

현대홈쇼핑의 한섬 인수 전략

신 용 식*
전 상 경**

기업의 인수합병 의사결정에는 경영전략적인 사고와 재무관점의 사고가 다양하게 융합되어 있다. 그러므로 인수합병의 경영사례를 분석하여 경영 의사결정의 동기와 그 전개과정을 분석하는 일은 기업의 인수합병 전략을 이해하는데 큰 도움을 줄 것이다. 2012년 초, 현대백화점 그룹의 현대홈쇼핑은 국내 의류사업 부문의 최고 기업인 한섬을 인수하여 의류사업 진출의 교두보를 구축하는데 성공하였다. 한섬이 현대홈쇼핑에 인수되기 전 SK네트웍스와도 인수협상 과정을 거쳤다. SK네트웍스의 인수설이 퍼진 2010년 5월 중순부터 인수 중단을 발표한 2011년 7월 29일까지 약 1년 1개월 동안의 긴 인수협상을 거쳤지만, 이 협상은 결국 결렬되었고 그 이후 6개월 만에 한섬은 현대홈쇼핑에 인수되었다. 이 과정에서 두 매수 주체의 인수 동기와 조건 등에서 차이가 더욱 분명하게 드러났으며, 인수협상이 결렬된 이유, 성공한 이유 등을 비교하며 M&A 동기에 대해 다각적인 접근을 시도해볼 수 있다. 이는 M&A 의사결정을 이해하는데 많은 시사점을 제공할 것이다. 본 사례분석은 매수자인 SK네트웍스와 현대홈쇼핑의 매수 희망가격과 매수 옵션, 기대되는 시너지 효과 등을 다각적으로 비교해 보고, M&A 의사결정의 과정과 결과에 대한 시사점을 검토하는 기회를 제공한다.

주제어: 인수합병, M&A, 사례연구, 시너지, 유통산업, 패션산업, 한섬, 현대홈쇼핑, SK네트웍스

1. 머리말

최근 롯데, 신세계 등 유통회사들은 패션사업을 새로운 성장 동력으로 판단하여 활발하게 진출을 시도하고 있다. 2012년 초, 현대백화점 그룹의 현대홈쇼핑은 국내 의류사업 부문의 최고 기업인 한섬을 인수하여 의류사업 진출의 교두보를 구축하는데 성공하였다.

기업이 인수합병을 결정하는 과정에서 가장 먼저 고려하는 것은 시너지 효과일 것이다. 시너지 효과는 판매, 생산, 투자, 연구개발, 관리의 다양한 측면에서 발생하게 되며, 궁극적으로 기업의 내재가치를 증대시켜주는 활동이기 때문에 기업의 투자활동에

가장 중요한 모티브가 된다. 하지만 매수 기업과 매도 기업 쌍방에게 가격 조건, 옵션 조건, 전략적 고려사항 등 다양한 조건들이 맞아 떨어졌을 때 인수합병이 성사된다. 학계에서는 인수합병을 통해 시너지 창출이 가능한 조건과 배경, 그리고 합리적인 절차에 대해 사례를 통한 분석에 관심을 기울여왔다 (이동기, 조영곤, 2002; 정승화, 2005).

한섬이 현대홈쇼핑에 인수되기 전 SK네트웍스와도 인수협상 과정을 거쳤다. SK네트웍스의 인수설이 퍼진 2010년 5월 중순부터 인수 중단을 발표한 2011년 7월 29일까지 약 1년 1개월 동안의 긴 인수협상을 거쳤지만, 이 협상은 결국 결렬되었고 그 이후 6개월 만에 한섬은 현대홈쇼핑에 인수되었다.

이 과정에서 두 매수 주체의 인수 동기와 조건 등

논문접수일: 2012. 10. 12.

1차 수정본 접수일: 2013. 09. 12.

게재확정일: 2013. 09. 24.

* 한양대학교 대학원 경영학과

** 한양대학교 경영대학(sjun@hanyang.ac.kr), 교신저자

에서 차이가 더욱 분명하게 드러났으며, 인수협상이 결렬된 이유, 성공한 이유 등을 비교하며 M&A 동기에 대해 다각적인 접근을 시도해볼 수 있다. 이는 M&A 의사결정을 이해하는데 많은 시사점을 제공할 것이다. 본 사례분석을 통해, 매수자인 SK네트웍스와 현대홈쇼핑의 매수 희망가격과 매수 옵션, 기대되는 시너지 효과 등을 다각적으로 비교해 보고, M&A 의사결정의 과정과 결과에 대한 시사점을 발굴해 보고자 한다.

특히 본 사례를 통해 다음과 같은 질문에 대한 분석 기회를 제공한다. '현대 홈쇼핑과 SK네트웍스가 한섬 인수를 통해 추구했던 효과는 무엇일까?' '한섬이 SK네트웍스 대신 현대 홈쇼핑에 인수되었던 이유는 무엇일까?' '현대홈쇼핑의 한섬 인수 후 가지게 된 M&A 효과는 어떠한가?' '두 번의 인수 시도를 평가하는 자본시장 투자자들의 반응은 어땠는가?'

II. 한섬의 매각 과정

2.1 한섬의 현황 및 매각 배경

한섬은 1987년 설립된 패션 전문 업체로, '타임', '마인', '시스템', 'SJSJ' 등 14개의 브랜드를 보유하고 있으며 연매출 5,000억여 원을 올리는 알짜 여성복 1위 기업이다. '타임옴므', '시스템옴므'로 남성복 시장에서도 강한 입지를 구축하고 있었다. 또한 '지방시', '랑방', '끌로에' 등 수입 브랜드의 판매권도 보유하고 있어 고가 패션 시장의 강한 입지를 구축하고 있었다.

한섬은 꾸준히 5,000억 원대 매출을 기록하고 있는데, 2011년 5,023억 원의 매출과 1,051억 원의 영업이익을 기록했다. 부채비율이 13%인 정도로 재무 안정성을 지닌 기업이다. 자산은 6,438억 원,

부채는 628억 원이다. 다만 3,000억에서 4,000억 원에 달하는 인수자금이 부담되어 매수 가능 기업은 대기업 그룹에 한정되어 있었다.

백화점 업계에서는 "한섬의 브랜드는 모두 백화점에서 수위를 차지하고 있다"며 "이른바 명품이라고 불리는 국외 패션 브랜드의 평판에 버금가는 존재라고 평가가 일반적이었다. 한섬의 대주주가 그 지분을 매각하려 한 이유는 무엇일까?"

〈표 1〉은 일자별로 한섬의 매각과 관련된 주요 사건일지를 요약하고 있다. 한섬은 설립 이후부터 22년 동안 창업주인 정재봉 사장이 조직 전반에 대한 경영을 맡고, 정 사장의 부인인 문미숙 이사가 디자인과 상품기획을 담당하는 안정된 투톱 시스템의 파트너십을 바탕으로 성장해 왔다. 따라서 시장은 20년 넘게 두 경영자에게 업무 집중화된 독특한 브랜드 운용에 대한 경험과 노하우를 승계할 후계구도에 관심이 높았다. 후계구도가 뚜렷하게 나타나지 않았기 때문에 자본시장에서는 2006년 이후 끊임없이 매각설이 제기되었다. 2006년부터 딸 정수진 실장과 아들 정형진 이사를 경영에 참여시켰지만, 이들 모두 20년 이상 경영과 디자인 측면에서 최상의 역할을 발휘해 온 한섬의 기존 조직 시스템을 성공적으로 승계하기가 쉽지 않은 것으로 관측되었다.

정형진 이사는 패션사업보다는 부동산 개발 분야에 관심이 많았고, 이 부동산 개발사업을 위해 한섬 매각을 시도할 것이라는 관측이 유력하게 등장했다. 한섬은 2008년 한섬피앤디라는 부동산개발회사를 설립했으며, 대표는 정형진 이사가 맡고 있다. 한섬피앤디는 경남 남해에 42만 1,263㎡ 부지에 골프리조트를 건설하는 계획을 발표했다. 한섬피앤디는 골프 리조트 사업에 1,875억 원 이상을 투자할 것이라고 공시했다. 실제로 한섬이 한섬피앤디를 분할한 이후 자본시장에서는 한섬 매각설이 강하게 확산되었다. 자산가치가 높은 부동산을 신설 법인인 한섬피앤디가 보유하게 된 점이 한섬 매각설을 지지하

〈표 1〉 한성 매각과 관련된 주요 일지

이 표는 일자별로 한성의 매각과 관련된 사건을 시간 순서대로 나타낸 것이다. 1996년 거래소 상장부터 2012년 1월 13일에 현대홈쇼핑에 매각하기까지 관련사건을 언론기사와 기업공시 자료를 바탕으로 추출하였다. 공시관련 자료는 한국거래소 홈페이지, 혹은 금융감독원 DART 시스템을 통해 추출하였다.

날 짜	주식회사 한성 설립
1996년	한국거래소 상장
2006년	한성 매각설 제기
2008년	한성에서 부동산개발회사 한성피앤디 분할, 매각설 퍼짐
2008년 4월 23일	9.21%의 자사주 소각
2010년 5월 12일	SK네트웍스 한성 인수설(1차 조희공시요구 - 부인)
2010년 5월 12일	SK네트웍스 한성 인수설(1차 조희공시요구 - 합의중)
2011년 7월 29일	SK네트웍스와 매각협상 매각가 차이로 협상 결렬
2011년 8월 1일	SK네트웍스에 중국 내 독점판권 양도
2012년 1월 13일	현대홈쇼핑에 매각

고 있다. 또한 정재봉 사장이 당시 71살로 고령인데다가 패션이 시대 유행에 민감한 업종으로 다른 패션업체들의 부침을 보면서 매각을 최종 결심했다는 분석도 있다.

2.2 자사주 소각

한성은 2008년 4월 23일 9.21%의 자사주(2,499,226)를 소각하였다. 이는 자사주 존재로 인한 가치평가 상의 복잡성을 제거함으로써 인수합병의 절차적 용이성을 높이는 효과가 있다. 또한 대주주의 법규상 지분율을 높이는 효과로 인해 대주주

의 가격 협상력을 제고하는 효과가 있다. 소각 전후의 발행주식 수, 자사주와 대주주 일가의 보유지분 현황을 비교하면 〈표 2〉와 같다. 자사주 소각으로 발행주식 수와 자사주가 줄고 상대적으로 대주주 일가의 지분율이 3.1% 증가했다. 자사주 소각으로 인해 2008년 당시의 예상 주당순이익(EPS)이 기존 1,731원에서 1,906원으로 증가하고 주가수익비율(PER)도 기존 6.5배에서 5.9배로 낮게 공시할 수 있는 효과를 가져왔다. 자사주 소각을 통하여 가치평가 비율의 개선을 부각시키는 동시에 대주주 일가의 지분을 상승을 공표할 수 있는 결과를 가져왔다.

〈표 2〉 한성의 자사주 소각 전 후의 지분 변화

이 표는 한성의 자사주 소각 전과 소각 후의 주식 수 현황을 나타낸 표이다. 총 발행주식 수, 자사주, 대주주 일가의 소유 지분을 표시하였다. 주식 수 옆에 표시된 괄호는 전체 발행주식 수 대비 비율을 나타낸다.

구 분	자사주 소각 전	자사주 소각 후
발행주식 수	27,129,226	24,630,000
자 사 주	3,942,090 (14.5%)	1,442,864 (5.9%)
대주주 일가	8,268,223 (30.5%)	8,268,223 (33.6%)

III. 대기업의 패션산업 진출

3.1 패션산업 동향

백화점 기업으로 대표되는 유통 그룹들은 풍부한 유보금을 보유하고 있지만, 성장 동력을 찾지 못해 성장이 상당 기간 정체되어 있었다. 2000년대 중반 이후 이들 유통 그룹들은 패션사업에서 신규 성장 동력을 찾고, 경영 효율성을 높이고자 시도하였다. 이들 유통 그룹들은 패션사업에 신규 진출하거나 혹은 기존 패션사업을 강화하여 경쟁력을 갖춰 중국 등 세계 시장에 진출을 강화하기 시작했다.

