

펀드자본주의 하에서 사모펀드의 가치창출 전략: IMM PE의 태림 인수 사례*

신 지원**
류 두 원***

본 연구는 펀드자본주의 심화 속에서 사모펀드가 기업과 산업에 미치는 영향을 IMM PE의 태림 인수 사례를 통해 살펴보았다. IMM PE는 태림을 인수하면서 재무구조·지배구조 정비뿐 아니라 원재료 공동구매, 공정 재배치, CAPEX 관리, 수출 확대, 인사·조직문화 개선 등과 같은 경영개선형 전략을 실행하였다. 이와 함께 재무지표 개선이 관찰되었으며, 성공적인 투자회수가 이루어진 것으로 나타났다. 동시에 태림페이퍼 상장폐지 과정에서의 소액주주 권리 침해와 장기 설비투자 미흡 논란은 해결해야 할 구조적 한계로 여겨진다고 할 수 있다. 종합하면 기업의 지속적 가치 향상을 목표로 하는 경영개선형 접근이 보다 중요해질 필요가 있으며, 자본은 산업과 조화를 이루며 전반적인 자본 순환 구조를 지원하기 위하여 사회 구성원의 감시와 견제가 건강하게 작동하는 환경이 만들어질 필요가 있다. 또한, 이해관계자 보호, 공정한 절차, 정보의 투명성 등을 포함한 내부 통제 기준과 금융당국의 규범적 장치와 사후적 관리감독의 보완을 통한 제도적 기반을 마련해야 할 것으로 보인다.

주제어: 사모펀드, 펀드자본주의, IMM PE, 태림, 사례연구

1. 서론

소유와 경영의 분리는 현대 기업의 주요 특징 중 하나로 여겨져 왔다. 그러나 축적의 중심이 생산에서 금융으로 이동함에 따라, 기업을 지배하는 주체가 전통적인 산업자본에서 금융자본으로 변화하고 있다는 관점이 제기되고 있다. 이러한 변화는 단순한 소유구조의 이동에 그치지 않고, 기업의 전략, 성과 기준, 의사결정의 시간구조 전반이 금융 중심으로 재구조화되고 있다는 해석으로 이어진다. 이에 따라 현대 자본주의가 금융·펀드 조직이 기업 지배의 중심을 차지하는 이른바 펀드자본주의(Fund

Capitalism) 단계에 접어들고 있다는 논의도 제시되고 있다.

금융자본은 헤지펀드, 연기금, 사모펀드, 자산운용사, 벤처캐피탈 등 다양한 조직적 형태로 존재하며, 이들은 대규모 지분 확보를 통해 기업의 의사결정 과정에 직접적인 영향력을 행사한다. 이들 가운데서도 특히 사모펀드(Private Equity Fund)는 집중된 소유구조와 적극적 개입을 바탕으로 가장 강도 높은 통제 권한을 행사하며, 금융지배 체제를 가장 직접적으로 구현하는 핵심적 매개로 작동한다.

국내에서도 2015년 사모펀드 규제 전반을 완화하는 자본시장법 개정이 이루어지면서, 국내 자본

논문접수일: 2026. 01. 14. 1차 수정본 접수일: 2026. 03. 30. 게재확정일: 2026. 04. 11.

* 이 논문은 2025년도 한국경영학회의 학술연구지원사업의 지원을 받아 연구되었음.

** 경희대학교 식품생명공학과 학부생(eomireomir@khu.ac.kr), 제1저자

*** 경희대학교 글로벌경영학과 부교수(lyucreon@khu.ac.kr), 교신저자

시장에 대한 사모펀드의 역할과 영향력이 커졌고, 한국성장금융투자운용, IMM Private Equity (이하, IMM PE), MBK 파트너스 등의 운용사들이 투자를 확대하며 모험자본 조달이라는 사모 펀드의 역할을 수행해왔다. 그러나 2020년경 초반 라임자산운용과 옵티머스자산운용이 대규모 투자자 피해를 발생시킨, 소위 라임 사태와 옵티머스 사태가 연속적으로 터지면서 우리나라 금융·정·재계를 뒤흔든 이후, 사모펀드에 대한 신뢰가 급격히 악화되었고, 사모펀드는 경제에 악영향을 주고, 자신들의 사적 이익을 위해 건설한 기업을 망가뜨리고, 투자자들에게 막대한 피해를 주는 이익집단이라는 인식이 확산되었다. 결국 유사한 사모펀드 사태의 재발 방지를 위하여, 2021년 자본시장법이 개정되었으며, 이와 관련된 논의(e.g., 김병연, 2021; 임정하, 2021; 김정연, 2025)들은 지금까지도 이어지고 있다.

현재까지도 국내의 사모펀드는 기업 혁신의 촉진자라는 입장과 기업 약탈자라는 입장의 상반된 평가 속에서 부정적인 인식이 훨씬 강한 실정이다. 실제 상당수의 연구와 언론 보도에서 사모펀드의 부정적인 부분, 즉 단기 수익성을 강조하여 기업의 장기 기업가치를 훼손시키거나, 실질 가치보다 재무적 성과에 집중하도록 하고, 과도한 지배와 개입으로 다른 이해관계자와의 갈등을 유발시키는 점 등이 지적되고 있다(e.g., 이준서, 2020; 강정아, 2025; 이승훈, 2025; Gornall et al., 2025; Guery et al., 2017). 그러나 모든 경영 개선을 통한 기업가치 제고를 추구하는 경영개선형 투자 전략을 수행하고 있는 경우 또한 존재한다. 이러한 상반된 시각은 경영권 분쟁과 기업지배구조, 사모

펀드의 역할을 다룬 기존 연구들에서도 상이한 관점에서 다뤄지고 있다 (신재은, 2025; 서정호·여은정, 2026; 정재혁·류두진, 2026).

이러한 측면에서 본 연구는 펀드자본주의가 도래한 현 시점의 우리나라 금융경제 환경에서, 사모펀드가 기업 인수 과정에서 어떠한 역할을 하였는지를 분석하고자 한다. IMM PE의 2015년 태림 그룹¹⁾ 인수부터 2020년 매각까지의 기간 동안 공시 자료, 기업보고서, 언론보도, 산업통계 등을 활용하여 질적 사례연구를 수행하였다. 사례분석을 통해 사모펀드가 산업의 지속가능한 성장과 결합될 수 있는 가능성을 확인한다면, 자본이 단순히 금융 이익만을 추구하는 것이 아니라 기업가치 창출의 동반자 역할이 가능하도록 하는 경제 환경조성과 관련 정책 입안에 중요한 근거를 제시할 수 있을 것이다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. II장에서는 선행 연구와 이론적 논의를 검토하여 사모펀드의 가치창출 방식과 펀드자본주의 논의를 정리한다. III장은 IMM PE의 태림포장 인수 사례가 어떻게 진행되었는지에 대해 구체적으로 설명한다. IV장은 사례 분석 결과를 제시하고, V장에서는 연구 결과의 함의를 논의하고, 국내 사모펀드가 나아가야 할 발전 경로를 제시하며, 연구의 한계와 향후 연구과제를 제시하는 것으로 마무리한다.

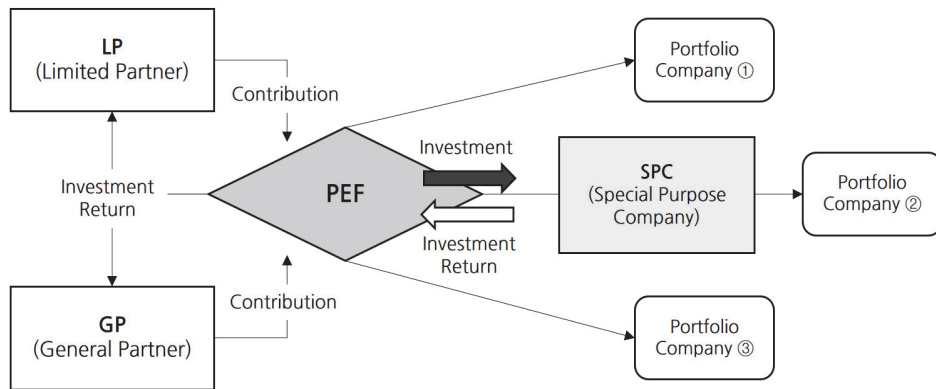
II. 사모펀드의 운용 구조

사모펀드는 소수의 투자자(Limited Partner,

1) 언론에서는 본 사례를 단순히 태림포장으로 지칭하거나, 그룹 전체의 매출을 태림포장의 매출로 표현하는 경우가 있다. 그러나 본 사례는 태림포장을 중심으로 한 골관지 계열사를 포함한 인수 거래이므로, 독자의 혼란을 방지하기 위해 이후 서술에서는 개별 기업을 지칭할 경우 태림포장, 태림페이퍼 등의 명확한 개별기업명을 사용하고, 그룹 전체를 지칭할 경우에는 태림 또는 태림 그룹으로 표기한다.

〈Table 1〉 Basic Structure of a Private Equity Fund

Category	Main role	Example
Limited Partner (LP)	Capital provider (public pension funds, insurance companies, institutional investors, etc.)	National Pension Service, Korea Development Bank, etc.
General Partner (GP)	Entity responsible for making investments and exercising managerial control	IMM PE, MBK Partners, etc.
Portfolio Company	Investee company	Tailim Packaging, Homeplus, etc.



*Source: Authors' reconstruction from the basic operational structure of management-participating private equity funds presented by South Korea Financial Supervisory Service (2016)

〈Figure 1〉 Basic Operational Structure of a Private Equity Fund

LP)로부터 자금을 모아, 운용사(General Partner, GP)가 비상장기업에 투자하고 기업가치를 높인 뒤 투자이익을 회수하는 구조를 가진다. 이때 LP는 자금을 제공하되 경영에는 참여하지 않으며, GP는 투자기업의 실질적 운영 및 가치 제고 전략을 수행하는 역할을 한다(Kaplan & Strömberg, 2009). 이러한 사모펀드의 기본 구조는 〈Table 1〉로 정리하여 제시하며, 도식화한 사모펀드의 기본 운용구조는 〈Figure 1〉과 같다.

