

전략적 가치를 고려한 사업보고서 활용사례 연구 - 대한방직의 경영권 분쟁 사례 -

이 덕 훈*
홍 동 현**
황 재 호***

본 연구는 2005년 말에 시작되어 기존 경영진의 경영권 방어로 일단락된 대한방직의 경영권분쟁 사건을 가치투자의 관점에서 재해석했다. 기업의 내재가치와 시장가치간의 차이가 크고 지배구조가 취약한 경우 적대적 M&A의 대상이 될 가능성이 높아진다. 기업의 사업보고서에 제시된 자료를 통해 내재가치를 실측하는 작업은 이론적인 재무제표 및 관련정보의 활용에 대한 교육에 더해져 학습효과를 높일 수 있는 방법이다.

이런 취지로 본 연구에서는 경영권분쟁의 조건과, 사업보고서 및 전략적 관점을 도입한 기업의 내재가치 평가, 경영권분쟁과정의 쟁점 등에 대한 원론적인 해석에 실제 사례를 결합하여 사건의 경제적인 영향력에 대한 해석을 시도하고 투자자와 경영자의 관점에서 기업을 바라보는 시각을 배양하는데 주안점을 두고 있다.

이를 위해 본 연구에서는 먼저 경영권분쟁이 일어날 수 있는 조건을 가격과 가치, 지배구조 등의 측면에서 정리하였다. 대상 기업에 대한 자산 가치 분석을 재무제표와 부속 정보, 그리고 전략적인 관점의 차원에서 실행했다. 마지막으로 사건 전후의 초과수익률(AR)과 누적초과수익률(CAR)로 살펴본 경제적 영향력의 분석에서는 경영권 분쟁의 기간에 걸친 시장의 단계별 반응과 분쟁의 당사자가 취할 수 있는 전략을 살펴보았다.

주제어: 경영권분쟁(Proxy Fight), 자산가치평가(Asset Valuation), 사업보고서(Annual Report)

1. 연구의 개요

투자나 소비 등 자금을 투하하는 거래는 모두 가치에 그 판단기준을 두고 있다. 특정 재화나 용역을 소비하는 일은 그것의 사용가치가 투입된 자금을 상회하기 때문이며 특정기업에 투자한다고 함은 해당기업의 현재가치 또는 내재가치를 이용하여 거둘 수 있는 수익이 투자자금 이상이 될 때에만 가능하다. 기업의 가치는 또한 측정하는 척도에 따라 여러 가지로 분류될 수 있는데 실제로는 해당기업

에 대해 제한적인 정보를 가진 투자자에게 있어 어떤 척도로 가치를 측정하는가의 문제는 투자의 실행 여부와 성패를 결정하는 가장 중요한 요소라고 할 수 있다.

기업에 대한 투자는 장·단기 매매차익을 노리는 적은 규모의 단순 참여에서 기업의 경영권 참여까지 다양한 범위에 걸쳐 행해지며 지배구조의 개선, 기업구조조정 등을 통한 기업가치 개선을 명분으로 하지만 본질적으로는 시장가치의 상승과 이에 따르는 처분, 철수 등의 과정으로 구성된다. 여기에서 중요한 것은 시장에서의 기업에 대한 평가를 개선

논문접수일: 2008. 04. 17. 게재확정일: 2009. 04. 13.

* 부천대학 세무회계과(deoklee@naver.com), 제1저자

** 세종사이버대학교 부동산경영학부(hongdh@sjcu.ac.kr), 교신저자

*** 한국의국어대학교 글로벌경영연구소(hwangjh16@gmail.com), 공동저자

할만한 역량(또는 내재가치)가 기업에 존재해야 한다는 것이며 이를 위해 제한된 정보로 시장가치보다 높은 내재가치를 찾아낼 수 있는 전문적인 능력이라고 할 수 있다.

이런 관점에서 본 연구는 내재가치가 시장가치에 비해 저평가되어 경영권 분쟁이 촉발된 대한방직의 사례를 통해 경영권 분쟁이 야기되는 기본적인 구조, 자산가치를 중심으로 한 내재가치 분석방법 그리고 경영권 분쟁이 나타나는 양상을 보여주고자 한다.

기존에 경영권 분쟁이나 적대적 M&A에 관한 연구가 경영권 분쟁 이후의 시장의 반응을 중심으로 분석된 반면 본 연구는 경영권 분쟁이나 적대적 M&A가 촉발되는 기업의 특성을 사례를 통해 제시함으로써 경영권 분쟁이나 적대적 M&A가 발생하는 원인에 대한 이해를 체감할 수 있다.

연구의 목적은 다음과 같다.

첫째 본 사례연구를 통해 경영권분쟁의 발생 원인을 이해한다. 경영권분쟁이 발생하는 가장 큰 원인은 적정 가치와 주가의 차이가 크고 지배구조가 취약한 경우이다. 적정 가치는 자산가치, 수익가치로 평가한다. 수익가치에 근거한 적정가치의 경우 미래의 이익에 대한 예측의 문제 때문에 평가 상 시각차이가 존재하지만 대한방직의 경우처럼 자산가치로 평가된 경우 자산에 대한 공정가치만 산출하면 되기 때문에 이해하기 용이하다.

둘째 자산가치평가를 위한 정보로서의 사업보고서 활용방법을 이해한다. 회계정보는 정보이용자에게 유용한 정보를 제공하며 이는 경제적 의사결정에 도움이 되어야 한다. 재무제표가 가지고 있는 한계점을 보완하기 위해 재무보고의 형태로 확장된 정보를 제공하는 것을 회계기준에서 제시하고 있는데 확장된 정보의 가장 중요한 형태가 사업보고서이다. 본 사례연구에서는 가치평가에 있어서 사업보고서의 활용방안을 제시함으로써 그 유용성을 이

해한다.

셋째 경영권분쟁과 관련된 전략과 법률적 지식을 이해한다. 본 사례를 통해 분쟁의 발생 시 경영권 인수를 시도하는 측과 방어하는 측의 다양한 전략과 활용방안을 이해하고 학습하고자 한다. 또한 부적절한 M&A를 제어하기 위한 법률적 장치의 목적과 활용방안을 이해한다.

본 연구에서는 이와 같은 목적을 위해 가치평가의 관점에서 실제 사례를 통해 경영권 분쟁과 M&A에 관한 분석을 시도하고 있으며 이후 연구의 구성은 다음과 같다.

서론에서는 연구의 배경과 목적 그리고 의의를 살펴보고 기존 연구를 정리하여 연구의 방향을 이해한다. 2장에서는 경영권분쟁을 야기하는 기본구조와 사례분석의 대상기업에 대해 살펴본다. 경영권분쟁은 가치와 가격의 차이에서 발생한다는 기본구조를 가지고 있으며 가치가 높은 기업이 지배구조가 취약하고 가격이 낮은 수준이 될 때 발생한다. 3장에서는 경영권분쟁의 기본조건인 기업의 가치를 분석대상인 대한방직의 사례를 통해 이해한다. 4장에서는 경영권분쟁의 또 다른 조건인 가격과 지배구조를 대한방직의 사례를 통해 살펴본다. 5장에서는 경영권분쟁과정이 전개되는 양상을 살펴본다. 경영권분쟁이 전개되면서 주가의 움직임이 어떻게 움직이는지 살펴보고 각각의 단계에 제기되는 경영권분쟁의 쟁점을 알아본다. 마지막으로 결론에서는 전체적인 연구결과와 시사점을 검토한다.

II. 경영권 분쟁의 유발 요인

본 장에서는 경영권분쟁이 발생하는 상황을 설명하고 이러한 상황을 적용하여 분석할 사례 대상기업인 대한방직에 대해 알아본다.

거래는 적정한 가치를 지닌 대상이라는 필요조건에 적당한 가격과 매도자의 판매의사라는 충분조건이 부합할 때 성립된다. 경영권분쟁에서도 마찬가지로 대상이 되는 기업은 충분한 가치와 낮은 가격 그리고 취약한 지배구조라는 조건이 필요하다.

2.1 가치

가치를 평가하는 방법은 자산과 수익 측면으로 나뉘볼 수 있다. 자산가치평가는 대차대조표를 이용하는데 자산에서 부채를 차감해서 가치를 측정하는 방법이다. 반면 손익계산서와 현금흐름표에 근거하여 미래에 창출 가능한 이익으로 가치를 측정하는 수익가치평가는 별개는 아니지만 기업의 상황에 따라서는 양립하기 어렵다. 예를 들어 조만간 청산에 들어가는 기업은 수익가치평가법이 큰 의미가 없고 고성장 벤처 기업의 경우 자산가치평가만으로는 평가가 불가능하다.

경영권분쟁의 경우 가치를 평가할 때 기존의 가치평가방식과는 다소 다른 각도에서 접근할 필요가 있다. 경영권분쟁을 통해 경영권을 획득한 새로운 경영진은 기업의 사업구조를 변화시킬 의도가 다분하다. 가격이 낮은 이유가 경영비효율성이나 저가치 사업방향에 기인한 경우가 많기 때문에 이를 개선하는 경영의 변화로 새로운 가치를 창출하는 것이 가능하다는 것을 전제로 가치평가를 할 수 있기 때문이다. 즉 새로운 경영진의 의도가 반영된 가치평가의 가정들의 변화가 가능한 것이다.

본 사례연구에서는 청산가치를 기초로 한 자산가치 평가방법에 근거한다. 대한방직의 경우 방직업이라는 저성장사업을 포기하고 모든 자산을 현금화

할 수 있는 가능성도 있고 이를 통해 경영권분쟁의 본질을 좀 더 심도 있게 이해할 수 있기 때문이다.

2.2 가격

가격은 주식시장에서 제시된다. 가격은 투자자들의 예상과 기대, 증권시장의 수요와 공급 그리고 경제변수의 변화에 의해 결정된다. 효율적 시장이론에서는 가치에 영향을 주는 정보가 즉시 정확하게 가격에 반영된다는 논리를 전개한다. 그러나 워렌 버핏을 포함한 가치투자자들은 가치와 가격의 차이를 이용하여 투자이익을 추구함을 보임으로써 가치와 가격은 차이가 발생할 수 있다는 점을 보여준다. 더욱이 인간 의사결정의 비합리성에 대한 실험연구로 노벨경제학상을 수상한 행동경제학자 트베르스키와 카네먼은 합리적 기대가설과 효율적 시장가설 등 인간의 합리성을 전제로 한 이론에 반하는 연구결과¹⁾를 제시하여 큰 반향을 일으켰다.

가치와 가격이 차이가 발생한다면 그 사실 자체가 주식 매수의 사유가 될 수 있다. 또한 가격이 현재의 가정 하에 전개된 결과물이라면 가정을 수정함으로써 가치를 증진시킬 수도 있다. 저 수익사업 내지는 무수익사업에 치중함으로써 순자산가치에 미치지 못하는 가격으로 거래되고 있는 기업은 저 수익사업 혹은 무수익사업을 지속적으로 한다는 계속기업의 가정 하에 가치평가가 된 것이다. 반면에 그런 사업을 포기하고 청산하거나 사업의 방향을 수익성 있는 사업에 집중하거나 제한한다면 관점의 변화에 따라 측정된 가치도 달라진다. 특히 주가가 낮은 것이 현재 경영진의 전략이나 경영방식의 문제라면 경영권 변경 자체가 가치창조와 주

1) 이와 관련된 실험의 대표적인 예로는 작은 표본으로 일반화하여 자산의 의사결정을 합리화(실험자들은 3년 연속 시장보다 높은 수익률을 올린 펀드를 더 선호하며 이를 합리화하는 사실의 중요성을 지속적으로 일반화하는 경향이 크다.)한다거나 손실을 지나치게 회피하려는 인간 행동(이익이 나는 주식은 재빨리 이익을 취하고 손실이 나는 주식은 막연하게 상승할 것으로 기대하여 계속 보유하려 한다. 이익을 빨리 취하는 심리는 주식이 하락하여 손실로 전환될지 모른다는 두려움이 작용하기 때문이다.)에 대한 것이 있다.

가상승으로 연결될 것이다.

2.3 지배구조

자본시장의 또 하나의 역할은 경영진의 교체가 가능하다는 것이다. 경영성과가 부진하여 주가가 낮은 경우 주주들이 주주총회에서 경영진을 교체함으로써 경영전략과 경영방식을 바꾸고 기업 가치와 주가 향상을 도모할 수 있다.

대주주가 절대적인 지분을 보유하고 있다면 이런 가능성은 줄어들지만 지분율과 주가가 낮은 경우 경영권분쟁 위험은 증대된다. 경영권분쟁 혹은 적대적 M&A가 활발하다는 것은 경영자시장에서 경영의 비효율을 지속적으로 제거해주는 순기능으로 작용하기도 한다. 본 사례연구에서 경영권분쟁의 여지와 대한방직의 지배구조와의 관계를 살펴본다.

2.4 경영권분쟁의 상황

경영권분쟁 대상기업의 상황을 표로 정리하면 아래 <표 1>과 같다.

얻는 것이 지불하는 것보다 많아야 거래 내지는 분쟁이 형성된다. 즉 경영권을 인수하려는 측이 얻는 가치가 시장에서 지불하는 가격보다 높고 대주주 내지는 경영진의 지분율이 낮은 기업이 경영권분쟁의 대상이 된다.

