때문에 가치가산 요인으로 보아 할증을 허용하고 있음.
  - 소액주주 지분의 경우 기업에 대한 통제가 불가능한 바, 지배주주 지분보다 투자유인이 적기 때문에 할인을 허용하고 있음.
  - 이 이외에도 다음과 같은 요인에 대해 할인을 허용하고 있음.
    - 시장성 부족(lack of marketability)
    - 핵심인물(key person) 소실
    - 청산경비, 미처분 자산에 대한 양도세 등(hidden discount)
  
- 각 사건이 처한 상황에 따라 할증평가 또는 할인평가 여부가 결정되며, 모든 경우에 자

79) Rev. Rul. 59-60, SEC. 4. 02. (g)  
CCH(1998), 7-8-7-9 "Sales of the Stock of the Subject Company"

동 적용되는 규정이 존재하지 않음.

- 미리 정하여진 할증 또는 할인평가 상황이나 기준이 되는 지분율, 할증률 또는 할인율 등이 존재하지 않음.
- 다만, 기존의 판례<sup>80)</sup>들을 살펴보면 시장성 부족 또는 소액주주 할인으로 10%~65%의 할인을 허용하고 있음.

## 2) 할인평가 규정

### 가) 시장성 부족(lack of marketability)<sup>81)</sup>

- 시장성 부족이란 주식의 매도 또는 매입을 위한 기존 시장이 존재하지 않는 상태라고 할 수 있음.
  - 거래가 희박하고 매도가 쉽지 않은 비상장주식이 상장주식보다 매력이 떨어지는 바, 비상장주식과 상장주식 간에 이와 같은 차이를 반영하기 위해 할인 필요
- 지배주주 지분이라 할지라도 “시장성 부족에 대한 할인”을 적용받을 수 있음<sup>82)</sup>.
  - 즉시 사모시장(private placement market) 이용이 불가능한 경우에는 지배주주지분이라 할지라도 현금화 하는 데에 곤란을 겪을 수 있음.
  - 또한 주식을 상장하는 경우에는 상장비용 등을 지출해야 하기 때문에 지배주주 지분 역시 시장성 부족에 대한 할인을 적용받을 수 있음.
- 시장성 부족에 대한 할인 과정에서 고려해야 할 요인에는 다음과 같은 것이 있음.
  - 회사가 부과하는 제약조건
  - 주 또는 연방 법률에서 부과하는 제약조건
  - 주식매각비용
  - 유사 업종에 속한 상장기업 주가와와의 비교

80) Estate of Andrews, Estate of Bright, Prosta

81) CCH(1998), 9-3-9-6 "Lack of Marketability"

82) Estate of Andrews, 79 T.C. 938, page 953.

나) 소액주주 지분(minority interest)<sup>83)</sup>

- 소액주주 지분이란 회사에 대한 통제 또는 지배가 불가능한 지분을 말함.
  - 보통 50% 이하 지분을 보유하고 있는 경우에는 소액주주라고 봄.
  - 소액주주 지분의 경우 회사에 대한 지배 또는 통제가 불가능한 바, 지배주주 지분보다 매력이 적음.
  
- 지분을 수치상으로는 지배주주이나 당해 기업에 대한 실질적인 지배가 불가능한 경우 또는 그 반대의 경우(즉, 지분을 수치상으로는 소액주주이나 당해 기업에 대한 실질적인 지배가 가능한 경우)가 있을 수 있음.
  - 주법 또는 회사 정관에서 의사결정 또는 청산을 위해 특정 %의 지분을 요구하는 경우가 있음.
  - 세 명의 주주가 각각 1/3씩 지분을 보유하고 있는 경우에는 세 명 모두 지배주주라고 보지 않음.
  - 숫자상으로는 소액주주이나, 특정 경우에는 회사에 대한 실질적인 통제와 모든 의사결정 권한을 갖는 경우가 있음.
  - 소량의 주식이 스윙보트(swing vote) 역할을 하는 경우가 있음.
  
- 소액주주 지분에 대한 할인 과정에서 고려해야 할 요인에는 다음과 같은 것이 있음.
  - 소액주주라는 사실이 투자수익(즉, 배당 및 청산가치) 결정에 미칠 영향을 가장 중요하게 고려해야 함.
  - 비교가능 상장주식 또는 장외거래주식 주가를 이용하여 주식의 가치를 유추하는 경우에는 소액주주 할인을 적용하지 않는 것이 적합하지 않음.
    - 거래소에 상장되어 있는 주식의 경우에는 100주가 거래단위이기 때문에 이미 주가에 해당 주식이 소액주주 지분이란 사실이 반영되어 있음.
  - 기타 고려해야 할 요인에는 다음과 같은 것이 있음.
    - 청산회사 vs. 영업 중인 회사

83) CCH(1998), 9-6-9-8 "Minority Interest"

- 위험이 낮은 사업 vs. 위험이 높은 사업
- 주식거래단위 규모

- 다른 가족이 가진 지분과 합산하지 않고 소액주주 여부를 판단해야 함.<sup>84)</sup>
  - 예를 들어 X회사의 지분을 100% 보유하고 있는 P가 자신이 가진 지분을 다섯 자녀에게 동일하게 증여하였다면 소액주주 할인을 적용받을 수 있음.
  - 가족이 지배하고 있는 회사의 경우 특수 관계가 있는 자의 지분을 모두 합산하여 소액주주 해당 여부를 판정하는 것이 오랫동안 국세청의 입장이었으나, 법원에서 계속하여 이와 반대되는 취지의 판결을 하자 개인이 가진 지분만을 기준으로 소액주주 해당 여부를 판정하는 것으로 기존의 입장을 수정했음.
  
- 그러나 단지 조세회피 목적으로 거래가 계획되었다면 소액주주 할인을 적용하지 않음.
  - 법원의 경우 경제적인 실질이나 사업 목적에 기초하여 판단하는 경향이 있음.
  - 예를 들어 회사의 지분을 50% 갖고 있는 개인이 회계사의 조언에 따라 사망 직전 18일 동안 두 명의 자녀에게 0.88%의 주식을 증여했고 그 결과 사망 시점에는 49.65%의 지분을 갖게 되었다면 소액주주 할인을 적용하지 않음<sup>85)</sup>.

#### 다) 핵심인물(key person) 소실<sup>86)</sup>

- 핵심인물이란 사업에 대한 공헌이 너무 커서 그 자가 없는 경우 미래의 이익에 확실하게 부정적인 영향을 미칠 수 있는 사람을 말함.
  - 창립자, 회사의 경영을 장악하고 있는 임원 등이 이에 해당하나, 이것이 핵심인물 판단에 핵심적인 요인이진 않음.
  - 핵심인물이란 것을 입증하기 위해서는 전문지식·중요 의사결정 등에 관한 증거를 제시해야 하며, 핵심인물 소실 후에 실제로 이익의 감소가 있었는지 검토해야 함.
  - 종업원의 숫자가 많을수록 한 개인이 회사의 이익에 공헌하는 바가 증가하는바, 회

84) Rev. Rul. 93-12

85) Murphy, 60 T.C.M. 645

86) CCH(1998), 9-11~9-13 "Key Person"

사의 규모(종업원의 수)가 핵심인물 할인 적용 여부에 중요한 영향을 미침.

- 청구의 대상이 되는 개인이 실제로 회사의 이익을 책임지고 있고, 대체가능한지 여부 등을 고려하여 핵심인물 할인 적용 여부를 결정해야 함.
- 핵심인물 할인을 반영하기 위해 정하여진 비율이나 공식 등은 없음.
  - 사실상 사실관계 또는 상황에 기초하여 할인이 이루어짐.

#### 라) 잠재적인 할인(Hidden Discount)<sup>87)</sup>

- 앞서 살펴봤던 것 이외에도 청산경비, 미처분 자산에 대한 양도세 등을 고려하여 할인 평가 가능

### 사. 주식평가 관련 세무행정<sup>88)</sup>

#### 1) 개요

- 국세청 직원이 주식평가 문제를 전개하고, 해결하며 보고하는 때 준수해야 할 지침에 대해서는 “내국세입편람 4.48.4. 기업 가치평가 지침(IRM 4.48.4. Business Valuation Guidelines)”에서 규정하고 있음.
- 한편 국세청 직원이 가치평가 문제와 관련하여 공식적인 지원이 필요하면 다음과 같은 세 가지 경로를 통해 지원을 받을 수 있음.
  - 각 지역의 엔지니어 그룹에게 지원 요청
  - 국세청 본청의 전문가에게 지원 요청
  - 국세청 외부의 전문가에게 지원 요청

87) CCH(1998), 9-13-9-14 “Hidden Discount”

88) CCH(1998), Lesson 2 “Service Concepts and Procedures”  
<http://www.irs.gov/irm/part8/ch10s01.html>

2) 주식평가 시에 준수해야 할 지침<sup>89)</sup>

가) 주식평가 문제를 전개하는 때 준수해야 할 지침(Development Guidelines)

- 가치평가업무에는 계획(planning)·주요 요인에 대한 확인(identifying)·관련 정보의 분석(analyzing) 등과 작업이 필요하며, 모든 관련 활동을 기록해야 함.
- 경우에 따라서는 가치평가보고서를 검토하는 것이 자산의 가치를 평가하는 최선의 방안이 될 수 있음.

① 계획(planning)

- 평가자가 가치평가 업무를 적절하게 계획해야 하며, 관리자가 가치평가 업무에 관여하는 직원을 감독해야 함.
- 가치평가 업무 전반에 걸쳐 지속적인 품질계획(quality planning) 절차가 수행되어야 함.

② 확인(identifying)

- 평가자가 다음과 같은 사항의 확인을 통해 업무를 정의하고, 업무의 범위를 결정해야 함.
  - 평가대상 자산
  - 평가대상 지분
  - 평가기준일자
  - 평가의 목적
  - 평가의 용도
  - 가치에 대한 신고(Statement of value)
  - 가치의 기준 및 정의(Standard and definition of value)
  - 가정(Assumptions)

---

89) <http://www.irs.gov/irm/part4/ch41s04.html>

- 제약사항(Limiting conditions)
- 범위설정(Scope limitations)
- 제약조건, 약정 및 가치에 영향을 미칠 수 있는 기타 요인
- 정보의 원천

### ③ 분석(analyzing)

- 평가자가 평가에 필요한 관련 정보를 분석해야 하는바, 이를 예시하면 다음과 같음.
  - 사업의 성격 및 회사의 설립 시점으로부터 역사
  - 전반적인 경제전망 및 특정 산업의 상황 및 전망
  - 주식이나 지분의 장부가치 및 회사의 재무상태
  - 회사의 이익능력
  - 배당지급능력
  - 영업권 또는 기타 무형의 가치의 존재 또는 부재
  - 주식 또는 지분의 매각 및 평가대상 주식의 거래단위
  - 자유롭고 공개되어 있는 시장, 즉 거래소 또는 장외거래시장에서 활발하게 거래되고 있는 동종 또는 유사 업종에 속한 기업의 주식 또는 지분의 시가
  - 기타 관련 정보
  
- 일반적으로 인정되는 세 가지 접근방식에는 자산 접근법(asset-based approach), 시장 접근법(market approach)<sup>90)</sup>, 소득 접근법(income approach)<sup>91)</sup>이 있음.
  - 세 가지 접근방식 모두를 고려해야 함.
  - 세 가지 접근방식 중 어떤 것을 채택하며, 특정 접근방식 내에서도 특히 어떤 방법으로 평가하는 것이 최선인지 결정하기 위해서는 전문가적 판단(professional judgment)을 이용해야 함.

90) 비교가능자산 또는 유사 자산이 실제 양도됐던 가격에 기초하여 자산의 가치를 평가하는 방식

91) 예상 순이익(감가상각·이자·세금 차감 전 순이익 또는 차감 후 순이익)을 추정하고, 이를 자본 환원(할인)하여 자산의 가치를 평가하는 방식

- 역가적인 원가에 의한 재무제표 분석이 필요하며, 가능한 경우에는 평가자가 선택하는 가치평가 방법에 맞춰 자산의 가치, 소득, 현금흐름 및 이익의 흐름을 적절하게 조정해야 함.
- 평가자가 세전 또는 세후소득·현금흐름 등과 같은 이익의 흐름, 할인율 또는 이익에 적용되는 배수 등을 적절하게 선택해야 함.
- 사업의 성격, 관련 위험, 이익의 안정성 또는 불규칙성, 기타 관련 요인을 고려하여 할인율을 결정해야 함.
- 주식의 가치를 결정하고 가중평균 하는 과정에서 아래와 같은 사항이 고려되지 않았다면 주식의 가치를 최종 결정하는 과정에서 아래와 같은 사항을 별도로 고려해야 함.
  - 시장성 또는 시장성의 부족, 사업의 성격에 대한 고려, 기업 소유 지분 또는 증권, 관련 계약 및 법률적인 제약의 영향, 시장여건
  - 해당 지분이 회사의 운영·매각 또는 청산 등과 같은 의사결정 과정에서 미칠 수 있는 영향
  - 기업의 가치에 상승효과 또는 전략적인 기여효과 등이 있는 다른 차원의 가치 고려 요인
  - 평가자가 생각했을 때 고려하는 것이 적합하다고 판단되는 기타 요인

④ 기록

- 주식평가 과정에서 자신이 취한 단계와 사용한 기법을 기록하고, 최종 보고서에 나온 사실관계 및 결론을 입증하기 위한 증거를 제시해야 함.
- 평가자가 세부적인 사건 활동 기록(Form 9884 조사 공무원의 활동 보고서(examining officer's activity record))를 작성·보관해야 하는 바, 여기에는 다음과 같은 내용이 포함돼야 함.
  - 자신이 취한 활동을 확인하고, 여기에 소요된 시간을 기입해야 함.

- 이름, 전화번호, 주제, 답변 등과 같은 연락사항 등을 기록해야 함.
- 조사 과정에서 있는 지연이나 지체(delay)에 대해 기록해야 함.

#### ⑤ 검토(reviewing)

- 가치평가보고서를 검토하고, 그 결과를 보고하는 경우에는 검토대상 보고서의 타당성(adequacy)과 적합성(appropriateness)에 대해 의견을 표명하고, 자신이 취한 검토 절차의 업무 범위를 명확하게 표현해야 함.
- 가치평가보고서를 검토하는 과정에서 평가자가 수행해야 할 업무를 정리하면 다음과 같음.
  - 납세자, 평가의견이나 결론의 사용의도, 검토 업무의 목적을 파악해야 함.
  - 검토대상 보고서, 평가대상 자산, 평가기준일자 및 검토일자 등을 확인해야 함.
  - 자신이 수행해야 할 검토 절차의 범위를 확인해야 함.
  - 검토대상 보고서의 완전성(completeness)을 판단해야 함.
  - 자료의 적합성(adequacy) 및 관련성(relevance), 자료에 대한 조정이 타당한지 판단해야 함.
  - 가치평가방법 및 기법이 적합한지(appropriateness) 판단하고, 이에 동의하지 않는 경우에는 논리를 개발해야 함.
  - 검토대상 보고서의 분석·의견 및 결론이 적합하고 타당한지 판단하고, 이에 동의하지 않는 경우에는 논리를 개발해야 함.
- 평가자가 보고서의 사실관계 파악, 기초가 되는 가정이나 평가방법, 결론 등에 동의하지 않는 경우에는 추가적인 사실조사·연구·분석 등의 작업을 수행해야 함.

#### 나) 주식평가 문제를 해결하는 때 준수해야 할 지침(Resolution Guidelines)

- 이는 조사과정에서 가능한 한 빨리 주식의 가치평가 문제를 해결하는 데 있음.
  - 평가자가 신뢰성 있고, 수공할 수밖에 없는 방식으로 주식의 가치를 평가하면 소송

없이 가치평가 문제를 해결하는 데에 도움이 될 수 있음.

- 모든 미해결 문제를 해결하기 위해서는 평가자가 내부의 고객 및 납세자와 협력하여 업무를 수행해야 함.
  
- 평가자가 문제의 해결 과정에서 고려해야 할 모든 정보를 가진 경우라면 이와 같은 정보를 이용하여 결론에 도달하는 과정에서 전문가적 판단(professional judgment)을 이용하면 됨.
  - 그러나 평가자가 모든 정보를 갖지 못한 경우에는 상당히 충분한 정보를 가진 때 결정을 해야 적합한 결론을 내릴 수 있음.
  
- 평가자가 독립적인 위치에서 객관적인 판단을 해야 하며, 편견이나 이해관계 상충에 얽매이지 않고 사실에 기초하여 모든 사항을 판단해야 함.

다) 주식평가 문제를 보고하는 때 준수해야 할 지침(Reporting Guidelines)

- 평가자가 내린 결론에 대해 신뢰성 있고, 수궁할 수밖에 없는 근거를 제시하는 것이 가치평가보고서의 가장 주된 목적이라 할 수 있음.
  
- 가치평가보고서에는 가치평가 분석의 명확한 이해를 돕고, 어떻게 이와 같은 결론에 도달하게 되었는지를 보여주는 모든 정보가 포함되어야 함.
  
- 보고서의 내용(report contents)
  - 각 사건이 요구하는 바에 따라 보고서의 범위와 내용이 다를 수 있음.
  - 가치평가보고서가 평가결과 및 가치평가 과정에서 이용한 정보를 명확하게 전달해야 함.
    - 또한 가치평가보고서가 입증서류 확인뿐만 아니라 평가방법, 추론 등을 효과적인 방식으로 전달해야 함.

- 가치평가보고서에는 일관성과 품질을 보증하기 위해 확인하고 분석한 항목에 관한 정보가 충분히 포함되어야 함.
- 검토보고서에는 최소한 평가자가 수정한 가정·분석·결론 등을 입증하기 위해 확인하고 분석한 항목에 관한 정보가 포함되어야 함.

□ 진술서(Statement)

- 각각의 서면 보고서에는 다음과 같은 내용을 포함하는 서명날인 진술서가 포함되어야 함.
  - 동 보고서에 담긴 사실관계 진술이 진실하고 정확하다는 사실
  - 동 보고서의 분석이나 의견·결론 등이 보고서에 나온 가정이나 제약조건하에서만 효력을 가진다는 사실
  - 평가자가 평가대상 자산에 대해 현재 또는 미래에 어떠한 지분을 갖고 있지 않고, 관계자와 개인적인 이해관계 등을 갖고 있지 않다는 사실
  - 평가자가 평가대상 자산이나 당사자에 대해 아무런 편견을 갖고 있지 않다는 사실
  - 자신의 보수가 이 분석의 결과로서 유발되는 행동이나 사건에 연동되지 않는다는 사실
  - 자신의 분석, 의견 및 결론이 국세청의 가치평가 지침에 따라 진행되었으며, 동 지침에 따라 본 보고서가 작성되었다는 사실

### 3) 주식평가 업무와 관련하여 지원 요청하기

#### 가) 각 지역의 엔지니어 그룹에게 지원 요청하기

- 광업·목재·석유·산업 및 일반 분야의 엔지니어, 부동산 평가인(appraiser), 재무 분석가 등이 엔지니어 그룹에 속함<sup>92)</sup>.
- 모든 지역에 모든 분야의 엔지니어 그룹이 있는 것이 아니라 주요 지역에만 엔지니어 그룹이 있음.

92) CCH(1998), 2-2 "Engineering Groups in Each Region"

- 많은 엔지니어 및 평가인이 조세법정 및 지방법원에서 증언을 할 수 있는 자격을 갖고 있음.

나) 국세청 본청의 평가전담기구에게 지원 요청하기

- 미국의 경우 가치평가 문제와 관련하여 발생하는 분쟁을 해결하기 위해 심사국(appeals) 내에 평가전담기구를 두고 있음.
  - 심사국(appeals)이란 국세청의 다른 부서들과 독립되어 있고, 소송 없이 세법의 적용에 관한 분쟁을 공정하고 공평하게 해결할 수 있는 회합의 장소를 제공하는 역할을 함<sup>93)</sup>.
- 심사국에는 평가와 관련하여 두 개의 전문적인 평가전담기구가 있음<sup>94)</sup>.
  - 예술품 평가의 경우 “Office of Art Appraisal Services”에서, 사업·금융 또는 REITs 평가의 경우 “Appeals Appraisal Services”에서 전담하고 있음.
  - 이들 기구에서는 금융·부동산·개인자산·예술품·기타 상업거래에서 발생하는 가치평가 문제와 관련하여 국세청 내부 또는 다른 정부기관에게 조언과 지원을 제공하는 역할을 함.
    - 또한 소송 또는 소송 전의 화해과정에서 가치평가 문제와 관련하여 국세청의 조세 불복 쟁송담당부서(Office of Chief Counsel) 및 법무부(DOJ)에 지원을 제공하는 역할 역시 수행하고 있음.
- 지원을 받기 위한 최소한의 요건이 존재하는 것은 아니지만, 주로 다음과 같은 분야에서 도움을 얻을 수 있음<sup>95)</sup>.
  - 복잡하고, 독특하며, 세액이 크고, 근처에 소재하는 지역 사무소 내에 요건을 갖춘 전문가가 없는 경우
  - 많은 수의 납세자에게 영향을 미칠 수 있는 사건
  - 납세자가 전문가의 서비스를 받고 있는 경우로서 다른 전문가의 의견을 들을 필요

93) <http://www.irs.gov/individuals/article/0,,id=96765,00.html>

94) <http://www.irs.gov/irm/part8/ch10s01.html>

95) CCH(1998), 2-4 “Office of Appraisal Services in National Office”

가 있는 경우

- 1,000만달러 이상의 세금과 관련되어 있는 유산세 및 증여세 사건의 가치평가 문제에 대해서는 Appeals Appraisal Services에 상담을 요청해야 함<sup>96)</sup>.
  - 요청이 있는 경우에는 해당 자산의 가치를 제시하고, 양측(납세자와 정부)의 보고서 및 논거의 강·약점을 파악하며, 문제의 최종적인 해결을 위해 지원하는 역할을 함.
  