Kaplan & Strömberg(2009)는 사모펀드가 재무(Financial)·지배구조(Governance)·운영

(Operational)의 세 축을 통해 가치창출을 이룬다고 설명한다.²⁾ 재무구조조정형은 레버리지 활용, 자본구조 설계, 세제 혜택 등을 통해 투자수익률을 높이는 구조적 장치이며, 지배구조개편형은 이사회 통제, CEO 교체, 성과 기반 보상 등 강한 모니터링 체계를 구축해 경영진의 인센티브를 정렬시키는 방법이다. 경영개선형은 산업 전문가 영입, 비용 절감, 생산성 향상, 전략적 재포지셔닝 등 기업의 실질적 현금흐름을 개선하는 경영개선 활동을 의미한다고 할 수 있다. 이 중 경영개선형은 과거에는 없었으나 현대의 사모펀드가 새롭게 추가한 가치창

2) 본 연구에서는 각각의 메커니즘을 재무구조조정형, 지배구조개편형, 경영개선형으로 표현하기로 한다.

출 방법으로, 사모펀드는 경영개선형 활동을 통하여 단순한 금융투자자가 아니라, 경영 개선을 통한 기업가치 창출자로 기능할 가능성을 가진다고 할 수 있다. 예를 들어, PE 소유 기간 동안, 포트폴리오 기업의 매출 성장률, 영업이익률(EBITDA margin), 그리고 이익배수(EBITDA/EV)가 같은 산업군 내 상장기업 대비 명확하게 상승한다는 연구결과(Acharya et al., 2013)에 따라 이는 기업의 지속가능성 제고와 산업 경쟁력 강화에 실질적인 기여를 할 수 있다.

경영개선형 전략은 자본시장 접근성이 낮고, 소유와 경영이 밀접하게 결합되어 있어 자본조달과 경영혁신의 유연성이 제한되는 형태의 기업에 특히

유효한 전략이라고 할 수 있다. 예를 들어, 이러한 특징이 뚜렷한 비상장기업은 기술력이나 생산능력을 보유하고 있더라도, 경영 의사결정의 폐쇄성, 재무구조의 취약성, 외부 감시의 부재 등으로 인해 성장이 제한되는 경향이 있으며(KPMG, 2016; 서완석, 이영철, 2019), 이런 경우, 기업의 운영 구조를 근본적으로 재편하는 경영개선형 전략이 유효할 수 있다(Acharya et al., 2013; Bloom, Sadun, & Van Reenen, 2015). 경영개선형 전략은 주로 <Table 2>와 같은 다섯 가지 경로를 통해 실행된다고 할 수 있다.

경영개선형 전략은 이러한 세부 전략을 통해 재무구조조정을 통한 단기 수익 실현 전략과는 뚜렷

<Table 2> Types of Management Improvement Investment Strategies

Strategy	Main Objectives	Detailed content
Improvement of governance structure	Professionalization of decision-making and enhancement of transparency	<ul style="list-style-type: none"> - Shift from an owner-centered decision-making system to one led by professional managers. - Strengthen the board of directors and internal control functions to enhance management transparency and accountability.
Optimization of capital and financial structure	Redesign of capital structure and enhancement of cash-flow management.	<ul style="list-style-type: none"> - Adjust the proportion of debt and equity and renegotiate borrowing terms to optimize interest costs and financial risk. - Rationalize investment decision-making and guide improvements in corporate value.
Operational efficiency	Integrated management of value chain and cost optimization	<ul style="list-style-type: none"> - Integrate management of key value chain activities such as raw material procurement, production processes, and logistics. - Establish economies of scale and improve productivity and cost efficiency.
Support for strategic growth	Building a basis for mid- to long-term growth	<ul style="list-style-type: none"> - Expand market share, enter new markets, and enhance technological capabilities and organizational/human-resource capacities. - Broaden corporate growth trajectories and strengthen medium- to long-term competitiveness.
Establishment of ESG and risk management systems	Systematic management of non-financial risks	<ul style="list-style-type: none"> - Strengthen the basis for sustainable management by systematically managing corporate non-financial risks in areas such as environment, society, and governance.

*Source: Authors' reconstruction based on Kaplan & Stromberg (2009), Bloom et al. (2015), Yi, J. (2019), Yi, J. & Bae K. (2020), Noh, J. (2022)

하게 구별된다. 기업 내재가치 상승과 산업 경쟁력 제고를 통해, 사모펀드의 부정적 인식으로 대표되는 투기적 성격과 사회적 비용 증가라는 문제를 일정 부분 상쇄하여, 산업의 질적 성장과 구조적 효율화를 촉진하는 중간 매개자로서 중요한 역할로 기능할 가능성이 있다고 할 수 있다(Amess, Stiebale, & Wright, 2016; Bloom, Sadun & Van Reenen, 2015; Bernstein, S. & Sheen, A., 2016). 다만, <Table 2>의 내용에서 파악할 수 있듯이 경영개선형 전략을 실행하기 위해서는 재무 구조조정과 지배구조개선이 함께 이루어지거나 선결되어야 한다. 이러한 연유로 사모펀드가 실질적으로 기업의 장기적인 발전과 기업가치 상승을 위한 개선에 중점을 두었는지 혹은, 단순히 경영개선

형 전략 실행을 표면적으로 내세운 것인지에 대해 정확히 파악하는 것은 상당히 어렵다고 할 수 있다.

III. 사례분석: IMM PE의 태림 인수

3.1 IMM PE의 태림 인수 배경과 과정³⁾

본 장에서는 앞장에서 살펴본 사모펀드의 경영개선형 전략을 주로 실행하여 진행한 것으로 보이는 IMM PE-태림 인수 사례를 구체적으로 살펴보고자 한다. 먼저, 사례와 관련된 태림포장을 비롯한 계열사의 주요 내역들을 <Table 3>과 같이 정리하

<Table 3> Key History of Tailim Packaging and Affiliates

Date	Key Events
April 1976	Establishment of Tailim Packaging Industry Co., Ltd.
December 1988	Initial public offering of Tailim Packaging Industry Co., Ltd. and listing on the Korea Stock Exchange.
July 2015	Acquisition by IMM Private Equity.
March 2016	Corporate name changed from Tailim Packaging Industry Co., Ltd. to Tailim Packaging Co., Ltd.
March 2016	Corporate name changed from Dongil Paper Co., Ltd. to Tailim Paper Co., Ltd.
March 2016	Corporate name changed from Dongwon Industries Co., Ltd. to Dongwon Paper Co., Ltd.
March 2016	Corporate name changed from Wolsan Co., Ltd. to Wolsan Paper Co., Ltd.
August 2016	Delisting of Tailim Paper Co., Ltd.
May 2017	Acquisition of Dongkwang Paperboard Industry Co., Ltd (currently Tailim Paperboard).
January 2020	Acquisition of Tailim Group by Global Sae-A Group
January 2020	Simplification of Tailim Paper's governance structure through absorption-type merger with Sae-A Investment
December 2020	Absorption-type merger of Tailim Paper Co., Ltd. into Wolsan Paper Co., Ltd.

*Source: Authors' reconstruction based on Tailim Packaging Tailim Packaging Co., Ltd. Official Website (2025), Tailim Packaging Co., Ltd. May Quarterly Report (2016), Tailim Packaging Co., Ltd. November Quarterly Report (2016), Korea Fair Trade Commission Deliberation Disclosure System (2016), Park, J. E. (2020), Tailim Packaging Co., Ltd. Annual business report (2021)

3) 본 절 내용은 문승관, 2019; 박기주, 2017; 송종호, 2023; 이서윤, 2015; 이현주, 2015; 정소람, 이동훈, 2016; 좌동욱, 2015; 태림포장(주) 공시자료, DART (2015 - 2020); 태림포장(주).(2025); 황정환, 2019; IMM PE(2025); 참고하여 작성되었음.

였다.

태림포장⁴⁾은 1976년 4월 설립되어 50년 가까운 연혁을 가지고 있는 국내 최대 골판지 포장 기업이다. 현재는 원지-원단-상자-물류로 이어지는 수직계열 구조를 기반으로 농산물·식음료·가전·전자상거래·택배에 이르는 광범위한 산업에 친환경 포장재를 공급하는 종합 패키징 기업으로, 전국 9개 생산거점에서 고객사에 24시간 이내 납품이 가능한 전국 통합 네트워크를 구축하여 넓은 지역으로 박스를 공급할 수 있는 인프라를 갖추고 있다. 2015년에는 사모펀드 IMM PE가 약 3,500억 원 규모로 태림포장과 주요 계열사 지분을 인수하며, 2016년 사명을 태림포장으로 변경, 2017년 동광판지(현 태림판지) 인수하였다. 이후 2020년 글로벌 의류·패션 기업 세아상역 계열 글로벌세아 그룹에 인수되면서, 현재는 글로벌세아 산하에서 포장·제지 사업을 담당하는 계열사로 편제되어 있다.

기존의 태림포장은 원단 및 상자 부문과 원지 조달 역량을 보유한 기업이었으나, 운영 시스템의 문제와 비효율적인 조직 구조로 인해 수익성 발현이 미흡한 상태였다고 할 수 있다. 당시 태림포장은 오너 일가⁵⁾와 계열사인 대성강화판지·월산 등이 상장사 태림포장 지분을 가지고 있으며, 태림포장은 다시 동일제지(후 태림페이퍼)·월산·동원제지·대성산업 등에 지분을 보유하는 순환출자 구조를 가지고 있었다. 또한, 2010년대 초반까지 골판지 산업은 성숙기·저성장 산업이었으며, 태림포장은 공장·계열사 간 중복투자와 관리 부재로 수익성이 떨어지는 문제가 있었다. 때문에 외부 투자자가 기업의 현금흐름을 파악하기 어렵고, 승계 부담, 비효율적

인 운영 구조로 인하여 기업가치가 낮아진 상태였다고 볼 수 있다.