SPA (Speciality retailer of Private label Apparel)로 대변되는 패스트 패션의 급성장은 기존 패션산업에 새로운 위협으로 작용하기 시작했다. SPA는 미국 브랜드 '겍'이 1986년에 선보인 사업모델로 의류기획·디자인, 생산·제조, 유통·판매까지 전 과정을 제조회사가 맡는 의류 전문점을 말한다. 백화점 등의 고비용 유통을 피해 대형 직영매장을 운영, 비용을 절감시킴으로써 싼 가격에 제품을 공급하고, 동시에 소비자의 요구를 빠르게 파악하여 상품에 반영시키는 새로운 유통업체이다. 패스트 패

션은 유행에 따라 빠르게 신제품을 출시하며, 고객 수요와 시장상황에 따라 1~2주 만에 '다품종 대량 공급'을 가능하게 했다. '자라', '유니클로', '망고' 등으로 대변되는 패스트 패션은 가격 경쟁력을 바탕으로 2008년 금융위기 이후 불황을 타고 급성장하고 있었다.

이러한 상황에서 2008년 금융위기를 겪으며 유통성이 부족한 중소 패션 업체들이 경영난을 겪게 되자, 유통 그룹들은 매물로 나온 기업들을 적극적으로 인수하였다. 특히 롯데쇼핑, 신세계인터내셔널, SK네트웍스, 현대홈쇼핑 등의 대기업 유통회사들이 경쟁적으로 기업인수를 시도하였다. <표 3> 패션업계 상위 3개사와 한섬의 시장 점유율을 보여주고 있다. 대기업 계열 중심의 패션업계에서 단독 기업인 한섬은 11.46%의 상당한 시장점유율을 보이고 있다.

3.2 유통 대기업의 패션업 진출

주요 유통 대기업들은 패션업 진출을 활발히 추진하고 있다. 신세계백화점 그룹은 공격적인 유통망 확장을 시도하며, 계열사 신세계인터내셔널의 패션 부분의 강화를 추진하였다. 신세계백화점 그룹은 직수입 브랜드 유통 사업으로 시작해 '보브', '지컷'의

<표 3> 패션업계 시장점유율

이 표는 2011년 각 사의 감사보고서 등 각사의 공시자료를 바탕으로 작성된 매출액과 시장점유율을 나타내고 있다. 패션 시장의 특성상 각각의 브랜드에 따라 경쟁업체가 상이하며, 브랜드 내에서도 경쟁업체 및 시장규모가 달라진다. 또한 비슷한 구조의 비교 경쟁업체의 객관적 산정의 어려움이 있어 상위 3사의 매출액 기준으로 점유율을 구성하였다.

(단위 : 백만원)

구 분	2011년 매출	점유율
제일모직(패션부문)	1,667,160	38.14%
LG패션	1,410,925	32.28%
신세계인터내셔널	792,330	18.13%
한 섬	501,007	11.46%

인수 및 이마트 PB¹⁾인 '디자인유나이티드'와 '데이즈', '진홀릭'을 전개하며 본격적인 패션사업을 시작했다. 특히 '보브', '지컷'을 인수하고 리런칭에 성공, 여성복 시장에서 확고한 입지를 구축하였다. 2011년 하반기 중국내 회사와 파트너십을 맺고 '보브'를 프랜차이즈 형식으로 중국에 진출시켰으며 향후 숍 인숍 및 단독샵 형태로 중국 사업을 확장하고 있다. 2011년 11월에는 경영악화로 부도에 직면한 톰보이를 인수하여 계열사로 편입시킨 후, 톰보이의 브랜드 정상화를 이루고 있다.

롯데 그룹은 롯데백화점을 통해 여성복 '타스타스'와 직수입 여성복 'CDC(꿈뜨와 데 꼬뜨니에)', '제라르다렐'을 출시하고 있으며, 2010년 대현의 계열사였던 엔씨에프를 인수했다. 인수 이후 엔씨에프 법인을 유지하며 '나이스클럽'을 전개하고 있고 영캐주얼 브랜드 '티렌'을 출시하여 신규 사업을 확장하고 있다. 이밖에도 자라리테일코리아의 지분을 20% 보유하고 있어 글로벌 SPA사업까지 펼치고 있는 셈이다.

SK네트웍스는 국내외 네트워크 거점, 우량 거래선, 물류능력 등의 경쟁력을 바탕으로 석유제품을 중심으로 한 에너지유통사업, 정보통신 유통사업, 무역 및 자원개발 등을 하고 있는 기업이다. 패션사업부는 프레스티지 마케팅 사업부를 통해 영위하고 있으나, 전체 매출액 대비 2.6%의 비중을 차지하고 있을 정도로 미미하다. 그러나 2008년 3월 31일 중견 패션기업 '오브제'를 흡수 합병 하면서 패션사업에 필요한 디자인 역량을 확보하고 글로벌 브랜드 사업의 확장 기반을 마련하였다. 이런 사업 확장의 연장선으로 한성을 인수하며 패션업의 라인업을 완성

시키려 하였다. 한성 인수를 성공하였다면 SK네트웍스는 패션부분 매출이 8,000억 이상으로 2배 가까이 늘어나 여성복 규모면에서 업계 1위를 차지하게 되며 제일모직, LG패션, 신세계인터내셔널등과 같은 패션업계 탑3와 경쟁할 수 있는 규모로 성장할 수 있었을 것이다.

현대백화점 그룹은 가장 뒤늦게 패션사업에 진출하였다. '쥬쥬꾸뛰르'를 출시하여, 고가 영캐주얼 시장에 안착한데 이어 2011년 '아돌포 도밍게즈'와 '올라 카일리'를 동시 출시하며 여성복 사업을 확장해왔다. 무엇보다 현대백화점 그룹은 현대홈쇼핑을 통해 한성을 인수하여 패션 사업의 강력한 성장동력을 구축하고자 하였다.

〈표 4〉는 유통 그룹 소속 홈쇼핑 업체들의 매출액을 보여주고 있다. 시장점유율에서 볼 수 있듯이 현대백화점 그룹의 현대홈쇼핑은 홈쇼핑 업계에서는 GS홈쇼핑, CJ오쇼핑에 이어 3위의 기업으로 약 20%의 시장점유율을 기록하고 있다. 현대백화점 그룹은 한성을 인수함으로써 롯데나 신세계의 패션 부문과 달리 수입, 제조, 유통의 포트폴리오를 갖추게 되었으므로 장기적인 측면에서 시장지배력을 강화시킬 수 있는 계기를 마련하였다. 제일모직, LG패션, 신세계인터내셔널에 비해서 늦게 패션업에 뛰어든 만큼 과감하고 빠른 결단이 필요했을 것이다. 이런 산업배경 속에서 국내 여성 패션브랜드 1위이면서 안정적인 매출 구조와 탄탄한 재무구조를 갖고 있는 한성은 현대백화점 그룹에게 가장 매력적인 인수대상 기업이었을 것이다.

현대백화점 그룹이 패션 1위 기업 한성의 인수로 유통업계 대기업들의 패션업에 대한 재편이 마무리

1) 'Private Brand'의 약자. 유통업체에서 직접 만든 자체 브랜드 상품을 뜻하며, 자사 상표, 유통업자 브랜드, 유통업자 주도형 상표라고도 불린다. 제조 설비를 갖추지 않은 유통전문업체가 독자적으로 상품을 기획한 후, 생산만 제조업체에 의뢰하여 판매하는 상품, 또는 유통업체가 제조업체로부터 상품을 저렴하게 매입하여 유통업체가 자체 개발한 상표를 붙여 판매하는 상품이 해당된다. 제조업체와 유통업체가 직거래를 통해 물류비, 판매 관리비 등 제반 비용을 낮출 수 있고, 영업력이 떨어지는 소규모 브랜드 업체의 경우, 자체 브랜드 생산보다는 대규모 유통업체의 생산 의뢰에 응함으로써 광고·마케팅·유통 비용을 줄일 수 있는 장점이 있다.

〈표 4〉 홈쇼핑 업계 시장점유율

이 표는 2011년 감사보고서 등 각 사의 공시자료를 바탕으로 작성하였으며 각 사의 매출액과 시장점유율을 나타내고 있다. 매출액에는 TV홈쇼핑 외에 인터넷, 카탈로그 등 사업부문이 포함되어 있다.

(단위 : 백만원)

구 분	2011년 매출	점유율
GS홈쇼핑	906,111	25.96%
CJ오쇼핑	894,724	25.63%
현대홈쇼핑	711,443	20.38%
롯데홈쇼핑	636,015	18.22%
농수산홈쇼핑	342,270	9.81

되었다고 할 수 있다. 그동안 이서현 제일모직 부사장과 정유경 신세계 부사장 등 재벌가 딸들이 벌여온 패션전쟁에 정지선 회장이 참여하면서 경쟁이 확장되었다는 평가를 받았다. 이 부사장과 정 부사장이 각각 고 이병철 삼성그룹 회장의 손녀와 외손녀인 점과 정지선 회장이 고 정주영 현대백화점 그룹 명예회장의 손자인 것을 감안할 때 삼성-현대가 3세간의 패션대전으로 불리기도 했다.

IV. SK와 현대백화점 그룹의 한섬 인수전략 분석

SK네트웍스와 현대홈쇼핑은 한섬이라는 피인수 기업을 두고 공통된 관점도 보인 반면, 서로 다른 관점을 내비친 경우도 있다. 국내 할인점과 아울렛뿐만 아니라 자라와 유니클로와 같은 글로벌 SPA 브랜드들의 시장점유율 또한 높아지면서 국내 유통시장의 구조가 빠르게 변하고 있다. 따라서 자사 유통채널의 MD를 확보하기 위한, 자사만의 독자 콘텐츠 확보를 위한 브랜드 인수가 증가했다. SK네트웍스와 현대홈쇼핑은 공히 자사만의 독자적인 브랜드 개발에 투자하는 비용보다 저렴한 가격으로 기존 브랜드와 재고까지 인수하는 것이 수익창출에 효과적이

라고 판단하고 있었다.

4.1 전략 관리 (Strategy Management) 비교

4.1.1 포지셔닝과 전략계획(Positioning and Strategy Planning)에서의 차이점

SK네트웍스가 한섬 인수를 추진한 주요한 동기로 브랜드 포트폴리오 구축 전략을 들 수 있다. 브랜드 포트폴리오 전략은 소비자 요구 변화에 보다 적극 대응하고 제품 실패에 따른 브랜드 위험을 최소화할 수 있다는 점에 그 가치가 있다. 더욱이 다양한 브랜드를 통해 유통 채널과 지리적 위치, 가격 아이템 범주 등을 조합할 수 있다는 점에서 기업 마케팅 전략의 유연성을 가져다준다. SK네트웍스는 5대 사업분야인 IM(휴대폰유통), E&C(Energy & Car-Life), T&I(Trading & Invstment), 패션, 워커힐의 낮은 내수 유통업의 한계를 극복할 방안으로 패션사업 강화에 주력했다. 에너지나 트레이딩 분야등은 각각 1%~3% 남짓의 영업이익률을 보이는 반면, 패션사업은 10%를 상회하는 이익률을 보이기 때문이다. 즉, 단순히 해외브랜드를 수입해 국내 시장의 한정된 파이를 노리는 것이 아니라, TIME, MINE과 같은 자체브랜드를 보유한 한섬을 인수한 후, 중국과 미국 등 해외 시장 진출에 나서기 위해서였다.