또한 경영권분쟁에서 경영권을 확보한 뒤 경영전략 수정과 경영 개선을 통해 가치를 창출할 수 있다면 경영권분쟁의 목표와 의지가 더욱 더 분명해

진다. 즉 가치에 비해 가격이 낮은 원인을 해결함으로써 투자수익을 확보한다. 가치에 비해 가격이 낮은 이유는 경영의 비효율성, 사업자체의 부진(사양산업) 등에서 기인한다. 경영의 비효율성을 제거하고 사양사업을 중단하고 수익성위주의 사업으로 전략을 수정함으로써 투자수익을 확보하는 것이다.

2.5 사례연구의 대상: 대한방직

본 연구에서는 대한방직을 사례로 선택하였는데 동사는 2006년부터 2007년 여름까지 경영권분쟁에 직면하였다. 동사를 사례로 선택한 이유는 자산가치위주의 가치평가 측면과 경영권 분쟁차원에서 이해가능성이 높고 비교적 다양한 경영권 분쟁의 쟁점을 생각해볼 수 있기 때문이다.

영업환경의 악화로 인한 영업가치 하락과 전반적인 부동산가치 상승으로 인한 자산가치의 상승은 양면적인 방직산업의 특성이면서 변화를 촉발시킬 매개체이기도 했고 대한방직은 이러한 상황을 대표적으로 보여주는 기업이었다.

동사는 1953년에 설립된 섬유업을 주업으로 하는 면방직업체이다. 60년대에서 80년대 비약적인 성장을 하였으나 2000년 이후 저임금국가들의 경쟁력이 증가되면서 성장이 둔화되고 있다. 이런 상황에 맞추어 대한방직 역시 2005년에 중국에 현지 법인을 설립하여 경쟁전략을 수정하고 있다.

면방직산업은 기술, 자본, 노동집약적인 특성을 갖춘 산업으로 원면을 수입하여 제조 가공하여 수출하는 산업구조를 가지고 있다. 대한방직도 면화

<표 1> 경영권분쟁의 대상기업의 상황

	가치 - 가격 > 0	가치 - 가격 < 0
대주주 지분율 낮음	분쟁대상	무가치
대주주 지분율 높음	불가능	무가치

(cotton)을 수입, 가공하여 생산된 제품의 68%를 수출(2005년 기준)하는 사업구조를 가지고 있다. 그러나 중국의 면화수요증가로 원재료 단가는 상승한 반면 저임금국가의 저가 제품에 의한 시장점유율 확대로 수출단가는 인상하기 어려운 상황이었다.

영업가치의 하락과는 달리 기존의 대규모 공장부지는 가격이 상승하여 자산가치가 증가하였고 자산가치의 상승과 더불어 2001년부터 전주공장(99,939㎡) 일부 매각, 대구공장 일부 매각 (41,673㎡) 등이 이루어졌다. 공장부지의 매각은 공장주변의 개발과 연계되어 진행되고 있었다.

III. 가치평가

가치평가는 경영권분쟁 대상기업을 선정하는데 가장 핵심적인 작업이다. 가격은 시장에서 결정되는 객관적인 사실(fact)인 반면 가치는 투자자가 일정한 가정을 전제로 산출하는 주관적인 의견(opinion)이다.

가치평가방법은 크게 자산가치평가와 수익가치평가로 구분되는데 기업의 저평가 정도를 판단하는 지표로서 대차대조표 관점의 자산가치평가는 PBR, 손익계산서 관점의 수익가치평가는 PER로 대별된다.

〈표 2〉 대한방직의 요약 대차대조표

구분	2005년		2006년	
	장부가치	실제가치	장부가치	실제가치
자산 (억원)	224,000	262,987	212,112	262,461
유동자산 (억원)	133,970	133,970	85,484	85,484
비유동자산 (억원)	90,030	129,017	126,628	176,977
부채 (억원)	99,923	99,923	93,744	93,744
유동부채 (억원)	59,286	59,286	78,082	78,082
비유동부채 (억원)	40,637	40,637	15,662	15,662
자본 (억원)	124,077	163,064	118,368	168,717
주식수(주)	1,060,000	1,060,000	1,060,000	1,060,000
주당순자산 (원)	117,054	153,834	111,668	159,167
주가 (원)	36,550	36,550	79,700	79,700
PBR ²⁾	0.31	0.24	0.71	0.50
저평가율 (%)	69%	76%	29%	50%

자료출처: 대한방직 사업보고서 (2005년, 2006년)

2) PBR은 주가와 주당순자산의 배수관계로 얼마의 premium을 주고 주식을 매수하는지를 나타내는 지표이다. 예를 들어 주당순자산이 10,000원인 기업의 주가가 8,000원인 경우 PBR은 주가를 주당순자산으로 나눈 0.8이 된다. 이때 PBR이 1보다 적은 경우를 저PBR이라고 하고 PBR이 1보다 큰 경우를 고평가라고 한다. 저PBR의 경우 1주당 순자산가치에 비해 낮은 가격에 거래되는 것으로 확인되었다는 것을 의미한다. 예를 들어 주당순자산이 만원인 경우 8,000원에 거래되는 주식은 20%할인되어 거래됨을 의미한다. 다시 말해 해당 기업을 청산할 경우 10,000원을 받을 수 있음에도 주식시장에 8,000원에 거래되는 상황을 의미한다. 물론 상당부분의 저PBR 기업은 기업의 손실발생이나 향후 예상되는 저성장에 기인하는 경우가 많다. 그러나 주가급락으로 본질가치에 큰 훼손이 없음에도 나타나는 경우도 존재한다. 반대로 고평가기업은 주당순자산에 비해 높은 주가를 지불하는 상황으로 premium을 주고 주식을 매수할 수 있음을 의미한다. 고성장이거나 높은 이익을 창출하는 기업의 경우 고평가인 경우가 많이 존재한다.

경영권분쟁 과정에서는 일반적인 가치평가방법 이외에 전략적 관점에서의 가치평가가 필요하다. 이는 새로운 경영전략으로 기업의 상황이 전환되었을 경우 가치평가의 전제인 가정이 변화에 따른 새로운 가치평가를 실행하는 것이다. 이런 종류의 가치평가는 경영권의 인수와 관련해서는 더 중요하다고 할 수 있다.

본 사례연구에서는 대한방직의 예를 통해 재무제표차원에서 가치평가와 전략적 관점의 가치평가 결과를 제시한다.

3.1 기초적 가치평가: 재무제표와 사업보고서를

이용한 자산가치평가

대한방직이 낮은 수익성과 성장성에도 불구하고

적대적 M&A를 시도하는 투자자에게 관심의 대상이 된 이유는 대차대조표 측면에서 찾을 수 있는데 좀 더 구체적인 상황을 다음 <표 2>와 같이 정리할 수 있다.

동사의 요약대차대조표에서 2005년 당시 2,238억 원의 자산에서 999억 원의 부채를 제하면 주주지분은 1,241억 원이다. 이를 주식수로 나눈 1주당 주주지분가치는 117,000원에 이른다. 또한 2006년 당시 2,121억 원의 자산을 보유하고 937억 원의 부채가 있었으며 이를 감안하면 주주지분은 1,184억 원이 되고 주당순자산은 111,668원이 된다.

이는 시장에서 동사의 주식이 주당순자산 가격 이하에서 거래 된다면 할인되어 매수할 수 있는 것을 의미한다. 그런데 2005년 말의 주가는 36,550

<표 3> 평가의 근거³⁾

	토지	면적(m ²)	장부가치(억원)	공시지가(억원)	차이(억원)
2005년	여의도 본사	532	11.29	8.87	-2.42
	대구사무소	12,709	97.38	118.10	20.72
	전주공장	240,750	236.58	502.50	265.92
	대구 유천동공장	2,631	4.07	8.62	4.55
	대구 비산동공장	46,284	135.61	208.75	73.14
	합계	302,906	484.93	846.84	361.91
2006년	여의도 본사	1,203	41.34	27.48	-13.86
	대구사무소	12,154	86.48	136.07	49.59
	전주공장	240,587	236.4	598.96	362.56
	대구 유천동공장	3,108	10.52	13.49	2.97
	대구 비산동공장	46,284	135.61	205.95	70.34
	합계	303,336	510.35	981.95	471.60

자료출처: 대한방직 사업보고서 (2005년, 2006년)⁴⁾

3) 사업보고서에서 [사업의 내용]의 [생산 및 설비에 관한 사항]중에 토지에 관한 정보에서 토지의 소재지, 토지별 장부가액, 토지별 증가와 감소 및 공시지가에 관한 정보를 확인할 수 있다. 또한 공시지가에 관한 정보는 감사보고서의 재무제표의 주석사항에서 확인할 수 있다.

4) 2005년과 2006년간의 토지면적과 장부가액이 변한 것은 일부 매각 또는 매입의 결과이다.

원으로 약 70%가량 할인된 가격에 동사를 매수할 수 있었다. 또한 경영권 분쟁이 진행 중이던 2006년 말에도 30%정도 할인된 가격에 매수할 수 있었다.

그런데 대차대조표를 역사적원가가 아닌 공정가치에 근거하여 산출하면 좀 더 목적 적합한 정보를 생산할 수 있다. 고정자산에서 토지부분을 역사적원가⁵⁾에 근거하였으나 목적적합성 측면에서 공정가치로 환산하여 판단할 필요가 있다.⁶⁾

토지의 공정가치⁷⁾를 공시지가로 가정하여 환산하면 2005년도에 장부 가치에 비해 389억 원이, 2006년에는 503억 원이 증가하며 이를 기준으로 주당순자산가치를 산출하면 15만원을 상회하고 이 가치 이하에서 거래가 된다면 동사의 순자산을 할인하여 매수할 수 있는 것을 의미한다. 2005년 말에는 주가가 36,550원으로 76% 할인된 가격에 매수 가능했고 2006년도 말에도 50%정도 할인된 가격에 매수할 수 있었다. 일반적으로 공시지가가

실제 거래가격에 비해 낮은 점을 감안하여 실질주당순자산관점에서 본다면 할인 폭이 더 커진다.

3.2 분석적 가치평가: 전략적 관점이 적용된 자산가치평가

분석적 가치평가관점에서 중요한 것은 경영전략을 통해 자산과 재무상태의 구성과 질의 변화를 가치로 환산하는 것이다. 예를 들어 저 수익자산을 처분하여 부채를 상환하거나 무수익자산인 나대지를 개발해서 새로운 수익을 창출함으로써 가치를 창출하는 것을 전제로 가치평가를 하고 이를 전제로 투자전략을 수립하는 것이다.

동사는 2005년 대구공장 부지의 매각과 전주공장부지의 성격 변화 등으로 자산가치에 큰 변화가 발생하는데 주요 자산의 변화를 보면 장기적인 관점에서의 변화를 감지할 수 있고 이는 토지와 부채의 감소 및 현금의 증가로 요약된다.

〈표 4〉 주요 공시지가의 변화

구분	2005년 공시지가 (만원/㎡)	2006년 공시지가 (만원/㎡)	증가율 (%)
여의도 본사	166.71	228.42	37.02%
대구사무소	92.93	111.95	20.48%
전주공장	20.87	24.90	19.31%
대구 유천동공장	32.76	43.41	32.50%
대구 비산동공장	45.10	44.50	-1.34%

자료출처: 대한방직 사업보고서 (2005년, 2006년)

5) 대한방직은 1995년도의 자산재평가 금액을 역사적 원가로 산정했다.

6) 이는 다음과 같은 여러 가지 자산의 평가 방법 중 목적적합성 측면에서 현행산출가치 또는 미래현금흐름의 할인액을 평가의 척도로 도입했음을 의미한다.

	과거	현재	미래
투입물시장	역사적원가	현행대체원가	
산출물시장		현행산출가치	미래현금흐름의 할인액

7) 공정가치는 실제 거래시세를 반영하는 것이 적절하나 정보의 객관성을 유지하기 어렵고 보수적 관점을 견지하기 위해서 공시지가를 근거로 제시한다.

동사는 2001년 이후 토지를 지속적으로 매각하면서 확보된 현금으로 부채를 상환하고 있었다. 2005년도의 대구공장 매각으로 발생한 586억 원에 이르는 현금을 보유하고 있는 상황이었는데 이는 당시의 시가총액을 상회하는 수준이었다. 엄청난 현금보유 자체가 M&A의 대상이 되기도 한다는 점에서 동사는 매력적인 상태라고 볼 수 있다.

대차대조표는 과거의 결과를 보여주는 정보의 집합이다. 그런데 과거의 결과인 자산이 변화한다면 미래의 정보로 변화하여야 한다. 동사의 경우 주요 자산인 토지에 대한 상황과 성격의 변화를 감안하면 '가치의 재발견'이 가능하다. 즉 동사는 전주와 대구의 도심에 대규모의 토지를 보유한 자산가치가 우량한 기업으로 볼 수 있다. 설립 당시 공장부지⁸⁾는 도심의 외곽이었으나 도심이 확대되면서 부도심 내지는 신도시의 성격을 지니게 되었다. 이로 인해 자산의 가치가 더욱 더 높아졌다.

특히 전주공장의 변화가 쟁점이 된다. 전주공장 부지는 면적도 가장 넓고 장부가치도 가장 크기 때문에 전주공장을 어떻게 평가하느냐에 따라 동사의 평가 자체도 달라진다.⁹⁾ 그런데 전주공장에 몇 가지 변화가 있었고 이런 점에서 재평가의 여지가 발생했다.

우선 2005년 7월에 전주공장의 지근거리에 전북도청이 준공되어 입주했다. 일반적으로 도청을 포함한 공공기관의 존재는 지역의 발전과 연결된다. 공공기관 자체가 유동인구를 유발하고 그로 인한 주변 개발이 진행되어 전체적인 지가 상승이 진행된다.