2014년 초 IMM PE는 연례 인베스트먼트 컨센서스 미팅(ICM)을 통해 전자상거래와 택배 확대로 골판지 포장재 산업이 장기적으로 안정적인 현금창출이 가능한 산업이라는 판단에서 태림포장을 유력한 피투자기업으로 선정한 것으로 알려져 있다. IMM PE는 전자상거래의 확산, 골판지 수요 증가, 그리고 구조조정 및 운영 효율화 가능성을 고려할 때 중장기적으로 기업가치를 크게 제고할 수 있다고 평가하였다. 또한 2010년대 중반 이후 국내외에서 전자상거래가 활성화되면서 택배 물량이 폭발적으로 증가하기 시작했고, 그에 따라 포장재로 쓰이는 골판지 수요 역시 확대되고 있었다. 흔히 택배상자로 불리는 골판지 상자는 농산물·음료·가전 포장 등의 기존의 수요와 더불어, 온라인 유통업체·택배사의 배송 박스로 사용되면서 전자상거래 성장에 직접적인 영향을 받는 산업이 된 것이다. 당시 태림그룹은 창업주 일가가 여러 계열사에 분산 참여하는 구조로, 승계 시 회사가 분절되거나 경영권 분쟁이 발생할 가능성이 존재했다. 사전에 기존 오너 일가와 거래조건을 확정된 뒤, 리스크 분리와 투자자 보호 및 매각 편리성을 위해 트리니티원(Trinity One)이라는 유한책임회사 형태의 특수목적회사(SPC)를 신설⁶⁾하여 실질적인 인수·지배 주체로 설정했다. 공시기준 태림포장공업(태림포장)의 주식 약 4,167만 주(지분 58.9%)를 약 2,755억 원에, 동일제지(태림페이퍼)의 주식 약 1,370만 주(지분 34.54%)를 약 736억 원 매입하였으며, 이에 필요한 약 3,490억 원의 자금은

4) 이후, 기업들의 명칭은 태림포장, 태림페이퍼, 태림판지 등의 현재 기준으로 서술하며, 별도로 구분이 필요한 경우에 한하여 기존 사명을 사용하거나 병기하여 제시한다.

5) 태림그룹의 오너인 정동섭과 특수관계자(정동섭 외 8인)를 뜻하며, 이후 정동섭의 8인, 태림 오너 일가, 기존 태림그룹 회장 정동섭 등에 대한 지칭은 오너 일가로 서술한다.

6) LP 자금과 인수 과정의 위험을 SPV 차원에서 격리하는 효과, 향후 엑시트 시 지분 매각 구조를 유연하게 설계할 수 있는 운용상 이점 등을 제공하며, 한국 사모펀드 시장에서 대형 바이아웃 거래 시 일반적으로 활용되는 방식

로즈골드 펀드와 은행권 인수금융을 이용한 것으로 알려져 있다.⁷⁾ 이러한 인수 구조를 통해 IMM PE는 태림포장 그룹을 안정적으로 지배하고 재무·법적 리스크를 차단하는 기반을 마련하였고, 이후 태림포장의 경영 개선을 효율적으로 진행할 수 있는 조직적·재무적 여건을 다진 것으로 보인다. IMM PE의 태림포장 인수 배경은 다음과 같은 세 가지 차원으로 요약할 수 있다. 첫째, 전자상거래 및 물류 산업의 확장에 따른 골판지 산업의 구조적 성장 가능성. 둘째, 시장 과점 지위에도 불구하고 지배 구조 및 운영 체계의 비효율성으로 인해 자본 수익률이 정체되어 있던 타깃의 내부적 특성. 셋째, 창업주의 가업 승계 문제와 매각 의지가 결합하며 자

본 시장을 통한 경영권 변동의 조건이 충족되었다는 점이다.

3.2 IMM PE의 Value-up 프로젝트⁸⁾

본 절에서는 IMM PE가 태림포장 인수 이후의 가치창출을 위해 실행한 전략의 구체적인 내용들에 대해서 살펴보고자 한다. 이와 관련된 IMM PE의 태림 Value-up 프로젝트를 <Table 4>와 같이 정리할 수 있다.

먼저, 조직 구조의 개선 및 인재 영입 측면에서 인수 당시 태림포장은 14개 계열사를 거느린 국내 1위 골판지 그룹이었지만, 오너 일가가 여러 계열

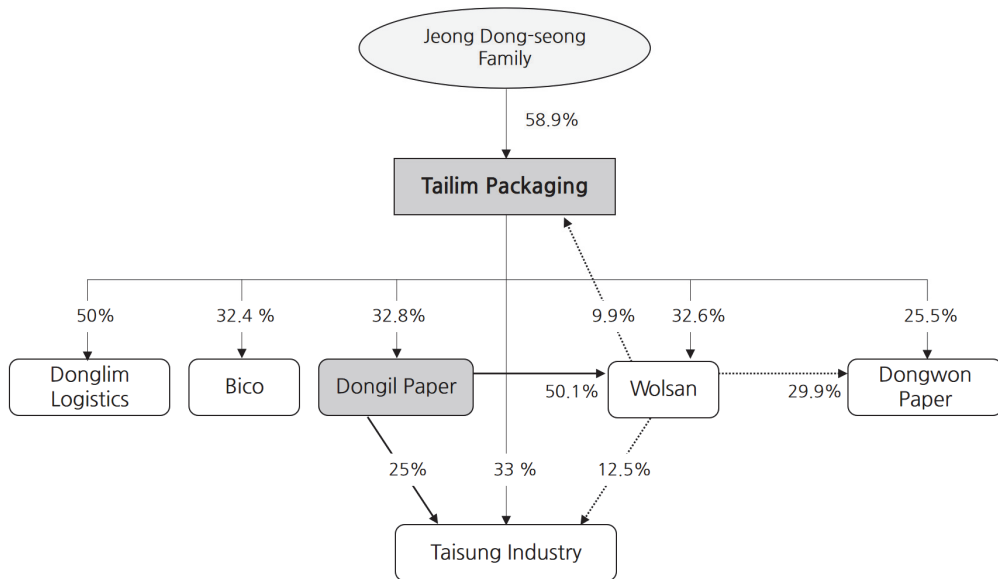
<Table 4> Tailim Value up Project by IMM PE

Strategic area	Core objectives	Key initiatives
1) Organizational restructuring and talent recruitment	Clarification of governance and decision making lines, introduction of professional management	Recruitment of external experts, clarification of responsibilities and authority, streamlining of organizational structure
2) Reorganization of affiliate structure and divestment of non-core assets	Selection and focus on core business, strengthening of financial soundness	Relocation of raw material and packaging businesses, integration of affiliates, divestment of non-core assets
3) Productivity improvement (operational efficiency)	Reduction of unit costs, maximization of production volume and utilization, management of organizational culture	Specialization of plants, integrated purchasing of raw materials, redesign of plant layout, securing alignment in HR and organizational culture
4) Reduction of CAPEX and improvement of investment efficiency	Reduction of unnecessary facilities investment, strengthening of cash flow management	Review of CAPEX, improvement of maintenance and production processes, improvement of FCF conversion
5) Securing pricing power through sales diversification	Reduction of dependence on internal demand, strengthening of cycle risk management	Expansion into export markets, diversification of customer portfolio, expansion of premium product lines

*Source: Authors' reconstruction based on IMM Private Equity (2025)

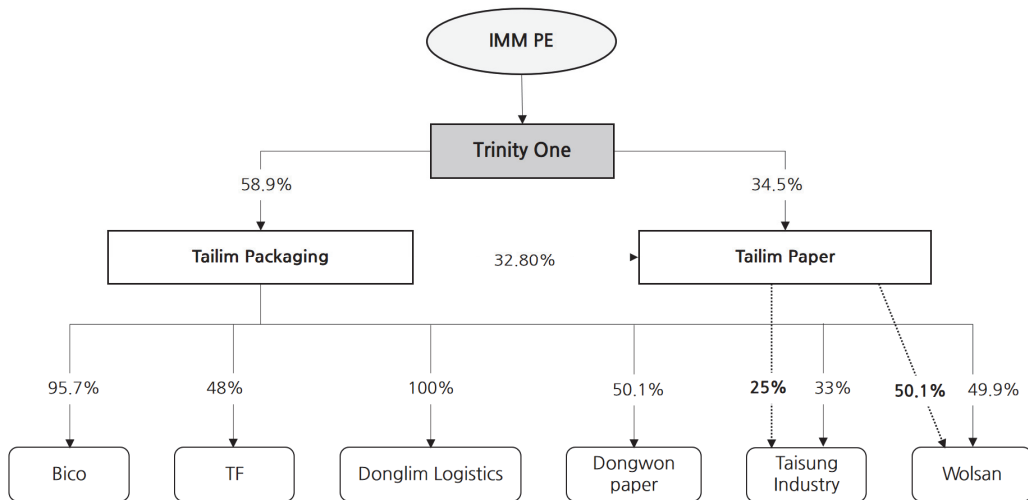
7) 로즈골드 펀드는 아이엠엘로즈골드2사모투자전문회사를 의미하여, 언론기사에 따르면 로즈골드2호펀드와 3호펀드에서 2,800여억 원 은행권 인수금융은 초기 700억 정도를 조달한 것으로 알려져 있다 이후, 900~1,100억 수준에서 2018년에 1,400억으로 인수금융을 증가한 것으로 알려져 있음.