- 비상장주식의 평가와 관련하여 지원을 요청하는 경우에는 다음과 같은 자료를 첨부해야 함<sup>97)</sup>.
  - 비상장주식에 대한 납세자의 평가내역 사본
  - 평가직전 연도 및 직전 5년간의 연간·중간 재무제표
  - 평가직전 5년간의 회사 및 자회사의 배당지급내역
  - 회사의 우선증권(senior security) 및 우선주 내역
  - 사업의 성격 및 역사에 관한 설명
  - 회사의 재무자료(자회사의 재무자료 포함)
  - 지분, 가족관계 등이 표기되어 있는 주주명부
  - 평가 직전 10년 내의 주식매매실적
  - 스톡옵션 조건 및 평가대상 주식에 적용되는 제한적인 판매약정 사본
  - 회사가 투자하고 있는 비영업용 자산(예를 들면 주식, 부동산 등)의 공정가액 평가 자료
  - 비교가능 회사의 공표되어 있는 재무정보 사본

#### 다) 국세청 외부의 전문가에게 지원 요청하기

- 납세자가 고도의 자격을 갖춘 독립적인 평가인을 고용하고 있는 경우로서 당해 평가인이 법정에서 하는 증언을 국세청 직원이 쉽게 반증하기 힘든 경우에는 주로 외부의 전

96) <http://www.irs.gov/irm/part8/ch10s01.html>

97) <http://www.irs.gov/irm/part8/ch10s01.html>

문가를 이용하게 됨.

- 국세청 내부의 전문가를 이용하는 경우에는 법원이 편견이 내재되어 있는 의견으로 볼 확률이 높음.

□ 한편 국세청 내부에 해당 분야의 전문가가 없는 경우에도 외부의 평가인을 이용하게 됨.

□ 그러나 외부의 전문가를 이용하면 비용이 많이 들고, 비용 문제 때문에 지역 차원에서 승인을 요구하는 수도 있음.

#### 4) 평가기준<sup>98)</sup>

□ 내국세법 또는 시행규칙 모두 시가의 정의 외에 평가에 대해 표준적인 기준을 제시하지 않고 있음.

- 다만, 기부금 공제 금액 입증에 관한 Treas. Reg. 1.170A-13의 규정에 따르면 납세자(통상적인 회사 제외)가 5,000달러 이상의 기부금을 공제받기 위해서는 자격을 갖춘 평가인(appraiser)에게 서면의 승인을 획득해야 하며, 평가내역 등을 제출해야 함.

□ 이 때 “자격을 갖춘 평가인(appraiser)”이란 다음 중 하나에 해당하는 자를 말함.

- 자기 자신을 감평가라고 대중에게 소개하는 자 또는 통상적인 업무로서 자산의 평가를 수행하는 자
- 배경지식·경험·교육·전문가 회원자격(있는 경우에만) 등에 기초하여 판단했을 때 해당 유형의 자산에 대해 평가의 자격을 갖춘 자
- 자산의 가격에 기초하여 보수를 받지 않는 자
- 당해 거래의 당사자가 아닌 자, 수증자 또는 기부자와 특수 관계가 없는 자

□ 법률 및 시행규칙에서 획일적인 기준을 제시하고 있지 않음에도 불구하고 많은 주가 FIRREA(Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act)에 따라 감평가 제

---

98) CCH(1998), 2-4-2-7

도를 운영하고 있음.

- 1989년 부실금융회사 정리를 위해 FIRREA가 제정됐음.
- FIRREA에선 부동산과 개인자산, 사업의 평가를 위해 자격을 갖춘 훈련받은 감평사를 이용토록 하고 있음.
- 동법에 따라 많은 주에서 자산의 평가 기준에 관한 법률이 제정되었으며, 감평가 제도가 신설됐음.
  - 공인 감평가(Certified Appraiser), 공인 주거용 부동산 평가사(Certified Residential Real Estate Appraiser) 등의 명칭으로 사용되며, 주법에 따라 조금씩 다름.

□ 감평가 자격을 취득하기 위해서는 보통 다음과 같은 요건을 충족해야 함.

- 서면 시험에 통과해야 함.
- 교육요건 및 경력요건 등을 충족해야 함.
- 전문가 교육에 계속하여 참여해야 함.
- 주 위원회에 연회비를 납부해야 함.

□ 그러나 감평가 자격이 있어야만 자산평가 결과를 인정받을 수 있는 것인지, 자산평가 업무를 담당하는 공무원이 새로운 법률에 따라 감평가 자격을 취득해야 하는 것인지 등은 명확하지 않음.

## 아. 평가에 대한 패널티(penalty)

### 1) 개요

- 미국의 경우 사전에 정하여진 방법이나 공식 등이 없으므로 주식평가 과정에서 평가자의 재량적인 판단이 들어가는 수밖에 없음.
  - 그러나 재량적인 판단을 남용하게 되면 조세회피수단으로 악용되는바, 이를 방지하기 위해 세법에 불공정 평가에 대한 제재를 자세하게 명시하고 있음.

□ 불공정 평가와 관련되는 세법상의 제재로는 다음과 같은 것이 있음.

- 정확성 관련 가산세
- 민사상의 사기행위에 대한 증가산세

2) 정확성 관련 가산세

□ 다음 중 하나 이상의 사유 때문에 세금을 과소납부하는 경우에는 이로 인해 과소납부하는 세액의 20% 또는 40%에 상당하는 금액을 가산하여 납부해야 함<sup>99)</sup>.

- ① 법 규정의 태만 또는 경시
- ② 다액(多額)의 소득세 과소신고
  - 과소신고 세액이 신고해야 할 세액의 10%와 5,000달러 중 큰 금액을 초과하는 경우<sup>100)</sup>
- ③ 다액(多額)의 자산평가 허위신고<sup>101)</sup>
  - 허위평가 때문에 과소납부 하는 세액이 5,000달러(기업의 경우에는 10,000달러)를 초과하는 경우에만 적용
  - 허위신고금액 크기에 따라 적용되는 가산세율이 다름.

20%의 가산세율 적용	40%의 가산세율 적용
<ul style="list-style-type: none"> <li>· 자산의 가치를 정상적인 가치보다 150% 이상 과대평가하여 신고하는 경우 또는</li> <li>· 특수 관계 기업 간에 국제거래에서 자산의 가격을 정상적인 가치보다 200% 이상 과대평가 또는 정상적인 가격의 50% 이하 수준으로 과소평가하여 신고하는 경우로서 이전가격 순조정금액이 500만 달러와 총수입의 10% 중 적은 금액을 초과하는 경우</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 정상적인 자산 가치보다 200% 이상 과대평가하여 신고하는 경우 또는</li> <li>· 특수 관계 기업 간에 국제거래에서 자산의 가격을 정상적인 가치보다 400% 이상 과대평가 또는 정상적인 가격의 25% 이하 수준으로 과소평가하여 신고하는 경우로서 이전가격 순조정금액이 2천만 달러와 총수입의 20% 중 적은 금액을 초과하는 경우</li> </ul>

- 연금채무 과대평가
- 유산가액 또는 증여재산가액 과소평가<sup>102)</sup>

99) IRC Sec. 6662(b)  
 100) IRC Sec. 6662(d)  
 101) IRC Sec. 6662(e), (h)

- 과소납부 세액이 5,000달러를 초과하는 경우에만 부과
- 과소평가금액 크기에 따라 적용되는 가산세율이 다름.

20%의 가산세율 적용	40%의 가산세율 적용
· 신고자산 가치가 정상적인 자산 가치의 65% 이하가 되는 경우	· 신고자산 가치가 정상적인 자산 가치의 40% 이하가 되는 경우

- 다섯 가지 사유 중 세 번째(자산과대평가)와 다섯 번째(유산가액 또는 증여재산가액 과소평가)가 가치평가 문제에만 적용되는 제한적인 규정이라 할 수 있음.
  - 그러나 다른 사유 역시 가치평가 문제에도 적용이 가능함.
    - 예를 들어 가치평가 과정에서 법 적용에 태만하였다면 첫 번째 사유 역시 적용이 가능함.

#### □ 적용예외

- 민사상의 사기에 해당하여 증가산세 규정이 적용되는 경우에는 상기 규정이 적용되지 않음.
- 또한 정당한 사유가 있다거나 납세자가 성실하게 행동하는 부분에 대해서는 가산세가 부과되지 않음.

### 3) 민사상의 사기행위

- 사기(fraud) 때문에 세금을 과소납부하는 경우에는 이로 인해 과소납부하는 세액의 75%에 상당하는 금액을 가산하여 납부해야 함<sup>103)</sup>.
  - 국세청이 미납세액 중 일부가 사기에 의한 것이라는 것을 입증하면 미납세액 전부를 사기에 의한 것으로 봄<sup>104)</sup>.
    - 다만, 납세자가 우월한 증거에 의하여 사기가 아니라는 것을 입증하는 부분에 대

102) IRC Sec. 6662(g), (h)

103) IRC Sec. 6663(a)

104) IRC Sec. 6663(b)

해서는 가산세가 부과되지 않음.

- 이 때 민사상의 사기 행위에는 다음과 같은 것이 포함<sup>105)</sup>
  - 이중장부, 허위기록·허위송장·허위문서 작성, 장부와 기록의 파기, 자산의 은닉과 소득원천 은폐(예를 들면 금융기관 등에 비밀계좌 개설), 상거래 또는 계약 등에 있어 정상적인 기록을 회피하기 위한 자료의 조작, 사건을 조사하는 동안에 하는 그릇된 행동(예를 들면 조사공무원에게 허위의 진술을 하는 것) 등

□ 적용예외

- 정당한 사유가 있다거나 납세자가 성실하게 행동하는 부분에 대해서는 가산세가 부과되지 않음<sup>106)</sup>.

## 2. 일 본

### 가. 개요

- 일본 역시 법률에서 원칙적인 사항만을 제시하고 있고, 시가의 개념이나 평가방법 등과 같은 세부적인 내용들은 국세청 통달에서 규정하고 있음.
- 시가에 의해 평가하는 것을 원칙으로 하되, 시가가 불분명한 경우에는 <재산평가기본 통달>에서 정한 방법에 따름.
  - 주식소유비율이나 주식발행회사 규모 등을 기준으로 몇 개의 그룹으로 나눈 후, 각 그룹별로 서로 다른 공식을 적용하여 주식의 가치를 평가하고 있음.
    - 해당 주식이 동족주주<sup>107)</sup> 지분인지, 대회사·중회사·소회사 중 어떤 규모의 회사 주식인지 등에 따라 평가하는 방법이 다름.

---

105) 한상국 외(2006)

106) IRC Sec. 6664(c)

107) 동족주주 개념에 대해서는 “라. 3) 가)” 참조

- 시가에 영향을 줄 수 있는 일체의 사정을 고려해야 하는바, 어떤 재산을 통달과 다른 기준으로 평가하였다고 하여 바로 위법이라 말할 수 없음.

## 나. 입법방식

### 1) 개요

- 법률(상속세법 또는 동법 시행령)에선 원칙적인 사항만을 규정하고, 국세청의 <재산 평가기본통달>에서 구체적인 내용을 규정하고 있음.
  - 상속세법 제22조에서는 시가에 의한 평가원칙만을 제시하고 있음.
  - 지상권·정기금에 대한 권리·입목 등과 같은 자산의 평가에 대해서는 세법에 구체적인 규정이 존재하지만, 주식의 평가와 관련하여서는 세법에 구체적인 규정이 존재하지 않음.

### 2) 관련 규정

#### 가) 상속세법

- 상속세법에는 자산의 평가에 대한 일반적인 원칙만이 규정되어 있음.
  - 상속세법에서 따로 정한 자산(즉, 지상권, 정기금에 대한 권리, 입목 등)을 제외하고 그 밖의 자산을 평가하는 경우에는 취득 당시 “시가”에 의함(상속세법 제22조).
  - 그러나 시가의 정의에 대해서는 세법에 구체적인 규정이 존재하지 않음.

#### 나) 상속세법시행령

- 상속세법 시행령에는 자산의 평가 또는 시가와 관련하여 구체적인 규정이 존재하지 않음.

다) 국세청의 재산평가기본통달

- 자산의 평가와 관계되는 구체적인 내용들은 주로 <재산평가기본통달>에서 다룸.
  - 평가의 기본적인 원칙에 대해서는 재산평가기본통달 §1에서, 비상장주식의 평가에 대해서는 재산평가기본통달 §174 내지 §196에서 규정하고 있음.
  
- 통달의 법적효력
  - 통달 자체가 법령이 아닐 뿐만 아니라 개별 자산을 평가하는 때는 그 가액에 영향을 줄 수 있는 일체의 사정을 고려해야 하기 때문에 어떤 재산을 통달과 다른 기준으로 평가하였다고 하여 바로 위법이라 말할 수 없음<sup>108)</sup>.
    - 실제로 통달과 다른 방법으로 토지를 평가하더라도 위법이 아니라는 최고재판소의 판례가 있음.
  - 상속세법에서 가장 중요한 재산의 평가 문제를 통달에 위임하는 것이 헌법에 위반 되는 것이 아닌지에 대해 의문이 있지만, 판례에서는 일관해서 조세법률주의 위반이 아니라고 판시하고 있음<sup>109)</sup>.

3) 적용범위

- 일본의 경우 오랫동안 <상속세 재산평가에 관한 기본통달> 규정에 따라 상속 또는 증여에 관한 자산을 평가하여 옴<sup>110)</sup>.
  - 일본의 경우 자산의 취득 시는 취득원가, 양도 시는 시가에 의해 과세하는 것이 일반 원칙
    - 즉, 실질거래가액 기준으로 손익을 산정하는 체제이기 때문에 유가증권 등의 손익에 관한 규정 역시 단순하게 설계되어 있음.
    - 그 대신 상속세 및 증여세의 부과를 위해 시가의 산정이 명확하지 않은 경우에는 <상속세 재산평가에 관한 기본통달>에서 정한 바에 따라 평가토록 함.

108) 성낙인 외(2003)

109) 김두형(2003) (三木義一, 『相續·贈與と税』(一粒社, 2000), 156면 이하에서 인용)

110) 최봉길(2007)

- 그러나 지가세 도입과 함께 상속·증여 외에 실제 일상의 거래관계 속에서도 재산을 평가해야 할 필요가 생김<sup>111)</sup>.
  - 또한 최근 기업구조조정으로 M&A가 활발하게 진행됨에 따라 토지·건물·기계장치 등과 같은 유형자산뿐만 아니라 주식 등의 금융상품, 각종 무형자산 등의 시가평가 문제가 대두됐음.
  - 하지만 <상속세 재산평가에 관한 기본통달>에서 규정하고 있는 내용들은 주로 상속·증여 등과 같이 특수 관계가 있는 자 간의 거래를 대상으로 하고 있기 때문에 이 기준만으로는 최근의 변화에 제대로 대응하기 힘들.
  
- 따라서 상속·증여에 대한 과세를 전제로 한 <상속세 재산평가에 관한 기본통달> 규정을 다른 모든 세목에도 활용이 가능하게 하기 위해 2002년 1월 1일부터 <재산평가기본통달>으로 대체하여 시행하고 있음<sup>112)</sup>.

#### 다. 평가원칙

- 자산의 평가원칙(재산평가기본통달 §1)
  - 상속이나 유증 또는 증여에 의해 자산을 취득하는 경우에는 시가에 의해 자산을 평가해야 함.
  - 이 때 “시가”라고 함은 상속 또는 증여 당시 각 자산의 상황에 따라 불특정 다수인 간에 자유로운 거래를 통해 성립되는 가격을 의미하는바, 재산평가기본통달에서 정한 바에 따름<sup>113)</sup>.
  - 재산의 평가와 관련하여서는 당해 자산의 가격에 영향을 줄 수 있는 모든 사정을 고려해야 함<sup>114)</sup>.

---

111) 이우택(2006)

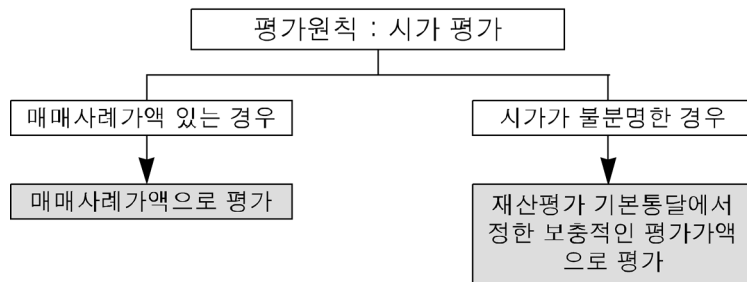
112) 이우택(2006)

113) 평가통 §1 제1장 1(2)

114) 평가통 §1 제1장 1(3)

- 즉, 객관적인 교환가치 또는 매매사례가액 등이 존재하는 경우에는 이를 우선 적용하  
되, 시가가 불분명한 경우에는 재산평가기본통달 §178~§196에서 정한 보충적인 방식  
에 따라 평가해야 함.

[그림 Ⅲ-6] 일본의 비상장주식 평가개요



## 라. 보충적인 평가방법

### 1) 개요

- 해당 주식이 i) 특정평가회사 주식인지, ii) 동족주주 지분인지, 그리고 iii) 주식발행 회  
사의 규모(대회사·중회사·소회사)에 따라 각기 다른 방식으로 평가가 이루어짐.
  - 주식이나 토지를 과도하게 보유하고 있다거나 영업상태 등을 고려했을 때 통상적  
인 기업 활동을 수행하고 있는 것으로 보기 힘든 경우에는 특정평가회사로 분류
  - 각 그룹별로 사전에 정하여인 공식에 따라 평가
- 대회사의 경우에는 순자산가액(상속세법 규정에 따른 평가가액)과 유사업준비준가액  
중 하나를 선택하여 평가 가능
  - 중회사의 경우에는 두 가지 가액(순자산가액 및 유사업준비준가액)을 가중평균하  
여 나온 값과 순자산가액(상속세법 규정에 따른 평가가액) 중 하나를 선택하여 평가  
가능
  - 소회사의 경우에는 순자산가액(상속세법 규정에 따른 평가가액)에 의해 평가하는

것이 원칙이나, 납세자가 선택하면 중회사와 동일하게 두 가지 가액을 가중평균하여 나온 값을 이용 가능

- 한편 동족주주 지분에 해당하지 않는 경우에는 연배당금을 10%의 할인율을 적용하여 자본 환원시킨 값과 일반적인 평가가액 중 적은 금액으로 평가해야 함.
- 동족주주 지분이 아닌 경우에는 회사를 지배하는 것이 불가능하고, 단순히 배당을 받을 수 있는 권리를 갖고 있는 것에 불과하기 때문에 특별히 배당환원가액으로 평가하도록 하고 있음.

〈표 Ⅲ-1〉 일본의 평가방식 개요

구 분		평가방식
1. 특정평가회사 주식이 아닌 경우	(1) 동족주주 지분 (A)	① 대회사 <ul style="list-style-type: none"> <li>• 원칙: 유사업종비준가격</li> <li>• 예외: 1주당 순자산가액(상속세법 규정에 따른 평가가액)으로 평가 가능</li> </ul>
		② 중회사 <ul style="list-style-type: none"> <li>• 원칙: 유사업종비준가격 및 순자산가액(상속세법 규정에 따른 평가가액)을 적절하게 가중평균 하여 산정</li> <li>* 회사의 규모에 따라 가중평균비율 다름.</li> <li>• 예외: 1주당 순자산가액(상속세법 규정에 따른 평가가액)으로 평가 가능</li> </ul>
		③ 소회사 <ul style="list-style-type: none"> <li>• 원칙: 1주당 순자산가액(상속세법 규정에 따른 평가가액)으로 평가</li> <li>• 예외: 유사업종비준가격 및 순자산가액(상속세법 규정에 따른 평가가액)을 1:1의 비율로 가중평균 하여 평가 가능</li> </ul>
	(2) 기타주식 <ul style="list-style-type: none"> <li>• 둘 중 작은 금액으로 평가</li> <li>- 배당환원가액(연간 배당금을 10%의 이율을 적용하여 환원)</li> <li>- 동족주주 지분 평가가액(A)</li> </ul>	

〈표 Ⅲ-1〉의 계속

구 분		평가방식	
2. 특정평가회사 주식	(1) 1개의 비준 요소 수치 만을 가진 회사의 주 식	동족주주 지분 (B)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 원칙: 1주당 순자산가액(상속세법 규정에 따른 평가가액)으로 평가</li> <li>• 예외: 유사업종비준가격 및 순자산가액(상속세법 규정에 따른 평가가액)을 1:3의 비율로 가중평균하여 평가 가능</li> </ul>
		기타주식	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 둘 중 작은 금액으로 평가</li> <li>- 배당환원가액</li> <li>- 동족주주 지분 평가가액(B)</li> </ul>
	(2) 주식 보유 특정회사 주식	동족주주 지분(C)	1주당 순자산가액(상속세법 규정에 따른 평가가액)에 의해 평가하는 것을 원칙으로 함.
		기타주식	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 둘 중 작은 금액으로 평가</li> <li>- 배당환원가액</li> <li>- 동족주주 지분 평가가액(C)</li> </ul>
	(3) 토지 보유 특정회사 주식	동족주주 지분(D)	1주당 순자산가액(상속세법 규정에 따른 평가가액)
		기타주식	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 둘 중 작은 금액으로 평가</li> <li>- 배당환원가액</li> <li>- 동족주주 지분 평가가액(D)</li> </ul>
	(4) 개업 후 3년 미만 회사 및 3개의 비준요소 값이 모두 "0"을 가지는 회사 의 주식	상동	
(5) 개업 전 또는 휴업중인 회사의 주식	1주당 순자산가액(상속세법 규정에 따른 평가가액)		
(6) 청산중인 회사의 주식	청산결과 분배받을 것으로 예상되는 금액을 기준연도 이율을 적용하여 자본환원시킨 값		

2) 동족주주 지분으로 특정평가회사 주식에 해당하지 않는 경우 평가방법

가) 개요

□ 세 가지 기준(종업원 수, 총자산, 매출)에 의해 대회사·중회사·소회사 등 3개 유형으로 구분하고 각각 다른 방식으로 평가

〈표 III-2〉 회사규모 판정기준

규모 구분	구분내용 <sup>4)</sup>	총자산가액 <sup>1)</sup> 및 종업원 수 <sup>2)</sup>	직전기말 이전 1년간의 거래금액 <sup>3)</sup>	
대회사	종업원 수 100명 이상 회사 또는 우측의 어느 것에 해당하는 회사	도매업	20억엔 이상(종업원 수 50명 이하 회사 제외)	80억엔 이상
		소매·서비스업	10억엔 이상(종업원 수 50명 이하 회사 제외)	20억엔 이상
		기타 업종	10억엔 이상(종업원 수 50명 이하 회사 제외)	20억엔 이상
중회사	종업원 수 100명 이상 회사 또는 우측의 어느 것에 해당하는 회사(대 회사에 해당하는 경우 제외)	도매업	7천만엔 이상(종업원 수 5명 이하 회사 제외)	2억엔 이상 80억엔 미만
		소매·서비스업	4천만엔 이상(종업원 수 5명 이하 회사 제외)	6천만엔 이상 20억엔 미만
		기타 업종	5천만엔 이상(종업원 수 5명 이하 회사 제외)	8천만엔 이상 20억엔 미만
소회사	종업원 수 100명 미만 회사 또는 우측의 어느 것에 해당하는 회사	도매업	7천만엔 미만 또는 종업원 수 5명 이하	2억엔 미만
		소매·서비스업	4천만엔 미만 또는 종업원 수 5명 이하	6천만엔 미만
		기타 업종	5천만엔 미만 또는 종업원 수 5명 이하	8천만엔 미만

주: 1) 직전기말 현재 회사가 보유하고 있는 각 자산의 장부가액 합계

2) 직전 기말 이전 1년 동안 계속하여 회사에 근무한 종업원(이하 “계속 근무 종업원”) 수+ 직전 기말 이전 1년 동안 회사에 근무한 종업원(계속 근무 종업원 제외)의 연간 노동시간 종업원 1인당 연 평균노동시간 수(1,800시간)

\* 이 때 종업원의 범위에는 사장, 이사장, 법인세법 시행령 제71조 <사용인 겸 임원으로 되지 않는 임원> 제1항 제1호, 제2호 및 제4호에 언급하는 임원이 포함되지 않음.