SK네트웍스는 2009년 패션사업을 6대 신성장 축으로 육성을 필두로 기존 브랜드 포트폴리오의 다변화를 추진하고 있었다. SK네트웍스는 2012년 중기 경영목표인 매출 28조원, 세전 이익 4000억원, 기업가치 6조원을 달성하기 위해 공개적으로 M&A를 추진하고 있었다. 스마트 학생복, 오브제, 오즈세컨, 하니와이, 모나코 등 많은 패션 브랜드를 보유하고 있지만 SK네트웍스가 보유한 자체 패션 브랜드는 오브제~오즈세컨~스마트 등 3개에 불과하였으며 2009년 당시 패션 부문 매출은 3,513억 원으로 업계 중하위권이었다. 패션 부문을 단기간에 키우기 위해서는 자체 브랜드를 확보가 필요했다. 따라서 업계 상위권의 자사 브랜드를 보유하고 있는 패션업체를 찾고 있었다. SK네트웍스는 오브제를 인수한 후 상당 기간 고전하면서 패션사업부문에서 만족할 만한 성과를 내지 못했는데 이를 극복하기 위한 새로운 돌파구로서도 인수합병이 절실한 상황이었다. <표 5>은 당시 SK네트웍스의 패션브랜드의 연간 매출 추이를 보여준다. 여성복 브랜드인 TIME, MINE, SYSTEM 등을 보유하고 있는 한섬을 통합하면, 기존 브랜드 포트폴리오 구축의 효율화와 함께 업계 5위권에 안착할 수 있었다. 또한, SK네트웍스는 2009년 1월 오즈세컨(O'2nd)으로 중국 상하이 항저우 등에 진출했던 시기였으며 2010년 100조였던

중국 패션시장이 2020년에는 500조 규모로 성장할 것으로 예상하고 급속도로 성장하고 있는 중국의 패션시장 진출을 위해 수백 명의 자체디자이너와 브랜드를 보유한 한섬을 첨병으로 매출확대에 힘쓰고자 했다.

롯데, 신세계, 현대백화점 등 유통 그룹들 또한 패션사업에 진출하여 자사 브랜드 확보에 집중하고 있다. 사업 다각화, 기존고객을 활용한 수익 도모, 자산 가치 증대 등 여러 가지 이유로 패션사업을 선택하고 있다. 신규 브랜드 출시를 위해 인력 충원은 물론 유통망 확보에 따른 비용과 시간이 필요한 데다 불확실성을 낮추기 위해 기존 브랜드 인수를 통한 안정적인 방법을 취하는 경우다.

특히 현대홈쇼핑(현대백화점 그룹)은 '유망사업에 대한 M&A를 통해 신성장 동력을 적극 발굴해 나가겠다(현대백화점 그룹 비전 2020)'는 그룹성장 전략 아래 한섬과의 인수합병을 적극적으로 추진하였다. 현대홈쇼핑의 주요 M&A 추진 동기는 패션업을 둘러싼 백화점 업계의 상황을 타개하기 위함이었다. 아르마니, 코치의 수입 판매를 맡았던 신세계와 홀라, 타스타스 등을 맡은 롯데는 2009년 각각 여성복 브랜드인 톱보이와 나이스크랩을 인수하며 패션사업 강화에 나섰다. 반면 현대백화점 그룹은 여성복 브랜드 주쉬꾸뛰르 수입 판매를 제외하면 주목받

<표 5> SK네트웍스가 보유한 패션 브랜드의 연간 매출 추이 (단위 : 억원)

구분		'05	'06	'07	'08	'09	'10.6
자체 브랜드	SMART	910	1,087	823	722	824	505
	Obzee	-	-	-	356	506	245
	O'2nd	-	-	-	258	441	239
	HaniiY	-	-	-	29	48	19
수입 브랜드	Tommy	518	735	839	877	961	598
	DKNY	-	99	266	351	438	257
	Club Monaco	-	-	-	151	242	128
	E/T, Replay	-	-	-	4	53	45

출처: 이데일리

는 패션 사업이 없었다. 현대홈쇼핑은 그룹의 패션 사업 진출을 통한 신성장 동력 확보, 차별화를 통한 홈쇼핑 사업 경쟁력 강화, 홈쇼핑과 백화점 등 기존 유통망 활용을 통한 시너지 창출, 그리고 기존 현대백화점 브랜드와 고품격 홈쇼핑 이미지를 확고히 하고자 하였다. 또한 타 홈쇼핑과의 차별화로 사업 경쟁력을 강화하는 것을 사업 목표로 삼고 있었다. 한편 이 시기에 현대백화점 그룹은 홈쇼핑의 중국 진출과 백화점의 신규 출점 등 성장 드라이브를 강하게 진행하고 있었으며 국내외 브랜드 및 해외 럭셔리 브랜드의 신규 런칭 등을 통해 패션사업의 볼륨화와 다각화를 염두에 두고 있었다. 이에 현대백화점 그룹은 고급 브랜드 이미지를 갖고 있는 패션업체와의 인수합병을 추진하려 하였다. 또한 단순 수입 유통에서 벗어나 제조 분야로 패션사업을 확대하기 위함이었다.

4.1.2 탐색과 선택(Screening and Selection) 전략 비교

SK네트웍스는 한섬의 고품격 이미지에 주목했다. 랑방 컬렉션을 필두로 한 수입 명품군의 매출급증, 기존 브랜드인 타임 옴즈의 매출회복과 신규 브랜드인 시스템 옴즈의 급성장 등 남성복 매출의 증가, 그리고 20~40대 여성소비자의 긍정적 소비심리회복 등 우호적 외부 환경으로 실적개선 모멘텀이 지속될 것이라고 판단하고 강력한 브랜드 파워로 경기회복 속도를 웃도는 성장과 높은 수익성을 보일 것으로 예상했다. SK네트웍스는 한섬과의 인수합병을 통해 한섬 대주주의 지배구조 리스크에 대한 디스카운트 요인 해소, 여성복 1위로서 프리미엄과 노하우를 SK네트웍스 패션사업부와 공유할 때 나오는 시너지, 여성복-남성복, 정장-캐주얼, 학생복-성인복 등 수직-수평 포트폴리오 완성 등 효과를 기대하였다. 또한 중국 시장을 공략하기 위한 패션상품이 필

요한 상황에서 한섬이 중요한 역할을 할 수 있을 것이라 판단하고 인수합병에 나섰다. SK네트웍스는 한섬의 인수를 통해 한섬의 파워브랜드와 기존 SK네트웍스의 브랜드 간 시너지효과를 누리며 글로벌 시장에서 경쟁우위를 갖는 것을 목표로 했다.

SK네트웍스는 한섬을 인수한 후 우량한 자체 브랜드를 보유한 한섬을 SK그룹의 패션사업의 중심축으로 하여 시너지를 최대한 발휘하기 위해 공격적으로 패션 사업을 확장할 예정이었다. 한편 SK네트웍스가 한섬을 인수하게 된다면 SK네트웍스는 한섬 인수를 통해 브랜드 인수 등의 외적인 부분뿐만 아니라 100여명이 넘는 자체 디자이너 등 고급인력을 함께 확보하는 효과를 누릴 수 있으며 9,000억원대의 매출액과 1,000억원대의 영업이익을 올리는 대형 패션회사가 될 것으로 평가되었다. 그리고 SK네트웍스가 한섬 대주주 지분 34.6%를 인수하게 되면 한섬의 기업가치 제고와 주가에 긍정적 영향을 줄 수 있었다. SK네트웍스의 패션사업 부문을 한섬에 현물 출자해 SK그룹의 패션 비즈니스를 한섬에 집중하면 한섬은 여성복 위주의 비즈니스에서 벗어나 LG패션 매출의 약 80%수준에 육박하는 종합패션 기업으로 거듭날 가능성도 높았다.

반면, 패션시장 진출을 위한 브랜드 인수 차원에서 한섬 인수를 시도한 현대홈쇼핑은 한섬과의 인수합병을 통해 한섬 브랜드의 고급 이미지와의 시너지 효과를 누릴 수 있다고 판단하였다. 현대홈쇼핑은 그 동안 고품격 이미지 구축을 위해 노력해왔으며 한섬의 우수한 디자인 역량 등 프리미엄 노하우를 공유함으로써, 현대홈쇼핑의 고품격 이미지 상승효과와 더불어 핵심 MD인 패션의류 부문의 경쟁력을 더욱 강화할 수 있을 것이다. 또한 한섬과의 인수합병은 유통 콘텐츠를 강화함으로써 종합 유통그룹을 지향하는 현대백화점 그룹 전체에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상하였다.

4.2 협상 및 인수과정의 차이점

각 기업들의 상이한 관점을 토대로 협상과 인수과정의 차이점을 분석할 수 있다. 인수합병의 화두는 매각대금, 인수합병 후 정재봉 사장의 5년간 경영권과 기존 임직원의 고용문제로 압축하여 논의 할 수 있다. <표 6>은 기업 간 입장을 구분해서 보고하고 있다. 각 항목별로 협상과 과정을 분류하고 구체적인 사례를 제시하도록 한다.

4.2.1 매각대금

2010년 봄부터 시작된 SK네트웍스와 한성의 인수합병 논의에 대한 시각차는 서로 다른 매각대금 제시액에서부터 시작되었다. SK네트웍스의 제시액은 3,000억 원대 중반으로 SK네트웍스는 한성이 실적에 비해 저평가 되어 있는 기업임은 인정하였으나 M&A 협상 장기화에 따른 불확실성과 한성의 시가총액이 4,000억 원 수준이라는 점을 감안하면 35% 가량 지분에 대한 인수가 3400억원이 적정 인수금액이라고 판단하였다. 반면 한성은 4,000억 원대를 요구한 것이다. 반면, 한성을 최종 인수한 현대홈쇼핑은 4,200억 원을 제시하며 합병에 성공했다. 이런 매각 대금차이에 대한 이유는 각 기업의 입장이 서로 달랐기 때문이지만 인수 결렬을 이끌만한 결정적인 요인은 아니었다.

한성은 지난 2007년 부동산 사업 부분을 떼 ‘한성피앤디’를 설립했다. 한성피앤디는 한성이 66.2%,

정재봉 한성 사장이 30.7%의 지분을 보유하고 있었다. 한성을 매각하면 한성피앤디의 경영권까지 함께 넘어가게 된다. 매각 협상에는 한성의 패션 부분만을 넘기는 것으로, 한성피앤디에 대한 한성 지분은 정재봉 사장과 한성피앤디 등이 매수하기로 했다. SK네트웍스가 한성피앤디의 지분을 정재봉 사장 쪽에 매각하기로 했기 때문에 SK네트웍스가 실제 지급해야 하는 금액은 절충 가능한 수준이었다.

반면, 현대홈쇼핑은 매년 1~2개씩 새 점포를 내고 있는 백화점에 비해 자금 여력이 충분하므로 신규 투자처를 물색하던 중 8,700억 원에 달하는 현금을 통해 한성을 인수했다. 현대홈쇼핑은 한성의 안정적인 재무구조 및 수익구조와 매년 안정적인 영업실적을 유지하고 있다는 사실에 주목하였다. 또한 한성은 다량의 현금(568억 원)과 다수의 부동산(장부가 1,400억 원)을 보유하고 있었으므로 현대홈쇼핑은 한성의 기업가치 평가를 바탕으로 한 주당 49,222원의 인수가격을 적정 가격이라고 판단하였다. 한성은 2011년 영업이익 1,000억원, 순이익 800억 원을 달성할 것으로 기대되는 반면, 주가는 30,000원으로 PER 9.2배 수준(2012.1.12 기준)의 낮은 가격에 거래되고 있었다. 한성의 시장지배력, 성장성, 자산가치를 고려하여 시가 대비 약 64%의 경영권 프리미엄을 가산한 한 주당 49,222원의 인수가 적정 수준이라고 판단하였다. 여성의류 업체의 독보적인 1위 업체라는 것과 향후 현대홈쇼핑 등과의 시너지 효과를 감안하면 충분히 업계 평균 이상의 가치평가가 가능하다는 것이 현대홈쇼핑의 입

<표 6> 한성 매각조건에 대한 SK네트웍스와 현대홈쇼핑의 입장

이 표는 한성의 매각조건을 매각대금, 경영권, 기존 임직원 고용으로 분류하고 각 기업의 입장 차이를 서술한다.

기업명	매각대금	5년간 경영권	임직원 고용
한성	4000억 원대	보장 요구	보장 요구
SK네트웍스	3000억 원 중반	비 보장	비 보장
현대홈쇼핑	4200억 원	보장	보장

장이었다. 또한 한섬을 인수할 경우 현대홈쇼핑의 각종 재무 지표가 개선되는 잇점도 있었다. 한섬 인수를 계기로 현대홈쇼핑이 과다한 현금을 보유함으로써 발생했던 벨류에이션 디스카운트도 상당부분 해소될 수 있을 것으로 판단하였다. 현대홈쇼핑의 현금보유에 따른 ROE가 4% 전후인 반면, ROE가 13.3%인 한섬을 인수함으로써 현대홈쇼핑의 ROE가 간접적으로 개선되는 효과를 누릴 수 있다. 그리고 4,200억 원 현금 보유에 대한 현대홈쇼핑의 연간 이자수입이 181억 원(인수자금 4,200억원 * 예금이자율 4.3%) 수준이나 인수 당시 2011년 한섬 예상수익이 820억 원이었고 지분법 이익 또한 284억 원(한섬 당기순이익 800억 * 인수지분율 34.6%)이었으므로 이를 웃돌고도 남는 수준이다.