8) 본 절 내용은 민석기, 2016; 문승관, 2019; 박기주, 2017; 이서윤, 2015; 좌동욱, 2015; 정소람, 이동훈, 2016; 정영효, 2017; 황정환, 2019; IMM Private Equity(2025); PwC Korea, 2021의 내용을 참고하여 작성하였음. 또한 금융감독원 전자공시시스템(DART)에서 제공한 태림페이퍼(주) (2015) 공시자료를 참고하여 작성하였음



*Source: Authors' reconstruction based on Tailim Packaging Co., Ltd. Annual business report (2015), Lee, S. Y. (2015)

〈Figure 2〉 Ownership Structure before IMM PE's Acquisition in 2015



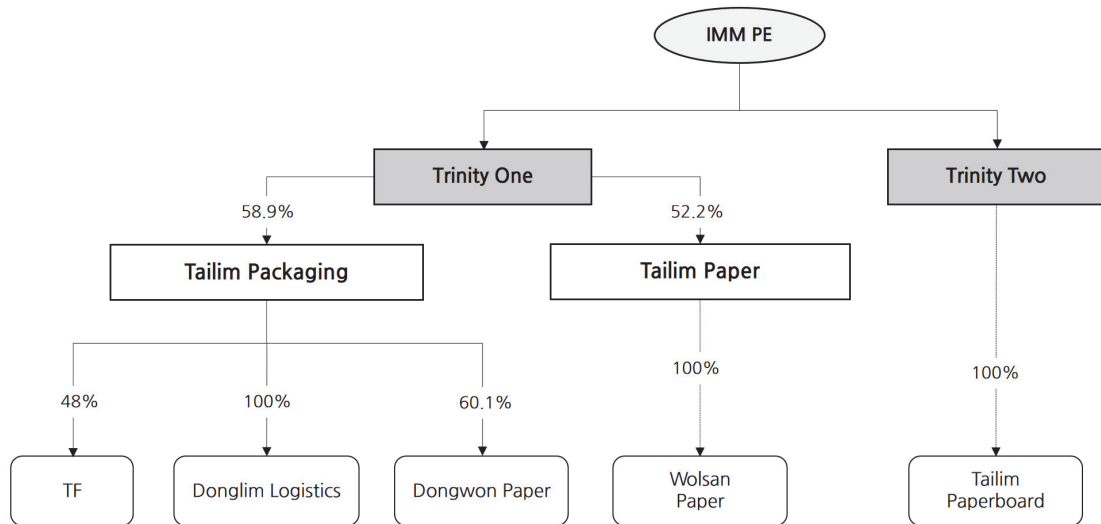
*Source: Authors' reconstruction based on Tailim Paper Co., Ltd. Annual business report (2016), Tailim Packaging Co., Ltd. Annual business report (2016), Park, K. S. (2018)

〈Figure 3〉 Ownership Structure after IMM PE's Acquisition in 2015

사에 분산 참여하는 구조로 책임과 권한이 모호했으며, 상당히 복잡한 지배구조(Figure 2)를 가지고 있었다고 할 수 있다. 인수 후 태림포장 그룹의 지배구조를 재정비하였다(Figure 3). 또한, 이사회와 경영진 라인을 재구성하여 의사결정 권한을 단계별로 정리하고, 기존 오너 일가가 갖고 있던 일부 직책을 내려놓는 대신 명예직 또는 자문역으로 전환시키는 방식으로 갈등을 최소화하였다. 제지·포장 산업 경험과 글로벌 전략 컨설팅 경험을 겸비한 인물을 영입해, 중기 사업계획과 공장 재배치 로드맵을 함께 설계하여 전통적인 가족기업에서 외부 전문경영인과 재무적 투자자가 공존하는 구조로 전환하였다고 볼 수 있다.

계열사 구조 개편 및 비핵심 자산 매각 측면에서 IMM PE는 인수 이후 비핵심 계열사를 오너 일가에게 바이백하며 복잡하게 연결되어 있던 계열사 구조와 순환출자 구조를 정리하였다. 이후 골판지 밸류체인인 흐름을 고려하여 태림포장·태림페이퍼

를 중심으로 계열사 구조를 재정렬하였다. 초기에는 태림포장공업(현 태림포장), 동일제지(현 태림페이퍼), 태성산업, 비코, 동원제지(현 동원페이퍼), 동림로지스틱과 더불어 월산 등 총 7개 골판지 관련 계열사를 인수하려 했으나, 최종적으로 월산을 제외한 6개 핵심 계열사를 인수하였다. 이는 월산이 동일제지(태림페이퍼)와 역할이 중복되고, 순환출자 구조를 복잡하게 만드는 요인이었기 때문에, 태림포장과 동일제지 중심의 단일 지배구조를 확립해 현금흐름을 한 방향으로 정렬하고자 한 것으로 보인다. 월산을 인수하는 대신, 월산이 보유한 태림포장 지분 9.9%를 정리하는 방식을 진행하여, 2015년 8월 월산이 보유 중이던 태림포장 주식을 블록딜 방식으로 진행하였고, 태림포장이 인수 직전 공시했던 월산 지분 17.33% 추가 취득 계획은 IMM PE가 경영권을 확보한 뒤 2016년 5월 공식적으로 철회되었다. IMM PE가 월산을 직접 소유하지는 않았지만, 모회사인 태림포장을 지



*Source: Authors' reconstruction based on Tailim Packaging Co., Ltd. Official Website (2025), Tailim Paper Co., Ltd. Annual business report (2019), Tailim Packing Co., Ltd. Annual business report (2019), Park, K. S. (2018)

〈Figure 4〉 Ownership Structure after Dongkwang Paperboard Acquisition in 2018

배함으로써 월산의 의사결정을 통해 지분을 취득하는 것이 더 합리적이라 판단한 것으로 보인다. 한편, 태림그룹 내부에는 골판지 사업과 무관한 제이타우젠트(골프장), 대성강화판지(부동산 관리), 코렌소코리아(지관 제조) 등의 기업들이 혼재해 있었다. 이를 해결하기 위하여 IMM PE와 기존 오너 일가 간에 비핵심 계열사를 기존 오너 측이 재인수하는 조건이 담긴 계약을 통해, 인수 완료 이후 바이백 구조를 실행함으로써 무관한 자산을 제외하여 골판지 사업에 집중할 수 있는 형태의 구조를 확립하였다. IMM PE가 동광판지를 인수한 뒤의 2018년 말 소유구조를 도식화하면 <Figure 4>와 같다.

생산성 증대의 측면에서 인수 당시 태림 그룹에는 태림포장·동일제지·월산·동원제지 등 여러 계열사에 원지 공장과 포장 공장이 혼재되어 있었고, 각 회사가 독립채산제로 움직이며 구매·생산·영업이 별도로 진행되는 비효율적인 구조였다고 할 수 있다. 이를 해결하기 위해 원지는 페이퍼(제지), 상자는 패키징(포장)이라는 두 축으로 단순화하여, 원지 부문은 태림페이퍼가, 상자·포장 부문은 태림포장이 각각 책임지는 이원화 구조를 만들고, 각 사업부 아래에 동원제지·태림판지(구 동광판지) 등 원단 업체와 포장·물류 계열사를 재배치해 고지→원지→원단→상자→물류로 이어지는 수직계열화 형태를 확립하였다. 골판지 밸류체인에 직접 연관된 월산, 동원제지 등은 지분을 추가 취득해 지배력을 강화했으며, 2016년에는 청원·마산·과주 등 주요 공장의 소유·운영 주체를 재배치해 각 역할 분담이 실제 현장의 공장 배치와 조직 구조에 반영되도록 만들었다. 이로 인해, 인수 이전에 복잡하게 얽혀 있던 순환출자 관계는 상당 부분 해소되었고, 태림포장 - 태림페이퍼 - 자회사들로 이어지는 단순한 지배 구조가 구축되었다.

이러한 계열사 개편을 통해 단순 법적 지분 관계를 정리한 것에서 그치지 않고, 제품 포트폴리오를 어디에 집중할 것인지에 대한 사업 구조 재설계를 동반했다고 할 수 있다. 인수 전 태림포장 계열 공장들은 각자 다양한 규격의 상자와 원단을 동시에 생산하는 형태로 운영되었기 때문에 잦은 금형 교체와 공정 전환이 필요했고, 계획 대비 납기 지연으로 이어졌다. 인수 후에는 특정 규격의 골판지원단만 생산하는 원단 특화 공장과, 포장 상자 조립·인쇄에 특화된 공장과 같이 큰 규모에서의 분업화와 전문화를 통해, 공장 간 양수도 계약을 통해 물류 동선과 고객 거점을 고려한 배치를 설계했다. 단기적으로는 일부 공장 이전·설비 재배치라는 부담이 있었으나, 중장기적으로는 생산성 향상과 품질 일관성 확보, 설비 투자 중복 최소화라는 효과를 가져왔다고 할 수 있다.

데이터 운영 시스템을 활용하여 각 공장이 개별적으로 진행하던 원재료(고지⁹⁾·골판지원지 등) 구매 방식을 본사 통합 구매 방식으로 전환하면서, 본사 일원화 및 공동구매를 통해 단가를 낮추고 가격 변동에 대한 리스크 관리가 가능하게 재편하였다. 또한, 인사·조직문화 측면에서 가족 경영적 특성이 강하고 성과 기반 보상과 책임 체계가 명확하지 않아 생산성과 조직 몰입도가 낮아지는 문제의 개선을 위해 성과평가 제도를 도입하고, 공장·부문별로 월 단위 핵심성과지표(KPI)를 설정하는 체계를 구축했다. 구체적 목표를 제시하고, 목표 달성 시 성과급·승진 등을 통해 구성원에게 실질적 보상이 주어지는 구조를 명확히 했다. 동시에 임원 연봉제를 도입해 책임경영을 강화하고, 각 공장의 공장장·라인장에게 권한과 책임을 함께 부여함으로써 현장 중심의 실행 역량을 높였다. 추가로 기업 내 공간 리모델링 및 카페테리아 도입 등 물리적 환경

9) 고지(old paper)는 파지(scrap)와 폐지(waste)를 지칭한다.

을 개선하고, 복지 프로그램을 새롭게 도입하여 구성원들의 불안감을 줄이고자 하였다. 이는 초기에 수반되는 비용 부담에도 불구하고, 현장의 저항을 완화하여 조직 내 성과·보상 연계 문화가 정착할 수 있는 여건을 조성하려 한 것으로 풀이된다.