둘째 전주공장 주변에 대규모 아파트 건설이 진행되었다. 특히 아파트의 분양가가 m²당 230만 원을 상회하면서 전주공장부지의 아파트 건축가능성이 쟁점화 되었다. 만약 아파트로 개발된다면 동사가 보유한 토지의 가치는 2,000억 원에서 3,000

〈표 5〉 주요자산 비중의 변화

구분	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년
현금성 자산 (억 원)	1	1	19	119	586
매출채권 (억 원)	256	166	247	242	308
재고자산 (억 원)	525	625	593	498	389
기타유동자산 (억 원)	148	228	84	69	57
토지 (억 원)	1,273	894	859	655	485
건물 및 부속설비 (억 원)	452	245	235	211	280
기계장치 (억 원)	90	78	68	60	59
기타고정자산 (억 원)	107	119	89	130	77
부채 (억 원)	2,410	1,715	1,405	1,130	999
순자산 (억 원)	442	643	790	853	1,241

8) 토지의 가치는 역사적 원가를 원칙으로 하나 자산재평가를 통해 공정가치를 반영하여 정보의 목적적합성을 높이기도 한다. 대한방직은 1995년도에 자산재평가를 실시하여 1995년 이후에 증가된 토지 가치는 장부상 반영되어 있지 않다.

9) 본 연구에서 가장 직접적인 이슈가 된 부분이 전주공장 부지의 평가에 따른 문제이며 여타 토지의 경우 시나리오에 포함되어 계산될 경우 요구되는 실거래가격 등의 근거 자료를 구하기 힘든 점, 상대적으로 비중이 크지 않은 점, 교육용 사례에서 단순 반복적인 계산 과정을 최소화하려는 등의 이유로 공정가치로의 전환과정에 제약이 있었다는 점을 감안하기 바람직하며 이 부분에 대하여 세밀히 지적해 준 익명의 심사자에게 감사드린다.

억 원으로 추산되었다.

셋째 전주공장의 설비 노후화를 이유로 공장설비의 일부가 가동 중단되었다. 자산의 가치는 사업자산이나 비 사업자산이냐에 따라 평가의 잣대가 달라진다. 계속기업의 가정 하에서 사업자산인 경우 수익성에 근거하여 평가되지만 청산의 개념을 도입

할 때 비 사업자산의 경우 공정가치로 합산되는 것이 목적적합하다.

정리하면 성장가능성, 개발가능성 그리고 평가의 시각 변화 등으로 대한방직은 경영전략에 따라 가치를 창출할 수 있는 여러 가지 조건이 충족된다고 볼 수 있다.

〈표 6〉 전주공장부지의 가치창출 시나리오

구분	2005년말 장부가치	공시지가	시나리오1	시나리오2	시나리오3
m ² 당 가격 (만원)	9	21	30	75	150
전주공장 면적 (m ²)	240,750	240,750	240,750	240,750	240,750
유동자산 (억 원)	1,340	1,340	1,340	1,340	1,340
비유동자산 (억 원) (전주공장제외 ¹⁰⁾)	522	522	522	522	522
전주공장매각가치(억 원)	229	503	722	1,806	3,611
자산총계 (억 원)	2,091	2,364	2,584	3,668	5,473
부채 (억 원)	999	999	999	999	999
순자산 (억 원)	1,091	1,365	1,585	2,668	4,474
주당순자산 (원)	102,963	128,796	149,526	251,732	422,074
주가 (원)	36,550	36,550	36,550	36,550	36,550
PBR	0.35	0.28	0.24	0.15	0.09
저평가율 (%)	65%	72%	76%	85%	91%

〈표 7〉 전주공장부지 가치창출 시나리오(관련비용 30%가정¹¹⁾)

구분	장부가치	공시지가	시나리오1	시나리오2	시나리오3
m ² 당 가격	9	21	30	75	150
순자산 (억 원)	1,023	1,214	1,368	2,127	3,391
주당순자산(원)	96,491	114,574	129,085	200,629	319,868
주가(원)	36,550	36,550	36,550	36,550	36,550
PBR	0.38	0.32	0.28	0.18	0.11
저평가율(%)	62%	68%	72%	82%	89%

10) 전주공장 관련 원가로는 토지, 건물, 구축물, 기계장치, 공구와 비품을 포함하여 산출하였다. 전주공장 매각가치는 토지의 면적에 m² 당 가치만을 적용한다. 즉 전주공장을 매각할 시 토지의 가치만을 보상받고 건물 등은 가치가 없는 것으로 가정한다. 건물 등의 철거비용, 매각 시 발생하는 양도차익, 기부채납에 따른 비용 소모분은 고려하지 않았다.

11) 관련비용으로는 건물 등의 철거비용, 매각 시 발생하는 양도차익, 기부채납에 따른 비용 등을 포함한다.

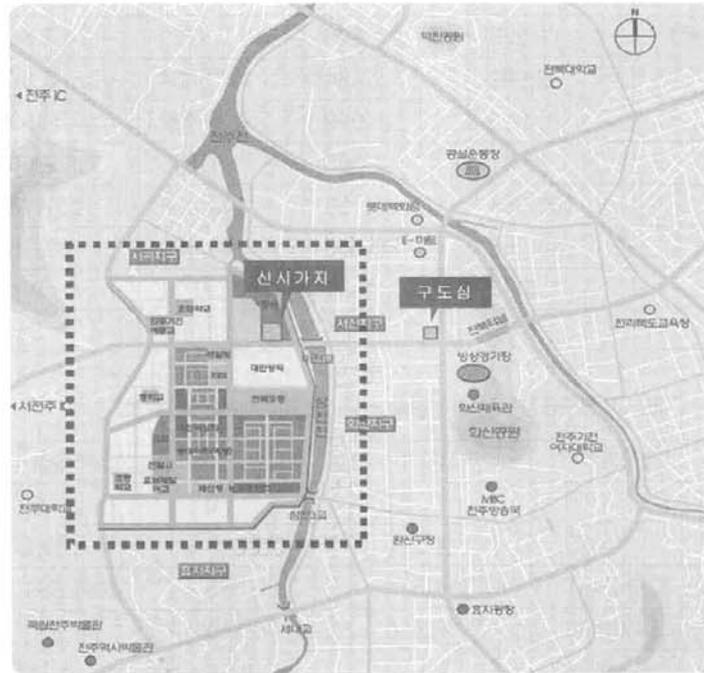
전주공장을 매각 혹은 개발한다는 가정 하에 현금성자산으로 전환된 동사의 재무상황을 분석하면 아래와 같으며 가능한 현금유입액에 따라서 동사의 자산의 변화를 다음과 같은 세 가지 시나리오로 상정할 수 있다.

전주공장부지의 개발에 관한 시나리오를 보면 매각이나 개발 시 얼마의 가치창출이 가능한지 가능해 볼 수 있다.

시나리오 1은 공시지가가 매각가격의 70%인 경우를 가정한다. 일반적으로 재개발의 경우 공시지가보다 50% 이상 높은 보상가를 책정한다.¹²⁾ 또한 2006년 초 전주공인중개사회에 따르면 전주공장이 위치한 효자동의 주택지가격이 m²당 40만원

을 상회한다고 발표했다. 이러한 제반 상황을 고려하면 공장 부지를 m²당 30만원에 매각한다는 가정은 상당히 보수적이다. 관련비용이 없다는 가정 하에 전주공장 부지를 m²당 30만원에 매각한다면 722억 원의 현금이 유입되며 주당순자산이 149,526원으로 상승한다. 장부가로 매각하는 경우보다 500억 원 정도 증가한 것으로 저 평가율이 76%에 육박한다. 관련비용을 30%정도 지불한다고 가정해도 270억 원 정도 증가하며 저 평가율이 72%정도 된다.

시나리오 2는 동사의 부지를 m²당 75만원에 매각하는 경우이다. m²당 75만원에 매각하는 가정은 시나리오 3의 절반 정도에 매각되는 경우이다. 전



대한방직 부지활용 '수면위로'

전주서부 신시가지 '노른자위' 공장이전 결정 후 용도변경안 등 제시

〈그림 1〉 대한방직 관련 2005년 9월1일 전북일보기사

12) 또한, 구동희(2006)에 따르면 우리나라 대도시 공업지역의 매물가격대비 공시지가 현실화율은 67.9%로 조사되었다.

주공장부지 중 일부에 분양된 아파트의 분양가를 기초로 하여 지역 언론에서 언급한 것처럼 입지조건과 상황을 고려하면 시나리오 3의 매각 시나리오가 설득력이 있으나 보다 보수적인 관점에서 가능성을 검토하기 위해 시나리오 2를 산출해 보았다. m²당 75만원에 매각하면 전주공장부지의 가치가 1,806억 원에 이르며 이로 인해 1,577억 원의 가치증가가 예상된다. 이를 토대로 주당순자산을 계산하면 주당 25만원에 이르며 PBR이 0.15이며 85% 할인된 가격에 거래되는 것이다. 관련비용을 감안해도 주당순자산은 20만원에 이르며 PBR이 0.18로 저평가되었다는 것을 알 수 있다.

전북도청의 바로 옆에 위치했고 전북혁신도시의 근처에 위치한 입지조건을 감안하면 m²당 150만원 수준이 가능할 것으로 예측된다.¹³⁾ 시나리오 3을 적용하면 순자산가치가 4,474억 원으로 3,500억 원의 가치가 증가하여 주당순자산이 42만원에 육박한다. 관련비용을 감안해도 주당순자산이 32만원에 근접한다. 2005년 당시 주가의 10배에 가까운 가치이다. 시나리오 3의 상황의 현실성은 2006년 초 지역신문을 통해 확인할 수 있다. 아래의 2005년 9월 1일 전북일보 기사를 통해 대한방직 공장부지에 대한 전주지역의 관심을 알 수 있다.

관심의 대상이 되고 있는 대한방직 전주공장 부지는 당초 12만평이었으나, 전북도청 신축부지(3만3000평)와 현대 IPARK 등이 들어서는 신시가지 공동주택 부지(2만6000평)로 일부 편입되어 현재는 6만2000여 평이 남아 있다.

…… 중 략 ……

시가 공영개발 방식을 통해 부지를 매입해 분양하는 방안이 있으나, 이는 휴업보상비와 공장설비 이전비 등의 보상비가 1,800억 원에 달하는데다 토지매입비까지 포함하면 3,000억 원으로 추산되는 비용부담 때문에 어렵다.

공장 부지를 매각하는 전략을 구사하는 경우 기업청산, 대규모 현금배당 등의 방법으로 투자원금을 회수할 수 있다. 또한 매각자금을 이용하여 새로운 사업을 추진할 수도 있다.

부동산으로 개발하려고 한다면 대한방직이 가치 창출의 주체가 되어 사내에 큰 이익을 축적할 수 있다. 전북도청 옆에 위치한 입지 상 상업용지로서의 가능성도 가능하다고 예상된다. 상업용지로 개발할 경우 부가가치는 더욱 커질 것이다.

경영권을 인수하고 자산구조조정이 진행된다면

〈표 8〉 전주공장부지를 이용한 주주가치창출전략 시나리오

전주공장처리	주주가치창출 전략	경제적 효과 (낙관적 시나리오 3가정)
공장부지매각	기업청산	3000억원 이상의 주주부 환원
	대규모 현금배당	현재주가 보다 높은 3만원 이상의 배당 가능
	신규사업추진	3000억원의 현금을 바탕으로 신규사업 추진 가능
공장부지개발	상업용지개발	입지를 이용하여 개발가치를 극대화함으로써 3000억원 상회하는 가치창출
	아파트개발	100m ² 아파트 3000가구 ¹⁴⁾ 를 m ² 당 230만원에 분양시 6,000억원의 현금유입

13) 2004년 동사 전주공장부지의 일부에 분양된 현대아이파크아파트의 용적률을 감안한 평균분양가(230만원/m², 대지가격과 건축비의 합)에서 2005년도 공동주택 표준건축비(78만원/m²) 등을 제외한 금액에 근거한다.

14) 토지면적의 30%를 기부채납하고 가구당 45m² 지분을 가정하여 산출함.

제시된 시나리오처럼 획기적인 가치의 변화를 도모할 수 있고, 결국 이러한 시나리오 하에 경영권을 확보하고자 하는 시도가 시작되는 것이다.

3.3 가치평가를 검토하며

가치는 상황에 따라 변화한다. 대한방직의 장부가에 근거한 기본적 가치는 주당 10만원을 상회하고 자산의 주요 부분을 차지하는 전주공장부지의 개발을 감안한 가치는 주당 20만원을 상회한다. 요약하면 동사와 동일한 자산구조를 구성하기 위해서는 부채를 제외하고 장부상 1,200억 원 이상의 현금이 필요한 상황이다. 동사의 경우 2005년 말에 주식시장에서의 시장가치가 380억 원대인 반면 동일한 토지와 설비를 하기 위해서 실제 실물시장에서 필요한 비용은 개략적으로 전주공장 부지 매입비용만 3,000억 원을 상회한다. 이런 경우 토빈의 q는 380억을 3,000억 원 이상으로 나눈 수치가 되는데 이는 적대적 M&A에 노출될 가능성이 커짐을 의미한다. 환언하면 전주 공장 부지를 개발할 의도가 있는 건설사가 있었다면 부동산을 통해서 토지를 매입하는 것보다 주식시장에서 대한방직의 지분을 100% 매입하는 것이 훨씬 유리하다.