4.2.2 경영권 유지와 임직원 고용 유지

SK네트웍스와 한섬의 인수협상이 결렬된 이유 중 하나는 5년간 정재봉 사장의 경영권과 기존 임직원 고용문제다. 한섬은 한시적 경영권 유지 요구와 한섬 직원들의 고용승계를 요구하였다. 과거 SK네트웍스는 패션업체를 인수한 뒤 구조조정을 거쳐 기업의 효율성을 높이는 작업을 진행해왔다. 2008년 오브제를 인수한 후, 이러한 과정을 거쳐 그룹 내 패션 부문에 힘을 실기 시작한 것이 대표적인 예이다. 자본력과 판매력에 대한 강점을 기반으로 2009년 1월 '오즈세컨(O'2nd)으로 중국 상하이 항저우 등 14개 매장에서 18개 매장확장을 시작하던 때였다. 2009년 상반기에만 80억 원의 매출을 기록 중인 터라 수백 명의 자체디자이너와 브랜드를 보유하고 있는 한섬을 통합하여 빠른 시일 내에 중국시장에 경쟁력을 갖추려는 의도였다. 이러한 이유로 SK네트웍스로선, 경영권은 인수하지 못하고 지분투자만을 하는 한섬의 요구를 들어주기 어려웠던 것이다. SK네트웍스는 1년 여에 걸친 협상 끝에 지분 인수를 포기

하고, 한섬을 인수하려던 당초 계획을 전략적 제휴로 바꾸었다. 인수가격에 대한 이견과 한섬의 한시적 경영권 보장 요구로 인해 협상에 난항을 겪으며 최종적으로 인수합병이 결렬되었지만 중국 내 한섬 독점판권 확보하여 절반의 성공은 거두었다.

반면 현대홈쇼핑은 정 대표의 매각 제안조건의 적정성 여부를 판단하고, 성공적인 사업 지속 방안을 고려한 뒤 정 대표의 매각 제안조건을 수용하여, 최종적으로 인수합병을 결정하였다. 현대홈쇼핑(현대백화점 그룹)은 부채비율 50% 이하의 안정적 재무구조를 유지하고 있었으며 안정적인 미래 잉여현금흐름이 예상되는 상황에서 불확실성이 높은 해외진출에 대해서는 보수적인 태도를 취하였다. 또한, 국내 유통시장에서 성장기회는 과거보다 줄어들고 있으며 백화점과 같은 기존 유통업과 시너지가 높은 패션(한섬)업 진출은 필연적인 선택이었다. 현대홈쇼핑은 현대백화점 그룹의 브랜드 파워를 통해 한섬의 기존 브랜드를 도입한다면, 내수시장에서 강한 시너지효과를 유발할 것으로 판단한다. 즉, 패션산업이라는 내수시장 확보 및 확장에 관심이 있는 현대홈쇼핑과 빠른 시일 내에 중국시장 경쟁력에 관심 있는 SK네트웍스와는 서로 다른 상황에 있었던 것이다.

4.3 인수합병 결렬/성공 후 행보에서의 차이점

SK네트웍스는 한섬과의 인수합병 결렬 후 국내에서 검증된 자체 브랜드를 중국과 미국 등 해외 시장 진출하는 것으로 목표로 사업을 확장하고 있다. SK네트웍스는 2011년 중국 내 한섬 브랜드 독점 판매권을 갖게 되었으며 현재 한섬의 'SJSJ', '시스템', '시스템 옴므' 등 3개의 브랜드를 중국의 최고급 백화점에 런칭하였다.

한편 현대홈쇼핑은 2012년 1월 한섬 지분 34.6%를 4천200억원에 인수하고 경영권 확보에 성공하였다. 현대홈쇼핑은 한섬의 아이덴티티 유지와 지속적

인 성장을 위해서, 임직원들의 고용을 보장하였고 또한 경력이 풍부한 정재봉 사장이 경영을 맡되, 현대는 이사회 구성을 확대하여 경영에 참여하기로 하였다. 기존 한성의 경영 및 영업정책은 유지하기로 하였다. 현대홈쇼핑은 한성의 고가 이미지 유지를 위해 홈쇼핑을 통한 상품판매는 고려치 않고 있으며 홈쇼핑 전용 서브 브랜드 런칭이나 한성의 프리미엄 브랜드 관리 노하우 전수를 기대하고 있다. 또한 현대백화점은 2012년 5월 2일 해외 패션 브랜드 개발

과 육성을 목표로 한섬과 전략적 제휴를 맺었다. 이는 한섬 브랜드의 유통망 확대를 한층 강화하고, 디자인 및 마케팅 인프라를 바탕으로 한섬의 해외 브랜드 경쟁력을 한 차원 높이는데 실질적 도움을 가져오게 될 것으로 보인다.

현대백화점은 또한 국내 브랜드에 대한 지원도 적극적으로 나설 예정이다. 이외에도 한섬은 현대백화점의 유통 네트워크를 이용하여 점포 확장 등 다방면으로 현대 백화점과 시너지 창출을 강화하고 있다.

〈표 7〉 현대홈쇼핑과 SK네트웍스의 한성 인수전략 차이분석 요약

이 표는 한성 인수를 둘러싼 현대홈쇼핑과 SK네트웍스의 인수동기, 인수과정, 그리고 협상 이후의 전략적 차이점을 요약하고 있다.

	현대홈쇼핑 (2011.08 - 2012.01.13)	SK 네트웍스 (2010.08 - 2011.08)
전략 관리 (Strategy Management)	Positioning & Strategic Planning <ul style="list-style-type: none"> 고급 이미지 강화 등의 차별화를 통한 홈쇼핑 사업 경쟁력 강화와 신성장 동력 확보 현대홈쇼핑의 중국 진출과 현대백화점의 패션사업의 불림화와 다각화 Screening & Selection <ul style="list-style-type: none"> 한섬의 고품격 브랜드 이미지를 통한 현대홈쇼핑의 고품격 이미지 상승효과 패션사업 진출을 통한 새로운 성장기회 모색 	Positioning & Strategic Planning <ul style="list-style-type: none"> 패션사업의 전략적 육성을 목표 오브제 인수 후 고전을 면할 새로운 돌파구 급성장하는 중국 패션 시장을 공략 Screening & Selection <ul style="list-style-type: none"> 한섬의 강력한 브랜드 파워와 고품격 이미지로 높은 수익성을 기대 한섬과 SK네트웍스 간 시너지효과를 통한 글로벌 시장에서의 경쟁우위를 달성을 목표
인수과정 관리 (Transaction Management)	Valuation <ul style="list-style-type: none"> 시장지배력, 성장성, 우량한 자산가치를 고려하여 한 주당 49,222원의 인수가격을 적정선이라고 판단 현대홈쇼핑의 각종 재무 지표 개선 기대 Negotiation <ul style="list-style-type: none"> 한섬이 제시한 매각제한조건의 적정성 여부를 판단한 후 이를 받아들여 최종적으로 인수합병 결정 	Valuation <ul style="list-style-type: none"> 시가총액이 4,000억원 수준이므로 35% 지분에 대한 인수가 3400억원의 적정 수준 Negotiation <ul style="list-style-type: none"> 인수대금과 경영권 문제 등으로 인수합병에서 전략적 제휴로 전략 변경, 중국 내 한섬 독점판권 확보
협상후 관리 (Integration Management / Post-deal Strategy)	<ul style="list-style-type: none"> 한섬의 아이덴티티 유지와 지속적인 성장을 위해 임직원들의 고용 보장 및 기존의 한섬의 경영 및 영업정책은 유지 현대백화점, 한섬과 전략적 제휴 체결 현대홈쇼핑, 중국 홈쇼핑시장 재 진출 및 중국 내수시장 공략에 한섬을 적극 활용할 것으로 기대 	<ul style="list-style-type: none"> 중국 내 한섬 독점판권 확보한 뒤 중국과 미국 등 해외 시장 진출 한섬의 'SJSJ', '시스템', '시스템 옴므' 등 3개의 브랜드를 중국의 최고급 백화점에 런칭

그리고 high-end 유통업체인 현대백화점과 high-end 의류업체인 한섬은 브랜드 시너지를 통해 이미 지 상승 및 브랜드 명품화 전략이 가능해 질 것이다. 한편 현대홈쇼핑은 지난해 7월부터 중국 홈쇼핑시장에 재진출, 중국 내수시장을 공략하고 있는 상태이다. 현대홈쇼핑은 중국 진출에 한섬을 적극 활용할 것으로 보인다.

〈표 7〉은 한섬 인수를 둘러싼 현대홈쇼핑과 SK네트웍스의 인수동기, 인수과정, 그리고 협상 이후의 전략적 차이점을 요약하고 있다.

V. 자본시장의 반응

자본시장은 인수기업 (acquirer)보다 피인수기업 (target)에 대해 우호적인 반응을 보이는 것이 일반적이다. 인수합병으로 인해 피인수기업의 주주가 유의한 양의 초과이익률을 얻는다는 사실은 국내외의 많은 선행연구에서 확인되었다. 예컨대 선행연구를 종합한 Jensen and Ruback(1983)에 의하면, 피인수기업 주주는 합병의 경우 20%, 공개매수의 경우 30%의 누적초과이익률을 실현한다고 보고했다. 이러한 현상은 선진 자본시장뿐 아니라, 대부분의 자본시장에서 나타나고 있고 또한 국제간 인수합병에서도 보고되고 있다. 따라서 선행연구들은 피인수기업의 주주는 국가, 업종, 시기 등에 상관없이 M&A를 통해 상당한 초과이익을 얻는다는 데에 동의한다. 이에 비해 인수기업의 주주에 미치는 영향은 그다지 명확하지 않은 편이지만 한국의 경우 인수기업 주주도 가치상승을 향유한다는 연구결과가 많다. 한국기업의 인수합병 성과를 분석한 조지호·전상경 (2004)에 의하면, 인수공시 10일 동안 인수기업은 약 2%, 그리고 피인수기업은 약 10% 정도의 누적비정상이익률을 가진다고 보고한다. 이는 한

국의 경우 기업인수로 인해 인수기업의 주주가치가 대체로 상승한다는 결과는 선행연구 결과와 일치하는 것이며 (강준구, 1999; 김위생·서점식, 2000; 김희석·조경식, 2002; 강효석·서재용, 2010), 인수의 성과가 주로 피인수기업에게 더 강하게 작용한다는 미국의 연구결과와도 일치하고 있다. 이러한 관점에서 SK네트웍스와 현대홈쇼핑의 경우 한섬 인수와 관련한 자본시장의 반응을 검토해 보자.

