

## 상속세법상 비상장주식평가규정의 개정이 조세공평성에 미친 효과

이 의 경

대진대학교 경영학과 부교수

E-mail : eklee@daejin.ac.kr

본 논문은 상속세법상 비상장주식의 평가규정이 개정되면서 조세공평성이 제고되었는가에 대해 검토한 것이다. 조세공평성의 제고효과를 확인하기 위해서 구체적으로는 상속세법상 비상장주식평가규정을 이용한 평가액이 실제주가에 어느 정도 근접하는가를 체크하였다. 세법상 평가액이 실제주가에 근접할수록 조세공평성이 높아지는 것으로 볼 수 있기 때문이다.

2003년 현재를 기준으로 보면 상속세법상 비상장주식평가규정은 크게 1999년과 2000년 두 차례에 걸쳐 개정되었다. 1999년 이전에는 모든 비상장주식을 순자산가치와 순손익가치의 평균값으로 평가하였지만 1999년 이후에는 순손익가치가 순자산가치의 50%이상인 기업과 50%미만인 기업으로 구분하여 전자의 경우에는 종전규정을 적용하지만 후자의 경우에 해당하는 기업의 주식은 순자산가치로만 평가하도록 하였다. 그리고 2000년부터는 순자산가치와 순손익가치 중 큰 금액으로 주식을 평가하도록 다시 변경된 것이다.

본 연구에서는 상장기업을 대상으로 하여 거래소에서 형성된 실제주가를 기준으로 해서 상속세법상 평가액을 개정단계별로 산출해서 실제주가와 비교하여 그 차이에 대한 통계적 유의성을 분석하였다. 그 결과 세법개정은 세법상 평가액이 현실적인 주가를 좀더 정확하게 반영하는 방향으로 이루어졌음을 확인할 수 있었다. 이러한 결과는 상속세법상 비상장주식평가규정이 과세당국의 의도대로 조세불공평을 완화하는 방향으로 이루어졌음을 증명하는 근거가 될 수 있다.

<색인어> 비상장주식 평가, 조세공평성

### 1. 서 론

현행 세법에서 주식평가와 관련된 규정은 각 개별세법에 다양하게 존재한다. 크게는 상

속세 및 증여세법(이하 '상속세법'이라고 한다)과 소득세법, 그리고 법인세법 세 가지로 분류할 수 있다. 이들 규정에서 주식을 평가하는 기본원칙은 평가기준일 현재의 시가로 평가하는 것이다. 따라서 상장주식을 평가하는 경우에는 거래소에서 형성되는 시장가격이 존재하기 때문에 평가과정에서 문제될 것이 없다. 그러나 객관적인 거래가격이 존재하지 않는 비상장주식의 경우에는 간접적으로 시장가치를 추정할 수밖에 없는 어려움이 있다. 상속세법에서는 이렇게 시가가 불분명한 비상장주식을 평가하는 방법으로 보충적 평가방법을 규정하고 있다. 2003년 현재를 기준으로 보면 상속세법상 보충적 평가방법의 세부적인 항목은 1991년 이후 네 차례 개정되었으나 평가원칙의 기본구조는 1998년말과 1999년말 두 차례 개정되었다고 볼 수 있다. 1991년 이후 1998년까지는 모든 비상장주식을 순자산가치와 순손익가치의 평균값으로 평가하였다. 이를 1998년말 개정(이하 '1차 개정'이라고 한다)에서는 순손익가치미달법인이라는 개념을 도입하여 1999년부터는 순손익가치가 순자산가치의 50%미만인 비상장주식의 경우에는 평균값을 사용하지 않고 순자산가치로 평가하도록 하였다. 그리고 다시 1999년말 이를 개정(이하 '2차 개정'이라고 한다)하여 2000년 이후부터는 모든 비상장주식을 순자산가치와 순손익가치 중 큰 값으로 평가하도록 변경하였다.

본 연구는 이러한 상속세법상 비상장주식평가규정의 개정이 조세공평성을 제고하는 데 기여했는가를 살펴보고자 한다. 상속세법상 평가액이 실제가치와 많은 차이가 있다는 비판이 계속적으로 제기되어 왔고 실제로 이러한 취약점을 이용해서 최근 많은 재벌기업들이 유가증권을 변칙증여함으로써 부의 세습을 도모한 사례가 있었다. 이러한 조세불공평을 해소하기 위해서는 상속세법상 평가액이 실제가치를 반영하도록 평가규정이 개정되어야 할 것이다. 본 연구의 연구목적은 달성하기 위한 구체적인 방법은 상장기업을 대상으로 상속세법상의 보충적 평가방법으로 산출한 주식평가액을 거래소에서 형성된 시가와 비교하는 것이다. 즉, 세법상의 평가규정이 개정되면서 개정된 방법에 따라 산출한 평가액이 얼마나 실제주가에 근접하는가를 확인할 것이다.

