creative commons

COMMONS DEED

저작자표시-동일조건변경허락 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.
- 이차적 저작물을 작성할 수 있습니다.
- 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:

저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.

동일조건변경허락. 귀하가 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공했을 경우에는, 이 저작물과 동일한 이용허락조건하에서만 배포할 수 있습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 이용허락규약(Legal Code)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

Disclaimer

dCollection

[UCI]I804:24011-200000264323

2014년 2월
경영학석사학위논문

비상장주식의 평가제도에 관한 연구

— 우회상장 주식을 중심으로 —

조선대학교 경영대학원
경영학석사학위과정
김 전

비상장주식의 평가제도에 관한 연구

A Study on the Evaluation System of Unlisted Stock
(in Backdoor Listing)

2014년 2월

조선대학교 경영대학원

경영학석사학위과정

김 전

비상장주식의 평가제도에 관한 연구

— 우회상장 주식평가를 중심으로 —

지도교수 : 이 계 원

이 논문을 경영학 석사학위신청 논문으로 제출함.

2013년 10월 25일

조선대학교 경영대학원

경영학석사학위과정

김 전

김 전의 경영학 석사학위 논문을 인준함

심사위원장 조선대학교 교수 이한재 (인)

심사위원 조선대학교 교수 이현철 (인)

심사위원 조선대학교 교수 이계원 (인)

2013년 12월

조선대학교 경영대학원

목 차

ABSTRACT

제1장 서 론 ····· 1

제2장 이론적 배경과 선행연구 ····· 3

제1절 우회상장의 개념과 유형 ····· 3

제2절 우회상장의 긍정적 효과 및 부정적 측면 ····· 8

제3절 2006년 규제개선 이전과 이후의 현황 ····· 16

제3장 비상장주식 평가제도 ····· 20

제1절 상속·증여세법 및 자본시장법상 비상장주식 평가제도 ····· 20

제2절 주요국의 비상장주식 평가제도 ····· 28

제3절 우리나라 우회상장제도의 현황과 문제 인식 ····· 36

제4장 우회상장시 비상장주식의 평가와 관련한 개선방안 ····· 39

제1절 우회상장시 비상장주식의 시가평가 개선방안 ····· 39

제2절 비상장주식 평가 사전승인제도 도입 ····· 41

제3절 기타의 우회상장제도 개선 방안 ····· 43

제5장 결 론 ····· 45

참고문헌 ····· 47

표 목 차

<표1> 우회상장의 유형 ····· 7

<표2> 우회상장의 장점 ····· 9

<표3> 2년간(2009.1~ 2010.8) 합병비율 단순평균 ····· 12

<표4> 코스닥 시장 상장절차 ····· 15

<표5> 코스닥 시장의 우회상장 현황 ····· 17

그 림 목 차

<그림1> 일반적인 우회상장 과정 ····· 4

ABSTRACT

A Study on the Evaluation System of Unlisted Stock (in Backdoor Listing)

Kim Jeon

Advisor : Prof. Lee, Kye-Won, ph.D.

Department of Business Administration,

Graduate School of Business Administration,

Chosun University.

The intend of the backdoor listing(or reverse merger) is for the interested parties to have benefits, so that an unlisted company which is prospective and has an outstanding financial structure goes public by the combination with an listed company which is less prospective or has a poor financial structure. As the result of backdoor listing, the unlisted company can raise funds more easily and improve the financial structure of the listed company.

However, the reality is not like that. In the early 2000s, there were great damages on the investors because of the financially-troubled companies coming to the KOSDAQ market by the backdoor listing and there still has been constant harmful effects in spite of the enforcement of the backdoor listing's requirement in 2006.

The concepts and methods of estimating stock is established in the Inheritance and Gift Tax Law based on the objectives and aims of legislation, and the Capital Market Act has additional regulations.

What is most different in value estimation of unlisted stock established between the Inheritance and Gift Tax Law and Capital Market Act is under calculation of valuation gain and loss in stock

estimation; the Inheritance and Gift Tax Law uses the net gain and loss in the past, while Capital Market Act uses estimated profit. Such difference mat lead to sufficiently different results in the value estimation of unlisted stock.

The major taxation issue related to back-door listing is coupled closely with a question of how fair the valuation of the unlisted stock is. This study particularly presents the valuation problem associated with two tax court cases and their potential remedies. The difference in the two countervailing arguments boils down to whether to accept earnings estimates from independent appraisers, which are subject to the appraisers' discretion and would lead to an overestimation of the unlisted stock, regarding the valuation of the stock. Because this overvalued amount would be accepted as a top-priority surrogate for the fair market value under the current gift tax law, it would not be possible to impose gift taxes on the major stockholder of the company, which would in turn make it very difficult to curb, by imposing huge gift taxes, the practice of 'puffing' the value of unlisted stocks through back-door listing.

To remedy this problem, it is critical to regulate via capital market laws or gift tax law the appraisers' behavior of inflation estimates of future earnings. In particular, we could consider penalizing ex-post the appraisers whose estimates are subsequently found to deviate from the actual earnings by a large margin. Further, we could limit the extent to which an alternative valuation method is acquiesced to determine the fair market value of unlisted stock. Especially, we could confine to a minimum the exceptional cases in which earnings estimates(rather than actual earnings) can be a valuation base. Finally, we could give a high priority to the valuation method of unlisted stocks by which a fair market value is determined through a comparison of stocks of similar companies in the same industry.

Key Words : Back-Door Listing, Unlisted Stocks, Fair Valuation

제1장 서 론

우회상장(Backdoor listing 또는 Reverse merger)이란 비상장기업이 상장기업과의 기업결합을 통하여 정상적인 상장절차를 거치지 않고 우회하여 상장하는 방법을 말한다. 우회상장을 IPO(Initial Public Offering: 신규공모)를 통한 일반상장의 경우와 비교해 볼 때 상장에 따른 복잡한 절차를 생략하여 시간과 비용을 줄일 수 있는 장점을 가지고 있다. 이를 통하여 경영성과 및 성장성이 높은 우량한 비상장기업은 자금조달이 용이해지고 부실한 상장기업은 시장을 통한 구조조정으로 보다 건실한 기업으로 정화되는 효과를 가짐으로써 상호간 win-win 전략을 통한 시너지를 창출하는데 취지가 있다. 이러한 우회상장은 합병, 주식의 포괄적 교환, 영업양수·도, 주식스왑, 현물출자 등의 5가지 유형으로 나누어 볼 수 있다.

금융위원회에서 2010년 9월 발표한 내용을 살펴보면, 우리나라 코스닥 시장에서의 우회상장 현황은 2006년 하반기부터 2010년 상반기까지 총 125건으로 그 중 합병이 108건, 주식의 포괄적 교환 및 자산양수가 17건을 차지하고 있는 것으로 나타났다[1].

2006년 6월 우회상장제도 강화 이후에도 우회상장 한 128사 중 27사가 관리종목으로 지정되거나 상장 폐지된 결과를 보면 우회상장제도의 추가적인 개선이 절실히 요구된다 하겠다. 이는 본래 취지와 달리 IPO를 통한 일반 상장보다 상대적으로 절차가 간편한 우회상장을 악용하는 사례가 빈번하게 나타나게 된 결과라 하겠다. 성장성이 높고 우량한 회사가 아닌 부실한 비상장기업들이 편의적인 방법으로 우회상장하게 됨으로써 결국 부실기업끼리의 합병으로 자본시장에 건전성을 해치는 결과를 가져다주었다.

우회상장 시 현행 상속·증여세법상 비상장주식의 평가는 상속시점의 시가평가를 원칙으로 하고, 시가가 불분명한 경우에는 보충적 평가방법에 의하여 평가하

1) 금융위원회, 보도자료 : 우회상장 최근 동향 및 대응방향(2010.9.15), 2010. 참조

는 것을 원칙으로 하고 있다. 이러한 보충적 평가방법은 다양한 특성을 가진 기업들의 객관적인 가치를 산정하는 데는 한계가 있으며, 이로 인해 상속세나 증여세의 회피수단으로 비상장주식을 우회상장하는 사례와 같은 많은 문제점이 발생하고 있는 것이다.

우리나라 비상장주식 평가의 문제점은 평가규정이 명문화 되어 있지만, 그 평가방법을 너무 획일적으로 적용함으로써 기업의 개별적 특성을 다양하게 반영할 수 없다는 점을 감안할 때, 우리나라의 비상장주식 평가방법을 개선하기 위해서는 기업의 상황을 다양하게 반영할 수 있는 평가원칙을 확립하는 것이 우선되어야 할 것이다.

따라서 본 연구는 현행 우리나라 비상장주식 평가방법에 대한 문제점을 인식하고 외국의 평가방법과 비교하여 그 정책적 시사점을 찾아 비상장주식 평가제도에 대한 발전적 방안을 제시하는데 의의가 있다.

본 논문은 다음과 같이 구성된다. 먼저, 우회상장제도의 이론적 배경과 선행연구를 다루고, 다음으로 국내외 주요국들의 현행 비상장주식 평가제도에 대하여 살피고, 비상장주식 중 특히 우회상장주식 평가와 관련한 개선방안을 제시하고자 한다.

제2장 이론적 배경과 선행연구

제1절 우회상장의 개념과 유형

1. 우회상장의 개념

우회상장은 비상장기업이 상장기업과 결합을 통하여 상장심사 등의 정상적인 상장절차를 거치지 않고 우회적인 방법으로 상장기업이 되는 것을 의미한다. 일반적으로는 비상장기업이 상장기업과 합병, 주식교환, 주식스왑(주식취득 및 제3자 배정·증자를 결합한 우회상장으로 자산양수로도 불림), 영업양수 및 제3자 배정·증자 등을 통해 상장기업의 지배구조·사업내용 등의 변동을 초래하고 상장심사를 우회하여 실질적으로 상장되는 효과를 발생하는 것을 말한다. 광의의 우회상장은 주로 포괄적 주식교환이나 주식스왑(자산양수)의 경우로서 비상장법인의 주식이 상장되지는 않으나, 상장법인의 자회사가 되므로 실질적으로 비상장법인의 주식이 장내에서 거래되는 것과 유사한 효과가 발생하는 것을 통칭한다. 우회상장의 경우는 지분을 발행하는 기업이 피 취득자가 되기 때문에 역 취득(또는 역 합병)[2] 이라고도 불린다.

2) 사업결합 시 역 취득에 해당할 경우 현행 회계처리는 실질을 반영하는 방법을 취하고 있다. 즉, 법적 취득자가 지분을 발행하는 상장회사라고 하더라도 피취득자인 비상장회사가 회계목적상의 취득자가 된다. 따라서 지분발행 시 이전대가에 대한 회계처리도 피취득자인 비상장회사가 지분을 발행하였다고 가정하고, 본래 법적취득자가 결합 후 소유하게 되는 지분율과 동일비율만큼 피취득자가 지분을 발행한 것으로 인식한다.

2. 우회상장의 유형

(1) 우회상장의 거래구조

일반적인 우회상장은 비상장기업이 상장사의 경영권인수 및 양 기업의 결합을 통해 이루어지는 바, 그 과정을 살펴보면 <그림 1>과 같다. 먼저 경영권 인수를 위해 비상장기업 또는 비상장기업의 특수 관계인이 상장기업의 지분을 매입하고, 주식을 직접 매입하는 경우 외에도 전환사채 및 신주인수권부사채를 매입하여 주식으로 전환하는 경우가 있다. 여기서 지분매입 종류는 그 대상에 따라 다양하게 이루어지는 바, 2000년부터 2005년까지 우회상장기업 중 최대주주가 직접 매입한 경우가 95건, 상장사의 제3자 유상증자에 참여하여 경영권을 인수한 경우는 24건, 상장사의 2대 주주 및 기타 주주의 지분을 매입하여 경영권을 인수한 경우는 3건으로 보고되고 있다. 이러한 방법들을 통해 비상장기업은 상장기업의 경영권을 인수받은 후 주주총회를 통하여 경영진을 교체하고, 상장기업과 비상장기업을 합병 및 포괄적 주식교환, 영업양수, 자산양수(주식스왑), 현물출자 등의 유형으로 우회상장이 이루어진다.

<그림 1> 일반적인 우회상장 과정

상장기업 지분매입을 통한 소유권 및 경영권 확보

⇩

주주총회를 통한 경영진 교체

⇩

우회상장 진행

⇩

기업정상화 및 투하자본 회수

(2) 우회상장의 유형

우회상장의 유형으로 가장 일반적인 방법으로 합병이 있다. 합병에 의한 우회상장은 상장기업의 경영권을 취득한 비상장기업이 합병을 결의한 이후에 합병의 대가로 상장기업이 발행한 신주를 취득하는 과정을 거친다. 코스닥시장 상장규정에 따르면 비상장기업의 최대주주 등이 상장기업의 최대주주가 되는 경우 또는 우회상장의 결과 비상장기업의 최대주주 및 5% 이상 주주가 보유한 상장기업 발행주식의 합계가 기존 최대주주 등이 보유하는 상장기업 발행주식수의 합계보다 큰 경우로서 합병의 주요사항보고서 제출일 이전 1년 이내에 이루어진 경우로 규정하고 있다.