3) 회사가 목적으로 하는 사업과 관계되는 직전 기말 이전 1년간의 수입금액

4) 직전기말 이전 1년간의 거래금액으로 회사의 업종 판정. 2 이상의 사업을 영위하는 경우에는 그 중 수입이 가장 큰 업종에 의해 판정.

자료: 평기통 §178

(A) 원칙적인 평가방식<sup>115)</sup>

○ 대회사: 유사업종비준방식으로 평가하는 것을 원칙으로 함.

○ 소회사: 1주당 순자산가액(상속세법 규정에 따른 평가가액)으로 평가하는 것을 원

115) <http://www.nta.go.jp/taxanswer/hyoka/4638.htm>

칙으로 함.

- 중회사: 상기의 두 가지 방식(유사업종비준방식, 순자산가액평가방식)을 병용하여 평가하는 것을 원칙으로 함.

□ (B) 신주의 분배를 받을 수 있는 권리 등이 발생하는 주식의 평가가액 수정<sup>116)</sup>

- 한편 다음에 해당하는 경우에는 (A)에서 나온 값을 아래 산식에 의해 수정해야 함.
  - 상속일 또는 증여일이 배당금 교부 기준일의 익일부터 배당금 교부의 효력이 발생하는 날 사이에 있는 경우: (A에서 나온 원칙적인 평가가액 - 1주당 예상배당금액)
  - 상속일 또는 증여일이 주식배당 기준일, 신주의 할당이 있는 날 또는 신주의 무상 교부 기준일의 익일부터 신주의 효력이 발생하는 날 사이에 있는 경우: (A에서 나온 원칙적인 평가가액+배당으로 받은 주식 1주당 납입해야 하는 금액×주식 1주당 할당 주식 수)÷(1+주식 1주당 할당 주식 수 또는 교부 주식 수)

나) 유사업종비준방식

□ 유사업종비준방식이란 당해 회사와 동일한 또는 유사한 업종에 속한 상장회사 주가를 기초로 주식의 가치를 산출하는 방식을 말함<sup>117)</sup>.

- 주가의 결정요소로서 1주당 배당금액, 1주당 이익금액, 그리고 1주당 순자산가액을 요소별로 유사 업종 평균치와 대비시킴.

$$\text{유사업종비준가액} = A \times \left( \frac{\frac{b}{B} + \frac{c}{C} \times 3 + \frac{d}{D}}{5} \right) \times 0.7^{1)}$$

주: 1) 대회사의 경우에는 0.7을 이용하나, 중회사의 경우에는 0.6, 소회사의 경우에는 0.5를 이용해야 함.

1. 기호

- A: 유사 업종의 주가
- ⑥: 평가대상 회사의 직전기말 현재 1주당 배당금액
- ⑦: 평가대상 회사의 직전기말 이전 1년간의 1주당 연간이익
- ⑧: 평가대상 회사의 직전기말 현재 1주당 순자산가액(장부가액 기준으로 계산)
- B: 상속일 또는 증여일이 속한 해의 유사 업종의 1주당 배당금액

116) 평기통 §187

117) 평기통 §180

- C: 상속일 또는 증여일이 속한 해의 유사 업종의 1주당 연간이익  
 D: 상속일 또는 증여일이 속한 해의 유사 업종의 1주당 순자산가액
2. 1주당 자본금(=직전기말 현재 자본금/직전기말 현재 발행주식 총수)이 50엔 외의 금액이면 ㉞, ㉟, ㊱ 계산금액에다 50엔에 대한 1주당 자본금 배수를 이용하여 재계산한 값을 이용해야 함.
3. 유사 업종의 주가(평균 §182)  
 - 상속일 또는 증여일이 속한 달의 직전 3개월간의 매월의 유사 업종의 주가 중 가장 낮은 것을 이용해야 함. 단, 납세자의 선택에 의해 유사 업종의 전년 평균 주가에 의할 수 있음.  
 - 각 업종에 해당하는 상장회사(이하 “표본회사”) 주식의 매일의 증가를 월별로 평균하여 매월의 주가 또는 전년 평균 주가 계산
4. 1주당 배당금액(통기평 §183, §183-2)=  

$$\frac{\text{직전기말 이전 2년 동안 당해 회사의 잉여금 배당금액*}}{\text{직전기말 현재 발행주식 총수**}}$$
 \* 특별배당, 기념배당 등의 명칭에 의한 배당 중 향후 매기 계속하여 지급이 예상되지 않는 금액 제외  
 \*\* 1주당 자본금이 50엔 이외의 금액이면 계산금액에다 50엔에 대한 1주당 자본금 배수를 이용하여 재계산한 값을 이용해야 함(이하 동일).
5. 1주당 연간이익(통기평 §183, §183-2)=㉠ 또는 ㉡  

$$\text{㉠} = \frac{\text{직전 기말 이전 1년간의 법인세 과세소득*+과세소득 계산에 있어 익금에 산입되지 않은 수입배당금액**+손금에 산입되는 이월결손금***}}{\text{직전기말 현재 발행주식 총수}}$$
 \* 고정자산 매각차익, 보험차익 등과 같은 비정상 이익 제외  
 \*\* 자본금 등의 감소에 의한 수입배당금액 제외, 소득세 상당금액 제외  
 \*\*\* 이 금액이 음의 값을 갖는 경우에는 “0”으로 봄  

$$\text{㉡} = \frac{\text{(직전 기말 이전 2년간의 법인세 과세소득 금액에 기초하여 ㉠에 준해 계산한 금액-2)}}{\text{직전기말 현재 발행주식 총수}}$$
6. 1주당 순자산가액(장부가액 기준으로 계산, 통기평 §183, §183-2)=  

$$\frac{\text{직전기말 현재 자본금 등의 금액+세무상 유보잔액}}{\text{직전기말 현재 발행주식 총수}}$$

□ 유사 업종<sup>118)</sup>

- 유사 업종이란 대분류, 중분류, 소분류 등 세 가지 유형으로 구분하여 정한 업종 중 해당 회사가 속한 업종을 말함.
- 해당 회사의 업종이 소분류로 구분되어 있는 경우에는 소분류에 의한 업종을, 소분류로 구분되어 있지 않은 경우에는 중분류에 의한 업종을 유사 업종으로 함.
- 단, 소분류에 의한 업종이면 중분류의 업종을, 중분류에 의한 업종이면 대분류의 업종을 유사 업종으로 선택 가능

118) 평기통 §181

□ 업종 구분<sup>119)</sup>

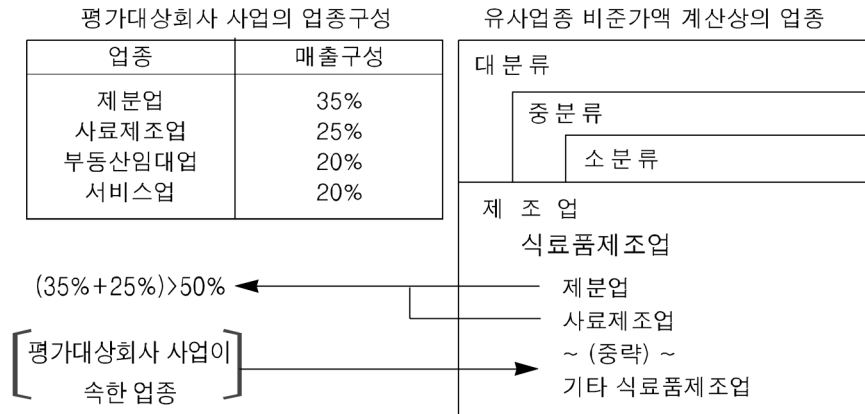
○ 직전기말 이전 1년 동안 회사가 목적으로 하는 사업에서 얻은 수입을 기준으로 회사의 업종을 판단해야 함.

- 2 이상의 업종에서 수입을 얻은 경우에는 “전체 수입금액에서 해당 업종이 차지하는 수입금액 비율”이 50%를 초과하는 업종으로 함.

- 그러나 50%를 초과하는 업종이 없는 경우에는 다음에서 정한 바에 따름.

㉠ 회사의 사업이 하나의 중분류 업종 안에 있는 2 이상의 소분류 업종에 해당하고, 소분류 업종이 유사하며 그것들의 수입금액 비율 합계가 50%를 초과하는 경우: 해당 중분류 안에 있는 유사 소분류의 “기타의 ○○업”으로 함.

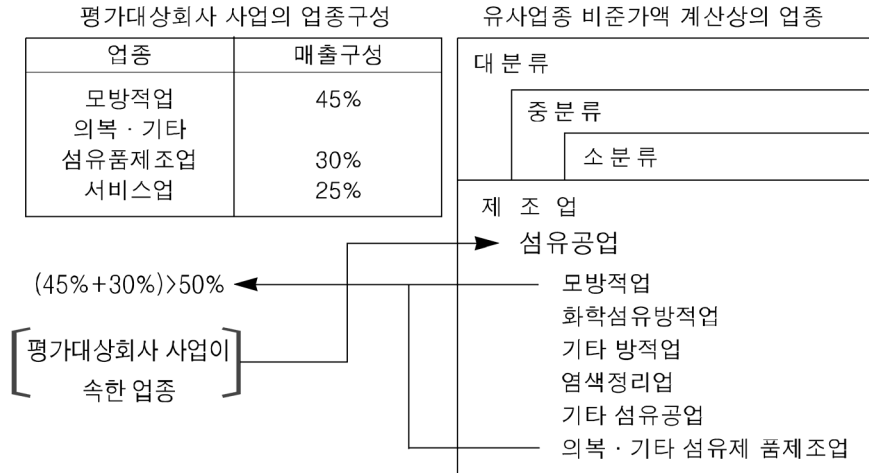
[사례 1]



㉡ 회사의 사업이 하나의 중분류 업종 안에 있는 2 이상의 유사하지 않은 소분류 업종에 해당하고, 그것들의 수입금액 비율 합계가 50%를 초과하는 경우: 해당 중분류 업종

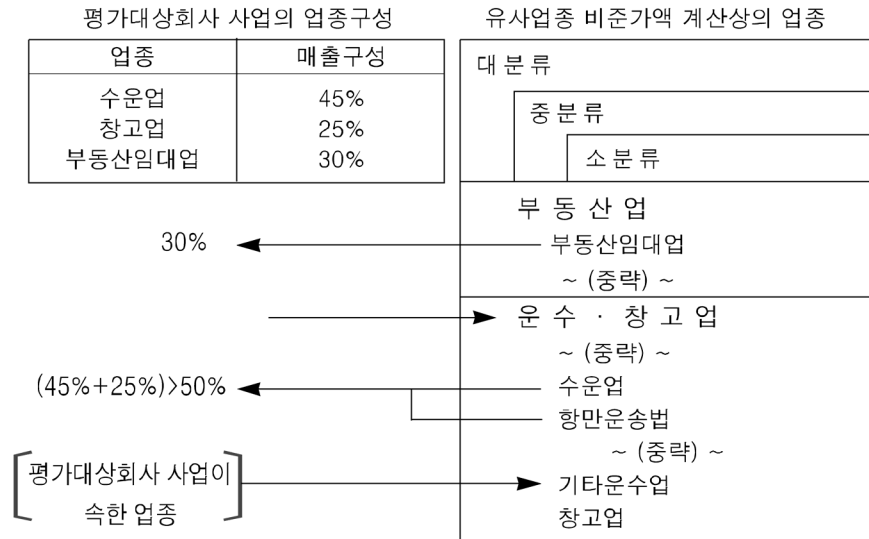
119) 평기통 §181-2

[사례 2]



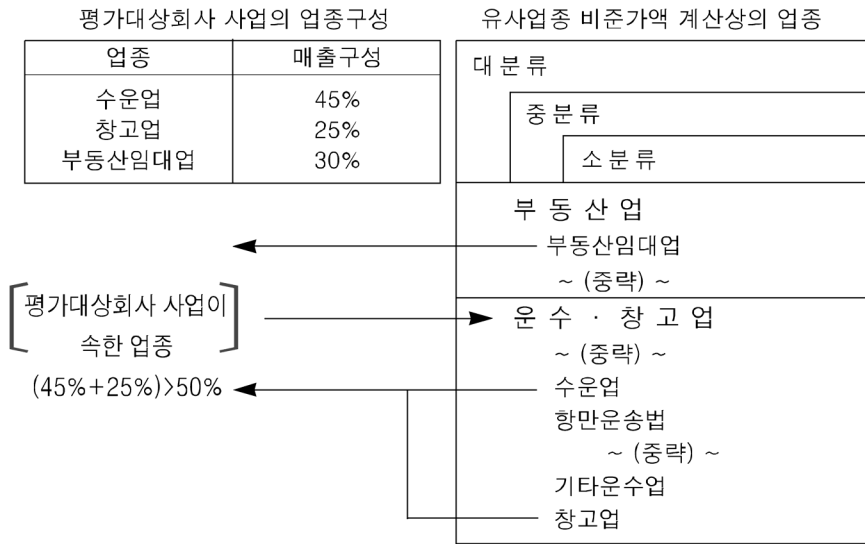
㉔ 회사의 사업이 하나의 대분류 업종 안에 있는 2 이상의 중분류 업종에 해당하고, 중분류 업종이 유사하며 그것들의 수입금액 비율 합계가 50%를 초과하는 경우: 해당 대분류 안에 있는 유사 중분류의 “기타의 ○○업”으로 함.

[사례 3]



- ㉔ 회사의 사업이 하나의 대분류 업종 안에 있는 2 이상의 유사하지 않은 중분류 업종에 해당하고, 그것들의 수입금액 비율 합계가 50%를 초과하는 경우: 해당 대분류 업종

[사례 4]



- ㉕ ㉑~㉔ 어디에서 해당하지 않는 경우: 대분류 업종 중 “기타의 산업”

□ 유사업종 비교자료

- 유사업종비준가액 산정 시에 이용되는 유사 업종의 주가, 1주당 배당금액, 1주당 이익금액 그리고 1주당 순자산가액에 대해서는 국세청 홈페이지에서 열람 가능

〈표 III-3〉 광업 및 건설업의 유사업종비준가액 산정 기초자료(예시)

업종		번호	배당 금액 (B)	이익 금액 (C)	순자산 가액 (D)	주가(A)				
대분류	2007년					2008년				
중분류 소분류	평균					11월	12월	1월	2월	
광업		1	2.6	25	310	562	577	552	464	452
건설업		2	2.7	19	200	158	134	132	118	118
	종합공사업	3	2.3	16	160	134	110	107	95	93
	전기설비공사업	4	3.4	22	293	201	172	172	155	159
	기타의 건설업	5	2.7	19	200	158	134	132	118	118

번호	주가(A)									
	2008년									
	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
1	457	480	491	472	451	438				
2	112	113	122	125	122	114				
3	88	87	93	93	88	81				
4	152	154	166	174	169	167				
5	112	113	122	125	122	114				

주: 2008년 8월까지 주가자료 업데이트

자료: 일본 국세청 홈페이지

<http://www.nta.go.jp/shiraberu/zeiho-kaishaku/tsutatsu/kobetsu/hyoka/080606/02.htm>

#### 다) 순자산가액 평가방식

- 순자산가액 평가방식이란 상속세법 규정에 따른 자산의 평가가액에서 과세시기 현재 부채 합계 등을 차감하여 주식의 가치를 계산하는 방식을 말함.<sup>120)</sup>

1주당 순자산가액(상속세법 규정에 따른 평가가액)=

[과세시기 현재 통달에서 정한 방법에 따른 자산의 평가가액<sup>1)</sup> - 과세시기 현재 부채의 합계금액<sup>2)</sup> - 평가차익 상당액에 대한 법인세 등<sup>3)</sup>] ÷ 과세시기 현재 발행주식 총수<sup>4)</sup>

1. 중회사 주식 및 소회사 주식 평가에서 '주식의 취득자 및 그와 동족 관계에 있는 자가 갖는 의결권 합계가 의결권 총수의 50% 이하이면' 상기 산식에 의한 1주당 순자산가액(상속세법 규정에 따른 평가가액)에 80%를 곱한 금액을 이용해야 함.

120) 평기통 §185

- 1) ○ 회사가 과세시기 직전 3년 내내 취득한 또는 신축한 토지 등(토지, 지상권) 또는 가옥 등(가옥 및 그 부속설비 또는 구축물)이 있는 경우에는 과세시기 현재 통상의 거래가격으로 평가해야 함. 단, 해당 토지 등 또는 가옥 등의 장부상의 가치를 과세시기 현재 통상의 거래가격으로 볼 수 있는 경우에는 장부상의 가액으로 평가 가능<sup>121)</sup>
- 해당 회사(A)가 상장되어 있지 않은 다른 회사(B)의 주식을 갖고 있는 경우에는 다음과 같은 방식으로 B회사 주식의 1주당 순자산가액(상속세법 규정에 따른 평가가액)을 계산해야 함.<sup>122)</sup>

A사가 갖고 있는 B사 주식의 1주당 순자산가액=  
 (과세시기 현재 통달에서 정한 방법에 따른 B사 자산의 평가가액-과세시기 현재 B사 부채의 합계금액)÷과세시기 현재 B사의 발행주식 총수

\* 평가차의 상당액에 대한 법인세 등을 차감하지 않음.

- 2) 부채의 범위에는 다음과 같은 항목이 포함되며, 충당금·준비금 등은 부채의 범위에 포함되지 않음.<sup>123)</sup>
  - 사업연도 개시일부터 과세시기까지 기간에 귀속되는 법인세, 소비세, 사업세, 도부현민세, 시정촌민세
  - 과세시기 이전에 부과됐던 고정자산세액 중 과세시기 현재 미납금액
  - 피상속인 사망으로 상속인 외의 자에게 지급이 확정되는 퇴직수당, 공로금 및 기타 이에 준한 급여금액
- 3) 평가차의 상당액에 대한 법인세 등<sup>124)</sup> = [(①-②)×42%

  - ① 과세시기 현재 통달에서 정한 방법에 따른 자산의 평가가액-과세시기 현재 부채가액
  - ② 과세시기 현재 자산의 장부가액-과세시기 현재 부채가액

- 4) 직전기말 현재 발행주식 총수가 아닌 과세시기 현재 발행주식 총수를 기준으로 함.

라) 회사 규모에 따른 구체적인 평가방법

① 대회사 주식

대회사의 경우 유사업종비준가격으로 평가하는 것이 원칙이나, 납세자가 선택하면 순자산가액(상속세법 규정에 따른 평가가액)으로 평가 가능<sup>125)</sup>

② 중회사 주식

중회사의 경우 유사업종비준가격 및 순자산가액(상속세법 규정에 따른 평가가액)을 적절하게 가중평균하여 평가하는 것이 원칙이나, 납세자가 선택하면 순자산가액(상속

---

121) 평가통 §185  
 122) 평가통 §186-3  
 123) 평가통 §186  
 124) 평가통 §186-2  
 125) 평가통 §179 (1)

세법 규정에 따른 평가가액)으로 평가 가능<sup>126)</sup>

□ 중회사 주식의 평가에 이용되는 산식을 나타내면 다음과 같음.

○ 회사의 규모에 따라 가중평균 비율이 달라지는 것이 특징이라 할 수 있음.

$$\text{중회사 주식의 평가가액} = \text{유사업종비준가격}^2 \times L^1 + 1\text{주당 순자산가액(상속세법 규정에 의한 평가가액)}^3 \times (1-L^1)$$

주: 1) 여기에서 "L"이란 회사의 총자산가액(장부가액 기준으로 계산) 및 종업원 수 또는 직전기말 이전 1년간의 거래금액 등에 따라 각각 다음에서 정한 비율 중 더 높은 비율을 말함.

\* 총자산가액 및 종업원 수에 따른 비율

도매업	소매·서비스업	기타 업종	비율
14억엔 이상(종업원 수 50명 이하 회사 제외)	7억엔 이상(종업원 수 50명 이하 회사 제외)	7억엔 이상(종업원 수 50명 이하 회사 제외)	0.90
7억엔 이상(종업원 수 30명 이하 회사 제외)	4억엔 이상(종업원 수 30명 이하 회사 제외)	4억엔 이상(종업원 수 30명 이하 회사 제외)	0.75
7천만엔 이상(종업원 수 5명 이하 회사 제외)	4천만엔 이상(종업원 수 5명 이하 회사 제외)	5천만엔 이상(종업원 수 5명 이하 회사 제외)	0.60

\*\* 직전기말 이전 1년간의 거래금액 기준 비율

도매업	소매·서비스업	기타 업종	비율
50억엔 이상 80억엔 미만	12억엔 이상 20억엔 미만	14억엔 이상 20억엔 미만	0.90
25억엔 이상 50억엔 미만	6억엔 이상 12억엔 미만	7억엔 이상 14억엔 미만	0.75
2억엔 이상 25억엔 미만	6천만엔 이상 6억엔 미만	8천만엔 이상 7억엔 미만	0.60

- 2) 중회사 주식을 평가하는 경우에는 유사업종비준가격 산정 시에 0.7 대신 0.6을 이용해야 함.  
 3) 주식의 취득자 및 그와 동족 관계에 있는 자가 갖는 의결권의 합계가 의결권 총수의 50% 이하이면 일반적인 산식에 의한 1주당 순자산가액(상속세법 규정에 따른 평가가액)에 80%를 곱한 금액을 이용해야 함<sup>127)</sup>.

### ③ 소회사 주식

□ 소회사의 경우 순자산가액(상속세법에 따른 평가가액)으로 평가하는 것이 원칙이나, 납세자가 선택하면 중회사 평가산식 중 L을 0.50으로 하여 평가 가능<sup>128)</sup>

○ 소회사 주식을 평가하는 경우에는 유사업종비준가격 산정 시에 0.7 대신 0.5를 이용

126) 평가통 §179 (2)

127) 평가통 §185

128) 평가통 §179 (3)

해야 함.

