

비상장주식 가치평가의 합리적 적용방안에 관한 연구

김흥수
조선대학교

A Study on the Rational Application of Valuation for Unlisted Stock

Heung-Su Kim
Chosun University

요 약 국내의 기업환경이 급격하게 변화하면서 기업의 인수합병, 주식의 양도·양수 등 자산의 거래가 다양하고 활발하게 이루어지고 있으며, 이러한 거래 시 자산의 가치를 합리적, 객관적으로 평가할 필요성이 크게 증대되고 있다. 비상장주식의 경우 가격이 객관적으로 결정되는 시장이 부재하므로 비상장기업의 주식이 실제 주식가격과의 괴리가 발생하며 따라서 이를 객관적으로 평가하는 데 어려움이 있다. 비상장주식의 평가기법은 과세 및 행정의 편의를 위한 일률적 평가방식에서 벗어나야 하며 평가대상기업에 따라 적절한 평가기법을 선택할 수 있도록 하는 평가기준의 확립이 필요한 상황이다. 따라서 본 연구에서는 법령상 제시된 평가기법외의 이론 또는 실무상 언급되고 있는 다양한 평가모형을 사례와 함께 제시하여 실제 주식가치에 근접할 수 있는 가치평가기법을 제안하였다.

주제어 : 비상장주식, 가치평가, 수익접근법

Abstract Unlisted stocks, each country applies a systematic evaluation of the proposed regulations and how the objectivity and reliability of the valuation is trying to improve. In the case of Korea, the law relating to the assessment of unlisted stocks of a representative and 'Inheritance and Gift Tax Law' and the majority of the information in accordance with this law is. IFRS to the valuation of securities at fair value, such as unlisted stocks, but with the exception that non-marketable securities, the acquisition cost can be replaced by a well-known professional organizations calculation of the amount of stocks that the rules are followed. Therefore, in this study, together with the other examples given statutory valuation theory or technique has been referred to various valuation models in practice.

It is significant to provide data that can be used to present a variety of methods for the valuation of unlisted shares and enable rationalization study. But the limitations of this study, the implication is obtained through a single enterprise, the research will continue to be applied to the case study and plan the future by the various sectors of the corporate scale.

Key Words : Unlisted stocks, Valuation, Income Approach

* 본 논문은 2014년도 조선대학교 학술연구비의 지원을 받아 연구되었음

Received 9 July 2014, Revised 19 August 2014

Accepted 20 October 2014

Corresponding Author: Heung-Su Kim(Chosun University)

Email: sookh@chosun.ac.kr

© The Society of Digital Policy & Management. All rights reserved. This is an open-access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution Non-Commercial License (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/3.0>), which permits unrestricted non-commercial use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

ISSN: 1738-1916

1. 서론

국내외 기업환경이 급격하게 변화하면서 기업의 인수·합병, 주식의 양도·양수 등 자산의 거래가 다양하고 활발하게 이루어지고 있으며, 이러한 거래시 자산의 가치를 합리적, 객관적으로 평가할 필요성이 증대되고 있다[8].

이 중 비상장주식의 경우 가격이 객관적으로 결정되는 시장이 부재하므로 비상장기업의 주식가치와 실제 주식가격과의 괴리가 발생하며 따라서 이를 객관적으로 평가하는 데 어려움이 있다. 이에 각 국가들은 제도적으로 비상장주식의 평가규정과 방법을 제시하여 가치평가의 객관성과 신뢰성을 제고하고자 노력하고 있다[1].

우리나라의 경우, 비상장주식의 평가와 관련된 법으로는 「상속세 및 증여세법」이 대표적이며 타법에서는 대부분 이 내용을 준용하고 있다. 「상속세 및 증여세법」상 비상장주식평가에 관한 항목은 지속적인 개정이 이루어지고 있으나, 개정의 주요 내용은 보충적 평가방법상 자산가치와 손익가치의 가중치변경에 주안점을 두고 있으며 이를 모든 비상장기업에 획일적으로 적용하는 문제점이 있다[4].

감정평가에서의 비상장주식의 평가는 「감정평가에 관한 규칙」 제 24조 유가증권 등의 감정평가에 관한 규정에서 해당 회사의 자산·부채 및 자본 항목을 평가하여 수정재무상태표를 작성한 후 기업체의 유·무형의 자산가치에서 부채의 가치를 빼고 산정한 자기자본의 가치를 발행주식 수로 나누도록 규정하고 있다[11]. 그러나 이 경우, 주식평가가격은 실제 주식가치와 차이가 발생할 가능성이 높으며 또한 다양한 산업에 속하는 기업의 특성상 평가대상기업에 적합한 감정평가기법의 적용이 어렵다는 문제가 있다[9].

위와 같은 문제점을 해소하기 위해 비상장주식의 감정평가기법은 과세 및 행정의 편의를 위한 일률적 평가방식에서 벗어나야 하며 평가대상기업에 따라 적절한 감정평가기법을 선택할 수 있도록 하는 평가기준의 확립이 필요한 상황이다. 이에 법령상 제시된 평가기법외의 이론 또는 실무상 언급되고 있는 다양한 평가모형을 사례와 함께 제시하여 실제 주식가치에 근접할 수 있는 감정평가기법을 제안하는 데 본 연구의 목적이 있다.

2. 국내 비상장주식 평가관련 규정

2.1 「상속세 및 증여세법」 상 평가

우리나라에서 세법상 비상장주식의 평가는 「상속세 및 증여세법」의 내용을 대부분 준용하고 있으며 “상속세 또는 증여세가 부과되는 재산의 평가는 상속개시일 또는 증여일(이하 평가기준일) 현재 시가에 의한다.(상속세 및 증여세법 제60조 제1항)”고 규정하여 원칙상 시가주의를 택하고 있다. 또한 동법 제2항에서는 “시가란 불특정다수인 사이에 자유로이 거래가 이루어지는 경우에 통상 성립된다고 인정되는 가액으로 하고 수용·공매가격 및 감정가격 등 대통령령이 정하는 바에 의하여 시가로 인정되는 것을 포함한다.”고 정하고 있다.