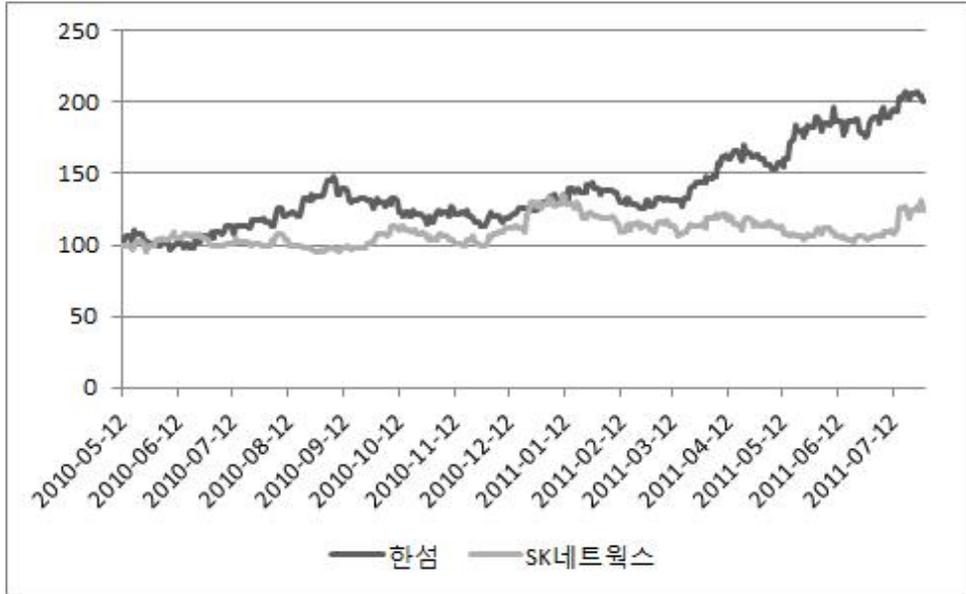
5.1 SK네트웍스와의 인수 협상 기간

2010년 5월 12일을 기준으로 한섬의 주가는 크게 상승한 반면 SK네트웍스의 주가는 횡보하였다. 인수 전 당시 SK네트웍스의 부채비율은 200%이며 보유 중인 현금성 자산은 9,000억 정도이다. 거론되고 있는 한섬의 인수비용은 4,000억대로 영업상 유지해야 하는 최소한의 현금성 자산과 앞으로 투자활동 등을 고려할 때 부담스러운 수준이다. 주식시장의 애널리스트들은 '여성복이 경기 불황에 상대적으로 영향을 덜 받지만 성장률이 높은 사업이 아니며, 여전히 차입 규모가 커 인수대금을 외부차입에 의존하면 EBITDA 대비 총 차입금이 SK네트웍스의 신용등급(AA-)에 비해 부담스럽다'고 분석하기도 하였다.

〈그림 1〉은 인수협상이 진행되었던 기간 동안의 한섬과 SK네트웍스의 주가를 상대비교 하고 있다. 인수설에 대한 공시가 있었던 2010년 5월 12일을 협상기간의 시작으로 보고 인수 중단결정을 발표했던 2011년 7월 29일을 협상 종료일로 보았다. 이 기간 동안 SK네트웍스에게 한섬 인수 가능성이 있다는 소식은 패션사업 확대의 호재로 작용한 반면 인수대금 부담의 악재가 상충되어 주가가 횡보한 것으로 판단된다. 반면 한섬의 주가는 인수설이 퍼진 2010년 5월 12일 14,050원에서 인수협상 결렬을 선언한 2011년 7월 29일 28,150원으로 약 100% 상승하였다.

〈표 8〉은 한섬의 연간 매출규모와 상대가치 비율

이 그림은 한섬과 SK네트웍스의 주가를 상대 비교한 그림이다. 인수설 공시가 있던 2010년 5월 12일의 주가를 100으로 놓고 이후 주가를 관찰하였다. 자료는 FNDATA Guide 통해 추출하였다.



〈그림 1〉 인수협상 기간의 한섬과 SK네트웍스의 상대주가

을 보여주고 있다. 이 표에서 시사하는 바와 같이 한섬의 주가는 전통적으로 저평가 되어 있었다. 꾸준히 매출액이 증가함에도 불구하고 5년 동안 한번도 PER가 9배 수준을 상회하지 못했으며, PBR 또한 2011년을 제외하고 1 이하를 기록하고 있다.

5.2 한섬 SK네트웍스와의 인수 협상결렬 이후

SK네트웍스의 한섬 인수에 대해서 자본시장의 반

응이 가장 분명하게 드러나는 때는 인수협상이 결렬되는 시점 이후일 것이다.

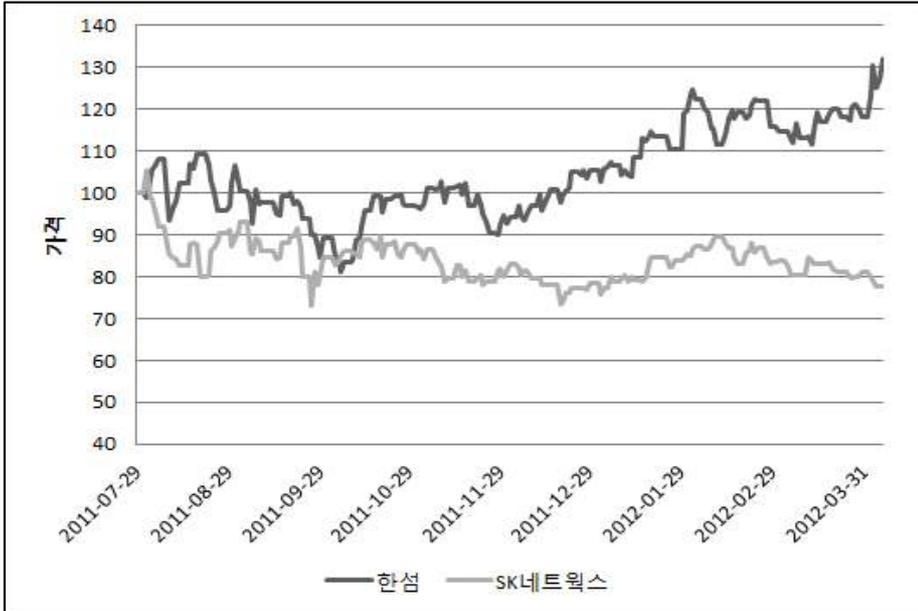
〈그림 2〉는 인수협상이 결렬된 2011년 7월 29일 이후의 한섬과 SK네트웍스의 주가를 상대비교한 것이다. 인수협상이 결렬되었음을 공시하였던 7월 29일 이후 일주일간 한섬의 주가는 약 8.17% 상승하였고 SK네트웍스의 주가는 8.2% 하락하였다. 장기적인 효과를 봐도 한섬은 중심선 100을 상회하고 130% 이상 상승하는 흐름을 보이지만, SK네트웍

〈표 8〉 한섬의 매출규모와 Multiples

이 표는 2007년부터 2012까지 한섬의 연간 매출액과 PER와 PBR을 나타내고 있다. 2012년 자료의 경우 FNdata Guide에서 제공하는 예상치를 표시한다.

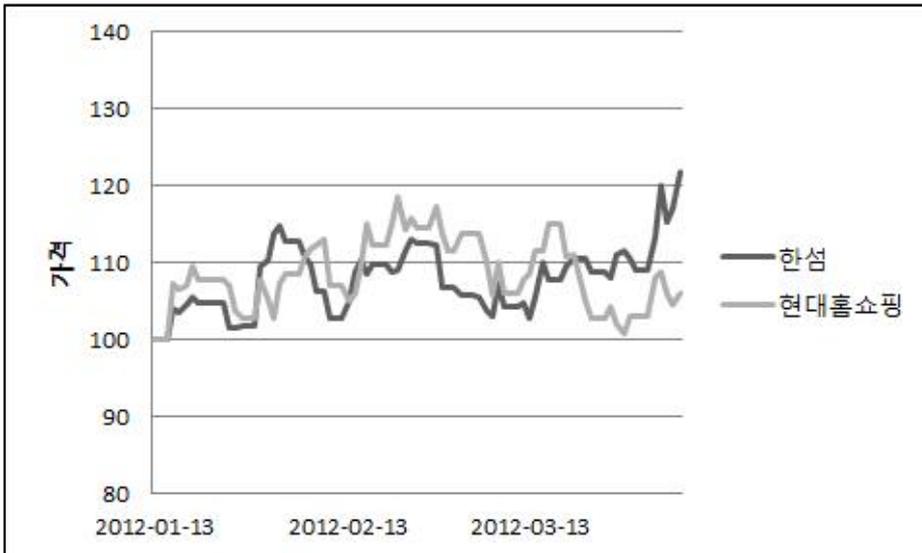
구 분	2007	2008	2009	2010	2011	2012(E)
매출액(억원)	3,186	3,346	3,869	4,468	5,010	5,283
PER(배)	8.77	3.65	7.71	6.65	8.53	7.79
PBR(배)	0.87	0.43	0.80	0.80	1.15	0.89

이 그림은 인수협상 결렬 이후 한섬과 SK네트웍스의 주가를 상대비교하고 있다. 인수협상 결렬 공시가 있던 2011년 7월 29일의 주가를 100으로 놓고 이후 주가를 관찰하였다. 자료는 FNData Guide통해 추출하였다.



〈그림 2〉 인수협상 결렬 이후 한섬과 SK네트웍스의 상대주가

이 그림은 한섬과 현대홈쇼핑의 일별 주가를 상대비교하고 있다. 현대홈쇼핑의 한섬 인수를 공시한 2012년 1월13일을 기준으로 각 주가를 100으로 두었다. 자료는 FNData Guide통해 추출하였다.



〈그림 3〉 현대홈쇼핑의 한섬 인수 이후 상대주가

스는 100 이하 수준에서 등락을 반복하며 횡보하였다. 자본시장에서 SK네트웍스의 한섬 인수를 부정적으로 평가하였음이 분명하게 드러난다.

5.3 현대홈쇼핑의 한섬 인수 이후

〈그림 3〉은 현대홈쇼핑의 한섬 인수 이후 두 기업의 주가를 상대비교 하고 있다. 현대홈쇼핑의 한섬 인수를 공시했던 2012년 1월 13일 이후 두 기업 모두 주가가 상승하였다. 기준일(1월13일)을 100을 놓고 주가를 상대 비교를 하였을 때 단기적으로도 상승하였고 장기적으로도 주가는 100 이하를 하회한 적이 없음을 알 수 있다.

dence,” *Journal of Financial Economics*
Vol.11 April, 5-50

〈웹사이트〉

한국거래소 홈페이지 www.krx.or.kr

금융감독원 전자공시시스템 <http://dart.fss.or.kr>

참고문헌

- 강효석, 서재용 (2010), “코스닥기업의 인수합병이 인수기업의 경영성과에 미치는 영향,” **증권학회지** 제39권 제2호, 191-223
- 강준구 (1998), “기업합병의 경제적 동기와 기업가치 증대 요인,” 한국금융연구원 연구보고서
- 김희석, 조경식(2002) “합병기업관련 주주부 변화의 결정요인,” **재무관리연구**, 제19권 제2호, 77~109
- 이동기, 조영곤 (2002) “인터넷 기업간 압병을 위한 협상-네이버와 새롬기술,” **Korean Business Review** 제8권 제1호, 133-151
- 정승화 (2005) “현대자동차의 기아자동차 인수와 구조조정,” **Korean Business Review** 제5권 제1호, 159-198
- 조지호, 전상경(2004), “기업지배구조가 인수합병의 성과에 미치는 영향,” **재무관리연구**, 제21권 제2호, 1-25
- Jensen, M., and Ruback, R., (1983), “The Market for Corporate Control: The Scientific Evi-

Hyundai HSN's Acquisition of HanSom

Yong-Sik Shin* · Sang-gyung Jun**

Abstract

Managerial decision-makings in Mergers and Acquisitions result from combination of various strategic and financial perspectives. Therefore, analyzing a real M&A event would provide a chance of understanding motivations and effects of M&A. Right before Hyundai HSN (Home Shopping Network) acquires shares of HanSom's block shareholder, the long negotiation was broken off between HanSom and SK Networks.

Why did Hyundai HSN and SK Networks try to obtain the control of HanSom by acquiring block shares? Why couldn't SK Networks go through the deal with HanSom? How did the capital market differently react to the negotiations of HanSom with SK networks and Hyundai HSN? How can we analyse the financial effect of M&A? This case study would provide a chance of addressing the above intriguing questions.

Key Words: Mergers and Acquisitions, M&A, Case study, Synergy, Fashion industry, HanSom, Hyundai HSN, SK Networks

* Hanyang University, Graduate studies of business administration

** Hanyang University, School of Business(sjun@hanyang.ac.kr)

〈Teaching Note〉

현대홈쇼핑의 한섬 인수 전략

Synopsis

불황을 겪을 때마다 패션업계의 최대 이슈는 M&A이다. 수요의 소득탄력성이 상대적으로 높은 의류업의 속성 때문에, 자금력이 약한 중소 패션업체들은 경기 침체에 강한 실적 악화를 겪게 되어, 매출로 나오기 때문이다. 패션업체들은 1997년 외환위기 이후 부실기업이 생겨나면서 활발한 M&A가 진행되었다. 이후 꾸준히 브랜드 간의 M&A가 증가하다가 2008년의 금융위기를 겪고 나서 업계판도를 바꿔놓을 만한 대규모 기업 간 M&A가 성사되고 있다.