- 또한 주식의 취득자 및 그와 동족 관계에 있는 자가 갖는 의결권의 합계가 의결권 총수의 50% 이하이면 일반적인 산식에 의한 1주당 순자산가액(상속세법 규정에 따른 평가가액)에 80%를 곱한 금액을 이용해야 함.<sup>129)</sup>

### 3) 동족주주 외의 주주 등이 취득하는 주식으로 특정평가회사 주식에 해당하지 않는 경우 평가방법

가) 동족주주 외의 주주 등이 취득하는 주식의 범위<sup>130)</sup>

- 동족주주 외의 주주 등이 취득하는 주식이란 다음 중 하나에 해당하는 주식을 말함.
  - “동족주주” 집단이 있는 회사의 주주 중 동족주주 외의 주주가 취득하는 주식
    - 동족주주: 과세시기 현재 주주 1인 및 그와 동족 관계에 있는 자(법인세법 시행령 제4조에서 규정하는 특수 관계가 있는 개인 또는 법인을 말함)가 30% 이상의 의결권을 갖고 있는 경우 당해 주주 및 그와 동족 관계에 있는 자를 말함.
  - I) “중심적인 동족주주” 집단이 있는 회사의 주주 중 ii) 중심적인 동족주주 외의 동족주주로서 iii) 그 자의 주식 취득 후 의결권이 5% 미만인 되는 자(과세시기 현재 해당 회사의 임원<sup>131)</sup>, 과세시기 익일부터 법정신고 기한까지 사이에 임원이 되는 자 제외)가 취득하는 주식
    - 중심적인 동족주주: 과세시기 현재 동족주주 1인 및 그의 배우자, 직계혈족, 형제자매 및 1촌의 인척(이러한 자와 동족 관계가 있는 회사 중에 그 자가 갖는 의결권 합계가 의결권 총수의 25% 이상이 되는 회사 포함)이 25% 이상의 의결권을 갖는 경우 당해 주주를 말함.
  - 동족주주 집단이 없는 회사의 주주 중 과세시기 현재 주주 1인 및 그와 동족 관계에 있는 자가 갖는 의결권의 합계가 의결권 총수의 15% 미만을 차지하는 경우 당해 주주가 취득하는 주식

129) 평가통 §185

130) 평가통 §188

131) 법인세법 시행령 제71조 제1항 제1호, 제2호 및 제4호에서 언급하는 자를 말함

- i) “중심적인 주주”가 있긴 하나 동족주주 집단이 없는 회사의 주주 중 ii) 과세시기 현재 주주 1인 및 그와 동족 관계에 있는 자가 15% 이상의 의결권을 갖고 있고, iii) 그 자의 주식 취득 후 의결권이 5% 미만인 되는 자(과세시기 현재 해당 회사의 임원, 과세시기 익일부터 법정신고 기한까지 사이에 임원이 되는 자 제외)가 취득하는 주식

- 중심적인 주주: 과세시기 현재 주주 1인 및 그와 동족 관계에 있는 자가 15% 이상의 의결권을 갖고 있는 주주 집단 중 어느 한 집단에 10% 이상의 의결권을 갖고 있는 주주가 있는 경우 당해 주주를 말함.

나) 동족주주 외의 주주 등이 취득하는 주식에 대한 평가방법<sup>132)</sup>

□ 발행회사 규모와 관계없이 배당환원방식으로 평가

- 당해 주식으로부터 얻은 1년간의 배당금을 10%의 할인율을 적용하여 자본 환원시켜 주식의 가치 산출

$$\text{배당환원가액} = \frac{\text{당해 주식과 관계되는 연간 배당금}^{1)} \times \text{당해 주식 1주당 자본금}}{10\% \times 50\text{엔}}$$

1) 아래 산식에 의해 계산하며, 그 금액이 2엔 50전 미만 또는 0이면 2엔 50전으로 함.

연간 배당금=

$$\frac{\text{직전기말 이전 2년 동안 당해 회사의 잉여금 배당금액*}}{\text{직전기말 현재 발행주식 총수**}}$$

\* 특별배당, 기념배당 등의 명칭에 의한 배당 중 향후 매기 계속하여 지급이 예상되지 않는 금액 제외

\*\* 1주당 자본금이 50엔 이외의 금액이면 계산금액에다 50엔에 대한 1주당 자본금 배수를 이용하여 재계산한 값을 이용해야 함

- 다만, 상기 산식에 의한 금액이 2)에서 설명했던 “동족주주 지분 평가가액”보다 큰 경우에는 “동족주주 지분 평가가액”으로 함.

132) 평가통 §188-2

#### 4) 특정평가회사 주식에 해당하는 경우 평가방법

##### 가) 특정평가회사 주식의 범위<sup>133)</sup>

□ 특정평가회사 주식이란 다음 중 하나에 해당하는 주식을 말함.

① 1개의 비준요소 수치만을 가진 회사의 주식

: 유사업종비준방식으로 평가하는 경우로서 3개의 비준요소 (즉, 1주당 배당금액, 1주당 연간이익, 1주당 순자산가액) 중 2개가 “0”이고, 직전 기말을 기준으로 동항의 규정에 준해 각각의 금액을 계산했을 때 어느 것이든지 2개가 “0”이 되는 회사 (아래 ②부터 ⑥에 해당하는 경우 제외)의 주식

② 주식 보유 특정회사 주식

: 과세시기 현재 통달에서 정한 바에 따른 자산의 평가가액에서 주식 및 출자의 합계가 25%(중회사 또는 소회사의 경우에는 50%) 이상을 차지하는 회사(아래 ③부터 ⑥에 해당하는 주식 제외)의 주식

③ 토지 보유 특정회사 주식

: 과세시기 현재 다음 중 하나에 해당하는 회사(아래 ④부터 ⑥에 해당하는 경우 제외)의 주식

- 통달에서 정한 바에 따른 자산의 평가가액에서 토지 등의 합계가 차지하는 비율이 70% 이상 되는 대회사

- 통달에서 정한 바에 따른 자산의 평가가액에서 토지 등의 합계가 차지하는 비율이 90% 이상 되는 중회사

- 다음에 해당하는 소회사

△ 총자산가액(장부가액 기준)이 일정 규모(도매업의 경우에는 20억엔, 그 외의 경우에는 10억엔) 이상이고, 통달에서 정한 바에 따른 자산의 평가가액에서 토지 등의 합계가 차지하는 비율이 70% 이상 되는 소회사

△ 총자산가액(장부가액 기준)이 일정 규모(도매업의 경우에는 7천만엔, 소매·서비스업이면 4천만엔, 기타 업종의 경우에는 5천만엔) 이상이고, 통달에서 정

133) 평가통 §189

한 바에 따른 자산의 평가가액에서 토지 등의 합계가 차지하는 비율이 90% 이상 되는 소회사

④ 개업 후 3년 미만 회사 등의 주식

: 과세시기 현재 다음 중 하나에 해당하는 회사의 주식

- 개업 후 3년 미만 회사

- 유사업종비준방식으로 평가하는 경우로서 3개의 비준요소 값이 모두 “0”을 갖는 경우

⑤ 개업 전 또는 휴업중인 회사의 주식

⑥ 청산중인 회사의 주식

- 한편 과세시기 전에 합리적인 이유 없이 평가대상 회사의 자산구성상에 변동이 있고, 그 변동이 ② 또는 ③에 해당하는 것을 면제받기 위한 것으로 인정되는 경우에는 이와 같은 변동이 없는 것으로 보고 특정평가회사 주식 해당 여부를 판정해야 함.

나) 특정평가회사 주식의 평가방법

① 1개의 비준요소 수치만을 가진 회사의 주식 평가<sup>134)</sup>

□ 동족주주 지분(A)

○ 1주당 순자산가액(상속세법 규정에 따른 평가가액, 해당 주식을 취득하는 자와 그와 동족 관계에 있는 자가 갖는 의결권의 합계가 의결권 총수의 50% 이하이면 1주당 순자산가액에 0.8을 곱한 금액)에 의해 평가하는 것을 원칙으로 함.

- 단, 납세자가 선택하면 중회사 주식의 평가 산식에서 “L”을 0.25라고 놓고 평가 가능

□ 동족주주 외의 주주 등이 취득하는 주식(B)

○ <평가통 §188-2: 동족주주 외의 주주 등이 취득하는 주식의 평가> 본문의 규정에 의한 금액(즉, 배당환원가액)으로 평가하는 것을 원칙으로 함.

134) 평가통 §189-2

- 단, 이 금액이 (A)에 의한 평가금액보다 큰 경우에는 (A)에 의해 평가해야 함.

② 주식 보유 특정회사 주식의 평가<sup>135)</sup>

□ 동족주주 지분(A)

○ 1주당 순자산가액(상속세법 규정에 따른 평가가액, 해당 주식을 취득하는 자와 그와 동족 관계에 있는 자가 갖는 의결권의 합계가 의결권 총수의 50% 이하이면 1주당 순자산가액에 0.8을 곱한 금액)에 의해 평가하는 것을 원칙으로 함.

- 단, 납세자가 선택하면 S<sub>1</sub>과 S<sub>2</sub>의 합계에 의해 평가 가능

□ S<sub>1</sub>의 금액

○ S<sub>1</sub>: 일반적인 동족주주 지분 평가가액

- 단, 해당 회사가 “1개의 비준요소 수치만을 가진 회사”에 해당하는 경우에는 회사의 규모와 관계없이 1주당 순자산가액(상속세법 규정에 따른 평가가액, 해당 주식을 취득하는 자와 그와 동족 관계에 있는 자가 갖는 의결권의 합계가 의결권 총수의 50% 이하이면 1주당 순자산가액에 0.8을 곱한 금액)에 의해 평가하는 것을 원칙으로 함.

- 한편 이 경우에는 아래의 산식에 의해 유사업종비준가액 및 1주당 순자산가액(상속세법 규정에 따른 평가가액)을 계산해야 함.

① 유사업종비준가액

$$A \times \left( \frac{\frac{b - b'}{B} + \frac{c - c'}{C} \times 3 + \frac{d - d'}{D}}{5} \right) \times 0.7^1)$$

주: 1) 중회사 주식을 평가하는 경우에는 0.6, 소회사 주식을 평가하는 경우에는 0.5 이용  
1. 기호

- A: 유사 업종의 주가
- b: 평가대상 회사의 직전기말 현재 1주당 배당금액
- c: 평가대상 회사의 직전기말 이전 1년간의 1주당 연간이익
- d: 평가대상 회사의 직전기말 현재 1주당 순자산가액(장부가액 기준으로 계산)
- B: 상속일 또는 증여일이 속한 해의 유사 업종의 1주당 배당금액
- C: 상속일 또는 증여일이 속한 해의 유사 업종의 1주당 연간이익

135) 평가통 §189-3

- D: 상속일 또는 증여일이 속한 해의 유사 업종의 1주당 순자산가액
- ⑥: 평가대상 회사의 직전기말 현재 1주당 배당금액×수입배당금 수취비율  
 § 수입배당금 수취비율(1을 초과하는 경우에는 1을 한도로 함)=  

$$\frac{\text{직전 기말 이전 2년간의 수입배당금}^*}{\text{직전 기말 이전 2년간의 수입배당금}^* + \text{직전 기말 이전 2년간의 영업이익}^{**}}$$
 \* 법인으로부터 받는 잉여금 배당(주식 또는 출자에 관계되는 것에 한함, 자본금 등의 감소에 의한 것 제외), 이익의 배당 및 잉여금의 분배(출자에 관계되는 것에 한함)의 합계  
 \*\* 해당 영업이익의 안에 수입배당금이 포함되어 있는 경우에는 수입배당금을 뺀 금액
- ⑦: 평가대상 회사의 직전기말 현재 1주당 연간이익×수입배당금 수취비율
- ⑧: Min(①+②), ④
- ① 평가대상 회사의 직전기말 현재 1주당 순자산가액(장부가액 기준으로 계산)×주식 및 출자 지분의 장부가액/총자산가액(장부가액 기준으로 계산)
- ② 직전기말 현재 법인세법 제2조 제18호에서 규정하는 이익적립금액(0보다 작은 경우에는 0으로 봄)/직전 기말 현재 발행주식 총수×수입배당금 수취비율

② 1주당 순자산가액

1주당 순자산가액(상속세법 규정에 따른 평가가액)=  
 [과세시기 현재 통달에서 정한 방법에 따른 자산(주식 및 출자 지분 제외)의 평가가액 - 과세시기 현재 부채의 합계금액 - 평가차익 상당액에 대한 법인세 등<sup>1)</sup>]÷과세시기 현재 발행주식 총수

- 1) 평가차익 상당액에 대한 법인세 등 상당금액<sup>136)</sup> = [①-②]×42%
- ① 과세시기 현재 통달에서 정한 방법에 따른 자산(주식 및 출자 지분 제외)의 평가가액-과세시기 현재 부채가액
- ② 과세시기 현재 자산(주식 및 출자 지분 제외)의 장부가액-과세시기 현재 부채가액

□ S<sub>2</sub>의 금액

- 해당 회사가 보유하고 있는 주식을 통달에서 정한 바에 따라 평가했을 때의 가액이 계산의 기초가 된 주식의 장부가액보다 작은 경우에는 다음의 산식에 의해 S<sub>2</sub> 계산

$$S_2 = [\text{당해 회사가 보유하고 있는 주식을 상속세법 규정에 따라 평가했을 때의 평가가액} - (\text{당해 회사가 보유하고 있는 주식을 상속세법 규정에 따라 평가했을 때의 평가가액} - \text{당해 회사가 보유하고 있는 주식의 장부가액}) \times 42\%] \div \text{과세시기 현재 주식 보유 회사의 발행주식 총수}$$

- 평가대상 회사가 보유하고 있는 주식을 통달에서 정한 바에 따라 평가했을 때의 가액이 계산의 기초가 된 주식의 장부가액보다 큰 경우에는 다음의 산식에 의해 S<sub>2</sub> 계산

136) 평가통 §186-2

$$S_2 = \text{당해 회사가 보유하고 있는 주식을 상속세법 규정에 따라 평가했을 때의 평가가액} \div \text{과세시기 현재 주식 보유 회사의 발행주식 총수}$$

- 동족주주 외의 주주 등이 취득하는 주식(B)
  - <평가통 §188-2: 동족주주 외의 주주 등이 취득하는 주식의 평가> 본문의 규정에 의한 금액(즉, 배당환원가액)으로 평가하는 것을 원칙으로 함.
    - 단, 이 금액이 (A)에 의한 평가금액보다 큰 경우에는 A에 의해 평가해야 함.
  
- ③ 토지 보유 특정회사 주식 및 개업 후 3년 미만 회사 등의 주식의 평가<sup>137)</sup>
  
- 동족주주 지분(A)
  - 1주당 순자산가액(상속세법 규정에 따른 평가가액, 해당 주식을 취득하는 자와 그와 동족 관계에 있는 자가 갖는 의결권의 합계가 의결권 총수의 50% 이하이면 1주당 순자산가액에 0.8을 곱한 금액)에 의해 평가하는 것을 원칙으로 함.
  
- 동족주주 외의 주주 등이 취득하는 주식(B)
  - <평가통 §188-2: 동족주주 외의 주주 등이 취득하는 주식의 평가> 본문의 규정에 의한 금액(즉, 배당환원가액)으로 평가하는 것을 원칙으로 함.
    - 단, 이 금액이 (A)에 의한 평가금액보다 큰 경우에는 A에 의해 평가해야 함.
  
- ④ 개업 전 또는 휴업 중의 회사 주식의 평가<sup>138)</sup>
  
- 1주당 순자산가액(상속세법 규정에 따른 평가가액)에 의해 평가하는 것을 원칙으로 함.

---

137) 평가통 §189-4

138) 평가통 §189-5

⑤ 청산중의 회사 주식의 평가<sup>139)</sup>

- 청산결과 분배받을 것으로 예상되는 금액(2회 이상에 걸쳐 분배받을 예정이면 그 각각의 금액)을 과세시기부터 잔여재산분배 예상시점까지 기간(1년 미만의 단수가 있는 경우에는 이를 1년으로 봄)에 상응하는 기준연도 이율에 의해 복리할인하여 평가
- 기준연도 이율, 복리표 등은 국세청 홈페이지에서 열람 가능<sup>140)</sup>

⑥ 신주의 분배를 받을 수 있는 권리 등이 발생하는 주식의 평가가액 수정<sup>141)</sup>

- ①~⑤에 의해 평가하는 경우(동족주주 외의 주주 등이 취득하는 주식의 평가방법, 즉 배당환원방식으로 평가하는 경우 제외)로서 다음에 해당하는 경우에는 아래 산식에 의해 수정해야 함.
- 상속일 또는 증여일이 배당금 교부 기준일의 익일부터 배당금 교부의 효력이 발생하는 날 사이에 있는 경우: (원칙적인 평가가액 - 1주당 예상배당금액)
- 상속일 또는 증여일이 주식배당 기준일, 신주의 할당이 있는 날 또는 신주의 무상 교부 기준일의 익일부터 신주의 효력이 발생하는 날 사이에 있는 경우: (원칙적인 평가가액+배당으로 받은 주식 1주당 납입해야 하는 금액×주식 1주당 할당 주식 수)÷(1+주식 1주당 할당 주식 수 또는 교부 주식 수)

## 마. 할증 및 할인평가

## 1) 재산평가 시에 적용되는 할증·할인 규정

- 유사업종비준방식으로 평가하는 경우에는 시장성 결여를 반영하여 30%~50%(대회사 30%, 중회사 40%, 소회사 50%)의 할인을 적용하고 있음.
- 아래의 산식에서 끝부분이 시장성 결여에 대한 할인을 반영하고 있는 것으로 볼 수

139) 평가통 §189-6

140) <http://www.nta.go.jp/shiraberu/zeiho-kaishaku/tsutatsu/kobetsu/hyoka/080513/01.htm>

141) 평가통 §189-7

있음.

$$\text{유사업종비준가액} = A \times \left( \frac{\frac{b}{B} + \frac{c}{C} \times 3 + \frac{d}{D}}{5} \right) \times 0.7(\text{중회사 0.6, 소회사 0.5})$$

- 순자산가액(상속세법 규정에 따른 평가가액)에 의해 중회사 주식 및 소회사 주식을 평가하는 경우로서 주식의 보유자 및 그와 동족 관계에 있는 자가 보유하고 있는 의결권의 합계가 의결권 총수의 50% 이상이면 20% 할인평가하고 있음.

2) 상속세 과세 시에 적용되는 할인 규정<sup>142)</sup>

- 상속 또는 유증에 의해 비상장주식을 취득하는 경우에는 10%의 할인을 적용받을 수 있음.
  - 상속 개시 시점을 기준으로 발행주식 총수 또는 출자 총액의 3분의 2에 상당하는 금액(10억엔 한도)까지 10% 감액 가능
- 동 특례를 적용받기 위해서는 해당 주식이나 지분이 다음과 같은 요건을 모두 충족해야 함.
  - ① 상속 개시 시점에서 상장주식 또는 장외거래주식 등이 아닐 것
  - ② 상속 개시 직전이나 상속 개시 시점에서 피상속인 및 그의 친족 또는 그와 특수 관계에 있는 자의 주식 총수가 당해 법인의 발행주식 총수 또는 출자 총액의 2분의 1을 넘을 것
  - ③ 상속하는 자가 상속 개시 전에 보유하고 있는 ②에 해당하는 법인의 발행주식 총수 또는 출자시가 총액(상속세법 평가에 의한 총액)의 합계가 20억엔 미만이어야 함.
    - 상속하는 자가 특례의 대상이 되는 2곳 이상의 법인의 주식 또는 지분을 갖고 있는 경우에는 그 모든 법인의 발행주식 총수 또는 출자시가 총액의 합계에 의해 판단해야 함.

142) <http://www.nta.go.jp/taxanswer/hyoka/4609.htm>

- ④ 당해 주식이나 지분을 취득하는 자가 피상속인 친족이고, 상속세 신고서 제출기한까지 계속하여 당해 주식이나 지분을 보유하며, 당해 법인의 임원 등의 지위를 갖고 있을 것
- ⑤ 당해 주식 또는 지분을 취득하는 자가 상속 개시 시점에서 당해 주식이나 지분과 관계되는 법인의 발행주식 총수 또는 출자 총액의 5% 이상을 갖고 있을 것

#### 바. 평가에 대한 패널티(penalty)

- 일반적인 상속세법상의 처벌규정만이 존재하며, 가치평가 문제에만 한정되는 제한적인 규정은 존재하지 않음.
- 위조 및 변조와 관계되는 부정한 행위로 상속세 또는 증여세를 면탈한 자는 5년 이하의 징역 또는 5백만원 이하의 벌금에 처하거나 이를 병과하여 처벌 가능<sup>143)</sup>
  - 다만, 면탈한 상속세 또는 증여세가 5백만원 이상이면 정상에 따라 5백만원보다 높은 벌금형에 처할 수 있음(다만, 면탈한 상속세 또는 증여세를 한도로 함).
- 신고서 및 이와 관계되는 조서에 허위기재 또는 기록을 하여 제출한다거나 상속세 및 증여세에 관한 검사를 거절·방해·기피 또는 허위의 답변을 하는 경우에는 1년 이하의 징역 또는 20만원 이하의 벌금에 처함<sup>144)</sup>.
- 또한 법인의 대표자 또는 법인이나 개인의 대리인·사용인 그 밖의 종업원이 당해 법인 또는 개인의 업무 또는 재산에 관해 상기의 위반 행위를 한 경우에는 그 행위자를 처벌하는 외에 추가로 벌금형에 처할 수 있음<sup>145)</sup>.

---

143) 상속세법 제69조

144) 상속세법 제70조

145) 상속세법 제71조

### 3. 영 국

#### 가. 개관

- 자본이득세(CGT)나 상속세(IHT)의 과세대상인 자산은 원칙적으로 시장가치에 의해서 평가함. 따라서 비상장주식도 원칙적으로 시장가치로 평가하여야 함.
  - ‘시장가치’는 원칙적으로 공개된 시장에서 거래할 경우 형성되는 가격을 의미함.
  - 하지만, 시장성이 없는 주식의 경우는 시장에서 거래할 경우를 가정하여 추정함.
  