본 논문은 다음과 같이 구성되어 있다. 제 I 장 서론에 이어서 제 II 장에서는 선행연구를 검토하고 상속세법에서의 비상장주식평가규정을 살펴본다. 제 III 장에서는 실증분석을 통해서 세법개정의 효과를 조세공평성의 관점에서 확인하고 주식장세와 연관해서 분석결과와의 의미를 살펴본다. 끝으로 제 IV 장에서 본 연구의 결론을 맺는다.

## II. 이론적 배경

### 1. 선행연구의 검토

상속세법상 비상장주식의 평가방법에 대한 본격적인 연구는 김권중·박태승·이은상

(1998)에 의해서 시작되었다고 볼 수 있다. 이들은 1989년부터 1995년까지의 상장기업을 대상으로 상속세법상 평가방법에 의한 주식평가액이 시가보다 낮게 나타남을 보여 조세불공평의 가능성을 지적하였다. 그러나 이들 연구는 상속세법상 순자산가치를 단순히 회계장부가액에 의존하여 산출하는 약점을 갖고 있었다. 이준규·황인태·심충진(1999)은 이를 극복하는 방법으로 기업이 보유하고 있는 자산 중 토지를 장부가액 대신 개별공시지가로 평가하여 순자산가치를 산출하였다. 이 연구의 실증분석결과 외환위기 이전의 정상적 상황에서는 시가에 대한 상속세법상 평가액의 추정오차율이 유의하지 않은 것으로 나타났다. 이 연구에 이어서 이준규·황인태·심충진(2000)은 두 차례에 걸친 상속세법의 개정을 고려하여 개정 전 상속세법과 개정 후 상속세법에 의한 주식평가액을 시가와 비교함으로써 개정세법의 적정성을 검토하였다. 연구결과는 개정 전이나 개정 후에 모두 상속세법에 따른 주식평가액이 시가보다 높은 것으로 나왔는데 이는 개정의 유효성을 부정하는 것이었다. 그리고 이러한 결과는 김권중·박태승·이은상(1998)의 결과와 상반된 것인데 이는 순자산가치산정방법과 분석대상기간의 차이에 기인한 것으로 보인다. 가장 최근의 선행연구로는 오용락·전규안(2004)의 연구를 들 수 있다. 이들은 상속세법상 비상장주식 평가방법이 갖고 있는 문제점을 인식하고 이를 대신할 수 있는 모형들의 적용가능성을 검증하였다. 이 연구는 1998년부터 2002년까지의 분석대상기간으로 코스닥등록기업들을 표본으로 수행되었는데 상속세법상의 평가방법, Ohlson모형 및 산업평균프리미엄모형 등을 적용하여 표본기업의 주식평가액을 산출하여 실제 주가와 비교하였다. 그 결과 상속세법과 Ohlson모형에 의한 평가액은 실제주가보다 현저히 높게 나타났으나 산업평균프리미엄모형에 의한 평가액은 실제주가와 유사한 것으로 나타났다. 이로써 이들은 산업평균프리미엄모형이 다른 모형에 비해서 우수한 평가모형임을 보이고 이를 반영한 상속세법상 평가방법의 개선방안을 제시하고 있다.

## 2. 상속세법상 주식평가규정

여기서는 상속세법상 비상장주식평가규정이 갖는 의미를 재무이론적 관점에서 고찰하고 그리고 비상장주식평가규정이 어떤 과정으로 개정되어 왔는가를 구체적으로 살펴볼 것이다.

상속세법상 비상장주식을 평가하는 세부적인 규정은 1991년 이후 2002년까지 네 차례에 걸쳐 개정되었다. 그러나 비상장주식평가규정의 기본적인 모형은 1998년말(1차개정), 1999년말(2차개정)에 개정되었다고 볼 수 있다. 이와 같이 여러 차례에 걸쳐 상속세법이 개정되었으나 상속세법에서 규정하고 있는 비상장주식의 평가모형에는 항상 순자산가치와 순손익가치라는 두 가지 결정변수가 존재하고 있다.