비상장주식의 보충적 평가방법은 1주당 순손익가치와 순자산가치를 3과 2의 비율로 가중평균한 가액에 의하며 부동산이 자산의 50%이상을 차지할 경우(「소득세법 시행령」 제158조제1항제1호가목에 해당하는 법인) 1주당 순손익가치와 순자산가치의 비율을 각각 2와 3의 비율로 계산한다.

2.2 「소득세법」 상 평가

「소득세법」에서는 비상장주식의 양도에 대한 양도 가액 또는 취득가액의 산정은 실지거래가액에 의하여 계산하는 것을 원칙으로 한다. 그러나 실지거래가액을 알 수 없는 경우에는 매매사례가액, 환산가액, 기준시가의 순으로 적용하고 있다. 여기에서 비상장주식의 기준시가에 관한 내용은 다음과 같다(「소득세법 시행령」 제165조제4항). 원칙상 1주당 가액의 평가는 「상속세 및 증여세법」상의 보충적 평가방법과 유사하다. 즉, 순손익가치와 순자산가치를 각각 3과 2의 비율로 가중평균한 가액으로 한다. 다만, 부동산과다보유법인(「소득세법 시행령」 제158조 제1항제1호가목에 해당하는 법인을 말한다.)의 경우에는 순손익가치와 순자산가치의 비율을 각각 2와 3으로 한다.

2.3 「법인세법」 상 평가

「법인세법」상 시가에 관한 규정은 「법인세법」 제 52조에 의한 부당행위계산의 부인에서 규정하고 있다. 여기에서 시가란 “건전한 사회통념 및 상관행과 특수관계자가 아닌 자간의 정상적인 거래에서 적용되거나 적용

될 것으로 판단되는 가격”으로 요율·이자율·임대료 및 교환비율 기타 이에 준하는 것을 포함한다. 일반적으로 시가가 불분명한 경우에는 감정평가법인이 감정한 가액이 있으면 그 가액을 우선적으로 적용(비상장주식 제외) 하되 주식 등의 평가는 「상속세법」의 규정을 준용하도록 하고 있다.

비상장주식을 매입에 의하여 취득한 경우에는 매입가격과 비상장주식을 취득하기 위해 발생한 부대비용을 가산한 가액으로 하고 현물출자, 합병 또는 분할에 의해 주주 등이 취득한 주식 등은 취득당시의 시가에 의하여 과세표준을 결정한다.

2.4 「증권거래법」 및 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 상 평가

「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에서의 비상장회사의 합병가액 평가기준은 2008년 3월 26일 개정된 「유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 시행세칙」을 준용한다. 시행세칙의 5조에 따르면, 유가증권 분석기준에 의하면 보통주식의 본질가치는 자산가치와 수익가치를 각각 1과 1.5로 하여 가중산술평균한 가액으로 한다고 규정하고 있다. 자산가치는 순자산울 분석기준일 현재의 총발행주식수로 나눈 값이며 수익가치는 향후 2개년 사업연도의 추정 재무제표를 기준으로 계산한 주당 추정이익을 자본원율로 나눈 값으로 한다. 이 값을 제1사업연도에 6/10의, 제2사업연도에 4/10의 가중치를 부여하여 가중산술평균하여 수익가치액으로 결정하며 자본원율은 「상속세 및 증여세법」의 비상장주식평가기준과 달리 분석기준일 현재 주요은행의 1년 만기 정기예금 최저이율의 평균치의 1.5배를 적용하도록 정하고 있다.

2.5 「간접투자자산 운용업법」 상 평가

제82조에서 간접투자자산에 속하는 자산의 종류별 평가는 다음 각 호의 기준에 의하며 2호 비상장주식의 평가는 “취득원가 또는 채권평가회사, 「공인회계사법」에 의한 회계법인, 「신용정보의 이용 및 보호에 관한 법률」 제4조에 따라 신용평가업무에 대한 허가를 받은 자가 제공하는 가격정보를 기초로 한 가격으로 한다.”고 규정하고 있다. 「신용정보의 이용 및 보호에 관한 법률」 제4조에 해당하는 자는 신용보증기금, 기술보증기금, 신용보증재단, 대통령령이 정하는 금융기관 등이 100분의 50 이상

을 출자한 법인, 한국수출보험공사이며 신용조회, 신용조사, 채권추심, 신용평가업무의 종류별로 금융위원회의 허가를 받아야 한다.

2.6 「국유재산법」 상 평가

국가가 물납으로 주식을 취득하는 경우는 상속세나 증여세가 대부분이며 물납자가 납세지 관할 세무서에 주식을 물납하면 관할세무서는 주주명부에 국유재산 관리총괄청인 국으로 명의개서를 완료한 후에 기획재정부로 이관통지를 하고, 주권실물과 관련서류 일체는 국유재산 중 물납재산에 대한 관리·처분업무를 위탁받은 한국자산관리공사로 인계한다.

「국유재산법」에서 매각비상장주식은 기획재정부령이 정하는 산정방식에 의하여 산정한 자산가치·수익가치 및 상대가치를 고려하여 산정한 금액을 매각예정가격으로 한다. 다만, 기획재정부령이 정하는 경우에는 수익가치 또는 상대가치대신, 국제물납으로 취득된 비상장주식의 경우 물납재산의 수납가액 또는 한국증권선물거래소의 유가증권시장이나 한국증권협회에서 설치한 협회중개시장외의 시장에서 형성되는 실물가격을 고려할 수 있다.

이렇게 「국유재산법」에서는 매각비상장주식은 「상속세 및 증여세법」과는 달리 구체적인 가격결정 산식을 정하지 않고 있고 자산가치·수익가치 및 상대가치를 고려하여 산정한다고 규정하였으며 국유재산의 현물출자에 관한 법률에서는 자산가치를 기준으로 산정하도록 하고 있다.

2.7 회계기준상 평가

우리나라의 비상장주식 평가에 관한 회계기준은 유가증권에 관한 회계기준과 기업인수·합병회계처리준칙에서 찾아볼 수 있으며 비상장주식을 공정가액이나 취득원가로 평가하는 방법으로 두 가지가 있다. 비상장주식에 대한 공정가액평가는 가격이 객관적으로 결정되는 시장이 부재하므로 목적적합성은 향상되지만 그 신뢰성은 훼손되며, 취득원가로 평가하는 것은 목적적합성은 떨어지지만 그 신뢰성은 확보되므로 서로 상충관계가 존재하게 된다.