다음으로 포괄적 주식교환을 통한 우회상장은 비상장기업의 발행주식을 전부 상장기업에게 이전하고 교환비율대로 상장기업의 주식을 취득함으로써 비상장기업이 완전 자회사(100%소유)가 되는 방법이다. 이는 주식교환의 주요사항보고서 제출일 이전 1년 이내에 경영권이 변동된 경우에 한하며 전술한 내용과 같다.

한편, 영업양수·도 방식은 비상장기업의 중요한 영업을 상장기업이 양수하고 비상장기업은 영업양도대가를 받은 후 상장기업의 제3자 배정 유상증자에 참가하여 상장기업의 주식을 취득하는 방식을 말한다.

영업양수·도와 유사한 방식으로는 자산양수·도를 통한 우회상장을 들을 수 있는 바, 차이점이 있다면 중요한 자산양수에 대한 기준이 다르다는 점이다. 비상장기업의 최대주주 등이 소유하는 비상장법인 주식으로 중요한 자산 양수 기준은 i) 최근년도 상장기업 자산총액의 10%이상인 자산양수이어야 할 것, ii) 자산양수 결과 상장기업이 비상장기업 주식을 50%이상 소유하거나 30%이상 소유하고 최다출자자일 것으로 규정하고 있다.

마지막으로 현물출자를 통한 우회상장방식이 있다. 먼저 현물출자란 채권, 부동산, 주식 등 금전이외의 재산에 의한 출자를 일컫는다. 물적회사의 설립에 있어서는 현물출자를 변태설립사항으로 엄격히 규제하고 있지만, 주식회사의 경우에는 자본충실의 이념에 따라 현금출자를 원칙으로 하고 있음에도 회사설립 시(발기인에 한하여 또는 신주발행 시 일정조건하에 예외적으로 인정하고 있다. 이처

럼 주식회사에 현물출자가 허용되자 현물출자를 통한 '신종 우회상장'의 사례가 발생하고 자산양수(주식 스왑)를 통한 우회상장과 그 실질이 동일하여 2007년 4월부터 우회상장의 유형으로 규정하고 있다[3]. 현물출자에 대한 우회상장 규정내용을 살펴보면, 출자자가 비상장기업의 최대주주 등으로 이들이 소유하고 있는 비상장기업의 주식을 출자목적물로 하는 행태로서 i) 주식가액이 최근년도 상장기업 자산총액의 10%이상이며 ii) 현물출자결과 상장기업이 비상장기업 주식을 50%이상 소유 또는 30%이상 소유하고 최다출자자인 경우로 규제대상의 범위를 설정하고 있다[4].

위의 우회상장 유형별 주요 내용을 요약하면 <표 1>과 같다.

3) 증권선물거래소 보도자료 : 유가증권 및 코스닥시장 질적 심사요건 및 우회상장 관리제도 개선(2007.4.27), 2007. 참조

4) 합병, 포괄적 주식교환, 영업양수, 자산양수, 현물출자에 대한 우회상장 규제의 자세한 내용은 2010년 12월1일 한국거래소 보도자료 참조.

<표 1> 우회상장의 유형[5)]

구 분	주 요 내 용
합병	비상장기업이 상장기업의 지분권 및 경영권취득 후 합병결의를 통한 방식으로서 합병의 주요사항보고서 제출일 이전 1년 이내에 경영권이 변경되는 경우
포괄적 주식교환	비상장기업이 주식 전부를 상장기업에게 이전하고 주식교환비율대로 비상장기업 주주에게 상장기업주식을 교부하는 방식으로서 주식교환의 주요사항보고서 제출일 이전 1년 이내에 경영권이 변경되는 경우
영업양수	상장기업이 비상장기업으로부터 중요한 영업을 양수하고 영업양수를 전후로 6월 이내에 비상장기업 최대주주 등에게 제3자 배정으로 주식 등을 발행하는 방식으로서 영업양수의 주요사항보고서 제출일 1년 이전이 되는 날부터 당해 발행일까지 경영권 변경되는 경우
자산양수	상장기업이 비상장기업으로부터 중요한 자산을 양수하고 자산양수를 전후로 6월 이내에 비상장기업 최대주주 등에게 제3자 배정으로 주식 등을 발행하는 방식으로서 자산양수의 주요사항보고서 제출일 1년 이전이 되는 날부터 당해 발행일까지 경영권이 변경되는 경우
현물출자	비상장기업의 최대주주 등이 소유하고 있는 비상장기업 주식을 상장기업에게 현물출자하여 최다출자자가 되는 경우로서 현물출자 결과 상장기업이 비상장기업 주식을 50% 이상 소유 또는 30% 이상 소유하고 최다출자자가 되는 경우

5) 한국거래소 보도자료 우회상장 질적 심사제도 도입, 국제회계기준(IFRS) 시행에 대비한 진입·퇴출요건 정비 등 상장규정 개정(2010.12.1), 2010 및 코스닥시장상장규정 및 동 규정 시행세칙 제19조 및 제19조의2, 제19조의3. 참조

제2절 우회상장의 긍정적 효과 및 부정적 측면

1. 우회상장의 긍정적 효과

우회상장의 취지는 미래 성장력이 높은 우량한 비상장기업이 자금조달의 용이성을 가질 수 있고 미래 성장성이 낮고 재무적으로 부실한 상장기업은 구조조정의 효과를 얻게 됨으로써 성장력을 갖출 수 있어 win-win 전략에 따라 자본시장에 있어 활력소가 된다는 것이다.

비상장기업이 신규공모(IPO)를 통하여 상장하기 위해서는 까다로운 상장절차를 통과해야 하며, 이 과정에서 많은 비용과 시간[6]이 소비되며 상장실패에 따른 위험부담이 따른다. 이에 비해 우회상장은 상장절차에 대한 시간과 비용을 아끼고 상장실패에 따른 위험을 피하기 위한 자구책으로서 시행되기 시작하였다[7].

아래 <표 2>와 같이 우회상장은 여러 가지 이점이 존재한다.[8]

---

6) 상장을 위해서는 주간사 선정의 단계에서부터 상장 및 매매개시에 이르기까지 최소 1년 이상의 시간이 소요된다. 또한 비용의 측면에 있어서도 인수수수료, 상장수수료, 기업설명비용, 공고비, 외부감사수수료 등의 막대한 비용이 발생하게 된다.

7) 김인호, 송교직(2010), “셀트리온의 코스닥시장 우회상장 사례” KBR, 제14권, 제1호

8) 박연희·박철원·배수일, “우회상장기업의 특성과 우회상장의 효과 : 코스닥시장을 중심으로”, 회계저널 제18권 제3호, 2009. p.

<표 2> 우회상장의 장점

구 분	장 점	내 용
비상장 기업	비용 및 시간 절감효과	1. 비용절감 : 신규공모 (IPO) 에 따른 비용과 비교하여 우회상장에 따른 비용은 매우 낮음 2. 시간단축 : 신규공모 (IPO) 의 경우 예비심사청구에서부터 상장 및 매매거래까지 최소 1년 이상이 소요되는 것에 비하여 시간이 단축 3. 위험감소 : 신규공모 (IPO) 실패에 따른 위험감소
	상장효과	1. 자본조달능력의 증대 : 불특정다수의 투자자로부터 자본조달이 용이하며 각종 금융상품 발행에 대한 규제가 완화 2. 세제상 혜택 : 양도소득세 및 배당소득세, 스톡옵션 행사이익 등에 관한 세제상 혜택 3. 홍보효과 (공신력제고) : 기업정보가 각종 매체를 통하여 국내 투자자에게 제공되므로 홍보효과가 큼
	합병효과	경영의사결정의 효율성, 경영 성과 등의 제고로 시너지 효과 창출 기대
상장기업	경영개선 효과	우량한 비상장기업과의 결합에 따른 재무구조 개선을 기대
자본시장	안정화 기능	상장기업의 상장폐지 위험으로부터 피해자를 보호하고 시장을 안정화시키는 역할 기대

먼저, 비상장기업은 상장의 이점을 얻을 수 있다. 코스닥 상장의 장점을 크게 3가지로 살펴볼 수 있는바, 첫째, 자금조달능력의 증대이다. 상장기업은 불특정다수의 투자자로부터 자금조달이 용이하며, 의결권 없는 주식의 발행한도 및 사채발행한도가 확대되고 신종사채 발행이 가능해진다. 둘째, 비상장기업의 주주는 발행주식총수의 5%이상 또는 시가총액 50억 이상을 소유한 주주가 주식을 양도

하는 경우를 제외하고는 양도소득세가 부과되지 않는다. 이외에도 배당소득세 및 스톡옵션(주식매입선택권) 행사이익에 대한 세제상 혜택을 받는다. 셋째, 홍보효과와 이에 따른 공신력 제고효과를 들 수 있다. 비상장기업이 상장을 하게 되면 경영실적 및 주가 등의 기업정보가 홍보매체를 통하여 국내·외 투자자에게 제공되므로 홍보효과가 크다. 또한, 기업의 재무공시를 통해 동업종 타사와의 비교가 용이하고, 주가를 통해 경영실적이 객관적으로 평가받게 되어 경영합리화를 도모하게 되는 이점을 가지고 있다.

우회상장은 위와 같은 상장을 통한 이점 외에도 합병을 통한 기업시너지 효과를 기대할 수 있으며, 경영의 효율성이 제고되고 범위의 경제를 통한 다각화전략으로 인하여 다양한 사업 영역간의 협력을 이끌어 낼 수도 있다.

한편 우회상장의 대상이 되는 상장기업은 보통 성장성 및 수익성이 취약하여 재무구조가 부실한 기업으로 재무구조의 개선을 기대할 수 있다. 상장기업은 일정요건을 충족하지 못하면 상장관리종목으로 지정되고 이후 상장폐지에 이르게 되어 투자자들의 피해로 이어지게 된다. 이런 측면에서 우회상장은 수익성이 우량한 비상장기업과의 결합을 통하여 상장기업의 재무구조를 개선시키고 나아가 시장을 안정화시키는 기능을 하게 된다.

2. 우회상장의 이점에 관한 선행연구

최용식(2010)은 우회상장의 이점에 대해 2000년부터 2005년까지 코스닥시장에서 합병을 공시한 기업을 대상으로 우회상장의 합병공시 효과를 분석하였다. 실증분석 결과, 코스닥시장에서 합병 제의기업 주주들은 일반 합병인 경우보다 우회상장인 경우 더 높은 초과수익률을 얻는 것으로 보고하였다. 이는 우회상장으로 인하여 비효율적인 경영진이 교체됨으로써 경영효율성 제고에 대한 기대감이 주식가격에 반영된 결과라고 풀이하였다.

박연희 등(2009)도 2001년부터 2005년까지의 표본을 통하여 우회상장의 효과를

분석하였는바, 높은 수익성과 성장성이 기대되는 우회상장 탐색 비상장회사들이 우회상장을 통해 대상 기업과 결합됨으로써 기업 체질개선 및 단기 자금조달 가능성에 대한 기대효과가 시장에 반영되는 것으로 보고하였다. 우회상장 계약체결 공시일 즈음에 양(+)의 초과수익률을 나타났으며, 상장요건에 근접한 비상장기업의 경우 더 높은 초과수익률을 나타내는 것으로 실증분석결과를 보고하였다.

또한, 유병섭 등(2010)은 2005년부터 2009년까지 코스닥에 상장되어 있는 우회상장기업 158개를 대상으로 실증분석결과 우회상장 대상기업인 기존 상장기업이 우회상장 공시를 할 때 우회상장대상기업이 양(+)의 초과수익률을 나타났다고 보고하였다.

실증분석 외에도 사례를 통해서 우회상장의 긍정적 측면을 자세히 소개하는 연구도 존재한다. 김인호·송교직(2010)은 코스닥시장에서 현재 시가총액 1위를 달리는 (주)셀트리온의 성공적인 우회상장사례를 소개하였다. (주)셀트리온은 기업의 규모, 수익성, 성장성 등이 건전한 기업으로 정식 성장을 2번 시도하여 실패하였지만, 성장성이 정체된 코스닥 상장기업인 (주)오알켐과의 합병을 통하여 우회상장하였다. 우회상장을 통해 상장한 기업이 코스닥시장 최대 시가총액기업으로 성장한 (주)셀트리온 사례는 우회상장의 대표적인 긍정적인 사례라고 볼 수 있다.

그러나 실제로 코스닥시장에서 이러한 우회상장의 순기능적인 면보다 역기능적 면을 찾아보기가 더 쉽다. 1990년 후반 우리나라에 우회상장이 등장한 이래로 우회상장의 실태를 살펴보면, 우회상장은 오히려 코스닥 시장의 건전성을 크게 저해하고 있음을 알 수 있다. 이하에서는 이러한 우회상장의 부정적인 측면에 대해 살펴보기로 한다.