재무이론에서 대표적 주식이가격결정모형이라고 할 수 있는 CAPM이나 APT에서는 주식 가격을 미래현금흐름의 현재가치로 산출한다. 이러한 이론을 따르면 미래현금흐름에 해당하는 순손익가치만이 주가를 결정하는 변수이고 순자산가치는 주가를 결정하는 변수가 될 수 없다. 그러나 현실적으로는 순자산가치 역시 중요한 결정변수가 되고 있다. 왜냐하면 기술적분석론에 따라 주식장세를 상승기와 하락기로 구분할 때에 상승기에 해당하는 금융장세와 실적장세에서는 순손익가치가 큰 수익주가 강세를 보이지만 하락기에 해당하는 역금융장세와 실적장세에서는 순자산가치가 큰 가치주가 강세를 보이기 때문이다.

상속세법에서 1주당 순자산가치는 순자산가액을 발행주식총수로 나누어 산출한다. 이때 순자산가액을 산정함에 있어서 자산은 시가평가가 원칙이며 시가가 불분명한 경우에는 토지는 개별공시지가, 건축물은 과세시가표준액으로 평가한다. 또한 순자산가액에는 영업권이 포함되는데 여기서 영업권이란 초과이익력을 의미하며 이의 존속기간을 5년으로 보아 다음과 같은 평가식을 이용하여 산출한다.

$$\text{영업권} = [\text{최근3년간 가중평균순손익} \times 0.5 - \text{자기자본} \times 0.1] \times 5$$

한편 1주당 순손익가치는 1주당 최근 3년간의 가중평균순손익액을 자본화시킨 값을 말한다. 여기서 최근 3년간의 가중평균순손익액은 평가기준일 1년 전 순손익액에 3, 평가기준일 2년 전 순손익액에 2, 평가기준일 3년 전 순손익액에 1의 가중치를 부여하는 방식으로 최근 순손익액에 더 높은 가중치를 부여하여 다음과 같은 식으로 산출한다.

1주당 최근 3년간의 가중평균순손익액

$$= [\text{평가기준일 1년 전 주당순손익액} \times 3 + \text{평가기준일 2년 전 주당순손익액} \times 2 + \text{평가기준일 3년 전 주당순손익액} \times 1] / 6$$

그러나 이렇게 산출한 가중평균순손익액이 음의 값을 갖게 되면 0의 값으로 간주한다. 이러한 처리방식의 논리적 근거는 OPM을 이용하여 제시할 수 있다. 즉, 주식은 기업의 자산을 기초자산으로 하고 부채금액을 행사가격으로 하는 옵션으로 볼 수 있다. 이러한 옵션은 만기의 상황에 따라서 유리한 경우에만 행사할 수 있는 조건부청구권(contingent claim)이므로 그 가치는 아무리 작더라도 음의 값을 가질 수 없다는 것이다.

1주당 순손익가치는 이렇게 산출한 가중평균순손익액을 자본환원율로 나누어 구한다. 여기서 자본환원율은 재무이론에서 말하는 자기자본비용에 해당하는 개념인데 이의 구체적인 값으로는 금융기관이 보증한 3년 만기 회사채의 유통수익률을 감안하여 국제청장이

고시하는 이자율을 이용한다. 1991년 이전에는 10%, 1991년부터 1999년까지는 15%, 2000년 이후에는 다시 10%를 적용하고 있다.

상속세법에서의 주식평가모형은 수차에 걸친 개정으로 계속적으로 변경되고 있으나 기본적으로 1주당 순자산가치와 1주당 순손익가치, 두 가지 결정변수를 이용하고 있다. 개정 전(1998년 이전)에는 순자산가치와 순손익가치의 단순평균값을 다음과 같이 산출하여 비상장주식의 평가액(이하 '평가액(0)'이라고 한다)으로 이용하였다.

$$\text{평가액(0)} = [\text{순자산가치} + \text{순손익가치}] / 2$$

1998년말 1차 개정된 상속세법에서는 순손익가치미달법인이라는 개념을 도입하였다. 순손익가치미달법인이란 순자산가치에 비해서 순손익가치가 현저히 낮은 기업으로서 기술적 분석론에서 말하는 가치주 또는 자산주를 의미한다. 판정기준으로는 순손익가치 < 순자산가치 X 0.5에 해당하는 경우이다. 이러한 경우에는 순자산가치만으로 해당 주식을 평가하게 된다. 따라서 1차 개정 후 비상장주식의 평가액(이하 '평가액(1)'이라고 한다)은 다음과 같은 식으로 산출된다.

$$\begin{aligned} \text{평가액(1)} &= [\text{순자산가치} + \text{순손익가치}] / 2 && \text{순손익가치} \geq \text{순자산가치} \times 0.5 \\ &= [\text{순자산가치}] && \text{순손익가치} < \text{순자산가치} \times 0.5 \end{aligned}$$