유가증권에 관한 기업회계기준서 8호가 제정되기 전과 후를 비교하면 제정 전에는 신뢰성을 우선시하여 비상장주식은 취득원가를 대차대조표 가액으로 하도록 하

였다. 기준서 제정 후에는 기준서 8호에서는 비상장주식의 평가시 특별한 경우를 제외하고는 공정가액으로 평가하여 이를 대차대조표가액으로 계상하게 하였다.

3. 국외 비상장주식 평가관련 규정

3.1 미국

미국의 비상장법인(closely-held corporations)의 주식에 대한 과세평가는 내국세입법 제2031조, 제2032조 및 제2512조와 연방상속세 및 증여세 규정에 근거한다. 그러나 미국의 비상장법인의 주식에 대한 과세평가와 관련하여 상세한 원칙은 미국국세청이 발하는 IRSR(Internal Revenue Service Ruling)의 59-60호에서 볼 수 있다[4]. 평가방법으로는 순자산가치법, 순순익가치법, 배당력가치평가법, 비준(유사기업)평가법 등으로 제시하고 있다[7].

3.2 일본

거래시가가 없는 주식의 가액은 평가하고자 하는 그 주식의 발행회사의 규모에 따라 각기 정하는 바에 의해 평가한다. 총자산가액은 과세시기 직전에 종료한 사업연도의 말일(직전기말)에서 평가기업의 각 자산의 장부가액의 합계액을 말하며 고정자산 상각액 계산을 간접법에 의하여 행하고 있을 때에는 그 금액을 공제한 금액으로 한다[7].

대기업의 비상장주식평가액은 유사기업평가법에 의거하며 중기업의 비상장주식평가액은 유사기업평가액에 총자산가액 및 종업원 수 또는 직전기말 이전 1년간의 거래금액에 따라 정해지는 비율 중 큰 비율(L)을 곱하고 여기에 1주당 순자산가액에 전체에서 위의 비율을 제한 비율(1-L)을 곱한 값을 더하여 산정한다.¹⁾ 다만 위의 대·중기업 모두 납세의무자의 선택에 따라 1주당 순자산가액에 의해 평가하는 것도 가능하다. 소기업의 비상장주식평가액은 1주당 순자산가액에 의해 평가하며 납세의무자의 선택에 따라 중기업 평가 산정 계산식의 비율(L)을 0.50으로 하여 평가할 수 있다.

1) 유사기업평가액×L+1주당 순자산가액×(1-L)
L: 평가기업의 총자산가액 및 종업원 수 또는 직전기말 이전 1년간 거래금액에 따라 정해진 비율 중 큰 비율

순자산가치법은 평가기업의 과세시기에 있어서 총자산가액에 부채금액과 청산소득에 대한 법인세 등의 상당액을 감한 금액을 발행된 주식총수로 나누어 1주당 순자산가액을 구한다.

3.3 독일

독일에서는 과세와 관련한 자산의 평가에 대한 규정이 세법체계내에서 평가법(Bewertungsgesetz)으로 독립적으로 입법화되어 있다[5]. 이 법의 제11조가 증권과 지분에 대한 평가규정에 대한 조항으로 평가의 일반원칙을 서술하고 있다. 슈투트가르트방식은 공정가격이 거래에서 형성된 가격으로 도출되기 어려운 경우 자산과 수익 전망을 기초로 추정하는데, 상장주식의 경우 주식시장의 거래가격으로 평가되는 데 비해 비상장주식은 슈투트가르트방식에 의해 일반적인 거래가치수준의 평균 65% 정도를 평가받고 있다.

슈투트가르트 방식은 그 기본개념이 초과수익력의 측정방식에 있는 데 자산가치뿐만 아니라 특정 수준의 자본환원율의 가정 하에 할인되지 않은 5년간의 수익을 고려하는 것이다. 사례검증에 의하면 이러한 방식으로 추정된 값은 평균적으로 거래가격에 상당히 하회하는 것으로 나타나고 있다. 슈투트가르트 방식에서는 유사기업평가법이 도입되지 않았으며 기업의 공정가액(X)은 자산가치(V)와 향후 5년간 해당지분의 자본수익률(E)이 기준수익률(X/100)을 넘어서는 초과수익의 합으로 산정하며 소수점 이하는 절사하여 확정한다.²⁾

3.4 국제회계기준(IFRS)

비상장주식의 경우 자산·부채에 대한 공정가치 측정 부분상 비상장기업의 현금결제형 주식기준보상은 내재가치로 측정이 불가하며 공정가치로 평가하도록 하고 있다. 이 때 국제회계기준(IFRS)상 공정가치는 모든 부채 및 자산 측정의 기본이 되며 현행원가(Current Cost), 순실현가능가치(Net Realizable Value), 사용가치(Value in Use), 대체원가(Replacement Cost), 회수가능금액(Recoverable Amount), 순공정가치(Fair Value less Costs to Sell) 등의 용어로 다양하게 표현하고 있다[10].

2008년 2월 금융감독원에서 발간한 「공정가치 평가

2) $X = V + 5 \times (E - 9X / 100) = (68.97 / 100)(V + 5E)$

지침 및 공정가치 평가기관의 품질제고방안」에서는 향후 국제회계기준 도입시 시장거래가 활발하지 않는 금융상품이나 유·무형자산 등에 대해서 신뢰성있는 공정가치 측정을 위해 외부평가기관이 수행하도록 정하고 있다. 특히 감정평가기관이 부동산이나 기계장치 등에 대한 가치를 상당부분 담당하고 있어 전문성과 독립성을 갖춘 감정평가기관의 중요성이 대두된다고 서술하였다.

4. 비상장주식 가치평가 문제점

4.1 평가기준에 관한 문제

현행 세법상 비상장주식의 평가는 「상속세 및 증여세에 관한 법률」과 동법 시행령의 내용을 기초로 이를 준용하거나 근거로 삼고 있으므로 먼저 이 법의 문제점을 살펴볼 필요가 있다. 「상속세 및 증여세에 관한 법률」과 동법 시행령에 의하면 비상장주식의 평가에 관한 문제는 평가시점과 평가방법에 관한 문제로 나눌 수 있다. 특히 평가방법에 관한 문제는 바로 상속개시 전후의 거래가액을 시가로 산정하고 있다는 점이다.