즉 동사는 자산 가치로 야기되는 경영권 분쟁의 조건을 갖추고 있다.

IV. 가격과 지배구조

본 장에서는 대한방직의 사례를 통해 경영권분쟁의 충분조건인 가격과 지배구조에 대해 알아본다. 아무리 가치가 높아도 가격이 높다거나 경영진의 지배구조가 확고하다면 경영권분쟁은 불가능하다. 반대로 기업의 가격이 낮은 상태에 지배구조까지 취약하다면 경영권분쟁의 목표물이 되기 쉽다. 본 장에서는 왜 경영권분쟁이 야기되었는지 가격과 지배구조 측면에서 살펴보도록 한다.

4.1 대한방직의 가격

동사는 풍부한 현금과 주요 지역의 공장부지 등 높은 자산 가치를 가지고 있었음에도 불구하고 2005년 중반까지 주식시장에서의 평가는 냉담했다.

표에서 나타난 바와 같이 2001년부터 2004년까지는 시가총액이 200억 원 미만에서 형성되었다. 1,000억 원대를 상회하는 순자산액을 감안하면 상당한 저평가의 상태였다. 그나마 주가가 상승한 2005년 말 당시의 시가총액도 387억 원에 불과했고 당시의 순자산총액이 1,240억 원, 실질순자산총액이 1,628억 원이었다. 이에 비하면 주식시장에서 거래되는 시가총액은 현저하게 저평가되어 있

〈표 9〉 시장의 변화와 대한방직의 주가변화

구분	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년
주가 (원)	17,900	10,350	17,500	17,550	36,550
시가총액 (억원)	190	110	186	186	387
종합주가지수	693	627	810	895	1,379
대한방직수익률(연간)	-0.393	-0.422	0.691	0.003	1.083
종합주가지수익률(연간)	0.375	-0.095	0.292	0.105	0.541
초과수익률(연간)	-0.768	-0.327	0.399	-0.102	0.542

초과수익률 = 대한방직수익률(年) - KOSPI수익률(年)

었다. 즉 387억 원을 투자하면 장부가로만 1,600억 원 상당의 자산을 취득할 수 있는 상황이다.

이러한 저평가의 상황이 동사만의 문제인지 살펴보기 위해 시장전체의 수익률을 살펴보았다. 2001년부터 2004년까지 4년 중 3년에 걸쳐 동사의 주주는 종합주가지수보다 낮은 수익률을 경험한다. 특히 2001년은 시장전체에 비해 -76.7%의 수익률을 보여주고 있다. 이러한 상황은 2005년 이전에 동사가 시장의 관심 밖에 있었다는 것을 보여주는 증거들이다.

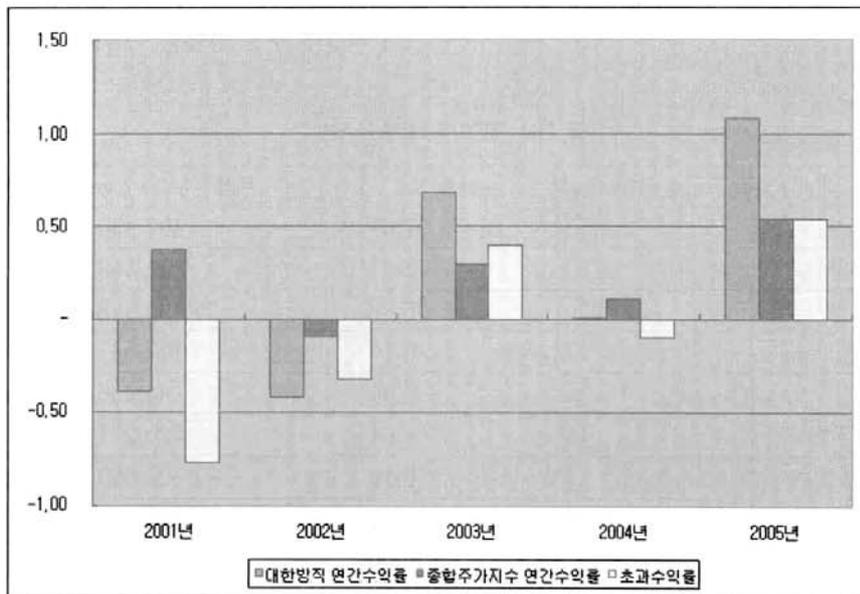
동사가 저평가된 이유는 내적으로는 낮은 성장가능성과 악화되는 수익성에서, 외적으로는 대형주 위주의 상승과 이에 부수된 동사와 같은 중소형주의 소외라고 추정이 가능하다.

4.2 대한방직의 지배구조

2005년 말 당시 사업보고서상 경영진의 소유지분은 최대주주 13.93%와 주요주주 8.89%를 합산한 22.82%이다. 이는 주가가 고정되어 있다면 100억 원 정도의 자금으로 대주주의 지분을 상회할 수 있다는 것을 의미한다. 그러나 지분경쟁 혹은 지분매집이 시작되면 주가가 상승하여 일정한 가격에 매수한다는 것은 현실적으로 어렵다. 대부분 지분경쟁이 진행되면 주가는 급등한다. 그러나 이를 감안하더라도 25%정도의 지분을 확보하면 경영권에 적극적으로 참여할 수 있는 상황이며 현실적으로는 이는 상당한 가능성이 존재한다.

4.3 가격과 지배구조를 검토하며

일반적으로 높은 내재가치를 가진 기업은 주가



초과수익률 = 대한방직수익률(年) - KOSPI수익률(年)

〈그림 2〉 대한방직의 수익률 추이

역시 높다. 반대의 경우도 존재하며 주된 이유는 기업의 경영전략이나 사업전망에 문제가 있는 경우이다. 이런 경우 기업의 경영전략을 수정하거나 자산 구조조정을 통해 기업 가치를 향상시킬 가능성이 있는 경우도 존재한다.

주가가 낮은 이유는 기업 내적으로는 사업전망이 불투명하다던가, 내부적인 비효율이 존재한다던가, 경쟁사와의 치열한 경쟁으로 인한 기업실적 저하 등의 문제를 들 수 있다. 기업 외적인 요인으로는 주식시장 전체의 부진으로 인한 저평가의 상황 등이 있다. 대한방직의 경우 높은 자산 가치를 가지고 있음에도 불구하고 주식시장의 부진과 부진한 업황 때문에 낮은 주가가 형성되었다고 주장이 가능하다.

경영권을 위협하기 위해서 필요한 또 하나의 조건은 취약한 지배구조이다. 경영진이나 대주주의 지분이 확고한 상황에서 경영권 분쟁은 큰 의미를 갖지 못한다. 대한방직의 경우 대주주인 현 경영진의 지분구조가 낮기 때문에 경영권 분쟁의 소지가 존재했다.

높은 기업가치, 낮은 주가, 취약한 지배구조의 세 가지 조건이 충족되면 적대적 경영권분쟁의 가능성은 커진다. 또한 새로운 경영전략과 자산 구조조정은 동사의 시장가격을 높이는 해법이 될 수 있다. 동사의 경우 이러한 이유로 경영권을 노리고 접근할 수 있을 뿐만 아니라 이에 상응하는 충분한 수익을 고려한 투자도 가능한 상황이었다.

V. 경영권 분쟁 진행과정

본 장에서는 대한방직의 경영권 분쟁과정을 지분 경쟁과 이에 따른 주가의 변화로 나누어 살펴본다. 5%이상의 지분을 취득한 주주는 추가적인 지분의 변화에 대해 금융감독원에 공시를 해야 하며 경영권을 목적으로 지분을 취득하는 경우 공시정보를 통해 그 변화를 지속적으로 감지할 수 있다.

경영권 분쟁과정에서 지분 증감이라는 사건(event)이 시장에 주는 영향은 주가로 측정되는 이유로 본

〈표 10〉 대한방직의 주주구성¹⁵⁾

구분	주주수	비율	주식수	비율
소액주주합계	973	97.69	497,836	46.40
소액주주(법인)	23	2.31	1,318	0.12
소액주주(개인)	950	95.38	496,518	46.84
최대주주	1	0.10	147,647	13.93
주요주주	6	0.60	94,226	8.89
기타주주합계	16	1.61	320,291	30.22
기타주주(법인)	1	0.10	22,550	2.13
기타주주(개인)	15	1.51	297,741	28.09
합계		100.00	1,060,000	100.00

자료출처: 대한방직 사업보고서 (2005년)

15) 사업보고서에서 [주주에 관한 사항]의 [주주분포]에서 확인할 수 있다.

연구에서는 시장수익률 혹은 업종수익률을 통제한 초과수익률(AR: Abnormal Return)과 누적초과수익률(CAR: Cumulative Abnormal Return)¹⁶⁾을 통해 경영권분쟁이라는 사건이 얼마나 기업에 영향을 주었는지 살펴본다.

먼저 사건일지를 통해 지분변화의 과정을 살펴보고 과정을 세분화하여 시장에서 어떤 영향을 주었는지 검토해본다.

5.1 사건과정

본격적인 분쟁기는 2006년부터이지만 사건의 시초는 2005년부터 시작되었다고 판단된다. 기업의 자산구조의 변화가 적대적 경영권분쟁을 촉발하는 촉매가 되었을 가능성이 있기 때문이다.

동사는 대구 공장부지 매각으로 600억 원에 가까운 매각차익과 500억 원이 넘는 현금을 확보하게 되었다. 당시의 시가총액이 360억 원대임을 감안하면 매각차익이나 현금의 규모는 중요한 사건으로 볼 수 있다. 또한 2005년 7월 전북도청의 신청사가 건립되어 입주하면서 전북도청 바로 옆에 위치한 전주공장의 개발 가능성이 부각되고 자산가치가 증가하였다.

2006년 2월 전주출신 전업투자자인 유선철¹⁷⁾이 경영참여 목적으로 8.4% 지분 취득 공시를 했

다. 2006년 3월 박기원¹⁸⁾은 9.51%의 지분을 단순투자 목적으로 확보했다는 공시를 했다. 유선철과 박기원 모두 전주출신으로 전주공장부지의 상황 변화에 대한 충분한 이해를 하고 있었을 것으로 추정된다.

이후 박기원은 투자 비중을 점차 늘려갔고 박기원과 유선철은 서로 교감이 없었다는 점을 공표했지만 주식시장에서는 양측이 협력해서 동사를 인수한다는 루머부터 단순투자 목적의 박기원이 대한방직 측의 백기사¹⁹⁾가 될 가능성에 대한 시나리오까지 다양하게 제시되었다. 그러던 중 10월 유선철이 주식을 전량 매도한다. 유선철의 매도분을 박기원이 매수함으로써 박기원은 지분을 크게 확대하고 경영참여로 투자목적은 변경한다. 이후 추가적인 주식매수를 하면서 기존 대주주와의 지분차이를 조금씩 줄여갔다.

박기원은 사외이사를 한 명 추천했고 회사 측은 긍정적인 검토를 하겠다는 언론 발표를 했다. 그러나 회사 측은 별도의 사외이사를 추천하고 결국은 표 대결의 양상으로 치닫게 되었는데 1-2%정도의 지분차이를 두고 주주총회에서 표 대결이 벌어졌고 결국 미세한 차이로 기존 대주주가 승리한다.

주주총회 이후 박기원은 4월에는 주식을 추가로 매수하여 경영권분쟁이 심화되는 것이 아닌가 하는 예상도 나왔으나 5월부터 지분을 매각하기 시작하

16) 산식은 다음에 의거하여 산출하였다.

$$AR_{it} = \left(\frac{1}{n} \right) \sum_{i=1}^n (R_{it} - R_{mt}) \quad CAR_{it} = \sum_{i=1}^n AR_{it}$$

Rit = t시점 대한방직 수익률

Rmt = t시점 종합주가지수 수익률

수익률에 대한 검증은 t-검증을 이용한다.

$$t_{ar} = \frac{AR_{it}}{\left(\frac{\sigma(AR_{it})}{\sqrt{n}} \right)} \quad t_{car} = \frac{CAR_{it}}{\left(\frac{\sigma(CAR_{it})}{\sqrt{n}} \right)}$$

17) 유선철은 합성수지 전문업체인 세원화성에 72억 원을 투자하여 30.18%의 지분을 확보하고 이 회사가 제안한 공개매수에 응해 25억 원의 차익을 올린 경력이 있는 전업투자자이다.

18) 박기원은 2003년 삼성전자 주식을 700억 이상 매도해서 세상에 알려진 전업투자자이다. 전주지역 증권사창구에서 매도 주문이 나와서 전주투신(전주투자신탁)이란 별명이 붙었다.

19) 백기사는 대주주와 기존 경영진을 대신하여 적대적 M&A 공격세력에 맞서서 경영권을 보호해주는 투자자를 의미한다.

면서 8월에 10%에 가까운 94,645주를 매도하여 지분을 5%미만으로 줄이면서 경영권분쟁은 일단락되었다.

5.2 주가의 변화

대한방직의 자산구조와 지배구조의 변화에 대해 기업의 시장가치가 어떻게 변화했는지 확인해 볼 필요가 있다. 이를 위해 시장조정모형을 이용하여 2005년 1월부터 2007년 12월까지 초과수익률과 누적초과수익률을 산출하였다.

대한방직의 주가추이는 크게 분쟁잠복기, 3자분쟁기, 2자분쟁기, 분쟁종료기의 4개 국면으로 분석해 볼 수 있다.

