

## SUMMARY

### Intro) 자산재평가를 하지 않기로 한 삼성물산

“제일모직은 자산재평가를 하지 않기로 결정했다.”

- 자산재평가를 통해 삼성물산 전체 자산의 장부가치 8 조원으로 증가할 것으로 추정 ⇒ 시가총액도 증가

### Body1) 자산재평가의 정의와 효과

“일부 언론이나 몇몇 애널리스트들은 자산재평가를 하면 주가가 상승한다고 이야기한다.”

- 일반적인 경우 끊임없이 변하는 유형자산의 가치의 시가를 회계장부에 반영하지 않음
- 자산재평가를 하면 기존 장부가를 수정해 시가를 새로운 장부가로 삼게 됨
- 자산재평가의 결과 자본이 증가하면 재무제표상에 표시되는 부채비율(부채/자본)이 낮아짐
- 일반적으로 재무구조를 부채비율과 거의 동일시해서 사용

### Body2) 자산재평가에 대한 이해관계자들의 반응

“자산재평가는 회계장부에 적혀 있는 유형자산의 금액을 다르게 바꿔 기록하는 것일 뿐이다.”

- 자산재평가는 기업의 본질가치를 변화시키는 것이 아님. 따라서 회사의 영업능력이나 생산성이 증가한 것도 아님

〈이해관계자들 입장〉

신용평가사의 기준 : 현금

은행의 기준 : 담보로 확보한 자산의 시가

주주 : 기계적으로 부채비율을 보고 투자의사결정에 사용할 가능성 농후

- 애널리스트 중 일부 ‘자산재평가의 결과로 부채비율 하락/PBRO이 하락했으니 주가가 상승할 것이다’ 라는 주장을 펼치기도 함

### Body3) 자산재평가가 수익성 평가에 미치는 부정적 효과

“부채비율을 낮춘다는 것은 잘 알려져 있지만 부정적 효과에 대해서는 잘 모르는 경우가 많다.”

(1) 유형자산에 대한 자산재평가를 실시하면 유형자산 장부가액이 상승

- ▶ 유형자산은 감가상각을 해야하기 때문 ⇒ 유형자산의 장부가액이 상승하면 감가상각비도 상승
- ▶ 자산재평가를 하면서 동시에 감가상각비 계산에 사용되는 유형자산의 내용연수를 늘리기도 함

(2) 수익성 평가의 지표에 부정적인 영향을 미침

- ▶ 자산이익률( $ROA = \text{이익} / \text{자산}$ ), 자본이익률( $ROE = \text{이익} / \text{자본}$ )이 감소

### Body4) 긍정적 효과와 부정적 효과의 종합적 이해

“이해관계자들이 자산재평가의 정확한 의미를 알지 못하고 수치를 기계적으로 사용한 것이다.”

- 스스로 자산재평가의 효과를 파악하고 이해할 수 있다면 자산재평가의 효과가 모두 나타나지 않았어야 함

### Body5) 제일모직의 의사결정 이유는?

“제일모직 입장에서는 자산재평가의 단기효과가 아니라 장기효과를 고려했을 것이다.”

- 제일모직의 경우 수익성이 주가에 미치는 영향이 자본가치가 주가에 미치는 영향보다 더 크다고 판단했기 때문에 자산재평가를 하지 않기로 결정한 것

## WORD

### 회계 용어-----

#### 회계

경영주체인 기업이 기업의 경영활동과 관련한 내용을 기록, 계산, 정리하여 재무제표를 만들고, 기업의 모든 이해관계자들이 의사결정을 할 수 있도록 재무제표 및 유용한 정보들을 전달하는 과정을 말한다.

#### 회계, 쉽게 생각하기

: 회계는 '돈' 계산을 투명하게 해서 그 결과를 '돈' 관리에 적절하게 이용할 수 있도록 하는 서비스를 제공하는 것이다. 회계에서는 '돈' 계산의 투명성을 가장 중요시 한다.

