

주식매수청구권의 행사에 있어서 비상장회사의 주식가격평가방법

허 신 겔*

目 次

- | | |
|---------------------|---------------------|
| I. 서 설 | IV. 현행 비상장주식회사 주식가격 |
| II. 주식매수청구권의 행사절차비교 | 평가방법에 대한 문제점 및 해결 |
| III. 다양한 주식가격의 평가방법 | 방안 |

I. 서 설

소유권의 본질은 사용, 수익, 처분권이다. 이 중 처분권은 금전으로 환원할 수 있는 권리이며 사적자치의 원칙상 그 행사시기 또한 자유롭게 정할 수 있어야만 온전한 소유권의 보장이 된다. 상장회사의 주식의 경우 시장을 통한 양도가 용이하다는 점에서 금전으로의 환원, 즉 처분이 용이하다. 그러나 금전으로의 환원이 적정 가치로 이루어지지 않다면 이는 처분권의 핵심영역을 침해하는 결과를 초래한다. 주식가격의 적정을 유지하기 위하여 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 '자본시장법')에서 미공개중요 정보 이용행위, 시세조종행위, 부정거래행위 등을 규제하는 것도, 처분권을 온전히 보호하기 위함이다.

■ 투고일자 : 2017년 11월 13일, 심사일자 : 2017년 12월 19일, 게재확정일자 : 2017년 12월 22일.

* 부산대학교 법학전문대학원생

한편 주식매수청구권은 회사의 중요한 조직변경 등의 사항을 소유자로서 반대할 경우의 탈퇴권이다. 주식의 처분권 행사시기를 부득이하게 제한하면서까지 소유권을 존중하려는 취지다. 그러나 주가가격 평가방법의 중대성에 비하여 상법과 자본시장법의 주가가격 평가방법이 각각 다를 뿐 아니라, 비상장회사의 주가가격 평가방법은 다소 모호하여 그 방식의 적정성에 의문이 제기된다. 나아가 아무리 분쟁의 종국적 해결책임이 사법부에 일임되어 있다고는 하나 격무에 시달리는 사법부에게만 주가가격평가 부담을 지우는 것은 당사자들에게도 환영할 일은 아니다. 이에 비상장회사의 주가가격 평가방법의 합리화를 위한 방안을 재고해보고자 한다.

II. 주식매수청구권의 행사절차비교

1. 비상장회사의 주식매수청구권 행사절차

비상장회사의 경우 영업양수·영업양도(상법 제374조의2 제1항), 합병(상법 제522조의3), 분할합병(상법 제530조의11 제2항), 주식교환(상법 제360조의5), 주식이전(상법 제360조의22) 등에 관한 이사회 결의가 있는 때에, 그 결의에 반대하기 위한 주주가 주주총회 전에 회사에 대하여 서면으로 반대의사를 통지한 경우, 그 주주총회 결의일로부터 20일 내에 주식의 종류와 수를 기재한 서면으로 회사에 대하여 자기가 소유하고 있는 주식의 매수를 청구할 수 있다.

회사는 위 매수 청구 기간이 종료한 날로부터 2개월 이내에 그 주식을 매수해야 한다. 매수가격은 원칙적으로 당사자 간 협의로서 결정한다. 그러나 매수청구기간으로부터 30일 이내에 협의를 이루지지 아니한 경우 주식매수청구권 행사 주주 또는 회사는 법원에 대하여 매수가액의 결정청구가 가능하다. 요컨대 비상장회사의 주식매수가격 결정방식은 선 협의, 협의가 안 될 경우 후 법원결정으로 이원화 되어 있다.¹⁾

1) 정준우, 「주식매수청구권에 있어서 매수가격의 결정에 관련된 쟁점사항 검토」, 『증권법연구』 제17권 제2호, 2016, 409면 참조.