분쟁잠복기는 대한방직의 자산구조의 변화가 진행되면서 관심을 받기 시작한 단계이다. 3자분쟁기는 유선철과 박기원이 경쟁적으로 지분을 늘려가면서 기존 경영진과 3자 대립관계가 형성되는 단계이며 2자분쟁기는 유선철이 지분을 전량 매도하고 이를 박기원이 매수하면서 새로운 국면으로 전환되어 주주총회에서의 표 대결이라는 경영권분쟁의 정점을 이룬 시기이다. 마지막으로 분쟁종료기는 주주총회의 결과가 기존 경영진의 승리로 확

정되고 분쟁이 교착상태에 빠지면서 박기원이 주식을 매각하고 경영권분쟁이 마무리되는 단계이다.

[분쟁잠복기]

시기적으로 분쟁잠복기의 시발은 동사 전주공장 옆의 전북도청 입주와 대구공장 매각 시점이다. 7월의 전북도청 입주 당시는 시장에서 동사의 주가는 거의 반응하지 않았다. 그러나 대구공장이 586억 원에 매각되어 대규모의 현금이 유입되는 사건의 결과 10월에 22%, 11월에 40%라는 초과수익률을 기록하게 된다. 이와 같은 추정의 근거는 대한방직의 영업환경이나 사업구조의 변화가 없었던 상황에서 주가의 변동을 야기한 유일한 사건이 대구공장부지의 매각으로 인한 현금 유입이라는 데에 있다.

[3자 분쟁기]

2005년 말에 대구공장 매각이 공시되면서 주가는 횡보하는 국면을 나타내지만 유선철이 지분취득을 공시한 2006년 2월에 83%의 초과수익률이 나타난다. 2월에 박기원 역시 집중적인 지분 매집을 진행했고 2월 이후의 주가 움직임은 비교적 차분하게 전개된다. 그러나 3자 분쟁이 진행되던 2006

〈표 11〉 경영권 분쟁과정 구분

구분	기간	사건	대한방직 수익률(年)	KOSPI 수익률(年)	초과 수익률 ²⁰⁾
분쟁잠복기	2005	기업 환경 변화 조짐 보이며 주가 상승 시작	108%	54%	54%
3자분쟁기	2006.1-2006. 9	2월 유선철 주식매수 3월 박기원 주식매수	63%	-1%	64%
2자분쟁기	2006. 10-2007.3	유선철 주식매도 박기원 주식추가매수	15%	6%	9%
분쟁종료기	2007. 4-2007.12	박기원 주식매도	-25%	31%	-55%

20) 초과수익률 = 대한방직수익률(年) - KOSPI수익률(年)

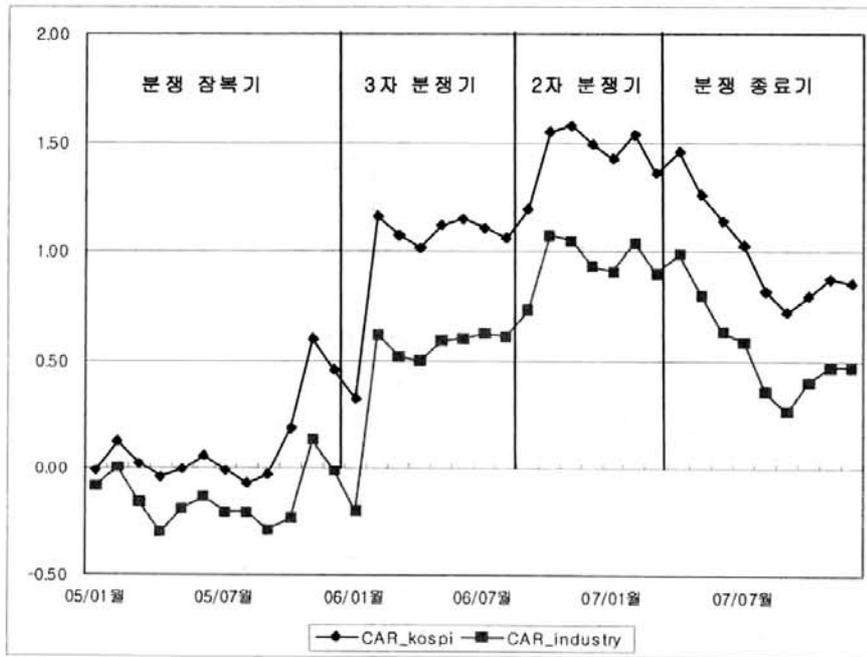
년 1월부터 9월까지 대한방직은 63%의 상승을 한다. 당시 주식시장 전체수익률은 -1%의 소강국면이었다.

[2차 분쟁기]

지분경쟁이 심화되다가 10월 유선철이 주식을 매도했고 그 물량을 박기원이 대부분 매수하면서 분쟁은 새로운 국면으로 전개되었는데 이때 박기원은 단순 투자목적에서 경영권 참여 목적으로 보유 목적을 변경공시 하였고 분쟁이 새로운 국면으로 접어들 10월에 동사는 다시 한 번 높은 초과수익률을

기록한다. 동기간 대한방직은 15% 상승하고 시장 전체는 6% 상승하였다.

이 때 박기원과 기존의 대주주의 지분율이 근접한 상황에서 주주총회에서의 첨예한 표 대결이 예상되었고 결국 주주총회에서 박기원이 내세운 사외이사와 기존 경영진 측 사외이사가 경합하는 표 대결이 벌어지는데 여기서는 기존 경영진의 근소한 승리로 마무리된다. 3월의 주주총회를 전후로 경영진은 경제신문 인터뷰와 주주에게 보내는 편지를 통해 향후 경영상의 변화와 주주친화적인 정책을 적극적으로 설명한다.



$$CAR_{it} = \sum_{t=1}^n AR_{it}$$

$$AR_{it} = \left(\frac{1}{n_t} \right) \sum_{t=1}^n (R_{it} - R_{mt})$$

Rit = t시점 대한방직 수익률 Rmt = t시점 벤치마크 수익률

CAR kospi : Rm = 종합주가지수 수익률

CAR industry : Rm = 섬유·의복업종지수 수익률

<그림 3> 대한방직 누적초과수익률 추이

〔분쟁 종료기〕

경영권 분쟁이 일단락 된 이후 박기원의 선택은 초미의 관심사가 되었다. 박기원이 어떤 선택을 하느냐에 따라 다양한 양상이 전개될 수 있었지만 박기원은 대한방직의 지분을 정리했고 이 과정에서 주가는 지속적인 음의 초과수익률을 기록한다.

이 기간 동안 대한방직은 박기원의 집중적인 매도와 더불어 25%의 하락을 했지만 시장전체는 31%나 상승하는 활황장이 나타났고 결과적으로 시장대비 -55%라는 음의 초과수익률이 나타났다.

전체적인 누적초과수익률(CAR)의 양상을 정리한 그림을 보면 세 번의 큰 주가움직임을 확인할 수 있다. 우선 대구공장 매각을 통한 자산구조조정이 있었던 2005년 말에 상승했다가 유선철과 박기원이 경쟁적으로 지분을 늘렸던 2006년 2월에 가장 큰 폭으로 증가를 한다. 다소간의 긴 횡보기간을 거쳐 유선철의 지분이 박기원에게 매도되면서 기존 경영진과 박기원의 대결양상이 확인되는 시점에 마지막으로 CAR의 증가를 볼 수 있다.

결국 새로운 사건이 부각되는 시점의 초기에 대부분의 초과수익률이 집중됨을 확인할 수 있다.

5.3 경영권 분쟁과정에서의 쟁점과 시사점

경영권 분쟁의 최종결과는 주주총회에서 결정된다. 대한방직의 경우 박기원측 사외이사후보와 기존 경영진 측의 사외이사후보의 선임시의 표 대결로 나타났다. 박기원측은 사외이사를 선임한 뒤 대한방직 전주공장부지의 활용방안에 대한 의견을 개진할 계획이었다. 박기원측과 대한방직 측에서 주

주총회의 결과를 어떤 방향으로 유도할 것인가 그리고 그 이후 대응전략은 어떤 것이 있는지 생각해 볼 필요가 있는데 이를 경영권을 공격하는 측의 전략과 방어하는 측의 전략으로 나누어 보면 아래의 표로 정리된다.

경영권을 공격하는 측의 공격 전략은 경영권의 참여 혹은 인수를 관철시키거나 포기하는 두 가지 방안을 모두 고려해야 한다.

경영권을 인수하기 위해서는 추가로 자금을 투입해서 시장 내에서 주식을 매수하거나 공개매수를 하는 방법 또는 소액주주들에게 경영전략을 설명하고 지지표를 모아서 표 대결을 하는 위임장대결이 가능하다. 추가적인 매수를 할 경우 이미 오른 주가 이상으로 매수를 해야 하는 자금 부담과 기존 경영진이 이에 대응하여 주식매집을 할 가능성을 감안해야 한다. 반면 지지표를 모으는 작업은 비용은 절감되나 정보와 시간이 필요한 작업이다.²¹⁾

경영권 공격이 좌절된다면 장내 매각하거나 대상기업에 매각을 하는 방법이 일반적이다. 장내에서 매각하는 경우 주가하락을 수반하기 때문에 투자손실이 발생할 가능성도 크다. 반면 대상기업에 매각하는 경우는 기존 경영진 입장에서는 경영권을 강화하는 방안으로 생각될 수 있으나 협상과 상호인정이 전제가 되어야 한다. 또한 기존 경영진이 추가적인 부담을 회사에 넘겨야 한다는 문제도 있다.

경영권을 방어하는 측의 방어 전략은 지분을 늘리는 방안과 경영관리상의 유리한 조건을 설정하는 방안을 생각할 수 있다.

경영권을 방어하는 측인 대한방직의 기존 경영진 역시 공격하는 측의 지분이 올라갈 경우 추가로 매

21) 주주명부열람은 일반적으로 회사에 의해 거부되는데 이 경우 회사는 500만원의 과태료처분만으로 열람신청을 거부할 수 있다. 이때 주주명부 열람을 원하는 주주는 법원에 일정금액을 공탁하고 주주명부열람가처분신청을 할 수 있다. 그러나 법원은 이런 가처분신청을 거부하는 것이 일반적이는데 이는 정치적 목적의 배제와 적대적 M&A로부터 경영권을 방어한다는 입장이 깔려있다. 또한 이를 받아들인다 해도 주권의 실제적인 소유 및 권리자를 표시하는 실질주주명부가 아닌 상법상의 명부주주명부만을 열람하도록 하고 있다. 명부주주명부에는 주권 실물의 보유자(일반적으로는 증권예탁원)만이 표시되어 실제주주를 파악하기에는 어려움이 있다. 대한방직의 경우 박기원의 주주명부열람가처분신청을 법원이 기각함으로써 주주명부로의 접근이 불가능해진 경우이다.

〈표 12〉 경영권 공격 측의 전략

분 류	전 략	설 명
경영권 참여 인수	장내 매수	시장에서 지분 추가 매집
	공개 매수	장외시장에서 일정가격에 일정기간 불특정다수로부터 매수
	위임장 대결	우호지분의 의결권을 대리하는 권리(위임장)를 받아서 주주총회에서 행사함
경영권 포기	장내 매각	시장에서 지분을 매각
	대한방직에 매각 (그린메일)	보유지분을 적대적 경영권을 위협한 회사 혹은 대주주에게 매각

〈표 13〉 경영권 방어 측의 전략

분 류	전 략	설 명
지배구조 측면의 대응	장내 매수	시장에서 지분 추가 매집
	자사주 취득	대주주지분을 증가와 주가상승을 통한 추가주식매수를 방해하기 위해 자사주를 취득
	제3자배정유상증자 /전환증권발행	우호세력에게 신주를 발행
	백기사 초빙	기존의 경영자에게 우호적인 매수세력 초빙
기업매력도 측면의 대응	황금낙하산	적대적 경영권인수의 경우 발생할 기존 경영진의 비자발적 퇴임시 상당금액의 퇴직금 명문화
	기업가치훼손	주요자산 매각, 과잉투자 의사결정, 과도한 차입 의사결정 등을 통한 투자매력도 감소

수하는 방법이 가장 일반적인 방법이다. 매수주체가 기존 경영진이나 대주주이나, 회사자금을 활용하느냐, 우호적인 제3자이나의 문제일 뿐 기본적으로 지분율을 올리는 방향으로 전개된다. 또 다른 하나의 커다란 전략은 매수 대상 기업의 매수 매력도를 하락시켜 경영권을 공격하는 측의 매수여지를 희석시키는 전략이 가능하다. 예를 들어 대한방직이 전주공장 부지를 저가로 처분하거나 대규모 차입을 통한 기업의 위험도를 배가시키거나 기존 경영진이 충분한 보상을 받는 장치를 마련해 두는 것 등이 방법이다.

대한방직의 경영권 분쟁과정을 통해서 경영권 분쟁이나 쟁탈과 관련한 시사점은 다음과 같다.

첫째 경영권 분쟁 과정은 상대방의 전략에 따라

대응 전략을 수립해야 하는 게임 이론적 성격이 강하다. 공격하는 측의 전략과 방법 그리고 공격강도에 따라 방어하는 측의 전략과 방법과 방어강도가 달라진다. 대한방직의 경우 박기원의 추가매수가 중단되고 주주명부열람권을 청구하는 상황에서 대주주측은 소량이지만 주식을 매도하는 여유마저 보여주었다.