이 때의 시가는 자유롭고 정상적인 거래에 의하여 형성된 것으로 그 기준시점에서 재산의 구체적인 현황에 따라 평가된 객관적 교환가치를 적정하게 반영한 것이라고 할 수 있다. 시가와 관련된 문제점으로 일반적으로 상속 및 증여에 의하여 재산을 취득하는 경우 그 거래가격이 존재할 수 없으며 상장된 유가증권등과 같이 공개된 시장에서 거래가격이 형성되는 경우가 아닌 비상장 주식인 경우에는 객관적 교환가치를 산정하여 이를 시가에 반영한다는 것은 사실상 어렵다. 이에 동법에서는 “시가 산정이 어려운 경우에는 당해 재산의 종류, 규모, 거래상황 등을 감안하여 보충적 평가방법으로 평가할 수 있다”고 규정하고 있다.

그러나 선행연구에 의하면 보충적 평가방법으로 평가한 평가액인 실제의 주가가 차이가 있다고 밝히고 있으며 각각 특정한 평가시점에 따라 실제 주가보다 과대 혹은 과소평가되고 있음을 알 수 있다. 이는 보충적 평가방법 뿐 아니라 수익가치 및 자산가치를 이용한 평가방법 모두 실제 주가와 가격차이가 있었다.

이러한 원인으로는 평가시점의 주가, 환율, 금리, 경제수준 등 다양한 대내외의 환경을 감안하여 평가기준을

달리 적용할 수 없기 때문이다.

또한 기업의 자산가치는 평가시점에 따라 차이가 크지 않으나 수익가치는 평가시점에 따라 결손액이 발생하는 기간을 넣을 수도 넣지 않을 수도 있기 때문에 평가액의 변동범위가 커지게 된다. 이는 수익가치의 산정자료가 되는 기업의 순이익액과 순손실액이 대손상각비, 유형자산 처분손익, 채무면제이익 등 일시적인 우발요인이 포함되어있기 때문이다[7].

마지막으로 현행법상 보충적평가방법에 의하면 부동산과다법인의 경우 수익가치대 자산가치 가중치를 2:3으로 부여하여 비상장주식을 평가하도록 되어 있다. 이는 평가가격에 자산가치 비중을 높히려는 취지로 보이나 부동산의 경우 장부가격이나 기준시가 등이 시가보다 저평가되는 것이 일반적이므로 자산가치의 가중치를 높게 부여하면 시가보다 저평가되는 문제점이 발생할 수 있다.

4.2 실행지침에 관한 문제

「상속세 및 증여세법」에서는 평가기준이 되는 사업연도 종료일 현재의 발행주식총수를 사용하도록 규정하고 있다. 단, 보충적 평가방법에 따라 비상장주식을 평가함에 있어 1주당 최근 3년간의 순손익액의 가중평균액의 계산시, 평가기준일이 속하는 사업연도전 3년 이내에 무상증자 또는 무상감자를 한 사실이 있는 경우에는 무상증자 또는 무상감자전의 각 사업연도 종료일 현재의 발행주식총수는 환산주식 수에 의하여 계산하도록 규정하고 있다. 이 때 “평가기준일이 속하는 사업연도전 3년 이내에 무상증자 또는 무상감자를 한 사실이 있는 경우”라 함은 평가기준일이 속하는 사업연도중에 무상증자 또는 무상감자를 하여 평가기준일 현재 주식수가 증가하거나 감소한 경우도 포함하는 것으로 해석하고 있다. 그러나 주식배당의 경우에는 환산주식수로 해야 하는 지 아니면 환산전의 주식 수로 해야 하는지의 여부의 규정이 없어 과세관청의 유권해석에 따라 주식 수를 정하고 있으며 이를 지침 등으로 명문규정화할 필요가 있다.

수익가치 산정에 있어 자본환원에 따라 비상장주식의 가치의 차이가 발생할 수 있다. 현재 동법에서는 국제청장이 고시한 자본환원율 10%를 사용하고 있는 데 현재의 금융 및 거래환경과는 많은 차이를 보이고 있다.

미국의 경우 우선 유형고정자산을 추정된 뒤 이를 해당 기간의 평균수익에서 제하여 그 나머지를 해당기간의

무형자산으로부터의 주식으로 보되, 평균유형고정자산의 자본환원율은 8~10%로 무형자산의 자본환원율은 15~20%로 적용하는 것이 적당한 것으로 보고 있다.

독일의 경우 자본시장에서의 평균이자율(자본환원율)과 향후 5년간 발생하게 되는 자본수익률을 대조하여 그 차이를 조정하여 자산가치를 산정한다. 즉 2005년 자본회사의 평균이자율이 9%로 확정되었다면 동 자산을 통한 자본수익률이 9% 이하인 경우 기업이나 지분의 평가액은 자산가치를 밑돌게 되고 9%이상인 경우 상회하게 된다[6].

최근 금리동향을 살펴 보면 2014년 7월 현재 3년 만기 회사채 금리는 2.94%이며 시중은행 1년 만기 정기예금 가중평균금리는 2014년 7월 현재 2.55%이다. 이렇게 금리수준은 경제여건에 따라 변화하므로 특정시점의 것을 선택하기 보다는 시중금리에 일정한 리스크프리미엄을 더하여 연동하는 것이 확정이율보다 적정 가격을 산출할 수 있을 것이다.

5. 비상장주식 가치평가기법의 사례분석과 적용방안

5.1 상속세 및 증여세법상 평가

다음은 사례기업(이하 M기업)을 선정하여 분석한 것이다. 발행주식수는 150,000주이며 주주는 현 대표이사와 합작한 독일의 N기업이 50%씩 소유하고 있다. 배당실적은 없고 모두 보통주이고 유·무상 증가 및 감자가 없다고 가정하여 다음과 같이 산출하였다.