- 영국의 경우, 개별 세법에서 비상장주식의 평가원칙에 대한 규정은 존재하나, 구체적인 계산방법은 제시되어 있지 않음.
  - 따라서 납세자는 비상장주식을 개별적으로 평가한 후, 이를 국세청(HMRC) 산하 가치평가기관인 가치평가원(Valuation Office Agency, 이하 VOA) 내의 주식평가부(Share Valuation Division, SV)에 평가내역을 보내 이를 협의하여야 함.
    - 국세청 내의 SV(share Valuation)는 가치평가에 관하여 전문적으로 자문함.
    - SV는 국세청 산하의 가치평가기관인 가치평가원(Valuation Office Agency, 이하 VOA)에 협조를 요청할 수 있음.
    - VOA는 부동산, 비상장주식, 무형자산 등의 가치를 평가하는 업무를 수행.
  - 이러한 제도를 유지하는 이유는 다음과 같음.
    - 첫째, 비상장주식의 가치를 결정하는 요소는 개별 기업에 따라 다르기 때문에 가치평가를 위한 일률적인 방법을 제시할 수 없음.
    - 둘째, 평가방법을 규정에 투명하게 제시할 경우, 납세자는 이를 이용하여 조세회피를 위한 조세계획(tax planing)의 수립에 도움을 줄 수 있음.
  
- 따라서 개별 비상장주식에 대한 평가방법은 개별적으로 접근할 수밖에 없음.
  - 다만, SV에서 비상장주식의 평가를 위한 지침(Share Valuation Manual, 이하 SVM)을 제시하고 있음.
  - SVM에서 제시된 평가방법은 다음과 같음.

- 이익접근법 : 지속가능이익(maintainable earnings)에 적절한 배수(multiple)를 곱하는 방법.
- 순자산접근법 : 회사의 청산을 가정하여, 순자산을 처분가액으로 평가하는 방법.
- 현금흐름접근법 : 미래의 현금흐름을 시간가치를 반영하여 현재가치로 할인하는 방법.
- 이 이외에도 배당을 기초로 평가할 수 있음.
- 위의 방법 중 이익접근법을 원칙적으로 사용함.
  - 왜냐하면, 이익접근법은 계속기업(Going Concern)을 가정하여 계산하므로 정상적이고, 합리적인 경영상황을 가정할 수 있음.
  - 순자산접근법은 청산 등을 가정하므로, 예외적인 경우에 사용하는 방법임.
  - 현금흐름접근법은 미래의 최소 5개년의 현금흐름을 추계하여야 하므로, 회사의 내적·외적 환경의 변화를 반영하는 데 어려움. 주로 영업권과 같은 무형자산의 평가에 유용한 방법임.

## 나. 시장가치

- 비상장주식의 평가의 일반적인 원칙은 ‘시장가치(market value)’로 평가하는 것임.
  - 시장가치는 원칙적으로 공개된 시장에서 이를 양도할 경우에 형성되는 가격을 의미함.
  - 시장가치에 대한 법률상 정의는 근본적으로 차이가 없음.
    - 상속법 제160조(IHTA) : 시장가치는, 공개시장에서 처분될 경우, 합리적으로 기대되는 자산의 가격임; 하지만, 전체 자산이 한 번에 모두 판매됨으로 인한 가치의 하락을 가정하지 않음.
    - 자본이득세(TCGA 1992) 제272조 (1), (2) : 시장가치는, 공개시장에서 처분될 경우, 합리적으로 기대되는 자산의 가격임. 자산가치의 추정에 있어서, 자산가치는 전체의 자산이 한번에, 동시에, 처분되는 경우를 가정하여 생성되는 가격으로 인해 감액될 수 없음.
  - 시장가치를 계산함에 있어, 임의의 양수자(pro prospective purchaser)는 분별력 있는 양

수자(prudent purchaser)가 합리적으로 얻을 수 있는 모든 정보를 가지고 있다고 가정함<sup>146)</sup>.

- 또한 이 양수자는 개인 간의 약정을 통해 공정한 가액으로(at arm's length) 양도의사가 있는 양도자로부터 양도를 제안한다고 가정함<sup>147)</sup>.

□ 비상장주식의 경우, 시장성이 없는 주식으로 시장가치는 적절한 방법으로 추정함.

○ 우리나라와는 달리 법에 의해서 구체적으로 제시되지 않음. 따라서 다양한 방법을 사용할 수 있음. 다만, 계속기업을 가정할 경우, 아래의 이익접근법을 원칙적으로 사용함.

○ 이익접근법 : 지속가능한 세전이익에 PER나 다른 적절한 배수를 곱하는 방식.

- 배수는 공개된 시장이나, 비상장회사 간의 거래에서 얻을 수 있으며, 지배권 프리미엄이나 규모의 차이 등을 반영하여 조정할 수 있음.

○ 순자산접근법 : 자산을 기초로 평가하는 방법으로 다른 방법의 대체적인 방법으로 사용할 수 있음.

- 주식가치의 하한(good floor)으로 사용할 수 있음.

- 이익(earning)이 낮으며, 자산 비중이 높은 회사의 주식 평가에 사용될 수 있음.

○ 현금흐름접근법 : 미래의 현금흐름을 시간가치를 반영하여 현재가치로 할인하는 방법.

○ 배당접근법 : 소액주주가 보유하는 주식의 가격은 배당을 기준으로 평가할 수 있음.

- 배당은 지속가능한 배당금을 기준으로 하는데, 이는 과거 지급된 배당과 이러한 배당의 지속가능성을 고려하여 계산됨.

- 주당 배당금은 비교가능한 상장주식의 배당수익률을 고려하여 증가시킬 수 있음.

□ 비상장주식은 시장가치로 추정된 후, 거래의 목적에 따라 조정될 수 있음.

○ 소액의 주식보유를 위해 거래될 경우에는 전체적으로 결정된 주식가치에 일부를 감액할 수 있음.

---

146) IBFD, IHTA 1984 sec. 168

147) IBFD, IHTA 1984 sec. 168

- 또한, 다음의 경우 주식가치를 증액할 수 있음.
  - 주식보유로 이사회에 영향력을 더 많이 행사할 수 있는 경우
  - 주식보유로 양질의 정보를 더 많이 획득할 수 있는 경우
  - 주식보유로 주식의 시장성이 더 많이 증가하는 경우
  - 주식보유로 소액을 보유하는 것보다 더 주식가치가 증가하는 경우

- 최근에는 취득할 주식량과 관계없이 잠재적인 투자자가 충분한 실사(Due Diligence)를 수행할 때 지급할 실제 현금가격(actual monetary value)을 고려하여 평가하는 것을 인정함.

#### 다. 평가방법

- SVM에서 원칙적으로 제시하고 있는 평가방법은 이익접근법임. 즉, 지속가능 세후이익에 적절한 배수를 곱하는 것임. 이를 수식으로 표시하면, 아래와 같음.

$$P = \frac{\text{지속가능이익}}{\text{(maintainable earnings)}} \times \frac{\text{자본화계수}}{\text{(capitalization factor, multiple)}}$$

##### 1) 지속가능이익

- 계속기업의 가치를 평가할 경우, 이익을 이용한 추정이 자산을 이용한 추정보다 합리적임.
  - 계속기업의 가치는 미래의 이익에 의하여 결정됨.
  - 지속가능이익은 과거의 이익자료를 참고하여 계산하는 것으로, 미래의 이익 예측을 잘 설명함.
- 지속가능이익의 계산
  - 세전이익으로 계산되어야 함.
    - 이러한 이익은 세액의 변동에 영향을 받지 않으므로, 이익의 추세를 정확히 분석

할 수 있기 때문임.

- 지속가능이익의 추계에 있어서 과거 자료에서 발생한 비정상적인 손익항목은 제외되어야 함.
  - 이는 과거 손익의 추세를 왜곡하기 때문임.
- 경영자(director)에게 지급되는 과도한 보상은 제외됨.
  - 보상 : 현금급여, 수수료, 상여금, 연금 등이 모두 포함.
  - 정상적인 보상은 평가일 이전 3(또는 5)년 간의 경영자에게 지급했던 보상과 경영자의 업무와 평균적인 주당 근로시간 등을 고려하여 판단함.

## 2) 자본화계수(capitalization factor, or multiple)

- 이익을 자본화하기 위한 자본화계수로는 주로 PER(Price Earnings Ratio)를 사용함.
  - 자본화계수는 관련성 있는 산업부문의 상장주식이나 비교가능한 회사의 상장주식을 기초로 계산함. 이를 상장주식 PER라고 함.
  - 상장주식 PER의 계산을 위한 전제
    - 원칙적으로 상장된 대기업(large public companies)을 대상으로 함.
    - 주식의 거래는 의결권에 영향을 주지 않을 정도의 소량(대개 1% 미만)의 주식의 거래를 전제로 계산됨.
      - 대량의 거래는 의결권 프리미엄이 포함되어 일반적으로 PER를 증가시키기 때문임.
- 기타의 자본화계수
  - 관련된 비상장회사의 M&A가 있었던 경우 : M&A에서 형성된 주식의 교환비율을 고려하여 자본화계수를 계산하는 것이 더 타당함.
- 자본화계수 관련 정보
  - Extel service의 자료를 기초로 작성한 상장회사와 비상장회사에 관한 연차경영조사(annual survey)를 이용함.

- 신문기사에서 관련 자료를 검색.
  - 예를 들어, 관련 회사를 인수하는 경우, 인수가격에 관한 정보는 자본화계수에 영향을 줄 수 있음.
- 평가자는 협상기간 중에 회사의 매출에 관한 최근자료를 제시하여 함.
  - 자료는 NQ sales 양식으로 작성하여야 함.
- 자본화 계수의 결정 시, 유용한 통계자료
  - 지배가능 지분율에 관한 자료
  - 비상장회사의 실제 취득가에 관한 자료
  - 정상거래(arm's length transaction)에 관한 자료와 시장상황에 관한 설명
  - 평균자료의 경우, 사업 활동의 범위에 관한 자료
- 다만, 대표성이 없는 통계는 제외되어야 함.
- 연차경영조사(annual survey)는 비교적 소규모의 비상장회사에 대한 지분투자 수익률에 관한 시장의 예상을 측정하는 수단임.
  - 다만, 정확한 비교는 어려움.

### 3) 가치평가의 조정

- 순자산접근법이 타당한 경우
  - 경영성과가 좋지 않아, 투자자가 자산을 처분하여 투자자금을 회수하려고 하는 경우에는 순자산접근법에 의한 평가가 타당할 수 있음.
  - 이 경우, 개별자산은 시장가치를 반영하여야 함.
  - 이 처럼 순자산접근법이 예외적으로 타당할 경우, 세전이익을 자본화한 평가액은 계속기업의 가치를 과소평가할 수 있음.
  - 이에 대한 해결책으로 다음의 두 가지 방법을 생각할 수 있음.
    - 첫째, 순자산가치를 반영하여 자본화계수를 증가시키는 방법.
    - 둘째, 세전이익을 정상적인 방법으로 자본화 한 후, 자산의 비율만큼 자본화한 금액에 가산함.

- 일반사업(trading)과 투자사업(investment) 겸영회사(hybrid company)의 경우
  - 먼저, 일반사업에 관하여 세전이익을 자본화 함.
    - 영업권은 일반사업에만 가산될 수 있음.
  - 다음, 투자사업에 해당하는 자산을 가산함.
    - 투자사업에 해당되는 자산의 평가는 시가로 함.
    - 이는 투자회사의 계속기업 가치는 세전이익 보다는 자산의 가치를 고려하는 것이 더욱 확실하기 때문임.
  
- 이익이 적거나 없는 회사의 경우
  - 회사가 적자를 기록하거나 자본대비 수익률이 매우 낮은 경우라 하더라도, 모든 회사가 즉시 사업을 중단하거나 해산하지는 않음.
  - 따라서 회사의 현 상황에 대한 정확한 판단과 예측을 하여야 함.
  - 회사의 회복 가능성이 없다고 판단될 경우, 청산이 현실적인 예측이므로 자산접근법으로 평가할 수 있음.
    - 강제적인 판매를 가정한 시장가치로 자산을 평가함.
  - 반면, 이러한 난관을 극복할 수 있다고 판단될 경우, 계속기업을 가정하여 이익을 자본화하는 방법으로 평가할 수 있음.
  - 이러한 평가는 어려운 작업임. 단지 회사의 주식가치의 범위는 극단적인 청산가치부터 가장 낙관적인 계속기업가치 사이에 있을 것임.
  
- 해산가치(break-up valuation)
  - 자산의 처분가치가 이익의 자본화 가치보다 높을 경우, 투자자는 회사를 해산하거나 청산하는 것이 유리할 수 있음.
    - 다만, 이 경우에 이를 고려할 수 있는 주주의 지분율이 3/4 이상이 되어야 함.
  - 실무적으로, 다음의 경우 해산기준으로 가치를 평가할 수 있음.
    - 자산가치가 높거나, 이익이 낮거나, 손실이 발생하거나 이를 개선할 여지가 없거나 거의 없을 경우.
  - 해산기준에 의한 자산가치 평가는 강제적인 처분을 전제로 하므로 단순히 자산접

근법(asset backing)을 의미하지는 않음.

- 자산평가를 장부가액으로 할 수 없음.
  - 주식은 강제적인 처분 시 장부가액보다 낮은 가액으로 거래되는 것으로 알려짐. 약 50% 가량임.
  - 재공품의 경우, 그 처분가치를 판단하기 어려움.
  - 공장과 기계장치 등은 감가상각을 반영한다고 하더라도 장부가액으로 평가하기 어려움.
  - 사업을 중단할 경우, 대손의 가능성은 더욱 증가함.
- 조세관련 고려사항이 발생함.
  - 공장 등과 관련하여 이월공제될 세액을 회수받을 수 있음.
  - 자산의 처분으로 인해 자본이득에 관한 추가세액을 부담할 수 있음.
- 청산이나 해산 절차를 수행하기 위하여 투입되는 기타의 비용을 고려하여야 함.

#### □ 대주주 지분율에 관한 조정

- 보유 지분율의 크기에 따라 행사가 가능한 지배권이 달라지므로, 이를 반영하여 주식의 가치를 조정할 수 있음.
- 다음의 경우, 주식가치를 감액할 수 있음.
  - 지분율 50% : 대주주도 소액주주도 아님. 이러한 지분율을 취득하려는 투자자는 더 큰 지분율을 가진 주주가 없으므로, 회사의 운영에 적극적일 수 있음. 나머지 50% 지분을 보유한 주주들의 방법에 따라 20%~30% 정도를 감액할 수 있음.
  - 지분율 50~75% : 정상적인 업무에 대한 통제권을 행사할 수 있으나 비정상적인 항목에 대한 통제권은 부족. 청산(winding-up)을 선언할 가능성 여부에 따라 5~15% 정도를 감액할 수 있음.
  - 지분율 75~90% : 청산을 포함하여 모든 문제에 대한 통제권을 행사함. 적정할 경우 0~5% 가량 감액할 수 있음.
  - 지분율 90% 이상 : 소액주주를 위한 규정의 적용을 받으므로, 75%~90%의 지분율을 보유한 주주보다 더 유리한 조건이 없음. 따라서 지분율 75%~90%와 유사한 가액으로 평가함.

- 주식의 종류나 주식에 특별한 제한사항이 있는 경우
  - 정관에 따라 주식에 부과된 특별한 권리나 주식에 특별한 제한사항이 있는 경우 변경되는 시장성을 고려하여 주식가치의 평가액을 조정할 수 있음.
  
- 소액주주에 관한 조정
  - 소액주주는 대주주와는 달리 지배권이 없음.
  - 또한, 회사의 경영에 관한 정보의 접근성이 떨어지고, 법률상 권리행사에 불리함.
  - 따라서 대주주와 비교하여 소액주주의 주식가치는 낮을 수밖에 없음. 이를 반영하여 감액할 수 있음.
  
- 영업권
  - 이익접근법에서는 주식가치의 평가에 주식가치를 포함할 수 없음. 다만, 자산접근법에서는 가능함.
  - 영업권의 계산방법은 자본화법, 초과이익환원법 등임.
  - 자본화법에 따라 계산할 경우, 영업권은 지속가능이익의 자본화 금액에서 유형자산의 시장가치를 차감하여 계산함.
    - 만약, 자본화된 이익이 £300,000이고, 유형자산의 장부가액이 £150,000이고 유형자산의 시장가치가 £250,000일 경우, 영업권은 £50,000 (= £300,000 - £250,000) 임.
  - 초과이익환원법은 유형자산의 평균수익률을 초과하여 수익에 지속연수를 곱하여 계산함.
    - 소규모회사에 적합한 방법임.
    - 회사의 가치는 유형자산에 초과이익을 환원한 금액을 가산하여 계산됨.
  - 기타의 방법으로 감사관(Inspector)의 합의에 의해 결정하는 방법 등이 있음.

#### 4) 비상장주식 평가에 필요한 정보

- 비상장주식의 평가는 개별 기업 단위로 수행되며, 평가방법에 대한 구체적인 사항은 법에 규정되어 있지 않음.

- 따라서 비상장주식의 시장가치 평가에 필요한 모든 정보를 사용할 수 있으며, 이러한 정보를 통해 SV와 비상장주식 가치에 대한 합의를 이끌어 내야 함.
- 필요한 사항은 평가대상 회사와 그 회사의 주식에 관한 사항과 산업에 관한 자료임.

□ 평가대상 회사에 관한 사항

- 회사가 수행하는 사업에 대한 설명서
- 회사의 경영성과와 재무상태
- 가치평가일 현재의 영업상·경제상 상황(background)
- 가치평가일 이전 3개 연도 동안의 각종 재무비율

□ 평가대상 회사의 주식에 관한 사항

- 주식보유량과 주주권
- 회사의 배당정책
- PER와 기타 수익률에 관한 자료
- 소액주주 보유 주식의 평가내역과 양도금지된 주식의 내역
- 다른 종류의 주식의 내역. 특히, 의결권, 배당권, 청산 후 자산분배에 관한 내역.

□ 회사가 속한 산업에 관한 사항

- FT index, FT ordinary index, FTSE 100 index
- FTASI (FTSE Actuaries Shares Indice) : 업종에 따라 세부적으로 구분되는 지수.
- Extel에서 제공하는 기업들의 사업보고서, 기업뉴스.

#### 4. 독일<sup>148)</sup>

##### 가. 개관

- 독일의 경우, 과세와 관련하여 자산을 평가할 경우 평가법(BEwertungsgesetz)의 규정에 따라야 함.
  - 주식의 평가에 관하여는 이 평가법의 규정에 따라야 함.
  - 평가법에 따르면, 주식은 공정가격으로 평가되어야 함.
    - 공정가격이란 상장회사의 경우 거래가격이 이에 해당되고, 비상장회사의 경우 매매사례가 등이 이에 해당됨.
  - 다만, 비상장주식의 경우 매매사례가가 없는 경우가 일반적임. 따라서 매매사례가가 없는 경우에는 추정에 의하여 계산하도록 함.
    - 다만, 이러한 추정에 관하여 독일의 평가법은 일반적인 원칙만 제시하고, 구체적인 계산방법은 제시하고 있지 않음.
  
- 따라서 비상장주식의 추정에 있어서는 다양한 방법이 사용가능함.
  - 가장 많이 사용되는 방법은 수익가치법이고 현금흐름법 등을 사용하며, 이를 혼합하여 사용하기도 함.
  - 또한 과세당국과의 묵시적인 협의 과정으로 인해 발생한 ‘슈투트가르트 방식’이 있음.
  
- ‘슈투트가르트 방식’이란 비상장주식의 평가에 관한 보충적 평가방법으로 납세자는 과세당국과의 수많은 협의 과정을 통해 생성된 방식임.
  - 과세당국은 이를 묵시적으로 인정하고 있으나, 이의 헌법 적합성에 관하여는 심의 중임.

148) 김유찬, 『비상장주식의 과세평가방법에 대한 연구』, 한국경제연구원, 2003, pp. 91~119 참조.

## 나. 공정가격

- 독일 평가법에서 규정하고 있는 주식의 공정가액은 상장 여부에 따라 달라짐.
  - 상장주식의 경우 평가일에 공식적으로 기록된 거래가격 중 가장 낮은 금액
    - 공식적인 거래가격이 없으면, 평가일 30일 이전의 공식적인 거래에서 기록된 마지막 가격
  - 비상장주식의 경우 매매사례가격이 있는 경우와 없는 경우에 따라 다름.
    - 최근 1년 이내에 매매사례가격이 있는 경우 : 그 매매사례가격
    - 매매사례가격이 없는 경우 : 자산과 이익전망을 기초로 추정함.
    - 다만, 매매사례가격이 투기적인 행위에 의한 경우나, 거래량이 소량이어서 대표성이 부족한 경우라 하더라도 매매사례가격을 무시하고 자산과 이익전망을 기초로 추정하는데 정당성이 있는 것은 아님.
  - 주식시장에서 시장가격으로 공정가격을 산출할 경우, 회사의 경영에 영향을 미칠 수 있을 정도의 지분을 취득하는 경우에는 공정가격의 할증이 가능함.
    - 최고로 허용되는 할증률은 25%(재산세법 시행세칙 제3조 제4항 제10호)이고, 전체 지분의 25~50%를 취득한 경우에는 5~10%의 할증이 적절하며, 전체 지분의 50~74%를 취득한 경우에는 15~20%의 할증이 적절한 것으로 판시함<sup>149)</sup>.
- 매매사례가격은 적절한 거래를 통해서 형성된 가격을 통해서 도출됨.
  - 거래는 평가대상 주식과 동일한 주식의 거래사례를 의미함.
    - 거래사례에는 자본의 증자 시 형성되는 주식의 가격도 포함됨<sup>150)</sup>.
    - 다만, 유사업종이나 유사업종의 다른 회사의 지분은 거래의 사례에 포함되지 않음<sup>151)</sup>.
  - 적절한 거래란 해당 거래의 성격이 정상적이어야 함을 의미함.
    - 정상적인 거래는 시장의 수요와 공급의 원칙에 따라 자유로운 시장 참여자들 간에

149) 1979년 2월 23일 연방재정법원의 판결, 연방조세관보 1979 II 618

150) 1966년 10월 14일 연방재정법원의 판결, 연방조세관보 1967 III 82

151) 1966년 10월 14일 연방재정법원의 판결, 연방조세관보 1967 III 82

형성되고, 그 거래에서 계약당사자들이 강제나 곤경 혹은 기타 어떠한 다른 상황에 대한 고려에서가 아니라 순전히 자기 자신의 경제적 이해관계에 따라 행동할 수 있는 상황인 경우에서 이루어지는 거래를 말함(재산세법 시행규칙 제3조 제3항 제6호).

