



ESG

PBR 0.8배법의 그물은 촘촘해야 한다

Analyst 엄수진 sujineom@hanwha.com 3772 7407

대체 어떤 법이야?

더불어민주당 이소영 의원은 2025년 5월에 상속세 및 증여세법 개정안을 발의했다. 동 개정안은 상장회사의 시가총액이 순자산가치의 80%에 미치지 못하는 경우 자산가치와 수익가치 등을 고려하여 기업가치를 평가하되 하한선을 순자산가치의 80%로 하는 것을 골자로 한다. 별칭으로 'PBR 0.8배법' 또는 '주가누르기 방지법'으로 불린다.

승계를 앞둔 대주주가 절세를 위해 주가를 의도적으로 누른다는 의혹이 제기되는 국내 상장회사가 적지 않은 상황에서, 동 법안 통과 시 이러한 기업들의 저평가가 상당히 해소될 것으로 기대되고 있다.

[표1] PBR 0.8배법 또는 주가누르기 방지법 (상속세 및 증여세법 개정안)

개정 내용^주

- 현행 법령 하에서는 상속세나 증여세가 부과되는 상장회사의 가치를 평가할 때 상속개시일 또는 증여일 전후 각 2개월 평균 시세를 활용함
 - 따라서 상장회사의 경우 주가가 높으면 세금이 증가하고 주가가 낮으면 세금이 낮아져, 낮은 주가가 상속·증여 시 더 유리한 상황임
 - 현행 법령 하에서 비상장주식은 순자산가치와 순순익가치를 2 대 3 혹은 3 대 2의 비율로 가중평가하되 만일 평가가액이 순자산가치의 80%보다 낮은 경우에는 순자산가치의 80%를 하한선으로 정하고 있음
- 이에, 상장회사의 시가총액이 순자산가치의 80%에 미치지 못하는 경우 상장주식이라 하더라도 비상장주식의 평가방법과 같이 자산과 수익 등을 고려하여 평가하되 그 하한선은 순자산가치의 80%로 하는 것을 개정 내용으로 함

주: 상장회사 최대주주 20% 가산세율 삭제, 상장주식에 대해서도 물납 허용 등의 내용도 포함됨

자료: 국회 의안정보시스템, 한화투자증권 리서치센터

정부 세제개편안 포함은 사실상 확정, 그러나...

지난 7월 21일, 더불어민주당 이훈기 의원의 주재로 PBR 0.8배법(주가누르기 방지법) 입법과제 토론회가 열렸다. 토론회 의 서두에서 동 법안의 발의자인 이소영 의원은, 자신이 제안한 안을 정부가 최종적으로 손질하고 있으며, 정부가 마련한 안으로 금년 세제개편안에 포함될 예정이라고 밝혔다.

그러나 정부 관계자에 따르면, 업종별로 적용되는 PBR의 기준에 차등을 두거나 기업이 처한 상황에 따라 예외를 두는 방안이 검토되고 있는 것으로 알려졌다.

(다음 페이지에 계속)

PBR 0.8배법에 대한 비판

PBR 0.8배법의 입법 취지에는 대부분의 시장 참여자가 공감할 것이나, 작년에 법안이 발의됐을 때부터 개정 내용의 한계점이나 보완이 필요한 부분에 대한 지적도 꾸준히 있어왔다.

업종별 고유한 특성을 무시하고 모든 업종에 동일한 기준을 일괄적으로 적용하는 것은 부적절하다는 의견이 가장 대표적이다. 예컨대 종이·목재, 전기·가스, 섬유·의류, 철강, 건설, 보험 등은 해당 업종에 속한 기업들의 PBR이 대체로 낮지만 IT, 소프트웨어, 바이오 등의 업종에 속한 기업들은 PBR이 높게 형성되는 경향이 있다. 종이·목재, 섬유·의류, 철강 업종은 산업의 특성상 토지·설비 등 대규모 부동산 자산을 소유해야 하고, 일부 하위 산업은 사양화 단계에 들어섰기에 수익성이 저조하다는 구조적인 한계가 있다. 전기·가스 업종의 경우 역시 대규모 시설이나 부지를 다수 소유하고 있는데다 서민 생활 안정화와 물가 관리를 위해 정부가 요금 인상을 억제하기 때문에 높은 이익률을 내기가 어렵고, 보험업 또한 자본건전성에 대한 엄격한 규제를 따라야 하기에 이익잉여금을 주주환원으로 내보내기 보다 내부에 주로 유보함에 따라 PBR이 대체로 낮다. 반면, IT·소프트웨어 업종은 대규모 공장이나 토지 없이도 기업 운영이 가능하고 기술, 브랜드, 인력 등 무형자산이 핵심 자산이기 때문에 PBR이 높은 편이다. 바이오 업종에 속한 기업은 미래 성장에 대한 기대가 주가에 선반영되는 경우가 많고, 설립 초기에는 연구비 지출이 많아 순자산의 규모가 작아져 PBR이 높아지기도 한다.