<Table 1>은 M기업의 순손익가치를 산정하기 위해 손익계산서를 과거 회계연도 3년간 요약하여 작성한 것이다. M기업을 「상속세 및 증여세법」 기준으로 평가하면 부동산과다보유법인이 아니므로 1주당 순손익가치의 3/5배를 한 금액과 순자산가치의 2/5배를 한 금액을 합한 가액을 적용하면 된다.

각 사업연도 소득금액은 다음과 같이 두 가지 방법으로 계산할 수 있다[6]. 우선 직접법으로 익금총액에서 손금총액을 차감하면 각 사업연도 소득금액이 결정된다. 간접법은 당기순이익에 가산조정(익금산입과 손금불산입)금액을 더하고 차감조정(손금산입과 익금불산입)금액을 감하여 각 사업연도 소득금액을 결정하는 방법이다.

<Table 1> Summary Income Statement of M
(unit: won)

Division	31 period	30 period	29 period
sales amount	16,226,881,125	12,100,432,197	10,687,200,153
cost of sales	12,326,181,282	8,584,649,314	7,866,729,416
gross margin	3,900,699,843	3,515,782,883	2,820,470,737
selling and administrative expenses	2,128,060,398	1,895,628,628	1,677,569,629
operating profit	1,772,639,445	1,620,154,255	1,142,901,108
non-operating revenue	236,584,009	270,925,674	201,429,265
non-operating expenses	216,451,685	425,539,656	448,267,684
ordinary profit	1,792,771,769	1,465,540,273	896,062,689
corporate tax	353,362,869	355,845,231	197,536,458
net income	1,439,408,900	1,109,695,042	698,526,231

이 때, 익금산입이란 회계상의 수익보다 세법상의 익금이 큰 항목에 대하여 회계상 이익에 가산하라는 의미이며 손금불산입이란 회계상 비용보다 세법상의 손금이 적은 항목에 대하여 회계상 이익에 가산하라는 의미이다. 손금산입이란 회계상 비용보다 세법상의 손금이 큰 항목에 대하여 회계상 이익에서 차감하라는 의미이고 익금불산입이란 회계상 수익보다 세법상 익금이 작을 때 회계상 이익에서 차감하라는 의미이다.

M기업의 익금산입, 손금불산입항목으로는 퇴직급여충당금, 미수수익, 기술개발준비금, 중소기업투자준비금, 채고자산평가손실, 하자보수충당금, 외주비, 미지급비용, 무형자산감액손실, 투자유가증권감액손실 등이었다. 손금산입, 익금불산입항목으로는 퇴직보험, 미수수익, 감가상각비, 대손상각비, 퇴직급여충당금, 미지급비용 등이었다. 각 사업연도 소득금액이 결정되면 가산금액과 차감금액을 산출하여 각 사업연도 순손익액을 구한다. 가산항목으로는 국세·지방세 과오납금액, 기관투자자가 상장·협회등록법인으로부터 받은 배당소득의 90%, 비업무용토지에 대한 취득세 환급액 등이다. 차감항목으로는 당해 사업연도의 법인세액, 관련 농어촌특별세액, 손금불산입되는 가산세와 공과금 및 벌금 등, 과대경비 등의 손금불산입액과 업무무관비용, 기부금, 접대비, 광고선전비, 지급이자 손금불산입액 등이다.

이렇게 순손익액을 계산한 뒤 발행주식수로 나누어

주당 순손익액을 각 사업연도별로 산출하고 이를 가중평균한 금액을 계산한다. 그리고 이를 국제청장이 고시한 이율(0.01)로 할인하여 순손익가치를 결정하게 된다. 위와 같이 계산한 결과, M기업의 1주당 순손익가치는 62,011원으로 나타났다.

(Table 2) The value of the inheritance and gift tax law, corporate net income M
(unit: won)

Division	31 period	30 period	29 period
Net Income	1,439,408,900	1,109,695,043	698,526,231
inclusion in gross revenue, inclusion in gross revenue	242,002,235	663,263,016	761,527,744
deduction, exclusion from gross revenue	314,327,098	383,388,222	63,960,473
income each business year	1,367,084,037	1,389,569,837	1,396,093,502
Amount of added	-	-	227,160
Amount deducted	526,896,968	533,814,333	334,925,595
Amount of net income for each fiscal year	840,187,069	855,755,504	1,061,395,067
Stocks issued	150,000	150,000	150,000
Amount of net income per stock	5,601	5,705	7,076
Weighted average amount			6,201
Capitalization rate			0.10
Net income per stock value			62,011

장부상 M기업의 자산가치를 수정하여 순자산가치를 계산하면 대차대조표상 자산의 가산항목으로는 평가차액, 법인세법상 유보금액, 유사증자금액 등이며 차감항목으로는 선급비용, 무형고정자산, 증자일전 잉여금 유보액이다.

31기 당기 M기업의 유형자산과 투자용 부동산에 대

한 토지의 공시지가는 총 951,186,470원으로 장부가액인 834,108,942원보다 117,077,528원의 차액과매도가능증권의 공정가액 평가액과 취득원가의 차액인 (-)1,190,650원을 자산에 가산하였다. 감산항목으로 무형자산인 소프트웨어와 선급비를 합한 96,480,937원만큼을 자산에 차감하여 조정 후 자산금액은 13,811,642,030원으로 장부가액보다 19,405,941원만큼 증가하였다

부채가산액은 퇴직급여추계액, 법인세등 비용, 상여금등을 합하여 1,652,749,654원을, 부채차감액은 퇴직급여충당액, 이익준비금, 하자충당금, 대손충당금을 합한 1,361,408,715원을 산입하였다. 그 결과 조정 후 부채가액은 7,102,327,013원으로 291,340,939원만큼 증가하였고 이를 발행주식수로 나눈 장부상 순자산가치는 46,542원, 수정된 순자산가치는 44,729원이었다.

「상속세 및 증여세법」 상 보충적 평가법에 의해 평가액을 계산하면 대차대조표 수정 전 55,823원, 수정 후 55,098원으로 나타났으며 최대주주 등의 주식에 의한 할증에 의거하여 63,363원이 M기업의 보충적 평가법에 의한 1주당 가액이 된다.

5.2 유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 시행세칙상 평가

유가증권 분석기준에 의하면 보통주식의 본질가치는 자산가치와 수익가치를 각각 1과 1.5로 하여 가중산술평균한 가액으로 한다고 규정하고 있다.