자본지출(CAPEX) 측면에서, 인수 이전에는 각 공장이 필요할 때마다 개별적으로 설비 투자를 집행하는 방식이 일반적이었으나, 수익성 데이터를 기반으로 효율에 직접 기여하는 투자와 관성적 유지보수성 투자를 구분하는 CAPEX 관리 체계를 구축하였다. 이와 같이 투자 의사결정 효율화를 통해 중복 설비, 비효율적인 보수 투자 등이 줄어들고, 병목 공정 해소·에너지 효율 개선·자동화 설비 확충 등 수익성에 직접 연결되는 영역에 재원을 집중하였다. 또한, 인수 직후 태림포장은 택배·전자상거래 성장으로 인하여 내수 포장재 수요 측면에서는 유리한 환경이었으나, 국내 대형 고객 비중이 높고, 원재료 가격·경기 사이클 변동에 따른 실적 변동성이 큰 구조였다. 이러한 구조를 완화하고자 해외영업 조직을 신설하고, 동남아시아를 중심으로 약 20여 개국에 골판지원지·포장재를 수출하는 채널을 개척하였다. 이후, 태림포장은 동남아 시장을 대상으로 월 6,000~8,000톤 수준의 수출 물량을 확보하며 내수 의존도를 낮출 수 있었고, 미주 지역 진출을 통해 신규 수요처를 넓혀 나갈 수 있었다. 내수·수출 시장을 병행함으로써 글로벌 시장과 수요를 반영해 상대적으로 유리한 위치를 점하며, 가격 결정권을 확보하고자 하였다. 정리하면, 설비·자산·CAPEX를 보다 수익성이 높은 영역 중심

으로 하고, 고객 및 지역 포트폴리오를 확대해 시장 내 가격 결정력을 강화하였다고 할 수 있다.

IV. IMM PE의 태림 인수 결과

4.1 재무지표 개선과 출구전략

IMM PE 인수 이후 태림의 재무성과¹⁰⁾를 확인하여 경영개선효과가 있었는지를 확인하고자 한다. 먼저 태림포장의 경우 매출액은 인수직전연도인 2014년과 2018년도를 비교하면, 매출액은 약 3,520억에서 6,087억 원으로 증가하였으며, 영업이익은 약 159억에서 357억으로 증가, 당기순이익은 약 178억 원에서 약 286억으로 증가하였다. EBITDA는 약 289억 원에서 596억 원으로 증가하였고, 영업이익률은 4.52%에서 5.87%로 증가하였다. 태림페이퍼의 경우에도 동일한 기간을 기준으로 살펴보면, 매출액은 약 1,956억 원에서 2,815억 원으로 증가하였으며, 영업이익은 약 83억에서 504억으로 증가, 당기순이익은 약 4.7억 원에서 약 39.3억으로 증가하였다. EBITDA는 44억에서 101억, 영업이익률은 4.37%에서 18.31%로 증가하였음을 확인하였다. 또한 IMM PE(2025)에 따르면, 태림 계열사 전체의 매출액은 약 6,265억 원에서 2018년 1조 915억 원으로 증가하였으며, EBITDA는 2015년 406억 원에서 2018년 1,604억 원 수준으로 증가하였다. 잉여현금흐름(Free

10) 본 연구에서 제시하는 주요 수치와 내용은 원칙적으로 금융감독원 전자공시시스템(DART)을 통해 확인 가능한 자료를 기준으로 산출 및 제시하였다. 다만 비상장 계열사와 같이 공시 자료를 통해 확인이 어려운 경우에는 언론 기사 및 투자 관련 자료를 보조적으로 활용하였다. 서로 상이한 수치가 보고되는 경우에는 자료 간 비교를 통해 신뢰성이 높다고 판단되는 값을 선택하거나, 필요 시 보수적인 가정 또는 합리적 추정에 기반한 값을 적용하였다. 예를 들어, 일부 언론에서는 2014년 기준 태림포장의 매출을 약 6,265억 원, EBITDA를 약 793억 원 수준으로 제시하고 있으나, 이는 태림그룹 전체를 포함한 수치로 판단된다. 반면 공시 자료 기준으로 태림포장과 태림페이퍼를 합산할 경우 매출은 약 5,476억 원, EBITDA는 약 733억 원 수준으로 확인되므로, 계산에는 공시 기준 수치를 사용하여 정확도와 신뢰도를 확보하고자 하였다. 또한, 본 절에서의 태림 관련 수치들은 태림포장과 태림페이퍼의 합을 기준으로 계산하였다.

〈Table 5〉 Comparison of Financial Ratios for Selected Paper Manufacturers, 2014 - 2020

Firm	Ratios	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Tailim Packaging	SG&A-to-Sales	11.75%	12.74%	10.49%	10.90%	10.68%	12.19%	12.56%
	Operating Margin	4.52%	0.58%	2.49%	0.59%	5.87%	3.64%	1.70%
	EBITDA Margin	8.04%	4.60%	6.86%	4.76%	9.69%	8.01%	6.21%
Tailim Paper	SG&A-to-Sales	9.85%	10.87%	6.33%	4.39%	4.31%	4.90%	13.20%
	Operating Margin	4.37%	-1.00%	6.82%	6.86%	18.31%	17.95%	9.93%
	EBITDA Margin	10.98%	5.87%	14.77%	9.93%	20.96%	20.91%	15.41%
Tailim (Combined)	SG&A-to-Sales	10.74%	11.74%	8.60%	7.95%	7.86%	9.06%	12.92%
	Operating Margin	4.44%	-0.27%	4.40%	3.43%	11.37%	9.77%	6.39%
	EBITDA Margin	9.61%	5.29%	10.45%	7.10%	14.67%	13.55%	11.45%
Asia Paper MFG.	SG&A-to-Sales	10.05%	10.68%	9.63%	9.54%	9.98%	11.05%	11.25%
	Operating Margin	4.03%	-0.11%	3.87%	0.74%	12.67%	10.19%	8.98%
	EBITDA Margin	9.30%	4.90%	8.67%	5.52%	17.36%	16.05%	15.25%
Shindaeyang Paper	SG&A Ratio	8.93%	9.18%	7.68%	6.98%	9.59%	10.75%	11.49%
	Operating Margin	7.68%	2.74%	3.27%	5.61%	16.44%	14.64%	10.61%
	EBITDA Margin	12.50%	6.81%	7.63%	8.91%	20.43%	18.88%	15.07%

*Note: All values are expressed in percentages. SG&A-to-Sales Ratio is defined as selling, general, and administrative expenses divided by sales. Operating Margin is operating income divided by sales. EBITDA Margin is earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization divided by sales. Tailim (Combined) denotes financial ratios calculated based on the aggregated financial data of Tailim Packaging and Tailim Paper.

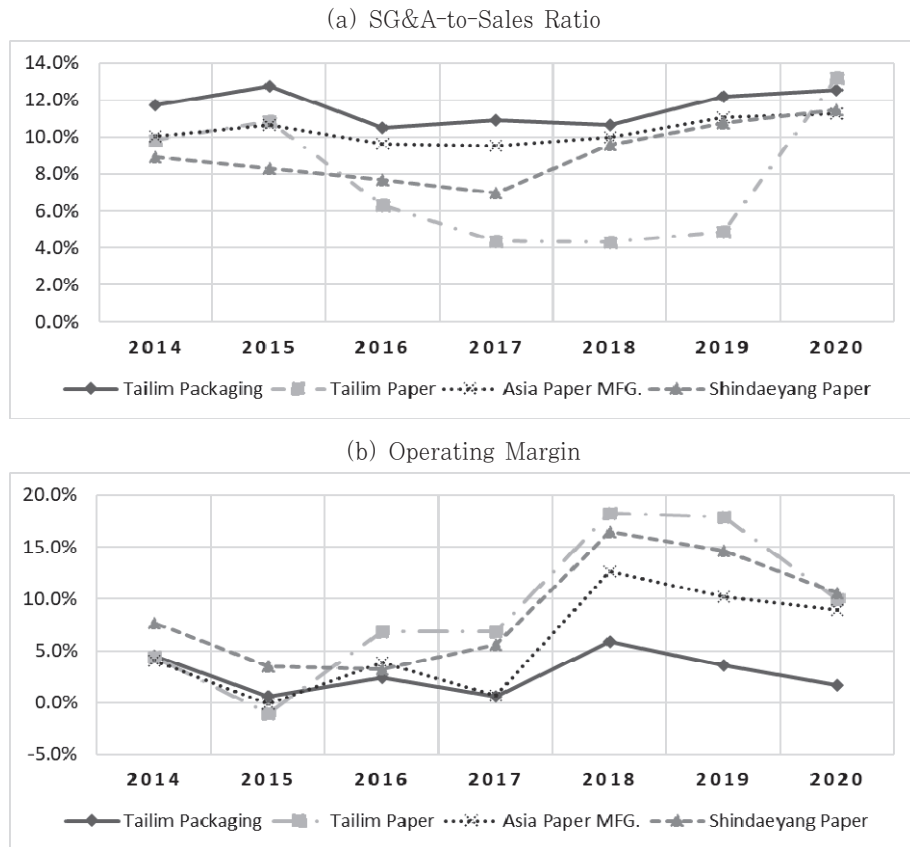
*Source: Authors' calculations based on firms' annual reports retrieved from DART.

Cash Flow) 또한 81억 원에서 1,335억 원으로 증가한 것으로 보고된다. 이러한 수치들은 인수 이후 전반적인 재무성고가 크게 개선되었음을 보여준다.

그러나 이러한 성과가 IMM PE의 경영개선 전략에 기인한 것인지, 아니면 외부 업황 개선의 영향인지를 구분할 필요가 있다. 특히 분석 기간 동안 제지 산업 전반의 업황이 크게 개선되었다는 점을 고려해야 한다. 시기적으로 전자상거래 및 택배 물량의 급증으로 골판지 수요가 증가하였고, 중국의 수입 규제 정책으로 인해 폐지(골판지) 가격이 2017년 12월 144.4원/kg에서 2018년 7월 62.8원/kg까지 하락하면서¹¹⁾ 원재료비 절감 효과가 발생하였다. 실제로 동종 산업 비교군인 신대양제지와 아세아제지의 영업이익률을 살펴보면, 각각 2014년 7.68%, 4.03%에서 2018년 16.45%, 12.67%로 증가한 것으로 나타나, 업황 개선에 따라 산업

전반의 수익성이 크게 향상된 것으로 확인된다. 따라서 단순히 이익 증가만으로는 경영개선 효과를 단정짓기는 어렵다고 할 수 있다. 이러한 측면과 함께, IMM PE의 경영개선 전략이 비용 절감 중심으로 제시되고 있다는 점을 고려하면, 판매관리 비율을 통해 운영 효율성 개선 여부를 보다 직접적으로 확인할 수 있다. 태림포장의 경우 판매관리비율은 2014년 11.75%에서 2018년 10.68%로 소폭 감소한 반면, 태림페이퍼는 9.85%에서 4.31%로 크게 감소한 것으로 나타났으며, 비교군인 신대양제지는 8.93%에서 9.6%로 증가하였고, 아세아제지는 10.05%에서 9.98%로 소폭 감소하는 데 그쳤다. 2014년과 2015년부터 2018년까지의 평균 수치를 비교해보아도, 태림의 판매관리비율 수치 개선폭이 더 두드러지는 것을 알 수 있다. 이와 같은 비교 결과를 종합하면, 태림의 비용 구조 개

11) 한국환경공단 자원순환정보시스템에 따른 재활용가능자원 폐지(골판지) 품목의 2017년 12월, 2018년 7월 전국평균 가격조사 데이터임.