3. 우회상장의 부정적 측면

가. 합병가액 산정의 문제점

우회상장의 유형 중 가장 많은 부분을 차지하는 것은 합병과 포괄적 주식교환이다. 그러나 합병 등 주식의 포괄적 교환 또는 이전, 분할합병도 포함을 통한 우회상장 시 합병가액산정에 따른 상장기업 소액주주의 피해가 문제시 되고 있다. 2010년 11월 금융감독원 보도 자료에 따르면, 상장기업과 비상장기업이 합병하는 경우 비상장기업의 합병가액이 과대평가되는 사례가 빈번하게 발생하였다. <표 3>은 2009년 1월부터 2010년 8월까지의 합병비율 단순평균을 나타낸다.

<표 3> 2년간(2009.1～2010.8) 합병비율 단순평균[9)]

구 분	상장기업 : 상장기업	상장기업 : 비상장기업	
		유가증권시장	코스닥시장
평균 합병비율	1 : 0.7	1 : 0.8	1 : 43.7
우회상장	N/A	1 : 85.3*	

* 금융감독원 보도자료 : 합병가액 산정방법 개선을 위한 시행세칙 개정(2010.11.30) 참조
* 평균적으로 상장기업은 주당 1원에 평가됨에 비해 비상장기업은 주당 85.3원으로 평가

이를 보면, 코스닥시장의 합병 또는 우회상장을 위한 합병의 경우 비상장기업 과대평가의 문제가 심각한 것을 알 수 있다.

비상장기업가치의 과대평가는 상장기업의 주식가치를 희석시키고 상장기업의 부(富)가 비상장기업의 주주에게 이전되어 상장기업의 주주가치가 훼손되는 결과를 가져온다. 일반적으로 상장기업은 주식분산으로 인하여 다수의 주주가 존재하고 자본시장에서 직접 금융을 통하여 외부자금을 조달하므로 다수의 채권자

9) 금융감독원 보도자료 : 합병가액 산정방법 개선을 위한 시행세칙 개정(2010.11.30) 2010. 참조

등 이해관계자가 존재하게 된다. 반면, 비상장기업의 지분은 상대적으로 일부 주주에게 집중되어 있다. 결국 비상장기업의 특정 주주는 우회상장 시 비상장기업 가치를 과대평가하여 상장기업의 소액투자자 부(富)를 침해함으로써 부당한 이익을 얻으려는 유인이 존재하게 된다(이정란·조용언, 2008).

상장법인은 다른 법인과 합병 등을 하는 경우 합병가액 산정방법은 자본시장법규에 정한 기준으로 법제화하고 있다. 상장기업은 기준주가를 이용하여 합병비율을 산정한다. 따라서 빈번한 거래에 의하여 보장되는 공정한 시장가액의 산출이 가능하다. 반면, 비상장기업의 주식은 공정한 시장가액의 산출이 불가능하다. 따라서 합병가액은 본질가치와 상대가치를 산술평균한 가액으로 합병가액을 산정한다. 여기서 본질가치는 자산가치와 수익가치를 일정 비율로 가중 평균한 값으로 재무제표를 직접 기업가치에 반영하는 방법이다. 한편, 상대가치는 동일(또는 유사)업종 유사 상장회사의 주가를 기준으로 평가하는 방법을 말한다.

비상장기업가치의 과대평가의 유인을 크게 두 가지 측면에서 볼 수 있다. 첫째, 합병가액 산정방법 자체의 문제점이 있다. 이정란·조용언(2008)은 2003년부터 2005년까지 발생한 실제 합병사례를 통하여 상장기업과 비상장기업에 관한 증권거래법상 합병비율 산정방법의 타당성을 분석하였다. 분석결과, 합병가액 평가당시 비상장기업의 자산가치와 경상이익이 상장기업보다 낮음에도 불구하고 비상장기업의 합병가액이 상장기업의 시장가치보다 높게 산정되고 있음을 확인하였다. 또한 수익가치 평가에 있어 미래이익이 과대 추정되고 있으며, 이익환원율 또한 기업의 영업위험을 충분히 반영하지 못하는 것으로 나타났다. 그러나 유사기업의 시장주가를 기초로 산출된 상대가치가 과대평가를 완화할 수 있음을 보고하였다. 2010년 12월 금융감독원 역시 코스닥시장의 우회상장을 위한 합병의 경우 비상장기업 과대평가의 문제가 심각함을 보도한 바 있다.

둘째, 비상장기업이 상장기업과의 합병 등을 통한 우회상장 시 비상장기업의 부실회계 및 상장부적격성 등에 대한 심사가 미흡한 문제점이 있다. 비상장기업은 미흡한 심사를 틈타 상장기업과 합병 전 회계수치를 높여 합병비율에서 우위

를 차지하려는 유인이 존재할 것이다. 이는 이어지는 우회상장의 절차상 문제에서 자세히 후술하도록 하겠다.

나. 우회상장의 절차상 문제점

우회상장은 미래 성장동력이 충분하고 재무적으로 우량한 비상장기업이, 사업이 정체되어 있고 재무적으로 부실한 상장기업과 합병 등을 통하여 상장함으로써 비상장기업은 자금조달이 용이해지고 상장기업은 시장을 통한 구조조정의 효과를 얻을 수 있다는데 취지가 있다. 그러나 실제로는 부실한 비상장기업이 부도덕하게 우회상장을 하는 사례가 늘어나면서 많은 일반투자자들이 피해를 보게 되었다. 이에 따라 규제당국은 2006년 우회상장 규제를 강화하였지만 여전히 우회상장으로 인한 폐해는 끊이질 않았다. 당시 상장요건이 IPO를 통한 상장요건에 준하는 정도로 강화되어 사실상 부실 비상장기업의 우회상장이 불가능하였다. 그러나 부실 비상장기업의 자본시장진입을 차단함에 있어 IPO를 통한 상장과 우회상장을 통한 상장에는 여전히 중요한 차이가 존재하고 있었다.

우회상장의 실질적인 주체자인 비상장기업은 합병비율에 비상장기업의 재무제표가 반영되므로 합병 등에 유리한 위치를 차지하기 위하여 이익조정 및 분식회계의 가능성이 존재한다. 또한, 높아진 우회상장요건을 충족시키기 위해서라도 비상장기업은 회계장부를 조작할 유인이 존재한다.

2006년 우회상장제도의 개선 이후에도 외형적인 요건은 강화되었지만 이를 뒷받침하는 심사가 제대로 이루어지지 않았다. IPO를 통한 상장은 <표 4>에서와 같이 그 절차가 까다롭고 장기간 평가를 통한 검증으로 일반투자자의 피해를 최소화한다는 취지가 반영되어 있다. 반면, 제대로 된 심사를 거치지 않은 비상장기업의 우회상장은 결국 자본시장의 건전성을 위협할 수밖에 없는 것이다.

2006년 우회상장제도 개선 이래로 우회상장기업 128사 중 27사가 관리종목 또는 상장폐지 되었다는 2010년 한국거래소 발표 자료만 보아도 그 사실을 알 수 있다.

<표 4> 코스닥 시장 상장절차

구 분	주 체	일 정
지정감사인 지정	발행사, 금융감독원, 회계법인	6 개월 전 상장 주권사 선정
상장주관사 선정 (계약체결)	발행사, 증권사	
정관 정비 및 사전준비 / 기업실사 및 발행가액 분석자료 준비 / 명의개서 대행기관 선정 / 주권가쇄 계약	발행사, 증권사, 가쇄소	
예비심사청구서 제출	발행사, 증권사	D
예비심사청구서 검토 / 청구기업 심의 / 예비심사 승인	코스닥시장본부 / 상장위원회 / 코스닥시장본부	D+63 일
증권신고서 제출	발행사, 감독원	D+65 일
발행가액 결정 / 증권신고서 효력발생	발행사, 증권사	D+85 일
청약 및 배정	증권사	D+91 일
신규상장 신청 및 증자등기	발행사, 증권사	D+93 일
코스닥 상장 승인 및 매매개시	코스닥 시장본부	D+96 일

* 한국거래소 코스닥 상장 절차 참조

제3절 2006년 규제개선 이전과 이후의 현황

1. 2006년 규제개선 이전 현황

우리나라의 최초 우회상장은 1995년 (주)한독과 우리자동차판매(주)의 합병이다[10]. 이후 1999년 A&D(Acquisition & Development :인수개발)라는 이름으로 우회상장의 사례가 나타나게 되었다. 이에 따라 2000년 규제당국은 우회상장으로 인한 상장기업의 재무구조 부실화와 투자자들의 피해를 방지하기 위해 M&A관련정보를 충분히 공시하도록 하여 그 투명성을 확보하도록 개선방안을 마련하였다.

그러나 우회상장이 본격적으로 증가한 것은 2000년 이후부터로 2003년 정부의 코스닥시장제도 개선안 발표에 따라 M&A를 통한 우회상장이 더욱 증가하기 시작하였고, 2005년 3월 벤처 활성화를 위해 증권 거래법상 합병 규제를 완화하는데 이어 코스닥시장 활황과 황우석 효과, 한류 열풍 등이 겹쳐 엔터테인먼트와 바이오 업체들을 주축으로 <표 5>에서와 같이 우회상장이 급증하였다. 그러나 문제는 우회상장으로 인해 코스닥시장에서 여러 폐해가 발생하게 된 것이다. 비상장기업이 수익성 및 경영관련 정보들에 대하여 충분히 검토를 받는 과정인 코스닥 상장의 절차를 거치지 않고 시장에 진입하게 됨에 따라 정보의 비대칭성이 상대적으로 높기 때문에 많은 투자자들이 피해를 보게 되었다. 강원(2009)은 2003년부터 2005년까지 코스닥시장에서 발생한 두 가지 자본시장 진입수단인 IPO와 우회상장을 대상으로 단기 및 장기 초과보유수익률을 분석하였다. 분석결과, IPO기업과 우회상장기업은 모두 초기에는 높은 초과수익률을 보였지만 장기적으로는 둘 다 낮은 성과를 보이다가 우회상장 기업의 장기성과가 더욱 크게 하락하였다. 실제로 코스닥시장의 우회상장 중 상장기업의 70%(47사), 비상장기업의 49%(33사)가 경상손실 또는 자본잠식으로 부실기업 간 결합이 상당수를

10) 김인호, 송교직(2010), “셀트리온의 코스닥시장 우회상장 사례” KBR, 제14권, 제1호

차지한다는 사실이 보고되었다.(금융감독원, 우회상장 실태점검, 2006)

금융감독위원회는 증가된 우회상장의 유형을 합병보다 규제가 상대적으로 적은 포괄적 주식교환이나 주식스왑(자산양수)으로 보고 M&A 활성화를 저해하지 않는 범위 내에서 불건전한 우회상장을 관리할 수 있는 방안을 위해 2006년 6월 "코스닥시장 우회상장 관련 제도개선"을 마련하여 시행하였다.

<표 5> 코스닥 시장의 우회상장 현황

구 분	도입 이전			도입 이후					
	'04년	'05년	'06년 상반기	'06년 하반기	'07년	'08년	'09년	'10년 상반기	총 계
합 병	22	25	11	4	33	34	23	14	166
포괄적 주식교환 & 자산양수	14	39	26	3	6	5	3	-	96
영업양수	1	3	1	-	-	-	-	-	5
합 계	37	67	38	7	39	39	26	14	267

* 자료출처 : 2006년 5월 9일 금융감독원 보도자료, 2010년 9월 15일 금융위원회 보도자료

2. 2006년 코스닥기업 우회상장 관련 제도개선 방안

2006년 금감위에서는 우회상장의 관리강화, 주식가치 평가의 합리성 제고방안, 우회상장기업에 대한 공시 강화, 우회상장기업에 대한 불공정거래 감시 강화 등의 개선방안을 발표하였다.

금감위에서는 합병비율 등을 주로 합병회사의 외부감사인 등이 평가를 하고 있어 공정성이 취약하고, 피 합병회사의 소멸로 수익가치 추정치의 사후 확인이 어려워 부실평가에 대한 제제가 곤란한 현실이며, 비상장기업 가치평가의 본질가치에 의존하여 회사의 자의적인 매출 과다추정 등에 의해 고평가될 우려와 현

실적인 문제점이 있는 것으로 파악하고 아래와 같이 평가기관의 공정성 제고방안 및 가치평가 합리성 제고방안을 발표하였다[11].

먼저, 외부평가기관의 평가 공정성 제고 방안으로 합병비율 등의 외부평가를 복수기관으로 의무화하는 방안을 재경부와 협의하여 추진하고 합병당사회사와 외부평가기관이 금전적 이해관계가 있는 경우(예 : 감사계약 체결 법인, 평가담당 회계사가 합병당사회사에 출자한 경우 등) 평가업무를 제한하는 등 외부평가 제한사유를 확대하며, 외부평가기관 평가의견서에 최근 2년간 평가기업 실적을 포함시켜 평가능력에 대한 검증을 강화하기로 하였다[12].