2. 상장회사의 주식매수청구권 행사절차

상장회사의 경우 주식교환(상법 제360조의5), 간이주식교환(상법 제360조의9), 주식이전(상법 제360조의16), 영업양수·영업양도(상법 제374조의2 제1항), 합병(상법 제522조의3), 분할합병(상법 제530조의11 제2항) 등에 관한 이사회 결의가 있는 때에, 그 결의에 반대하기 위한 주주가 주주총회 전에 회사에 대하여 서면으로 반대의사를 통지하여야 한다. 그 주주총회 결의일로부터 20일내에 주식의 종류와 수를 기재한 서면으로 회사에 대하여 자기가 소유하고 있는 주식의 매수를 청구할 수 있다(자본시장법 제165조의5 제1항).

상장회사의 경우 이사회결의가 수시공시사항이므로 주주총회 이전에 시장에 공시가 이루어진다. 이 때문에 자본시장법은 ① 반대 의사를 통지한 주주가 이사회 결의 사실이 공시되기 이전에 취득하였음을 증명한 주식과, ② 이사회 결의 사실이 공시된 이후에 취득하였지만 이사회 결의 사실이 공시된 날의 다음 영업일까지 i) 해당주식에 관한 매매계약의 체결, ii) 해당 주식의 소비대차의 체결, iii) 그 밖에 해당 주식의 취득에 관한 법률행위 중 어느 하나에 해당함을 증명한 주식에 한하여 주식매수청구권의 행사를 인정하고 있다(자본시장법 제165조의5 제1항, 동법 시행령 제176조의7 제2항).

회사는 매수 청구 기간이 종료하는 날부터 1개월 이내에 그 주식을 매수해야 한다(자본시장법 제165조의5 제2항). 매수가격은 원칙적으로 당사자 간 협의로서 결정한다. 그러나 협이가 성립하지 아니하면 이사회 결의일 이전에 증권시장에서 거래된 당해 주식의 거래가격을 기준으로 하여 대통령령으로 정하는 방법에 따라 산정된 금액(이하 법정 평가가액으로 약칭)을 매수가격으로 한다. 당사자가 이에 대해 반대할 경우 법원에 매수가격의 결정을 청구할 수 있다. 요컨대 상장회사의 주식매수가격 결정방식은 선 협의, 협이가 안 될 경우 대통령령이 정하는 바에 따라 산정된 금액(이하 '법정매수가격'이라 약칭)으로 하되, 그러한 가액에 동의하지 않을 경우 법원이 결정하는 것으로 삼원화 되어 있다.²⁾

3. 보론-주주의 선정기준; 주식매수청구권 행사시기의 형식주주

과거에는 ① 주주명부에 기재된 주주라 하더라도 이미 주식을 양도한 자는 현재의

2) 앞의 논문, 410면 참조.

주주가 아니므로 자신을 위하여서는 물론 양수인을 위하여서도 주식매수청구권을 행사할 수 없고, ② 주식을 양수하였으나 명의개서를 하지 않은 실질주주는 주식매수청구권을 행사할 수 없다는 것이 법원의 입장이었다. 그러나 대법원 2017. 3. 23. 선고 2015다 248342 전원합의체 판결은 주주를 주주명부상의 형식주주로 한다는 입장을 취하였으므로 적어도 위 두 가지 중 ①의 경우의 “주주명부에 기재된 주주”는 비록 주주를 양도했다고 하더라도 주주명부의 효력으로 인하여 주식매수청구권을 행사할 수 있다고 보는 것이 상당하다.