1999년말 2차 개정된 상속세법에서는 평가모형을 매우 단순화시켰다. 즉, 순자산가치가 순손익가치보다 크면 순자산가치로, 순손익가치가 순자산가치보다 크면 순손익가치로 평가하는 것이다. 따라서 2차 개정 후 주식평가액(이하 '평가액(2)'라고 한다)은 다음과 같이 정리된다.

$$\text{평가액(2)} = \max[\text{순자산가치}, \text{순손익가치}]$$

### III. 실증분석

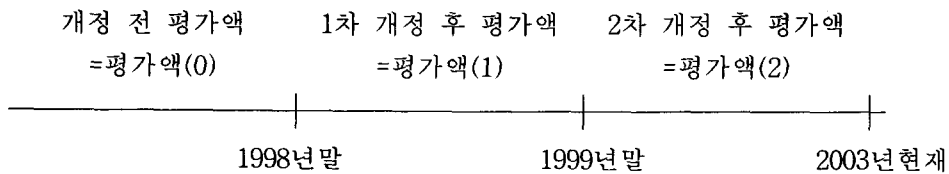
#### 1. 표본기업과 분석방법

본 연구에서 표본기업은 1994년 말을 기준으로 우리나라 증권거래소에 상장되어 있는 기업들 중에서 최근 4년 이내에 이후 자산재평가를 실시한 72개 기업들을 분석대상으로 하였다. 선행연구 중에서 김권중·박태승·이은상(1998)은 순자산평가를 장부가액으로 산

출했기 때문에 이들이 산출한 평가액이 실질적으로 상속세법에 따른 평가액이라고 볼 수 없었다. 그리고 후속연구인 이준규·황인태·심충진(1999)은 이러한 한계점을 극복하기 위해 시가개념을 도입한다고 하였으나 토지만을 개별공시지가로 평가했을 뿐이다. 상속세법상의 평가규정은 토지의 경우 공시지가로 평가하고 건물과 차량은 지방세법상 시가표준액으로 평가하고 채고자산, 기계장치 및 기타 유형자산은 예상되는 처분가능가액으로 평가하도록 되어 있다. 그러나 현실적으로 이를 그대로 적용하는 데에는 한계가 있으므로 본 연구에서는 대체적인 방법으로 자산재평가를 실시한 기업들만을 분석대상으로 한 것이다. 자산재평가법에 의한 재평가는 그 대상이 토지 등을 포함한 부동산이고 이러한 재평가액은 공인된 감정평가법인의 감정가를 반영한 것이다. 따라서 본 연구의 표본기업이 선행연구에 비해서 상속세법상의 시가평가의 원칙에 좀더 부합된다고 본다.

상속세법상의 비상장주식평가규정에 따라서 산출한 평가액과 실제주가와의 차이가 클수록 조세불공평이 심각한 것이므로 그 차이가 감소할수록 조세공평성이 제고된다고 말할 수 있을 것이다. 따라서 이들 표본기업들을 대상으로 다음 각 단계의 평가액을 산출할 것이다.

〈그림 1〉 개정단계별 상속세법상 평가액



개정 전 평가액을 평가액(0), 1차 개정 후 평가액을 평가액(1), 2차 개정 후 평가액을 평가액(2)라고 하고 이들 각 단계의 평가액을 표본기업의 실제주가와 비교할 것이다. 여기서 실제주가는 표본기업들의 동년도 결산월 1개월간 증가평균금액을 사용할 것이다. 이처럼 실제주가로 특정일의 주가를 사용하지 않는 것은 일일주가변동이 가질 수 있는 불규칙성을 제거하기 위한 것이다. 그리고 개정단계별 상속세법상 평가액과 실제주가자료간의 쌍체 비교를 통해서 이 두 값의 차이가 갖는 통계적 유의성을 확인하고자 한다.

## 2. 분석결과

앞서 밝힌 바와 같이 1차적으로 개정 전 상속세법에 따른 평가액(0)과 실제주가에 대해서 쌍체비교를 하였다. 비교결과는 <표 1>에 제시되어 있다.

<표 1>을 보면 표본기업의 실제주가는 평균값이 33,544.7원임을 알 수 있다. 그리고 개정 전 상속세법의 비상장주식평가규정을 적용하여 산출한 평가액은 평균값이 이보다 훨씬 낮은 19,465.5원으로서 그 차이가 14,079.2원으로 나타났다.

그리고 가설평균차이 0에 대한 t통계량이 7.7995로서 단측검정이나 양측검정의 t기각치 1.6666이나 1.9939보다 매우 높게 나타나 평균차이 0에 대한 귀무가설을 기각하고 있다. 따라서 이에 대한 prob value는 매우 낮은데 이는 모두 실제주가와 평가액(0)의 차이가 통계적으로 매우 유의하다고 볼 수 있는 근거가 된다.