다음으로 지적되는 사항은 국제적으로 통용되는 시가 평가 원칙을 훼손하고 특정 재무지표(PBR)를 평가가액으로 삼는다는 점이다. 상장회사의 경우 주가 및 시가총액이 시장이 평가하는 공정가치이다. 그런데 시장에서 거래되는 가치를 무시하고 ‘순자산가치의 80%’라는 가상의 평가가액을 설정하여 이에 대해 세금을 매긴다는 것은 지나치게 인위적이고 불합리하다는 의견이 있다. 아울러, 주가가 아닌 기업이 보유한 자산을 토대로 상속세나 증여세를 산출하면 미실현이익에 대한 과도한 과세라는 주장도 있다.

한편, 소유하고 있는 자산 중 단시일 내 현금화가 어려운 자산이 대부분인 기업은 동 법안 통과 시 지급해야 할 세금은 폭증하는데 납부할 현금도 턱없이 부족한 난처한 상황이 발생할 수 있다.

마지막으로, PBR 0.8배법이 원안대로 통과되면 업황·국제 분쟁·경기 등의 요인 때문에 단기적·일시적으로 주가 조정을 받고 있는 기업에 상속세나 증여세를 부과할 때 과세표준이 과도하게 부풀려질 수 있다는 우려도 있다. 건설업은 부동산 시장 침체, 금리 변화, 원자재 및 인건비 급등 등에 따라 매출과 수익성의 변동이 매우 심한 업종이다. 예를 들면 업황 둔화·이자 부담 증가·원가 상승 등으로 최근 실적이 악화되었고 이에 따라 단기적으로 주가가 하락한 건설업체가 있는데 대주주가 예기치 못하게 사망하여 상속 절차를 갑자기 개시해야 하는 상황에 맞닥뜨릴 수 있다. 앞서 언급한 ‘시가 평가 원칙’에 따르면 해당 기업의 시장가치는 현재 낮은 수준으로 평가되는 게 적절하고 기업에 유입되는 현금흐름도 악화된 상황인데, 순자산가치의 80%를 기준으로 상속세를 산출하게 되면 해당 시점 기업의 가치를 지나치게 고평가하고 과한 세금 부담을 지우는 것일 수 있다.

(다음 페이지에 계속)

그럼에도 불구하고 그물코를 넓혀서는 안 돼

이소영 의원이 제출한 원안에서 보완되어야 할 점을 지적한 내용들도 귀담아들을 필요가 있지만, 업종에 따라 적용되는 PBR 기준에 차등을 두고 이를 상증세법령에 명문화하는 것은 바람직하지 못한 규제 방향이라고 생각한다. 어차피 특정 업종 내에서도 개별 기업이 처한 상황이나 세부적인 사업 내용은 각기 다를 수밖에 없는데 업종 내에서 또 차등을 둘 수도 없는 노릇이다. 또한 전통적인 제조업은 예전부터 소유하고 있던 대규모 설비·토지 때문에 PBR이 낮은 것인데 갑자기 순자산가치의 80%로 과세표준을 상향하는 것은 큰 부담이라는 주장도, 부동산이 아닌 현금 및 현금성자산이 과다해서 PBR이 낮은 사례가 업종에 상관없이 발견될 뿐 아니라, 부동산에 대한 자산 재평가를 실시하지 않아 취득원가로 가치를 집계하고 있는 기업들도 많기 때문에 설득력이 강하다고 생각되지는 않는다. 게다가 순자산가치의 80%라는 기준이 느닷없이 튀어나온 것도 아니고 이미 현행법령에서 비상장주식에 대해서는 업종에 관계 없이 적용되고 있는 하한선이다.

오너 경영 기업의 경우 수익성이나 소유하고 있는 자산가치에 비해 주가가 장기간 저평가되어 있는 사례가 국내에 흔하고, 이것이 코리아 디스카운트의 주요 원인 중 하나라는 점도 지속적으로 언급되어 왔다. 이소영 의원이 동 법안을 발의한 지도 벌써 1년이 지났다. 부작용이 다소 우려가 되더라도 우선은 일괄적인 기준을 전체 상장회사에 적용하는 것을 원칙으로 해야 한다.

법 개정 전에 비해 세금 부담이 지나치게 늘어나 현실적으로 단기간 내 현금 마련이 어렵거나, 영위하고 있는 업종의 고유한 특성 때문에 주가를 기준으로 기업가치를 산정하는 것이 더 타당하다는 강력한 사유가 있는 기업의 경우에는, 별도로 신청을 하여 감독당국이나 유관기관과 세액 산정을 협의하면 될 것이다. 예컨대, 세액 산정 협의를 신청한 기업이 소유한 자산 중 유동성이 매우 낮아 사실상 매각 가능성이 거의 없거나 기업 운영에 필수적으로 사용되지만 시장에서의 가치는 낮은 자산 등을 PBR 산정 시 일부 공제해주는 방안 등은 고려할 수 있을 것 같다.

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.