둘째 경영권을 방어하는 측이 좀 더 다양한 대응을 신속적으로 할 수 있다. 경영권을 방어하는 측의 가장 큰 유리한 점은 정보의 보유이다. 소액주주의 명단과 성향에 대한 조사가 되어 있다면 관리 가능하고 협조 가능하며 영향력 있는 소수의 주주를 집중 관리함으로써 경영권 수성이 용이해지게 된다. 대한방직의 경우 기존 경영진이 주주명부열

람권을 폐쇄함으로써 확고한 정보의 우위를 점유하게 되었다.

셋째 경영권 분쟁이 격화될수록 기하급수적인 소모전이 예상된다. 초기의 주식매집은 비교적 저가에 대량매수가 가능하지만 전면전으로 치닫는 경우 소량의 주식조차도 확보하기 위해서는 엄청난 투자자금이 필요한 상황이 될 것이다. 박기원의 경우 추가적인 주식매집을 할 경우 고가매수와 상대방의 대응을 감안해야 하기 때문에 더 많은 고민을 하게 되었을 것이다.

VI. 결론

본 사례연구의 주안점은 기업가치의 평가이다. 주식 가격은 시장에서 주어지는 객관적 사실이고 지배구조도 전자공시시스템에서 지속적으로 확인 가능한 사실이지만 기업 가치는 미래의 상황에 따라 그리고 기업의 경영전략에 따라 달라질 수 있기 때문이다. 그리고 경영권분쟁이 일어나는 가장 중요한 이유는 그 기업의 가치가 높기 때문이다. 주가가 낮고 지배구조가 취약하다고 해서 모든 기업이 경영권 분쟁의 목표가 되지는 않는다.

최근 증가하고 있는 경영권 분쟁의 과정과 결과를 연구한 경우에 비해 원인과 목적을 연구는 많지 않다. 이에 본 사례 연구는 가치투자의 관점에서 경영권분쟁이 일어나는 기업의 특징과 원인을 분석적으로 살펴보았다.

경영권분쟁의 대상이 되는 기업은 3가지 특징을 가지는데 높은 내재가치, 낮은 시장 가격, 취약한 지배구조의 세 가지 조건이 그것이다. 대한방직의 경우 우량한 자산에서 나오는 높은 자산 가치, 장기간에 걸친 중소형주의 소외라는 시장 환경에서 야기된 낮은 가격, 그리고 20%를 약간 상회하는

대주주의 취약한 지분구조 등 세 가지 조건을 모두 충족시킨 경우이다.

특히 우량한 자산구조는 경영전략을 어떻게 수립하느냐에 따라 더 높아질 가능성이 크다. 동일한 자산도 어떻게 활용하느냐에 따라 가치가 달라진다. 동일한 임대상가에 입점하는 업종에 따라 상가 권리금이 달라지는 것과 같은 논리이다.

대한방직의 경우 전주공장을 어떻게 개발하느냐에 따라 기업가치가 달라질 가능성이 컸다. 이를 감안한 개인투자자가 경영권 참여를 목적으로 주식을 매집했는데 초기에는 2명의 개인투자자가 매수하다가 나중에는 그 중 한 명이 매도하고 남은 한 명이 그 물량을 소화하면서 대주주와의 경영권 분쟁이 고조되었지만 결국 주주총회의 표 대결에서 기존 경영진의 승리로 경영권 분쟁은 마감되었고 주된 이유는 기존 경영진의 정보우위, 정보를 이용한 전략적 우위, 추가 공격 시 발생하는 비용의 과대 때문이었다.

기업 가치를 분석하고 평가하는 작업은 연구자와 학습자, 투자자 등에게 가장 필요한 작업이다. 가치는 현재의 상황을 보고 평가하는 것일 수도 있고 경영전략이 가미되어 변화할 수도 있다. 본 사례 연구를 통해서 우리는 두 가지 관점을 확인할 수 있다. 재무제표를 통해 기업의 표면적인 가치, 매각이나 개발이라는 경영전략이 현재의 자산에 결합될 경우 예상되는 가치의 증가가 그것이다. 다시 말해 가치는 단순한 분석 작업이 될 수도 있고 전략을 가미하면 창조적 분석 작업이 될 수도 있다. 결국 가치평가는 투자의 시작이자 백미가 될 수 있다는 것이다.

참고문헌

- 구동희(2006), "공시지가 현실화율에 관한 연구," 지리학 연구, 제40권 2호, pp. 257-268.
- 김찬일(2005), "기업가치평가," 경문사.
- 김창일 외 2인(2001), "M&A핸드북," 조세통람사.
- 나종호, 손재호, 이태훈(2006), "적대적M&A," 매일경제 신문사.
- 대한방직 2005년 사업보고서
- 대한방직 2006년 사업보고서
- 대한방직 주주지분변동보고서
- 이덕훈, 홍동현, 황재호(2007), "가치투자방법론을 이용한 정보이용자 관점의 재무제표활용 사례연구: H산업의 사례," 경영교육연구, 제10권 2호 pp. 131-150.
- 이데일리 2005년 11월 17일자
- 전북일보 2005년 9월 1일자
- 정형찬(2004), "한국 기업지배권 시장에서의 적대적 기업 인수: 미도파 M&A에 대한 사례연구," 경영학연구, 제33권 5호 pp. 1557-1596.
- 한국경제신문

〈참고자료〉

1. 사건일지

사건일자/공시일자	사건	내용
2005년 7월 1일	전북도청 신청사 입주	전주공장 옆에 전북도청 신청사 준공 및 입주
2005년 11월 7일	고정자산 처분	대구 공장부지 매각 매각차익 490억 예상
2006년 2월 15일	유선철 주식매수공시	경영참여목적 89,080주 매수 (지분 8.4%)
2006년 3월 3일	박기원 주식매수공시	단순투자목적 100,810주 매수 (지분 9.51%)
2006년 5월 3일	박기원 10% 주식추가매수공시	110,000주로 지분 확대 (지분 10.38%) 지분 10%이상 취득공시
2006년 5월 26일	박기원 주식추가매수	126,420주로 지분 확대 (지분 11.93%) 25,610주 추가매수 (지분 2.42%)
2006년 7월 7일	박기원 주식추가매수	136,820주 지분 확대 (지분 12.91%) 10,400주 추가매수 (지분 0.98%)
2006년 10월 4일	박기원 주식추가매수	218,004주 지분 확대 (지분 20.57%) 91,584주 추가매수 (지분 8.64%)
2006년 10월 9일	유선철 주식매도	89,080주 전량매도 (지분 -8.4%)
2006년 11월 22일	설범 주식매도	144,057주 지분 축소 (지분 13.63%) 3,140주 매도 (지분 -0.3%)
2006년 12월 28일	박기원 주식추가매수	226,237주 지분 확대 (지분 21.34%) 8,233주 추가매수 (지분 0.77%)
2007년 1월 8일	박기원 주식추가매수	230,000주 지분 확대 (지분 21.70%) 3,763주 추가매수 (지분 0.355%)
2007년 3월 7일	박기원 주주명부 열람가처분신청	기각됨
2007년 3월 16일	주주총회	박기원측 사외이사 부결
2007년 4월 13일	박기원 주식추가매수	230,674주 지분 확대 (지분 21.76%) 674주 추가매수 (지분 0.06%)
2007년 5월 7일	박기원 주식처분 시작	220,800주로 지분 축소 (지분 20.83%) 9,874주 매도 (지분 0.93%)
2007년 7월 19일	박기원 주식처분	193,650주로 지분 축소 (지분 18.27%) 27,150주 매도 (지분 2.56%)
2007년 8월 3일	박기원 주식처분	99,005주로 지분 축소 (지분 9.34%) 94,645주 매도 (지분 8.93%)
2007년 8월 27일	박기원 주식처분 지분 5%미만으로 감소	48,000주로 지분 축소 (지분 4.53%) 51,005주 매도 (지분 4.81%)

2. 수익률 추이

대한방직의 자산구조의 변화와 지배구조의 변화에 대해 가치가 어떻게 변화했는지 확인해 볼 필요가 있다. 이를 위해 시장조정모형을 이용하여 2005년1월부터 2007년 12월까지 초과수익률과 누적초과수익률을 산출하였다.

	일자	AR kospi	AR industry	CAR kospi	CAR industry
분쟁 잠복기	05/01월	-0.013	-0.081	-0.013	-0.081
	05/02월	0.140***	0.084***	0.127	0.004
	05/03월	-0.104	-0.163	0.023	-0.160
	05/04월	-0.066	-0.140	-0.043	-0.300
	05/05월	0.038	0.111***	-0.004	-0.189
	05/06월	0.068**	0.051	0.064	-0.138
	05/07월	-0.077	-0.072	-0.014	-0.211
	05/08월	-0.055	-0.002	-0.069	-0.212
	05/09월	0.036	-0.079	-0.032	-0.291
	05/10월	0.219***	0.057*	0.186**	-0.234
	05/11월	0.409***	0.369***	0.595***	0.135*
05/12월	-0.137	-0.143	0.459***	-0.008	
3자 분쟁기	06/01월	-0.134	-0.196	0.325***	-0.204
	06/02월	0.837***	0.823***	1.162***	0.619***
	06/03월	-0.085	-0.098	1.076***	0.521***
	06/04월	-0.059	-0.024	1.017***	0.497***
	06/05월	0.106***	0.094***	1.123***	0.591***
	06/06월	0.025	0.013	1.148***	0.604***
	06/07월	-0.043	0.020	1.105***	0.623***
	06/08월	-0.046	-0.012	1.059***	0.611***
06/09월	0.134***	0.116***	1.194***	0.728***	
2자 분쟁기	06/10월	0.358***	0.345***	1.552***	1.073***
	06/11월	0.027	-0.024	1.579***	1.049***
	06/12월	-0.085	-0.119	1.494***	0.930***
	07/01월	-0.067	-0.024	1.426***	0.906***
	07/02월	0.108***	0.134***	1.534***	1.040***
07/03월	-0.177	-0.139	1.357***	0.901***	
분쟁 종료기	07/04월	0.101***	0.089***	1.457***	0.990***
	07/05월	-0.201	-0.187	1.256***	0.803***
	07/06월	-0.113	-0.170	1.143***	0.633***
	07/07월	-0.115	-0.052	1.028***	0.582***
	07/08월	-0.212	-0.220	0.816***	0.362***
	07/09월	-0.094	-0.095	0.722***	0.266***
	07/10월	0.073**	0.142***	0.795***	0.408***
	07/11월	0.083**	0.065**	0.877***	0.473***
07/12월	-0.024	-0.002	0.854***	0.472***	

***, **, * : 99%, 95%, 90% 수준에서의 유의성

A Case Study of Strategic Value Based Investment Using Annual Report

Deokhoon Lee* · Donghyun Hong** · Jaeho Hwang***

Abstract

In this study, we tried to analyze proxy fights of a sample firm from a value-based-investment view. The purpose of this study is to provide methodology to assess firm's intrinsic value using information of annual report and strategic point of view. To do this, we introduced a recently actual sample firm and divided events into conditions of proxy fight, value assessment of target firm and legal(or practical) process of fight.

Conditions of proxy fight include market price, intrinsic value of the target firm, and corporate governance structure. Analysis of target firm's intrinsic value was done with annual reports in the viewpoint of strategic change of asset structure and its use. When we saw economic(market) effects around the event-day with AR and CAR of the target firm, target firm significantly outperformed market during fighting period.

Key Words: Annual Report, Asset Valuation, Proxy Fight

* Department of Tax and Accounting, Buchoen University(deoklee@naver.com)

** Sejong Cyber University(hongdh@sjcu.ac.kr)

*** Institute of Global Management, Hankuk University of Foreign Studies(hwangjh16@gmail.com)

〈Teaching Note〉

전략적 가치를 고려한 사업보고서 활용사례 연구
- 대한방직의 경영권 분쟁 사례 -

Synopsis

투자나 소비 등 자금이 필요한 경제적 거래에서는 자금의 대가로 받는 가치가 중요한 판단기준이다. 예를 들어 투자자가 기업에 자금을 투자하는 이유는 그 기업의 현재가치(또는 내재가치)를 지불하고 미래에 받을 수 있는 수익이 투자자금보다 클 것이라고 기대하기 때문이다.

투자자는 배당금 또는 단기간의 시세차익을 목적으로 기업에 투자하는 경우도 있고, 기업의 경영권 취득을 목적으로 기업에 투자하는 경우도 있다. 후자의 경우에는 시장에서 평가하는 기업의 가치가 저평가되어 있는지 여부를 판단할 수 있는 전문적인 능력이 필요하다. 정확한 기업의 내재가치를 측정하기 위해서는 기업의 가치평가가 단순히 자산 가치 중심의 가치평가가 아니라 주변 환경의 변화에 따라 발생하는 전략적 가치증가 부분을 고려한 복합적 가치평가가 되어야 한다.

본 사례는 학생들에게 기업의 가치평가방법을 학습하면서 기업의 인수합병전략에 접해볼 수 있는 자료를 제공하고 있다. 기본적으로는 자산 가치 중심의 가치평가와 아울러 전략적인 가치평가를 학습할 수 있는 교육용으로 개발되었다. 전략적 가치증가는 기업내부적인 경영혁신에 의해 이루어질 수 있고, 기업의 전략적 가치를 꿰뚫어 본 기업의 인

수합병 전문가에 의해 이루어질 수도 있다.

대한방직의 사례는 기본적인 기업가치평가와 전략적 가치평가를 함께 학습해볼 수 있는 좋은 사례이다. 대한방직 전주공장의 경우 인근지역의 개발로 인해 그 가치가 대폭 증가하였고 이러한 전략적 기업가치의 증가가 주식시장에 반영되는 과정에서 기업의 경영권 분쟁도 발생한 사례이다. 학생들은 다양한 기업가치평가 방법을 실습해볼 수 있는 기회를 가지면서 동시에 자연스럽게 전략적 가치증가로 인해 발생한 경영권분쟁과정을 공부할 수 있 기회도 갖게 된다.