이러한 통계분석결과는 개정 전 상속세법에 의한 평가액은 실제 주가와 유의하게 차이를 보이고 있으며 특히 실제주가보다 상속세법상 평가액이 현저하게 과소평가되고 있다. 따라서 이는 심각한 조세불공평이 존재할 수 있음을 보여주는 것이다.

<표 1> 평가액(0)과 실제주가의 비교

	실제주가	평가액(0)
평균	33544.70833	19465.53472
분산	460870929.6	304618067.4
관측수	72	
피어슨상관계수	0.708429417	
가설평균차이	0	
자유도	71	
t통계량	7.799530923	
P(T<=t)단측검정	1.96722E-11	
t기각치 단측검정	1.666599019	
P(T<=t)양측검정	3.93444E-11	
t기각치 양측검정	1.993944352	

다음 단계로 1차 개정된 상속세법에 의해서 산출한 평가액(1)과 실제주가와 쌍체비교를 수행한 결과가 <표 2>와 같이 나타났다. 관측수, 가설평균차이, 자유도 및 t기각치 등은 <표 1>의 값들과 모두 동일하므로 이들의 표시는 생략하고 변화된 값들만 제시하였다.

이 의 경

〈표 2〉 평가액(1)과 실제주가의 비교

	실제주가	평가액(1)
평            균	33544.70833	27398.9483
분            산	460870929.6	766682814.6
피 어    스    상    관    계    수	0.668311519	
t    통    계    량	2.506008113	
P(T<=t)단측검정	0.007251878	
P(T<=t)양측검정	0.014503755	

이번의 분석결과에서는 1차 개정된 상속세법으로 산출한 주식평가액(1)의 평균값이 27,398.9원으로 나타났다. 이는 개정 전 상속세법으로 산출한 주식평가액의 평균값인 19,465.5원보다 상당히 높은 수준으로서 실제주가 33,544.7원에 훨씬 근접한 값이다. 따라서 실제주가와 차이도 〈표 1〉에서는 14,079.2원이던 것이 6,178.8원으로 매우 작아졌고 따라서 상속세법의 1차 개정이 조세공평성을 높였다고 말할 수 있다. 그러나 실제주가와 가설평균차이 0에 대한 가설검정에서 t통계량이 2.5060으로 나타나서 귀무가설이 기각되어 여전히 실제주가와 유의한 차이가 상존하고 있음을 알 수 있다. 상속세법의 1차 개정은 심각했던 조세불공평의 가능성을 완화시키긴 했지만 통계적으로 충분하다고 결론내리기에는 미흡하다고 판단된다.

이번에는 상속세법의 2차 개정이 실제주가근접성에 미친 효과를 확인하기 위해서 2차 개정된 상속세법에 따른 주식평가액(2)와 실제주가를 역시 같은 방법으로 쌍체비교를 수행하고 〈표 3〉에 비교결과를 요약하였다.

〈표 3〉 평가액(2)와 실제주가의 비교

	실제주가	평가액(2)
평            균	33544.70833	29941.84722
분            산	460870929.6	779869619.3
피 어    스    상    관    계    수	0.701848784	
t    통    계    량	1.530092256	
P(T<=t)단측검정	0.065218704	
P(T<=t)양측검정	0.130437409	



〈표 3〉의 결과를 보면 2차 개정된 상속세법에 따라서 산출한 주식평가액(2)의 평균값이 29,941.8원으로 나타난 것을 알 수 있다. 이는 1차 개정된 상속세법으로 산출한 주식평가액의 평균값인 27,398.9원보다 더 높은 수준이며 실제주가 33,544.7원에 좀더 근접한 값이다. 따라서 실제주가와와의 차이도 1차 개정의 차이값인 6,178.8원의 절반수준인 3,602.3원으로 감소하였다. 그러나 이러한 감소보다도 더 중요한 의미는 t통계량의 변화에서 찾아볼 수 있다. 개정 전 평가액(0)과의 가설평균차이에 대한 검정결과 t통계량 7.7995가 1차 개정에 따른 평가액(1)에 와서는 2.5060으로 크게 떨어졌었다. 그리고 2차 개정에 따른 평가액(2)에서 1.5301로 추가적으로 감소하였다. 그 감소폭은 1차 개정보다 작지만 t통계량 1.5301은 단측검정이나 양측검정의 기각치보다 작은 값으로서 평가액(2)와 실제주가와와의 평균차이 0에 대한 가설검정에서 귀무가설을 기각할 수 없게 되었다. 즉, 이제는 평가액(2)와 실제주가가 통계적으로 유의한 차이를 갖는다고 말할 수 없게 된 것이다. 따라서 통계적으로는 상속세법의 1차 개정보다는 2차 개정이 더 큰 의미를 갖는다고 할 수 있다. 즉, 두 차례에 걸친 상속세법의 개정은 계속적으로 실제 주가에 근접하는 방향으로 이루어졌고 결과적으로 세법개정이 조세공평성을 높였다고 말할 수 있다.