Ⅲ. 다양한 주식가격의 평가방법

1. 이론적 기반: 수익가치법을 주로 하되 자산가치법을 보완하는 기초

비상장회사 주식의 가치평가방법의 이론적 골격은 수익가치법과 자산가치법으로 양분된다. 수익가치법은 회사가 미래에 벌어들이는 수익 또는 현금흐름을 적절한 할인율로 할인하여 합산하는 방식으로서 이론적으로 합리적이다.³⁾ 이자가산을 계산함으로써 ‘오늘의 1달러가 내일의 1달러보다 가치있다’는 것을 기본골격으로 하는 재무관리의 현금흐름할인법(DCF; $disco = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{C_t}{(1+r)^t}$)이 대표적인 수익가치법이다. 자산가치법은 회사가 보유하고 있는 순자산의 시장가치를 기준으로 평가하는데, 과거의 자료를 대상으로 한다는 점에서 수익가치법 보다는 이론적으로 취약하다. 그러나 과거의 평균수익률이 미래에도 그대로 유지된다는 전제하에 과거의 실적이 반영되도록 자산의 미래 수익력을 예측하거나, 장부가액을 그대로 자산가치로 삼지 않고 시가 또는 공정가치로 평가하여 자산가치를 구함으로써 이 두 방식을 상호보완적으로 사용하는 경우가 많다. 그러므로 수익가치법을 주로, 자산가치법을 그 보완제로서 활용하면 비상장회사의 주식가격 평가에 적정할 것으로 보인다.

2. 자본시장법상의 주식가격 평가방법(법정평가가액)

자본시장법 시행령 제176조의7 제3항은 주식매수청구권 행사 시 가액 협의가 되지

3) 송옥렬, 『상법강의』, 홍문사, 2016, 1154면.

않은 경우의 주식가액산정방법에 대하여 규정하고 있다. 합병 등을 위한 이사회 결의일 이전에 증권시장에서 거래된 당해 주식의 2개월간, 1개월간 및 1주일간의 가중산술평균 가격을 다시 산술평균한 가격을 제시하는데, 가중산술평균가격 산정방식은 다음과 같다.

가. 이사회 결의일 전일부터 과거 2개월간⁴⁾ 공표된 매일의 증권시장에서 거래된 최종시세가격을 실물거래에 의한 거래량을 가중치로 하여 가중산술평균한 가격

나. 이사회 결의일 전일부터 과거 1개월간⁵⁾ 공표된 매일의 증권시장에서 거래된 최종시세가격을 실물거래에 의한 거래량을 가중치로 하여 가중산술평균한 가격

다. 이사회 결의일 전일부터 과거 1주일간 공표된 매일의 증권시장에서 거래된 최종시세가격을 실물거래에 의한 거래량을 가중치로 하여 가중산술평균한 가격

3. 상속세 및 증여세법 상 주식가격 평가방법

상속세법 및 증여세법(이하 상증세법이라 약칭)에 의한 평가가 비상장회사의 주식매수청구권 행사에 있어서 의미 있는 까닭은 법원이 판단을 내림에 있어서, 그리고 당사자 간 협의를 함에 있어서 중요한 참조자료가 되기 때문이다. 상증세법, 국유재산법, 법인세법, 금융산업의 구조개선에 관한 법률 등 다양한 법령에서 주식가치 평가방법을 규정하고 있으나 대표주자인 상증세법에 대해 언급하고자 한다.

상증세법에서는 “1주당 최근 3년간의 순손익액의 가중평균액을 3년 만기회사채의 유통수익률을 감안하여 기획재정부령으로정하는 이자율로 나눈 1주당 가액”을 3의 비율로, “당해법인의 순자산가액을 평가기준일 현재의 발행주식총수로 나눈 금액을 1주당 가액”(이하 순자산 가치라 약칭)을 2의 비율로 가중평균한 가액을 비상장주식회사의 1주당 가액으로 평가하고 있다(동법 동시행령 제54조 제1항, 제2항, 제5항). 수익가치법과

4) 같은 기간 중 배당락 또는 권리락으로 인하여 매매기준가격의 조정이 있는 경우로서 배당락 또는 권리락이 있는 날부터 이사회 결의일 전일까지의 기간이 7일 이상인 경우에는 그 기간

5) 같은 기간 중 배당락 또는 권리락으로 인하여 매매기준가격의 조정이 있는 경우로서 배당락 또는 권리락이 있는 날부터 이사회 결의일 전일까지의 기간이 7일 이상인 경우에는 그 기간

자산가치법을 3:2의 비율로 활용하고 있는 것이다.