다음으로, 비상장기업 가치평가의 합리성 제고 방안으로 비상장기업 주식가치 평가의 절차 및 방법 등에 대한 모범규준을 금융감독원, 공인회계사회 등 관계기관과 공동으로 마련하여 비상장기업 가치평가에 대한 합리성을 제고하기로 하였다. 모범규준에는 평가방법뿐만 아니라 평가절차의 객관성, 충실성 확보에 필요한 업무수행 절차를 포함하고, 신고서 심사 시 모범규준 준수여부를 관리, 감독하는 방안을 검토하기로 하였다[13].

금융위원회는 2010년 9월에 '우회상장의 동향 및 대응방향'을 발표하였다. 당시 네오세미테크(주) 등 일부 우회상장한 기업들이 회계부실, 횡령 등으로 바로 상장폐지되는 사례가 발생하면서 투자자들에게 피해를 입히고 자본시장의 신뢰를 저하시키는 결과를 초래하였고, 2006년 6월 우회상장 관리제도 도입이후 총 16개사가 상장폐지 되는 등 많은 문제점들이 발생하여, 금융위원회는 불건전한 우회상장을 방지하기 위해 공청회 등 의견수렴을 거쳐 우회상장 제도개선 방안을 마련·시행하기로 하였다[14].

2010년 9월 금융위원회의 발표내용에서는 금감위의 2006년 6월 우회상장 관리제도 도입이후를 기점으로 하여 2006년 상반기부터 유형별 우회상장 실태조사를 실시하였고, 우회상장은 코스닥 시장에서 대부분 발생하고 있으므로 코스닥 시

---

11) 금융감독원 보도자료. 전게서
12) 금융감독원 보도자료. 상게서
13) 금융감독원 보도자료. 상게서
14) 금융위원회, 보도자료 : 우회상장 최근 동향 및 대응방향 (2010.9.15), 2010. 참조

장에서의 우회상장 현황을 발표하였다.(유가증권 시장의 경우에는 총 3건, 합병 '08년 2건, 주식의 포괄적 교환 '06년 1건 발생)

금융위원회는 우회상장 제도개선 방안으로 우회상장을 준비 중인 비상장법인에 대하여도 회계 투명성 강화를 위해 지정 감사인제도[15] 도입을 검토하였고, 회계감독제도 선진화 T/F(금융위원회, 금융감독원, 공인회계사회, 상장협회 등 참여)에서 M&A 정보유출 방지 및 절차 간소화 방안 등을 마련하여 최종 추진여부를 확정 발표하기로 하였으며, 우회상장된 기업에 대해서는 감리대상에 우선 선정하여 허위 재무제표 작성여부 등에 대해 금감원이 감리를 실시하기로 하였다[16].

그리고 우회상장을 준비하는 비상장법인의 가치가 과대평가되어 부실로 이어지지 않도록 합병가액 산정방법 개선 및 외부평가를 강화하기로 하였으며, 특히 기업가치 평가 시 기업의 위험을 충분히 반영토록 하고 우회상장기업을 부실 외부평가 시 평가기관에 대한 제재를 강화하기로 하였다[17].

15) 투자자보호를 위해 신규상장, 관리종목 지정, 분식회계 기업등 공정한 감사가 필요한 경우 증권선물위원회가 지정한 감사인의 외부감사를 의무화한 제도
16) 금융위원회, 보도자료. 상게서
17) 금융위원회, 보도자료. 상게서

제3장 비상장주식 평가제도

제1절 상속·증여세법 및 자본시장법상 비상장주식 평가제도

합병 및 주식의 포괄적 교환 시 거래당사자들 간에는 이익의 이전이 발생하게 되고 이에 대하여 상속세 및 증여세법(이하 “상속·증여세법”) 및 법인세법에서는 일정 요건을 충족할 때 법으로 정하는 이익에 상당하는 금액을 증여재산가액 및 익금산입, 부당행위계산으로 하여 과세하고 있다. 이러한 이익 계산의 핵심은 ‘시가’의 산정에 있다 할 것이고, 이는 결국 합병 및 주식의 포괄적 교환 시 ‘주식의 가치평가’에 달려 있다.

그러나 비상장법인의 주식평가와 관련해서는 상속·증여세법과 자본시장법에서 규정하고 있는 평가 방법에 차이점이 존재하고, 이에 따라 종종 상이한 평가 결과가 산출되곤 한다. 그리고 합병 및 주식의 포괄적 교환을 통한 우회상장 시 이러한 비상장주식 평가 결과의 차이로 인하여 많은 문제들이 발생하고 있고, 학계 및 관련기관에서도 이러한 문제점을 인식하고 개선해 나가려고 노력하고 있다. 아래에서는 이러한 상속·증여세법과 자본시장법 상의 비상장주식 평가에 대한 법령 규정에 대하여 살펴보기로 한다.

1. 상속·증여세법상 비상장주식 평가제도

가. 상속·증여세법상 시가의 개념 및 비상장주식 평가제도 연혁

상속·증여세법상 상속세나 증여세가 부과되는 재산의 가액은 상속개시일 또는 증여일 현재의 시가(時價)에 의하여 평가하는 것이 원칙이고, 여기서 시가는 불특정 다수인 사이에 자유롭게 거래가 이루어지는 경우에 통상적으로 성립된다고 인정되는 가액으로 하며, 수용가격·공매가격 및 감정가격 등 대통령령으로 정하는 바에 따라 시가로 인정되는 것을 포함한다. 그러나 시가를 산정하기 어려운

경우에는 해당 재산의 종류, 규모, 거래상황 등을 고려하여 보충적 평가방법으로 평가한 가액을 시가로 보도록 규정하고 있다.(상속·증여세법 제60조 '평가의 원칙 등')

상속세와 증여세는 상속받거나 증여받은 재산이 가지고 있는 경제적 가치를 화폐액으로 환가하여 그 가액을 결정하고 이를 기초로 과세하게 되므로 재산평가는 상속세와 증여세액의 산출에 있어 가장 중요한 사항이다. 그러나 그 재산의 가치를 객관적으로 평가한다는 것은 용이한 일이 아니며, 조세공평의 관점에서 통일된 방법으로 재산을 평가하는 것이 바람직하므로 세법에서는 상속 또는 증여재산을 평가함에 있어 시가평가를 원칙으로 하되, 시가를 산정하기 어려운 때에는 과세행정의 획일성·신속성을 위하여 시가에 갈음할 수 있는 보충적인 평가방법에 의하여 평가하도록 이를 규정하고 있는 것이다[18].

상장주식은 한국증권선물거래소가 개설한 유가증권시장 또는 코스닥시장에서 거래되는 시세가 있으므로 그 가액을 평가하기 위한 객관적인 기준이 있으나, 비상장주식은 유가증권시장 등에서 거래된 실적이 없는 주식이므로 평가의 객관적 기준이 분명하지 않아 비상장 주식의 평가에 관한 내용은 그동안 여러 번 변경되어 왔다.

상속세법이 1950.3.22. 제정된 이후 비상장주식의 평가방법에 대해 처음으로 규정한 것은 1967.12.30.에 일부 개정된 시행령 제1조의 5에서였다. 이에 따르면 시가를 원칙으로 하되, 시가를 산정하기 어려운 비상장주식은 상속개시일 현재의 당해법인의 순자산가액을 주식총수로 나누어 1주당가액을 계산하도록 하는 보충적 평가방법을 규정하였다. 이후 순손익가치에 의한 평가방법의 도입, 순손익가치의 가중평균방식 도입, 비 지배주주 주식에 대한 경감제도 및 지배주주의 주식에 대한 할증제도, 부동산과다법인의 주식평가 특례, 순손익가치 평가 시 추정이익에 의한 평가방법 도입 등 많은 평가방법과 특례들이 도입되기도 하고 개정·폐기되기도 하면서 변경을 거듭하여 왔다.

---

18) 국세청, 상속·증여재산의 평가 세법해설, 2004. 참조

2003.12.30. 상속·증여세법 시행령 개정에서 종전에는 순손익가치를 원칙으로 하되 기업을 청산가치로 평가하는 점을 감안하여 최소한 순자산가치 이상 평가되도록 하고 있었으나, 회계이론상 기업의 가치는 순이익과 순자산가치에 의해 서로 보완적으로 결정된다고 보는 것이 일반적이고, 상당수 비상장법인의 경우 순자산가치가 선택되는 경우가 많아 기업의 실질가치에 비해 과대평가된다는 지적이 있어 순손익가치와 순자산가치의 가중평가제도를 도입하였다. 순손익가치와 순자산가치를 가중 산술평균한 가액으로 평가하는 것으로 순손익가치와 순자산가치의 가중치를 각각 3:2로 하도록 하였다[19].

그리고 당시 시행령 개정에서 상속·증여세법 시행령 제56조의2 규정을 신설하여 중소기업주식의 국세청 평가위원회 평가제도를 도입하였다. 이는 종전의 비상장주식에 대한 보충적 평가방법은 법인의 분식 등 회계 관행 등을 감안할 때 기업의 실질가치에 비해 과대 또는 과소평가되는 사례가 있으나 이를 시정할 방법이 없어, 중소기업주식에 대하여는 납세자의 신청을 받아 국세청에 설치된 평가위원회에서 개별기업의 특성에 맞는 다양한 방법에 의하여 평가할 수 있는 근거를 마련하여 기업의 실질가치를 반영하고, 과세형평 및 납세자와의 마찰을 축소하기 위하여 도입되었다[20].

나. 현행 상속·증여세법상 비상장주식 보충적 평가제도

상속·증여세법 제63조에서는 비상장주식의 평가방법에 대하여 '한국거래소에 상장되지 아니한 주식 및 출자지분은 해당 법인의 자산 및 수익 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 방법으로 평가한다'고 규정하고 있다.

상속·증여세법 시행령에서는 비상장주식의 평가금액을 비상장기업의 1주당 순손익가치와 1주당 순자산가치를 각각 3과 2의 비율로 가중 평균한 가액으로 하도록 규정하고 있다.

---

19) 재정경제부, 2003년 개정세법 해설 (2004.5.13), 2003. 참조
20) 재정경제부, 2003년 개정세법 해설 (2004.5.13), 2003. 참조

비상장주식 1주당 평가액	=	$\frac{\text{1주당 순손익가치} \times 3 + \text{1주당 순자산가치} \times 2}{5}$

다만, 상속세 및 증여세 과세표준 신고기한 이내에 평가대상 법인의 청산 절차가 진행 중이거나 사업자의 사망 등으로 인하여 사업의 계속이 곤란하다고 인정되는 경우 등 특정한 경우[21]에는 상기의 순손익가치와 순자산가치를 가중 평균하는 방법에도 불구하고 순자산가치에 의하여 평가한다.

순자산가치는 아래와 같이 계산한다.

1주당 순자산가치 = 당해 법인의 순자산가액 ÷ 발행 주식총수

여기에서 당해 법인의 순자산가액은 평가기준일 현재 당해 법인의 자산을 상속·증여세법 규정에 의하여 평가한 가액에서 부채를 차감한 가액으로 하며, 순자산가액이 0원 이하인 경우에는 0원으로 한다[22].

---

21) 상속·증여세법 시행령 제54조 제4항
1. 법 제67조 및 법 제68조의 규정에 의한 상속세 및 증여세 과세표준 신고기한 이내에 평가대상 법인의 청산절차가 진행 중이거나 사업자의 사망 등으로 인하여 사업의 계속이 곤란하다고 인정되는 법인의 주식 또는 출자 지분
2. 사업개시전의 법인, 사업개시 후 3년 미만의 법인과 휴·폐업 중에 있는 법인의 주식 또는 출자 지분
3. 평가기준일이 속하는 사업연도 전 3년 내의 사업연도부터 계속하여 「법인세법」상 각 사업연도에 속하거나 속하게 될 손금의 총액이 그 사업연도에 속하거나 속하게 될 익금의 총액을 초과하는 결손금이 있는 법인의 주식 또는 출자 지분
4. 「소득세법 시행령」 제158조제1항 제5호가목에 해당하는 법인의 주식 등

22) 상속·증여세법 시행령 제55조 '순자산가액의 계산방법'
① … 이 경우 당해 법인의 자산을 법 제60조제3항 및 법 제66조의 규정에 의하여 평가한 가액이 장부가액(취득가액에서 감가상각비를 차감한 가액을 말한다. 이하 이 항에서 같다)보다 적은 경우에는 장부가액으로 하되, 장부가액보다 적은 정당한 사유가 있는 경우에는 그러하지 아니하다.
<개정 1998.12.31, 2000.12.29, 2003.12.30, 2009.2.4>
② 제1항의 규정을 적용함에 있어서 기획재정부령이 정하는 무형고정자산·준비금·충당금등 기타 자산 및 부채의 평가와 관련된 금액은 이를 자산과 부채의 가액에서 각각 차감하거나 가산한다.
<개정 1998.12.31, 2002.12.30, 2008.2.29>
③ 제1항의 규정을 적용함에 있어서 제59조제2항의 규정에 의한 영업권평가액은 당해 법인의 자산가액에 이를 합산한다. 다만, 제54조제4항의 규정에 의하여 평가하는 경우에는 그러하지 아니하다.