*Source: Authors' calculations based on firms' annual reports retrieved from DART.

〈Figure 5〉 SG&A-to-Sales Ratio and Operating Margin of Selected Paper Manufacturers, 2014 - 2020

선은 단순한 업황 효과를 넘어 경영개선 전략이 운영 효율성 향상에 기여했을 가능성을 시사한다. 관련 내용을 보다 상세히 살펴볼 수 있도록, 각 기업의 판매관리비율 및 영업이익률을 〈Table 5〉와 〈Figure 5〉로 제시하였다.

이후, 2019년 상반기에는 공식적으로 매각 추진이 진행되면서 태림 그룹을 인수하려는 후보군으로는 국내 제지·폴판지 업계의 신대양제지·아세아제지, 제지·포장 포트폴리오 확장을 모색하던 한솔제지, 중국 3위 제지업체인 산잉과 글로벌 PEF TPG, 그리고 의류 OEM·글로벌 공급망 역량을 갖춘 세

아상역(글로벌세아)이 거론되었으며 매각주관사로 모건스탠리로 매각을 진행하였다. 2019년 8월 본입찰에는 TPG, 산잉 컨소시엄, 세아상역 3곳이 참여했고, 그 결과 세아상역이 우선협상대상자로 선정되었다(문승관, 2019; 박호현, 2019; 박시은, 2019). 엑시트 단계에서 트리니티원이 보유한 지분 패키지를 세아상역 측에 일괄 매각하는 방식을 사용하였다(문승관, 2019). 태림포장과 태림페이퍼의 2019년 사업보고서에 따르면, 2019년 10월 15일 체결된 주식매매계약(SPA)에 따라 세아상역은 태림포장 주식 약 4,167만주(약 2,137억

원)과 태림페이퍼 주식 1,392만 주(약 4,760억 원)을 합쳐, 주식대금으로 약 6,897억 원을 지급한 것으로 나타났다.¹²⁾ 2015년 IMM이 태림그룹을 인수하기 위한 자금을 3,500억원으로 가정하고, 인수금융과 비결판지 계열사에 대한 오너 일가의 즉각적인 바이백 금액을 고려하면, 보수적으로 가정 시 약 3.44배에서, 공격적 가정 시 약 4.14배의 조정 회수배수(Adjusted MOIC)를¹³⁾ 보이고 있어, 투자자 입장에서 성공적인 자금회수가 이루어졌다고 볼 수 있다.¹⁴⁾

4.2 소액주주 권리 침해와 장기 설비투자 미흡 논란

태림페이퍼의 인수 그리고 이후의 자진 상장폐지(이하, 상폐) 과정에서 (1)최대주주에게 적용된 경영권 프리미엄과 (2)소액주주에 대한 주식 매입가에 대한 논란이 제기되었다.¹⁵⁾ 최대주주에게는 과도한 경영권 프리미엄을 제공하면서¹⁶⁾ 소액주주 매입가는 낮았다는 부분이 문제가 된 것으로, 2015년 9월 태림페이퍼는 상폐를 위한 공개 매수 가격을 3,600원으로 제시하였고, 총 10,053,635주를 매수하였다.¹⁷⁾ IMM(트리니티원)은 2017년 말부터

2018년 7월까지 소수주주에 대한 주식매도청구권을 통해 공개매수에 참여하지 않은 소액주주들의 지분(193,213주, 0.72%)을 3,600원에 사들였다. 이에 반발한 소액주주들¹⁸⁾이 소송을 시작하면서 문제가 불거졌다. 재판결과 법원은 1심 판결에서 주당 13,261원이 적정가격으로 결정하였으나, IMM이 항소한 2심 판결에서는 적정가격을 주당 7,600원으로 결정하고 판결을 확정하였다. 이로 인하여, IMM이 추가 지급해야 하는 금액은 약 2억7,900만 원¹⁹⁾으로 추산된다. IMM 측은 해당 사안에 대하여 당시 경영권 프리미엄은 최대주주에게만 주어지는 것이 적법하고 사회통념으로 인정되는 시기였으며, 공개매수 가격인 3,600원 또한 33% 프리미엄이 반영된 가격이라고 주장한다. 그러나 주식매도청구권을 통해 소액주주들의 지분을 취득한 지 얼마 지나지 않아, 2018년 3분기에 태림페이퍼는 주당 4,311원의 배당을 결정하였고, 당시 지급된 배당금은 600억1,087만 원²⁰⁾이었다. 이는 이후 재판 결과로 소액주주들에게 추가 지급된 것으로 보이는 차액 4,000원(7,600원-3,600원)보다도 높은 금액이다. 또한, 만일 재판결과에 따른 적정가격(7,600원)²¹⁾을 공개매수 가격으로

12) 언론에는 7,300억 규모로 알려짐 (노아름, 2019 등).

13) 본 계산은 초기 인수금융을 각각 700억, 900억, 1,100억으로 가정하고, 오너일가의 즉각적인 바이백 1,000억 원을 반영하여 초기 실질투자금을 각각 1,800억, 1,600억, 1,400억으로 산정한 뒤, Exit 시점의 회수금(6,197억, 5,997억, 5,797억)을 기준으로 도출된 값이다. 만일 바이백을 고려하지 않거나 단순 회수로만 반영할 경우, MOIC는 약 2.21~2.32배(2.46~2.71배) 수준으로 계산된다. 또한, 2018년 인수금융 확대과정에서 배당(약 300억~700억)을 통한 중간 회수(dividend recapitalization)가 이루어진 것으로 가정할 경우, 조정 회수배수는 약 3.83~4.36배로 증가하며, 후에 기술하는 태림페이퍼 배당금 약 600억 원을 추가로 고려하는 경우 4.78배까지 증가하는 것으로 계산된다.

14) 성공적인 출구전략과 결과가 반드시 경영개선으로 인한 결과임을 의미하는 것은 아니다.

15) 유일환(2019), 김경울(2022)

16) 2015년 트리니티원이 정동섭 외 8인 소유의 13,709,500주(34.54%)를 주당 5,334원, 총 73,126,473,000원에 매수

17) 이어 2016년 12월 유상감자(태림포장 소유 주식 13,025,000주, 32.82%, 주당 3,142원)를 시행하여, 태림페이퍼의 기존 총 주식 수는 39,690,000에서 26,665,000주가 되었다.

18) 소송에 참여한 주주들의 주식 수는 93,000주 정도로 파악되며, 이후 계산은 이를 기준으로 한다.

19) 2심 결과 기준. 1심 기준은 8억9,847만원. 소송에 참여한 주주들의 주식 수 기준으로 계산.

20) 태림페이퍼 발행주식수(2018.11.기준) 26,665,000 중, 자기주식(태림페이퍼 소유) 12,744,594를 제외한, 13,920,406(트리니티원 유회회사)에 대한 지급액

21) 2심기준 계산이며, 1심기준은 1,058억3,804만원이다. 계산식: (주당 적정가격-공개매수가격(3,600원))×발행주식수(39,690,000주)×소액주주지분(27.6%)

결정했다면, 추가적으로 소액주주들에게 지불해야 하는 금액은 438억1,776만 원으로 계산된다. 만일 공개매수를 진행하지 않고, 동일한 배당이 이루어졌다면, 441억 7,416만 원²²⁾을 지급했어야 한다. 결국, 공정가치 산정 기준의 적정성, 공시 시점의 적시성, 그리고 주주 간 이해상충 관리의 적절성 등의 부분에서 해당 거래가 소액주주에게 불리한 방향으로 이루어졌을 가능성을 시사한다.

앞서 제시한 바와 같이 IMM PE는 Value-up 프로젝트의 일환으로 CAPEX 절감을 추진하였다. 실제로 2016년 태림포장의 CAPEX는 1,655억으로 2014년 164억, 2015년 153억 대비 대폭 증가한 것으로 나타났으나, 2017년에는 29억, 2018년에는 107억, 2019년에는 74억으로 인수 이전 보다도 낮은 수준으로 유지되었다.²³⁾ 기존 10배 이상의 수준의 CAPEX 수치가 기록된 후, 안정적인 수준으로 줄어든 패턴은 2016년에 건물 및 부속 설비, 설비, 기계 자산 등의 유형자산이 대폭 증가한 것과 현금흐름표상에 토지, 건물, 기계장치, 건설 중인 자산의 취득 등의 항목의 변화로 미루어 보아, 인수 직후 경영개선을 위한 대규모 자산 투자가 선행된 이후 후속 연도에는 CAPEX를 효율적으로 절감한 것으로 해석될 수 있다. 그러나 이러한 유형자산의 증가에도 불구하고 감가상각비는 상대적으로 큰 변화가 없는 점과 태림포장이 2016년에 태림페이퍼 파주공장 184억 원, 월산페이퍼 청원공장 349억 원, 월산페이퍼 마산공장 339억 원에 영업 양수 했다는 점을 함께 고려할 필요가 있다. 일반적으로 제조업에서 공장 증설이나 신규 설비 도입이 이루어질 경우 감가상각비의 증가가 수반된다는 점을 감안하면, 해당 CAPEX의 증가는 생산능력 확충을 위한 신규 투자라기보다는 기

존 자산의 취득 또는 재배치 성격이 강했을 가능성이 있다. 따라서 태림의 장기적인 성장을 위한 설비투자의 측면에서는 충분한 투자가 이루어지지 않았을 가능성이 존재한다.