패션을 전문 업종으로 하는 기업뿐만 아니라 사업 분야의 다각화를 위해 비 패션기업이 패션 전문기업을 인수하는 사례도 증가하고 있다. 그 중 유통 그룹의 패션업 진출이 특징적이다. 그동안 패션업계에서 대기업 그룹들은 효율성 위주의 시스템으로 패션에 적합하지 않다는 의견이 지배적이었지만 최근 현대백화점, 신세계, 롯데 등 유통 빅3가 패션사업을 새로운 성장동력으로 판단, 활발하게 의류브랜드를 M&A 하고 있다.

이러한 유통 빅3의 패션업 전쟁 속에 현대백화점의 한섬 인수는 상당히 의미 있는 사건이다. 한섬의 인수합병 사례는 피인수자인 한섬이 협상테이블에서 우위를 가진 경우로 현대홈쇼핑에 인수되기 이전에 SK네트웍스와의 인수협상 과정을 거친 바 있다. 2010년 5월 12일 SK네트웍스의 한섬 인수 설이 퍼진 이후부터 2011년 7월 29일 SK네트웍스 인수

중단을 발표 할 때 까지 약 1년이 넘는 기간 동안 인수협상을 진행하였었다. 인수전이 시작된 후 한섬의 주가는 꾸준히 상승하였다. 매각설이 처음 퍼진 날 종가(2010년 5월12일, 14,050원)와 SK네트웍스가 인수 포기를 선언한 날(2011년 7월 29일, 28,150원)기준으로 200.3%상승하였다.

SK네트웍스의 한섬 인수는 결국 인수 조건의 차이를 좁히지 못하고, 협상이 결렬되었다. 이후 2010년 8월 한섬은 SK네트웍스에 중국 독점 판매권만을 넘겼고 SK네트웍스와의 협상이 매듭 지어지지 6개월 만에 신속하게 현대홈쇼핑으로 인수되었다.

기업의 인수합병 과정에는 다양한 주체들의 이권이 개입되며, 한번의 의사결정으로 기업의 흥망이 결정될 수도 있기 때문에 다양한 측면의 분석이 필요하다. 산업동향과 인수 기업과 피인수 기업 간의 시너지 효과 및 재무현황 등 종합적인 분석을 통해 M&A의 사례를 되짚어 보는 것은 M&A이론과 사례를 학습하고, 실질적인 인수합병의 이해를 높일 수 있을 것이다. 특히 현대 홈쇼핑의 한섬을 인수 사례에서는 SK네트웍스의 한섬 인수 실패 사례가 대조적이기 때문에 시사하는 바가 크다. 두 기업의 인수 조건과 시너지 효과의 차이를 분석하고, 산업동향을 분석하는 것은 의미 있는 학습기회를 제공할 것이다.

Teaching Points

기업이 합병을 결정하는 과정에서 가장 먼저 고려하는 것은 시너지 효과일 것이다. 시너지 효과는 판매, 생산, 투자, 연구개발, 관리의 다양한 측면에서 발생하며, 궁극적으로 기업의 가치를 증대 시켜주는 활동이기 때문에 기업의 투자활동에 가장 중요한 모티브가 된다. 기업의 인수합병과 관련된 경영전략적인 사고와 재무관점의 사고가 다양하게 융합되어 있기 때문에 사례분석을 활용하여 의사결정의 동기를 분석하는 일은 기업의 인수합병 전략이해에 도움이 될 것이다. 한섬의 현대홈쇼핑 인수 케이스를 분석하면서 다음과 같은 질문을 할 수 있다.

- 현대 홈쇼핑과 SK네트웍스는 한섬을 인수함으로써 기대했던 효과는 무엇인가?
- 한섬과 SK네트웍스와 인수 협상이 결렬된 주된 이유는 무엇인가?
- 반면 한섬이 현대 홈쇼핑에 인수될 수 있었던 주된 이유는 무엇인가?
- 현대홈쇼핑의 한섬 인수 후 M&A 효과는 어떠한가?

위의 질문에 대한 해답을 구하기 위해서 전략적 접근과 재무적 접근을 통하여 M&A의 효과를 분석하고, 위의 질문에 대한 답을 구하며 그 과정에서 기존 M&A 이론과의 관계를 알아보고자 한다.

Assignment Questions

1. M&A 동기이론을 기업가치 극대화 동기와 비가치 극대화 동기로 나누어 설명하라.

2. 가치평가 측면에서 인수 이전 한섬의 상대가치 비율을 해석하고 토론하라.
3. 현대홈쇼핑의 한섬 지분 인수를 전후한 시가총액을 비교하여 가치변화를 분석하라.
4. 현대홈쇼핑의 한섬 지분 인수를 전후한 시가총액의 변화에는 산업효과가 포함되어 있을 것이다. 산업효과를 조정한 시가총액의 변화를 분석하고 그 시사점을 토론하라.
5. 재무금융 분야에서는 새로운 정보에 대한 자본시장의 반응을 체계적으로 분석하기 위해 주로 사건연구 (event study) 방법론을 활용한다. 사건연구 방법론의 개요를 설명하라. 또한 사건연구 방법론을 이용하여 SK네트웍스와 현대홈쇼핑의 한섬 인수 관련 공시에 대한 자본시장의 반응을 분석하라.
6. 5장에 설명된 자료를 바탕으로 한섬, SK네트웍스, 현대홈쇼핑에 대한 자본시장의 반응을 해석하라.

Analysis

1. M&A 동기이론을 기업가치 극대화 동기와 비가치 극대화 동기로 나누어 설명하라.

〈Discussion Tip〉

기업가치 극대화 동기(Value maximization motive) 이론은 일반적 재무 의사결정처럼 기업의 합병으로 인하여 주주의 부가 극대화 될 수 있기 때문에 합병이 추진된다는 개념이다. 합병을 통한 기

업가치의 증가 가능성은 영업 시너지, 재무 시너지, 시장지배력의 증가, 경영 전략적 성과 등 여러 가지 원천이 있을 수 있다.

1) 시너지 효과 이론(Synergy effect theory)

시너지 효과 이론은 규모의 경제 및 범위의 경제 그리고 효율적인 생산 및 조직 구조 형성을 통해 기대효용보다 큰 결합이익이 발생할 수 있다고 주장하며, 현실적인 M&A의 가치창출의 근거는 시너지라고 설명한다. 일반적으로 시너지 효과는 크게 영업 시너지(Operation Synergy)와 재무 시너지(Financial Synergy)로 구별 할 수 있다.

영업 시너지는 생산, 판매, 연구개발, 일반관리 등에서 발생할 수 있는 규모의 경제나 범위의 경제로 인하여 비용을 절감하거나 수익을 증가시킴으로써 나타나는 효과이다. 한국의 경우, 화학, 철강, 자동차산업, 반도체 등의 생산규모가 최적규모 이하에 있다고 가정할 때, 합병으로 인하여 대형화가 이루어진다면 영업 효율성의 증가를 기대할 수 있을 것이다.

재무 시너지는 합병으로 인하여 대규모 자금거래에 따른 단위당 자본비용이 감소될 수 있고, 합병으로 인한 기업규모의 확대는 신용도와 대외공신력 상승효과를 가져와 차입금비용을 저렴하게 하는 재무상의 규모경제의 효과가 나타날 수 있다. 특히 한국의 경우 금융기관의 여신관리제도나 정책결정에 있어서 자본금의 외형기준으로 신용도를 평가하는 경향이 있어, 자본조달의 어려움을 겪는 기업으로서 이 같은 차입능력 증대의 동기에 의해 합병이 검토될 수 있을 것이다.

2) 기업 저평가 이론(Undervaluation theory)

기업 저평가 이론은 자본시장의 불완전성을 전제로 한다. 피합병기업 보유자산의 시장가치가 합병기업이 자체 개발하는 경우 소요되는 비용인 대체비용

(Replacement cost)보다 적다고 판단될 때 M&A가 발생한다고 주장하는 이론이다.

3) 경영효율성 차이 이론(Differential efficient theory)

효율성이론에서는 기업합병과 여러 형태의 자산배치 활동이 시너지 효과를 발생시켜 사회적 이익을 증가시킬 수 있다고 주장한다. 이는 합병의 동기가 효율성이 있다는 측면을 강조하고 있다. 경영효율성을 가진 기업이 상대적으로 효율성이 낮은 기업을 인수함으로써 결합된 기업의 효율성이 개선되어 궁극적으로 기업가치가 증대된다는 이론이다. 즉 경영효율성이 높은 기업이 그보다 못한 기업을 매수하면 효율성이 낮은 기업이 높은 기업의 수준까지 향상되어 결국 합병으로 인해 전체적인 효율성이 제고 될 수 있다는 것이다.

4) 대리인 문제 이론(Agency Problem theory)

대리인 비용을 많이 부담하는 기업을 타 기업이 매수하여 낭비 요인을 제거함으로써 효율성이 증대된다고 보는 이론이다. 대리인 문제란 기업이 소유와 경영의 분리에 따라 주주의 대리인인 경영진이 기업이익을 극대화보다는 경영진 자신의 사적 이익을 추구함에 따라 주주와 경영자 사이에 이해가 상충되는 상황을 의미한다. 대리인 문제에 따라 발생하는 감시비용(Monitoring cost), 보증비용(Bonding cost) 등 대리인 문제로 인한 손실을 대리인 비용(Agency cost)이라고 한다.

5) 시장지배력 이론(Market share)

기업이 M&A를 통해 시장점유율을 증대시키게 되면 규모의 경제(Economics of scale)가 발생하여 기업의 이익이 향상된다고 하는 이론이다. 그러나 시장점유율 증대는 기업매수나 합병 이외에 자체능력의 배양(Internal Expansion)을 통해 가능할

수 있고 M&A를 통한 시장점유율의 증대가 규모의 경제성이나 기타 사회적 이득을 제공하는지 분명하지 않을 뿐아니라 불공정 집중화 현상을 초래한다는 점에서 비판을 받고 있다.

비가치 극대화 동기(Non-value maximization motive)는 기업가치 극대화 동기와 대조되는 M&A 동기이론이며 경영자가 성장 극대화를 추구한다는 경영자주의 이론(Managerialism theory)이 대표적이다. 이 이론은 주주의 부를 극대화하기 위한 M&A 동기 보다는 주주들의 이익과는 상관이 없는 경영자가 자신의 이익을 위해 매출액 극대화, 성장 극대화, 기업규모의 극대화 등을 추구한다고 보는 견해이다. 경영목적 이론(Managerial goal theory)으로 불리기도 한다.

이 이론에서 M&A는 대리인 문제의 해결방안으로서 나타나는 것이 아니라 오히려 경영자가 주주의 이익보다는 자신의 효용을 극대화하려는 대리인 문제의 결과로 해석하며, M&A 동기를 경영자의 입장에서 파악하고 주주의 부와는 관계가 없는 것으로 해석한다. 경영자는 기업규모의 확대가 자신의 보수, 승진과도 연결되어 있어 사업규모를 가능한 확장하려는 성향을 가지므로 이러한 경영자의 성향에 의해 M&A가 발생한다고 시사하고 있다.

Boumol(1967)은 경영자들이 단기적인 경영목표를 매출 극대화에 두고 있다고 하였으며, Marris(1984)는 자본시장의 현실적 제약 하에서 경영자들

이 추구하는 경영목표가 성장 극대화로 결정되는 이론적 배경을 모형화 하였다. Kumar(1984)는 기업의 성장 동기를 경영자가 특정시장에서 상대적 지위를 유지하려는 욕망과 기업규모 확대를 통해 안정성을 강화하고, 그 안정성을 유지하려는 욕망, 경영자의 사회적 특권과 같은 요인으로 설명하고 있다. 이러한 이론들의 배경에는 경영자들이 그들의 목표로서 개인적인 관심을 추구한다는 가정과 기업의 이익 보다는 성장에 따라 경영자의 보상이 좌우된다는 가정이 있다.