한편 본 가액에 대해서는 논란이 많은데, 이런 점을 감안하여 2017. 2. 7. 개정 상증세법은 ① 코스닥 시장에 상장신청한 중소기업에 해당하고, ② 해당 법인의 자산·매출액 규모 및 사업의 영위기간 등을 감안하여 같은 업종을 영위하고 있는 다른 법인(주권상장법인등을 말한다)의 주가가액과 비교할 때 제54조제1항·제4항, 제55조 및 제56조에 따라 평가하는 것이 불합리하다고 인정되는 법인(동법 시행령 동조 제2호) 등 경우에 평가방식의 획일화를 다소 완화하고 있다. 납세자가 국세청 및 지방국세청에 있는 평가심의위원회에 비상장주식의 평가가액 및 평가방법에 대한 심의를 신청하는 경우, 본 가액에 의하지 않고 평가심의위원회가 심의하여 제시하는 평가가액에 의하거나 그 위원회가 제시하는 평가방법 등을 고려하여 계산한 평가가액에 의하는 방법이다(상증세법 제53조 제7항, 동법 시행령 제6조 제1호 및 제2호).

4. 법원의 주가가격 평가방법

법원은 주식의 매수가액을 결정함에 있어서 “합병 등에 반대하는 주주가 회사에 대하여 주식매수를 청구하는 경우 그 주식의 객관적 교환가치가 적정하게 반영된 정상적인 거래의 실례가 있으면 그 거래가격을 시가로 보아 주식의 매수가액을 정해야 하고, 그러한 실례가 없으면 시장가치방식·순자산가치방식·수익가치방식 등 여러 가지 평가방법을 활용하되 당해 회사의 상황이나 업종의 특성 등을 종합적으로 고려하여 공정한 가액을 산정해야 한다.”⁶⁾고 판시하고 있다.

한편, 법원은 “공정한 매수가격을 산정한다는 매수가격 결정신청사건의 제도적 취지와 개별 사안의 구체적 사정을 고려하여 이사회결의일 이전의 어느 특정일의 시장주가를 참조할 것인지, 또는 일정기간 동안의 시장주가의 평균치를 참조할 것인지 (중략) 등을 합리적으로 결정할 수 있다. 나아가 (중략) 당해 주권상장법인의 객관적 가치를 제대로 반영하지 못하고 있다고 판단되는 경우에는, 시장주가를 배제하거나 또는 시장주가와 함께 순자산가치나 수익가치 등 다른 평가요소를 반영하여 당해 법인의 상황이나 업종의 특성 등을 종합적으로 고려한 공정한 가액을 산정할 수도 있으나, 단순히 시장주가 순자산가치나 수익가치에 기초하여 산정된 가격과 다소 차이가 난다는 사정만으

6) 대법원 2006. 11. 24. 선고 2004마1022 결정.

로 위 시장주가가 주권상장법인의 객관적 가치를 반영하지 못한다고 쉽게 단정하여서는 아니 된다.”⁷⁾고 하여 일률적인 판단은 금하고 있다. 즉 구체적인 사안에 따라 합리적인 방식을 택하되, 그러한 와중에 객관적 가치를 반영하지 못하는 요소는 아예 평가기준에서 제외할 개연성도 인정하고 있다. 실제 당해 사건에서는 회사정리절차에 들어간 경우에는 순자산가치와 수익가치를 배제하고 회사정리절차로 인하여 낮아진 주식의 시장가치만이 적절한 평가기준이라 판단했다. 1심에서 7005원, 2심에 5823원으로 각 결정한 주식가액에 대하여, 환송결정(서울고등법원 2012. 10. 26. 선고 2011라1646결정)에서는 1주당 950원으로 주식 가액을 평가한 것이다.