자산가치액은 순자산을 분석기준일 현재의 총발행주식 수로 나눈 값이며 수익가치는 향후 2개년 사업연도의 추정 재무제표를 기준으로 계산한 주당 추정이익을 자본환원율로 나눈 값으로 한다. 이 값을 다시 평가일이 속하는 사업연도에 6/10의, 그 직후사업연도에 4/10의 가중치를 부여하여 가중산술평균하여 수익가치액으로 결정한다.

이 때 자본환원율은 분석기준일 현재 해당 기업의 차입금 가중평균 이자율의 1.5배나 상속세 및 증여세법상 할인을 중에서 높은 비율을 적용한다.

자산가치는 분석기준일 현재의 평가대상기업의 주당 순자산가액으로 순자산을 발행주식의 총수로 나눈 값이다. 순자산은 유가증권신고서를 제출하는 날이 속하는 사업연도의 직전사업연도말의 대차대조표상의 자본총계에서 다음의 금액을 가감하여 산정한다. 가산항목에는

자기주식, 결산기 이후 유상증자금액, 결산기이후 자본잉여금 증가액이 있고 차감항목에는 실질가치가 없는 무형자산, 회수불능채권, 전환권대가 및 신주인수권대가, 결산기 이후 특별손실, 결산기 이후 전기오류수정손실이 포함된다.

M기업의 수익가치를 세척기준으로 산정하는 과정은 M기업의 성장률은 0.093으로, 기업성장률은 한국은행 경제통계시스템 홈페이지(<http://ecos.bok.or.kr>)의 산업별 매출액증가율을 기반으로 매년 일정비율로 증가한다고 가정하여 32기, 33기 사업연도를 추정하고, 유상증자추정 이익과 우선주 배당조정액은 가정에 의해 0원으로 산정하였고 2014년 7월, 1년 만기 정기예금 최저이율의 평균치에 1.5배를 할인율로 하여 수익가치를 산정하였다. 이를 반영한 M기업의 세척기준 평가액은 자산가치 46,241원, 수익가치 93,824원을 가중평균하여 74,791원으로 나타났다.

〈Table 3〉 M valuations of companies based Bylaws

(unit: won)

Division	Asset Value	Earnings value	The weighted average value
Securities based on the by laws Value per stock	46,241	93,824	74,791

5.3 감정평가규칙상 평가

「감정평가규칙」 제31조에서 비상장주식의 평가는 당해 회사의 순자산가치를 발행주식수로 나눈 가격으로 할 것을 규정하고 있다.

순자산가치에 의한 평가액은 위의 수정 대차대조표로 평가한 44,729원이 되며 수익접근법은 미래현금흐름할인을 이용한 잉여현금흐름수지분석법(FCFF법)으로 산정하기로 한다.

잉여현금흐름수지분석법(FCFF법)에서는 매년 유입되는 현금흐름액(CFt)에서 매년 투하자본의 증가액을 공제한 잉여현금흐름액(FCFt)이 기업가치에 영향을 준다고 본다. 기업가치는 따라서 사업기간 동안 잉여현금유입액의 현재가치의 합계액인 영업가치(Value of Operations)와 사업기간 말에 남아있는 부가가치의 창출

액인 잔존가치(Terminal Value)의 합으로 산출한다. 이때 잔존가치는 보통 향후 3년내지는 5년의 사업추정기간 동안 잉여현금흐름액의 평균액만큼 계속 실현될 것으로 가정하는 것이 일반적이다[1].

잉여현금흐름할인모형(FCFF모형)할인율은 평가대상 기업의 자본환원율로 가중평균자본비용(WACC)을 활용하고 가중평균자본비용(WACC)는 자기자본비용과 타인자본비용을 가중평균하며 M기업의 자기자본비용을 다음의 산식과 가정에 의해 계산한다.

무위험이자율(Rf)은 보통 3년 만기 국고채수익률을 이용하며, 시장이자율(Rm)은 산업중분류상 일반제조업 조립금속업으로 해당기업과 같은 산업중분류군에 속하는 코스타상장기업 E기업에 대해 증권분석사가 산출한 0.065를 이용한다. 이 이자율에 M기업의 비상장리스크(0.02)를 가중하여 0.085로 정하였다. 산업별 β계수는 증권분석사(analyst)의 분석리포트에서 일반제조업 조립금속업의 β계수인 1.2398를 차용하여 계산하였다. 타인자본비용은 평가기업이 소유한 장기차입금의 가중평균금리를 이용하는 데 여기서는 차입금의 가중평균금리는 0.068로 나타났다.

잉여현금흐름(FCFF)기준 1주당 평가액 산정은 다음과 같다. 이 방식은 전체 기업의 가치에서 타인자본가치를 차감한 금액을 주주지분의 가치로 하여 산정한다.

여기서는 M기업의 잉여현금흐름 산출시 향후 5개년간 성장률은 세척상 수익가치를 산정하였을 때의 산업별 매출액 증가율인 0.093을 이용하며 매년 정률 성장하는 것을 가정한다. 사례기업의 잔존가치는 5개년간 예측한 평균액을 자본환원율만큼 할인한 가치로 항상성장모형을 이용하여 산정하고, 잔존가치와 각 연도의 현금흐름을 해당 기간만큼 할인하여 산출한 환원액과 잔존가치 할인액을 모두 합하면 그 기업의 총 자산가치가 된다. 계산한 총자산가치는 다시 모형기업의 부채비율과 자본비용을 곱하여 부채금액과 자본금액을 산출하고 발행주식수로 나누어 1주당 가치를 구한다. 이렇게 자기자본비용을 구하고 미래현금흐름을 예상하여 현재가치로 할인한 잉여현금흐름기준으로 평가할 경우, 사례기업 M의 1주당 평가액은 27,290원으로 계산되었다.