그런데 〈표 1〉에서부터 〈표 3〉까지의 결과에서 확인한 조세공평성의 제고효과가 모두 상속세법상 평가방법의 변경에 기인한 것이라고 할 수는 없다. 왜냐하면 2차 개정에서는 평가방법의 변경뿐만 아니라 자본환원율의 변경이 함께 이루어졌기 때문이다. 여기서 자본환원율이란 재무이론에서의 자기자본비용에 해당하는 개념인데 세법에서는 금융기관이 보증한 3년 만기 회사채의 유통수익률을 감안하여 국세청장이 고시하는 이자율을 사용하고 있다. 즉, 3년 만기 보증회사채의 유통수익률을 재무이론에서의 무위험이자율로 보고 이에 자기자본이 갖는 위험프리미엄을 가산하여 자본환원율을 산출하는 방식을 취하고 있는 것이다. 구체적으로는 앞서 밝힌 바와 같이 1991년 이전에는 10%, 1991년부터 1999년까지는 15%를 적용하였고 2000년 이후에는 다시 10%를 적용하고 있다. 이에 따라서 평가액(0)과 평가액(1)은 순손익가치를 산출하면서 15%의 자본환원율을 이용하였지만 평가액(2)는 10%의 자본환원율을 이용하였다. 결국 평가액(2)는 평가방법의 변경뿐만 아니라 자본환원율의 하락에 따른 순손익가치의 상승효과까지 반영된 것이다.

자본환원율의 하락에 따른 순손익가치의 상승효과를 배제하고 상속세법상 평가방법의 변경에 따른 효과만을 구분하기 위해서 2차 개정 상속세법의 평가액을 산출할 때에 순손익가치를 종전과 동일하게 자본환원율 15%를 적용해보았다. 이렇게 산출한 평가액(2')와 실제주가와와의 관계에서 앞서와 같이 쌍체비교를 수행하여 그 결과를 〈표 4〉에 제시하였다.

〈표 4〉 평가액(2')와 실제주가의 비교

	실제주가	평가액(2')
평      균	33544.70833	28550.40741
분      산	460870929.6	764108012.5
피 어 슨 상 관 계 수	0.677498548	
t   통   계   량	2.065655539	
P(T<=t)단측검정	0.021256064	
P(T<=t)양측검정	0.042512128	

〈표 4〉에 나타난 분석결과를 〈표 1〉과 〈표 2〉의 결과와 비교해보면 t통계량이 2.065655539로서 이전보다 더 작아졌음을 알 수 있다. 따라서 상속세법상의 평가액과 시가와의 평균차이 0에 대한 가설검정에서 귀무가설에 대한 기각력이 이전보다 작아졌다고 할 수 있다. 그러나 〈표 3〉의 t통계량 1.530092256과 비교해보면 〈표 3〉에서의 기각력이 더 작은 것을 확인할 수 있는데 이는 〈표 4〉의 결과가 〈표 1〉, 〈표 2〉와 〈표 3〉사이의 중간단계에 해당한다는 것이다. 결론적으로 상속세법상의 평가규정개정과 자본환원율의 하락이 모두 실제주가에 대한 근접성을 높여 상속세법의 조세공평성을 제고시켰다고 해석할 수 있다.

### 3. 주식장세를 고려한 해석

지금까지의 분석결과에서 상속세법상 주식평가규정에 따른 평가액의 특징을 보면 상속세법상 평가액이 평가규정의 개정에도 불구하고 실제주가에 비해서 계속 과소평가되고 있다는 것이다. 이러한 특징은 그 동안 상속세법상 주식평가규정이 조세불공평을 가져왔다는 근거가 된다. 이러한 결과는 이은상·이준규(1998) 및 김권중·박태승·이은상(1998)의 연구결과와도 일치한다. 그러나 이준규·황인태·심충진(2000)은 이와 상반된 연구결과를 보이고 있다. 즉, 이들의 연구결과에서는 상속세법상 평가액이 실제주가보다 높게 나왔다. 이들은 분석대상기간이 외환위기가 있었던 기간(1997년-1998년)이었기 때문에 보고 이 기간의 주가가 비정상적으로 낮았던 점을 고려해서 추가적으로 1995년과 1996년에 대해서도 동일한 분석을 수행하였다. 이들의 분석결과에 본 연구결과(1994년)를 포함시켜서 상속세

법상 평가액과 실제주가를 비교해보았다. 실제주가를 기준으로 상속세법상 평가액의 과소평가 또는 과대평가여부를 시기별로 제시하면 <표 5> 와 같다.