#### 재무제표

- 손익계산서, 자본변동표, 재무상태표, 현금흐름표

예시

월	일	내용	입금	지출	잔액	비고
5	10	월급	1,000,000		1,000,000	
	10	술값		800,000	200,000	
	11	생활비		200,000	0	

-> 좀더 간단하게

입금	지출
1,000,000	800,000 200,000

계정

차변	대변
1,000,000	800,000 200,000

#### 역사적 원가주의

: 취득원가(교환가격)를 측정·보고의 기준으로 하는 원칙

## 자산재평가

: 취득원가로 표시되어 있는 자산을 공정가치에 맞도록 장부가액을 증액하는 것으로 유형자산의 경우 일반적으로 장부가액보다 공정가치가 높은 경우가 대부분이므로 자산재평가 시 자산과 자본이 증가하여 자기자본비율이 높아지고 부채비율이 감소하는 긍정적인 효과가 나타난다.

cf) 의의

: 유형자산을 어떻게 평가하여 재무상태표에 표시하느냐 하는 것은 회계상으로 매우 중요하다. 왜냐하면 기업의 영업활동을 위한 인프라로서 장기간 투자되어 있는 유형자산이 경제적 환경의 변화로 가치가 변동되는 경우 이를 그대로 놔두게 될 경우에는, 아무리 다른 자산(ex 금융자산 등)을 시가로 평가하더라도 기업의 재무상태를 제대로 보여주지 못하기 때문이다. 따라서 기업 외부의 상대방과 거래가 발생하지 않았다고 하더라도 기업 스스로가 시가로 재평가하는 회계처리를 해서 재무상태를 적절하게 보여줄 필요가 있다.

cf) 유형자산의 기말평가에 자산 취득 후, 원가모형 vs 재평가모형 중에서 선택하여 평가가능

## 감가상각

: 물리적 마모, 기능 진부화 등 유형자산의 용역잠재력(사용가치) 감소를 인식하기 위해 상각대상액(=취득원가-잔존가액)을 내용연수에 걸쳐 체계적으로 배분하는 과정

- 내용연수 : 기업의 영업활동에 사용되는 예상기간
- 잔존가액 : 내용연수 완료시점의 처분가액 - 처분비용
- 장부가치 : 대상 부동산의 최초취득가격에서 감가상각분을 제외한 나머지 금액

### + 정액법

: 감가상각비 = (취득원가 - 잔존가액) / 내용연수

ex) 취득원가 610, 내용연수 3년, 잔존가액 10  $\Rightarrow (610 - 10)/3 = 200$

## 손금불산입

: 기업회계에서는 비용으로 인정되어도 세법에 따른 세무회계에서는 손금으로 처리하지 않는 회계방법. 법인세 과세표준에서 제외되므로 손금이 클수록 법인세 부담도 줄게 된다.

cf) 손금이란 자본 또는 지분의 환급·잉여금의 처분 및 법인세법에서 특별히 규정하는 것을 제외하고 그 법인의 순자산을 감소시키는 거래로 인해 발생하는 손비의 금액이다.

## 주식 및 재무 관련 용어-----

### 상장

: 증권거래소에서 주권을 매매할 수 있도록 인정하는 것. 일단 상장이 되면 투자자들이 주식을 믿고 거래하기 때문에 설립연수, 매출 및 자본금 규모 등 일정한 자격요건과 절차가 요구된다.

### 가격산정

: 주식을 매도하는 가격이나 채권을 새로 발행할 때 수익률을 결정하는 것을 뜻한다. 주식의 경우 처음 공모할 때의 가격을 정하는 것으로, 공모가격산정이라고도 한다.

### PBR

: 주가순자산비율(Price Book-value Ratio)

PBR= 주가/주당순자산

주가를 주당순자산가치(BPS, book value per share)로 나눈 비율로 주가와 1주당 순자산을 비교한 수치이다. 즉 주가가 순자산(자본금과 자본잉여금, 이익잉여금의 합계)에 비해 1주당 몇 배로 거래되고 있는지를 측정하는 지표이다. PBR가 1이라면 특정 시점의 주가와 기업의 1주당 순자산이 같은 경우이며 이 수치가 낮으면 낮을수록 해당기업의 자산가치가 증시에서 저평가되고 있다고 볼 수 있다. 즉, PBR이 1 미만이면 주가가 장부상 순자산가치(청산가치)에도 못 미친다는 뜻이다.

### PER

: PER은 주가가 그 회사 1주당 수익의 몇 배가 되는가를 나타내는 지표로 주가를 1주당 순이익(EPS: 당기 순이익을 주식수로 나눈 값)으로 나눈 것이다.

PER(Price Earning Ratio) = 주가/1주당 당기순이익(납세후) = 주가/ EPS

즉, 어떤 기업의 주식가격이 10000원이라고 하고 1주당 수익이 1000원 이라면 PER는 10이 된다.