IV. 현행 비상장주식회사 주식가격 평가방법에 대한 문제점 및 해결 방안

1. 매수가격 산정방법의 적정성 및 불명확성

매수가격은 원칙적으로 법령에 규정된 대로 행사하는 것이 타당하다. 그런데 이러한 매수가격 산정방법의 적정성이 문제가 있다는 견해가 있다.⁸⁾ 시장가치란 외부적 요인에 매우 민감하게 반응하고 가변성이 커서 기업의 실체가치를 적정하게 반영하고 있다고 보기 어렵다는 점을 논거로 한다. 그리고 판례가 무엇을 기준으로 객관적인 교환가치를 적정하게 반영했는지 여부를 밝히지 않으므로 그에 대한 기준을 명확하게 해야 할 필요가 있고, 유력한 대안으로 현금흐름할인법을 제시한다. 나아가 매수가격의 산정방법에 대한 규정이 불명확하여 법원의 재량범위가 지나치게 넓어지고, 상대적으로 시장가치에 강한 신뢰를 부여하는 판례의 경향상 잘못된 매수가격이 선정될 가능성이 크다는 점을 지적한다. 그에 대한 대안으로 입법론적으로 상법 제374조의2 제5항의 “법원은 회사의 재산상태 그 밖의 사정을 참작하여 공정한 가액을 산정해야 한다.”는 규정을 삭제해야 한다고 주장한다. 이러한 견해의 지적은 공감하나 결론에 있어서는 달리하는 바, 후술한다.

7) 대법원 2011. 10. 13. 선고 2008마264 판결.

8) 정준우, 앞의 논문, 423-424면.

2. 상장회사와 비상장회사의 주식가격평가방법의 일원화 필요성

상장회사와 비상장회사의 차이는 공개시장에서 거래되느냐에 따른 차이일 뿐이지 실제 주식을 소유하는 주주는 소유권자로서 처분권을 동등하게 지닌다. 그런데도 협의가 안 될 경우 상장회사주주는 법정매수가격에 의한 판단을 받고, 비상장회사 주주는 상중세법 등에 따른 가격이 참조되어 법원에 의해 바로 판단을 받는다. 형성권 행사에 있어서 같은 것을 같게, 다른 것을 다르게 취급해야한다는 평등원칙의 요청 위배되는 것이다.

회사 측면에서도 상장법인의 특례조항 때문에 3년 내에 처분 의무를 부과하지 않는 일반법인에 비하여 상장주식회사는 불리하게 대우 받게 되고(자본시장법 제165조의5 제4항), 당해 의무 위반 시 임원 해임권고, 주권발행 제한 등 행정제재가 따른다(동법 제165조의18 제9호).⁹⁾ 그러므로 주주를 위해서나 회사를 위해서나 두 제도를 일원화하는 작업이 필요하다.

3. 주식고유의 속성상 초래되는 판단의 어려움

먼저, 법원에서의 판단이 어렵다. 주식가격평가는 특히나 이해관계가 매우 첨예하게 대립하는 영역의 다름이다. 앞서 검토한 판례에서도 1심, 2심, 3심의 판단이 제각각 달랐다. 법원이 나름 제시한 판단의 기준 또한 그 적용이 천차만별이라 개별 사안에 따라서는 온전히 적용되기도 하고 일부는 적용되지 않기도 한다. 법원은 법해석의 전문가이지 시중의 주식가격평가전문가가 아니므로, 법원 입장에서는 다소 무리한 분쟁해결의무를 부과하는 것이다.