<표 5> 에서 보듯이 1994년부터 1996년까지는 상속세법상 평가액이 실제주가보다 낮았으며 1997년과 1998년에는 상속세법상 평가액이 실제주가보다 높게 나타났다. 종전의 선행연구에서는 이러한 차이를 연구대상시기의 차이에 기인한 것으로 결론지었다. 그러나 이를 기술적 분석론에서의 주식장세별 특징을 도입하면 좀더 체계적인 차이분석이 가능하다.

<표 5> 상속세법상 평가액과 실제주가 차이의 연도별 비교

연 도	상속세법상 평가액	실제주가	차 이
1994년	19,466원	33,545원	-14,079원
1995년	22,143원	27,820원	- 5,677원
1996년	21,827원	26,605원	- 4,778원
1997년	21,332원	10,361원	10,971원
1998년	22,988원	18,681원	4,307원

\* (-)차이는 과소평가, (+)차이는 과대평가를 의미함.  
 \*\* 5개년간의 모든 차이는 1% 유의수준에서 유의함.

주식장세는 경기변동의 선행지표로서 금융장세->실적장세->역금융장세->역실적장세의 순환과정을 따르는 것으로 알려져 있다. 그리고 여기서 금융장세와 실적장세가 주가상승기에 해당하고 역금융장세와 역실적장세가 주가하락기에 해당한다. 그런데 1994년 11월 9일에는 주가지수가 1,145.01로서 역대 최고수준에 달하는 실적장세의 정점에 달했던 시기이다. 그리고 1995년은 주가하락이 시작되는 역금융장세이고 1996년은 역실적장세의 진입초기였다. 이어서 1997년은 외환위기로 시작된 IMF관리체제시기였지만 이때는 주가가 최저점에 도달한다는 역실적장세이기도 했다. 끝으로 1998년은 역실적장세가 끝나고 다시 금융장세가 시작되면서 주가가 급등하던 시기였다. 이와 관련해서 종합주가지수를 제시하면 1995년말에는 882.94, 1996년말에는 651.22, 1997년말에는 376.31, 1998년말에는 562.46이었다. 이러한 주식장세의 순환을 고려하면 <표 5> 와 같은 상속세법상 평가액과 실제주가의 차이의 방향이나 깊이가 모두 설명될 수 있다. 따라서 상속세법의 주식평가규정이 좀더 탄력적으로 신속하게 개정될 필요성이 제기된다.

#### IV. 결 론

본 논문의 연구결과를 요약하면 다음과 같다. 연구전반부의 이론적 배경에서는 선행연구들을 검토하고 상속세법상 비상장주식평가규정을 재무이론적 관점에서 고찰하였다. 그리고 이들 규정이 개정된 내용을 개정단계별로 살펴보았다. 실증단계에서는 상속세법상 비상장주식평가규정을 적용한 각 단계별 평가액을 실제주가와 비교하였다. 그 결과 개정을 거듭하면서 더욱 더 실제주가에 근접하고 최종적으로는 실제주가와와의 차이가 통계적으로 의미가 없어지게 되었다. 이로서 상속세법상 비상장주식평가규정의 개정이 조세공평성을 제고하는데 기여했다고 결론지을 수 있었다.

그러나 다음과 같은 몇 가지 점에서 연구의 한계를 갖고 있다. 첫째, 자산재평가를 수행한 일정규모 이상의 표본기업을 찾다보니 시기적으로 경과된 자료에 의존하게 되었다. 선행연구들보다 상속세법상 평가규정을 더 충실하게 따르기 위한 것이나 자료의 시의성에 아쉬움이 있다. 둘째, 2004년부터 적용되는 개정내용을 아직 반영하지 못했다. 2004년 규정에는 부동산과다보유여부에 따라서 순자산가치와 순손익가치의 가중치를 달리하고 있는데 이를 위해서는 표본기업을 보유부동산가액 기준으로 한 추가적인 분류작업이 필요하므로 후속과제로 남기게 되었다. 셋째, 주식장세별로 실제주가의 근접성을 확인할 필요가 있겠다. 본 연구를 포함하여 선행연구들이 상속세법상 평가액이 실제주가에 비해 과소평가 또는 과대평가되는 등 서로 다른 결과를 보이고 있는 것을 단순히 연구대상시기의 차이로 지적하고 있다. 그러나 이 시기의 차이는 곧 기술적 분석론에서 말하는 주식장세의 차이에 해당하는 것이므로 주식장세를 고려한 보다 분석적인 연구가 필요하다고 본다.