그리고 순손익가치는 아래와 같이 계산한다.

1주당 순손익가치	=	$\frac{\text{1주당 최근 3년간의 순손익액의 가중평균액}}{\text{순손익가치 환원율(10\%)}^{23)}}$

상기 순손익가치 산출 방법에서 1주당 최근 3년간의 순손익액의 가중평균액은 아래와 같이 계산한 가액으로 한다.

1주당 최근 3년간의 순손익액의 가중평균액 =
{(평가기준일 이전 1년이 되는 사업연도의 1주당 순손익액 × 3) +
(평가기준일 이전 2년이 되는 사업연도의 1주당 순손익액 × 2) +
(평가기준일 이전 3년이 되는 사업연도의 1주당 순손익액 × 1)} × 1 / 6

다만, 해당 법인이 일시 우발적 사건으로 해당 법인의 최근 3년간의 순손익액이 비정상적으로 증가하는 등 상기 계산방법에 의하여 산출된 가액으로 하는 것이 불합리한 경우[24]에는 기획재정부령으로 정하는 신용평가 전문기관, 공인회계

---

23) 상속·증여세법 시행령 제54조 제1항
금융기관이 보증한 3년 만기 회사채의 유통수익률을 감안하여 기획재정부장관이 정하여 고시하는 이자율

24) 상속세 및 증여세법 시행규칙 제17조의 3 '1주당 최근 3년간의 순손익액의 계산방법'
① 영 제56조제1항 각호외의 부분 전단에서 "기획재정부령으로 정하는 경우"란 다음 각 호의 1에 해당하는 사유로 1주당 최근 3년간의 순손익액의 가중평균액으로 평가하는 것이 불합리한 경우를 말한다.
1. 기업회계기준의 자산수증이익, 채무면제이익, 보험차익 및 재해손실(이하 이 조에서 "자산수증이익 등" 이라 한다)의 합계액에 대한 최근 3년간 가중평균액이 법인세 차감 전 손익에서 자산수증이익 등을 뺀 금액에 대한 최근 3년간 가중평균액의 50퍼센트를 초과하는 경우
2. 평가기준일전 3년이 되는 날이 속하는 사업연도 개시일부터 평가기준일까지의 기간 중 합병·분할·증자 또는 감자를 하였거나 주요업종이 바뀐 경우
3. 법 제38조의 규정에 의한 증여받은 이익을 산정하기 위하여 합병당사법인의 주식가액을 산정하는 경우
4. 최근 3개 사업연도 중 1년 이상 휴업한 사실이 있는 경우
5. 기업회계기준상 유가증권·유형자산의 처분손익과 자산수증이익 등의 합계액에 대한 최근 3년간 가중 평균액이 법인세 차감 전 손익에 대한 최근 3년간 가중평균액의 50퍼센트를 초과하는 경우
6. 주요 업종(당해 법인이 영위하는 사업 중 직접 사용하는 유형고정자산의 가액이 가장 큰 업종을 말한다)에 있어서 정상적인 매출발생기간이 3년 미만인 경우
7. 제1호부터 제7호까지와 유사한 경우로서 기획재정부장관이 정하여 고시하는 사유에 해당하는 경우

사법에 따른 회계법인 또는 세무사법에 따른 세무법인 중 둘 이상의 신용평가 전문기관, 회계법인 또는 세무법인이 산출한 1주당 추정이익의 평균가액으로 할 수 있다고 규정하고 있다.

다. 평가심의위원회에 의한 비상장주식의 평가

국세청은 2003.12.30. 상속·증여세법 시행령 개정에서 현행 비상장주식에 대한 보충적 평가방법은 법인의 분식 등 회계 관행 등을 감안할 때 기업의 실질가치에 비해 과대 또는 과소평가되는 사례가 있으나, 이를 시정할 방법이 없어 중소기업주식에 대하여는 납세자의 신청을 받아 국세청에 설치된 평가위원회에서 개별기업의 특성에 맞는 다양한 방법에 의하여 평가 또는 평가방법을 제시할 수 있는 근거를 신설하여 당해 기업의 실질가치를 반영하여 평가될 수 있도록 함으로써 과세형평 및 납세자와의 마찰을 축소한다는 취지에서 평가심의위원회를 도입하기로 하고 2005.1.1. 이후 상속이 개시되거나 증여하는 분부터 적용키로 하였다[25].

2. 자본시장법상 비상장주식 평가제도

자본시장법은 자본시장에서의 금융혁신과 공정한 경쟁을 촉진하고 투자자를 보호하며 금융투자업을 건전하게 육성함으로써 자본시장의 공정성·신뢰성 및 효율성을 높여 국민경제의 발전에 기여함을 목적으로 2007.8.3. 제정되었다.

자본시장법에서는 주권상장법인이 다른 법인과의 합병 및 주식의 포괄적 교환 또는 포괄적 이전 등의 행위를 하기 위해서는 동법 시행령에서 정하고 있는 요건·방법 등 기준에 따라야 한다고 규정하고 있다. 그리고 자본시장법 시행령에서는 주권상장법인이 주권비상장법인과 합병하려는 경우 주권비상장법인의 경우에는 자산가치와 수익가치를 가중 산술평균한 가액과 상대가치의 가액을 산술평균한 가액으로 합병가액을 산정하되, 상대가치를 산출할 수 없는 경우에는 자산

25) 국세청, 개정세법해설, 2004. 참조

가치와 수익가치를 가중 산술평균한 가액으로 합병가액을 산정하도록 규정하고 있다. 주식의 포괄적 교환 또는 포괄적 이전의 경우에도 상기 내용을 준용하도록 하고 있다.

금융감독원에서 고시하는 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 시행세칙에서는 자산가치·수익가치의 가중산술평균방법은 자산가치와 수익가치를 각각 1과 1.5로 하여 가중 산술평균하는 것으로 규정하고 있다. 이는 상속·증여세법상 1주당 순손익가치와 1주당 순자산가치를 각각 3과 2의 비율로 가중 평균하는 것과 사실상 동일한 내용이라 할 수 있다.

그리고 자산가치는 분석기준일 현재의 평가대상회사의 주당 순자산가액으로서 순자산/발행주식의 총수로 산정하도록 하고 있으며, 이 경우에 발행주식의 총수는 분석기준일 현재의 총 발행주식수로 한다.

그러나 수익가치는 향후 2사업연도(주요사항보고서를 제출하는 날이 속하는 사업연도와 그 다음 사업연도를 말한다)의 추정 재무제표를 기준으로 주당 추정이익/자본환원율[26]로 산정하도록 하고 있다.

여기에서 주당추정이익은 제1차 사업연도 및 제2차 사업연도의 주당추정이익을 각각 3과 2로 하여 가중 산술평균한 가액으로 한다. 다만, 제2차 사업연도의 주당추정이익이 제1차 사업연도의 주당추정이익보다 적을 때에는 단순 평균한 가액으로 한다[27].

증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 시행세칙에서 규정하고 있는 수익가치와 상속·증여세법에서 규정하고 있는 순손익가치는 기본개념에 있어서는 유사하다고 할 수 있으나, 상속·증여세법에서는 과거 3년간의 순손익액을 기준으로 하는 반면 시행세칙에서는 미래 2년간의 추정이익을 기준으로 하는 점이 다르다.

---

26) 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 시행세칙 제6조 '수익가치'
② 제1항의 자본환원율은 분석기준일 현재 다음 각 호의 이율 중 큰 이율을 적용한다.
1. 평가대상회사가 상환하여야 할 모든 차입금의 가중평균이자율의 1.5배
2. 「상속세 및 증여세법 시행령」 제54조제1항에 따라 기획재정부장관이 정하여 고시하는 이율

27) 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 시행세칙 제6조 '수익가치'
주당추정이익 = (추정 법인세비용차감전 계속사업이익 - 우선주배당조정액 - 법인세 등) ÷ 사업연도 말 현재의 발행주식수

3. 우회상장 시 비상장주식의 평가관련 법령의 분석

상속세 및 증여세법 제 60조 제 1항에서는 “상속세나 증여세가 부과되는 재산의 가액은 상속개시일 또는 증여일(평가기준일) 현재의 시가에 의한다.”라고 하여 시가평가의 원칙을 제시하고 있는데, 동조 제2항에서는 시가를 “불특정다수인 사이에 자유로이 거래가 이루어지는 경우에 통상 성립된다고 인정되는 가액으로 하고 수용·공매가격 및 감정가격 등 대통령령이 정하는 바에 의하여 시가로 인정되는 것을 포함한다.”라고 규정하였다.

여기서 “시가로 인정되는 것”의 범위를 상속·증여세법시행령 제49조에서는 평가기준일 전후 6개월(증여재산의 경우에는 3개월)이내의 기간 중 해당 재산에 대한 매매사실이 있는 경우 거래가액(단, 특수 관계자와의 거래 등 부당하다고 인정되는 경우는 제외)으로, 해당 재산에 대하여 수용·경매 또는 공매사실이 있는 경우에는 보상가액·경매가액 또는 공매가액으로 하고 있다[28].

다만, 평가기간에 해당하지 않는 기간 중에 매매 등이 있는 경우에도 평가기준일부터 매매계약일 등에 해당하는 날까지의 기간 중에 주식발행회사의 경영상태, 시간의 경과 및 주위환경의 변화 등을 고려하여 가격변동의 특별한 사정이 없다고 인정되는 때에는 평가심의위원회의[29] 자문을 거쳐 해당 매매 등의 가액을 시가로 인정되는 가액에 포함시킬 수 있다고 하고 있다.

---

28) 전병욱, “우회상장 시 비상장주식 시가평가와 관련한 과세상 문제점과 개선 방안”, 동아법학 제52호, 2011.

29) 비상장주식의 가액 평가 및 평가방법에 대한 심의를 위하여 국세청평가심의위원회를 두는데 동(同) 위원회는 국세청장이 국세청의 3급 공무원, 4급 공무원 또는 고위공무원단에 속하는 일반직 공무원 중에서 임명하는 자 3인과 국세청장이 위촉하는 9인 이내의 평가전문가(변호사·회계사무사·세무사·감정평가사 및 그 밖에 기업의 인수·합병과 관련하여 학식과 관련하여 학식과 경험이 풍부한 자를 말한다.)로 구성하고 납세자의 신청을 받은 때에 평가대상 법인의 단순 회계상의 오류 또는 사실과 다른 회계처리의 정정, 비상장주식의 평가 산식 중 순손익 가치환원율의 산정, 평가대상 법인과 자산·매출액 규모 및 사업의 영위기간 등을 감안하여 동종의 업종을 영위하고 있는 다른 주권상장법인 등의 주식가액과의 비교평가 등에 관하여 심의하되, 공정하고 객관적인 심의를 위하여 필요하다고 인정되는 경우에는 신용평가전문기관에 평가를 의뢰하거나 심의에 앞서 관계인의 증언을 청취할수 있다(상속·증여세법시행령 제56조의2). 국세청평가심의위원회와 유사하게 지방청평가심의위원회도 둔다.

제2절 주요국의 비상장주식 평가제도

1. 미국

가. 비상장주식의 평가원칙

미국의 내국세법(Internal Revenue Code of 2000)에서는 비상장주식의 평가에 대한 정형적인 계산방법을 규정하지는 않으며, 주식평가의 기본원칙만을 제시하고 있다. 세법에서는 원칙적인 사항만 간략하고 포괄적으로 규정하고 대부분의 평가와 관련된 문제들을 행정통칙이나 훈령, 예규 등에 위임하고 있다. 비상장주식의 평가원칙은 회사별로 상이한 평가요소를 적절히 고려하고 또한 증권거래소에 상장되어 있는 동일 또는 유사업종의 주식가치도 함께 고려하여 합리적인 가격을 도출하여 과세하도록 하고 있다[30].

나. 비상장주식의 평가방법[31]

미국에서는 비상장주식의 가치평가에 있어서 원칙적으로 당사자들의 거래환경이나 특성에 따라 결정하도록 하고 있다.

미국의 평가방법의 특징은 우리나라나 일본의 경우와 같이 정형화된 방법과 계산식을 규정해 놓고 이를 일률적으로 적용하도록 하는 것이 아니라, 유사상장회사의 주식가격과 함께 사업의 성격과 연혁·일반적인 경제전망과 산업전망·장부가치 및 재무상태·소득능력·배당지불능력·신용의 존재 또는 기타 무형가치·장외시장 등에서 거래된 시장가격 등의 요인들을 적절히 고려하여 기업의 특성에 맞는 평가방법 및 할인율을 적용하도록 하고 있다.

이러한 요인들을 고려하여 실무에서 일반적으로 사용하는 평가방법에는 순자산가치방법, 수익가치방법, 소득접근방법, 시장접근방법 또는 비교평가방법

---

30) 한국상, “비상장주식 평각방법 개선방안”, 「월간 재정 포험」 제62호, 한국조세연구원, 2001.8.. p.9
31) 박명호·김태훈·기은선, “주요국의 비상장주식 평가제도”, 한국조세연구원 세법연구, 2008.