다음으로, 입법적으로도 난해한 영역이다. 상중세법의 주식가격평가방법이 다르고, 자본시장법의 주식평가방법이 다르며 국유재산법 상의 주식가격평가방법은 또 다르다. 이는 결국 국회 또는 행정입법을 한 행정부라고 해서 주식가격 평가방법에 대해 묘안이 있는 점을 아니라는 것을 반증한다. 모두가 납득할 수 있는 어떠한 고정된 문구로 된 해결책을 법으로 규정하지 못하는 것이다.

그런데 이러한 문제의 근본적 이유는 주식가격이 수시로 변동해 온 점, 미래에도 반드시 과거와 동일한 수준으로 변동할 수 없는 점을 들 수 있다. 따라서 가격산정의 영

9) 엄세용, 「주식매수청구권 법제 비교 및 개선방향 연구」, 『증권법연구』 제14권 제2호, 2013, 199면.

역은 법으로서 세부적인 기준까지 한정적으로 규정할 속성이 아니다.

4. 대한상사중재원 산하 주식감정평가위원회 신설

법원이 분쟁의 종국적인 해결기관으로서의 역할을 해야 하는 것은 맞으나 주식이격의 평가는 법의 적법판단이 요구되는 곳이 아니라 ‘당부’판단이 요구되는 영역이다. 법체계상으로는 법을 집행하는 행정부의 소관사무를, 형식은 소송이나 실질은 비송의 형태로서 법원에게 맡긴 것이 현행 입법상태다.

한편, 상증세법과 관련된 주식이격 평가방식에 대해서는 법학회가 아닌 세무학회,¹⁰⁾ 회계학회,¹¹⁾ 등에서는 주식이격을 산정하는 데에 있어서 금융공학 상의 각종 통계치를 활용하는 논문들이 존재한다.¹²⁾¹³⁾ 이 점을 착안하면 비록 비상설기구라도, 주식이격 평가에 특화된 기구를 신설하여 이를 산정하게 하는 방식이 주주보호에 더 적절하다. 그 대안으로서 대한상사중재원 산하, 금융감독원, 국세청, 기획재정부, 법무부 등에서 민간 전문가들을 수인 위촉하여 별도의 주식감정평가를 하는 기구를 만드는 것을 들 수 있다. 실제로 금융지주회사를 설립하거나 기존 자회사 또는 손자회사의 주식을 모두 소유하기 위한 주식교환·주식이전에 반대하는 주주와 회사 간에 주식 매수가격에 관한 협의가 이루어지지 아니하는 경우의 주식매수청구가격은, 당해 회사가 비상장법인일 경우에는 회계전문가에 의해 산정된 금액으로 하고 있으며(금융지주회사법 제62조의2 제3항), 주식수의 30) 이상을 소유하는 주주가 이 가격에 반대하는 경우 당해 회사 또는 주주는 상법 제374조의2 제2항에 따라 매수를 종료하여야 하는 날의 10일 전까지 금융위원회에 그 매수가격의 조정을 신청할 수 있다(동법 동조 제4항)고 규정함으로써¹⁴⁾ 외부 전문가, 금융위원회 등 법원이 아닌 전문기관이 주식이격결정 하는 길을 이미 열어 놓고 있다. 따라서 상법 제374조의2 제5항 단서를 “(가칭) 대한상사중재원 산하 주식감

10) 이근우, 김갑순, 「자기자본비용을 순손익가치환원율의 대용치로 적용한 상증세법상 비상장주식 평가의 적정성」, 한국세무학회, 『세무학연구』, 27권 1호, 2010, 271-306면.

11) 김석웅, 오명수, 이재성 「상속세법상 비상장주식 평가모형의 적정성과 개선방안에 관한 연구」, 한국국회계학회, 『국회계연구』 23권, 2008, 9. 99-119면.

12) 박진모, 김성환, 황규진, 「상속세 및 증여세법상 비상장주식 평가시 적용되는 자본환원율의 적정성에 관한 연구」, 『대한경영학회지』 23(1)호, 2010, 2., 287-304면.