<Table 4> Unlisted stocks according to the amount of valuation techniques
(unit: won)

Division		Net Asset Value	Value of net income	Valuation
Inheritance and Gift Tax Law	Previous	46,542	62,011	55,823
	Revised	44,729	62,011	55,098
	Premium	-	-	63,363
Securities based on the by laws	Book value per	46,241	93,824	74,971
	Based Relative Value	-	-	-
Rules on Appraisal	Net Asset Value	44,729	-	44,729
	FCFF	-	-	27,290

5.4 평가기법의 적용방안

5.4.1 유사기업평가법의 적용

「상속세 및 증여세법」 상에서는 2005년 1월 1일 보충적 평가방법으로 비상장주식을 평가하는 것이 불합리하다고 인정되는 경우 평가전문가로 구성된 평가심의위원회에서 비상장주식을 평가하는 방안이 도입되었다. 이렇게 선정된 유사상장법인별 주가 비교평가액의 단순평균값으로 평가한 가액은 평가대상비상장주식의 1주당 가액이 되며, 그 가액이 당해 비상장주식의 1주당 순자산가치의 100분의 70보다 적은 경우에는 당해 비상장주식의 1주당 순자산가치의 100분의 70으로 한다.

순자산가치평가시 토지가격은 공시지가를 이용하고 순손익가치평가시 자본환원율은 10%를 이용하였을 때 상장법인의 실제주가와 순손익가치평가액, 순자산가치평가액, 보충적평가액의 차이를 비교한 결과 2000년에서 2004년까지 실제주가평균값보다 모든 평가법에 의한 평균값이 과대평가되고 있음을 알 수 있었다[3].

유사상장법인 비교평가방법을 비상장주식 평가에 이용할 경우 비상장주식의 보충적 평가방법에 비해 과대평가문제가 완화될 수 있는 지를 오차율로 검증한 결과, 우선 전체 표본 660개에 대해 유사기업 비교평가법에 의한 평균 17,472원(110.9%)은 「상속세 및 증여세법」 상 보충적 평가액의 평균인 35,862원(227.7%)보다 실제 주가 평균인 15,748원과 근접하였다.

이는 유사기업평가법이 보충적평가법보다 비상장주식의 평가에 있어서 우월하다고 볼 수 있다[3]. 단, 이렇게 유사기업평가법을 적용할 경우 주가이익비율(PER), 주가장부가치비율(PBR) 값이 객관적이고 그 업종을 대표할 수 있어야 하므로 통계방법을 이용하여 업종별 주식가격의 극단치는 비교대상 기업에서 제외하여야 한다. 앞서 인용된 연구에서는 상·하위 10%를 제외하는 비교적 단순한 방법으로 업종별 평균 PER와 PBR을 산출하였는데 위와 같이 계량적 방법을 통해 제거한다면 감정평가액이 시가에 더욱 근접할 수 있을 것이다.

두 번째로는 유사상장기업의 평균비교가치에 일정한 할인율 하여 해당 비상장기업의 주가가치를 산출하게 되는데 얼마만큼의 할인율이 적당한가의 문제가 발생할 수 있다. 현재 「증권거래법」 상 유가증권의발행및공시등에관한규정시행세칙 제8조에서는 30%이상의 할인율을 적용하여 평가가치를 구하고 있다.

실무에서는 이러한 유동성할인과 미래위험에 대한 할인이 혼합되어 유동성 할인으로 혼합하여 산정하고 있다. 2002년 2월 북악경영연구에 수록된 「비상장기업의 가치 평가에 관한 연구」에 따르면 사후적 관점에서 볼 때 시행세칙상 할인율 30%는 우리나라 시장의 할인율보다 높다고 서술하였다[4]. 1986년부터 1996년까지 상장된 기업을 대상으로 공개 시 주식 발행가격과 상장 후 균형시장가격을 비교한 자료이므로 현재까지로 검증기간을 늘릴 경우 차이가 있을 수는 있다. 그러나 이 당시 발행가격은 완전한 시장원리에 의해서 결정된 가격이 아닌 유가증권 발행규정에 영향을 받아 결정된 가격이며 호황기와 불황기에 따라 검증이 달라질 수 있으므로 국가통계자료로 제시된 금리에 일정한 위험 및 할인 프리미엄을 더해 산정하는 연동할인율을 도입할 필요가 있다. 미국의 경우 기업인수 또는 합병시 지급된 가격을 순이익과 비교한 PER가 공개기업과 비공개기업간의 유의적인 차이를 보이고 있으면 이 값을 유동성 할인율로 추정할 수 있다.

마지막으로 경영권 프리미엄에 관한 할인·할증률 들 수 있다. 미국에서는 일반적으로 지배주식³⁾에 대한 할증평가(Control Premium)와 소액주주 보유 할인평가(Minority Discount)가 정당한가에 대한 실증분석을 실시한 바 있다. 이 때 사용한 방법은 인수합병발표가 되기

3) 최소 법인지배에 필요한 51% 이상의 주식

전 주식시장에서 거래된 주가와 인수합병시 거래된 주가와와의 차이를 지배주식의 할증금액으로 보는 것으로 현재까지 이 방식에 대한 적정성은 논란이 되고 있다. 일반적으로는 이 차액을 할증액으로 보고 있지만 이를 평가절차의 일반적인 원칙으로 적용되지는 않고 있다.

독일 슈트트가르트 방식의 경우 개별기업에만 적용되는 특별한 상황으로서 기업의 수익률이 지속적으로 매우 낮은 경우에 한하여 할인을 적용한다. 수익률이 매우 낮은 경우란 자산가치에 대한 자본수익률의 비율이 4.55이하인 경우를 말하며 매 0.45%씩 수익률이 낮아질 때마다 3%씩 더 높은 할인율을 적용한다.

유사기업평가제도는 미국과 일본에 도입이 되어 있고 독일에서는 다른 목적의 평가방법으로 보통 사용되고 있으나 과세평가방법으로는 허용되지 않고 있다. 그러므로 감정평가규칙에서 이 제도를 도입하게 된다면 다른 평가법에 대한 비교참고자료로써 활용하거나 과거의 수익가치로 평가하는 데 따른 불합리한 점을 보완하는 측면에서 도입을 검토하는 것이 바람직하다고 본다.