2. 가치평가 측면에서 인수 이전 한섬의 상대가치 비율을 해석하고 토론하라.

〈Discussion Tip〉

한섬은 매년 5~15% 사이의 꾸준한 매출액 성장률을 기록하였고, ROE가 매년 10%대를 유지하는 성장성 있는 기업이다. 그러나 주식시장에서 주가는 저평가를 받고 있었다. 2012년 예상치를 제외한 최근 5개년도 평균 PER가 7.06이고, 평균PBR은 0.81에 불과하다. 그러나 SK네트웍스의 한섬 인수에 대한 조희공시와 그 답변이 있었던 2010년 5월 12일 이후로 꾸준히 주가가 상승하여 전통적인 저평가를 벗어날 수 있었다. 이는 인수를 해야 하는 SK네트웍스에게는 부담을 주었고, 한섬 입장에서는 더 높은 인수가격을 요구할 수 있는 요인이 되었다.

〈TN 표 1〉 가치극대화 이론과 비가치 극대화 이론 비교

가치극대화 이론	비가치극대화 이론
시너지 효과 이론(Synergy effect theory) 기업저평가 이론(Undervaluation theory) 경영효율성 이론(Differential efficient theory) 대리인 문제 이론(Agency Problem theory) 시장지배력 이론(Market share)	경영자주의 이론(Managerialism theory)

〈TN 표 2〉 한섬의 Multiples

이 표는 2007년부터 2012까지 한섬의 연간 매출액과 PER와 PBR을 나타내고 있다. 2012년 자료의 경우 FNdata Guide에서 제공하는 예상치를 사용하였다.

구 분	2007	2008	2009	2010	2011	2012(E)
PER(배)	8.77	3.65	7.71	6.65	8.53	7.79
PBR(배)	0.87	0.43	0.80	0.80	1.15	0.89

〈TN 표 2〉는 한섬의 주가수익비율(PER)와 주가순자산비율(PBR)을 나타낸 표이다. 한섬이 속해 있는 섬유 및 의복 업종의 평균 PER 16.61와 비교했을 때 한섬의 주가는 매우 저평가 되어있다. PBR 역시 1.00을 넘지 않아 자산 가치에 비해 저평가 받고 있다.

이런 저평가의 원인으로 추측될 수 있는 요인은 크게 두 가지가 있다. 첫 번째로는 산업의 성장성이다. 패션산업 자체가 이미 포화상태에 접어들었고, 선두주자였던 한섬은 국내에서는 성숙기를 지나고 있다. 한섬을 비롯한 선두업체들이 해외진출과 유통업과의 결합을 모색하는 상황에서 아직 가시적인 성과가 나오지 않고 있으므로 성장성의 부재가 저평가의 원인으로 해석될 수 있다.

둘째는 후계자의 부재이다. 정재봉 사장의 아들 정형진 이사는 패션업보다 부동산 개발업에 관심이 많았다. 또한 정재봉 사장이 갖춰놓은 경영 시스템을 대체할 만한 대안이 없어 꾸준히 매각설에 시달려 왔다. 이런 미래 경영에 대한 불확실성으로 주가는 저평가 받아 왔다. 따라서 한섬의 사례는 2세대로 경영권을 승계하는 과정에서 빚어진 갈등으로 새로운 경영인을 찾는 과정에서 일어난 M&A라고 할 수 있다. 본문 III-1 패션산업의 M&A 목적에 따른 유형 구분 중 '4)전문 경영인을 찾기 위한 M&A 추진'의 범주에 속한다.

3. 현대홈쇼핑의 한섬 지분 인수를 전후한 시가총액을 비교하여 가치변화를 분석하라.

〈Discussion Tip〉

M&A로 인한 기업가치의 변동을 검토하기 위해 인수 기업(acquiring firm)의 가치와 인수대상 기업(target firm)의 가치 그리고 합병에 따른 이익의 가치를 검토해 보자. 인수 기업이 가질 수 있는 M&A의 혜택이 높다고 인식될 때, 피인수 기업은 자신의 현재 기업가치 외에 별도의 프리미엄을 요구하게 된다. 인수대상 기업에 지불되는 가격과 합병 전 인수대상 기업의 가치와의 차액을 합병 프리미엄으로 추정할 수 있다. 이것은 인수 기업의 입장에서는 합병비용이 되고 피인수 기업입장에서는 합병 이익이 된다. 따라서 합병 프리미엄이 0이면 인수대상 기업의 주주는 기업매각의 인센티브가 없다. 반대로 프리미엄이 너무 커서 합병으로 인한 이익보다 크다면 인수 기업은 인수를 철회하려 할 것이다.

〈TN 표 3〉은 인수 전후 한섬과 현대홈쇼핑의 시가총액을 나타내고 있다. 인수 시점(T)을 기준으로 인수 전 30일의 두 기업의 평균 시장가치와 인수 후 30일의 평균 시장가치를 비교하여 한섬 인수로 인한 기업가치 상승분을 계산하였다. 현대홈쇼핑이 한섬 정재봉 회장의 지분 34.64%에 대해 인수결정이 공시된 시점(2012년 1월 13일)을 T로 놓는다. T 시점을 기준으로 이전 30일 평균과, 이후 30일의 평균 시가총액을 비교하여 합병 후의 가치변화를 살

〈TN 표 3〉 인수 전후 시가총액의 변화

이 표는 각 사별로 인수일(T)을 기점으로 인수 전 30일 평균 시가총액과 인수 후 30일 평균 시가총액을 비교하고 있다.

(단위 : 백만원)

구 분	T - 30	T + 30
한 섬	700,326	810,923
현대홈쇼핑	1,493,032	1,708,645
합 계	2,193,359	2,519,568
차 이	326,210	

피보자.

한섬과 현대홈쇼핑의 인수 전 시가총액의 합은 2,193,359백만원이다. 하지만 인수 후 시가총액의 합은 2,519,568백만원이다. 이 둘의 차는 326,210백만원으로 합병에 따른 가치 상승분 이라고 볼 수 있다. 한섬의 경우 매각 후 시가총액이 15.57%정도 증가하여 810,923백만원이 되었고, 현대홈쇼핑은 14.44% 증가하여 2,519,568백만원이 되었다. 두 기업 모두 인수 후 가치가 크게 증가한 점을 알 수 있다.

4. 현대홈쇼핑의 한섬 지분 인수를 전후한 시가총액의 변화에는 산업효과가 포함되어 있을 것이다. 산업효과를 조정한 시가총액의 변화를 분석하고 그 시사점을 토론하라.

〈Discussion Tip〉

한섬의 지분 인수로 인한 시장가치의 변화를 좀더 정확하게 분석하기 위해서는 산업지수의 변동효과를 조정할 필요가 있다. 두 기업의 시장가치 변화는 인수 협상의 영향도 있지만 산업의 일반적인 시황변동에 의해서도 초래될 수 있기 때문이다. 한섬의 경우 소속업종인 섬유 및 의복 산업지수의 변동효과를 제거하고 현대홈쇼핑의 경우 소속업종인 온라인쇼핑 산업지수를 제거하여, 산업효과를 조정할 수 있다.

업종지수는 FNdata Guide에서 MKF2000의 지수 중 섬유 및 의복 지수와 온라인쇼핑 지수를 사용하였다.

먼저 지분 인수 전후 두 산업지수의 산출한 다음, 각 기간 동안의 변화율을 계산한다. 앞에서 구했던 인수 전후 평균 시가총액에 '1-변화율'을 곱하여 산업효과를 제거한다. 〈TN 표 4〉는 한섬과 현대홈쇼핑의 인수 전후 30일의 산업지수 변화율을 나타내고 있다. 인수 발표일인 2012년 1월 13일을 기준으로 하였다. 섬유 및 의복 지수와 온라인 쇼핑 지수는 FNdata Guide에서 추출한 MKF2000 업종지수를 사용하였다.

〈TN 표 5〉는 〈TN 표 3〉에 보고된 인수 전후 한섬과 현대홈쇼핑의 시가총액 평균에 산업효과를 제거한 결과를 보여준다.

한섬의 경우 인수 이전 기간에 업종지수가 3.2% 정도의 하락을 감안하면, 인수 이전 산업조정 시장가치는 753,322백만원이다. 반면, 현대홈쇼핑은 인수 이전 기간에 업종지수가 4.9%정도 지수가 상승한 효과를 제거하면 1,428,882백만원으로 조정 전보다 가치가 줄어든다. 유사한 방식으로 계산된 인수 후 산업조정 시장가치는 한섬의 경우 753,322백만원이고, 현대홈쇼핑은 1,580,201백만원으로 추정된다. 즉 산업효과를 조정하더라도 두 기업이 결합으로 인한 M&A가치 상승분은 약 191,265백만원으로 추정된다.

〈TN 표 4〉 한섬과 현대홈쇼핑의 기간별 산업지수 변화율

이 표는 한섬과 현대홈쇼핑의 인수 전후 30일의 산업지수 변화율을 나타내고 있다. T 시점은 인수 발표일인 2012년 1월 13일을 의미한다. 섬유 및 의복 지수와 온라인 쇼핑 지수는 FNdata Guide에서 추출한 MKF2000 업종지수를 사용하였다.

한섬		현대홈쇼핑	
섬유 및 의복 지수		온라인쇼핑 지수	
T-30	T+30	T-30	T+30
-0.03291	0.071032	0.049664	0.075173

〈TN 표 5〉 산업효과를 조정한 인수 전후 시장가치의 변화

이 표는 한섬과 현대홈쇼핑의 인수 전후 산업조정 시장가치의 변화를 나타내고 있다. T 시점은 인수 발표일인 2012년 1월 13일을 의미한다. 섬유 및 의복 지수와 온라인 쇼핑 지수는 FNdata Guide에서 추출한 MKF2000 업종지수를 사용하였다.

(단위 : 백만원)

구 분	T - 30	산업조정	T + 30	산업조정
한 섬	700,326	723,376	810,923	753,322
현대홈쇼핑	1,493,032	1,418,882	1,708,645	1,580,201
합 계	2,193,359	2,142,257	2,519,568	2,333,523
M&A가치상승분	326,210			
산업조정된 M&A가치상승분	191,265			

한섬의 입장에서 현대백화점 그룹과의 결합으로 판매망을 넓히는 시너지 효과를 기대할 수 있다. 반대로 현대 홈쇼핑으로써도 한섬을 인수하여 패션업 진출의 완성도를 높이며, 현대백화점과 현대홈쇼핑의 유통망에 안정적인 공급자를 확보하게 된다. 그러나 SK네트웍스는 자원개발을 주력업종으로 하는 기업으로 전체 매출 대비 약 2.5% 패션사업 매출을 발생시키고 있을 뿐이다. 즉, SK네트웍스에 있어 패션업은 주력사업이 아니기 때문에 투자자들은 한섬과 현대홈쇼핑의 합병에 보다 더 긍정적인 평가를 내렸을 것이다.

5. 재무금융 분야에서는 새로운 정보에 대한 자본시장의 반응을 체계적으로 분석하기 위해 주로 사건연구 (event study) 방법론을 활용한다. 사건연구 방법론의 개요를 설명하라. 또한 사건연구 방법론을 이용하여 SK네트웍스와 현대홈쇼핑의 한섬 인수 관련 공시에 대한 자본시장의 반응을 분석하라.

〈Discussion Tip〉

사건연구(event study) 방법론은 주요한 특정 사건이 주가에 미치는 효과를 실증적으로 분석한다. 사건일의 실현수익률(realized return)에서 정상수익률 (normal return)을 차감하여 비정상수익률

(abnormal return)을 계산하고, 그 비정상수익률에 기초하여 특정 사건에 대한 자본시장의 반응을 검증하거나 해석한다.