13) 오홍봉, 권혁대, 「유사상장법인을*이용한*상속세법상*비상장주식*평가에*관한*연구」, 한국전산회계학회, 한국전산회계학회 정기학술 발표회, 2007, 12, 57-69면.

14) 임재연, 『자본시장법』, 박영사, 2017, 753면.

정평가위원회의 감정평가액을 공정한 가액으로 추정할 수 있다.”로 신설하는 것을 제안한다.

일원화와 관련해서는 주식매수청구권은 상장회사만의 권리가 아니라는 점에서, 자본시장법에서 분리하여 상법으로 이관하는 점이 타당하다고 생각된다. (가칭) 대한상사중재원 산하 주식감정평가위원회를 만든 이상, 소관법령은 특별법인 자본시장법으로 보기보다 일반법인 상법에 두는 것이 보다 바람직하다. 주식매수청구권은 상장회사 주주에게만 인정되는 권리가 아니라 비상장회사에게도 동등한 수준으로 인정되어야 하는 소유권의 행사이기 때문이다.

결론적으로 비상장회사든 상장회사든 선 협의, 협의가 안 될 경우 (가칭) 대한상사중재원 산하 주식감정평가위원회의 조정권고 수용, 이에 불복할 시 법원에 의한 결정에 따르는 것이 되겠다. 이 경우, 상법 제3744조의2 제5항 단서가 신설될 경우, 법원의 판단 역시 주식감정평가위원회의 감정평가액을 적극 존중할 것이므로 사실상 소송으로까지 이어지지 않고 주식감정평가위원회의 조정으로 해결될 확률이 높다. 이는 비단 보다 전문적인 주식매수가격이 결정된다는 점 이외에도, 굳이 소송까지 이어지지 않아 시간 절약 효과가 있을 것으로 기대한다.

참 고 문 헌

- 송옥렬, 상법강의, 홍문사, 2016.
- 임재연, 자본시장법, 박영사, 2017.
- 김석웅, 오명수, 이재성 “상속세법상 비상장주식 평가모형의 적정성과 개선방안에 관한 연구”, 국제회계연구 23권, 2008.
- 박진모, 김성환, 황규진, “상속세 및 증여세법상 비상장주식 평가시 적용되는 자본환원율의 적정성에 관한 연구”, 대한경영학회지 23(1)호, 2010.
- 엄세용, “주식매수청구권 법제 비교 및 개선방향 연구”, 증권법연구 제14권 제2호, 2013.
- 오홍봉, 권혁대, “유사상장법인을*이용한*상속세법상*비상장주식*평가에*관한*연구”, 한국전산회계학회 정기학술 발표회, 2007.
- 이근우, 김갑순, “자기자본비용을 순손익가치환원율의 대응치로 적용한 상속세법상 비상장주식평가의 적정성”, 세무학연구, 27권 1호, 2010.
- 정준우, “주식매수청구권에 있어서 매수가격의 결정에 관련된 쟁점사항 검토”, 증권법연구 제17권 제2호, 2016.

+국문초록,

비상장회사 주식가격평가방법은 소수주주가 주식매수청구권을 행사함에 있어 중요한 영역이다. 그런데 회사가 상장되었는지 여부에 따라 자본시장법과 상법의 주식가격평가 방법이 다르다. 비상장회사 주식가격평가는 주식이 쉽게 유통되지 않는 비상장시장 특성상 수많은 논문과 신이론이 제기되는 전문적인 영역이기도 하다. 이 때문에 판례가 주식가격 평가기준을 제시하고는 있고 상속세 증여세법의 주식가격평가방법도 지속적으로 개정되고 있음에도 불구하고 비상장회사의 주식가격의 평가방법이 끊임없이 비판 받는 것은 불가피하다. 반대로 접근하면, 사법부에게 비송사건의 실질을 가지는 이와 같은 세부적인 전문영역의 역량까지 모두 갖추라고 요구하는 것은 무리한 요청이다.