## 참 고 문 헌

### <국내 문헌>

- 김권중, 1999, “기업공개시 공모가격 결정과 회계변수평가모형”, 회계학연구(제24권 2호): 51-85.
- \_\_\_\_\_, 2001, “초과이익평가모형의 실행과 유용성 분석”, 회계학연구(제23권 3호): 57-80.
- 김권중 · 박태승 · 이은상, 1998, “상속세법의 비상장주식 평가와 회계변수평가모형의 유용성”, 회계학연구(제23권 3호): 57-80.
- 남창희, 1996, “상속세법상 비상장주식 평가방법의 개선에 관한 연구”, 서울시립대학교 경영대학원 석사학위논문.
- 오웅락, 2003, “상속세법상 비상장주식 평가방법의 개선방안에 관한 연구”, 숭실대학교 대학원 박사학위논문.
- 이종천 · 오웅락, 2002, “이연법인세회계의 정보효과에 관한 실증적 연구”, 회계학연구(제27권 4호): 31-55.
- 이준규 · 황인태 · 심충진, 1999, “상속세 및 증여세법상 비상장주식평가에 관한 연구”, 한국세무학회 추계학술발표논문집:49-65.
- 이준규 · 황인태 · 심충진, 2000, “세법상 비상장주식에 대한 보충적 평가방법의 적정성”, 회계학연구(제25권 1호): 55-73.
- 이준규 · 황인태 · 심충진, 2000, “비상장주식의 평가에 있어서 회계변수평가모형의 도입 가능성”, 세무학연구(제16호): 209-227.
- 임웅기, 1991, “우리나라 최초공모주시장의 가격기능에 관한 연구”, 증권학회지(제13집): 103-137.
- 전규안 · 오웅락, 2003, “거래소기업과 코스닥기업의 특성과 조세부담”, 세무학연구(제20권 1호): 7-31.
- 한상국, 2001, “비상장주식의 평가방법 개선방안”, 한국조세연구원 조세포럼(8월호):6-20.

### <국외 문헌>

- Amir, E, M. Kirschenheiter, and K. Willard, 1997, “The Valuation of Deferred Taxes”, Contemporary Accounting Research(Winter): 597-622
- Barth, M and S. Kallapur, 1996, “The Effects of Cross-sectional Scale Differences on

- Regression Results in Empirical Accounting Research”, Contemporary Accounting Research (Fall): 527-567.
- Dechow, P., A. Hutton, and R. Sloan, 1999, “An Empirical Assessment of the Residual Income Valuation Model”, Journal of Accounting and Economics(January) : 1-34
- Freund, J. and R. Walpole, 1987, Mathematical Statistics. Prentice-Hall.
- Hollander, M. 1970. A Distribution-Free Test for Parallelism, Journal of the American Statistical Association(65): 387-394.
- Ohlson, J. A.,1995, “Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation”, Contemporary Accounting Research(Spring): 661-687.
- \_\_\_\_\_, 2001, “Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. :An Empirical Perspective”, Contemporary Accounting Research(Spring): 107-120.
- Pogue, G. A. and W. Conway, 1972, On the Stability of Mutual Fund Beta Values. Sloan School of Management(June): 632-633.
- White, H., 1980, “A Heteroscedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroscedasticity”, Econometrica: 817-838.

## The Effect of the Amendment of the Valuation Method for Unlisted Stocks in the Inheritance Tax Law

Eui-Kyung Lee

### Abstract

This paper examines the effect of the amendment of the valuation method for unlisted stocks in the inheritance tax law. There were many criticisms on the valuation method of the inheritance tax law because the method is not effective in the respect of the fairness in taxation. The method in the inheritance tax law was amended four times since the year 1991. This research focused on whether these amendments increased the impartiality in taxation or not. The finding of the empirical test indicates that as the valuation method were amended, the stock prices calculated by the valuation method were closer to the real stock price. On this ground, I could conclude that the amendments were effective in decreasing the partiality in taxation. In spite of the result, considering the cycle of stock market, I found that the problem of unlisted stock valuation in the inheritance tax law. The law lacks flexibility and elasticity.

<Key words> the valuation method for unlisted stocks, the fairness in taxation