V. 결론

본 연구는 IMM PE-태림 사례를 통해 사모펀드가 기업을 인수하여 재편하는 과정에서 산업의 지속가능한 성장과 결합하여, 기업 가치창출의 조력자의 역할을 할 수 있는가에 대하여 살펴보았다. 해당 사례를 분석한 결과, 사모펀드의 방식이 변화할 수 있다는 가능성이 관찰되었다. 재무구조조정과 지배구조개편뿐만 아니라, 원재료 공동구매, 생산 공정 효율화, 환경·안전 리스크 관리, 인사관리제도 변화, 판매처 다각화 등 기업의 경영에 직접적으로 개입하여 종합적인 기업가치 상승을 촉진함과 동시에, 성공적인 출구전략으로 큰 이익을 창출하였다. 즉, 앞서 제시한 경영개선형 전략에 비중을 둔 것으로 평가된다. 그러나 인수·운영 과정에서 불거진 소액주주 권리 침해와 설비투자 미흡과 관련된 부분은 해결되어야 할 문제라고 할 수 있다. 종합하면 기업의 지속적 가치 향상을 목표로 하는 경영개선형 접근이 보다 중요해질 필요가 있으며, 자본이 산업과 조화를 이루며 전반적인 자본 순환 구조를 지원할 수 있도록 사회 구성원의 감시와 견제가 건강하게 작동하는 환경이 만들어질 필요가 있다. 또한, 이해관계자 보호, 공정한 절차, 정보의 투명성 등을 포함한 내부 통제 기준과 금융당국의 규범적 장치와 사후적 관리·감독의 보완을 통한 제

22) 소액주주 주식 수(공개매수(10,053,635주) + 주식매도청구권 매수(193,213주))×배당금(4,311원)

23) 에프엔가이드 제공 기준

도적 기반을 마련해야 할 것이다.

한편, 본 연구는 다음과 같은 한계점과 확장 가능성을 가진다. IMM-태림 사례 조사 과정에서 상장기업인 태림포장과 태림페이퍼(상장폐지)의 경우 언론기사 내용들을 공시 자료와 교차 검증을 통해 확인이 가능한 부분이 있었다. 반면, 월산·동원제지·태성산업·비코·동림로지스틱의 경우, 공시자료들 거의 탐색할 수 없었고, 공시자료에 대한 접근이 제한되었기 때문에 IMM PE의 보고서와 언론 기사에 의존하거나 추정에 기반하여 제시하였다. 또한, 경영개선형 전략의 성과는 개선된 재무지표를 통해 일정 부분 확인할 수 있었으나, 성공적인 출구전략으로 인한 이익 실현과 장기 가치 창출은 구분된다는 점에서 직접적인 이해관계자인 투자자, 기업은 물론 사회 전체의 관점에서 종합적으로 평가될 필요가 있다. 더불어, 단일 사례를 중심으로 한 질적 분석에 국한되었다는 한계를 지닌다. 향후 연구에서는 다양한 산업군과 펀드 유형, 개별 펀드, 동일 펀드의 다른 인수 사례를 고려한 비교연구를 통해, 경영개선형 투자전략의 공통성과 차별성을 도출하여 구조조정형, 지배구조형 전략과 본질적으로 구분할 수 있는 경영개선형 전략에 대해 제시할 수 있는 연구가 가능할 것으로 보인다.

참고문헌

- Acharya, V. V., Gottschalg, O. F., Hahn, M., & Kehoe, C. (2013). Corporate governance and value creation: Evidence from private equity. *The Review of Financial Studies*, 26(2), 368-402. (<https://www.jstor.org/stable/23356858>)
- Amess, K., Stiebale, J., & Wright, M. (2016). The impact of private equity on firms' patenting activity. *European Economic Review*, 86, 147-160. (<https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2015.08.013>)
- Bernstein, S., & Sheen, A. (2016). The operational consequences of private equity buyouts: Evidence from the restaurant industry. *The Review of Financial Studies*, 29(9), 2387-2418. (<https://www.jstor.org/stable/44014930>)
- Bloom, N., Sadun, R., & Van Reenen, J. (2015). Do private equity owned firms have better management practices? *The American Economic Review*, 105(5), 442-446. (<https://www.jstor.org/stable/43821924>)
- Gornall, W., Gredil, O., Howell, S. T., Liu, X., & Sockin, J. (2025). Do employees cheer for private equity? The heterogeneous effects of buyouts on job quality. *Management Science*, 71(5), 4287-4317. (<https://doi.org/10.1287/mnsc.2022.00951>)
- Guery, L., Stevenot, A., Wood, G. T., & Brewster, C. (2017). The impact of private equity on employment: The consequences of fund country of origin—New evidence from France. *Industrial Relations: A Journal of Economy and Society*, 56(4), 723-750. (<https://doi.org/10.1111/irel.12193>)
- Hwang, J. H. (2019, December 9). *Bold "bet" on Tailim Packaging... IMM sets record for largest domestic PEF investment recovery*. Hankyung. <https://www.hankyung.com/article/201912092505>
- IMM Private Equity. (2025). Tailim Investment Case Report (November 2025).
- Jeong, J., & Ryu, D. (2026). Corporate Control Contest Between KCGI and Hanjin KAL: A Case Study. *Korea Business Review*, 30(1), 51-79. (<http://dx.doi.org/10.17287/kbr.2026.30.1.51>)

- Jung, S. R., & Lee, D. H. (2016, November 27). *[Market Insight] IMM PE eliminates inefficiencies and improves outdated systems... Tailim Packaging turnaround in 1 year after acquisition*. Hankyung.
<https://www.hankyung.com/article/2016112798071>
- Jung, Y. H. (2017, December 6). *[Market Insight] Behind Doosan Machine Tools and Tailim Packaging turnaround was Luxent*. Hankyung.
<https://www.hankyung.com/article/2017120666181>
- Jwa, D. W. (2015, May 6). *[Market Insight] Private equity IMM acquires 7 Tailim Packaging affiliates*. Hankyung.
<https://www.hankyung.com/article/2015050652921>
- Kang, J. A. (2025, August 8). *Diagnosis: "Corporate law amendment is effective" amid controversy over private equity "predatory management"*. Chosun Biz.
https://biz.chosun.com/stock/stock_general/2025/08/08/U6CQUOYHBVA53M23GAMNIVNKZ4/
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). Leveraged buyouts and private equity. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 121-146.
 (https://doi.org/10.1257/jep.23.1.121)
- Kim, K. Y. (2022, April 5). *[Kyung-Yul Kim's World View] "How much do you want?"* Kyeonggi Ilbo.
<https://www.kyeonggi.com/article/20220405580232>
- Kim, B. Y. (2021). Legal Liabilities related to Fund Sales. *The Korean Journal of Securities Law*, 22(1), 75-105
- Kim, J. Y. (2025). Trustee and Fund Administrator Liability in Private Funds— the Optimus Case —. *The Korean Journal of Securities Law*, 26(2), 93-131
- Korea Environment Corporation. (2017-2018). *Environmental statistics information*.
<https://www.recycling-info.or.kr/>
 (Retrieved December 1, 2025)
- Casenote (Korea Fair Trade Commission Deliberation Disclosure System). (2016). *Deliberation 2016-204 dated July 11, 2016: Case of unfair joint action in corrugated cardboard base paper purchase by 18 manufacturers and sellers*. <https://casenote.kr> (Retrieved November 29, 2025)
- KPMG. (2016). *Private company governance: Call for sharper focus*. KPMG International.
- Lee, H. J. (2015, May 7). *Mid-sized manufacturer Tailim Packaging Group sold entirely to private equity*. Zum News.
<https://m.news.zum.com/articles/21786294>
- Lee, S. H. (2025, February 11). *Private equity introduction 20 years... Market catalyst or predator?* The Economist.
<https://economist.co.kr/article/view/ecn202502060025>
- Lee, S. Y. (2015, May 12). *IMM PE acquires 7 Tailim Packaging affiliates for 350 billion KRW*. Invest Chosun.
https://www.investchosun.com/site/data/html_dir/2015/05/12/2015051286000.html
- Lim, J. H. (2021). Review on Issues Related Private Funds Regulations and Proposal for Improvement - focused on Proposal of Amendments to Capital Market Act -. *The Korean Journal of Securities Law*, 22(1), 39-74
- Min, S. K. (2016, February 28). *Tailim Packaging significantly increases corrugated cardboard exports to Southeast Asia*. Maeil Business Newspaper.
<https://www.mk.co.kr/news/business/7241807>
- Moon, S. K. (2019, December 31). *Tailim Packaging*

