



ESG

‘PBR 0.8’, 바람과 함께 사라지다

Analyst 엄수진 sujineom@hanwha.com 3772 7407

3일 발표된 「2026년 세제개편안」 내 ‘주가 누르기 방지법’

8월 3일 발표된 「2026년 세제개편안」을 통해 상속세 및 증여세법 법률 및 시행령 개정을 통한 상장주식 평가방법 개선 내용이 공개되었다. 상장회사가 주가를 장기간 눌러왔거나 주가를 하락시키기 위한 인위적인 행위를 한 것으로 추정 되면(일정 요건 충족) 과세관청의 심의·의결을 거쳐 주식 평가기간을 현행보다 확장하여 상장주식의 가치를 재평가한다는 것이 골자이다.

[표1] 「2026년 세제개편안」 내 주가 누르기에 해당하는 상장주식 평가방법 개선

주가 누르기로 추정되는 요건 (① or ② 둘 중 하나)	과세관청 심의	과세의 대상이 되는 상장주식의 가치
① 최근 13반기 중 누적 12반기의 PBR이 업종별 하위 25%(유가증권), 하위 10%(코스닥)에 해당 ^{주1}	평가심의위원회(국세청) 심의로 주가 누르기 추정 요건 충족 여부 확정 ➢ 납세자는 현행 상장주식 평가방법대로 신고 → (1) 납세자가 조세 회피 목적 없음 입증: 현행 평가방법 유지 (2) 납세자가 미입증: 새로운 평가방법 적용하여 과세관청이 세액 결정	요건 ① 해당 시, 다음 중 가장 큰 값 ➢ 현행 평가기간 말일로부터 소급하여 6개월·1년·2년·3년·4년·5년·6년·6개월 간 각각 종가의 평균 ➢ (현행 평가방법)×1.3 ^{주3}
② 아래 (i) 행위 요건 & (ii) 주가 하락 요건 모두 충족 (i) 현행 평가기간의 말일로부터 소급하여 1년 간 중복상장, 교환사채 발행 등 행위로서 주가에 부정적 영향을 미칠 수 있는 행위 존재 (ii) 시가 평가액 ^{주2} 이 현행 평가기간의 말일로부터 소급하여 6개월 간, 1년 간, 2년 간 또는 3년 간 평균액 중 가장 큰 가액에 비해 30% 이상 낮음		요건 ② 해당 시, 다음 중 가장 큰 값 ➢ 현행 평가기간 말일로부터 소급하여 6개월·1년·2년·3년 간 각각 종가의 평균

주 1: 금융위·거래소에서 추진 중인 '저 PBR 기업 공표 제도' 기준 등 반영. 업종은 GICS(The Global Industry Classification Standard) 등을 활용하여 국세청이 고시할 예정

주 2: 현행 상장주식 평가금액 (평가기준일 전후 각 2개월 간 거래소 종가의 평균액)

주 3: 최소 30% 할인

자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터

동 개정 상증세법은 2027년 4월 1일 이후 상속이 개시되거나 증여 받은 분부터 적용된다.

참고로, '주가 누르기'에 해당하는 경우에는 최대주주와 특수관계인 간 상장주식을 매매한 경우에도 새로운 평가방법을 적용하여 산출한 증여 이익에 대해 증여세를 과세한다. 단, 거래소 장내거래(시간외 대량매매 제외)의 경우에는 적용을 배제한다.

‘순자산가치의 80%’라는 절대적 기준은 사라지고, 평가하는 기간만 늘렸네

현행 상속세 및 증여세법 하에서는 상장회사의 가치를 평가할 때 평가기준일(상속개시일 또는 증여일) 이전·이후 각 2개월, 즉 4개월 동안의 주가를 기준으로 상속세나 증여세가 부과되는 평가가액을 산정한다. 반면 비상장회사의 가치를 평가할 때에는 순손익가치와 순자산가치를 3 대 2 혹은 2 대 3의 비율로 가중평가하되, 만일 평가가액이 순자산가치의 80%보다 낮은 경우에는 순자산가치의 80%를 하한선으로 하는 보충적 평가방법을 적용하고 있다.