등이 있으며, 이들 평가방법 중 어느 한 가지 방법만을 선택하여 사용하는 것은 아니다. 다양한 평가방법 중 적합하다고 판단되는 복수의 방법을 적용하여 산출한 평가액에 적절한 가중치를 부여하여 가중평균[32]하는 방식으로 평가금액을 도출하고 있다.

1) 순자산가치 평가법

순자산가치법은 자산총액에서 부채총액을 차감한 후 이를 발행주식수로 나누어 평가하며 자산에 대해서는 그 장부가액을 조정한다. 즉 투자유가증권, 부동산 등 비사업용 자산은 시장현실을 반영한 시장가격 기준으로 재평가하여야 하며, 일반적 목적의 업무용 공장과 설비 등 사업용 고정자산에 대해서는 감가상각된 대체비용에 의해 조정된다.

2) 수익가치 평가법

수익가치 평가법은 평균이윤을 자본환원율로 나눈 것이며, 이를 발행주식수로 나누어 1주당 평가액을 산출하는 방법이다.

평균이윤은 통상 최근 5년간의 평균이윤을 사용하는데, 각 연도의 손익계산서상 세후 이익에 회계처리 및 경영정책상 재량에 따라 좌우되는 비용 및 지출의 적정성 여부와 재고자산 평가방법의 적정성 여부, 통상성이 없는 이익과 손실 등에 대한 검토 항목을 가감 조정하여 계산한다.

자본환원율은 주식이나 기업가치 평가 시 이윤 또는 배당을 할인하는 적정율로서 적정한 자본환원율을 공식화하는 것은 매우 어려운 문제이다. 이러한 점을 고려하여 자본환원율을 결정함에 있어서 사업의 성질, 사업과 관련된 리스크, 이윤의 안정성 및 불규칙성을 고려하도록 하고 있다.

---

32) 각 방법별 가중치에 대하여 정형화된 것은 없으며, 구체적인 사례에 따라 다르게 적용된다. 일반적으로 상품을 판매하는 회사의 경우에는 수익력에 더 높은 가중치를 부여하고, 부동산 보유회사나 투자회사의 경우에는 순자산가치에 더 높은 가중치를 부여한다.

3) 배당가치 평가법

배당가치 평가법은 평가대상 기업의 미래 배당능력을 가치평가의 요소로 하는 방법으로 과거에 실제로 지급된 배당보다는 현재 배당을 지급할 수 있는 능력이 보다 중요하게 고려되어야 한다고 규정하고 있다.

배당지급능력은 수익력 평가방법과 같은 방법으로 세후이익을 가감조정하고 그 조정이익에서 경쟁과 성장을 위해 필요하다고 인정되는 범위의 합리적인 유보이익을 공제한다. 이렇게 산정된 배당지급가능이윤을 발행주식수로 나누어 주당배당가능이익을 계산한다. 그리고 주당배당기능이익을 자본 환원하는데 그 자본 환원율은 이윤을 자본 환원하는 비율보다 현저하게 낮아야 한다[33].

4) 상대가치 평가법

상대가치 평가법은 증권시장에 상장된 유사한 업종 및 규모의 법인 주식가격과 평가대상 법인의 주식가치를 비교 평가하는 방법이다. 상대가치 평가법 선택 시 고려해야 할 사항은 첫째, 동일 또는 유사업종의 사업을 경영하는 법인의 주식이어야 하고 둘째, 상장된 주식을 우선해야 하며, 그렇지 않으면 장외시장에서 실제로 거래되고 있는 주식이어야 하며 셋째, 비교 주식은 장내거래이든 장외거래이든 간에 평가 기준일에 실제로 공개된 시장에서 자유롭게 거래된 증거를 갖추어야 하고 넷째, 사업이 쇠퇴하고 시장이 축소되고 있는 법인의 주식 한 가지만으로는 현재 번창하면서 시장점유가 확대되어 가는 평가회사의 주식평가를 하는데 비교대상 주식이 될 수 없고 다섯째, 보통주에 추가하여 우선주 등을 가진 회사의 주식가치를 한 가지 종류의 주식을 가지는 회사의 주식가치와 비교할 수 없다는 점을 강조하고 있다[34].

5) 평가방법의 조합 및 가중치

---

33) 최봉길, “상속·증여세 과세목적상 비상장주식평가의 문제점과 개선방안”, 건국대학교 박사학위논문, 2007, p125.

34) 최명근, 「한국조세의 제 문제」, 조세통람사, 1991. p125.

기업가치 평가 시 평가대상 기업 각각의 특성 및 평가 목적에 따라 자산가치가 중요한 고려 요인이 될 수도 있고 수익가치가 더욱 중요한 경우도 있으므로 각각의 평가요소에 가중치를 부여하여 평가할 수 있다. 즉, 위의 여러 평가방법들을 조합하면서 사업의 성질에 따라 각 평가방법에 가중치를 주는 등의 방법으로 최선의 평가방법을 찾는 것을 허용하고 있다.

2. 영국

가. 기본적인 과세체계

영국도 미국의 경우와 같이 본법에서는 원칙적인 과세가능성만 규정하고 세부적으로는 세법 집행부서인 내국세입청이 정하는 통칙, 예규, 훈련 등의 과세체계를 통하여 평가규정을 합리적으로 조정하고 있다. 영국에서의 특기할만한 제도는 평가사무국(Valuation Office Agency : VOA)의 운영이다. VOA는 영국의 내국세입청 소속으로서 민간인들로 구성된 전문평가기구로서 자산평가에 대한 전반적이고 기본적인 업무를 관장한다. 실질적인 주식 평가업무는 VOA의 통제하에 외부의 민간 전문평가위원들을 동원하여 일정한 수수료를 받고 평가하도록 하여 평가업무의 공평성과 효율성을 취하고 있다[35].

나. 비상장주식의 평가방법

영국에서 비상장주식의 평가는 영국 국세청에 설치된 독립된 평가사무국에서 통괄하며, 매 5년마다 평가규정을 발표하고 이러한 세부내용들은 수시로 공시를 하여 납세자들이 충분히 대응할 수 있게 하고 있다. 일반적으로 대상기업의 재무제표, 평가시점의 경제적 환경, 대상기업의 배당정책, 주주의 주식소유비율, 주주 권리의 내용, 기타 정보를 고려하여 평가하도록 하고 있다.

영국의 경우 VOA의 평가에 불복하는 경우 소송을 제기할 수도 있으며, 법원 판례의 일반적인 취지는 비상장주식도 상장주식에 대한 평가방법과 같이 비상장

35) Valuation Office(영국), 「Valuation Office Agency Framework Document」. 2001, p.3.

주식이 공개시장에서 매매되었다고 가정하고 추정되는 가격으로 평가되어야 한다는 입장을 취하고 있다[36].

3. 일본

가. 비상장주식의 평가원칙

일본의 경우에는 우리나라와 같이 비상장주식의 평가에 대하여 상속·증여세법에서 주로 규정하고 다른 세법에서 이를 준용하는 체계를 유지하고 있다. 다만 각 자산의 평가방법이나 공식과 같은 구체적인 사항은 세법에서 열거하지 않고 「상속세 재산평가에 대한 기본통달」에 의하여 평가하여 왔다.

일본의 재산평가 기본통달에 의하면 거래시가가 없는 비상장주식의 평가는 일반회사와 특정회사[37]로 구분하며, 지배주주 또는 소액주주인가에 따라 평가방법을 다르게 적용한다. 일반회사의 지배주주에 대하여는 평가회사의 규모별로 대기업, 중기업 및 소기업으로 구분하여 규모별로 서로 다른 평가방법을 적용하도록 규정하고, 특히 중기업의 경우 다시 대·중·소로 구분하여 격차를 조정하는 정교한 방법을 사용하도록 하고 있다[38].

경영지배권이 없는 소액주주의 주식은 특례적 평가방법인 배당환원가액방식[39]을 적용한다(재산평가 기본통달 제179조).

나. 비상장주식의 평가방법

1) 대기업 주식의 평가

대기업의 주식평가는 유사업종 비준가액방식을 원칙으로 하되, 납세자의 선택

---

36) 박명호·김태훈·기은선, “주요국의 비상장주식 평가제도”, 한국조세연구원 세법연구, 2008.

37) 특정회사란 청산중인 회사, 개업 전이거나 휴업 중인 회사, 개업 후 3년 미만인 회사, 토지보유 및 주식보유 특정회사를 말한다.

38) 이우택, “우리나라 주식평가 및 과세체계의 본질적 개편방안”, 세무학연구. 제21권 제 4호, 2004.12. p.145.

39) 평가주식의 최근 수년간의 연평균 배당액 및 장래의 예측배당액을 일정한 자본 환원율을 적용하여 산출하는 방식이다.

에 따라 상속·증여세법에 의한 1주당 순자산가액으로 평가할 수 있다. 주가의 형성요인에는 순자산가액, 배당, 이익, 경영자의 능력, 기타 사업내용 등이 있으나 유사업종 비준가액이라 계량화할 수 있는 배당금액, 이익금액, 순자산 가액을 기본으로 하여 계산한 비준가액에 의한 것을 말한다.

유사업종 비준가액방식이란 사업내용이 유사한 상장회사의 주가를 비교하여 그 평가대상회사의 주식가액을 계산하는 방식을 말하며, 유사업종의 주가에 따른 1주당 배당금액, 이익규모, 순자산가액(장부가액 기준)으로 기본으로 하여 계산한 금액으로 한다[40].

2) 중기업 주식의 평가

중기업의 주식평가는 유사업종비준가격을 기준으로 한 다음의 산식으로 계산한다. 다만, 회사의 선택에 따라 상속·증여세법에 의한 1주당 순자산가액으로 평가할 수 있도록 하고 있다.

평가액 = [유사업종 비준가액 × L] + [1주당 순자산가액 × (1-L)]

산식에서 L은 가중치로서 ① 평가회사의 총자산가액 및 종업원 수에 따른 비율과 ② 직전기말 이전 1년간의 거래금액 중 높은 비율을 적용하도록 하고 있으며, 대기업에 가까운 기업은 0.90, 중간규모의 기업은 0.75, 소기업에 가까운 기업은 0.60을 적용한다.

---

40) 우리나라 증권거래법 시행령 제84조의7에서는 이를 '상대가치'라고 하며, 자본금·매출액 규모·주요 재무비율·주당 수익력 및 제품구성비 등이 가장 유사한2개 이상의 주권상장법인 또는 코스닥상장법인으로 하여, 다음과 같이 산정하도록 하고 있다(유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 시행세칙 제8조).

㉠ 유사회사별 비교가치 = 유사회사의 주가 × (발행회사의 주당경상이익 / 유사회사의 주당경상이익 + 발행회사의 주당순자산 / 유사회사의 주당순자산) ÷ 2

㉡ 상대가치는 1회사의 유사회사별 비교가치를 평균한 가액의 30%이상을 할인한 가격으로 적용한다.

㉢ 상기 ㉠의 주당경상이익은 2년간의 평균액으로 하며, 다음 산식으로 계산한다.

주당경상이익 = [최근사업연도의 경상이익 / 발행주식 총수 + 직전 사업연도의 경상이익 / 발행 주식 총수] ÷ 2

3) 소기업 주식의 평가

소기업의 주식평가는 상속·증여세법 기본통달이 정하는 바에 따라 평가한 1주당 순자산가액으로 평가한다. 다만, L을 0.50으로 하여 중기업의 주식평가방법에 따라 평가할 수 있도록 하고 있다.

4. 독일

가. 평가에 대한 규정

독일에서는 기업자산의 평가에 대한 규정이 세법 내에 평가법(Bewertungsgesetz)이라는 이름으로 독립되어 있다. 평가법의 제11조[41]의 증권과 지분에 대한 평가 규정이 있으나 평가의 일반원칙만 규정되어 있으며, 시행령과 시행세칙도 매우 빈약한 편이다. 그러나 재산세와 상속·증여세의 시행령과 시행세칙에는 기업지분의 평가와 관련된 규정이 많이 들어 있다. 아울러 주식평가와 관련한 법원의 판례가 많이 존재하고 있으며 실무적으로는 이러한 판례가 중요한 역할을 하고 있다.

나. 비상장주식에 대한 평가원칙

1) 거래에서 형성된 공정가격이 없는 경우 자산과 수익전망을 기초로 추정

---

41) 평가법의 제11조의 전문

a. 평가법의 제11조 제1항

상장주식이나 채권은 그 평가일에 독일의 증권시장에서 공식적으로 기록된 거래가격 중 가장 낮은 가격을 기준으로 평가된다. 평가일에 공식적 거래가격이 존재하지 않으면 평가일 30일 이전의 공식적인 거래에서 가장 마지막 가격을 기준으로 한다. 규제된 시장이나 자유시장에서 거래되는 증권도 이에 상응하는 방법으로 평가한다.

b. 평가법의 제11조 제2항

제 1항에 해당하지 않는 물적회사의 주식(우리나라의 경우 비상장주식에 해당)은 공정가액(Gemeiner Wert)으로 평가한다. 공정가격이 과거 1년 이내의 거래가격으로부터 도출되어질 수 없는 경우에는 당해 회사의 자산 및 수익전망을 기초로 추정한다. 즉 공정가격으로 평가함이 원칙으로 하되, 공정가격 산정이 어려울 때는 당해 물적회사의 재산 및 예상수익을 고려하는 보충적 평가방법을 적용하도록 하고 있다. 자산은 기준시가를 기준으로 평가한다.