정상수익률의 추정은 시장모형을 이용하는 것이 일반적이는데, 시장모형은 식 (1)과 같은 주가수익률 생성과정(return generating process)을 가정한다.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad \text{식 (1)}$$

여기서, R_{mt} : t일의 시장포트폴리오의 수익률

R_{it} : 개별 주식의 t일의 수익률

ε_{it} : 잔차

이 모형의 상수항 α_i 과 베타계수 β_i 를 추정하기 위하여 공시일 사건 전 250일에서 사건 전일까지 SK네트웍스, 현대홈쇼핑, 그리고 한섬의 일별 주가수익률 각각에 대해 일별 종합주가지수 수익률로 회귀분석을 행하였다. 인수와 관련된 자본시장의 성과를 합리적으로 추정하기 위해 SK네트웍스와 현대홈쇼핑, 그리고 한섬이 공시를 통해 인수합병 협상 내용을 공시한 시점을 사건 기준일로 정하였다. 이 시점을 기준으로 회귀분석으로 추정된 시장모형을 이용하여 식 (2)와 같이 기대 정상수익률을 구하고, 식 (3)을 이용하여 비정상수익률을 산출하였다:

$$E(R_{it}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} \quad \text{식 (2)}$$

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad \text{식 (3)}$$

이 모델에서 R_{it} 와 R_{mt} 는 각각 t일의 기업 i의 주가수익률과 종합주가지수의 수익률이다. t일에서의 기대수익률을 계산한 후 사건일 전후 각 시점에 관찰된 실제수익률에서 기대수익률을 차감함으로써 개별 기업 i의 초과수익률 AR_{it} 를 계산하였다. 그리고 식 (4)와 같이 t일부터 에서의 AR_{it} 를 누적한 누적

초과수익률 CAR (Cumulative Abnormal Return)을 구하였다:

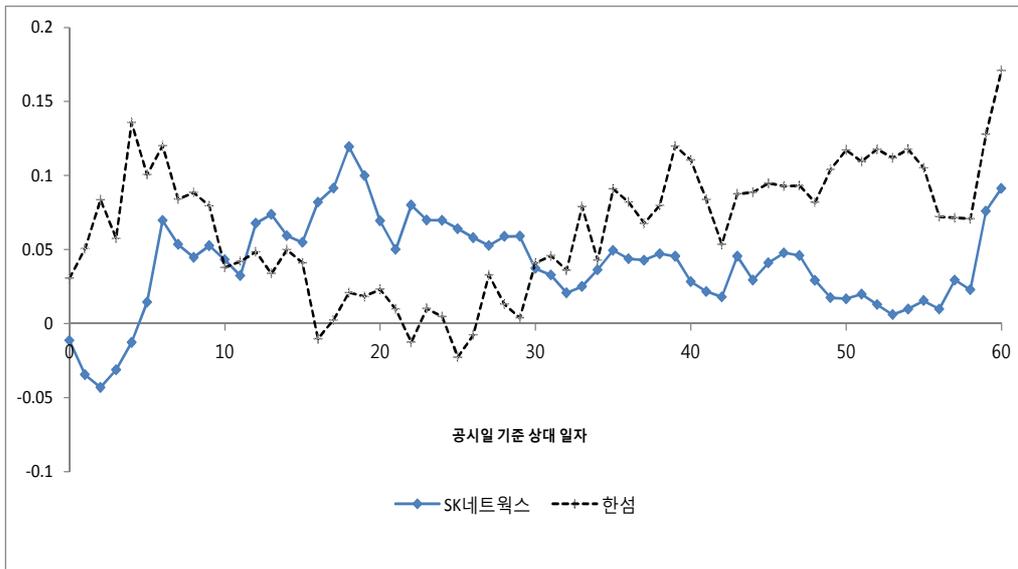
$$CAR_t = \sum_{t=0}^{t=T} AR_t \quad \text{식 (4)}$$

다음 그림들은 한섬 인수와 관련된 주요 공시일의 CAR를 보여준다. <TN 그림 1>은 SK네트웍스와 한섬 사이에 인수협상이 진행 중임을 공시한 2010년 5월 12일 공시에 대한 초기 3개월 동안의 두 기업 CAR를 보여주고 있는데, 본문 <그림 2>에 상응하는 그림이다. <TN 그림 2>은 SK네트웍스와 한섬 사이에 인수협상이 결렬되었음을 공시한 2011년 7월 29일 공시에 대한 초기 3개월 동안의 두 기업 CAR를 보여주고 있는데, 본문 <그림 3>에 상응하는 그림이다. 그리고 <TN 그림 3>은 현대홈쇼핑과 한섬 사이에 인수협상이 타결되었음을 공시한 2012년 1월 13일 공시에 대한 초기 3개월 동안의 두 기업 CAR를 보여주고 있는데, 본문 <그림 4>에 상응하는 그림이다. CAR를 표현한 이들 <TN 그림 1, 2, 3>은 공시 시점의 주가를 100으로 설정하여 표현한 본문의 그림들과 대체로 유사한 흐름을 보여줄 수 있다. 하지만 CAR을 통해 체계적 위험에 상응하는 정상수익률을 배제함으로써 공시의 정보효과를 보다 체계적으로 표현한다는 장점이 있다.

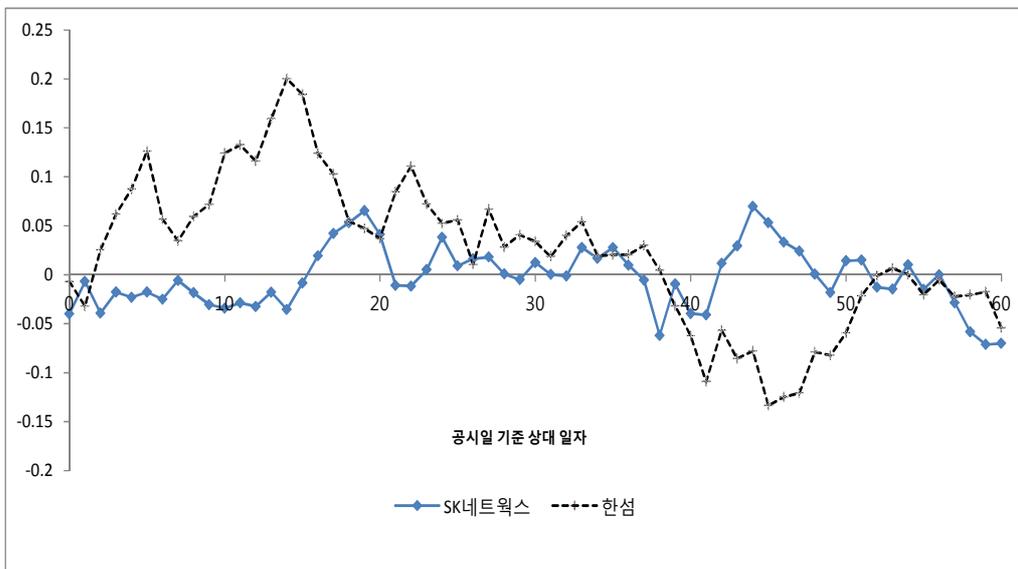
6. 4장에 설명된 자료를 바탕으로 한섬, SK네트웍스, 현대홈쇼핑에 대한 자본시장의 반응을 해석하라.

<Discussion Tip>

<표 6>에 나타난 한섬의 연간 매출규모와 상대가치 비율을 통해 알 수 있듯이, 한섬의 주가는 전통적으로 저평가 되어 있었다. 꾸준히 매출액이 증가함에도 불구하고 5년 동안 한번도 PER가 9배 수준을



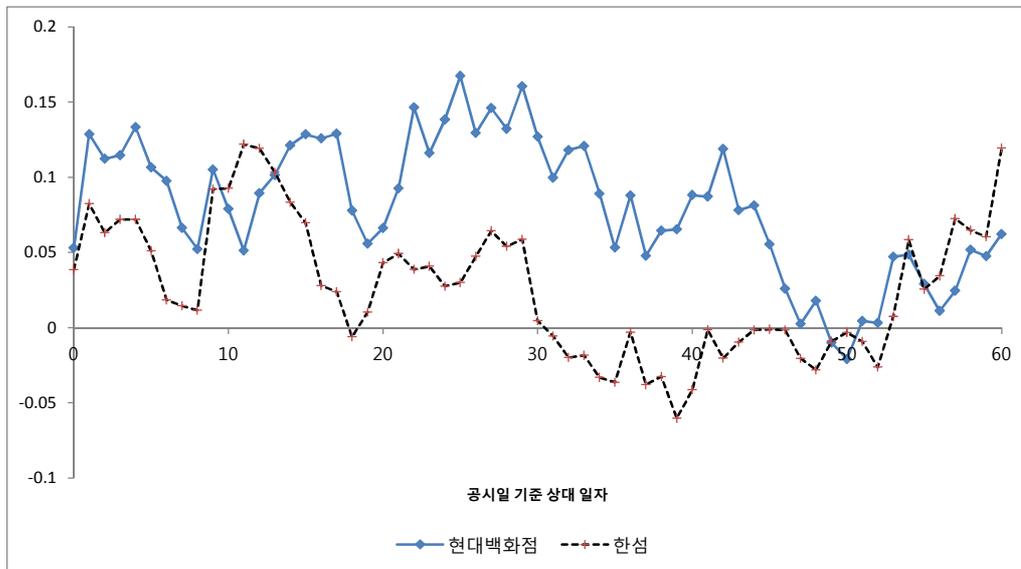
〈TN 그림 1〉 인수협상 기간의 한성과 SK네트웍스의 CAR



〈TN 그림 2〉 인수협상 결렬 이후 한성과 SK네트웍스의 CAR

상회하지 못했으며, PBR 또한 2011년을 제외하고 1 이하를 기록하고 있다. 그러나 인수합병에 대한 기대감으로 한성의 우량

한 기업가치가 재조명 받을 수 있는 계기가 마련되었다. 지분 매각 이슈를 통해 한성의 우량한 자산 가치, 수익창출능력 등이 부각 되었고, M&A 및 2세



〈TN 그림 3〉 현대홈쇼핑의 한섬 이후 CAR

승계 문제의 불확실성을 제거하는 효과를 얻을 수 있으며 현대백화점 그룹의 유통 채널을 통해 글로벌화 추진 등의 기대감 등이 주가 상승의 원인이 되었다.

SK네트웍스의 한섬 인수 협상이 결렬된 시점에서 한섬에 대한 자본시장의 재평가가 더욱 강하게 나타나고 있다. 〈그림 1〉에서 보는 바와 같이, 인수협상이 결렬된 2011년 7월 29일 이후 일주일 동안의 주가흐름을 비교하면, 한섬의 주가는 약 8.2% 상승한 반면 SK네트웍스의 주가는 8.2% 하락하였다. 장기적인 효과에서도 한섬은 중심선 100을 상회하고 130% 이상 상승하는 흐름을 보이지만, SK네트웍스는 100 이하 수준에서 등락을 반복하며 횡보하였다. 자본시장에서 SK네트웍스의 한섬 인수를 부정적으로 평가하였음이 분명하게 드러난다.

SK네트웍스는 자원개발을 주력업종으로 하는 기업으로 전체 매출 대비 약 2.5% 패션사업 매출을 발생시키고 있을 뿐이다. 즉, SK네트웍스에 있어 패션업은 주력사업이 아니기 때문에 투자자들은 한섬과 현대홈쇼핑의 합병에 긍정적인 평가를 내렸을

것이다.

〈그림 2〉는 현대홈쇼핑의 한섬 인수 이후 두 기업의 주가를 상대비교 하고 있다. 현대홈쇼핑의 한섬 인수를 공시했던 2012년 1월 13일 이후 두 기업 모두 주가가 상승하였다. 기준일(1월13일)을 100을 놓고 주가를 상대 비교를 하였을 때 단기적으로도 상승하였고 장기적으로도 주가는 100 이하를 하회한 적이 없다.

주가를 통해 투자자들은 상대적으로 SK네트웍스보다 현대홈쇼핑과의 시너지 효과를 더욱 크게 평가했다고 볼 수 있다. 한섬의 입장에서 현대백화점 그룹과의 결합으로 판매망을 넓히는 시너지 효과를 기대할 수 있다. 현대 홈쇼핑으로써도 한섬을 인수하여 패션업 진출의 완성도를 높이며, 현대백화점과 현대홈쇼핑의 유통망에 안정적인 공급자를 확보하게 되었다. 자본시장은 이러한 두 기업 간의 시너지 효과를 반영하여 두 기업 모두에게 긍정적 반응을 보인 점을 알 수 있다.