본 사례는 경영권 분쟁 대상 기업의 재무적 특성을 심층적으로 조명하는데 중점을 두었다. 경영권 분쟁 대상 기업은 충분한 가치를 가지고 있으며 경영진이 교체를 통해 보다 큰 가치를 창출할 가능성이 큰 기업이다. 그러나 경영권 분쟁과정을 살펴보면 경영권의 인수가 상당히 어렵다는 점을 이해할 수 있게 된다. 경영권 분쟁이 지속되면서 인수비용은 계속 증가하게 되는데 이것은 경영권 인수경쟁이 치열해지고 경영권을 방어하는 기업이 방어 전략을 구사하기 때문이다. 기업의 경영권분쟁의 과정을 통해 학생들은 기업이 M&A 대상이 되는 경우의 특징과 또한 외부투자자의 M&A 시도에 대한 기업의 방어 전략이 어떤 것이 있는지 이해할 수 있게 될 것이다.

Teaching point

학습 초점으로 첫 번째는 가치산출과정에서 필요한 재무제표, 사업보고서 그리고 전략을 감안한 가치평가과정을 이해하는 것이다. 두 번째는 경영권 분쟁 과정에서 발생하는 M&A의 전략과 방어에 대한 이해에 초점을 두는 것이다.

대한방직의 경영권분쟁과정은 이러한 학습 초점에 부합한다. 이를 위해 경영권 분쟁 대상기업의 분석 방법을 크게 두 가지 관점에서 살펴보았다.

첫째 재무제표 상 충분한 가치가 내재되어 있어야 한다. 본 사례 연구에서는 자산 가치를 중심으로 산출한 가치와 시장가치와의 차이를 통해 경영권 분쟁의 원인을 정리했다. 순자산가치와 시장가치의 차이가 클수록 경영권 분쟁 및 적대적 M&A의 가능성이 증대된다. 이를 통해 자산 가치를 산출하기 위한 정보의 원천인 사업보고서에 대해 이해할 수 있다. 예를 들면 사업보고서에는 대한방직 전주공장의 전략적 가치를 계산하기 위해 기본적으로 필요한 공장부지의 주소와 면적에 대한 정보가 포함되어 있다.

둘째 환경변화에 따른 전략적 변화가 이루어졌을 때 기업의 새로운 가치창출과정을 분석한다. 본 사례에서는 저 수익자산의 전략적 개발을 통해 발생할 수 있는 가치를 시나리오 분석을 통해 계산하였

다. 기업이 저평가되는 경우는 기업경영이 비효율적으로 이루어지거나 기업의 사업 환경이 악화된 경우이다. 시나리오분석은 경영전략의 수정을 통한 가치증진 가능성을 검토한 하나의 사례가 될 수 있다.

본 사례 연구는 경영권 분쟁 대상 기업의 특성과 정보의 탐색방법 그리고 분쟁과정에서의 다양한 양상을 이해함으로써 사업보고서의 활용방법, 가치평가방법론, 게임 이론적 전략을 이해할 수 있다.

Assignment Question & Answers

Q 경영권 분쟁 대상이 되는 기업의 특징과 사례는?

경영권 분쟁 또는 혹은 적대적 M&A대상이 되는 기업은 충분한 내재가치, 낮은 시장주가, 취약한 지배구조라는 특징을 보인다.

첫째 충분한 내재가치가 있어야 한다. 충분한 내재가치는 자산 가치와 수익가치 측면에서 살펴볼 수 있다. 자산 가치로는 현금자산, 토지 등의 유형자산, 우량 자회사라는 투자자산이 많은 경우 대상이 될 수 있다. 수익가치 측면에서 본다면 현금흐름이 우수한 사업, 성장 중인 사업, 진입제한이 있는 사업인 경우를 들 수 있다.

현금성 자산이 풍부한 기업은 경영권 분쟁 및 적대적 M&A의 1차 목표가 된다. 풍부한 현금을 보

〈표 1〉 경영권분쟁 혹은 적대적 M&A 대상 기업의 특성 분류

대분류	중분류	사례
자산가치	현금성자산이 풍부한 기업	종금사 M&A
	유형자산의 가치가 높은 기업	대한방직, 한국석유
	양호한 자회사를 보유한 기업	대한화섬, 삼성물산
수익가치	성장 중인 업종 혹은 기업	태광의 한빛아이엔비 인수
	진입 제한이 있는 기업	롯데의 우리홈쇼핑 인수
	수익성이 높은 기업	경남에너지

유한 경우 이를 통해 경영권 분쟁에 소요된 자금을 바로 회수하거나 추가적인 M&A가 가능하기 때문이다. 외환위기를 전후로 종금사에 대한 M&A가 유행한 적이 있는데 종금사를 인수하여 그 현금을 바탕으로 사세확장과 안정적 자금 확보 처를 마련하고자 했기 때문이다. 96년에 효진의 항도종금 인수시도, 94년에 한솔제지의 동해투자금융 인수는 그러한 예이다. 대한방직과 한국석유처럼 토지 등의 유형자산이 풍부한 기업도 경영권 분쟁 대상이 된다. 대한화섬은 유형자산가치도 우량하지만 투자자산에 계상된 용인에 위치한 태광CC 골프장을 보유한 태광관광개발의 지분을 45%보유하고 있었고 비상장기업인 흥국생명의 지분도 보유하고 있었다. 대한화섬은 2006년 장하성 펀드가 지배구조개선을 요구하였다. 삼성전자를 4%보유한 삼성물산은 헤르메스의 표적이 되기도 했다. 태광은 티지텔 방송의 시작으로 시장 확대가 예상되는 케이블방송업체를 인수하려 시도하였다. 진입이 제한된 성장업종인 홈쇼핑업에 관심이 있던 롯데는 우리홈쇼핑을 인수하였다. 진입이 제한되어 있는 통신업종은 M&A를 통하지 않고서는 진입이 불가능하다. 원진은 안정적인 수익성을 창출하는 도시가스업체인 경남에너지를 인수하여 독자 운영하려 하였다.

둘째, 주가가 낮은 편이다. 주가가 낮아진 이유는 다양하다. 시장 전체의 부진, 기업의 낮은 수익성, 낮은 성장성에 기인한다. 기업의 낮은 수익성과 생산성은 새로운 경영전략으로 개선할 여지가 존재한다. 개선 가능성이 존재할 때 경영권 분쟁 가능성이 증대된다.

셋째 지배구조가 취약하다. 높은 가치와 낮은 주가를 충족시킨다고 해도 대주주의 지분율이 높은 경우 경영권 분쟁은 의미가 없다. 그러므로 대주주의 지분율이 낮은 경우 경영권 분쟁의 여지가 크다.

Q 기업의 가치를 평가하는 투자지표 중 대표적인 저평가 지표인 PBR에 대해서 설명하시오.

기업의 가치평가를 분석하는 방식은 첫째, 전통적인 방식으로 기업의 자산 가치(assets value)를 평가하는 방식과 두 번째, 기업의 수익을 적절히 조정한 수익가치를 이용하여 평가하는 방식으로 나누어볼 수 있다. 첫 번째 평가방식은 평가대상시점에서 대차대조표를 분석하여 계산한 장부상가치를 계산하여 기업의 가치를 구하고 이 가치를 시장에서 형성된 기업 가치와 비교하여 저평가여부를 판단하게 된다. 두 번째 평가방식은 적절하게 조정된 현재의 수익이 미래에도 지속적으로 유지된다는 가정 하에 미래의 기업 수익을 자본비용으로 할인하여 구한 현재가치를 기업의 가치로 계산한 후 이를 시장에서 형성된 기업 가치와 비교하여 저평가여부를 판단하는 방법이다.

PBR은 주가와 주당순자산의 배수관계로 얼마의 premium을 주고 주식을 매수하는지를 나타내는 지표이다. 예를 들어 주당순자산이 10,000원인 기업의 주가가 8,000원인 경우 PBR은 주가를 주당순자산으로 나눈 0.8이 된다. 이때 PBR이 1보다 적은 경우를 저PBR이라고 하고 PBR이 1보다 큰 경우를 고평가PBR이라고 한다. 저PBR의 경우 1주당순자산가치에 비해 낮은 가격에 거래되는 것으로 할인되었다는 것을 의미한다. 예를 들어 주당순자산이 만원인 경우 8,000원에 거래되는 주식은 20%할인되어 거래됨을 의미한다. 다시 말해 해당 기업을 청산할 경우 10,000원을 받을 수 있음에도 주식시장에 8,000원에 거래되는 상황을 의미한다. 물론 상당부분의 저PBR 기업은 기업의 손실발생이나 향후 예상되는 저성장에 기인하는 경우가 많다. 그러나 주가급락으로 본질가치에 큰 훼손이 없음에도 나타나는 경우도 존재한다. 반대로 고평가PBR 기업은 주당순자산에 비해 높은 주가를 지불하는

상황으로 premium을 주고 주식을 매수할 수 있음을 의미한다. 고성장기업이나 높은 이익을 창출하는 기업의 경우 고PBR인 경우가 많이 존재한다. 대한방직의 장부 가치에 대한 PBR은 2005년의 경우 0.31, 2006년의 경우 0.71로서 매우 낮은 편이며, 실제 가치에 대한 PBR은 2005년의 경우 0.24, 2006년의 경우 0.50으로 더욱 낮은 편이다.

토빈의 Q는 주가를 대체원가(replacement cost)로 나눈 지표이다. 대체원가는 현재의 순자산의 가치를 시장에서 구입하거나 대체할 경우 예상되는 금액을 의미한다. 이는 PBR의 주당순자산이 역사적 원가에 기초하여 정보의 목적적합성이 저하되는 문제를 보완할 수 있다는 장점이 있지만 객관성의 확보라는 약점을 가지고 있다. 토빈의 Q역시 PBR과 같이 1보다 크면 고평가, 1보다 적으면 저평가로 해석할 수 있다. 역사적 원가에 근거한 PBR보다 공정가치(Fair Market Value)를 이용함으로써 정보의 목적적합성이 높아져 의사결정에 유용한 측면이 있다.

Q 재무제표는 왜 토지를 역사적 원가로 계상 하는가?

재무회계의 기본목적은 정보이용자가 경제적 의사결정을 하는 데 유용한 정보를 제공하는 것이다. 회계정보가 유용한 정보가 되기 위해서는 이해가능성, 목적적합성, 신뢰성, 비교가능성 등의 질적 특성을 모두 갖추어야 한다. 가치평가목적으로 과거에 취득한 토지를 현재의 시점에서 평가할 때 과거의 취득원가에 근거하여 나타나는 장부 가치는 크게 유용하지 않다. 자산가치평가를 하려면 번거롭게 다시 공정 가치로 환산하는 작업을 해야 한다.

정보의 유용성 항목 중 목적적합성과 신뢰성을 살펴보자. 목적적합성이란 회계정보를 이용하지 않고 의사결정을 하는 경우와 비교해서 회계정보를 이용하여 의사결정을 하는 경우에 의사결정의 내용

에 차이가 발생하는 속성을 말한다. 회계정보가 이러한 속성을 가지려면 정보로서의 가치와 적시성이 있어야 한다. 적시성이란 의사결정이 필요한 시점에서 해당 정보가 제공되어야 함을 의미하며 정보로서의 가치란 정보이용자의 의사결정에 영향을 미칠 수 있는 예측가치가 있거나 과거의 기대치를 확인 또는 수정함으로써 정보이용자의 의사결정에 영향을 미칠 수 있는 가치가 있어야 한다. 신뢰성은 표현의 충실성, 중립성 그리고 검증가능성을 요건으로 한다. 표현의 충실성은 측정치와 측정대상인 속성의 일치도를 의미한다. 중립성은 편의 없이 정보가 제공되어야 함을 의미한다. 검증가능성은 다수의 측정자가 동일한 거래를 동일하게 평가해야 함을 의미하는데 이를 위해 증빙서류를 첨부한 취득원가를 채택하는 예가 있다.

역사적 원가정보는 확정적이며 검증 가능하여 신뢰성이 높은 정보라고 할 수 있으나 공정가치보다 목적적합하지 않다. 그럼에도 불구하고 역사적 원가를 중시하는 이유는 정보의 신뢰성 유지와 계속 기업의 가정 때문이다. 객관성을 확보한다는 측면에서 정보의 신뢰성은 중요하다. 또한 영업자산의 경우 매각보다는 영업을 위해 지속적인 활용을 하는 것을 목적으로 한다. 매각이 전제가 되지 않는 경우 시장가치는 큰 의미가 없다고 판단하는 것이 가치평가의 입장이다. 특히 초과이익모형을 이용할 경우 역사적 원가를 이용하거나 공정 가치를 이용하거나 가치평가의 결과는 동일하게 산출된다. 다만 이러한 정보의 불충분함을 보완하기 위해 공시지가를 사업보고서나 감사보고서에서 제공하고 있다.

Q 행동경제학이란 무엇인가?