공정가격으로 평가함을 원칙으로 하되, 공정가격의 산정이 어려울 때는 당해 회사의 재산 및 수익전망을 기초로 추정하도록 하고 있다. 다만, 유사업종상장기업의 주식시장가격은 평가의 기초로서 인정되지 아니하고 자산은 기준시가로 평가한다.

2) 슈투트가르트 방식으로 평가

슈투트가르트 방식은 자본환원율을 9%로 하여 측정한 초과수익력을 기준으로 평가하는 방식이다. 슈투트가르트 방식은 엄밀한 의미에서는 법원의 판결에 구속력을 가지지 못하지만[42] 재산세 및 상속증여세 과세와 관련하여 오랫동안 납세자·과세당국 및 경제단체들이 협상과정을 통하여 과세당국이 시행세칙으로서 인정받고 있는 방법이다.

3) 할인율 및 할증율 적용

기업의 수익률이 지속적으로 매우 낮은 경우[43]에는 할인율을 적용하도록 하고 있는 바, 이 경우 평가액은 자산가치보다 훨씬 낮게 평가된다.

대주주로서 회사의 경영권을 지배할 수 있는 경우 즉, 회사의 지분율이 25%~50%로서 회사의 경영을 장악할 수 있는 경우에는 5%~10%의 할증율을, 지분율이 50%~74%인 경우에는 15%~20%의 할증율이 적용된다. 한편, 회사의 지분율이 10%이하이거나, 최대주주가 50%이상을 가지는 경우에 25%이하의 지분을 소유하는 주주는 회사의 경영에 영향을 미치지 못하는 경우로 보아 일반적인 방법으로 산정한 공정가치에서 10%를 감하여 계산하다.

---

42) 김유찬, “한국과 독일의 비상장주식에 대한 과세평가제도의 비교연구”, 「경상논총」 제26집, 한독영상학회, 2002.12. p.48.

43) 자본수익율이 매우 낮은 경우라 함은 자산가치에 대한 자본수익률 4.55% 이하인 경우에는 매 0.45%씩 수익률이 낮아질 때 3%씩의 더 높은 할인율을 허용한다.

5. 시사점

주요 외국에서는 비상장주식의 평가 시에 고려하는 요인으로 순자산가치와 순손익가치의 계량적인 요소뿐만 아니라 산업전망, 무형자산의 가치 및 유사업종·유사규모법인의 주식가격 등 질적인 요소까지 측정요소로 규정하고 있다. 또한 기업규모를 대기업·중기업·소기업으로 구분하여 기업규모에 따라 각각 다른 방법으로 평가하게 하는 등 다양하면서 정교한 방법을 적용하도록 하고 있다.

주요 외국의 과세체계는 원칙적이고 일반적인 내용만 세법에 규정하고 세부적인 평가규정은 집행상의 문제로 보아 국세청의 행동지침 형식으로 위임하고 있다. 평가업무의 집행을 위해서는 국세청 내에 평가전문가로 구성된 주식평가국을 설치하여 평가를 받게 하는 등 효율적인 방법들을 채택하고 있다.

우리나라도 주식평가에 대한 세무규정들을 세법에서 규정하는 형식적 실정법주의에서 벗어나 국세청의 행동통칙으로 위임하고, 세법에서 따로 규정하고 있는 평가규정을 재산평가통칙에서 종합적으로 규정하여 모든 세목에서 이를 준용하는 방안을 검토할 필요가 있을 것이다.

제3절 우리나라 우회상장제도의 현황과 문제 인식

우회상장과 관련하여 상속·증여세법 및 법인세법 그리고 자본시장법에 규정하고 있다.

이 중 합병 등 우회상장의 요건과 방법 등에 대하여 자본시장법에서는 비상장법인의 주식평가에 대한 규정을 금융위원회 고시사항인 증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정에 위임하고 있고, 규정에서는 비상장법인 주식평가의 자산가치·수익가치 및 그 가중산술평균방법과 상대가치의 산출방법에 대하여 감독원장이 정하도록 하고 있다.

이와 같이 자본시장법령 및 관련 감독 규정에서 정하고 있는 비상장기업의 주식평가에 대하여는 금융위원회 및 금융감독원이 실질적으로 규정의 제정 및 관리, 감독 권한을 가지고 업무를 수행하고 있다. 하지만, 평가전문기관들의 비상장주식 가치평가 및 합병비율산정이 공정성이 취약하고, 상장 후 피 합병회사의 소멸로 인하여 수익가치 추정치의 사후확인이 어려워 부실평가에 대한 제재가 곤란하며, 회사 및 평가전문기관의 자의적인 매출 과다추정 등과 같은 비상장기업의 주식이 과대평가되어 부실로 이어질 우려 등과 현실적인 문제점이 많은 것으로 알려지고 있다.

이에 자본시장 법령 및 관련 감독규정을 관할하는 기관에서 우회상장 시 비상장기업의 주식평가와 관련한 문제점들에 대하여 깊이 인식하고 관련 규정의 개정을 반복하고 있으나, 법률 및 관련 규정의 개정과 보완책이 우회상장을 악용하는 사례들을 따라가지 못하고 있는 실정이다[44].

이러한 문제점에 대하여 금융위원회는 비 상장법인의 회계투명성을 강화하기 위해 우회상장을 준비 중인 비상장법인에 대하여 지정감사인 제도를[45] 도입하고 우회상장된 기업에 대해서는 감리대상에 우선적으로 선정하여 허위 재무제표의 작성 여부 등에 대하여 금융감독원이 감리를 실시하는 것을 검토하고 있고, 합병가액 산정의 공정성을 제고하기 위해서는 합병가액 산정방법을 개선하고 외부평가를 강화하며, 기업가치 평가 시 기업의 위험을 충분히 반영하도록 하고 우회상장 기업을 부실하게 평가하는 경우 평가기관에 대한 제재를 강화하는 것을 검토하고 있다[46].

이와 같이 우회상장과 관련한 많은 문제점들은 비상장주식의 가치평가의 공정성과 관련된 것인데, 이러한 문제점은 특히 비상장기업을 운영하는 대주주들이 우회상장을 하면서 자의적으로 결정한 금액을 비상장주식의 주식의 시가로 채택

---

44) 류시영, 조현우, 천종환(2009), "우회상장 규제강화가 회계정보의 신뢰성에 미치는 영향: 코스닥시장을 중심으로" 국제회계연구 제25집, pp. 157-174

45) '지정감사인 제도'는 투자자 보호를 위해 공정한 감사가 필요한 경우에 증권선물위원회가 지정한 감사인의 외부감사를 의무화하는 제도이다.

46) 이상의 내용은 2010.9.15.자 금융감독원 보도자료(우회상장 최근 동향 및 대응방향)를 참고한 것이다.

함으로써 거액의 증여세 등을 탈세하려는 시도를 방지할 수 없다는 점에서[47] 조세전문가들 사이에서 많은 비판을 받고 있다.

이하에서는 우회상장 시 비상장주식의 평가와 관련한 개선방안을 제시하고자 한다.

47) 국세청 보도자료(2010.2.4) : 변칙 우회상장 기업주에게 1천억 원 상당 세금추징에서도 지적된 문제점이다.

제4장 우회상장 시 비상장주식의 평가와 관련한 개선방안

제1절 우회상장 시 비상장주식의 시가평가 개선방안

상속·증여세법상 비상장주식의 평가를 위한 “개념상의 시가”에 해당하기 위해서는 “거래시점의 자산가치 뿐만 아니라 향후 전망되는 수익성 등”과 “미래수익 창출가능성 등”을 고려해야 하는 것은 타당하다고 할 수 있다. 하지만 장래의 수익성을 어떻게 평가할지에 대하여 상속·증여세법에 세부규정이 없는 상태에서, 자본시장법에 따라 외부평가기관이 평가한 금액을 정상적인 시가로 인정하는 데에서 비상장법인이 우회상장 시 과세관청이 통제할 수 없는 문제점이 있다고 할 수 있다.

또한, 비상장주식의 정당한 평가방법으로 인정하는 다른 법령의 평가방법도 자본시장법에서 장래의 주관적인 추정재무자료를 이용하고 있고 추정재무자료가 사후적으로 틀린 경우에도 평가기관이 별도의 불이익을 받지 않기 때문에 다양한 이해관계자가 평가기관에 영향을 미쳐서 자의적으로 거래금액을 결정할 가능성이 크다고 할 수 있다.

이와 같이 우회상장 시 비상장주식의 거래금액이 변칙적인 방법으로 객관적인 시가를 반영하지 못하고 과다하게 결정될 경우, 이로 인하여 사실상의 증여에 해당됨에도 불구하고 과세하지 못하는 문제점과 함께 “우회상장 후 곧바로 상장폐지된 기업들은 대부분 비상장기업의 기업가치가 과대평가되었다는 점에서 비상장기업의 부실이 주식시장으로 이전되어 주식시장의 건전성을 침해하고 우회상장이 money game화되는 사태”의[48] 원인을 제공함으로써 자본시장의 건전한 발전을 저해하는 문제점이 있다고 할 수 있다[49].

---

48) 자본시장연구원 보조자료 : 우회상장 관리제도 선진화 방안 공청회 개최(2010.9.2), 2010. 참조

49) BOF의 과세사례에서도 BOF를 우회상장한 Key East의 경영성과가 당초의 예상에 크게 미치지 못함으로써 투자자들이 큰 손실을 입은 것으로 볼 수 있다. 구체적으로, BOF의 우회상장일(2006.7.12.)

이러한 문제점을 해결하기 위해서는 상속·증여세법상의 평가방법을 합리적으로 개선하는 것도 중요하지만 만약, 당초의 추정이익과 실제 발생이익 간의 차이가 큰 경우에는 거래금액을 산정한 평가기관에 불이익을 주는 방안을 검토할 필요가 있을 것이다.

우회상장하는 비상장주식의 시가평가와 관련하여 1순위의 개념상의 시가가 인정되었는데 이것은 구체적인 계산방법이 제시되어 있지 않고 개별적인 사실관계에 따라 적용 여부가 결정되기 때문에 논란이 되어 왔다. 따라서 1순위의 평가방법을 규정한 상속·증여세법 제60조 제1항 '상속세나 증여세가 부과되는 재산의 가액은 상속개시일 또는 증여일(평가기준일) 현재의 시가에 의한다.'은 시가평가의 원칙을 밝히는 선언적 규정으로만 해석하고 시가평가액의 적용범위를 합리적으로 조정할 필요가 있다.

또한, 보충적 평가방법을 적용할 때 1주당 추정이익의 평균액으로 1주당 순손익가치를 계산하는 예외적인 경우를 최대한 축소해서 장래의 불확실한 추정이익의 개입으로 인해 시가평가액이 왜곡되는 문제점을 방지하는 것이 필요할 것이다.

마지막으로, 국세청 훈령에[50] 의해 운영되고 있는 유사 상장기업의 주가 비교평가를 통한 비상장 중소기업의 보충적 시가평가제도를 상위법령에 규정하면서 전체 비상장기업으로 확대하는 것도 이상의 문제점을 해결할 수 있는 방법 중 하나일 것이다. 물론 유사 상장법인 평가제도가 이상의 문제점에 대한 완전한 해결방법일 수는 없지만 적절한 비교대상 상장법인을 선정해서 적용할 경우에는 장래는 불확실한 추정이익이 과도하게 개입하는 것은 방지할 수 있을 것이다.

이후 Key East의 주가는 평균적인 상장기업에 비해 크게 부진했는데, 이것은 우회상장 과정에서 비상장기업인 BOF의 가치를 과대평가했던 반면 실제 경영성과는 이에 미치지 못함에 따른 시장의 실망이 반영된 것이라고 할 수 있다.

50) 국세청 훈령 제 1860호, 2010.6.10.(비상장주식 평가심의위원회의 설치 및 운영에 관한 규정)

제2절 비상장주식 평가 사전승인제도 도입

1. 비상장주식 평가제도의 합의제도 필요성

상속·증여세법상 비상장주식의 보충적 평가방법에 대한 현행 규정은 개별기업의 가치와 추세, 경제 환경의 변화 등 다양한 요소들을 반영하지 못하고 있고, 오히려 이러한 일률적인 평가방법의 규정은 결국 비상장기업의 적정가치와 주식평가를 해치는 결과를 초래한다.

반면, 현실적으로는 상장기업과 비 상장기업 간 우회상장의 경우, 비상장기업의 주식가치가 기업의 실질가치에 비해 비정상적으로 과대평가됨으로서 탈세 및 부의 무상이전 문제가 발생하게 되고, 소액 주주 및 투자자들에게 상당한 피해를 끼치고 있다.