특정 기업이 얻은 순이익 1원을 증권 시장이 얼마의 가격으로 평가하고 있는가를 나타내는 수치인데, 투자자들은 이를 척도로 서로 다른 주식의 상대적 가격을 파악할 수 있다. 해당기업의 순이익이 주식가격보다 크면 클수록 PER가 낮게 나타난다. 따라서 PER가 낮으면 이익에 비해 주가가 낮다는 것이므로 그만큼 기업 가치에 비해 주가가 저평가돼 있다는 의미로 해석할 수 있다. 반대로 PER이 높으면 이익에 비하여 주가가 높다는 것을 의미한다.

### ROA

: Return On Assets.총자산순이익률

ROA = 당기순이익/자산총액

ROA는 기업의 총자산에서 당기순이익을 얼마나 올렸는지를 가늠하는 지표이다. 기업의 일정기간 순이익을 자산총액으로 나누어 계산한 수치로, 특정기업이 자산을 얼마나 효율적으로 운용했느냐를 나타낸다.

## ROE

: Return On Equity. 자기자본이익률

투입한 자기자본이 얼마만큼의 이익을 냈는지를 나타내는 지표다.

기업이 자기자본(주주지분)을 활용해 1년간 얼마를 벌어들였는가를 나타내는 대표적인 수익성 지표로 경영 효율성을 표시해 준다.

자기자본이익률(ROE) = 당기순이익/평균 자기자본 × 100

위 공식에 의해 ROE 가 산출되며, ROE가 10%이면 10억원의 자본을 투자했을 때 1억원의 이익을 냈다는 것을 보여주며 ROE가 20%이면 10억원의 자본을 투자했을 때 2억원의 이익을 냈다는 의미다. 따라서 ROE 가 높다는 것은 자기자본에 비해 그만큼 당기순이익을 많이 내 효율적인 영업활동을 했다는 뜻이다. 그렇기 때문에 이 수치가 높은 종목일수록 주식투자자의 투자수익률을 높여준다고 볼 수 있어 투자자 측면에선 이익의 척도가 된다.

## 잔여이익모형

RIM(residual income model)

기업의 미래 예상실적을 추정하고 이를 바탕으로 산출한 초과이익을 통해 기업가치를 평가하는 절대 가치 모형. 주주입장에서 투자원금인 자기자본과 자기자본비용을 초과하는 이익, 즉 잔여이익의 현재가치를 합한 금액을 알아볼 수 있다. 예를 들어 한 기업이 주주가 투자한 자기자본금액 100만원이 있다고 할 경우 기업이 매년 5% 수익을 낼 수 있는 국고채 채권대신 주식투자자 8% 수익을 냈다고 하면 초과이익 3%(3만원)를 벌어들일 수 있다. 즉 RIM은 기업이 향후 벌어들일 수 있는 초과이익을 현재가치로 환산해서 목표주가를 낸다. RIM은 시장 상황과 무관하게 기업의 본질적인 가치를 분석할 수 있는 반면 PER, PBR 등 상대평가모형은 시장상황의 변화에 따라 목표주가가 바뀌게 된다.

자기자본가치 = 자기자본 + 미래 잔여이익의 현재가치 합

## 시사 이슈-----

“제일 모직 상장 이후 제일모직과 삼성물산을 합병해서 삼성그룹의 경영권을 이견희 회장으로부터 이재용 회장으로 넘긴다는 시나리오는 2014년 당시에 널리 알려져 있었다.” - 본문 中

## 제일모직과 삼성물산 합병 이슈

사건 개요

- 이재용은 이미 제일모직(구, 에버랜드) 경영권 확보 당시 최소 30배 정도의 매매차익을 올렸고, 이는 이후 검사 측에 접대를 했다는 물의와 함께 일부 유죄를 선고 받은 바 있음.
- 그리고 재작년부터 스물스물 올라온 제일모직과 삼성물산의 합병 이슈. 길게 이야기하면 한없이 복잡하고, 장부상 가격(자본총계)로 따지면 제일모직 5조, 삼성물산은 13조로 '장부'만 따지면 제일모직 2.5주 (5\*2.5=13\*1)에 삼성물산 1주를 교환비율로 잡아야 적절. 뭐 미래 성장 가치 이런거 다 따지면 1:1 정도가 되지 않겠느냐가 당시 시장의 판단.
- 그런데 정작 합병비율 결정은 제일모직 1 : 삼성물산 0.35의 비율. 즉, 제일모직 1주를 사려면 삼성물산

3주를 바쳐야 하는 황당한 결정. 엘리엇 펀드가 이에 화가 나서 반대.(딜로이트, ISS등은 최소 1:0.8~1:1 정도를 권고)

- 이런 황당한 결정의 이면에는 삼성물산이 가진 삼성전자 지분이 4%. 즉, 이재용은 불과한 삼성전자 지분을 추가 확보하기 위해 이런 꼼수를 쓴 것.