더불어민주당 이소영 의원이 작년 5월 발의한 상증세법 개정안은 상장회사의 시가총액이 순자산가치의 80%에 미치지 못하는 경우 자산가치와 수익가치 등을 고려하여 기업가치를 평가하되 하한선을 순자산가치의 80%로 하는 것을 골자로 한다. 즉, 보유하고 있는 순자산의 가치에 비해 시장에서 저평가되고 있는 상장주식의 경우 주가로 가치를 평가하지 않고 현재 비상장주식에 적용되는 가치 평가방법을 적용하도록 하는 것이었다.

3일 발표된 案에는 이 ‘순자산가치의 80%’, 즉 ‘PBR 0.8’이라는 절대적인 기준이 실종되고 상장주식에 대한 평가기간을 더 늘리겠다는 내용이 담겼다. 새로운 평가방법이 적용되는 대상은 업종 내에서 PBR이 상대적으로 하위권이거나, 기업 가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있는 행위 후 (그 행위로 인해) 주가가 하락한 것으로 추정되는 상장회사이다. 심지어 주가 누르기에 해당하는 지 여부는 과세관청이 심의하여 최종적으로 확정한다.

이소영 의원이 작년에 발의한 상증세법 개정안을 ‘PBR 0.8배법’이라는 별칭으로 불러왔던 것이 무안해진다.

확정된 개정 상증세법에 대한 斷想

대규모 설비·토지를 보유해야 하는 업종(예: 전통 제조업)은 PBR이 낮을 수밖에 없으므로 형평성에 맞지 않는다는 주장은 PBR 0.8배법이 발의된 직후부터 꾸준히 제기되어 왔다. 그러나 부동산이 아닌 현금 및 현금성자산이 과다해서 PBR이 낮은 사례는 업종에 상관없이 존재한다. 또한 순자산가치의 80%라는 기준은 이미 현행법령에서 비상장주식에 대해서는 업종에 관계없이 적용되고 있는 하한선이다. 다가오는 11월 시행 예정인 ‘저PBR 기업 공표 제도’의 경우에는 업종별 구분이 정보이용자 입장에서 유익할 수도 있다. 거래소 공시 홈페이지에서 기업의 공시자료를 열람하거나 증권사 HTS·MTS에서 매매 의사결정을 하려 할 때 특정 비교군 내에서 상대적으로 PBR이 낮다는 것을 즉각적으로 인지할 수 있도록 하는 것이, 유가증권시장 전체 또는 코스닥시장 전체에서 PBR이 하위권이라는 정보보다 투자 의사결정에 더 도움이 될 수 있기 때문이다. 그러나 상속세와 증여세의 부과 기준이 되는 ‘상장회사의 가치’를 평가하는 데 있어 업종별로 차등을 두는 것은, 상속 또는 증여를 앞둔 대주주 일가를 제외한 일반투자자 입장에서 특별히 이로울 게 없다.

게다가 이소영 의원이 발의한 원안에 비해 적용 대상도 대폭 줄었다. 올해 7월 15일 기준 유가증권 및 코스닥시장 상장회사 2,718개 가운데 PBR이 0.8 미만인 기업은 1,291개(47.5%)에 달했다. 반면 한국거래소의 시물레이션에 따르면, 2026년 5월 기준 12반기 연속으로 PBR이 유가증권시장에서 하위 25%, 코스닥시장에서 하위 10%에 해당하는 기업은 120개 내외에 불과하다. 금번 세제개편안에 포함된 주가 누르기 방지법 하에서는, 요건 ②에 해당되는 기업까지 포함하여도 대상 기업이 200여개 수준이다(정부 추산).