이와 같이 우회상장에 있어서 비상장주식의 평가문제는 납세자와 과세관 청과의 입장 차이가 명확하고, 현실적으로 이를 악용하는 사례가 많이 발생하며 이에 따른 결과는 당사자들의 조세 회피문제 뿐 아니라 소액주주 및 투자자, 나아가서는 국내 주식시장 및 국가경제에까지 악영향을 미칠 수 있는 문제이므로 이에 대한 적절한 대응 방안이 필요하다.

이에 영국의 비상장주식 평가제도와 같이 우리나라에도 국세청 산하에 독립적이고 고도의 전문성을 가진 가치평가기관을 마련하고, 주식평가부서를 만드는 것이 필요하다고 본다. 그리하여 납세자와 과세관청 상호간에 비상장주식 평가에 대하여 세무조사 등을 통한 사후적 관리가 아닌 사전 협의와 검토를 통하여 모든 정보를 공개하고 적정한 가액의 산정과 평가의 공정성을 기하는 것이 필요하다고 판단된다.

이는 비상장주식 평가제도 개선을 위한 중·장기 과제로써 많은 검토와 연구, 논의가 있어야 할 것으로 보이며, 현실적으로는 현행 상속·증여세법상 평가심의위원회 제도를 보완·활용하는 것도 좋은 방안이 될 수 있을 것으로 생각된다.

2. 비상장주식 평가 사전승인제도 도입

현재 이러한 비상장주식의 평가문제를 시정하기 위해 평가심의위원회가 마련되어 있으나, 상기에서 살펴본 바와 같이 실제 활용도는 극히 미미한 실정이다. 따라서 현행 평가심의위원회 제도의 지나치게 엄격한 적용요건을 완화하여 현행 평가심의위원회를 활성화시키고 대외적으로 제도에 대한 인식의 변화를 가져올 필요성이 있다.

또한, 코스닥시장 내에서의 우회상장 시 비상장법인의 주식평가는 당사자 뿐 아니라 경제 전반에 미치는 영향을 고려하여 납세자 신청에 의한 제도가 아닌 해당기업에 의무적으로 적용할 필요가 있다. 실질적으로 이러한 방법에 따라 비상장주식 평가를 하게 된다면 납세자에게도 긍정적인 유인이 많이 발생하게 될 것으로 생각된다.

현재 비상장주식 평가에 대하여 사후적으로 추정이익 산정 및 비상장주식 평가의 적정성 문제가 수시로 발생하고 이에 따른 과세문제가 도출되어 거액의 증여세 등이 부과되고 있으나, 납세자 측면에서 이러한 사전승인제도를 통하여 세무상의 불확실성을 제거할 수 있다. 회사 측면에서는 큰 위험 부담을 제거한 채 회사의 운영과 경영에만 전념할 수 있는 것이다.

과세관청에서도 이러한 사전 승인제를 통하여 추정이익의 문제 등을 사전에 검증하게 된다면 이로 인한 탈세 및 부(富)의 무상이전 등 조세문제를 사전에 차단할 수 있고, 현행 상속·증여세법상 비상장주식의 보충적 평가방법이 개별기업의 가치와 상황을 제대로 반영하지 못한다는 외부의 비판에서 자유로울 수 있을 것이다.

납세자 및 과세관청 외 투자자 및 주주, 채권자 등 측면에서도 납세자 및 외부 평가기관의 주식평가와 이에 따른 합병비율의 산정 등에 대하여 국가기관에서 평가의 적정성 등을 사전에 합의·검증한다면 평가의 과정과 결과에 대한 신뢰성을 높여주고 의사결정에 큰 도움이 될 것이다.

이러한 사전승인제도를 운영하기 위해서는 국세청 내부에 가치평가 소관과를

신설하고 고도의 지식과 전문성을 가지고 있는 직원을 배치하여 업무를 주도적으로 수행할 필요가 있다.

이와 함께 납세자 홍보 및 공정한 평가 등을 통하여 대외적인 인식의 변화를 가져올 필요성이 있고, 내부적으로도 평가심의위원회의 위상 강화와 실질적이고 공정한 제도 운영을 통하여 제도를 활성화 시켜야 할 것이다.

제3절 기타의 우회상장 제도개선 방안

1. 우회상장 심사 시 질적심사 도입

한국거래소는 우회상장 시 i) 합병, 포괄적 주식교환, 자산양수, 영업양수, 주식현물출자 등을 통해 상장법인의 지배권이 변동되거나, ii) 비상장법인의 규모가 상장법인보다 큰 합병의 경우, 비상장기업의 경영성과(이익) 등 재무요건, 감사의견, 최대주주 변경 제한, 부도 및 소송 등 사유 해소 등 주로 법적 테두리 안에서 형식적 요건을 중심으로 심사를 거쳐 상장을 제한하는 우회상장 관리제도를 운영 중에 있다. 그러나 그간 형식적 심사에 그쳤던 것을 개선하여 경영투명성, 건전성, 기업의 계속성 등을 집중 심사하는 질적심사 제도를 도입할 필요가 있다.

2. 지정감사인 제도를 통한 회계투명성 강화

우회상장을 준비 중인 비상장법인에 대해서도 회계 투명성 강화를 위해 지정감사인 제도 도입을 적극 검토 할 필요가 있다. 즉 우회상장 기업에 대해서는 감리대상에 우선 선정하여 금감원이 철저한 감리를 실시하여야 한다.

3. 합병가액 산정의 공정성 제고

우회상장을 준비 중인 비상장법인 가치가 과대평가되어 부실로 이어지지 않도록 합병가액 산정방법 개선 및 외부평가를 강화하여야 한다. 특히, 기업가치 평가시 기업의 위험을 충분히 반영토록 하고 우회상장 기업을 부실 평가한 평가기관에 대한 강력한 제재를 강화하여야 한다.

제5장 결 론

우회상장 시 비상장주식의 과대평가가 문제가 되는 것은 먼저, 납세자가 조세의 회피 및 부의 무상이전 수단으로 이러한 우회상장 방법을 이용한다는 것이고, 다음으로 상장기업의 주식가치를 희석시켜 소액주주 등 투자자들에게 이러한 부실평가로 인한 피해가 고스란히 돌아가게 되며, 마지막으로 국내 주식시장 및 국가 경제 전반에까지 악영향을 미치게 된다는데 있다.

이러한 문제를 해결하기 위해서는 비상장주식 평가 사전승인제도의 도입을 검토해야 한다. 비상장 주식 평가제도 개선을 위한 중·장기 과제로써 영국의 비상장주식 평가제도와 같이 우리나라에도 국세청 산하에 독립적이고 고도의 전문성을 지니는 가치평가기관을 신설하고, 주식평가부서를 만들어 전문적이고 공정하게 업무를 수행하는 것이 필요하다고 본다. 현행 평가심의위원회 제도를 활용하여 현재 활발하게 시행되고 있는 이전가격사전승인제도(APA) 제도와 유사하게 사후적으로 추정이익 산정 및 비상장주식 평가에 대한 문제를 검증하기보다, 사전적으로 합의 및 승인에 이르는 방안의 도입도 좋은 방안이 될 수 있다. 다만, 과세관청이 납세자의 정보 공개 및 가치평가를 깊게 신뢰하고 넓은 테두리 내에서 공정하게 심사한다면 이는 현행 상속·증여세법상 보충적 평가방법이 개별기업의 가치와 상황을 반영 하지 못한다는 외부의 비판에서도 자유로울 수 있고, 납세자의 입장에서도 세무조사에 대한 불확실성 제거, 사후의 직·간접 투입비용 절약 등의 이점이 있으며, 소액 주주 및 기타 투자자들에게도 합병 등 과정의 투명성과 기업의 신뢰성을 부여하여 국내 주식시장의 건전성을 높이는데 상당한 효과가 있을 것으로 기대된다.

상장법인이 비상장법인의 주식 취득 시 비상장주식의 가치가 과대평가 되는 현실에서 현행 상속·증여세법에서는 부실평가에 대한 별도의 제재수단을 규정하고 있지 않고, 자본시장법 시행령에서 일부 제재내용을 담고 있으나 원론적이고 실효성이 없는 선언적 규정에 불과하다. 비상장주식의 가치평가가 부실하게 수행

되어 조세문제 및 소액주주 등의 직접적인 피해가 발생하였다면 해당 평가전문기관에 일정 기간 평가업무의 제한을 두는 등 부실평가에 대한 제제수단을 법령으로 규정하여야 할 것이다.

또한, 자본시장과 금융투자에 관한 법률 등에서 우회상장 거래금액에 장래의 불확실한 추정이익을 과도하게 반영하지 못하게 하고, 만약 당초의 추정이익과 실제 발생이익 간의 차이가 상당한 경우에는 사후적으로 평가기관에 불이익을 주는 방안을 검토해야 한다.

상속·증여세법의 개편과 관련해서는, 상속·증여세법 제60조 제1항을 시가평가의 원칙을 밝히는 선언적 규정으로만 해석하고 시가평가액의 적용범위를 합리적으로 조정할 필요가 있으며, 보충적으로 평가방법을 적용할 때 1주당 추정이익의 평균액으로 1주당 순손익가치를 계산하는 예외적인 경우를 최대한 축소시켜서 장래의 불확실한 추정이익의 개입으로 인해 시가평가액이 왜곡되는 문제를 방지해야 한다. 마지막으로, 국세청훈령에 의해 운영되고 있는 유사상장기업 주가와의 비교평가를 통한 보충적 시가평가제도를 상위법령에 규정하여 전체 비상장기업으로 확대함으로써 장래의 불확실한 추정이익이 과도하게 개입하는 것을 방지해야 한다.

참 고 문 헌

강원(2009), “우회상장의 유형과 장단기 주가수익률” 벤처경영연구, 제12 권, 제3호

김인호·송교직(2010), “셀트리온의 코스닥시장 우회상장 사례” KBR, 제14권, 제1호

류시영·조현우·천종환(2009), “우회상장 규제강화가 회계정보의 신뢰성에 미치는 영향: 코스닥시장을 중심으로” 국제회계연구 제25집, pp. 157-174

박연희·박철원·배수일, “우회상장기업의 특성과 우회상장의 효과 : 코스닥시장을 중심으로”, 회계저널 제18권 제3호, 2009.

윤병섭·조국연·장지인(2010), “코스닥시장 우회상장 공시효과에 영향을 미치는 요인”, 한국경영교육학회, 경영교육논총, 제63집

이용준(2006), “우회상장 -기업공개(IPO)의 대안적 방법”, Korea Telecommunications Operators Association(KTOA), 37호

이정란·조용언(2008), “상장기업과 비상장기업 간 합병비율산정에 관한 연구”, 대한회계학회 회계연구, 제13권, 제2호

최용식(2010), “우리나라 증권시장의 우회상장에 관한 연구”, 한국산업경영학회, 동계학술대회 발표논문집

전병욱, “우회상장 시 비상장주식 시가평가와 관련한 과세상 문제점과 개선 방안”, 동아법학 제52호, 2011.

박재환·정규언·김기영, “상속·증여세법상 비상장주식 평가제도의 문제점과 개선방안”, 세무 학연구 제28권 제1호, 2011.

박명호·김태훈·기은선, “주요국의 비상장주식 평가제도”, 한국조세연구원 세법연구, 2008.

한국상, “비상장주식 평각방법 개선방안”, 「월간 재정포험」제62호, 한국조세연구원, 2001.8.. p.9

최명근, 「한국조세의 제 문제」, 조세통람사, 1991. p125.

Valuation Office(영국), 「Valuation Office Agency Framework Document」. 2001, p.3.

이우택, “우리나라 주식평가 및 과세체계의 본질적 개편방안”, 세무학연구. 제21권 제 4호, 2004.12. p.145.

최봉길, “상속·증여세 과세목적상 비상장주식평가의 문제점과 개선방안”, 건국대학교 박사학위논문, 2007

김유찬, “한국과 독일의 바상장주식에 대한 과세평가제도의 비교연구”, 「경상논총」 제26집, 한독영상학회, 2002.12. p.48.

금융감독원 2006.5.9 “코스닥시장 우회상장 관련 제도개선”

금융감독원, 2010.11.30 “합병가액 산정방법 개선을 위한 시행세칙 개정”

금융위원회 2010.9.15 “우회상장 최근 동향 및 대응방향”

증권선물거래소 2006.6.23 “코스닥시장 우회상장 관리제도 개선”

증권선물거래소 2007.4.27 “유가증권 및 코스닥시장 질적심사요건 및 우회상장 관리제도개선”

한국거래소 2010.12.1 “우회상장 질적심사제도 도입, 국제회계기준 시행에 대비한 진입.퇴출요건 정비 등 상장규정 개정”

국세청 보도자료 : 비상장주식 평가심의위원회 설치·운영 (2004.12.28), 2004.

국세청 보도자료 : 변칙 우회상장 기업주에게 1천억원 대 세금추징(2010.2.4), 2010.

자본시장연구원 보조자료 : 우회상장 관리제도 선진화 방안 공청회 개최(2010.9.2), 2010.