- 이에 따라 삼성전자는 수박을 주주들에게 돌리고 '기업 살리는 애국 vs 외국 투기 자본'의 프레임으로 광고 시작.

- 국민연금이 살며시 찬성에 한표를 행사하면서 결국 합병 결정.

- 엘리엇 펀드와 몇몇 기금만이 이 결정에 반대하고 소송 걸고 따지 걸다가 최근 최순실 게이트에 삼성이 대대적인 지원을 아끼지 않았다는 사실과 법원에서 삼성물산과 제일모직이 헐값에 나갔다고 결정하면서 재평가 받는 중.



## ISSUE

“우리나라에서 경영자들이나 이해관계자들의 상당수는 회계수치의 정확한 의미를 잘 모르면서 회계정보를 사용한다. 그 결과 부정확한 의사결정을 내리는 경우가 종종 있다. 외부 이해관계자들 중 주주나 채권자들의 상당수는 그런 경향이 더욱 높다. 필자가 본고에 소개한 여러 언론도 내용이나 애널리스트 보고서에 대한 설명을 읽어보면 기자나 애널리스트들이 제공하는 정보 중 상당히 부정확한 내용들이 많다는 점도 알 수 있을 것이다. 부정확한 정보의 홍수 속에서 살고 있는 우리들인 만큼 정확한 정보를 가려내기 위해서는 상당히 지식을 갖춰야 한다. 회계 공부를 꼭 해야 하는 이유가 바로 여기에 있다. - 본문 中

1) 회계는 흔히 ‘business of language’라고 합니다. 회계는 왜 경영의 언어일까요? 경영에서의 회계의 의미를 짚어봅시다. 자신이 회계를 배운 이유는?



1-1) 회사에서 일할 때 일을 위한 공부의 필요성에 대해서 논해봅시다.

“어떤 애널리스트는 ‘나는 자산재평가의 정확한 의미가 무엇인지 알지만 다른 애널리스트들이나 주식투자자들이 모르기 때문에, 그 사람들이 자산재평가를 하면 주가가 상승한다고 믿고 그런 내용으로 보고서를 쓰므로 실제로 주가가 상승하게 될 가능성이 높다. 따라서 나도 그 주식을 사라고 권유하는 보고서를 쓴다’라고 설명했다.” - 본문 中

“이런 현상들은 회계정보를 이용하는 이해관계자들이 자산재평가의 정확한 의미를 알지 못하고 재무제표를 나타내는 수치를 기계적으로 사용할 때 나타나는 결과다. 만약 자산재평가의 결과 이익이나 수익성 지표들이 감소한다고 해도 애널리스트들이 자산재평가 때문에 기계적으로 ROA나 ROE, 또는 이익 수치가 줄어든 것일 뿐 회사의 내재가치는 변하지 않았다고 분석보고서를 쓴다면, 또 애널리스트 보고서를 참조하지 않는 투자자들이라고 하더라도 스스로 자산재평가의 긍정적/부정적인 효과가 모두 나타나지 않아야 한다. 자산재평가 정보는 숨겨져 있는 것이 아니다. 재무제표의 주석을 보면 자세한 정보가 공시돼 있다. 따라서 누구나 찾아보고 그 효과를 파악할 수 있다. 그럼에도 불구하고 필자는 이런 효과를 제대로 파악해서 투자결정에 사용하는 경우를 주변에서 거의 보지 못했다. 결국 안타깝게도 거의 대부분의 이해관계자들이 재무제표에 포함된 숫자들의 실제 의미가 아니라 겉에 쓰여진 숫자 그 자체만 이용해서 의사결정을 한다는 뜻이다. - 본문 中

2) 본문에서는 자산재평가로 인해 주식이 오르는 이유는 주식투자자들이 재무제표에 나타나는 수치를 기계적으로 사용할 때 나타난다고 말하고 있습니다. 진짜 주목해야 되는 것은 본질인 ‘회사의 내재가치’라고합니다. 이처럼 수치를 본질적으로 분석하지 못하고 실제 의미가 아닌, 표면적인 정보 그 자체만 이용해서 의사결정을 하여 실패한 사례가 있나요? 주식뿐만 아니라 기업, 조직, 국가의 차원에서 폭넓게 이야기 해봅시다.