다음으로 아쉬운 점은 상장회사의 가치를 평가하는 데 있어 여전히 ‘주가’가 기준이라는 점이다. 주가는 순자산가치에 비해 시시각각 변동성이 심하고 대주주가 인위적으로 관리할 여지가 더 크기 때문에, 저평가된 상장회사의 경우에는 순자산가치의 80%를 평가가액의 하한으로 하자는 것이 이소영 의원 발의안의 핵심이었다. 그런데 상장회사의 가치를 산정할 때 평가의 기간만 늘리고 여전히 주가를 활용하게 되면, 주가를 억누르려는 대주주의 유인이 과연 본질적으로 바뀔 수 있을까? 세제개편안에서는 ‘눌리진 시가’가 아닌 ‘정상 가격’으로 과세함으로써 주가 누르기를 통한 상속세 및 증여세 회피를 방지하는 것을 개정 취지로 내세웠는데, 4개월 간의 주가의 평균을 내든 2년 또는 3년 간의 주가의 평균을 내든,

‘새로운 눌러진 시가’가 회사 가치 평가의 척도로 군림하게 될 가능성이 높다.

아울러, 이소영 의원이 발의한 종전 PBR 0.8배법에 비해 상속세·증여세 절감이라는 사적인 목적으로 주가를 의도적으로 눌러온 데 대한 페널티가 매우 가벼워졌다. PBR 0.8배법 하에서는 PBR이 0.2인 기업은 과세의 대상이 되는 상장회사의 가치가 4배까지 늘어날 수 있는데, 3일 발표된 案에서 제시하는 30% 할증을 적용하면 PBR이 0.26이 되는 수준까지 상속재산 또는 증여재산의 가치가 올라가는 데 그친다.

한편, 주가 누르기 추정 요건 ②의 경우에는 대주주에게만 유리한 지배구조 개편이나 통상적이지 않은 재무활동을 통해 단기간에 주가를 떨어뜨리는 행위를 억제하는 효과가 있을 것이라 생각된다. 그러나 요건 ①의 경우에는 어차피 최근 6년 6개월 중 12반기 동안 PBR이 업종 내 하위권이었던 상장회사에 대해서, 회사의 가치를 산정할 때 평가기준일 전후 2개월보다 더 먼 과거의 주가를 고려해 주는 게 큰 의미가 있을지 모르겠다. 지난 6년 6개월동안 (순자산가치에 비해 상대적으로, 그리고 업종 내에서 상대적으로) 주가가 저조한 수준에 머물렀다는 데 대한 페널티로 종전 평가방식대로 산정한 상장회사 평가가액에 30%를 할증하기로 선택지가 단순화되어 있다면 차라리 이해가 가는데, 평가기준일 전후 2개월 (총 4개월)보다 더 먼 과거의 기간을 포함해 현행 평가기간 말일로부터 소급하여 지난 6개월, 1년, 2년, 3년, 4년, 5년, 6년, 6년 6개월 간의 각각의 평균 종가를 선택지에 포함시켜 주는 것은 그닥 실효성이 없는 것 같다. 12반기 동안의 주가가 절대적으로도 낮은 수준이었다면 결과적으로는 현행 평가방식에 1.3을 곱한 가액이 최대값이 되어 여기에 대해 과세가 될 것이다. 이미 장기간 PBR이 저조했던 기업인데 해당 기간의 주가를 회사 가치 산정을 위한 선택지로 넣어봤자 그 선택지는 구색 맞추기 용도가 될 확률이 높다.

마지막으로, 7월 28일에 발간한 보고서에서, (PBR 0.8배법 통과 시) 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 된다는 의견을 낸 바 있다. 그런데 ‘PBR 0.8’이라는 기준이 빠짐으로써 세액 부담이 급증할 가능성도 상당히 줄어들었는데 왜 과세관청이 주가 누르기 해당 여부와 세액을 사안별로 결정하는 것인지, 고개를 갸웃거리게 만든다.

[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.