경영학과 경제학의 이론은 대부분 전제조건으로 합리적 인간을 가정하고 있다. 합리적 인간이라는 가정은 인간은 자신에 대하여 명확히 이해하고 자

신의 의사결정이 자신에게 가져올 결과를 예측할 수 있으며 다양한 정보를 수집하여 자신의 효용이 최대화되도록 최선의 의사결정을 내린다는 가정이다. 이러한 가정 하에 수많은 이론이 도출되었고 지금도 이론이 발전하고 있다. 그러나 카네먼과 트버스키(Kahneman과 Tversky)는 사람은 합리적인 계산이나 추론에 따라 행동을 하는 경우도 있지만 감정이나 직감도 중요한 역할을 담당하고 있다는 사실을 밝혀냈다.

행동경제학은 심리학과 경제학이 재결합되면서 탄생한 연구 분야이다. 노벨상 수상 히 카네먼은 '우리가 한 일을 인간의 비합리성을 증명한 것이라고 말하는 것은 받아들일 수 없다. 휴리스틱과 바이어스에 대한 연구는 합리성이라는 비현실적인 개념을 부정하는 것일 뿐이다.' 고 하였다. 휴리스틱은 합리적이지 못한 의사결정을 할 때 편의적으로 내리는 간편한 의사결정방식을 의미하며 바이어스는 그 결과 발생하는 판단이나 의사결정의 오차 내지는 편향을 의미한다. 결국 카네먼과 트베르스키는 인간은 모든 혹은 많은 정보를 검토하여 합리적인 의사결정을 내리는 것이 아니라 부분적인 정보를 이용하여 제한적인 합리성에 근거한 의사결정을 내리는 경향이 크다는 점을 실험연구를 통해 검증한 것이다.

이후 그들의 연구결과는 경제학과 경영학에 많은 반향을 일으켰다. 인간의 합리성을 전제로 논의된

경제와 경영이론은 기본 가정에 대한 고민을 해야 했다. 또한 인지심리학, 진화생물학, 행동생태학, 인류학 등 새로운 연구 분야들이 경제학의 분야로 차용되며 새로운 학문적 기류가 창발 되었다.

Q 경영권 공격전략을 어떤 것이 있는가?

경영권을 공격하는 측은 적극적으로 경영권을 찬탈하기 위한 노력과 이에 실패했을 경우 대응전략으로 나누어 볼 수 있는데 이를 표로 정리하면 아래의 표와 같다.

경영권을 확보하기 위해서는 공격하는 측이 직접 지분을 늘리거나 우호지분을 확보해야 한다. 경영권 공격하는 측의 지분증대는 장내매수와 공개매수로 나누어 볼 수 있다. 장내매수는 주식시장에서 직접 주식을 매수하는 방법으로 가장 확실하게 지분을 확보할 수 있으나 상당한 소요자금이 필요하고 경우에 따라서는 많은 시간이 필요하며 매수움직임을 공시하여 정보를 노출시켜 상대방에게 대응 전략을 수립하게 하는 약점이 존재한다. 대한방직의 경우에 장내매수를 통하여 경영진에게 압박을 가하는 시도를 보이고 있는데 결국 기존 경영진 측의 방어 전략에 의해 좌절되는 상황이 나타났다.

장외시장에서 일정가격에 일정기간 불특정 다수로부터 매수하는 공개매수는 단기간에 일정가격에 많은 지분을 확보한다는 장점은 있으나 주가를 일

〈표 3〉 경영권 공격 측의 전략

분류	전략	설명
경영권참여/인수	장내매수	시장에서 지분 추가 매집
	공개매수	장외시장에서 일정가격에 일정기간 불특정다수로부터 매수
	위임장 대결	우호지분의 의결권을 대리하는 권리(위임장)를 받아서 주주총회에서 행사함
경영권 포기	장내매각	시장에서 지분을 매각
	대한방직에 매각(그린메일)	보유지분을 적대적 경영권을 위협한 회사 혹은 대주주에게 매각

정수준이상 상승시키며 상대방으로부터 경쟁적 매수경쟁을 촉발할 우려도 존재한다. 소액주주들에게 경영전략을 설명하고 지지표를 모아서 표대결을 하는 위임장대결은 가장 경제적인 방법이지만 정보, 시간과 노력 그리고 효과측면에서 어려움이 많다. 장기투자를 하며 해당 기업의 경영권에 관심이 있는 주주를 탐색하기 위해서는 주주명부를 확보해야 하며, 확보된 주주 중 우호지분을 확보하기 위한 설득작업을 해야한다. 또한 주가가 상승으로 인한 차익실현의 가능성이나 상대경영의 역설득 작업에 따른 우호지분의 이탈가능성을 점검해야 한다.

경영권의 공격이 좌절된다면 장내에서 매각을 하거나 상대회사에 매각을 하는 방법이 일반적이다. 장내에서 매각하는 경우 가장 손쉽게 현금을 확보할 수 있으나 주가하락을 수반하기 때문에 투자손실이 발생할 가능성도 크다. 반면 대상기업에 매각하는 경우는 경영권을 위협받던 기존 경영진 입장에서는 경영권을 강화하는 방안으로 생각될 수 있으나 협상과 상호인정이 전제가 되어야 한다. 또한 자사주 매입의 형태로 매수하는 경우 상당 수준 상승된 가격에 매수해야 하는 경우가 일반적이기 때문에 경제적 부담을 회사가 부담하는 상황이 발생할 수 있다.

Q 경영권 방어전략은 어떤 것이 있는가?

경영권을 방어하는 측의 방어 전략은 사전적 전략과 사후적 전략으로 나누어 볼 수 있다. 사전 전략은 경영권 분쟁이 발생하기 이전부터 좋은 경영성과와 친주주 정책으로 우호지분을 확보하는 것이다. 사후적인 전략은 지배구조 측면에서의 대응 전략과 가치 측면, 즉 기업매력도 측면의 대응 전략으로 나누어 볼 수 있다. 경영권 분쟁의 조건인 가치, 가격, 지배구조 중 가격은 시장에서 자율적으로 형성되는 수동적인 변수인 반면 가치와 지배구조는 전략적으로 선택할 수 있는 변수이다. 이를 정리하면 아래의 표와 같다.

우선 지배구조 측면에서의 대응을 보면 경영권 방어를 위해 지분을 증가시키는 다양한 방법이 제시될 수 있다. 다시 말해 지분을 증가시키는 매수 주체가 기존 경영진이나 대주주이나, 회사자금을 활용하느냐, 우호적인 제 3자이냐의 차이일 뿐이다.

기존의 경영진이나 대주주가 장내에서 매수를 하는 방법은 가장 일반적인 방법이다. 하지만 엄청난 자금이 소요되며 상대방을 자극할 우려가 있다. 자사주를 취득하거나 자사주 펀드에 가입하는 전략은 취득한 자사주가 의결권을 가지지는 못하나, 주가

〈표 4〉 경영권 방어 측의 전략

분류	전략	설명
지배구조 측면의 대응	장내매수	시장에서 지분 추가 매집
	자사주취득	대주주지분을 증가와 주가상승을 통한 추가주식매수를 방해하는 자사주를 취득
	제3자배정유상증자/ 전환증권 발행	우호세력에게 신주를 발행
	백기사 초빙	기존의 경영자에게 우호적인 매수세력 초빙
기업매력도 측면의 대응	황금낙하산	적대적 경영권인수의 경우 발생할 기존 경영진의 비자발적 퇴임 시 상당금액의 퇴직금 명문화
	기업가치 훼손	주요자산 매각, 과잉투자 의사결정, 과도한 차입 의사결정 등을 통한 투자매력도 감소

를 높임으로써 경영권을 공격하는 측에 자금 부담을 가중시키고, 자사주 매입을 통한 현금 감소로 투자매력도가 감소하며, 의결권 가능주식수의 자연적인 감소로 기존 경영진과 대주주의 지분율이 상대적으로 높아지는 장점이 있다. 우호적인 제 3자의 도움을 청하는 방법은 주식의 추가적인 발행을 통한 제 3자 배정 증권 발행과 백기사 초빙이 있을 수 있다. 제 3자 배정 유상증자나 전환증권의 발행은 일정한 조건으로 우호적인 제 3자에게 주식을 취득할 수 있는 증권을 발행하는 것인데, 추가적인 지분증대로 기존 주주들의 가치가 희석될 우려가 있다는 단점이 있다. 또한 백기사 초빙 역시 경영권 분쟁 이후 우호세력에게 주식을 재매수하거나 다른 경제적 이익을 보장해줘야 하는 경우가 있다.

또 다른 하나의 커다란 방법은 매수 대상 기업의 매수 매력도를 하락시키는 방법으로 기업의 가치를 감소시키는 전략이다. 황금낙하산은 기존 경영진의 퇴임 시 상당금액의 퇴직금을 명문화하여 기업 가치를 훼손시키는 전략이다. 또한 가치를 훼손시키는 경영전략을 실행하는 방법이 존재하는데 투자목

표가 되는 기업의 핵심가치를 처분하거나 훼손시키거나 대규모 차입을 통해 위협사업에 신규 참여하는 방법 등을 통해 기업 가치를 훼손 혹은 위협을 증대시킴으로써 경영권을 공격하는 측의 매수 의지를 약화시키는 방법이 존재한다.

Q 대주주가 되었을 경우 공시할 주요 공시의무는?

주식보유비율이 일정수준 이상 되면 보고의무가 발생한다.

5%공시는 단순투자목적과 경영참여목적에 따라 보고양식과 효과가 다르게 나타난다. 경영참여목적의 경우 보고일로부터 5일간의 당해 회사 주식을 추가로 취득할 수 없고 의결권 역시 행사가 제한된다. 또한 보고의 내용에서 보유목적, 보유형태별 보유내역과 계약, 취득에 필요한 자금 조성내역 등 구체적인 내용을 공시해야 한다. 또한 10%이상 주식을 보유한 주요주주가 되면 주권 등을 매수한 후 6개월 이내 매도하여 이익을 얻는 경우 당해 법인에 그 이익을 반환해야 하는 단기매매차익 반환의무가 발생한다.

〈표 5〉 5%공시와 10%공시의 비교

구분	5% 공시	10% 공시
보고목적	경영권 이전가능성 예측 및 투자판단자료 제공	내부자 거래 방지
보고의무자	주식 등을 5%이상 보유하게 된 자	임원, 주요주주
보고대상 유가증권	본인, 특별관계자, 공동보유자가 보유하고 있는 주식 등	명의를 상관없이 자신의 계산으로 소유하고 있는 주식
보고사유	신규보고 (최초 주식 등을 5%이상 보유하게 된 경우) 변동보고 (보유주식 등이 추가로 1% 이상 변동한 경우)	신규보고 (임원, 주요주주가 된 경우) 변동보고 (소유주식수 변동의 경우)
보고기한	신규보고 (공휴일을 제외한 5일 이내) 변동보고 (공휴일을 제외한 5일 이내)	신규보고 (10일 이내) 변동보고 (익월 10일까지)
위반시의 제재기준	벌칙 (1년 이하의 징역 또는 5백만원 이하의 벌금) 금감원 조치 (위반분에 대한 처분명령, 고발, 경고 등, 5% 이상 취득 후 미공시한 경우 위반분에 대한 의결권 제한)	벌칙 (1년 이하의 징역 또는 5백만원 이하의 벌금) 증선위 조치 (고발, 경고 등)

출처: 김창일 외 2인, "M&A핸드북" 조세통람사 275쪽

이러한 공시업무 때문에 대한방직의 사례에서 유선철은 2006년 8.4%의 지분취득공시를 하고, 박기원은 2006년 3월 9.51%의 지분 취득공시를 한 것이다.

Q 적대적 M&A대상 기업 탐색 시 사업보고서 활용 방법은?

경영권 분쟁 혹은 적대적 M&A기업을 탐색할 때 사업보고서에서 많은 정보를 얻을 수 있다. 사업보고서는 다음과 같이 구성되어 있다.

- 첫째 회사의 개황
- 둘째 사업의 내용
- 셋째 재무에 관한 사항
- 넷째 감사인의 감사의견
- 다섯째 지배구조 및 관계회사 등에 현황
- 여섯째 주식에 관한 사항
- 일곱째 임원 및 직원 등에 관한 사항
- 여덟째 이해관계자와의 거래내용
- 아홉째 부속명세서
- 열째 기타 필요한 사항

우선 자산의 세부내역과 가치를 검토할 수 있다. [사업의 내용]의 [생산 및 설비에 관한 사항]안에서 [생산설비의 현황]을 통해 토지, 건물 등의 소재지별 주소와 면적 등에 관한 정보가 상세히 제공된다. 이를 근거로 공시지가나 공정가치를 산출할 수 있다. 그러나 토지의 전체 공시지가는 감사보고서를 통해 바로 확인 할 수도 있다. 또한 [지배구조와 관계회사 등에 관한 사항]에서 [타법인 출자 현황]을 통해 투자하고 있는 주요회사의 투자규모와 현황을 알 수 있다.

지배구조를 검토할 수 있다. [주식에 관한 사항]에서 [주식의 분포]를 통해 지분구조를 확인 할 수

있다. 또한 최근의 주가동향을 확인 할 수 있다.

사업모델을 검토할 수 있다. [사업의 내용]에서 [사업의 개요]는 비즈니스 모델을 설명해 주고 있다.

본 사례에서 대한방직에 대한 자료의 대부분은 사업보고서를 통해 재구성한 것이다. 예를 들면 <표 2> 대한방직의 요약대차대조표 <표 3> 평가의 근거 <표 4> 주요 공시지가의 변화 <표 10> 대한방직의 주주구성 등은 모두 사업보고서의 내용을 보고 요약 정리한 것이다. 이처럼 사업보고서는 특정한 기업의 사업내용검토 및 가치평가에 중요한 자료를 담고 있는 중요한 보고서이다.