- 정상적인 거래로 인정받기 위해서는 먼저, 평가일로부터의 시간적인 간격이 좁아야 하며, 거래의 빈도수도 정상적이어야 함.
  - 공정가격은 평가일에서 시간적으로 가까운 시기에 이루어진 거래만 고려됨(평가법 제112조). 이는 기준일 이전 1년 동안에 이루어진 거래를 의미함(평가법 제11조 제2항).
  - 사례가격을 조작하기 위하여 한 번의 거래로 적은 지분만을 거래할 경우에는 공정가치로 인정되지 않음.
- 매매사례가격을 공정가격으로 평가함에 있어 주의할 점은 다음과 같음.
  - 매매사례가격이 항상 실제가격과 일치하지 않을 수 있음.
  - 즉, 매매사례가격을 적용하기 어려운 정황이 있는 경우에는 이를 조정할 수 있음<sup>152)</sup>.

- 최근 1년 이내의 매매사례가격이 없는 경우에는 자산과 이익전망을 기초로 공정가격을 추정하여야 함.
  - 이는 매매사례가격에 대한 보충적인 평가방법으로, 법에서 구체적인 방법을 제시하지는 않음.
  - 이러한 불명확성으로 인해 비상장주식의 평가에 관한 과세당국과의 수많은 협의를 거쳐 묵시적으로 인정한 평가방법을 형성함.
  - 이를 ‘슈투트가르트 방식’이라고 하며, ‘다. 보충적 평가방법’에서 이를 설명함.

#### 다. 보충적 평가방법

- 비상장주식의 매매사례가격을 공정가격으로 사용할 수 없는 경우, 보충적으로 주식의

152) 1979년 2월 23일 연방재정법원의 판결, 연방조세관보 1979 II 618

가치를 평가하는 방법으로 ‘슈투트가르트 방식’이 있음.

- 이는 과세당국이 묵시적으로 인정하고 있는 방식으로, 여러 세대의 많은 당사자들 간의 수많은 협의를 걸쳐 형성된 방식임.
- 다만, 슈투트가르트 방식의 법적인 지위는 과세당국의 시행세칙에 불과함. 따라서 법원의 판결에 있어 구속력이 없음.
  - 이에 대한 헌법 적합성은 현재 심의중임<sup>153)</sup>.
- 하지만, 슈투트가르트 방식은 재산세와 상속세 과세목적상 적합한 것으로 알려져 있음.

### 1) 평가방법

□ 슈투트가르트 방식에 의해서 계산되는 주식의 공정가치는 아래와 같음.

$$X = V + 5 \times \left( E - \frac{9}{100} X \right) = (68.96 / 100) (V + 5E)$$

- X는 주식의 공정가치 이고, V는 순자산의 가치, E는 해당주식의 자본수익임.
- 이는 주식가격은 순자산가치와 초과수익가치로 구성됨.
  - 순자산가치는 V로 평가대상 회사의 자산가치로 평가대상 회사의 부채가치가 공제된 잔액임.
  - 초과수익가치는 자본수익(E)이 주식의 기준수익(9X/100)을 초과하는 초과수익이 향후 5년간을 지속한다고 보아 이를 자본화한 금액임.
- 순자산의 가치를 기초로 향후 5년간 주식의 초과수익을 반영하여 자본화한 방법임.
- 초과수익의 지속연수는 1974년 이후 5년으로 가정함.
- 기준수익률 9%는 재산세법시행규칙 제8조 제1항 제8호에 규정된 것으로 주식의 리스크프리미엄이 반영된 것임.
- 슈투트가르트 방식에 의하여 계산된 주식의 주주는 회사의 운영에 영향을 미칠 수 있는 대주주를 전제함.

153) 2004년 10월 24일 연방재정법원의 판결, II R 61/99, 연방조세관보 2001 II 834

## 2) 순자산가치

- 순자산가치는 평가대상 회사 순자산의 회계상 장부가액을 기초로 계산되는 것이 아니라, 회사 순자산에 대한 기준시가를 기초로 계산되는 것임.
  - 가치조정금지원칙 : 기준시가에 의해서 계산된 자산의 가치는 원칙적으로 할인이거나 할증되지 않음.
  - 따라서 토지나 투자자산을 원천으로 한 미래의 소득에 대한 미래의 법인세 등은 공제되지 않음.
  - 또한, 미래의 가치하락 예상을 반영한 할인평가도 허용되지 않음.
  
- 자산가치의 할증 : 가치조정금지원칙의 예외
  - 25% 이상 지분에 대한 가치할증요소는 기준시가에 추가될 수 있음(평가법 제11조 제2항 제4호).
  - 이중과세방지협정에 의하여 독일 내에서 재산세가 면제되는 외국에 소재하는 회사의 경제재도 자산가치의 계산에서는 포함되어야 함(재산세법 제11조, 평가법 제31조에 대한 시행세칙).
  - 위의 할증이 가능한 요소와 관련 있는 부채는 기준시가에서 차감됨.
  
- 영업권은 수익 전망을 기초로 별도로 평가하여 주식가치에 가산함.
  - 따라서 대가를 지불하고 취득한 영업권은 자산가치에서 제외됨(평가법 제11조 제2항 제5호).
  - 자산가치에서 제외되는 영업권과 관련 있는 부채는 자산가치에서 공제되는 부채가치에서 제외됨.
  
- 기업의 순자산가치가 (-)이 되는 경우, 초과수익가치가 (-)를 상쇄하지 못할 경우 주식가치가 (-)가 나올 수 있음. 이러한 경우에는 주식가치를 0으로 함.
  - 이는 주주의 유한책임에 의하여 투자한 금액을 초과하는 책임을 부담하지 않기 때문임.

## 3) 초과수익가치

- 초과수익가치는 주식의 자본수익(E)에서 순자산의 기준수익(9%X)을 차감한 잔액에 예상 초과수익지속기간 5년을 곱한 잔액임.

$$\text{초과수익가치} = 5 \times \left( E - \frac{9}{100} X \right)$$

- 주식의 자본수익(E)은 예상과세소득에서 15%<sup>154)</sup>를 감액한 예상과세소득의 85%임.
- 재산세법 시행세칙 제7조 제3항 제2절에 따르면, 자본수익률은 평가일 이전 3년 동안의 과세소득의 평균수익률에서 15%를 감액하여 계산됨.
  - 따라서 자본수익은 평가일 이전 3년 동안의 과세소득의 15%를 감액하여 계산되는 것임.
  - (-)의 자본수익(률)이 예상되는 경우에는 자본수익(률)을 0으로 함.
- 예상과세소득은 평가일 이전 평균 3년 동안의 이익을 기준으로 함(재산세법 시행규칙 제7조 제1항).
- 과세소득 전망의 기초가 되는 최근 3년간의 이익은 최근 3년간 법인세법상 과세소득으로, 이익 전망을 부정확하게 하는 항목은 제외됨.
    - 제외되는 항목으로는 주로 경제정책적 수단으로 사용되는 특별감가상각, 특정 손실의 이월 및 소급공제 등과 비정상적으로 발생하는 양도소득 및 양도손실, 투자보조금 등이 있음.
  - 과세소득 전망에 대하여 개별 평가회사의 사항을 반영할 수 있으나, 이에 대한 입증 책임은 납세자에게 있음.
  - 과세소득 전망은 평가기준일 현재를 기준으로 예측되어야 함.
    - 만약 평가기준일 이후 평가일까지 기업의 과세소득 전망을 수정할 만한 중요한 사건이 발생하는 경우에는 이를 반영하여야 함.

154) 1992년까지는 30%, 1993년 이후부터는 15%가 적용.

- 기준수익은 순자산에 일정한 수익률 9%를 곱하여 계산함(재산법 시행규칙 제8조 제1항 제8호).
  - 9%의 수익률은 잠재적인 투자자가 평가대상인 주식을 취득할 의사를 갖기 위해서 보장되어야 할 수익률을 의미함.

4) 가치평가 조정

- 주식가치 할인조정 사유
  - 낮은 수익률로 인한 할인조정
    - 순자산에 대한 자본수익의 비율, 즉 자본수익률이 4.55% 이하인 경우에는 0.45%의 수익률이 낮아질 때마다 3%의 할인율을 가산함.

(단위: %)

자본 수익률	4.05	3.60	3.15	2.70	2.25	1.80	1.35	0.90	0.45	0
할인율	3	6	9	12	15	18	21	24	27	30

- 예를 들어, 순자산가치가 100이고, 음의 평균수익으로 인해 자본수익률이 0%인 경우, 주식의 공정가치는 68.97이 되나, 30%의 할인으로 인해 48.28이 됨.
- 지분매각이 매우 어렵다는 사실이 개별적인 검토를 통해 밝혀지는 경우
- 유한회사의 지분을 특수관계인이 공동으로 나누어 소유하는 경우, 지분의 매각이나 상속 및 재산권의 행사가 다른 소유자의 동의가 있어야 하는 경우
- 기업 자체의 부동산이 없고 현재의 사용권에 대한 기한도 종료되는 상황으로 인해 기업활동의 지속이 불확실한 경우
- 다만, 다음의 경우에는 주식가치를 할인할 수 없음.
  - 위의 사항이 주주의 개인적인 형편에 기인하는 경우<sup>155)</sup>
  - 지분의 매각이나 회사의 청산으로 인해 투자자가 부담할 소득세 등에 해당하는 가액<sup>156)</sup>
  - 회사가 유일한 고객에 의하여 좌우되는 상황인 경우<sup>157)</sup>

155) 1971년 12월 10일 연방재정법원의 판결, 연방조세관보 1972 II 313

156) 1971년 1월 24일 연방재정법원의 판결, 연방조세관보 1971 II 374

- 회사에 중요한 시장이 정치적 위기상황에 처한 경우<sup>158)</sup>

- 회사운영에 영향을 미치지 못하는 지분에 대한 평가는 주식의 공정가치에서 10%를 감액하여 계산됨(재산세법 시행규칙 제9조 제3항).
  - 회사의 운영에 영향을 미치지 못하는 지분은 다음과 같음(재산세법 시행규칙 제9조 제1항).
    - 지분이 10% 이하인 주주
    - 다른 지분소유자가 50% 이상의 지분을 갖는 경우
  - 회사의 운영에 영향력을 행사하는 지분에는 지분소유자의 지분뿐만 아니라 그의 권리행사에 도움을 줄 수 있는 지분도 포함시켜야 함<sup>159)</sup>.
  
- 설립 초기의 회사는 납입된 자본금으로 평가함.
  - 설립 초기란 사업개시 후 3년 동안임.
  
- 지주회사 주식의 공정가치는 자산가치로만 평가할 수 있음<sup>160)</sup>.
  - 왜냐면, 초과수익가치를 포함할 경우, 자회사의 수익이 자회사와 지주회사에서 이중으로 반영되기 때문임.
  - 지주회사의 자산 중 일부만이 지분인 경우에는 지분이 아닌 자산에 대하여는 일반적인 슈투트가르트 방식으로 평가할 수 있고 지분인 자산에 대하여는 자산가치로만 평가할 수 있음.
  
- 연결회사의 자산가치는 연결회사의 자산가치에 연결자회사 지분의 공정가치를 가산한 잔액임(평가법 제 11조 제2항 제4호).
  - 연결자회사는 일반적으로 슈투트가르트 방식에 따라 평가됨.

157) 1982년 12월 17일 연방재정법원의 판결, 연방조세관보 1983 II 192

158) 1977년 2월 25일 연방재정법원의 판결, 연방조세관보 1977 II 404

159) 1994년 2월 9일 연방재정법원의 판결, 연방조세관보 1994 II 501

160) 1976년 12월 3일 연방재정법원의 판결, 연방조세관보 1977 II 235

- 청산중 회사 주식의 공정가치는 자산가치로 평가됨(재산세법 시행규칙 제13조 제2항).
- 자기주식을 보유하는 경우, 자기주식 비율이 10%를 상회하는 경우 주식의 공정가치는 할증됨.
  - 자기주식 비율이 10% 이하인 경우에는 순자산가치나 초과수익가치에서 모두 자기주식을 고려하지 않고 계산되나 할증을 신청할 수도 있음.
  - 일반적인 경우, 자기주식비율이 1%인 경우에 할증률은 0.7%이고, 자기주식비율이 1% 증가할 때마다 할증률은 0.7~1.0%가 증가함.
  - 회사의 경영에 영향을 미치지 않는 지분의 경우, 자기주식비율이 1%인 경우 할증률은 0.6%이고, 자기주식비율이 25%에 달할 때 까지 할증률은 0.6~0.9%씩 증가하여, 자기주식비율이 25%에 달하면, 할증률이 18.1%가 됨.

## 5. 국제비교

- 이상에서 살펴본 각국의 비상장주식 평가제도를 주요 항목별로 나누어서 살펴보면 아래 표와 같음.

〈표 Ⅲ-4〉 각 국의 비상장주식 평가제도 비교

	우리나라	미 국	일 본	영 국	독 일
입법 방식	주식의 평가에 관한 구체적인 내용을 법률에서 규정하고 있음.	법률에서 원칙적인 사항(시가평가 원칙)만을 규정하고, 구체적인 기준들은 국세청의 유권해석(revenue ruling) 또는 판례 등을 통해 제시하고 있음	법률에서 원칙적인 사항(시가평가 원칙)만을 규정하고, 시가의 개념이나 평가방법 등과 같은 세부적인 내용들은 국세청 통달에서 규정하고 있음.	법률에서 원칙적인 사항(시가평가 원칙)만을 규정하고, 구체적인 기준들은 SV(Share Valuation; 국세청 산하 가치평가기관) 지침 등을 통해 제시하고 있음.	법률(평가법)에서 원칙적인 사항만을 규정하고, 구체적인 추정방법 등에 대해서는 제시하고 있지 않음.

	우리나라	미 국	일 본	영 국	독 일
법적 효력	법적효력 있음.	<ul style="list-style-type: none"> <li>•국세청의 경우 해당 사안이 revenue ruling 내용에 해당하면 이에 따라 처분을 행하여야 함.</li> <li>•그러나 납세자의 경우에는 revenue ruling이 자신에게 유리하게 작용하면 이를 주장의 근거로 삼을 수 있는 반면 자신에게 불리하게 작용하면 불복 가능</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•통달 자체가 법령이 아닐 뿐만 아니라 개별 자산을 평가하는 때는 그 가액에 영향을 줄 수 있는 일체의 사정을 고려해야 하기 때문에 어떤 재산을 통달과 다른 기준으로 평가하였다고 하여 바로 위법이라 말할 수 없음.</li> <li>•판례에선 일관해서 통달에 자산의 평가 문제를 위임하는 것이 조세법률주의 위반이 아니라고 판시하고 있음.</li> </ul>	법적 효력 없음.	슈투트가르트 방식 (보충적인 평가방식)의 경우 법적 효력 없음.
평가 원칙	<ul style="list-style-type: none"> <li>•상속 또는 증여 당시 시가에 의해 평가하는 것을 원칙으로 함.</li> <li>-시가: 불특정 다수인 사이에 자유로이 거래가 이뤄지는 경우 통상 성립되는 가액</li> <li>•기준일 전후 6월 (증여의 경우에는 3월) 이내의 기간 중에 매매·수용·경매 또는 공매가 있는 경우에는 매매사례가액, 보상가액·경매가액 또는 공매가액 등을 시가로 봄.</li> <li>•시가가 불분명한 경우에는 상속세및 증여세법 제63조에서 정한 보충적인</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•공정가액으로 평가하는 것을 원칙으로 함.</li> <li>-공정가액: 매수 또는 매도를 강요받지 않고, 관련 사실에 대해 합리적인 지식을 가진 당사자 간에 소유권이 이전되는 가액</li> <li>•매매사례가액이 있는 경우에는 매매사례가액으로 평가하고, 그렇지 않은 경우에는 모든 관련 요인들을 고려하여 시가를 추정해야 함.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•취득 당시 시가에 의해 평가하는 것을 원칙으로 함.</li> <li>-시가: 상속 또는 증여 당시 각 자산의 상황에 따라 불특정다수인 간에 자유로운 거래를 통해 성립되는 가격</li> <li>•당해 자산의 가격에 영향을 줄 수 있는 모든 사정을 고려해야 함.</li> <li>•즉, 객관적인 교환가치 또는 매매사례가액 등이 존재하는 경우에는 이를 우선 적용되, 시가가 불분명한 경우에는 재산평가기본통달에서 정한 보충적인</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•시가에 의해 평가하는 것을 원칙으로 함.</li> <li>-시가: 공개시장에서 양도하는 경우 형성되는 가격</li> <li>•시가가 불분명한 경우에는 시가를 추정해야 함.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•공정가액으로 평가하는 것을 원칙으로 함.</li> <li>•최근 1년 내의 매매사례가액이 있는 경우에는 매매사례가액으로 평가하고, 그렇지 않은 경우에는 자산을 기초로 시가를 추정해야 함.</li> <li>- 그러나 법률에서 구체적인 방법을 제시하지 않고 있음.</li> <li>- 다만, 과세당국과의 수많은 협의를 거쳐 만들어진 암묵적인 평가방식으로 "슈투트가르트" 방식이 있음.</li> </ul>

	우리나라	미 국	일 본	영 국	독 일
	방법으로 평가해야 함.		방식에 따라 평가해야 함.		
보충적인 평가 방식	1주당 순손익가치와 1주당 순자산가치를 각각 3과 2의 비율로 가중평균하여 평가하는 것을 원칙으로 함.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 일반적인 경우에는 동종 또는 유사 업종에 속한 상장회사 주가가 가장 좋은 시가의 지표가 될 수 있음.</li> <li>• 그러나 이 이외에도 시가에 영향을 미칠 수 있는 모든 관련 요인들을 고려해야 하는바, 사전에 정하여진 방법이나 공식 없음.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 일반적인 평가가액</li> <li>- 대회사: 순자산가액과 유사업종비준가액 중 하나를 선택하여 평가 가능</li> <li>- 중회사: 두 가지가액(순자산가액 및 유사업종비준가액)을 가중평균하여 나온 값과 순자산가액 중 하나를 선택하여 평가 가능</li> <li>- 소회사: 순자산가액에 의해 평가하는 것이 원칙이나 납세자가 선택하면 중회사와 동일하게 두 가지 가액을 가중평균하여 나온 값을 이용 가능</li> <li>• 동족주주 지분에 해당하지 않는 경우: 연배당을 10%의 할인율을 적용하여 자본환원 시킨 값과 일반적인 평가가액 중 적은 금액으로 평가해야 함.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 여러 가지 방법의 사용이 가능하며, 사전에 정하여진 방법이나 공식 없음.</li> <li>• 다만, 계속 기업의 가치를 산정하는 경우에는 이익 접근방법 사용을 원칙으로 함.</li> <li>- 주식의 가격 = 지속가능이익 (미래의 추정이익 사용, 비경상손익 및 경영자에게 지급되는 과도한 보상 제외) × PER</li> <li>• Manual에서 각각의 상황별로 어떤 가치평가방법 사용이 적절한지 예시하고 있음.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 슈투트가르트 방식에 의한 주식의 가치</li> </ul> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px; width: fit-content;"> <math display="block">\text{주식의 가치} = \text{순자산가치} + 5 \times (\text{자본수익} - 9\% \times \text{순자산가치})</math> </div> <ul style="list-style-type: none"> <li>* 순자산가치: 기준시가 기준으로 계산되는 자산의 가치(장부가치 아님)</li> <li>** 자본수익: 예상과 세소득 × 85%</li> </ul>
공식 적용 여부	적용	적용하지 않음	적용	적용하지 않음	
세목 간에 차이	세목별로 또는 평가의 목적에 따라 평가방식 간에 차이가 있음.	적용세목이나 평가목적 등에 따라 평가가 달라지지 않음.	적용세목이나 평가목적 등에 따라 평가가 달라지지 않음.	적용세목이나 평가목적 등에 따라 평가가 달라지지 않음.	슈투트가르트 방식의 경우 재산세 및 상속세 과세 목적으로 사용되고 있음.

	우리나라	미 국	일 본	영 국	독 일
주식 평가 에서 고려 해야 할 사항		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 사업의 성격 및 사업개시 이후 회사의 역사</li> <li>• 일반적인 경제전망 및 산업의 현황과 전망</li> <li>• 주식의 장부가치 및 회사의 재무상황</li> <li>• 회사의 이익능력</li> <li>• 배당지급능력</li> <li>• 영업권 또는 기타 무형가치 보유여부</li> <li>• 주식매매실적 및 주식거래규모</li> <li>• 동종 또는 유사 업종에 속한 상장기업 주가</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 특정평가회사 주식 해당여부</li> <li>• 동족주주 지분 해당 여부</li> <li>• 주식발행 회사의 규모(대회사, 중회사, 소회사)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 평가대상 회사에 관한 사항</li> <li>• 평가대상 회사의 주식에 관한 사항</li> <li>• 회사가 속한 산업에 관한 사항</li> </ul>	평가대상 회사의 지위에 관한 사항 (예를 들어 지주회사, 연결회사, 청산 중인 회사 여부)
자본 화 계수	수익가치 산정 시에 10%의 할인율을 적용하고 있음.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 할인율에 관해 표준적인 공식이나 표를 제시하지 않고 있음.</li> <li>• 사업의 성격, 관련 위험, 안정적인 이익의 창출여부 및 불규칙성 등을 고려하여 할인율 결정이 이루어짐.</li> </ul>	배당환원가액 산정 시에 10%의 할인율을 적용하고 있음.	• 이익을 자본화하기 계수로는 주로 PER 사용	초과수익이 5년 동안 지속되는 것으로 가정
할증 평가	최대주주 또는 그와 특수 관계에 있는 주주의 주식에 해당하면 10~30% 할증평가 해야 함.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 지배주주 지분에 해당하면 가치가산 요인으로 보아 할증을 허용하고 있음.</li> <li>• 그러나 할증사유 또는 할증을 등을 제한하고 있지 않음.</li> </ul>	지배주주 지분에 대해 할증하는 규정을 두고 있진 않지만, 지배주주 지분과 기타 지분의 평가방식상에 차이가 있음.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 대주주 지분을 전제로 평가가 이뤄지기 때문에 대주주 지분에 대한 할증평가 규정이 별도로 존재하지 않음.</li> <li>• 다만, 다음의 경우에는 할증평가 가능 <ul style="list-style-type: none"> <li>- 주식의 보유로 이사회에 더 많은 영향력을 행사하게 된 경우</li> <li>- 주식의 보유로 양</li> </ul> </li> </ul>	회사의 운영에 영향을 미칠 수 있는 대주주를 전제로 한 평가가 이뤄지기 때문에 대주주 지분에 대한 할증평가 규정이 별도로 존재하지 않음.