그러므로 상장회사와 비상장회사의 주식평가방법을 일원화하는 작업이 필요하다. 아울러 대한상사중재원의 주식감정평가위원회를 두어 민간전문가가 제시한 가격을 공정한 가액을 추정하도록 하여 법원의 부담을 경감시켜야 한다. 입법적으로 주식가격평가 방식을 고정시키는 것은 시시각각 달라지는 시장상황을 반영해야만 하는 주식가격평가의 속성상 불가능하기 때문이다.

주제어 : 주식가격 평가방법, 주식매수청구권, 주식가치, 비상장회사

주식매수청구권의 행사에 있어서 비상장회사의 주식이가격평가방법

+ - .s"/\$c" ,

Stock valuation method of an unlisted company in appraisal right by a shareholder

0#o, 1%i! 2#o'

1"oc3 4\$' \$"io! 5#"od o& \$! !'is"#d co56\$!7's is \$ c/ ci\$' \$/\$ \$o/ 6/o"#c"!8 5i!o/i"7
s"oc3%o'd#s (%#! "%#7 \$/# #9#/cisi!8 \$66/\$is\$' /i8%" .7 \$ s%\$/#%o'd#/. :o!#"%"#ss, s"oc3
4\$' \$"io! 5#"ods \$/# di&#/#!" d#6#!di!8 o! (%#"%# / "%# co56\$!7 is 'is"#d o/ !o". ;i"% 'ss
ci/c 'i"i4# c%\$/Sc"#/is"ics o& !'is"#d s"oc3 5\$/3#, s"oc3 4\$' \$"io! 5#"od o& \$! !'is"#d
co56\$!7's s"oc3s is \$ 6/o&#ssio!\$' &i#d, ./i!8s 6 !#("%#o/i#s \$!d "%#sis co!"i! o s'7. 1o i" is
i!4i"\$.'# &o/ s"oc3 4\$' \$"io! 5#"od o& \$! !'is"#d co56\$!7 5##"s c/i"icis5s \$""o 8% 6/#cd#"s
s%o(\$ c/i"#/i\$ o& i" \$!d <!%#/i"\$!c# =\$9 \$!d 2i&" =\$9 -c" o& i" co!sis"#!"7 \$5!d#d. >! "%#
\$66osi"# \$66/o\$c%, i" is \$! !/#\$so!\$.'# d#5\$!d &o/ "%# ? dici\$' ./s!c% "o %\$4# s6#ci\$""7 &o/
d#"Si"#d 6/o&#ssio! \$/#\$ s c% \$s s"oc3 4\$' \$"io!, (%##/ "# # !\$/ # is \$!o!'i"i8\$"io! c\$#.

=%#/#&o/#, i" is !#c#ss\$/7 "o !i&7 s"oc3 4\$' \$"io! 5#"ods o& 'is"#d \$!d !'is"#d co56\$!i#s.
@o/#o4#/, "%# ? dici\$' ./s!c%'s . /d#! s%o 'd .# 'i8%"/.7 '##"i!8 s"oc3 4\$' \$"io! co5 5i""##
!d#/ Ao/#\$! Co5 5#/ci\$' -./i"/\$"io! Bo\$/d, co!sis"i!8 o& !o!8o4#/"5#!"\$' #96#/"s, s 88#s"s
s"oc3 6/ic# (%ic% 6/#s 5#s \$s \$ &\$/ 6/ic#, si!c# i" is i56ossi.'# "o &i9 s"oc3 4\$' \$"io! 5#"od
'8is"\$i4#7, 5##"i!8 \$' "%# 5\$/3#" co!di"io!s 4\$/i#s &o5 "i5# "o "i5#.

A#7(o/ds : s"oc3 4\$' \$"io! 5#"od, \$66/\$is\$' /i8%" .7 \$ s%\$/#%o'd#/, s"oc3 4\$' #, \$! !'is"#d
co56\$!7