- achieves largest domestic PEF capital recovery. E-Daily Marketin.
<https://marketin.edaily.co.kr/News/Read?newsId=02043446622724096>
- Noh, A. R. (2019, October 17). *IMM domestic fund maintains pride... Exit performance draws attention*. The Bell.
<https://www.thebell.co.kr/free/content/ArticleView.asp?key=201910160100026880001681>
- Noh, J. (2022). How to Promote ESG in Private Equity. *Korean Journal of Financial Studies*, 51(5), 543-569
- Park, H. H. (2019, October 15). *New "growth engine" Tailim Packaging equipped... Sea Chang Shipping "global joint advance."* Seoul Economic Daily.
<https://www.sedaily.com/NewsView/1VPJ6I814L>
- Park, J. E. (2020, January 31). *Background of Tailim Packaging's major shareholder change*. DealSite.
<https://dealsite.co.kr/articles/56423/016069>
- Park, K. J. (2017, April 18). *"Discard what must be discarded"... Tailim Packaging undergoes major surgery*. E-Daily Marketin.
<https://marketin.edaily.co.kr/News/Read?newsId=03548966615897432>
- Park, K. S. (2018, October 10). *Tailim Packaging's performance soars vertically after IMM PE acquisition*. The Bell.
<https://www.thebell.co.kr/free/content/ArticleView.asp?key=20181004010000552000033>
- Park, S. E. (2019, September 5). *Ultimately Progressive Deal... Shanin vs TPG competition*. The Bell.
<https://www.thebell.co.kr/free/content/ArticleView.asp?key=201909050100009250000581>
- PwC Korea. (2021, April). *M&A casebook*. PwC.
https://www.pwc.com/kr/ko/publications/service/mna_casebook.pdf
- Shin, J. E. (2025). Corporate Control Disputes and Corporate Governance: A Case Study of Korea Zinc. *Korea Business Review*, 29(2), 59-83.
<http://dx.doi.org/10.17287/kbr.2025.29.2.59>
- Song, J. H. (2023, August 22). *"Family management has growth limits"... More founders selling companies*. Seoul Economic Daily.
<https://www.sedaily.com/NewsView/1HUWJGKQ25>
- South Korea Financial Supervisory Service. (2016, December). *PEF Handbook*
- Suh, J., & Yeo, E. (2026). Korea Financial Holding Companies' Value-Up and Policy Implications. *Korea Business Review*, 30(1), 109-137.
<http://dx.doi.org/10.17287/kbr.2026.30.1.109>
- Suh, W. S. and Lee, Y. C. (2019). Corporate Governance and Audit System of Non-listed Companies. *Journal of Business Administration & Law*, 29(4), 31-68.
- Tailim Packaging. (2025). *Tailim Packaging official website*.
<https://www.tailim.com/> (Retrieved November 28, 2025).
- Yi, J. (2019). Role and development direction of domestic capital market (PEF). *KIF Working Paper*, 2019-06
- Yi, J. (2020). The Effect of Private Fund Expansion on Financial Stability. *Korean Journal of Financial Studies*, 49(6), 777-809
- Yi, J., and Bae K. (2020). Performance of Private Equity Funds in Korea. *Korean Journal of Financial Studies*, 49(2), 163-187
- Yoo, I. H. (2019, January 7). *Sold at 3,600 KRW expecting delisting, but received 4,311 KRW in dividends alone*. Money Today Broadcast.
<https://news.mtn.co.kr/news-detail/2019010711073554416>

〈Appendix A〉 금융감독원 전자공시시스템(DART) 공시 목록 (검색일: 2025.10.01.-2025.12.01.)

- 태림페이퍼 (2013.04.01.) 사업보고서(2012.12.)
- 태림페이퍼 (2014.03.31.) 사업보고서(2013.12.)
- 태림페이퍼 (2015.03.31.) 사업보고서(2014.12.)
- 태림페이퍼 (2015.06.12.) 주주총회소집결의
- 태림페이퍼 (2016.05.16.) [기재정정]사업보고서(2015.12.)
- 태림페이퍼 (2017.03.31.) 사업보고서(2016.12.)
- 태림페이퍼 (2018.04.02.) 사업보고서(2017.12.)
- 태림페이퍼 (2019.04.01.) 사업보고서(2018.12.)
- 태림페이퍼 (2020.03.30.) 사업보고서(2019.12.)
- 태림페이퍼 (2021.03.31.) 사업보고서(2020.12.)
- 태림포장 (2013.04.01.) 사업보고서(2012.12.)
- 태림포장 (2014.03.31.) 사업보고서(2013.12.)
- 태림포장 (2015.03.31.) 사업보고서(2014.12.)
- 태림포장 (2015.04.24.) 기타 주요경영사항(자율공시)
- 태림포장 (2015.06.08.) 기타 주요경영사항(자율공시)
- 태림포장 (2015.07.15.) [정정]최대주주변경
- 태림포장 (2016.05.16.) 기재정정사업보고서(2015.12.)
- 태림포장 (2016.05.30.) 분기보고서(2016.03.)
- 태림포장 (2016.11.18.) 분기보고서(2016.09.)
- 태림포장 (2017.03.31.) 사업보고서(2016.12.)
- 태림포장 (2018.04.02.) 사업보고서(2017.12.)
- 태림포장 (2019.08.23.) [기재정정]사업보고서(2018.12.)
- 태림포장 (2020.03.30.) 사업보고서(2019.12.)
- 태림포장 (2021.03.18.) 사업보고서(2020.12.)
- 태림포장 (2022.03.17.) 사업보고서(2021.12.)

Value Creation Strategies of Private Equity under Fund Capitalism: The Case of IMM PE's Acquisition of Tailim*

Jiwon Shin** · Doowon Ryu***

Abstract

This study examines the effects of private equity on firms and industries under the deepening of fund capitalism, focusing on IMM Private Equity's acquisition of Tailim. Specifically, it examines how firms' long-term performance is related to the value-creation strategies predominantly adopted by private equity investors, such as financial restructuring, governance restructuring, and operational improvement. The IMM PE - Tailim case demonstrates that, beyond financial and governance restructuring, operational initiatives such as joint procurement of raw materials, production process reorganization, capital expenditure management, export expansion, and improvements in human resource management and organizational culture are associated with improvements in operational efficiency, stronger cash flow generation, increased firm value, and a successful exit. These findings highlight the potential of an operational improvement - oriented strategy as a viable pathway for sustainable value creation. At the same time, controversies surrounding minority shareholder rights during the delisting of Tailim Paper and concerns over insufficient long-term capital investment underscore the structural limitations that private equity must address. Overall, the findings suggest that operational improvement - focused approaches aimed at sustained value creation should play a more prominent role. Furthermore, for capital to function in harmony with industry and support a healthy circulation of capital within the broader economy, an institutional environment characterized by effective social monitoring and

* This research was supported by the 2025 Academic Research Grant Program of the Korean Academic Society of Business Administration.

** Undergraduate Student, Department of Food Science and Biotechnology, Kyung Hee University, eomireomir@khu.ac.kr , First Author

*** Associate Professor, Department of Global Management, Kyung Hee University, lyucreon@khu.ac.kr , Corresponding Author

accountability is essential. Strengthening internal control standards related to stakeholder protection, procedural fairness, and information transparency, together with enhanced regulatory frameworks and ex post supervision by financial authorities, appears necessary for establishing a more robust institutional foundation.

Keywords: Private Equity, Fund Capitalism, IMM PE, Tailim, Case Study

〈Teaching Note〉

펀드자본주의 하에서 사모펀드의 가치창출 전략: IMM PE의 태림 인수 사례

1. 개요(Synopsis):

본 사례는 사모펀드(PE)가 기업 인수 이후 어떠한 방식으로 기업가치를 제고하는가, 그리고 그 성과가 단기적 재무개선에 그치는지, 장기적 기업 경쟁력으로 이어지는지를 분석하기 위한 사례이다. IMM PE는 2015년 국내 최대 골판지 포장 기업인 태림포장을 인수한 이후, 재무구조 및 지배구조 정비에 더해 원재료 공동구매, 생산 공정 재배치, CAPEX 관리, 수출 확대, 조직·인사 개편 등 운영 중심의 경영개선 전략(Value-up)을 실행하였다. 그 결과 현금창출력과 수익성이 개선되었고, 2020년 성공적인 매각(Exit)을 달성하였다. 그러나 동시에 태림페이퍼 상장폐지 과정에서의 소액주주 권리 침해 논란과 장기 설비투자 미흡 문제는 사모펀드의 경영개선형 전략이 가지는 구조적 한계를 드러낸다. 이 사례는 사모펀드를 단순한 금융 투자자가 아닌 산업 내 가치창출 주체로 평가할 수 있는지, 그리고 그 조건은 무엇인지를 토론하게 만든다.

2. 학습목표(Learning Objectives)

- ✓ 사모펀드의 가치창출 방식인 재무구조조정형·지배구조개편형·경영개선형 전략 간의 차이를 이해한다.
- ✓ IMM PE-태림포장 사례를 통해 경영개선형 전략이 실제 기업 사례에서 어떻게 구현되는지를 파악한다.
- ✓ 성공적인 출구 전략(Exit)과 실질적인 기업가치 제고 간의 관계를 비판적으로 검토한다.
- ✓ 사모펀드의 경영 개입 과정에서 발생할 수 있는 기업 경영 및 이해관계자 관련 쟁점을 이해한다.
- ✓ 펀드자본주의 하에서 사모펀드의 역할을 재조명하고, 건강한 금융 생태계 구축을 위한 방향을 논의한다.

3. 타겟 독자 및 강의 (Target Audience & Courses)

재무 또는 경영관련 강의, M&A, 기업가치평가

4. 사례 질문(Case Questions)

- (1) IMM PE의 태림 투자는 사모펀드의 어떠한 전략에 해당하는가?
- (2) IMM PE의 태림 인수 투자를 실질적인 기업가치 창출로 볼 수 있는가?
- (3) 사모펀드의 기업 인수 과정에서 생길 수 있는 문제점은 어떤 것들이 있는가?
- (4) 펀드자본주의 하에서 자본은 어떤 역할을 해야 하는가?

5. 사례 분석 및 주요 개념 (Case Analyses & Key Concepts)

전략 유형: IMM PE의 태림포장 인수는 재무구조조정이나 지배구조 개편에 그치지 않고, 원재료 공동구매, 공정 재배치, CAPEX 관리 등 운영 중심의 경영개선형(Value-up) 전략으로 볼 수 있다.

기업가치 창출 논점: 소유 기간 동안 수익성과 현금창출력은 개선되었으나, 이러한 성과가 실질적인 장기 기업가치 창출인지, 혹은 Exit을 전제로 한 소유 기간 효과인지에 대해서는 해석의 여지가 존재한다.

한계 및 쟁점: 태림페이퍼 상장폐지 과정에서의 소액주주 논란과 장기 설비투자 이슈는 경영개선형 전략이 이해관계자 관점에서 한계를 가질 수 있음을 보여준다.

핵심 개념:

사모펀드의 가치창출: 재무구조조정형 / 지배구조개편형 / 경영개선형

Exit(출구전략): 성과의 결과이지, 장기 가치창출의 충분조건은 아닐 수 있음

펀드자본주의: 금융자본의 기업 경영 직접 개입