	우리나라	미 국	일 본	영 국	독 일
				질의 정보를 더 많이 획득하게 된 경우 -주식의 보유로 주식의 시장성이 더 많이 증가하는 경우 -주식의 보유로 소액을 보유하는 것에 비해 더 많이 주식의 가치가 증가하는 경우	
할인 평가	인정하지 않음.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 시장성 부족, 소액주주 지분, 핵심인물 소실 등과 같은 요인에 대해 할인을 허용하고 있음.</li> <li>• 그러나 할인사유 또는 할인을 등을 제한하고 있지 않음.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 유사업종비준방식으로 평가하는 경우에는 시장성 결여를 반영하여 30~50%(대회사 30%, 중회사 40%, 소회사 50%)의 할인을 적용하고 있음.</li> <li>• 순자산가액에 의해 중회사 주식 및 소회사 주식을 평가하는 경우로서 주식의 보유자 및 그와 동족 관계에 있는 자가 보유하고 있는 의결권의 합계가 50% 이상이면 20% 할인평가하고 있음.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 소액주주 지분의 경우에는 할인이 가능하나, 그 폭에 대해서는 구체적인 규정이 존재하지 않음.</li> <li>• 대주주 지분의 경우에도 일정한 요건을 충족하면 할인이 가능하며, 지분을 수준에 따라 할인의 폭이 일정 범위 내로 제한되어 있음.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 낮은 수익률, 지분의 매각이 매우 어렵다는 사실이 개별적인 검토를 통해 밝혀지는 경우, 유한회사 지분을 특수 관계가 있는 자가 공동으로 소유하는 경우로서 지분의 매각이나 상속 및 재산권의 행사에 다른 소유자의 동의가 필요한 경우, 기업 자체의 부동산이 없고 현재의 사용권에 대한 기간 역시 종료되는 상황으로 인해 지속적인 기업 활동이 불확실한 경우에는 할인평가 가능</li> <li>• 회사의 운영에 영향을 주지 못하는 소액주주 지분의 경우에는 10% 할인평가</li> </ul>

	우리나라	미 국	일 본	영 국	독 일
기타	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 중소기업 주식의 경우에는 위원회가 정한 평가가액 또는 평가방법으로 평가 가능</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 다액의 자산평가 허위신고, 유산가액 또는 증여재산가액 과소평가 등에 대해 별도의 가산세 규정을 두고 있음.</li> <li>• 국세청 직원이 가치평가 문제와 관련하여 공식적인 지원이 필요하면 다음과 같은 세 가지 경로를 통해 지원을 받을 수 있음.               <ul style="list-style-type: none"> <li>- 각 지역의 엔지니어 그룹</li> <li>- 국세청 본청의 평가전담기구 (Appeals Appraisal Services)</li> <li>- 국세청 외부의 전문가</li> </ul> </li> <li>• 많은 주가 FIRREA에 따라 감평가 제도를 운용중에 있음.</li> </ul>			

## IV. 우리나라 비상장주식 평가제도 개편방안

### 1. 주식의 가치평가방법 제한문제

#### 가. 주식의 가치평가방법 다양화

- 우리나라 경우에는 공식에 의한 평가를 원칙으로 하는 바, 1주당 순손익가치와 1주당 순자산가치를 각각 3과 2의 비율로 가중평균하여 평가하는 것을 원칙으로 함.
  - 다만, 일정한 요건을 충족하는 중소기업 주식의 경우에는 “위원회에 의한 평가”를 신청하면 기타 합리적인 방법으로 평가 가능
  - 반면 미국이나 영국의 경우에는 구체적인 평가방법이나 공식 등을 제시하지 않은 채, 기업의 가치를 가장 잘 나타내는 합리적인 방법으로 평가토록 하고 있음.
    - 이들 국가에선 주식의 가치라는 것이 사실 판단에 관한 문제이기 때문에 기업의 특성이나 개별 기업이 처한 상황에 따라 그 값이 다를 수 있고 사람마다 의견이 다를 수 있는바, 서로 다른 수많은 가치평가 문제에 공통으로 적용되는 일률적인 수학공식 같은 것을 도출하여 내는 것은 사실상 불가능하다고 봄.
- 구체적인 평가방법이나 공식 등을 법률에서 규정하게 되면 다음과 같은 장단점이 있음.
  - 납세자 입장에서는 투명하고 예측이 가능하며, 세무당국 입장에서는 제도의 집행 및 운영이 쉬움.
  - 그러나 주식의 평가방법이나 평가공식 등을 투명하게 제시하면 오히려 조세회피수단으로 악용하는 경우가 있음.
- 우리나라 경우에는 공식에 의한 평가를 원칙으로 하되, 일정한 요건을 충족하는 경우

에는 “위원회에 의한 평가”를 허용하고 있는바, 양자를 절충한 형태라고 할 수 있음.

○ 미국이나 영국처럼 모든 가치평가 방법을 허용하는 경우 법적 안정성과 예측 가능성 측면에서 다소 무리가 따를 수 있는바, 이를 우리나라 세법에서 당장 수용하기 힘든 측면이 있음.

- 특히, 미국이나 영국 등은 판례법주의를 따르고 있는바, 우리나라와는 다소 다른 법률체계 및 전통을 갖고 있는 점에 주의해야 함.

□ 따라서 현재의 제도적인 틀 안에서 모색하여 볼 수 있는 현실적인 개선방안으로는 다음과 같은 두 가지를 생각하여 볼 수 있음.

○ 먼저, 개별 기업의 특성을 반영하여 평가방법이나 평가공식 등을 업종별로 또는 규모별로 세분화하는 방안을 생각하여 볼 수 있음.

- 일본의 경우 특정평가회사 주식 해당 여부, 지배주주 지분 해당 여부, 주식발행회사 규모(대규모, 중규모, 소규모) 등에 따라 서로 다른 방식으로 주식의 가치를 평가하고 있음.

○ 다음으로는 현재 중소기업 주식에만 한정하여 적용되고 있는 “위원회에 의한 평가”를 보다 확대하는 방안을 생각하여 볼 수 있음.

## 나. 입법방식

□ 우리나라 경우에는 법률에서 구체적인 평가방법이나 평가공식 등을 제시하고 있음.

○ 반면 미국이나 영국의 경우에는 법률에서 원칙적인 사항(시가평가 원칙)만을 규정하고, 구체적인 기준들은 국세청의 유권해석이나 판례 등을 통해 제시하고 있음.

- 미국의 경우 유권해석(revenue ruling)이나 판례, 국세청 공무원 훈련책자 등을 통해 구체적인 기준 제시

- 영국의 경우 SV(Share Valuation; 국세청 산하 가치평가기관) 지침에서 구체적인 지침 제시

○ 일본이나 독일의 경우에는 우리나라처럼 사전에 정하여진 평가방법이나 공식 등이 존재하지만 이를 법률에서 규정하지 않고 통칙 등을 통해 발표하고 있는바, 이는 법

의 적용·해석 문제라고 봄.

- 일본의 경우 법률에서 원칙적인 사항(시가평가 원칙)만을 규정하고, 시가의 개념이나 평가방법 등과 같은 세부적인 내용들은 국세청 통달에서 규정하고 있음.

△ 특히, 개별 자산을 평가하는 경우에는 그 가액에 영향을 줄 수 있는 일체의 사정을 고려해야 하는 바, 어떤 재산을 통달과 다른 기준으로 평가하였다고 하더라도 합리적인 방법이면 이를 인정하는 대법원의 판례가 있음.

- 독일 역시 법률(평가법)에서 원칙적인 사항만을 규정하고, 구체적인 추정방법 등에 대해서는 제시하고 있지 않음.

△ 과세당국과의 수많은 협의를 거쳐 만들어진 암묵적인 평가방식 즉, 슈투트가르트 방식이 존재하나, 이것이 법적 효력이나 구속력을 갖는 것은 아님.

□ 주식의 평가에 관한 내용을 현재처럼 법률에서 규정하는 것이 타당한지, 다른 국가처럼 통칙이나 유권해석 등을 통해 발표하는 것이 타당한지 등에 관해서는 논란이 계속되고 있음.

○ 미국이나 영국 방식으로 가는 경우에는 경제적인 실질에는 더 부합하나, 조세법률주의 위배라는 비판이 있을 수 있음.

□ 조세법률주의 측면에서는 영미법계 국가보다는 독일이나 일본과 같은 대륙법계 국가들이 채택하고 있는 방식으로 가는 것이 효과적일 수 있음.

○ 구체적인 평가방법이나 공식 등을 제시함으로써 조세법률주의 위배 논란을 피해가 되, 이를 법률이 아닌 통칙 등을 통해 발표함으로써 기타 합리적인 평가방법이 있는 경우에는 납세자의 입증책임하에 이를 허용하는 방안을 생각하여 볼 수 있음.

- 법률이 아닌 통달에 재산의 평가 문제를 위임하는 것이 헌법에 위반되는 것이 아닌지에 대해서는 일본 내에서도 논란이 있지만, 일본의 판례에서는 일관되게 조세법률주의 위반이 아니라고 판시하고 있음.

## 다. 다른 법률과의 관계

- 대부분의 법원 판례에서는 상속세및증여세법상의 보충적인 평가를 합리적인 주식가치 평가방법으로 인정하고 있지 않음.
  - 위커힐 주식교환사례<sup>161)</sup>에서 법원은 다음과 같은 이유를 들어 상속세및증여세법 규정에 따른 보충적인 평가를 부인했음.
    - 순자산가치와 순손익가치의 상대적인 비중치를 고정하고 있기 때문에 이에 따라 산정되는 결과를 무조건 실제 거래에서 통용되는 주식의 객관적인 교환가치라고 보기 힘들.
    - 특수 관계가 있는 자 간의 거래가 아니라면 거래 당사자가 그와 같이 법령에 정하여진 기준으로 거래를 하는 사례가 별로 없음.
  - 기존의 법원 판례들을 살펴보면 통일되고 예측이 가능한 기준을 명확하게 제시하고 있지는 못하지만, 각 기업이 처한 상황에 따라 각각 다른 방법으로 주식의 가치를 산정하는 것을 원칙으로 함.
  
- 증권거래 관련 법률에서는 공식에 대해서만 규제하고 있고, 공모가액 결정에 대해서는 규제하고 있지 않음.
  - 종전 “유가증권인수 업무에 관한 규칙”에선 공모가격 결정에 관해 상세한 규정을 두었으나, 2002년 8월 1일 개정 이후에는 수요예측 결과를 감안하여 인수회사 및 발행회사 간에 자율 결정토록 함.
  - 기업공개 또는 협회등록 등을 위한 모집 시에 공모가격 산정을 위해 주로 사용하는 방법에는 PER, EV/EBITDA, PBR, PSR, 미래현금흐름 현재가치할인모형, 본질가치 평가방법 등이 있음.
  
- 기업회계기준에서는 합리적인 평가모형 그리고 적절한 추정치를 사용하여 신뢰성 있게 평가되는 금액을 공정가액으로 하는바, 이 역시 공정가액 결정에 관해 구체적인 규정을 두고 있지 않음.

161) 서울고등법원 2005.6.10. 선고 2003노1555, 2004노 1851(병합) 판결

- 상기에서 알 수 있는 바와 같이 다른 법률에서는 개별 기업의 특성에 맞춰 가장 합리적인 방법으로 주식의 가치를 산정토록 규정하고 있음.
  - 물론 각각의 법률이나 규정이 추구하는 목표에 차이가 있기 때문에 모든 법률에 공통으로 적용되는 평가방법이나 공식 등을 도출하여 내는 것이 부적합할 수 있음.
  - 그러나 세법에서 현행 방식만을 고집하는 경우 납세자 입장에서는 세금을 부담하든 아니면 다른 법률을 위반하든 둘 중 하나를 선택해야 하는 상황에 직면하게 될 수 밖에 없음.
  
- 따라서 비상장주식의 자유로운 유통과 이로 인한 기업의 자본조달 촉진을 위해서는 세법 역시 좀 더 합리적인 평가방법으로 전환해야 할 필요가 있음.
  - 세법에서 정한 방법이 기업의 실질적인 가치에 근접하면 다른 법률이나 판례에서 이를 인정하는 사례가 늘어나게 될 것이고, 이 경우에는 납세자의 혼란이나 이중의 평가로 인한 비용부담 문제 등을 줄일 수 있음.
  
- 현재의 제도적인 틀 안에서 모색하여 볼 수 있는 가장 현실적인 개선방안으로는 주식의 가치평가 문제와 관련하여 세법 외에 기타의 법률 규정과 상충이 발생하는 경우에는 “위원회에 의한 평가”를 받을 수 있게 허용하는 방안을 생각하여 볼 수 있음.

#### 라. 업종 간의 차이에 대한 고려

- 현행의 보충적인 평가방법에서는 전체 기업을 부동산과다보유법인과 일반법인, 두 가지 종류로 구분하여 공식 적용
  - 그러나 김완일(2003)<sup>162</sup>의 연구에 따르면 업종별로 시가와 보충적인 평가가액 간의 차이가 다름.
  
- 이전에는 개별 기업의 재무적인 특성이 전혀 고려되지 않았으나, 2003년 말 상속세및 증여세법 개정으로 부동산을 과다하게 보유하고 있는 법인과 그렇지 않은 법인 간에

---

162) 김완일(2003)

차이가 생긴.

- 일반적인 경우에는 순자산가치와 순손익가치를 각각 2와 3의 비율로 가중평균하지  
만, 부동산 과다보유법인이면 3과 2의 비율로 가중평균하여 주식가치 산출  
- 즉, 개정 규정에서는 가중치 조정을 통해 기업의 재무적인 특성을 반영하고 있음.

□ 그러나 이것만으로는 개별 산업이 가진 특성을 반영하는 데는 한계가 있음.

- 도소매업이나 서비스업 같은 경우에는 순손익가치가 주요한 기준이 될 수 있는 반면  
장치산업이나 투자회사, 지주회사 같은 경우에는 순자산가치가 주요한 기준이  
될 수 있음.
- 즉, 사업의 성격에 따라 순자산가치와 순손익가치에 대한 가중치가 다를 수 있음.

□ 미국이나 일본의 경우에는 회사가 영위하는 산업을 고려하여 주식의 가치를 평가하고  
있음.

- 미국의 경우 사업의 성격에 따라 적용하는 가치평가방법이나 할인율이 다름.  
- 또한 사업의 성격이 여러 가지 가치평가방법에서 나온 값을 가중평균하는 때 영향  
을 미칠 뿐만 아니라 비교가능회사 파악에도 도움을 줌.  
△ 예를 들어 부동산 지주회사 주식을 평가하는 경우에는 향후 이익 수준보다 순  
자산가치에 더 많은 가중치를 뒤야 함.
- 일본의 경우 유사업종비준방식 적용으로 당해 회사가 속한 산업의 평균적인 주가  
를 고려하고 있음.  
- 일본의 경우 회사의 규모에 따라 서로 다른 방식으로 주식의 평가가 이뤄지는데,  
회사의 규모를 판단함에 있어 업종별로 종업원 수, 총자산, 매출액 기준이 다름.

□ 업종 간의 차이를 반영하기 위해서는 좀 더 다양하고 세부적인 평가방식 개발이 요구  
되는바, 다음과 같은 방식을 대안으로 생각하여 볼 수 있음.

- 산업별로 순손익가치와 순자산가치의 가중치에 차이를 두는 방법  
- 국제청장 등이 일정기간마다 실증분석 결과를 고려하여 업종별로 가중치를 고시  
하는 방식을 고려하여 볼 수 있음.

- 산업의 가중평균자본비용으로 순손익가치를 할인하는 방법
  - 현재에는 업종에 관계없이 무조건 10% 적용

#### 마. 세무행정 비용

- 현재의 시스템을 “가 내지 라”에서 제시한 방안으로 개편하는 경우에는 세무행정 비용이 크게 증가하게 될 수 있는바, 이에 대한 보완방안으로 다음과 같은 것을 생각하여 볼 수 있음.
- 첫째, 현재 전적으로 과세관청에게 집중되어 있는 입증책임 문제를 납세자에게 일부 전가하는 방안을 생각하여 볼 수 있음.
  - 우리나라 경우에는 납세자가 보충적인 평가방법으로 신고한 내용을 부인하고 시가로 과세하는 경우와 시가로 신고한 내용을 부인하고 보충적인 평가가액으로 과세하는 경우에 과세관청에서 그 처분의 적법성을 입증해야 함(대법99두3423, 20010.10.23)
    - 과세관청에서 정한 방법이 아닌 기타의 합리적인 방법으로 주식의 가치를 평가하는 경우에는 납세자가 이를 입증토록 하는 방안을 생각하여 볼 수 있음.
- 둘째, 외부의 평가인(감정평가법인이나 회계법인, 신용평가기관 등)을 적극 활용하되, 부정평가 시에 처벌을 강화함으로써 평가가액 조작을 통한 조세회피행위 자체를 차단하는 방안을 생각하여 볼 수 있음.
  - 우리나라에서는 기타 자산의 경우에는 감정평가법인으로부터 감정받은 감정평가가액 역시 시가로 의제하나, 주식의 경우에는 자의적인 평가문제 때문에 이를 시가로 인정하지 않고 있음.
  - 미국의 경우에는 외부의 전문적인 평가인(appraiser)을 적극 이용하되, 허위평가 사실이 발견되면 추가적인 벌금을 부과함으로써 이것이 조세회피수단으로 악용되는 것을 막고 있음.
    - 납세자가 5천달러 이상의 기부금을 공제받기 위해서는 자격을 갖춘 평가인에게

서면의 승인을 획득해야 하며, 평가내역 등을 제출해야 함.

- 허위신고 사실이 발견되면 과소신고·납부 가산세 이외에도 “다액의 자산평가 허위신고 가산세”, “유산가액 또는 증여재산가액 과소평가 가산세” 등과 같은 패널티 부과

- 셋째, 국세청 내부에 평가전담기구 또는 자문기구 등을 두어 국세청 내부 직원이 세무조사, 평가가액 협상, 조세소송 등의 분야에서 도움을 얻을 수 있게 하는 방안을 생각하여 볼 수 있음.
  - 미국의 경우 국세청 직원이 가치평가 문제와 관련하여 공식적인 지원이 필요하면 각 지역의 엔지니어 그룹, 국세청 본청의 평가전담기구, 국세청 외부의 전문가 그룹으로부터 지원을 받을 수 있음.
    - 특히, 심사국 내의 평가전담기구, “Appeals Appraisal Services”에서는 사업·금융·리츠(REITs) 등의 가치평가 문제와 관련하여 국세청 내부 또는 다른 정부기관에게 조언과 지원을 제공하는 역할을 하며, 소송 또는 소송 전의 화해과정에서 납세자와 협의를 돕는 역할을 하고 있음.
  - 영국의 경우 “Valuation Officer Agency”(국세청 산하 가치평가기관) 내의 “Share Value Division”에서 납세자와 평가가액 등에 대해 협의하고, 가치평가 문제에 관해 전문적인 자문을 제공하는 역할을 하고 있음.
  - 우리나라 역시 가치평가자문기관으로 국세청 또는 지방청에 위원회가 존재하나, 평가위원 수가 적고 외부 전문가가 상당수를 차지하고 있어 지속성 있고, 체계적인 운영이 힘들.

## 2. 수익가치 산정상의 문제

- 수익가치 산정 시에 발생하는 문제들을 살펴보면 다음과 같음.
  - 첫째, 미래의 예상 손익이 아닌 과거의 손익을 이용하기 때문에 기업의 실질적인 가치를 반영하기 힘들.

○ 둘째, 최근연도 손익에 더 많은 가중치를 부여하기 때문에 수익가치 산정에 왜곡이 생길 수 있음.

- 최근연도 손익에 더 많은 가중치를 부여하는 방식이 손익의 추세를 반영하는 데는 효과적일 수 있지만, 명백한 추세가 없거나 경기의 변동을 타는 산업의 경우에는 수익가치 산정에 왜곡이 생길 수 있음.

△ 명백한 추세가 없거나 경기의 변동을 타는 산업의 경우에는 단순평균하는 것이 더 효과적일 수 있음.

- 또한 고려대상 기간이 짧고(3년), 최근 연도 손익에 더 많은 가중치를 두기 때문에 경영자 또는 대주주 입장에서는 최근 연도 손익을 조작함으로써 자신이 목표로 하는 가격에 맞추려고 하는 조세회피 유인이 증가하게 됨.

○ 셋째, 특별손익 등에 대한 별도의 조정과정 없이 기업의 전체 손익을 기준으로 순손익가치를 산정하고 있음.

- 그러나 특별손익이나 유가증권처분손익, 유형자산처분손익 등은 특정 사업연도에만 발생하는 것일 확률이 높고, 경영자 또는 대주주 재량에 의해 발생시기 조정이 어느 정도 가능하기 때문에 조세회피 수단으로 악용되는 수 있음.

○ 넷째, 개별 기업의 영업위험, 재무위험 등에 대한 고려 없이 모든 기업에 10%의 일률적인 할인율을 적용하고 있음.

- 특히, 높은 부채비율 때문에 기업의 자본비용 수준이 10%를 초과하는 경우에는 실제보다 순손익가치가 과다평가되는 결과를 가져오게 됨.

□ 이에 대한 개편방안으로 다음과 같은 것을 생각하여 볼 수 있음.

○ 첫째, 추정손익 이용사유 확대

- 우리나라 경우에는 과거손익 사용을 원칙으로 하되, 법률에서 정한 예외적인 경우에만 추정손익 이용을 허용하고 있음.

- 반면 미국, 영국, 독일의 경우에는 추정손익 이용을 원칙으로 하고 있음.

△ 특히, 독일의 경우에는 최근 3년간의 이익을 기초로 개별 기업의 손익을 추정하되, 납세자에게 이에 대한 입증책임 의무를 부여하고 있음.

- 미국이나 영국, 독일처럼 과거손익 대신 추정손익 이용을 원칙으로 하는 방안 역

시 고려하여 볼 수 있지만, 지나치게 주관적인 추정이나 재량적인 판단의 개입으로 객관적인 평가가액 산출이 사실상 불가능한 문제가 있음.

- 따라서 현재처럼 과거손익 자료 이용을 원칙으로 하되, 추정손익 이용이 허용되는 사유를 점차 확대하여 가는 것이 가장 현실적인 방안이 될 수 있음.

○ 둘째, 고려대상 기간 연장 및 수익가치 평균방식 개선

- 미국의 경우 통상 5년 이상의 과거손익 자료 이용을 권장하고 있음.

△ 또한 이익이 증가 또는 감소하는 추세를 보일 경우에는 최근의 손익에 더 많은 가중치를 두되, 명백한 추세가 없고 경기의 영향을 크게 받는 사업이면 과거 5년간의 이익의 평균을 가장 좋은 지표라고 봄.