주주들로부터 기업의 경영을 위임받고 있는 이사들은 회사의 가치를 보전하고 증진시키기 위해 최선의 노력을 다할 고유한 책임과 의무가 있습니다.

제일모직 이사들은 이 원칙에 매우 충실했던 반면 삼성물산 이사들은 이 원칙에 완전히 반하는 의사결정을 함으로써 회사 전체의 이익을 훼손했고 그로 인해 삼성물산주식을 보유하고 있던 주주들의 이익이 크게 침해하는 사건이 벌어졌던 것이구요.

이 논쟁의 핵심은 삼성물산 이사들의 자산을 믿고 경영권을 맡긴 주주들에 대한 배임행위, 국민의 자산을 반강제적으로 위임받아 운용하고 있는 국민연금 관계자들의 배임행위에 있는 것이구요.

현행법상 합병비율 산정 근거에 위배되지 아니하니 문제가 없다, 이것은 상법체계 자체를 전혀 모르는 사람들이나 할 수 있는 소리가 되겠습니다. 이사의 신의성실, 충실의무가 현행법 곳곳에 기술되어 있고 검색 잠깐만 해봐도 이를 정면으로 위반했음도 아주 쉽게 알 수 있구요.

제일모직의 지주회사로서의 향후 가치라는 것은 바로 합병전 이미 삼성물산이 가지고 있던 그것을 찬탈한다는 것을 전제로 계산된 것일 뿐이구요.

그런데 웃기는 것이 삼성물산과의 합병을 통해 제일모직이 엄청나게 큰 지주회사로서의 가치가 생길 것이란 주장을 하던 그 수많은 애널리들이 이미 그 가치를 보유하고 있던 삼성물산에 대해선 애써 외면했다는 사실이죠.

지금 합병전 제일모직 이사들을 나무라는 것이 아닙니다. 이재용3남매 이익 극대화를 위해 제일모직은 오버슈팅, 삼성물산은 과매도구간에 있는 것을 삼척동자도 알고 있던 상황에서 제일모직과의 합병을 의결한 삼성물산 이사들의 배임행위를 이야기하고 있는 것이죠.

바로 그 과정에서 소중한 국민의 자산인 국민연금 관리자들의 배임행위가 함께 발생된 것이구요. 물론 국민연금이 당시 삼성물산보다 제일모직 지분을 훨씬 많이 보유하고 있었다면 문제될 것이 없습니다. 그런데 애석하게도 합병전 국민연금은 제일모직보다 삼성물산 지분을 훨씬 많이 보유하고 있었고 결국 국민연금의 이익이 아니라 이재용3남매의 이익을 위해 합병안 찬성을... 그것도 적법한 절차까지 생략하면서 이해관계인을 직접 만나기까지 하면서 찬성해줬다는 문제인 것이죠.

1. 상법은 상장회사는 시가에 의해 합병비율을 정하는 것을 원칙으로 하고 있지만 상증법상 비율산정도 인정하고 있다.

2. 합병할 양사의 주가가 상호 적정한지의 판단이 선행된 후, 그 비율로 합병할 것인지 말지를 결정하는 것입니다.

결국 합병비율은 양사 이사들이 적정하다는 합의에 의해 결정되는 것이지 법에 강제되어 있던 게 아니란 것이 핵심입니다. 당연히 저쪽은 고평가, 이쪽은 저평가된 시점이라면 상호 적정주가에 수렴할때를 기다려 합병계약을 했어야 하는 것이 이사의 기본책임인 것입니다.

3) 삼성물산과 제일모직 합병에 삼성이 국민연금을 움직여서(부정한 청탁을 해서) 성공시켰다는 의혹이 제기되었습니다. 이렇게 합병이 뚫으로써, 삼성그룹의 경영권을 이견희회장으로부터 이재용 회장으로 넘긴다는 ‘시나리오’가 완성이 되었는데요. 그 당시 국민연금은 수천억원의 손실을 보면서 (3000억원 ~ 5000억원으로 추정), 국민연금에 불리한 합병비율에도 불구하고 찬성표를 던졌습니다. 끊이지 않는 정경유착의 한 사례라고도 볼 수 있습니다. 이렇듯 최순실 사태와 비롯해서 정경유착의 사태의 근본적인 원인이 무엇일까요? 이 악순환과 구조적인 문제의 근본 원인을 짚어봅시다. 또한 이 삼성물산과 제일모직 합병 사태에 대한 자신의 생각을 말해봅시다.