5.4.2 수익접근법의 적용

최근 들어 시가추정이나 일반거래 목적으로 비상장주식을 평가할 때, 이 방법외에 수익접근법, 보충적 평가법, 유사기업평가법 등을 포함하여 평가하는 경우가 늘고 있으나 규칙상 규정되어 있지 않고 평가방법 또한 「상속세 및 증여세법」 상 조항이나 「증권거래법」 상 세칙, 회계기준서의 조항 등의 것을 인용하여 평가하고 있어서 같은 방법이라 하더라도 다른 결과가 나올 수 있다는 문제가 있다. 예를 들어 「상속세 및 증여세법」 상 순손익 가치 평가액은 국세청장이 고시한 비율 즉, 10%로 할인하여 사용하고 있는 데 반해 증권거래법상 시행세칙에서는 해당 기업의 차입금 가중평균 이자율의 1.5배나 상속세 및 증여세법상 할인율 중에서 높은 비율을 적용하도록 한다. 부동산가격회귀분석법에서는 금리계수로 정기예금금리보다는 3년 만기 회사채금리를 사용하는 경우가 많다. 이들간의 스프레드는 일반적으로 회사채금리가 높으며 비상장기업은 정기예금금리보다는 회사채금리와 상관이 더 클 것으로 보인다.

다음은 기업별 위험프리미엄의 차이의 정량적 수치를 산정하는 문제이다. 회계규정 등에서는 아직까지 이를 인정하지 않고 있으며 기업의 성장률 역시 0으로 성장가

능성을 반영하지 않는 한계를 보인다. 그러나 기업의 리스크프리미엄은 정량적으로 수치화하기 어려우며 비상장기업은 상장기업에 비해 대부분 그 규모가 작고 기업생애주기가 짧아 일반적인 항상성장모형을 이용하여 구하기 어려울 수 있다. 독일 슈트트가르트방식에서 자본환원율은 2009년 8%, 2010년 10%, 2011년 9%등 특정한 이율을 이용한다. 그러므로 절대수치로는 「상속세 및 증여세법」 상 국세청 고시 이율은 10%와 크게 차이가 나지 않는다. 그러나 할인율은 당시의 평균이자율 수준과의 격차를 기준으로 평가하여야 하며 평균이자율과 기업활동의 리스크프리미엄을 포함하여 한다. 즉 독일의 시장평균이자율이 6%라면 할인율은 여기에 3%를 가산하거나 50%를 할증한 것으로 볼 수 있다.

6. 결론

본 연구는 비상장주식평가의 실태에 관한 고찰로 국내외 비상장주식 평가관련규정과 그 현황을 살펴본 후 대표적인 평가기법당 실제 사례를 제시하고 모형기업을 대상으로 각각의 평가기법을 적용하였을 때 평가가격의 변화를 알아보았다. 아울러 이들 평가기법을 비상장주식의 감정평가기법으로 적용하는 방안을 유사기업평가법과 수익접근법으로 나누어 살펴보았다.

평가기준에 관한 문제는 크게 평가시점의 차이로 평가액의 변동이 있을 수 있다는 점과 현행 「상속세 및 증여세법」의 보충적 평가액 산정시 예외규정인 부동산과 다 법인의 자산가치 가중치 부분의 문제점이 제기되었다.

실행지침에 관한 문제로는 평가기준일이 속하는 사업연도에 무상 증·감자로 인한 발행주식 수의 변동분을 포함시키는 지 여부와 현실성이 결여된 자본환원율에 관한 문제점을 제기하였다.

그리고 실제 모형기업을 선정하여 「상속세 및 증여세법」, 「유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」 시행세칙, 「감정평가규칙」 등의 기준에 따라 평가액을 비교한 결과, 주식평가액은 각 평가기법과 가치기준에 따라 그 금액이 상이하고 액수의 차이가 컸다. 이에 현재 주로 순자산가치법으로 산정되고 있는 비상장주식의 감정평가에대한 다양화의 일환으로, 본 연구에서는 유사기업평가법과 수익접근법의 적극적인 활용을 제안하였다.

본 연구는 비상장주식의 평가의 합리화 및 활성화를 위해 활용할 수 있는 자료를 제공하고 다양한 평가방법을 제시하는데 의의가 있다. 하지만 단일기업을 통해 시사점을 얻은 것은 본 연구의 한계이며, 향후 규모별 업종별 다양한 기업의 사례분석과 적용방안에 대한 연구가 계속되어야 할 것이다.

ACKNOWLEDGMENTS

This study was supported by research fund from Chosun University, 2014

REFERENCES

- [1] Kim, Young Su, *Unlisted Stocks Valuation Pro*, Publish ONE, 2013
- [2] Kim, Heung Su, "A Study on Patent Right Valuation Using Discounted Cash Flow", *The Journal of Digital Policy & Management*, The Society of Digital Policy & Management, VOL.10, NO.7, pp.11-22, 2012
- [3] Lee, Jae Kyung, "A Study on Valuation of Unlisted Stocks", *Bugak Management Research*, VOL. 8, pp.85-112, 2002
- [4] Lee, Jung Ran, "A Study on the availability of similar listed companies in unlisted stocks compared Valuation", *Accounting and Information Systems Research*, VOL. 24, pp.187-219, 2006
- [5] Fernandez, P., "Valuation Using Multiples: How do Analysts Reach Their Conclusion?", Paper Title: SSRN Working Paper, 2001
- [6] Brealey, Myers, Allen, *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, 2011
- [7] Contractor.F.J., *Valuation of Intangible Assets in Global Operations*, Library of Congress Cataloging-in-Publication Data, 2001
- [8] Kathleen R. Allen Mayer, *New Venture Creation*, South-Western, 2010
- [9] Reilly, R. F. & R. P. Schweihs, *Valuing Intangible*

Assets, McGraw-Hill, 1999

[10] Zvi Bodie, *Essentials of Investment*, 6th edition, McGraw-Hill, USA, 2007

[11] www.kapanet.or.kr

김 흥 수(Kim, Heung Su)



· 1986년 2월 : 홍익대학교 경제학과 (경제학사)

· 1988년 2월 : 고려대학교 대학원 경제학과(경제학석사)

· 1999년 8월 : 홍익대학교 대학원 경제학과(경제학박사)

· 2012년 4월 ~ 2014년 3월 : 광주대학교 교수

· 2014년 4월 ~ 현재 : 조선대학교 교수

· 관심분야 : 디지털경제, 재무금융

· E-Mail : sookh@chosun.ac.kr