- 「3년 연속 산업평균이익 또는 개별 기업의 이익이 증가 또는 감소하는 추세를 보일 경우」에는 현재의 방식을 그대로 적용하되, 그렇지 않은 경우에는 과거 3~5년간의 손익을 단순평균하는 방식으로 순손익가치를 산정하는 방안을 생각하여 볼 수 있음.

○ 셋째, 특별손익 등의 차감

- 우리나라 경우에는 전체 손익 항목을 기준으로 순손익가치를 산정하되, 특별손익이나 유가증권·유형자산처분손익 합계가 전체 손익에서 차지하는 비중이 상당히 큰 경우에는 추정손익 사용을 허용하고 있음(선택사항).

- 반면 조사대상 국가들은 모두 수익가치 산정 시에 특별손익 등을 제외토록 하고 있음.

△ 미국의 경우 투자소득 즉, 이자·배당 등과 같이 영업활동 이외에서 창출되는 손익항목들은 수익가치 추정에서 배제토록 하고 있음.

△ 영국의 경우 지속가능이익 추계에 있어 비정상적으로 발생하는 손익항목, 경영자에게 지급되는 과도한 보상 등을 차감토록 하고 있음.

△ 독일의 경우 예상과세소득 산정 시에 특별감가상각, 특정 손실의 이월공제 및 소급공제, 비정상적으로 발생하는 양도소득 및 양도차손, 보조금 등을 차감토록 하고 있음.

△ 일본의 경우 주가의 결정요소로서 주당 연간이익 계산 시에 고정자산매각차익, 보험차익 등과 같은 비정상적으로 발생하는 손익항목들을 제외토록 하고 있음.

- 우리나라 역시 특별손익이나 비정상적으로 발생하는 유가증권·유형자산처분손익 등은 수익가치 산정 시에 배제하는 것이 합리적일 것으로 보임.

○ 넷째, 개별 기업별로 차등적인 할인율 적용

- 우리나라 경우에는 수익가치 산정 시에 국세청에서 고시하는 10%의 할인율을 적용하고 있음.

- 반면 미국의 경우에는 사업의 성격, 관련 위험, 안정적인 이익의 창출여부 등을 고려하여 할인율을 결정토록 규정하고 있을 뿐 할인율에 관해 표준적인 공식이나 표를 제시하고 있지 않음.

- 그러나 미국과 같은 방식하에서는 할인율의 자의적인 조정을 통해 조세를 회피하는 경우가 있을 수 있음.

- 따라서 개별 기업이 영위하는 사업의 특성이나 재무위험 등을 고려하여 합리적인 수준에서 할인율 결정이 이루어질 수 있게 하기 위해서는 해당 기업의 가중평균차입이자율과 산업의 가중평균자본비용 중 높은 것을 사용하는 방안을 생각하여 볼 수 있음.

△ 개별 기업의 가중평균차입이자율을 단일 기준으로 사용하는 경우에는 평가일을 전후하여 부채비율 등을 조정함으로써 할인율 조정이 가능하기 때문에 산업의 가중평균자본비용이라는 기준을 추가로 설정했음.

### 3. 자산가치 산정상의 문제

□ 자산가치 산정 시에 발생하는 문제들을 살펴보면 다음과 같음.

○ 개발비 감액문제

- 상속세및증여세법에선 개발비를 자산가액에서 차감토록 규정하고 있는바, 개발비가 자산의 대부분을 차지하는 벤처기업 주식의 경우에는 주식의 가치가 실제로 다 과소평가되는 결과를 가져오게 될 확률이 높음.

○ 우발부채 또는 추정부채 가산문제

- 상속세및증여세법에선 충당금이나 준비금 등과 같은 우발부채 항목들은 순자산

가액에 가산토록 규정하고 있는바, 부실기업 주식의 경우에는 대손추정금액 등의 가산으로 주식의 가치가 실제보다 과대평가될 확률이 높음.

- 특히, 금융업의 경우에는 제조업과 달리 전체 자산에서 재고자산 또는 유형자산 등이 차지하는 비중이 낮고 투자자산 등이 차지하는 비중이 높을 뿐만 아니라 부실자산 발생을 사전에 예방하고 건전한 자산의 운용을 도모하기 위해 일반 기업과는 달리 대손의 설정에 대해 엄격한 규제를 두고 있는바, 대손의 가산으로 순자산 가치의 산정에 왜곡이 생길 확률이 높음.

○ 평가차익 부분에 대한 세금부담 고려문제

- 자산을 상속세및증여세법 규정에 따라 평가한 가액이 장부가액보다 큰 경우에는 당해 자산이 처분되는 시점 또는 회사가 청산되는 시점에서 자본이득 과세문제 발생
- 미국이나 일본의 경우에는 주식의 가치평가 시에 이 부분을 고려하여 주고 있음.
  - △ 미국의 경우 미처분 자산에 대한 양도세 등을 고려하여 잠재적인 할인을 적용하고 있음.
  - △ 일본의 경우 순자산가치를 산정하는 때 평가차익 부분에 대한 법인세 등(청산소득 과세 시에 적용되는 세율 적용)을 차감하여 주고 있음.

○ 재무제표상의 장부가액과의 비교

- 현행 상속세및증여세법 규정에선 자산을 상속세및증여세법 규정에 따라 평가한 가액이 장부가액보다 적은 경우에는 장부가액으로 하되, 장부가액보다 적은 정당한 사유가 있는 경우에는 그러하지 않는다고 규정하고 있음.
- 그러나 정당한 사유라는 것이 무엇을 말하는지 명확하지 않고, 반드시 재무제표상의 가액이 세법상의 보충적인 평가가액보다 시가에 가깝다는 보장이 없음.
  - △ 일례로 시장성 없는 매도가능증권으로 공정가액 측정이 힘든 경우에는 취득원가 기준으로 재무제표상에 표시되는데, 이 가액이 상속세및증여세법상의 보충적인 평가가액보다 높은 경우에는 취득원가 기준으로 자산의 평가가 이루어짐.

□ 이에 대한 개편방안으로 다음과 같은 것을 생각하여 볼 수 있음.

- 첫째, 법인세법에서 인정하는 범위 내의 개발비 계상금액, 대손설정금액 등은 순자산가치를 산정하는 때 그대로 인정하여 주는 방안

- 둘째, 평가차의 부분에 대한 세부담을 예상하여 순자산가치를 산정하는 때 차감하여 주는 방안
- 셋째, 재무제표상의 장부가액과의 비교를 통해 더 큰 금액으로 평가하는 현행 규정을 삭제 또는 보완하는 방안

#### 4. 유사업종비교평가방식 확대

- 이정란(2006)<sup>163</sup>의 연구에 따르면 유사상장법인 비교 평가가액(PER 및 PBR 이용하여 산정) 및 실제 주가와와의 추정 오차가 대부분의 업종에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 갖지만 상속세및증여세법상의 보충적인 평가가액보다 과대평가 정도가 현저히 낮음.
- 미국, 일본, 영국의 경우에는 유사상장법인 비교평가가액 사용이 일반화 되어 있는 반면 우리나라 경우에는 비상장 중소기업 주식에 한정하여 이를 허용하고 있음.
  - 미국의 경우 동일한 또는 유사한 업종을 영위하는 상장기업 주가를 시가의 가장 좋은 지표라고 봄.
  - 일본의 경우 기본적인 주식가치산정방법 중 하나로 유사업종비준 방식을 이용하고 있음.
  - 영국의 경우 이익접근방법 사용을 원칙으로 하는바, 회사의 순이익에 회사와 동일한 또는 유사한 업종을 영위하는 상장기업들의 PER(주가기익비율)를 곱해 주식의 가치를 산정하고 있음.
- 유사업종비교평가방식에는 다음과 같은 두 가지 방식이 있음.
  - 미국이나 영국의 경우에는 당해 회사의 이익이나 순자산에 비교가능상장회사 PER 또는 PBR 등을 곱해 주식의 가치를 산출하고 있음.

163) 이정란, 「비상장주식 평가에 있어서 유사상장법인 비교평가방법의 유용성에 관한 연구」, 『회계정보연구』 제24권 제4호, 한국회계정보학회, pp.187~219, 2006. 12

- 일본의 경우에는 비교가능상장회사 주가를 기초로 하되, 주가의 결정요소로서 주당 배당금액, 주당 이익 그리고 주당 순자산가액을 요소별로 유사업종 평균치와 대비시켜 최종적인 주식의 가치를 산출하고 있음.
  - 우리나라 경우에는 중소기업 주식이 위원회의 평가대상인지 여부를 판단하기 위한 비교평가가액 산정 시에 일본과 유사한 방식을 이용하고 있음.
- 동일한 또는 유사한 사업을 영위하는 상장기업과의 비교가 시가의 가장 좋은 지표가 될 수 있지만, 다음과 같은 문제 또한 내포하고 있기 때문에 조심스러운 접근이 필요함.
- 상속이나 증여 시기 조정을 통해 조세회피수단으로 악용 가능
  - 기업의 규모, 자본구조, 이익수준 등에 따라 유사상장법인의 비교가 부적합한 경우가 있을 수 있음.
    - 규모가 큰 경우에는 유사상장법인 수가 많고 주가 역시 불가항력적인 요인의 영향을 크게 받는 반면 규모가 작은 경우에는 유사상장법인 수가 적고 상장법인 주가 역시 시장요인 외에 기타 요인의 영향을 많이 받을 확률이 높음.
  - 일본의 경우 이와 같은 문제 때문에 기업의 규모에 따라 유사업종비준방식 적용여부, 반영비율 등에 차등을 두고 있음.
    - 대기업의 경우에는 유사업종비준방법으로 평가하는 것을 원칙으로 하되, 순자산가액에 의해 평가 가능
    - 중소기업의 경우에는 순자산가액에 의해 평가하는 것을 원칙으로 하되, 두 가지 방법을 병용하여 사용 가능
    - 중기업의 경우에는 두 가지 방법을 병용하여 사용하는 것을 원칙으로 하되, 순자산가액에 의해 평가 가능
- 우리나라 경우에도 1990년에 유사상장법인 비교평가 방식이 도입됐던 적이 있으나, 유사상장법인 수가 거의 없다보니 제도의 집행 또는 유지가 어려워서 1993년에 폐지됐음.
- 그러나 현재에는 1993년과 비교하여 볼 때 유사상장법인 수가 크게 증가했기 때문에 도입이 가능하리라고 봄.
  - 다만, timing 조정을 통한 tax planning 행위를 방지하기 위해서는 기업의 규모에 따

라 유사상장법인 비교평가 방식 이외에도 다른 평가방법들을 병용하여 사용하는 것이 합리적일 것으로 보임.

## 5. 위원회에 의한 평가대상 확대

### □ 신청자격

- 신청자격요건으로 지나치게 까다로운 기준을 적용하고 있어 실제 적용받을 수 있는 사례가 많지 않음.
  - 중소기업 주식에만 한정하여 신청을 허용하고 있음.
  - 유사상장법인 주당 평가가액 및 해당 기업의 보충적인 평가가액 간에 차이가 30% 이상 되는 경우에만 신청을 허용하고 있음.
    - △ 30%라는 기준이 지나치게 높고, 국세청에서 정한 “유사상장법인 주가와외의 비교평가가액” 역시 보충적인 평가가액 중 하나인데 이를 기준으로 신청자격 여부를 결정하는 것이 타당한지 여부에 대해서는 논란의 여지가 있을 수 있음.
  - 유사상장법인 개수가 2개 이상 되는 경우에만 신청을 허용하고 있음.
    - △ 유사상장법인 비교평가방식 이외의 방법으로 평가하는 경우에는 유사상장법인 개수가 2개 이상 돼야 할 필요가 없음.
- 기업의 규모·업종·개별 기업의 특성 등을 반영하여 서로 다른 방식으로 평가가 가능하게 함으로써 공식에 의한 일률적인 평가가 갖는 한계를 보완하기 위한 것이 바로 위원회에 의한 평가방식이라 할 수 있음.
- 따라서 “보충적인 평가방법으로 주식을 평가하는 모든 기업”이 위원회에 의한 평가를 받을 수 있게 그 대상을 확대하고, 신청기준 역시 현실적인 수준으로 완화하여 동 제도를 활성화할 필요가 있음.

□ 현재에는 외부평가기관 이용 시 납세자에게 이로 인한 수수료 부담을 전가하고 있는 바, 별도의 예산책정 등을 통해 과세관청에서 이를 부담하는 것이 합리적일 것으로 보임.

- 미국의 경우 지역 차원의 승인을 거쳐 외부의 전문가를 이용하는 것을 허용하고 있음.

- 어떤 방식으로 평가가 이뤄지는지에 대해 구체적인 정보를 제공하지 않고 있음.
  - 미국이나 영국처럼 평가방법 선정기준이나 구체적인 평가방식 등을 공개하면 납세자 입장에서 이해 가능성과 예측 가능성을 높일 수 있을 것으로 보임.

## 6. 세목 간의 평가방법 차이

- 우리나라 경우에는 세목별로 또는 평가의 목적에 따라 평가방식상에 차이가 있음.
  - 그러나 미국, 일본, 영국의 경우에는 적용세목이나 평가목적 등에 따라 평가가 달라지지 않음.
- 평가시점별로 주식의 가치가 다를 수는 있지만, 동일 시점에서 한 법인의 주식의 가치가 적용세목이나 평가목적 등에 따라 달라지는 데는 문제가 있음.
  - 일례로 불공정 증자로 인한 주주 간에 이익분여 여부를 판단함에 있어 해당 법인의 증자에 참여하는 주주가 개인주주이냐 법인주주이냐의 여부에 따라 이익분여 여부가 달라질 수 있음.

## 7. 할증·할인평가 문제

- 할증평가 규정과 관련하여 제기되고 있는 문제로는 다음과 같은 것이 있음.
  - 개별 기업의 특성을 고려하지 않고 지분율에 따라 20~30%의 일률적인 할증률을 적용하는 것은 문제가 있음.
  - 이미 최대주주 상태에서 추가적인 지분을 매입하는 것과 소액주주 상태에서 추가적인 지분을 매입해서 최대주주 지위에 오른 경우에는 차이가 있는바, 우리나라 경우에는 이에 대한 고려가 부족함.
    - 영국의 경우에는 해당 주식의 보유로 더 많은 영향력이나 양질의 정보, 주식가치 증가를 얻게 된 경우 할증평가하는 규정을 두고 있음.

- 최대주주 할증평가 규정 때문에 비상장주식의 가치가 실제보다 지나치게 과대평가 되고, 가업상속에도 걸림돌이 되고 있음.

□ 이에 대한 개편방안으로는 다음과 같은 것을 생각하여 볼 수 있음.

- 첫째, 최대주주 지분을 할증하는 대신 소액주주 지분을 할인하는 방안을 생각하여 볼 수 있음.
  - 최대주주 할증평가 규정 때문에 비상장주식의 가치가 실제보다 지나치게 과대평가되는 데는 현행의 보충적인 평가방식 자체가 기업의 가치를 실제보다 과대평가하는 데서 기인하는 바가 적지 않음.
    - △ 따라서 현행의 보충적인 평가방식 자체가 시가에 근접하게 개선이 이루어진다면 이 문제 역시 어느 정도 해결이 가능하다고 보임.
  - 미국, 영국, 독일의 사례를 보더라도 지배주주 지분에 대해서는 이를 가치가산요인으로 보아 소액주주 지분보다 높은 가액으로 평가하고 있음.
    - △ 다만, 영국과 독일의 경우에는 원칙적인 평가가액 자체가 대주주 지분을 전제로 한 것이기 때문에 최대주주 지분을 할증하는 대신 소액주주 지분을 할인하고 있음.
  - 우리나라 역시 최대주주 지분을 할증하는 대신 소액주주 지분을 할인하는 방식으로 변경하면 양측의 불만을 어느 정도 해소 가능하리라고 보임.
- 둘째, 할증률 적용의 기준을 좀 더 세분화 한다거나 여기에 대해 이의가 있는 경우에는 위원회에 의한 평가를 신청 가능하게 허용하는 방안을 생각하여 볼 수 있음.
- 셋째, 가업상속 지원을 위해서는 원칙적인 평가가액 조정보다 상속세 과세가액 감액 등을 통해 지원하는 것이 바람직할 것으로 보임.
  - 일본의 경우 원칙적인 평가가액에는 조정을 하지 않고, 상속 또는 유증에 의해 일정한 요건을 충족하는 비상장주식을 취득하는 경우에만 일정한 한도 이내에서 10%의 할인을 적용하고 있음.
- 넷째, 주식의 추가취득으로 더 많은 영향력이나 양질의 정보, 주식가치 증가를 얻게 된 경우에는 더 높은 할증률을 적용하고, 그렇지 않은 경우에는 할증률을 현행보다 낮춰주는 방안을 고려하여 볼 수 있음.

- 우리나라 경우에는 최대주주 지분에 대한 할증만을 인정하고 있을 뿐 할인에 대해서는 허용하고 있지 않음.
  - 그러나 다른 국가들은 시장성 부재, 소액주주 지분 등에 대해 할인을 허용하고 있음.
  - 특히, 유사업종비교평가방식 도입 시는 상장 프리미엄 등을 고려하여 일정률을 할인하여 주는 것이 합리적일 것으로 보임.
    - 일본의 경우 유사업종비준방식으로 평가하는 경우에는 시장성 결여를 반영하여 30~50%(대회사 30%, 중회사 40%, 소회사 50%)의 할인을 적용하고 있음.

## 8. 새로운 형태의 주식에 대한 평가

- 우리나라 경우에는 세법에서 정한 공식에 따라 주식의 가치를 평가하다 보니, 새로운 형태의 주식이 나타나면 이에 대한 평가가 명확하지 않음.
  - 대표적인 사례로서 우선주, 자기주식, 상호출자지분, 의결권제한 주식 등을 들 수 있음.
- 우선주 평가문제
  - 상속세및증여세법에선 법인이 우선주 등 이익의 배당에 관해 내용이 다른 종류의 주식을 발행한 경우에는 그 내용을 감안하여 적정한 가액으로 평가해야 한다<sup>164)</sup>고만 규정하고 있지 우선주의 종류에 따라 어떤 방식으로 평가해야 하는지에 대해서는 구체적인 사례를 제시하고 있지 않음.
- 상호보유주식 평가문제
  - 10% 이상을 상호출자하고 있는 경우에는 방정식을 이용하여 주식의 가치를 산정해야 함<sup>165)</sup>.
  - 그러나 출자 구조가 복잡하게 얽혀 있는 경우에는 방정식의 해로 산출되는 주식의

164) 상속세및증여세법기본통칙 63-0-3

165) 재무부 재산 1260-52(1985.1.14)

가치 역시 기업의 실제 가치와는 동떨어진 기형적인 값이 나올 확률이 높음.

- 따라서 새로운 형태의 주식이 나타나는 경우에는 과세관청에서 구체적인 평가방식 등을 제시하거나 위원회에 의한 평가신청대상으로 포함하는 것이 합리적일 것으로 보임.

## 9. 영업권 산정문제

- 영업권의 경우 이미 순손익가치에 포함되기 때문에 자산가치에서 제외하는 것이 타당
  - 따라서 이론적인 근거가 미약하고, 적용대상 기업이 적은 영업권 평가 가산 규정은 폐지하는 것이 바람직할 것으로 보임.

## 참고문헌

- 김광윤·정우승, 상속세및증여세법상 비상장 중소기업의 주식 평가방법의 적정성(개정된 평가심의위원회 평가방법을 고려하여), 세무학연구, 제24권 제4호, 한국세무학회, 2007.12
- 김두형, 상속세및증여세법상 비상장주식의 공매가격과 시가, 조세연구 제3집, 한국조세연구포럼, 2003.09
- 김완일, 세법상 비상장주식의 가치평가를 위한 기업특성에 관한 연구, 경기대학교 대학원 석사학위 논문, 2003
- 김유찬, 비상장주식의 과세평가방법에 대한 연구, 한국경제연구원, 2003.04
- 박기정, 유사상장법인 비교평가법의 예측정확도와 과세비대칭성, 세무학연구 제24권 제4호, 한국세무학회, 2007.12
- 성낙인·박정훈·이창희, 상속세 및 증여세의 완전포괄주의 도입방안에 관한 연구, 법학 제44권 제4호 통권 제129호, 서울대학교, 2003.12
- 이기욱, 미국의 조세법령 해석정보제도, 한국조세연구소, 2008.09
- 이우택, 한·미·일 주식평가 및 과세체계의 비교연구, 조세연구 제6권, 한국조세연구포럼, 2006
- 이정란, 비상장주식 평가에 있어서 유사상장법인 비교평가방법의 유용성에 관한 연구, 회계정보연구, Vol.24, No.4, 한국회계정보학회, 2006
- 정성훈·염성수·노준화, 상속세및증여세법상 비상장주식 평가방법의 타당성, 세무학연구 제24권 제4호, 한국세무학회, 2007.12
- 최명근, 독일 연방헌법재판소 재산세 위헌결정요약과 그 시사점, 한국경제연구원, 2006.04
- 최봉길, 상속증여세 과세목적상 비상장주식 평가의 문제점과 개선방안, 건국대학교 박사학위논문, 2007

한상국 · 구자은 · 황진영, 주요국의 가산세 제도, 한국조세연구원, 2006.08

IRS valuation training for appeals officers: coursebook, CCH, 1998

<http://www.aicpa.org/pubs/tpcpa/dec2002/gleaning.htm>

<http://www.hmrc.gov.uk/manuals/svmanualnew/index.htm>

<http://www.irs.gov/irm/part4/ch41s04.html>

<http://www.irs.gov/irm/part8/ch10s01.html>

<http://www.juris.de>

<http://www.nta.go.jp/taxanswer/hyoka/4638.htm>

<http://www.nta.go.jp/taxanswer/hyoka/4609.htm>

<http://www.nta.go.jp/shiraberu/zeiho-kaishaku/tsutatsu/kobetsu/hyoka/080606/02.htm>

<http://www.nta.go.jp/shiraberu/zeiho-kaishaku/tsutatsu/kobetsu/hyoka/080513/01.htm>

<http://www.nysscpa.org/cpajournal/2002/0202/dept/Dept.202pg.56.htm>

<http://www.ibfd.org>

<http://www.samili.com>



세법연구 08-10

## 주요국의 비상장주식 평가제도

---

2008년 12월 22일 인쇄

2008년 12월 29일 발행

저 자 박명호 · 김태훈 · 기은선

발행인 원 윤 희

발행처 한국조세연구원

138-774 서울특별시 송파구 방죽말길 28

TEL: 2186-2114(대) www.kipf.re.kr

등 록 1993년 7월 15일 제21-466호

조판 및  
인쇄 고려문화사

© 한국조세연구원 2008

ISBN 978-89-8191-425-7

---

\* 잘못 만들어진 책은 바꾸어 드립니다.